

公司债券设计创新：最佳看点在哪里

随着“07长电债”于9月24日发行,公司债券试点工作全面展开。作为新的金融品种,公司债券的推出对进一步平衡资本市场结构,完善资本市场功能,扩大直接融资比例,具有重要意义。

◎熊军 李雄 宋怀宇

首单公司债券——“07长电债”于9月24日发行,标志着公司债券破题,试点工作正式启动。作为新的金融品种,公司债券的推出对进一步平衡资本市场结构,完善资本市场功能,扩大直接融资比例,具有重要意义。

2007年8月,证监会发布《公司债券发行试点办法》(下称《试点办法》),公司债券市场化发行制度框架基本明确;9月,上海证券交易所先后发布《上海证券交易所公司债券上市规则》、《上交所关于公司债券有关事宜的通知》,公司债券在上交所发行和上市交易规则正式确立。

在试点阶段,鉴于债券市场产品结构依然比较单一、企业中长期融资需求难以满足的现状,监管部门鼓励公司债券发行市场化,鼓励产品创新,鼓励发行方式创新,给予市场主体更多的创新空间,充分发挥市场主体的创新能力。

由于公司债券的风险特征有别于其他证券,适合于对安全性和流动性均有一定要求的投资者;其发行门槛低于企业债券,适合于各种类型有中长期融资需求的公司制法人。

因此,如何在充分了解发行人和投资者需求的基础上,设计出符合市场需求的公司债券,以满足各类经济主题的投融资需求。

对此,我们认为,根据《试点办法》,可以在担保方式、融资期限、发行利率、含权条款等方面进行创新探索,以满足发行人和投资者的需求。

公司债信用等级形式将呈现多样化

相对于单纯依靠银行担保的企业债券,公司债券的信用等级形式将呈现多样化。多种信用等级形式有利于提高债券信用等级,降低发行人融资成本,并有利于保护投资者利益。

具体而言,公司债可以考虑抵押担保、质押担保、第三方担保、优先/次级分层等多种信用等级形式。

第一,抵押担保。抵押担保是指发行人或者第三人将抵押财产移交由债券受托管理人占管,以该财产作为债券本息偿还的担保。债券存续期间,发行人不履行本息偿还义务时,债券受托管理人有权按募集说明书、抵押担保协议的约定以该财产折价或者以拍卖、变卖该财产的价款优先受偿。

公司债券可以借鉴银行抵押贷款关于抵押担保的要求,在担保物的选择、担保率的确定、担保物的管理等方面进行明确约定。

首先是担保物的选择。具有确实可靠、易于出售、法律允许转让、能够变现等特征的财产可以作为抵押物。根据《中华人民共和国担保法》等相关法律法规的规定,房屋、林木及其他建筑物,允许转让的土地使用权及其他地上附着物、机器、设备、船舶等交通运输工具,及依法允许抵押的其他财产,都可以作为公司债券的担保物抵押人可以将上述

所列财产一并抵押。

其次是担保率的确定。抵押担保应当根据抵押物的不同情况,确定不同的基本抵押率。相对于银行抵押贷款,公司债券的期限较长,抵押物会随时间推移、折旧提取,抵押物价值也在不断减少,因此,对于公司债券而言,担保物的抵押率还需要根据债券期限、抵押物折旧率等进行计算。

再次是担保物的管理。这涉及到(1)办理登记手续。设定抵押前,抵押人须将抵押物按债券受托管理人确定的鉴别到债券受托管理人认可的保险公司办妥抵押物的保险手续,并要求投保金额不得低于抵押物的总价值,抵押物的保险期限应长于借款期限1-3个月;抵押期间,保险单须载明债券受托管理人为抵押物保险的第一受益人,保险单正本交由债券受托管理人占管;抵押期间,抵押人不得以任何理由中断或者撤销抵押物保险,如保险中断,债券受托管理人可代为投保,有关费用由抵押人承担。

(2)办理登记手续。抵押人以财产设定抵押的,须在抵押协议约定的期限内到相关机构办理抵押物登记,抵押协议自抵押财产登记之日起生效。

(3)抵押物及相关文件的管理。抵押期间,抵押人须将抵押物登记后抵押物的所有权、使用权凭证以及登记文件正本交由债券受托管理人占管。抵押物由抵押人保管和使用,抵押人须妥善保管抵押物,对其负有维修、保养、保证完好无损和处于良好的可使用状况的责任,并随时接受债券受托管理人的检查。

发行抵押担保企业债券要求发行人提供的抵押品是价值高、折旧率低的资产,因此电力、航空、铁路、水上运输公司等比较适合发行此种债券。

第二,质押担保。质押担保是发行人或者第三人将质押物移交由债券受托管理人,以该财产作为债券本息偿还的担保,债券存续期间,发行人不履行本息偿还义务时,债券受托管理人有权按募集说明书、质押担保合同约定的以该财产变现后的价款优先受偿。

公司债券也可以借鉴银行贷款关于质押担保的要求,在质押物的选择、质押率的确定、质押物的管理等方面进行明确约定。

首先是质押物的选择。根据《中华人民共和国担保法》等法律法规的规定,以下财产可以作为公司债券的担保物:依法允许转让的汇票、存款单、债券、仓单、提单等有价证券;依法可以转让的股权、股票;依法可以质押的其他动产或者权利。但不接受下列动产、权利、专利等为质押物。

其次是质押率的确定。质押率通常根据质押物的性质(流动性、市场价格、风险)、行业规则或通行办法而定。一般来说,有价证券根据其易售性和证券发行单位的信用等级确定。依据被质押的证券质量及发行人的财务和资信状况,具体质押率由债券受托管理人与发行人商定。

再次是质押物的管理。以依法可以转让的股票出质的,出质人须向证券登记机构办理出质登记,质押协议自股票

登记之日起生效。出质人以汇票、存款单、债券、仓单、提单等有价证券出质的,质押协议自有效权利凭证交由债券受托管理人占管之日起生效。以公司的股份出质的,适用《中华人民共和国公司法》股份转让的有关规定。质押协议自股份出质记载于股东名册之日起生效。质押期间,出质人须将质物及其权利凭证交由债券受托管理人占管。债券受托管理人负有妥善保管质物的责任。

第三,第三方担保。第三方担保属于外部信用等级应当高于发行人,且担保人的信用等级应当高于发行人,且担保人资产质量良好,其未被设定担保或者采取保全措施的净资产不少于其累计对外担保的金额。

从国内固定收益类证券的担保实践来看,银行、中央大型企业是第三方担保的担保人。在公司债的发行中,国内专业担保公司普遍规模较小,绝大多数都不符合成为担保人的条件。因而公司债第三方担保人的选择,仍将集中于大型商业银行、中央大型企业(包括其财务公司)。

其次是担保方式。第三方担保可以是信用担保,根据《试点办法》的规定,以保证方式提供担保的,应当为连带责任保证;第三方担保也可以是抵押或质押担保。

再次是担保范围。担保范围包括债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

第四,优先/次级分层。这涉及到以下四个方面的问题。首先是分层方式。将公司债券分为优先级和次级。优先级债券持有人,相对于次级债券的持有人,拥有债券本金(利息)的优先求偿权,只有在优先级债券兑付或清偿后,才进行次级债券的兑付或清偿。这种分层设计方式,是一种内部升级方式,主要为了提高债券的信用等级,可用于公司债券品种的设计。

其次是分层比例的确定。分层比例的确定应当根据债券预定信用等级而确定。发行人可以根据市场情况和信用评级要求,确定优先级和次级债券的比例,使两类债券达到预定的信用等级,以满足不同投资者的需求。

再次是次级债券利率的确定方式。次级债券的利率由主承销商和发行人协商确定,其利率水平由次级债券的风险而定。

最后是次级品种的投资者选择。次级债券的投资者可以是承担余额包销风险的券商,也可以是发行人,也可以是第三方。

可见,各种信用等级形式在增级来源、后续管理以及适用范围等方面具有不同特点,具体比较见表。

发行人可根据自身情况,选择上述一种或几种信用等级形式,提高债券信用等级,以保护投资者利益。

公司债期限巧设计有利于满足投资者需求

融资期限结构设计,也是公司债创新中一个值得关注的问题。从影响公司债融资期限的主要因素分析,包括以下五大因素。

第一,企业融资需求。融资期限主要是根据企业需求确定。如果债券融资主要用于弥补流动资金,可以发行5年期以内的短期债券;如果债券融资主要用于长期投资项目,可以根据项目投资周期以及投资回收期选择5年期以上的融资期限。

第二,企业未来现金流。企业未来现金流是企业未来偿债的保证。因而,融资期限应与未来现金流(考虑时间性、可预测金额等)相匹配,减轻企业到期偿债压力,提高资金使用效率。

第三,担保形式。如果债券融资采取银行担保或资信级别高的第三方担保,可以选择较长的融资期限;如果采取抵押或质押担保形式,考虑到担保物折旧或时间所产生的不确定性风险,应当选择较短的融资期限。

第四,投资者需求。在不同阶段,投资者对债券品种期限存在不同偏好。在利率上升周期,投资者对长期债券品种缺乏兴趣,而在利率下降周期内,投资者则愿意持有中长期债券。同时,股票、票据、黄金等市场也会影响投资者对债券期限的偏好。

第五,债券市场环境。债券市场环境会影响对融资期限的设计。由于公司债券在资金运用上的限制相对较少,发行条件也相对宽松,因而发行额度获批较为容易。但在债券市场环境不利、投资者认购积极性不高时,债券承销面临较大的发行风险,发行人应当选择以短续长的融资方式,以降低融资成本,并避免长期债券的发行风险。

从在债券期限的选择上来看,由于资金成本和发行风险等方面的考虑,公司债券期限不宜过短,3年及3年以上的品种较为可行。同时,公司债准入门槛低于企业债,其整体信用等级将不会高于企业债,因而公司债发行期限一般不宜超过10年。

第一,3-5年期。3-5年期债券适合于以下几种情形:一是募集资金主要用于弥补流动资金;二是采用抵押担保、质押担保的债券;三是利息上升预期较高,投资者偏好于期限较短的债券品种,而发行人不愿承担较高的长期债券利率。

第二,5-10年期。5-10年期适合于满足以下条件的债券:一是募集资金主要用于期限较长的项目投资;二是由资信实力较强的第三方(包括银行)担保;三是利率下降预期较高,投资者偏好于长期债券品种;或在利率上升预期较高时,发行人愿意承担较高的长期债券利率。

第三,3-5年期与5-10年期的组合。3-5年期与5-10年期组合是短期和中长期债券的组合。发行人可以在发行额度内,根据募集资金使用、担保情况、利率预期等因素,选择不同期限结构的债券发行组合。

公司债几种信用等级方式比较

增级方式	增级来源	后续管理	适用范围
抵押担保	可抵押物	抵押物管理	拥有价值高、折旧率低资产的公司
质押担保	可质押物	质押物管理	拥有价值高、变现能力强资产的公司
第三方担保	第三方	第三方跟踪评级	资信等级高的第三方提供担保
优先/次级分层	次级债券	发行人跟踪评级	未来现金流较易于预测的公司

投资者应当选择合适的债券期限组合与自身资产的期限结构相匹配。

三种含权条款设计形式：有利于回避公司债投融资风险

从公司债含权条款的设计来看,主要由以下三种方式。

第一,可赎回。可提前赎回债券赋予发行人在某个特定的时间,可从债券持有人手中将其发行的债券强制赎回的权利。由于选择权的被赋予方是发行人,在债券可赎回期间,发行人处于一个相对主动的位置。对于发行人而言,有利于其在利率下降时赎回债券,从而降低利率风险;可赎回权利对投资者是不利的,他们必须承担在利率下降时失去高利率债券的风险。因此,可赎回债券适用于利率下降周期。

由于利率在短期内相对稳定,因而可赎回债券一般适合于中长期品种。但是,相对同期限的不可赎回债券,其票面利率应当更高,以补偿投资者再投资风险。

第二,可回售。可回售债券赋予债券持有人在某一个阶段末,部分或全部回售债券的选择权。通常来说,这类债券的结构设计会分为前后两个时段。在前一个时段结束时,债券持有人可获得一个选择权,或者将该债券回售给发行人,或者按照约定的本息偿付方式继续持有该债券至后一个时段结束。较为典型的结构如7P+3、5P+5、10P+5等。7P+3表示债券持有人可在第7年末回售债券,或者放弃选择权,继续持有该债券3年。9月24日发行的“07长电债”,其回售条款设计即为7P+3结构。

对于投资者而言,这种结构设计有利于其在利率上升时可将债券回售给发行人,规避利率风险,从而有利于保护投资者利益;在利率下降时,则可以继续持有债券,获得比市场利率更高的稳定回报;可回售权利对发行人是不利的,他们必须承担在利率上升时失去低利率债券的风险。由于利率在短期内相对稳定,因而可回售债券一般也适合于中长期品种。但是,相对同期限的不可回售债券,其票面利率应当略低,以补偿发行人再融资风险。

第三,可挂钩公司业务。与保底浮息债券类似,保底可挂钩公司业务债券是将保底条款(固定利率)与浮动条款(挂钩公司业务)结合起来。其中浮动条款挂钩的业绩指标通常为每股收益、净利润、净资产收益率等。

在设计中,可以为某一财务指标设定基准值,当公司业务指标较差时(低于或等于基准值),投资者取得固定利率的回报;当公司业务指标较好时(高于基准值),投资者可以获得固定利率+浮动收益率的回报。

可挂钩公司债券适合于当前经营状况、信用等级一般,但前景看好、有较好盈利预期的公司。通过与公司业务挂钩,可以增加债券对投资者的吸引力。

(作者:长江证券有限责任公司)

■看点

●首单公司债券——“07长电债”于9月24日发行,标志着公司债券破题,试点工作正式启动。作为新的金融品种,公司债券的推出对进一步平衡资本市场结构,完善资本市场功能,扩大直接融资比例,具有重要意义。

●在试点阶段,鉴于债券市场产品结构依然比较单一、企业中长期融资需求难以满足的现状,监管部门鼓励公司债券发行市场化,鼓励产品创新,鼓励发行方式创新,给予市场主体更多的创新空间,充分发挥市场主体的创新能力。

●相对于单纯依靠银行担保的企业债券,公司债券的信用等级形式将呈现多样化。具体而言,公司债可以考虑抵押担保、质押担保、第三方担保优先/次级分层等多种信用等级形式。多种信用等级形式有利于提高债券信用等级,降低发行人融资成本,并有利于保护投资者利益。

●影响公司债融资期限结构有五大因素:企业融资需求、企业未来现金流、担保形式、投资者需求和债券市场环境。另外,从在债券期限的选择上来看,由于资金成本和发行风险等方面的考虑,公司债券期限不宜过短,3年及3年以上的品种较为可行。

●从公司债含权条款的设计来看,主要由以下三种方式:可赎回、可回售和可挂钩公司业务。

●事实上,公司债如何发行定价是一个关键问题。这里,涉及到发行利率的确定方式、基准利率的选择和可供参照的多种利率定价方法。其中,就发行利率的确定方式而言,主要有市场品种参照法和市场招标法。另外,几种可行的发行利率包括:固定利率、浮动利率(基准利率+固定利差)、保底浮息债券和多空浮动利率。

■编余

9月24日,当首单公司债券“07长电债”发行,标志着公司债券破题,试点工作正式启动。作为新的金融品种,公司债券的推出,值得投资者高度关注。

由于与单纯依靠银行担保的企业债不同,公司债采取多样化的信用等级形式,不仅有利于提高债券信用等级,降低发行人融资成本,而且还有利于保护投资者利益。从这个角度分析,公司债更是一个市场化的金融创新产品。

但是,正是由于公司债是一个市场化创新产品,如何设计出符合市场需求的公司债券,也成为市场关注的一个焦点问题。为此,作者试图从公司债的担保方式、融资期限、发行利率和含权条款等方面进行了比较详尽的分析,为我们提供了如何在上述四大方面进行创新设计,以满足发行人和投资者需求的实务指导。

这些分析虽然比较专业化,但却有利于公司债发行人和投资者深入了解公司债的市场价值。

撇开单纯谈公司债,如果将公司债的创新纳入到中国整个资本市场发展的宏伟框架内观察,公司债发行的试水,将有利于进一步拓展中国债券市场的发展纬度,有助于平衡债券市场与股票市场之间的协调发展。同时,对于扩大中国的直接融资比例,也具有重要的作用。

——亚夫

多重利率定价模式：有利于公司债市场化发展

事实上,公司债如何发行定价是一个关键问题。这里,涉及到发行利率的确定方式、基准利率的选择和可供参照的多种利率定价方法。

第一,就发行利率的确定方式而言,主要有市场品种参照法和市场招标法。其中,市场品种参照物可以选择以下对象:一是参照同期企业(公司)债券发行利率;二是参照企业(公司)债券二级市场收益率;三是参照同期国债利率,在国债利率的基础上,通过对各项利差因素进行分析测定。

当然,通过市场品种参照法所确定的利率还只是发行人和主承销商确定的参考利率,最终利率还需要结合市场询价以及市场预测的结果确定。

另外,目前国内的国债、政策性金融债券的发行都采取了市场招标方式,这一方式的优点是能够将发行价格与当时市场供求的实际情况紧密结合起来。公司债券的发行同样可以采取这种方法,由投资人按照投资意愿博弈后最终确定债券的价格。

如果公司债券在银行间债券市场发行,可以采用利用远程债券发行系统公开招标、由债券承销团成员投标确定债券的发行利率或价格;如果公司债券在交易所债券市场发行,可以借鉴股票和可转换债的上网定价发行方式,采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者协议发行相结合的方式,网上认购按“时间优先”的原则实时成交,网下认购采取机构投资者与主承销商签订认购协议的形式进行。“07长电债”采取的就是“网上发行和网下发行”相结合的方式。

第二,基准利率的选择。基准利率是在整个利率体系中起核心作用并能制约其他利率的基本利率。基准利率应是一个市场化的利率,有广泛的市场参与性,能够充分地反映市场供求关系,其次要是一个传导性利率,在整个利率体系中处于支配地位,关联度强,影响大,而且它要具备一定的稳定性,便于控制。因此基准利率

的选择主要考虑敏感性、相关性、可测性、可控性等因素。

浮动利率债券首先需要选择基准利率。在已发行的浮动债券品种中,一年期银行定期存款利率、7天回购利率和上海银行间同业拆借市场利率都被作为基准利率采用过。其中,上海银行间同业拆借利率(Shibor)虽然推出时间不长,但很快被市场所接受,成为最受关注的基准利率。

Shibor 随新股 IPO 发行、存款准备金率变动、存贷款基准利率调整以及公开市场操作而同幅调整,能够综合反映货币市场的资金供求状况以及市场利率的期限结构关系,为货币市场的产品定价提供了参考,也为将来公司债的基准利率提供了有效参照。在具体品种上,可以根据公司债券期限选择与之相适应的期限品种,如短期(1-3年期)可以选择3个月或6个月 Shibor 作为基准利率;而3年以上可以选择12个月期 Shibor 作为基准利率。

第三,几种可行的发行利率。首先,固定利率。固定利率债券仍将是公司债券的主要品种。在利率存在下降预期时,固定利率债券对投资者具有较强的吸引力,发行人可以适当延长融资期限;在利率稳定期,固定利率债券也易于被投资者接受;而在利率上升期,发行人应当适当缩短融资期限,并根据市场利率变动趋势和发行期适当提高发行利率,以避免发行与承销的风险。

其次,浮动利率(基准利率+固定利差)。浮动利率债券可以作为公司债券的补充。在利率上升期间,发行人可以通过发行浮动利率债券以吸引投资者;在利率下降期间,发行人可以通过发行浮动利率债券降低利率风险,但应当提高固定利差以弥补投资者的利率风险。

再次,保底浮息债券。保底浮息债券的设计是将保底条款(固定利率)与浮动条款(浮动利率)结合起来。这种条款的设计通常是在投资者有加息

预期,市场发行困难时。如2004年11月国内首只保底浮息债券——河南高速企业债则运用了这一设计。保底浮息应用于企业债券,不论利率如何变动,都可以有效减低投资者再投资风险,增强债券的吸引力。

最后,多空浮动利率。多空浮动利率,是指将同一批发行的债券分为两类,一类是以固定利率减去指标利率作为票面利率,另一类则以固定利率加上指标利率作为票面利率,投资人可以选择其中一类债券投资。多空利率债券在等量发行时,发行人可以节省规避风险支出成本;而在市场趋势不明时采取非等量发行的方式,给投资者多元的选择,则利于发行人规避利率上涨的风险,锁定长期的资金成本。因此,多空浮动债券适合于时在未来货币政策的方向不明确、利率走势的看法多空分歧较大的情况下发行。

此外,其他创新品种还包括带上下限浮动利率、阶梯式利率等。

(熊军 李雄 宋怀宇)