



债券市场热点问题研究

Zhaiquan Shichang Redian

Wenti Yanjiu

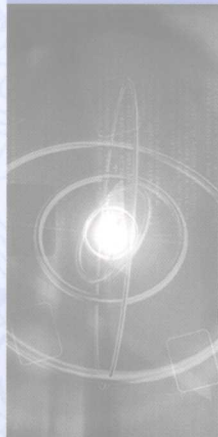
中央国债登记结算有限责任公司债券研究会 主编



债券市场研究系列丛书之五



中国出版社
China Market Press



债券市场热点问题研究

Zhaiguan Shichang Redian

Wenti Yanjiu

中央国债登记结算有限责任公司债券研究会 主编



债券市场研究系列丛书之五



中国
市场出版社
China Market Press

图书在版编目 (CIP) 数据

债券市场热点问题研究 / 中央国债登记结算有限责任公司
公司债券研究会主编. —北京: 中国市场出版社, 2009. 7
(债券市场研究系列丛书; 5)
ISBN 978 - 7 - 5092 - 0573 - 0

I. 债… II. 中… III. 债券 - 资本市场 - 文集
IV. F830.91 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 100446 号

书 名: 债券市场热点问题研究
主 编: 中央国债登记结算有限责任公司债券研究会
责任编辑: 许 慧
出版发行: 中国市场出版社
地 址: 北京市西城区月坛北小街 2 号院 3 号楼 (100837)
电 话: 编辑部 (010) 68012468 读者服务部 (010) 68022950
发行部 (010) 68021338 68020340 68053489
68024335 68033577 68033539
经 销: 新华书店
印 刷: 河北省高碑店市鑫宏源印刷包装有限责任公司
规 格: 880 × 1230 毫米 1/32 13.50 印张 350 千字
版 本: 2009 年 7 月第 1 版
印 次: 2009 年 7 月第 1 次印刷
书 号: ISBN 978 - 7 - 5092 - 0573 - 0
定 价: 32.00 元

前 言

中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中央结算公司”）作为我国债券市场的重要基础设施提供者之一，始终坚持研究先行的理念，2005 底开始编辑出版“债券市场研究系列丛书”，目前已出版《债券市场创新理论与实务》、《国际债券市场考察报告》、《债券市场前沿问题研究》和《债券市场实务研究文集》丛书 1~4 册，获得了各方的认可和好评。

《债券市场热点问题研究》是“债券市场研究系列丛书”之五，所收录的论文主要涉及市场建设、业务创新、投资分析等近年来我国债券市场关注度较高的热点问题，以及关于国际债券市场发展的研究和相关资料，对市场人士和研究机构有一定的参考价值。

本书的出版得到了中央结算公司债券研究会会长吕世蕴和副会长白伟群的指导，得到了债券研究会各位干

事的踊跃支持和积极协助。研究会总干事吴方伟、秘书长景乃格及干事周文斌、吴琼等为本书的出版做了大量的具体工作。我们争取能够将此系列丛书长期出版下去，向读者展示更好更及时的研究成果，为债券市场提供更丰富更专业的研究资料。

本书难免存在错误和疏漏，敬请读者批评指正。

中央国债登记结算公司债券研究会

2009年7月

目 录

债券市场建设与发展

簿记建档发行方式研究

..... 吴亚洲 王子扬 付 颖 戴晓艾 (3)

境外机构发行人民币债券问题的博弈分析 伍家颖 (14)

储蓄国债电子化——国债改革的必然

..... 李海涛 练京利 刘 彦 钟 飞 (31)

关于推广中央托管模式提升金融市场运作效率的

研究 包香明 (38)

如何在银行间债券市场发展货币经纪业务 庞昭曦 (47)

大力发展债市借贷业务 进一步提高债市流动性 ... 李 婧 (55)

银行间市场债券交易 DVP 结算的发展与创新

..... 刘优辉 徐轶涛 张 伟 雷 蕾 (64)

如何进一步发挥银行间债券市场核心层的辐射功能

——关于银行间债券市场做市商制度和结算代理

制度的思考 吴方伟 刘铁峰 周文斌 (72)

金融危机给我国债券市场的启示	刘铁峰 (84)
关于《中介持有证券统一实体法公约(草案)》对银行间 债券市场的影响及建议	陈晓辉 梁 恒 马 睿 (91)
银行间债券市场信息披露制度研究 ——完善信息披露制度 提高市场透明度	刘铁峰 (101)

债券市场业务创新

关于保险机构债权投资计划登记托管问题的研究	刘铁峰 林也可 (117)
我国信托财产登记和信托产品登记研究	李 杨 林也可 (128)
关于理财产品开户问题的研究	徐良堆 宗 军 张 婷 戴武装 (136)
场外金融衍生产品市场结算模式的选择	宗 军 (151)
发展银行间净额结算 提高商业银行流动性管理 效率	庞昭曦 (159)
金融担保品快速处理研究	李 杨 (167)
我国银行间市场担保品管理的创新建设	宗 军 周文斌 王慧明 (175)
债券市场担保品业务需要引入逐日盯市机制	李 婧 (187)

债券市场投资分析

商业银行利用公允价值计量金融资产的问题

与对策研究 赵 凌 (201)

债券定价中的税收之谜 牛玉锐 (218)

中债收益率曲线在投资分析中的应用 张永民 (227)

国际债券市场研究与相关资料

DTCC 考察报告 梅世云 包香明 陈光新 董 屹 (249)

国际同业机构 DVP 结算模式介绍及

经验借鉴 王哲晖 (300)

OTC 市场衍生品交易后服务框架研究

——基于 DTCC Deriv/SERV 服务的分析

..... 董 屹 张 婷 (310)

美国市政债券初探 贾英姿 (323)

加拿大证券托管公司 (CDS) 的财务风险模型

..... 宗 军/译 (353)

论如何增强政府债券市场的流动性 (译段)

..... 张后万/译 (372)

公允价值的计量及模型: 由市场压力带来的挑战

和教训 李 婧 赵 凌 王超群/译 (384)

目 录

国际债券市场框架报告

——英国及欧洲部分

… 范瑞星 伍家颖 宗 军 赵 凌 王超群 张永民/译 (395)

(307) 如 梦 …… 美国债券市场

(318) 郑玉平 …… 欧洲债券市场

(323) 周永清 …… 美国债券市场

国际债券市场框架报告

(345) 李 董 杨文超 陈香远 吴世新 …… 美国债券市场

(308) 郭晋王 王晋林 …… 欧洲债券市场

(310) 林 源 董 董 …… 美国债券市场

(323) 张英贵 …… 美国债券市场

(323) 郭 军 宗 …… 美国债券市场

(323) 郭 军 宗 …… 美国债券市场

(323) 郭 军 宗 …… 美国债券市场

债券市场建设与发展

簿记建档发行方式研究

吴亚洲 王子扬 付 颖 戴晓艾

内容简介 簿记建档是国际债券市场中普遍采用的一种市场化发行方式。目前我国私人部门债务量的逐渐增长和簿记建档适用范围的扩大趋势对深入了解和研究簿记建档发行方式提出了新的要求。本文首先以债券发行过程中价格确定和额度分配两个核心问题作为切入点,从操作步骤中总结出簿记建档发行方式的本质特点,即主承销商在整个发行过程中的核心地位;再以此为依据,进一步基于信息不对称理论分析了簿记建档发行机制的内在价值和优势;最后,针对目前银行间债券市场簿记建档发行中存在的诸多问题,提出几方面建议,以期更好发挥簿记建档方式在银行间债券市场发行业务中的重要作用。

债券发行是发行人为集资或调整资本结构等目的,制作债券并交付投资人的一种行为和过程,其中最核心的问题就是价格的确定和额度的分配。从全球角度看,目前广泛使用的债券发售机制是公开招标(Auction)和簿记建档(Book Building),两者的本质区别在于对以上两个核心问题采取了不同的解决方式。招标方式通过完全竞争性投标有效发掘市场参与者信息从而确定发行价格,额度的分配也根据预定规则在现有投标基础上进行,因此承销商和发行人的影响力较小,具有较高的市场化程度,目前普

遍应用于各国政府债券的发行当中。与招标方式相比,簿记建档发行价格也是在市场定价信息基础上确定的,但承销商有权在债券发售过程中进行额度分配,使得发行过程相对不受约束(Unbinding)^[1],成为私人债券和企业债券市场中最受欢迎的发行方式。

一、簿记建档发行方式简介

簿记建档是一种比较完善的市场化发行方式,标志着金融市场发展进入了一个相对成熟的阶段^[2]。在簿记建档过程中,主承销商协同发行人提出价格申购区间,投资者可以根据自身需求在申购区间内报出意向性订单。最终价格和额度分配将在这些报价订单基础上根据特定规则进行确定。具体步骤可以归纳如下。

(一) 编制募集说明书初稿

发行人首先应选择主承销商(Underwriter)或称簿记管理人(Book runner)代其编制募集说明书初稿(Draft Offer Document),并向证券监管机构报备或注册。由于监管机构要求这种募集说明书初稿的首页上使用红色文字明确提示投资者“此债券已向证券监管机构进行发行报备,但尚未完成注册,文中内容可能还将根据实际情况进行修改。在注册完成之前,不会依据此募集说明书初稿进行发行或接受报价”,所以又被称作“红鲱鱼募集说明书”(Red Herring Prospectus)。红鲱鱼募集说明书中应包括筹资目的、询价区间、其他债务信息披露、承销商费用、推广费用、发行人净收益、三年财务报表、相关机构联系方式、承销协议、法律意见书以及发行人董事会决议等内容。

(二) 组织预路演及路演推介

募集说明书初稿经监管机构报备或注册无疑义后,主承销商

[1] 陈蓉. IPO 发售机制的国际融合和中国考察 [J]. 证券市场导报, 2002 (7).

[2] 郭建斌, 孙震海. 德国预发行市场和簿记建档制度的影响及启示 [J]. 世界经济研究, 2005 (5).

可以据此编制并发布正式的募集说明书,同时开始组织预路演。募集说明书应对投资者需知的所有有关发行人和债券的信息进行公开披露,主要包括筹资目的、财务指标和定价方式等,但通常不包含具体的定价和发行量信息。主承销商在收集预路演反馈信息后,协同发行人确定证券发行量及申购价格区间,并依此开始正式路演,与投资者进行更加深入的沟通。

(三) 接收申购订单

在路演的同时,承销商即可以开展簿记建档工作,这一过程通常持续1~5天。投资者通过传真或电子方式提交申购订单,其中可以仅包含承销额度意向而不包含价格限制,但报价必须处于申购区间内。簿记时间截止前,投资者可以对订单进行修改或撤回。整个过程由权威的公证机关进行监督,承销商一旦接收申购订单,公证机关立刻对原始资料进行核验并统一编号,以确保订单的合规性和完整性。

(四) 确定发行价格和分销额度

簿记期结束后,主承销商根据价格、投资者资质和报价时间等标准对所有报价进行有效性评估,然后在公证机构监督下,主承销商将投资者在每一价格上的累计申购总金额录入电子系统,形成价格需求曲线,并以此为基础,协同发行人确定最终发行价格。在额度分配过程中,投资者通常被分为合格机构投资者、零售投资者和个人投资者三类,报价根据投资者类型也被划分为三类,并分别确定超额认购倍数。发行额度通常按比例分配,在超额认购倍数过大时,则根据抽签结果进行余额分配。

从上述步骤中可以看出,主承销商的职责贯穿簿记建档发行的每道环节:一是开展尽职调查,确保发行人符合债券发行相关法律规定,并保证募集说明书中内容的真实性和完整性;二是作为发行人和投资者之间的中介进行市场营销,确保投资人获得所有应该知道的信息;三是收集市场信息,协同发行人确定申购价格区间;四是进行额度分配等服务。

簿记建档发行中的承销商通常由商业银行、投资银行、经纪商或其他金融机构担任,对债券发行承担包销义务的同时拥有自行分配发行额度的权利,正是这种权利使得承销商能够给予投资者足够的激励去正确报告他们所获得的信息,进而充分发挥簿记的定价和发行功能。承销商在整个发行过程中的核心地位正是簿记建档与其他发行方式的本质区别。

二、簿记建档发行方式的价值分析

理论和实证数据都表明,设计良好的公开招标机制能够使发行人在有限成本下充分获取投资者信息,并借此确定最为合理的发行定价,而承销商处于核心地位这一特点可能导致发行人采用簿记建档方式发行债券比公开招标花费更高的成本^[1]。这种成本差异主要体现在两个方面:一是直接支付给承销商的承揽费用。以我国银行间债券市场为例,国债和金融债券通常采用招标发行,承揽费在 0.05% ~ 0.15% 之间,而采用簿记建档发行的企业债和短期融资券等,承揽费平均在 0.3% 左右,较招标发行成本多出一倍。二是在簿记建档发行中潜在的折价 (Underpricing) 成本,即发行价格通常低于投资者愿意为其支付的价格,可以通过上市第一天交易价格和发行价格进行比较得出。研究表明,这种折价在各个国家的证券市场中普遍存在,工业国家通常为 15%,而新兴国家可能达到 60%^[2]。通常认为折价是由主承销商垄断地位及承销市场中紧密的利益关系结构所导致的,承销商一般倾向于将额度和超额收益分配给那些交易频繁的熟悉客户,这种承销商和客户间的交易偏好均衡博弈行为造成了筹资过程的效率低下。

[1] François Degeorge, François Derrien, and Kent L. Womack, Quid Pro Quo in IPOs: Why Book - Building is Dominating Auctions? RICAPE Working Paper, NO. 011.

[2] 陈蓉. IPO 发售机制的国际融合和中国考察 [J]. 证券市场导报, 2002 (7).

如果纯粹从簿记建档的高成本来看,这种发行或定价方式应该很难得到市场的认可。但恰恰相反的是无论在发达资本市场还是在新兴市场中,簿记建档都表现出旺盛的生命力,甚至当发行人面临簿记建档和公开招标的选择时,除了国债等少数券种外,大部分券种的发行和定价都不约而同地选择了簿记建档方式,这种现象缘于簿记建档具有以下非成本优势。

(一) 为发行人提供额外的推介和宣传服务

一个有关发行人的调查表明,发行人选择簿记建档方式通常是出于对自己研究分析能力不足的考虑,发行人这种对于正面宣传的关注主要来源于滚动发行等再融资策略和长期价值最大化目标。与此相对应,主承销商在簿记建档过程中不仅承担债券的承销义务,通常还会在市场上承担做市及宣传义务。

簿记建档的宣传效用一方面来自于主承销商的自觉行为,另一方面还可能来自于其他第三方机构。主承销商为了向潜在投资者分销债券,或多或少地会在市场中进行暗示性的有利宣传。其中包括更多的研究报告和更为有利的推介,甚至当发行人出现负面新闻时,主承销商也可以利用他们的资源进行有目的的公关努力,以此对媒体产生影响,为发行人提供强有力的支持,这些行为在招标发行中却很少看到。同时,主承销商在发行额度分配过程中的决断权利赋予他们一种潜在能力,可以借此影响到其他机构的分析和研发团队。研究表明,如果一只债券的主承销商具有再次通过簿记建档方式承销其他债券的可能,则这支债券会受到其他机构分析团队更多的正面评价,这种情况在公开招标过程中也很少出现。^[1]

对于主承销商来说,提供上述两类正面宣传都是有成本的。除了雇佣优秀分析团队的人力资源成本外,还要承担由于客户认

[1] François Degeorge, François Derrien, and Kent L. Womack, Quid Pro Quo in IPOs: Why Book - Building is Dominating Auctions? RICAPE Working Paper, NO. 011.

为分析评论存在倾向性而造成的潜在名誉损失。簿记建档的超额成本正是发行人基于长期价值最大化目标对于承销商额外分析和宣传成本的弥补。

（二）为发行人和投资者提供有效的区分辨别机制

在发行过程中，发行人作为内部人充分了解自身内在价值，处于信息优势地位，而投资人却处于信息不充分的环境。在这种信息不对称条件下，主承销商一方面可以通过对发行人业务情况的尽职调查获得关于公司内在价值的独立信息，另一方面基于全权处置额度分配的权利又具有了利用这种信息进行价格谈判的能力。簿记建档机制由此赋予了主承销商更多的信息产品。进一步，主承销商作为发行人的代理人，在自身效用最大化行为准则下，为出售信息产品获得最大收益，将会通过簿记建档过程向投资者充分披露这些信息。这样的话，簿记建档不再是一种单纯的发行机制，更成为一种价值区分和判别机制，发行人和投资者双方会达成共识：敢于采用簿记建档方式发行债券的公司都是内在价值良好的公司，投资者将乐于购买此类债券而发行人也将对这种发行方式产生偏好。在这种情况下，簿记建档超额成本的出现不再是承销商对额外分析和宣传成本的弥补，而是他们使用自身权利向发行人和部分投资人收取的超额收益，这些收益最后将归于承销商和他们的利益客户。

（三）为发行人提供价值信号传播机制

上述理论在辨别出高价值发行人的同时，也必然得出这样的推断：只有最差的公司才会选择招标机制，进而产生的逆向选择将导致招标发行市场的彻底消失。但是，这种结论与目前债券发行市场中公开招标和簿记建档两种方式共同发展的现实明显不符。一种同样基于信息不对称分析框架的信号传播理论能够合理地解释这种矛盾。

承销商在簿记建档发行中的重要作用使得他在定价中处于核心地位。一方面，承销商在尽职调查和与发行人的长期关系中获