

我国债券市场增信制度研究

——以公司债为视角*

刘沛佩**

摘要:伴随我国债券市场的迅速发展,债券信用风险也在日益积累。近年来,债券市场陆续发生的公司债券担保代偿事件表明,在债券违约逐步常态化的背景下,正确认识债券的各类增信条款变得日益重要。债券增信作为债券市场信用资源合理配置的重要途径,在我国当下的实践中仍面临着发债企业多元化背后的信用风险累积、增信手段单一、信用评级机构和机制不健全等问题。因此,通过对我国公司债市场中各种增信方式的效果考察,归纳出我国债券市场现有增信制度存在的问题,并由此出发,在债券市场现有制度规范的整合、增信手段的丰富与增信体系完善、债券评级机构的规范等方面提出适宜我国债券市场发展的制度建议,有

* 本文系国家社科基金青年项目《非上市公司治理指引研究》(项目编号:15CFX060)、教育部人文社会科学研究青年基金《中央对手方的公司治理与政府监管》(项目编号15YJC820001)、上海市法学会2015年理论法学研究课题《股票发行监管制度研究》的阶段性研究成果。本文仅代表作者本人学术观点,与所任职单位无关。

** 华东政法大学博士后、上海证券交易所法律部员工,法学博士。

十分重要的理论和现实意义。

关键词: 债券市场 增信措施 效果分析 问题归纳 制度建议

一、债券市场的发展与债券增信的提出

(一) 债券市场发展需要增信体系支撑

伴随经济新常态的形成,债券市场参与为实体经济提供服务的能力将进一步加强,国债、金融债、公司债等可交易的债券种类和规模会逐步扩大。而债券市场的发展和交易品种的丰富,又使得信用风险不断累积并显现出不同的风险类型。作为一种信用工具,债券是包括政府、金融机构、企业等在内的法人主体在向社会借债筹资时,向投资者发行的、承诺在一定期限内按一定利率支付利息,并依约偿还本金的债权债务凭证。随着债券市场的发展,我国债券发行主体已逐步由原来带有国家信用的中央政府、大型央企扩展到一般乃至中小民营企业。但与国债、金融债券的蓬勃发展相比,公司债,特别是中小企业债券发行依然存在诸多问题。作为证券市场的重要组成部分,公司债市场的发展不仅能拓宽其融资渠道,优化资本结构,还能在满足投资者多样化投资需求之余,对国民经济的发展起到促进作用。^[1]与此同时,在发债主体的多元化背后,反映出的是发行人信用状况的多层次。中小企业自身实力往往较弱,信用等级偏低。而发行主体信用状况的良莠不齐,最终又将影响债券偿付能力的强弱,以及与之相关的债券发行、流动和定价问题。于是,如何识别和防范信用风险,并通过市场化方式来研发信用衍生品就成为债券市场持续发展的制度保障。

(二) 债券增信是风险控制需要下的制度匹配

风险控制是现代信贷业务的核心。随着商业活动的丰富和信贷商品自身的创新,债务人对于信贷资金的旺盛需求显现,其还款能力及背后的信用支持也随之愈发受到重视。在众多内外部因素的作用和影响下,债权人时常也很难判断债务人的履约能力,于是信用评估和增进就

[1] 参见郑华:“对中小企业债券发行问题的思考”,载《浙江金融》2011年第4期。

成为了信贷双方的迫切需求。自2012年以来,中小企业集合类债券担保代偿事件就已经在我国债券市场多次显现。在2014年一年,“11超日债”、“12华特斯”、“13中森债”、“12金泰债”皆相继出现了无法足额兑付本息的情况。其中,“11超日债”因缺乏增信条款发生实质性违约、“12金泰债”因担保方未能履约而发生实质违约,“12华特斯”和“13中森债”虽由担保方履行代偿责任避免了违约,但在债券违约日渐习以为常的今天,对债券发行中增信措施的运用就变得尤其重要。^[2]从另一方面来说,我国目前债券市场投资主体呈现多元化,甚至一部分满足条件的个人投资者也可以参与债券市场交易。风险承受能力和成熟度不同的投资主体的存在,使之产生了债券产品风险转移的实际需求。由于我国社会信用体系还没有完全建立起来,在社会信用缺失的背景下,实际上很难对债券风险做出准确判断。债券信用评级虽已起步,但诸多弊病的存在致使社会对评级结果的认可度存疑。^[3]因此,如何构建市场化的债券增信体系就成为了我国债券市场发展不可或缺的一环。故而,为了更好满足市场需求,确保债券的顺利发行,在降低筹资成本与增强二级市场流动性的平衡上,多样化的增信手段必不可少。

(三) 债券增信的制度缘起:风险分散与缓解“信贷配给”

“信用增级”作为金融服务的一种,通过对特定金融产品结构进行设计和协议安排,来降低信用风险、提升信用等级。^[4]债券增信,顾名思义,是对债券进行信用增级的举措。债券增信的过程概而言之,是对产品进行风险结构重组来提高信用等级,改变以信用主体的原始信用作为发债支撑的模式,以最大限度地降低原有信用因素中的不确定成分。^[5]其最直接的结果就是为发行人按期还本付息增加一个保

[2] 参见李丹、刘艳:“看上去很美——增信条款面面观”,载《中国证券报》2014年7月31日版。

[3] 周沅帆:“增信体系与债券市场发展”,东北大学博士学位论文,2010年。

[4] 张良贵、张英杰:“企业债发行中信用增级的成本优势与风险”,载《金融时报》2014年10月13日。

[5] 李战杰:“运用分层结构化内部增信原理解决中小企业发债难题”,载《开放导报》2009年第2期。

障,使得信用不足的企业也可以通过债券市场以低成本融资,在为投资者提供多重偿债保障之余,也起到了分散市场风险,提高融资效率的作用。作为当下借贷市场风险分散的重要途径之一,增信手段的运用被学术界公认为缓解“信贷配给”的重要手段。^[6] 根据信用增级服务提供来源的不同,债券信用增级一般可分为内部信用增级和外部信用增级两种模式。前者的基本原理是通过在发债环节对企业资产池或不同层次交易风险进行配置和设计的方式提升信用,是依靠资产池自身为信用风险的防范提供保证。^[7] 主要有债券的优先和次级结构分级、超额抵押、追索权和回购条款、担保投资基金等表现形式。外部信用增级则被视为第三方信用担保,主要是由发行人、服务商、委托人等以外的第三方机构提供防范信用损失的保证,以提高债券信用等级。^[8] 对于债券发行人而言,增信手段的运用可以提高债券的信用等级,继而降低发行利率、拉低债券的整体发行成本,也将使信用等级较低的企业有机会利用债券市场融得企业进一步扩张所需资金。而对于投资者来说,债券信用等级的提高还将降低债券违约率和兑付风险,提高投资的安全性并有效分散市场风险,实现对投资人利益的保护。综观域外成熟的债券市场,较为完善的增信制度的运用和增信体系的支撑成为常态。因此,就现阶段来说,债券市场增信体系的构建和完善已成为我国债券市场发展的当务之急。

二、我国债券市场增信制度建设的历史沿革

改革开放的30年,也是中国债券市场逐步完善并取得瞩目成就的30年。随着债券市场体系建设的不断完善,债券市场的规模和品种都

[6] 杨晶昊:“我国信用增信市场的‘显隐’性表现形式及去‘二元化’趋势”,载《财经科学》2014年第5期。

[7] Tylor, D. N., Shane M. S., *The Impact of Securitization on the Expansion of Subprime Credit*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 107, 2013, pp. 454 - 476.

[8] Kroszner, Randall S. & Philip E. Strahan, *Financial Regulatory Reform: Challenges Ahead*, *American Economic Review*, Vol. 101, 2011, pp. 242 - 246.

有了一定程度的扩大和丰富,投资者结构也日趋合理。债券市场功能的进一步延展,使之在国民经济发展中发挥着重要作用。相伴随的,债券市场增信制度也在不断深化中完善。

我国企业债市场发展于“有计划的商品经济”时期,债券的功能定位也限于为国家重点项目和基础设施建设募集资金,因而受到政府的严格管制。^[9] 这样一种功能定位使得企业债逐渐丧失了商业信用债的属性,而被视为实质上的政府债券。^[10] 所以早期的企业债背后的高信用等级无须增信手段加以支撑,故而在当时,债券增信制度的有无丝毫不会对市场发展产生影响。^[11] 不过随着企业融资需求的旺盛,增信手段的缺乏逐渐影响到了企业债券市场的发展。2004年,国家发改委下发了《关于进一步改进和加强企业债券管理工作的通知》(发改财金〔2004〕1134号),鼓励发行人采用担保的形式发行债券。在当时的背景下,拥有强大资本实力的国有商业银行成为了发行人的首选。所以在2007年以前,企业债发行的增信方式主要是由商业银行向债券持有人出具无条件不可撤销的承诺到期兑付的担保函。在这一模式下,由国有商业银行为企业债发行承担连带保证担保的形式取得了良好的增信效果。但与之相伴的,是高度的金融系统风险集中。为了防控此种增信措施背后的系统性风险,银监会于2007年10月下发了《关于有效防范企业债担保风险的意见》(银监发〔2007〕75号),对银行为企业债发行提供担保的方式予以了禁止。于是在昙花一现后,商业银行逐渐退出了债券增信体系的舞台。在商业银行退出担保后,企业债的发行又陷入了高风险的危机。危机与转机往往相伴而生,此时的中国债券市场,开始了增信体系的重建。2008年1月,国家发改委发布了《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》(发改财金〔2008〕7号),其中明确指出:“完善企业债券市场化约束机制,企业

[9] 洪艳蓉:“公司债券的多头监管、路径依赖与未来发展框架”,载《证券市场导报》2010年第4期。

[10] 刘水林、郇峰:“完善我国公司债券监管制度的法律构想”,载《上海财经大学学报》2013年第3期。

[11] 参见巴曙松先生为《债券增信》一书所作序言。周沅帆:《债券增信》,北京大学出版社2010年版,序言。

可发行无担保信用债券、资产抵押债券、第三方担保债券。”在这一通知的引导下,债券增信制度有了一个体系化的雏形。之后,在2010年6月,国务院叫停了地方政府对城投债的担保;2012年12月,国家发改委发文禁止发债企业互相担保或连环担保。这客观上提升了第三方担保的发展空间,地方政府和银行外的第三方担保以及以股权质押、应收账款质押、偿债基金等为代表的新型债券增信方式逐渐在债券市场上出现。不过由于处于体系和相关制度的初创期,上述增信手段的运用尚不成熟。在多样化的增信手段背后,债券市场增信体系稍显杂乱,一定程度上也影响了债券市场的发展。

三、我国债券市场现存增信措施效果分析

债券发行人的信用以及以偿债为主要内容的特殊经济能力是债券发行和兑付的关键。^[12] 围绕着发行人偿债能力而发展出的多样化的风险分担机制近年来已经在我国债券市场出现,通过增信发行的债券产品也在逐渐增多。从发行人的增信措施来看,主要以第三方担保、抵(质)押担保和关联方担保、保险担保、流动性支持等最为常见。用专业担保机构作为第三方担保人的情况,又是目前债券发行人最主要的增信手段。

(一) 第三方担保机构的增信效果被认可度不高

关于对第三方担保机构的监管,目前承担主要监管任务的是地方相关部门,监管依据是2010年银监会等部委联合发布的《融资性担保公司管理暂行办法》。从监管效果而言,用以规制的规范法律层级不高,且实践中呈现分散多头管制的局面,缺乏统一的监管主体。绝大多数担保机构的规模小、资本实力和抗风险的管理能力较弱。从主营业务看,大部分担保机构主要面向中小企业的贷款融资,为企业的债券发行提供信用增级的机构较少,且通过担保进行信用增级的债券的信用

[12] 参见刘迎霜:《公司债:法理与制度》,法律出版社2008年版,第25页。

利差^[13]明显高于同级别无担保债券的信用利差。^[14]由此可以看出,纵使担保机构的信用等级较高,投资者对于这样一种债券增信措施的效果认可度依旧不高。

(二)抵(质)押担保在降低投资者或有损失的效果上尚待考量

对于以抵押或质押债券发行人所有的土地使用权、应收账款、股权等动产和不动产来对债券进行担保的抵(质)押担保是债券增信的另一手段。和担保的一般原理一样,用于债券增信的抵质押担保同样是为了债券的按期偿还、降低债券违约可能给投资者造成的损失而采取的强化债券发行人的还款意愿的做法。但用于债券增信的担保物多为债券发行人自有资产,其价值和变现能力在发行人出现经营困难时可能会受到影响,并且在抵押物的处置和价值分配上也较易受制于其他债权人,其所能达到的降低投资者或有损失的效果值得考量。就关联方担保来看,虽然关联方对于债券信用的增进在一定程度上起到了积极作用,但在债券评级的过程中,担保方和被担保方的关联因素通常会被评级机构所考虑。相对于第三方担保增信的方式,关联方担保对于债券信用的提升效果相对较弱。

(三)通过债券信用保险实现“曲线增信”将产生积极作用

作为一种在实践中得以应用且获得政策支持의增信方式,债券信用保险为债券增信打开了另外一扇门。债券信用保险是由保险人为债券发行人提供的金融保险服务,其是将信用风险作为保险标的,将发行人或承销商视为被保险人,在被保险人无法弥补损失时,由保险人承担补偿责任。^[15]保险机构介入的债券发行的效果是让前者的超高信用评级内嵌于债券发行中去,从而实现债券发行主体的信用增级,降低债

[13] 信用利差又被称为质量利差,是指在信用等级不同之外,其他方面均相同的两种债券收益率之间的差额,反映了用以向投资者补偿信用风险而增加的收益率。一般来说,信用等级越高的债券,其信用利差越小;反之亦然。

[14] 李丹、刘艳:“看上去很美——增信条款面面观”,载《中国证券报》2014年7月31日版。

[15] 李为章、谢赤:“中小企业集合债券信用增级模式及其改进”,载《社会科学家》2014年第6期。

券发行的市场准入门槛和融资成本,进而较大程度地提升市场效率。^[16]早在国务院发布的新“国九条”中,国家就已明确提出了“探索发展债券信用保险”和“完善债券增信机制”这一要求,上述政策利好也继而传导到了实践中。在被市场广泛关注的平安银行1号小额消费贷款证券化信托资产支持证券中,中国平安财产保险股份有限公司对入池资产提供了信用保证保险。若有违约情形发生,保险人将按保险合同的约定,对资产支持证券发行人进行理赔。虽然通过信用保险来降低违约风险的做法并非切合资产证券化中保险增信的内涵,但依旧可以被视为是一种“曲线增信”的方式,对利益相关方的保护和债券市场的维护将产生积极作用。^[17]

(四)流动性支持在公司债增信中运用较少且效果较弱

最后就流动性支持来说,近年来,银行为城投债提供流动性支持的意愿愈发增长,甚至在一些保障条款中都会标明在发行人偿债发生困难时,银行将提供信贷支持的字样。不过银行所提供的流动性支持的对象大多是城投债,对于开始迅猛发展的公司债而言,很难得到类似的增信保障优惠。且流动性支持的额度也是被限制在授信额度内的,同时银行也无法确保在发行人任何需要的时点都可以提供流动性贷款支持,所以流动性支持的增信效力在债券增信体系框架中相对较弱。

四、我国债券市场现有增信制度的问题归纳

(一)发债企业多元化背后的信用风险累积

从债券市场的旺盛发展可以看出,债券的供给在增加,而债券发行门槛本身就不高。在此背景下,发行主体多元化的背后是否隐匿着信用风险的提高?市场也表现出了对此的隐忧。从发债主体来看,据wind上数据显示,在公募产业类公司债中,房地产债占了很大比例。

[16] Su Huang & Catherine Lau, *Performance of Insured Bonds after the Insurers' Downgrades: Some Preliminary Results*, Proceedings of the New York State Economics Association, Issue 5, 2012, p. 65.

[17] 张耀昆:“债券保险增信前景看好”,载《金融时报》2014年7月28日版。

房地产公司债供给放量主要是为了替换过去高成本的非标和贷款融资。^[18] 在可观的盈利能力支持下,此类债券发生违约的可能性很小。同样还有地方市政和基础设施建设类公司所发行的公司债,该类私募债伴随着地方政府债务置换和再融资需求下降的背景下供给放量,因被视为以隐含的政府信用做后盾而广受欢迎。但对于传统产能过剩行业而言,信用风险则显现出不可控的状态。仅在2015年下半年,这类公司债就屡现违约。9月,二重集团因被债权人申请破产重整,其在银行间市场发行的中票“12二重集MTN1”不能按时支付;10月,保定天威英利新能源发行的中票“10英利MTN1”因无法偿付构成实质性违约;中钢股份也称将延期支付本息。可以看出,在经济上升通道时存量企业所发行的信用债,在宏观经济下行或企业转型时期,最有可能产生兑付风险。此外,专业担保机构的担保业务集中度高,前十大担保公司占有市场的绝对份额,更有甚者集中在一个行业里面,容易受到行业经营环境的影响。譬如中投保曾受钢贸行业风险暴露的影响,其钢贸融资担保业务发生大规模的代偿。联合资信在2013年11月将中投保列入信用观察名单,虽然在2014年4月发布公告称将中投保撤出信用评级观察名单,但这足以说明了担保公司随着担保余额的增加,自身的个体风险也在不断累积。^[19] 信用风险的累积以及兑付风险的增加,都呼唤着能有一套体系化的增信制度来降低投资者的投资风险。然后事实上,我国债券市场目前的增信制度在增信主体、增信手段、信用评级等多方面均显现出了一定的弊端。

(二) 实践中与债券增信担保主体相关的问题显现

专业担保机构是债券担保信用市场的主体,也是公司债券增信信用的主要提供方。近年来,国内从事债券发行担保的公司数量呈较快增长之势,但担保主体规模分化较明显。例如,经增资后的安徽省信用担保集团有限公司注册资本达107.66亿元;中债信用增进投资股份有限公司注册资本有60亿元,主体评级达到AAA级。而天津海泰投资

[18] 曲艳丽:“逐利交易所债市”,载《财经》2015年第29期。

[19] 兴业证券研究所:“从担保公司资质看其增信效率”,兴业证券研究所研究报告,2014年8月18日。

担保和天津渤海融资担保注册资本较小,分别仅为5亿元和2.5亿元,评级仅为A+和A-。从中可以看出,从注册资本和股东背景来看,担保公司实际资质参差不齐,其中不乏一部分规模小、信用等级低、增信能力偏弱的主体存在,这也造成了担保增信效率产生差异。实际上,专业担保机构作为第三方担保的一种,实际增信效率取决于担保方和被担保方的最大资质以及两者间的联合违约率。^[20] 较低的资本金决定了担保主体自身信用等级也不高,故而在担保效果上不明显。^[21] 就担保费用来说,专业担保公司收费过高也加大了债券发行人的融资成本,很多欠缺发债资金的优质中小企业对此表示难以承受。除此之外,专业担保机构在为公司债发行提供担保时,一般都要发行人提供反担保措施。但拟发债企业往往无法提供这样的反担保,能满足反担保要求的企业往往会选择从银行渠道获得融资,这就陷入了一个死循环。^[22]

其次,在规范增信市场行业管理规范上,也还有诸多值得完善之处。例如,我国自1999年颁布《关于建立中小企业信用担保体系试点的指导意见》以来,在2003年、2004年和2006年陆续颁布了《中小企业促进法》、《关于合作开展中小企业贷款和信用担保体系建设工作的通知》、《关于深化中小企业贷款与信用担保体系建设工作的指导意见》等规范,从立法的角度明确了应当为中小企业融资创造条件。但上述法律规范多为原则性规定且立法层级较低,可操作性不足。这样一种规则上的不完善之处也给实践造成了一定困扰。譬如增信主体信息披露不充分的问题长期存在,这致使投资者无法了解其资产负债杠杆率等重要信息,也就无法识别和控制可能出现的风险,并进而使得投资者对债券增信产品以及相关业务的市场认知度和认可度偏低。^[23]

[20] 兴业证券研究所:“从担保公司资质看其增信效率”,兴业证券研究所研究报告,2014年8月18日。

[21] 参见张骏超、胥宗乾:“如何让债券更有信用”,载《证券日报》2011年11月22日版。

[22] 参见俞子耀、王俊如:“中小企业私募债券增信面临的困惑及相关建议”,载《债券》2013年第3期。

[23] 参见朱茵、高改芳:“资本市场增信制度建设需加速推进”,载《中国证券报》2014年11月11日。

另外,即使对于已有的规范,部分担保机构仍采取视而不见的态度。根据《融资性担保公司管理暂行办法》的规定,融资性担保余额不得超过其净资产的10倍。但从担保公司2013年年报来看,中投保、江苏信用再担保、三峡担保、中债增4家公司的担保超越监管指标,放大倍数分别为17倍、15倍、14倍和13倍,导致风险累积上升。^[24]可以坦言,我国目前对债券发行的第三方担保机构的行业监管还留有较大空白,加之商业担保机构在选择担保对象上“挑肥拣瘦”、对参与中小企业融资担保的动力不足。在此背景下,政府有必要建立对中小企业融资担保的优惠政策并健全支持中小企业发展的融资担保体系。

(三) 增信手段单一且存在操作上的法律风险

增信存在的目的并非旨在解决信用等级不高的企业通过债券市场融资的难题,其所面对的首要问题是如何通过增信手段的运用来实现实时对付,以使得投资者在产品到期日来临时能第一时间获得发行人的兑付资金。而在我国当下,债券增信方式较为简单和单一,外部增信模式仍是主流的增信方式,内外结合的信用增级模式仍处于探索阶段,创新产品相对偏少,增信效果未能得到充分体现。市场对于债券增信的第一反应依然停留在民商事担保这一途径上。一旦产品逾期不能兑付,这种增信方式能否实现实时兑付的保障需求存在不确定性,且已有的增信手段在实践操作中还面临诸多法律风险。

就抵(质)押来说,很多企业采用的应收账款质押的债券增信方式存在担保主体、效力、保护程度等方面的法律风险。根据《担保法》及其司法解释,国家机关和以公益为目的的事业单位、社会团体不得作为保证人提供担保,以城投债为代表的应收账款质押本质上是一种利用灰色地带的变通。在效力上,用于质押的应收账款都是基于未来项目产生,实质为“未来应收账款”质押。从会计上说,这更不可以被视为一种现实资产,以此为担保的权利质押实际上有很大瑕疵。在极端情

[24] 兴业证券研究所:“从担保公司资质看其增信效率”,兴业证券研究所研究报告,2014年8月18日。

况下,投资者根本无法获得所谓的应收账款偿付。^[25]此外,根据《应收账款质押登记办法》的规定,应收账款质押期限最长不超过5年,5年后若不及时办理延期,存在担保期限满质权消灭的风险。而现行做法却是质押期限普遍长于5年,质权的消灭与否完全依仗承销商向质权人表示届时会办理质押延期的承诺是否实现。这不仅存有相关主体遗忘的主观风险,在就同一合同的同一应收账款再次办理质押登记时,也存在不确定性。^[26]

此外,就普遍采用的担保机构增信来看,这类机构呈现鱼龙混杂之势。目前不仅是纳入监管体系的融资性担保公司在从事债券发行增信业务,非融资性担保公司和以担保公司名义开展担保和非担保业务的中小型金融机构也随着债市的发展而成长起来。但监管中仍面临着监管主体不明确、法律法规不健全、监管执行力有待提高等问题,这使得对于上述担保企业的监管浮于表面。随着担保余额的上升,行业整体代偿率也呈上升的趋势。涉担保的信用事件频发,担保机构的代偿能力和意愿也在不断被市场所追问。^[27]

(四) 信用评级机构和机制不健全

当事人通过信用与另一方交易的达成,取决于其对债务人人格、偿债能力和偿债担保的评估。^[28]在债券发行中,信用评级有助于揭示债券发行人的商事信用和债券市场的信用风险,在发行利率市场化的条件下,还可以发挥金融产品定价的功能。^[29]从域外制度来看,一个完善的债券信用评级制度应该包括信用评级机构准入制度、信用评级操作制度

[25] 在很多城投债中,利用应收账款质押的一个普遍做法是融资主体与建设主体签订一个BT协议,约定由前者代建项目,后者在未来数年内分期支付该项目款项,由此形成的未来应收账款用作设定质押。但是若融资主体始终不履行代建义务,可以预见,投资者在债券发行人逾期不偿付时,根本无法获得上述应收账款支付。

[26] 参见张莉、姬江帆、许艳:“城投债应收账款质押增信问题开始暴露”,中国国际金融有限公司固定收益研究报告,2013年7月3日。

[27] 参见海通证券研究所:“担保行业代偿上升 好景不再”,海通证券研究所研究报告,2014年8月18日。

[28] [英]戴维·M.沃克:《牛津法律大辞典》,李双元等译,法律出版社2003年版,第282页。

[29] 刘水林、郜峰:“完善我国公司债券监管制度的法律构想”,载《上海财经大学学报》2013年第3期。

和信用评级监管制度三个方面。但在当下,增信行业管理不规范问题较为突出,诸如行业准入与退出、资格标准、业务范围与种类、信息披露等缺乏明确、统一的监管要求。就评级操作实践来说,我国对债券信用评级也缺乏公开、统一的标准和独立公正的评估机构。由于各评级机构对信用评级标准基于不同的违约理论,故而在评级结果上也存在差异。然而,评级结果又往往影响到债券发行利率和投资者的青睐度。特别是对于投资者而言,并没有充分认识到由于评级标准的不同而产生的结果差异。所以从这点上来看,评级标准的不统一又影响到债券发行利率的市场定价机制。^[30]除此之外,良莠不齐的评估资质下,评级过程不透明、机构运作不规范等问题存在。这不仅加大了企业的发债成本,也对投资者信心的鼓舞带来负面影响,并成为了我国债券发行中较为薄弱的一环。就规范层面而言,我国目前规范债券信用评级机构的法律依据仅有央行发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》和证监会颁布实施的《证券市场资信评级业务管理暂行办法》,现有规范在内容上的不完善和不协调是既存的弊病,且在双头监管下的信用评级机构的法律定位、管理制度、评级效力、法律责任等方面也缺乏法律层级的立法规范予以协调。再具体到债券发行中信用评级的操作实践,尽管于2015年年初废止的《公司债券发行试点办法》规定了买者自负原则,强调“中国证监会对公司债券发行的核准,不表明其对该债券的投资价值或者投资者的收益作出实质性判断或者保证”。但长期以来,在监管者“隐性担保”的核准制下,债券大都可以得到AAA级或趋同的评级。^[31]这不仅背离了债券发行定价的市场规律,也无法真实反映发行人的信用风险。另外,信用评级机构市场化运作下的竞争机制与信用评级机构的公共责任矛盾较为突出。^[32]在恶性竞争环境下,时常出现以价定级和以级定价的现象,评级机构在投资者甄别风险上的中介职能被削弱。^[33]

[30] 朱静平、段进:“构建与完善企业债券增信体系”,载《经济导刊》2012年第2期。

[31] 参见洪艳蓉:“《证券法》债券规则的批判与重构”,载《中国政法大学学报》2015年第3期。

[32] 陈小梅:“中小企业集合债券信用增级机制研究”,载《金融与经济》2010年第9期。

[33] 洪艳蓉:“《证券法》债券规则的批判与重构”,载《中国政法大学学报》2015年第3期。

五、我国债券市场增信体系完善的制度建议

在债券市场中,出于规避投资风险和提高流动性的需要,发行人都力争对所发行的债券提高信用增级。由于债券发行主体、产品设计、市场风险等方面存在差异,不同产品的信用增级来源和方式组合也各不相同。发行人可能组合使用多种增信手段以提高债券信用等级,有些增信方式也会在多种产品中都得以应用。当信用风险承受能力多元化的机构出现并发展壮大时,增信体系雏形开始形成。^[34]在我国债券市场增信制度的进一步完善中,可以从增信主体运作的规范性、增信手段的创新性、法律规范的完备性、信用评级制度的健全性等方面出发,探索市场化的债券增信机制,扩充信用增级来源,以多样化的增信方式和增信产品来满足企业的融资需求。

(一)对债券市场现有制度规范整合并补充

尽管我国债券市场基本制度框架已经形成,但是从规范的内容上看,依然有可待完善的空间。首先借助《证券法》修改的契机,重塑债券市场规则体系,对改变长久以来对股票规则过于依附,从而无法满足债券市场发展所需的边缘状态是十分必要的。^[35]其次是建议完善从债券发行、交易到偿付过程中的风险防控体系。在行政改革力度加大、大量审批事项取消和下放的背景下,若缺乏一套对中介机构尽职调查的监督和对相关责任方违法违规行为的惩处体系,以中小企业私募债为代表的公司债券将存在较大风险。^[36]最后是从立法上完善对信用担保机构的监管。目前从事信用担保的第三方机构在行业准入、财务内控、业务操作、行业监管等方面存有较多的真空地带,担保机构的后

[34] 周沅帆:“增信体系与债券市场发展”,东北大学博士学位论文,2010年。

[35] 洪艳蓉:“《证券法》债券规则的批判与重构”,载《中国政法大学学报》2015年第3期。

[36] 董彬:“中小企业私募债券的功能、风险和法律控制”,载《甘肃社会科学》2014年第5期。

续风险补偿资金的投入机制也未建立。^[37]虽然在融资性担保行业部际联席会议成立后,国家试图对融资性担保行业进行统一监管。但在部际联席会议指导、省级人民政府属地管理的担保监管体系下,前者仅作为融资性担保行业的最高监管机构,并非实体部门,只是起到了协调作用,客观上多头监管的局面仍未改变。另外,由于部际会议对地方政府部门的约束力不足,加之地方管理部门的专业水平有限和监管法律法规的不健全,也无法做到对融资性担保企业的合理监管。在法律适用上,《融资性担保公司管理暂行办法》作为纲领性文件,缺乏配套的细则,导致适用上因为缺乏明确定义而无法可适,如担保责任余额的认定、准备金的提取、放大倍数的计算等,均无法找到相应的操作指引。^[38]所以有必要从整合现有规则,制定专门规范担保机构的法律规范的角度出发,细化法条、增强规范的可操作性,以实现监管上的有法可依和有效监管。

(二) 以丰富增信手段作为债券市场增信体系完善的主要任务

在一个附带信用增级的信贷业务中,凡是在效果上提升债权人还款能力或是减少违约敞口的措施,均可被视为有效的增信手段。^[39]但是,信用增级的表现形式不仅局限于我国实践中现有的几种。以美国债券市场为例,随着《统一商法典》、《信托契约法》等法律制度的完善,保险公司、信托公司等市场机构也同步发展壮大,多样化的债券发行担保机构和担保方式开始出现。市场针对公司债券的发行提供了抵(质)押担保、第三方担保、债券信托、结构化产品设计等多种增信手段,提供信用增级的主体也扩展到了包括政府、商业银行、保险公司、信托公司、第三方担保机构以及一般经营性企业在内的各市场参与主体。在一个相对完整的增信体系下,债券发行中的信用风险实现了在各主体间的合理分配。但反观我国债券增信制度,手段集中且较为单一,内

[37] 葛声、陈一稀:“中小企业债券融资相关法律问题探析”,载《浙江金融》2011年第2期。

[38] 海通证券研究所:“担保行业代偿上升 好景不再”,海通证券研究所研究报告,2014年8月18日。

[39] 杨晶昊:“我国信用增信市场的‘显隐’性表现形式及去‘二元化’趋势”,载《财经科学》2014年第5期。

部信用增级发展较为滞后,外部担保机构的数量、业务覆盖面、资金使用效率等远不能满足市场需求。已有的信用增级措施在缓释信用风险的同时,也可能因为缓释机制的不健全而导致风险的进一步集聚,增大局部性或系统性风险暴露的可能。^[40]因此,债券市场增信体系完善的首要任务就落脚到了如何聚集更多的社会资源来丰富增信措施,并通过整合利用各方金融手段以提高增信效率。反观我国债券市场现有增信体系,在较为单一的增信手段背后,内外部增信手段的运用呈现出长短板之态。在外部增信措施被发行人广为采纳的同时,内部增信模式的开发和使用时却不温不火。通过证券化结构的内部调整将现金流量重新分配,使债券达到所需的信用等级的内部信用增级方式,其最大优点是融资成本的降低。发行人只需承担实际的损失风险,并不会负担高于担保实际风险所对应的担保成本,并还可以从抵押资产的剩余权益中获益。也可以避免第三方担保机构因担保意愿、担保能力等的变化而对增级效果带来的不确定性,这是内部增信相对于外部增信来说所内生的优势。在我国债券市场的未来发展中,要用好用足此种优势,以内部增信措施的发展来助力债券市场增信体系的完善。

(三) 发展以结构化产品为代表的内外部结合的信用增级模式

基于我国内部信用增级模式发展较为滞后的现状,尝试在借助外部增信措施的同时,利用结构化产品设计对债务进行优先级和次级的结构分层,以实现信用增级、丰富债券增信体系架构的做法,是一条较为可行的发展路径。^[41]在此种模式下,债务的偿还顺序有了一定的优先和劣后的分层,通过将债券的违约风险在优先级和次级的投资者间进行重新配置,优先级债券的信用等级得以提高。优先级债券往往可

[40] 张良贵、张英杰:“企业债发行中信用增级的成本优势与风险”,载《金融时报》2014年10月13日版。

[41] 目前我国采用结构化分级的债券发行并不多见。山东省诸城市2009年度中小企业集合票据在交易结构设计中引入中债信用增进投资股份有限公司作为外部增信机构,同时在票据内部增设优先/高收益级的分层结构,并增设偿债风险准备金。另外,在浙江省首次发行的中小企业集合票据——诸暨市2010年度中小企业集合票据中,在结构设计上分为优先级和普通级,其中优先级部分占90%,面向全国银行间债券市场的机构投资者发行和交易,普通级部分占10%,不交易不流通,全部由发行人所在地的诸暨市政府购买。

以获得较好的信用评级,但因为收益率较低而为风险偏好低的投资主体所青睐;而次级债券在高收益率的背后债券信用评级往往较低,更适宜风险偏好者。这种以结构化设计提升信用等级的做法早已在境外被广泛采用。例如,韩国在2001年发行的P-CBO中,就通过资产证券化原理将违约风险在优先级债券投资者和政策性金融机构SBC(Small Business Company)间配置,使后者首先承担债券违约的风险。^[42]与此同时,通过由公信力良好的政策性担保机构KCGF(Korea Credit Guarantee Fund)和KTCGF(Korea Technology Credit Guarantee Fund)提供外部增信措施,进一步降低了优先级债券投资者的风险敞口,给其以内外增信模式相结合下的双重保障。不过对于P-CBO来说,只设立了优先级和次级两个层次,由于结构过于简单,违约风险在两个债券等级投资者间失衡较为严重,以至于影响了投资者对于P-CBO的接受程度。^[43]借鉴并吸取韩国的经验和教训,建议对所发行的债券按照收益率和风险偏好的不同,在优先级和次级间增设中间级,让中介机构等少量参与认购持有。这样增设的意义不仅可以扩大债券的融资规模、满足不同风险偏好投资者对于收益率的需求,还可以通过多个层级的设置,进一步增强对于优先级较高部分的信用增级效果。这种根据风险偏好和投资回报来划分债券评级的投资交易,可以获得更好的发行条件,在改善投资者结构、完善债券风险分担机制之余,可以降低信息偏在所带来的道德风险,增强投资者和市场的认同和接受度。此外,在内外增信措施的综合运用上,还要积极探索、尝试创新内部增级手段,除了结构化产品外,还要将现金储备账户、担保投资基金、超额抵押等内部增信方法运用到债券发行中去,并鼓励与外部增信措施结合使

[42] P-CBO(Primary Collateralized Bond Obligation)是韩国政府于1999年开始推出的中小企业集合债券,其本质是以一组低信用评级债券为标的资产的资产支持证券。目的是将这些资产重新打包并分组成不同风险和收益以及偿还次序的债券,以满足不同投资者的投资需求,提高融资效果。详见孙长坪、陈俊鹏:“中韩中小企业集合债券信用增级模式比较”,载《亚太经济》2015年第1期。

[43] 邹炜、邹晓云:“中小企业集合债券信用增级:韩国模式及借鉴”,载《青海金融》2011年第5期。Gyutaeg Oh, *Experience of Newly Industrialized Economies in Securitization: Korea*, Korea Fixed Income Research Institute, 2005, 转引自李战杰:“运用分层结构化内部增信原理解决中小企业发债难题”,载《开放导报》2009年第2期。

用。在充分发挥各增信措施优点的基础上,实现债券违约风险的分散和降低。

(四) 借鉴信用风险缓释工具的制度经验开发信用违约互换产品

在国外成熟债券市场中,信用违约互换(Credit Default Swap, CDS, 又称信贷违约掉期或贷款违约保险)是可以为债券兑付提供保证的一种产品,也是目前全球交易最为广泛的场外信用衍生品。^[44] 信用违约互换的出现使得信用风险具有交易性和流动性,从而转移担保方风险并降低企业发债的难度和成本。在 CDS 合约中,买方向卖方支付一定比例的风险转移费,当出现偿债风险时,由卖方按照合同的约定向买方进行赔付。与 CDS 具有类似保障效果的还有风险缓释工具(CRM),其合约称为 CRMA。CRMA 与 CDS 大体相同,都是由信用保护卖方于双方约定的期限内就标的债务向信用保护买方提供信用风险保护的金融合约。但 CRMA 是针对具体主体的某一特定债券违约创设的,不同于国外 CDS 是针对特定主体的任何债务违约情形发生的产品设计。CDS 虽然目前在我国公司债市场尚未出现,但银行间市场交易商协会曾于 2010 年发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》,正式将包括信用风险缓释合约(CRMA)和信用风险缓释凭证(CRMW,系将 CRMA 简化成一种标准化的产品,由第三方持有人就公开发行的标的债务提供信用风险保护的有价凭证)在内的信用风险缓释工具引入我国市场。在 CRMA 中,交易双方约定在未来一定期限内,信用保护的买方按照约定的标准和方式向信用保护的卖方支付费用,由后者就约定的包括短期融资券、中期票据和贷款在内的标的债务向前者提供风险保护。^[45] 但我国现有 CRM 对交易商有着较为严苛的限制,大部分为商业银行的大型券商,且需要在银行间交易商协会备案。以 CRM 发展的经验为参考,在公司债市场增信体系建设中,不妨借鉴银行间市场信用风险缓释工具的制度经验,可以考虑在适当的时间和产品上,在信用增级设计中加以引入。通过发行附带 CDS 的债

[44] 张帅、杨小玄:“中小企业私募债券信用增级措施的现状与创新”,载《当代经济》2013 年第 4 期。

[45] 俞子耀、王俊如:“中小企业私募债券增信面临的困惑及相关建议”,载《债券》2013 年第 3 期。

券,可以在降低发行门槛的同时提高信用等级,并实现信用风险的有效转移。

(五)在统一制度规范下力促债券评级机构的发展

在债券市场中,政策风险、通货膨胀风险、税收风险和利率风险是公司债券的主要系统性风险。^[46]在系统性风险之外,公司债券面临的最主要风险就是信用风险。^[47]与国债相比,公司债市场的风险显而易见,公司债券在偿付过程中的不确定性和或有损失都可能招致流动性风险的产生。于是,如何评判债券发行主体的信誉等级成为了投资者风险控制的一个重要方面。在具体评判上,独立、客观且公正的评级机构和评级机制是公司债市场健康发展的重要支柱,尤其是对于无担保公司债来说,信用评级的结果将对债券的发行、交易、价格的确定产生直接影响。^[48]然而,我国法律规范并未对债券信用评级做出专门的法律规定,债券发行中所普遍采用的增信方式也并非法律的强制性规定。

良好的评级环境的构建需要公正有效的法律来维持,基于我国债券市场评级体制存在的问题,首先应当完善有关评级机构业务规范和行业监管的相关立法,对包括评级机构及其人员业务资质的取得、评级机构的准入、评级机构独立性、评级标准和操作流程、评级机构监管等在内的规范予以制度化。建议在既有两个规章的基础上统一债券评级基本制度规范,并力争实现监管主体和监管格局的统一。其次,还应强调信用评级机构的公共责任承担,一方面是从评级操作行为指引的制定出发,来协调公共责任承担与竞争机制之间的矛盾,并维护评级机构之间的理性竞争,防止评级不公;^[49]另一方面则是不断加强评级机构

[46] 董彬:“中小企业私募债券的功能、风险和法律控制”,载《甘肃社会科学》2014年第5期。

[47] 与上市公司不同,法律规范并未对债券发行及资金使用中的信息披露有规范上的要求,信息的不透明让投资者无法辨别和判断企业的运营情况,从而使得风险的发生更加“扑朔迷离”。可见,不高的信用评级、信息披露的不透明、虚假性陈述发生的可能,构成了公司债券主要的信用风险。

[48] 王林:“公司债券市场立法国际比较及启示”,载《经济理论与经济管理》2009年第3期。

[49] 姚海放:“论证券概念的扩大及对金融监管的意义”,载《政治与法律》2012年第8期。

的信息披露和对评级机构的监管措施,通过建立公司债券评级机构的退出机制,由行业协会依据自律管理职能,将出现故意或重大过失的评级机构予以书面警示、公开谴责、暂停受理有关业务等监管处分,明确责任追究制度。最后,随着我国资信评级业的发展,对债券信用评级方法的探讨和研究必不可少。因此,在监管主体和职责明确的前提下,通过建立相应的法律机制,促进评级机构在评级技术上的自主创新,建立起科学的评估标准和指标体系,并根据客观环境的变化对上述标准和体系进行跟踪评估和动态调整,以改善由于评级标准不同所造成的结果差异。在借鉴和汲取境外经验的基础上加快信用评级社会环境建设,搭建科学、透明、公正且符合国际惯例和我国国情的债券评级制度,为公司债市场的生存和发展营造法制化的市场环境。

(六) 对我国债券市场现有信息披露制度改革

作为债券市场的基础性制度,信息披露对于债券而言直接决定了其价格和需求。^[50] 在发达国家债券市场中,公司债从发行到监管都更加市场化,监管机构往往对债券发行人的信息披露做出严格要求。^[51] 而发行人信息披露的充分合理与否,又将影响到债券信用评级的结果。我国市场经济发展尚不成熟,社会信用体系的建立迫在眉睫,资本市场投资者在识别和抵御风险的能力上有待提高。在此背景下,完善的信息披露规范体系在市场风险的揭示上就显得尤为重要。尤其是在债务合约中,违约风险是债务人的私人信息,债权人和债务人对此存在严重的信息不对称。^[52] 如何保障债权人在基于对债务人知情的情况下做出理性的投资决策,是债券市场健康发展的保证。从信用风险与信息偏在之间的关系来看,我国公司债的信用风险和债券发行人与投资人之间信息偏在的程度呈正相关关系——披露越充分,信息不对称程度越低,反之亦然。^[53] 但由于重股轻债的思想长期存在,目前公司债券

[50] 李建云:“债市信息披露制度:投资者保护与市场效率需并重”,载《金融时报》2011年5月14日版。

[51] 季成昆:“公司债信息披露须‘五管齐下’”,载《证券日报》2007年11月2日版。

[52] 韩鹏飞、胡奕明:“债券增信定价的实证研究”,载《投资研究》2015年第2期。

[53] 齐闻潮、李光磊:“债市期盼信息披露制度协调一致”,载《金融时报》2012年10月18日版。

的信息披露套用了股票市场的一套制度,缺乏基于公司未来偿债能力的信息披露机制,甚至一些准政府机构及其行为的披露要求也处于真空地带,^[54]这是我国债券市场在发行人信息披露上可待改革之处。另外,作为债券信用增级的第三方担保机构,其自身的信用等级只有高于债券发行人才可以有效提升债券的信用等级。但就现状来看,有关经营状况、盈利指标等衡量担保方财务状况的信息并未在债券募集说明书中披露出来,笼统而含糊的介绍导致投资者无法认清其中的风险,也就无法根据信用增级机构的资本充足率等因素对增信效果进行预判。因此必须正视公司债发行中的信息披露问题,及时制定相应规范,增加相关方信息的透明度,建立清晰、明确的信息披露制度和指引,持续公开地披露评级信息,使投资者能够根据发行人所披露的信息来进行投资决策。

[54] 洪艳蓉:“公司债券违约零容忍的法律救赎”,载《法学》2013年第12期。