

债券融资

——破解科技型中小企业融资难题

吴庆念 著



浙江工商大学出版社
ZHEJIANG GONGSHANG UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

债券融资：破解科技型中小企业融资难题 / 吴庆念
著. —杭州：浙江工商大学出版社，2015.6
ISBN 978-7-5178-1099-5

I. ①债… II. ①吴… III. ①中小企业—企业融资—
债券融资—研究—中国 IV. ①F279.243

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 115262 号

债券融资

——破解科技型中小企业融资难题

吴庆念 著

责任编辑 吴岳婷 刘 韵
责任校对 王俏华
封面设计 元石视觉
责任印制 包建辉
出版发行 浙江工商大学出版社
(杭州市教工路 198 号 邮政编码 310012)
(E-mail: zjgsupress@163.com)
(网址: <http://www.zjgsupress.com>)
电话: 0571-88904980, 88831806(传真)

排 版 杭州朝曦图文设计有限公司
印 刷 杭州恒力通印务有限公司
开 本 710mm×1000mm 1/16
印 张 12.75
字 数 181 千
版 印 次 2015 年 6 月第 1 版 2015 年 6 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978-7-5178-1099-5
定 价 38.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江工商大学出版社营销部邮购电话 0571-88904970

前 言

科技型中小企业的发展需要中长期资金的支持,而银行信贷融资的短期性、股票融资的高准入门槛等问题使科技型中小企业难以得到中长期资金,发展科技型中小企业债券融资显得尤为迫切。我们综合应用现有的制度和技术,提出了一套系统性的制度和技术相结合的科技型中小企业债券融资解决方案,并论证了其实践的可行性。我们总结了科技型中小企业融资难的根源,考察了国内债券市场的现状、发展趋势、政府支持政策和主要债券融资模式等方面,认为债券市场可以成为科技型中小企业中长期资金融通的主要来源。目前存在的根本性障碍是,科技型中小企业高信用风险的本质特征,与投资者风险回避(低风险承受能力)的“风险落差”。而且这个矛盾不可能通过提高信用溢价的形式予以消除。我们重点研究了中小企业债券的风险溢价、流动性和融资成本问题,在信用风险无法“消灭”的情况下,我们提出了“风险分担”的创新思维方向。一方面,运用信息经济学相关原理,通过综合性制度安排,将降低信息不对称、消除寻租空间、分担风险等纳入一个统一的模式系统,从制度上控制信用风险,降低交易费用。另一方面,运用金融工程基本方法,提出了信用衍生工具和债券相结合的具体融资模式,并进行了可行性论证。

在国际信用衍生品理论和实践正迅速发展的背景下,本对策方案具有很强的理论前瞻性。而在国内利率完全市场化即将实现,“十二五”期间国家大力发展金融衍生品市场的背景下,本对策方案具有很强的现实可能性。目前国内大量民间资本缺乏投资渠道,针对民间资本的有序引导,本对策方案也具

有积极的实践操作意义。

本书是2013年浙江省科技厅软科学重点研究项目“发展科技型中小企业债券融资对策研究”(2013C25126)的成果。浙江大学钱一鹤博士为本项目做了大量研究和撰写工作,参加本项目研究的成员还有倪成伟、费雄文、吾忠法、周海霞、姜亚枫、舒雄等,浙江经济职业技术学院、深圳中商智业投资顾问有限公司也给予了本项目大力支持,在此一并表示感谢。本书在撰写过程中,参阅、借鉴并引用了相关文献、数据及资料等研究成果,主要书目、文章列于本书的参考文献中,特此说明并致谢意。

由于著者水平有限,书中难免有欠妥和不足之处,敬请广大同行和读者批评指正。

作 者

2015年4月

目 录

第一篇 背景与现状

第一章 研究科技型中小企业债券融资的背景分析	003
第一节 科技型中小企业融资问题的提出	003
第二节 科技型中小企业融资的国内外现状比较	005
第三节 科技型中小企业融资的发展趋势	007
第四节 研究科技型中小企业债券融资的背景和意义	009
第二章 科技型中小企业的概况及融资现状	012
第一节 我国科技型中小企业概况	012
第二节 浙江省科技型中小企业概况	020
第三节 浙江省科技型中小企业的融资结构	024
第四节 浙江省科技型中小企业现有融资模式评价	028
第三章 浙江省科技型中小企业债券融资现状	037
第一节 债券市场资金容量及结构	037
第二节 科技型中小企业债券融资主要现状	043

第三节	浙江省内中小企业债券承销机构主要情况	052
第四节	对现有债券融资创新模式的评价	058

第二篇 经验及案例

第四章	科技型中小企业债券融资的支持政策及实践经验	065
第一节	中小企业债券融资的支持政策梳理	065
第二节	中小企业债券融资的实践创新经验	072
第五章	科技型中小企业信用私募债融资成功案例	082
第一节	国内首只信用私募债的创新特点	082
第二节	科技型中小企业的“信用私募债模式”	084
第三节	对“信用私募债模式”的评价	086
第六章	科技型中小企业集合票据融资的成功案例	088
第一节	海宁市中小企业 2012 年第一期集合票据情况	088
第二节	成功发行的关键因素	091
第三节	融资方式的创新与突破	092
第四节	值得警示的风险	094

第三篇 理论与实证

第七章	科技型中小企业债券融资问题的研究综述	099
第一节	中小企业融资难题	099
第二节	中小企业融资模式创新	105

第三节	中小企业债券融资相关研究	112
第四节	简要评价	114
第八章	中小企业债券风险溢价的实证研究	115
第一节	中小企业债券的风险溢价问题	115
第二节	投资者视角的债券风险溢价研究思路	117
第三节	基于集合票据数据的实证检验	119
第四节	实证结论	126
第九章	中小企业债券流动性的实证研究	128
第一节	债券流动性衡量及其影响因素	128
第二节	基于中小企业集合债的模型和数据	132
第三节	混合回归法下的实证结论	133
第十章	科技型中小企业债券融资成本及增信模式	136
第一节	发展债券融资降低中小企业融资成本	136
第二节	信用增进降低科技型中小企业债券融资成本	139
第四篇 创新及对策		
第十一章	科技型中小企业债券融资模式创新	145
第一节	科技型中小企业融资难的根本原因	145
第二节	科技型中小企业债券融资模式创新的方向	148
第三节	科技型中小企业直接发债创新模式设计	155
第四节	资产证券化模式	160

第十二章 发展科技型中小企业债券融资的对策建议	163
第一节 财税金融政策建议	163
第二节 中小企业债券风险溢价的帕累托改进建议	165
第三节 增加中小企业债券流动性的对策与建议	166
附 录 调研报告	169
参考文献	187

第一篇 背景与现状

第一章

研究科技型中小企业债券融资的背景分析

对银行信贷过度依赖、融资渠道相对单一,是目前科技型中小企业融资的主要格局。在经济增速放缓、经济下行压力增大的时期,银行贷款日趋谨慎,科技型中小企业融资更加困难。因此,大力发展直接融资,需要鼓励科技型中小企业利用债券融资等直接融资工具,拓宽融资渠道。

第一节 科技型中小企业融资问题的提出

中小企业在我国经济中的重要作用已经被广泛认同,2003年《中华人民共和国中小企业促进法》的施行,标志着我国在经济法律上确立中小企业在市场经济建设中的主体地位。此后,政策面虽然给予中小企业种种倾斜,但融资难一直困扰着中小企业。作为中小企业中的特殊成员,科技型中小企业在很大程度上还承担着新兴科技成果产业化的重任,在节能减排、产品升级,乃至产业结构转型升级等领域发挥着不可替代的作用。蓬勃发展的科技型中小企业群体在很大程度上体现着一个国家经济发展的潜力。

浙江是民营中小企业最为活跃的省份,大量中小企业已经形成具有一定集聚程度的产业集群,但这些产业集群多为外向型、低附加值的传统制造业。近年来省内中小企业在国际经济不景气的背景下遇到前所未有的困难,产业转型升级

级迫在眉睫。浙江的中小企业产业群能否从低附加值、劳动密集型的传统制造业,成功升级为科技型的高附加值产业群,关系到浙江经济今后几十年乃至上百年的发展后劲强弱。浙江中小企业(包括科技型中小企业)在融资方面存在一些突出问题,主要表现在如下几个方面:

1. 中小企业融资遭遇瓶颈并缺乏制度保障

转型升级期的中小企业资金需求,尤其潜在需求巨大。一方面,产品需要更新换代,或者由于人工、场地等成本迅速增加等原因,一大批制造企业本身有很大的技改需求。如奉化有许多灯具企业,原来一条生产线需要数十名工人,引进自动化流水线后几个工人就可以生产,甚至可以无人操作,灯具质量可以明显提高。在目前灯具制造业处于生存危机的情况下,融资技改是很多企业家的迫切愿望。另一方面,目前浙江民营企业正处于企业家代际交接班高峰期,由于第一代企业家创办的多为传统制造业,这类产业生存环境日益恶化,许多第二代更愿意在原有产业基础上发展衍生产业,甚至重新创业。以上两方面都为浙江中小企业产业集群的整体转型升级提供了机遇,但都遇到融资瓶颈。

中小企业资金的使用存在一定的混乱情况,对资金使用的监督缺乏制度性保障,这也是中小企业融资渠道缺乏的重要原因。一方面,中小企业风险较大,近两年来通过企业平台融资,用于房地产投资或者进行民间放债,最终导致资金链断裂等事件偏多,令银行等传统融资渠道不敢贷款。另一方面,中小企业信息不透明,信息成本偏高,而目前尚没有与中小企业融资监督相关的专门法规,也没有形成可以有效降低信息成本的制度安排。

2. 中小企业融资模式创新仍难以解决融资难、成本高的问题

中小企业融资模式虽不断创新,但仍然面临融资难、成本高的问题。中小企业债券融资尚处于试验期,市场不成熟,发展缓慢。

从现有融资渠道来看,中小企业融资渠道狭窄,资金供需偏好相左。近十年来,浙江在中小企业融资方面进行了许多有意义的实践,但推广难度很大。譬

如,传统渠道中的银行中小企业贷款,中小企业的高风险性违背银行经营“三性”之一的安全性,为了安全性,银行中小企业贷款的管理成本相对过高,而中小企业在贷款中涉及担保等问题,融资成本也很高;小额贷款公司面临着资金供给不足和贷款监管方面不足的问题;民间借贷面临着制度保障缺失、信息不透明等种种问题,不可能成为中小企业融资的主要渠道。

3. 中小企业上市融资只能惠及小部分企业

创新融资方面,中小企业上市受到规模和相关财务标准的限制,注定只能惠及小部分企业。

目前中小企业融资创新最活跃的领域是债券相关的领域:中小企业集合债和集合票据发展相对较快,浙江企业也积极参与,但是面临担保、信息披露、二级市场流动性等方面的问题,至今推广缓慢;中小企业私募债发行以来,浙江企业表现出极大的积极性,到目前为止占据了 1/4 的发债数量,但同样面临流动性问题,目前还处于试验期;另外,浙江还发行过中小企业集合债券信托的创新模式。这些创新模式发展时间均不超过五年,但从企业的积极性来看,应该是今后发展的主要方向。

第二节 科技型中小企业融资的国内外现状比较

中小企业融资问题在全球都存在,从各主要国家看,自筹方式仍然是中小企业,尤其是初创企业的主要资金来源。但经验证明,依赖内源融资无法保证企业持续成长。而各国也都认识到了中小企业在国民经济中的重要作用,因此各主要国家都采取政府支持的政策,形成了各具特色的整套中小企业融资保障机制。

1. 国外各具特色的中小企业融资保障机制

首先,主要发达国家对中小企业融资都予以法律上的支持,代表性的如美

国,拥有一系列针对中小企业融资的法律:《机会均等法》《公平信贷机会法》《小企业股权投资促进法》等。同时各国政府积极参与,在政策上给予支持。如美国1953年就设立了联邦中小企业局(Small Business Administration, SBA), SBA不直接向中小企业贷款,但它通过担保等信用加强措施,鼓励或发动金融机构发放小企业贷款或进行风险投资。事实上 SBA 已经是美国最大的金融支柱之一。英国则推出了诸如“小企业贷款担保方案”“区域风险资本基金”“早期成长基金”“风险资本信托基金”“英国高技术基金”“商业孵化基金”等一系列商业金融计划,以改善中小企业的金融环境,帮助中小企业获得资金融通,促进其健康发展。以色列则以其针对高科技企业的风险投资基金闻名于世,实际上,以色列风险投资规模仅次于美国,其政府引导的母子基金模式成为各国效仿的榜样。另外,美国、英国、日本等主要国家都设有中小企业投资公司等专门服务中小企业的金融机构。

其次,从融资渠道来看,银行仍然是这些国家中小企业的主要资金来源,但并非纯粹的贷款,或者银行中小企业贷款的目的不是纯粹地赚取利息,如美国商业银行对中小企业贷款积极性很高,但目的在于参与中小企业成长,为企业发展后的业务往来打好基础。这种模式需要银行具备相当的“眼光”,但在客观上促进了美国整体产业的发展。

美英等国也充分利用了其发达的资本市场为中小企业服务。以美国为例,著名的纳斯达克证券交易所(NASDAQ)是一个专门针对中小企业融资的股票市场。而美国的债券市场甚至比股市还早出现,美国拥有发达的场外债券交易市场,交易规模是股市的数倍,政府鼓励中小企业根据自身情况发展,美国的“垃圾债券”(也叫高收益债券)市场全球闻名。

再次,从扶持的行业来看,美国重视高科技型中小企业的融资问题;日本比较重视中小企业吸收引进技术,这和日本注重应用技术的发展有关;意大利则重视制造型中小企业的发展;法国注重扶持服务型中小企业,目的在于增加就业潜力;瑞士和西班牙在对社区型中小企业的扶持上比较出色。

2. 我国中小企业融资现状的特点

对比中外中小企业融资现状,我国在中小企业融资现状方面表现出几个特点:

第一,借鉴了许多成功的经验。我国在中小企业融资的各个方面都有所行动,如颁布了《中小企业促进法》,为中小企业融资出台了许多优惠措施,我国的金融机构也进行了许多有益的尝试。

第二,政策落实有待深化。如,政府的许多政策需要金融机构去实施,没有全国性的技术性机构(如美国的 SBV)去具体执行和促进中小企业融资。这样的工作需要专业人员队伍的培养,相关信息资源的积累,以及与金融机构合作机制的培育。

第三,金融机构对待中小企业融资的操作模式有待转变,这是一个系统工程。如,银行小额贷款在我国体现出很强的政策性,对银行效益贡献较小。如果转变成美国的中小企业贷款运作模式,既需要银行组建和培养非常专业的信贷人才,也需要改变银行的考核机制,还需要建立政府相关机构(当然先要组建类似 SBV 的机构)和银行的相应合作机制。

第三节 科技型中小企业融资的发展趋势

中小企业融资总体上可以分为股权融资和债务融资两类,股权融资主要针对高科技高成长性企业,但比重很小,大部分中小企业,包括科技型中小企业的发展都依赖于债务融资。而债务融资又分为两大类——银行贷款和债券融资,两者都以债券市场的发展为前提条件。传统以间接融资为主的国家,由于债券市场的发展吸引了原本属于银行的优质客户,商业银行被迫将更多的精力投向中小企业,韩国和日本是这种方式的代表。而以直接融资为主的国家,则在中小

企业直接债券融资上进行了大量创新,以美国为典型代表,美国的“垃圾债券”市场至今为止仍是中小企业债券融资最成功的创新。

然而,总体来说,中小企业融资难的问题并没有彻底解决。主要问题可以归纳为三个:第一,中小企业本身的高信用风险;第二,中小企业债权(包括贷款和债券)的流动性风险;第三,中小企业融资的高成本。三者之间是相关联的,但多数创新只解决其中的一到两个问题。

目前国际上针对三种类型的风险都存在不同的创新模式,如:多家企业捆绑融资等,以降低融资成本;用担保,抵押,信用风险衍生品(如 CDS, CDO)等转移信用风险;通过制度设置(如做市商制度)增加市场流动性等。这些创新在一定程度上缓解了上述问题,但未能很好地从整体上兼顾以上三大问题。如做市商制度并没有解决投资者对高风险债券的回避态度(债券市场的投资者相对股票市场更加趋向风险回避),担保、抵押等增信方式只是转移了信用风险,很多时候不能有效化解风险,尤其在危机时期。信用衍生品市场主要针对大型企业,而捆绑融资又存在协调上的困难。

就国内发展趋势而言,我国目前在直接融资和间接融资两方面都在探索,但多停留在政策倾斜层面,产品创新,尤其制度创新比较落后。商业银行针对中小企业的贷款存在明显的政策主导色彩。而针对中小企业的债券产品尚处于试点阶段,由于利率市场化尚未最终实现,债券市场的风险定价机制不成熟,投资者的积极性远没有预期的高。现有相关债券包括银行间债券市场交易的中小企业集合票据、交易所交易的中小企业私募债、两个市场都有的中小企业集合债。这些创新产品在一定程度上降低了中小企业债券融资的成本,减少了相关限制,但没有解决信用风险和流动性问题。已经出现的个别债券信用危机都是通过行政手段获得化解,凸显制度创新的不足。另外,银行间债券市场还有一种针对中小企业贷款的资产证券化品种——小微企业金融债。该债券的主要创新之处仅在于增加了商业银行中小企业债权的流动性,而信用风险仍由商业银行承担。

总的来说,我国中小企业融资探索亟待从以政策扶持为主,向制度和产品创