

完善信用定价机制 推动产品制度创新 交易所债市迎来大发展

□本报记者 王小伟

中国证券监督管理委员会



CFP图片 制图/尹建

在一系列政策措施推动下,交易所债市今年快速发展。中国证券报记者在江浙沪多地调研发现,公司债量增质升,创新产品迭出,在改善发行人债务结构、缓解融资难融资贵、促进实体经济转型等方面发挥越来越重要的作用。未来,应进一步完善信用定价机制、推动产品和制度创新,实现公司债市场跨越式发展。

政策加码 市场快速扩容

自2015年初证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》以来,交易所公司债市场规模迅速增长,尤其是5月第一只“新公司债”发行以来,交易所公司债供给大幅放量,成为信用债市场主要的增量供给来源。

据民生证券统计,7月-9月,公司债每月发行量分别为924亿元、1199亿元、1126亿元,合计达3249亿元,是上半年的4倍多。中金公司相关人士介绍,9月到11月,每月交易所公司债发行规模均在1300亿元附近,已与银行间中期票据发行量相当。“公司债券市场地位已经可以与银行间市场并驾齐驱。”中金公司相关负责人判断。

民生证券指出,除了以土地为抵押的融资模式难以为继的原因外,公司债快速发展的直接催化剂是监管新政出台。上交所相关负责人指出,《公司债券发行与交易管理办法》从五个方面取得明显突破:发行主体从上市公司扩大至符合条件的所有公司制法人;简化审核流程,实行大、小公募和私募债券的分

类管理;私募债券实行事后备案和负面清单管理;强化承销商、评级机构、会计师、评估机构等中介机构职责;加强事中事后监管,加强投资者保护。

精工钢构是在沪市上市的一家主营建筑钢结构公司,正在布局绿色集成建筑和光伏建筑一体化等业务。该公司在2011年底2012年初发行过一次公司债,目前已经完成兑付摘牌;2015年又成功面向合格投资者公开发行公司债,以5.2%的利率发行6亿元人民币规模。

公司董秘沈月华对两次公司债申报与发行的变化深有体会。她表示:“2011年公司发债时实行保荐制度和发审会制度,而2015年之后监管部门取消了保荐和发审会制度,小公募实行交易所预审证监会核准,这使审核进度明显提速。公司2011年从申报到发文需要三个月时间,而2015年只用了一个月。审核过程方面,2011年需要经过申报-反馈-发审会-封卷-批文等环节,

新品迭出 助力经济转型

债券。

正奇金融董事长兼总裁俞能宏介绍,通过公司债等产品实现融资“两条腿走路”之后,对合作银行也带来很大压力。“作为非银行金融机构本来就受到一些监管限制。此前融资成本都是要上浮的,但本次公司债发行后,3.98%的‘标杆’树立了起来,给公司从银行间接融资也提供了很大的议价空间。”

俞能宏将今年以来的公司债扩容和资产证券化等业务称为“供给侧改革”。一方面,目前市场上,小微企业发债很难发出去,即使成功发行,利率成本也非常高;另一方面,受制于行业监管规定,正奇金融旗下小贷、典当等业务板块的传统银行融资也受到较大限制。但从2014年开始,先是中英益利-国正小贷项目资产证券化成功发行,今年9月又在上交所成功发行了15正奇债,为正奇金融通过“类金融超市”方式给中小企业提供全生命周期的金融服务铺平了道路。“综合融资成本降低后,通过正奇金融商业性筛选,精准投放到中小微企业中去,可以间接对中小微企业提供支持。这实际上是通过市场化方式,一方面保证安全,另一方面也解决了中小微企业融资难、融资贵问题,让‘精准滴灌’的花洒拿在了公司这种专业‘园丁’的手里。”俞能宏指出。

“这并不是说正奇金融的管理水平比商业银行高,而是有些事情商业银行来做优势不明显。比如,此前商业银行也提出投贷联动等创新设计,但在现有监管体制下,很难做到。因为负债端来自千家万户的百姓,监管部

打破刚兑 完善信用定价机制

构需要对债券持有人负责,前提就是券商要把好第一道关,要判断发行人还本付息是否有问题。龚俊杰指出:“在把关方面,不少券商接一个项目要经过多个流程:先是公司内部项目立项,这是能否接下项目的第一道门槛,之后便是公司的内核程序。整体来看,立项阶段就会否掉一些资质不太理想的公司,内核阶段的把关会更加专业和审慎,会有专门团队判断还本付息能力。今年以来,公司不少项目都主动放弃了。”

瑞银证券相关人士也指出,20%左右的“准发债人”在公司内部就被“枪毙”了,以防止违约事件的发生。

“即便占比如此之高,也不能说在市场

2015年则只需要申报-反馈-封卷-批文这几个环节了。此外,在审核文件方面,2011年需要纸质报送,2015年简化了报送方式,实行电子化报送,大大节约了申请时间和成本。”

在沈月华看来,工程企业普遍实施按进度收款模式,使得企业需要在原材料采购、构件制作、运输、安装过程中铺垫营运资金,对流动资金需求非常大。因此,流动资金的充足与否,对企业发展速度有较大影响。公司债发行显然具有比贷款更大的优势。

机构人士表示,公司债市场的快速发展,可以看做“金融脱媒”的具体表现形式,带动了直接融资迅猛发展。“中国债券市场最早、最普遍的形式是企业债。此后,商业银行成为市场主导,但更大的利益导向依然是传统存贷款业务。今年1月公司债新政实施以来,各大券商与企业纷纷致力于降低社会直接融资成本,公司债对降低全社会融资成本、尤其是降低财务成本起到了非常大的作用。”

门对通道管理非常严格,银行不能轻易去做股权投资。而对于正奇金融来说,除了债权业务,也可以做股权业务,可以采用创新模式多元化服务中小微企业。这实际上是银行风险的‘外包’。”俞能宏解释。

公司债产品创新同样层出不穷。拥有钢铁行业中最高信用等级的宝钢集团,2014年12月发行了3年期40亿元的可交换公司债,发行结束起1年后可以交换为新华保险A股股票,目前换股准备工作已经进入“备战期”。

“宝钢集团可交换债券是国内第一只公募可交换债券,不仅丰富了境内的债券产品类别,为上市公司股东提供新的融资渠道,也有利于满足投资者多样化投资需求,推动了多层次资本市场的改革发展。同时,可交换公司债以所持有上市公司股票作为换股标的,能够盘活存量股权资产,实现流动性管理。在国企改革背景下,可能成为国有企业盘活存量资产、提升运营效率的有力工具,是国有企业改革的创新工具。”宝钢集团相关负责人指出。

有券商人士表示,现在不少央企都投资有较大的金融类资产,但因为不是控股股东,金融类资产的市值规模又比较大,所以倘若集中减持就可能造成相关公司股价大幅波动。此外,随着A股深度调整,部分上市公司出现“破净”的情况使定向增发很不划算。在这种情况下,相关企业可以以可交换债的方式实现融资,继而在一定程度上解决上市公司的资金问题。

上彻底消灭违约事件。”某机构人士表示,随着中国债券市场的发展,打破刚性兑付一定是未来趋势。现在企业海外发债很多成本高达12.5%,国内则只要8%就可以,这就是因为国内没有违约事件发生,整个市场的信用定价机制完全没有显现出来。

券商人士介绍,在直接融资中,随着债券市场规模的扩大,没有违约事件也是不太可能的。如何处理好违约事件,将是市场发挥作用的关键因素。从一定程度上讲,违约会促使债券市场的定价更为合理,信披等方面的漏洞才能堵住。“刚性兑付的冰山一定要消融,冰封要解冻。只有刚兑打破才能避免劣币驱逐良币,真正给好的企业带来帮助,给实体经济带来帮助。”

□本报记者 王小伟

随着挂牌公司数量的增多和分层方案的推出,全国中小企业股份转让系统公司公司债等其他融资工具推出的预期也在升温。业内人士认为,新三板公司债制度的推出将改变目前挂牌公司主要依靠定向增发“一条腿”融资模式的困境,而从历史经验和新三板公司质地来看,中小企业私募债有望成为融资工具扩容后新三板挂牌公司的重要选择。

债券融资酝酿已久

目前,新三板公司中已有鑫庄农贷等通过发行优先股方式成功融资,随着新三板分层制度的推出和逐步落地,通过公司债等直接融资新方式进行融资的呼声也在增强。

业内人士介绍,公司债等直接融资工具实际上已经酝酿已久。早在2013年8月,国务院办公厅发布的《关于金融支持小微企业发展的实施意见》要求,进一步做好小微企业金融服务工作,全力支持小微企业良性发展。《实施意见》提出,大力拓展小微企业直接融资渠道,适当放宽创业板市场对创新型、成长型企业的财务准入标准,尽快启动上市小微企业再融资。在创业板、新三板、公司债、私募债等市场建立服务小微企业的小额、快速、灵活的融资机制。

2014年8月,为贯彻落实国务院常务会议关于缓解企业融资成本高问题的精神,证监会发布十项举措,其中之一就是要扩大公司债券发行主体范围,丰富债券发行方式;将交易所公司债券发行主体扩展至所有公司制法人,全面建立健全债券私募发行的相关制度。

2014年9月,全国股转系统相关负责人在答记者问时表示,新三板市场高度重视证券产品创新,目前正按照中国证监会的统一部署,本着“分步推进,风险可控”的原则,发展与中小微企业“小额、快速、灵活、多元”的融资需求相适应的证券产品。在条件成熟的情况下逐步推出新的证券品种,丰富投融资选择,不断完善市场融资功能。

2015年5月,全国股转系统相关负责人表示,新三板将推出债券和优先股,为各种需求的企业提供融资工具的选择空间。2015年9月,全国股转系统发布《全国中小

浙江国资公司:

发展公司债市场有利优化金融资源配置

□本报记者 王小伟

浙江省国有资本运营有限公司(以下简称“浙江国资公司”)是浙江省唯一一家省级国有资本运营公司,在物产集团整体上市中,公司承接物产中拓,收购瑕疵资产,承担法律责任,扫清各种障碍,发挥了不可替代的特殊作用。通过国有资本的闭环腾挪,提升物产中大资产质量,国有市值增值约130亿元。公司表示,大力发展公司债券市场,有利于促进资本市场协调发展和化解潜在金融风险,有利于拓宽企业融资渠道,优化金融资源配置。

9月23日,经证监会许可核准,浙江国资公司获准向合格投资者公开发行面值不超过人民币16亿元的公司债券。本期债券期限为5年(附第3年末发行人上调票面利率和投资者回售选择权)。10月21日,公司完成本期债券发行工作,实际发行规模16亿元,最终票面利率为3.78%。11月24日,本期债券在上海证券交易所上市交易。

对于公司债融资的优势,浙江国资公司表示,一是审批速度快,有利于节约融资的时间成本;二是募集资金使用灵活,不要求与具体的项目相配套;三是可以一次申报,多次发行,提高资金的使用效率;四是不占用公司现有的银行授信额度;五是期限结构灵活,从1年到15年不等;六是公司债券通过簿记建档的方式,有利于通过投资者博弈获取最优利率。从近三年长期公司债的发行利率来看,其均值低于同期发行的中期票据均值,也低于同期银行贷款基准利率。

浙江国资公司指出,公司债发行对公司运营起到了多方面作用。一是优化公司财务结构。公司目前融资结构主要是短期负债,3年期以上的主动性负债金额较少。通过发行公司债券的形式,可以适当调整负债的期限结构,防范公司财务的流动性

企业股份转让系统优先股业务指引(试行)》和业务指南。民生证券认为,随着优先股的推出,新三板公司债的推出也是“呼之欲出”。

私募债或成首选

民生证券分析师指出,股转系统推出公司债相关业务指引并在新三板挂牌交易“正逢其时”。一是在发行和转让环节能搭上债券市场的“顺风车”;二是目前新三板流动性相对不足,企业主要依靠定向增发“一条腿”的融资模式正在陷入困境,甚至引发“低流动性-折价定价-低股价-低流动性”负向循环。

业内人士介绍,定向增发是目前新三板企业主要融资工具。一方面,与主板市场相比,新三板定增融资制度安排较灵活,对挂牌公司的融资方式、融资时点、融资规模、融资过程、融资价格基本由市场主体自主协商,在为中小企业融资方面发挥了重要作用;另一方面,定增融资制度也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,只有探索新三板多元化融资工具,才能更好为中小企业融资发展服务。

民生证券认为,应适时推出新三板挂牌公司的公司债发行制度。第一,利于债券市场扩容,从而推动直接融资发展;第二,利于完善新三板融资功能;第三,丰富新三板投资渠道,利于新三板投资者多元化。

“新三板推出公司债不仅意味着挂牌公司发行公司债将有的放矢、有章可循,新三板的融资功能也将得以完善,公司债在新三板实现挂牌交易将为投资者提供重要的投资渠道。”前述人士指出。

专家认为,从历史经验和新三板公司质地来看,私募债有望成为新三板挂牌公司的首选。“在二级市场弱流动性和挂牌公司质量不齐的情况下,结合新三板挂牌公司规模小、成长性较强的特点,新三板推出公司债或将更多偏向私募债。”这意味着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。从流动性的角度来看,须紧密关注新三板私募债的流动性风险。

风险。二是降低公司财务费用。通过发行公司债券以低于银行同期贷款利率的利息支出获取长期的资金,可以有效降低财务费用。三是为项目建设提供长期资金保障。公司为实现配合和支持省属企业改革重组、保障国有资产安全和保值增值的经营目标,必须有匹配公司中长期投资项目的资金作为支撑和保障。四是降低单纯依赖银行贷款带来的财务风险。

对于公司债对宏观经济的积极意义,浙江国资公司认为,一是有利于完善金融结构,促进资本市场协调发展和化解潜在金融风险。目前我国企业融资过度依赖银行贷款,企业融资中银行贷款的占比较高,银行长期以来承担了大量债务风险。同时,银行短存长贷现象日益突出,资产负债期限错配问题严重,不利于整个金融体系的稳定。公司债券市场的发展壮大将有利于完善金融市场结构,促进资本市场协调发展和化解潜在金融风险。公司债发行公开透明,便于国家宏观调控,控制债务风险。

二是有利于拓宽企业融资渠道,优化金融资源配置。大力发展公司债券市场,对拓宽企业融资渠道,特别是丰富中小企业融资渠道意义重大。同时,以发债主体的信用责任机制为核心的公司债券具有价值发现功能,有利于完善企业信用定价,充分挖掘优质企业价值,从而优化金融资源配置。公司债利率合理,有利于引导全社会无风险利率下行,为实体经济创造良好环境。

三是有利于丰富投资工具,满足各类投资者的投资需要。目前,实体经济承压,急需资金,而银行不良率的提高,使得银行信贷紧缩。这就产生了巨大的资金供求矛盾。公司债能够使普通投资者参与其中,在银行授信额度之外,为企业提供广阔的融资渠道。公司债通过在交易所上市公开交易,兼具低风险与高流动性的特点,有利于吸引低风险偏好的广大普通投资者参与。