

近四成违约债30天内化解

债券违约“刚性宣判”呼吁缓冲期

本报记者 李慧敏 北京报道

2019年又是债券违约的一个高峰年份,债券市场风险化解压力持续增大。

《中国经营报》记者近日独家获得的一组数据显示,据测算,2015年至今我国债券市场已化解的违

约风险中,超15%是在到期日后5个交易日化解完毕,近四成的风险化解发生在到期后30个交易日内。也就是说,从违约化解周期分布来看,相当部分的违约债券都在短期内得到化解。

而我国债券市场另一个现实则是“刚性”的,债券违约的界定标

准是:债券逾期则立即确认为违约并立即披露违约公告。

对于部分尚有偿债能力的“技术性违约”发行人来说,“刚性宣判”则会引发“多米诺效应”,导致个别债券违约触发交叉违约条款,造成金融供给的“一刀切”,加剧流动性危机,发行人承担不合理的过

度责任,进而彻底丧失偿债能力。

而从国外成熟债券市场和国际惯例来看,对于债券违约的界定,均设有可商榷空间和缓冲余地。

鉴于此,业界呼吁,给予逾期债券风险一定的缓冲期,有利于将债务问题化解在萌芽状态,也可最大限度避免债权人权益受损。



今年违约债券共有118只,涉及金额高达629.22亿元。业界呼吁,如果给予逾期债券风险一定的缓冲期,将有利于将债务问题化解在萌芽状态,也可最大限度避免债权人权益受损。

研究员姜瑜表示,“刚性违约界定”还会给债券市场带来负面影响。

其一,极易引发流动性风险。单只债券一旦突然宣布违约,其市场价格必然大幅下挫,投资者也将通过大量抛售债券实现止损,引发流动性风险。同时,如果某债券型基金对该违约债券持仓较为集中的话,为了在极短时间内筹措兑付资金,该基金只得减持无违约、流动性较好的优质券种,进而引发“羊群效应”,进一步扩大流动性风险,造成市场在短时间内剧烈波动。

其二,高收益债券市场发展受限。根据穆迪的最新测算,我国不良资产总规模约为5.5万亿元。但违约债券回收的不确定和流动性不足一直是债券投资者的主要障碍。“刚性违约界定”,不利于违约债券内部分层和有效定价,将制约高收

益债券市场的规模发展和国内外投资者的参与。

“在违约统计中剔除约定期限内的偿付情形,可以更加准确地表征全市场信用风险水平,实践中也更符合发行人与投资人的需求。”有接近交易所人士表示,从当前我国债券市场实践来看,当偿债风险发生时,发行人与投资人通过协商达成延期、分期偿付约定,从而给予发行人一定的偿付期限,已经成为当前我国债券风险化解处置的最主要的方式之一。

因此,如不考虑投资人与发行人的意思表示,而一律刚性去界定未能支付到期本息即为债券违约并披露违约公告,不符合多数发行人、投资人对风险处置的实际诉求,反而会对各方风险处置积极性产生负面影响,不利于市场健康稳定发展。

刚性宣判 加速发行人信誉坠落

“刚性违约界定”将会使得违约债券的只数和规模统计数据扩大。

7月18日,中国民生投资股份有限公司(以下简称“中民投”)发布债券未能如期兑付公告。中民投所发的“18民生投资SCP007”本应于当日兑付本金14.6亿元及利息5460万元,由于资金划转不及时,仍有部分资金未能于2019年7月18日下午5点前及时支付。

中民投方面称,正在全力筹措资金以完成兑付,5天之后,即7月23日,中民投“18民生投资SCP007”完成兑付。

据测算,2015年至今我国债券市场已化解的违约风险中,像中民投一样,超15%是在到期日后5个交易日化解完毕,近四成的风险化解发生在到期后30个交易日内。也就是说,从违约化解周期分布来看,相当部分的违约债券都在短期内得到化解。

一头部券商固定收益部负责人认为,“刚性界定”无论对于发行人还是投资人,均会造成相当程度的伤害。

对于发行人而言,将可能引发市场对于企业短期偿债能力和资金流动性的质疑,影响其在资本市场上的声誉,影响其存续债券估值和股票二级市场价格,还可能引发

银行抽贷断贷、加重企业融资难度,进而影响企业经营,并导致真实违约等。

对于投资者而言,可能会导致投资者对违约企业本身以及其所在的地区、行业、所属企业性质等产生质疑,降低其投资风险偏好。微观案例一多,投资者风险偏好持续降低,进一步将风险波及到其他正常企业,影响市场整体稳定。

“定性为违约之后,评级被迅速下调,短期内无法恢复;在现行市场规则下,债券融资市场在违约的那

一刻起就关上了大门,债券逾期的企业无法新发行债券产品,引发新的债务问题,形成恶性循环;金融机构的融资敞口会不断收紧,如抽贷、断贷等,使企业的正常融资功能丧失,现金流断掉;随之而来的是一系列债务诉讼纠纷,使公司生产经营雪上加霜。”一家2018年因短期流动性出现问题随即被确认违约的上市公司董秘历数了该企业经历的“四连击”。

“‘刚性违约界定’将会使得违约债券的只数和规模统计数据扩大,扩大了违约的覆盖面。”联合资信副总裁艾仁智表示。

中国证监会中证金融研究院副

多方借鉴 设缓冲期有国际通行惯例

从国外债券市场的实践来看,当债券出现未能按原约定兑付情形时,发行人和投资人依据双方自主协商形成约定,给予发行人一定的偿付限期。

实际上,对于债券违约的界定,无论是境外成熟债券市场、国内外评级机构,还是使用《巴塞尔协议》作为参考的银行体系,均设有可商榷空间和缓冲余地。

据介绍,从国外债券市场的实践来看,当债券出现未能按原约定兑付情形时,发行人和投资人通常不会直接宣布债券违约,而是依据双方自主协商形成约定,给予发行

人一定的偿付限期,如发行人在该限期内偿付本息,或就债券偿付另行达成协议,则本次债券不会宣告违约。在违约界定方面,国外债券市场的监管部门通常也不会对债券违约进行认定,市场通常更加尊重发行人与投资人自行协商达成的约定,双方仅会在无法达成一致的情况下才会宣布债券违约。

“出于统计的需要,国际三大评

级机构通常也会对违约进行定义,且均认为在合同约定限期内偿付的债券不属违约,而在合同没有约定的情况下,三家机构也认为在较短期限内偿付不算违约。”艾仁智介绍,国内评级机构中,上海新世纪将债务(包括债券和信贷)本金逾期90天以上,债务(包括债券和信贷)欠息90天以上定义为违约;联合资信和联合评级对于债券违约的定义中

已经给予了一定的“缓冲期”,在进行违约统计时,“技术性违约”主体和债券也并未纳入统计范围。

而使用《巴塞尔协议》作为参考的银行体系,并不是在债务逾期时立即确认债务人违约,而是规定债务逾期90天以上则算违约,其中中国银保监会又根据债券期限进一步细化,分别给予长期债券90天、短期债券30天的宽限期。

合理规范 债券发行中“宽限期”条款

建议监管部门后续应当充分考虑发行人与投资人实践中的相关诉求,建立完善的具有差异化的信息披露规则。

“全市场应当对债券违约界定形成更加规范、合理的认识,发行人和投资人应当在募集说明书中充分考虑风险处置的实际需求,提前约定好违约触发情形,在债券到期偿付上设定合理、灵活的期限,为双方自主协商提供更加灵活有力的空间。”中国证监会中证金融研究院副

研究员姜瑜表示。

同时,建议监管部门后续应当充分考虑发行人与投资人实践中的相关诉求,结合双方自主协商约定和不同偿债阶段情况,建立完善的具有差异化的信息披露规则。同时,还应当引导市场主体在募集说明书有关契约条款设计时,更加规范、合理地约定违约触发情形和偿

付期限进行约定。

艾仁智表示,监管部门应进一步规范发行人信息披露,规范债券发行中的“宽限期”条款,加强投资者保护制度建设,推动市场化、法治化违约处置方式。

当然,引入“缓冲期”也要注意风险和应对。

“国外债券市场有一系列完善

的债券违约应对处理机制,而国内相关机制不够完善,对于资质较差的发行人,设置宽限期可能反而耽误投资者追偿程序的实施。”前述头部券商固收负责人表示,国内监管机构需不断完善投资者保护机制、破产保护机制等相关制度,深度加强执法和责任追究以倒逼市场参与方归位尽责。

中邮、万联证券被罚 券商股票质押监管升级

本报记者 王力凝 西安报道

4.54万亿元,这是2019年8月底A股涉及股票质押总市值,相较于2018年最高的6万亿元已经有所下降。尽管如此,股票质押作为证监会今年进行风险处置重点领域的的首要任务,仍受到监管的密切关注。

制度不完善,尽调有缺陷

陕西证监局在责令整改措施通知中提到,中邮证券按照无限售条件全流通股票、有限售条件流通股质押分别设定了折算率上限,但没有针对各项具体质押率调整标准制定相应的内部制度,具体质押率估算随意性较大,制度不完善。

另外,中邮证券也没有跟踪了解划入客户其他账户后的融资具体投向及用途,同时相关分支机构报送的《贷后跟踪情况报告》也没有显示所做的跟踪和核查工作具体情况。

除了股票质押业务之外,中邮

证券在资管部门的债券交易审批未建立分级授权相关制度,资管业务尽职调查不充分,部分资管计划没有对现金流量、偿债能力等指标进行分析。

“陕西证监局在正式发整改函之前,已经和公司就相关问题进行了沟通。”李小振告诉记者,公司在接到陕西证监局的通知后,就立即按照监管的要求进行了股票质押等业务的整改,下一步将继续对相关的内控以及合规工作进行完善。

而中邮证券此次出现内控问题的股票质押和资管业务,是其

同期全国92家的股票质押利息收入同比下滑21.52%。

“公司股票质押业务起步时间比较晚,规模本身基数小,现在来看,总体风险是可控的。”9月5日,中邮证券董事会秘书李小振在接受《中国经营报》记者采访时表示,公司已经按照监管的要求进行积极整改。

2019年上半年增长幅度最快的两大业务。

中邮证券在股票质押业务的同比增幅,在全国131家券商中排名第四。增幅前3家分别为开源证券、中航证券和华宝证券,都是小型券商。而2019年上半年,92家券商股票质押利息收入为189.59亿元,同比下滑21.52%。

李小振认为,中邮证券在股票质押业务上的快速增长,主要是因为公司在这一块的业务起步时间晚,业务规模的基数本身就非常小,增幅高一些也是正常的。现在来

值得关注的是,近期证监会机构部下发监管情况通报,对今年以来股票质押规模增幅较大的9家证券公司进行了现场核查,要求存在问题的公司进行整改。下一步,证监会机构部还将会同证监局继续加强对证券公司场内股票质押业务的监管与现场检查,存在问题将依法从严处理。

看,公司在股票质押业务上的风险是完全可控的。

本报记者注意到,今年上半年股票质押业务利息收入最高的是海通证券,为18.35亿元,同比下降4.72%。而该业务增幅最快的4家券商中,开源证券的收入为8236万元,最低的华宝证券收入只有3292万元,不及海通证券的零头。

除了中邮证券外,近期广东证监局也下发警示函,万联证券在开展股票质押式回购交易中,对融入方的尽职调查存在较大缺陷。

下转 B10

东海证券接连违规背后: 中小券商内控薄弱

本报记者 罗辑 北京报道

日前,新三板挂牌券商东海证券(832970.OC)发布公告称收到江苏证监局关于对东海证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定。这已是东海证券今年以来第四次接到监管的相

东海证券再收警示函

根据东海证券公告,此次收到警示函在于东海证券作为壹泽皓扬证券投资基金的综合托管人,存在未全部获取并保存签署完成的壹泽皓扬证券投资基金合同原件,未谨慎勤勉地为壹泽皓扬证券投资基金提供私募基金综合托管服务的情况,违反了《私募投资基金监督管理暂行办法》相关规定。江苏证监局决定对东海证券采取出具警示函的监管措施。

虽然东海证券称,上述措施不会对公司经营、财务产生重大不良影响。但一般而言,属于PB业务(主经纪商业)的“私募基金综合托管服务”是券商向私募提供集中托管、清算等一站式综合金融服务,因此也被看作是接触私募客户“第一道抓手”,提供良好的服务是未来开发相关私募客户其他业务的基础。

“公司对上述监管措施高度重视,已完善相关业务规则,并将按照要求及时提交整改报告。”公司方面就整改情况具体提到,针对上述问题,开展了多次私募基金综合托管业务内部自查,加强了私募基金合同原件获取和保存流程的管控,完善了相关业务内部管理制度。公司将按照要求及时提交整改报告,严格按照基金合同及相

制定子公司管理办法

可以看到,东海证券上述“罚单”和不少中小券商面临的处境相似,虽不涉及大案、要案,但仍不可回避合规风控上存在着的漏洞。

在上述最新处罚公告同日,东海证券公告了多次董事会决议。其中“为规范公司对子公司的管理,理顺公司内部运作机制,促进子公司的健康、规范及高效发展,维护公司与投资者合法权益”,公司董事会审议通过了《关于制定〈东海证券股份有限公司子公司管理办法〉的议案》。

该管理办法对子公司事务的归口管理部门与职责、重大运营决策、风险控制与检查监督等都做了详细规定,其中提及公司董事会应最少每年检查一次子公司的内部监控系统是否有效,并在年度报告中向公司股东汇报已完成涵盖所有重要监控方面,包括财务、运作及合规监控以及风险管理功能的有关检查。此外,还提到在合法合规的前提下,对子公司进行定期或不定期的稽核、检查和监督,以及子公司建立稽核制度等。

事实上,不少券商今年因为子公司的内控问题已经接到了罚单。其中除了中小券商罚单频出,包括一些头部券商,也出现了因为对重要业务部门和子公司经营管理行为的合规性监督检查不到位,被责令增加内部合规检查次数的情况,更有头部券商境外子公司踩雷对合并业绩产生较大影响而暴露出对子公司风险管控缺失、新业务风险管控不足、风控要求的监督检查力度不够情况。

对于东海证券而言,除了提升合规、风控,或许还有一些别的担忧。今年7月中旬,公司前董事长朱科敏辞职,同时公司接到江苏省公安厅电话通知,告知朱科敏处于配合调查阶段。暂且尚不可知调查情况

应“罚单”。在此背景下,公司内控情况受到了市场关注。而不久前,东海证券前董事长离任,且处于配合调查阶段,迄今未明确所涉案由,有市场传闻或与“阜兴系”有关,不过,截至《中国经营报》记者发稿,尚未从公司得到官方证实。

关服务协议约定履行职责。而值得注意的是,这已经是公司今年内第四次收到监管措施。

今年年初,东海证券作为顺风光电投资(中国)有限公司债券的受托管理人,因未按照债券受托管理协议的约定持续监督发行人募集资金的使用情况,被江苏证监局采取出具警示函的监管措施。不久后,东海证券又因总部合规部门中具备3年以上证券、金融、法律、会计、信息技术等有关领域工作经历的合规管理人员数量占公司总人数比例低于《证券公司合规管理实施指引》第二十七条中要求的1.5%的比例,江苏证监局对其采取了责令改正的监督管理措施。

此外,今年6月,因东海证券未有效督促境外子公司强化合规风险管理及审慎开展业务,对境外子公司的管控不到位,以及在2014年有关资产管理计划尽职调查不充分,未对标的资产的评估价值做出合理判断,业务开展过程中未能勤勉尽责,江苏证监局上述情况反映出公司未有效执行相关业务规则,内部控制存在缺陷。根据《证券公司监督管理条例》,江苏证监局决定对东海证券采取责令改正的监督管理措施。

是否与东海证券相关。

不过,据《华夏时报》报道,此次朱科敏配合调查一事或与“阜兴事件”有关。2018年5月底,百亿私募“阜兴系”爆雷,同年8月,涉案的多名犯罪嫌疑人依法逮捕。在东海证券现有股东中,有约20.16%的股权与阜兴系有关联,合计持股比例仅次于第一大股东常投集团。而这部分股权中大部分处于司法冻结或司法拍卖暂缓状态,东海证券未来或面临股权变动的巨大不确定性。

朱科敏离任后,由常投集团副总裁陈耀庭代任东海证券董事长一职。不过有媒体披露,早在今年5月,中共常州市委就印发了两份关于东海证券的人员任免文件《关于钱俊文、赵俊两位同志任免的通知》(常委[2019]142号)及《中共常州市委关于钱俊文同志任职的提名通知》(常委[2019]143号),任命钱俊文担任东海证券党委书记并提名为公司董事长。而公司新任党委书记钱俊文已于5月21日到任,并与朱科敏顺利进行了相关工作的交接。

目前,钱俊文出任东海证券董事长一职尚需经过相关流程。代行董事长职务的陈耀庭作为常投集团的管理层,其在这个特殊时刻起到何种作用?常投集团是否会参与上述涉“阜兴系”待司法拍卖的股权收购?截至记者发稿,常投集团方面尚未回应。不过摆在眼前的是随着监管加强而亟待“查漏补缺”的内控治理。

公开数据显示,今年上半年,35家券商共计接到49张罚单,其中12张为证券从业人员违规进行证券交易处罚,13张为投行业务违规处罚,9张为资管业务和经纪业务违规处罚,6张为合规人员匹配不到位等问题处罚,5张为券商子公司业务违规处罚,另有4张为券商信息系统故障问题处罚。