

债市老赖“花式”劫财 债权人权益保护悬空

本报记者 李慧敏 北京报道

近年来,随着经济下行压力加大,我国公司类信用债券市场违约事件有所增多。Wind 数据显示,2017 年,新增违约债券 35 只,涉及发行金额 337 亿元,2018 年跳升至 131 只 1210.8 亿元,违约金额增加了约 2.6 倍。

中国证券业协会联合交易商协会最新发布的 2018 年第四季度

债权人求偿步履维艰

五洋建设的投资人求偿道路起点上的遭遇,几乎是所有违约债券持有人的缩影。

因欺诈发行案及债券违约爆雷,备受瞩目的五洋建设集团有限公司(以下简称“五洋建设”)作为典型案例在债券市场无疑引发了极大关注。

2015 年 8 月与 9 月,五洋建设分别在上交所公开发行了 15 五洋债、15 五洋 02 两只小公募债券,合计发行金额 13.6 亿元,上述债券均由德邦证券承销并担任受托管理人。2017 年 8 月 14 日,15 五洋债未能偿还回售及付息资金,出现回售违约,15 五洋 02 触发交叉违约。截至目前,五洋建设的违约情形尚未消除。

记者注意到,在五洋建设债权人求偿的道路上,针对五洋建设申请破产事宜,当地各方推进效率甚低。早在 2017 年 8 月底已有债券持有人向绍兴市中级人民法院递交了针对五洋建设的破产申请材料,然而,一年零 3 个月之后,直到 2018 年 12 月,绍兴中院才受理相关申请人的申请。

“以这样的效率和速度,求得五洋建设的赔偿,前景令人绝望。”一家机构投资者如是表达。

相关部门表示,五洋建设涉嫌欺诈发行,在履行信息披露义务、配合开展风险排查和处置等方面态度不积极,而且在企业注册地法院受理、推进破产程序进展缓慢。

记者查询最高人民法院中国执行信息公开网发现,正如媒体形容,五洋建设确属骨灰级“老赖”。

自 2015 年至 2019 年 1 月,五洋建设共 146 次进入失信执行人名单。其中,2015 年、2016 年及 2019

年分别失信 1 次,98% 的失信案件发生在 2017 年和 2018 年,分别计入失信执行人名单 56 次和 87 次。

最近的一次失信案发生于 2019 年 1 月 11 日,五洋建设应在 2 月 10 日之前偿付厦门喜居活动房有限公司安装费 94080 元。但最终五洋建设全部未履行,失信被执行人行为具体情形被标注为“有履行能力而拒不履行生效法律文书确定义务”。

与此同时,五洋建设实际控制人陈志樟目前已身负限制消费令 228 次。

中国执行信息公开网发布的限制消费令显示,其中,除 2016 年 4 次之外,其余 224 次消费禁令全部发布于 2017 年、2018 年两个年度内;案件涉及鲁、浙、桂、闽、粤、苏、川、黔、辽、陕、豫、皖、渝和沪,共 14 个省和直辖市。

匪夷所思的是,2017 年 12 月底,五洋建设实际控制人陈志樟进入“浙江脊梁”候选人名单。有关媒体大篇幅介绍了其主要业绩。但后续并未见“浙江脊梁”的评选结果发布。

实际上,五洋建设的投资人求偿道路起点上的遭遇,几乎是所有违约债券持有人的缩影。

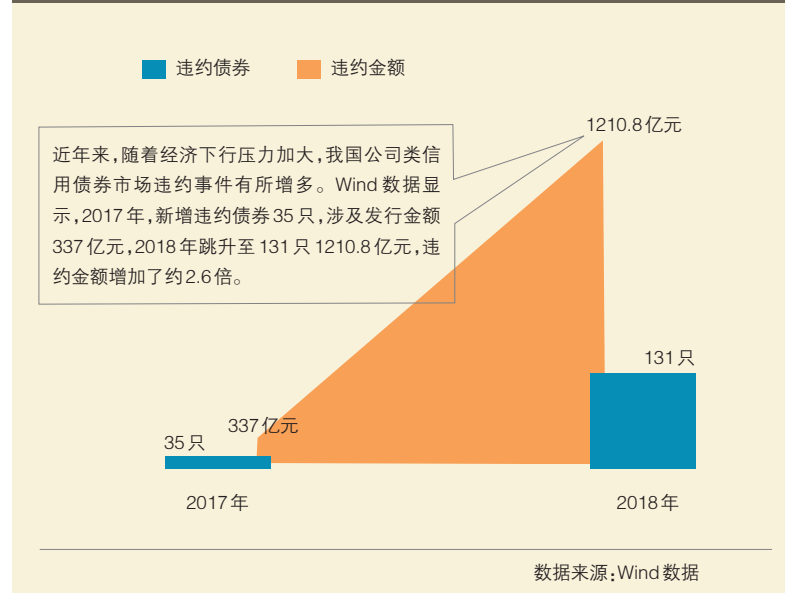
“债券违约后,光是判定其违约,仅仅是这个判定,就需要相当长的时间。”三度星和(北京)投资有限公司董事合伙人冷晓华表示。

按照募集说明书相关条款规定,需要找企业注册地的法院或者仲裁机构。据介绍,其过程异常繁琐曲折。“比如我作为债券持有人,到法院说该企业违约,要求起诉。法院首先会问‘怎么能证明你拥有

随着信用债违约高潮过后,一批“债市老赖”也陆续浮出水面,进而导致后续处置及债权人权益的保护问题凸显。

《中国经营报》记者调查发现,目前对于违约债券的后续处置仍未有切实落地的破题方案,诸多发行人沦为“债市老赖”,在现有制度和空间中辗转腾挪,债权人财富被“花式劫掠”,权益保护处悬空状态。

2017 年 ~ 2018 年公司类信用债券市场违约数量对比



这个债呢?’我说有持仓证明,‘持仓证明是你自己打印出来的,怎么证明其真假?’然后要求你到中登公司去盖章。盖章虽然困难,但就算你盖了回来,可能时间已经过去一个月了。然后法院会问‘时间过去一个月了,怎么证明这个债还在你手上?’我说此只债券已经停牌了,‘你怎么证明已经停牌了?’我说交易软件上写的已经停牌,‘那不行,你得到交易所盖章,证明确实已停牌。’……”冷晓华表示,没有这两个章,光是这个债违约就无法证明。

“当然,你能提供相关证据法院也接受,但是一般六个月才能将证据收集完毕。而同时与你赛跑的是给其提供贷款的银行。”冷晓华介绍,一旦债券出现违约以后,银行的反会非常迅速,向法院提供一个资产证明,就可以申请查封违约企业的资产,“等债券持有人证据提供完整,企业资产早已经被查封几个来回”。冷晓华表示。

债券无序违约破坏信用

困扰债券投资者的不是债券违约,而是其衍生出的两个问题:债券违约后的处置以及债券的无序违约。

除了在求偿道路上疲于奔命,诸多投资人还要时刻警惕“债市老赖”或者“准老赖”的各种“花式”对抗和劫掠。

有媒体披露,2018 年 7 月,某能源集团子公司某电力的电话会议上,管理层甚至抛出了“试探性违约”的言论,报道称此言论将中

国债券市场发行人强势和投资人弱势的现状展露无疑。

今年春节前后,山东胜通债委会讨论破产重整,当地政府提出的两种重整方案,都把“熔断担保圈”作为前提条件,要求银行暂不追索担保单位的代偿责任。

“理论上同权的债权人理应获得同等待遇,但违约企业绕过受托管理人与部分债务人达成和解的案例也并不鲜见,部分债权人已经受偿的同时,还有部分债权人可能还一无所知在等待司法进展呢。”一位资深债券人士如是表示。

“上述各种行为,均可视为是通过各种方式对于债权的对抗和对债权人财富的‘劫掠’。”上述资深债券人士表示,信用是一种公用品,无序地破坏信用是“公用品的悲剧”。虽然在处置某些个体问题时方便了,但代价是牺牲了发行人的整体利益。

光大证券有限公司首席固定收益分析师张旭在接受记者采访时曾表示,困扰债券投资者的不是债券违约,而是其衍生出的两个问题:债券违约后的处置以及债券的

债权人权益保护机制不成熟

在现实的公司治理结构中,地方政府、发行人股东、部分债权人是相对强势的,而大量、分散的债券投资者成为整个利益相关者中最易被忽视的群体。

“债权人具有先天的脆弱性,其中有法律的、商业竞争的、甚至约定俗成的一些因素所致。”一家排名靠前的知名券商固收部门负责人张理(化名)表示,有些时候会发生这样的情况,“事后单方面改变合同契约条款,在现实的公司治理结构中,地方政府、发行人股东、部分债权人是相对强势的,而大量、分散的债券投资者成为整个利益相关者中最易被忽视的群体。”

张理认为,可以参照和类比的是,股票市场的发展初期,也经历了“大股东掏空上市公司”“中小股”“民利益得不到保护”等等问题,某种程度上来说,现阶段的债券投资者权益保护的问题堪比之前股票市场里中小投资者权益保护的问题,可以通俗地理解为众多债券投资者出了钱了,市场得到大发展

了,但是其相应的权益保护机制,还没有发展成熟,随着违约问题的暴露而凸显。

而市场主体的逐利动机,是造成现实“债市老赖”毫无愧色的重要原因。

“在过去几年中,融资冲动是一个共性问题,而且在公募 40%、私募不受净资产限制的情况下,发行人融资规模的‘天花板’是个软约束。尤其是在低利率融资成本、高投资回报率的时代里,融资产生过度融资,必然会在利率上行、经济下行的双重压力下,不断爆雷。”前述资深债券人士表示,“债市老赖”作为发行人综合考虑收益和风险,自然会选择有利于自己的结果。

中介机构以逐利为动机,促使其对于强化保护投资者条款缺乏动力。

无序违约。

首先,在某只债券违约之后,该主体发行的全部债券几乎都会丧失流动性,无论是在市场中出售还是进入司法程序都需要较长的时间。此时,债券投资者不仅需要承担信用风险所带来的损失,还需要承担额外的流动性风险。

其次,违约的有序性仍待加强。例如,从公开披露的财务信息上看,违约主体的资质往往并不差。甚至某些发行人在违约前仍存有大量的非受限货币资金,这让违约显得不是特别“有序”。很显然,这些发行人的财报并没有反映出其真实的财务状况。

张旭表示,此外,个别发行人在获取债券资金后便“将企业经营与金融市场隔离开”,以债务违约作为企业正常经营的基础。很显然,这种行为也造成了违约的无序化。虽然这可以暂时缓解某个企业的资金压力,但是伤害了市场投资者对于债券市场的信心,加剧了更多民营企业融资难、融资贵的问题。

据介绍,中介机构的市場影响力大都以规模排名为主,中介机构对于所对服务的债券优质发行人都是积极营销和竞争的态势,比拼的都是销售实力,在此背景下,那些容易对发行人形成制约的但却在日后可能真正成为保护投资者的那些法律条款,中介机构自然无暇多顾。

不可回避的是,伴随债券市场发展,其基础设施建设在匹配度上尚有极大空间。

张理表示,国家有一整套《破产法》等法律法规,但从法律惯例上和实务上来讲,“存在感”还是比较弱的,就没有美国法律下那种“可以直接提起破产清算”的强烈的约束感,尤其是在国情下,还有地方政府维护地方稳定、就业和经济发展,在其中起到或多或少的作用。

科技创业“牛市”

本报记者 罗辑 成都报道

3 月 4 日以来的这一周,对于股民来说,太平静。截至 3 月 8 日收盘,沪深两市成交在一周四个交易日内,有四天成交量突破

结构性行情

国泰基金预计 3 月基本面变化驱动上涨结构分化,但是对于 A 股而言,货币和信用双宽的逻辑并未发生改变,前期急速上涨之后指数出现波动也属于较为正常的情况,预计短期内指数的震荡格局还将持续。

一场全面牛市是将与春天一同到来吗?

从宏观面来看,瑞银亚洲经济研究主管、首席中国经济学家汪涛提到近期备受关注的经济增长目标(6%~6.5%之间)符合预期,且具有较强可实现性。同时根据今年两会传达的信息,“首先财政政策较去年有所放松,其中减税的规模、力度比较大,同时今年扩大了显性的财政支出,除官方财政赤字从 2.6% 增加到了 2.8% 外,货币加大了对结转结余资金的利用,以及今年的专项债发行新增了 8000 亿元。”

而货币政策方面,汪涛注意到,“保持宏观杠杆率基本稳定”的提法,“我们预测,今年的社融增速从官方的 9.8%,上升到接近 12% 的水平,基本上就是一个总体信贷会反弹。这里面也需要更多的一些宽松的政策举措,比如说降准。此外

万亿元。3 月 8 日,3000 点失守,超过 3000 只个股下跌,上证综指跌 4.4%。业内人士分析,中信证券、华泰证券两份做空报告成为暴跌的导火索。此外,外资撤离,2 月出口数据下滑、银保监会对违规资金

或还将配套扩大金融支持民营企业 and 中小企业的幅度等举措”。

实际上,多位业内券商提到,市场情绪的复苏在于对宏观面预期的回升。“经济运行的改善虽然缓慢,但市场预期的稳定是显著的,市场活力明显提升。一个更加健康的资本市场正站在新的起点。这些状态的改变,源于决策层的一系列政策举措,源于各部门的积极迅速落实,最终带来了市场预期稳定,风险担忧的化解。”国泰君安研究所所长黄燕铭从政策面、资金面分别提到,“证监会在国新办的新闻发布会,进一步稳定了市场预期,增强了市场的韧性;有利于市场风险的缓释,也有利于市场估值体系的重构。我们注意到,不同类型和不同偏好的投资者的资金陆续进入市场,塑造了年初以来的修复行情。第一,外资机构率先入场,带动蓝筹白马股积极表现。第二,私募基金积极入场,进一步提升市场活跃度。第三,公募资产配置股票积极性提升,显著提升市场整体信心。第四,个人投资者入市热情升温,市场交易热度进一步升温。”

就在 3 月 1 日,美国著名指数编制公司明晟公司(MSCI)对外公

流入股市的处罚、证监会了解场外配资情况等,都成为市场调整的因素。牛市来了吗?牛市因何而来?

是科创板“点燃”了市场的热情,还是牛市将为科创板铺下康庄大道?在重阳投资此前的预判

A 股上市综指走势图



布有关进一步提高 A 股在 MSCI 指数中权重,将把中国 A 股的纳入因子从 5% 增加至 20%。目前 A 股已经出现外资超买的情况,而据瑞银证券中国首席策略分析师高挺分析,这种情况未来或会继续扩大。而对于 A 股针对于外资持股 28% 买盘的限制,也有可能随之放开。

不过,瑞银财富管理投资总监办公室亚太区投资总监及首席中国策略师邓体顺认为,即便此次 MSCI 把中国 A 股的纳入因子从 5% 增加至 20%,但外资仍然不会成为 A 股市场的主导力量,更多的可能是带来“鲑鱼效应”。“A 股真正的主导力量还是国内的产业资本、散户以及机构投资者。”

邓体顺进一步解释道,去年海外投资人通过沪深港通在 A 股大概买了 450 亿美元,今年年初到

中,2019 年 A 股市场会表现出比较丰富的结构性行情。而科创板可能是结构性发散的先头部队,或将点燃结构性发散的行情,对整个市场具有指向性作用和指标性意义。

利好创投、科创型企业

王庆提及的结构性“牛市”是重阳投资整体预判下的结论。在今年年初,重阳投资在其投资策略中提及,2019 年 A 股市场会表现出比较丰富的结构性行情。而科创板可能是结构性发散的先头部队,或将点燃结构性发散的行情,对整个市场具有指向性作用和指标性意义。

从市场的反应来看,率先启动的也正是率先受到科创板推出所影响的券商。从去年科创板推进提速以来,券商板块开始“躁动”,而随着科创板要超预期的推进,券商板块的涨幅也越发明显。同时,随着市场回暖,今年以来券商月报数据纷纷提振,基本面也随之走好。

“近期多日万亿成交对券商经纪业务而言,将会带来很大改善。而券商是一个高 Bata (指贝塔系数较高,而贝塔系数较高意味着其股价对于市场变化影响较大)行业,市场越好,成交越大,业绩越好。同时,更重要的是这一轮券商的上涨,跟科创板有关系。因为科创板的推进速度远超预期,从去年末宣布到如今,已经可以看到科创板真正开始进入运营状态了。”高挺提及。

从券商一线的情况来看,已然开始对于科创板积极布局,不少券商跑马圈地,积极备战。“自从去年科创板相关政策出台以来,公司相关的投行业务部门就已经开始在优选企业名单,重点培育符合国家

利好创投、科创型企业

相关战略企业。为了服务好这些符合国家相关战略的企业,公司为其提供各项融资服务,并积极开拓潜在的战略投资者。同时,还对现有的客户以及现有客户产业链上下游的潜在客户进行多维度摸底和梳理,结合国家整体战略,优选拟登录科创板的后备企业。”某上市券商相关人士告诉《中国经营报》记者。

除了券商以外,国金证券网络金融部财富管理总监蔡翔提到,“随着科创板整体推出,我认为最受益的是创投资本。其中,创投资本对于小微企业,或者科技创新企业整体投融资或将随之大幅增长。”这一观点也得到了多位业内的认同,其中川商基金总经理、联合创始人陈俊提到,“优质项目将向头部机构集中,例如有品牌、有相应背景、有较多成功案例的创投,将相对更容易获取到好的项目,在竞争中胜出。”

与此同时,中信证券策略分析师裘翔也提到,除了券商,“科创板六大行业领域给 A 股相关行业的龙头公司带来了主题映射机会,如新一代信息技术、高端装备制造和新材料、新能源、节能环保、生物医药、技术服务行业。同时,科创板允许已上市公司拆分旗下业务独立的子公司去科创板上市,对于存量 A 股公司而言,相关公司在方案抛出或预期形成阶段,对市场预计会有明显的刺激作用。”