

中小企业私募债现状及发展思路

赵慧峰(博士生导师) 李 娇 杜文静

(河北农业大学商学院 河北保定 071000)

【摘要】中小企业私募债是当前中小企业融资的新手段,但在其发展过程中也存在一些问题。本文分析了私募债发行的现状及存在的问题,并提出了相应的对策建议,以期为解决中小企业融资难题提供参考。

【关键词】中小企业 私募债 融资 政府

中小企业私募债是我国中小微企业在境内市场以非公开方式发行的,发行利率不超过同期银行贷款基准利率的3倍,期限在1年(含)以上,对发行人没有净资产和盈利能力的门槛要求,完全市场化的公司债券。2012年,证监会提出“中小企业私募债”概念,其作为一种新的金融产品,首先在上海北京等六个省市进行试点。同年6月8日,苏州华东镀膜玻璃有限公司由东吴证券承销,成为第一支私募债券市场发行成功的案例。据统计,截至2012年12月31日,上海证券交易所和深圳证券交易所共

有102只中小企业私募债完成发行,共有112.58亿元的私募债券存量。

一、中小企业私募债发行现状

笔者根据Wind资讯与中小企业私募债网提供的数据整理得出表1,由此分析私募债的特点。

1. 发行规模。截至2012年12月,中小企业私募债共发行102只,私募债券总额为112.58亿元,仅占债券市场托管总额的0.04%。截至2013年6月中小企业私募债的发行量虽有上涨趋势,共发行119只,发行总量为155.68亿

四、结论

综上所述,2003~2012年五大国有银行的高利润增长趋势除了国有商业银行体制改革及成功上市所形成的良好的公司治理机制因素对国有银行盈利性的正面影响,主要得益于宏观经济增长、有利的垄断地位、地方融资平台形成的生息资产的扩大和高额的净利差。这说明五大国有银行的收入结构存在不合理问题,对其后的发展带来了潜在危机,具体表现在以下两个方面:

第一,净利润增速逐步下滑。根据上市银行2013年一季度业绩报告数据,沪深两市2469家上市公司2013年一季度实现净利润5819.78亿元,同比增长11.01%,其中,上市银行净利润占上市公司比重仍居高位,16家上市银行净利润占比52.7%,但净利润增速比上年同期下滑明显,相比上年同期下滑7.1个百分点,其中五大国有银行中的中行和农行净利润增速分别下滑至8.2%和8.26%。

第二,不良贷款拨备覆盖率开始下降。2013年,不良贷款率开始出现攀升势头,与此同时,如表4所示,五大国有银行拨备覆盖率开始出现普遍下降端倪,这在一定程度上支撑了银行业净利润的增长。据2013年一季度业绩数据,16家上市银行中有11家银行的一季度拨备覆盖率出现下降,6家银行的下降幅度达到两位数,中信银行、

兴业银行和光大银行的拨备覆盖率分别下降44.95个百分点、36.41个百分点和34.18个百分点。

总之,银行业保持十年的高盈利能力开始受到冲击,未来银行业若要继续保持高额的增长速度,不仅要改变自身的盈利模式,而且要以多元化的盈利模式所形成的多元化服务,成为实体经济发展的有效助力,否则,银行业的高额盈利不过是无本之源,昙花一现。

主要参考文献

1. 魏海滨.国内上市银行2010年上半年利润增长原因分析——兼论银行利润高速增长和“负利率”背景下的央行利率政策选择.金融发展评论,2010;10
2. 闫天兵,沈丽.基于因子分析法的中外商业银行盈利能力比较研究.金融发展研究,2009;4
3. 张伟.中国国有商业银行盈利能力分析.科技经济市场,2010;4
4. 徐忠,沈艳,王小康,沈明高.市场结构与我国银行业绩效:假说与检验.经济研究,2009;10
5. 陈凯.经济发展与国有商业银行利润效率.上海经济研究,2011;10
6. 齐树天.商业银行绩效、效率与市场结构——基于中国1994~2005年的面板数据.国际金融研究,2008;3

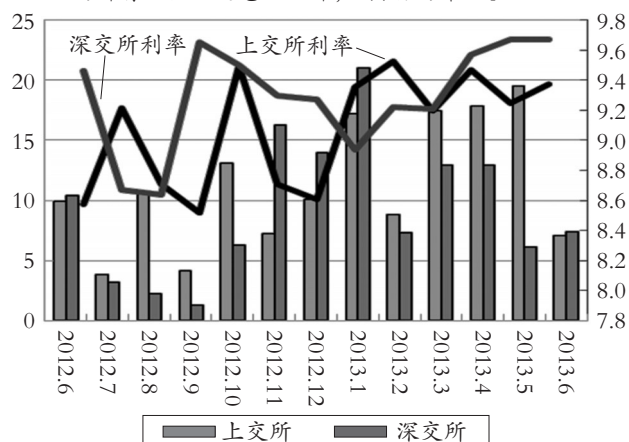
元,但仍比预计的缓慢。发行规模最小的为北京九恒星科技股份有限公司的1平共处000万元,最大的为镇江市风景旅游发展有限责任公司的5亿元。发行期限均为1~3年,这在一定程度上降低了企业的违约风险。

2. 发行利率。从表1中可以看出私募债发行平均利率在8%~10%之间,未超过规定的银行借款利率的三倍的要求。其中2013年以来,发行票面利率最高为山东博瑞格生物资源制品有限公司的12%,最低利率为佛山市富士宝电器科技股份有限公司的7.5%。

表1 2012年6月~2013年6月私募债发行状况

时间	发行数量(家)		发行总额(亿元)		平均利率(%)		担保数量(家)		评级数(家)	
	上交所	深交所	上交所	深交所	上交所	深交所	上交所	深交所	上交所	深交所
2012.6	11	10	9.95	10.40	8.58	9.46	7	7	3	4
2012.7	5	3	3.80	3.20	9.22	8.67	1	2	0	1
2012.8	9	2	10.60	2.20	8.71	8.64	4	1	1	0
2012.9	4	2	4.10	1.30	8.52	9.65	3	1	4	0
2012.10	9	4	13.10	6.30	9.50	9.50	2	1	2	0
2012.11	10	12	7.23	16.30	8.71	9.30	5	2	1	0
2012.12	9	12	10.10	14.00	8.61	9.27	4	2	3	0
2012小计	57	45	58.88	53.70			26	16	14	5
2013.1	13	20	17.20	21.02	9.36	8.94	8	1	3	1
2013.2	7	5	8.80	7.30	9.53	9.22	5	1	2	2
2013.3	14	9	17.50	12.96	9.20	9.21	14	1	6	3
2013.4	11	11	17.86	12.97	9.47	9.57	10	2	3	4
2013.5	11	6	19.50	6.10	9.25	9.67	11	2	5	5
2013.6	5	7	7.07	7.40	9.38	9.67	4	1	1	1
2013小计	61	58	87.93	67.75			52	8	20	16
合计	118	103	146.81	121.45			78	24	34	21

注:所有数据按起息日统计,以月份为单位。



中小企业私募债12年6月~13年6月利率和发行总量

3. 增信措施。中小企业私募债的发行未对评级与担保做出硬性要求,据表中的不完全统计,上海证券交易所共有78家企业采用了担保增信措施,深圳证券交易所共有24家企业采取了担保增信措施。担保形式主要有第三方担保、抵押担保、母公司担保等单一的外部担保措施。

从中可以看出,上交所的发行难度较高于深交所。

4. 行业范围。截至2013年6月,发行成功的企业涵盖了电子商务、纺织服装、农业、生物医药业、化工业、建筑业、餐饮业、文化传媒业、建筑业、批发零售业、物流业等多个行业,其中包括一些高新技术企业。在试点期间,发行成功的企业大部分为发达地区的龙头企业。

5. 转让情况。发行成功的私募债产品可在证券交易所的固定收益证券综合电子平台挂牌交易,虽然发行认购状态良好,但交易较为冷淡。

二、中小企业私募债发行存在的问题

从左下图中可以看出,一年来中小企业私募债发行的平均利率维持在9.5%左右,发行总量按月统计在2012年7月份与2012年9月份出现低谷,进入2013年后发行量虽有所上涨,但2月份与6月份发行总量只有16亿。其中,有一半企业有担保,1/4的企业进行了信用评级(参考表1)。从这一年来发展历程来看,中小企业私募债存在诸多问题:

1. 发行成本与投资者收益不匹配。由表1中得私募债发行利率基本维持在10%以下,造成票面利率较低的原因主要是中小企业私募债目前处在试点阶段,发行主体大多为资质较好的企业,从而大大降低了违约风险。而私募债发行的票面利率加上发行期间的券商、会计师、律师、评级、担保等费用后综合成本达到12%~14%。这对于许多企业,尤其毛利率较低的农业企业而言都是一笔不小的开支。而10%以下的票面利率不足以吸引投资者持有,投资者

一般为合格的投资机构如银行、保险等保守投资者,中小企业发展的不确定性使债券的风险增高,投资者往往转向投资具有可控风险的信托基金等。

2. 行业分配不均,政府及监管层引导力度不足。中小企业私募债主要为“三农”企业,高科技企业以及具有自主创新能力的企业解决融资难问题而产生的非公开发行的债券。截至2013年6月30日,发行企业所属行业比例如表2所示。

表2 私募债发行行业比例

行业名称	占比(%)	行业名称	占比(%)
扶持产业及其他高科技企业	40	批发业	4
		信息传输业	3
生物医药	18	文化传媒	2
电子商务	14	建筑业	2
纺织服装	5	化工	1
农林牧渔	4	冶金	1
物流业	4	餐饮	1

“三农”企业所占比例很小的原因是:10%左右的票息对于毛利率在10%~20%之间的农业企业而言成本过高,再者一些“三农”企业得到国家扶持,无息贷款或者股票融资,对私募债需求量不足;最后,政府的引导作用不足,农业企业容易受到季节性影响,信息的不对称性导致券商与投资者兴趣不足。而高科技企业有国家扶持,所以资金需求量大,行业的高毛利导致私募债产品很畅销。

3. 增信措施不足,法律法规不完善。一部分发行成功的企业都进行了外部评级与担保措施,单一的外部信用增级措施成本高,步骤繁琐导致发行效率慢,因此应当加快内部信用增级措施利用,降低发行成本。另一方面,两大交易所提供私募债发行的备案工作以及非公开转让的业务,但其不承担披露发行人风险的责任。而且关于中小企业私募债的定价方法、风险度量、信息披露等监管体系并不完善,难以保障债券的规范和安全。

三、我国私募债未来发展的几点建议

1. 政府方面。一方面,政府应当降低信息不对称性的影响,帮助建立企业与券商等中介机构、与投资者之间的透明化交流,帮助券商遴选优质目标,降低债券的风险。同时可以引导券商、投资者转向发展较慢的农业企业,使私募债惠及行业比例平衡。另一方面,政府可以依照自身财力购买一定的债券产品,将收到的利息补贴给企业,可以避免未按时付息情况等违约事件的发生。

2. 引入Z-score模型,初步度量企业违约风险。从国内外研究可以看出,债券风险度量模型一般有SKMV模型、Credit risk模型、Var模型、期权定价方法等,但都主要适用于成熟金融市场上市交易有变动股价的公司,而不适用于我国的非公开发行交易的中小企业债券风险评估。我国中小企业债券的发展情况比较适合Z-score模型。

令 $Z=0.012X_1+0.014X_2+0.033X_3+0.006X_4+0.999X_5$,具体临界期间见表3:

指标值区间	状况分析
$2.99 < Z$	公司财务较安全
$1.8 \leq Z < 2.99$	违约中性 成为未知区域或灰色区域(此时需要深入调研该公司多方面情况才能判定其信用风险具体情况)
$Z < 1.8$	破产概率比较大

变量	定义
X_1 =流动资本/总资产	反映公司经营流动性和短期偿债能力
X_2 =留存收益/总资产	企业积累的利润
X_3 =息税前利润/总资产	衡量企业的获利能力
X_4 =权益总和/总负债	反映企业基本财务结构是否稳定
X_5 =销售额/总资产	衡量企业产生销售额的能力

尽管Z-score模型的权数是变化的,也并未将宏观因素和行业因素的影响考虑进去,但仍可以成为投资者的投资依据,并对企业有财务预警的作用,企业可适时改善企业的财务结构,防止破产的发生。

3. 内部信用增级措施。通过分层设计和杠杆原理提高债券收益,借鉴分级基金的经验,将债券分为优先级和高收益级,优先级先于高收益级获得本息偿付;或者利用债转股的方式,使投资者参与到企业的经营中;或者开发使用浮动利率的债券产品,根据企业经营状况调整债券利率;或者将企业持有的上市公司或者有投资价值的股权作为私募债的交换的股权,以提高债转股的价值,吸引更多投资者的参与。

4. 监管层面。可以借鉴韩国政府的集合债券融资模式,出台的相关法律法规进行国家立法,出台相关优惠政策等支持并规范中小企业私募债融资,同时加强信息披露力度以及自我监督意识。

四、结束语

中小企业私募债是一种新型的直接融资方式,有其存在的合理性,它在一定程度上扩大了中小企业的稳定资金来源,也为投资者提供了获利的机会。由于其审批快,到账迅速以及融资成本低的特点为资本市场所青睐,但随着付息期的临近也显示出了一系列问题,比如政府引导力度不够,相关制度不完善等。中小企业私募债在我国资本市场的适用性也引发广泛的思考,对于如何降低成本,开拓风险分散产品,增信措施的创新以及政府支持方式都是需要深入研究的问题。本文对中小企业私募债市场进行了初步探索,对缓解中小企业的融资难问题有一定参考价值。

【注】本文系2013年河北省社会发展研究课题民生调研专项“保定市恒业食用菌农民专业合作社开展资金互助情况调研”(编号:201301015)的阶段性研究成果。

主要参考文献

- 徐秀渠. Altman's Z-Score模型在企业风险管理中的应用研究. 经济经纬, 2010; 4
- 邓少先. 基于Z-score模型的企业定量财务预警体系构建研究. 经济管理论坛, 2005; 17
- 曹萍. 美国高收益债券风险特征与投资者保护机制探讨. 债券市场导报, 2013; 2
- 高涛. 我国中小企业私募债券发行与监管模式的再反思. 金融发展研究, 2012
- 张帅, 杨小玄. 中小企业私募债券信用增级措施的现状与创新. 当代经济, 2013; 4
- 王成方. 浅探化解中小企业融资难问题. 财会月刊, 2010; 2