

# 监管部门完善债券违约处置机制

## 加大逃废债打击力度

□本报记者 赵白执南 彭扬

12月27日,中国人民银行会同发展改革委、证监会起草了《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知(征求意见稿)》(以下简称《通知》)。同时,中国银行间市场交易商协会发布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南》等三项规则。

业内人士表示,监管部门聚焦公司信用类债券违约处置,对市场关注的多项热点予以回应,包括加大对逃废债打击力度、健全违约前的风险防范与处置机制、实现受托管理人“从无到有”集中维权、提高违约处置效率等。

### 填补多项制度空白

Wind数据显示,截至2019年12月27日,

公司信用债票面总额为69038亿元。

近年来,伴随经济下行压力加大和产业结构调整,债券市场风险事件及违约情况有所增加。

从风险处置方式看,当下绝大多数风险处置方式属于违约后处置,处置效率也有待提高。如果在违约前协议双方能达成债务重组协议,将风险处置从违约后提至违约前,对降低违约率、降低投资人损失好处多多。此外,提高违约处置效率,也有利于保护投资人权益。

此次三部会与交易商协会发文,在相关方面做了详细规定。央行会同发展改革委、证监会起草的《通知》明确了违约处置的基本原则、丰富市场化违约债券处置方式、加大对发行人逃废债的打击力度。

中国证券报记者了解到,此项文件的出

台填补了我国债券违约处置机制的很多制度性空白,有利于提升组织效率,加快风险出清,维护债券市场的长远发展。

### 提高违约处置效率

在中国人银行的指导下,交易商协会发布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南》(以下简称《指南》)、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具受托管理人业务指引(试行)》及其配套文件(以下简称《指引》)、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程(修订稿)》(以下简称《规程》)。

中国证券报记者了解到,《规程》建立了分层的议案表决机制,提升持有人会议在庭外重组中的作用。充分借鉴境外关于

议案分层的机制,在广泛征求意见的基础上,确立债券要素变更等六大类事项为特别议案,给存续期债券重组提供了可能性和灵活性。

《指引》则是解决了与司法程序对接不畅的难题。推出后受托管理人可以代表整个债项的投资者集中参与申请财产保全、诉讼、破产等司法程序,相较单一投资者自行参与司法程序,既提升了处置效率又节约了司法资源。

债券市场资深人士对中国证券报记者表示,《指南》出台前期,市场在自发处置违约过程中,积累了一些成功经验,同时也发现一些问题。对此,《指南》总结经验,针对问题专门做出指导,以提高违约处置效率,保护投资人权益,旨在帮助有条件的困境企业度过流动性危机。

## 证监会开展 新三板改革投教专项活动

□本报记者 曾秀丽

证监会新闻发言人高莉12月27日表示,为进一步做好新三板改革投资者教育保护工作,切实维护广大投资者合法权益,证监会近日以“三板新风,携手向前”为主题,组织开展新三板投资者教育专项活动,引导广大投资者正确认识新三板改革的制度安排、运行机制,稳定市场预期,理性参与新三板投资。

高莉介绍,活动主要包括以下内容。一是向投资者解读新三板改革的制度安排、运行机制。深入讲解新三板改革涉及的规范性文件、自律规则,帮助投资者及时、准确理解新三板改革制度要点,特别是在发行交易、市场分层、信息披露、公司治理、适当性管理等方面与改革前制度机制的差异。二是做好对投资者的预期引导、理性教育等工作。广泛普及新三板改革知识,提示相关风险,让投资者全面了解新三板改革的积极意义,客观认识新三板的投资机会和投资风险,强化理性投资和风险防范意识。

高莉指出,此次活动将立足投资者实际需求,积极发挥媒体作用,借助图文、动漫、视频音频等多种形式,刊载投资者问答、解读评论,播放风险提示词条,开展现场宣讲、走进校园、走进公众公司等活动,将新三板投资知识和权益保护知识送到广大投资者身边,督促检查相关经营机构落实新三板适当性管理等投资者保护要求,为新三板改革营造良好环境,促进多层次资本市场持续健康发展。

## 明年财政政策 将更加注重结构调整

□本报记者 赵白执南

12月26日至27日,全国财政工作会议在北京召开。会议指出,2020年积极的财政政策要大力提质增效,更加注重结构调整,从“质”和“量”两方面发力。

会议指出,要贯彻中央经济工作会议决策部署,巩固和拓展减税降费成效,切实做好财政收支工作,发挥好财政资金精准补短板 and 民生兜底作用,加大对地方特别是困难地区的财政保障力度。同时,要用改革的思路和方法,继续创新和完善宏观调控,注重财政政策与货币政策协同精准发力,加强与就业、消费、投资、产业、区域政策协调配合,提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。

会议指出,2020年要重点做好八项工作。一是着力支持打赢三大攻坚战,推动如期全面建成小康社会。继续加大财政扶贫投入力度,确保实现脱贫攻坚目标任务。重点支持打好蓝天、碧水、净土保卫战,推动实现污染防治攻坚战阶段性目标。强化监督问责,从整治乱举债乱担保,有效遏制隐性债务增量,防范化解地方政府隐性债务风险。二是着力推进创新发展和产业升级,大力促进实体经济健康发展。推动产业转型升级,支持新能源汽车发展,研究建立与支持创新相适应的政府采购交易制度、成本管理和风险分担机制。支持科技创新,健全鼓励支持基础研究、原始创新的体制机制。支持中小企业发展,做好清理拖欠民营企业、中小企业账款工作。三是着力贯彻实施乡村振兴战略,加快推进农业农村现代化。四是着力提升提升地区间财力均等化水平,促进形成区域协调发展新格局。五是着力保障和改善民生,切实增强人民群众福祉。六是着力推进财税体制改革,加快建立完善现代财政制度。七是着力强化财政管理监督,切实提高财政资金使用效益。八是着力深化国际财经合作,促进更高水平对外开放。

## 深交所与工信部 构建中小企业培育服务新机制

□本报记者 黄灵灵

12月26日,深交所与工业和信息化部签署《优质中小企业上市培育战略合作协议》,就共建中小企业上市培育机制,支持优质中小企业对接资本市场,拓宽民营企业直接融资渠道等问题座谈交流。这是双方认真贯彻落实党中央、国务院《关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》《关于促进中小企业健康发展的指导意见》要求,服务支持实体经济的具体措施,有助于提高直接融资规模、促进优质中小企业利用资本市场做优做强。

深交所有关负责人介绍,深交所与工业和信息化部在服务中小企业发展方面长期保持紧密合作关系,自2002年起连续共同主办9届中小企业融资论坛,持续完善中小企业投融资对接服务。本次协议签署将实现工业和信息化部中小企业宏观管理和深交所中小企业金融服务生态体系职能互补,共同构建中小企业培育服务新机制,支持专精特新“小巨人”、制造业“单项冠军”等优质中小企业对接资本市场,形成推动中小企业提质增效和转型升级的更大合力。

中小企业是国民经济和社会发展的生力军,是扩大就业、改善民生、促进创新发展的重要力量,其中民营企业占到绝大多数。工信部近期出台一系列制度措施,健全支持优质中小企业发展的政策体系,引导中小企业走“专精特新”发展之路,提升中小企业创新和专业化能力水平,带动更多社会资本扩大对中小企业的股权投资规模,着力缓解中小企业融资难融资贵问题。

深交所深耕服务中小企业和创业创新,已经形成特色鲜明、专业高效的金融服务生态体系,支持大批民营企业、科技企业、成长型企业上市做优做强,引导撬动大量社会资本流向急需资金支持科技型中小企业,切实发挥金融服务实体经济的作用。

截至2019年12月20日,深市中小板和创业板上市公司合计1732家,占深市上市公司数量的78.62%,累计筹资总额3.3万亿元,其中民营企业数量占比超过八成。挂牌各类固定收益产品6004只,托管市值合计2.07万亿元,为民营企业累计提供融资7321亿元,资产证券化融资5048.1亿元,其中中小微企业供应链资产证券化融资3287.8亿元。

## 正视风险事件 公司治理常抓不懈

□本报记者 周文天

### 回归理性

盘点这一年“爆雷”的公司,可以发现一些共性的问题:不务正业、内控失效、大股东违规担保、大股东违规占用资金、内幕交易、质押率高。以康得新和康美药业为代表的财务造假事件,引发市场强烈关注。

其实,有的公司风险早已积聚,舆论早有议论,监管部门也提前关注,风险实际已向市场充分揭示。业内人士认为,投资者应该理性地把行业周期性调整等因素造成的短期暂时困难公司,和真正“爆雷”公司区别开来。有一些深耕主业、专心经营的公司,也难免遇到困难,不能简单贴上“爆雷”标签。

事实上,2019年风险释放的上市公司中,除了少数几例因财务造假导致“爆雷”,很大一部分公司是受商誉减值的“后遗症”影响。Wind数据统计,2019年前三季度上市公司商誉总额达到了1.385万亿元。而历史高峰是去年第三季度的1.447万亿元。

浙商证券研报认为,商誉不等于商誉减值高。有商誉不意味着一定会发生商誉减值,但是一旦业绩不达预期,商誉减值的风险就会增加。

业内人士认为,并购重组是一把“双刃剑”,在市场景气度高亢时能为公司带来协同效应,而当业绩承诺不达预期时,并购的高额商誉也给公司带来了沉重的包袱。高估值的浮华表象之下,商誉减值引发业绩“爆雷”已引起了投资者的关注。但相对来说,2019年的商誉减值风险或远低于2018年。

北京某私募经理认为,风险释放之后,部分公司的性价比和隐含回报率在不断提升,相应的投资策略是坚持价值投资,挖掘价值,使好公司、好管理层获得应有的估值溢价。

### 完善治理体系

业绩预告变脸、个别上市公司股东涉嫌输送利益等,这些风险事件反映出优秀职业经理人的缺乏、企业的所有权和经营



回顾2019年资本市场,A股上市公司看似“黑天鹅”频现,其实风险大多已提前预警。风险释放之后,公司的性价比和隐含回报率正在不断提升。

业内人士指出,正视、反思风险事件的诸多教训,从投资者角度来看,应坚持回归本源,坚守价值投资;从上市公司角度来看,公司治理须常抓不懈,敬畏市场,敬畏法治,保护投资者利益。

权边界不清晰。因此,应强化上市公司治理,尽快补齐制度短板。

专家表示,关联交易、利益输送、一股独大等现象,反映了公司治理结构中股权结构的不合理。当控股股东或大股东拥有

绝对股权和控制地位时,存在通过股权融资、关联交易、资金占用甚至担保等形式完成利益输送的可能性,既增加了经营风险,又损害了中小股东的利益。

北京锦略律师事务所合伙人余伟平接受中国证券报记者采访时指出,企业经营复杂,需要经营管理执行权的专业化运作,应推行职业经理人制度,核心是确定和落实职业经理人的权力,让公司治理更加完善。许多上市公司形式上建立了法人治理结构,但现实中董事会特别是董事长既行使决策权,又行使经营权,没有明确分开,权力不能形成制约,容易侵害中小股东利益。

专家呼吁,上市公司治理体系的完善刻不容缓。上市公司不仅应具备较强的价值创造能力,还要形成有效制衡的治理体系,并接受监管部门、中介机构、媒体等监督。市场外部规则完善,公司内部框架合理,高质量、治理好的公司,才能行得正,走得远。

### 强化内控练好内功

对于上市公司来说,要提高防控能力,

防范化解重大风险,保持企业持续健康发展,首先就必须强化内部控制,练好内功。

专家表示,应完善公司的监察制度,使监事会真正拥有管理监察的权力,有助于提高内部控制制度的合理性和公平性,有利于推动公司内部运行效率的提高。

一位“金牌”董秘表示,最担心上市公司一股独大。“一言堂”的公司在决策上大多都由大股东决断,使利益偏向大股东一方。要加强分权与制衡,在公司内部形成平衡。该董秘给出建议:“公司的决策权和经营权应该分离,董事会席位中除了总经理以外,其他高管不兼任董事。”他认为,董事会下设各委员会,使权力得到制约,在重大事项时层层审批,才能减少决策失误,提高公司内部的运作效率和质量,推动公司高质量发展。

值得注意的是,2019年公布的上市公司内部控制审计报告中,有52家上市公司被出具了否定意见,其中最主要的原因是大股东资金占用、违规担保、信息披露等。

业内人士表示,提高上市公司质量和内控水平,才能有效“排雷”,降低业绩“变脸”的概率。

## 突击“保壳”和“过度”理财受严查

□本报记者 黄灵灵

每到年底,上市公司业绩保卫战都别样“精彩”。其中,“被\*ST”或者暂停上市公司的“保壳大战”尤为抢眼。值得注意的是,无论是在年关将近时紧急通过突击交易“保壳”,还是在平时便通过“过度”理财增厚利润,部分公司总会不同程度存在偏离主业、脱离向虚之嫌。

从监管问询及关注重点来看,监管部门对此保持高压监管态势,严查突击交易,并对“过度”理财的公司进行关注。分析人士指出,在A股投资者结构持续完善,价值投资理念愈发深入人心的背景下,公司经营偏离主业犹如“踩钢丝”,终将被投资者摒弃,聚焦主业才是正道。

### 突击交易“保壳”引关注

每到年关,便有一些被\*ST或者暂停上市的公司动“副业”的心思,酝酿“保壳”大战。

据统计,截至2019年三季报,在A股市场中,由于两年连续亏损导致\*ST的公司中共有36家公司亏损,存在较大的暂停上市风险;除\*ST德奥外,A股市场8家暂停上市公

司,归属于母公司股东的净利润均为负,终止上市风险明显。

而上市公司保壳套路中,最为常见的就是出售子公司股权和卖房卖地。Wind数据显示,2019年12月以来,已有至少9家A股公司公告拟出售房产,涉及面积近3万平方米,预估价值超6亿元,合计测算能够为上市公司增加近2亿元净利。

突击卖房创收与上市公司手握大量投资性房地产不无关系。近10年来,A股上市公司持有的投资性房地产总市值不断攀升。Wind数据显示,截至今年三季度末,在3747家A股上市公司中,共有1839家上市公司持有投资性房地产,占比达49.08%,持有投资性房地产的总市值高达1.33万亿元。

此外,出售子公司股权也不鲜见。兴业矿业12月14日披露公告称,拟出售三家公司股权,预计将产生2.32亿元处置收益,而公司2018年、2019年前三季度均为亏损,该笔交易对公司2019年业绩至关重要。

### “过度”理财受质疑

上市公司“过度”理财增厚利润也是偏离主业的表现。

一位深圳上市公司董秘表示,尚未使用完毕的募集资金是上市公司购买理财产品的重要来源。一方面,上市公司利用闲置资金购买理财产品有其合理性,在保障主业正常发展的前提下,上市公司购买期限较短、安全性和流动性较强的理财产品,可以有效提高资金使用效率;另一方面,相关监管规定明确上市公司可以将暂时闲置的募集资金进行现金管理,且现行监管规则也对上市公司购买理财产品应当履行的信息披露义务作出明确规定。

值得注意的是,2019年以来,上市公司购买理财产品的家次和金额已有所下降。Wind数据显示,截至2019年11月末,A股上市公司购买理财产品的数量和金额分别为18307家次和12064万亿元,同比下降20%和25%。

### 监管部门高度关注

从监管问询及关注重点来看,监管部门对上市公司年底突击交易和“过度”理财行为保持高度关注。

以深交所为例,据不完全统计,2019年12月以来,深交所已就上市公司年底突击交易发出关注函20余份,重点关注交易必要

性、估值定价合理性、处置损益的确认时点以及交易对方的履约能力等问题。

此外,购买大额理财产品,理财产品收益占比较高、募集资金项目进展缓慢的上市公司,也可能被“盯上”。如宋城演艺,公司于2019年6月21日召开董事会审议关于使用20亿元闲置自有资金进行证券及理财产品投资相关议案,对此,深交所发函关注公司是否具备投资股票、债券、基金产品的投资经验,是否具备与投资规模相适应的投资团队及投资能力,证券及理财产品投资是否影响公司的正常经营。

“交易所主要是督促上市公司做好提示风险,仍需要投资者提高自身对上市投资价值判断能力,一是看公司主营业务收入及利润增长情况,二是看公司经营是否聚焦主业。”武汉科技大学金融证券研究所所长董登新表示。

董登新指出,在A股投资者结构持续完善,价值投资理念愈发深入人心的背景下,公司经营偏离主业犹如“踩钢丝”,终将被投资者“用脚投票”摒弃,敬畏专业、聚焦主业、提升质量、筑牢护城河,才是企业生存发展的根本之道,也更有利于资本市场的健康发展。