

提升公司债市场化水平，强化“结构化发行”风险管控

《关于规范公司债券发行有关事项的通知》点评

联合资信、联合评级 刘艳 陈诣辉 邓博文

2019年12月13日，上海证券交易所和深圳证券交易所同期发布《关于规范公司债券发行有关事项的通知》（以下简称“通知”），对公司债券发行进行规范，指出发行人不得在发行环节直接或者间接认购自己发行的债券，关联方认购债券应当在发行结果公告中就相关认购情况进行披露，承销机构及其关联方参与认购应当报价公允和程序合规，以及主承销商在发行结束后应当对发行人及其关联方认购债券的情况进行充分核查并发表核查意见。该《通知》的发布，既是对公司债不规范发行行为的一种纠正，也是对前期市场风险暴露的应对措施之一。

促进公司债市场化发行，提高定价透明度和有效性

近年来，我国公司债市场化改革取得显著成效，包括发行主体扩容，发行方式多样，发行流程简化，发行定价市场化等。随着改革的推进，公司债市场也取得了较大的发展，2015—2018年，我国公司债发行规模分别为1.03万亿、2.79万亿、1.10万亿和1.66万亿，截至2019年11月底，今年共发行公司债2.29万亿，占企业所发主要券种（包括短融、超短、中票、企业债、公司债）总规模的比重为29.27%，公司债市场已成为我国实体经济融资的重要场所。与此同时，公司债市场也存在一些亟待解决的问题。为了保证公司债的顺利发行或获得一个更好的发行价格，部分发行人通过自身或关联方等认购债券，暗箱操作，进行利益输送，不采用询价、协议定价等市场化定价方式，从而使得发行过程不透明，发行定价不公允，扰乱了公司债正常的发行秩序。为此，《通知》明确指出，发行人不得在发行环节直接或者间接认购自己发行的债券，不得操纵发行定价、暗箱操作，不得以代持、信托等方式谋取不正当利益或向其他相关利益主体输送利益，不得直接或通过其他利益相关方向参与认购的投资者提供财务资助。此外，《通知》也对发行人的关联方认购债券提出了信息披露要求，对承销机构及其关

关联方参与认购债券提出了明确要求。这些规定严格禁止发行方通过各种方式操纵债券发行，将使市场博弈更加透明、更加充分，债券的发行定价也将更为公允。总体看，这些规定顺应了深化债市市场化改革的大方向，也受到市场各方的普遍欢迎。

“结构化发行”受限，低等级发行人融资压力或上升

随着我国债券市场打破刚性兑付，违约逐步常态化，投资机构风险偏好下降，部分债券评级较低、社会认可度较差、销售难度较大的发行人为了保证债券成功发行或获得一个更好的发行价格，转而寻求“结构化发行”。所谓“结构化发行”，即发行人通过第三方机构成立资管计划、信托计划、私募基金等方式定向认购自己发行的债券，以确保债券的成功发行和控制发行成本。“结构化发行”可能会干扰资金供给方的判断，使市场参与方受到误导，低估该交易内含风险，造成一级市场发行与二级市场交易之间存在巨大利差，债券定价扭曲的问题。《通知》明确发行人关联方参与相关债券认购应作为重大事项披露，以便于市场参与方做出正确判断，总体上是堵住了“结构化发行”的漏洞，使“结构化发行”的违规成本加大。该项规定叠加资管新规后非标融资大幅压缩，部分低资质发行人将面临更大的再融资问题，信用风险或将加大。

有助于加强风险管控，防止发行人信用风险通过回购交易等方式向债券市场蔓延

2019年5月，包商银行由于出现严重信用风险，被监管部门接管，打破同业刚兑信仰，一度引发债券市场的流动性危机，中小银行和非银机构及产品受到冲击，而持有“结构化发行”债券的机构投资者所受冲击最大，出现较多债券回购违约。在监管部门的及时介入和干预下，该场流动性危机很快缓解，债券市场逐步回归正常，但“结构化发行”的弊端和隐患也在这场流动性危机中得以暴露。

《通知》的出台，也是对前期市场风险暴露从制度上予以规范，消除潜在的风险隐患。由于“结构化发行”的发行人资质通常相对较差，在自身出现违约风险时，可能向债券市场传导。“结构化发行”的债券可能通过债券质押回购等方式在二级市场上流转，资金方往往关注重点在回购方的信用资质上，而忽视了债券本身

的信用风险，在多次流转后更难准确判断交易蕴含的风险。一旦发行人的信用出现问题，“结构化发行”的债券的回购链条可能被打断，原本可以通过债券回购融资的机构投资者，无法再通过“结构化发行”的债券进行回购融资，从而引发流动性危机。因此，该《通知》的发布，从根源上严格禁止“结构化发行”债券，也是为了防止发行人信用风险向债券市场传导，进一步强化对债券市场的风险管控。

《通知》的发布，对我国提升公司债市场化水平，强化债市风险管控具有较大的积极意义。随着我国公司债市场的不断壮大，加强风险管控，提高发展质量也是时代发展的要求。