

集合债券发行难问题的再思考

王莹

摘要: 中小企业集合债券作为解决中小企业融资难的途径之一正日益受到关注。本文通过分析集合债券发行面临的主要问题和对目前国内集合债担保模式的研究,建议在一级担保上可以运用供应链担保理论引入发行主体上下游的大型国企;或组建金融增信公司联手担保公司为集合债券提供担保。

关键词: 集合债券;担保模式;发行主体

中图分类号: F812.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2011)01-0074-07

在我国,中小企业已经渗透到了各行各业,成为繁荣经济、调整结构、推动创新、扩大就业的重要力量。过去“一年成立、二年停产、三年破产”的弱小形象也在一些中小企业“一年成立、三年稳定、五年壮大”的发展进程中被逐步打破。根据工业和信息化部中小企业司公布的信息,占全国公司总数99%的中小企业对我国GDP贡献超过60%,税收超过50%,提供了近70%的进出口和80%的城镇就业岗位。与此形成鲜明对比的是,随着2008年金融危机的全球性扩散,我国中小企业的融资难问题日益突出。尽管有关部门和金融机构也做了诸多努力,但仍难以满足相对更庞大的融资缺口。截至2009年9月末,我国银行业金融机构中小企业人民币贷款余额14.1万亿元(其中票据融资9102亿元),比年初增加3.08万亿元,相当于增长28%。与其他行业得到的贷款数量相比,这样的数字实在微不足道。^①

“09大连中小债”的成功发行使人们再次把目光投向中小企业集合债券这一融资渠道。中小企业集合债券,俗称“捆绑发债”,是指在政府主导下运用信用增级的原理选择符合一定条件的中小企业联合担当债券的发行主体,发行企业各自确定发行额度并按照“统一冠名、分别负债、统一担保、集合发行”的模式发行的企业债券。

中小企业集合债券与银行贷款相比融资成本低且贷款期限更长;与股权融资相比,它能避免股权分散、信息披露压力低及“税盾”等优势,可以为成长性良好的中小企业筹建新项目、扩大业务规模等募集资金。同时,对促进产业结构的调整和升级、经济社会稳定健康发展、发展多层次资本市场也具有积极意义。

虽然有诸多优势,但受债券设计、担保难等问题的限制,集合债券在各地长期引而不发。

收稿日期: 2010-10-08。

作者简介: 王莹,(1982—),女,上海人,复旦大学经济学院金融系在职研究生,研究方向:中小企业融资。

一、目前中小企业集合债券发行主要面临的问题

1. 审批程序繁复、对发行主体限制严苛 依据《公司法》和《证券法》规定,股份有限公司净资产不低于3 000万元,有限责任公司净资产不低于6 000万元,近3年平均净利润能够偿付公司债券1年利息的,才可以发行债券。同时,由于中小企业集合债在我国尚处运行初期、融资资源的有限性及政府大力补贴的有限性,政府严格审查中小企业入围资质,许多中小企业由于各种原因在政府主导的层层筛选中被淘汰。如大连市中小企业集合债是2008年7月正式开始运作,在大连百强民营企业的40多家中筛选出16家,进入调查程序。其中有几家因募投项目手续问题或财务状况不符合债券发行标准等问题被迫退出。还有4家各项指标良好,因为反担保措施不到位而退出。另一方面,监管混乱无序。自2008年8月开始,在企业发行债券领域,由原国家计委负责企业债券的额度安排,央行负责企业债利率管理,证监会与证券交易所负责企业债上市审批。这种多头监管模式,不仅会造成监督真空,形成很大的市场风险,更为重要的是,也会影响公共政策的执行效率,使一些满足条件的上市中小企业无法加入集合债的发行,如大连中小企业集合债发行人序列里的上市公司大连橡胶塑料机械股份有限公司(600346.SH)最后在发改委财经司建议下退出集合债券发行人序列,无缘中小企业集合债。

鉴于规模、资产、盈利、信用等的差异,即便一些中小企业自身资质不错、成长性良好,但因为涉及手续程序复杂、涉及机构众多又缺少统一的组织和协调机构,较长的发行周期无法与企业资金需求同步,使企业不得不放弃该融资方式。因此,如何进一步发挥中介机构的协调和辅导作用,扩大中小企业集合债的市场容量,降低门槛是亟待解决的问题。

2. 增信乏术、发行费率过高 由于我国目前信用担保体系不健全,信用资产来源结构单一,风险补偿机制缺位,担保问题也是中小企业集合债券的发展瓶颈之一。

一方面,市场上缺乏优质的担保机构,特别是担保补偿机制中一级担保人大多要求地方担保公司提供再担保,而地方缺乏优质的担保机构和再担保机构。另一方面,中小企业自身存在的缺陷导致中小企业与担保机构信息不对称,担保机构为了减少风险,只能提高担保条件。例如,要求被担保企业法人承担无限责任或者提供有形资产作为反担保措施,而中小企业缺乏可用于抵押、质押的资产,难以满足反担保要求。

此外,国内债券市场相对股票市场发展落后。按现有债券发行规定,企业发行债券要支付担保、评级、审计、法律、承销等发行费用。现在集合债的票面利率6.5%~6.8%,加上每年的担保费2%,前期的费用摊到每一年也近10%(见表1),而现在企业净利润率能超过10%的行业屈指可数。如果没有政府财政补贴,对于一般行业的中小企业来说融资成本过高,这在一定程度上将影响企业参与热情。

3. 依靠政府主导、债券发行形成路径依赖 中小企业集合债的发行过程很复杂,目前也没有成型的操作办法。由于国家没有中小企业集合债的具体操作管理办法,目前大都是中央提出宏观指导,实施细则以及操作管理大都由地方政府自主制定,自行操作实施。正是因为制度上不尽合理、统一性较差、操作性不强,才使中小企业集合债发行一波三折。而集合债区别于券商常规的单个企业债,沟通协调的工作量和难度以及自身的商业角色,决定了不是仅券商能够完成的,必须借助于一些非赢利性的中介机构,能站在地方政府、企业发行

人、审批机关、专业机构、市场投资者等多角度考虑问题和总体协调,组织全过程的方案设计、各方协调、进度推动。

表1 集合债券融资成本核算表^②

成本内容	收取方	费率或金额	取款方式	取费时点
债券利息	投资者	每年约7%	按年收取	债券存续期内每年付息日
财务顾问费	财务顾问	0.8%	一次性	发行成功后
承销费	承销商	1.38%	一次性	发行成功后
审计费	审计机构	约40万	一次性	出具审计报告后
评级费	评级机构	约70万	一次性	出具评级报告后
律师费	律师事务所	约30万	一次性	出具律师函后
担保费	统一担保人	年均低于2%	按年收取	可协商确定
合计	综合融资成本核算约为年均9.0%~9.5%			

4. 发行规模较小,上市后交易清淡且缺乏退出机制 出于资产负债匹配需要,保险公司、商业银行等金融机构成为债券市场的主要配置投资者,机构对单只债券的投资会有上限比例,在同等条件下,一般会选择发行规模相对较大的债券。目前,市场中存续的6只中小企业集合债券(包括集合票据)累计发行规模30.85亿元,平均每只仅为5.14亿元,在风险溢价没有明显优势的情况下,机构的关注度极低,且后续跟踪评级、交易均存在诸多不便。^③同时,按照国家有关部门要求,集合发债企业是不可以中途置换退出的,这意味着集合债担保机构(包括反担保机构)在发行企业发生偿债风险可能时无法担当替换角色。

二、关于中小企业集合债券发行难问题的文献综述

1. 中小企业自身存在的缺陷给其融资带来困难 中小企业发展存在一定阶段性,初期的公司尚未形成科学的公司治理结构,尤其是财务规范性和信息透明度都比较差,给交易定价和信用风险评估造成困难。由于中小企业的信息处理过程缺乏有效的监督,有可能为企业管理者暗箱操作留下空间。孔曙东(2007)认为某些中小企业即使筹集到一些宝贵资金,也不会科学合理地运用,可能造成相对较大的经营风险和财务风险。同时,中小企业存在严重信用问题,主要表现为履约能力不足及履约意愿缺失。

院美芬、王娟、张文强(2009)通过对集合债券信用评级方法和信用提升手段的研究,揭示了不具有相关性的企业主体构成的集合债券,相对于主体的数量和资产的规模而言,其违约风险变化通过风险调节实现了有效降低。集合债券的非预期损失会随着集合债券单个主体之间的相关性降低而下降。提出在设计集合债券时,要尽量选择足够数量的发行主体,并使其单个主体信用状况较好,各主体的相关性尽量低。

2. 金融体制及金融结构弊端对集合债券推广产生约束 孔曙东(2007)认为,金融体制改革落后于企业改革,且金融结构不合理,国内为中小企业服务的中小银行及民间金融机构数量少且自身资金规模小、服务水平也较落后。中小企业的信用或证券产品存在风险收益不对称,即成本收益比太高。目前中国的投资人总体还是风险回避型的。

李才波(2007)认为,中国现阶段的债券发行制度带有浓厚的计划经济色彩。《企业债券管理条例》第18条规定:“企业债券的利率不得高于银行相同期限居民储蓄定期存款利

率的40%。”由此引致企业债券的利率不能抵补债权人的风险。它致使债券收益率与资本市场的实际收益率相差很大,信用级别不同、投资风险不同的企业债券收益率却一样。迄今为止我国债券二级市场的建设十分滞后,企业债券的流动性较差。“券到手中死”现象普遍,变现能力弱,增大了投资风险,也在一定程度上影响了初级市场上企业债券的发行。因此,对于发行规模一般很小的中小企业集合债券来说,经销商积极性有限,因为花了同样的精力,效果比较有限。金丹、张国亮(2009)建议小企业集合债券发行及上市的地点可以首选证券交易所,并提出运用做市商制度积极发展场外交易市场,增强市场的流动性。

3.集合债券的担保和监管难问题——基于逆向选择与道德风险理论分析 20世纪90年代以来,非对称信息市场理论已经成为经济研究中最充满生机活力的领域之一,不完全信息模型也成为现代经济学研究中不可或缺的分析工具。根据企业融资非对称信息理论的解释,由于企业经营者(内部人)与投资者(外部人)的信息是不对称的,即经营者知道企业的真实价值,特别是企业投资项目的收益与风险的内部信息,而投资者没有这些信息或知道很少。因为,外部投资者只能通过经营者(内部人)输送出来的信息间接地评价企业的市场价值。因而企业的融资结构就成为一种把内部信息传给市场的信号工具。

企业融资存在的这种信息传递的不对称性,往往导致投资的逆向选择和道德风险问题。在债券融资过程中,发行人比投资方更清楚投资项目的收益、风险及其自身的还本付息能力,发行人为了能够获得投资可能歪曲信息;投资者则因为被动、间接地接受企业信息而无法了解到对方的真实情况。这样就可能造成担保公司谨慎担保、投资者要求提高利率,这将迫使优质企业退出发行,转向其他融资途径,只有“劣质”企业充斥等待发行的队伍,如果投资方和担保公司选择投资和担保,最终招致损失,就可能影响集合债券的推广发行。

道德风险在企业融资中表现为投资者无法对企业管理人员的活动进行监督,从而无法了解到所投资金在企业中的运作情况。在这种情况下,企业经营者作为剩余索取者就有更大的动力去改变资金用途去从事风险大的项目,因为他能够获得成功的收益,并借助有限责任制度把失败的损失转嫁给债权人。

4.信用评级机构和体系的不完善使集合债券的担保更困难 在市场经济成熟的国家,企业债券的信用评级都是由独立的信用评级机构进行的。我国企业债券信用评级机构多是政府部门的附属机构,“近亲繁殖”必然会使其评判的客观性与公正性受质疑。中国人民银行南昌中心支行货币信贷处(2008)的研究发现目前我国企业债券评级基本上还停留在发行阶段,缺乏动态跟踪,不能及时发现并披露债券投资风险信息。因此,建议我国选择少数权威性评级机构进行中小企业产业集群集合债券的信用评级,不仅要做好发行阶段的信用评级,而且要求评级机构持续跟踪集合债券的信用级别变更情况,公开评级结果,供证券投资者参考。张炎锋、范文波(2009)认为,发行中小企业集合债券将成为中小企业进入资本市场筹集资金的首选方式。但是我国企业债券市场发展相对较晚,中小企业集合发债的增信机制、协调机制发育也不成熟,投资主体也相对单一,市场的发展需要政府、投资银行、评级公司等多方努力和不断创新。

陈李宏(2008)建议,一是要发挥政府在中小企业信用担保体系建设中的特殊作用,政府应该在财政中增加对中小企业信用担保资金的投入。二是发展企业互助联保,由中小企业联合组建会员制的担保机构,资金共同承担,自担风险,自我服务,发挥联保、互保的作用,此类机构的运作采取担保基金的形式,实行封闭运作。这种模式的优点是:避免因企业相互

担保,导致受保企业出现经营困境时连带担保企业经营困境的发生。

三、对目前国内已有集合债券增信模式的分析

1. 银行担保模式——深圳及中关村模式 国内首只中小企业债券“07深中小债”的发行是由国家开发银行提供了全额无条件不可撤销连带责任担保。紧接着发行的“07中关村债”,国家开发银行虽未以担保方参与,但为该债券提供了再担保,在为企业增信方面发挥了重要作用——当时发债企业最高信用等级为A+,最低为BBB,而债券最终的信用评级达到了AAA。但在2007年10月中国银监会下发《关于有效防范企业债担保风险的意见》,严格限制银行为企业债券担保后,银行为集合债券担保的模式就此终止。

2. 大型国资企业担保模式——大连模式 “09连中小”在银监会叫停银行为企业发债担保后,没有直接选取担保公司做担保方,而是在政府积极协调下选择了一家大型国有企业“大连港集团”作为一级担保方。大连港集团是大连国资委辖下最大的国有企业,在全国沿海港口位居第三,净资产规模在百亿以上,信用评级为AA。

但该信用模式仍然存在缺陷:

(1) 大型企业参与积极性不高。由于集合债券本身存在结构复杂、发债主体多元、风险高、参与发债企业信用级别相对较低等缺陷,有实力的大型企业集团往往不愿参与其中,即使愿意担保要价也比较高,反而增加了融资成本。^⑥大连模式最后得以成功操作,一是由于大连港集团是大连市属国有企业,相对较易接受市政府的协调,且大连市政府针对大连港集团的此次担保行为给予3年内1600万的奖励费用;二是大连市政府给予了贴息等财政支持,担保费率近乎免费;三是大连港集团非专业担保机构的身份使其自身的信用级别没有因为此次担保集合债券而受任何影响。

(2) 对地方政府信用的依赖程度较高。该期集合债除了大连港的一级担保外,还有由大连市财政全额出资的企业信用担保公司和联合创业担保有限公司担当二级担保方,有政府背景的担保公司的加入有效地保证了该期债券到期后的还本付息。

因此,该担保模式是否可以复制取决两方面因素:实力强大的牵头人和地方政府支持力度。“09连中小”的牵头人是中国中小企业协会和大连市经委。中国中小企业协会对于中小企业和相关政策、流程的了解以及与相关部门沟通上的优势使大连集合债在组织模式更具优势;而地方政府在税费上的补贴、与大型企业的协调决定了集合债的第三层担保的可实现性。

继“09连中小”后,另一支集合票据——上海市闵行区中小企业集合中期票据也选择了闵行区域投公司提供全额担保,说明该模式具有可操作性,但由于依赖政府的推动该模式的复制性不强。

3. 担保公司集合担保模式——河南模式 在商业银行不能做担保和大型国企担保复杂的“两难”情况下,河南提出了“集合担保”模式,即由几家注册资本1亿元以上的担保机构组成统一担保人,对外以不可撤销的连带保证责任方式向债券投资人提供集合担保;对内责任界定清晰,各担保机构作为发行推荐人,对债券的不同发行人提供各自的全额担保责任。^⑦

集合担保是对担保品种的一大创新。但该模式也存在不足:一旦出现代偿的情况,担保公司需要先行偿付给投资者,然后再向被担保的相关公司追索偿款,而法律诉讼时间漫

长,担保公司自身可能陷入资金危机。

四、结 语

笔者建议在政府主导下的大型企业担保模式基础上,借用供应链融资^⑥的概念,由上下游的大型企业提供一级担保。由于与相关中小企业在开展业务前,这些大型企业往往会进行实地考察和后期评估,在实际合作中对这些中小企业的生产或技术能力也有一定程度的了解。此外,中小企业的流动资金也往往是被上游企业“先款后货”或下游企业“先货后款”的做法所挤压。相比大连模式中通过政府协调来寻找完全没有业务往来的大型企业,这些处于上下游的企业具有较大信息优势,对自身所处行业的发展前景也了解比较清晰,从而对于进行再担保也更有信心和动力。当然,出于这个模式的可操作性考虑,对于发行主体的选择也必须进行一定限制:如注册地必须在同一个行政区、处在2个不同行业周期的产业(发行主体产业相同以方便寻找上下游大型企业)且该产业符合国家产业扶持政策、发行主体数目6~10家为宜(保证一定发债规模)等。此外,这类大型企业提供担保还是需要得到政府的支持和激励,比如税收上的减免等。

还有一种可能性是政府组建更多的类似中债信用增进投资股份有限公司的专业债券信用增进机构,^⑦由该类机构和担保公司进行合作,将政府对市场失灵的干预通过该类机构进行市场化操作。

(作者单位:复旦大学)

注 释:

- ① 数据来源:中国银行业监督管理委员会官网 <http://www.cbrc.gov.cn/>。
- ② 中国中小企业河南网 <http://www.smehen.gov.cn/doc/2008-5-23-1.doc>。
- ③ 王磊,郭承来.基于信用分析框架下对中小企业集合债发展的探讨[J].中国债券,(97)。
- ④ 郝治军.中小企业集合债尴尬前行.新财富.2009(6):86-90。
- ⑤ 大连模式破解中小企业集合债担保难题.华夏时报.2009.04.04。
- ⑥ 陈晓红,陈建中.中小企业供应链融资(M).经济科学出版社,2008。
- ⑦ 成立于2009年9月,由中国石油天然气集团公司、国网资产管理有限责任公司、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心、首钢总公司、北京万行中兴实业投资有限公司等市场成员单位,自发联合中国银行间市场交易商协会共同发起设立,注册资本金达60亿元人民币。该公司业务发展初期主要服务对象为优质中小企业及部分低信用级别的大型企业,为其债务融资工具发行提供信用增进服务。来源:中债信用增进投资股份有限公司网站 www.cbicl.com.cn。

参考文献:

- [1] 孔曙东.国外中小企业融资经验及启示[M].北京:中国金融出版社,2007。
- [2] 院美芬,王娟,张文强.中小企业集合债券的信用关系研究[J].经济研究导刊,2009,(13):79-81。
- [3] 李才波.我国企业债券融资优势的理论分析与政策建议[J].兰州学刊,2007,(2):84-86。
- [4] 金丹,张国亮.对发展中小企业集合债券的思考[J].中州学刊,2009,(3):47-49。
- [5] 中国人民银行南昌中心支行货币信贷处.对中小企业开展集合债券融资的可行性探讨[J].金融与经济,2008,(10):30-31。
- [6] 张炎锋,范文波.中小企业融资及中小企业集合债券发展研究[J].经济界,2009,(6):75-80。
- [7] 陈李宏.我国中小企业债券融资障碍及对策研究[J].湖北社会科学,2008,(8):91-93。
- [8] 郝治军.中小企业集合债尴尬前行[J].新财富,2009,(6):86-90。

- [9] 大连模式破解中小企业集合债担保难题[N].华夏时报,2009-04-04.
- [10] 中国金融网:“大连模式”开创中小企业融资新路径 <http://www.rzdb.org>.
- [11] 陈晓红,陈建中.中小企业供应链融资[M].北京:经济科学出版社,2008.

Reconsideration of the Problems of Set Bond Issuing

WANG Ying

Abstract:As one of the financing methods of SMEs,the set bonds are attracting increasing attentions. This article discuss the main barriers at the issuing stage of set bonds and suggests, on the study of the current set bonds guarantee mode, that an up or downstream big enterprise be introduced to the first-level guarantee stage or bond insurance companies be set up to enhance the guarantee companies as set bond guarantor.

Key words: set bond; guarantee mode; originator

(上接第73页)

- [2] Bernanke,Ben S., Thmas Laubach, Frederic S.Mishkin , and Adam S. Posen . Inflation Targeting : Lessons from International Experience[M].Princeton University Press,1999.
- [3] Frederic S.Mishkin, and K. Schmidt-Hebbel. One Decade of Inflation Targeting in the world: What Do We Know and What Do We Need to Know? [R]. NBER Working Paper No.8397, 2001.
- [4] Laurence Ball, Niamh Sheridan. Does Inflation Targeting Matter? [R].NBER Working Paper No. 9577, 2003.
- [5] Frederic S.Mishkin, and Adam Posen. Inflation Targeting Lessons from Four Countries [J]. Economic Policy Review, 1997(3):9-110.
- [6] Oscar Landerretche, Vittorio Corbo, and Klaus Schmidt-Hebbel. Does Inflation Targeting Make a Difference? [R].Working Papers Central Bank of Chile, No.106,2002.
- [7] 彭兴韵.论中国货币政策框架的调整[J].经济学动态,2006,(9).
- [8] 孙丽.通货膨胀目标制:理论与实践[M].上海:学林出版社,2007.

An Analysis of Inflation Targeting in Canada and Its Lessons for China

LIU Dong-hua

Abstract: Inflation targeting is a new monetary policy regime, Canada is one of the earliest countries which adopted Inflation targeting. After a brief introduction of the Canadian inflation targeting, this paper analyses it's impacts to Canadian economy by using the impulse response function. The research suggests that Inflation Targeting has a remarkable effect on lowering inflation persistence, anchoring the inflation expectation , and ironing out output fluctuation in Canada. The result shed some light on monetary policy framework adjustment in China.

Key words: monetary policy; inflation targeting; impulse response function ;VEC model