

告别公司债短板 资本市场步入均衡发展新时代

——解读《公司债券发行试点办法(征求意见稿)》

●试点初期,有关部门将考虑对发债公司的净资产有所限制,允许净资产规模为10亿元-15亿元的大型公司发行无担保公司债;对于中小公司,则将进一步研究其信用提升手段,如担保、质押等,并允许其在此基础上发行公司债。

●公司债发行价格由发行人与保荐人通过市场询价确定,采用价格优先的投标制确定发行价格,由此可见,未来的公司债市场将是一个风险和收益合理匹配的市场

●对于募资用途,《试点办法》也没有给出明确规定,这使得纯粹的财务性融资成为可能

□本报记者 周翀

证监会昨日发布《公司债券发行试点办法(征求意见稿)》(以下简称“《试点办法》”),我国资本市场长期存在的公司债短板状况即将得以切实改观。通读《试点办法》,可以发现诸多新意,并借此窥见发展公司债对我国资本市场的利好作用。

财务规定宽松: 照搬证券法

《试点办法》对于发债条件的财务性规定,比较硬性的只有两条,即“最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券一年的利息”和“本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的百分之四十”。

这两条规定的根据,其实只是证券法第16条第二款、第三款的内容,原文照搬。因此,应该说《试点办法》没有在证券法的规定之外对发债条件做出更多的严苛限制。

据悉,下一步的试点初期,有关部门将考虑对发债公司的净资产有所限制,允许净资产规模为10亿元-15亿元的大型公司发行无担保公司债;对于中小公司,则将进一步研究其信用提升手段,如担保、质押等,并允许其在此基础上发行公司债。

这实际上是一个先大后小,先紧后宽,先易后难的发展思路。

价格市场化是核心

《试点办法》规定,公司债发行价格由发行人与保荐人通过市场询价确定,这明确了发展公司债的核心问题:价格市场化。

在市场经济条件下,如果一种商品的价格不能由市场决定,则其发展的各个维度基本上都要受到限制。拿企业债来说,由于均有银行担保,故其价格基本一致,价格信号未能有效发挥作用,从而导致市场化的程度较低。

公司债的询价模式,预计基本上与目前定向增发实行的询价模式保持一致,即“投标式询价”,由发行人和保荐人在一定的询价范围招标,采用价格优先的投标制确定发行价格。

由此可见,未来的公司债市场将是一个风险和收益合理匹配的市场,投资者可以根据自身的风险偏好和对收益的预期来选择相应的债券产品,由此,可以较大幅度地提高资金的配置效率。

简化程序 更灵活更有效率

《试点办法》规定,证监会发审委对公司债按特别程序审核。所谓“特别程序”,即指目前定向增发的审核程序,经过一年多的实践,这种程序已被证明可以较大程度地简化工作流程,提高审核效率。

另外,《试点办法》还规定,公司债发行可以一次核准,分次发行。这种做法,一方面可以避免过去企业融资“一次撑死”的状况,防止资金闲置,降低资金使用成本;另一方面,也可以方便企业根据市场状况灵活确定发行节奏,并昭示了公司债是一种“随发随申请”的便捷的融资方式。

从《试点办法》对公司债的定义来看,仅仅规定了一年的存续期上限,而没有规定存续期下限。公司可以根据自身的情况,灵活选择存



试点初期,有关部门将考虑对发债公司的净资产有所限制 资料图

续期,如债券募资用于基础建设,则存续期可较长,固定资金使用成本;如募资用于产品开发、扩大产能,则存续期可以较短。

对于募资用途,《试点办法》也没有给出明确规定,这使得纯粹的财务性融资成为可能。

确立我国的 债权人保护制度

自1987年企业债券暂行条例发布至今,发展已达20年的企业债,由于事实上成为准政府债,由银行提供全额担保,因此一直没有催生符合市场经济条件的债权人保护制度。

《试点办法》则明确了发债公司应为债券持有人聘请债券受托管理人,并订立受

托管理协议,同时,也明确了在若干情形下,召开债券持有人会议的制度。

值得注意的是,《试点办法》将债券受托管理人交由发行保荐人担任。这种思路,其实与证监会加强中介机构责任的思路一脉相承,保荐人担任受托管理人,实际上等同于持续保荐,在推荐企业发债之后,通过这种制度,持续对投资者权益负责。

据悉,目前受托管理协议的指引也在制定过程中,且商业银行也有可能出面担任受托管理人这一角色。

悬念:在哪个市场交易

《试点办法》规定,公司债券的上市交易应遵守所在证券交易场所的有关规定。据悉,目前沪深交易所

均在此制定公司债上市交易的配套规则。那么,这是否意味着公司债将仅在交易所上市交易呢?

事实上,银行间市场和交易所市场在公司债发展的过程中,各有其优势所在。此前,关于建立高效统一互联债券交易市场的建议也不绝于耳,预计两个市场都可能在公司债发展的过程中充分发挥各自的优势,也不排除两个市场相互联通的可能性。

此外,我们还可以在《试点办法》中发现,公司债市场主体的信用责任机制已经初现模样,中介机构和投资机构各居其位,识别风险、分散风险和化解风险的功能料将得到有效发挥,从而解决了政府不必要地承担信用保证和兑付风险的问题。

以市场化手段 缓解流动性过剩

□本报记者 叶展

业内人士认为,在当前流动性过剩的形势下,大力发展公司债将成为增加资本市场供给、抑制资产泡沫的一项重要市场化手段,对于拓宽居民投资渠道、均衡发展资本市场更有着重要意义。

中银万国研究所分析师梁福涛指出,我国货币流动性过剩并非只是短暂现象,而是全球和中国金融持续失衡的一种必然结果,短期内应当通过大力发展资本市场来疏导过剩的货币流动性,通过不断增加产品供给,可使市场不断有效吸纳过剩流动性,同时降低市场出现泡沫的风险,保持市场稳定。而资本市场不仅包括股票市场,还包括各类债券市场。

“居民的理财意识正在觉醒。如果庞大的居民存款不能找到充裕的投资渠道,势必造成大量资金涌进股市或者楼市,容易引发资产泡沫。而公司债的推出,将为投资者提供一个风险较低、收益较高的投资渠道。”专家表示。

湖南证监局局长杨晓嘉曾经指出,在成熟市场,散户投资者的投资中有70%投在公司债上面。而资料显示,截至2006年底中国国债占GDP的比重仅为14%,企业债(不含金融债)占比更是仅2%。

梁福涛认为,从资本市场均衡发展出发,当前资本市场也应在大力发展债券市场,尤其是大力发展公司债市场。在公司债券市场发展得到持续鼓励的情况下,未来公司债将飞速发展,预计2010年企业(含公司)债规模将在2006年底的基础上扩大3倍,市值有望超过1.5万亿元。

业内认识:部分条款仍有待进一步明确

□本报记者 商文

多位资深业内人士在接受本报记者采访时均表示,公司债券发行试点的启动,公司将开辟一条更高效的融资渠道,建立多层次、多层次的资本市场,提高直接融资比重。

“一直以来,公司债市场发展缓慢,除了发行程序相对比较繁琐外,公司自身,特别是上市公司对此不太重视

也成为原因之一。”某资深业内人士说,“从《公司债券发行试点办法(征求意见稿)》(以下简称“征求意见稿”)的内容来看,提高公司债市场运作效率的意图十分明确。”

尽管征求意见稿对公司债发行制度进行了诸多有益的改进,但一些业内人士也提出了几点疑问。主要集中在交易场所、保荐人制度以及对募集资金的投

向等方面。征求意见稿第三十三条明确规定,“公司债券由中国证券登记结算公司统一登记托管。”“言外之意,公司债的交易场所限定在交易所内,而这将是公司债的发行不得不面临的一些问题。”

该人士表示,目前交易所系统主要是为股票交易而设计,这与债券市场的交易

规律有些差距。另一方面,大量债券市场的机构投资者都被政策限制在交易所市场以外,特别是像保险公司这样的金融机构投资者,只有非常少的几家可以进入交易所市场交易。因此,将公司债的交易场所限定在交易所内,将会影响参与主体的数量,从而对市场规模有所制约。

在保荐人制度上,业内人士指出,债券发行应主要

根据评级、担保等条件,规定个人作为保荐主体为机构信用提供担保的义务还有待进一步明确。同时,征求意见稿还赋予了保荐人担任受托管理人的资格,使其同时扮演既代表买方利益,又代表债权人利益的双重角色,“感觉有些冲突。”

“另外,诸如在公司债募集资金的投向上,征求意见稿只做了最原则的规定,并没有明确资金投向;征求意见稿没有对保荐人收费做出明确规定,这也加大了公司债发行的机会成本;征求意见稿仅对收到发行公司债申请文件后的决定是否受理的期限明确为五个工作日内,而没有对此后审核时间做出具体规定等方面都存在一些疑问。”业内人士反映,“希望能在正式稿中明确这些问题。”

公司债启航 试点期拟限上市公司发行

(上接封一)

另外,债券存续期只规定了一年的下限,而没有规定上限,有利于公司根据自身需求,合理安排发债。

除引入债券受托管理制度外,为保护投资者利益,《试点办法》还规定了召开债券持有人会议的相关制度安排。

另外,公司债的上市交易、登记结算等事项,将遵守所在证券交易场所及相应证券登记机构的有关规定。

业内专家普遍认为,在当前的市场情况下推出公司债,不仅将扩大我国资本市场的规模和容量,完善产品品种和结构,为投资者提供更多选择,也有利于缓解流动性过剩给资本市场带来的压力,有利于公司通过债权融资加强资本约束,提高公司质量。长期看,还有利于市场基准利率的形成,有利于改善我国的融资结构,分散和化解金融风险,促进国民经济的又好又快发展。

券商瞄上公司债“蓝海”

□本报记者 叶展

一个每年数十亿规模的大蛋糕正摆在券商面前。在股票承销之外,公司债的推出将为券商提供又一广阔“蓝海”。

“乐观估计,今年就会有1000亿规模的公司债发行,对于任何一家券商,这都是一块不容错过的战略阵地。”中信证券一位保荐代表人这样说。

按照业内人士的测算,公司债的承销费率将在1%-3%之间。“保守按照1.5%的费率计算,每年至少1000亿元的发行金额,券商就将获得15亿元的新收入。”而除了承销收入之外,公司债的回购、场外交易等等可能衍生出来的新业务也将成为券商的新业务增长点。

事实上,从今年年初起,各家券商就开始为公司债厉兵秣马。“我们已经接触了不少上市公司,为公司债的推出做项目储备。”申银万国投行部人士称,“相信不少同行也都在准备。”

“现在就在等相关具体规则出台,只要规则明确,相信公司债业务的发展将会非常迅速。说不定,以后这块利润将会超过传统的股票承销。”该人士说。

专家观点

吴晓求:公司债将对 银行提出较大挑战

□本报记者 周翀

“公司债的发展,将对传统的银行业提出较大挑战,并直接推动中国金融体系的市场化变革。”中国人民大学金融与证券研究所所长吴晓求表示。

吴晓求认为,公司债发展初期,出于比价的效应,公司债利率水平估计整体要比银行贷款利率为低,而比银行存款利率为高,这样才能实现投资和融资的有效对接。所以,债权融资方式的巨大发展,将对传统商业银行的赢利模式、经营模式提出很大挑战。从积极的意义来说,商业银行必要适应形势发展,推动产品、结构、业务模式的改革,尽快转变为现代商业银行。

“发展公司债可以有效改善我国资本市场的资产结构。过去,我国资本市场结构非常单一,股票市场和债券市场不匹配,股票市场发展很快,规模较大;但公司债市场很小,流动性很差。这样一种产品结构下的资本市场,既不利于公司的资本最优化管理,也不利于投资者的资产组合管理。从某种程度上来说,这也是造成股票市场在过去相当长时间内具有较大投机性的原因之一。”吴晓求说,此前,我国股票市场功能错位,承担了本应由公司债承担的市场功能。在这种扭曲的环境下,上市公司追求无限发行股票这种成本很高的融资方式,使得公司资产配置远未实现最优化。因此,公司债的现实意义,就是还股市以本来面目,并由这种机制的完善,促进股市目标更清晰、更单一地健康发展。

公司债市场化发行 制度框架基本明确

□申银万国证券研究所 陆文磊

《公司债券发行试点办法(征求意见稿)》与现有的企业债券管理办法相比,该办法在诸多核心环节取得了突破,体现了市场化改革的取向,并且更好地实现了与证券法、公司法这两部基本法律的衔接。

具体来讲,此次颁布的公司债券试点办法(征求意见稿),在市场化改革方面的突破主要表现在三个方面:

一是推行发行的核准制,办法第二十一条明确规定“发行公司债券,可以申请一次核准,分次发行”,同时在发债规模上,除了规定“公司债券余额不超过最近一期末净资产额的百分之四十”以外,对于具体的发债额度也不再需要审批。

二是发行价格的市场化。办法规定公司债券的发行价格由发行人与保荐人通过市场询价确定,这就将定价的权利交给了市场。

三是为债券的创新预留了较大的空间。比如第十二条中所规定的“回售条款或者赎回条款”、“还本付息的期限和方式”等,为今后含权债、浮动利率债等发行条款的创新创造了条件,这不仅有利于丰富未来公司债的品种,同时也将更好地发挥Shibor等市场基准利率的作用创造条件。

另外,在信息披露方面,办法规定“在债券有效存续期间,资信评级机构每年至少公告一次跟踪评级报告”。在正常的情况下,这一信息披露的频率对于市场跟踪发债公司经营动态而言应该够用,但在公司发生重大事件并可能增加违约风险时,如何发挥信用评级机构独立第三方的监督和信息披露作用将显得尤为重要。

此次征求意见稿公布之后,监管部门将根据社会反馈的意见进一步完善试点办法,所以,部分条款仍可能会出现一定的改变。但总体来看,公司债发行的制度框架已经基本明确。

关于富成证券实施客户交易结算资金 第三方存管(建设银行、农业银行银证转账客户)批量转换的公告

尊敬的客户:

根据《证券法》的有关规定,按照中国证监会对证券行业实施第三方存管工作的具体部署,富成证券各营业部已开始分步实施客户交易结算资金第三方存管(以下简称“第三方存管”)。为充分保障投资者利益,保证客户证券交易、资金进出的正常运行,我公司将与建设银行、农业银行进行第三方存管的批量转换,现将相关事项公告如下:

一、批量转换是指:

仅开通建设银行(或农业银行)一家银行银证转账且富成证券与上述银行数据核对无误的客户,富成证券与建设银行(或农业银行)双方系统对其实施批量切换,直接转换为第三方存管客户,转换后客户可进行正常的交易与银证转账。

二、实施批量转换的客户范围:

凡已在我公司开立证券交易资金账户且仅开通建设银行(或农业银行)一家银行银证转账的规范账户客户。同时开通两家及以上银行银证转账的客户以及B股账户不列入本次批量转换客户范围。

若客户不同意指定建设银行(或农业银行)为存管银行,则应在批量转换实施日前两个工作日内,由本人亲至富成证券营业部提出书面申请。客户未在此期限内提出异议并书面申请的,我司将视同客户认可办理该次批量转换。

三、批量转换实施时间:2007年6月16日。

四、批量转换实施后,提请客户注意以下事项:

1、成功转换的客户,需在我司规定期限内至开户营业部办理第三方存管三方协议的签订手续。逾期未签订三方协议的,我有权暂停其“证券转账”功能,并禁止其办理托管或撤销指定交易,直至协议签署完毕。批量转换实施后即可开始办理签订手续,暂停“证券转账”功能(仅针对未签订三方协议客户的时间)我司将另行公告通知。

2、成功转换的客户,可以通过银行端提供的电话银行、网上银行办理银证转账业务,也可以通过我公司提供的网上银行、电话委托以及营业部提供的现场自助委托、热自助委托等方式办理银证转账业务。客户通过我公司提供的渠道办理银证转账业务的流程基本不变,只是在原来选择“北京建行、杭州建行、舟山建行”的界面,现在选择“建行存管”选项;原来选择“杭州农行、舟山农行”的界面,现在选择“农行存管”选项。

3、未转换成功的客户仍可采用原有银证转账方式进行资金转账。

五、为避免客户由于初期操作不熟练使资金转账失败,导致客户无法及时买入证券或提取资金,我公司特别提醒客户可在批量转换实施日前,按原银证转账方式提前进行相应的资金转出或转进操作。

六、有关客户交易结算资金第三方存管的相关情况,敬请垂询您的开户营业部,还可通过以下途径获取相关信息:

富成证券网站:www.fczq.com

建设银行客户服务中心:95533

农业银行客户服务中心:95599

营业部	咨询电话
杭州营业部	0571-87089158
北京营业部	010-67089191转1000
舟山营业部	0580-2032204
福州营业部	0591-87511208

特此公告

富成证券经纪有限公司
2007年6月13日