

公司债券融资规模上限问题探讨

联合资信评估有限公司 李 丹 宿夏荻

我国《证券法》（2005 年修订）已经实施近 8 年了。最近，十二届全国人大常委会立法规划中将证券法（修改）列入第一类项目，即“条件比较成熟、任期内拟提请审议的法律草案”。因此，对证券法的各项条款抓紧进行研究，提出建设性修订意见就十分必要。结合我们的工作，我们认为，需要修改公司债券发行规模限制的条款。

一、公司债券融资规模上限的规定

我国《证券法》（2005 年修订）第十六条规定：公开发行公司债券，应当符合“累计债券余额不超过公司净资产的百分之四十”。在目前市场上的公司（企业）债务融资工具中，理论上受此法规约束的包括公开发行的短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券、集合票据和集合债券等，但私募债、资产支持证券则不受此规定的约束。

追根溯源，我国对企业债券发行规模进行限制源始于 1987 年，当时为规范企业的内部集资行为，适应企业通过资本市场直接融资的要求，国务院制定并发布了《企业债券管理暂行条例》，暂行条例对企业发债的规模要求为“企业发行企业债券的总面额不得大于该企业的自有资产净值”。1993 年，我国出台了《企业债券管理条例》，对于企业发债的规模延续了这一规定。1993 年到 1999 年期间，企业债券发行具有一定规模，同时出现了不少企业债券到期不能及时兑付的问题，我国监管层对企业债券的发行管理进行了反思。在 1999 年施行的《证券法》中，首次提出了以不超过企业净资产的 40% 作为企业发债额度的限制，之后在 2005 年修订的《证券法》中继续沿用了这一规定。

二、我国企业债务融资规模现状

截至 2013 年 7 月末，在 A 股市场上共有 538 家上市公司¹在银行间债券市场和交易所市场公开发行了债务融资工具，债务余额共 15558.21 亿元。每家上市公司发行的债务融资工具（包括短期融资券、超短融、中期票据、企业债、公司债、可转债以及可分离转债、私募债）的存续金额与企业自身净资产的比重分布情况见表 1。

¹ 样本企业含 6 家证券公司，其余为工商企业。

表 1 上市公司债券余额占净资产比重

债券余额/净资产 (%)	企业家数 (家)	占比 (%)
≥40	62	11.52
35~40	78	14.50
30~35	71	13.20
20~30	129	23.98
20≤	198	36.80
合计	538	100.00

注：债券余额数据为企业所发行的债务融资工具截止 2013 年 7 月末的存续金额；

净资产数据为企业 2012 年年报数据。

资料来源：Wind 资讯

从表 1 可以看出，企业累计债券余额超过其净资产 40% 的样本量占总样本量的 11.52%；累计债券余额与净资产比重介于 35%~40% 的样本量占总样本量的 14.50%，两类合计占比达 26.02%，占比较高²。从我国上市企业的发债情况来看，一些投资规模较大、融资需求强烈的行业中，已有部分信用等级较高（AAA 级和 AA+级）的企业突破了《证券法》中对企业发债额度的限制。

从样本中企业的信用质量来看，累计债券余额超过其净资产 40% 的企业中 AAA 级和 AA+级企业家数较多，占比分别为 28.26%、26.09%；累计债券余额与其净资产比重介于 35%~40% 的企业中 AA 级企业家数较多，占比为 35.29%。可见，由于发债融资具有便利、快捷以及成本优势等特点，信用质量越好的企业，其发债融资的需求越大，在国内现有环境和管制条件下，突破发债额度限制的趋势愈发明显。

对上述两类样本进行分析发现，累计债券余额超过其净资产 40% 的企业主要集中于电力、水利、交通等承担部分社会职能、资本支出规模较大、投资回报率较低、回收周期较长的基础设施类行业；以及钢铁、造纸、水泥、太阳能和部分化工子行业。这些行业企业规模较大，信用等级较高，有较强的融资需求。同时，我们也要看到，上述所涉及的部分行业具有行业周期性波动较大，产能结构性过剩、行业内企业竞争激烈、高负债经营、盈利能力和经营现金流弱化的特点。

仅从上市公司的发债情况来看，我国已经有部分企业突破了《证券法》中对企业发债额度的限制，其中一个突破点是短期融资券。由于对短期融资券是否为公司债券存在争议，鉴于企业融资的需要和发展债券市场的政策取向，近年来，银行间市场对于公开市场评级在 AAA 级、AA+级和 AA 级（含）以上的发行人，逐步允许其短期融资券和中期票据的发行额度互不占用。即理论上目前发行人至

² 另外，由于上述数据存在统计时间的不一致的问题，实际可能存在企业发行债券时，债券余额与其净资产的比例接近 40%，但随着企业利润的不断积累，净资产也不断增加，其债券余额与净资产的比例会不断下降。即债券余额与净资产的比例接近 40% 的企业在所有发债企业中的占比可能更高。

多可发行其规模相当于净资产 40%的短期融资券和相当于其净资产 40%的中期票据、企业债券、公司债券等其它债券。这意味着，对约占市场份额为 75%的 AA 级（含）以上的发行人而言，可通过发行短期融资券来实现企业债务融资工具发行总额最高达企业净资产的 80%，这在实践上突破了《证券法》中关于企业债务融资规模上限的规定。

另外，为了满足企业债券融资的需要，有关方面在现有的法律框架内也进行了积极探讨，重点在发展私募债和企业资产支持证券方面取得了突破。截至 2013 年 8 月 31 日，银行间市场定向发行债务融资工具（PPN）由于灵活性强、发行相对便利、适合投资者个性化需求等特点，发行规模持续快速增长，存续规模达 7648.78 亿元，同比增长 145.09%。企业资产支持证券也有了实际的发行。这说明企业通过发行债券进行直接融资的积极性很高，市场也可以接受企业发债规模超过企业净资产 40%的情况。

三、发行规模限制对我国企业债券市场的影响

《证券法》中对企业的发债规模以法律的形式加以限制，使企业公开发行的债券余额与净资产保持一定比例，其初衷在于保证发债企业有足够的偿债能力，保护债券投资者的利益，促进债券市场的稳定发展。然而，随着我国债券市场的不断扩容和金融市场体系的发展，该规定限制了企业债务融资需求，阻碍了债券市场的发展。《证券法》中关于企业债务融资规模上限的规定到了必须要修改的时刻。

（一）制约了我国债券市场的发展

在我国的融资结构中，社会融资仍以银行借贷的间接融资为主要方式，发行股票和债券这两类主流的直接融资方式占社会融资总额的比例仍处于低位。根据央行 2012 年 9 月发布的《金融业发展和改革“十二五”规划》提出的目标，非金融企业直接融资占社会融资规模的比重将在 2015 年提高至 15%以上，而 2006~2010 年期间，该比重平均约 11.08%。大力发展债券市场对于提高直接融资比例，完善证券市场结构具有重要意义，以直接融资方式为主的社会融资体系也是我国未来的发展方向。因此，未来我国的债券市场必须拓展更大的规模空间。债券市场规模的扩大，一条路径是扩大发行人的范围，另一路径是扩大单个发行人的发债规模。

近年来，我国债券市场基础规范逐渐完善、产品和交易工具不断创新、市场参与者日益丰富、风险意识不断增强，在配置社会资源、促进国家金融发展、分散投资者风险方面起到了一定的作用。实践已证明，债券市场已经成为企业发展的重要融资渠道，成为投资者的重要投资品种。《证券法》中关于企业发债规模的限定，限制了企业的融资需求和投资者的投资需求，进而间接阻碍了债券市场的扩大和发展。

（二）阻碍了企业合理配置资本结构

从现代资本结构理论的角度来看，发行债券是企业主要的融资方式之一，在企业的资本结构中占据重要位置。根据莫迪格利安尼(Modigliani)和米勒(Miller)所建立的 MM 定理和斯蒂格利兹(Stiglitz)等人提出的市场均衡理论，在企业纳税的情况下，负债企业因债务利息的抵税作用而增加了企业价值。具体来说，当企业负债经营时，可获得利息节税效益，负债企业的价值等于相同风险等级的无负债企业的价值与负债的节税效益(企业税率与负债额的乘积)之和。所以说，利息避税是债务融资的一个有利条件，企业合理利用债务融资可以增加企业的市场价值。

一般情况下，企业经营的所需资金来源于企业内部的现金流以及额外的负债与股权。当企业对融资方式进行选择时，应通过合理的配置资本结构来追求企业价值最大化，即企业的自有资金（主要指企业的未分配利润）、债权、股权三者之间的优化配置。当企业价值不断上升且高于利息支出时，股权人在支付债权人的利息收益之后，其收益将随企业的价值增加而不断增加。因此，理论上相较于股权融资，债权融资更受企业的青睐。

《证券法》中对累积债券余额不超过企业净资产 40%的这一指标水平规定的数值过低，限制了企业正常的债务融资需求和正常融资渠道的选择权。从标普的企业评级方法中关于财务风险水平的评价指标——总债务/总资本来看(见表 2)，按总债务全部为债券负债，总资本为债券余额与净资产之和的标准简单推算，当该比例为 25%、35%和 45%时，其债券余额与净资产的比例分别约为 33%、54%和 82%。而标普认为企业的该指标在 25%~35%的区间内为适度，在 35%~45%的区间内为合理水平，也就是说企业发债额度在企业净资产的 54%和 82%之间依然属于合理水平。

表 2 标普企业信用评级-财务风险水平指标

	保守	适度	合理	显著	激进	高杠杆
税后利润/总债务(%)	>60	45~60	30~45	20~30	12~20	<12
总债务/总资本(%)	<25	25~35	35~45	45~50	50~60	>60
总债务/EBITDA(倍)	<1.5	1.5~2	2~3	3~4	4~5	>5

资料来源：标普企业评级方法，2008

事实上，不同行业、不同规模的企业，甚至是同一企业在不同的发展阶段，客观来说都不可能有一个统一的合理的负债率标准。同时，仅通过企业债务余额占净资产这一单一指标也不足以准确判断企业的信用风险，反而制约了企业发债的融资需求和债券市场的整体发展。因此，《证券法》中关于“40%”这一比例的设定是不合理的。

因此，从资本结构理论方面以及市场的实际情况来看，企业通过债务融资是

企业合理配置资本结构，实现企业市场价值的增加的重要因素。《证券法》中对企业发债额度的限制比例过低阻碍了企业合理配置资本结构和债务融资空间，不利于企业的长期健康发展。

四、建议

（一）在《证券法》中取消对企业发债规模限制的规定

在国际资本市场上，美国、欧洲、日本及东南亚等主要经济体对企业发债的融资规模均没有约束，债券的融资规模主要靠市场机制进行调节。即债券的融资规模主要由发行人的资金需求、融资成本、偿还能力以及投资者的认可度等因素来决定，债券投资风险由投资者自行承担。建议取消《证券法》中对企业发债规模的限制，由市场化机制来确定债券的融资规模，或者授权监管部门制订更具体的规定，以便更好地发挥债券市场的资源配置作用，满足市场投融资需求，适应市场的发展变化。

（二）监管部门可在各债务融资工具的发行管理条款中设定具体要求

在取消《证券法》中对企业发债规模进行限制的同时，可授权监管部门来制订更具体的规定来管理风险。各债务融资工具的发行监管部门在适当满足企业不断增长的融资需求的同时，为避免完全放开企业发债规模导致市场在短期内集聚信用风险，可细化债券发行管理制度，在各债务融资工具的发行管理条款中，综合考虑企业的财务风险及各方面因素对发债企业进行区分，设定有差异、更具体科学的发债标准，并根据市场发展及时修订直至取消。

在企业财务风险控制方面，可采用税后利润/利息支出、总债务/总资本、总债务/EBITDA³等财务指标构成的指标体系及标准来代替单一的财务指标标准，合理衡量企业的财务风险水平，对处于不同财务风险水平的企业制定不同的发债管理要求。例如，一般企业的税后利润/利息支出的合理水平应在 1 倍以上（与现有的“最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息”经济含义基本相似）；债券发行后总债务/总资本原则上不超过 65%；总债务/EBITDA 原则上不超过 8 倍等。监管部门可根据这三个指标值，对高于合理水平的企业限制其发债规模；而对于这三个指标值低于合理水平的企业，鼓励进行发债融资。

不过，企业的财务风险水平并不能完全代表企业的信用质量，也不应是衡量企业发债规模的唯一标准。因此，在细化债券发行管理条例时，监管部门可综合考虑多方面因素，灵活地管理企业的债券发行。除了衡量企业的财务风险水平外，还可从国家产业政策、企业的竞争地位（包括稳定性、市场份额、多元化程度、公司规模）、企业管理水平等多角度出发。例如，对国家政策鼓励的行业内龙头企业，给予宽松的发债规模管理；反之，对国家政策不鼓励的行业企业限定发债

³税后利润为企业营业利润扣除实付所得税税金之后的利润；总债务为企业借款净额减去盈余现金；总资本为企业总债务与非流动递延所得税、权益之和；EBITDA 为税息折旧及摊销前利润。

融资规模。目前，国家发改委于 2013 年 4 月下发的《关于进一步改进企业债券发行审核工作的通知》中就采用了类似的债券发行审核标准思路，将发债企业按行业类型、信用状况、资产负债率等多个指标进行分类审核，以此控制债券发行的规模和节奏，改变了仅用单一的财务指标或信用等级来限制企业发债规模的模式，这种债券发行审核的方式也应扩展至其它类型债券的发行审核当中。

综上所述，在我国经济快速发展背景下，无论从现阶段债券市场的发展程度，还是从企业融资的实际需求来看，修改《证券法》中“企业发债累计债券余额不超过其净资产 40%”这一规定已势在必行。从有利于我国债券市场发展、满足企业债务融资需求且有效的控制市场信用风险的角度出发，我们建议在取消《证券法》中对企业发债额度限制的规定的同时，在各债务融资工具的发行管理中对企业发债额度进行区别化的弹性管理。