

# 看上去很美——增信条款面面观

联合资信评估有限公司 李丹 刘艳

2012年以来，我国债券市场已陆续发生数起中小企业集合类债券担保代偿的风险事件。今年，债券风险事件更是接二连三，“11超日债”、“12华特斯”、“13中森债”、“12金泰债”皆出现了未能足额兑付当期利息或本金的情况。其中“11超日债”缺乏增信条款，发生实质性违约；“12华特斯”、“13中森债”由担保方履行代偿责任，避免了违约；“12金泰债”则因担保方未能履约而发生实质违约。在违约逐步常态化的背景下，正确认识债券的各类增信条款变得日益重要。

目前我国债券市场的增信方式，主要有保证担保（包括一般保证和连带责任保证）、抵质押担保、流动性支持和偿债基金等几类。据统计，在2013年发行的短融中票中，设置有增信条款的占比约为10%，而企业债（含集合企业债）的这一比例在30%左右。进一步的统计显示，在提供增信安排的债券中，有90%采用了保证担保或抵质押担保的方式。

保证担保作为债券增信的主要方式，主要分为连带责任保证担保和一般保证担保，其中连带责任保证担保的担保效力较高。从保证人来看，又主要分为第三方担保（专业担保公司、银行等其他机构）、关联方担保（大股东、子公司等）以及企业法人的连带责任保证担保等。担保公司作为专业的担保机构，是目前最主要的债券担保人。据统计，截至2013年末，我国担保机构累计为280多只债券提供担保，累计担保债券金额近2000亿元。我国融资性担保机构目前仍由地方相关部门进行监管，缺乏统一的监管主体，主要的监管法律法规为2010年银监会等部委联合发布的《融资性担保公司管理暂行办法》，法律层级不高。绝大部分的担保机构的主业为向中小企业贷款融资提供担保，担保机构规模较小、资本实力弱、风险管理能力不强。从债券的发行情况可以看出，为企业债券(证券)等金融产品提供信用增级服务的担保机构较少，通过担保进行信用增进的债券的信用利差要明显高于同级别无担保债券的信用利差，即投资者对债券担保的增信效果认可度不高，担保机构信用等级整体偏高。对于关联方担保，我们认为明确的担保条款会强化责任意识，加强关联方的合作与支持，在一定程度上会起到债券增信的效果。但实际上，在债券评级过程中，母子公司的关联作用通常已经有所考虑，因此相对于第三方增信方式，关联方提供的担保增信效力不会太强，对债券级别提升的作用相应较弱。

抵质押担保是以抵押或留置债券发行人的动产和不动产对债券进行担保的行为。抵质押担保的作用之一是强化债券发行人的偿还意愿，在一定程度上有利于债务的按期偿还。抵质押担保也有助于降低债券违约给投资者造成的损失程度。需要关注的是，抵质押物多为债券发行人自有资产，当发行人出现经营困难时，抵质押物的价值、可变现性有可能发生显著变化，同时也易受到其他债权人的约束和影响（如抵押物处置时间和回收价值分配），其降低损失的程度需要审慎分析。

银行的“流动性支持”承诺与担保有本质的区别，其没有强制执行的效力，因此增信效力较小；而偿债基金是指发行人为偿还未到期债券而设置的专项基金，一般是每年按固定金额提取，这对于债券违约后的清偿有一定的保障作用，也有利于及时暴露发行人的风险，但

很难改变发行人的违约率。

近期国务院发布的新“国九条”中明确指出，要“探索发展债券信用保险”以及“完善债券增信机制”。6月23日华能贵诚信托发行了“平安银行1号小额消费贷款证券化信托资产支持证券”，其交易资产池内所有小额消费贷款均由平安财险提供信用保证保险，这应该是债券信用保险的一次探索。借助保险来提升债券的信用等级，在我国是一个新尝试，在债券违约风险逐步暴露的市场环境下，债券保险增信具有良好的市场前景。