

债券市场信用风险整体可控

□中诚信国际评级与债券研究部 余璐 谭畅

2019年,在经济基本面与资金面的支持下,债券市场融资整体回暖,融资成本也有所回落,二级市场现券交投活跃,信用债收益率走出了一波牛市行情。展望2020年,债券市场融资仍然有望进一步扩大。但受市场流动性分层显著等因素影响,债券市场的融资和信用风险均表现出结构性的特征。在货币政策托底下,宽信用仍然可期,将缓解一部分再融资压力,预计2020年债券市场信用风险整体可控。

债券市场融资回暖

2019年债券市场融资整体有所回暖,全年共发行各类债券45.3万亿元,较2018年增长3.1%。展望2020年,债券市场融资仍然有望进一步扩容。在稳增长压力下,基建投资等作用的发挥也需要大量资金支持,预计2020年债券发行量约为49万亿元~50万亿元。从信用债的情况来看,预计2020年信用债总偿还量为8.5万亿元,再考虑新增融资的需求,信用债发行规模约在13万亿元~13.5万亿元。

从债券融资的结构性表现来看,2019年商业银行发行同业存单的规模明显收缩,民营企业债券融资规模也持续收缩。

2019年,市场流动性分层显著,农商行、城商行同业存单取消发行的现象明显增多。在流动性分层压力下,资金通过大型银行向中小银行、非银金融机构传导的链条受阻,市场对民营企业债券的风险偏好有所下降。短期内,民营企业债券融资仍然会受到市场风险偏好下降的制约,2020年,需警惕民营企业的再融资压力。

信用风险有所弱化

2019年债券市场信用风险整体呈现释放趋缓的态势。从评级调整来看,中诚信国际数据显示,2019年共

发生371次主体评级调整,其中主体评级下调150次,在总调整次数中的占比约为40%,同比小幅下降,这表明信用资质水平下降的发行人较2018年相对减少。无论从评级调整还是从新增违约来看,债券市场的信用风险暴露边际趋缓。

在信用风险表现形式方面,2019年债券展期、劝退回售、场外兑付现象增多,这些操作为发行人兑付资金争取了时间,但在偿债能力未有实质性改善的情况下,部分发行人最终仍未避免发生违约。违约后续处置方面,中诚信国际数据显示,截至2019年末,全市场累计有414只债券违约,其中完成处置的有73只。总体来看,违约债券的后续处置进展比较缓慢。

近年来高风险主体逐步出清,同时新发债主体向高等级集中,存续发行人信用资质有所提升。而在货币政策托底下,宽信用仍然可期,将缓解一部分再融资压力,预计2020年债券市场信用风险整体可控。但需要关注的是,债券市场的结构性信用风险仍然存在,低资质的主体还会持续存在再融资压力,并面临比较高的出清压力。

2020年,低资质民营企业爆发信用风险的可能性依然较大,尤其是仅发行私募债的民营企业发行人,这类发行人信用资质整体上相对较弱,2020年这类发行人面临的到期及回售的债券规模合计近1400亿元,偿债风险值得关注。



截至2019年12月末
我国债券市场托管余额
为99.1万亿元

新华社发(李博制图)

从违约民营企业自身的风险特征来看,民营企业的公司治理问题较为突出,主要涉及四个方面。一是受公司高管或实际控制人未履职、频繁变更或股东内斗事件影响,企业生产经营状况不佳;二是公司股权或资产遭受冻结或质押,导致发行人资产流动性压力增加;三是部分违约企业存在信息披露不及时、不准确或不充分的问题,影响市场投资人对其的了解和判断;四是对外担保或关联方占款,使得发行人变现能力弱化,并存在或有债务代偿风险。公司治理问题容易加剧自身经营的不稳定性,并可能会对外部融资带来负面影响,最终影响发行人的偿债能力。

地方融资平台压力减轻

2020年宏观经济仍将面临下行压力,预计钢铁、化工等周期性行业景气度难有改善,尾部低资质发行人的信用风险将持续释放。外向型产业方面,汽车及零部件制造行业、批发贸易行

业、电子产品制造、通信行业等出口类相关行业生产经营有望改善,尤其是电子信息产业行业发展还会持续受到国家战略的支持,预计2020年政策依然会强化对科技创新的支持,相关行业信用风险改善的可能性较大。另外,房地产行业在现阶段宏观环境的背景下,调控政策放松的空间较小,房企仍将面临一定的融资压力,需重点关注房企的现金流水平的变化以及债务再融资风险,预计业务布局主要在经济不发达地区的三、四线城市的中小房企仍将是信用风险爆发可能性较大的主体。

近年来,随着“开前门、堵后门”力度的加大,地方政府隐性债务风险有所缓解。展望2020年,隐性债务化解仍持续推进,新增专项债额度提升以及专项债可做资本金范围的扩大,可进一步发挥财政资金的杠杆效应,并有利于城投企业的市场化融资。总体上,在政策的调整以及财税改革的推进下,地方融资平台融资压力有所减轻。

注册制奠定市场长期健康发展制度基础

□国浩律师(上海)事务所资深顾问、华东政法大学兼职教授 黄江东

新证券法进行了多项制度创新或“失修”,但注册制是重中之重。证券发行注册制以市场化、法治化为基本原则,放松过度行政管制,还权于市场,真正构建以信息披露为核心的市场体系,最终形成发行人负主体责任、市场定价格、中介看门、执法违规、司法保底线等有关各方归位尽责”的股票发行体制,奠定我国资本市场长期健康发展制度基础。

推行注册制

新证券法注册制的主要内容,一是全面推行注册制。新证券法第九条规定:“公开发行证券,必须符合法律、行政法规规定的条件,并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门注册。未经依法注册,任何单位和个人不得公开发行证券。证券发行注册制的具体范围、实施步骤,由国务院规定。”这从根本上奠定了证券发行注册制的法律基础,而且是全面、而不是局限于某个板块实施细则。

二是降低了股票发行门槛。新证券法第十二条在有关新股发行条件中将“具有持续盈利能力”修改为“具有持续经营能力”,虽一词之差,却是非常重要、具有根本意义的修改。要求具有持续盈利能力、财务状况良好,则意味着发审部门要对企业做出投资价值上的判断,这本身是过于艰巨、甚至是不可能完成的任务;而且堵塞了短期亏损但具有较好发展前景的新企业上市之路,不利于资本市场拥抱新经济、新业态,支持服务实体经济。在已经实施的科创板相关规则中,对发行条件做了相当灵活的规定,从收入、利润、市值、研发投入等方面设置了五套标准,企业只要符合其中任意一套即可。此外,新证券法还对部分发行条件进行了优化完善。比如,将原来“财务会计文件无虚假记载”修

改为“被出具无保留意见审计报告”,这样更具可操作性;将“无其他重大违法行为”修改为“最近三年不存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪”,可以较好解决原来实践中困扰很大的“重大违法”如何认定的问题,又将负面清单限定在几类经济犯罪上,更为合理。

三是重新定位了证监会与交易所在股票发行中的职责。新证券法第二十一条规定:“国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门依照法定条件负责证券发行申请的注册。”按照国务院的规定,证券交易所等可以审核公开发行证券申请,判断发行人是否符合发行条件、信息披露要求,督促发行人完善信息披露内容。”这就较清楚地将注册制下的职责分工重新划分为“交易所审核+证监会注册”,这显然改变了以往的发行审核制度。

四是强化了欺诈发行责任人的法律责任。新证券法规定了欺诈发行责任人的回购责任,“可以责令发行人回购证券,或者责令负有责任的控股股东、实际控制人买回证券。”除此之外,还在法律责任部分大幅提高了欺诈发行的行政处罚金额。并且大幅提高了保荐人及证券服务机构的法律责任。

准确理解注册制

对于注册制,市场各方关注度很高。据笔者观察,似乎存在以下几种误解:

注册制下股票发行还要不要审?有观点认为,注册制就是“注册”,不需要再审。笔者认为,无论从理论上还是从实践上看,注册制都不是不审,只是谁来审、怎么审、审什么的问题。从理论上看,证券市场存在信息不对称和鲜明的外部性,因此证券发行都是有条件的,信息披露的质量是要求的,这些都不能没有审核。从境内

外实践来看,无论是美国模式(SEC实质审核为主),还是我国当前科创板的实践(上交所实质审核+证监会注册),注册制从来不意味着不审,这种主要通过问询方式进行的“审核”甚至达五、六轮之多,不可谓不严厉,只不过这里所指的“审”不是行政审批,而是一种事实上的问询、判断、把关。

注册制下是不是谁都可以上市?有观点认为,既然是注册制,那就是市场大门敞开,只要按要求做好信息披露,谁都可以发行上市。笔者认为,这显然理解有误。无论中外,注册制并不是取消发行条件。就我国当前的实践来看,应从两个方面来理解:一方面,注册制下发行条件确实更为宽松、灵活、包容性强。最典型就是取消对企业盈利的硬性要求,而代之以多样、可选的条件,使那些目前虽未盈利但长期有发展前景的新兴业态企业有可能发行上市。另一方面,发行仍然有诸多法定基本条件。除了五套可选指标至少需符合其中之一外,还有“具备健全且运行良好的组织机构”以及证监会规定的其他条件”(如,会计基础工作规范、内部控制制度健全等)。实际上,目前已出现多起因不符合基本条件而被否的案例。在科创板实践中,因不符合科创属性而被否的公司也不是个例。

注册制是不是只将审核地点从证监会移到了交易所?有观点认为,注册制下虽没有行政审批的形式,但仍需审得很严,只是将审核地点从证监会移到了交易所而已,实质意义有限。笔者认为,从行政许可变更而为注册,这种形式变化本身就具有重要积极意义。实际上,注册制下发行条件放宽、发行效率大大提升、发行过程更加规范透明、各方责任更加清晰明确、司法保障更加到位,这些都是中国证券市场向市场化、法治化方向迈进的重要一步,对市场的长

期健康发展具有不可估量的基础作用,不是“换汤不换药”。

结合我国科创板当前的实践,笔者认为,至少要从以下方面来全面、准确理解我国当前的注册制。
一是发行门槛明显降低。主要体现在对企业财务方面要求的降低,发行条件更加灵活、包容,更加清晰、可操作。
二是发行审核主体重新定位。简单讲就是“交易所审核+证监会注册”,证监会逐渐退隐至后台,更多回归监督作用(仍保留最后否决权)。
三是发行审核效率大大提升。从以往动辄排队几年,到目前科创板3个月的审核期限,发行上市效率得以质的提升,更有利于发行企业和其他市场参与者形成稳定的预期。

四是发行过程规范透明。注册制下全程实行电子化审核,所有信息披露文件、问询意见、反馈材料均全程上网,全部审核过程、标准置于市场监督之下,更有利实现市场三公原则。
五是法律责任更加严格。欺诈发行的法律责任大大加重,相关中介服务机构的法律责任均显著加重。同时,还首次设立了股份回购制度。

六是配套制度更加完善到位。为了配合注册制有效实施,新证券法新增了“信息披露”和“投资者保护”两章,更加强调完善了信息披露制度,尤其是创设了投资者适当性管理、先行赔付、支持诉讼、代表人诉讼等强有力的投资者保护制度。

笔者认为,新证券法全面推行注册制和上交所科创板的顺利推出,具有重要的里程碑意义,是我国资本市场向市场化、法治化、国际化迈进的坚实有力的一步,尽管其并不完美且实践效果还有待检验,但有理由相信,这将奠定市场长期健康稳定发展的制度基础。

金融科技

将对新三板产生深刻影响

□山西证券新三板行业分析师 荆迪

新三板全面深化改革远超市场预期,涵盖了股票发行、市场分层、转板制度、投资者适当性和市场监管等市场机制的各个重要领域,对于巩固新三板市场发展成果和推进金融供给侧改革具有重要的里程碑意义。

笔者认为,新三板相较于A股交易所市场,最大的优势在于构建了契合创新型、创业型、成长型中小企业属性特点的包容性准入制度。新三板自身蕴藏着海量的中小企业“数据资产”,其终身督导机制还可以有效“锁定用户时长”,根据监管要求和督导内容持续导入信披“数据流量”,这是新三板相对于交易所市场无可比拟的另一大优势。因此,如何通过运用金融科技的手段,将这些数据资产取之于市场而用之于市场,是新三板深化改革和长期发展不可忽略的重要变量因素。未来随着5G时代的到来以及大数据、云计算、人工智能和区块链等新兴技术的日趋成熟,金融科技也必然将在新三板市场机制的数字化基础建设、政策制度的落地实施以及长效机制的形成等方面产生革命性的深刻影响。

衍生细分服务场景

新三板此次深化改革的总体思路之一是与交易所形成错位发展格局。新三板在多层次资本市场体系下,需要承担起规范培育民营经济和中小企业,为沪深交易所输送优质企业资源的市场功能。

根据证监会的改革思路,将对基础层、创新层和精选层的市场结构进行差异化的制度安排,这也形成了新三板内部层次市场机制的“错位发展”。针对精选层企业,新三板将引入沪深交易所市场机制,参照交易所实施“发行承销”“连续竞价”的核心功能,并且挂牌满一年后可申请转板上市;针对不能进入精选层的挂牌企业将不引入沪深交易所的相关机制,立足于规范和培育的市场功能。

金融科技在规范和培育场景下的潜在应用价值,与新三板市场的定位发展和挂牌企业的现实需求高度契合,由此所衍生的细分服务场景和数据流量将是极其丰富的。金融科技面向挂牌企业的服务供给创新,也将对新三板市场服务体系建设和生态发展产生深远影响。

助力新三板错位发展

笔者认为,中小券商在未来新三板竞争格局加速分化的态势下,其出路在于摒弃长期以来的牌照通道思维,紧紧围绕规范和培育的错位发展需要,加快运用金融科技赋能新三板精细化服务供给,形成差异化竞争和转型发展的新赛道,同时也能够通过服务供给逐步提升所督导企业的规范性和成长性,优化存量项目的结构和质量。

目前金融科技在新三板市场的开发方向主要是围绕企业挂牌的项目流程管理、申报资料的质量控制以及风控合规的效能提升。未来,金融科技扩大的市场空间在于券商要设身处地的站在企业经营者的立场来思考服务场景,创新性地将企业成长周期的发展需求和业务痛点,精准分解成对应的线下细分服务场景,以此作为金融科技的线上开发和探索方向,这样才能扎根实体经济进行微观服务的有效供给。

在股权架构设计的服务供给方面,新三板精选层以下的大多数挂牌持股集中度高,且股东人数不超过200人,民营中小企业的实际控制人和控股股东一方面对控股权和表决权较为重视,另一方面又存在释放股权融资、交易流动和资本运作的需求,股权架构设计的潜在需求巨大。金融科技应用可以考虑根据企业不同发展阶段、不同股东持股结构、不同资本运作场景等变量条件下探索开发形成丰富的架构模型,便于券商形成对挂牌企业的股东控制权和表决权安排、股权融资的潜力预估、股权转让预留、持股平台搭建等业务需求的智能分析评价、个性化解决方案制定以及由此产生的股份变动、权益触发等信披督导的智能预警机制等。

除此之外,金融科技还可以尝试针对挂牌企业财务规范性的智能核查分析、内部控制有效性的定期智能评价与缺陷漏洞排查、融资方案智能设计与精准匹配等不同细分服务场景进行开发应用。由于金融科技的线上开发,决定于券商对不同行业领域的实际业务的深刻理解和经验沉淀,因此未来券商也只有在线下开展更加深入精细的督导服务,形成细分场景的数据流、服务框架和精准方案,才能最终探索出落地的金融科技线上服务模式和盈利模式,奠定自身在专项服务领域和细分行业领域的差异化竞争优势。

同时从中长期来看,通过运用金融科技创新和丰富券商服务供给,强化新三板服务生态体系建设,可以使优质挂牌企业的规范性和成长性得到进一步提升,实现精选层的储备和新三板对交易所的“向上输送”;也可以使占比90%左右的基础层挂牌企业,即使中短期内无法在市场融资功能和交易功能方面得到充分体现,但通过精细化的服务供给也会得到实实在在的“获得感”,极大增强中小企业在新三板市场的“存在感”,实现对未挂牌企业的“向下吸引”,真正落实新三板在多层次资本市场“承上启下”的定位功能。

对挂牌企业精准画像

此次深化改革表明新三板市场机制的长期建设只会借鉴吸收现行的交易所经验,而并不会进行简单的照搬复制,其改革发展从根本上还是立足于自身的独特性。在投资者门槛方面,改革后的投资者适当性标准虽然进行了大幅调整,但明确了新三板并不会通过全面放开投资者门槛来制造流动性。从长期来看,新三板仍然将是多层次资本市场体系下保持最高投资者准入门槛的市场板块。在交易机制方面,改革后的基础层、创新层企业的竞价频率虽然提高了5倍,但比照连续竞价的交易方式,流动性限制仍然较大,表明了精选层以下的市场层次不是以交易驱动为手段的市场。

新三板的高投资者门槛和特有交易机制共同构成了对系统性风险的总体控制,与挂牌企业的属性和生命周期特点高度匹配。因此,如何在新三板的特有机制下全面激发市场活力,将是其深化改革的长期任务。

新三板综合信息平台建设可以围绕挂牌企业的财务规范性、合法合规情况、产品研发和创新能力、采购销售等业务环节的运营情况、近期经营成果、手写订单和业绩预测、现有增信措施、社会责任贡献及后续财政资金、银行信贷的使用情况等方面为挂牌企业建立“多维立体、一目了然”的信息档案。同时,充分运用大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段,深度挖掘挂牌企业信息资源,形成不可篡改的真实数据链和智能动态分析评价,实现对挂牌企业的“精准画像”,有效解决信息不对称和控制融资信用风险,与财政资金支持和银行信贷产品形成科学匹配,进一步引导财政资金、银行信贷向新三板市场下沉,提升挂牌企业的持续经营能力和市场获得感。