

齐鲁股权每日金融

2016年12月06日

◆ 导航

【政策导向】

- ◆ 刘士余：全面加强监管为行业管理创造良好秩序 剖析险资的问题与大金融监管
- ◆ 陈文辉：金融创新与监管需要认真加以平衡
- ◆ 四板市场监管规则预计12月发布
- ◆ 新华网：巧用财政杠杆 山东千亿引导基金群助力实体经济
- ◆ 央广网：山东省级政府引导基金初步形成不同政策导向基金群

【业务参考】

- ◆ 银行不良企稳幻想
- ◆ 网贷备案需先整改 各地或差异化管理
- ◆ 新三板企业发行私募债悄然兴起 私募可换股债券或成新方向

【场外交易市场】

- ◆ “走进上交所”暨山东区域资本市场综合项目路演推介会（上海站）成功举行
- ◆ 齐鲁股权交易中心举行省直投资基金第三阶段工作表彰大会
- ◆ 解决新三板流动性 核心是尊重市场规律
- ◆ 山东青岛 “政采贷”三年授信逾亿元
- ◆ 中国互联网金融协会成立惩戒委员会和申诉（反不正当竞争）委员会
- ◆ “点土成金”的潍坊样本 山东潍坊推进农村承包土地经营权抵押贷款试点

◆ 【政策导向】

◆ 【刘士余：全面加强监管为行业管理创造良好秩序 剖析险资的问题与大金融监管】

（金融时报）中国证券投资基金业协会第二届会员代表大会12月3日在京举行。中国证监会主席刘士余在会上表示，资产管理行业担负着满足社会多元化投资需求，甚至满足把资金转换为资本服务实体经济的重担。行业机构、协

会和监管等部门要深入学习习近平总书记系列讲话精神，紧紧围绕国家经济社会发展的大局，在服务供给侧结构性改革、“三去一降一补”五大重点任务以及惠民生、防风险、提升民族金融业国际竞争力等方面，更好地体现和实现自身价值。

就近期 A 股市场频现举牌潮等现象，刘士余强调：“我希望资产管理人，不当奢淫无度的土豪、不做兴风作浪的妖精、不做坑民害民的害人精。最近一段时间，资本市场发生了一系列不太正常的现象，举牌、要约收购上市公司是可以的，作为对一些治理结构不完善的公司的挑战，这有积极作用。

但是，你用来路不当的钱从事杠杆收购，行为上从门口的陌生人变成野蛮人，最后变成行业的强盗，这是不可以的。这是在挑战国家金融法律法规的底线，也是挑战职业操守的底线，这是人性和商业道德的倒退和沦丧，根本不是金融创新。”

刘士余表示，资产管理行业前景无限广阔，事业大有可为。证监会在以习近平同志为核心的党中央领导下，将一如既往地大力支持行业发展。一是完善制度，健全规则。进一步完善证券投资基金法配套规则。会同市场各方面、政府有关部门共同推动私募投资基金管理暂行条例尽快出台，夯实私募基金监管法律基础，构建适应股权投资、创业投资基金规律的规范和制度体系。二是坚守监管本位，加快形成职权清晰、分工合理、标准统一的业务监管体系，全面加强监管，坚决查处触碰底线的行为，及时清除害群之马，强化扶优限劣导向，为行业管理创造良好的秩序。三是努力优化行业发展的外部环境，推动形成鼓励创新发展的政策支持体系。

刘士余表示，自协会第一次会员大会召开以来，资产管理行业实现了跨越式发展，取得了令人欣慰的成绩。

一是行业管理规模持续扩大。截至今年 10 月底，基金公司及其子公司管理规模达到 26.24 万亿元，证券公司及其子公司管理规模达到 16 万亿元，私募证券投资基金和私募股权投资基金管理规模达到 7.3 万亿元。目前，协会会员管理的资产规模突破 50 万亿元，与 2012 年底相比增长 6 倍。

二是业务和产品快速发展。资产管理产品涵盖债券、股票、期货、股权等多种基础资产，有扎根国内市场的投资，也有面向全球的资产配置，满足了不同风险偏好、不同资产规模、不同期限的多元理财需求，并有力支持了实体经济发展，也促进了金融市场多元多维发展。

三是行业规则不断完善。2013年6月开始实施的证券投资基金法，在市场准入、投资范围、业务运作等多方面优化了行业业态，还将非公开募集基金纳入法律调整范围，拓展了行业的发展空间。同时，中央编办明确证监会负责私募基金的监督管理，其他监管部门也从各自职责出发，制定了相关规章，逐步健全了行业发展的制度基础。

监管层炮轰“野蛮人”，市场平地起惊雷

周末，证监会、保监会相关负责人对近期市场险资“频频举牌”，“吃相难看”做了强硬的回应，市场评论如潮。多家券商认为，这将引起市场预期剧烈扰动，近期内可能令险资举牌有所收敛。

更重要的是，正值年末的敏感时刻，监管层突然高调发声，或许意味着统一金融监管、有效联系监管协作将成为近期中央经济及全国金融会议的主要议题。

痛批野蛮人

12月3日，证监会主席刘士余在公开讲话中痛批“野蛮人收购”，明确表态这些钱“来路不正”，从门口的野蛮人变成了行业的强盗，这是不可以的”。

刘士余提出：“希望资产管理人，不当奢淫无度的土豪、不做兴风作浪的妖精、不做坑民害民的害人精。”

随后，保监会副主席陈文辉也简要批评称，保险公司如果通过各种金融产品绕开监管，偿付能力监管、资本监管就变成了“马奇诺防线”，修得再好也没有用。绕开监管套利行为，严格意义上就是犯罪，关键是能不能发现的了。

大金融监管

刘士余措辞严厉的表态，也引发了市场对于险资监管加强的强烈预期。

刘士余的讲话力度很重：“这是在挑战国家金融法律法规的底线，也是挑战职业操守的底线，这是人性和商业道德的倒退和沦丧，根本不是金融创新”。

他明确指出，要完善制度，健全规则，加快形成职权清晰、分工合理、标准统一的业务监管体系，坚决查处触碰底线的行为，及时清除害群之马。

《财经》接触多位业界权威人士普遍认为，这或许意味着监管层将对各种类型的杠杆收购进行更为严格的监管，包括但不限于对收购资金来源的详细追问，对多头监管的重叠区域和模糊地带的进一步梳理。

考虑到即将来临的中央经济及全国金融会议，刘士余此次的“脱稿”讲话或许更加“耐人寻味”。国信策略郦彬团队也指出，周末监管层高调发声，可能意味着“统一金融监管”将成为监管层的主要议题。

本周末监管层对险资举牌的表现引起市场预期剧烈扰动。当前金融监管仍保持趋严态势，对于短期市场风险偏好预计有所压制，并且随着中旬中央经济及全国金融工作会议的临近，可能会聚焦在统一金融监管或是有效联系监管协作的议题上，这与周末监管层高调唱黑险资举牌收购行为暗合，值得投资者密切关注。

市场预期剧烈扰动

国金策略李立峰团队认为，此番表态不仅会在情绪上震慑市场，还将令险资举牌事件有所收敛。

总之，在当前上证综指 3243 点的背景下证监会、保监会周末强硬表态，表明当前监管层将金融市场“防风险抑泡沫”放在重要位置。对市场的影响除了情绪上的震慑作用外，可以预计的是后续险资举牌事件或将有所收敛。与此同时，与时俱进，进一步完善并购法律法规成为金融领域改革的任务之一。

平安策略魏伟团队分析称，除了刘士余的讲话，目前市场还面临美联储加息和债市资金面紧张两大背景。这决定了 12 月开局的市場难免大幅波动。

不过，市场也不必恐慌，监管层并没有对险资一棒子打死。

李立峰团队分析称，监管层对合规举牌依然是认可的，此次表态的重点在于“资金来源”要“合法合规”，抑制“投机”和“套利”。

首先，监管层认可“合规的举牌收购对提升上市公司治理能力有积极作用”；其次，监管层仍然提倡机构投资者价值投资，“低估值高分红蓝筹”仍是积极引导的方向，对“投机，炒概念，炒壳”等行为依旧是监管和重点打击的对象；

最后，周末监管层的表态更多的强调“资金来源要合法合规”，且不要以“躲避监管，以损害广大中小投资者利益”来做“套利”的事情。

魏伟团队分析了监管层的逻辑。监管层在意的是，险资短期做高股价，通过资本市场完成风险转换，其负债端和资产端的风险并不匹配。

在股票市场严控投资杠杆的监管思路之下，持牌保险公司成为大额资金叠加高杠杆进入股市的渠道（充分利用了金融机构的加杠杆能力），其高调举牌行为本身具有主动吸引资金跟风，短期做高股价，提升保险资产偿付率等目的。而购

买保险产品的投资者购买的是高息低风险产品，保险牌照通过资本市场完成风险转换，而保险本身的资本是否足以应对中长期的市场波动难以评估，当前监管对此类行为尚无现成规范法规，但从刘主席的讲话中不难看到，对于此类举牌行为的监管政策可能会很快出现。

魏伟团队预计，中长期来看股票资产配置价值上升的本质不会改变，市场偏向蓝筹和低估值的风格不会有变化，年内在资产配置上仍以主板配置为主要方向。

◆【陈文辉：金融创新与监管需要认真加以平衡】

（上海证券报）“金融创新与监管永远是一对矛盾，需要加以平衡。”在上周末举办的财新峰会上，中国保监会副主席陈文辉表示，一方面，创新能够带来金融市场的繁荣，也可能带来风险；另一方面，如果强化金融监管，出台管制措施，又可能对金融市场产生一定的抑制作用，使其失去活力。

在这个平衡的过程中，以“偿二代”为标准的新一代偿付能力监管制度体系的建设和实施，起到了至关重要的作用。陈文辉指出，在实施“偿二代”的过程中，一方面进一步强化偿付能力监管，严防系统性风险；另一方面也针对行业出现的一些问题对症下药，积极解决。

“偿二代”的平衡作用

近年来，保险业通过“放开前端、管住后端”的市场化改革，激发了市场活力，为金融创新创造了巨大空间。

陈文辉介绍说，这些改革主要包括保险产品定价机制改革、保险资金运行机制改革、市场准入退出机制改革和行业平台建设等方面。“经过几年时间的努力，这些改革措施取得了良好效果。当然在此过程中也难免带来一些新的问题，需要我们在今后的工作中认真面对，妥善解决。”

而以“偿二代”为标准的新一代偿付能力监管制度体系的建设和实施，则为“管住后端”，对平衡好保险创新和监管起到了至关重要的作用。陈文辉指出，“放开前端”带来了保险市场的活力，“管住后端”则主要通过实施“偿二代”，明确以风险为导向并强化资本约束，来保证创新在合理轨道运行。

他举例说：“比如，我们坚持‘保险姓保’的基本思路，对于高现价短期型保险产品，提高其资本占用；又如，为了促使保险机构能够更加审慎地开展保险资金投资，我们在‘偿二代’中对各类投资资产采用了差异化的风险因子，如果

保险资金投资于国债，那么它需要提取的市场风险最低资本要求非常低，而如果投资于上市公司股权，其风险因子在 0.31 至 0.48 之间，这意味着持有 100 元的股票，保险公司要准备 31 元至 48 元的资本金，这个要求大大高于投资国债的资本要求；如果保险公司进行更高风险的投资，那么对它的资本要求还会大幅度提高，这样保险公司可能会得不偿失。”

部分险企风控能力亟须改进

陈文辉强调，在实施“偿二代”的过程中，一方面进一步强化偿付能力监管，严防系统性风险；另一方面也针对行业出现的一些问题对症下药，积极解决。

他透露称，今年保监会对各家保险公司的风险管理能力进行了逐一评估，发现部分保险公司风险管理能力存在较大缺陷，亟须改进和提升。“保险公司本身是管理风险的，风险管理理应是其核心竞争力，但事实上有些保险公司在这方面的实际能力与这个要求还有很大差距。所以在偿付能力监管过程中，如何进一步促进保险公司提升风险管理能力，是我们下一步工作的一项重要内容。”

“其次，我们在实施‘偿二代’的监管过程中发现，怎么样使行业树立审慎经营的理念，确保资产估值科学合理很重要。”他指出，在偿付能力充足率的计算公式中，分母是要求资本，分子是实际资本，实际资本等于认可资产减去认可负债。“多数情况下，由于我们有比较成熟的精算技术，可以保证认可负债计量的合理性。现在我比较担心的是认可资产这一块。”

他举例说：“比如，保险公司投资于非标资产，因为没有公开市场，所以不存在可靠的公允价值，比如一些房地产项目的真实价值究竟如何？有可能以 1 个亿买入，但通过评估，账面价值就变成了 10 个亿。因此如何科学、公允地确定这类资产的认可价值就是一个难题。再比如，对于上市股票资产，虽然存在公允价值，但是在经济或股市存在较大泡沫时期，尽管‘偿二代’也考虑了逆周期监管的因素，但如何科学确定其价值，如何实现宏观审慎监管，仍是我们在进行偿付能力监管时需要继续思考和探索的问题。归根到底，推动行业建立审慎经营的理念，是十分必要和迫切的。”

完善险企公司治理结构

另外，他还谈到了在强化偿付能力监管、严守系统性风险底线方面遇到的一些挑战。

陈文辉强调：“作为金融机构是经营信用的，它可以仅凭开一张单子，如银行的存单、保险公司的保单，就把钱收进来。因此，如果监管部门要求一家保险公司增资，而它用于增加偿付能力的资本却不是股东的真金白银，而是从保险公司自身的资金，通过复杂的金融产品和资产管理计划等途径进行自我注资、虚假增资，那么偿付能力监管、资本约束可能就会成为保险行业的‘马其诺防线’，被绕过去。”

针对这个问题，陈文辉表示，下一步要更多地通过完善公司治理来解决。“我刚才讲的虚假出资、虚假增资这种现象，严格来说就是一种犯罪。当然，关键是能不能及时发现，能不能切实有效监管。关于针对性的监管措施，一定要有完善的公司治理结构，对股东进行有效制约，不能由某一家股东或者控股人实际控制，为所欲为。我觉得这是最重要的。”

◆【四板市场监管规则预计 12 月发布】

（证券时报）近日，接近证监会人士透露，证监会在去年向相关主体征求意见的基础上，已经完成对区域性股权市场（俗称四板市场）的监管规则制定，并上交国务院等待批复，预计将于 12 月正式发布。

据财新 6 日消息，目前全国共有 40 家区域性股权市场，都是由当地省级政府批准设立，并由当地政府金融管理部门进行日常管理。知情人士指出，下一步证监会将与地方政府一起进行双层监管，即由证监会出台宏观审慎监管政策，省级政府具体审批执行，若出现风险性事件，由省级政府负责风险处置。

为何要将四板市场纳入证监会监管范畴？上述人士称，这是资本市场向下延伸、增加资本市场包容性的方式。四板市场跟其他石油交易所、文化产权交易所等是不同的，四板市场是新三板和创业板的重要补充。

知情人士称，新规则实施前，省级行政区划内已经设立区域性股权市场的，不能再新设；尚未设立的，可以设立一家。

目前全国的 40 家区域性股权市场中，有个别省份有 2-3 家，比如黑龙江省有三家，分别为哈尔滨股权交易中心、黑龙江省绿地股权金融资产交易中心和北方工业股权交易中心；山东省、辽宁省、广西壮族自治区、福建省、江苏省、天津市和浙江省都分别有两家四板市场；云南省则一家都没有。

监管新规将明确设定四板市场的投资者门槛。消息人士称，按照新的规则，将允许金融资产 50 万元人民币以上，且具有完全民事行为能力的自然人投资者参与四板市场的投资。

此外，财新记者获悉，按照新的监管规则，四板市场挂牌的企业可以转板到新三板市场，但具体的转板细节还需进一步明确。

截至 2016 年 9 月底，各区域性股权市场共有挂牌企业 1.35 万家，展示企业 5.41 万家，累计为企业实现各类融资 6450 亿元。

◆【新华网：巧用财政杠杆 山东千亿引导基金群助力实体经济】

（新华网）一块钱花出十二块钱的效果，这是山东在财政分配制度改革交出的成绩单。取得这个成绩的关键，就是把原来的财政专项资金变成了引导基金，用市场化手段，提前储备项目，基金“有进有出”，既推进了实体经济发展，也大幅度提高了财政资金使用质量和效率。

大数据应用，是一个充满想象力的朝阳产业。眼下，位于济南高新区的山大地纬软件公司就在利用大数据，在智慧健康项目上开展研发和推广。为了推进这个新项目，山大地纬公司找到了具有风投性质的华宸基金。

山大地纬软件股份有限公司李庆忠说：“华宸基金将投入 4000 万，占到我们股本的 2%左右。引入外部资本能够提高山大地纬软件的抗风险能力，最重要的拓展公司的生态链，为公司的发展提供动力。”

参股山大地纬的华宸基金，是山东第一支服务业创新发展引导基金的参股子基金。而引导基金，则来源于原来的财政服务业专项资金，这个引导基金投资参股了一批像华宸一样的社会化投资基金。

山东华宸基石投资基金总经理丁强说：“协助企业和政府相关部门做好对接，同时也帮助政府能够选出更好的项目。这也是我们提供增值服务的一块很重要的内容。”

成立不到一年，华宸基金考察过的项目就超过了 200 家，包括山大地纬智慧健康内的投资项目，近半数来自省发改委的项目库。

山东省财政厅政府引导基金管理办公室主任宋杰介绍，政府引导、市场化运作，市场运作，政府一定不能直接干预，整个的基金绝大多数投资都是社会资本，他们拥有投资的决策权、项目的选择权和决策权，政府只是一种推进和引导。

为了鼓励子基金加快出资，山东各级部门向子基金管理推荐的备选项目超过了 3500 个。并提出，投资期内第一年投资进度超过年均投资水平的，引导基金可以把当年投资项目增值收益的 20%让渡给子基金管理机构。反之就要约谈或退出，今年就有 5 家子基金因为出资或投资慢，退出了引导基金，子基金的数量也从 51 变成了 46。

山东省财金投资集团基金管理部总经理梁雷说：“这 46 支基金，我们是一种动态的基金管理模式，有进有出。根据管理的情况不断地约谈存在问题的一些基金，促进他们的提高管理能力，加快投资进度。”

截至 10 月底，山东政府引导基金规模达到 1451 亿元，居全国第二位，投资项目 110 个，涵盖高新技术、现代农业、工业转型升级、服务业创新等多个领域。十三五期间，山东政府引导基金群总规模将超过 3000 亿元，投资方式涵盖了股权、ppp、直投、产业基金多种形式。

山东省财政厅政府引导基金管理办公室主任宋杰说：“山东的引导基金，从制度上是博各家之长，现在放大倍数已经达到了 12 倍，变口粮为种子，形成一个集群的效应，加大对实体经济的投资，促进经济的快速回升，同时也减少权力寻租，实现更加公开、公正的政府投资的效果。”

◆【央广网：山东省级政府引导基金初步形成不同政策导向基金群】

（央广网）今年下半年以来，山东省基金投资额逐月大幅增长。截至 10 月底，山东省级政府引导基金已参股设立总规模达 1451 亿元的子基金，省级引导基金已

完成尽职调查项目 490 个，完成上会项目 172 个，完成过会项目 130 个，实现投资项目 110 个，初步形成了具有不同政策导向、不同投资偏好的基金群。

12 月 5 日，记者从山东省财政厅政府引导基金管理办公室了解到，今年下半年以来，山东省基金投资额逐月大幅增长。截至 10 月底，山东省级政府引导基金已参股设立总规模达 1451 亿元的子基金，省级引导基金已完成尽职调查项目 490 个，完成上会项目 172 个，完成过会项目 130 个，实现投资项目 110 个，初步形成了具有不同政策导向、不同投资偏好的基金群。

据山东省财政厅政府引导基金管理办公室相关官员介绍，2014 年底，山东省政府制定出台专门的指导意见和管理办法，确定自 2015 年至 2017 年，山东省省级财政预算安排支持工业、服务业、农业产业、科技创新等领域的专项资金，每年拿出 30% 左右的比例，用于设立政府引导基金，并要求引导基金实现的收益或退出资金，原则上要继续用于补充引导基金，实现滚动发展。在此基础之上，山东积极探索建立财政投入、国资收益、基金增值和社会资本投资及捐助等多渠道并举的引导基金滚动投入机制。

省级政府引导基金的设立，极大地释放了财政资金“四两拨千斤”的效应，撬动源源不断的金融和社会资本涌向实体经济。如今，放眼山东全省，省级政府引导基金风生水起，初步形成具备不同政策导向、涵盖各个产业领域的基金群。其中，在支持城镇化基础设施建设方面，主要设立 PPP 发展基金和城镇化投资引导基金，PPP 发展基金总规模 1200 亿元、参股设立 12 只子基金，城镇化投资引导基金总规模近 100 亿元、参股设立 2 只子基金；在支持产业升级发展方面，包括 12 只引导基金，参股设立 21 只子基金，基金总规模 70.5 亿元；在支持科技创新方面，包括 3 只引导基金，参股设立 13 只子基金，基金总规模 30.5 亿元；在支持金融及资本市场发展方面，包括 2 只引导基金，参股设立 3 只子基金，基金总规模 50 亿元。

◆ 【业务参考】

◆ 【银行不良企稳幻想】

（证券市场周刊）随着监管的推进，债转股呼之欲出，实施方案也逐渐明朗。从目前了解的情况看，建行参与债转股时间最早，程度最深，它的模式基本可以代表此次债转股的方向，总体思路就是充分利用社会资本。

从资金来源来看，银行或国企出的钱并不多，主要是撬动社会资金；从退出角度看，主要通过社会资本接盘。在债转股过程中，银行仍是主导，基金发起人是银行控制，资金由银行负责筹集，银行还会参与债转股企业的管理。

债转股的主要风险除了道德风险外，还有银行成为主动股东的能力。在目前监管趋严的情况下，如果标的主要是国企，且有当地国资委参与，道德风险相对可控；但银行当股东的能力尚需观察。

根据现有操作模式，银行以市朝方式按照自身节奏推行债转股对银行和企业都是有利的。如果是运动式的推进，债转股则存在较大的风险；如果经济下滑明显，运动式的债转股是负面的。

债换股需一企一策

从建行债转股方案来看，其操作模式是“银行子公司设立基金”的模式。实施主体由债权银行、企业和第三方执行机构三方共同组成。武钢债转股第三方执行机构为建银国际子公司，云锡集团债转股为建信信托。主要步骤如下，首先，成立 GP 和 LP；其次，用基金募集的钱偿还银行贷款；第三，按照定价，基金将偿还贷款的钱转换成公司股票；第四，基金成为公司股东和主动管理者；第五，基金退出。

武钢集团的债转股项目，建行通过建银国际与武钢下属基金公司做双 GP，建行理财资金和武钢集团自有资金成立 LP，以 GP-LP 模式成立有限合伙基金。

GP 的出资比例约 1:2，武钢出资 10 亿元，建行出资 20 亿元；LP 的出资比例为 1:5，武钢出资 15 亿元，建行出资 75 亿元。建行与武钢集团的首期转型发展基金 120 亿元资金已到位，该基金共两只总规模 240 亿元。

而云锡集团的债转股项目，建行通过建信信托与云锡下属基金公司做双 GP，建行通过各种渠道募集的基金成立 LP，以 GP-LP 模式成立有限合伙基金。LP 内的资金还会分成不同的优先级，对应不同的风险和收益率。GP 提供的资金在 20% 以内。转债股项目总额为 100 亿元。

至于 LP 的资金来源，武钢集团的 LP 资金来源于建行理财资金；云锡集团则来源于各种渠道，包括保险资管机构、建行养老金子公司的养老金、全国社保、信达 AMC 的资管子公司，以及私人银行的银行理财资金。在预期收益率上，武钢债转股基金的 LP 预期收益率为 5%；云锡的为 5%-15%。银行强调不承诺刚性兑付，但银行理财有隐形的声誉担保。期限为 5 年，如果企业经营状况良好、分红较好、价值创造较高，投资者可以退出也可以不退出。

债转股的定价主要涉及债权定价和股权定价两方面。在债权定价中，正常贷款按照 1:1 债股比例定价；问题贷款一般以 3-4 折的折扣率进行折价，再结合对应资产的抵质押状况、资产负债表估算出破产清算情况下的现金价值。武钢和云锡都是正常贷款，建行主导的基金以 1:1 的企业账面价值承接债务。

而在股权定价中，上市公司可结合市价形成合理的估值区间后，双方进行谈判确定交易价格。9 月末，宝钢与武钢公布合并方案：武钢股份的现金选择权为 2.58 元/股；武钢股份停牌价为 3.17 元/股，市净率为 1.1 倍；目前来看，转股价应该在 3 元左右的区间范围内。云锡上市公司、贵研铂业)的股权参照二级市场价格做安排。非上市公司也可参考同类市场的价值，通过不同的估值方法互相验证，形成合理的估值区间后，双方进行谈判确定交易价格。

基金公司由银行和债转股企业共同管理，由于占比较高，银行有很大的话语权。上述两单业务，基金都会成为积极股东，参与投资经营和管理。根据建行的反馈，它有大量的财务人员、法律人员，综合信息量比较广，比如对几家同一行业的贷款户、上下游贷款客户进行比较，就能对企业生产经营做出大致的判断。建行参与管理会有利于债转股公司经营的改善。

至于投资者关心的退出机制，东吴证券的预计有三种模式：资本市场模式、企业回购模式、基金延期模式。

资本市场模式是指投资的子公司未来上市或者这部分装入主板的上市公司中，通过二级市场退出，也可以通过新三板、区域股权交易上市等方式退出；企业回购模式是指建行与武钢、云锡均签订远期回购协议，双方约定，如果未来管理层业绩达不到预期，国企集团将对股权进行回购，建行方面由此退出；基金延期模式是指投资者持有到期后，如果企业经营状况良好、分红较好、价值创造较高，投资者可以选择不退出，基金继续延期。

当前，建行正准备申请新设立专门的“债转股”实施机构。一是做到风险隔离，二是专门承接债转股的业务，体现专业性。四大行都在申请，但监管部门还比较审慎。虽然目前国有大行正在寻找一两家企业作为试点，为未来大规模推广探索路径，但债转股要做到真正市朝，需要一企一策，不可能大规模一次性解决很多问题，也不会大规模复制。

银行承担风险更大

对债转股企业而言，尤其是一些经营遇到困境的企业，债转股无疑是有积极意义的。首先，债转股可以降低企业资产负债率，增强资本实力，有效防范债务风险。同时，原有股东权益也会被摊保

在武钢集团项目中，武钢集团资产总额 1724 亿元，总负债为 1272 亿元，其中流动负债高达 1067 亿元，资产负债率为 73.7%。按照测算，此次债转股能帮助武钢资产负债率下降 10%，即从 75%左右回归至 65%的钢铁行业平均负债率。

在云锡集团项目中，云锡集团总资产 500 多亿元，总负债 350 亿元，资产负债率目前为 83%。云锡集团设定的“降杠杆”目标为 65%。通过此次建行债转股，可以降低云锡集团 15%的杠杆率。

其次，由于有资本投入，利息压力减缓，改善企业的盈利能力。债转股伴随着适当的资本投入，会对核心有前景的成员企业增资扩股；通过对成员企业增资扩股，增加成员企业净资本，增加成员企业核心竞争力。同时，有前景的成员企业的利息压力减缓，从而增强自身的发展能力。根据建行的预计，到 2020 年，云锡集团将以收入不低于 819 亿元、利润总额不低于 23 亿元的业绩，使投资者能够正常退出。

最后，从某种程度上看，债转股可以提高公司治理水平，并加强银行与企业业务层面的合作。建行提出促进国有企业完善现代企业制度，提高生产经营能力，加快产业转型升级。该目的能否实现需要观察。同时，会加强业务层面的合作，如对重庆建工，建行提出设立并表型基金投资建工控股承接的 PPP 项目，助推建工控股转型发展。

债转股对银行的影响，总体上是有利的，等于为银行提供了多一种的选择权去处理其债务问题。只要这种方式遵循市朝的原则，对银行业都是有利的。

当然，银行在债转股过程中也面临一定的风险。一是市场风险，股权投资不同于债权投资，项目是要承担风险的，投资风险的大部分最终还是银行承担；二是国有公司治理风险，国有企业的公司治理问题可能比较复杂，银行能否在重大投资决策上有话语权，仍需观察；三是实践风险，银行从未操盘过市朝的债转股，银行是否有这种实践能力，只能拭目以待。

此外，债转股对利润表的短期影响很小，如果按账面 1:1 转让，银行的利润表基本没影响。从中长期看，则需要观察银行处理债转股的能力。

虽然债转股对银行资本有负面影响，但总体影响不大。《商业银行资本管理办法》规定，对于银行被动持有股权的资本占用，两年内风险权重为 400%，两年后是 1250%。该项目的持有股权期限按 5 年左右来设计，这意味着两年后建行的资本占用将大幅上升。那为什么说总体压力不大呢？

根据东吴证券的分析，一是银监会有可能会调整政策，资本占用从两年调整到 5 年，以减轻银行资本金负担，提高债转股的积极性；二是建行方案是通过银行资金撬动社会资本，银行自身出钱的比例不算高。

缓解不良权益之计

截至 2016 年三季度，中国银行业的不良贷款率为 1.76%，环比上升 0.01 个百分点；而拨备覆盖率则进一步下降至 175.5%，环比减少 0.4 个百分点。不良贷款率的持续上升伴随着拨备覆盖率的不断下降已成为近年来中国银行业的一大趋势。当前，银行业的资产质量仍然面临下行的压力，该趋势未来仍将持续。

招银国际认为，现时被归类为正常及关注类的贷款，未来面临着被重新分类至不良贷款的压力；这主要是由于过去几年在五级贷款的分类中，可能存在较明显的人为判断偏差、不合理的贷款展期和“借新还旧”所致。在这样的背景下，中国的商业银行必须要为自己的稳健经营与持续发展找到一条有效处置不良资产的道路。债转股曾在上世纪 90 年代大展拳脚，成为当时化解银行业庞大的不良贷款、帮助国企摆脱亏损困境的一剂良方。如今，债转股在 2016 年又重新回到了市场的视野。作为未来处置不良贷款的主要方式之一，本次债转股计划为银行带来了诸多不确定性；不过，随着建行方案的浮出水面，它的实施方式也逐渐清晰起来。

债转股进程取得实质性进展，五家国有大行在实施方式层面的策略颇为相似。尽管此前已有其他国有银行与企业签订了债转股方案，但在实施机构的设立上，农业银行则是第一个取得突破的银行。该行于11月22日率先公告，将成立全资子公司农银资产管理有限公司，注册资本人民币100亿元，主要从事债转股相关的转换、收购、持有、管理、处置等业务。

国务院在早前下发的《关于市朝银行债权转股权的指导意见》中明确指出，除国家另有规定外，银行不得直接将债权转为股权，但银行新设机构可以作为债转股的实施机构。因此，这些银行之下的资管公司未来将成为企业债转股之后直接持股的股东。市场预期，另外四家国有大行也将采取与农行相同的战略，通过成立全资子公司参与到债转股的进程中。

实施债转股的首要任务是风险隔离与专业化操作。在上世纪90年代的那次债转股中，政府是主导者，而实施机构则是为此特别设立的四家国有资产管理公司；与之不同的是，在此次债转股中，银行将在其中扮演更为积极主动的角色。银行设立新机构来实施债转股，主要是出于隔离风险以及对新债转股进行专业化操作两个方面的考虑。

管理层多次强调，新债转股将通过市朝方式进行，并遵循法制化原则。因此，传统的四大资产管理公司以及商业银行新设立的资管公司，将成为此次债转股的主要实施机构。政府同时鼓励其他金融机构参与其中，包括保险公司旗下资管公司，以及国企旗下投资公司等。对银行而言，在最终退出债转股股东的这一角色之前，还有很长一段路要走，并且这一漫长过程也将充满不确定性。不过，相比于自身直接参与债转股业务，银行通过新设立的资管公司参与债转股，是出于对于风险隔离和专业化操作的充分考量，是一个更为合适的选择。

尽管政府和监管部门都不断重申，本次债转股的目标企业是那些具有长期发展潜力、但暂时在经营中遇到困难的公司，而银行也倾向于选择在那些贷款分类在正常类或关注类的公司。即便如此，我们仍然应该注意到债转股在未来的实施过程中所面对的诸多不确定性。

管理层鼓励银行独立筹措资金来参与本次债转股，资金来源包括银行的财富管理业务以及与债转股公司专门成立的基金。至于在已经披露的债转股项目中主要使用的成立债转股基金，其投资者预计将包括保险公司、社保基金或其他

相关类金融行业公司。但是，投资者可能面临许多风险，因为在非政府主导的债转股中，政府不再为目标企业兜底，因此，这些参与债转股的资金也难有保本保证和刚性兑付。

在企业的债权转为股权之后，银行作为股东将积极参与到目标企业的日常经营管理中，帮助其提升企业价值，同时也是为银行自身未来在退出时取得良好回报而奠定基础。不过，在持有企业股权期间，银行可能因为缺乏管理企业的相关经验而面临企业管治上的风险。据报道，建行在与企业订立债转股方案时，为保障自身日后顺利退出，或与目标企业签订有条件的远期回购协议。

银行持有企业股权的最终目的是要回收现金，成为企业的股东只是权宜之计。但目前来看，本次债转股的退出机制不甚明朗，特别是对于未上市的企业，届时银行如何退出，仍有待更多细节的披露。此外，在最终退出前，银行持有企业股权的时间可能会很长。从企业的债权人变为它的股东，有可能对银行自身利益造成损害，尤其是当目标企业难以恢复元气，最终走向破产，身为股东的银行将排在清偿顺序的最后，极有可能难以收回任何资产。

未来几年，中国商业银行的不良贷款将会加速暴露。根据招银国际的保守估计，2016年至2018年，中国商业银行的不良贷款率将分别为1.93%、2.45%和2.90%。在没有政府兜底的情况下，在遵循市场主导和法制化原则的前提下，新一期债转股消化不良贷款的能力将弱于上一次债转股。因此，从某种程度上看，本次债转股会对高杠杆的企业产生更多积极的作用；而对于银行而言，则是充满的各种不确定的未知数。

除了资产质量面临较大下行压力这一挑战之外，中国银行业未来几年也整体面临着增速放缓、表外业务监管日趋严格以及互联网金融公司迅速扩张等多方面的挑战。不过，对资本市场而言，银行业面临的诸多可预见的挑战已经反映在其较低的估值里了。换个角度分析，银行板块这轮上涨行情或许能够走得更远，核心逻辑在于当前是近四年来第一次出现基本面明显好转的迹象，机会不容错过。

从2013年开始，随着经济增速的逐步下移，银行不良率持续上升。2016年以来，上市银行不良率连续三季度稳定在1.69%左右，意味着自2012年以来的近四年里，银行不良率第一次出现了明显的“企稳”迹象。未来只要经济增速不再快

速下移，不良生成率至少能高位企稳，在此基础上，银行再借助不良资产证券化、债转股等多种不良处置方式就能稳住最终的不良率。

◆【网贷备案需先整改 各地或差异化管理】

（中国经营报）近日，一份署名由中国银监会联合工信部、工商总局发布的《网络借贷信息中介备案登记管理指引》（以下简称“《指引》”）影印文件在网络上流出。据传，该《指引》已正式下发各地金融监管部门。

上海金融办相关人士对《中国经营报》记者表示，目前市场上对此事很关注，不过官方渠道还没有收到确切的材料。

实行分类处置

11月28日，多家媒体相继传出，自银监会有关部门处获悉，为进一步建立网贷信息中介机构基本统计信息机制，加强网贷信息中介机构事中事后监管，银监会近日联合工信部、工商总局共同发布《指引》。

据悉，制定《指引》的指导思想是，针对当前网贷行业监管架构尚未完全确立、行业统计信息难以收集等问题，监管部门通过对各地网贷机构进行备案登记，可以建立健全行业基础数据信息，及时掌握各地网贷机构的基本情况，为下一步加强网贷机构事中事后监管奠定基础。

实际上，网贷中介机构实施备案登记制早就有迹可循。今年8月24日，《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》发布，其中明确提到“地方金融监管部门负责本辖区网贷的机构监管，具体监管职能包括备案管理、规范引导、风险防范和处置工作等”。

《指引》将网贷机构的备案登记管理对象分为“新设机构”与“已存续机构”，在《指引》下发后，新设立的网贷机构需依法完成工商登记注册，以及领取企业法人营业执照，并在10个工作日内向地方金融监管部门申请备案登记。而《指引》下发之前，已经设立并开展经营的网贷机构，则需依据P2P网络借贷风险专项整治工作有关安排，在各地完成分类处置后再进行备案登记。

此外，《指引》进一步指出，地方金融监管部门应当在收到新设的网络借贷信息中介机构提交的备案材料后，采取多方数据对比、网上核验、实地认证、现场勘查、高管约谈等方式对备案材料进行审核，要求网络借贷信息中介机构法定

代表人，或经法定代表人授权的高级管理人员，对核实后的备案信息进行签字确认，备案登记的时限最高不得超过 40 个工作日。

对于已存续机构，《指引》特别规定，在整改类机构完成整改并经有关部门认定后，才可进行备案登记申请。而对于专项整治中认定的合规机构，则需到工商登记部门修改经营范围，明确营业范围中关于网络借贷信息中介的相关内容，才可进行备案申请。

另外，所有已存续机构在备案登记时，除了需要提交上述所列材料外，还需提交机构经营的总体情况、产品信息、违法违规整改情况说明等补充材料，具体细则可由地方金融监管部门制定，办理登记的时限不得超过 50 个工作日。完成备案登记后，网贷机构需依据《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》规定，持地方金融监管部门出具的证明申请增值电信业务经营许可，并将许可结果在办理完成后 5 个工作日内反馈至地方金融监管部门。

对此，某平台负责人表示，《指引》的规定提高了新平台的准入门槛，将违法犯罪在源头上进行切断，虽然不能够保证后续的企业经营不会出现问题，但相较于多年来互联网金融低门槛、大批量涌入的乱象，可以说是监管在源头发力。

该相关负责人还对记者透露，公司属于在《指引》前就已经设立并开展经营的网络借贷信息中介机构，应当依据 P2P 网络借贷风险专项整治工作有关安排，在各地完成分类处置后再进行申请备案登记。“不过，目前各地分类处置还未完成，完成之后我们才知道去哪些政府部门提交审核材料。”

备案不等于背书

《指引》中第十三条、第十四条规定显示，P2P 网贷平台备案登记是银行存管、增值电信业务许可证申请的前置条件。网贷机构在完成备案登记后，须持地方金融监管部门出具的备案登记证明，按相关规定申请增值电信业务经营许可、与银行业金融机构签订资金存管协议。

据记者了解，目前国内已完成银行存管的平台仅 100 家左右，获得 ICP 许可证的平台 200 余家，主要集中在浙江、北京、广东等相关规定略微宽松的省份，而像上海这样规定严明的地区，只有 2 家企业在《指引》出台前成功办理 ICP 经营许可证，更多的机构则还处于排队状态，等待金融监管部门的进一步指示。

根据数据显示,截至2016年10月底,P2P网贷行业历史累计成交量为29650.33亿元;贷款余额增至7486.72亿元,同比增幅达128%;正常运营平台数量为2154家,与2015年同期相比减少了366家。

值得注意的是,备案登记不可视为监管对登记机构的增信背书。《指引》强调,备案登记仅对机构的基本信息进行登记、公示并建立相关机构档案,不构成对机构经营能力、合规程度、资信状况的认可和评价。

《指引》不仅对新设机构进行严格监管,对正在经营的企业也明确了先整改、后备案,地方金融办需信息公示和建立共享档案等规定,这一系列法规的颁布意味着,国家对于网贷机构的准入标准和健康发展有了更为明确的合规路径。在业内看来,该《指引》对于推进网贷行业规范、良性发展意义重大。对于网贷平台来说,也明晰了下一步发展的方向。

◆【新三板企业发行私募债悄然兴起 私募可换股债券或成新方向】

(中国证券报)新三板公司京弘全日前宣布拟发行不超过3000万元的私募债券,并成为11月份第四家发行私募债的公司。私募债在新三板市场悄然兴起。

不过,新三板私募债风险较高,违约的情况时有发生,这给市场敲响警钟。如何用好私募债这一投融资工具,成为各路投资者关注的热点。业内人士表示,在私募债基础升级而来的私募可换股债券,既能为投资机构提供更稳定的退出路径,也可促成更多新三板公司融资交易的达成,或是未来新三板投融资的一个方向。

新三板私募债兴起

11月24日,新三板公司京弘全宣布,拟在前海股权交易中心备案发行总额不超过3000万元的私募债券,债券期限不超过3年。这已是11月第四家宣布发行私募债的新三板公司。11月18日,爽口源宣布发行总额不超过500万元的一年期私募债;11月15日,志能祥赢宣布拟发行不超过5000万元的私募债;11月14日,广安生物宣布拟发行总额不超过1亿元的私募债。

据中国证券报记者不完全统计，今年7月份以来，共有9家新三板公司公告发行私募债，募集金额从500万元到1亿元不等，总融资额达3.37亿元。尤其是11月计划发行私募债的公司增至4家，呈现增长的趋势。

一家计划发行私募债公司的负责人透露，此前也想过定增融资，但投资机构给出的价格低得“令人发指”。相比之下，私募债发行审核采取备案制，审批周期更快，而且对发行人的资产、盈利状况也无硬性要求，“加上最近市场成本较之前下降不少，所以董事会一致认为发私募债是当下一个不错的选择。”

事实上，从沪深交易所2012年5月发布中小企业私募债券业务试点办法以来，就有多家新三板企业试水发布中小企业私募债。据不完全统计，至今已有30余家新三板公司计划或已发行私募债，总融资额接近20亿元。

与2012年至2015年期间发行的多私募债相比，今年以来的债券利率下降不少。9月12日，大汉股份计划发行的私募债年利率不超过6.5%；11月18日爽口源拟发行的私募债年利率不超过6.9%。而2012年发行的私募债利率大多在8.5%左右，有的甚至高达11%。

一位券商人士分析，11月私募债忽然增多的原因，或与今年定增市场遇冷有关。Chioce数据显示，今年第二季度后期以及第三季度，企业定增融资连续下滑，新三板分层制度的实施管理并没有实际改变流动性差的状况。10月份融资规模出现年内新低，仅50.87亿元，基本等同于去年年初水平，已连续6个月募集资金总额不到100亿元。

同时，在今年已实施完成的定增案例中，截至12月2日，已有469个案例定增价格破发。其中，249个定增项目股价惨遭腰斩，跌幅最大者高达99%以上。另有865个定增实施的方案尚未有最新成交价，无法计算盈亏。

上述人士指出，目前新三板市场流动性相对不足，企业主要依靠定向增发的融资模式陷入困境，甚至引发“低流动性-折价定增-低股价-低流动性”负向循环。“定增融资容易受到短期市场波动的影响，不利于新三板中小企业融资功能进一步发挥，特别是目前流动性相对低迷的情况下，尝试多元化融资工具，能更好地促进公司融资。”

屡现违约暴露风险

在私募债受“追捧”的同时，今年新三板也出现多起私募债违约或无法按时回购私募债的案例。

今年3月，钻井技术综合服务供应商中成新星2012年发行的中小企业私募债券（“12中成债”）未能按期足额偿付，涉及金额3843万元。这揭开了新三板市场私募债违约的序幕。

事实上，中成新星曾试图通过增发募资6300万元来回购私募债，却因未能完成募资备案宣布失败。融不到钱，还不了债，今年7月1日，“私募债违约第一股”中成新星在新三板摘牌。

一位私募机构负责人表示，中成新星的“违约”打破了刚性兑付的规则，给整个新三板市场造成辐射性影响，一定时期内让投资者不敢买、企业不敢发。“这也是为什么今年上半年没有私募债发行的主要原因。”

此后，另一家新三板公司华协农业分别于6月1日和6月13日发布公告称，其“515013私募债”四期全部面临延期偿还并存在违约风险。2015年，华协农业发行了总额为2000万元的私募债券，该债券分为4期发放，每期500万元。

今年5月23日起，华协农业的4期债券陆续到期。因公司资金规划，华协农业偿还私募债本息的资金暂未回笼，最终违约。目前，华协农业已被甘肃股权交易中心告上法庭，要求还债。公司股票也停牌至今。

即使是私募债发行“爆棚”的11月份，也有私募债违约事件发生。11月14日是新三板公司迪浩股份的私募债债券到期日，迪浩股份应如期拿出1000万元兑付2014年发行的债券。“遗憾”的是公司违约。

11月16日，迪浩股份发布延期兑付公告称，因公司资金筹划的原因，还有320万元到期本金未能按期支付。11月18日，迪浩股份宣布完成全部本息兑付，最终回购完所有发行的私募债。

迪浩股份的“私募债危机”最终成功解除，但“320万元未如期兑付”依然体现出迪浩股份的筹资难问题，也隐射出整个新三板私募债市场的无奈。

一位新三板市场研究人士指出，发行私募债应量力而行，对偿还能力做出合理估计，同时可通过质押担保等手段进行增信，在具备较强的抗风险能力的情况下，再去考虑是否发行私募债。

对于投资者来说，要注意新三板中小微企业经营不稳定的风险。“私募债与其他债券品种相比发行门槛较低，对于挂牌企业而言，是一种更加便捷的融资手段。也正因如此，若企业在发行债券后存在经营不善或遭遇不可控事项时，可能造成到期无法偿还本息的兑付风险，既对企业的持续经营能力造成影响，也可能给投资者带来较大金钱和时间上的损失。”挖贝新三板研究院分析师刘芸表示。

私募 EB 或成新方向

企业面对融资难时，私募债作为一种非主流融资方式可以起到一定作用。但其债券的单一属性，依然限制了公司在融资时的配套需求。在这样的背景下，越来越多的新三板公司和投资机构开始关注私募债的“升级版”——私募可交换债(EB)。

所谓私募 EB，通常由公司股东非公开发行，让投资者可以在一定期限内依据条款，将债权转换为该股东所持有的公司股票的一种债券。

久久益基金高级合伙人郭子凡介绍，对投资者而言，私募 EB 同时具备债券和股票两种属性。当市场无法满足换股条件时，投资者可以获取合理的债券利息；而当满足换股条件时，投资者可以把债券转换为股票，将来可以在二级市场卖出获得收益。

“新三板企业数量越来越多，不但投资筛选成本高，退出也越来越难，这种股债结合的融资品种反而有可能撮合投融资交易。”深圳一家私募机构负责人透露，不仅是私募机构，很多券商投行也在关注私募 EB 这种模式的投资机会。

“私募 EB 其实默认了股权投资机构的一个观察期。这个尚未转股的观察期，还可以安排各类对赌条款。因为对赌方是公司股东，而不是挂牌公司，因此也不会违反相应的证券法律法规。”上述私募机构负责人表示，“这种方法一方面满足了投资机构的诉求，另一方面也让公司股东的融资得到实现。”

“目前新三板市场处在低迷时期，发行私募 EB 成为一个选择。”北拓投资合伙人黄少东认为，当前新三板企业多数规模较小，信用等级远低于主板企业，且股票缺乏流动性，估值水平偏低，私募 EB 的特性正好迎合了当前新三板企业的需求。“当然，高收益往往伴随高风险，私募 EB 同样存在违约的风险。”

“愈来愈多的券商投行、私募机构人士对私募 EB 产品在新三板市场复制的可行性进行研究和讨论。”郭子凡透露，业内的研究虽然火热，但从制度层面来看，

目前私募 EB 的发行人仍然局限在上市公司股东层面，而非上市公众公司股东何时能够成为私募 EB 发行人，目前的监管环境尚未给出定论。新三板公司股东作为私募 EB 发行人仍然面对发行标准、交易场所、市场认知等多重亟待解决的难题。

目前，新三板公司还没有股东发行私募 EB 的案例。据业内人士预测，如果新三板企业股东范围内启动私募 EB 试点，可能会选择在创新层公司大股东层面或更小范围内尝试。

◆ 【场外交易市场】

◆【“走进上交所”暨山东区域资本市场综合项目路演推介会（上海站）成功举行】

（齐鲁股权讯）11月30日至12月2日，齐鲁股权交易中心联合山东省金融办、上海证券交易所、上海市浦东新区金融服务局、上海市浦东新区私募投资企业协会举办“走进上交所”暨山东区域资本市场综合项目路演推介会（上海站）。此次路演是齐鲁股交中心“1+3+1”系列融资路演活动（首站在香港，省内在济南，省外在北京、上海、深圳）省外路演活动的第二站，也是继成功举行“走进深交所”暨山东区域资本市场综合项目路演推介会（深圳站）后，齐鲁股交中心进一步发挥培育孵化功能、加强对挂牌企业综合服务、探索其与高层次资本市场的对接联系机制的又一重要举措。

此次活动由山东省金融工作办公室副主任初明锋带队，成员主要涉及省内部分市金融办领导，省级引导基金、股权投资基金负责人，路演企业和部分挂牌企业负责人及相关人员。

参观企业上市仪式

12月1日上午，考察团一行赴上海证券交易所实地观摩苏州科达科技股份有限公司（简称：苏州科达，股票代码：603660）上市仪式。苏州科达科技股份有限公司一直专注于视频会议系统和视频监控系统的软硬件开发、设备制造、产品销售及技术服务，是国内重要的网络视讯系统解决方案供应商。考察团的每一位成员无不为其上市盛况所震撼，受到极大鼓舞。

参加上交所系列培训

本次培训涉及内容丰富，针对性和指导性强，学习课程中包括路演及与投资机构对接、企业股权融资、多层次基本市场体系与 IPO 政策动态等，考察团成员在认真听取授课内容的同时与专家进行了互动交流，大家普遍反映，相关专家的培训让他们受益匪浅。

综合项目路演

12月2日上午，山东区域资本市场综合项目路演推介会（上海站）在陆家嘴世纪金融广场隆重举行。山东省金融办副主任初明锋出席并代表山东省金融办介绍山东省金融工作的相关情况，他在充分肯定齐鲁股交中心“1+3+1”系列融资路演活动所取得成绩的同时，进一步提出希望齐鲁股交中心做好挂牌及拟挂牌企业的宣传推介工作，优化服务内容，促进省内科技企业与投资机构之间的投融资信息对接，为我省供给侧改革做出更大的贡献。上海市浦东新区私募投资企业协会常务副会长兼秘书长张晓燕对齐鲁股交中心综合项目路演走进上海表示热烈欢迎，同时指出此次路演推介活动意义重大，希望通过这一活动进一步增强与齐鲁股交中心的交流合作。

活动现场，来自省内不同市的6家科技型企业针对自己的项目面向全国投资机构进行展示。同时齐鲁股交中心、红牛金服、省财金投资集团等服务机构也走上路演平台推介我省资本市场的新气象。本次参与路演的6家企业——威海嘉瑞光电科技有限公司、山东蓬勃生物科技有限公司、日照东方电机有限公司、山东乐得仕软木科技有限公司、山东中天中天水土资源生态开发建设有限公司、山东超瑞施医疗科技有限公司均属于高新技术类企业，多数拥有自主知识产权。通过此次路演6家企业均在现场或通过网络与投资机构实现初步对接。

◆【齐鲁股权交易中心举行省直投资基金第三阶段工作表彰大会】

（齐鲁股权讯）刚刚过去的11月份，齐鲁股权交易中心肩负省直投资基金对接挂牌企业的工作任务取得重大突破。为了表彰先进，鼓舞斗志，再扬风帆，12月5日周一上午，中心在淄博办公区二楼交易大厅举行大会，隆重表彰11月份在直投资基金对接工作中的优胜团队和先进个人。

大会首先由中心监事会主席邵成奎宣读表彰决定，鲁西区域总部获得王者风范奖，鲁东区域总部、投行总部、市场管理部获得优胜团队奖，杨剑竹、崔倩、

王慧、陈冬岭、邢凯、刘攀、邵群、李荣森、张芳、关秀华、刘硕、马蒙蒙、王靖等获得价值明星奖。

在热烈的气氛中，中心总裁李雪发表了重要讲话。她说，11月份作为省直投资基金工作的攻坚阶段，齐鲁股交中心全体员工攻坚克难、群策群力、奋发有为，对接省直投资基金取得突破性进展：已经累积上报省财政厅拟对接省直投资基金的挂牌企业达到246家，较上月增加146家，完成目标任务的82%。

11月份，中心各项重点工作全面开花，中心挂牌数量在超越前五年总和的基础上，继续攀升；中心持续推进农商行股权登记托管工作，已托管的9家农商行，累计开展股权质押融资业务51笔，质押股数4.23亿股，质押金额6.07亿元。中心全面推动股权质押增信宝业务的开展，在2015年初与临清市政府合作开展“股权质押增信宝”业务成功经验的基础上，即将对挂牌企业探索设立股权质押融资增信引导基金。中心的科技板挂牌企业在积极对接省直投资基金中，发挥了重要板块价值，科技板挂牌的70家企业中，推荐对接省直投资基金企业达到60家的高额比例。中心建立了省规改直投企业管理信息系统，通过与挂牌申报系统的打通，进一步促进投资对接。中心配合地方政府围绕省直投资基金设立地方基金，进一步加强投贷联动。

11月份和12月初，中心科技创新项目融资路演推介会深圳站和上海站活动获得成功。11月8日至11日，山东省金融办、齐鲁股权交易中心、深圳证券信息有限公司在深圳举办的“走进深交所”暨山东区域资本市场综合项目路演推介会，作为“1+3+1”系列融资路演活动（首站在香港，省内在济南，省外在深圳、上海、北京）省外路演活动的第一站，通过现场座谈、集中培训和综合路演等形式，推介了山东区域资本市场、省政府引导基金和优质挂牌企业。11月30日至12月2日，山东省金融办、齐鲁股权交易中心、上海证券交易所、上海市浦东新区金融服务局、上海市浦东新区私募投资企业协会举办的“走进上交所”暨山东区域资本市场综合项目路演推介会上海站同样取得圆满成功。

李雪总裁讲话深情厚重，她最后鼓励全员齐心协力，再创辉煌！

◆【解决新三板流动性 核心是尊重市场规律】

（中国基金报）新三板作为一个公众市场，退出是无论机构还是企业都必须面临的一个选择。退出机制不顺畅已然成为投资机构面临的最主要风险。日前

在由洪三板主办的首届三板趴之投资人群英会上，和聚投资合伙人邹涛、知点投资合伙人马起华，以及中泰证券投资总监刘飞等共同探讨了新三板退出存在的问题。

新三板退出

存在结构性

中泰证券投资总监刘飞认为，新三板退出面临结构性问题。截至12月3日，今年以来新三板交易大概为1684亿元，从今年年初到12月3日，公告的所有机构持有新三板的股权投资是771亿元，2015年全年是864亿元。此外，还有5000人左右长期交易的合格投资者。“如果从大数上来算，不考虑价格和交易估值的问题，去年机构864亿的投资，在今年1600多亿交易的情况下，退出应该难度不大。但为什么大家都感觉退不出？那一定是结构发生了问题。”刘飞表示，“以券商举例，券商的直投和做市有很多限制，因为大多数的券商都是国资或者国资控股，IPO报材料之前必须想办法退出，这个时间点退出会非常难受，好的标的会被人购买，不行的话要折价很多才能退得出去，在一定折让的基础上是能退得出去的，这是结构性的问题。”

此外，刘飞认为，现在退出无外乎几种方式，二级市场有人协议转让甚至并购，现在发生得非常多。为什么好多人感觉退出很难？这个结构问题就在于企业本身质量的差异。新三板市场有近1万家挂牌企业，且没有初始挂牌门槛，差别非常大，有的企业活得很潇洒，有的企业则步履维艰。

和聚投资合伙人邹涛表示，机构投资人2015年针对三板募集了大量资金，大体分两类：一类以券商为代表的比如做资本套利的机构，另外一类是偏价值投资。如果站在去年上半年的角度，大家普遍对新三板流动性期望比较乐观，直到股灾之后，监管层一系列政策措施也出现推后，由此造成现在流动性疲软。“我们今年实现了两个企业的退出，一个是公司自己选择IPO，在这之前有其他投资人把我们的股权接下。另外一个是被上市公司直接并购。所以，在比较低迷的市场环境下，只有企业本身确实比较真金白银，才会有企业有资金看得上他们，才会实现投资者在一定机遇下的退出。”

解决流动性

核心是交给市场

知点投资合伙人马起华表示，退出机制不顺畅显然已经成为投资机构面临的最主要风险，也是整个三板市场生死存亡最主要的问题，退出问题本质上就是流动性问题。

“大家经常说的 IPO 退出和并购退出，那不叫新三板的退出，本质上叫资本市场的套利退出。这跟新三板本身没什么关系。新三板有 1 万家企业付出了这么高的成本，我们这么多的中介机构、金融集团投资新三板，如果只是建立这么一个仅提高了一点投融资效率的市场，我们国家是不是浪费了巨大的资源？所以，新三板市场退出非常重要，流动性非常重要，现在是新三板市场一个最重要的问题，这是不可能回避的。”

此外，马起华表示，解决三板流动性问题，核心的问题就是把属于市场的都还给市场，通过近三年的运行，市场出现的已经明确达成共识的问题要尽快解决，已达成共识的相关改革要尽快推出。

“比如做市交易，不能大宗交易转让，这个问题已经很明显也很明确了，制度就应该尽快推出来。做市交易，做市商报价数量太少，这也是一个影响流动性的问题，包括协议转让对公开市场价格的干扰，大家都是共有的。”

马起华同时表示，“至于大家讨论的合格投资者的问题，无非是 500 万门槛该不该降，其实降到 300 万还是 100 万都不重要，重要的是我们怎么样做才能达到设立这个门槛的目的，我们设立门槛的目的是为了建一个交易所市场。”

刘飞认为，任何代替市场的监管都可能造成市场的扭曲，因此监管的前提要尊重市场规律。

◆【山东青岛 “政采贷” 三年授信逾亿元】

（政府采购信息网）在推进政府采购信用融资工作和促进中小企业发展方面，青岛市从 2013 年印发《关于开展青岛市政府采购合同信用融资试点工作的通知》（青财采[2013]11 号文）启动政府采购信用合同融资试点工作，至今年 9 月出台《关于继续开展青岛市政府采购合同信用融资业务的通知》（青财采[2016]14 号文），算是迈出了坚实的一步。

取消公开招标 拓宽融资渠道

青岛市财政局与市经济信息化委在共同推进政府采购合同信用融资工作三年来，共计 30 多家企业授信 1 亿余元。

青岛市财政局政府采购监督管理处相关负责人表示：“最初推进政采合同信用融资业务时，确定的 8 家金融机构，只有 3 家在推进并将政府采购合同信用融资作为主流业务，而与此同时，一些未中标的金融机构还希望开展该项业务。结合这些问题，我们作了调整，在政策层面上，对提供金融服务的金融机构采取放开原则，不再招标选取固定金融机构提供贷款，进一步扩大中标中小企业的贷款来源。”

开展多方业务 落实政策功能

今年以来，青岛市财政局会同市经济信息化委多次召集金融机构座谈，进一步落实政府采购政策功能。在《关于继续开展青岛市政府采购合同信用融资业务的通知》中，进一步明晰了中标中小企业、金融机构和担保机构的职责与服务内容。

具体调整的政策有四大方面，一是适当调整贷款上限，调动金融机构积极性，贷款利率不超过基准利率而上浮 30%，均可开展政采合同融资业务。二是允许金融机构为信用较好的企业提供超过合同金额的信用放大贷款，必要时提供一定担保。三是锁定唯一的汇款账户，解决金融机构后顾之忧。四是扩大政策适用范围，金融机构可自愿加入。

“在试点工作推进时，我们确定了 5 家担保机构。实际运作中，方式也较为灵活，中标的中小企业与金融机构可自愿选择是否需要担保机构担保。”该相关负责人介绍道。

搭建融资平台 实现多方共赢

据了解，为推进这项工作，青岛市充分发挥市中小企业公共服务中心的媒介作用，搭建政府采购合同信用融资平台。

中小企业公共服务中心积极发挥政策传递作用，为金融机构、政府采购中标企业开展政府采购合同融资业务提供相关服务，坚持“政府引导，银行优惠，企业自愿”原则，推动银行、担保机构建立适合政府采购项目中标（成交）企业融资服务渠道，实现政府、银行、担保、企业共赢。

青岛市财政局政府采购监督管理处相关负责人表示，调整政策后，也需要中心发挥更大的作用。由于取消了招标入围确定金融机构，需要有意提供金融服务的金融机构在政策框架内设计自己的服务产品与方案，青岛市财政局与市经济信

息化委共同组织审核，并通过青岛市政府采购网与中心平台公示，充分发挥中心及其平台的作用，真正实现金融机构与企业共赢。

◆【中国互联网金融协会成立惩戒委员会和申诉（反不正当竞争）委员会】

（证券时报）12月1日，中国互联网金融协会召开惩戒委员会和申诉（反不正当竞争）委员会成立会议暨第一次工作会议。协会会长李东荣出席会议并向委员们颁发聘书。会上，委员们就互联网金融惩戒、申诉、反不正当竞争等工作进行了讨论，委员们充分肯定惩戒委员会和申诉（反不正当竞争）委员会成立对于互联网金融行业自律管理的重要意义，并表示将大力支持和积极配合协会自律惩戒工作。李东荣表示，行业自律惩戒机制的建设是整个行业自律管理的基石，两个委员会承载了组织自律惩戒管理和反不正当竞争的重要职责。两个委员会的成立着眼于互联网金融行业规范发展长效机制的建设，旨在为行业健康发展营造有序环境。

惩戒委员会和申诉（反不正当竞争）委员会是协会理事会下设的专门工作委员会，其工作制度和人员组成已于2016年9月27日经协会第一届常务理事会2016年第二次会议审议通过。惩戒委员会和申诉（反不正当竞争）委员会的成立，是协会落实国务院互联网金融风险专项整治关于“发挥行业自律作用，健全自律规则，实施必要的自律惩戒”以及“加强研究反不正当竞争等相关制度的研究和制定”等工作要求的具体举措。

惩戒委员会的主要职责是对行业相关职业道德守则、从业准则及规章制度的研究与建设工作进行审议和批准；对协会直接查处的违规行为实施惩戒。申诉（反不正当竞争）委员会的主要职责是受理会员对协会所作惩戒决定的申诉；对会员实施倾销、补贴等不正当竞争的行为进行界定、评估和认定。委员会成员由来自互联网金融从业机构、律师及注册会计师行业、高校的专家组成，分别从事互联网、金融、法律、审计或政府部门相关工作的年限均在10年以上，具有较高的专业理论水平和丰富的实践经验。

互联网金融行业的自律监管是当前行业发展中不可或缺的重要组成部分，是对政府行政监管的重要补充，对维护市场秩序的公平、促进行业健康有序发展具

有重要意义。惩戒委员会和申诉（反不正当竞争）委员会的成立，是从组织层面保障行业自律惩戒工作的有效实施，是协会建立和完善行业自律管理框架的重要举措，标志着互联网金融行业自律监管体制正在逐步健全。

◆【“点土成金”的潍坊样本 山东潍坊推进农村承包土地经营权抵押贷款试点】

（金融时报）潍坊是山东省唯一的现代农业综合改革试点城市。近年来，潍坊市在农业产业化发展方面进行了大量有益探索，积累了丰富经验。

2015年12月，潍坊辖区寿光市和青州市被确定为全国首批农村承包土地经营权抵押贷款试点地区。试点工作开展以来，市县两级政府部门与金融机构积极发挥引导作用，探索出了农民承包土地经营权融资的“潍坊样本”。

夯实确权颁证基础

“今年年初，凭着手头这几亩地，从农商行贷了5万元钱，把这4个大棚又拾掇了一下，为今年花卉种植打好了基础。”说起年初从青州农商行办下的贷款，青州市黄楼镇农民张宝泉高兴地合不拢嘴，“真是遇上了国家的好政策，农地贷款修了大棚，大棚抵押贷款买进了种苗，预计今年能收入40万元。”

农村承包土地经营权抵押贷款试点以来，潍坊市市县两级党委政府专门成立了试点工作领导小组，建立由农工办、人民银行、农业、财政、国土、住建、商业性金融机构等部门组成的抵押贷款工作协调机制，制定试点工作实施方案，加快推进试点进程。

银行开办承包土地经营权抵押贷款的前提就是要解决好确权登记颁证问题。据介绍，早在2014年9月，潍坊市政府就积极争取山东省政府批准，并组建了全国第一个股份制、涵盖多种金融业态的齐鲁农村产权交易中心，成为全国首个拥有交易、抵押、融资功能的农村产权交易机构。

据了解，为配合农村承包土地经营权试点工作，在齐鲁农村产权交易中心推动下，寿光市、青州市确权颁证土地分别达95.6万亩和78.5万亩，确权户数分别为20.4万户和21.9万户，确权率和颁证率实现了两个100%。

探索风险补偿机制

“农村承包土地经营权抵押贷款试点工作系统性较强，涉及部门较多，只有发挥好部门合力，才能取得 1+1>2 的效果。”人行潍坊市中支党委书记、行长刘福毅表示，只有部门间共同行动，才能有效解决好确权、评估和风险补偿等问题。

记者了解到，针对农村承包土地经营权贷款可能出现的风险，寿光市财政对农村承包土地经营权抵押贷款按新发放贷款金额的 3%提取风险补偿基金，用于弥补可能产生的损失。青州市财政安排 3000 万元专项资金用于抵押贷款风险补偿，同时实施财政贴息，个人贷款在 20 万元以内的，两年内按照基准利率给予全额贴息，小微企业贷款在 300 万元以内的，两年内给予基准利率 50%贴息。

针对农民贷款缺乏有效担保的问题，寿光市成立了金政融资担保有限公司，优先支持抵押贷款试点工作；引导农业经营主体加入政策性农业保险，保费由各级财政给予补贴；引入贷款保证保险机制，保费不高于贷款本金的 3%。青州市则成立了市国控融资担保公司，为农村承包土地大户提供融资担保服务。

“以前老百姓用农地贷款我们也是爱莫能助，现在政府把农地确权颁证了，还有担保和风险补偿机制，这项业务也成了我们拓展农村地区市场空间的新抓手。”青州农商行黄楼支行行长潘明祥告诉记者。

激发业务拓展动力

近年来，由于联户联保出现了不少问题，不少农民已经不愿与他人联保办理贷款。“农村承包土地经营权抵押贷款业务的开办，不仅解开了原来的联保互保链条，还增加了农民获得贷款的筹码，满足了新型农业生产经营主体的流动性资金需求。”人行潍坊市中支党委副书记、副行长华志远表示。

据介绍，试点工作开展以来，人行潍坊市中支市县两级行指导辖内涉农金融机构和法人金融机构，制定农村承包土地经营权抵押贷款试点管理办法和操作规程，督促各相关金融机构加强信贷产品创新力度，推出“农村承包土地经营权+蔬菜大棚”、“农村承包土地经营权+林权”、“农村承包土地经营权+畜禽舍”等一系列产品。

“在我中心办理流转土地确权抵押登记后，贷款一旦出现风险，银行就可以按照合同约定，在我们这个平台对抵押物进行挂牌拍卖，实现不良资产的迅速处置。”齐鲁农村产权交易中心总裁李英华说。

在一系列政策的推动下，潍坊市试点县市金融机构积极主动完善内部管理机制，建立健全激励考核机制，引导各信贷工作人员加大办理农地经营权抵押贷款力度。如青州农商行制定《2016 年零售贷款专项考核办法》，每办理一笔农地经营权抵押贷款给予拓展人 300 元奖励。潍坊银行寿光支行规定，各客户经理每新增一笔农村承包土地经营权抵押贷款业务加 5 分，根据金额每新增一笔农村承包土地经营权抵押贷款每百万元奖励 0.5 分等。统计显示，截至 10 月末，潍坊辖区试点两市金融机构农村承包土地经营权贷款余额为 2.7 亿元。