

首例破产清算：债市市场化发展新标志



2016/9/27

作者：联合资信评估有限公司 刘艳

首例破产清算：债市市场化发展新标志

作者：联合资信评估有限公司 刘艳

2014年，“11超日债”无法按期全额支付利息，拉开了公募债券违约的序幕。此后，信用类债违约呈加速之势，但刚性兑付预期仍普遍存在。9月12日，广西有色金属集团有限公司（以下简称“广西有色”）宣告破产，是银行间市场债券发行人中第一家破产清算企业，成为我国债市市场化发展的新标志，也是债券市场走向成熟的必经之路，有利于打破“刚性兑付”信仰，消除市场扭曲，促进市场公平、健康发展。

一、破产清算是市场化发展的必然选择

近年来，随着经济改革的推进和结构调整的深化，我国债券违约现象不断出现，从私募产品到公募产品，从民营企业到国有企业，从中小企业集合票据到短期融资券、中期票据等常见券种的违约均有出现，债券违约趋于常态化。在此背景下，有序打破“刚性兑付”，消除信用市场定价扭曲，是债券市场化发展的必然选择。

广西有色成立于2008年7月，是一家地方国有企业，主要从事矿产资源勘探、采矿、选矿、冶炼等业务。2012年以来，受到有色金属价格不断下滑的影响，公司持续亏损。2012年-2014年，广西有色利润总额分别为-5.97亿元、-0.66亿元和-16.25亿元。2015年12月18日，广西有色由于不能清偿到期债务且公司资产不足以清偿全部债务，向南宁中院提交破产重整申请。破产重整清查审计前，广西有色资产负债率为121.04%。破产重整清查审计后，广西有色资产总额减少为42.86亿元，负债总额则增加至92.9亿元，所有者权益-50.05亿元，资产负债率高达216.77%，不考虑其他费用，债权人回收率最高为46%左右。近日，法院发布公告显示，因广西有色及管理人未能在人民法院裁定重整之日起六个月内提出重整计划草案，并且未申请延期，广西壮族自治区南宁

市中级人民法院于9月12日宣告终止广西有色重整程序，并宣告公司破产。

分析其最终走向破产清算的原因，第一，广西有色资产负债率高达216.77%，资产处置价值已然不高，进行破产重组或会使其最终沦为僵尸企业，有可能进一步导致国有资产的流失；第二，政府如果救助，有可能助长市场的道德风险和逆向选择，破坏市场的公平性，导致债券市场资源配置不当等问题，不利于债市的长远健康发展；第三，随着近几年刚性兑付逐步打破，市场对违约和损失的容忍度在不断提升，破产清算不一定会带来很大的市场冲击，引发系统性风险的可能性不大。可以说，广西有色破产清算是市场化选择的结果，也是债市走向成熟的必经之路。

二、《投资人保护条款范例》的推出正当其时

与之相契合的是，近日，银行间交易商协会发布了《投资人保护条款范例》（以下简称《范例》），针对债务融资工具违约风险点，设计了“交叉保护条款”、“事先约束条款”和“控制权变更条款”，将风险事件作为持有人会议触发情形，并分别设置了相应的投资人保护机制，进一步推动了投资人保护的规范化和制度化。

具体来看，第一，《范例》通过干预公司的运营治理间接保障债券持有人利益，如对出售/转移重大资产、股权委托管理协议变更、对外提供重大担保、债务重组等行为的限制以及财务指标维持在某一水平等条件，引入了规范化的限制性条款和保护机制，完善了风险预警体系，有力地保障了投资者的利益。

第二，《范例》引入“交叉违约”条款，如约定关联企业集团中任一成员企业对任意债务人的违约，均触发“交叉保护条款”，启动投资者保护机制，使尚未发生违约的合同中的债权人与已经发生违约的合同中的债权人处于同等地位，参与到资产保全等求偿活动中去，确保投资人的投资损失最小化。

第三，《范例》进一步明确了召开债券持有人大会的触发条件，在企业经营过程中给予债权人更多的知情权和决策权，主承销商应及时跟踪企业内部信息，并召开债券持有人大会，以保护债权人利益。

三、市场参与者应顺应债市市场化发展趋势

在上述背景下，我国债券市场参与者应与时俱进，适应债市市场化发展进程，共同推动债券市场健康、有序、规范发展。

首先，企业要充分认识债务风险，注意管控债务杠杆，努力提高资金、筹资和财务管理水平。在我国经济增速期，很多企业（尤其是国有企业）尝到了利用财务杠杆赚钱、快速发展的好处，但低估了高杠杆带来的风险。2015年以来，债券违约事件频繁发生，违约常态化趋势已经形成。企业应对未来宏观经济、行业周期进行谨慎、全面的评估，完善公司治理机制，以实现盈利和可持续发展为目标，主动、自发地寻求降杠杆、促发展路径。

其次，投资者风险意识应进一步提高。目前政府或者母公司等债券的各关联方对债券违约的救助能力和意愿趋于弱化，刚兑信仰逐渐打破，投资者应树立理性投资、风险自担的投资理念，提升自我保护意识，避免资金损失。

再次，监管机构应完善债券违约处置机制，提高事后处置效率。目前，由于我国破产申请程序繁琐，司法干预多，执行成本高，破产管理人专业程度不足、选任制度不完善，导致诉讼时间很长（自人民法院裁定受理重整申请到重整计划执行完毕需要至少6个月的时间），重整计划效率不高。因此建议我国尽快建立了一套完备、清晰的破产重整和清算等事后处置机制，推动债券违约处置制度化，降低破产审理成本，提高处置效率。

最后，金融中介机构应谨慎尽职，促进市场的有效运行。在债券市场上主要的中介机构包括主承销商、评级公司、会计师事务所等。其中，最为核心的是主承销商，主承销商应进一步完善业务架构、内控机制、激励机制，避免利益冲突，进一步发挥在尽职调查、信息披露、持续督导方面的作用和职责。另外，评级机构应进一步完善评级方法，向企业基本面分析的本质回归，弱化外部支持因素对评级结果的影响。在经济下行的背景下，评级机构对于市场和企业信用情况的变化应更加敏感，级别调整应更加及时，违约率评级应成为评级机构评级方法制订考虑的根本，同时回收率（或损失率）也应作为重要考量因素。