

我国企业债务融资比例限制研究

■ 胡志成

目前,监管机构主要出于风险考虑而对企业设定了资产负债率、债券融资比例和综合授信比例限制,这三种比例互相牵制,对企业债务融资规模起着强有力的制约作用,并阻碍了企业根据自身发展阶段优化资产负债结构的能力。本文具体分析了这三种比例之间的互相牵制关系以及对企业债务融资的制约影响作用,并对如何有效突破比例限制进行了深入的探讨和研究。

[关键词] 银行贷款;直接债务融资工具;比例限制

[中图分类号] F830.91 [文献标识码] A [文章编号] 1006-169X(2010)09-0046-04

胡志成(1976-),男,湖北孝感人,中国社会科学院金融研究所博士后流动站,金融学博士,高级工程师,研究方向为公司金融。(北京 100732)

目前,在我国大型企业债务融资过程中,存在着三种融资比例限制,并且这三种比例各自牵制,对企业债务融资规模起着强有力的制约作用。这三种比例限制是:一是直接债务融资不超过企业净资产的40%;二是商业银行对单一集团客户授信总额不得超过授信银行资本净额的15%,其中,对集团中的单一客户贷款总额不得超过商业银行资本净额的10%;三是如果企业是大型央企,融资比例还会受到国资委规定的央企资产负债率一般不超过75%的限制。一般中小型企业由于融资规模有限,不足以同时被这三种融资比例所限制,因此,本文研究对象是大型企业尤其是大型中央企业集团,如不做特别说明,文中所称企业即指受国资委监管的大型企业集团。

一、企业直接债务融资比例限制分析

我国企业直接债务融资工具主要包括短期融资券、中期票据、企业债和公司债。

我国企业债务融资一直以银行贷款间接融资工具为主,直接债务融资比重过小,这种债务结构不仅将大量债务风险集中到银行体系,而且也同时限制了企业财务结构的灵活性,增加了资金成本。自1987年3月国务院颁布实施《企业债券管理暂行条例》以来,直接债务融资开始逐渐发展,但发展比较缓慢。1997年,以

全国银行间债券市场建立为契机,我国企业直接债务融资发展提速。2008年4月,人民银行颁布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》,该办法推出中期票据融资工具,并实行注册制度,中期票据是由人民银行和中国银行间市场交易商协会主导的全国银行间债券市场中的一项创新性债务融资工具,中期票据的推出标志着我国企业直接债务融资迈出了实质性的一步,对我国债券市场的发展具有重要意义,并逐步形成政府职能监管与市场自律管理相结合的市场运行机制,推动我国企业直接债务融资进入快速发展阶段。

目前,短期融资券、中期票据由人民银行、中国银行间市场交易商协会实行注册制和自律管理,并在全国银行间债券市场中交易;企业债由发改委实行核准制,其中中央企业还必须接受国资委的管理,企业债在证券交易所和全国银行间债券市场中交易;公司债由证监会实行一次核准、分期发行管理制度,在证券交易所中交易。

由于对企业直接债务融资工具并没有一个统一的部门管理,造成目前对短期融资券、中期票据、企业债和公司债融资比例的规定缺乏统一性,存在着很大的政策模糊空间。

2007年8月证监会颁布的《公司债券发行试点办

法》第七条规定,公司发行债券应遵循“本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的百分之四十;金融类公司的累计公司债券余额按金融企业的有关规定计算。”2008年1月《国家发展改革委关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》中规定,企业公开发行企业债券“累计债券余额不超过企业净资产(不包括少数股东权益)的40%”。2008年4月中国银行间市场交易商协会发布的《银行间债券市场非金融企业短期融资券业务指引》第四条规定:“短期融资券待偿还余额不得超过企业净资产的40%。”《银行间债券市场非金融企业中期票据业务指引》第四条规定:“中期票据待偿还余额不得超过企业净资产的40%。”从上述对短期融资券、中期票据、企业债和公司债发行规模的规定来看,管理部门的不同导致了债券累计待偿还余额的标准处理上有所差别,发改委、证监会和中国银行间市场交易商协会对各自监管的债务融资工具都明确了40%的上线。但是短期融资券、中期票据、企业债和公司债的发行是四者债券余额的总和不得超过企业净资产额的40%,还是各自分别不得超过净资产额的40%,这个问题并没有得到一个权威部门统一的明确规定,也因此留下了很大的政策空间,造成目前政策的模糊性。实际操作中,中期票据、企业债和公司债大致遵循累计债券余额或待偿还余额的总和不超过净资产40%的原则,而短期融资券则另行计算。依此推断,一个企业最大可发行的直接债务融资比例应该是该企业净资产额的80%。

二、商业银行综合授信比例限制分析

2005年12月银监会颁布的《商业银行风险监管核心指标(试行)》第9条规定:“单一集团客户授信集中度为最大一家集团客户授信总额与资本净额之比,不应高于15%。”“单一客户贷款集中度为最大一家客户贷款总额与资本净额之比,不应高于10%。”以上授信总额包括贷款、购买债券、担保、拆借、贸易融资、票据承兑和贴现、透支、保理、贷款承诺、开立信用证等。2006年12月颁布的《商业银行集团客户授信业务风险管理指引》,则进一步加强了单一集团客户授信的风险管理,重申了15%和10%的比例限制,该指引还规定商业银行对集团客户内各个授信对象核定最高授信额度时,应在充分考虑各个授信对象自身的信用状况、经营状况和财务状况的同时,还应充分考虑集团客户的整体信用状况、经营状况和财务状况,最高授信额度应根据集团客户的经营和财务状况变化及时作出调整。根据审慎监管的要求,银监会有权调低单个商业银行

单一集团客户授信与资本余额的比例。

从银监会对商业银行授信业务的管理规定中可以看出,商业银行对单一客户贷款和购买其债券之和的最大比例是15%。2009年末,我国包括工、农、中、建、交等21家商业银行的资本净额是3万亿左右,他们对单一集团客户的最大授信额度是0.45万亿,并且包括了贷款、购买的债券、担保等,由于企业和商业银行之间的业务种类多样,因此实际贷款和购买债券两项之和应该比0.45万亿少很多,另外,企业也不可能用尽这21家主要商业银行所有的授信额度。另一方面,对于在国民经济中占有重要地位的大型中央企业来说,它们的资产规模庞大,资金需求量巨大,0.45万亿看似很多,但对于像中石油、中石化和电力企业来说,商业银行在15%比例下所能提供的资金就显得比较紧张和不足。有限的授信额度将制约商业银行对企业的贷款规模,也限制了通过商业银行购买企业短期融资券、中期票据、企业债和公司债等直接债务融资工具的规模。

三、企业资产负债比例限制分析

对于中央企业来说,除了受到债券发行比例40%的限制和商业银行综合授信15%的比例限制之外,还要受到国资委对企业经营考核的若干指标限制,这些指标中就包括对央企资产负债率的限制。据悉,2009年1月召开的央企负责人经营业绩考核工作会议指出,资产负债率在70%以上的企业,原则上都要把适当降低负债水平纳入年度业绩考核指标体系,对资产负债率偏高的企业,在计算净资产收益率时实施分类处理。2009年12月国资委颁布的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》中更是明确规定,在考核经济增加值时,资产负债率在75%以上的工业企业和80%以上的非工业企业,资本成本率要求上浮0.5个百分点。因此,资产负债率75%的比例限制,制约了企业最高负债额度。面对拥有庞大资产的国有企业,为了在实现国有资产保值增值的同时,有效地防范债务风险,国资委对国有企业资产负债率的限制是必要的,但与此同时也限制了国有企业通过提高债务融资比例和灵活运用财务杠杆来增强企业盈利的能力。

另一方面,国资委在对国有企业负债比例进行限制的同时,也通过考核经济增加值的方式,间接地提高了国有企业主动改善债务融资结构的动力。在经济增加值考核中,企业不仅要考虑利润,而且还要考虑资金成本,而企业债务融资中的银行贷款与短期融资券、中期票据、企业债、公司债之间的资金成本是不尽相同的。企业短期融资券等债券融资的成本与同期银行贷

款利率相比相对较低,债券融资中短期融资券和中期票据的融资成本相对企业债和公司债来说又更低一些。资金成本的差异会促进企业在经济增加值考核的压力下,积极主动地去调整银行贷款和债券融资之间的比重关系,积极主动地去调整债券融资中短期融资券、中期票据和企业债、公司债之间的比重关系。这些都有效地促进企业在可能的范围内,扩大直接债务融资比重,着力创新低成本融资方式,以优化债务结构,控制资本成本。

四、对突破债务融资比例限制的一些思考

我国对企业债务融资不仅从资金供给方面限制了融资额度,而且从企业债务融资需求上也进行了限制。从资金供给方面来看,根据银监会的规定,商业银行对单一集团客户的综合授信业务规模最多为银行资本净额的15%;从资金需求方面来看,根据发改委、证监会和中国银行间交易商协会的规定,企业发行短期融资券、中期票据、企业债和公司债的所有额度之和是企业净资产的40%,另外,根据国资委的规定,央企资产负债率上线一般是75%。我国企业特别是大型中央企业集团在债务融资中,必须要同时满足这三个比例,因此,他们实际最终能够实现的债务融资规模要小得多。总之,监管机构对我国企业债务融资所设定的三个比例上线,互相牵制,犹如一张无形的网,制约了企业债务融资规模。

本文认为,为了突破这三个比例上线的限制,我们应该从以下几个方面入手。

(一)对资产负债率的突破

企业债务融资所可能达到的规模,首先是受限于资产负债率的规定,国资委出于风险控制考虑所设定的75%资产负债率上线是审慎的、必要的,为了突破企业债务融资规模首先就需要重新合理核定资产负债率上线。企业资产负债率到底是多少合适,并没有一个固定的模式,而是随着企业出于自身发展和行业发展的不同阶段来确定的,比如,在企业扩张阶段,资产负债率自然就应该高些。

虽然国资委对中央企业设定75%的资产负债率是必要的,但本文认为,对于关系国家发展战略而且需要大量资金投入的央企,75%的比例限制还是可以再往上提高,因为既然是关系到国家发展战略,如果在以往的计划经济年代,企业所需要的这些资金必然是由国家财政直接投入,现在通过公司改制成独立法人,但其所需资金的投向实质是带有政策性的,具有一定的强制性,不可能因为资金不够而取消这些关系国家发

展战略的项目,比如高速铁路建设、智能电网建设、大型油田开发,因此,国资委对中央企业资产负债率的限制可以实行较为明显的分类指导,对这些其实是以国家信用做后盾的重点央企和重点项目的资产负债率可以取消或者大幅提高。而对其他央企可以根据企业行业特征分行业核定资产负债率。另外,既然中央企业是我国国有经济的重要支柱和重要堡垒,一般都肩负着一个行业的引领责任,那么75%比例是否应该整体上调值得我们考虑。

(二)对直接债务融资比例的突破

对企业直接融资规模40%比例上线的突破需要发改委、证监会和中国银行间交易商协会之间的协调和统一,需要梳理清楚短期融资券、中期票据、企业债和公司债的发行模式和交易地等问题。

目前,短期融资券、中期票据和企业债、公司债不仅发行模式不一样,而且交易地也不一样,造成各管理部门之间的协调较难,企业直接债务融资发展较为缓慢。从发行模式来看,短期融资券和中期票据所采用的注册制是一种完全市场化的发行方式,实现了市场主体的自律管理,灵活高效的注册制可以提高市场参与程度和活跃度,使投资人成为权责匹配的真正市场主体,有助于发行人提高融资效率,降低融资成本,也是我国债券市场未来发展的方向所在;就交易地来看,由于债券投资具有现金管理的作用,其交易通常表现出大宗批发交易的特性,证券交易所的集中竞价撮合交易机制难以满足大宗非连续性交易需求,不应成为债券流通的主流形式,而代表我国批发债券市场的全国银行间债券市场,其组织成员基本是一些能够提供大量资金供给的金融机构,覆盖了我国的金融体系,并且采用了国外发达国家占主流的场外报价驱动交易模式,目前,全国银行间债券市场已渐渐演变为我国债券市场的主导力量,说明全国银行间债券市场场外报价驱动交易模式是我国债券市场未来发展的主要方向。

本文认为为了拓展我国企业直接债务融资规模,优化直接债务融资工具之间的结构,可以考虑:

(1)统一企业债和公司债为企业债。因为这两者实质是一样的,仅仅是由于管理部门的不同而分化。

(2)鉴于企业债务融资投资者的资金供给能力和他们的交易习惯,统一直接债务融资工具的交易地为全国银行间债券市场。

(3)由于全国银行间债券市场中都是具有风险识别能力的机构,因此可以明确规定短期融资券、中期票据、企业债的发行是三者债券余额各自不得超过企业

净资产额的40%,总和不超过120%,由市场投资者来决定企业直接债务融资工具在银行间债券市场中所实际能达到的规模和比例。

(4)由中国银行间交易商协会统一管理短期融资券、中期票据和企业债的发行等工作,并逐步实行注册制。在涉及到国家行业政策时,由中国银行间交易商协会同时商请发改委是否同意,在涉及到央企时同时在国资委备案,在涉及到上市公司时同时在证监会备案,当发改委、国资委或者证监会认为根据已有规定,需要阻止直接债务融资工具发行时,应在规定时间内通知中国银行间交易商协会,中国银行间交易商协会应拥有取消已注册但发改委、国资委和证监会有异议的直接融资债券的发行权利;企业注册后应规定一定时间期限为注册生效过渡期,以便发改委、国资委和证监会确定融资事项是否违反有关规定,过渡期一经过没有通知中国银行间交易商协会的,企业所注册的直接债务融资事项自然生效。

(三)对商业银行综合授信比例的突破

突破企业债务融资现有规模还必须在资金供给方面寻求解决之道。本文认为,银监会出于风险防范考虑,对商业银行单一集团客户综合授信15%比例限制是很有必要,也是符合巴塞尔协议精神,为此,我们只有通过其他途径来减少商业银行15%综合授信比例限制所造成的影响。

第一,保险资金购买企业直接债务融资工具,就可以间接提高企业在银行的综合授信空间。2009年3月,保监会发布的《关于增加保险机构债券投资品种的通知》规定保险机构可以投资境内市场发行的无担保债券中期票据。2009年10月,保监会将保险机构投资企业(公司)债券的比例,由不超过该保险机构上季末总资产的30%调整为不超过该保险公司上季末总资产的40%。2010年1月,我国开始试点保险公司购买银行间债券市场公开招标发行的无担保企业债。2010年7月,保监会颁布了《保险资金运用管理暂行办法》,该办法规定投资于无担保企业(公司)债券和非金融企业债务融资工具的账面余额,合计不高于本公司上季末总资产的20%。我国保险业发展很快,资产规模很大,截至2010年4月,保险公司资产总额达到4.3万亿元,为企业直接债务融资提供资金支持奠定了坚实基础。

第二,社保基金购买企业直接债务融资工具。2001年《全国社会保障基金投资管理暂行办法》第二十八条规定,划入社保基金的货币资产的投资,按成本计算,企业债、金融债投资的比例不得高于10%,并规定单个

投资管理人管理的社保基金资产投资于一家企业所发行的证券或单只证券投资基金,不得超过该企业所发行证券或该基金份额的5%;按成本计算,不得超过其管理的社保基金资产总值的10%。2009年下发的《全国社会保障基金理事会委托投资通知》中,据悉明确了部分社保组合可以投资中期票据。社保基金资产规模庞大,可以作为资金的有效提供者,间接拓展商业银行综合授信额度。

第三,引进私募基金等资金定向购买企业直接债务融资工具。我国私募基金经过快速发展,规模比较大,通过引进私募基金进入银行间债券市场购买定向债务融资工具,不仅规避了商业银行综合授信比例限制,而且可以更加有效地疏导、管理私募基金。

第四,企业采用信托融资工具。信托融资没有明确的额度限制,商业银行的综合授信额度也不包括信托融资,因此可以用信托融资来缓解商业银行授信空间不足的问题。

综上所述,监管机构主要出于风险考虑而对企业设定的资产负债率、债券融资比例和综合授信比例,在一定程度上制约了企业灵活运用财务杠杆的能力,制约了企业根据自身发展阶段优化资产负债结构的能力,这些比例限制应该根据我国经济发展和金融市场发展而作出相应调整,不应一成不变。对一些已经存在明显的可以改进、可以统一管理的方面,管理机构应探索新的融资工具,比如是否可以考虑在银行间债券市场发行资产支持票据,以提高票据的信用等级,吸引更多的投资者购买。另外,企业也应该充分利用现有融资工具,不应该拘泥于银行贷款、短期融资券、中期票据和企业债,比如为了间接突破资产负债率限制,企业可以主动尝试通过债务证券化的方式,将债务移出资产负债表,降低资产负债率;为了间接突破商业银行授信额度比例限制,可以利用商业银行综合授信额度不包括质押贷款和抵押贷款的政策,采用质押贷款和抵押贷款,拓展因比例而受限的直接和间接债务融资工具的融资规模。

[参考文献]

[1]张雪莹,李琳.中期票据市场发展的国际经验[J].中国货币市场,2008,(5).

[2]张雪,吴文峰.资本市场监管边界研究——来自短期融资券与公司债券市场发展对比的研究[J].哈尔滨商业大学学报,2009,(2).

[3]陈晖,岑雅衍.我国债券市场监管中的利益冲突分析[J].湖南师范大学社会科学学报,2009,(4).