

民营企业债券融资

□姜宝珍 潘申彪

改革开放以来,我国的民营经济获得了高速增长,特别是用较少的金融资源投入得到了相对多的产出。我国取得的经济成就与民营企业的发展密不可分,民营企业已经成为国民经济的重要组成部分。据全国工商联统计,截至2003年初,全国私营企业户数12年里增长了24倍,同期个体工商户增长了79%;民营经济注册资金增长了58倍,达到2.8万亿元。民营企业在总量快速发展的同时,个体质量方面也有显著提升。根据全国工商联上规模民营会员企业分析报告,企业年营业收入1.2亿元以上的有1582家,其中最多的已达355亿元;企业平均营业收入年均增长17%,远高于同期GDP的年均增长率。民营企业的总资产、销售、净资产回报率及资产负债率等指标,都好于同期全社会的平均情况。2002年,内资民营经济在国内生产总值中所占比重达到48.5%;全年国民经济总量增长中,据估算有四分之一是个体私营经济提供的。

但是民营企业在发展过程中也遇到了许多难题,融资难就是其中最突出的一个。应该说,民营企业一般产权清晰,资产负债率低,具有独立承担融资的权利与义务的能力。其融资本不应该成为一个较难克服的问题,但由于我国横向信用联系残缺,又得不到国家政策的有力支持,民营经济外源融资困难重重。笔者认为,在目前条件下,要解决民营企业的融资困境,向民营企业开放企业债券市场,允许符合条件的民营企业通过发行债券的方式在市场筹集资金,不失为一种好办法。第一,民营经济的融资需求可以逐渐得到满足,能够促进民营企业更快、更好的发展,提高资源配置效率;第二,通过企业债券市场的运作,可以增加信用产品的社会需求和供给,为建立横向信用联系提供坚实的基础,为证券市场的多元化和与国际接轨作铺垫;第三,企业债券的发行可以将原本由一家银行承担的风险分散给众多的投资者,在风险和收益并存条件下不仅能使广大的投资者获得风险收益,而且可以有效地降低银行系统的信贷风险,这对于防范金融市场的系统风险也是大有裨益的。

民营企业自身素质与债券融资

企业债券作为企业负债融资的主要形式之一,需要企业具有良好的资产状况、较高的信用水平、稳定的项目投资效益等以保证债券的到期兑付,保护投资者的利益,而与传统的国有企业相比我国目前的许多民营企业已经具备了上述的这些条件,并且在某些条件比国有企业还要好,因此民营企业理应成为我国企业债券市场的主要参与者。

与传统的国有企业相比,民营企业的优势主要有:

(1)民营企业资产经营状况较好

经过20多年的经济发展,我国的民营企业已经成长壮大,许多企业的资产经营状况普遍较好。据全国工商联经济部1所做的民营企业百名排序调查(98、99、01、02年排名前15的民营企业见附录二),98年有41家民营企业的营业收入额和资产额均在5亿元以上,达到国家大型企业标准,其中联想集团进入特大型企业行列,净资产达30.76亿,而2003年其营业收入达403.3亿。2003年度中国民营企业500强中排名前46位的企业,其业务收入均在50亿元以上。

从衡量企业偿债付息能力的企业资产负债率和净资产收益率等指标来看,联想集团当年的净资产收益率为11.8%,资产负债率为58.53%。前20名的企业中除了河北春蕾集团的净资产收益率比较低之外,其余企业的收益率均相当可观,并且前20名的民营企业平均资产负债率仅为46.85%,资产收益率达13.18%。

从企业的后续发展角度来看,不少企业的发展状况较好,下表列出的98年排名前50位的企业中连续6年位居民营企业前50强(只列部分)。

(2)企业的破产约束力较强

由于国有企业实际所有者的缺位,对企业经理人员缺乏必要的经

表 6.1

编号	企业名称	主营业务	省份	2002 主营业务 业务收入 (万元)	排名 1998	排名 1999	排名 2001	排名 2002	排名 2003
1	联想集团控股公司	电子产品及通讯设备	北京	3554249	1	1	1	1	1
2	上海新高潮(集团)有限公司	木业加工	上海	563863	2	4	8	15	34
3	万向集团公司	汽车零部件 农业资源	浙江	1182647	5	2	2	3	7
4	东方集团实业股份有限公司	综合	黑龙江	1027248	6	3	9	5	4
5	正泰集团	低压电器元件	浙江	805886	8	7	4	9	13

营约束,国有企业的负债往往会造成银行的预算软约束,或者使政府成为隐性的债务偿还人。如果发行债券的国有企业无法按时偿还到期债务时,由于债权人是社会公众,他们得不到偿还,会影响社会的安定,于是当企业不能偿债时,就由政府相关机构或国有银行进行偿付,将企业对社会公众的负债转为对银行对政府的负债,这在一定程度上加大了政府的负担。

民营企业的自有资本是由社会股东共同投入,各个股东可能自己经营企业,也可能委托专业经营管理人员管理,但不管是何种情况,他们

都十分关心自己在企业中的利益,一旦企业破产,他们就会血本无归,因而当他们通过债权融资时,到期必须想尽办法清偿债务,破产对他们的约束力是很大的,这一点与国有企业有很大的不同。

(3)许多企业所处的行业的发展前景较大,并且已经在国民经济中扮演重要角色

目前我国的民营企业已经形成以电子信息产业、生物工程和生物医药、光机电一体化以及新材料为主的四大支柱产业,并且对于这四大支柱产业的规模 and 市场份额扩大发挥了主导性的作用。权威部门的统计数字表明,截止到2001年底民营企业产品份额占中国经济总产出额的2/3左右,对GDP增长的贡献率已超过60%,而且这一比例还有持续的增长趋势。

民营企业,特别是规模较大的企业,除了上述提到的资产经营状况较好、破产约束力较强和所处的行业发展前景较好以外,其自身的信用状况通常也较好。如果按现行的《企业债券管理条例》、《公司法》对发债公司或企业的基本经营状况和业的要求,许多民营企业在很多指标上都是符合甚至大大超过这些要求的,但是至今我们看到的仍然是众多的民营企业,上市无期,银行贷款无门。笔者认为对民营企业中规模较大、实力较强的可以鼓励其发行债券融资,一方面可以避免与小规模的企业争夺信贷资金,另一方面也可以促进我国债券市场的发展。民营企业理应成为我国企业债券市场的主要参与者。

民营企业的债券融资

(1)民营企业发行债券的类型

我国现行的企业债券品种和发行条件不太适合民营企业的债券融资,因此需要进行金融创新,考虑增加新的债券品种以满足民营企业的债券融资需求。在国外,有一种垃圾债券(Junk Bond),其发行条件较低,值得我国借鉴。

垃圾债券,指信用评级低的企业所发行的债券。由于没有长期的销售和盈利记录,或者信用能力不强,这些公司所发行的债券与同投资级别的其他债券相比,其稳定性更差,但是也可能具有比较高的投机收益。在美国,垃圾债券一般是指由标准普尔公司 Standard & Poor's(S&P)和穆迪公司 Moody's 信用等级系统标定为BB或BB以下信用等级的投机性债券。一般而言,BB级或以下的信用评级属于低。信用评级低的企业所发行的债券的投资风险较高,因此,须以较高的利率吸引投资者认购。垃圾债券的投资者一般都是专业的风险投资者,但是除了负有信托责任的各种机构以外。

垃圾债券的发行日的常常是为科技开发项目的产业化筹集资金,是中等规模高新技术企业筹资的重要方式。民营高新技术企业的可以采取的融资方式有银行贷款、风险投资、债券等。但由于高新技术企业的风险较大,风险创业基金为减少和分散投资风险,往往对投资于单个高新技术企业的投资金额进行限制,而一些中小科技企业的投资项目可能比较大,需要较多的资金投入,因其投资风险过于集中而难以从创业基金或银行获得全额资金支持,垃圾债券可以将其投资风险分散给众多投资者的同时全额支持科技企业的项目融资。

这里需要指出的是,垃圾债券的利率一般较高,并以此作为对投资者承担高风险的补偿。但是实际操作中,可以对垃圾债券进行改良,可以考虑采用浮动利率或者将债券设计成可转换成股票的债券,或者使其具有可赎回的特性等等。这一方面可以降低企业债券发行时的利率,减轻发债企业的利息负担;另一方面,可以扩大投资者对企业债券的需求,满足不同层次投资者的投资需求。

(2)民营企业债券发行的方式

我国目前发行的企业债券都是公募发行的。股份有限公司、有限责

任公司发行公司债券,需要由董事会制订方案,股东会作出决议。国有独资公司发行公司债券,需要由国家授权投资的机构或者国家授权的部门作出决定。在股东会或相关部门作出决议或者决定后,发债公司还要向国务院证券管理部门报请批准。公司债券的发行规模由国务院确定。国务院证券管理部门审批公司债券的发行,不得超过国务院确定的规模。这层层报批、计划发行的发行手续不仅效率低下,同时也给企业带来了许多额外的费用,加大了发债的成本。另外,由于公募债券可以在债券市场上进行交易,但需要向证券交易委员会提供详细的财务状况和经营状况报告,即还有一笔信息披露的成本。因此,公募债券的发行成本和维护成本相对较大,并且受到的限制比较多。这对于绝大多数规模不是特别大的民营企业来说,不是很经济。相对来说,私募债券在发行成本和受到的限制方面要少得多。我国民营企业债券发行可以参考美国公司债券的私募发行。

私募债券是指向与发行者有特定关系的少数投资者募集的债券,它一般不能在证券市场上交易。在美国,私募发行债券不受SEC的限制,即不需要在SEC注册。由于这种发行不需要注册登记和发行募债说明书,其发行成本要比公开发行的成本要低。但是购买私募债券的投资者必须向发行者提交“投资信用证”改信用证应当载明投资者不打算再出售债券。如果它们转手出售未注册的债券,按照《1933年证券法案》的规定,这些投资者将被视为“法定的”的包销商。每一笔非注册债券的转手,必须伴随一张投资信用证,该信用证载明债券被转手给私人所有者,该所有者的目的是将债券作为有价证券保存而不是再出售。

这里需要指出的是企业债券的私募发行需要机构投资者的大力支持,尤其是风险投资基金、保险基金、债券基金等。因为机构投资者具有专业知识,能够对投资工具的好坏作出自己的判断,不容易出现跟风行为,这对于债券市场的平稳发展是必不可少的。另外机构投资者可以根据自己的风险偏好进行投资组合,抗御市场风险的能力较强。

另外,以债券的方式对高风险的民营企业进行投资也为机构投资者投资组合增添了一种新高收益的投资工具。对于风险投资基金来说,以债券方式对高科技企业进行投资要比以股权的形式进行投资其风险要相对小一些,因为按照《破产法》的清偿顺序排列,债券先于股票得到清偿。

结论

综上所述,在目前条件下,要解决民营企业的融资困境,向民营企业开放企业债券市场,允许符合条件的民营企业通过发行债券的方式在市场筹集资金也给我们探索新的融资渠道提供了一个新的思路。笔者认为,对于符合一定条件的民营企业可以通过私募发行的方式向一定的专业机构投资者发行带有股权或者期权性质的特殊债券来分流部分的融资需求。这对于民营企业解决融资问题、机构投资者寻找合适的投资工具和我国债券市场的发展和完善都是十分有益的。