

中小企业私募债信用风险的思考

胡志远

(中南财经政法大学会计学院 武汉 430074)

【摘要】中小企业私募债作为债券市场的新生产品,作为中小企业重要融资渠道之一,对我国债券的发展有重要意义。在私募债开闸将满两年之际,私募债违约风波引起各方关注,私募债信用风险防范与应对是亟需解决的问题。本文分析了私募债信用风险的影响因素,从中小企业自身管理、信用评级体系以及违约处理机制等方面提出建议,以期能帮助私募债市场稳步发展。

【关键词】中小企业 私募债 信用风险

2012年5月22日,沪深交易所分别发布了《上海证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》和《深圳证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》。这标志着中小企业私募债融资正式开闸,它拓宽了中小企业的融资途径,尝试解决中小企业融资难的困境。

但在中小企业私募债开闸即将两年之际,投资者们担忧的中小企业私募债信用风险问题终究还是发生了。“13中森债”违约风波是中小企业私募债违约风险的第一例。“13中森债”为徐州中森通浩新型板材有限公司2013年3月28日发行,2014年3月28日为首个付息日,应付利息为1800万元。但当天公司却出现无法兑付利息的状况。而为该笔私募债券提供全额担保的中海信达担保有限公司却声明不会为该笔债券承担代偿责任。

除了“13中森债”,另一起私募债信用风险事件已经发生。2014年3月12日“12华特斯”发行人浙江华特斯被人民法院受理破产重整。“12华特斯”为浙江华特斯公司于2012年1月发行。由于发行人破产,涉及的债权人较多,除发行私募债外浙江华特斯也在多个银行享有授信,其授信额度一度高达5.07亿元,这或许给“12华特斯”债权人的索偿带来更大的不确定性。随着“13中森债”违约风波与“12华特斯”发行人破产重整的发生,中小企业私募债信用风险引发了各方关注。

一、中小企业私募债的含义与优势

中小企业私募债是我国非上市中小企业在境内市场以非公开方式发行的债券,期限在1年(含)以上,发行利率不超过同期银行贷款基准利率的3倍,对发行人没有净资产和盈利能力的门槛要求,是完全市场化的公司债券,也被称为“中国版垃圾债”。自2012年5月22日开闸以来,作为缓解中小企业融资难和拓展中小企业融资渠道的重

要途径,私募债受到众多企业的追捧,其优势表现在以下几个方面:

1. 拓宽融资途径。中小企业私募债发行,有助于解决中小企业融资难的问题,有助于解决部分中小企业银行借款短借长用、使用期限不匹配的问题。增加中小企业直接融资渠道,有助于中小企业保持债务融资资金的稳定性。

2. 融资便捷。中小企业私募债在发行上实施“备案”制度,交易所接受材料至出具备案同意书的时间周期一般不超过10个工作日。私募债发行规模占净资产的比例没有硬性规定,筹资额度可按企业需要自行决定。在发行条款设置上,还可以设置附赎回权、附回售条款、上调票面利率选择权等期权条款,还可分期发行。

3. 资金用途灵活。沪深交易所发布的《中小企业私募债业务试点办法》没有对私募债募集资金的使用进行限制约束,资金使用的监管较为自由,发行人可根据自身业务需要合理使用募集资金。

4. 提升企业形象。中小企业私募债的合格投资者范围较广,包括银行、信托公司、保险公司、证券公司和证券资产500万以上的个人都可以投资,因而私募债发行期间的宣传与投资者交流会可以有效地提升企业的形象。

二、中小企业私募债发行现状

中小企业私募债从2012年5月22日开始试点,本文以债券发行时点为基点统计了从试点日到2014年4月26日私募债发行情况,包括发行总额、票面利率、信用评级与担保情况等,见下页表。数据来源于同花顺数据库。

1. 发行私募债期数。2012年6月8日首只私募债“12苏镀膜”(125000.SH)成功发行以后,中小企业私募债迅速发展,2012年发行数达到107期,2013年发行257期,

项目 \ 日期	2012.5.22~12.31	2013.1.1~12.31	2014.1.1~4.26	合计
发行私募债数量	107	257	60	424
发行总额	115.31	321.21	77.61	514.13
平均发行额	1.08	1.25	1.29	1.21
最大发行额	3.0	5.0	3.5	5.0
最小发行额	0.1	0.08	0.1	0.08
平均票面利率	9.08%	9.26%	9.5%	9.24%
最高利率	13.5%	14.0%	15.0%	15.0%
最低利率	5.5%	6.0%	3.68%	3.68%
担保情况	22	13	0	35
特殊条款	22	75	11	108

2014年前4个月发行60期,总计发行额为514.13亿元。可见,私募债受到了中小企业的热捧,成为中小企业重要的融资方式之一。

2. 发行金额。自沪深交易所通过私募债试点以来,中小企业发行私募债424期,融资总额达514.13亿元,平均每期融资1.2亿元,每期最高金额为5亿元,最低金额为0.08亿元。

3. 票面利率。从各年平均票面利率来看,从2012年的9.08%到2013年的9.26%,再到2014年的9.5%,呈现逐步上升的趋势;最高票面利率也是逐步上升;最高利率与最低利率的差额在2012年、2013年均是8%,但在2014年加大到11.32%,原因在于2014年私募债的利率大都处在7.995%~15%,而只有“14丰田01”(125207.SH)发行票面利率为3.68%。

4. 担保和特殊条款。私募债担保方式有抵押、质押担保和不可撤销连带责任担保等,私募债开闸当年担保占比20.56%。而2013年担保开始减少,说明中小企业想避免担保费降低融资成本,而更愿在发行中加入特殊条款。债券发行的特殊条款有利于投资者利益的保护,近三年包含特殊条款的私募债比例逐步增长,可见包含特殊条款的私募债更受投资者青睐。

三、中小企业私募债信用风险的影响因素

1. 私募债融资成本高。对于发行企业来说,尽管《试点办法》对私募债的担保和评级没有做硬性规定,但为了确保私募债的顺利发行和消除投资者对中小企业信用风险的顾虑,中小企业往往会进行信用增级。中小企业私募债券的增信措施有内部方式与外部方式。内部增信方式有资产抵押或质押、应收账款质押、认股/转股条款等特殊条款,而外部增信方式主要有第三方保证。为了信用增级,债券承销机构开始为拟发行私募债的中小企业寻找担保公司,但这些担保公司的担保费率却居高不下。私募债的票面利率一般在7%至11%之间,再加上担保费率、中介费率与发行费率,融资成本最高可能攀升至15%。可见,

较高的利率和固定的偿债义务会给企业带来巨大的财务压力。

2. 中小企业现金流管理水平。中小企业私募债违约可能是因为企业经营业绩下滑所致,也可能是企业现金流管理不到位,最终导致债券付息还本日无法及时偿付的风险。对于后者,企业并不缺乏偿债能力,而是资金的管理出现问题。所以,即使在盈利情况下,中小企业自由现金流是用于中长期投资、日常经营还是规划用于偿债,这项财务

管理工作不容忽视,实力较弱的中小企业要特别重视提高企业现金流管理水平。

3. 私募债附加担保条件或特殊条款。附加担保或特殊条款的私募债信用风险更小,如连带责任担保的第三方在发行人违约后无条件向债权人偿付本息;债券发行的特殊条款有调整票面利率条款、债券提前偿还条款、时点回售条款和时点赎回条款等,债权人可以根据发行人经营及财务状况行使权利保障自身利益。

四、中小企业私募债信用风险应对

作为私募债的发行人,中小企业违约可能面临破产的风险,而私募债违约后投资者面临无法获得利息和收回本金的风险。因此,债券市场要建立信用评级体系,企业也需加强现金流管理以预防违约的发生。据穆迪统计数据,国际上高收益债的违约率为5.04%,而作为“中国垃圾债”的私募债违约也可能发生,所以需采取措施应对信用风险的发生,以期最大程度降低投资者损失。

1. 中小企业加强自身现金流管理。中小企业发行私募债筹集资金的用途并没有受到交易所的限制,资金可以用作日常流动资金、用于项目投资或偿还贷款等。鉴于私募债票面利率一般在7%~11%之间,外加担保费率、中介费用与发行费用等,企业更愿将募集资金用于收益率高于融资成本的投资项目。

但是,一方面投资本身具有不确定性,另一方面投资一般期限较长,能否及时收回资金以偿付利息本金成为关键。所以,中小企业需要加强现金流管理,中小企业适宜采用宽松的营运资本政策。

2. 推进信用评级体系的建设。市场上对有评级机构评级的私募债更加青睐。私募债开闸一年多以来,针对中小企业私募债的信用评级较为薄弱,也没有单独的信用评级行业法规,因而推进私募债信用评级发展很有必要。一方面,在私募债发行前,评级机构根据发行人的财务状况与经营前景等进行客观公正的评级,可以使投资者对发行人进行信用风险判断;另一方面,在私募债存续期

内部控制究竟在保护谁

孙 逊

(希格玛会计师事务所(特殊普通合伙)宝鸡分所 陕西宝鸡 721013)

【摘要】内部控制是企业全体员工的共同责任,尤其是企业领导者在建立和实施内部控制中起到重要作用。本文以作者在司法会计鉴定中参与的案例为样本,解析企业领导者漠视企业内部控制对企业和个人造成的伤害,强调内部环境对内部控制的关键性作用。

【关键词】内部控制环境 规范有序 损失 全面参与

一、引言

内部控制是由企业董事会、监事会、经理层和全体员工实施的,旨在实现控制目标的过程。内部控制的目标是合理保证企业经营管理合法合规、资产安全、财务报告及相关信息真实完整,提高经营效率和效果,促进企业实现发展战略。内部控制的表现形式为企业内控制度和管控流程。企业构建和实施内部控制应当遵循全面性原则、重要性原则、制衡性原则、适应性原则、成本效益原则。内部控制由内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通和内部监督五要素组成。

内部环境是企业建立与实施内部控制的基础,一般包括治理结构、机构设置及权责分配、内部审计、人力资源政策、企业文化等。内部环境是内部控制其他四个构成要素的基础,在企业内部控制建立和实施中发挥着基础性作用。

受固有理念和思维模式影响,许多企业认为内控的实施会限制管理层权力,影响企业管理者个人魅力的发

间,评级机构根据发行人实际经营与财务状况的变化调整信用评级,使影响债券偿付的重大事项得以披露,以便投资者及时采取措施减少损失。

3. 建立私募债违约处理机制。为保护投资者利益,建立私募债违约处理机制尤为必要。首先,完善私募债违约处理的法规办法,私募债作为2012年推出的债券市场的金融产品与其他公司债存在差异,所以应推动《证券法》、《物权法》、《破产法》等法规的修改完善。其次,建立中小企业实际控制人信用体系,发生私募债违约事件后实际控制人将承担信用责任,而且,进一步约束违约后企业的投资活动以保障债权人利益。最后,建立中小企业私募债信用风险补偿机制,如偿债基金的设立是一种重要风险

和自由裁量的权度。企业领导者对内部控制的建设和实施缺乏主动性。但在企业内部控制建设过程中,企业领导者对于内部控制没有足够的认识和高度的重视,内部控制是难以有效实施的。根据作者接触到的事件,企业领导者对内部控制不重视,未营造出以身作则的企业内部控制文化,最终造成个人犯罪、企业受损的事实。内部控制究竟是在为企业和领导者制造困难还是在保驾护航?

二、关于案例A的分析

案例A:B股份公司为1992年经S省体改委批准,以原国有商场为发起人,向职工个人和部分社会公众定向募集设立的股份公司。B股份公司在发起设立时以无记名股权证的方式向自然人股东证明其持有的股份。2000年B股份公司得到证监会的核准向社会公开发发行股份,并将在证券交易所上市。按照规范股权登记的要求,其在公开发行前的股份需在中国证券登记结算有限公司集中托管登记。B股份公司发布公告,要求持有其股权证的自然人股东按内部职工股的方式到公司财务证券部注册登

补偿方式。如发行公司在债券未到期前就预先按到期利润的一定比例提取偿债基金,这样可以最大限度地减少投资者的损失。

主要参考文献

1. 王震江.中小企业私募债的风险防范.银行家,2012;10
2. 李永森.中小企业私募债的风险防控.中国金融,2012;18
3. 赵慧峰,李娇,杜文静.中小企业私募债现状及发展思路.财会月刊,2014;6
4. 王成方.浅探化解中小企业融资难问题.财会月刊,2010;2