

上市資訊

2017年1月号（总第7期）

发行上市部

2017年1月6日

目录

【发行信息】

股票发行上市信息

债券发行上市信息

【交流动态】

2016年上交所市场服务支持四川资本市场回放

许昌市金融办及重点后备企业走进上交所

齐鲁股权交易中心组织企业家走进上交所

【案例研究】

对于 IPO 企业经销模式的监管分析

【市场前沿】

香港 IPO 市场基石投资的趋势和启示

【融资工具】

我国资本市场债权融资工具发展概况

【发行信息】

■ 股票发行上市信息

1. 股票发行融资情况

截至12月31日，今年上交所IPO上市企业103家，募集资金1,017.23亿元，股票再融资企业210家，募集资金6,754.86亿元。

2. 在会审核企业情况

截至12月31日，证监会按周公布的主板、中小板、创业板在审企业共计731家。其中，上交所在审企业337家，深交所在审企业394家（中小板131家、创业板263家）。

3. 新增IPO申报情况

截至12月31日，今年新增IPO申报企业共计328家，其中，上交所139家，深交所189家（中小板57家、创业板132家）。

■ 债券发行上市信息

1. 公司债发行情况

截至12月31日，上交所2016年已完成公司债公开发行1,730只，发行金额24,066亿元。

2. 资产支持证券发行情况

截至12月31日，上交所2017年已完成资产支持证券发行254只，发行金额2,973亿元。

3. 债券上市情况

截至12月31日，上交所各类债券挂牌数量已达8,077只，比去年底增加3,588只，增幅80%；债券托管金额已达62,023亿元，比去年底增加2.86万亿元，增幅86%。

【交流动态】

1. 2016年，上交所助力四川市场服务硕果累累，通过观摩班、师资合作班、资格培训班形式，与四川各级政府、证监局、金融办、高校、社会团体和协会组织合作开展了丰富多彩的市场服务活动，覆盖企业280家，机构近200家，人次600人。近年来上交所IPO市场结构在变：规模分层清晰、行业新兴多元，国有企业、中小民企、战略新兴企业都已成为上交所多层次蓝筹市场的发展之源，上交所将一如既往推动企业利用股票债券市场融资发展、提升公司治理，服务好西部、扶持四川进入资本市场、迈向蓝筹、实现跨越式发展。（供稿人：李立根）

2. 12月7日至9日，许昌市金融办组织9个县（市、区）金融干部、近30家上市后备与新三板企业60余人，赴上交所交流学习。上交所专家就宏观经济形势、资本市场形势和企业上市、交易所公司债券及资产支持证券等进行了全面介绍。此外，上交所还邀请了上海本地优质上市公司代表及清科集团研究中心的专家与培训班进行了深入交流。（供稿人：杨少华）

3. 12月1日，齐鲁股交中心组织山东企业家走进上交所考察学习，上交所阙波副总经理就上交所近期发展建设情况做了简要介绍。学员观摩上市仪式后，上交所还组织专家就“多层次资本市场与企业上市”、“股权激励漫谈”等话题与学员们进行了交流。活动期间，齐鲁股交中心领导还与上交所领导探讨了多层次资本市场联合培育基地建设事宜。（供稿人：何凌浩）

【案例研究】

对于IPO企业经销模式的监管分析 ——从丸美生物被否一案说开去¹

上交所上市公司监管二部 陈霖

11月16日，证监会发审委否决了广东丸美生物技术股份有限公司（以下简称“丸美生物”或“发行人”）的IPO申请。市场普遍将其解读为以经销作为主要销售模式的企业、尤其是经销商数量庞大的快消品行业企业的上市进程未来可能会受到影响。事实上，经销模式在过往的IPO案例中并不鲜见，经销商核查也是对企业财务核查工作的重点和难点之一，对经销模式的监管也有其特殊性。因此，本文结合丸美生物IPO被否原因分析，对IPO企业经销模式展开探讨。

一、丸美生物被否案例分析

（一）发行人概况

丸美生物主要从事各类型护肤品的研发、设计、生产、销售及服务，产品包括针对知性女性的“丸美”品牌和针对青春女性的“春纪”品牌。报告期内，发行人经营状况良好，2013年、2014年和2015年，分别实现营业收入97,373.66万元、107,551.27万元、119,123.02万元，分别实现净利润21,861.48万元、27,137.42万元、28,143.46万元。

¹文章为精简版，如需全文，请与发行上市部联系。

（二）否决原因分析

目前证监会尚未公布丸美生物的被否原因，从公布的发审委所提问题来看，否决原因主要涉及以下两个方面：

1. 以经销为主的销售模式、终端销售网点数量巨大

发行人的销售模式以经销模式为主，2013-2015年，发行人经销收入分别为 92,873.54 万元、99,607.98 万元和 109,595.75 万元，占主营业务收入的 95.39%、92.63%和 92.02%。

发行人目前直营主要采用在特定城市开设直营专柜进行线下销售和网上开设网店进行线上销售的方式，总体规模相对经销模式而言较小。在可预见的未来，发行人仍将保持以经销商销售为主的产品销售模式。截至 2015 年 12 月 31 日，发行人正在合作的签约线下经销商数量为 166 家，登记在册的终端网点数量达到 17,278 个。

针对发行人以经销为主的销售模式，发审委主要关注问题包括：对经销的内控制度及执行情况、自营与非自营专卖店的销售占比及信用政策、前十大经销商的纳税与期末存货情况等。

2. 合规经营与信息披露

发审委关注到发行人在之前提交的《招股说明书(申报稿)》中未对国家食药总局先后两次《通告》的内容进行披露，要求发行人解释未披露的具体原因，并对产品质量问题进行说明。

通过查询公开资料可以看到，今年 8 月，国家食药总局曾发布通告，发现部分防晒类化妆品实际检出防晒剂成分与产品

批件及标识成分不符，丸美旗下产品在列。9 月份，国家食药总局又披露，在全国范围组织开展的化妆品监督抽检中，丸美的春纪美白防晒乳在列。

发行人未对国家食药总局上述两则《通告》的相关内容进行披露的信息披露问题，以及由此引出的发行人产品质量问题、合规经营问题等也可能对发行人的上市造成影响。

（三）本案可能反映出目前 IPO 审核总体趋严

发审委对丸美生物的部分提问问题相对严格，例如：要求发行人提供经销商网点的单点销售额、前十大经销商的纳税情况与期末存货情况，并与可比上市公司对照说明是否合理。事实上，经销商并没有义务向发行人提供这些资料和数据，且经销商也有自己税收方面的考虑，发行人及中介机构对相关数据的获取存在难度。同时，由于目前同行业已上市公司的信息披露并没有细到如此程度，要获得可比数据也相对较难。丸美生物被否也向市场传达了对于经销模式企业的审慎监管。

二、经销模式分析

经销模式是指生产企业与特定的单位或个人签订经销合同，授予其经销资格并在一定时间和范围内通过其营销网络，将产品销售给下级经销商或终端消费者的经营方式。

（一）经销模式有其商业合理性、在部分行业较为普遍

经销模式具有资金投入小、扩展速度快、库存风险低、客户针对性强等特点，可在短时间内以较低的渠道建设成本快速

覆盖整个市场，对于希望实现短期内将销售渠道下沉到二三线城市的企业有较强的适用性。

（二）经销模式下可能涉及的财务造假问题

经销模式在企业与终端消费者之间增加了一层经销商，企业将货物交给经销商、经销商确认之后即实现了销售，因此，经销模式容易成为部分企业财务造假、粉饰业绩的工具。经销模式下可能的财务造假情形主要包括：

1.通过提前发货或超额发货虚增利润，企业通过给经销商提供更宽松的信用政策或是摊派更大的发货量等手段，促使经销商提前从企业购入近期无法销售的商品，美化财务业绩。

2.通过关联经销商非关联化制造虚假销售，以表面上的非关联化为企业进行隐秘关联交易或输送利益提供机会。

3.通过向经销商提供财务支持调节销售收入规模，如提供更为宽松的信用额度、给予更大比例的销售返点等。

由于经销模式下收入确认的真实性难以把握，因此证监会在 IPO 审核中对于经销模式予以特别关注。

（三）经销模式并非 IPO 障碍、关键在于核查是否到位

1. 从过往案例来看，经销模式并非 IPO 障碍

虽然丸美生物被否舆论解读为对以经销模式为主的企业上市蒙上了一层阴影。然而，从过往成功案例看，经销模式并非企业 IPO 的障碍，关键在于对经销商核查是否到位。

例如：2016年9月上市的安图生物（603658.SH），公司的境内销售主要采用“经销为主，直销为辅”的销售模式，2013年、2014年、2015年、2016年1-6月公司经销收入及占当期境内营收比重分别为89.73%、92.09%、92.99%、92.61%。

2.从发审委问题来看，经销商核查未能使发审委满意

丸美生物一案受制于公开资料有限，我们无法了解其对经销商核查的具体情况。仅从发审委问题来看，丸美生物在经销模式方面的披露与核查可能不够到位。发审委问题提到：请发行人代表补充说明北京美妮美雅商贸有限公司的销售收入增速远高于其他线上经销商增速的原因及合理性；请保荐代表人结合对北京美妮美雅的核查过程，进一步说明北京美妮美雅的库存、销售流向等情况，美妮美雅是否与发行人存在关联关系，并发表核查意见。若中介机构能在前期工作中加强对重点经销商的核查、发行人能在招股书中对美妮美雅这样增长较快的大客户进行更为充分的解释与披露，可能会消除监管层的疑虑。

3.从历次保代培训来看，证监会对经销商核查的要求较高

目前证监会对经销模式的核查范围没有正式文件规定，基本上是由保荐机构和会计师根据信息披露质量抽查要求总结的经验。在投行业务实践中经销商及其终端客户销售实现情况核查最好超过50%，若能覆盖70%-80%则更为保险。依据如下：

2011 年第一、二期保代培训：对于连锁经营等行业的公司（经销商较多，比较分散），绝对不应仅仅关注其前 5 名客户，可利用信息系统等方式在尽调时对 80% 以上的客户进行调研。

2011 年第四期保代培训提到：对经销模式核查是否通过存货转移方式实现销售；关注经销商与发行人的关联关系、发行人对经销商的控制能力、经销商的盈利能力和采销规模等。

2012 年第一期保代培训提到：收入确认是财务审核的第一重点，对经销商要关注收入的最终实现情况，客户分散的也要核查，尽可能加大核查力度。如企业采用经销模式，需提供三年报告期内每一家经销商销售公司产品的终端客户明细。

2012 年第四期保代培训提到：经销商模式容易舞弊，要关注收入的最终实现情况。如果经销商比较集中的，核查应当覆盖收入的 60%-70%；经销商非常分散的未要求必须核查覆盖超过 50%，保荐机构可以提出核查方案，如前 20 大仅占 20%，剩余部分与会计师商量抽样。关注报告期内新增的经销商。

2013 年 1 月证监会 IPO 财务专项核查工作会议纪要没有给出明确比例要求，但对经销商的核查提出如下要点：①经销商及终端客户核查；②经销商客户总体交易情况；③报告期内前 50 名客户及变化情况；④报告期内经销商数量变动及分布总体情况；⑤主要产品分省销售经销商情况；⑥报告各期前 50 名经销商客户核查情况；⑦终端客户核查。（摘编：张冯彬）

香港IPO市场基石投资的趋势和启示²

上交所资本市场研究所 徐洋

近年来，港交所市场 IPO 融资额在全球交易所市场位列前茅，特别是 2015 年以来持续领先。然而，过高比例的基石投资者已引发市场争议，香港 IPO 市场也被指“虚假繁荣”。2014 年以来，香港市场 IPO 融资额中 40% 来自于基石投资者的认购。从“画龙点睛”到“喧宾夺主”，基石投资者角色的变化反映出香港 IPO 市场投融资需求的错配。

一、香港 IPO 融资概况

（一）融资额位居世界前列

香港作为亚洲金融中心，其股票融资额一直位居世界前列。据世界交易所联合会（WFE）的排名，港交所近五年 IPO 融资额均位列全球前三，2015 年和 2016 年前三季度更位列榜首。

（二）中资企业占比高

香港市场新股发行的繁荣景象与大量内地企业赴港上市融资有关。特别是 A 股 IPO 堰塞湖居高不下，也挤出了部分上市资源。从结构上看，2014 年以来中资企业 IPO 数量占香港市场 IPO 总数的 50.3%，融资额占 82.5%。其中，H 股虽然数量仅占

²文章为精简版，如需全文，请与发行上市部联系。

总数的 18.2%，但融资额占比达 66.0%。可见，大型国有企业赴港上市是香港 IPO 市场繁荣的基础。

二、基石投资发展趋势

（一）基石投资者制度简介

港交所于 2005 年引入基石投资者制度。香港上市申请人在首次公开招股时，可将部分股份优先配售予若干投资者，这些投资者称为基石投资者。基石投资者通常是一些大型机构和知名人士，如大型资产管理公司、主权财富基金及香港富豪。

香港市场引入该项制度的初衷是帮助红筹股获得香港投资者的认可，能增加中小投资者的信心，从而有助于公司顺利完成招股。该制度在当年红筹股初登香港市场时，发挥了很大的作用。香港交易所于 2013 年 2 月出台了指引。主要规则如下：

表 1 基石投资者制度的主要规则

a. 配售必须按首次公开招股价进行
b. 所配售的股份须设禁售期，一般为上市日期起计至少六个月
c. 投资者在上市申请人的董事会内没有代表，同时独立于上市申请人、其关联人士及其各自的联系人
d. 配售安排的详情（包括投资者身份及背景）须在上市文件内披露
e. 不得向基石投资者以附函或其他方式提供任何直接或间接利益以使其参与股份发售的配售部分

资料来源：港交所网站。

（二）基石投资者参与程度趋高

近年，香港市场 IPO 中引入基石投资者的比例及基石投资者的认购比例明显上升。2007—2009 年，香港市场引入了基石投资者的 IPO 仅占总数的 20%，基石投资者认购比例的中值为 14%，最高为 43%。而 2014 年以来，香港市场引入了基石投资

者的IPO有 120 例，占IPO总数的 37%；基石投资者认购比例的中值为 32%，最高达到 77.7%³。2014 年以来，香港IPO融资额中 40%来自于基石投资者的认购。

这一趋势反映了香港 IPO 市场近年来严重依赖大型国有企业，而大型国有企业 IPO 又严重依赖于基石投资者认购的现象。比如邮储银行 IPO 中基石投资者认购比例高达 74.8%。

（三）基石投资者构成趋单一

近年来，基石投资者的构成日趋单一。特别是国有企业赴港 IPO 时，基石投资者基本以国有企业为主。以邮储银行为例，引入的六家基石投资者全部为国有背景公司。据统计，2016 年 H 股 IPO 引入的基石投资者中，80%以上为内地背景。

然而，这一现象在以往中资企业赴港上市时并未如此突出。以 2011 年中信证券香港 IPO 为例，引入的六家基石投资者分别为美国资产管理公司 Waddell&Reed、科威特投资局、新加坡淡马锡、巴西投资银行 BTG Pactual、台湾富邦人寿、美国对冲基金 Och Ziff，全部为国际投资者。可见，近年来中资企业对国际投资者的吸引力减弱，赴港上市过程中兄弟企业互相捧场帮忙也是无奈之举。

三、引发的问题

随着发行人结构和基石投资者结构的变化，基石投资者在香港 IPO 市场中所扮演的角色已经偏离了制度的初衷，对香港

³ 亚美能源（2686）于 2015 年 6 月 23 日上市，引进了 5 家内地基石投资者，合计实际认购比例达 77.7%。

股票市场的运行也产生了负面影响。

（一）市场化发行机制被扭曲

随着内地企业赴港 IPO 引入基石投资者的比例不断上升，兄弟企业“包场”的现象愈发普遍，造成港股市场化发行机制被扭曲，发行价格虚高。

这一现象在赴港上市的国有金融机构中表现尤其明显。按照国有资产保值增值的要求，国有企业股票发行的市净率一般不低于 1 倍。但目前港股银行业估值普遍在 1 倍市净率以下。国有金融机构面临着市场估值和发行底线背离的窘境，兄弟企业往往作为基石投资者捧场托市。

（二）引入高比例基石投资者的股票交投冷清

高比例的基石投资者易导致发行价虚高和潜在抛压较大，股票上市后投资者买入意愿不强。一旦股价跌破发行价，国资背景的基石投资者也不愿意卖出。这导致引入高比例基石投资者的股票交投清淡，流动性很差。

近三年新上市的公司中，引入基石投资者股票的日均换手率中值为 0.24%，仅为未引入基石投资者股票的一半，部分股票交投冷清。

高发行价、高破发率和流动性不足使得引入高比例基石投资者的新股投资吸引力不强，从而进一步强化了新股发行高度依赖基石投资者的现象，形成恶性循环。

（三）承销商竞争格局异化

香港 IPO 市场以大型国企为主的融资结构和日益依赖基石投资者的发行过程，使得承销商的竞争格局出现了异化。

承销商的核心竞争力本应是以识别优质项目为根本，结合市场外部环境进行定价和销售的能力。但是，在当前香港 IPO 市场环境下，能否为客户介绍基石投资者成为了承销商承揽香港 IPO 项目的核心竞争力之一。即使市场环境欠佳，承销商为了满足客户在发行时间和发行价格方面的要求，只能引入大比例的基石投资者以完成 IPO，扭曲了市场真实需求。

四、相关启示

从表面上看，大比例的基石投资者对香港 IPO 市场的正常运行产生了负面影响。但是，即便没有基石投资者制度，大型国有企业之间相互捧场的现象也会发生。

我们认为，基石投资者在香港 IPO 市场中扮演角色的演化反映了市场投融资需求的错配，其根源则是香港市场对创新型企业的吸引力不足。香港市场本应是 A 股尚未完全市场化阶段的最大受益者，但由于其在发行上市制度上固步自封，没有跟上内地经济转型的步伐，对创新型企业的吸引力越来越差，只能依赖于内地传统企业提升市场规模，市场的活力却不断丧失。上交所应引以为戒，在巩固自己蓝筹股市场地位的同时，提高市场的包容性，丰富市场的层次结构，加大对新兴企业的吸引力。(摘编:张冯彬)

我国资本市场债权融资工具发展概况⁴

上交所资本市场研究所 郭蕊

目前，我国已形成由证监会、银行间市场交易商协会、国家发改委分别监管的多种工具组成的债权融资市场体系。证监会主管产品包括公司债券、企业资产证券化、可交换债券和可转换债券等，本报告重点关注公司债券和企业资产证券化。

一、资本市场债权融资工具发展现状

（一）公司债券

1、公司债券简介

公司债券是指公司依照法定程序发行、约定在一定期限还本付息的有价证券。2015年新政后公司债券的主要特点是以除地方政府融资平台外的所有公司制法人为发行主体，发行成本较同类型的信用债低，募集资金使用灵活。

按发行方式分，公司债券可分为公开发行人公司债券（下称“公募债”）和非公开发行人公司债券（下称“私募债”）。按照资信状况不同，公募债还可以选择面向公众投资者公开发行（下称“大公募”），或面向合格投资者公开发行（下称“小公募”）。

2、公开发行公司债券发展现状

⁴ 文章为精简版，如需全文，请与发行上市部联系。

(1) 发行规模迅速增长

2007年至2014年，由于发行门槛较高，公募债发展缓慢。2015年新政出台，公司债券呈现出快速增长势头。2015年，公募债发行294只，募资5,250.99亿元，较2014年分别增长5.92倍和2.97倍。截至2016年11月18日，市场上存量公募债1521只，债券余额为2.25万亿。其中，418只为大公募，债券余额为5,470.53亿元；1103只为小公募，债券余额为1.71万亿元。

(2) 发行额占比仍偏低

公募债在全部债券发行总量中的占比一直偏低。2007年至2015年，我国公募债累计发行844只，累计发行规模1.28万亿元，占同期我国债券市场的比重分别仅为2.12%和1.36%。公募债的发行规模目前仍落后于银行间债券市场的中期票据、短期融资券、超短期融资券等债务融资工具，公募债还没有成为各企业债权融资的主要方式。

(3) 发行主体多为国企

从发行主体的属性看，公募债的发行主体以国企居多。2007年至2015年，有409家国企共发行公募债465只，募集资金7,004.37亿元，规模占比达54.72%；民营企业共228家，合计发行公募债270只，累计募集资金4,036.32亿元，规模占比31.53%。公募债已受到越来越多民营企业的青睐。

(4) 上市公司潜力有待挖掘

由于早期政策对发行主体的限制，2015年之前我国公募债

只能由上市公司发行。从 2007 年至 2015 年，共有 456 家上市公司发行了 665 只公募债，累计发行规模 9,592.99 亿元，在所有公募债中的规模占比为 74.94%。与同期上市公司通过增发方式获取股权融资的情况进行比较，上市公司通过公募债募集的资金总额远低于股权再融资，潜力有待进一步挖掘。

(5) 行业多为传统行业

从发行主体所处的行业来看，2007 年至 2015 年，房地产行业发行公募债数量远高于其他行业，共 149 只，合计募集资金 3,136.54 亿元，在所有公募债中的规模占比高达 24.50%。除房地产行业外，公募债的发行主体多分布在传统行业。

(6) 信用评级普遍较高

从发行时债券评级来看，我国公募债信用评级较高，按发行规模由高到低是：AAA、AA+、AA、AA-。公募债的发行主体多为上市公司，且以国企占多数，再加上 2015 年前公司债的发行实施核准制，因此，公募债的信用等级普遍较高。

3. 非公开发行公司债券发展现状

(1) 发行规模快速攀升

2015 年新政全面建立了非公开发行制度，私募债由此取得了井喷式发展。2015 年，共发行私募债 1100 只，募集资金 5,086.37 亿元，发行规模已基本与公募债持平。相较 2014 年，私募债发行只数增长 1.18 倍，发行总额增长 6.45 倍。

从 2012 年至 2015 年，我国私募债累计发行 2027 只，累计

发行规模 6,260.93 亿元，占同期我国债券市场的比重分别为 6.57%和 1.19%。截至 2016 年 11 月 18 日，市场上存量私募债 3102 只，债券余额为 1.93 万亿。

(2) 民营企业积极参与

从发行主体属性来看，私募债的发行主体虽以国企居多，但民企也积极参与其中，民企发行家数与国企非常接近。从 2012 年至 2015 年，有 519 家国有企业发行私募债 1171 只，募集资金 4,111.79 亿元，规模占比高达 65.67%；有 427 家民营企业发行 573 只私募债，但民营企业的发行额度一般较小，累计募集金额只有 1,698.99 亿元，规模占比仅有 27.14%。

(3) 上市公司热情不高

早期，上市公司较少参与私募债发行；从 2012 年 2014 年，上市公司通过私募债募集的资金只有 57.90 亿元。直至 2015 年非公开发行制度全面建立后，上市公司才逐渐加入。2015 年，上市公司发行私募债 69 只，合计募集资金 806.87 亿元。截至 2016 年 11 月 29 日，上市公司私募债存量 293 只。

(4) 行业分布较为集中

从发行主体所处的行业来看，发行私募债的企业集中分布在建筑装饰、房地产、综合、休闲服务、公用事业和交通运输六个行业。特别是建筑装饰和房地产行业，占有所有私募债的一半以上。这一方面与房地产市场的过热有关，另一方面也是因为私募债为这些企业提供了一种更加灵活和便利的融资渠道。

(5) 大部分缺乏信用评级

由于发行私募债并不强制要求信用评级，因此目前大部分没有进行信用评级。2012年至2015年所发行的2027只私募债中，仅有412家进行了信用评级，且AA级以上的只有90只。可见，私募债所受约束较少，信用等级参差不齐，信用风险大。

(二) 企业资产证券化

1. 企业资产证券化简介

企业资产证券化是指以基础资产所产生的现金流为偿付支持，通过结构化等方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的融资方式。它可将流动性较低的资产转化为较高流动性的可交易证券，提高基础资产流动性，便于投资者投资，并改变原始权益人的资产结构，改善资产质量，加快原始权益人资金周转。企业资产证券化均是私募发行，发行条件非常宽松。

2. 企业资产证券化发展现状

(1) 发行规模占比仍处低位

出于审慎考虑，在两次试点期间，证监会对企业资产证券化业务缓步推进，管制较严。因此，企业资产证券化业务一直未取得显著增长。2014年11月后，政策上的松绑才刺激了企业资产证券化业务的高速发展。2015年，企业资产证券化产品发行1135只，发行规模2,040.60亿元，较2014年分别增长4.09倍和7.66倍。截至2016年11月18日，市场上存量企业资产支持证券2373只，债券余额5,138.27亿元。

企业资产支持证券的发行规模占比始终偏低。2005 年至 2015 年，我国企业资产证券化产品累计发行 1348 只，累计发行规模 2825 亿元，占同期我国债券市场的比重分别为 0.27% 和 3.68%。到目前为止，企业资产证券化都未成为有影响力的融资工具，市场主体参与度很低。

(2) 基础资产类型分布不均

企业资产证券化基础资产均属企业债权，但二级分类较多且分布不均，主要集中在租赁租金、基础设施收费、应收账款三类。2005 年至 2015 年，以租赁租金为基础资产的企业资产支持证券发行规模最大，占比达 27.40%；其次是基础设施收费，规模占比为 21.87%；再次是应收账款，规模占比 16.19%；其他基础资产类型的企业资产支持证券规模占比均在 10% 以下。

(3) 原始权益人行业分布分散

从原始权益人所处的行业来看，以往发行企业资产支持证券的原始权益人行业分布极为分散。根据 Wind 的分类标准，消费信贷、特殊金融服务、多元化银行、建筑与工程、综合类行业是企业资产支持证券原始权益人分布最多的行业，但每个行业的发行规模均不高。2005 年至 2015 年，消费信贷行业发行企业资产支持证券 34 期，合计募集资金 340.93 万元，规模占比达 11.99%；其他行业的发行规模占比均在 10% 以下。

(4) 信用评级普遍较高

从发行时债券评级来看，2005 年至 2015 年所发行的企业

资产支持证券的信用评级较高，主要为 AAA、AA+和 AA。其中，评级 AAA 的企业资产支持证券发行规模最大，达到 1858.57 亿元，规模占比高达 65.80%，共有 644 只。另外，有 249 只企业资产支持证券未进行信用评级，规模占比达到 7.19%。

二、资本市场债权融资工具问题分析

政策上的简政放权令公司债券和企业资产证券化取得了长足发展，但仍存在一些问题，归纳起来大致有以下六点：

（一）市场规模偏小

从国际经验来看，债券市场是公司融资的主要渠道，不论是市场规模还是融资金额均高于股票市场。在国内，公司强烈地偏好股权融资。这导致了债权融资市场规模偏小。2015 年末，我国公司债券市场规模占 GDP 的比重为 2.48%，企业资产证券化仅为 0.33%。我国公司债券的募资金额远小于股权融资，2015 年时也仅相当于股权融资的 67.41%。

（二）债券品种有限

美国公司债券和资产证券化品种丰富，给予了投资者较多的投资选择和风险规避手段。而我国公司债券试点放开不久，行政管制色彩较浓，产品创新稳步推行，因此债券品种比较有限；企业资产证券化处于发展初期，业务开展须谨慎摸索，因此，相关产品不仅市场规模小，而且品种极为单一。

（三）融资效果不佳

通过对公募债发行主体发债前后两年财务指标的对比分析

可以发现，我国公募债的融资效果不容乐观。对于占据公募债发行主体大多数的国有上市公司而言，公募债并没有起到增强经营业绩的作用；而对于民企，相关效应在发债后有所体现。

（四）潜在风险或增大

首先，传统行业在存量债券中占比过高，受经济下行影响较大，相关企业偿付能力可能恶化；其次，非上市公司债券余额已超上市公司，非上市公司在信披等方面监管难度较大；再次，低评级和无担保债券占多数，使得潜在信用违约风险增高；最后，从财务数据看，2011至2015年发债主体整体的ROE连年下降，产能过剩行业下降幅度更剧烈，导致信用风险增大。

（五）信用评级落后

我国信用评级起步晚、发展慢，评级制度不完善，行业水平落后，无法准确揭示信用风险，难以为投资者提供判断依据。

（六）信息披露不完善

目前，公司债券和企业资产证券化在信息披露方面仍存在欠缺，主要体现在：重大事项披露不够完善，在持续信息披露方面仅强制要求定期报告的披露，未强制要求临时报告的披露；信息披露的监管力度不够，信息披露的法律制度尚不健全，对虚假陈述的责任基础尚未厘清，对不真实、不及时、不充分的信息披露行为惩罚不力。

三、政策建议

针对上述问题，建议监管层完善相关制度，加强监管，以

进一步促进交易所债券市场的发展。

一是进一步降低发行门槛。建议监管层在完善以发债主体信用责任机制为核心的债券市场体系和信用评级、信息披露、债券受托管理人等配套制度的前提下，放松行政管制，降低发行门槛：扩大公司债券发行主体至全民所有制企业；修改公募债发行上限的计算口径，在计算时不与中期票据等合并计算。

二是加大债券产品创新力度。公司债券可继续研究中长期浮动利率债、信用公司债和含权公司债，尝试探索垃圾债券、收入债券、有投票权债券、附有新股认购权的公司债券及其他创新品种。企业资产证券化可考虑扩大基础资产范围。

三是发展信用风险管理工具。建议交易所发展信用风险管理工具以完善债券市场风险保护机制，从易到难地推出 CDS、附担保的 CDS 及 TRS、指数 CDS 等产品。

四是加强信用评级体系监管。完善监管立法和统一监管机构，终结多头监管格局。针对评级机构的各项业务出台统一标准加以规范，监管部门应定期和不定期地对评级机构进行监督。

五是完善信息披露制度。建议在平衡扩大交易所债券市场发行规模和从严监管信息披露以保护投资者之间矛盾的前提下，完善包括发行前信息披露、定期信息披露和重大信息披露三个方面的信息披露基础法律制度。同时，建立和完善监管信息披露民事责任赔偿制度，加大处罚力度。另外，加大中介机构对于信息披露的连带责任。（摘编：张冯彬）

【免责声明】

本刊所载文章观点仅代表作者个人观点，不代表上海证券交易所观点。在任何情况下，本刊所载文章不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本刊为内部参考资料，相关版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对相关文章进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，均须注明出处。

(本期编辑：张冯彬， 校对：王新苗)



服务创造价值



上交所企业上市服务

发行上市部

联系人：赵冬妮

电话：021-68828921

邮箱：dnzhao@sse.com.cn

地址：上海市浦东南路 528 号南塔 13 楼

邮编：20120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构