

# 我国中小企业集合债券发展困境分析

孙长坪<sup>1</sup>(教授), 陈俊鹏<sup>2</sup>

(1.湖南商务职业技术学院, 长沙 410205; 2.湖南大学金融与统计学院, 长沙 410079)

**【摘要】**中小企业集合债券为解决我国中小企业融资难问题提供了一条新的渠道。但我国中小企业集合债券在实际运用过程中,其融资效果并不理想,出现了融资规模减小、参与企业减少、利率上升、评级降低等问题。这些问题的产生与我国中小企业集合债券现行单一的外部担保信用增级模式密切相关。我们有必要对其进行改进,以促进我国中小企业集合债券为中小企业实现融资发挥积极有效的作用。

**【关键词】**中小企业; 集合债券; 信用增级

中小企业是促进我国国民经济和社会发展的一股重要力量。但融资难问题却严重影响了我国中小企业的发展壮大。为支持中小企业发展,我国在2007年推出了中小企业集合债券,为中小企业的融资提供了一条新的渠道。然而,我国中小企业集合债券解决中小企业融资难问题的效果并不理想,为此,笔者以信用增级模式为视角,对我国中小企业集合债券发展中的问题及原因进行了分析,以期更好地促进我国中小企业集合债券的发展,化解中小企业融资难问题。

## 一、我国中小企业集合债券的发展及其信用增级现状

1. 我国中小企业集合债券的发展现状。自2007年发行首只中小企业集合债券至2014年7月止,我国已先后成功发行了14只中小企业集合债券。这14只中小企业集合债券的发展状况体现了我国中小企业集合债券的发展现状,笔者从这14只中小企业集合债券的发行规模、利率水平、参与企业数量、发行时间、债券年限、信用评级、信用增级模式等方面进行了归纳整理(见表1)。从表1可见,我国14只中小企业集合债券已经累计为106家中小企业融得资金54.87亿元。

表1 我国已发行中小企业集合债券相关信息

债券名称	规模(亿元)	利率	企业数量	发行时间	期限(年)	信用评级	定向转让	担保主体
07深中小债	10	5.07%	20	07-11	5	AAA	无	国家开发银行
07中关村债	4	6.68%	4	07-12	3	AAA	无	国家开发银行再担保有限公司
09连中小债	5.15	6.53%	8	09-05	6	AA	有	大连港集团
10武中小债	2	4.66%	5	10-04	3	A+	有	武汉信用风险管理公司
10中关村债	3.83	5.18%	13	10-08	6	AA+	有	中关村科技担保有限公司
11豫中小债	4.9	7.80%	8	11-02	6	AA	有	河南省中小企业投资担保有限公司等四家
11常州中小债	5.08	5.03%	10	11-03	3	AA+	有	常州投资集团有限公司
11蓉中小债	4.2	6.78%	8	11-04	6	AA	有	成都工业投资集团有限公司
12芜中小债	4.1	7.30%	7	12-07	6	AA	有	芜湖市建设投资有限公司
12扬集债	2.18	7.15%	5	12-08	6	AA+	有	江苏省信用再担保有限公司
12合肥中小债	1.75	7.58%	4	12-09	6	AA+	有	安徽省信用担保集团有限公司
12石开中小债	1.78	7.20%	5	12-12	6	AA+	有	中国投资担保有限公司
13云中小债	4	7.60%	6	13-04	6	AA+	有	昆明产业开发投资有限公司
14扬州中小债	1.9	8.48%	3	14-06	6	AA+	有	江苏省信用再担保有限公司
合计/平均	合计为54.87	平均为6.65%	合计为106		平均为5.29			

注:数据来源于各中小企业集合债券募集说明书;数据截至2014年7月13日。

其中“07深中小债”、“07中关村债”、“10武中小债”、“11常州中小债”4只集合债券已到期,共偿还资金21.08亿元,尚存续10只集合债券,未到期资金33.79亿元。14只集合债券平均利率为6.65%,平均年限为5.29年。

2. 我国中小企业集合债券信用增级现状。从表1可以看出,我国所有的中小企业集合债券在信用增级上都采用了寻求担保主体进行信用担保的方法,而且,除了2007年的“07深中小债”、“07中关村债”两只中小企业集合债券之外,以后发行的中小企业集合债券都在担保之外附加了相应的定向转让选择权。也就是说,我国现行的中小企业集合债券信用增级模式主要有两种:一种为不含定向转让选择权的担保模式,另一种为含有定向转让选择权的担保模式,

所谓定向转让选择权,是指投资者在债券存续期间出现约定的事由时,可以选择将债券以约定或者当时的市场价格转让给指定的主体的权利。如果指定的主体为发行方自身,则定向转让选择权还可以称作回售权。我国中小企业集合债券在发行的时候,在担保信用增级模式之外还采用定向转让选择权的制度,目的是为了进一步提高信用增级的效果,提高投资者对债券的信心,从而促进中小企业集合债券融资。

一般来说,中小企业集合债券的信用增级模式可以归纳为两类,即内部信用增级模式和外部信用增级模式。内部信用增级指的是依靠证券所代表的资产池自身结构调整等手段为防范风险损失提供保障,基本原理是增加抵押物或在标的资产池各种交易档次之间进行风险调剂,实现信用提升。外部信用增级又称第三方信用担保,是指除发行人、发起人、服务商、受托人以外的机构提供的全部或部分信用担保,借以提高债券的信用级别。

我国中小企业集合债券的信用增级,不论是否附加定向转让选择权,都是以通过外部主体担保来实现信用增级的,因此总的来说,都属于单一的外部担保信用增级模式的范畴。

## 二、我国中小企业集合债券发展中存在的问题

1. 融资规模减小。笔者将我国已经成功发行的14只中小企业集合债券的融资规模按发行时间顺序进行了排列,具体见图1。通过图1,结合表1,我们可以发现,我国中小企业集合债券的融资规模正在渐渐减小,从最开始的“07深中小债”10亿元的融资规模减少到了最近5只平均不过2.322亿元的融资规模,其中“12合肥中小债”融资规模仅1.75亿元。

随着我国中小企业在市场经济中作用的不断增强,我国中小企业的融资需求呈现出越来越大的趋势。中小企业集合债券作为解决中小企业融资难问题的一种新型途径和重要方法,其融资规模减小将会导致越来越多的中小企业难以通过集合发债的方式实现融资。

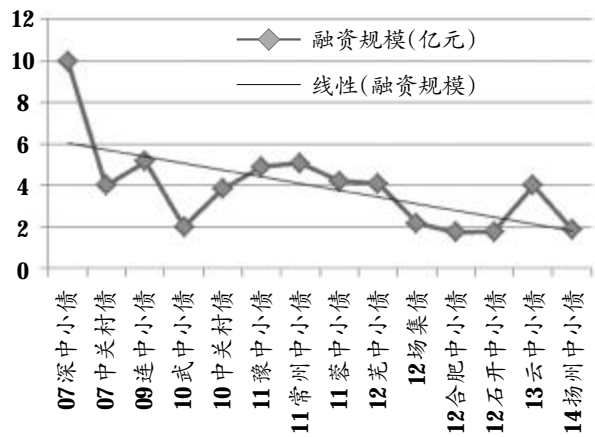


图1 中小企业集合债券融资规模变化趋势

2. 参与企业减少。为更直接地观察我国中小企业集合债券的参与企业数量的变化,笔者将我国已经成功发行的14只中小企业集合债券的参与企业数量按发行时间顺序进行了排列,具体见图2。

通过图2,结合表1,我们可以发现,我国中小企业集合债券的参与企业数量也呈现下降趋势,从最开始的“07深中小债”20家企业参与,到最近5只平均约4.6家企业参与,其中最新于2014年6月发行的“14扬州中小债”的参与企业更是少至3家。

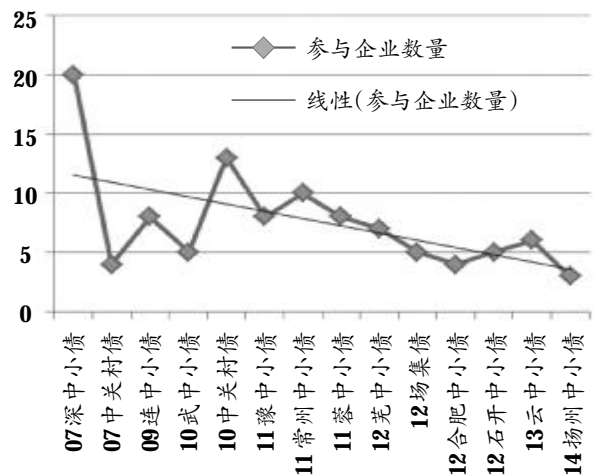


图2 中小企业集合债券参与企业数量变化趋势

2014年3月1日,修订后的《公司法》颁布实施,对于成立公司已经没有了注册资本的要求,取消了设立法人验资制度——这意味着我国中小企业的数量将迎来更迅速的增长,需要进行融资的中小企业数量也会越来越多,而中小企业集合债券的参与企业数量却呈减少趋势,这不符合我国中小企业发展对融资需求的现实。

3. 票面利率上升。为更直观地分析我国中小企业集合债券的票面利率的变化,笔者将我国已经成功发行的14只中小企业集合债券的票面利率按发行时间顺序进行了排列,具体见图3。

通过图3并结合表1,我们可以发现,我国中小企业集合债券的票面利率呈现上升的趋势,从最开始的“07深中小债”5.07%的票面利率,发展到最近5只平均约7.67%的票面利率,而且最近三年发行的中小企业集合债券,其票面利率呈稳步上涨趋势,涨幅稳定,利率绝对值都保持在7%以上,特别是最新于2014年6月发行的“14扬州中小债”,其票面利率已高达8.48%。

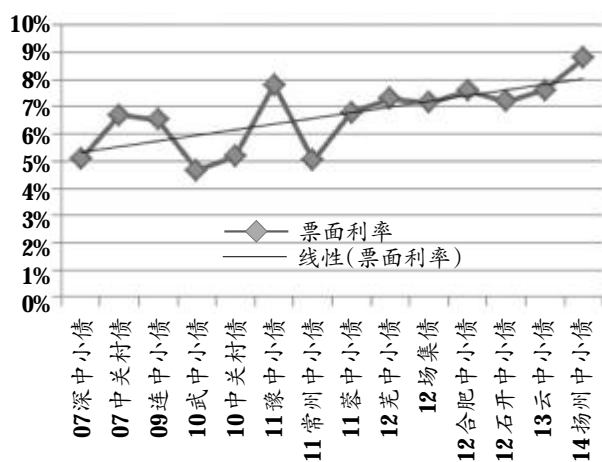


图3 中小企业集合债券票面利率变化趋势

我国中小企业集合债券的票面利率上升的趋势,不利于鼓励中小企业运用集合债券途径解决融资难的问题。利率上升无疑将加重中小企业通过中小企业集合债券方式进行融资的负担,而过重的负担将使中小企业丧失对通过集合债券实现融资的兴趣。这给运用中小企业集合债券方法解决中小企业融资难问题带来了不利的影响。

4. 信用评级降低。根据表1提供的数据我们可以发现,除了在2007年发行的“07深中小债”和“07中关村债”之外,在2007年以后发行的其余12只中小企业集合债券都再没有得的AAA的信用评级,如“10武中小债”甚至只有A+的信用评级。中小企业集合债券从第一次发行到现在有着信用评级降低的趋势。而信用评级降低将不利于中小企业集合债券吸引更多的投资者,相当一部分偏向风险回避的投资者进行投资决策的时候会对较低的信用评级产生顾虑,从而减少甚至不对中小企业集合债券进行投资,因而使得中小企业损失了许多潜在的、可以从中获取融资的投资者。这使中小企业集合债券解决中小企业融资难的作用难以得到有效发挥。

### 三、我国中小企业集合债券发展困境的原因分析

中小企业集合债券是解决中小企业融资难的一种新型方式,在国外取得了很好的效果,如韩国,从1999年开始发行中小企业集合债券至2005年,短短的6年间,已总共为598家企业融资达18 347亿韩元,折合人民币约111亿元。但我国中小企业集合债券在发展过程中却出现了融资规模减小、参与企业减少、票面利率升高和信用评级

下降等问题,从2007年到2014年7月,在将近7年的时间段内,总共只为106家企业融得资金54.78亿元,其融资效果远不如韩国中小企业集合债券。笔者认为,我国现行中小企业集合债券发展过程中存在的这些问题,与我国现行中小企业集合债券信用增级模式——外部担保模式密切相关。

#### 1. 现行担保信用增级模式的直接影响。

(1)对我国中小企业集合债券信用等级的影响。2007年银监会颁布实施了《关于有效防范企业债担保风险的意见》,明文禁止银行机构为企业债券进行担保,因此,除了2007年当年发行的“07深中小债”和“07中关村债”能获得国家开发银行的担保,使得信用评级为AAA级以外,2007年以后发行的中小企业集合债券不能寻求银行作为担保主体进行信用增级,只能寻求大型企业或有关担保企业进行担保信用增级,导致信用评级再也没有上过AAA级。这从一定角度说明了在我国中小企业集合债券现行的担保信用增级模式下,集合债券信用评级过度依赖于担保主体的信用,一旦担保主体出现情况变化,则集合债券的信用评级会因此而受到影响。而信用评级下降会使得相当一部分风险回避型的投资者对中小企业集合债券避而远之,从而减少了中小企业融资的潜在机会。可见,现行外部担保模式无法有效提振我国中小企业集合债券信用增级。

(2)对我国中小企业集合债券票面利率的影响。债券的利率反映着投资者向发债主体出借资金所需要的在机会成本、流动性和信用风险等方面的补偿。①机会成本意味着投资者投资中小企业集合债券所需要放弃的将资金投入其他方面可能得到的利润,可投资的方向越多,则要求的利率越高。②流动性则是指资产以合理的价格顺利变现的能力,对债券来说,期限越长,流动性越差,则需要进行补偿的利率也越高。③信用风险则是发债主体不能按时按量向投资者偿还资金的风险,信用风险外在的衡量主要依靠信用评级,信用风险越高,则相应地对投资者冒该风险进行投资需要进行的补偿越高。信用风险对债券利率的确定具有很重要的作用。

我国中小企业集合债券的信用在现行担保信用增级模式下主要依靠外部担保主体的信用。由于《关于有效防范企业债担保风险的意见》的颁布,银行这类高信用的机构无法再作为担保主体为中小企业集合债券进行信用增级,中小企业只得退而求其次,以信用评级不如银行类金融机构的大企业、担保公司等作为担保主体,从而导致了中小企业集合债券信用风险的上升,因此,中小企业集合债券要融到相应的资金不得不提高自身的利率以吸引投资者,并对投资者冒更高的风险进行中小企业集合债券投资进行风险补偿。可见,现行外部担保信用增级模式对我国中小企业集合债券利率上升产生了重要的影响。

(3)对我国中小企业集合债券参与企业数量和融资规模的影响。如前所述,中小企业集合债券只能寻求大型企业或相关担保企业作为担保主体,这使得中小企业集合债券的信用评级下降,从而导致利率上升,融资成本增加,而许多企业不能或不愿接受高企的融资成本;同时,由于我国现在的中小企业集合债券全部是按地域划分组建发行的,在同一个地区难以找到足够多的符合债券发行要求并且能够且愿意接受较高的融资成本的中小企业。这些导致了我国中小企业集合债券参与企业呈现减少趋势。

而集合债券的参与企业数量与融资规模有正相关的关系。中小企业由于自身资本规模较小不能独立上市发行债券融资,而必须通过集合发债的形式在债券市场上融资。因此,如果中小企业集合债券的参与企业较少,则其融资规模必然也会相应减少;反推亦然:融资规模小,则说明中小企业集合债券的参与企业较少。在现行外部担保信用增级模式下,我国中小企业集合债券的参与企业数量和融资规模难以有效提高。

2. 现行担保信用增级模式的间接影响。我国中小企业集合债券票面利率上升、参与企业减少和融资规模减小等问题的产生还受到了从现行担保信用增级模式所引发出来的道德风险和逆向选择的影响。

我国中小企业集合债券现行信用增级模式采用的是外部担保模式,在这种外部担保信用增级模式下,对于集合债券发行方的监管与控制相对来说是不足的:一方面由于成本过高,担保主体不可能时时刻刻监视着发行方的行为,另一方面由于监管主要来自于外部的担保主体,发行方仍可以对自身的风险进行隐瞒,担保主体与发行方处在信息不对称的情况中。因此,对于担保主体以及更加不够了解中小企业集合债券发行方信息的投资者来说,中小企业集合债券存在着发行方滥用投资者资金的道德风险,而这种道德风险一方面会导致担保主体产生顾虑,不敢也不愿为中小企业集合债券进行担保,另一方面则会导致投资者对中小企业集合债券产生道德风险补偿的要求。

由于投资者对于发行方不够了解或了解成本过高,以及发行方故意隐瞒信息等因素导致信息不对称,投资者对于中小企业集合债券的发行方将笼统地要求一个平均水平的道德风险补偿,这反映在债券上则是集合债券利率的上升。而由于是平均水平的道德风险补偿要求,对于那些道德风险较低的发债主体来说,这种道德风险补偿要求就会显得较高以至于不能或不愿意承受,而对于那些道德风险较高的发债主体来说,这种道德风险补偿的要求则比较低,能够承受,从而将导致道德风险高的发债主体将道德风险较低的发债主体从中小企业集合债券市场上驱逐出去,进而导致了中小企业集合债券参与企

业和融资规模的减少。

#### 四、结语

中小企业集合债券是解决我国中小企业融资难问题的一条新途径。然而,通过上述分析可见,我国的中小企业集合债券在发展过程中出现了规模减小、利率上升、参与企业减少以及信用评级降低等问题,这使得我国中小企业集合债券发展处于困境。

这一点从我国中小企业集合债券发行数量的变化可见一斑,分析表1可以发现,我国中小企业集合债券发行数量经历了由少到多后急剧减少的变化。我国中小企业集合债券的发行只数于2012年达到高峰,全年共发行了4只,但在此之后急剧减少,2013年全年才发行了1只,而2014年上半年只发行了1只。而且2013年和2014年上半年的这两只中小企业集合债券参与企业数量较少,分别只有6个和3个,均未达到2007年以后发行的中小企业集合债券参与企业数量的平均值6.83。发行数量减少和参与企业减少,都表明了我国中小企业集合债券对解决中小企业融资难问题的作用越来越小。

我国中小企业集合债券发展处于困境的主要原因是现行单一的外部担保信用增级模式。有学者也认为我国中小企业集合债券发行难的主要原因在于信用增级模式存在缺陷。现行信用增级模式不利于促进我国中小企业集合债券融资方式的发展。因此,我国有必要对中小企业集合债券现行信用增级模式进行改进。

从国内外相关研究与实践来看,中小企业集合债券信用增级模式,除了担保之外,还有诸如现金抵押账户、利差账户、超额抵押、优先/次级结构、信用违约互换等手段。我国可以借鉴国外成功经验,结合国内实际,采用内部信用增级与外部信用增级相结合的办法,综合运用各种信用增级手段,改进我国中小企业集合债券信用增级模式,从而促进我国中小企业集合债券为中小企业实现融资发挥积极有效的作用。

#### 主要参考文献

陈小梅.中小企业集合债券信用增级机制研究[J].金融与经济,2010(9).

邹炜,邹晓云.韩国企业集合债券信用增级模式及其借鉴[J].上海金融学院学报,2011(2).

王莹.集合债券发行难问题的再思考[J].国际商务研究,2011(1).

冯丽娜.中小企业融资新渠道:集合债券[J].财会通讯,2014(2).

赵慧峰等.中小企业私募债现状及发展思路[J].财会月刊,2014(3).

【基金项目】湖南省科技计划软科学研究重点项目“湖南科技型中小微企业发展环境优化对策研究”(项目编号为:2013ZK2034)