

经济新常态下非金融企业债务融资新常态研究

——以安徽省为例

闵晓鸣^{*1}

中国人民银行淮北市中心支行

【摘要】：2012年以来，银行间市场快速扩容，非金融企业债务融资工具发行量不断攀升，非金融企业融资新常态业已形成。安徽省非金融企业债务融资在总量快速发展的同时，“挤出效应”明显，债务融资传统行业投向占比过高不利于经济结构转型、部分债券融资与银行贷款同质性较强等问题凸显。应建立中小企业直接债务融资板块；扩充中小企业融资主体，丰富中小企业债券品种；加强企业债券融资投资方向指导管理和风险管理。

【关键词】：经济新常态，债务融资，非均衡发展

一、新常态下安徽省企业债务融资新常态已经形成

据统计，2012—2014年，安徽省非金融企业债券融资金额达2037亿元，占2012—2014安徽省金融机构本外币贷款增量的24.92%。其中，仅2014年，安徽省非金融企业债务融资工具累计发行额为1011亿元，占当年安徽省本外币贷款增量的33.7%。经济新常态下，安徽省企业债务融资无论是总额还是增幅均保持高速增长态势，已经成为仅次于银行贷款的企业第二大资金来源^[1]。

(一)大企业债务融资占比高

一是大型企业发债家数占比大。近三年以来，安徽省共有56家企业在银行间市场发行非金融企业债务融资工具共计195笔，其中大型企业47家，中小型企业9家，小型企业0家。二是大型企业发债金额较高。大型企业累计发债额为2002.5亿元，占比98.30%；中型企业累计发债额为34.6亿元，占比1.70%（见表1）。

表1 2012-2014年安徽省非金融企业债务融资情况(单位：亿元，%)

	大型企业	中型企业	小型企业	合计
家数	47	9	0	56
金额	2002.5	34.6	0	2037.1
金额占比	98.30	1.70	0	100

资料来源：笔者根据中国人民银行合肥中支货币信贷处相关资料整理得出。

(二)少数大型企业反复发债

^{*1}作者简介：闵晓鸣(1982-)，男，安徽宿州人，现供职于中国人民银行淮北市中心支行。

2012年以来，在56家发债企业中发债金额超过50亿的有10家，发债金额合计为1622亿元，占安徽省发债金额的79.6%。如表2所示，发债额超过百亿的有5家，分别为淮南矿业、安徽高速、合肥建投、奇瑞汽车、马钢集团，累计发债笔数为70笔，占安徽省发债笔数的35.9%；累计发债金额为1261亿元，占安徽省发债金额的61.9%。发债额居前三位的企业共发债55笔，占安徽省发债笔数的28.2%；累计发债金额为980亿元，占安徽省发债金额的比例近一半。

表2 2012—2014安徽省发债额超百亿的企业发债情况(单位：亿元，%)

发债企业	发债笔数	笔数累计占比	发债金额	金额累计占比
淮南矿业	26	13.3	572	28.1
安徽高速	21	10.8	213	10.4
合肥建投	8	4.1	195	9.6
奇瑞汽车	8	4.1	146	7.2
马钢集团	7	3.6	135	6.6
合计	70	35.9	1261	61.9

资料来源：笔者根据中国人民银行合肥中支货币信贷处相关资料整理得出。

(三) 传统煤炭基地直接融资已经取代银行间接融资，成为传统行业资金主要来源

2014年，两淮地区煤炭企业直接融资243亿元(绝大部分是企业债务融资)，是2014年两淮地区全部银行机构新增贷款总额的3.63倍。截至2015年1季度末，两淮地区煤炭企业直接融资61亿元(绝大部分是企业债务融资)，是2015年1季度两淮地区全部银行机构新增贷款总额的1.11倍。2014年以来，两淮地区煤炭行业等传统行业直接融资已经取代传统的银行信贷融资，成为企业主要资金来源，有效降低了传统产业企业对银行信贷资源的依存度，释放出更多的银行信贷资源(见表3)。

表3 两淮(淮南淮北)地区直接融资与新增贷款比重

	直接融资新增额度(亿元)	新增贷款额度(亿元)	直接融资额占新增贷款额比重(%)
2014年末(较全年)	243	66.9	363.23
2015年1季度(较年初)	61	54.8	111.31

资料来源：笔者根据中国人民银行淮北市中支、淮南市中支相关数据整理得出。

(四) 短期、超短期债券融资在非金融企业债务融资中占比近五成

2014年以来，经济结构调整对部分大型企业尤其是传统能源产业产生较大影响，企业效益下滑，流动性资金偏紧，对短期债务融资工具需求旺盛，受此影响，安徽省非金融企业债务融资快速扩张，其中短融(含超短融)发展速度较快。据统计，仅2014年，安徽省非金融企业债务融资中，1年期(含)及以下债务融资额度达501亿元，占全年非金融企业债务融资比重达49.55%。

二、经济新常态下安徽省债务融资非均衡发展原因分析

2014年以来，整体宏观经济环境有利于安徽省非金融企业债务融资发行，但大型企业发行债务融资工具便利性高，中小型企业发行债务融资工具制约因素较多成为安徽省非金融企业债务融资工具发展不均衡的主要原因。

(一) 宏观经济金融形势有利于非金融企业债务融资

非金融企业债务融资2014年出现快速增长，这主要是受到融资成本下行、投资者需求增大和发行主体扩容的影响。一是宏观经济减速，货币政策逐步向“稳健的货币政策要松紧适度”转变，债务融资成本下行。自2014年以来人民银行频繁采取降息

降准措施促进经济平稳发展。从市场资金面看，多项货币政策措施有利于市场流动性的释放，金融市场流动性整体保持宽松的状态，总体上利于债券的发行。二是发行主体扩容。2014年以来，证监会等市场监管主体出台扩容政策以使更多的符合短融发行条件的企业发行短融工具，促进短融市场发行主体的多元化发展。人民银行加大对其指导下的金融债、中期票据、短融、超短融、中小企业集合票据以及其他创新型品种的债券融资工作力度，上述措施提升了非金融企业债券发行积极性。三是投资者需求增大。由于近年来中国通胀水平一直维持在较低水平，2014年通胀率仅为2%，创五年来新低，一定程度上保证了债券收益跑赢CPI，投资者对债券需求增大，促进了非金融企业债务融资的发行^[2]。

(二) 大企业更易达到直接债务融资标准，发行成本优势明显

一是债务融资工具的发行对企业的主体信用级别、企业主体规模、企业所属行业等要求较为苛刻，大型企业相比中小企业而言，更容易达到发行的标准。如监管机构规定“企业发行直接债务融资工具的待偿还余额不得超过企业净资产的40%”。规模大的优质企业发债空间较大。二是大企业直接债务融资成本更有优势。企业主体规模越大、主体信用级别越高，发行的利率就越低。2012—2014年，安徽省大型企业发债的加权平均利率分别比中小企业低0.52、0.63、0.38个百分点。个别大型企业发债利率极低，如2013年淮南矿业曾以4.00%的利率发行1年期短期融资券，远低于同期限贷款基准利率。2014年安徽古井集团以4.72%的利率发行3年期中期票据，接近农合机构同期定期存款利率4.675%（见表4）。

表4 安徽省近三年不同类型企业发债利率情况(单位：亿元，%)

	大型企业		中小企业		合计	
	金额	利率	金额	利率	金额	利率
2012年	504.0	4.99	11.6	5.51	515.6	5.00
2013年	503.5	5.58	7.0	6.21	510.5	5.59
2014年	995.0	6.02	16.0	6.40	1011	6.03
合计	2002.5	5.65	34.6	6.06	2037.1	5.66

资料来源：笔者根据中国人民银行合肥中支货币信贷处相关资料整理得出。

(三) 中小企业债务融资工具发行制约因素较多

中小企业发债承销佣金较低、步骤较繁，多数承销商参与热情不高。主要表现在以下两个方面：一是环节多、周期长。非金融企业债务融资工具发行有着严格的操作流程，不管是单体债还是集合债，从立项、尽职调查、审计评估、担保再担保，到出具法律意见书、制作发行文书、组成承销团、提报交易商协会、信息披露，再到发行和发行后的管理，承销商需要做大量的工作。如安徽省芜湖市2012年第一期中小企业集合票据，该债券在2011年就向银行间市场交易商协会提交了注册申请，到2012年7月13日才公开发行。二是承销金额小、收入低。承销商的手续费收入大约为承销金额的0.3%左右。而中小企业集合票据由于发行金额小导致承销商收益低，与承销商承销投入不匹配，多数承销商参与热情不高。以区域集优票据为例，参与企业净资产不能低于人民币2000万元，按净资产40%计算，最高发债额只有800万元。承销商为做大发债规模以提高收益，就会抬高企业准入门槛。

三、新常态下非金融企业债务融资问题分析

(一) 大型企业债务融资工具发行占绝对优势，对中小企业债务发行挤出效应明显

由于融资成本较低，进一步提升了大型企业债务融资的积极性，2012—2014年，安徽省非金融中大型企业债券融资总额占比达98.3%。仅2012年发行过2期、金额共6.6亿元的中小企业集合票据。从现有数据来看，安徽淮北矿业、淮南矿业两大煤炭企业2015年1季度债券融资额度就达61亿元，以此发行规模估算，2015年两大矿业集团的债券融资额度将超越2014年，2015

年安徽省大型企业的债务融资额度将进一步扩张，这对本就处于直接债务融资劣势的中小企业而言，产生了明显的挤出效应，进一步加剧中小企业直接债券融资的难度，加剧资金分配的不均，不利于广大中小企业等市场主体的健康发展。

(二) 债券市场资金错配加剧，削弱或延迟货币政策执行效果

健康的金融市场应该是结构合理、多层次的市场架构。大型企业本身资金充裕却获得了更多的债务融资机会，中小企业本身资金缺乏，在债券市场却难以满足需求，债务融资工具更倾向于大型企业，更加剧了企业间的资金错配^[3]。大型企业的直接债务融资工具占比高，不利于市场健康发展，容易引起“赢者通吃”的格局。同时，大型企业债券融资占比过高且趋势有增无减将削弱货币政策执行效果。

(三) 发债企业大多数为传统行业，不利于经济结构转型

从近三年安徽省非金融企业发债情况看，钢铁、煤炭、造纸、房地产等传统行业发债额占全省总发债额的7成以上。2014年，安徽省共有47家企业发行债务融资工具，仅淮北矿业集团、淮南矿业集团、马鞍山钢铁集团和铜陵化工四大传统能源企业就发行债券达487亿元，占当年安徽省非金融企业债券融资总额比例为48.47%，几乎占据了当年安徽省非金融企业债务融资总额的一半。虽然也有像国投新集能源、国祯环保、现代牧业等转方式、调结构的行业企业，但总体发债笔数少、金额小。农业现代化农头产业、战略性新兴产业利用银行间市场融资比例低，金融市场对转方式、调结构的引导作用没有有效发挥。

(四) 部分非金融企业债券融资与银行贷款同质性较强，易向银行机构转嫁风险

部分非金融企业债券融资工具如中期票据、短期融资券等公司债券，名为直接融资，实为银行引导居民储蓄购买，导致该种方式的直接融资成为银行的另一种信贷业务，与银行贷款无本质区别，如安徽某大型煤炭企业发行企业债券，由省内某银行机构以信托理财的方式诱使居民购买，在当前经济下行，煤炭行业整体走势不明朗的情况下，煤炭企业风险转嫁和集中在银行系统，导致银行体系存在较高的潜在风险。

四、新常态下解决非金融企业债务融资政策建议

中国经济发展已进入转型期，但目前在经济转型过程中，金融服务还存在滞后性，对实体经济支持力度有限，与实体经济脱钩也会越来越大^[4]，所以要发展能够承担高风险，满足创新发展转型需要的直接融资平台，特别是非金融企业债券融资，改变以间接融资为主的模式，这是中国经济转型对金融业提出的更高要求，也是满足居民金融投资服务需求的重要方式。

(一) 完善新三板市场，建立中小企业直接债务融资板块

新三板市场从2006年建立以来，已有九年的历史，但总体发展缓慢。其中，2006—2011年，每年新挂牌企业数量只有20家左右。截至2014年末挂牌公司为1572家，总市值达4591亿元。工商数据显示，截至2014年末全国工商登记注册企业1819万户，其中99%左右的企业为中小企业，如果仅考虑在工商局注册登记的中小企业数，它们挂牌新三板的比例低于十万分之8.64。当前应适度降低中小企业直接债务融资的信用级别要求，参考证券市场中的中小板块模式，建立中小企业直接债务融资板块。缩短中小企业注册时间，减少发行流程，开通中小企业绿色通道，加快流程运转。

表5 2006—2014年8月中小企业挂牌新三板的情况

时间	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
A	6	12	17	19	16	25	105	156	1216
B	24.28	31.97	35.07	40.96	39.67	33.27	93.22	117.19	4473

注：A代表每年新挂牌企业数量(单位：个)；B代表每年新挂牌企业市值(单位：亿元)

资料来源：笔者根据新浪财经相关数据整理得出。

(二)落实“万众创业、大众创新”举措，扩充中小企业融资主体，丰富中小企业债券品种

一是建立多层次的债券产品结构，改变以高信用等级、大企业债券融资占绝对地位的格局，推出低信用、短期限的债券产品，鼓励非公开发行方式，如发展私募投资基金，为主体信用等级低的中小企业发行债券提供融资渠道。二是完善扶持创业投资发展的政策体系，鼓励和引导创业投资基金支持中小微企业。切实发挥财政资金的杠杆作用，进一步强化对中小企业市场融资的信用增进和风险缓释，进一步扩大符合银行间市场债务融资资质要求的中小企业主体范围。

(三)加强企业债券融资投资方向指导管理，使企业债券投资适应经济新常态要求

央行应进一步加强对银行间市场上述非金融企业债务融资工具的窗口指导，鼓励资金投向逐步向国家支持的新兴领域投入，提升货币政策促进资源分配的效果。证监会应加强对债券融资投向的研判及监管，出台具体措施逐步限制债券投资过度向传统行业倾斜的问题，逐步放宽新兴行业产业的债券融资，不断优化调整募集资金投向政策，引导资金流向国民经济重点领域和薄弱环节，为经济稳增长、调结构提供稳定的资金支持。

(四)加强非金融企业债券融资风险管理，降低向银行机构转嫁的风险

央行及银监会等银行业管理机构要从维护金融稳定的角度出发，强化金融消费者保护意识，加大对银行间非金融企业债券交易的摸底排查，纠正部分银行机构变相利用居民储蓄购买非金融企业债券的行为，切实保护金融消费者权益，防止产业风险向银行机构传导带来的金融及社会不稳定因素。

参考文献：

- [1]中国人民银行合肥中心支行.关于2014年度安徽省金融机构债务融资工具主承销业务评价结果的通报(合银办[2015]98号)[R].2015.
- [2]中国银行间市场交易商协会规范部专题课题组.企业债务融资工具投融资现状[J].金融市场研究,2013(12).
- [3]牛玉锐,孙明洁,焦裕龙,王颖.2014年债券市场统计分析报告[EB/OL].[2015-01-19],
<http://finance.cenet.org.cn/show-1510-66094-1.html>.
- [4]戴成莉.我国企业债务融资的探讨——基于企业债务融资工具的发展[J].财会研究,2011(17).
- [5]李湛.银行间债券市场私募债券发行现状与制度设计研究[J].农村金融研究,2012(8).

