

抵押债券发行研究

联合资信评估有限公司 张晓斌 朱海峰

目前,我国发行企业债券主要是以银行信用作为担保,这在很大程度上将债券的风险转移到银行系统,不利于企业债券的长期健康发展。发行企业债券时,发行人为了获得银行的担保也会用企业的资产进行反担保,而允许发行抵押债券后,发行人只要直接用自己的资产进行抵押即可,并没有增加额外的负担。因此,对于拥有大量不动产的企业,引入抵押而不是银行担保,将降低其发行企业债券难度,有利于促进企业债券市场的良性发展。

2007年3月19日,国家发改委财金司发布《国家发展改革委关于下达2007年第一批企业债券发行规模及发行核准有关问题的通知》(发改财金[2007]602号),其中第五条明确提出要“探索多种债券增信方式”,“探索发展抵押债券”。2007年6月14日,国内首只抵押债券湖南泰格林纸集团有限责任公司8亿元企业债券(以下简称“07湘泰格债”)成功发行。预计,抵押债券将成为今后企业债券的品种之一。

一、抵押债券定义

抵押债券是指债券发行人在发行一笔债券时,通过法律上的适当手段将债券发行人的部分财产(一般为土地、设备、房屋等不动产)设定为抵押,一旦债券发行人出现偿债困难,则出卖这部分财产以清偿债务。为使抵押资产的市场价值下跌时债券持有人仍具有较高的安全性,用作抵押债券的资产价值通常大于债券发行总价值,并且债券发行人必须先到有关主管机构办理抵押权设定登记手续。

当债券发行人无法履行还本付息的承诺时,抵押资产的债权代理人有权处置抵押品,并将所得净收入偿还给抵押债券的持有者。如果所得净收入不足以偿还债务,抵押债券持有人将变为普通债权人,未偿还部分的清偿要求权等同于信用债券。由于抵押债券持有人具有优先处置抵押资产的权利,且抵押债券的资产价值通常大于债券发行总价值,故较为安全。

二、抵押债券的交易结构

1、将企业的抵押资产直接通过登记抵押给抵押权人。抵押权人为本期债券的全体持有人,只有在债券发行完毕后才能确定登记对象,完成登记后抵押合同才能成立并生效。债券发行人在发行方案中说明:如果投资者认购、受让并持有本期债券即视为同意上述安排。

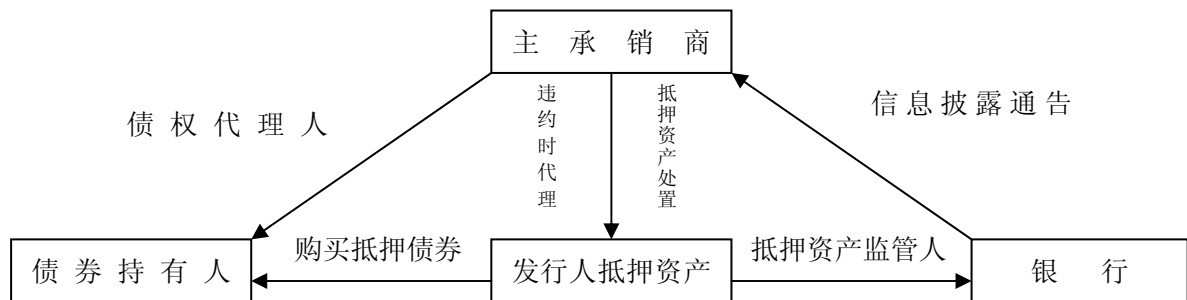
2、选定商业银行作为抵押资产的监管人,对企业覆盖债券本息偿还的部分抵押资产进行监管。监管人应严格承担监管责任,当抵押资产无法覆盖约定价值时,有义务第一时间告知发行人和债权代理人,并督促发行人补足差额,监督发行人的补足责任,在国家法律法规、信贷政策及规章制度允许下给予公司过渡性贷款支持,解决临时偿债困难,协助企业解决由非自身经营原因引起的临时偿债困难。

3、债权代理人一般是主承销商或其他合格机构,当发行企业违约无法偿付本息时,债

权代理人将与抵押资产监管人共同代表全体债券持有人处置抵押资产以清偿未偿付本息。

监管人动态监督、跟踪抵押资产的价值变动情况，定期、不定期出具报告，以此作为债券跟踪评级的重要依据，向媒体公示。抵押资产价值发生重大变化时，由监管人向债权代理人 and 债券持有人进行信息披露，一旦出现抵押资产价值减少，并且下降到某一程度——无法覆盖未到期本息余额的一定倍数时，由监管人督促发行人追加抵押品以弥补价值差额部分。

图1 操作流程



三、抵押资产种类

目前，用作抵押债券的资产一般可以分为土地、机器设备、建筑物、股权等。

1、土地

由于目前我国土地价值处于上涨阶段，土地具有价值稳定、变现能力强等特点，用作债券的抵押品具有较好的稳定性。

2、机器设备

在债券存续期内，由于折旧、技术更新等因素，机器设备的变现价值逐年减小，而企业债券的发行期限一般在 10 年以上，这样机器设备在 10 年后的变现价值将下降较大，其变现价值对债券的覆盖程度将逐年减小。

3、建筑物

建筑物每年也需要计提折旧，其价值会随着年限的增加而逐渐减少，其变现价值对债券的覆盖程度也会减小。

4、股权

股权一般指债券发行人持有其他公司股权，债券发行人将持有其他公司股权作为抵押债券的抵押品，对于持有上市公司股权来说，股权具有市场价值容易确定、易变现等优点，可以在短期内获得现金；但另一方面，由于股票市场的变化，很难预测未来十年股票的价格，且股票价值的剧烈波动不利于抵押品总体价值的稳定，对债券的覆盖程度可能短期内发生变化。非上市公司股权则在价值评估、变现等方面都存在一定障碍。

四、抵押资产评估问题

1、抵押资产评估原则

抵押资产评估是各类不同目的的资产评估的一种，应遵循资产评估的普遍原则与定义，即除了要遵循独立性、客观性和科学性的工作原则之处，还要遵循资产持续经营原则、替代

性原则和公开市场原则等操作原则。此外还要遵循产权利益主体变动原则，即以被评估资产的产权利益主体变动为前提或假设前提，确定被评估资产在评估基准日时点上的市场公允价值。

除上述普遍原则和定义之外，抵押资产评估业务根据自身的特点，还应遵循以下原则。

(1) 安全性原则。由于被抵押的资产在债券本金全部还清以前具有物质保证的功能，所以评估时要特别注意其安全性，以防止在抵押期间抵押资产的非正常贬损甚至消失。因此在评估时，除了现时公平市场价值的考虑之外，对资产的使用、经济寿命、适用性和其它因素的未来情况都要进行预测。如对于附属于主体建筑的简单仓库、车库、临时建筑，或在合法建筑上增建的违章建筑等，虽有其现行价值，但不宜列入评估范围；或虽然进行了评估却须予以特别说明；以防抵押期间这部分资产价值的损失。

(2) 真实性原则。由于抵押期间被抵押资产产权的未来不确定性，所以在评估时务必核实抵押人产权的真实性。排除任何不真实的因素，以保证抵押权人的合法权益。对于产权不清晰或不完整的情况应予以详细调查，并在评估报告中说明，而对不能提供任何产权证明和可以辨别的虚假情况，不能认可其资产权属，不能评估其价值。

(3) 保守性原则。对抵押资产的未来收益或市场状况不应予以太乐观的估计。尽管统计数据或经验表明抵押资产（如房地产）价值可能上升，但在评估时仍以当时的市场价格为评估值，对未来的升值不予考虑。然而对未来可能的减值则应给予充分的重视。

2、抵押资产评估中注意事项

(1) 产权

与其他资产评估一样，抵押资产评估产权问题至关重要。在确定评估范围后，评估人员必须对抵押资产的产权进行仔细、谨慎和严格的界定。

(2) 不能按照市场价值评估的资产

在对抵押资产的评估中，评估人员一般应注意某些特定的、特别目的和特别设计的资产，因其特有的性质、特殊的用途或限于特定的使用者，所以，在不作为企业经营活动的一部分时，这种资产很少在公开的市场上出售，因而在价值上受到严格的限制或没有市场价值。如专门的炼油厂、发电厂或特殊生产企业中的一些专有资产，在抵押时不能按照市场价值定义评估，而应采用重置成本折余法评估。某些市场价值极有限的专用资产，一般不宜单独作抵押。

(3) 以划拨方式取得的土地使用权

根据《中华人民共和国城市房地产管理法》第五十条规定：设定房地产抵押权的土地使用权是以划拨方式取得的，依法拍卖该房产后，应当从拍卖所得的价款中缴纳相当于应缴纳的土地使用权出让金的款额后，抵押权人方可优先受偿。

在对某些国有企业的资产进行抵押时，遇到以房地产抵押的情况，而土地又是以划拨方式获得的，则应该在评估出整个房地产的市场价值后，单独评估计算出土地使用权出让金的数额，剩余金额才是抵押资产的价值。

(4) 法律审查

评估人员在确定资产的产权之后，还须加强对抵押资产其他方面的法律审查。首先，根据《担保法》一些社会公益设施及产权归属上有争议的财产、依法被查封、扣押、监管的资产一律不得抵押。其次，审查抵押人在办理抵押 6 个月是否申请破产，如已申请，则不得贷款。再次，是审查抵押人其他债务情况，不能将企业全部资产进行抵押，否则侵犯了其他

债权人的利益，不受法律保护。最后，还须注意抵押资产是否投保。因此发行人需将抵押资产向保险公司投保并在抵押期间向保险按时支付保险金，才能有效地避免抵押资产的风险损失。同时保险单的正本应由债权人保管，以保证债权人为保险事故赔偿的第一受益人。

五、抵押资产的法律意见

债券发行前，债券发行人应聘请有资格的律师事务所对抵押资产能否办理抵押登记进行核查。发行人应出具《承诺函》，承诺合法、完整、有效地拥有抵押资产的使用权和所有权。相关抵押登记管理部门已就以上抵押物分别出具证明，明确该抵押物为抵押人合法拥有，可为全体债券的持有人设定抵押登记。

律师事务所应核查抵押人是否对抵押拥有合法、完整、有效的所有权和使用权，不存在抵押或其他任何有损于抵押权人利益的第三方权利(存在第三方权利的已取得权利人的同意或合法授权)，已经处于可抵押状态。以保证抵押物办理抵押登记手续不存在法律障碍。

六、抵押资产的价值变化趋势

抵押债券的期限一般在十年以上，抵押资产未来十年的价值变化趋势会影响抵押资产对债券额度的覆盖程度。在抵押债券发行当年，债券发行人应聘请有从业资格的资产评估事务所，对抵押资产的未来十年的变化做出趋势判断。根据抵押资产的不同种类，做出相应的价值趋势变化判断。

1、在债券存续期内，债券发行人应聘请经主承销商认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估。

2、在债券存续期间，债券发行人聘请经主承销商认可的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。年度评估报告的基准日期应为本期债券当年的付息首日。年度评估报告的出具时间应不迟于本期债券当年付息首日后的三十个工作日。

3、在债券存续期限，主承销商有合理的理由认为需要对抵押资产的价值进行重新评估，债券发行人应聘请经主承销商认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告。下列情形可以构成合理的理由：

- (1) 抵押资产已经发生重大毁损；
- (2) 抵押资产市场行情发生显著贬值；
- (3) 其他可能导致抵押资产价值发生显著贬值的情形。

主承销商因为上述要求要求对抵押资产价值进行重新评估的，应向债券发行人发出书面通知。

4、债券发行人应当在对抵押资产价值进行评估结束后的十个工作日内，将评估报告正本提交给主承销商和债券监管人。

5、主承销商有权对抵押资产的价值评估进行监管。必要时，有权自行聘请有资格的资产评估机构对抵押物的价值予以核查、验证，其评估所发生的费用由债券发行人承担。

七、抵押债券发行后的监管

发行人应选择一家商业银行作为抵押资产监管人，并且与商业银行签订《抵押资产监管

协议》。商业银行应履行抵押资产监管义务：

- 1、妥善保管抵押资产办理抵押等级和购买保险形成的各项权利凭证，并做好这些权利凭证的交接记录；
- 2、对抵押资产进行日常监管；
- 3、按照约定计算抵押资产的价值与本期债券未偿还本息的比率，比约定比率约定倍数低的，通知发行人追加抵押资产，并向主承销商报告；
- 4、发行人为追加的抵押资产办理抵押登记和购买保险过程中，如到现场的商业银行工作人员发现发行人未完成抵押登记或未购买保险，应以书面形式向主承销商报告。

八、抵押债券的资产处置

发行人应与主承销商签定《债权代理协议》，由主承销商作为全体债券持有人的债权代理人。根据规定，在发行人未遵守有关法律法规的规定，或未遵守《募集说明书》及协议的约定，未能及时偿付本期发行债券本息，或出现其他可能影响债券持有人重大利益的情形时，主承销商应及时书面督促、提醒发行人，并告知债券持有人；在债券到期及应支付时，主承销商无须债券持有人同意而采取其认为适宜的方式或法律程序，要求发行人偿付债券本金及利息、费用。

发行人应与商业银行签定《债券抵押资产监管协议》，由商业银行对抵押物进行监管，商业银行有权随时就发行人对抵押物的占有、使用、保管、维护、处置等情况，对债券发行人进行监督和核查。根据该协议约定：在发行人发生无法偿付本期债券的本息时，商业银行将协助、配合本期债券持有人或债权代理人处置抵押物。

根据协议，在发行人未偿付债券的本息时，债权代理人无须债券持有人同意，就有权采取其认为适宜的方式或法律程序，要求发行人偿付债券本金及利息、费用。债权代理人所采取的方式可以包括对抵押物的处置，而同时商业银行负有协助、配合主承销商处置抵押物的义务。

根据我国《担保法》第五十三条的规定，在发行人未偿付债券的本息时，债权代理人首次可以与抵押人协议以抵押物折价或者以拍卖、变卖该抵押物所得的价款清偿债券的本息；由于债券持有人众多，因此以拍卖该抵押物所得价款清偿债券的本息方式为适宜的方式。

若双方就拍卖抵押物的方式达成一致意见，则根据国务院《国有资产评估管理办法》等国有资产评估管理的规定，双方应共同委托有相应资质的资产评估机构进行抵押物资产评估，并报抵押人主管国资部门进行资产评估备案；然后委托有关拍卖机构依照《拍卖法》等有关法律法规的规定进行拍卖。

若双方不能就抵押物的处置方式达成一致意见，则可以向人民法院提起诉讼，通过人民法院确认债权债务关系，采取司法措施处置抵押物等。

若债权代理人怠于履行以上行为，则债券持有人可以根据《债券持有人会议议事规则》召开债券持有人会议，讨论抵押物的处置方案，按照《担保法》和《国有资产评估管理办法》等法律法规的规定，采取措施处置抵押物。

九、特殊情况处理

偿债环节出现发行人到期未及时偿还本息和抵押资产价值低于预先设置的价值警戒线。出现上述情况的偿债措施和赔偿手段如下：

1、到期不能及时偿还本息时，向债券持有人公告违约事实，并由债权代理人向发行人催缴本息款项。除正常的兑付外，还需要发行人支付违约金，计算方法：未偿还本息金额×本期企业债券利率×延迟支付时间。

如果发行人在一个月内仍未偿还款项，由债权代理人召开债权人大会，债券持有人有权要求提前偿付本息（违约发生在债券到期日之前），处置抵押资产获得本息偿付、违约金和损害赔偿金。

2、抵押资产价值低于预先设置的价值警戒线时，由监管人出具动态报告，并履行职责督促发行人补足差额，要求发行人及时追加抵押资产，或者直接从偿债基金中补足，增加计提的偿债基金数额。

发行人违约时，债券持有人通过债权代理人行使权利过程中所付出的成本，如抵押资产处置、法律诉讼等费用，从拍卖资产所得中提前支付。

十、抵押债券的信用评级

抵押债券的信用等级是在发债企业主体长期信用等级的基础上，通过对抵押资产的评估，综合确定抵押债券的信用等级。一般情况下，抵押债券的信用等级不低于发行主体的长期信用等级。

抵押债券的信用评级一般关注以下内容：

1、抵押资产的评估价值。评级机构应通过适当渠道，了解抵押资产的情况，对资产评估价值的最大值、最小值做出判断。

2、抵押资产对债券的覆盖程度。根据抵押资产的价值，以及价值的变化，判断抵押资产对债券本息的覆盖程度。抵押资产的价值对债券覆盖程度越高，对提升债券信用等级的作用越大。

3、抵押资产的变现能力。根据抵押资产的性质，分析抵押资产的可变现性及处置时间，抵押资产可变现能力越强，债券持有人的损失越小。

4、抵押资产的法律风险。

十一、抵押债券的发行成本

与担保债券不同，抵押债券发行成本中不包括银行担保费用，且不需要提供担保模式下的反担保，没有增加发行人的额外负担，在一定程度上降低了企业发行成本

由于抵押债券的级别一般低于银行担保债券的级别（主要是指四大国有银行、国家开发银行和交通银行），而且是新推出的债券品种，投资者对抵押债券的认识、接受还需要一定的时间，这在很大程度上增加了抵押债券的发行利率，一般比银行担保债券利率高。07湘泰格债于2007年6月14日发行，票面利率为5.38%，利率的确定是以发行首日前5个工作日的一年期Shibor利率的算术平均数作为基准，上浮197BP。07湘泰格债发行利率与同期企业债券相比，大约高出60~70个BP。

另外，抵押债券每年都需要对抵押资产进行资产的重新评估，且需支付债券监管人（商

业银行)一定数额的监管费用,在一定程度上增加了抵押债券的综合成本。

十二、抵押债券的发行实例

2007年6月14日,07湘泰格债正式发行,债券期限为十年,票面利率5.38%。07湘泰格债主承销商为第一创业证券有限责任公司(为债券代理人),中国建设银行股份有限公司湖南省分行为抵押资产监管人,北京君致律师事务所对抵押资产进行登记核查,湖南新星房地产评价有限公司、湖南新星土地估价有限公司对抵押资产进行评估,联合资信评估有限公司为信用评级机构,湖南泰格林纸集团有限责任公司主体信用等级为AA-,07湘泰格债信用等级为AA+。

长期以来,银行担保的企业债券一直是企业债券的主要模式。07湘泰格债的最大创新之处就是采取了企业自有资产抵押的担保方式,而不是既往的银行担保,是对担保模式的市场化创新,是对在过去企业债依赖于银行担保的一次突破,不失为债市在走向信用债之前的有益过渡。此次07湘泰格债的成功发行经验,可以在今后的企业债发行中逐渐推广,即将推出的公司债券的发行亦有可能借鉴抵押担保的方式。