

证券行业点评

证监会发布《证券公司借入次级债务规定》，有
利于形成净资本动态平衡机制，有利于证券公司提高
经营效益

2010/09/16

点评报告

相关研究报告:

2010/08/31: 证监会首次公开券商分类结果，分类结果对上市券商有正面影响，研究业务有望纳入分类评价体系

2010/07/30: 《证券投资顾问业务暂行规定》和《发布证券研究报告暂行规定》征求意见

点评要点:

- 1、证监会发布《证券公司借入次级债务规定》。在《关于证券公司借入次级债务有关问题的通知》的基础上，《规定》重点就借入次级债务的目的、期限、借入条件、提前偿还、信息披露、监管职责、债务管理、适用范围等方面的问题做出了修订或补充。
- 2、《规定》有利于形成净资本动态平衡机制。这意味着资本市场和资金市场的联系进一步加强。通过实施资产负债管理策略，证券公司可以根据业务规模变化动态调整净资本规模，从而实现资本收益最大化。
- 3、《规定》有利于证券公司提高经营效益。证券行业负债率较低，盈利能力较强。证券公司可以通过次级债务扩张业务规模，通过财务杠杆提高经营效益。

华宝证券研究所

分析师

曹桓

联系方式

电话: 021-5012 2095

邮箱: caohuan@cnhbstock.com

1. 证监会发布《证券公司借入次级债务规定》

日前，证监会发布了《证券公司借入次级债务规定》（以下称《规定》）该规定自公布之日起施行。2005 年颁布的《关于证券公司借入次级债务有关问题的通知》（以下称《通知》）同时废止。

目前，证券公司监管已经进入常规监管阶段。《规定》在《通知》的基础上，重点就借入次级债务的目的、期限、借入条件、提前偿还、信息披露、监管职责、债务管理、适用范围等方面的问题做出了修订或补充。

表 1: 《证券公司借入次级债务规定》与《关于证券公司借入次级债务有关问题的通知》的对照

	证券公司借入次级债务规定	关于证券公司借入次级债务有关问题的通知
目的	短期次级债务：满足承销股票、债券等特定业务的流动性资金需要 长期次级债务：充实净资本	支持证券公司进行债务重组，调整资产负债结构，增强抗风险能力。
期限	短期次级债务：3 个月以上（含 3 个月），2 年以下（不含 2 年） 长期次级债务：2 年以上（含 2 年）的定期债务	3 年以上（含 3 年）的定期债务
借入条件	借入资金有合理用途；次级债务应当以现金或证监会认可的其他形式借入；借入次级债务应有规模控制，即长期次级债务计入净资本的数额不得超过净资本（不含长期次级债务累计计入净资本的数额）的 50%；净资本与负债的比例、净资产与负债的比例等各项风险控制指标不触及预警标准；次级债务合同条款符合证券公司监管规定。	/
提前偿还	除下列情形外，证券公司不得提前偿还次级债务： （一）证券公司偿还全部或部分次级债务后，各项风险控制指标符合规定标准且未触及预警指标，净资本数额不低于借入长期次级债务时的净资本数额（包括长期次级债务计入净资本的数额）。 （二）债权人将次级债权转为股权，且次级债权转为股权符合相关法律法规规定并经批准。 （三）中国证监会认可的其他情形。	/
信息披露	自借入次级债务获批之日起 3 个工作日内在公司网站公开披露借入次级债务事项。 偿还次级债务，应当在到期日前至少 3 个工作日内在公司网站公开披露，并在实际偿还次级债务后 3 个工作日内公开披露有关偿还情况。 上市证券公司借入和偿还次级债务的，除应当遵守本规定要求外，还应按照上市公司信息披露管理的规定，履行信息披露义务。	到期归还次级债务前，应当取得公司已到期一般负债债权人的同意；
债务管理	短期次级债务应当实施专户管理，严格按照债务合同及申请文件列明的资金用途使用债务资金。	证券公司应为偿付次级债务的本金和利息设立专项偿债账户，明确账户资金来源、提取方式及对账户的管理等有关事宜。该账户资金可用于投资国债等低风险、高流动性

监管职责

由住所地证监局对申请次级债务借入、展期、偿还等事项进行核准。

不再对证券公司将次级债务计入净资本或抵扣风险资本准备再行核准。

适用范围

从事证券相关业务的证券类机构借入、偿还次级债务等事项，经中国证监会同意，可参照本规定执行

的产品。

借入次级债务方案、次级债务合同等资料事前向公司注册地的证监局和我会机构监管部报告、事后备案。

归还到期的次级债务时，必须事先向注册地证监局和我会机构监管部报告。

经公司注册地证监局同意并报我会机构监管部核准后，证券公司可将借入的次级债务按一定比例计入净资本。

资料来源：华宝证券研究所

2. 《规定》有利于形成净资本动态平衡机制

次级债务是指对于债务人资产的要求权次于其他债权人的债务，实际是一种受偿权利受到约束的债务，其性质介于普通负债和权益性资本之间。因此，除增资扩股以外，银行、证券、保险等金融机构还用次级债务增补资本规模。

目前，证监会一方面已经建立起了以净资本为核心的风险控制指标体系，净资本规模对业务规模形成硬约束。另一方面正在不断推出与净资本挂钩的创新业务，证券业务发展对净资本的需求愈来愈大。因此，证券公司的净资本管理不能再局限于资本充足率的静态管理，必须建立起净资本补充和消耗的动态平衡机制。

与股权融资相比，券商借入次级债务融资还具有融资条件低、程序简便、方式灵活等优势。随着《规定》的出台，证券行业获得了一条通过次级债务扩充净资本的常规融资渠道。这意味着资本市场和资金市场的联系进一步加强，证券行业将因此形成净资本动态平衡机制。也就是说，通过实施资产负债管理策略，证券公司可以根据业务规模变化动态调整净资本规模，从而实现资本收益最大化。

表 2：借入次级债务与 IPO 融资

	借入次级债务	IPO 融资
融资条件	借入资金有合理用途；次级债务应当以现金或证监会认可的其他形式借入；借入次级债务应有规模控制，即长期次级债务计入净资本的数额不得超过净资本（不含长期次级债务累计计入净资本的数额）的 50%；净资本与负债的比例、净资产与负债的比例等各项风险控制指标不触及预警标准；次级债务合同条款符合证券公司监管规定。	公司上一年度经纪业务、承销与保荐业务、资产管理业务等主要业务中，应当至少有两项业务水平位于行业中等水平以上或者至少有一项业务收入位于行业前十；公司经纪业务、承销与保荐业务、资产管理业务等主要业务中，应当至少有一项业务净收入增长率近两年位列行业中等水平以上。
审批程序	由住所地证监局对申请次级债务借入、展期、偿还等事项进行核准。	由证监会发审委审核。

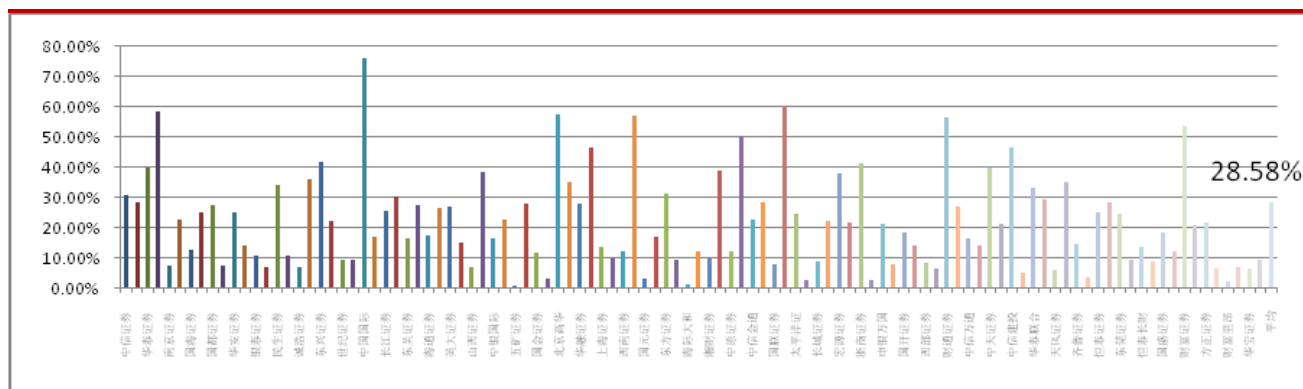
资料来源：华宝证券研究所

3. 《规定》有利于证券公司提高经营效益

目前，证券行业负债率较低，盈利能力较强。随着《规定》的出台和实施，证券公司有望通过次级债务扩张业务规模，通过财务杠杆提高经营效益。

经过行业综合治理，证券行业全行业实施了客户保证金第三方存管制度，行业的风险治理发生了根本性的改变。但是在金融分业经营的体制下，证券公司的融资渠道仅限于同业拆借、债券回购等有限的渠道，证券公司的经营活动主要依靠自有资金开展(2009年末，剔除客户保证金，行业平均资产负债率为28.58%)。因此，适当提高负债比率不会影响证券公司经营的稳健性。

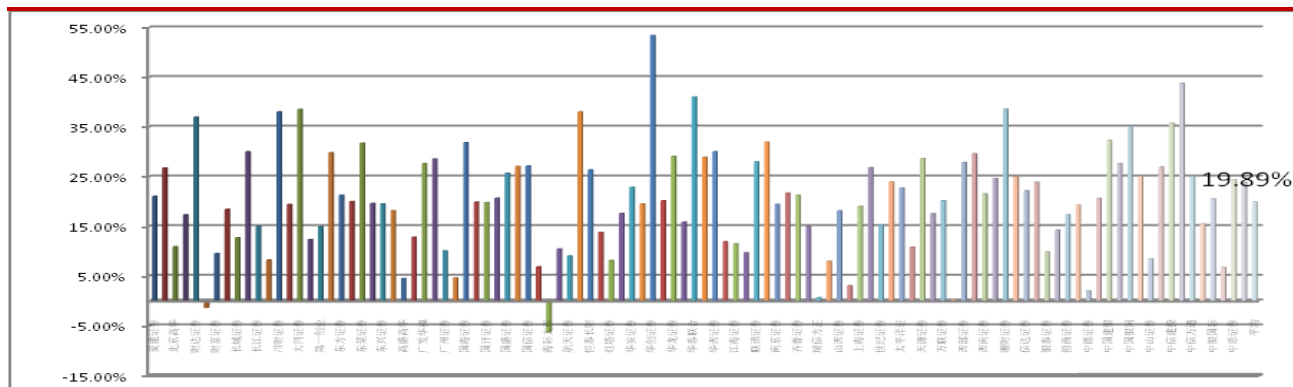
图1：证券行业的资产负债率（2009年末，剔除客户保证金）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

从净资产收益率看，证券行业的整体盈利能力较强（2009年行业平均为19.89%）。在当前流动性较为宽松的环境下，盈利能力较强的券商，就可以通过财务杠杆提高经营效益。

图2：证券行业的净资产收益率（2009年）



资料来源：Wind，华宝证券研究所

此外，由于净资本规模往往是申请创新业务的基础性条件，借入次级债务也为证券公司进一步完善业务平台创造了条件。比如，证监会有关部门负责人曾表示，监管部门下一步将适当降低融资融券试点准入门槛，即最近一次分类评价为 B 类以上、最近 6 个月净资本在 30 亿元以上的券商，监管部门将分期分批核准其融资融券业务资格。以国金证券为例，2010 年中期的净资本为 26.42 亿元，通过借入次级债务就能够尽快地满足融资融券试点条件，进而提高公司的整体竞争能力和盈利能力。

表 3：上市券商的财务指标和创新业务资格（2010 年中期）

代码	名称	净资本（万元）	净资产收益率（年化，%）	资产负债率（剔除客户保证金，%）	创新业务资格	备注
000562	宏源证券	455,346.47	22.27	23.54	IB、直投	
000686	东北证券	203,216.30	7.39	24.17	IB、直投	8 月份已借入次级债 12 亿
000728	国元证券	1,190,136.89	5.80	1.98	IB、直投	
000776	广发证券	990,993.50	19.66	25.25	融资融券、IB、直投	拟通过非公开发行再融资 180 亿
000783	长江证券	656,739.95	11.20	24.07	IB、直投	
600030	中信证券	3,260,221.78	9.58	22.94	融资融券、IB、直投	
600109	国金证券	264,251.62	20.63	9.83	IB	
600369	西南证券	343,537.44	6.99	7.09	直投	
600837	海通证券	3,297,252.13	8.79	15.17	融资融券、IB、直投	
600999	招商证券	1,518,876.99	11.51	26.70	融资融券、IB、直投	
601099	太平洋	160,099.41	6.24	7.69		
601688	华泰证券	/	9.34	23.64	融资融券、IB、直投	
601788	光大证券	1,703,407.99	7.96	17.94	融资融券、IB、直投	

资料来源：Wind，华宝证券研究所

华宝证券股票评级标准

- 报告发布日后的6个月内的行业或公司的涨跌幅相对于同期的沪深300的涨跌幅为基准;

- 行业投资建议的评级标准

强于大市 : 相对沪深300指数涨幅10%以上;

中性 : 相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%;

弱于大市 : 相对沪深300指数跌幅10%以上;

- 股票投资建议的评级标准

买入 : 相对沪深300指数涨幅20%以上;

增持 : 相对沪深300指数涨幅10-20%;

谨慎增持 : 相对沪深300指数涨幅5-10%;

持有 : 相对沪深300指数涨幅-10-5%;

卖出 : 相对沪深300指数涨幅-10%以上;

免责声明: 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归华宝证券研究所。未获得华宝证券研究所事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“华宝证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。