

我国中小企业集合债制度探析

陆岷峰¹, 刘 凤²

(1. 南京财经大学 金融学院, 江苏 南京 210046; 2. 江苏银行 连云港分行, 江苏 连云港 222000)

摘 要:中小企业集合债打破了只有大企业才能发债的惯例,拓宽了中小企业在债券市场的直接融资渠道。但是,集合债准入门槛高、担保难、增信机制不完善、融资成本高等问题严重阻碍着债券的广泛发行。要构建适应中小企业特性的集合债制度,应该从准入条件、担保增信、信用评级、违约风险管理、产品创新等方面对融资模式进行改进。

关键词:中小企业;集合债券;中小企业融资;金融创新;融资困境

中图分类号:F832.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-8750(2011)04-0027-06 **收稿日期:**2011-05-25

作者简介:陆岷峰(1962—),男,江苏金湖人,南京财经大学金融学院金融风险管理研究所副所长,教授,硕士生导师,南京大学经济学院博士后研究人员,中共江苏银行连云港分行党委书记、行长,主要研究方向为宏观经济、商业银行经营管理、中小企业融资;刘凤(1982—),女,河南周口人,江苏银行连云港分行职员,主要研究方向为商业银行经营管理。

一、引言

融资难是困扰中小企业发展的一大难题,多年来,我国政府一直在探索解决的途径。2003年以来,在相关部门的协调下,多家中小企业进行了集合债券融资的试点,直到2007年中小企业集合债券才正式发行。中小企业集合债是我国中小企业融资的一次创新和突破,它打破了只有大企业才能发债的惯例,拓宽了中小企业在债券市场的直接融资渠道。然而,近几年来各地酝酿发行的集合债券大多归于沉寂。这种“引而不发”的现象,凸显出集合债券融资机制中存在着种种不足,包括审批程序复杂、准入门槛高、担保难、增信机制不完善、评级机制不健全、发债成本高等。最终结果是集合债券将绝大多数真正有资金需求的中小企业拒之门外,成为众多中小企业无法企及的“奢侈品”,并没有成为缓解中小企业资金饥渴的“及时雨”。本文认为中小企业集合债券融资具有其他融资方式所不具备的优势,如果能够将其完善并推广,集合债能够在一定程度上缓解中小企业融资难问题。

国内学者们对中小企业集合债券融资的优

势、劣势、存在的问题及其解决途径进行了广泛探讨。方健、马永开、李华林从企业规模和盈利能力、发债主体限制、信用担保问题、信用评级、募集资金用途、利率等制度性因素角度分析了集合债券模式^[1]。唐德才认为可以实行中小企业发债担保制度,即可由负连带责任的第三方如银行、基金机构、担保公司等为中小企业担保发债^[2]。张庆珂、朱伟详细分析了“中关村高科技企业债券”以及深圳工业局中小企业服务中心牵头的同类债券,认为联合债券的优点主要有保护投资者利益、降低融资门槛、流动性较高。他们认为发行联合证券的主要要点包括建立和创新担保机制、建立合理规范的法律制度、完善企业内部和外部环境^[3]。朱海峰、李信宏认为集合债券发行的要点包括统一组织、统一发行、统一担保、统一信用评级^[4]。江乾坤从市场的时机不成熟、信用评级制度不完善、定价机制尚未形成、投资主体缺位角度阐述了目前中小企业的债券发行障碍,并分析了美国的垃圾债券兴衰史,提出通过创新集合债券模式、成立投资基金、完善定价机制来促进中小企业债券融资和中小企业债券市场的发展^[5]。

本文认为,应该结合中小企业融资需求特点及

目前集合债发行中存在的问题,从制度层面及操作层面完善中小企业集合债券融资机制,建立真正适应中小企业发展的集合债制度,使之成为广大中小企业进入资本市场直接融资的一种常态工具。

二、中小企业集合债券发展状况分析

(一) 中小企业集合债券概念

所谓中小企业集合债券,就是由牵头人组织、以多个中小企业所构成的集合为发债主体,发行企业各自确定债券发行额度并分别负债、采用统一的债券名称、统收统付、向投资人发行的约定到期还本付息的一种企业债券形式。它是以银行或证券机构作为承销商,由担保机构担保,由评级机构、会计师事务所、律师事务所等中介机构参与并由其对发债企业进行筛选和辅导以满足发债条件的新型企业债券形式。它具有风险分散、融资成本较低、收益较高、有利于提高企业竞争力和知名度的特点。

(二) 我国中小企业集合债券发行情况

我国政府以及相关机构一直在努力探索集合债券的运行模式,原国家科委早在 1998 年就统一组织过高新技术企业债券发行工作,原国家旅游局也曾做过尝试,但由于种种原因没有获得成功。2003 年科技部统一组织了第二次高新技术企业债券发行工作,由全国不同高新区的 12 家企业采用“统一冠名、分别负债、分别担保、捆绑发行”的方式,发行了总额为 8 亿元的“03 高新债”,但直到 2006 年 7 月 27 日,“03 高新债”完成到期一次还本付息的兑付工作,这一做法才开始得到监管部门的认可。2007 年以来,集合债券得到逐步试点和推广,截至目前,我国已正式发行的中小企业集合债券一共有五个,表 1 说明了我国中小企业集合债券发行情况。

表 1 我国中小企业集合债券发行情况

债券名称	发行时间	发债总额	企业数量	参与企业信用级别	单个企业发债规模	债券级别	发行期限	票面利率	付息方式	上市场所
07 深中小债 ^①	2007	10 亿	20	BBB - ~ A +	0.3 亿 ~ 1 亿	AAA	5 年	5.70%	年	银行间市场
07 中关村债 ^②	2007	3.05 亿	4	A - ~ A +	0.1 亿 ~ 2 亿	AAA	3 年	6.68%	半年	深交所
09 连中小债 ^③	2009	5.15 亿	8	BB + ~ BBB +	0.2 亿 ~ 1.35 亿	AA	6 年	6.53%	年	深交所
10 武中小债 ^④	2010	2 亿	5	BB + ~ BBB	0.2 亿 ~ 0.7 亿	A +	3 年	4.66%	年	银行间市场
10 中关村债 ^⑤	2010	3.83 亿	13	BBB - ~ A	0.2 亿 ~ 0.5 亿	AA +	6 年	5.18%	年	深交所

数据来源:笔者根据证券之星债券频道(<http://bond.stockstar.com/>)数据和金融界债券频道(<http://bond.jrj.com.cn/>)数据及各集合债发行公告数据整理。

(三) 目前中小企业集合债券融资机制存在的问题

1. 缺少相关的法律制度和成熟的操作管理办法

目前,国务院已要求稳步发展中小企业集合债券,并发布金融“国九条”从政策层面上支持中小企业融资,但国家并没有出台任何具体的关于中小企业集合债券发行的指导文件或制度方案。这导致中小企业集合债券发行与管理方面缺乏权威的法律法规和成熟的操作管理办法,统一性较差,操作性不强。

2. 准入门槛高,融资覆盖面窄

从各地已发行及拟发行集合债券的中小企业来看,大部分是已经发展到一定规模的中型企业。一般要求净资产要达到 6000 万以上、成立 3 年以上、近 3 个会计年度连续盈利,可分配利润足以支付债券一年利息、销售连续增长 20% 以上等,此

外,各地方政府还提出了产业属性、成长潜力等额外企业筛选标准,从而形成了集合债券发行的高门槛。高门槛虽然一定程度上降低了集合债的信用风险,但也会把大部分中小企业拒在融资门外,最终通过审核发债的企业往往并不是最急需资金的那部分企业。因为,符合发债条件的企业从银行贷款也并不困难,那些有条件在各种融资方式进行权衡与选择的企业自然对集合证券敬而远之,而真正需要资金支持以求发展的中小企业却

①由国家开发银行担保,深圳市中小企业信用担保中心多家联合反担保。

②由北京中关村科技担保公司担保,国家开发银行再担保。

③由大连港集团无条件不可撤销担保。

④由武汉信用风险管理有限公司担保,武汉国有资产经营公司再担保。

⑤由北京中关村科技担保公司担保,北京中小企业信用再担保公司再担保。

无缘融资,造成“缺钱的不够条件,够条件的找钱不难”的尴尬局面,这有悖于政府推出集合债券的初衷。

3. 发债成本高

集合债券的成本主要体现在融资成本、协调成本和时间成本。由于中小企业信用等级低、集合债信用风险较大,投资者需要一定信用溢价来补偿所承担的风险,集合债不得不提高票面利率,以取得投资者的青睐。另外,在债券发行前期,企业还需支付1%至2%的担保费、2%左右的承销费,聘请律师事务所、会计师事务所以及评级、审计、公告、托管上市等发行费用,这使得综合融资成本较高,并且有些费用需要发债前支付,发行成功与否都必须支出,这严重影响了企业参与的积极性。

集合债的发行也面临较高的协调成本。与普通企业债券不同,集合债券涉及多个发行主体,相互之间没有相应的约束机制,单一发行主体的变动会影响集合债券整体的发行进程,沟通协调的工作量和难度非常大,因此需要政府出面进行总体协调,以均衡地满足各利益相关方的要求,这导致了较高的协调成本^[1]。

另外,集合债券的发行周期较长,再加上审批严格,最终集合债券能否成功发行还有较大的不确定性,这让一些急需资金的中小企业参与的积极性不高。

4. 担保难,增信机制不完善

当前中小企业集合债券发行的担保模式有银行担保模式、大型企业集团担保模式和集合担保模式。其中,银行担保模式的增信效果显著,已发行的两只集合债(“07 深中小债”和“07 中关村债”)的信用级别都达到3A级。2007年10月12日银监会发布《关于有效防范企业债担保风险的意见》(银监发[2007]75号),禁止银行为企业债券做担保,使以往以银行担保为主的企业债券发行面临担保危机,对本来就困难重重的中小企业集合债券发行更是雪上加霜。大型企业集团担保模式是建立在政府提供补贴基础上的担保模式,如对参与“09 连中小债”发行的企业,大连市财政部门每年给予2%的贴息支持^[6],对提供二级担保的两家担保公司给予风险补偿金,对提供一级担保的大连港集团有限公司3年内给予1600万的奖励费用^[7]。这种模式的集合债券信用增级政府色彩过于浓厚,缺乏市场化运作机制,且成本非常高,可复制性不强。集合担保模式具有短板

效应(集合债券的信用等级取决于各发债主体与各担保方等级较低者)^[8],即使有多个担保公司提供担保,对集合债券担保增信作用依然不明显。

5. 信用评级机制不健全

中小企业集合债券信用评级主要包括企业信用评级和债券信用评级两个方面。目前我国的信用评级机制还不健全,对中小企业企业信用的评级大多采用大公司发债的评级模型,缺乏针对中小企业特点和“集合”特征的评级参数和模型,没有考虑发债主体之间具有违约相关性特征,对债券的评级没有形成统一公开的信用评级标准体系。债券存续期内没有强制性跟踪评级规定,投资者不能据此判断债券的风险程度,难以充分发挥信用评级的价格发现和违约风险提示功能。

6. 集合债券市场化程度不高

从当前中小企业集合债券实际发行情况来看,集合债券能够成功发行主要归功于当地政府的推动,包括政策引导、财政支持等。但政府行政手段的直接参与直接影响了我国债券市场自身的正常发展,使市场调节力量变得微弱。

中小企业集合债券尚未形成市场化的利率定价机制使得债券利率缺乏风险机制和价格弹性,不能反映资金供求的真实变动情况和不同企业的风险差异,导致资源配置扭曲,不符合“高风险、高收益,低风险、低收益”的市场规则。

三、构建适合中小企业的集合债制度

(一) 制度性突破

我国要推动中小企业债券融资,发展集合债券市场,必须突破目前的制度性障碍。

1. 完善支持集合债券的法律法规

集合债的发展需要国家制度和政策层面上的支持。由于中小企业集合债券产品设计的独特性和融资机制的特殊性,基于一般企业发债的《企业债券管理条例》已无法对集合债券的管理给予指导。因此,目前亟须出台针对中小企业特点的《中小企业集合债券管理条例》等一系列政策性指导文件,明确各相关利益主体的职责及角色定位,规范集合债券发行运作及后续管理,并在建立全国政策性指导文件的基础上,鼓励各地方政府出台细则,对集合债券的组织管理提供操作性指导,如《深圳市中小企业集合债券组织发行实施细则》等,具体化中小企业集合债券实务操作,从制度上保障集合

债券区域多样化发展和实用性提高。

2. 完善发行核准制,下放审核权限

中小企业集合债券发行时间上的劣势,主要源于整个审核程序的复杂和冗繁,国家发改委核准制从根本上限制了中小企业集合债券的发行规模。本文认为,可以考虑适当下放审核权限,改由国家发改委每年根据经济增长总量、中小企业发展状况、债券市场需求等核定中小企业集合发债规模,并发布指导意见和风险指引,由各省级或市级发改委进行发债审核,负责对企业进行发行文件的合规性审查,监督发行人的信息披露、中介机构的规范运作和尽职责任的履行,监督债券托管、交易和结算等服务组织的依法规范运行情况,将企业还本付息能力的评判交给社会中介机构,最大限度地发挥市场作用,简化发债流程,缩短发债周期,提高发行效率。

3. 降低发债准入门槛

在发债门槛设置上,国家应根据我国中小企业融资需求现状,适当降低或取消发债企业规模、盈利能力和募集资金使用渠道等限制,制定相对宽松的准入规则,提高参与企业的积极性,真正将发债企业筛选工作交由当地中小企业服务机构负责,这样可以选择出符合本地经济发展状况和中小企业资金需求的有本地特色的集合发债形式。在确定发债主体时,不要过分强调企业的发展规模和资信情况,要考虑企业对资金的需求程度,实现资源的优化配置^[9]。

4. 借助财税政策,降低成本

集合债较高的融资成本严重阻碍了中小企业参与发债的热情。在已发行了中小企业集合债的地区,政府通过提供财政担保和财政贴息等方式,为中小企业集合债提供了外部信用资产的注入和一定的财政支持,但仍不能从全局和长远角度解决中小企业集合债发展中的成本制约问题。本文认为,只有构建系统性的财税政策支持体系,才能为中小企业集合债纵深发展创造制度性条件。第一,设立中小企业集合债券发展基金,把一定时期一定区域内的中小企业集合债的中间费用整体打包,通过专项的中小企业集合债发展基金直接支付,减少企业发债前期费用。第二,加大对集合债参与主体企业、担保公司和评级公司等中间机构的税收优惠及补偿力度,目前中小企业 20% 的所得税税率明显偏高,应适当下调集合发债企业的所得税税率。

第三,为吸引更多集合债投资者的参与,可以根据银行个人储蓄存款利息所得税征收办法,将目前 20% 的利息税,适当下调或暂停征收,并取消集合债交易印花税,提高二级市场活跃度和流动性。

5. 推动集合债发展由政府主导型向市场推动型转变

目前已发行的集合债券都是由政府推动才得以成功发行的。政府主导型是我国中小企业集合债发展初期的必经阶段,市场推动型则代表了中小企业集合债的长期发展趋势。为此,应打破投资限制,推进集合债利率市场化。监管机构应逐步放松和取消对投资的限制,从而使中小企业可以根据自身的偿债能力和信誉状况对债券利率作相应的调整,让更多的中小企业在可以承受的利率范围内融到急需的资金,同时让我国投资者多样化的风险偏好得到满足,推动中小企业集合债券市场的发展和完善。

(二) 完善集合债担保增信机制

要完善对中小企业集合债券的信用增级,就要大力发展支持中小企业的信用担保体系。

1. 建立健全担保机构的风险防范、控制和分担机制

一是要鼓励有条件的地区建立区域性再担保机构或担保基金;二是要加强担保机构自身的风险预警和监控机制,不断强化风险意识,始终把防控风险放在开展担保业务的首位,努力提高自身的风险控制和管理水平;三是要开展对中小企业信用担保机构的备案管理、资信评级、绩效考核和动态监管,实现行业优化和整体能力提升。同时,要引导各地普遍建立行业自律性组织,促进担保业自我管理水平的提高。

2. 推进担保行业的并购整合,促进担保业发展

通过并购整合,组建具有较高信用等级、能正确评估企业风险并有实力持续跟踪企业的担保机构,可以吸引像中债信用增进投资股份有限公司等国内大型专业债券增信机构的支持,或建立专门服务于中小企业直接融资的信用增进机构。

3. 建设多元化、多层次担保体系,合理分担风险

由于中小企业集合债券的发行量较大,仅由一家担保公司担保,会造成沉重的压力,可采取由几家担保公司联合担保,全国性再担保公司和省级再担保公司分别逐级再担保的方式,一旦发生

代偿风险,可以按一定比例联合分级承担,以有效分散和转移一级担保公司的部分风险^[10]。

4. 政府相关部门要落实好优惠扶植政策

要落实对符合条件的中小企业信用担保机构免征营业税、准备金提取和代偿损失在税前扣除等政策,增强对担保机构的扶持力度,提高担保机构对发债企业的选择、组织、策划等方面的积极性。

5. 改善中小企业信用环境,提升中小企业信用能力

中小企业信用担保机构经营的是信用,管理的是风险,承担的是责任。因此,搞好担保体系建设的根本还是营造良好的信用环境,提升企业信用意识和信用能力,为从根本上解决中小企业融资难担保难问题创造条件。

(三) 健全集合债信用评级体系

1. 探寻适合中小企业特点的评级方法

信用评级机构应根据我国国情和中小企业发展特点,建立适合我国中小企业的信用评级体系,同时考虑到中小企业集合债券发债主体为企业集合体,在对多个中小企业进行整体评级时应考虑企业间的行业关联、运营关联、成长能力差异和财务关联等指标,构建充分体现中小企业“集合”特征的债券信用评级方法和模型。此外,相对于其他普通企业债券,中小企业集合债券还具有更多的外部支持因素,如不同的担保增信措施、政府政策支持等,这些因素也应该在集合债券评级时得到明显体现,以最大程度地保证集合债券评级的准确性。

2. 规范信用评级机构,提高评级结果的独立性、权威性、公正性

一是建立主要债权人监控下的信用评级制度,由债券承销人和发行人共同组成招标委员会来选择评级机构,切断发行体和评级机构的道德风险链条。二是建立风险赔偿机制,保证债券评级机构对所评定的债券承担风险连带责任,对其在评级过程中的重大遗漏、虚假记载、误导性陈述给债权人造成的损失承担赔偿责任。三是实施共同诉讼制度,保证债券投资人能够利用有效的手段,针对债券承销人、发行人和评级机构的不法侵害进行诉讼。四是完善信用评级工作的备案制度,杜绝评级机构的过度竞争,抑制发行人恶意更换评级机构^[11]。

3. 实行债券评级持续跟踪制度

债券评级机构应全面披露整个评估过程,在集

合债券有效期内,建立持续的评级回访制度,及时公布回访信息,全面揭示债券风险,分析风险原因,杜绝债务人逃逸债务,最大限度地保护债权人。

(四) 加强集合债违约风险管理

为了保证集合债券在投资者中的信誉,需要对中小企业集合债券进行违约风险管理。

1. 建立集合债券违约风险度量模型

集合债券一般都有相应的信用增级措施,虽然信用增级本身并不能改变集合债券偿债主体违约的可能性,但能改变本期债券违约损失概率和损失金额的大小,故对集合债券的风险管理主要是对集合债券损失率的度量。从违约损失的可能性来看,集合债券的违约损失与各主体违约概率、违约比例、单个主体的风险暴露、发生违约时单个主体的回收率等因素相关。集合债券的违约损失可以用一系列随机变量的组合来进行模拟,公式如下:

集合债券的信用风险损失 = 第 1 个主体的信用风险损失 + 第 2 个主体的信用风险损失 + ... + 第 n 个主体的信用风险损失^[12]

2. 建立中小企业集合债券违约风险控制机制

建立中小企业集合债券违约风险控制机制,可以考虑在上述模型基础上,构建中小企业集合债券相关违约风险预警系统,动态地对集合债券违约风险进行量化显示,并尝试设立集合债券相关违约风险等级警戒线,对集合债券相关违约风险严重程度进行划分,以便为政府、发行人、承销商和投资者等提供动态的数据化债券风险情况参考。

另外,要建立集合发债企业动态管理体系。在中小企业集合债发行期内,把经营情况欠佳、不符合条件的企业从该体系中剥离,建立一套能进能出的集合债运营模式,每一次剥离相当于一次小型的债务重组,化解潜在风险,提高集合债的安全性。

(五) 加快集合债产品创新

目前我国中小企业集合债券产品比较单一,大多为 3 年至 6 年期固定利率债券,可以通过创新集合债券品种,如发行 1 年至 3 年期限不等的短期集合债券、可回购集合债券、保底浮动集合债券、附认股权证的集合债券、多空浮动利率集合债券等以满足不同企业不同阶段的融资需求和不同投资者的风险需求,还可采取将集合债券与集合票据、集合信托等其他融资方式相结合的办法为中小企业提供多元化的融资渠道。

四、结论

总之,中小企业集合债券,作为一种新兴的融资方式,要从试点初期的在“发展中规范”到成长期的在“规范中发展”,既需要突破制度上障碍,如完善制度、降低准入门槛、下放审核机制、借助财税政策降低成本、推动集合债发展由政府主导型向市场推动型转变等方面做出改进,也需要在操作层面上给予支持,完善相关配套机制,如担保增信机制、评级机制及建立相应的违约风险控制机制,对发债企业实行动态监测,切实防范债券风险。虽然目前中小企业集合债发行遇到了诸多问题,但随着制度的完善以及参与各方的规范运作,中小企业集合债券将不再是众多中小企业的奢侈品,它将成为广大中小企业进入资本市场直接融资的一种常态工具,为其做大做强、又快又好发展铺平道路。

参考文献:

- [1]方健,马永开,李华林.我国中小企业债券融资模式探讨[J].中国软科学,2003(10):57-62.
- [2]王晓红,严春香.集合债券:中小企业融资的新渠道[J].金融纵横,2008(10):14-17.

- [3]孔丽霞.后金融危机背景下中小企业集群融资模式探析[J].金融经济,2010(14):64-66.
- [4]朱海峰,李信宏.集合债券破解中小企业融资难[N].中国证券报,2007-09-06(C04).
- [5]江乾坤.当前我国中小企业发行债券分析[J].技术经济,2007(2):66-68.
- [6]2009年大连市中小企业集合债券总募集说明书摘要[EB/OL].[2010-04-28].<http://news.163.com/09/0428/05/57VC617J0001124J.html>.
- [7]曾江洪,周颖.中小企业集合债券的融资效率研究[J].求索,2010(1):26-28.
- [8]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.
- [9]张军,林俊华.中小企业集合债券融资制度探究[J].江西社会科学,2010(6):170-173.
- [10]陆岷峰.中国小企业金融问题研究[M].北京:中国经济出版社,2010:247-251.
- [11]许军,李新.发展我国债券信用评级市场的思考[J].中国金融,2006(7):54-55.
- [12]谷家东.中小企业集合债券违约概率和违约损失率理论探讨[EB/OL].[2010-11-20].<http://wenku.baidu.com/view/11374223482fb4daa58d4b6b.html>.

(责任编辑:杨凤春)

On the System of SMEs Collection Bonds of China

LU Min-feng, LIU Feng

Abstract: The SMEs collection bonds broke the common practice that only large enterprises can issue bonds and widened the direct financing channels of SMEs financing in the bond market. However, the defects and limits of the collection bonds, such as high access threshold, guarantee difficulty, and high financing cost, have hindered the subsequent issuing of the bonds. This paper proposed that improvement should be made on the access condition, guarantee enforcement, bond credit rating, default risk management and product innovation.

Key words: small and medium enterprises (SMEs); collection bonds; SMEs financing; financial innovation; financing difficulties