

# 发展中小企业集合债券融资再思考

贺琴 张媛

(长安大学经济与管理学院 西安 710064)

**【摘要】** 中小企业集合债券作为解决中小企业融资难的有效途径之一正日益受到社会各界的关注。本文针对中小企业集合债券发展中的制约因素,从把好企业遴选关、加大国家政策支持力度、加速集合债券流通、提升企业信用等级、完善担保机制、构建新的法律关系六个方面提出完善中小企业集合债券发行机制的政策建议。

**【关键词】** 集合债券 中小企业 融资

## 一、中小企业集合债券的特点

中小企业集合债券是将若干家中小企业债券以捆绑方式集合发行的债券。具体而言,它是由主承销商或当地政府机构作为牵头人,组织、协调若干家中小企业发行人,将其发行债券集合在一起、以统一冠名的方式向监管机构提出发行申请、各中小企业发行人以其融资金额分别承担债务的债券。

中小企业集合债券与一般企业债券和银行贷款相比,具有一些鲜明的特点,详见表1和表2:

**表1 中小企业集合债券与一般企业债券比较**

比较项目	中小企业集合债券	一般企业债券
发行主体	多家企业集合发行	一家企业
发行难度	对单个企业的要求相对较低,于一般企业债券	对企业的规模、盈利能力、偿债能力等要求高,因此难度大
信用要求	对单个企业要求较高	高
发行费用	分摊到单个企业相对较低	较高
融资成本	受由市场利率和企业信用评级综合影响	市场利率决定
担保主体	担保机构(现已取消银行担保)	银行

**表2 中小企业集合债券与银行贷款比较**

比较项目	中小企业集合债券	中小企业间接融资
投资主体	银行、基金等机构投资者和非机构投资者,较广泛	银行,单一
利率	受市场和企业信用等级综合影响,但低于银行贷款	具有刚性,受基准利率限定
融资难度	相对较低	较高
融资规模	由审批决定	受银行限制,相对较小
融资期限	3~5年	多为1年内短期借款
还本付息方式	到期还本付息	遵照相关规定
融资成本	相对较低	高
流通性	很高(银行间债券市场)	低

## 二、中小企业集合债券融资对中小企业发展的积极意义

中小企业集合发行企业债券是一件新生事物,也是一种创新尝试,它标志着我国债券市场取得了突破性发展。中小企业集合债券的发行有效地拓宽了中小企业的直接融资渠道,缓解了中小企业普遍存在的融资难、担保不足的矛盾,有利于中小企业通过资本市场直接融资得到快速成长。

**1. 拓宽中小企业融资渠道,优化企业资本结构。**我国中小企业受国家宏观政策调控的影响很大,银行的信贷规模一旦受到控制,企业则可能出现偿债压力、流动资金短缺的问题;资信级别稍微低的企业,其信贷额度本来就受到种种限制,因而企业总资本中股本资金就会占很大比例。中小企业集合债券的发行,拓宽了企业的资金来源,使宏观调控对企业资金的压力变小,这是因为可以根据企业自身的需要,在市场上通过中小企业集合债等债务融资工具进行融资。

近年来,中小企业集合债券、中小企业集合票据等债务融资工具的不断发展,有效地解决了中小企业一直以来依赖银行信贷进行融资时出现的风险相对集中、融资渠道单一等问题。通过中小企业集合债券进行融资,企业的融资比例得以提高,融资结构得到优化、融资灵活性大大增强、企业抵御风险的能力增强、现金流的流动稳定性得到提高。

**2. 利用债务融资的税盾效应可以取得降低税负的效果。**税盾效应,是指根据我国《企业所得税法》的规定,企业利用债务融资筹集资金的利息在符合规定的情况下可以抵扣企业的应税所得额,从而可以减少缴纳企业所得税。相比权益融资,中小企业通过债务融资的成本较低,这是因为:一方面,由于投资者投入的资金在企业的持续经营期内不需要偿还,也没有固定的利息费用支出,只需要满足投资者所要求的企业权益资本收益率相对债务融资的利率较高的愿望就行了;另一方面,债务融资的税盾效应可以取得降低税负的效果。将权益融资同债务融资进行比较,债务融资中选择发行债券,权益融资中选择发行优先股,因为优先股相对于普通股,通常是固定股利分配;而债券融资具有税盾效应,且债券融资的成本率要低于股权融资成本率,所以中小企业在筹措同等数量的资金

时,可以优先选择通过发行债券进行融资。

3. 能够提高参与企业的知名度,推动中小企业可持续发展。中小企业集合债券是指若干个中小企业各自作为债券发行主体,确定债券发行额度、采用集合债券的形式、使用统一的债券名称、形成一个总发行额度而发行的一种企业债券。这种“捆绑发债”方式的优点是:一方面,由于单个中小企业规模小、信用评级低和市场认可度不高等问题导致的融资障碍通过集合发债的方式得以突破;另一方面中小企业集合债券的发行大大简化了企业债券的审批、发行手续,提高了效率、降低了发行费用,从而提高了参与企业的信用等级,有利于获得政府的支持和投资者的青睐。

此外,中小企业集合债券等债务融资工具的产生,改变了只有大企业才能发债的局面,使得很多优质的中小企业也可以通过债券市场融资,企业的知名度得到提升。同时,商业银行基于中小企业集合发债的实力会改变看法,打消一些顾虑,减少对中小企业的偏见,重新对中小企业进行市场定位,改变信贷政策,从而提高中小企业的融资能力,缓解中小企业的融资难问题,推动中小企业持续发展。

### 三、制约中小企业集合债发展的因素分析

1. 政策限制,致使中小企业集合债券发行难。①对发行主体的高要求致使许多中小企业不能选择发行中小企业集合债券。依据《公司法》和《证券法》的规定,发行集合债券的中小企业的条件是: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,最近三年平均可分配利润足以支付公司债券1年的利息且现金流好,还有近三年没有违法和重大违规行为等。②发行债券的融资规模有严格的限制,规定“累计债券总额不超过公司净资产额的40%,不能超过整个项目所需资金的20%、技改项目所需资金的30%”。③债券核准权力过于集中,地方政府缺乏自主权。目前我国企业债券的发行核准权集中于国家发改委,当地政府和与其他与集合债券发行密切相关的部门只能执行国务院和国家发改委制定的相关政策与文件,债券发行中无法在政策层面和债券核准制上享有一定的独立自主权,各个区域经济发展的差异性也没有在债券发行上有所体现。

2. 中小企业集合债券成本高、手续繁杂。中小企业融资难一直是阻碍中小企业持续健康发展的主要原因。从本质上看,中小企业自身有一些固有的弱点:资产抵押不足、融资规模小、偿债能力弱,这些弱点使得中小企业依靠银行贷款很难获得满足,即使获得有限的贷款,不仅利率高,而且审批手续也很繁杂,办成一笔贷款很不容易。中小企业集合债券的推出为中小企业的低成本融资需求提供了可能。但由于中小企业集合债券融资在我国的发展时间不长,各方面相关保障机制、配套设施都不够完善,致使中小企业集合债券的优势不能得到充分发挥,融资成本(成本构成见表3)一直居高不下,使得中小企业集合债券很难推广,导致中小企业低成本、便利的融资需求难以满足,不利于中小企业的持续发展。

表3 中小企业融资债券的融资成本构成

成本内容	收取方	费率或金额	取费方式	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%			

注:1.债券的发行利率要视发行债券市场环境才能确定。综合考虑宏观经济形势、货币政策走向及市场资金面变化等因素,预计未来债券市场将会有所回暖,7%的预估发行利率是适宜的。

2.表中列示的审计费、评级费、律师费为联合发行人的总体费用,各发行企业按照各自发行额度占总规模的比率分摊。

3.担保费的具体确定要视统一担保人与发行人的协商结果确定。如果发行人能够提供认可度较高的反担保措施将会有利于发行人与统一担保人之间协商更低的担保费用。结合目前担保业内普遍的担保费率标准,预计担保的综合费率水平年均低于2%。

3. 风险与收益不对等成为中小企业集合债券发展的瓶颈。中小企业集合债券高风险、低收益,使得发行主体、投资者对集合债券的前景担忧。对发行主体来说,由于高额的融资成本,即使债券能够成功上市,所筹集的资金也相当有限,给各参与企业带来的收益也很低。这种高投入、低回报状况使得更多的优秀中小企业望而却步。对投资者来说,债券上市后缺乏动态的披露机制,投资者无法准确及时了解发行企业的相关信息,出于安全性考虑,投资者对中小企业集合债券的关注度降低,使得中小企业集合债券的持续发展受到阻碍。

4. 政府行政干预过多,市场的调节作用没有得到充分体现。中小企业集合债券作为证券化融资工具,具有很强的市场特性。但目前由于政府行政干预过多,尚未充分运用市场机制手段,缺乏市场化运作模式,债券发行的竞争力不强,不利于中小企业集合债券的长远发展。此外,高强度的政府信用和资金支持不仅浪费了大量财政资源,而且不能替代市场行为。因此,健全、完善、有效的市场运作模式、政府减少行政干预是中小企业集合债券成功发行和可持续发展的可靠保证。

5. 担保难依旧是制约中小企业集合债券发展的主要因素。中小企业的担保体制不健全是当前中小企业集合债券发展面临的重大难题。我国中小企业集合债券的投资主体是银行、基金等机构投资者和非机构投资者,基于风险角度考虑,这些机构投资者对集合债券的信用评级要求比较严格,一般要求信用级别在AA级以上。这对于中小企业来讲多数很难达到。高风险的集合债券即使利率再高,若没有担保机构进行担保增信,也很难发行。自银监会于2007年10月12日发布的《关于有效防范企业债担保风险的意见》中规定银行等金融机构不得为企业债券提供担保后,集合债券的担保问题再次引起人们的关注。如何寻找优质的担保机构为集合债券提供

担保,是目前中小企业集合债券能否顺利发行的关键。

6. 组织协调机制不健全致使中小企业集合债券发行难。中小企业集合债券在发行及运行过程中涉及各方利益主体众多,包括:发债企业、政府相关部门、信用评级机构、担保机构、银行、券商、会计师事务所、律师事务所等,其关系错综复杂,组织难度较大,协调机制不适应已成为制约中小企业集合债券发行的重要因素。一方面主体众多,其中任何一个主体的变动都会影响到集合债券的整体发行进程;另一方面各部门、各个利益主体之间的组织协调工作也必然会大幅度地增加相关费用支出,从而增加一定的发债成本。

#### 四、完善我国中小企业集合债券的建议措施

中小企业集合债券的发行受到了国家相关部门的高度重视,国务院在“金融 30 条”中明确提出要稳步发展中小企业集合债券,缓解中小企业融资难的问题,推动中小企业持续健康地发展。笔者认为,针对中小企业集合债券发行中存在的问题,应着力做好以下六个方面的工作:

1. 把好企业遴选关口,保证中小企业集合债券发行主体质量。遴选合适的发债企业是中小企业集合债券发行的第一步,也是相当重要的一步。遴选发债企业要把握四大关键要素:①资质方面,最好选择骨干中小企业,当然也可以选择虽处于初创期但资质好、有发展潜力的中小企业;②地域方面,必须选择发行当地的优质中小企业,以便于监管;③项目方面,具有政府扶持、地方保护和有利于环境保护、公众认可的投资项目的企业,应予重点关注,选择拥有重点项目的企业容易获得政府资金支持和投资者青睐;④行业方面,所选企业的细分行业应相对分散,细分行业的相关度应较低。

2. 放宽政策,全力支持中小企业集合债券发展。国家在政策和制度上给予大力支持,是中小企业集合债券发展的强大后盾。首先,要不断规范中小企业集合债券的发行标准和发行方式,不断加强集合债券的监督管理。其次,适当下放审核权力,扩大发行规模,缩短审批流程,并且允许各地方政府在国家相关政策指导下,颁布关于中小企业集合债券的地方法规。最后,改变中小企业集合债券国家发改委核准制,可以考虑改由国家发改委每年根据我国国民经济增长总量、中小企业发展状况、债券市场需求等核定中小企业集合债券发行规模,发布指导意见和风险指引。各省级发改委负责发债审核,工信部中小企业司负责督导各省市中小企业局,并配合当地政府部门参与中小企业集合债券企业筛选与考核工作。

3. 建立做市商制度,增强中小企业集合债券的流通性。做市商(Market Maker)是指在证券市场上,由具备一定实力和信誉的独立证券经营法人作为特许交易商,不断向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格(即双向报价),并在该价位上接受公众投资者的买卖要求,以其自有资金和证券与投资者进行证券交易,买卖双方不需等待交易对手出现,只要有做市商出面承担交易对手方即可达成交易。做市商通过这种不断买卖来维持市场的流动性,满足公众投资者的投资需求。为增强债券的流动性,可考虑利用做市商这种交易方式,向中小企业集合债券提供连续报价,来增加集合债券的流动性,进

一步完善中小企业集合债券的交易方式。

4. 实现内外部信用全面升级,营造良好的信用环境。信用升级是中小企业集合债券能否成功发行的关键要素,因此建立中小企业集合债券的信用升级机制非常重要。通常信用升级分为内部信用升级和外部信用升级。内部信用升级指的是依靠资产库自身为防范信用损失提供保证,其基本原理是,以增加抵押物或在各种交易档次间调剂风险的方式达到信用提升,主要形式是超额抵押,建立储备金和债券分档。内部升级则可以改变债券的现金流结构。由于目前中小企业资产尚不够优质、信用级别不明,需要依靠外部信用升级,即需要第三方机构来提升中小企业的信用品质,实现信用升级。在中小企业集合债券中,引入的第三方机构应主要是担保机构。因此中小企业必须选择资信高、盈利能力、偿债能力都有保障的担保机构,最好是政府重点支持的大型企业。

5. 完善担保机制,构建多层次担保新模式。完善担保机制对于发展中小企业集合债券至关重要。国务院在发展中小企业集合债券的意见中提出:“完善中小企业信用担保体系,设立包括中央、地方财政出资和企业联合组建的多层次中小企业融资担保基金和担保机构。”国务院在该“意见”中还明确提出分三个层级来建立信用担保机制:第一层级由若干家注册资本 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发债担保;对内界定各级的责任,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。第二层级由大型国有企业实行再担保,形成连带担保机制。第三层级向保险公司投保,以获得稳定的保险理赔。此外,争取地方政府的支持,动员地方政府为中小企业发行集合债券提供一定的风险补偿金。我们应按照这个“意见”来构建新的担保机制。

6. 构建新的法律关系,解决相关各方协调难的问题。中小企业集合债券的发行牵涉发债主体、承销商、担保机构、信用评级机构、会计师事务所和律师事务所等众多利益相关方,其中利益关系比较复杂,因此如何协调和解决利益各方出现的法律问题,并同时建立相关的法律机制,构建新的法律关系,这对于中小企业集合债券的持续发展非常重要。为此,应密切注意以下要点:①在发行前就规定好各方的权利和责任,坚决按制度规定办事;②发行后要相互加强监督,一旦有一方不履行义务,则其他各方可以对其进行警告,责令其改正,如若不然则采取法律强制措施。总之,债券发行相关各方需共同努力,为集合债券健康发展创造良好的法律环境。

#### 主要参考文献

1. 廖孝生. 债务融资的税盾及财务杠杆效应. 珠江经济, 2004; 11
2. 喻鑫. 发展中小企业集合债促进中小企业融资. 企业管理, 2009; 12
3. 陆岷峰, 高攀. 集合债券融资方式的普及化研究. 湖南工业职业技术学院学报, 2011; 1
4. 陆岷峰, 高攀. 对中小企业集合债券融资方式的探究. 华北金融, 2011; 2