

■ 读者话题

# 治理债市应“对症下药”

□杭州 郑秀田

近段时间来,中国债券市场上持续爆发出多起非法利益输送案例。笔者认为,对于这种现象有必要分析其中原因,对症下药,从而保持我国债券市场持续良好发展。

事实上,损人利己的利益输送行为接连发生与债券市场交易的不公开,交易过程的不透明密切相关。要探究这类事件发生的原因,可从该行为人的主观性动因和行为发生的客观条件两个方面进行分析。

第一,行为人的主观动因。在市场经济条件下,正如亚当·斯密在《国富论》所描述的,行为人是经济人,追求自身经济利益最大化。行为人在获得利益的前提是需要为市场提供消费者满意的商品和服务,这种自利行为在提高自身利益的同时,也为他人带来福利增长,进而达到双赢的结果。

然而,这种能带来双赢结果的行为只是经济人追求利益的一种行为方式。现实中仍然存在着大量的损人利己的利益追求行为。因而亚当·斯密在另一本著作《道德情操论》中就对经济人的自利行为提出具体要求,即经济人需要流淌道德的血液。唯有如此,经济人的行为才能更好地出现双赢的结果而不是损人利己的局面。债券市场上连续爆出的非法利益输送事件,表明该行为能够为当事人谋取巨大利益的可能,而且当事人并没有持有应有的道德情操。

第二,行为发生的客观条件。行为人在利益诱惑下,特别是巨额利益诱惑下,实施不道德行为的冲动是强烈的。这种损人利己的不道德行为最终发生,会引起市场失灵。

西方国家经济金融发展的历史经验表明,要限制损人利己的行为,仅仅寄希望于道德情操是不够的,更需要法律上的严格保障和监管部门的严厉监管。债券市场上的行为当事人,在作出某一行为之前,必然要进行收益和成本的权衡。实施某一行为的意愿与预期收益成正比相关,而与成本负相关。债券市场上几个案件的发生意味着,一方面通过利益输送行为往往可以获取高额收益;另一方面,当事人实施该行为的成本相对于获得的利益而言太低。几个案件发生在银行间债券市场上表明,由于该市场是场外市场,很多债券交易是不公开,投资者和监管部门难以对其进行有效监管,这就为行为当事人通过运作丙类账户,进行债券的假回购等方式容易且低成本地规避监管,从而为实现非法利益输送创造条件。此外,这些事件也反映了一些公司内部控制是不完善的。公司内部控制并没有很好地约束当事人及所在的固定收益等部门从事的非法利益输送行为。

如何约束非法利益输送行为,保护各类基金持有人等委托人的合法权益,对于债券市场的良好健康发展意义重大。在黑幕下进行的非法利益输送行为具有隐蔽而难以发现的特点,因此限制该类行为的发生,需要揭开黑幕,让交易更加公开,让信息更为透明。

在市场经济中,公平和公正保障市场良好运行的基础,而公开是市场实现公平和公正的前提。交易的公开,有助于除去非法利益输送行为的土壤,增大非法利益输送的难度;信息的透明,让投资者有知情权,有助于投资者进行合理的资产配置,同时可以增加对非法行为的道德谴责。除了推动市场往交易公开和信息透明方向发展外,监管者要进入监管盲区,在监管实践中努力揭开黑幕,打击非法行为。

对于已经发现的非法利益输送行为,要对当事人进行严惩,以便向市场传递出如下信号:从事非法利益输送行为,成本非常高昂。此外,要将非法行为及时公诸于众,以便形成对非法行为从事者的道德谴责,形成对潜在行为从事者的道德约束,并让当事人所在公司承担声誉损失的压力,从而约束该类行为的发生和激励这些公司加强内部控制建设。当非法利益输送的难度加大且面临高昂的惩罚成本时,潜在的行为当事人放弃实施该行为就是更为理性的选择。这最终将有助于我国债券市场健康良好的发展。

■ 思考与建议

## 修改证券法应从市场短板入手

□济南 李允峰

相关信息显示,证监会已初步形成证券法进一步修改完善的思路建议,包括完善证券品种范围规定、完善多层次市场制度、完善公开发行制度等十个方面。证监会系统最近成立了证券法修改领导小组和工作小组,为下一步配合立法机关做好证券法修订准备工作。

经过多年的发展,证券市场无论是从规模上还是从上市公司质量上都有翻天覆地的变化,旧有的《证券法》在许多地方已经远远落后于市场。在这种情况下,管理层

决定再次修订《证券法》,对于完善市场法律制度环境,以及维护投资者利益,促进市场成熟发展都具有特别意义。针对修订证券法的思路,笔者建议,管理层应从市场的短板入手有的放矢地进行法律政策调整,这样会更有效地促进市场规范发展。

首先,市场最为关注的是新股发行问题。国际市场的新股发行都由交易所负责,而只有国内A股市场是证监会负责,笔者建议新股发行交给交易所负责。而无论是信息披露还是定价机制,A股市场都存在一定的差距。从去年下半年开始,证监会启动IPO企业自查和抽

查,不少公司主动撤回IPO申请。而在新股发行定价中,询价机构包括众多基金公司,这些机构无视基金持有人利益,虚报新股定价谋取好处,侵害了证券市场利益和基金持有人利益。

因此,新股发行应采取美国式竞价。建议在修订《证券法》中倡导发行制度国际市场接轨,借鉴成熟市场的做法,推进注册制和其他成熟做法。比如缩短限售股的限售期,新股上市3个月实现全流通等等。只有新股上市定价实现真实、垃圾股批量化退市,市场的魅力和价值才能被众多国际机构长期看好。



CFP图片

## 统一监管 银行间债市不妨先行一步

□秦皇岛 熊锦秋

近期有关银行间债券市场违法违规交易案例频频出现,凸显银行间债券市场透明度低、监管不统一等弊端。为此,笔者认为,应尽快完善制度,堵住有关漏洞。

首先,要完善银行间债券市场的监管体系。债券大致可分为国债、金融债和信用债,其中信用债又包括企业债、公司债、短期融资券、中期票据、次级债等。上市公司发行的债券一般称为公司债,而非上市公司只能发行企业债;公司债审批机关是证监会,企业债发行审批机构则是发改委;公司债只能在交易所上市交易,而企业债可以同时银行间和交易所上市上市交易。

《证券法》规定其适用范围包括股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,同时规定国务院证券监督管理机构依法对全国证券市

场实行集中统一监督管理。也就是说,证监会对债券市场的监管对象主要是公司债、沪深交易所债券市场,银行间债券市场和多数企业债并不在其监管范围之内。目前银行间债券市场的监管,主要由中国人民银行银行授权中国银行间市场交易商协会实行自律监管,但自律监管显然对市场主体的约束效力较低,且由于银行间市场交易商协会对交易环节的监测体系不完善,由此债券市场的一些违法违规行为不能得到及时发现和查处。为此,笔者建议,应明确一个专业的行政监管机构对银行间债券市场进行行政监管,尽快组建一个专业的行政监管机构。

其次,应完善银行间债券市场的信息披露制度。只有让市场曝光在社会公众眼皮底下,才能受到更为广泛的监督。目前上市公司信息披露制度相对来说比较完善,建议企业债发行人也向上市公司看

齐,进行完善的信息披露。另外,自2012年10月1日起施行的《银行间债券市场银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》,其中规定企业应通过中国银行间市场交易商协会认可的网站公布当期发行文件。笔者认为仅此还不够,还应让投资者受众较多的几大证券报等媒体,同时登载有关信息披露的提示性公告。如此企业债发行人的信息将广为投资者所知,将受到社会广泛监督。

其三,坚决制止地方政府为企业承担债券违约风险。目前,有些地方政府为企业债券进行隐性兜底。政府隐性担保大大降低人们对违约风险的担忧,让市场投资主体品尝不到风险滋味,这又让市场如何准确对债券定价?在政府的过度干预下,债市由此失去资源优化配置功能,也容易滋生官员腐败行为。

其四,严打银行间债券市

场的不法利益输送行为。由于银行间债券市场容量巨大、交易量也极为庞大,这为一些不法主体牟取不法差价利益提供了条件。

目前,银行间债券市场结算成员分为甲类成员、乙类成员和丙类成员,甲类户主要为商业银行,乙类户为农信机构、券商、基金和保险等,丙类户主要为非金融机构法人,不法分子主要通过丙类户进行利益输送,套利的方式则与代持和一级半紧密相关。企业债券从发行到上市,中间需要一段时间,在这一段时间内卖出申购的债券套利,便形成一级半市场。不法分子开立丙类账户,在发行债券上市前从债券承销机构拿到券但不支付券款,然后在一级半市场以更高的价格卖出,再把券款归还给债券承销机构,空麻袋背米”从中获取差额收益。为此,应加强市场监测,一旦发现此类行为,就应予以从严重打击。

## 债市风暴呼唤监管补位

□连云港 吴学安

一场风暴正在债券市场内不断升级。中信证券杨辉、万家基金邹昱、齐鲁银行徐大祝、易方达债券基金经理马喜德等人均被传出遭有关部门调查,涉案巨大的债市“黑幕”堪比股市“老鼠仓”。中国证监会相关负责人表示,将密切关注债券案进展。而这已经引起债券市场的波动,相关机构也建议投资者高度警惕,在操作策略上要注意防守性。

目前,中国债券市场中的银行间市场是熟人市场,其债券托管量占我国债券总量的95%以上,由于两个市场的运行及监管完全不同;交易所债券市场以集中竞价交易为主,价格相对公开透明,大多数的债券交易都是通过交易竞价系统成交的。而银行间市场通过“一对一”询价交易,交易对手是事先约定的,交易是否频繁与人脉密切相关,这就为利益输送形成了温床。当商业银行、基金买卖的债券没有出现亏损时,丙类账户带来的内幕交易和非

法利益输送很容易被忽略,极容易形成监管盲区。

债券市场爆发出多起非法利益输送案件,代持、养券、过券、倒券等专业名词纷纷浮出水面。席卷固定收益市场的债市风暴不断升级,不乏券商、基金公司、银行等机构的高管卷入这场大案之中。此次债市风暴无疑让众多投资者意识到,本来风平浪静的债市背后也暗藏着危机。

从已经揭露的事实来看,债市存在的问题远超过股票市场由内幕交易所形成的“老鼠仓”规模。银行间市场的种种乱象,凸显出中国资本市场、金融市场的监管严重缺位。一方面表现在监管部门对债市存在的各种利益输送行为缺乏应有的警觉。从已披露案件来看,涉案人员分属于证券、基金、保险、银行等机构,这些领域分别有证监会、保监会、银监会进行监管,但目前所有这类案件,都不是由这些监管机构查处,而是审计部门在日常审计中发现,并由公安部门展开侦查。另一方面,表现在目前监管机构仍

未能建立协同有力的高效监管系统。目前存在于银行间市场的债券,通过“代持”等途径进入了证券、基金、保险、信托等机构的甲、乙、丙三类账户,造成对债市监管面分布很长,也很复杂。由于这些领域分别接受的是不同监管机构的监管,而这些监管机构在现有体制下又很难进行跨领域的监管,从而让债市“老鼠仓”有机可乘。

债市监管重拳出击,让银行间债券市场参与各方的灰色利益链随之曝光。多家证券、基金及商业银行有关的固定收益部门多名人士被调查。更严重的是,从已披露的案件看,丙类账户实际控制人大多是基金公司的基金经理或商业银行或债券部门相关负责人。此次针对债市乱像的执法风暴已超出金融监管部门行政稽查的范畴,升级为全面的刑事调查。债券市场是中国企业直接融资的重要渠道,债券市场的健康发展事关中国经济的健康有序。打击债市“老鼠仓”,根本要从体制上消除其产生的“温床”,切实改变因为交易所、交易制度与监管割裂带来

的机制弊端。

一方面,从短期来看,两个市场的不平衡必须打破。银行作为间接融资主体持有70%多的债券余额,应大力发展交易所的债券市场,因为交易所市场化程度和投资人分化程度更高;另一方面,从长期看,要实现两个市场的互联互通,发挥两个市场的各自特点,完善市场定价机制,同时完善目前债券监管体系,加强债券市场监管方面的统一协调。

事实上,银行间债券市场的交易均是大宗交易,单笔交易涉及的资金量一般最少1000万元,有的甚至高达数十亿元。因此,尽管从债券交易价格上面来看,都在正常的交易波动范围区间,但只需几十个点的利差,代持人就能够从中赚取丰厚回报。对基金公司而言,加强对固定收益投资团队的内部控制也迫在眉睫。值得一提的是,目前,央行、证监会和国家发改委之间已经建立起债券市场协调机制。今年中期票据和交易公司债券将实现跨市场相互挂牌,监管部门之间也将逐步统一市场的准入门槛和监管方式。

■ 股民课堂

### 低位灵活补仓 三招巧防踏空

□宁波 谢宏章

高位买入的筹码深套后,通常有三种处置方法:一是止损卖出;二是持股不动;三是低位补仓。一般情况下,只要市场政策面和个股基本面没有发生质的变化,止损卖出是操作的大忌,持股不动是中性的策略,低位补仓才是操作的上策。股市多年来的走势反复证明:低位补仓,不仅是筹码深套后的正确抉择,而且是在一轮大牛市启动后防踏空的有效举措。当然,前提是买入操作的正确性,即筹码本身没有“问题”。

正确的补仓操作,不仅对摊低持股成本、提高获利概率大有好处,而且对增加交易机会,激发操作活力也将起到明显作用。但在平时的操作中,真正能做好补仓操作的投资者不多。底部较低的成交量便是佐证)。究其原因,主要有三:一是“没钱补”——高位买入时已处于满仓状态;二是“没胆补”——虽然留有资金,但还是担心再跌;三是“没法补”——既有资金、也想补仓,但不知道如何补仓。

#### 低位补仓“八项原则”

通过正确的补仓操作达到预期的“神奇功效”,既要增强平时操作的针对性,妥善解决“没钱补”、“没胆补”和“没法补”等难题,又须把握实际补仓的原则性,把握补仓操作的主动权牢牢掌握在自己手里。补仓操作须把握的原则归结起来共有八项,即“八补八不补”原则:

一是大盘:企稳时补、不稳不补。如果在整个大盘处于见顶后的始跌阶段,行情既未止跌、也未企稳时补仓,只会增加筹码的“受套面”,加速市值的“缩水率”。

二是股性:熟悉的补、不熟不补。如果对参与补仓的股票基本面和股性都不熟悉,就会增加补仓操作的盲目性,心中无数、底气不足。如此补仓,当然难有理想的结果。

三是业绩:良好的补、不良不补。一般而言,准备补仓的投资者应首先选择业绩良好的公司进行补仓,对于业绩出现问题的公司原则上不能加仓。虽然从最终结果看,一些问题公司不排除存在股价大涨的可能,但从稳妥角度考虑,仍不宜参与这种问题公司的补仓。

四是走势:起涨时补、破位不补。从技术层面看,补仓强调的是稳妥原则,所以,对于一些长期处于上升通道,二级市场走势较稳的公司,当股价突然反转甚至出现破位迹象时,应放弃补仓。相反,对那些长期市场定价机制,同时完善目前债券监管体系,加强债券市场监管方面的统一协调。

五是涨跌:大跌时补、大涨不补。在补仓的时机上,一般选择在相关品种大跌甚至急跌时买入。须注意的是:一些涨幅巨大、获利丰厚的公司,持仓主力时常会借行情启动进行出货,辨识不清、补仓不当的投资者在这种股票大跌时补仓,也有可能成为不幸的高位接盘者。所以,大跌时补、大涨不补也有个前提,就是历史涨幅不能太大。

六是盈亏:正差时补、反差不补。对于之前卖出的筹码,在补仓时一定要坚持这一原则,在卖出的筹码出现下跌,有正差收益时进行补仓。反之,当卖出的筹码出现上涨,没有正差接回机会时则不宜补仓。实在想补仓的,也须耐心等待一段时间,等股价回落后再“正差”补仓。

七是节奏:回调时补、反抽不补。在符合上述补仓原则基础上,在实际进行补仓操作中,还须注意补仓操作的进出节奏。特别是要做到:在待买股票回调、下跌过程中逢低吸纳,不要在反抽、上涨中抢筹。

八是仓位:轻时可补、重的不补。在补仓时,还要留意单一品种占整个账户市值的比例,按照“控制仓位、做好搭配”的总要求进行补仓。当第一品种的仓位未达上限时可以进行补仓操作,反之则不宜进行补仓。即使对某一品种情有独钟,同样须坚持这一原则。

#### 低位补仓“三大技法”

正确的补仓操作,除了须

坚持“八补八不补”原则外,还须把握相应的补仓技法,主要体现在三个方面:

一是在补仓对象的选择上,须“弃生择熟”。正确的做法是,补仓操作时,坚决不碰陌生股票,尤其不眼红涨幅榜上的大牛股,包括涨幅大的强势股和涨势急的热门股。与此同时,适量、逢低、按计划补仓熟悉的“自选股”,特别是之前曾经买过但买后被套甚至深套的“被套股”。

二是在补仓时机的把握上,须“弃涨择跌”。这种补仓法正好与“追涨杀跌”法相反,可能在补仓前后投资者会觉得“不爽”,但从最终结果看,这是补仓操作的较好时机。而“追涨杀跌”式的操作,很容易犯下大错,且极有可能使原本低位补仓的操作最终变成高位追涨。正确的做法是,在补仓的时机上做到“弃涨择跌”,或根据大盘点位事先设好“特买点”,并在“到点”后的下跌中进行补仓;或根据个股价位预先设好“特买价”,再在“到价”后的回调中逢低补仓。

三是在补仓数量的确定上,须“弃重择轻”。在补仓数量的确定中,一些投资者时常会出现极端式错误:满仓、一次性补入单一品种。结果,当补仓后大盘出现上涨、补入的股票不涨,或大盘大涨、补入的股票小涨时,就会影响心态乃至操作。正确的做法是,确保做到“两补”:一是不同品种之间的“搭补”,一般用“均分法”几个品种之间平均分配补仓数量)控制单一品种的补仓上限;二是同一品种内部的“分补”,通常用“批次法”单一品种内部合理安排补仓批次)确定每次补仓的具体数量。

一般情况下,投资者只要按以上原则和技法进行低位补仓,操作的成功率会比较高。但在实盘交易中,一些主力也会从投资者的共性特点出发,采取针对性的“忽悠术”来麻痹急于补仓的投资者,一些警惕性不高的投资者则会在补仓操作中一不小心落入主力精心策划的陷阱中。

据笔者观察,散户补仓时主力采取的“忽悠术”主要通过“巨大买盘”这一假象来迷惑投资者,主要有两种情形:

一种是“虚假盘”——无论是在股价上涨还是下跌过程中,时常有大量“委买盘”出现,即在即时显示的五档买盘中,但其委托价往往比实时价低几个价位。实际上,堆积的这些“委买盘”并不是主力真正想买入的委托,而是想吸引散户、诱使散户跟风,以便自己顺利出货而已,这种“委买盘”实际上就是“虚假盘”。细心的投资者只要稍加观察即可发现,只要是“虚假盘”,一旦股价跌至“委买价”附近,主力便会迅速撤单,且反复进行这样的“虚委”操作。

应对方法:先关注买一、买二、买三,甚至买四、买五等委托档有无大单买盘。若有,再关注这些买盘当时价接近时会否撤单。若撤了,说明是“虚假盘”,否则才是“真实盘”。对于“虚假盘”,投资者在补仓操作时宜保持谨慎。

还有一种是“对敲盘”。与“虚假盘”只是想诱惑散户、实际并不成交相比,“对敲盘”是实实在在的成交盘。值得一提的是,“对敲盘”虽然是在高于实时价几个价位上成交且数量较大,但主力在大量买入的同时往往也在大量卖出,属典型的对敲性质,目的同样是为了吸引市场注意。

应对方法:关注卖一、卖二、卖三,甚至卖四、卖五等委托档有无大单卖盘,只要是委卖盘不多,但瞬间成交量很大,即可断定是主力在委买的同时还在委卖,在对敲交易,只不过不想让普通投资者发现而已。对于“对敲盘”,投资者在补仓操作时同样须保持警惕。

总之,低位补仓是一项“综合艺术”,只有保持良好心态,不断提高操作技艺,才能对可能出现的各种陷阱早作准备、应对自如,才能在补仓操作中进出自有、把握主动,最终达到熊市少被套、牛市不踏空的目的。