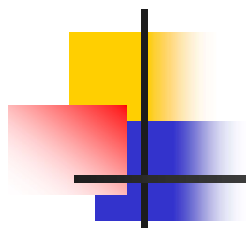


## **第三节 债券的发行与承销**



# 公司债



# 公司债券的发行

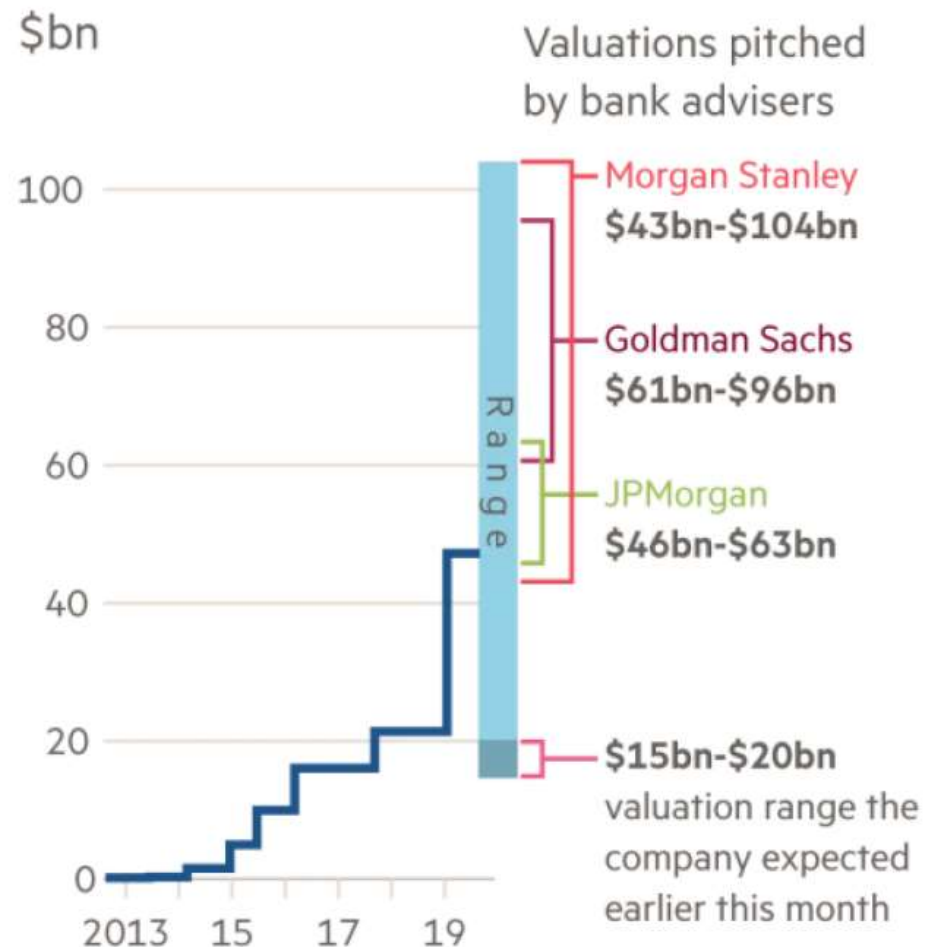
---

- **相对于股票发行,债券的承销费用比较小.**
  - **投资银行还需与商业银行竞争**
- **不过协助公司债发行是建立良好客户关系的一个好机会**

# JPMorgan如何取得We的IPO案?

- 在此之前，JPMorgan是WeWork的公司债主承销商，2018年成功筹资7亿美元。同时也提供WeWork的CEO私人贷款5亿美元。
- 2015年期间，JPMorgan协助WeWork取得\$12亿授信额度。

We's wide-ranging valuations





## Merrill Lynch协助Total Fina与Elf Aquitaine的并购案

---

- **Total Fina 与 Elf Aquitaine 在1999年合并成立 TotalFinaElf (现为Total SA)，成为当时全球第四大石油公司。**
- **1991年，Elf在纽约证交所上市，主承销商为 Goldman Sachs。**



## Merrill Lynch协助Total Fina与Elf Aquitaine的并购案

---

- **Elf主要股东是法国政府（持有64%的股权），不希望Elf再发行股票募资，导致股权稀释。**
- **虽然Elf持有AA信用评级，但过去已发行很多债券。**
- **Merrill Lynch提议在美国发行债券，并选择发行更长的债券(10年债)。1991年底成功筹资3亿美元，Merrill Lynch与Goldman Sachs是主承销商。**



# 公司债券的发行管理办法

---

- 2007年开始实行 **《公司债券发行试点办法》**
- 为了规范公司债券的发行、交易或转让行为，保护投资者的合法权益和社会公共利益，制定 **《公司债券发行与交易管理办法》**。（2014年11月15日）



# 公司债券的发行管理办法

新发行办法	旧发行办法
无净资产限制	累计债券余额不超过净资产的 <b>40%</b>
近三年平均可分配利润足以支付一年利息的 <b>1.5</b> 倍	近三年平均可分配利润不少于一年的利息
公开发行、非公开发行	公开发行
债券信用评级要求	无信用评级的规范





## 公司债券的发行管理办法

---

- 公司债券可以**公开发行**，也可以**非公开发行**。
- 债券募集说明书及其他信息披露文件所引用的审计报告、资产评估报告、**评级报告**，应当由具有从事证券服务业务资格的机构出具。
- 债券募集说明书所引用的法律意见书，应当由律师事务所出具，并由两名执业律师和所在律师事务所负责人签署。



# 公司债券的发行管理办法

---

- **发行公司债券，发行人对以下事项作出决议：**
  1. 发行债券的数量；
  2. 发行方式；
  3. 债券期限；
  4. 募集资金的用途；
  5. 决议的有效期；
  6. 其他按照法律法规及公司章程规定需要明确的事项。
- **上市公司发行的公司债券可以附认股权、可转换成相关股票。**



## 公司债券的发行条件

---

- 资信状况符合以下标准的公司债券可以向公众投资者公开发行，也可以自主选择仅面向合格投资者公开发行：
  - 发行人最近三年无债务违约或者迟延支付本息的事实
  - 发行人最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于债券一年利息的 1.5 倍
  - 债券信用评级达到 AAA 级
  - 中国证监会根据投资者保护的需要规定的其他条件。



# 公司债券的发行条件

---

- **未达到前款规定标准的公司债券公开发行应当面向合格投资者**
- **合格投资者：**
  - 证券公司、基金管理公司、商业银行、等
  - 合格境外机构投资者（QFII）
  - 净资产不低于人民币一千万的企业
  - 社会保障基金、企业年金等养老基金、慈善基金
  - 名下金融资产不低于人民币三百万元的个人投资者



## 公司债券的公开发行业务流程

- 中国证监会受理申请文件后，依法审核公开发行公司债券的申请，自受理发行申请文件之日起三个月内，作出是否核准的决定，并出具相关文件。
- 公开发行可以申请一次核准，分期发行。自中国证监会核准发行之日起，发行人应当在十二个月内完成首期发行，剩余数量应当在二十四个月内发行完毕。
- 发行申请核准后，公司债券发行结束前，发行人发生重大事项，导致可能不再符合发行条件的，应当暂缓或者暂停发行。



## 公司债券的交易场所

---

- 公开发行的公司债券，应当在依法设立的**证券交易**  
**所上市交易，或在全国中小企业股份转让系统或者**  
**国务院批准的其他证券交易场所转让。**



## 公司债券的非公开发行及转让

---

- 非公开发行的公司债券应当向合格投资者发行，不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式，**每次发行对象不得超过二百人。**
- 非公开发行公司债券**是否进行信用评级由发行人确定**，并在债券募集说明书中披露。



## 公司债券的非公开发行及转让

---

- 承销机构或自行销售的发行人应当在**每次发行完成后五个工作日内向中国证券业协会备案。**
- 备案不代表中国证券业协会实行合规性审查，不构成市场准入，也不豁免相关主体的违规责任。





## 公司债券的非公开发行及转让

---

- 非公开发行公司债券，可以申请在**证券交易所、全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统、证券公司柜台**转让。
- 非公开发行的公司债券**仅限于合格投资者范围内转让**。转让后，持有同次发行债券的合格投资者合计不得超过二百人。



## 债券与股票发行的比较

---

- 发行合同书
- 债券评级
- 债券的偿还



## 发行合同书

---

- 发行合同书也称信托契据 (Trust Deed) , 是说明公司债券持有人和发行债券公司双方权益的法律文件, 由**受托管理人 (Trustee, 通常是银行)** 代表债券持有人利益监督合同中各条款的履行。
- 对于有限责任公司来说, 一旦资不抵债而发生违约时, 债权人的利益会受损害, 这些限制性条款就是用来设法保护债权人利益的, 它**一般可分成否定性条款和肯定性条款**。



## 肯定性条款 (Positive Covenants)

---

**肯定性条款是指对发行公司应该履行某些责任的规定，如要求营运资金、权益资本达到一定水平以上。这些肯定性条款可以理解为对发行公司设置某些最低限。**



# 肯定性条款 (Positive Covenants)

---

- **List of the top 10 most common metrics lenders use as debt covenants for borrowers:**
  - Debt / EBITDA
  - Debt / (EBITDA – Capital Expenditures)
  - Interest Coverage (EBITDA or EBIT / Interest)
  - Fixed Charge Coverage (EBITDA / (Total Debt Service + Capital Expenditures + Taxes))
  - Debt / Equity
  - Debt / Assets
  - Total Assets
  - Tangible Net Worth
  - Dividend Payout Ratio
  - Limitation on Mergers and Acquisitions



## 否定性条款 (Negative Covenants)

---

- **否定性条款是指不允许或限制股东做某些事情的规定。**
- **最一般的限制性条款是有关债券清偿的条款，例如利息和偿还基金的支付，只要公司不能按期支付利息或偿还基金，债券持有人有权要求发行公司立即偿还全部债务。**



## 否定性条款 (Negative Covenants)

- 典型的限制性条款包括**对追加债务、分红派息、营运资金水平与债务比率、使用固定资产抵押、变卖或购置固定资产、租赁、工资以及投资方向等都可能作出不同程度的限制。这些限制实际上是对发行公司设置某些最高限。**
- 有些债券还包括所谓“交叉违约” (Cross Default) 条款，该条款规定，对于有多笔债务的公司，**只要对其中一笔违约，则认为公司对全部债务违约。**



## 发行合同书

---

- 无论是**肯定性条款**还是**否定性条款**，公司都必须严格遵守，否则可能导致“违约”。
- 在违约的情况下，债权人并不总是急于追回全部债务，一般情况下会设法**由债券受托管理人找出变通办法，要求公司改善经营管理，迫使公司破产清算**一般是债权人的最后手段，因为破产清算对于债权人通常并不是最有利的。





# Violation of Debt Covenants

---

- **When a debt covenant is violated, depending on the severity, the lender can do several things:**
  - **Demand penalty payment**
  - **Increase the predetermined interest rate**
  - **Increase the amount of collateral**
  - **Demand full immediate repayment of the loan**
  - **Terminate the debt agreement**



# 债券评级

---

- **债券的信用评级是指按一定的指标体系对准备发行的债券的还本付息的可靠程度作出公正客观的评定。**
- **债券评级的标准**
  - 企业规模;
  - 资产价值;
  - 经济担保;
  - 获利能力的评价。



## 债券评级

---

- **AAA (Aaa): “extremely **strong capacity** to meet financial commitments”.**
- **AA+, AA, AA- (Aa1, Aa2, Aa3): “very **strong capacity** to meet its financial commitments.” The differences from AAA are very small.**
- **From 1981 through 2010, only 1.3 percent of global corporate bonds originally rated AA eventually went into default.**



## 债券评级

---

- A+, A, A- (A1, A2, A3): **“Strong capacity to meet financial commitments, but somewhat susceptible to adverse economic conditions and changes in circumstances.”**



## 债券评级

---

- **BBB+, BBB, BBB- (Baa1, Baa2, Baa3):**  
“adequate capacity to meet financial commitments, but are more subject to adverse economic conditions or changing circumstances.”
- **BBB- is the last tier at which a bond is still considered “investment grade.”**
- **Bonds rated below this level are considered “below investment grade” or, more commonly, “high yield,” a more risky segment of the market.**



# 债券评级

---

- B+, B, B- (B1, B2, B3): "can meet their current financial commitments, but their **future outlook** is more vulnerable to adverse developments".
- CCC+, CCC, CCC- (Caa1, Caa2, Caa3): "dependent on favourable business, financial and economic conditions to meet financial commitments."
  - Fitch uses a single CCC rating, without breaking it out into the plus and minus distinctions as S&P does.
- CC (Ca): Like bonds rated CCC, bonds in this tier are also vulnerable right now but face an even higher level of uncertainty.
- C: **most vulnerable to default.** Often, this category is reserved for bonds in special situations, such as **those in which the issuer is in bankruptcy but payments are continuing at present.**
- D (C): The worst rating, **assigned to bonds that are already in default.**



## 债券评级

---

- **1992年，98家美国公司持有AAA信用评级**
- **2016年，仅剩2家持有AAA信用评级：  
Microsoft 与 Johnson & Johnson.**
- **2011年8月，美国被S&P调降至AA+等级。**



## 债券评级

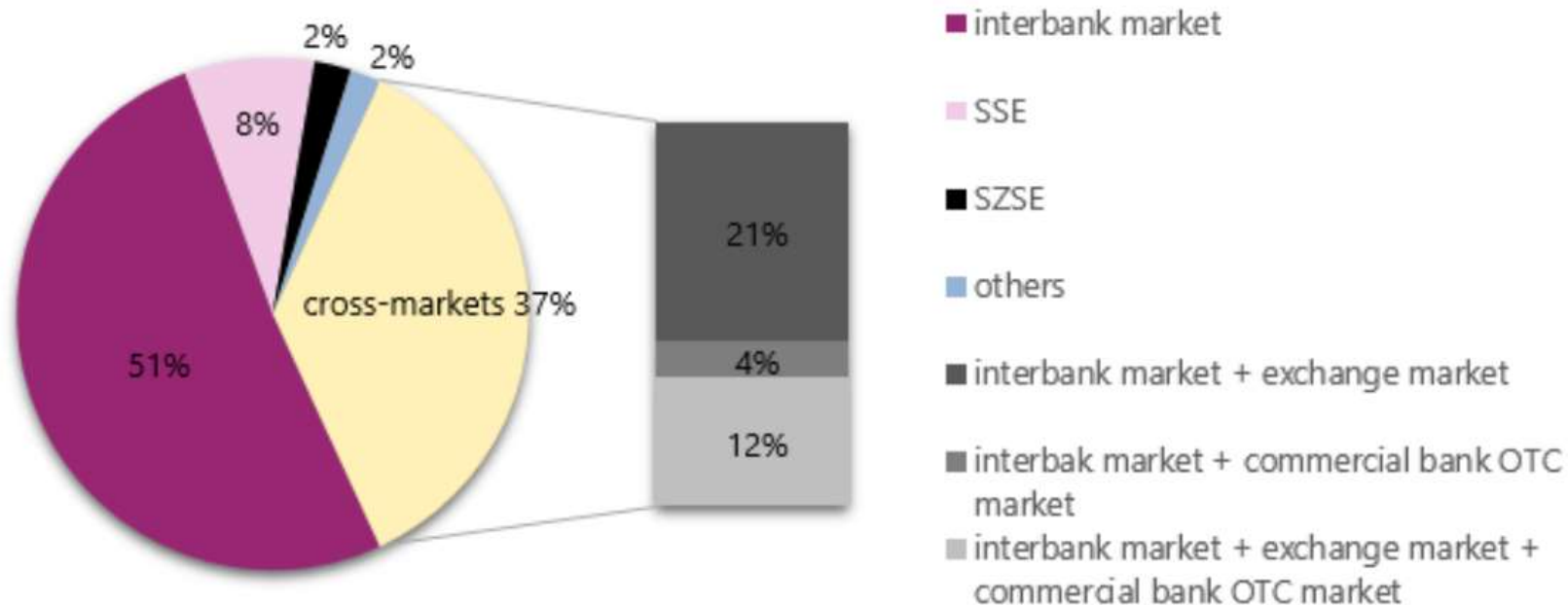
---

- **信用评级约高不代表债券收益率越低，微软的债券收益率还是会比美国国债收益率高。**
- **一般长期债券受到利率风险影响程度远大于信用风险。**



# 债券交易概况

Figure 4. Proportion of outstanding bonds of different sub-markets as of December 31, 2018

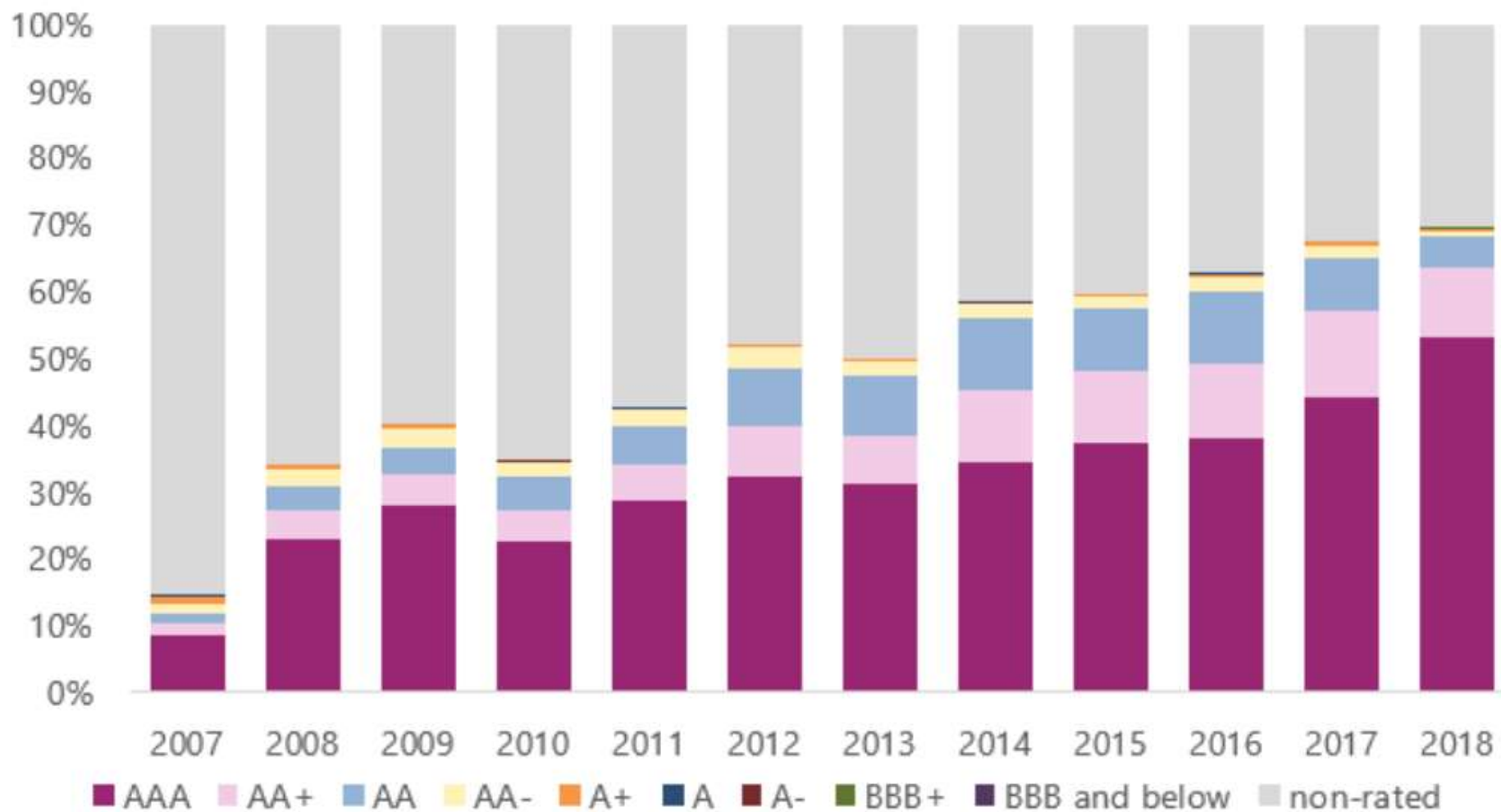




## 截至2018年底，政府债券占40%

Bond Varieties		Shares
Government bonds	Treasury bonds	<b>17.4%</b>
	Local government bonds	<b>21.1%</b>
	Government-backed agency bonds	1.9%
Financial bonds	Policy bank bonds	16.8%
	Financial bonds excluding policy bank bonds	6.9%
Corporate credit bonds	Enterprise bonds	3.0%
	Corporate bonds	6.8%
	Short-term commercial paper	2.3%
	Medium-term notes	6.6%
	Private placements	2.3%

## 国内债券信用的评级分布



Source: WIND, Golden Credit



# Domestic bond vs Foreign bond

---

- Foreign bond: bond issued **in a domestic market by a foreign entity in the domestic market's currency** as a means of raising capital.
- 一般外国债券都有特别的名字：
  - Panda bond（熊猫债）：外国公司在中国发行的以人民币计价公司债。
  - Yankee bond：外国公司在美国发行的以美元计价公司债。
  - Arirang bond, Samurai bond, Kangaroo bond



## 2017年俄罗斯铝业联合公司发行熊猫债

Offering Overview	
Issuer	United Company RUSAL Plc
Bond Type	Corporate bond (private placement to eligible investors only)
Issuer/Bond Rating	AA+/AAA
Guarantee	Fully secured by an unconditional and irrevocable joint and several liability guarantees provided by the China United SME Guarantee Corporation
Offering Size	RMB 1.0 bln
Maturity	3 years, with a put option at the end of the 2 <sup>nd</sup> year
Coupon rate	5.50%
Use of proceeds	After the deduction of issuance expenses, the funds raised were planned for total off-shoring through a special account expected to have up to 100% of raised funds used to replenish working capital (including, but not limited to, companies within the corporation for the procurement from Chinese suppliers), with the remainder to be used for repaying interest bearing debts.
Key Dates	Book building and price inquiry: March 16, 2017 First day of issuance: March 17, 2017 Value day: March 20, 2017
Market	Shanghai Stock Exchange

Source: CICC



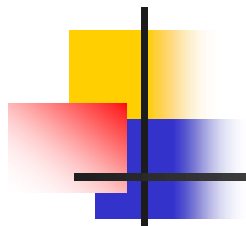
## 中国公司于美国发行的扬基债

---

- 截至**2019**年第三季，中国公司在美国总共发行了**72**亿美元的债券（大部分为可转换债）。
  - 该金额超越了**2018**年的**\$56**亿。
- 发行公司包括**LexinFintech**(乐信)、**NIO**(蔚来汽车)、爱奇艺、**Bilibili**。



国债



- 改革开放以来，我国国债发行方式经历了
  - **81**年国债行政分配发行。
  - **90**年代改为承购包销，主要用于不可流通的凭证式国债。
  - 目前的定向发售、承购包销和招标发行并存。
- 总的变化趋势是不断趋向低成本、高效率的发行方式，逐步走向规范化与市场化。





# 国债代销发行

---

- 代销发行——财政部委托代销者负责国债的销售。我国曾经在上世纪**80**年代后期和**90**年代初期运用过这种方式。
- 代销者包括商业银行与邮政储蓄。



# 国债代销发行

---

- 国债代销方式，指由国债发行体委托代销者代为向社会出售债券，可以充分利用代销者的网点，但因代销者只是按预定的发行条件，于约定日期内代为推销，代销期终止，若有未销出余额，全部退给发行主体，代销者不承担任何风险与责任。
- 国债代销方式也有不如人意的地方：
  - （1）不能保证按当时的供求情况形成合理的发行条件；
  - （2）推销效率难尽人意；
  - （3）发行期较长，因为有预约推销期的限制。

所以，代销发行仅适用于证券市场不发达、金融市场秩序不良、机构投资者缺乏承销条件和积极性的情况。



# 国债承购包销发行

---

- 国债承购包销发行方式，指大宗机构投资者组成承购包销团，按一定条件向财政部承购包销国债，并由其负责在市场上转售，任何未能售出的余额均由承销者包购。
- 承购包销——始于**1991**年，**主要用于不可流通的凭证式国债**。它是由各地的国债承销机构组成承销团，通过与财政部签订承销协议来决定发行条件、承销费用和承销商的义务。



# 国债公开招标发行

- 国债公开招标发行方式，指作为国债发行体的财政部直接向大宗机构投资者招标，**投资者中标认购后，没有再向社会销售的义务**，因而中标者即为国债认购者，当然中标者也可以按一定价格向社会再行出售。
- 相对承购包销发行方式，公开招标发行不仅实现了发行者与投资者的直接见面，减少了中间环节，而且使竞争和其他市场机制通过投资者对发行条件的自主选择投标而得以充分体现，也有利于缩短发行期限，提高市场效率，降低发行体的发行成本。



## 国债的招标方式

---

- 以价格为标的的荷兰式招标；
- 以价格为标的的美国式招标。
- 以收益率为标的的荷兰式招标；
- 以收益率为标的的美国式招标。



# 价格招标

---

价格招标主要用于贴现国债的发行，按照投标人所报买价自高向低的顺序中标，直至满足预定发行额为止。如果中标规则为“荷兰式”，那么中标的承销机构都以相同价格（所有中标价格中的最低价格）来认购中标的国债数额；而如果中标规则为“美国式”，那么承销机构分别以其各自出价来认购中标数额。



# 收益率招标

---

收益率招标主要用于付息国债的发行，它同样可分为“荷兰式”招标和“美国式”招标两种形式，原理与上述价格招标相似。

一般来说，对长期付息国债，多采用多种收益率的美国式招标。对短期贴现国债，多采用单一价格的荷兰式招标。



例：当面值为**100**元、总额为**200**亿元的**贴现**  
**国债招标**发行时，若有**A、B、C**三个投标人。

投标人	投标人A	投标人B	投标人C
投标价（元）	<b>85</b>	<b>80</b>	<b>75</b>
投标额（亿元）	<b>90</b>	<b>60</b>	<b>100</b>
中标额（亿元）	<b>90</b>	<b>60</b>	<b>50</b>
<u>荷兰式招标中标价（元）</u>	<u><b>75</b></u>	<u><b>75</b></u>	<u><b>75</b></u>
美国式招标中标价（元）	<b>85</b>	<b>80</b>	<b>75</b>





例：当面值为**100**元、总额为**200**亿元的**附息国债招**  
**标发行**时，若有**A、B、C**三个投标人。

投标人	投标人A	投标人B	投标人C
投标收益率（%）	8	9	10
投标额（亿元）	90	60	100
中标额（亿元）	90	60	50
荷兰式招标中标收益率（%）	10	10	10
美国式招标中标收益率（%）	8	9	10

票面利率为 **$8.8\% = 8\%(90/200) + 9\%(60/200) + 10\%(50/200)$**



# U.S. Treasury bill auction

---

- 每周公开招标，共有4种到期日： 1 month, 3 months, 6 months, and 1 year
- 采用收益率荷兰式竞标
- 有24家authorized primary dealers必须参与招标
- 分两种投标价：
  - competitive bid: 申报数量与收益率
  - non-competitive bid: 申报数量，任何价格或收益率都愿意购买



# U.S. Treasury bill auction

---

- 决定最终价格时会先排除non-competitive bidders。
- 以总额15亿为例，假设共有4亿元是non-competitive bidders，则11亿元会分配给competitive bidders。



# 我国国债发行体制

---

- 招标发行已成为我国国债发行体制改革的主要方向
- 从**1996**年开始，将竞争机制引入国债发行，而且从**2004**年起，财政部对国债发行招标规则进行了重大调整，即在原来单一“荷兰式”招标基础上，增加“美国式”招标的特点。



## 混合式招标

---

- 亦称**限制性美国式招标**，即在采取利率或价格招标时，以中标数量为权重，全部加权平均中标利率（价格）确定为当期国债票面利率（价格），**按面值承销**。



## Winner's curse （赢家的诅咒）

---

- 美国式招标里因为赢家都付更高的价格，大家都不愿意出太高价。
- 混合式招标结合了荷兰式招标特色，大家都支付相同价格。



## 国债一级自营商制度

- 国债一级自营商，是指具备一定资格条件，经**财政部、中国人民银行的中国证监会共同审核**确认的**银行、证券公司和其他非银行金融机构**。其主要职能是参与财政部国债招标发行，开展分销、零售业务，促进国债发行，维护国债市场顺畅运转。
- 国债一级自营商是国债市场上中介机构中层次较高、责任重大、地位举足轻重的组织。国债一级自营商是**国债市场上稳定的中坚组织**，为了明确国债一级自营商的权利与义务，**各国都制定了相应的规章制度，称之为“国债一级自营商制度”**。建立健全国债一级自营商制度，明确其权责，是世界各国通行的作法，是国债市场走向规范化和现代化的标志。



# 国债承销团成员资格审批办法

财政部**2007年5月10日**正式实施

- **1993年12月31日**《中华人民共和国国债一级自营商管理办法》和《国债一级自营商资格审查与确认实施办法》同时废止。
- 国债，是指财政部代表中央政府在中国境内发行的**凭证式国债、记账式国债**和其他国债。
- 中国境内**商业银行等存款类金融机构**和国家邮政局邮政储汇局可以申请成为**凭证式国债**承销团成员。
- 中国境内**商业银行等存款类金融机构以及证券公司、保险公司、信托投资公司等非存款类金融机构**，可以申请成为**记账式国债**承销团成员。





# 国债承销团成员资格审批办法

---

- 国债承销团在保持成员基本稳定的基础上实行优胜劣汰。凭证式国债承销团成员原则上不超过**40**家；记账式国债承销团成员原则上不超过**60**家，其中甲类成员不超过**20**家。
- 国债承销团成员资格有效期为**3**年，期满后，成员资格依照本办法再次审批。



## 凭证式国债承销团成员的资格

- 记账式国债承销团**乙类成员**资格条件：
  - 注册资本不低于人民币**3亿元**或总资产在人民币**100亿元**以上的**存款类金融机构**，或者
  - 注册资本不低于人民币**8亿元**的**非存款类金融机构**。
- 记账式国债承销团**甲类成员**资格条件：
  - 上一年度记账式国债业务还应当位于前**25名**以内。

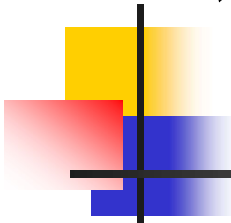


## 凭证式国债承销团成员的资格

---

- 近3年来无重大违规经营记录，前一年度无亏损，经营状况及资产质量良好。
- 总资产在人民币80亿元以上，营业网点在35个以上。
- 有负责凭证式国债业务的专职部门和健全的管理制度及风险防范机制。
- 计算机管理程度较高，实现凭证式国债同城的债权集中管理、通买通兑以及发行额度由计算机自动调剂管理。

# 财政部关于确认记账式国债承销团成员 (2011年)

- 
- **甲类成员：** 工行、农行、中行、建行、交行、中信银行、光大银行、上海银行、南京银行、**中国银河证券、国泰君安、平安证券、中信证券、中银国际、国海证券**、中国人寿保险、中国邮政储蓄银行有限责任公司
  - **乙类成员：** 华夏银行、上海浦东发展银行、兴业银行、招商银行、深圳发展银行、中国民生银行、北京银行、广东发展银行、天津银行、河北银行、杭州银行、齐鲁银行、盛京银行、徽商银行、长沙银行、齐商银行、洛阳银行、恒丰银行、宁波鄞州农村合作银行、汇丰银行（中国）、渣打银行（中国）、摩根大通银行（中国）、包商银行、国家开发银行、**中信建投、华泰证券、申银万国、渤海证券、长江证券、光大证券、国信证券、招商证券、东方证券、中金公司、安信证券、第一创业证券**、中国人民保险集团公司、中国平安人寿保险、江苏常熟农村商业银行、北京农村商业银行、上海农村商业银行
  - **特别承购机构：** 全国社会保障基金理事会



## 国债一级自营商享有的权利

- 可以直接向财政部报价投标承销每一次发行的国债，并享有每期国债承购包销合同规定的有关权利；
- 优先取得同中央银行进行以国债交易为手段的公开市场业务操作的资格，协助中央银行实施一定的货币政策；
- 自动取得同中央银行进行国债回购交易、国债抵押再贷款和国债再贴现以及从事国债基金、优先申请成为国债期货经纪商等的资格，调剂头寸余缺，融通资金，拓展业务。



## 国债一级自营商承担的义务

- 必须参加每期由财政部组织的国债发行活动;参加的每期国债发行, 都有最低承销量最高承销量的规定;  
;
- 承销国债后, 负有积极开展分销与零售的义务, 保证能够让投资者方便地购买到国债, 满足投资需要
- 二级市场上有承担做市商的义务, 即必须对每种流通的国债券进行报价, 每家一级自营商每年在国债二级市场的交易量不得低于国家规定的最低限额。并有定期向财政部和有关主管部门报送国债承销、分销、零售和二级市场上国债交易业务的报表。



## 国债投标额的限定

---

- 每一投标人每一标位**最低投标限额为0.5亿元**；各标位最大投标限额按当期国债发行通知的规定执行。
- 每一投标人单期国债最高、最低有效投标总额按国债承销团甲类成员和乙类成员分别设定：
  - 甲类承销团成员**最低投标总额为单期记帐式国债招标量的4%**,最高投标总额为单期记帐式国债招标量的30%。
  - 乙类承销团成员的**最低投标总额为单期记帐式国债招标量的0.5%**,最高投标总额为单期记帐式国债招标量的10%。



## 投标标的及投标量变动幅度

---

- 利率招标时，利率变动幅度为0.01%;
- 价格招标时，价格变动幅度如下：
  - 一年期以下（不含1年期） 0.002元;
  - 1—10年（含1年、10年） 0.01元;
  - 10年以上 0.05元。
- 投标量变动幅度为0.1亿元的整数倍。





## 募入原则

---

- 全场有效投标总额小于或等于当期国债招标额时全额募入；大于当期国债招标额时，按照低利率或高价优先的原则逐笔募入，直到募满招标额为止。
- **当最后中标标位上的投标额大于剩余招标额时**，中标额以该标位投标额为权数平均分配；分配后仍有余数时，按投标时间优先原则分配。
- 最小中标单位为0.1亿元（招标额有尾数时除外）。



# 我国国债发展

---

- **1997年**银行间债券市场开始运作，市场参与机构仅有**商业银行**，**市场成员数27家**。
- **1998年**人民银行批准外资银行准入之后，**1999年**又增加了农村信用联社、保险公司、投资基金和证券公司入市交易。



# 我国国债发展

---

- 2002年人行实行准入备案制以来，有经营债券业务权限的金融机构向全国银行间同业拆借中心申请办理交易联网手续，即成为全国银行间债券市场的参与者，新市场主体扩展速度加快。
- 2003年，市场参与者已涵盖商业银行总行及其授权分行、保险公司、证券投资基金、证券公司、农村信用联社、城市信用社、财务公司、信托投资公司以及外资银行、外资保险公司等众多类型的金融机构。**2003年10月20日，银行间市场成员数达到881家。**



## 影响国债承销价格的因素

---

- 市场利率。
- 承销商承销国债的中标成本。
  - 国债销售的价格一般不应低于承销商与发行人的结算价格;
  - 反之,就有可能发生亏损。
- 流通市场中可比国债的收益率水平。
- 国债承销的手续费收入。
  - 由于该项手续费收入的存在, 为了促进分销活动, 承销商有可能压低销售价格。
- 承销商所期望的资金回收速度。
- 其他国债分销过程中的成本。



## 国债承销的风险

---

### ■ 承销商因承销而产生的亏损情况：

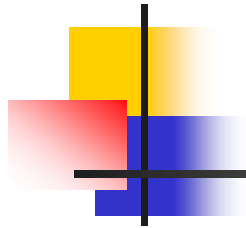
- 在发行期内，如果市场上还有其他的证券品种可供投资者选择，该种国债的承销风险将增大。
- 高通胀时期，债券的需求会减少。
- 当利率出于低谷时，短期国债的需求量较大，利率水平较高时，人们更倾向于投资长期债券。



## 投行承销国债的收益

---

- 差价收益；
- 发行手续费收益；
- 资金占用的利息收益；
- 留存自营债券交易收益。



## 投行承销国债的收益

Par Value Category	Number in Category	Median Par Value		Underwriter Spread	Financial Advisor Fee	Legal Fee	Sum
			Median	A	B	C	(A+B+C)
<\$10:	175	\$5,200,000	Dollar \$	\$ 50,000	\$ 63,675	\$ 47,500	\$ 161,175
			% of Par	1.000%	1.180%	0.917%	3.096%
\$10 - <\$25:	118	\$15,070,000	Dollar \$	\$ 132,654	\$ 75,750	\$ 59,000	\$ 267,404
			% of Par	0.946%	0.471%	0.381%	1.798%
\$25-<\$75	133	\$38,389,923	Dollar \$	\$ 275,725	\$ 82,450	\$ 79,125	\$ 437,300
			% of Par	0.700%	0.206%	0.192%	1.098%
\$75 and Over	52	\$127,500,000	Dollar \$	\$ 803,318	\$ 90,221	\$ 139,549	\$ 1,033,088
			% of Par	0.557%	0.078%	0.106%	0.741%

Source: California Local Agency General Obligation Bond Cost of Issuance 2009-2011



# 地方政府债券

---

- 地方政府债券，指某一国家中有财政收入的地方政府地方公共机构发行的债券。
- 地方政府债券一般用于交通、通讯、住宅、教育、医院和污水处理系统等**地方性公共设施的建设**。
- 地方政府债券一般也是以当地政府的税收能力作为还本付息的担保。





# 地方政府债券

---

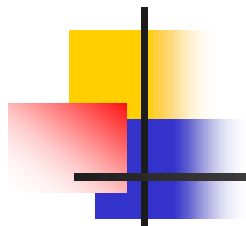
- 地方发债有两种模式：
  - 第一种为地方政府直接发债；
  - 第二种是中央发行国债，再转贷给地方，也就是中央发国债之后给地方用。
- 地方政府债券的安全性较高，被认为是安全性仅次于“金边债券”，而且，投资者购买地方政府债券所获得的利息收入一般都免交所得税，这对投资者有很强的吸引力。



# 地方政府债券

---

- 目前全世界已有多个国家实行地方政府债券模式，其中美国和日本的地方政府债券发行规模最大，发行模式也最具代表性
- 美国的市政债券(**municipal bond**)代表着分权制国家的地方债券市场制度；日本的地方政府债券则代表了集权制国家的地方债券市场制度。
- **Municipal bonds**主要分两类：
  - **General Obligation bonds (GO)**，用途为政府行政支出为主
  - **Revenue bonds**，用途以公共建设为主



## 第四节 证券私募



## 证券私募的定义

---

- 证券私募是指面向少数特定的投资人发行证券的方式。
- 证券私募也被称为不公开发行或内部发行。



## 证券私募的特征

---

- 不需办理发行注册手续；
- 一般不会发行失败；
- 一般采用直接销售方式，并限制转让。



## 证券私募的原因

---

- 筹资规模未达到公开发行的“规模经济”要求；
- 企业有过不良记录；
- 企业自身组织结构和契约关系复杂。



## 私募发行的对象

---

- 股东、职员
- 与发行者有密切业务往来关系的公司
- 机构投资者如养老基金、人寿保险公司等
- 私募股权基金



## 投资人的收益

---

- 通过上市转让出售
- 向有兴趣的企业转让股权





## 证券私募的优点

---

- 节省发行费
- 通常不必向证券管理机关办理注册手续
  - 以美国为例，只需向证监会递交私募备忘录
- 有确定的投资者
  - 不必担心发行失败
  - 可选择投资对象，保住控制权。



# 证券私募备忘录

---

- 对企业的描述
- 对企业**管理层的描述**
- 对**证券的描述**



## 证券私募的缺点

---

- 股票难以转让
- 需向投资者提供高于市场平均条件的特殊优厚条件
- 发行者的经营管理易受干预



## 证券私募的条件

---

- 投资者人数
- 投资者资格
- 发行方式
- 发行后转让的限制



## 美国的私募发行

---

- 投资银行公司向数量有限的机构投资者，如保险公司、投资公司、养老基金发行证券
- 证券法允许三种联邦注册豁免：
  - 州内出售
  - 小额出售，如果出售额小于**100**万美元，则证券发行不需注册
  - 《**1933**年证券法》给予那些“不参与公开发售的发行者的交易”以注册豁免



## 美国的私募发行

---

- **1982年**，证券交易委员会制定了新规则**(Regulation D)**：**享有注册豁免权的证券必须出售给“成熟的”投资者——有能力评估证券的风险和收益特点；有承受经济风险的财力**
- 原来美国规定私募发行投资者在购进证券**两年内不得转让**，市场在这段时间内无流动性，买主应为这种流动缺乏得到补偿



## 美国的私募发行

---

- **1990年4月**，证券交易委员会的**144A**条款生效
- 这项条款消除了两年持券期限限制
- 允许大型机构(持有证券至少达到**1亿美元**)之间交易私募证券，而不需要本证券交易委员会登记注册



## 美国的私募发行规模 (\$billion)

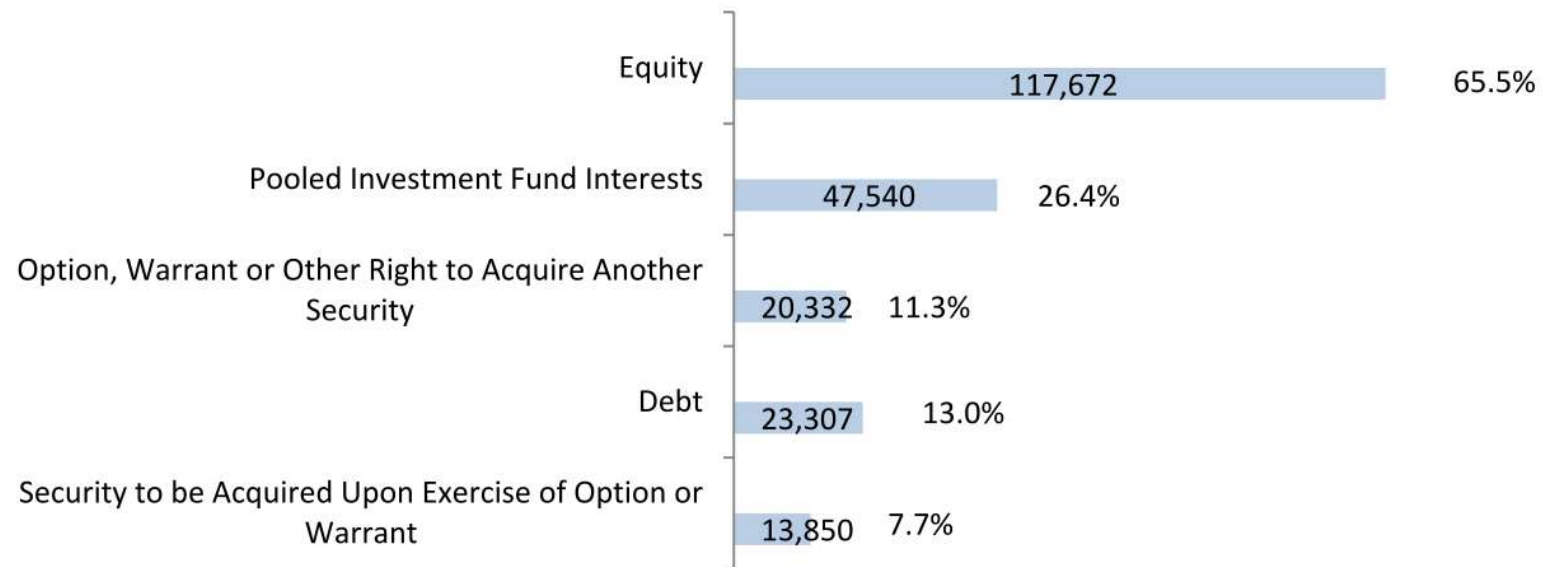
Year	Public Offerings		Private Offerings		
	Public equity	Public debt	Regulation D	Rule 144A	Other private*
2009	942	1,445	18,295	1,661	942
2010	1,072	1,930	25,993	1,958	930
2011	863	1,465	27,336	1,388	960
2012	954	1,473	28,184	1,558	531
2013	1,250	1,510	30,429	1,896	841
2014	1,176	1,576	33,429	1,813	674
2015	985	1,565	34,877	1,761	287
2016	821	1,636	35,793	1,500	450
2017	976	1,846	37,785	2,099	1,217

\*Includes offerings conducted under Regulation S, qualified Regulation A, Regulation Crowdfunding, and Section 4(a)(2).



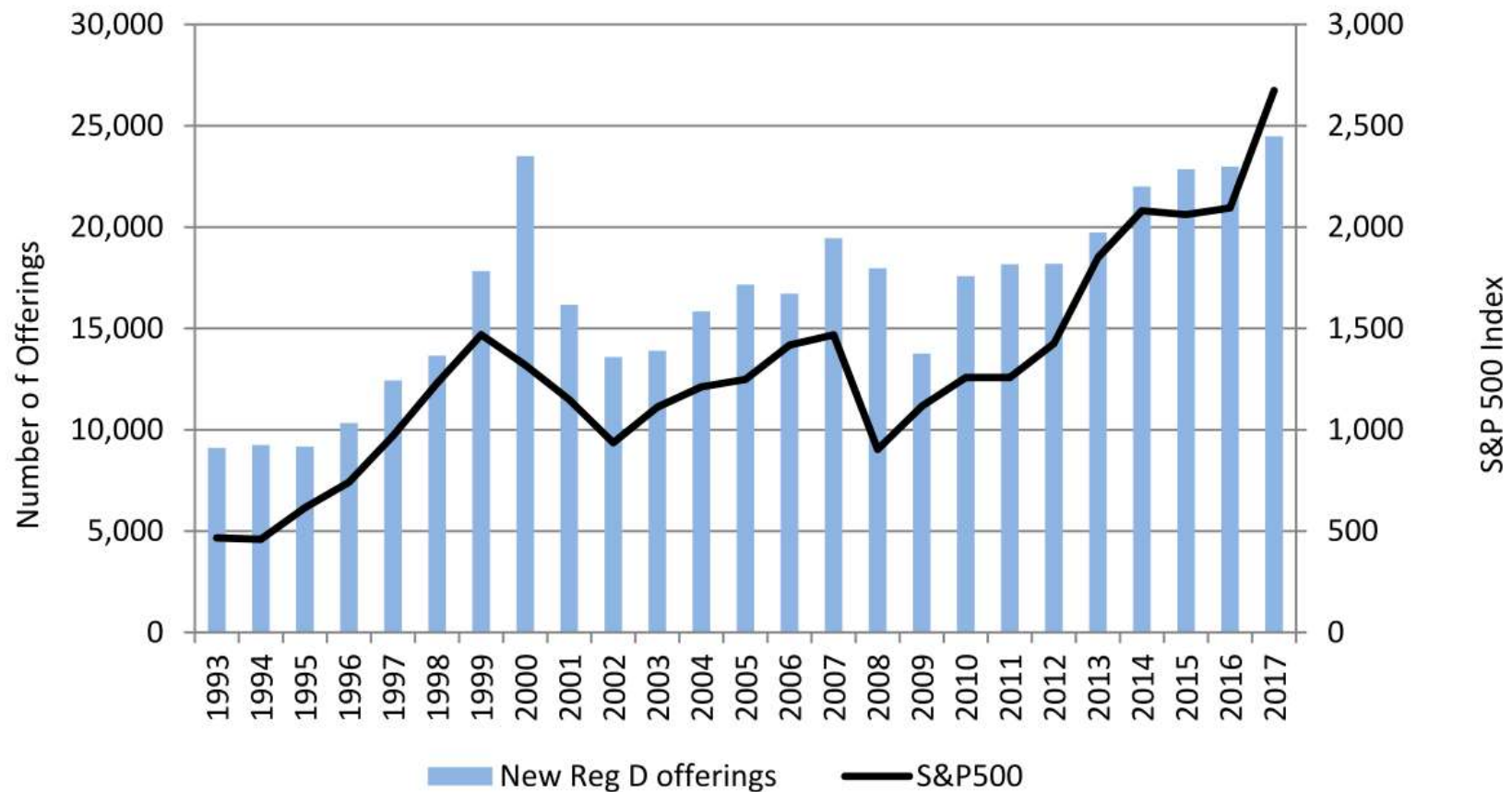


## 美国的私募发行规模



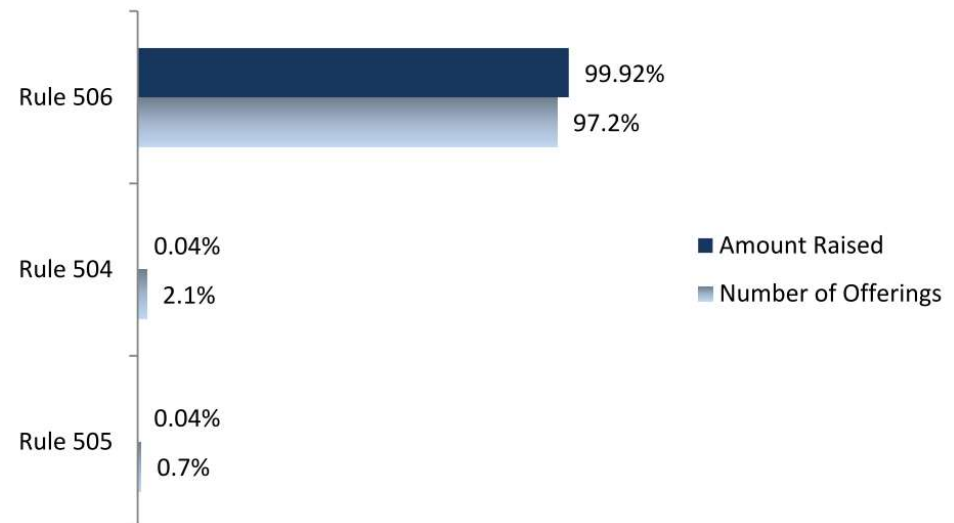
Number and percent of Regulation D offerings by type of security issued: 2009-2017

# 美国的私募发行规模



# 美国的私募发行

- 一般发行者会选择Rule 506
  - 也可向一般投资人发售(non-accredited investor)
- Rule 504 主要为州内发售，受限于不同州要求不同的法规。
- Rule 505 限制筹资规模不得超过500万





## 投资银行在证券私募发行扮演的角色

---

- 它们与发行商及潜在投资者一同工作，证券发行设计方案和制定价格
- 经常由投资银行设计证券结构
- 投资银行也参与组织投资者的工作，假如发行者已经找到投资者，投资银行就提供咨询服务，并收取咨询费
- 投资银行也能在一个最有效的包销安排中参与交易



## 投资银行在证券私募发行扮演的角色

---

- 在美国，私募市场为那些具有相当风险的新兴公司发行证券提供资金
- 投资银行除了收取很高的交易费外，还分享这些公司发展后所获利益的机会——**购买选择权**，即在筹集资金时，**按特定价格购买一定数量的股票**



## 投资银行协助销售，也是买家？

---

- **2005年，高盛制定了“Triple-Play Strategy”，每一笔项目争取三种收益：“advising, financing, and investing”。**
- 客户是否认为这是潜在的利益冲突问题？