

# 集合发债： 我国中小企业融资的有效模式

■ 刘肖原 车莉娜

目前我国中小企业资金供应失衡，中小企业融资98%依赖银行贷款等间接融资渠道，直接融资比例不到2%。而银行贷款通常主要提供流动资金以及固定资产更新资金，很少提供长期信贷，难以满足我国中小企业的融资需求。集合发债模式的引入，有效地拓宽了中小企业直接融资的渠道，缓解了中小企业普遍存在的融资难、担保不足的矛盾，有利于中小企业利用资本市场快速成长、做大做强。

## 一、我国集合发债模式的发展现状

集合发债，即所谓的“捆绑发债”，是指通过政府部门的组织安排，集

合一部分优质中小企业联合向社会发行债券，以取得长期的发展资金。

集合发债是一种在现有政策背景下的融资创新。因为根据我国现行的企业发债标准，发行债券的企业净资产必须高于6 000万元人民币，这使得众多的中小企业失去了发债资格。而在政策允许、监管部门认可的范围内，采取召集多家中小企业打包集体发债的方式，可以突破规模限制，实现中小企业的债券融资。

开创国内集合发债先河的是2003年中国高新技术产业开发区债券(简称“03高新债”)，由国内不同高新区的12家企业采用“统一冠名、分别负债、分别担保、捆绑发行”的方式发行。该债券于当年7月24日发行，发行总额为

8亿元，期限3年，票面年利率3.52%，已顺利于2006年7月27日完成到期一次还本付息的兑付工作。

2007年11月21日，深圳首单中小企业集合债券(简称“07深中小债”)正式发行，20家中小企业集合发行企业债券10.3亿元。本期债券期限为5年，票面年利率为5.70%。国家开发银行担任主承销商并提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。民营担保企业中科智、深圳市高新技术投资担保有限公司，以及深圳市政府下属的中小企业信用担保中心为债券提供再担保。参与发债的20家中小企业中，远望谷和三鑫股份是中小板上市公司，分别发行4 500万元和5 000万元债券；宝德科技是香港创业板上市公司，发行

理层与股东之间的代理关系，也要考虑控股股东与中小股东之间的代理关系；不仅要协调单个成员企业内部各部门之间的利益，还要协调不同成员企业之间的利益及集团整体的利益。同时，企业内部的治理很难得到有效的外部监督，因此只能依赖企业内部制度的完善性和执行力度来实现有效监督。在治理机制的设计上，应建立对中小股东利益补偿责任制度，进一步完善外部独立董事制度。

3. 强化企业集团外部监管。企业

集团内部资本市场普遍存在多层次控股关系，不公平的或者是过度的交易会引发公司治理问题，并可能积累金融风险，这些行为都需要外部法律来约束。一方面要加强信息披露的立法要求，要求多元化的企业或企业集团详细、充分地披露关联交易信息、企业终极控制人信息、各分部财务状况及经营成果，建立准确及时的信息传导机制，同时加强对重要信息的审计与监督，确保内部资本市场信息披露的真实性；另一方面要约束内部资本市场

中的内部交易行为，加强对资金转移和占用、担保行为等的约束，保证其公平性。在当前母子公司关联交易频繁发生的情况下，有必要提高立法层级，由证监会对关联方大股东的表决行为做出禁止性的规定，以形成合理的市场秩序。此外，也可以通过强化中介机构作用的方式对这些交易行为进行监督，比如可以引进香港的独立财务顾问制度等。

(作者单位：中国人民大学商学院)

责任编辑 刘莹

7 000万元债券。经联合资信评估有限公司综合评定,债券的信用等级为AAA,而各家企业的主体信用等级则从A+到BBB-不等。

2007年12月25日,中关村高新技术企业集合债券(简称“07中关村债”)正式发行,4家中小企业集合发债3.05亿元,期限为3年,票面年利率为6.68%,每半年付息一次。此债券由神州数码、北京和利时系统工程公司、北京北斗星通导航技术公司和有研亿金新材料公司组成的集合为发债主体,北京中关村科技担保公司担保,国家开发银行提供再担保,信用评级为AAA。其中,3 000万元通过深交所网上发行系统向广大投资者公开发售,首日即告售罄,显示了投资者的高度认同。

## 二、我国集合发债的优势分析

从政府层面来看,集合发债是一种服务于中小企业的有益探索。从投资者角度来说,债券合约比股权合约节省监督成本。因为债券合约是一种规定借款人必须定期支付固定金额的契约性合约,不需要经常监督公司,投资债券的风险小于股票投资。从融资的中小企业来看,集合债券具有审批周期短、发行手续简单、发行方式灵活、发行市场容量大、效率高、融资成本低、不会稀释股权等特征。选择此种融资方式,可以巧借债券解决企业融资瓶颈。

从“07深中小债”和“07中关村债”这两只集合债券的发行来看,其发行主体涉及领域广,信用等级较以往单个中小企业发债有较大提升,以及偿债有诸多保障措施等都降低了债券的风险,使集合发债这一模式更为可行。

### 1. 有效的政策支持

2005年2月25日,国务院发布《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》后,国家发改

委即力推中小企业集合发债。为进一步推进中小企业信用担保体系建设,2006年年底国家发改委等五部门出台了《关于加强中小企业信用担保体系建设的意见》,从资金、税收、保费、抵质押登记、信息共享、银行与担保机构合作等方面加大政策支持力度。

2007年年初的全国金融工作会议定下了“建立多层次的资本市场体系,在稳步发展股票市场的同时,加快发展债券市场”的主调。之后,国家进一步开放企业债券市场,帮助企业拓展融资渠道,形成短期融资券、企业债券并举的局面。2007年3月,国家发改委下发《关于企业债券发行规模及发行核准有关问题的通知》,下达了95家发债主体的992亿元企业债券发行规模,这成为监管部门批准企业债发行的最大一批额度。在2007年首批获批发行额度中,除了以往的以单家企业作为发行主体的债券外,还正式批准了深圳和北京中小企业发行集合债券。

2008年1月4日,国家发改委下发了《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》,将企业债券发行核准程序由原来的先核定规模后核准发行两个环节,简化为直接核准发行一个环节,“合适一家发一家”,规模上没有上限。同年1月31日,《深圳市中小企业集合债券组织发行实施细则》正式对外公布,内容包括规定了可以集合发债的中小企业条件、发债组织工作流程等。深圳的做法对其他城市和地区中小企业发行集合债券起到了良好的示范作用。

### 2. 多行业参与“打包”

从发行主体的情况看,集合发债的发行主体涉及多个领域,诸多行业参与“打包”,扩大了集合发债的适用范围。

“07深中小债”的20家发行人主要涉及无线通讯设备、数字产品、教育、计算机软件系统、化工等多个行业,均在细分行业内具有较强竞争力,近3年

平均销售收入、净利润分别为3.2亿元和0.25亿元,平均增长率最高达到46%,平均净资产规模近1.8亿元,都具有良好的持续经营能力和发展潜力,其募集资金投向包括TFT设备产品、节能玻璃、射频识别产品、锂电池、新材料、电子终端消费品、教育产业、产业园发展等项目,各自的融资规模相差不大,风险相对比较分散。

“07中关村债”的4家发行人则属于在中关村科技园区具有较高创新水平的企业,在自动控制产品、卫星导航定位应用、IT服务业务、稀有金属和贵金属材料领域具有领军地位,并且国际化发展趋势较为明显,拥有高度开放性。

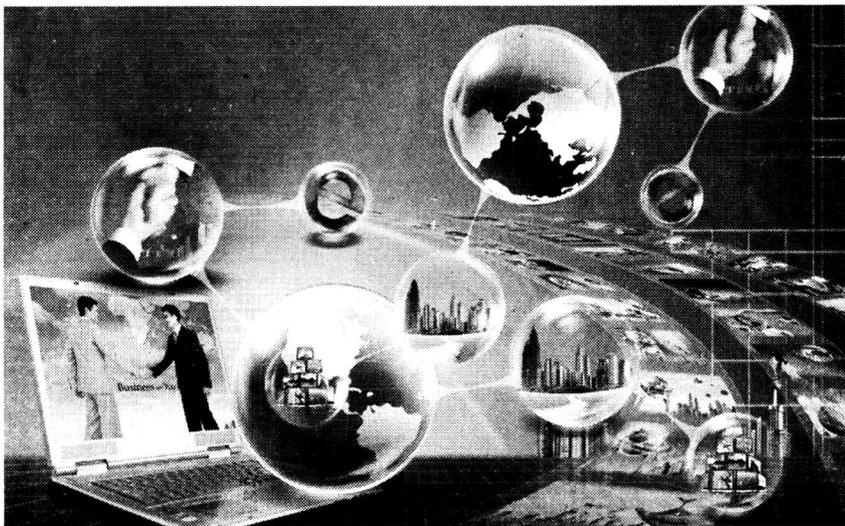
### 3. 强有力担保提升信用等级

对于中小企业债券来说,担保及其信用等级尤为重要。目前集合发债在相关政府部门的大力协调下,通过建立起强有力的担保,债券的信用等级得以大大提升。

“07中关村债”、“07深中小债”都创新性地采取了两级信用保证架构,“07中关村债”的牵头人担任了该期集合债券的担保人,并由国家开发银行提供再担保;“07深中小债”的担保人则由主承销商国家开发银行担任,由若干专业担保机构分别就相应的发行人向国开行联合提供再担保。这使得联合资信评估有限公司对两只集合债券均给予了AAA信用评级,减少了债券的偿还风险。

### 4. 多种措施保障偿债

中小企业发债的最大风险,是发行人作为中小民营企业,其未来发展方向、经营决策、组织结构等存在一定的不确定性,风险转移能力相对较弱,进而导致偿债的不确定性。集合发债一般都在发行文件中规定相应的偿债保障措施,当出现不能按时支付利息、到期不能兑付以及发生其他违约情况时,将由担保人履行清偿责任,因此往往



能给投资人带来更大的信心。

“07深中小债”、“07中关村债”的主要保障措施是设立偿债专户，提取偿债基金，确保集合债券的按时还本付息。除此以外，发行人还继续优化资产结构，拓宽筹资渠道，加强投资管理，以缓解偿债压力。“07中关村债”的发行人同意通过以下四种方式来保障债券的偿还：一是以现有的盈利能力所产生的现金流入偿还本期债券本息；二是通过银行贷款及控股股东借款偿还债券本息；三是通过处置存货偿还债券本息；四是通过出售固定资产偿还债券本息。

### 三、我国进一步发展集合发债模式的对策

“07深中小债”、“07中关村债”两只债券的发行成功无疑为中小企业集合发债起到了示范作用。但当前我国中小企业集合发债仍面临着诸多困难。一是信用评级缺失。信用评级缺失是中小企业发债面临的首要问题。有关资料显示，目前我国只有不到一半的中小企业取得了来自银行和信用评级机构的信用评级。不能做出准确的信用评级，将给债券发行和交易带来极大的风险。二是发债门槛仍较高。如目前深圳、中关村对进入集合发债的企业

选择标准是：高新技术或科技企业，首选拥有自主知识产权企业；企业净资产规模在6000万元以上；企业负债率低于70%；企业具有较好的成长性，且连续三年实现盈利；纯贸易企业不作为发债推荐企业；企业财务管理规范，并已进行财务审计；近3年没有重大违法行为。三是实际推进过程中的设计难题。集合发债作为一种中小企业融资方式的创新，其在实际推进过程中也有很多设计难题，如具体标准的界定、审核的程序、发行的规模等均有待相关部门着力解决。为进一步推进我国集合发债的发展，笔者认为应做好以下几方面的工作：

#### 1. 政府应加强组织协调

以“07深中小债”为例，为了解决这一问题，深圳市政府有关部门组织中介机构做了大量协调工作，最终促成20家发债企业无需全额抵押就获得了外部机构的全额担保，从而提高了债券的信用等级。由此可见，政府协调在中小企业集合债券发行中起着重要作用。此外，集合发债要求每家发行人的需求和工作进度协调统一，如果只依靠承销商面对每一家发行人，发行工作量将是普通企业债券发行工作量的十多倍。尤其在一些敏感问题，例如额度的分配、利率的确定、发行期限等方面，要使资质完全不同的多家发行人达到

一致，这些协调工作对于承销商来说几乎是无法完成的，只能依靠政府部门行政职能的支持。

#### 2. 必须加强中小企业信用体系建设

解决小企业融资难的根本途径是营造社会信用环境、提升企业的信用意识和信用能力。当前的主要任务是要推进建立以中小企业为主要对象，以信用记录、信用征集、信用调查、信用评级、信用发布为主要内容的中小企业信用制度，构建企业守信褒扬、失信惩戒机制。要将营造信用环境、推进企业信用制度与提升企业的融资能力相结合，使企业的信用等级真正成为其获取融资的重要依据，提高企业对信用的现实需求。通过推进中小企业信用体系建设，逐步形成企业守信、政府征信、专业评信、机构授信和社会重信的新局面。

#### 3. 中小企业应着力提高综合素质和信用水平

提升综合素质和信用水平是提高融资能力的根本措施。中小企业应深化改革，进一步完善体制机制，优化管理方式，建立适合自身特点的科学的治理结构；建立健全管理制度，夯实管理基础，推进管理创新；建立规范透明、真实反映企业状况的财务制度，加强财务管理，定期向利益相关者提供全面准确的财务信息，减少信息不对称；加强信用制度建设，切实提高信用意识和信用水平。

#### 4. 必须完善中小企业集合发债的法规政策体系

应抓紧制定出台与中小企业集合发债相配套的发行办法、施行细则等法规，进一步完善符合我国国情的中小企业发债的资格条件，使具体标准的界定、审核的程序、发行的规模等实际问题更加清晰化，为更多中小企业集合发债创造条件。

(作者单位：北京工商大学经济学院)

责任编辑 周愈博