

文章编号:1002-980X(2007)02-0064-03

当前我国中小企业发行债券分析

江乾坤

(杭州电子科技大学 财经学院, 杭州 310018)

摘要:当前我国短券与企业债之间的竞争格局使得中小企业发行债券具有可能性,但市场时机、信用评级、发行主体和定价机制等现实问题仍是其发行难点。通过回顾美国垃圾债券的兴衰史与日韩债券市场的挤压效应,认为中小企业发债在优化公司债券发行顺序、创新集合发债模式、设立垃圾债券基金、完善债券定价机制等方面值得探索。

关键词:中小企业;垃圾债券;挤压效应

中图分类号:F810.5 **文献标志码:**A

中小企业对推动中国经济繁荣起着举足轻重的作用,但是融资难问题却日益突出。如何有效破除“成长中的烦恼”,2006年初以来,中小企业发行债券成为社会新的关注点。

1 问题由来

在成熟市场经济国家,从融资规模上公司债券(国内称企业债)往往是股票的3-10倍。然而长期以来,我国公司债券市场“深度昏迷,尚未崛起,明显滞后,后果严重。”由于现行《企业债券管理条例》有严格规定,企业发行债券必须通过国家发改委的审批,且强制进行银行担保,这就使得中小企业想公开发债比登天还难。

当前我国公司债券可分企业债(融资期限在1年以上)、短期融资券(简称短券;融资期限在1年之内)和附认股权债券(即企业债加认股权证),它们分属国家发改委、央行和证监会三个部门监管发行。出于对信用风险的担心,2005年之前,我国企业债年度发行量一直不温不火,最高额度才452亿元(2003年)。与此同时,加上连续几年大熊市,广大投资者缺乏合适的投资渠道只好把钱存到银行,银行储蓄存款高达13万亿元,银行体系积累了越来越大的系统性风险,央行货币政策传导机制也在一定程度上受阻,整个金融市场由此陷入困境。另一方面,2003年下半年以来,随着新一轮宏观调控实施的信贷紧缩政策,原本就遭受信贷歧视的中小企业

银行融资渠道愈加不畅,融资难问题更加突出。

僵局由央行率先打破。2005年5月,央行正式允许符合条件的非金融企业在银行间债券市场发行短券,从而引发一场异常火爆的短券发行高潮。截至当年年底,86只短券的全年发债规模达到1500亿元,市场普遍预测2006年此数量将升至5000亿元。面对短券的迅猛发展,国家发改委迅速加大企业债审批力度,全年企业债发行额度达1212亿元。而就在此过程中,民营企业不能发债的历史也悄悄作古,不仅央行批准横店集团等发行短券,国家发改委也首次批准红豆集团发行额度为7亿元、为期10年的企业债,这就为中小企业发债扫清了制度障碍。此外,证监会也表示已作好充分准备即将推出附认股权债券,试图与短券和企业债形成三足鼎立的局面。

目前国家发改委、央行和证监会在债券市场主导权方面的竞争态势有利于公司债券市场的壮大。据悉,新《企业债券管理条例》有望在近期出台,今后企业债发行门槛将大大降低;40%的利率上限也将取消。根据“十一五”规划建议,部分有自主知识产权、拥有一定定价能力的中小企业将被纳入企业债市场。此外,国家发改委与深交所正在合作研究成长型企业的育成体系;央行也在考虑允许符合产业政策和发行条件的优质中小企业进入短券市场。所有这些迹象似乎都在预示,我国中小企业发行债券的日子已为时不远。

收稿日期:2006-10-22

作者简介:江乾坤(1974—),男,湖北孝感人,杭州电子科技大学财经学院讲师,经济(金融)学博士,主要从事公司金融、资本市场等研究。

2 发行难点

既然我国企业发行债券门槛降低已是必然,而且中小企业融资需求又是如此急迫,那么中小企业发债之路的障碍究竟在哪里呢?

2.1 市场时机尚待成熟

短期内中小企业发债目前只能采取上述三种形式。由于附认股权债券属于上市公司再融资工具,其净资产不低于 15 亿元的门槛使得它暂时仍为大型企业服务。企业债属于一种中长期融资工具,目前它们的一般期限是 7 - 10 年,这与中小企业发展的不确定性天然不匹配,且会受到国家发改委的谨慎审批。因此,中小企业发债最主要的途径应是短券。但对短券来说,其风险是靠投资者自己来识别和承担的,而目前短券之所以获得市场追捧其原因在于发债主体都是被市场认可的资信可靠、实力雄厚的大企业。而在银行信贷领域,这些大企业本来就是各家银行竞相争夺的对象。也就是说,短券的火爆,有其特殊的环境和理由,并不能简单地推而广之,成为中小企业发债时机成熟的理由。

2.2 信用评级缺失

短券是纯粹以企业自身信用为担保、无第三方担保的融资方式。尽管在进入门槛上不存在对企业性质的歧视,但是目前国内只有不到一半的中小企业取得了信用评级。由于中小企业在企业管理中多采用粗放式管理,造成财务管理不规范、内部信息不公开,信用评级机构难以取得企业的真实经营情况资料,评级工作被人为地制造了许多障碍。如果不能作出准确的信用评级,这将给短券发行和交易带来极大的风险。即使是下文提到的集合发债,究竟由谁来作为发债主体,如何对各家企业进行评级,这些都是实际操作中不可回避的难题。

2.3 投资主体缺位

对目前我国公司债券市场来说,只有丰富了投资主体,将需求多样化,才能谈得上债券供给种类的多样化。中小企业发行短券后,其评级指标可能不高,比如 A - 2、A - 3 等级,当前银行间市场的机构投资者谁会购买低等级的短券?根据规定,保险资金只能投资信用级别在 A - 1 等级及以上的短券;货币市场基金只能投资于信用等级为同一评级机构最高等级的短券。虽然银行业还没有明确的规定,但是银行投资无担保的短券是要提取本金的,出于资本金和拨备的压力,银行不会大比例持有短券。如果短券投资主体的问题不解决的话,市场不会做

大。因此,中小企业发债的障碍,不在于政策是否允许,而在于能否被认购。

2.4 定价机制尚未形成

中小企业融资难的症结在于,各类机构投资者投资中小企业的风险成本太高,最终的解决办法则是通过提高利率去弥补相应风险。问题在于,多高的利率?可以覆盖多大的风险?这需要长期的数据积累。在利率市场化刚刚启动的今天,中国银行业在这方面的经验和技巧明显不足。另一方面,由于金融市场长期以来就认为中小企业是“风险较高”,中小企业发债可能会遇到两种情况:一是融资成本高,因为风险偏高,投资者对风险溢价的要求自然升高;二是即便仅有一家企业出现问题,定会影响到投资者对后续发债者的信用认定,从而形成多米诺骨牌效应。从目前我国资本市场投资者的风险偏好来看,能够以高收益抵消高定价、高风险的投资者并不多。

3 国际经验

中小企业发行债券在国际证券市场上并不稀奇,它属于低信用等级债券即垃圾债券(junk bond),其突出特点是收益高、风险大、信用无可靠保证;它对缓解中小企业融资难所起的作用也是忧喜参半。

3.1 美国垃圾债券的兴衰史

垃圾债券最早起源于美国,在 1950 - 1960 年代主要被一些小型公司作为筹集开拓业务之用的资金来发行。由于它具有集资容易和回报率高等多种优势,起初被称为“高收益债券”。而当它被投资者广泛接受以后,许多素质较差的企业也纷纷加入进来,致使债券信用等级不断下跌,随之沦为“垃圾债券”。1970 年代末期以后,垃圾债券逐渐成为投资者狂热追求的投资工具;1988 年美国垃圾债券市场达到鼎盛时期,总市值高达 2000 亿美元。然而,由于债券质量日趋下降,以及 1987 年股灾后潜在熊市的压力,从 1988 年开始,发行公司无法偿付高额利息的情况屡有发生,垃圾债券陷入“高风险 → 高利率 → 高负担 → 高拖欠 → 更高风险……”的阶梯式恶性循环,逐步走向衰退。近些年,美国垃圾债券市场日益失去华尔街投资者的宠爱,2005 年全美垃圾债券总体规模约为 1000 亿美元。垃圾债券在美国风行的十年虽然对美国经济产生过积极作用,筹集了数千亿美元游资,也使日本等国资金大量流入,并使美国企业在强大外力压迫下刻意求新,改进管理等,但也遗留下了严重后果,包括储蓄信贷业的破产、杠杆收购的恶性发展、债券市场的严重混乱及金

融犯罪增多等。

3.2 日韩债券市场的“挤压效应”

20世纪后期以前,日本和韩国金融市场工具相对简单得多,竞争激烈程度也不高,两国很少能够像美国那样,即大型企业通过债券市场进行融资,而中小企业从商业银行那里获得较多的资金。但是,自亚洲金融危机韩国进行“金融自由化”改革和日本进行“金融大爆炸”改革以后,两国债券市场获得了蓬勃发展,大企业纷纷涌到债券市场上融资,大型商业银行很快失去了众多优质大客户,不得不把贷款对象转向中小企业。虽然由此产生了不良贷款增长等负面影响,但其积极影响却是市场充分竞争的逐步实现和中小企业融资的极大改善。因此,对我国来说,借鉴日韩经验,监管部门适度放松金融管制扩大企业债发行规模意义十分重大,这可能对银行资金形成挤压作用,进而缓解中小企业贷款难问题。

4 探索之路

美国垃圾债券的兴衰史值得我们借鉴。不过,由于现在国内资本市场流动性充裕,利率偏低,大企业可以很优惠地从银行贷款,对发行企业债动力不大,所以积极探索中小企业发债对于壮大国内公司债券市场具有战略意义,我们可以做好以下工作:

4.1 创新集合发债模式,缓解高新技术企业融资压力

首先,在我国现有政策条件下,基础设施建设,比如水利、水电、道路、桥梁等工程比较适合发行债券,政府可以批准取得这些项目资格的中小企业发行企业债。其次,中小企业可以大胆进行发债模式创新,例如北集合发债模式。该方案具体是:北京中关村科技园区下属的12家高新技术企业以集合捆绑形式发行4亿元中关村高新技术企业债券;采取

“统一发行、统一担保、统一评级、各自负债”的形式,期限为2-3年,利息率为5%左右;由中关村科技担保有限公司提供担保。

4.2 成立“垃圾债券基金”,丰富中小企业债券投资主体

对于可能的投资主体缺位问题,可以考虑成立专门的“垃圾债券基金”。高风险蕴涵高收益,事先向投资者阐明这个基金就是投资垃圾债券的。当前国内民间金融发达,很多投资者为了寻求高收益愿意承担高风险,垃圾债券基金肯定大有市场。其次,政府应该放行质量较高的财务公司进入银行间市场。再者,城商行、农信社等是区域经营,发放贷款的条件低一些,如果银监会等监管部门出台一个银行投资低等级债券的管理办法,相信中小银行也有积极性来购买。

4.3 完善债券定价机制,推进市场利率化进程

目前中小企业真正将债券作为主要融资手段还为时尚早,它必然要经历一段自身发展以及市场培育的过程。但从长期来看,允许部分已经有一定规模、成长迅速的中小企业发行债券,却会对最终解决中小企业融资难题起到探索性的作用。中小企业发债,让更多的投资者一起来判断风险,其实是一种在更广阔的范围内迅速寻找合适的市场利率的过程,它的出现,有助于帮助银行和其他机构投资者,学会用较低成本控制中小企业融资风险的能力。

参考文献

- [1] 焦强. 中国垃圾债市场胎动[N]. 财经时报, 2005-12-09 (1).
- [2] 刘欣然. “争锋”短期融资券、企业债“2006再造”再融资[N]. 21世纪经济报道, 2006-01-16(6).
- [3] 刘振亚. 美国债券市场[M]. 北京: 经济科学出版社, 2001.
- [4] 王召. 日本和韩国债券市场发展对中小企业融资的意义[EB/OL]. <http://www.chinado.cn>

The Analysis of the Present Issuance of Small and Middle Corporate Bond in China

JIAN G Qian-kun

(School of Finance & Economics, Hangzhou Dianzi University, Hangzhou 310018, China)

Abstract: The present competitive situation between short-term bond and corporate bond makes it possible that small and middle companies issuing corporate bond, but some real problems such as market timing, credit rating, insurance companies, pricing mechanism and so on still are difficulty. According to the history of junk bond in American, and extrusion effect showing in Japan and Korea corporate bond market, this paper thinks that it is worth optimizing the issue order of different corporate bonds, innovating the model of collection bond, establishing junk bond funds, perfecting bond pricing mechanism and so on.

Key words: small and middle companies; junk bond; extrusion effect