

我国企业直接债务融资工具比较分析

胡志成

(中国社会科学院金融研究所博士后流动站, 北京 100732)

摘要: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, 而由人民银行和中国银行间市场交易商协会主导的中期票据则以灵活的市场化的注册发行制度快速赢得了债券市场的青睐和重视。比较各类直接债务融资工具的不同之处, 思考短期融资券、中期票据、企业债和公司债的管理模式和发展前景, 并研究突破发行规模比例上限的可能性, 是我国企业直接债务融资市场当前面临的最重要的发展问题。

关键词: 短期融资券; 中期票据; 企业债; 公司债

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

文章编号: 1007-9041-2010(09)-0076-03

一、企业直接债务融资工具之间的比较分析

拘于我国的经济管理体制, 我国企业直接债务融资工具分属不同的部门监管, 各自的监管模式、运行方式也不尽相同。短期融资券、中期票据、企业债和公司债在我国最主要的区别在于监管模式和交易方式的不同。

(一) 发行模式不同。

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交易; 公司债由证监会实行一次核准、分期发行管理制度, 并在证券交易所交易。企业债和公司债从本质上看, 只是名称不同而已, 它们最大的区别在于监管部门不同。企业债和公司债目前虽然实行核准制, 但仍旧带有浓厚的行政审批色彩, 而中期票据则实行灵活高效的注册制。其中, 核准制采用的是实质性管理原则, 目的在于禁止质量差的证券公开发行, 目前没有发债额度限制, 凡符合发债规定标准的债券均可获得批准, 但是还必须要经主管机关批准, 并符合监管机构制定的适于发行的实质性条件。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。只要有市场需求, 企业在中国银行间市场交易商协会进行注册之后, 债券随时可以发行, 而对债券产品的风险、价值判断及是否接受产品发行的决定均来自于市场。

注册机制发行流程短、速度快, 并且投资者可就特定投资需求向主承销商进行逆向询价, 具有“灵活多变、量身定制”的特点。注册制的灵活高效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, 因此人民银行和中国银行间市场交易商协会主导的注册制下的短期融资券和中期票据, 对我企业直接债务融资市场的发展将产生深远意义。

(二) 交易方式不同。

目前, 短期融资券和中期票据在全国银行间债券市场交易, 企业债在全国银行间债券市场、证券交易所交易, 而公司债仅在证券交易所交易。

证券交易所参与者比较广泛, 适合不同投资者, 例如保险公司、基金公司、央企财务公司、企业、个人投资者只要通过交易所开户, 都能参与交易。证券交易所交易是通过交易系统集中竞价撮合交易, 自动完成债券交割和清算。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, 而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, 因此, 不利于债券的流动性。

全国银行间债券市场主要是一些金融机构参与交易。其组织成员包括了各类金融机构、非金融机构法人以及企业年金基金等, 基本覆盖了我国的金融体系, 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。我国全国银行间债券市场交易模式采用了国

收稿日期: 2010-08-05

作者简介: 胡志成(1976-), 男, 湖北孝感人, 高级工程师, 博士, 中国社会科学院金融研究所博士后, 供职于中国电力财务有限公司。

外发达国家占主流的场外报价驱动交易模式，交易双方通过交易系统界面以询价方式与自己选定的交易对手逐笔达成交易，然后根据双方约定的清算路径，自行清算，并引入电子化的报价驱动交易。

另外，短期融资券、中期票据、企业债和公司债其他方面的区别还表现在发行主体、期限、有无担保、募集资金用途的限制等。比如，在发行主体方面，短期融资券和中期票据的发行主体比企业债、公司债宽泛，只要市场能够接纳，凡具有法人资格的非金融企业均可发行，而企业债是由中央政府部门所属机构、国有独资企业或国有控股企业发行，公司债由上市公司发行；在募集资金用途的限制方面，短期融资券和中期票据的募集资金只要用于本企业的生产经营即可，而企业债和公司债对资金用途进行了较为严格规定，募集的资金投向要符合国家产业政策和行业发展方向。具体区别如表1所示。

二、企业直接债务融资工具之间的协调发展问题

目前，我国对企业直接债务融资工具的核准或者注册实行的是分割管理，短期融资券、中期票据、企业债和公司债分属于不同的监管机构监管，上市交易地也不尽相同，这种分割监管及其所造成的债券市场的分割，降低了企业直接债务融资的积极性。

针对目前短期融资券、中期票据、企业债和公司债债券市场分割管理的现状，我们应认真思考并优先解决以下两个问题。

(一) 管理模式的选择问题。

目前，企业直接债务融资债券的发行与监管仍旧处于彼此相对独立的状态。人民银行负责管理发行一年期以下的短期融资券；一年期以上的债券中，企业债由发改委管理，公司债由证监会管理。人民银行和中国银行间市场交易商协会管理的中期票据，在某种程度上打破了原有债券市场的分割状态，原先的市场平衡被打破。中期票据采取了没有试点、没有批次、不预设规模的开放式姿态，市场化程度很高，挤压了企业对于企业债和公司债的需求，并进一步加速了全国银行间债券市场的扩张。

企业对直接债务融资工具的市场化选择说明注册制适应了我国当前经济和资本市场的发展步伐，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。

(二) 发行规模及其协调问题。

自上世纪90年代中期以来，我国企业债券发行一直执行“累计债券总额不超过公司净资产额的40%”的规定。时至今日，40%这一规定已经成为企业直接债务融资的天花板，严重限制了企业融资需求。

表1 短期融资券、中期票据、企业债和公司债比较

	短期融资券	中期票据	企业债	公司债
管理部门	人民银行、中国银行间市场交易商协会		发改委	证监会
发行主体	具有法人资格的非金融企业		境内注册登记的具有法人资格的企业，一般中央政府部门所属机构、国有独资企业或国有控股企业。	沪、深证券交易所上市的公司及发行境外上市外资股的境内股份有限公司。
发行申报制度	注册发行。在中国银行间市场交易商协会注册，注册有效期2年；注册有效期内，企业主体信用等级低于发行注册时信用级别的，发行注册自动失效。		直接审核发行。中央直接管理企业的申请材料直接申报；国务院行业管理部门所属企业的申报材料由行业管理部门转报；地方企业的申请材料由所在省、自治区、直辖市、计划单列市发展改革委门转报。	核准发行。证监会受到申请文件后，5个工作日内决定是否受理；受理初审后，发行审核委员会审核申请文件，作出核准或者不予核准的决定。
发行规模	短期融资券待偿余额不得超过企业净资产的40%	中期票据待偿余额不得超过企业净资产的40%	不超过企业净资产（不包括少数股东权益）的40%。	不超过最近一期末净资产的40%；金融类公司的累计公司债券余额按金融企业有关规定计算。
募集资金投向	应用于企业生产经营活动，并在发行文件中明确披露具体资金用途。企业在中期融资券存续期内变更募集资金用途应提前披露。	应用于企业生产经营活动，并在发行文件中明确披露具体资金用途。企业在中期融资券存续期内变更募集资金用途应提前披露。	符合国家产业政策和行业发展方向，所需相关手续齐全： (1) 用于固定资产投资项目的，应符合固定资产投资资本金制度的要求，原则上累计发行额不得超过项目总投资的60%。 (2) 用于收购产权（股权）的，比照该比例之行。 (3) 用于调整债务结构的，不受该比例限制，但企业应提供银行同意以债还债的证明； (4) 用于补充营运资金的，不超过发债总额的20%。	必须符合股东会或股东大会核准的用途，且符合国家产业政策。
债券利率	债务融资工具发行利率、发行价格和所涉费率以市场化方式确定。		企业债券的利率由发行人与其主承销商根据信用等级、风险程度、市场供求状况等因素协商确定。但不得高于同期限定期存款利率的40%。	发行价格由发行人与保荐人通过市场询价确定。
发行期限	不超过一年	一般2—10年，以5年为主	一般3—20年，以10年为主	一般3—10年，以5年为主
发行时间	企业在注册有效期内可一次发行或者分期发行债务融资工具。企业应在注册后2个月内完成首期发行。企业如分期发行，后续发行应提前2个工作日向中国银行间市场交易商协会备案。		须在批准文件引发之日起两个月内完成发行	可申请一次核准，分期发行。自核准发行之日起，应在6个月内首期发行，剩余数量应当在24个月内发行完毕。首期发行数量应当不少于总发行数量的50%，剩余发行的数量由公司自行确定，每期发行完毕后5个工作日内报中国证监会备案。
担保形式	不要求担保		企业可发行无担保信用债券、资产抵押债券、第三方担保债权。为债券的发行提供保证的保证人应当具有代为清偿债务的能力，保证应当是连带责任保证。	对公司债券发行没有强制性担保要求。若为公司债券提供担保，担保范围包括债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债券的费用；以保证方式提供担保的，应当为连带责任保证，且保证人资产质量良好
承销	应由金融机构承销。企业可自主选择主承销商。需要组织承销团的，由主承销商组织承销团。		由具有承销资格的证券经营机构承销。	—
交易场所	全国银行间债券市场		全国银行间债券市场、证券交易所	证券交易所
法律法规依据	人民银行《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》(2008年4月15日实施)。		国务院《企业债券管理条例》(1993年8月2日颁布)；国家发改委《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》(2008年1月2日颁布)；国资委《中央企业债券发行管理暂行办法》(2008年4月3日颁布)	证监会《公司债券发行试点办法》(2007年8月14日实施)。



另外，我国企业净资产在一段时间是稳定并缓慢增长的，企业直接债务融资市场每年的增长速度也就因此被40%所限制。

发行规模另一个值得商讨的问题是，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。在具体操作上，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。那么，随着企业的不断壮大以及债券市场的不断完善，40%这一比例已不足以满足企业的资金需求。发行规模的放宽和阔大

刻不容缓。

综上所述，注册发行制度是我国企业直接债务融资工具的发展方向，而人民银行和中国银行间市场交易商协会主导的中期票据正是以其灵活的市场化的注册制快速赢得了市场青睐。思考并解决短期融资券、中期票据、企业债和公司债的发行管理模式，并研究突破40%比例上限的可能性，是我国企业直接债务融资市场发展所面临的最直接问题，也是我国落实国务院“要求继续抓紧落实债券市场发展问题，提出要改变债券融资发展相对滞后的状况，丰富债券市场品种，促进资本市场协调发展”的关键一步。

参考文献

- [1] 崔宏. 中国企业债券市场呼唤“违约债券”[J]. 银行家, 2009, (10).
- [2] 杜娟, 陈娜, 游静. 中国中期票据业务的绩效分析[J]. 经济研究导刊, 2009, (6).
- [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).
- [4] 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).
- [5] 肖宇, 罗滢. 中国债券市场的发展路径[J]. 宏观经济研究, 2009, (2).

(责任编辑: 张浩; 校对: ZH)

(◀◀上接第44页) 级政府财政和战略投资者组成, 股权占比相对均衡, 避免一股独大造成对企业的绝对控制。联合银行再用股本金对辖内机构参股, 成为各农信社法人的股东。股份制改造后, 联合银行按照公司治理实行企业化运作。各法人社通过对联合银行的入股获得服务, 联合银行统筹资源为辖内机构提供其自身想办办不到或单干成本不划算的金融服务, 如人力资源管理、产品研发和设计、信息技术系统建设、结算等, 解决单个法人的弱势性问题。省政府通过联合银行对法人社间接入股, 变行政授权管理为资本管理, 按照市场的规则调控和引导农信社立足当地、服务“三农”, 并加强对辖内机构的信贷风险监测、合规性管理和审计监督, 解决农村金融公共性问题。

(三) 改革新政出台之前, 继续落实国家政策, 保持改革连续性。

一是根据中央[2009]1号文件精神, 农信社要稳定县域, 改革的最终目标是增强农信社对“三农”和

中小企业的金融服务功能, 改制不改“姓”, 不论怎么改, 仍属农村金融范畴。农商行急于脱农, 盲目向外扩张, 从长远来看, 既不符合自身的战略定位, 也与中央关于农信社改革的精神南辕北辙, 必须及早予以制止。二是继续贯彻国务院文件精神, 重申农信社管理权属于省级政府, 不能层层下放给地方政府。历史的教训是深刻的, 农信社改革之前形成的大量历史包袱大部分是涉政不良贷款, 至今仍困扰着部分农信社的生存发展, 现在若放任地方政府对农信社的干预, 乃重蹈覆辙。三是省联社继续按照银监会要求的“管理、服务、协调、指导”八字职能坚守岗位, 在重点做好服务工作的同时, 管理也不能放松, 避免农信社出现管理空白期, 酿成新的风险。管理方式、方法则要根据各机构的管理水平和发展现状区别对待, 实行科学分类管理。

(特约编辑: 梁红漫; 校对: LHM)