

聚焦 债券市场制度改革(上)

债券市场制度性创新如箭在弦

●中国证监会副主席姚刚昨日接受证券时报记者采访时表示,中小企业私募债不能完全靠政府来审批。

●除国债期货已开始实施仿真交易试点外,中小企业私募债券、市政债、债券型ETF基金等亦有望在不久的将来问世。

●在沪深证券交易所制度创新的推动下,储架发行制度有望进一步深化。

●各方已达成共识,针对风险不一的产品框架,推出合格投资者管理制度,以提升投资者对违约风险的识别能力和抗违约风险的财务能力。

交易所债市改革先行突破在即

证券时报记者 朱凯

从存量债券情况来看,我国证券交易所债券市场规模远不及银行间市场,品种及流动性也明显弱于后者。去年以来,随着公司债发行审核的逐步放宽以及近期中小企业私募债设想逐渐显露雏形,证券交易所突破债市瓶颈的步伐越来越快。

与银行间市场相比,我国交易所债市规模仅占总量的2%不到。中债登记数据显示,截至2012年1月底我国债市总托管量为21.27万亿元,其中银行间市场为20.13万亿元,沪深证券交易所市场合计为0.36万亿元,柜台及其他市场约为0.79万亿元。

从交易所发行债券的种类看,目前主要包括记账式国债、地方政府债、可转债、公司债及企业债(包含城投债)等。而其他流动性好的品种如央行票据、短期融资券、中期票据等,目前均在银行间市场发行和交易。

去年3月,证监会向上市公司开通公司债的“绿色通道”,审批时间由此前的1个月以上缩短至一两周左右。

近期在有关监管部门召集的相关座谈会上,券商人士还建议,未来应根据上市公司的资信、净资产规模等对其进行分类评级,早日实现发行制度的完全市场化。有迹象显示,这一建议已经被相关监管部门采纳。

中国证监会副主席姚刚昨日接受证券时报记者采访时表示,中小企业私募债不能完全靠政府来审批。

上海证券交易所理事长耿亮昨日也指出,中小企业私募债实行备案制,不审批,发行主体主要由券商寻觅和挑选,并可能考虑建立拟发行中小企业私募债的企业库。

分析人士称,这或是交易所债券发行由“核准制”向“注册制”转变的前奏。与此相关,上交所2月27日发布公告称,将公司债上市前的发行人最近一期净资产要求,由不低于15亿元下调为5亿元,也被业内认为是放宽中小企业私募债审批的步骤之一。

Wind数据显示,去年3月至今,沪深证券交易所新发公司债数量合计94只,其中深交所36只,上交所58只,分别同比增加32只和42只。业内人士对此称,交易所债券审批改革的进程正日益加快。

国债期货打头阵 债券创新层出不穷

证券时报记者 朱凯

中国债券市场创新大潮正席卷而来,层出不穷的新产品、新服务正逐步向成熟市场看齐。这其中除国债期货已开始实施仿真交易试点外,中小企业私募债券、市政债、债券型ETF基金等亦有望在不久的将来问世。此外,政府支持机构债以及资产支持证券(ABS)等,也可能在目前已有的形式和内容上获得拓展和创新。

中小企业私募债券指的是评级低于投资级别的债券,获得高收益的同时也面临较大风险。国外市场经验显示,中小企业私募债券是债券融资品种中重要的一环,在提供更广泛融资渠道、丰富投资者参与范围以及提升利率市场化水平等方面,都具有不可低估的作用。去年底以来,我国新推中小企业私募债券试点的讨论此起彼伏,监管层在审批及制度配套方面,都给予了积极支持。

市政债相当于地方政府债,地方政府利用自身信用进行融资,并承担还本付息义务,筹集资金用于住宅、教育、医疗等公共事务。市政债在国外早已存在,但我国由于相关法规制约,暂未进入正式操作阶段。不过,我国自2009年3月起由财政部代理发行各地方政府债开始,一直到去年11月上海、广东、浙江、深圳等地首次“自行”发债,我国“准市政债”发展已再上一个台阶。

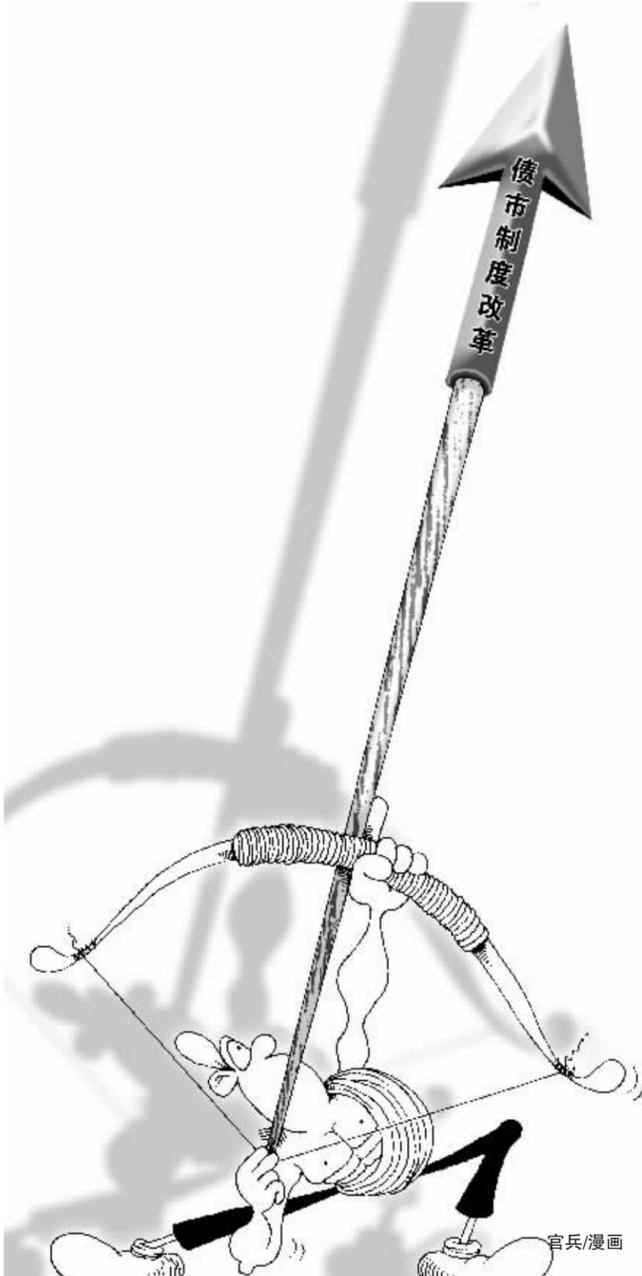
债券型ETF基金,是在交易所上市交易的开放式指数基金,以不同

期限的债券为投资标的,具有抗通胀及套利功能。国外市场的债券ETF人气很高,尤其是2008年金融危机爆发以来,债券ETF在数量和资产规模上都获得了迅猛增长。对此,金元证券固定收益研究主管王晶表示,我国未来还可对此进行创新,诸如推出与浮息债类似的通胀挂钩型债券等。

此外,我国目前已存在的政府支持机构债,如铁路建设债、中央汇金公司债券等,以及资产支持证券(ABS),如2005年发行的建元个人住房抵押贷款支持证券、去年发行的远东二期专项资产管理计划等,未来也有望逐步由银行间市场扩展至包含交易所市场在内的全市场。

最后值得一提的是,国债期货仿真交易已在2月13日隆重上线,成为中国债券创新的“排头兵”。在迄今为止的10多个交易日中,仿真交易走势由大幅震荡至逐渐平稳,真实体现了国债现货的固定收益特征。同时,各类机构也加大了招兵买马、储备人才的力度,市场对于年内甚至上半年推出国债期货的预期较为强烈。

证监会主席郭树清日前接受人民日报采访时表示,债券市场需要进一步加大创新力度。要发展中小企业私募债来弥补债券市场制度空白,更好满足社会多元化投融资需求;推进市政债、机构债建设,提高地方政府债务透明度,分散银行体系风险;不久的将来,还要推出国债期货交易。



5 中小企业私募债合格投资者标准将出台

证券时报记者 李东亮

众所周知,与股票市场不同的是,传统的企业债和公司债属于低收益和低风险品种,不过这一传统观念将在中小企业私募债推出后被颠覆。业界普遍预计,中小企业私募债的年化收益将有望突破10%,而违约风险也将一定程度上存在。据了解,各方已达成共识,针对风险不一的产品框架,推出合格投资者管理制度,以提升投资者对违约风险的识别能力和抗违约风险的财务能力。

中国证监会副主席姚刚昨日接受证券时报记者采访时表示,中小企业私募债在投资者适当性制度方面会有所考虑。上海证券交易所理事长耿亮昨日也指出,中小企业私募债要对投资者进行适当管理,希望有一定承受能力的机构投资者来购买。

不过,合格投资者的设定和培育关乎未来中小企业私募债的流动性以及发行企业的融资成本。而证券时报记者调查结果显示,券商和公募基金等机构目前对如何参与认购中小企业私募债并没有明确意见,券商债券承销部门普遍担心中小企业私募债的销售存在较大难度。因此,如何设定合格投资者门槛、吸引更多合格投资者、如何提高产品的流动性或吸引力,成为推出中小企业私募债或做大交易所债券市场亟待解决的难题。

据鹏元评估副总裁周沅帆透露,当前监管层的构想是给机构投资者松绑,降低投资门槛。如通过放宽机构投资者的准入标准,让银行理财产品、信托产品、券商集合理财产品都可参与中小企业私募债投资;放开债券三类结算账户,让更多的机构投资者参与。

而在个人投资者中,周沅帆认为应主要考虑净资产较多、资本市场经验丰富的高净值客户,该类投资者分散风险手段相对较多,应鼓励其积极参与中小

企业私募债的投资。周沅帆还透露,目前上交所对较高净资产的定义为:个人投资者净资产为50万元以上、最近3年内具有10笔以上的债券交易记录。但在实际操作中,对中小企业私募债投资准入的设定则可根据情况适当放宽,如果个人投资者在资本市场经验较丰富,盈利经历较多,可适当降低准入门槛。

对于个人投资者门槛的设定,宏源证券固定收益部总经理吴志红认为,尽管目前对于个人投资者能否参与中小企业私募债投资还未做定论,但对风险承受能力强的高净值客户的适当放开则具备可行性。

值得一提的是,在我国企业债和公司债等债券市场长期发展过程中,部分债券的发行隐含着政府信用担保。比如在城投债发行中,尽管部分城投类企业发起人为国有资产管理机构,但这类管理机构往往不为债务的违约风险担保。深圳某债券业务排名前10的券商固定收益业务负责人表示,我国债券市场的投资者教育亟待推进,以提高全民的债券认识度,进而培育出大批债券的合格投资人。

6 债券融资结构渐完善

受债券市场冷落的小微企业,正期待债券融资渠道的放开,尤其期待中小企业私募债推出。而后的亮相,将能进一步完善企业债券融资市场结构。

从当前债券发行人的类别看,发改委审批的企业债发行人以资质较好的国企、地方融资平台为主;在银行间交易商协会注册发行的短融、中票的发行人以资质较好的企业为主,评级一般在AA以上;公司债以上市公司为发行主体。而面向小微企业的债券产品还是空白。

不过中小企业私募债推出呼声日益高涨。中小企业私募债主要服务于小微企业融资,这也是多层次资本市场的一部分,不同风险的主体都有与之对应的融资方式。”一位研究人士告诉记者。

顾名思义,中小企业私募债主要针对规模较小、风险相对较大,有较强融资需求的中小企业。并非所有中小企业都有强烈的融资需求,记者从一家中小板公司了解到,该公司上市后募集资金尚未用完,且因在当地属于优质客户,从银行贷款也相对容易。

但对于未能上市的企业来说,债券融资渠道的放开非常重要。据全国工商联调查显示,中小规模企业90%没有与金融机构发生任何借贷关系,小微企业95%没有与金融机构发生任何借贷关系。

(刘璐)

3 储架发行制度继续深化

证券时报记者 程林

在沪深证券交易所制度创新的推动下,储架发行制度有望进一步深化。目前我国对公司债审核较为严格,一方面控制了风险并保护中小企业私募债投资者利益,另一方面也造成了核准时间长,流程冗长和发行人融资需求得不到满足的问题。业内人士建议,可考虑借鉴美国储架注册制经验,根据发行人的公司资质、信息披露水平分类处理。

业内人士建议,对于资产规模大、信息披露水平高的公司可以实行简化审核流程,提高核准透明度,保护其融资自主权;对于信用评级低的公司,可考虑在交易所的固定收益平台发行,由机构投资者参与,这一方面能保证发行效率,另一方面又能避免个人投资者风

险承受能力不足。

据记者了解,在另一个层面,我国公司债发行实践中,已初步引进了储架发行的方式。所谓储架发行制度,是指允许发行人在注册说明书生效后连续多次发行证券。2007年8月中国证监会颁布的《公司债券发行试点办法》第21条明确规定:“发行公司债券,可以申请一次核准,分期发行。自中国证监会核准发行之日起,公司应在六个月内首期发行,剩余数量应当在二十四个月内发行完毕。超过核准文件限定的时效未发行的,须重新经中国证监会核准后方可发行。首期发行数量应当不少于总发行数量的50%,剩余各期发行的数量由公司自行确定,每期发行完毕后五个工作日内报中国证监会备案。”

在此前长江电力债券发行中,实际上是获得了发行80亿元公司债券的

核准,首期发行40亿元,剩余额度在核准之日起两年内择机发行,从而首次实现了公司债券发行的“储架发行”,即一次核准分期发行。这种制度的安排一方面可以提高债券发行申报效率,降低审核成本、节约时间;另一方面,发行体可以根据对市场利率水平判断和资金需求状况,进行有节奏地发行,降低融资成本。

有关从事债券发行的专业人士对记者表示,预计储架发行制度将进一步展开,债券储架发行在我国现阶段重要性在于,目前债券融资主流多为大型国企,不利于资源配置。对于高科技企业和中小企业而言,它们的资金需求具有单次资金需求数量少,但资金需求的频率高特点。储架发行有利于中小企业根据项目进展以及市场的波动,寻找最佳的发行时机,及时通过资本市场获得所需要的资金。

4 私募豁免制度推出可期

见习记者 刘璐

私募发行有望成为交易所债券市场新品种的一大优势。从目前中小企业私募债推行思路来看,私募发行豁免制度将成为一种选择。对此,上交所研究中心曾在其2011年研究报告中建议“建立交易所债券市场私募发行豁免制度”。

上述研究报告中表示,“从私募发行豁免制度背后所蕴含的理念解释,是否适用豁免,取决于发行的特定对象是否具有自我保护的能力,从而不需要发行核准(或注册)制度所提供的保护。”

所谓证券私募发行豁免制度,即一国证券监管机关为了平衡保护投资者与

便利筹资者之间的利益冲突,对于安全度可以保证的证券之发行减轻或免于审核的法律制度。

从现有法规来看,即使私募豁免未有进一步制度突破,私募方式也可让交易所债券获得更大空间——非上市公司小微企业以较高利率私募发行公司债券并无实质性法律障碍。而要使交易所债券整体规模上限提高,还需突破目前关于债券余额不得超过公司净资产40%的限制。

从发行主体上看,非上市公司发行公司债券并无实质障碍。从法规上看,《公司债券发行试点办法》规定的发行主体是公司而非仅是上市公

司,证监会以通知的形式将试点范围限于沪深证券交易所上市的公司及发行境外上市外资股的境内股份有限公司。

从发行主体的净资产要求上看,《证券法》要求公开发行公司债券应满足股份有限公司的净资产不低于3000万元,有限公司的净资产不低于6000万元。而《公司债券发行试点办法》对于发行公司债券并无此要求,这就意味着如果以私募方式发行则对净资产要求可更低。

在公司债券利率限制上,根据国务院1993年颁布的《企业债券管理条例》的规定,企业债券的利率不得高于银行同期限居民储蓄定期存款利率的40%。

记者了解到,从操作实务的层面上,企业债券的利率与银行贷款利率接近,实际已突破这一限制。在前述限制之外,另一重利率限制来自《最高人民法院关于人民法院审理借贷案件的若干意见》,其中规定,民间借贷的利率可以适当高于银行的利率,各地人民法院可根据本地区的实际情况具体掌握,但最高不得超过银行同类贷款利率的4倍。

不过,公司债券发行总额的限制仍存。根据《证券法》关于公开发行公司债券的规定,以及《公司债券发行试点办法》的规定,均要求累计债券余额不超过公司净资产40%。如以非公开方式发行,《证券法》中则无限制,而如果要突破40%限制,须对《公司债券发行试点办法》相关条款进行修订。