

# 规范结构化发行， 维护债券市场秩序

《关于规范公司债券发行有关事项的通知》的出台，从政策层面上对“结构化发行”进行了更严的规范，有利于维护债券市场的秩序，促进债券市场健康发展。

文 | 张伊君



2019年12月13日，为进一步规范公司债券业务，维护债券市场秩序，保护投资者合法权益，促进债券市场健康稳定发展，上交所联合深交所发布《关于规范公司债券发行有关事项的通知》（以下简称“通知”），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，发行人不得操纵发行定价、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”。

所谓“在发行环节直接或者间接认购自己发行的债券”，就是通常所说的“结构化发行”。债券发行过程中，部分企业由于资质较弱，市场认可度较低，导致发行债券的募集难度大，市场上出现了“结构化发行”。

尤其是2017年下半年以来，“严监管、紧信用”的金融政策效果逐步显现，资管新规等金融去杠杆政策持续发布，部分企业融资渠道收紧，再融资压力骤增，导致信用违约事件增多；同时，中央政策加码，规范各地地方政府隐性债务，使投资者整体市场风险偏好降低。受此影响，债券市场信用分化现象凸显，一些低等级、弱资质民企及城投企业因风险集中而融资受阻。为了能够维持存续债券的滚动，通过“结构化发行”方式募集资金的现象也开始流行，以从市场上融入资金。

“结构化发行”虽然在一定程度上缓解了部分企业的融资难问题，但是由于其业务链条相对复杂且不透明，资金方很难真正穿透到底层去识别风险，导致整个债券市场的信用风险有所提升。

2019年5月“包商银行事件”引发流动性紧张，经同业市场传导至中小银行、非银机构等，使得“结构化发行”引起市场关注。随着监管机构加强对同业市场的监督治理，同时对“结构化发行”现象进行了摸底排查，一定程度上使该现象有所遏制，本次《通知》的出

台，从政策层面对“结构化发行”进行了更严力度的规范，有利于维护债券市场的秩序，促进债券市场健康发展。

## 两种操作方式

具体而言，“结构化发行”是指资质相对较差、社会认可度较低、销售难度较大的发行人，由于发行债券存在困难，出资在发行环节直接或间接认购自己发行的债券的行为，导致发行人实际融入资金小于发行债券的账面金额。

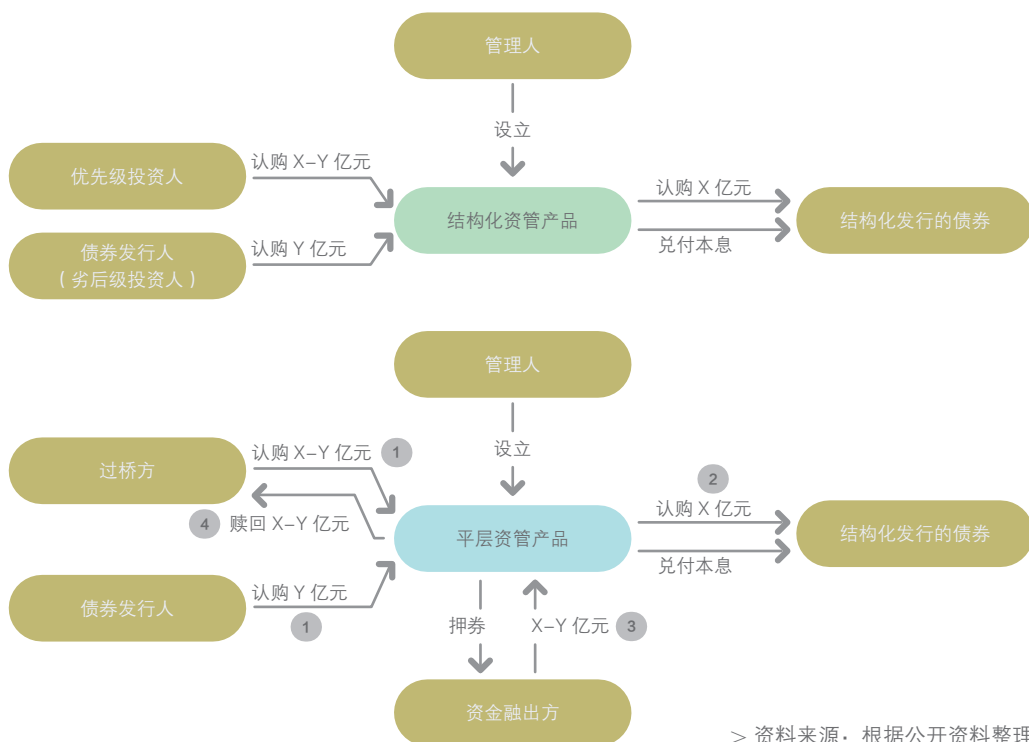
目前债券市场上“结构化发行”主要体现为两种方式。

第一种方式为发行人购买资管产品的劣后级从而吸引市场募集资管产品的优先级。如发行人想发行债券X亿元，首先需要出资Y亿元购买一项资管产品的劣后级，资产管理人再从市场上募集X-Y亿元优先级，最终将X亿元资金用来认购发行人发行的债券，而发行人实际募到的资金仅为X-Y亿元，同时通过Y亿元劣后级作为债券发行成功的增信方式。

第二种方式为发行人自购资管产品的平层并质押融资，即发行人通过购买资管产品在市场上购买其部分债券，并寻找过桥方购买其剩余部分债券，后将其自行购买债券部分进行质押融资偿还过桥方资金，其本质为使用债券回购融资代替债券发行融资。同样，如发行人想发行债券X亿元，首先要通过出资Y亿元购买资管产品，资产管理人再通过寻找过桥方出资剩余X-Y亿元建立资管产品从而购买发行人发行的债券X亿元，达到募满效果，同样发行人实际募到的资金仅为X-Y亿元。发行成功后，由于过桥方提供资金仅为短期借贷，因此管理人需要通过其持有的Y亿元债券通过质押回购方式获得X-Y亿元资金偿还过桥方。在债券存续期间，管理人需要不断通过质押式回购方式将过桥方资金滚动下去，直到债

“结构化发行”虽然在一定程度上缓解了部分企业的融资难问题，但是由于其业务链条相对复杂且不透明，资金方很难真正穿透到底层去识别风险，导致整个债券市场的信用风险有所提升。

## 结构化发行的两种方式



券到期。

### 潜藏多重风险

由于“结构化发行”结构相对复杂且隐蔽，因此很难辨析出债券是否采用了这一模式，公开信息也很难统计具体的“结构化发行”规模。尽管这种方式一定程度上有利于交易双方，而且扩充了债券市场规模，但是由于其结构复杂且参与者众多，在违约频发的当下也存在着较

大的潜在风险。

首先，“结构化发行”扰乱债券市场定价。由于发行人通过自有资金参与到债券发行过程中，因此在一定程度上会拉低债券的发行价格，使债券的票面利率未能真实体现出债券的实际风险以及市场的真实定价，造成投资者风险收益的不对等。

其次，“结构化发行”增加发行人的实际融资成本。虽然表面上看，发行人能够以更低

的价格发行债券,但是由于其参与到发行当中,加上支付给资管机构的产品管理费、过桥费等,实际发行成本可能远高于发行利率,使发行人承担了高额的融资成本,增加企业财务负担。

最后,“结构化发行”存在维持质押式回购的流动性风险。在第二种模式中,由于发行人真正的融资主要通过质押式回购,资产管理人需要在市场上不断操作偿还过桥方的短期借贷直到债券到期,因此信用风险实际向资金市场传导,资产的流动性很大程度上取决于资产管理人的融资能力,一旦资产管理人没有接续上资金,不仅投资人会遭受损失,发行人也会间接受到影响,从而传导至整个市场。

## 让价格回归真实

本次《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,发行人不得操纵发行定价、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”。《通知》的出台,将重拳打击“结构化发行”,遏制一级市场人为操作导致的发行利率扭曲,让价格回归真实,有助于解决一级市场发行及二级市场交易利差较大的问题,避免误导投资者进行价值判断,使市场回归健康发展。

与此同时,“结构化发行”的遏制也将从根源上避免发行人通过质押式回购的方式,经由金融机构及非银机构将其信用风险向资金市场传导,从而引发系统性流动性风险。从《通知》的内容上看,本次将以新老划断的方式执行,之前以“结构化发行”模式发行的债券将不被算在监管范围之内,不存在进行追溯调整的风险,这也有助于避免市场上现有利用“结构化发行”的低资质发行人出现信用风险,以及可能因此引发的市场恐慌。

《通知》中还特别提出,主承销商要针对

相关事项进行充分核查,并在债券承销过程中,要求报价公允、程序合规等。此举有助于加强中介机构对于发行人发行信息的核查,加强对投资者的保护。同时对于债券发行价格进行把关,在发行业务与投资交易业务之间设立防火墙,让债券一级市场定价更加有效和透明。

值得注意的是,《通知》的出台对于低资质发行人而言,其融资渠道会有所收窄,尤其是处于融资链条末端的民营企业,抗风险能力较弱,受到流动性趋紧和政策的影响会更加明显。因此需要对未来到期和续发提前准备,寻找新的融资创新路径。投资者也需要关注低资质发行人的债务接续能力,加大信用风险排查,避免“踩雷”。

《通知》的出台在一定程度上对于低等级、弱资质企业,尤其是民营企业的融资会造成一定的影响。为了帮助民营企业改善现有融资环境,2018年下半年以来,相关政策密集出台,帮助“有市场、有前景、有技术、有竞争力”的民营企业解决融资难融资贵的问题。如2018年10月央行宣布设立民营企业债券融资支持工具、2019年2月两办发布《关于加强金融服务民营企业若干意见》、2019年12月国务院出台《关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》等,从多角度多层面帮助民营企业破解发展困境。

但同时也要注意,除了受外部融资环境影响外,造成民营企业融资困境的另一主要原因在于部分民营企业自身公司治理及经营问题。如近年来违约的民营企业中,部分企业因跨行业激进扩张、财务造假导致资不抵债,或因公司治理体系不完善、缺乏合理偿债计划导致发生违约等,给市场造成极大负面影响。因此民营企业自身也需要加强企业治理结构的改善、守法经营。E

(作者系东方金诚研究发展部技术副总监)

《通知》的出台,将重拳打击“结构化发行”,遏制一级市场人为操作导致的发行利率扭曲,让价格回归真实,有助于解决一级市场发行及二级市场交易利差较大的问题。