

# OTC市场酝酿中 做市商制为基石

证券时报记者 杨冬

中国三板市场的发展思路有可能从“新三板扩容”向“建立统一监管的场外交易市场”转变。

证券时报记者获悉，相关监管部门在全国证券期货监管工作会议召开之后已向数家券商电话征询“如何建立统一监管的场外交易市场”的意见。

其中接受征询意见的一家券商相关负责人表示，面对三板市场新的发展思路，我们也在研究。不过，目前大家的一个共识就是，做市商制是建立统一监管的场外交易市场的基石。

此外，另据一家上市券商场外交易部门负责人指出，未来场外交易市场的挂牌标的有可能不局限于国家级高新园区的企业，其他符合条件的股份制企业也可以挂牌。

## 发展思路微调

1月8日，证监会主席郭树清在全国证券期货监管工作会议中提出，以柜台交易为基础，加快建立统一监管的场外交易市场，为非上市股份公司提供阳光化、规范化的股份转让平台。

值得注意的是，上述表述中并未提及“新三板扩容”、“国家级高

新园区”等此前三板市场发展思路中的关键词，由此也引发了业界诸多的猜测。

一家上市券商场外交易部门负责人接受记者采访时表示，新三板扩容是将其他国家级高新技术园区的企业纳入中关村新三板系统中进行挂牌交易；但建立统一监管的场外交易市场（又称OTC市场或柜台交易市场）的内涵则较为丰富，这意味着全国数十家地方产权交易所、股权交易所最终都要纳入到统一的场外交易市场中。

一家新三板业务排名前列的券商相关负责人表示进一步指出，迄今为止，新三板扩容还没有形成具体的统一的方案。从资本市场有效性的角度出发，单凭新三板扩容还不足以解决全国众多的股份制企业股权流通以及对外融资的问题，因此建立一个统一监管的场外交易市场是非常有必要的。

据该负责人透露，对于新的发展思路，相关监管部门正在征求大家的意见，目前尚未形成具体的操作方案。预计场外交易市场的推出还尚需时日。

## 做市商制度呼声最高

由于目前全国大大小小的产权交易所、股权交易所达数十家，因此要建立统一监管的场外交易市场面临的

困难颇多。

“一些地方产权交易所为了迅速扩大规模，让一些质地较差、运作不规范的企业挂牌。预计此类交易所未来将是清理的重点。不过也应意识到，清理的难度非常大，一下子将这些交易所统一纳入全国性的场外交易市场难度较大。”前述新三板业务排名前列的券商相关负责人表示，降低监管的成本，以及降低利益博弈的成本是全国性场外交易市场能否顺利推出的关键。

对于具体的操作方案，该位负责人建议称，“一方面，可以通过

实施做市商制度来实现统一监管，也就是说每家券商将自身的交易系统用作本地企业的挂牌交易，然后将各家券商的系统进行联网，就可以形成一个初步的全国性场外交易系统；可以采取券商与地方政府进行合作的方式发展这个市场。另一方面，还要着手对地方产权交易所进行清理，为统一监管框架扫清障碍。”

前述上市券商场外交易部门负责人亦认为，通过做市商制度，可以把全国各地符合条件的股份制企业纳入到统一监管的市场当中，监管部门通过对券商的监管来实现对场外交易市场的监管。”

# 西南证券收购 银华基金20%股权获批

西南证券今日公告称，近日中国证监会向银华基金下发了相关变更股权的批复，核准山西海鑫实业股份有限公司将其持有的银华基金20%股权转让给西南证券。西南证券表示，在相关股权变更手续完成后，该公司将持有银华基金49%的股权，成为其第一大股东。

据了解，银华基金成立于2001年5月28日，是经中国证监会批准设立的全国性基金管理公司。目前，该基金公司拥有完整的产品线和全业务资质，同时拥有企业年金资产管理业务资格、境外证券投资管理业务资格、特定客户资产管理业务资格和全国社保基金理事会境内委托投资管理人格。（伍泽琳）

## 去年券商费用开支大幅削减逾三成

# 证券营业部利是包惊现2元彩票

证券时报记者 黄兆隆

如果不是亲眼所见，很难将2元彩票的春节利是包与财大气粗的券商联系起来。惨淡的行情下，证券公司去年大幅削减业务及管理费用，不少券商的开支已大幅削减超过三成。预算被砍、年会推迟、奖金缩水……无疑大大冲淡了券商员工以往喜悦的节日情绪。

## 开支大幅削减

根据已公布财报的20家券商财务指标显示，申银万国、中银国际2011年的业务及管理费用削减幅度分别为34.31%、38.84%，万联证券、新时代证券削减幅度更是达到了49.59%、45.05%。

大幅削减之下，券商员工的日子难过。

“年关难过啊，公司就拨给2万元的预算，年会该如何办？”山东某券商办公室工作人员曾在春节前无奈地向证券时报记者诉苦。这情形还不是最糟糕的，有的券商还甚至取消了每年一度的年会。

更让券商员工不满的是，包括中投证券、海通证券等券商部分经纪业务条线的员工春节利是包（关门利是）竟是2元一张或2元一注的彩票，这让曾经获得万元级利是包的员工一时间如遇冬日寒流。2元钱的彩票，很难相信这是券商发下来的。”面对这异样的利是包，上述某券商员工

无奈地表示。

除了利是包以外，对证券行业从业人员而言，一年最值得期待的一份收入就是年终奖。不过，这份期待却有可能成泡影。根据记者了解，截至昨日，包括国泰君安证券、中投证券等多家券商尚未发放年终奖。

2010年的年终奖是在2011年5月份发的，2011年的这种行情，还不知道会不会发（年终奖）了。”某大型券商经纪业务部人士表示。

## 卧槽与跳槽

年终奖或将泡汤的阴云，也打乱了有跳槽计划员工的如意算盘。”

每逢新年伊始，行业跳槽之风都有加剧之势，欲跳槽者往往会在年终奖发放前联系好“下家”，只待拿到年终奖后，便背包走人。如今，各券商都在削减预算并裁员，预计今年人才流动的规模较以往也会减少很多。

“全行业经营都不景气，跳槽都一样，不如留守更稳妥。”国信证券深圳某营业部一员工表示。

对于存在薪酬泡沫的卖方研究和投行业务领域也是如此，员工对年终奖颇为患得患失。

节前没发年终奖，可能会无限期延后。延期太久，会影响我去下家的时间安排。”上海某大型券商研究所策略研究员对记者表示。

事实上，丰厚的年终奖是金融业留给大众的最鲜明印象，也是这类工



作吸引人才加入的原因之一。

据记者了解，在北京诸多名牌学府中，目前大部分毕业生仍以进入投行工作而自豪，但资本市场一切都是

靠绩效说话，没有永远的高薪。去年证券行业经历的冬天还有多远很难预知，坚守并突破或许是该行业从业者们最佳把握的方向。

## 记者观察 | Observation |

# 银行业伪创新的创收模式难持续

证券时报记者 唐曜华

银监会主席尚福林在1月17日发表的一篇署名文章中，直批当前银行业有着“转型就收费，贷款就搭售”的不正确做法。据证券时报记者观察，去年以来，在利润回报压力下，借创新名义巧立名目收费的伪创新现象大量存在。然而这种发展模式并不可持续，只有提供高质量的金融服务和产品并为客户真正创造价值，客户才愿意甚至积极掏腰包购买银行的金融服务或产品，银行中间业务收入才能保持持续快速增长。

在行业垄断或多或少存在、贷款资源稀缺的环境下，此类名为创新实为收费的发展模式可在短期内

大行其道，并给银行创造了相应收入。而当环境发生变化，银行手续费收入高速增长的局面将难以持续。

去年以来，一些银行推出的所谓创新服务已变了味儿，成为巧立名目收费的工具。比如企业要想获得贷款，则要接受银行的一揽子金融服务，而往往银行并未给企业提供对应的金融服务，或是所提供服务并非企业真正需要的，不能为企业带来价值。但在一贷难求的情况下，企业可能被迫接受银行“强加”的服务，而一旦信贷环境宽松，银行需要向企业营销贷款，银行咨询顾问等的收费服务收入就会随之缩水。

正如尚福林主席所说，这种创新并非没有提高服务效率，反而加大客户融资成本，既不符合市场需求又不

可持续，也影响了金融支持实体经济的有效性，背离了金融创新的本质。

从近年来银行手续费收入增长情况来看，银行手续费及佣金净收入呈现出较大的波动性，银行手续费及佣金净收入在信贷紧缩年份增幅明显高于宽松年份。据Wind数据显示，信贷紧缩的2007年、2008年（2008年后两个月才转为信贷宽松）以及2011年，手续费及佣金净收入的增幅均高于2009年、2010年的增幅。2007年、2008年以及2011年前三季度，16家上市银行手续费及佣金净收入同比增幅的平均值分别为108%、66%、60.7%，而2009年、2010年平均值分别只有27.7%、41.4%。发放天量信贷的2009年，银行手续费及佣金净收入同比增幅最低。

除不可持续以外，利用银行较强的议价能力频频向客户伸手亦会对银行的形象造成损害。虽然客户当时为了获得贷款而接受银行的附加条件，但难免会遭客户诟病。去年一些银行以支付融资服务费作为优先获得个人住房按揭贷款的前提条件，向个人贷款客户收取融资服务费（并无对应的实质服务），一度引起大量客户不满，甚至向监管部门举报。

不可否认的是，也有不少银行在研发、创新金融产品和服务方面确实做出了积极努力，并取得了较好的收效。在帮助客户控制风险、提高资金管理效率、加强资产管理与负债管理、实现资产保值和增值等方面取得了很多正面效应，也因此赢得了更多客户，真正实现了银行和客户的双赢局面。

## 发行市盈率下降及破发频现

# 新年首月IPO遭双面夹击

证券时报记者 曹攀峰

新年前后，业界围绕新股发行制度改革而展开的讨论一直未曾停止。继八菱科技后，朗玛信息成为A股市场第二家因询价机构数量不足而中止发行的公司。一级市场发行正陷入风声鹤唳之中。A股发行市盈率趋于下降，六成上市新股陷入破发，网下配售的询价机构惨遭套牢，正成为新年后首发（IPO）的生动写照。

一组数据可以说明IPO市盈率的下降趋势。2010年创业板IPO平均市盈率为71倍，而2011年则下降至51倍，降幅达28%；2010年中小板平均市盈率为55倍，次年则降至43倍，降幅达22%；2010年主板平均市盈率为40倍，2011年则为38倍，降幅达5%。

2012年首月，新股发行市盈率再次呈现下降趋势。唯一一家主板上市公司江南嘉捷市盈率为24.8倍；3家创业板上市公司平均市盈率为41.9倍；中小板上市公司平均市盈率约为25.8倍，1月19日登陆中小板的扬子新材首发市盈率仅为18.7倍。

某上市券商投行人士认为，新股IPO的市盈率走势与经济周期及股市走势相关，尽管近日二级市场有所反弹，但仍难改变大盘萎靡的整体氛围，IPO市盈率随之下降。

尽管首发市盈率已呈下降趋势，但从今年1月上市的新股股价来看，二级市场并不买账。据Wind数据统计，包括扬子新材在内，今年1月已有10家公司IPO上市，其中6只新股首日收盘破发，加加食品和利君股份甚至分别下跌26.3%和16.9%。由于新股上市频频破发，打新机构被套牢已成常事。

以加加食品为例，该股初步询价时收到渤海证券、广发证券、广州证券、恒泰证券等27家询价对象的申报，申报价格区间在13.1元-30.3元间，最终发行方和保荐机构确定的发行价为30元。财富证券、华融稳健成长1号基金优选、全国社保基金五零四组合等7家机构网下配售800万股，获配的2.4亿元资金悉数被套。

最近朗玛信息因询价机构不足中止发行，新股破发增多，此类案例多起来后，发行价格也会自然呈下降趋势。”上述投行人士表示。

# 去年矿产信托募资超322亿

证券时报记者 张宁

在2011年的信托市场，矿产信托的发行量可谓突飞猛进，贷款占总资产比重较高、能承受高融资成本的矿业项目得到部分信托公司的青睐。业内人士认为，这是因为房地产信托业务受阻后，信托公司迫切需要寻求新的利润增长点。但是，在突飞猛进的发行量背后，矿产信托蕴藏的风险同样不容低估。

根据用益信托的数据，2011年以来，共有80款信托产品投向矿产资源领域，募集资金超过322亿元。

在2011年上半年，受房地产信托业务火爆发行的挤压，相比同期集合信托同比125%的发行规模增速，矿产信托一度并不起眼。数据显示，2011年上半年，共有12家信托公司发行了34款矿产资源类信托产品，比去年同期增加13款，增幅为61.9%；发行规模达74.98亿元，同比增长69.07%。但去年三季度，在监管层加强了对房地产信托的监管后，矿产信托出现了井喷。仅2011年的第三季度，共有19家信托公司发行35款矿产资源类产品，融资规模为223.12亿元，发行规模更是同比增长315.96%。此时，华融信托、

中融信托和中信信托均发行了4款产品，位列前三名。至第四季度，仍有11款矿产能源信托发行，募集资金规模为24.21亿元。

用益信托分析师李昶表示，房地产信托受困后，矿产信托因其能获得较高收益而受到追捧。例如，去年三季度矿产信托产品以9.77%的平均收益率，居房地产之后位列第二；而第四季度的预期年平均收益率更是上升至10.57%。

李昶认为，同房地产行业相似，矿产资源企业对资金需求量大，而银行对此类企业的贷款要求也较高。除少数大型矿产企业外，其中大部分尤其是中小矿企的融资需求在银行得不到满足。

不过，李昶认为，矿产信托蕴藏的风险也不容低估。例如，一些融资企业是以采矿权作为担保抵押，但其评估价的真实性和公允性却很难判断。如华能贵诚信托在为新疆创越能源集团发行的一款矿产信托项目中，虽然创越能源在成立3年内没有任何营业收入，但却顺利拿到了信托资金。

由于目前矿业权的评估存在很大不确定性，导致信托公司在确定信托资产价值时也存在较大的不确定性，从而提高了信托计划的外部风险。因此，李昶认为，建立完善的矿业权评估体系已尤为重要。

# 地产私募基金融资渠道短板渐显

证券时报记者 张宁

在2011年得到快速发展的地产私募基金，据业内粗略估计目前其规模已达千亿元。但随着私募股权投资（PE）市场融资环境恶化以及众多基金经理人加入抢食，其固有的融资渠道短板问题也同时被放大。

去年，地产私募基金异军突起，一举成为继银行、信托之后，开发商主要的融资源头。根据黄金湾投资集团董事长申威的估算，目前国内房地产基金公司已发展到500余家，管理资金约1000亿元。

盛诺金地地产基金总经理马世杰对证券时报记者表示，开发商去年普遍缺少资金，该公司房地产私募基金的业务也因此发展很快。作为公司负责人，他甚至需要经常出差到各地去看项目。马世杰认为，业务发展虽快，但地产私募基金当前的融资难题仍较为突出。

据介绍，目前国内地产基金寻找募资渠道时，主要依赖民间融资、私人银行及第三方理财机构。

以盛诺金为例，据马世杰介绍，在该公司此前的两期基金中，均由原先的合伙人凑份子。而之后的数期基金，则是通过朋友圈、企业家联合会等渠道募集资金。去年上半年的行情比较好，募资效率还算可以，基金规模也在逐步扩大，几亿元的项目我

们最快一两个月就能完成募资。但下半年PE融资市场急转直下，同时行业竞争也开始加大，单靠自有的民间渠道已较难维持发行。”

东方汇富创业投资管理有限公司总裁阎治东也认为，2012年上半年地产私募的冷淡行情将延续。房地产行业不确定因素太多，实体经济下滑趋势也比较明显，控制风险，现金为王”将成为PE投资者的关键词。

而一项针对2012年PE募资难度的调查显示，66.2%的受访PE机构认为，今年募资难度将会略微加大，11.7%的机构认为将严重加大，13%的机构认为不会发生变化，只有9.1%的机构认为募资难度将有所减小。

此外，据记者从建设银行、招商银行等数家银行获悉，其私人银行部门在重新评估地产基金产品的投资风险与投资回报后，均已停止代销地产基金。这也意味着地产私募此前一直着力银行渠道开拓计划宣告破灭。

目前与地产私募合作较多的还是第三方理财机构，但募资规模普遍偏低。同时据深圳某第三方机构人士表示，目前地产私募产品退出模式是募资的一大障碍。据介绍，地产私募往往是在在项目启动之初就介入，因此其投资期限往往达到4年或3年，而投资人往往倾向于快进快出。如果要长期投资，则会考虑得更多，对基金的投资能力、判断能力、专业性等要求都很高。