

# 公司债半年输血实体经济超6000亿

对于公司债刚性兑付问题,业内认为打破是趋势,但可以有个过程,先打破债务涉及范围小的,最后到大公募

证券时报记者 曹福斌

今年1月15日,证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》(简称办法),办法自发布之日起实施。在新规作用下,今年公司债的发行规模快速增长。自首只新公司债今年5月在上交所发行后,据统计,在今年6月份-11月份的6个月时间里,非金融企业发行公司债约6400亿元,平均月增加规模逾千亿元。

公司规模的大幅增长与新规一方面大规模扩大发行主体,丰富发行方式,扩大公司债交易转让场所;另一方面大大提升发行效率,取消保荐制度和发审会制度,私募公司债采取市场化的自律组织备案制都有着直接关系。快速壮大的公司债对解决实体经济融资困境具体效果怎样?中介机构应该如何担起责任,把公司债发行前后风险?投资者对维护自身权益有何诉求?如果打破刚性兑付,出现违约应当如何处置?

对此,证券时报记者上周赴上海、浙江、安徽等地调研了部分公司债发行主体、中介机构、机构投资者等,并与他们展开了深入交流。

## 半年输血实体经济超6000亿

在经济下行压力加大,企业融资难、融资贵的背景下,公司债新规可谓一场实体经济的及时雨。

统计数据显示,自2007年证监会发布《公司债券发行试点办法》以来,8年的时间里,公司债一共发行了9700多亿元。2014年前11个月,各类企业发行公司债3303亿元,其中非金融类企业发行1443亿元。今年前11个月,各类企业发行公司债1.5万亿元,其中非金融类企业发行近7000亿元。而在自首只新公司债发行后的半年多时间里,非金融类企业公司债就发行了约6400亿元。

公司债发行的放量增长与证监会推进公司债发行改革不无关系。公司债新规的重要特点是简政放权、宽进严管。有五大突破:一是将发行主体由过去的上市公司扩大至符合条件的所有公司制法人;二是简化审核流程,实行大、小公募和私募债券的分类管理;三是私募债券实行事后备案和负面清单管理;四是强化承销商、评级机构、会计师、评估机构等中介机构职责;五是加强事中事后监管,加强投资者保护。

事实上,办法出台后,公司债是用注册制的理念,核准制的形式在发行。这大大提升了公司债发行效率。《证券法》明确规定公开发行公司债券审核期限不超过3个月。

证券时报记者在调研中了解到,正奇金融、浙江省国资运营公司、吉利集团、精工钢构、远东租赁等公司债发行基本都在1个月左右时间就完成了。

今年7月29日,精工钢构发行了6亿元公司债,期限5年,票面利率5.2%,募资净额用于偿还公司银行贷款以及补充流动资金。精工钢构董事长方朝阳表示,因为公司是建筑行业,当工程确定后,预付款一般30%都不到,前期资金需求量特别大,需要大量垫资。公司原来基本是靠间接融资,借的是短期的银行流动性贷款,对公司短期资金压力非常大,一旦经营出现波动对公司冲击非常大。公司债发行后,现在直接融资比重已经占到25%-30%左右。

作为类金融机构的正奇金融,同样遭遇了融资困境。正奇金融董事长俞能宏表示,类金融企业不具有金融机构的业务资格,难以享受到国家对金融机构的优惠政策,融资困难,且融资成本高。在2014年6月份之前,正奇金融主要通过间接融资取得资金,融资渠道单一,融资额受限。办法出台后,正奇金融第一只公司债是在今年7月30日提交发行申报材料,9月1日发行,9月18日上市,发行规模5亿元,债券期限3年,票面利率3.98%,从申报到上市只用了一个半月。大大缓解了公司融资难题。

作为汽车制造商的吉利控股,也于今年夏天拿到了30亿元公司债发行的批文,分期发行,11月份发行了首期20亿元规模,债券期限6年,利率3.88%。将有效支持公司汽车制造的转型升级。吉利控股首席财务官李轶梵表示,

资信评级监管是一个世界性难题。证监会一直在研究改进评级机构监管的方法,据了解,近期证监会刚刚完成了评级机构的现场检查,结合评级标准、评级方法等重点关注一致性原则的执行情况。

目前,中国公司债市场已远超万亿规模。对于打破刚性兑付,业内认为,这是趋势,但可以有个过程,首先是机构投资者、私募债,机构投资者有较强的抗风险能力,私募债涉及范围小,然后是小公募,最后到大公募。

随着5.0标准(到2020年,当年生产的乘用车平均燃料消耗量降至5.0升/百公里)的实行,到2020年,90%的汽油车都要淘汰掉。未来,吉利汽车将加快从传统汽车向新能源汽车转型,并致力于成为中国领先的新能源汽车公司。李轶梵认为,混合动力车,插电混合车是最有潜力的车,到2020年,吉利新能源车占比将达九成。此前,吉利已经在新能源车领域布局了8年。通过公司债低成本、高效率融资,有助于吉利更好地转型升级。

在传统汽车业务上,吉利业绩依然亮丽。今年前10月,吉利汽车销量同比增长约20%,而同期国内乘用车销量仅增长4%左右,轿车销量同比则出现下滑。根据最新统计数据,今年1-11月吉利汽车销量为45.62万辆,同比增长约23%。

## 优化企业财务结构降低融资成本

公司债的发行不仅大规模输血实体经济,同时提升了公司的直接融资比重,优化了财务结构,其普遍低于同期银行贷款及中票的利率也有效降低了企业的融资成本。

俞能宏称,2014年6月份之前,正奇金融主要通过间接融资取得资金,银行及其它金融机构借款和股东借款占比分别为92%和8%。2014年6月后,正奇金融发行了三期资产证券化产品,债券办法出台后,正奇金融立马抓住机遇发了公司债产品,目前正奇金融直接融资比重已达47%。

处于产能过剩的钢铁行业,宝钢集团在去年12月发行了40亿元三年期可交换公司债,票面利率1.5%,这也是国内首单可交换公司债。一开始便受到了投资者的踊跃认购,上市后其价格曾一度上冲至200元,即使在股市异常波动期间,也只跌至在125元-130元区间。

对于可交换公司债的创新,宝钢集团副总经理陈纓表示,可交换债有效降低了公司资金成本,补充了流动资金。以前集团一般是短贷长用。现在通过直接融资,降低了融资成本,公司债务结构进一步优化。

同样的,对于精工钢构等融资渠道相对单一的民营企业来说,办法出台后,增加了公司的融资渠道,防范了财务风险,大大提升了企业直接融资的比重,优化了财务结构。

在融资成本方面,统计数据也显示,3至10年期AAA公司债发行利率明显低于同期限AAA中期票据发行利率,全部低于同期5年期银行贷款基准利率;5年期AA+公司债发行利率总体低于同期5年期AA+中期票据发行利率,绝大部分低于同期5年期银行贷款基准利率;5年期AA中期票据发行利率基本相当,普遍低于同期5年期银行贷款基准利率。

公司债利率低的最主要原因就是公司债只要满足主体评级和债权评级均为AA级(含)以上,可进行质押式回购。为控制投资者风险,目前按照证监会相关规定,公募债券基金杠杆不得超过1.4倍。

远东宏信资金部总经理沈力为表示,公司债对他们公司来说,最主要的意义就是降低了资金成本。远东租赁11月发行了2015年公司债券(第一期)20亿,期限5年,票面利率3.85%。

沈力为称,虽然首期只发行了20亿元,但是可以一次性降低资金成本近9000万元。这对降低公司财务杠杆,降低负债率,提升周转率带来的效果非

常显著。

浙江省国有资本运营有限公司总经理徐方根也表示,公司债发行后,一是优化了公司财务结构。公司目前融资结构主要是短期负债,3年期以上的主动型负债金额较少。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浙江省属企业改革重组,保障国有资产安全和保值增值的经营目标,必须有可有效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。

今年10月份,浙江省国资运营公司首次发行了16亿元公司债,债券期限5年,票面利率3.78%。

实际上,公司债对企业的财务成本降低不只是显性的成本,还有隐性的成本,比如从银行贷款的话,企业需要存一部分资金在银行,而公司债的资金使用则更加灵活。

## 中介机构需归位尽责

随着公司债规模的不断壮大,关于公司债风险控制的话题也不断被有关各方提及。

首先对于监管层来说,办法中明确,中国证监会对公司债券发行的核准或者中国证券业协会按照本办法对公司债券发行的备案,不表明其对发行人的经营风险、偿债风险、诉讼风险以及公司债券的投资风险或收益等作出判断或者保证。公司债券的投资风险,由投资者自行承担。

不过,对于一些行业发债集中,产能过剩行业发债,投资者杠杆过高等风险,监管层及行业自律性组织坚持市场化原则,不做实质性判断,更不能行政干预,但通过要求更加充分的信息披露,让投资者更好地甄别风险。

如办法出台后的7、8月份,房地产企业在公司债中发行的比重较高。因此,证监会债券部在监管问答中表示,房地产企业除按相关要求信披以外,还应该强化行业信息披露;发行人应当在募集说明书中对行业宏观影响因素、市场环境状况、公司自身商业模式及经营情况、业务所在区域等进行有针对性的分析披露;对于业务显著集中于三四线城市的企业,发行人应当披露主要业务所在地房地产市场供求、价格变动及去库存化情况等,结合上述情况披露发行人的业务经营情况和所面临的主要竞争状况,并就相关风险因素在募集说明书中做风险提示和重大事项提示。

对于产能过剩行业发行公司债时,同样要求增加信息披露要求。

而对于主承销商来说,首先是加强内部控制,制定严格的风险管理制度和内控制度,其次是对发行人信息披露的真实性、准确性和完整性以及发行人的偿债风险进行充分和审慎核查,最后是完善持有人权益保护,落实承销责任。并在公司债上市后持续落实有关责任。

实际上,承销商对于公司债也不是有求必应。财通证券相关负责人就表示,公司拒绝承销项目占了1/3左右。首先立项可能否掉一些资质不理想的项目,其次在项目内核阶段,一是要看所有的材料是否齐备,内核委员会会去判断项目的信息披露是否充分真实,非上市公司不少数据是有水分的,对于这样的企业,坚决不承接其项目;二是判断发行主体是否具备还本付息能力。财

通证券的公司债项目的激励方式是,必须等整个项目做完才给激励,这就要求项目组成员对债券进行持续跟踪。

在调研过程中,证券时报记者发现,不管是公司债发行人,承销商还是机构投资者都认为国内的债券评级没有充分反映风险收益。

方朝阳就表示,有些违约的企业评级也不低,民营企业没有一家3A,但国企里很多都是3A。

华夏基金相关负责人则指出,同一评级下的公司债风险应该是差不多的,相差几十个BP是正常的,但实际上,同一评级的公司债有时候则相差几个百分点,评级完全没有反映出风险,这需要投资机构在选择时自己内部重新评级。

中信建投也表示,很多时候评级机构的评级只是个参考,券商内部会再有个评级,结果可能跟评级机构的不一致。

资信评级监管是一个世界性难题。证监会一直在研究改进评级机构监管的方法,据了解,近期证监会刚刚完成了评级机构的现场检查,结合评级标准、评级方法等重点关注一致性原则的执行情况,加大对各类违法违规行为的惩处力度。

## 打破刚兑是趋势

刚性兑付一直是中国固定收益投资的一大热门话题,它在保护投资者的同时,也为市场的进一步发展埋下了隐患。随着公司债市场的不断壮大,打破刚性兑付是一种必然。

瑞银证券投资者银行部总管理毕学文表示,实际上,从国际债券市场看,违约一定会发生,国际上违约率大概在2%-3%,处理违约是巩固债券市场进一步往前走的重要基础。

目前,中国的公司债市场已经远超万亿规模了。对于打破刚性兑付,毕学文表示,这是趋势,但可以有个过程,首先是机构投资者、私募债,机构投资者有较强的抗风险能力,私募债涉及范围小,然后是小公募,最后到大公募。

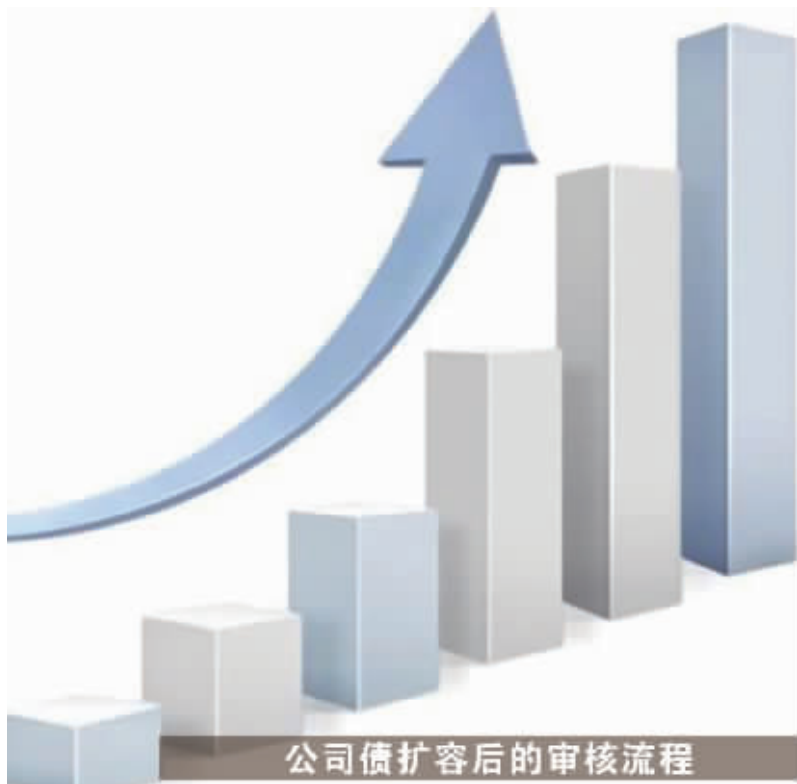
打破刚性兑付也是风险在债券市场的正常反应。方朝阳认为,公司债市场化改革后,有好有坏,好的是激发了公司债市场活力,坏的是一些资质较差的企业也可以发行公司债。这就要求公司债市场坚持市场化原则,减少政府背书,打破刚性兑付,让好的企业发债价格低,坏企业发债价格高。现在对于小公募公司债来说,价格差别不大,收益与风险并不是匹配的。

虽然说违约是必然,但是公司债各参与方仍应勉尽责任,尽量避免,同时制定相应的应急预案。

某券商人士指出,在公司债跟踪过程中如果评级下调了,管理层发生变动了,出现突发事件或者大幅亏损等等,可以触发一些条款保护投资者利益。

对于发行主体来说,公司债在解决了公司融资难、融资贵问题的同时,其对投资者的权益也应承担起重要责任,防范风险的最主要方式或许就是加强本身现金流的管理,特别是债券到期还本付息的时候,一次性大额的资金支付没有提前的规划对公司来说是一个巨大风险。大量的企业破产,并不是经营出了问题,而是资金链出了问题就是很好的例证。发行主体在充分披露有关信息的同时,也应当做好资金管理。

对于投资者来说,应该对公司债违约有足够的心理预期与认识。这样才能在投资时对行业、对公司风险有更深入的研究和把握。这样,公司债市场才能真正市场化,真正优化金融资源配置。



大公募	小公募	私募
取消保荐制 取消发审会	由交易所上市预审核 替代证监会发行审核	交易所形式审核 证券业协会时备案
证监会审核	交易所受理 上市预审核 反馈 专家会 预审核同意封卷 证监会简化核准流程	交易所受理 形式完备性审核 反馈 出具无异议函
发行对象: 公众投资者 明确规定不超过3个月	发行对象: 合格投资者 原则上不超过30个工作日	发行对象: 合格机构投资者 原则上不超过30个工作日

