

搞好“基建”推动中小企业直接融资

联合资信评估有限公司 李振宇 聂 逆

长期以来,我国中小企业始终面临着融资难、融资贵的问题。随着近些年我国债券市场上中小企业集合债券、集合票据、区域集优票据和中小企业私募债等融资工具的相继推出,为中小企业开辟了更多的融资渠道。然而,这些创新融资工具推广难度较大,发展较为缓慢。

从2007年和2009年银行间市场先后推出中小企业集合债券和集合票据以来,由于在债券发行、投资交易、上市流通等环节对债券的信用等级存在较高的要求,能够成功发行债券的多为一些优质的、受当地政府扶持的并可获得担保的中小企业,这使得此类融资工具发展较为缓慢,特别是2013年以来其发行量有所下降。2013年,中小企业集合债券和集合票据共发行31期,合计发行64.39亿元,分别较上年减少13.38%和12.78%。今年1-5月,中小企业集合债券和集合票据仅发行7期,与去年同期相比减少六成,但发行规模有所扩大。中小企业私募债券方面,在2012年6月和10月上交所和深交所相继推出中小企业私募债券后的一年多时间里,中小企业私募债券一度受到市场追捧,发行量较为可观,但进入2014年,其发行量也开始有所下降。今年1-5月,中小企业私募债券共发行109期,发行规模合计146.64亿元,分别较上年同期减少6.84%和5.27%。总体来看,经过多年发展,中小企业的债券发行量依然很小,发展较为缓慢。

与公开市场相比,私募市场具有入市门槛低、发行程序简便、发行费用低、融资目的不公开、与公开市场隔离风险等优势,在国外是成长型中小企业的主要发债市场。由于我国私募市场缺乏统一规范、缺乏合格投资者、流动性差以及违约保障机制不完善等原因,导致中小企业私募债券的发展受到阻碍。首先,关于中小企业私募债券的相关规定,目前仅有交易所颁布的条文,法律层级较低,而且存在差异性,没有明确的更高层级的统一法律来规范。其次,市场上缺乏风险识别和承受能力较强的合格投资者,银行、保险公司、证券公司、基金管理公司(含基金)等机构投资者的投资活动受到诸多限制,间接地导致中小企业私募债券发行难。其次,我国中小企业私募债券在制度设计上借鉴了美国的《144A规则》,但相比《144A规则》,在实际的市场准入、发行规模和期限、发行利率、投资者数量等方面仍有诸多限制要求,制度设计不够灵活,市场流动性较差。最后,2012年以来,我国债券市场信用风险开始逐渐暴露,中小企业担保代偿事件屡有发生,特别是今年首例债券违约的出现,使得投资者的风险偏好有所改变,风险防范意识有所加强,加之市场缺乏完善的风险防范、监测和处置的系统性制度,风险转移和对冲机制不够健全,投资者难以很好地管理风险。2010年银行间债券市场推出的信用风险缓释工具(CRM)是目前我国债券市场仅有的信用管理工具。该工具交易量很小且品种单一,使得投资者的信用管理技术无法充分发挥,极大地影响了市场投资者加强信用风险管理的积极性和操作性。

国外债券市场的成功经验告诉我们,大量成长型中小企业进入债券市场是债券市场发展趋向成熟的必然阶段。因此,按照新“国九条”的要求,为了缓解我国中小企业融资难、提高中小企业直接融资比重以及促进债券市场发展,应加快对私募市场的统一立法,完善私募市场建设,明确规定私募债券的发行统计监测、登记、备案、交易、合格投资者等规范,切实

放宽市场准入门槛，积极采取措施培育和发展合格机构投资者，尝试开展以中小企业债券为基础资产的证券化创新，鼓励设立投资高风险的债券投资基金，吸纳更多中小企业进入债券市场。