

2015-12-15

企业债发行再放松 市场化进程更进一步

联合资信评估有限公司 聂逆 王柠



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

企业债发行再放松 市场化进程更进一步

联合资信评估有限公司 聂逆 王柠

继证监会公司债改革和扩容公司债发行主体、交易商协会松绑银行间发债和放宽超短融发行门槛后，12月2日，发改委正式下发《关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见》（下称《意见》），较为全面地对企业债发行进行规范，进一步降低企业债发行门槛，推进企业债券发行管理向注册制过渡，同时着力加强风险防范。《意见》的出台有助于推动企业债券的扩容，更好地支持重点领域和重点项目融资。

一、简化企业债审批流程，放宽发行门槛

首先，《意见》简化了企业债券申报、审批程序，规定地方企业直接向省发改委提交企业债申报材料，不再要求提供省发改委的部分预审意见。对于信用优良企业发债，豁免委内复审环节，豁免条件包括：主体或债券信用等级为AAA级的债券、由资信状况良好的担保公司（指担保公司主体评级在AA+及以上）提供无条件不可撤销保证担保的债券和债项级别AA+及以上，使用有效资产进行抵、质押担保的债券。对于创建社会信用体系建设示范城市所属企业发行的债券以及创新品种债券包括“债贷组合”，城市停车场建设、城市地下综合管廊建设、养老产业、战略性新兴产业等专项债券，项目收益债券，永续期债券等，可直接向国家发改委申报发行债券。

《意见》同时进一步降低了发行门槛，债项级别AA以上的发债主体（含城投企业）均不受发债数量指标的限制。在募集资金使用上，允许企业适度灵活使用债券资金：允许所有等级的债券使用不超过发债规模40%的资金用于补充营运资金；支持债券资金用于项目前期建设；如募集资金投资项目实施确有困难，允许债券资金按程序变更用途。

应当说，这些规定与之前的规定相比有了很多的改进和简化，对于促进企业债

的发展，提高制度的竞争力有很大帮助。预计会提高企业发债的积极性，一定程度上会促进企业债发行市场占比的提高。但是，我们也必须看到，《意见》与其他债券管理机制相比，仍没有优势。同时，《意见》对信用等级的使用很强，而且没有相应的其他实质条件，这会导致很多压力转移到评级机构身上，评级机构面临一轮较大的级别提升压力。

二、强化信息披露，加强事中事后监管，完善债券偿债保障机制

《意见》重点强化了信息披露，要求债券发行人为信息披露第一责任人，一并下发《企业债券发行信息披露指引》（下称《指引》），对城投公司的信息披露做出了具体的要求。《指引》规定，在募投项目的盈利性分析上，发行人需要说明项目可研报告中的投资回收期 and 内部收益率；如果在债券存续期内项目收入无法覆盖总投资，原则上发行人应为债券到期偿付提供的增信措施。

《意见》要求省级发改委发挥企业债券事中事后监管责任，做好项目进度检查、重大事项协调、偿债能力监控等；同时，发改委或省级发改委将对企业债券存续期管理实行“双随机”抽查，检查募集资金使用合规情况。

《意见》鼓励开展债券担保和再担保业务，加强偿债保障机制建设。《意见》提出探索发展债券信用保险和信用违约互换，以转移和分散担保风险。信用违约互换（CDS）是国际上广泛使用的转移信用风险的手段，此次改革提出 CDS 概念，虽未明确细化政策，但仍是对防范潜在债务风险的有益探索。预计未来应有相关产品出现，债券信用风险的管理将有新的机制，投资者应高度关注。此外，《意见》要求城投公司市场化运营，明确规定不具备自我偿债能力的空壳型地方政府融资平台的发债申请不予受理，严禁政府担保和变相担保行为。

三、强化中介机构服务 加强问责机制

《意见》还要求强化中介机构如主承销商、评级机构的责任和服务能力。要求评级机构加强跟踪评级、发生重大事项时及时进行级别调整，对于因机构变动、人

员流动、机构主办人等因素致使债券工作出现缺失的，将追究相关中介机构甚至机构主办人的责任，对中介结构建档并分类实施奖励或惩戒评价。对评级机构而言，企业债募集资金的使用更宽泛、新建项目增多、创新产品增多，增信措施增多，城投公司与政府关系进一步厘清，这些都给评级机构评判信用风险带来挑战，评级难度加大。《意见》对评级机构切实履行跟踪评级义务提出了更严格要求，“发生影响债券信用评级的重大事件时，应及时调整债券信用级别并予以公开披露”，同时也为评级机构开展跟踪评级做出了更好的制度安排，评级机构应加强并做好跟踪评级工作。

四、城投债发行或将升温 风险判断需理性

企业债券的发行主体以城投公司为主，《意见》对企业债审批流程进行提速和简化，再度降低了城投公司的发债门槛，有望提高城投公司发行企业债券的积极性。自《意见》非正式文件 10 月份下发后，11 月份企业债券发行量出现明显增多，表明政策的放松确实促进了企业债券发行的增长。宏观经济下行压力下，基建投资热度不减，在“稳增长、促投资”的政策环境下，未来城投公司企业债券发行或将继续升温，结合发改委在创新品种上的努力，未来城市停车场建设等专项债券和项目收益债券的申报或将增多。

但值得注意的是，在经济下行压力下，部分企业生存压力加大，今年以来，债券市场违约事件频发，评级下调企业频现，公募市场已发生 19 起信用事件，已出现多起国企、央企违约，债券市场风险的暴露日益明显。2016 年是城投债的到期高峰，《意见》明确城投公司债务与政府信用严格隔离，在推动企业市场化转型的过程中，投资者应当重点关注企业自身的财务状况和偿债能力，以防范风险的发生。