

# 高收益债券开闸亟需解决六大难题

证券时报记者 李东亮

作为缓解中小企业融资压力的有效途径,高收益债券(又称中国版垃圾债券)作为行业的新品种,近期已成为业界关注的焦点。尽管高收益债券何时正式开闸尚未能得知,但接受证券时报记者采访的证券界和资信评估界多位人士均认为,新业务开闸还存在发行主体准入门槛、合格投资者标准、对冲机制、发行体制、发行方式、相关配套政策等六项难题亟待解决。

## 发行主体准入门槛

高收益债券于20世纪70年代兴起于美国,主要用于满足成长性较好,但又达不到在传统债券市场融资标准的中小企业的资金需求,这与国内中小企业目前面临的困境极为类似。据宏源证券固定收益部统计,截至2011年末,美国整个债券市场规模为30万亿美元,高收益债券存量达1.5万亿美元,约占整体份额的5%。我国发展高收益债券的条件已初步具备,且前景将非常广阔。”宏源证券固定收益总部总经理吴志红表示。

对于高收益债券发行主体准入门槛的设置,业界普遍认为,如门槛过高,则可能将部分有资金需求的企业限制在门外,门槛过低则可能令部分偿债能力较差的企业通过高收益债券取得融资,若该企业未能及时偿债势必侵害投资者利益。因此,高收益债券门槛的设置,需兼顾发行主体和投资者的双方利益,这已成为业界关注的政策问题之一。

我国监管机构对发债主体的控制一直较为严格,已经公开发行的债券企业的信用评级普遍较高。除中小企业集合发债外,发债主体的信用评级都在A级(含A级)以上,国内市场也由此默认信用评级低于A级的企业所发行债券都是垃圾级债券。但事实上,无论从理论角度还是从国外市场经验来看,BBB-A级企业仍然具有较强的偿债能力。

对此,鹏元资信评估有限公司副总裁、中国证券业协会证券资信评级专业委员会委员周沅帆表示,理论上,BB级(含BB级)以下的债券才被称之为垃圾债券,美国BBB-A级的债券违约率仅为1%~2%,高达10%的收益率可以弥补其风险。因此,将垃圾债券的信用评级定位为BBB级较为合理。

周沅帆进一步指出,就目前来讲,由于我国债券市场各项制度并不完善,对发行主体进行适当限制有利于债券市场的发展。但从长远来看,为了充分发挥债券市场的风险发现和转移功能,应逐步放宽对发债主体的限制,使低于BBB级的企业也能通过债券市场进行融资。

吴志红则认为,在高收益债券推出之初,为使高收益债券这一固定收益市场的新品种能够持续发展,市场规模能够稳步扩大,在发行主体的确认上需要把握谨慎性原则,特别是在高收益债券推出之初,更要对发行主体的财务状况、所属行业、发展前景、资金用途等方面加以规范和约定。

## 合格投资者标准

合格投资者的设定和培育关乎未来高收益债券的流动性及发行企业的融资成本。据证券时报记者调查显示,券商和公募基金等机构中,目前大多没有参与认购高收益债券的意愿,券商债券承销部门普遍担心高收益债券的销售存在较大难度。如何设定合格投资者门槛、吸引更多合格投资者进入高收益债券市场,则成为推出高收益债券前亟待解决的又一问题。

周沅帆表示,当前监管层的构想是给投资者松绑,降低投资门槛。可以通过放宽机构投资者的准入标准,让银行理财产品、信托产品、券商集合理财产品都可参与中小企业高收益债券投资;放开丙类结算账户,让更多的机构投资者参与;加快组建高收益债券基金等。

周沅帆进一步指出,在个人投



官兵/漫画

资者中,应主要考虑净资产较多、资本市场经验丰富的高净值客户,该类投资者分散风险手段相对较多,应鼓励其积极参与高收益债券的投资。目前交易所对较高净资产的定位是:个人投资者净资产为50万元以上、最近3年内具有10笔以上的债券交易记录。但实际操作中,对高收益债券投资准入的设定则可根据情况适当放宽,如果个人投资者在资本市场经验较丰富,盈利经历较多,可适当降低准入门槛。

对于个人投资者门槛的设置,吴志红表达了同样的观点。他认为,尽管目前对于个人投资者能否参与高收益债券投资还未做定论,但对风险承受能力强的高净值客户的适当放开则具备可行性。

而对于如何吸引合格投资者参与高收益债券的认购和交易,业界认为转移和对冲高收益债券的风险是关键所在。

周沅帆还建议,应缩短高收益债券期限、通过一定的抵押融资方式来补充交易流动性、引入担保公司以及保险公司为债券提供信用增级、引入国外做市商机制、引入“发行失败”机制、引入偿债基金机制、提供债转股机会、签订债权人利益保护协议。

吴志红则认为,转移和对冲高收益债券的风险,欧美等成熟市场的方法主要有两种。一是转移风险,通过创造金融衍生工具,如信用违约互换、债券抵押债务凭证等,将自身持有债券的违约风险转移出去;二是分散风险,资产组合的违约风险要低于单只债券,因此,可通过成立高收益债券的ETF或基金来构造分散化的投资组合,以降低高收益债券的系统性风险。

## 对冲机制缺陷

在欧美等国外成熟市场,信用风险转移和对冲的金融产品层出不穷,为国外债券市场的发展起到了不可估量的作用。国内在推出高收益债券的风险对冲制度设计上,也应有此考虑。业界人士认为,高收益债券的推出可借鉴国外做法,引入信用违约互换(CDS)、债券抵押债务凭证(CBO)和风险缓释合约(CRM),以转移和对冲信用风险。不过,尽管业界对于引入风险对冲工具颇为期待,但引入上述哪种合约尚存在一定分歧。

事实上,在CDS合约中,CDS买方需定期向CDS卖方支付一定的费用,这被视为是一种保险费的支付。如未出现信用违约事件,则CDS卖方无需任

何现金支付;而一旦信用主体出现违约,CDS卖方有义务以现金形式补偿债券面值与违约事件发生后债券价值之间的差额,或者以债券面值购买CDS买方所持债券。这样,CDS的买方相当于为自己持有的债券购买了一份保险。而CBO将债券组合经过结构化重组,将来自多个债务人的现金流转化为一组分属不同层级的新产品,从而满足了不同投资者的需求,同时转移了信用风险。

据周沅帆介绍,目前我国的信用风险缓释工具就类似于CDS,但其自2010年推出来一直处于不温不火的局面。因此,我国需要解决的是将信用风险缓释工具引入到高收益债券中。我国的信用风险缓释工具目前主要由银行创设,由于其高杠杆性会对金融

## ■记者观察 | Observation |

# 重铸债市业务链格局

证券时报记者 李东亮

中国版“垃圾债”的推出,对缓解中小企业融资压力、促进小微企业发展,推动国内产业结构调整,甚至对整个债券市场的业务链,都无疑会带来深远的影响。

鹏元资信评估有限公司副总裁、中国证券业协会证券资信评级专业委员会委员周沅帆表示,对于实体经济而言,中国版“垃圾债”的推出将有助于拓宽中小企业融资渠道,一定程度上缓解中小企业的融资困境。此外,高收益债券较高的发行利率以及投资回报率,将有助于吸引资金投入,为游离于金融监管体系之外的资金提供一个良性出口,从而打击地下钱庄,

维护金融稳定。相对于信托以及民间借贷,高收益债券的发债成本相对较低,有利于降低中小企业融资成本。

对于评级公司而言,周沅帆认为,高收益债券对信披以及评级的要求极高,市场对评级机构的依赖也将由此加重,这无疑为评级公司的业务拓展提供了广阔空间。鉴于当前我国债券市场几无违约先例,评级机构的评级质量也因此无法验证。高收益债券的出现,将打破这一局面,促进评级机构改进评级技术,继而规范评级市场的竞争,这无疑将有利于评级行业的发展。

业界认为,高收益债券的推出,将丰富债券投资品种和推动收益率

系统风险造成冲击,因此在引入过程中,还是要从源头上杜绝完全没有偿债能力的企业,同时辅以CDS作为增加高收益债券吸引力及流动性的工具。此外,为避免将风险全部集中在银行,可采取建立高收益债券偿债基金以及引入其他风险偏好机构,由这些机构作为CDS的对手方,对于CDS的扩容有更大帮助。

吴志红则认为,从国外高收益债券市场发展的经验来看,信用违约互换和债券抵押债务凭证的确对转移高收益债券的风险有着积极意义,但由于其衍生产品的复杂性和高杠杆性,也造成了2007年的“次贷危机”。特别是债券抵押债务凭证,其高杠杆性的特征使得危机的负面冲击呈几何级数放大。结合我国目前固定收益市场的现实情况,我国银行间市场已经有风险缓释合约,这一产品类似于信用违约互换,因此可以先发展这一类产品来转移风险。

## 发行方式选择

对于高收益债券的发行方式,有业界人士认为,高收益债券发行采取私募方式较为合理,将发行对象限制在10名以内,以控制风险波及面。不过,也有券商固定收益部负责人认为,以私募形式可能会导致发行困难,限制高收益债券市场的发展。

据中信证券一位不愿具名的固定收益业务负责人介绍,根据美国《证券法》,企业发行高收益债券既可以选择公开发行,也可选择私募发行,只是前者需要登记注册,而后者则无需登记注册。目前来看,监管层对于高收益债券采用备案制的可能性较大,业界观点也由此更倾向于选择私募发行,但对于发行对象数量的界定则分歧较大。

吴志红表示,债券市场中高等级信用债违约的可能性非常低,因此这种类型的信用债实际上应该先行使用备案制;而对于违约风险较大的高收益债,则应采用审核制,不应出现“高等级债券用审核,低等级债券用备案”的情况。高收益债券采取私募发行,且发行对象数量不超过10名的优势在于,其风险仅限于投资风险和违约风险,不会出现“投资风险扩大成为社会事件”的情况,毕竟能够参与私募发行的投资者多为机构投资者,具备相应的风险识别和承受能力。

周沅帆则提出了不同的看法。他认为,私募发行方式本身存在一定弊端,一方面在于易导致发行失败,另一方面,对单个投资主体而言,风险较大。

周沅帆指出,当前为锁定高收益债券的发行,采取私募发行有其合理性,但宜放宽投资主体数量,20名以内为宜,同时结合询价机制,更能体现市场化,也能综合体现市场资金的承受力和投资主体对的认同程度。如果认购对象有限,认购主体可能认购金额并不能全额认购发行额,主承销商销售压力较大,对于发行企业而言可能转换为其发行成本。同时由于投资主体较少,单个投资主体认购的份额就会偏大,这显然有悖于分散投资的理念,累计风险较大。

## 发行制度之争

有报道称,高收益债券或将采取

备案制。部分业界人士就此认为,这可能造成数以万计的企业为发行高收益债券进行备案,一旦出现风险事件,波及面将非常广泛,进而影响高收益债券市场的良性发展,发行总量如何控制,也为业界关注的另一政策焦点。

有业界人士提出,在高收益债券的发展初期,监管部门需要进行适度审核,或者在实行备案制的同时进行总量控制。也有业界人士提出,因为市场会在发行端进行自我控制,因此不需监管部门再对备案制配套总量控制制度。

吴志红表示,监管部门的确鼓励高收益债券市场的发展,但发展初期一定要稳步推进,应当由监管部门和市场专家对发行主体的财务情况、营运情况、发展前景进行综合评判。实行备案制,一是会出现“高等级债券用审核,低等级债券用备案”的窘境;二是一旦出现较多的违约事件,对高收益债券市场,甚至对整个债券市场都会形成负面影响。

周沅帆则认为,总量控制的必要性并不存在。首先,我国债券市场自身规模就很小,高收益债券的发行对这个市场并不会造成太大冲击。其次,当前我国投资者大多数是风险规避型的,在市场资金紧缺时,投资者资金会自动流向信用水平较高、风险较低的债券;在市场资金充裕时,机构投资者会主动识别高收益债券的风险,有选择性地投资,因此无需总量控制。

此外,周沅帆还表示,若监管层每年约定一个发行额度,无疑会给市场传达一个信息,即高收益债券的风险过大,继而成为高收益债券的发展障碍。另一不乐观的后果是,一些信用较差的中小企业就会采取寻租等方式抬升发债的机会成本,而急需资金的、较为优质的中小企业则会选择其他方式融资。这种逆向选择的出现,会令市场充溢了真正意义上的垃圾债券,高收益债券市场会成为不完全竞争市场。

## 配套制度待完善

在完善制度建设方面,业界普遍认为在推出高收益债券之前,应首先完善相关配套制度的建设,包括信披机制以及偿债违约机制等,以促进未来高收益债券市场的发展。

周沅帆表示,配套制度主要包括六项,包括强化信披机制;建立保护投资者的破产清算制度;完善信用评级、审计制度、违约问责机制;建立受托管理人机制;建立债券投资者保护基金;对破产发行人提供部分偿还保证。

周沅帆进一步指出,信披机制和评级、审计制度,可以降低市场融资方和投资方的信息不对称,提高投资者风险识别能力;违约责任机制的存在,可以在债券发行前明确违约时债务人、发行人高级管理人员以及中介机构的责任,从而强化其在债券发行及以后过程中的履行应尽的职责;而受托管理人制度的作用主要在于,对债券信用情况做出预警,及时向持有人提示风险,当债券发行人出现违约时,代表全体持有人从维护权益的目的出发,根据实际情况提出采取行动的提议,并参与执行,如债权的加速行使或延缓行使以及提出集体诉讼等。

债券的推出进一步推动了管理层以及市场投资者对我国固定收益市场发展的重视和关注,有利于促进管理层对我国债券市场发行机制及规定的重新审视和思考。”

接受记者采访的多家券商固定收益部业务负责人均表示,高收益债券利率将超过“140%”这一上限,该条例将会制约高收益债券的发展,业界为此呼吁监管部门重新审视相关政策。此外,部分业内人士认为,“企业发行债券余额不超过其净资产的40%”的规定,同样不利于企业自主选择融资渠道、调整融资结构,建议监管部门在研究高收益债券发展的同时,重新审视和研究这一法规,以推动高收益债券市场乃至整个债券市场的发展。