

集合发债破解中小企业融资难

季学风

(淮阴工学院 江苏淮安 223001)

【摘要】 中小企业集合债券和集合票据对于拓宽中小企业融资渠道、解决中小企业的融资难题可以起到较好的作用。然而, 目前我国的中小企业集合发债存在着许多问题, 如审批难、担保难、准入门槛较高等。本文从中小企业集合发债的含义入手, 分析了中小企业集合发债的积极意义和存在的问题, 并提出了进一步发展中小企业集合发债融资模式的建议。

【关键词】 集合发债 中小企业 融资

随着我国资本市场的迅速发展, 中小板、创业板的推出有效拓宽了中小企业的直接融资渠道。然而现实中, 中小企业渴望的中长期资金依然很难从商业银行获得, 上市融资的门槛相对较高, 融资难依然是制约中小企业发展的重要“瓶颈”。因此, 中小企业集合债券和集合票据的问世, 是我国中小企业融资机制的一次创新和突破, 成为缓解中小企业资金困难的“及时雨”。具体来说, 集合发债, 是指以一个机构作为牵头人, 由多个中小企业为发债主体, 若干个中小企业各自确定债券发行额度, 向投资人发行约定到期还本付息的债券。它是以银行或证券机构作为承销商, 由担保机构、评级机构、会计师事务所、律师事务所等中介机构参与的新型企业债券方式。这种方式, 打破了只有大企业才能发债的惯例, 对拓宽中小企业的融资渠道, 降低中小企业的融资成本, 推动中小企业的可持续与跨越式发展, 有着极其重要的作用。

一、中小企业集合发债的开展情况及现实意义

1. 中小企业集合发债的开展情况。作为中小企业重要的融资途径, 早在 1998 年中关村和苏州等地就曾组织过本地区的高新技术企业尝试集合发债, 但直到 2003 年高新债的推出及在 2006 年成功兑付, 上述做法才开始得到监管部门的认可与推广。2007 年, 深圳 20 家企业捆绑发行 10 亿元“2007 年深圳中小企业集合债券”(简称“07 深中小债”), 中关村 4 家企业联合发行 3.05 亿元“2007 年中关村高新技术中小企业集合债券”(简称“07 中关村债”)。2009 年 4 月 28 日第三只中小企业集合债“09 大连中小债”在深交所成功发行, 它是商业银行离开担保市场后发行的唯一一只中小企业集合债。2009 年 11 月 25 日, 全国首批 3 只中小企业集合票据正式流通, 分别是北京市顺义区中小企业集合票据、山东省诸城市中小企业集合票据和山东省寿光市“三农”中小企业集合票据。2010 年 2 月 25 日, 上海闵行中小企业 2010 年度第一期集合票据成功发行。该期集合票据的联合发行人为上海市闵行区 7 家优质中小企业, 3 月 1 日在银行间市场上市交易, 发行集合票据募集的 5 亿元资金已划入各联合发行人的账户。2010 年 2 月 26 日, 中关村高科技中小企业 2010 年度集合票据发行。该集合

票据联合发行人为北京国电清新环保技术股份有限公司、北京嘉寓门窗幕墙股份有限公司、北京奥宇模板有限公司, 债券起息日和缴款日均为 2010 年 3 月 1 日, 上市流通日为 2010 年 3 月 2 日。

2. 中小企业集合发债的现实意义。在发债主体上, 由多家中小企业各自作为债券发行主体联合起来申请发行债券, 突破了国家对债券发行主体的政策性抑制。在融资模式上, 集合债券的推出, 使得中小企业融资不再局限于银行贷款、中小板和创业板的上市融资渠道, 突破了单个中小企业难以在债券市场直接发行债券的传统模式。在财务管理上, 集合债券是综合成本最低的外源融资方式: 一方面, 发行中小企业集合债券的融资成本要远低于发行股票融资与银行贷款的成本, 债券利息可从税前利润中扣除, 可以起到财务杠杆作用, 改善了企业的资本结构; 另一方面, 中小企业利用财务杠杆的原理进行债务融资, 不会影响其所有权结构和日常经营管理, 对于想维持原有管理机构不变的企业管理者来说, 发行中小企业集合债券比发行股票更有吸引力。中小企业集合发债突破了以往单一的担保方式, 形成了一个环环相扣的担保体系: 其一, 由符合条件的机构为中小企业集合债提供统一担保, 促进中小企业集合债的成功发行。其二, 由多家担保机构分别就各自所担保的发债企业, 向统一担保人承担连带保证责任。其三, 各家发债企业向各自的担保机构提供抵押、质押等反担保措施。这样的担保方式创新, 可以最大限度地降低债券兑付风险, 保护投资者权益。

从发债企业的角度来看, 由于中小企业集合债是多个企业共同发行, 这能分散总体风险, 每个企业只需承担部分融资风险。从投资者的角度来看, 债券合约是一种规定债务人必须按期还本付息的契约性合约, 投资债券的风险小于股票投资。同时, 集合债券收益率高于同期限档次的银行存款利率, 其流动性强于银行存款。

二、中小企业集合发债存在的问题

1. 审批难。审批难是集合债发行工作中的最大难题。由于集合债涉及较多企业, 需经主管部门审批, 同时报央行、证

监会等备案,手续与程序复杂,使得中小企业发行集合债的准备时间过长,并存在不确定性。尽管发改委已经将企业债由审批制改为核准制,但是发债申请先得递交省级发改委初核,再报国家发改委核准。而在走“核准”程序前,中小企业集合债方案甚至需要地方政府常务会议讨论,并经历若干次方案修改。“07深中小债”于2006年4月就已确定了发债方案,原计划于2006年9月1日将债券发行规模申请材料上报国家发改委审批,2006年12月30日之前正式发行。但事实上,该债券在2007年11月底才上市流通。即便是在有关职能部门达成共识、简化了审批程序的情况下,“09大连中小债”最终成功发行的时间距其最初计划也推迟了将近半年的时间。

2. 门槛高。从已发行及各地拟发行的中小企业集合债券的情况来看,目前集合发债对中小企业的准入门槛仍然较高。相关规定显示,参与发行集合债的中小企业除了要符合企业债发行的基本条件,还必须符合产业选择、成长潜力等标准。这种规定使得很多真正处于成长中的中小企业难以通过集合发债的形式获得资金。“07深中小债”中包括两家上市公司,而更多地方的发债企业初选即在当地的所谓“百强民营企业”中进行。这些企业往往已经能够从银行获得贷款,集合发债的成本优势并不明显。因此,如何使得中小企业集合债券全力为中小企业融资服务是需要我们权衡和思考的重要问题。

3. 担保难。担保难是中小企业当前遇到的另一大困难。由于中小企业集合债的投资者主要是保险公司、商业银行等金融机构,这些机构投资者对债券的信用评级要求至少在AA级以上。仅凭中小企业本身难以达标,基本不可能直接发债。集合债券在市场上成功发行的关键在于担保。“07中关村债”是由北京中关村科技担保公司担保,国家开发银行提供的再担保,信用评级为AAA;而“07深中小债”也是由国家开发银行担保的。而后银监会紧急叫停,并发布严禁银行为企业债券发行提供担保的规定,这意味着先前“07深国债”和“07中关村债”的发行模式不能持续。于是中小企业集合债的发行陷入了低谷,以致在长达一年半的时间内没有一家中小企业集合债得以获批发行。“09大连中小债”选用第三方大型集团为集合债担保,这种信用模式仍然存在缺陷。由于集合债券本身存在结构复杂、发债主体多元、风险高、参与发债企业信用评级相对较低等缺陷,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。因此,大连这种担保模式也不具有广泛的复制性,因为国资委相关政策对国有企业提供担保有着严格的规定,只有得到相关部门的批准才可以给中小企业集合债提供担保。而相关部门的批准手续极其复杂,绝不是轻易能够通过的。

没有了银行提供担保,中小企业集合债的信用问题开始越发突出。2007年,发债企业最高信用等级为A+,最低为BBB,相差4个级差,而国家开发银行的信用级别为AAA级,由此也可以看出银行在中小企业集合债方面发挥着不可或缺的作用。目前已发行的集合债都依赖于大型银行或资信良好的企业为其提供全额、无条件、不可撤销连带责任担保。表面上看,这一方式降低了中小企业发债的信用风险,但实质上,

这是银行和政府为集合债信用风险买单,并未从根本上突破其信用瓶颈。

三、发展集合发债融资模式的建议

1. 发挥地方政府的作用。中小企业集合债的成功发行离不开地方政府的支持。深圳中小企业集合债与中关村中小企业集合债的成功发行,政府在其中扮演着重要角色,甚至成为发行中小企业集合债券的牵头人。大连中小企业集合债的发行,担保人是大连港集团,大连地方政府为了保证集合债的顺利发行,提供了许多配套的支持政策。因此,在发行中小企业集合债的过程中要充分调动地方政府的积极性,积极规范地引导中小企业集合债的发展,充分发挥地方政府调动资源的优势。

2. 完善信用增级制度。信用增级,过去是、现在是、以后仍然是中小企业债券及票据发行和交易的瓶颈。信用增级是中小企业集合债券能否成功发行、筹资成本能否降低的一个关键因素,因此,必须通过完善中小企业集合债信用增级制度来突破中小企业集合债的发行瓶颈。不管是集合债券或集合票据,具体的发债方式和风险没有直接的关系,关键要看担保者的信用。债券市场普遍接受AA级及以上债券,单个中小企业的信用评级都不高,主要通过引入担保机制来提升债券的整体信用等级,实现信用增级。在这一点上,河南省采用的模式值得借鉴。河南省集合担保模式就是由几家注册资本在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。这是河南省在尝试选择一家大型担保机构作为第三方担保,以及找国有企业担保和用发行人的资产或相关权利做抵押担保都行不通的情况下摸索出来的模式。河南省的这种集合担保模式,已经征得国家发改委财金司领导的原则同意,并得到工信部的认同,同时也被业内认为是在任何省份都可以复制的模式。

在信用增级方面,除了引入担保机制来实现信用增级,还应加强中债增信的作用。中债增信是我国第一家专业债券信用增进机构,填补了该领域金融市场的空白,有助于解决低信用评级中小企业增信难题。

中小企业集合发债作为一种有效的融资模式,可以在一定程度上缓解中小企业的融资难题。2010年3月11日,工信部发文要求各地中小企业主管部门上报关于发行集合债的其他难题,并要求已经开展或正在筹备类似中小企业集合债券的或其他类型融资方式的也应报告具体情况。笔者期望工信部在相关调研完成后,主管部门能出台有针对性的解决办法来推动中小企业集合发债工作的运行,以进一步解决中小企业的融资难题。

主要参考文献

1. 金丹,张国亮.对发展中小企业集合债券的思考.中州学刊,2009,5
2. 李靖.集合债券:开辟中小企业融资新途径.上海证券报,2010-03-24