

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动向的一次全面汇总。

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，应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，目前的沪深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，扮演更加重要的角色。

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



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层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出售。

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。

券商欲设立子公司

记者了解到，多家券商建议监管层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，部分人士则对券商系并购基金的前景表示出担忧。

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、

■记者观察 | Observation |

券商吁请政策东风助扬帆出海

证券时报记者 邱晨

全球金融环境的低迷之势，为我国券商拓展海外业务创造了机遇。在此背景下，目前部分券商呼吁适当放宽限制，为其“出海”创造更好的政策环境。

随着我国经济高速发展与人民币国际化进程的推进，国内企业境外投资、融资及并购的需求，国内投资者通过香港资本市场投资全球的需求，以及国内客户境外资金财富管理的需求日益增加，券商“走出去”的愿望日益强烈，许多券商表示，有跟随境内企业和项目“走出去”的意愿，到中资机构聚集达到一定规模的国家或者地区设立分支机构，开展跨境业务。

降低出海门槛

回顾过往几年，国内券商已有以中金、中信等券商为首的一批大型券商率先实现了“蓝海战略”，在海外业务上取得了不错的成绩。

但与中金、中信等部分大型券商在海外颇有斩获不同，大量中小型券商却仍局限于国内业务的竞争当中，没有拓展海外业务的资格。

但这些中小型券商中，却不乏具有开展海外业务抱负的公司。太平洋证券总裁王超曾表示，到目前为止，一些大型券商、中型券商有到香港收购证券公司的，也有到香港设立合资公司的，但中小券商却还无法做到，主要原因就是“走出去”的门槛设得较高。

据了解，适用于证券公司到香港设立分支机构的政策规定中，相关资质条件的规定较为严格。例如，要求券商的净资本不低于 30 亿元；主要业务市场占有率不低于行业中等水平；近两次分类评价为 BBB 类以上、其中至少一次为 A 类；近三年至少两年盈利等。这在一定程度上限制了中小证券公司发挥地缘等优势“走出去”。

对此，有券商建议监管部门区分“走出去”的区域及合作形式，设定更为灵活的“准出”条件。

建立容错机制

海外市场环境和法律体系与国内

迥异，商业和政治风险错综复杂，在海外业务的开展中，国内券商可能会基于创新而引发违规等问题。券商寄望能够建立相应的容错机制，这将大大鼓励证券公司在“走出去”的过程中，勇于尝试、敢于创新。有券商认为，在创新中产生的非故意行为，并且没有造成社会重大负面效果的风险事故，希望监管部门能够不予处罚。

另外，券商建议监管部门牵头建立跨部委协调机制，为证券公司“走出去”创造良好的外部环境和政策支持，如推动人民银行和外汇局给予证券公司境外子公司 QFII 或者小 QFII 资格和额度，加快符合条件的证券公司到香港设立子公司的批设等。

多重“礁石”待逾越

事实上，券商寄望在拓展海外业务上得到政策的扶持，但其自身也存在诸多问题有待改善。

综合来看，目前仍有多项因素制约着券商拓展海外业务的能力。在这些问题没有解决之前，券商的“蓝海战略”有未及远航便已触石搁浅的风险。

其中，首当其冲的是券商自身准备不足的问题。许多证券公司曾一度保持较好的盈利水平，其业务主要局限在国内市场，因存在着“不做不错、多做多错”的心理，对于“走出去”并没有做太多准备。

而在国际市场上，境内证券公司还不完全具备与国际大行竞争的实力；在国内业务上，证券公司专业服务也不到位，客户忠诚度不够。因此，对于我国多数券商而言，想要在海外市场上与国际投行竞技，就必须尽快提升业务能力和水平。

目前，海外金融环境低迷确实为我国券商出海提供了很好的机遇，但是，业内担心许多券商“走出去”的心态还比较浮躁，抱着“跟风”或者金融危机后“抄底”的心态，缺乏明确具体并能坚定执行的长期规划。拓展海外业务需要大量的成本投入，缺乏长远规划很可能导致“走出去”战略沦为负担。

总体而言，券商寄望在“走出去”的过程中得到更多的政策支持是可以理解的，但海外战略能否取得成功，关键还在于自身的业务能力和长远规划能力的提高，否则将难以借助扶持政策的东风。

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。”

或管理者收购（MBO），而改称为私募股权投资基金。

美国并购投资基金高峰期在 2004 年~2007 年，他们利用克林顿政府 1999 年废除《格拉斯-斯蒂格尔法案》并通过《金融服务现代化法案》后放宽金融管制，加之银行利率很低，其杠杆率常常高达十倍甚至数十倍，并以被并购企业的资产抵押和未来收益担保发行债券（即 CLO 和 CDO）募集并购资金，一方面使被并购企业背上沉重的债务负担，另一方面通过投资银行设计和包装债券，由评级机构评级后销售出去。（邱晨）

