

目前债券市场一些机制和利益的瓶颈问题成为迈向统一互联网债券市场的障碍

券商研讨债市创新 九大改革路径显现

编者按：“三个如何”是证监会主席郭树清履新后提出的三个关心的重大问题，即如何以资本市场的科学发展来促进国民经济的科学发展，如何通过多层次资本市场体系服务于中小企业、“三农”和创新创业活动，如何在证券期货监管工作中体现和维护最广大人民的根本利益。

此后，资本市场围绕“三个如何”、推进相关业务创新的探讨声音积极而热烈，特别是对于债券市场的改革和创新声音更是让市场嗅到了机遇，券商提出的关于债券市场改革的9项建议，或会令业界期待的政策“东风”来得更快些。

证券时报记者 邱晨

目前业界对证券公司业务转型和创新的探讨一直颇为密集，这其中不仅包括发行制度改革、经纪业务转型、资产管理业务等，债券市场的创新发展也在研讨之列，证券时报记者从多家券商处了解到，监管层目前汇集和整理了证券公司对于我国债券市场改革的9项重要建议，以推动行业的创新发展。这些建议涵盖了从制度改革、产品创新到完善交易机制等各个方面内容，是目前债券市场改革向的一次全面汇总。

推动制度改革

围绕公司债发行制度的改革建议成为了业界的关注焦点。有券商认为，要实现公司债市场的快速发展，就必须推动公司债发行制度进一步市场化。

据部分券商反映，目前公司债审核“绿色通道”制度对公司债发展起到了极大的促进作用，因此，建议将此制度进一步补充完善，根据上市公司的资信评级、净资产规模等指标进行分类评级，制定相应标准实行快速审核、常规审核或暂缓审核等不同处理方式，提供多样化的发行管理方案。

例如，首先对符合一定标准的公司债券实行注册制，逐步取消对发行主体的审核制度，推动公司债券的发行管理从目前的核准制向注册制转化，把公司债券能否发行、发行多少的决定权交给市场。

限制我国债券市场发展的另一项难题是投资者群体过于单一。因此，调整相关制度，放宽债券投资者群体则显得尤为迫切，特别是提高银行、信托、QFII等机构投资者的参与度。

券商的承销经验表明，由于目前交易所市场的债券存量、二级市场流动性都很低的现状，虽然几家上市银行能够投资交易所债券市场，但未能发挥预想的作用，银行在交易所市场的活跃度依然很低。

因此，为增加机构投资者对交易所债券市场的参与度，建议取消对信托计划开立交易所账户的限制，吸引银行理财产品资金进入交易所债券市场；加大QFII的审批力度，鼓励QFII投资国内债券；放开非上市银行、农信社等机构进入交易所市场的限制；明确银行可参与交易所回购市场。

目前债券投资者的群体过于单一，造成了部分产品遭到哄抢，另一部分产品却无人问津的局面。”北京某大型券商资本市场部人士表示，目前债券市场的主要投资者还是以保险公司为主，因此对产品的需求类似，投资风格也严重趋同。

实现产品创新

针对我国债券市场产品过于单一的局面，券商的建议主要集中在推出高收益债券、利率互换等基础衍生产品和债券指数基金上。

推出高收益债券等新产品是目前市场最为关注的话题，也是目前证券行业内翘首以待的重要产品。部分券商建议，鉴于高收益债券的风险回报特征可以吸引交易所市场部分投资群体的关注，建议允许发行高收益债券产品，为债券投资者提供新的品种选择。

投资者对于目前严重趋同的债券产品已经感到乏味，高收益债券的

推出将再次吸引投资者的关注。”上海某大型券商固定收益部人士称。

为提高交易所市场的流动性，券商还建议推出利率互换等基础衍生产品。据悉，证券公司可以作为债券的做市商，但做市商需要一些基础性衍生产品作为对冲风险的工具。因此，在适当的时机允许交易所推出利率期货产品，借鉴银行间市场的经验，允许证券公司开展利率互换和信用违约互换交易等。

另外，债券指数基金也再次被提出。券商表示，针对交易所市场利率产品（国债等）流动性不足的问题，建议交易所推出以银行间市场国债、央票为构成个券的指数基金，借力银行间市场的债券存量和交易量优势，为交易所市场各类投资者提供高流动性的替代性利率产品。

完善交易机制

随着债券市场的发展，现行的一些交易机制已经相对滞后。对此，券商提出多项改革建议。

有券商指出，目前交易所的集中竞价系统设计主要是针对股票交易，因此某些方面不太适合债券的特点。例如：单笔申报最大数量不能超过1万手，已经远远不能满足银行等债券投资者的需求。因此，建议交易所对此进行修改，增大单笔申报的上限，从而完善交易所债券集中竞价系统。

有券商则结合国际经验，指出纯粹的报价驱动做市商制度和纯粹的指令驱动竞价交易制度都有其缺陷，二者的融合更代表了未来的发展趋势。建议交易所对个别关键的国债或信用债品种等在缺乏足够的竞价系统报价时，由指定的交易商进行报价，用报价制度来弥补竞价系统流动性不足的问题。建立起一套“报价+竞价”的混合交易制度。

证券公司作为债券发行的重要一环，其积极参与的程度直接影响了债券市场能否健康快速地发展，因此，应采取多项措施推动证券公司积极参与交易所债券市场。例如：将债券的承销、交易列入证券公司的评价指标，培育证券公司在债券业务方面的核心竞争力。

统一登记结算

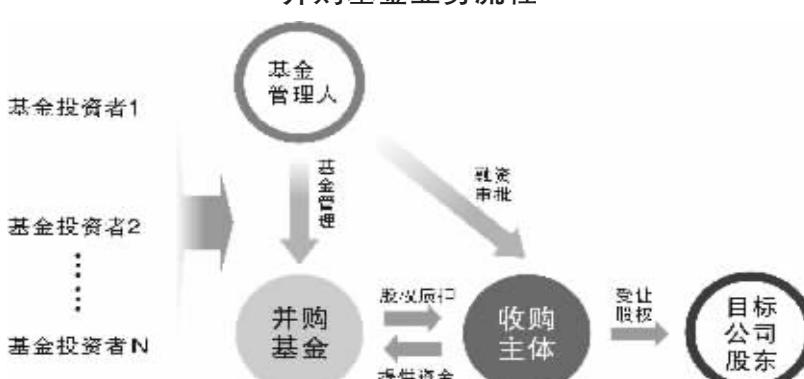
从券商的反馈意见显示出，目前的深沪两地不同的债券登记结算制度也对债券市场的发展造成了阻碍。

券商还建议统一目前的交易所市场的债券登记结算制度。据了解，目前证券登记结算公司上海和深圳分公司对公司债实行不同的登记结算制度，实际上导致了交易所债券市场的分割。同时，深交所的公司债也不能像上交所一样实现T+0滚动回购，因而其发行成本高于同样评级的上交所公司债，流动性也不如上交所。

对此，券商建议登记结算公司深圳分公司和上海分公司在制度上实现统一。

综上所述，券商所提出的多条建议都直指目前制约我国债券市场发展的症结所在。目前，券商在债券承销业务方面仍远远落后于大型商业银行，而一旦上述建议被采纳，随着公司债规模的扩大、引入做市商制度，券商在债券承销业务方面将有很大的提升空间；另一方面，券商也将在债券市场发展中，扮演更加重要的角色。

并购基金业务流程



券商 9 建议推进债券市场改革

- ✓ 公司债券发行制度进一步市场化
- ✓ 提高银行、信托、QFII等机构投资者的参与度
- ✓ 推出高收益债券等新产品
- ✓ 推出利率互换等基础衍生品
- ✓ 推出债券指数基金
- ✓ 完善交易所债券集中竞价系统
- ✓ 建立“报价+竞价”混合交易制度
- ✓ 统一交易所市场的债券登记结算制度
- ✓ 采用多种形式鼓励券商积极参与交易所市场



吴比较/制图

券商热盼发展并购基金业务

证券时报记者 邱晨

券商在业务创新手段上，将目光投向了并购基金业务。证券时报记者获悉，目前已有券商向监管部门提出设立并购基金管理子公司的想法，以便分享并购市场蛋糕，但券商保荐机构的身份或将再一次对其构成阻碍。

所谓并购基金，是指专注于从事企业并购投资的基金，以控股或参股的方式获得目标企业的股权后，对目标企业进行一系列的业务、管理的整合、重组改造，待其盈利提升后再将其股权转让。

据了解，投资资金小部分来源于自有资金，大部分来源于非公开形式募集资金、债券市场资金或者是银行并购贷款。设立并购基金有利于推进跨地区、跨行业的兼并重组，实现产业整合和经济结构转型。

记者了解到，多家券商建议监管部门允许其设立并购基金管理子公司。

部分券商表示，在目前的监管框架下，证券公司缺乏有效的并购基金管理平台，证券公司只能以财务顾问的身份参与并购基金的管理，对并购基金的控制力度以及投资决策的参与程度都非常有限。

而并购基金管理子公司能够以普通合伙人身份发起设立并购基金，这样既可有效隔离并购投资业务与证券

公司之间的风险，也能较好地解决自营投资业务和基金管理业务之间的利益冲突问题。

券商开展并购基金业务在客户资源、行业研究、业务改造、企业上市经验、基金资金的筹集及退出具有自身优势，能够在一定程度上改变只提供中介服务、并购收入微薄、盈利模式单一的状况。有券商同时指出，从现行法律上看，证券公司设立并购基金并没有明显的法律障碍。

目前并购重组财务顾问业务投入产出比太低，这是券商对该项业务一直无法做强做大的主要原因。”广州某券商并购业务部人士表示，设立并购基金能够有效改善这一局面。”

但另一方面，部分人士则对券商并购基金的前景表示担忧。

北京某私募人士认为，目前国内并购基金机构已经较多，且近年来发展迅速，券商目前进入该领域的优势并不明显，将要面对的是来自多方面的竞争。

保荐机构身份成障碍

更大的问题是，与券商的直投业务一样，券商寄予厚望的并购基金管理业务也同样受制于券商的保荐机构身份。

据了解，海外并购基金的典型投资方式以控股为手段，而目前在国内市场，并购基金在持股比例方面面临一些监管规则和现实的障碍，难以控股上市公司。

据《证券发行上市保荐业务管理办法》规定，保荐机构及其控股股东、

实际控制人、重要关联方持有发行人的股份合计超过7%，或者发行人持有、控制保荐机构的股份超过7%，保荐机构在推荐发行人证券发行上市时，应联合1家无关联保荐机构共同履行保荐职责，且该无关联保荐机构为第一保荐机构。

《证券公司风险控制指标管理办法》也规定了持有一种权益类证券的市值与该类证券总市值的比例不得超过5%。

对此，有券商向监管部门建议放宽并购基金持有上市公司股权比例的限

制。但这一要求却遭到部分业内人士的质疑。

在“保荐+直投”的模式遭到限制后，不排除券商意图借道并购基金重拾上述模式的可能。”上海某大型律师事务所证券律师表示，因此配套的监管措施和法律条文还有待完善。”

目前国内并没有真正意义上的并购基金。”广东某大型券商兼并收购部人士称，虽打着并购基金的名义，但实际上多以从事私募股权投资和创业投资业务为主，最终还是以上市退出为首要目的。”

链接 | Link

美国并购基金发展史

在美国20世纪70年代末80年代初的第四次并购浪潮中，以国际私

募资本巨头KKR为代表的杠杆并购

投资基金开始崭露头角。随后因垃圾

债券蓬勃兴起，杠杆并购投资基金得

以成为并购浪潮中的新生力量。

至20世纪80年代末90年代初，由于垃圾债券破灭及运用垃圾债券进

行杠杆融资并购的一些企业纷纷破产

倒闭，从而导致杠杆并购投资基金名

声扫地，并进入萧条期。20世纪90

年代中期，由于美国经济持续增长，

杠杆并购投资基金再次兴起并改头换

面，不再称自己为杠杆并购(LBO)

吴晨/制图