

doi:12.3969/j.issn.1672-0598.2012.06.006

# SMECN 发行困境及其突破

——以 10 重庆 SMECN1 发行为例\*

李定清<sup>1</sup>, 吴涛<sup>1,2</sup>, 谭斌<sup>1</sup>

(1. 重庆工商大学应用技术学院, 重庆 400067; 2. 西南财经大学中国金融研究中心, 成都 610074)

**摘要:** SMECN 作为一种创新金融产品, 有效拓展了中小企业的融资渠道。但受到诸多制约因素的影响, SMECN 在我国资本市场发展较为滞后。本文通过西部内陆地区重庆成功发行 SMECN 的实践研究, 提出 SMECN 的发展需要来自企业内部和社会两个层面制度创新的推动。

**关键词:** SMECN; 融资渠道; 中小企业; 制度创新

**中图分类号:** F830.9 **文献标志码:** A **文章编号:** 1672-0598(2012)06-0042-07

## 一、引言

改革开放 30 多年来, 我国的中小企业得到了快速发展。截止 2011 年底我国已有中小企业 4 700 多万家, 2010 年我国中小企业创造产值约 24 万亿元, 为 75% 以上的城镇人口提供了就业机会。中小企业对国民经济的发展、维护社会稳定起着至关重要的作用。然而, 长期以来“融资难”问题始终困扰着中小企业的发展。为了解决中小企业融资难问题, 国家相继出台了一系列措施。2008 年, 中国人民银行、银监会批准中小企业可以在中国银行间市场上发行中小非金融企业集合票据(以下简称 SMECN)进行融资。在各方共同努力下, 2009 年 11 月 13 日, 我国首批 3 只 SMECN 通过中国银行间市场协会注册, 并于 11 月 23 日成功发行, 为 23 家中小企业筹措生产资金 12.65 亿元。截止 2011 年底我国共发行 45 只

SMECN(见附表 1)。SMECN 是我国中小企业在资本市场上以债权方式进行融资的一次产品创新, 其发展状况直接关系到我国中小企业融资难问题的解决, 对这一创新金融产品的发展状况进行研究具有非常重要的理论与现实意义。

## 二、我国 SMECN 发行现状

SMECN 是指由 2 个(含)以上、10 个(含)以下具有法人资格的中小非金融企业(以下简称中小企业或发行企业)作为发行主体, 在银行间债券市场以统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册方式共同发行的, 约定在一定期限还本付息的债务融资工具。在 SMECN 的发行过程中, 任一联合发行人在其发行额度内各自承担还本付息的义务, 其参加当期集合票据的发行并不构成对其他发行人还本付息义务的承诺或

\* [收稿日期] 2012-10-14

[基金项目] 2011 年“重庆市科学技术委员会软科学研究项目”(cstc2011cx-rkx A00053)

[作者简介] 李定清(1963—), 男, 重庆工商大学应用技术学院院长, 教授, 从事会计学、教育管理的研究。

吴涛, 男, 重庆工商大学应用技术学院教师, 博士, 西南财经大学中国金融研究中心博士后。

谭斌, 男, 重庆工商大学 2011 级会计学硕士研究生。

担保。SMECN 属于中小企业债权融资产品范畴。 SMECN 融资具有融资方式直接、融资成本低、资金用途灵活等优点(见下表 1)。

表 1 中小企业债权融资产品特征比较

		中小企业集合票据	中小企业集合债	中小企业银行贷款
工作流程比较	主管机构	银行间市场交易商协会	国家发改委 相关政府机构、主承销商、评级机构、会计审计机构、律师事务所、信用增进机构、担保机构、财务顾问	各家商业银行
	参与方式	相关政府机构、主承销商、评级机构、会计审计机构、律师事务所、信用增进机构、担保机构、财务顾问	主承销商、评级机构、会计审计机构、律师事务所、信用增进机构、担保机构、财务顾问	商业银行
	主管机构工作机制	注册	审批	商业银行内部审批
产品结构比较	单笔涉及企业家数	2-10 家	多家	1 家
	融资金额	单个企业不超过 2 亿元且不超过其净资产的 40% ,单只金额不超过 10 亿元	单个企业不超过净资产的 40%	根据各商业银行信贷政策确定
	融资期限	中小企业集合票据发行期限可为 3、6、9 个月或 1 年(含)以上以年为单位的整数期限	一般为中长期	短期为主
	信用增进措施	多种形式,由主承销商协助发行企业自行选择	一般为担保	多种形式,一般根据商业银行要求
	投资者保护机制	由主承销商协助发行企业制定,较为符合市场需求	未明确	一般由商业银行在借款合同中规定,企业被动接受
	募集资金用途	应用于符合国家相关法律法规及政策要求的企业生产经营活动,不要求募集资金一定要用于具体的项目	一般与特定项目挂钩	根据各项信贷政策和商业银行内部要求
	信息披露要求	高	较高	根据商业银行内部要求
发行方式比较	是否公开发行	是,发行前提前五个工作日公告	是,发行前提前一天公告	否
	提供融资	银行间市场机构投资者	银行间或交易所市场投资者	提供贷款的商业银行
	融资利率确定方式	根据发行时的市场价格而定(具体受主体资质、发行规模、评级结果和市场利率影响)	利率区间由人民银行审批	在人民银行指导利率区间内,由商业银行与企业协商确定
	融资利率高低	较低	较低	较高

作为一种创新金融产品,探讨 SMECN 的发行状况需要通过对企业不同种类融资产品的比较来予以分析。企业融资通常会采取债权与股权两种主要融资方式。股权融资是指企业股东通过让渡部分企业所有权,通过企业增资的方式引进新

股东的融资方式;而债权融资是指企业通过举债的方式进行融资,通过债权融资所获得的资金,首先要承担资金的利息,在借款到期后还要向债权人偿还本金。债权与股权两种融资方式各有其利弊。我国在发展市场经济的过程中,中小企业也

面临着两种融资方式的选择。

为了满足中小企业股权融资的需要,2004年5月,经国务院批准,中国证监会批复同意深圳证券交易所主板市场内设立中小企业板,2009年3月31日证监会又批准深圳证券交易所设立创业板。自2009年11月23日,我国首批3支SMECN在中国银行间市场协会成功发行以来到2011年底,我国中小企业通过发行SMECN融资130.31亿元。而同期中小企业通过中小企业板(Small and Medium board)、创业板(Chi Next)市场实现的融资规模为1943.64亿元,两者差距十分明显。

表2 SMECN发行融资规模与中小企业股票发行融资规模比较(亿元)

融资品种	2009	2010	2011
SMECN	12.65	55.96	61.7
SME board	423.64	2 027.73	937.10
Hi Next	204.09	963.34	776.21

数据来源:中央国债登记结算有限公司 深圳证券交易所

表3 SMECN发行数量与中小企业创业板股票发行数量比较(只)

融资品种	2009	2010	2011
SMECN	3	21	21
中小企业板	54	204	104
创业板	36	117	123

数据来源:中央银行间市场交易商协会

其次,从与目前其它主要的企业债券融资类产品短期融资券(CP)、中期票据(MTN)相比,SMECN的发行支数和发行规模都明显滞后。2009年至2011年的三年间,我国共发行45只SMECN。但其仅为同期CP发行只数690支的6.52%,MTN发行只数的545支的8.26%。(见表3)

表4 SMECN与其它企业债券融资类产品发行只数比较

债券品种	2008	2009	2010	2011
CP	81	181	202	307
SMECN	3	4	21	21
MTN	17	138	138	269

数据来源:中国银行间市场交易商协会

表5 SMECN与其它企业债券融资类产品年发行规模比较(单位亿元)

债券品种	2009	2010	2011
CP	4 612.05	6 892.35	8 041.30
SMECN	12.65	55.96	61.7
MTN	6 897.65	4 970.57	8 114.70

数据来源:中央国债登记结算有限公司

以上数据表明,我国SMECN的发行存在实实在在的困境,这种困境主要是以SMECN在资本市场上较慢的发展规模表现出来的。然而,导致这种困境产生的深层次原因又是什么?为此,我们选取了内陆直辖市首只SMECN-10重庆SMECN1,并对其发行过程进行了实证调查研究。

### 三、10重庆SMECN1发行状况

重庆是我国内陆地区唯一的直辖市,也是我国实施西部大开发战略的重点地区,而中小企业的发展在整个重庆经济发展和社会稳定中起到了举足轻重的作用。经过改革开放30年来的发展,截止2011年底,重庆市中小企业已达26.9万户,2011年重庆市中小企业实现增加值3520亿元,占重庆市GDP的35.2%,吸纳劳动力484.1万。然而,重庆市中小企业普遍面临着融资难的困局。重庆市中小企业局调查的数据显示,有70%左右的中小企业无法及时获得金融机构的贷款支持。国内商业银行普遍采取的存贷挂钩措施,一方面,使重庆中小企业不易从商业银行获得贷款,银行一般不会对中小企业发放长期贷款;另一方面,又使重庆中小企业通过银行贷款方式获得的短期融资成本相对较高。重庆地下钱庄、非法金融中介组织发展迅速,重庆中小企业经常通过地下钱庄、非法金融中介组织解决融资需求的现象较为普遍。

在此背景下,为了降低中小企业融资成本,优化其融资结构,拓宽中小企业融资渠道。2010年,由重庆市中小企业局作为组织协调人,协调重庆市具有良好的持续经营能力和发展潜力的4家中小企业(重庆银翔摩托车(集团)有限公司、重庆飞龙塑料制品有限公司、重庆长安跨越车辆有限公司、重庆顺博铝合金有限公司)在银行间债

券市场以“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”方式共同发行重庆市中小企业2010年度第一期集合票据(简称10重庆SMECN1)。10重庆SMECN1发行期限为3年,总额3.68亿元。

10重庆SMECN1面向全国银行间债券市场的机构投资者发行,为了提高投资者积极性,降低发行成本,在评级机构——中诚信国际信用评级有限责任公司(以下简称中诚信)所给出的评级基础上,由增信机构——中债信用增进投资股份有限公司(简称中增进)进行了主体信用等级增信,中增进为本期集合票据存续期限内联合发行人应偿付的3.68亿元集合票据的本金和利息提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。同时,重庆进出口信用担保有限公司就中增进承担本期集合票据发生保证责任而对联合发行人产生的追

偿债权提供连带责任反担保,被反担保的主债权及金额为中增进承担担保文件项下对联合发行人的保证责任后享有的对发行人的追偿债权及相应金额。在本期集合票据存续期内,如果发行人未按照本期集合票据募集说明书的要求将本期集合票据当期应付本息偿还票据持有人,则中债公司在本期集合票据兑付日代发行人偿付本期票据应付本金和相应的票面利息。经过以上担保与反担保措施后,10重庆SMECN1信用级别被提高到AAA。

10重庆SMECN1由光大银行、中信银行两家国内具有较强实力的股份制商业银行担任联席主承销商,并且由中国银行股份有限公司、北京银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司、国泰君安证券股份有限公司、中银国际证券有限责任公司、光大证券股份有限公司组成承销团。

表6 重庆SMECN1发行基本情况一览表

联合发行人	所属行业	主体信用等级	本期集合票据 信用级别	发行金额 (万元)	募集资金用途
重庆银翔摩托车(集团)有限公司	机械制造	A-	AAA	18,000	补充营运资金,主要用于购买原材料
重庆飞龙塑料制品有限公司	汽车塑料、金属铸造、家用电器塑料和机械加工	BBB+	AAA	6,800	固定资产购建
重庆长安跨越车辆有限公司	机械制造	BBB-	AAA	5,000	补充营运资金
重庆顺博铝合金有限公司	加工、销售铝合金锭,汽车配件、摩托车配件;批发、零售金属材料,机电产品,建材,工业硅;货物进出口	BB+	AAA	7,000	补充运营资金,购买原材料

## 四、10重庆SMECN1发行困境解析

### (一)发行成本较高

SMECN发行首先取决于企业本身的意愿,融资成本是企业决定以何种融资工具进行融资所要考虑的主要因素,SMECN发行所涉及的融资成本与融资环节密切相关,由于SMECN发行涉及评级、承销、担保、审计等诸多环节。因此,中小企业选择发行SMECN的融资成本主要由票面利息、主承销费、担保费、评级费、律师费、审计费、登记

托管费、交易商协会入会费等项目构成。由于中小企业普遍信用评级水平较低,与发行短期融资券、中期票据相比,中小企业发行SMECN普遍需要通过担保公司担保进行信用增级,而这也相应增加了SMECN的发行成本。从目前我国已经成功发行的33只SMECN情况来看,均使用了担保增信手段。10重庆SMECN1将担保公司担保费、信用评级费、律师鉴证费、主承销费等各种费用加入后,其价格已经超过同期人民银行公布的

贷款利率(见下表 7)。

表 7 10 重庆 SMECN1 发行成本与同期人民银行存贷款利率比较表

10 重庆 SMECN1 发行票面利率	10 重庆 SMECN1 发行主承销费率	10 重庆 SMECN1 发行担保费率	10 重庆 SMECN1 发行评级费	10 重庆 SMECN1 发行律师鉴证费	10 重庆 SMECN1 发行实际利率	2010 年 10 月 20 日人民银行公布的一年期银行存款利率	2010 年 10 月 20 日人民银行公布的一年期银行贷款利率
4.1%	年均 0.40%	2%	25 万元	10 万元	6.6%	2.50%	5.56%

### (二) 主承销商激励不足

由于目前我国中小企业普遍缺乏专业金融人才, SMECN 发行很大程度上要依靠拥有较多金融人才优势, 又具备在银行间市场担任主承销商资格的金融机构——银行。银行作为主承销商的主要动力又源于其可以通过 SMECN 的发行获得中间业务收入——主承销费, 主承销费的收入又取决于 SMECN 的发行规模。由于我国的中小企业普遍净资产规模较小, 所以 SMECN 的发行规模并没因为多家企业的集合发行而显著增加。以目前 SMECN 的发行情况来看, SMECN 的平均发行规模为 2 亿元。主承销商按发行额度的 0.4% 来收取承销费, 仅能获得平均每只 80 万元的承销费, 远远低于发行 CP、MTN 的收入。主承销商光大银行、中信银行仅获得主承销费共计 147.2 万元。

### (三) 利益协调困难

由于 SMECN 发行中各发行人企业的信用评级往往呈差异化状况, 进而导致其利益诉求的差异化。信用评级较高的发行人往往希望获得更为优惠的融资成本, 而且也会担忧信用评级较低发行人的还款能力。因此, 一方面, SMECN 发行需要具有一个具有较强利益协调能力组织机构; 另一方面, 也需要协调机构投入大量的时间、人力、财力、物力协调同 SMECN 发行中多家中小企业之间的利益关系。这也是导致 SMECN 最终发行成功需要较长时间的重要原因。10 重庆 SMECN1 发行从联席主承销商光大银行、中信银行进场尽职调查, 到最终发行成功耗费了其近一年时间。

### (四) 较高的承销风险

与银行间债券市场上其它类型的企业债券短

期融资券(CP)、中期票据(MTN)相比较而言, SMECN 隐含较多的风险。10 重庆 SMECN1 在发行之初, 联席主承销商就已经意识到其中所隐含的较高风险。这种风险包括债券本身以及发行人的风险, 表(6)是对 10 重庆 SMECN1 隐含风险的一个归纳。当银行间债券市场机构投资者意识到 SMECN 本身包含较高的风险时, 其会要求债券发行人给予更高的风险对价, 以此弥补由债券本身风险可能产生的损失。

其次, 由于主承销商的承销费往往在 SMECN 发行成功, 资金到达各发行企业账户后收取。因此, SMECN 发行过程中可能会产生由于时间过长, 中小企业取消发行计划的风险。再者, 由于 SMECN 发行在很大程度上会占用主承销商的信贷额度, 因此也会在一定程度上降低主承销商推动 SMECN 发行的积极性。因为, 一方面, 为避免债券发行不畅对企业所带来的负面影响, 在签订 SMECN 发行主承销商协议时, 发行企业一般会要求主承销商签订债券发行的“余额包销”条款; 另一方面, 出于监督主承销商完善尽职调查环节的考虑, 银行间市场交易商协会也要求主承销商对 SMECN 发行实行“余额包销”。这就意味着一旦 SMECN 发行状况不佳, 主承销商会动用当年信贷额度进行余额包销。而这又会导致在 SMECN 发行后, 主承销商会由于信贷额度占用问题, 无法与其潜在的优质客户开展业务现象的出现。

最后, 我国的中小企业多为家族式管理的民营企业。除治理结构欠缺原因外, 中小企业股东往往为了实现利润最大化, 通常存在隐蔽利润、逃避税收、制作虚假财务报表等不规范经营现象。在此状况下, 主承销商将承担中小企业集合票据发行违规的连带责任风险, 而这又最终将导致主

承销商暂停或者丧失债券承销资格。因此,实力较强、具有更多市场竞争优势的银行并无太多的积极性开发中小企业集合票据业务。而更愿意将

更多的时间精力投入到短期融资券、中期票据业务的开展。只有中小股份制商业银行为规避市场竞争,才会选择开发中小企业集合票据业务。

表8 10 重庆 SMECN1 本身所包含的风险

风险种类	风险描述
联合发行人区域集中的风险	10 重庆 SMECN1 的联合发行人均集中于重庆市,区域集中度高,由此会产生当地区域经济发生波动时可能对联合发行人群体的信用质量产生同方向的影响。
投资者集合发行风险	联合发行人为多家中小企业,各发行人生产经营及管理水平存在一定差异,在本期集合票据的存续期内,如果由于不可控制的市场及环境变化,任一联合发行人出现经营状况不佳,现金流与预期发生一定的偏差,将会对中小企业集合票据的还本付息产生负面影响。
增信机构风险	10 重庆 SMECN1 的增信机构中债公司为本期集合票据联合发行人应偿付的 3.68 亿元集合票据本金和利息,提供了无条件不可撤销的连带责任保证担保。尽管中债公司主体评级达 AAA,短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力极强,但如果中债公司在任一联合发行人违约的情况下由于其自身原因不能履行代偿责任,将对投资者造成一定损失。

## 五、结论与建议

### (一) 建立可控的信用融资机制

作为资金需求方的中小企业而言,如果通过发行 SMECN 融资获得的资金成本过高、它们会减少通过此种融资方式获得资金的概率。以上分析表明,促使 SMECN 融资成本增加的主要因素,源于担保环节的引入。而担保环节的引入又是出于对融资风险考虑而设计的重要原则。如何在风险可控的基础上,降低 SMECN 的发行成本成为了 SMECN 发展的重要瓶颈,事实上,交易商协会规定各家企业的发行额度不能超过净资产的 40%。10 重庆 SMECN1 各家企业发行额度远远低于其净资产规模。也就是说,在各家企业财务制度健全,又由第三方独立的财务审计机构出具财务报表的情况下,各家企业无需担保仅凭信用进行融资,不失为通过发行 SMECN,降低融资成本的重要机制。发行人资质较好。10 重庆 SMECN1 的联合发行人均是重庆市中小企业的优秀代表,各家企业主业方面具备较强的竞争实力,资产规模较大,具备持续经营发展的能力。自身内部管理规范,使企业现金流充足,财务状况稳健,偿债能力良好,获得市场的认可,才有可能获得更多的市场化融资机会;在 10 重庆 SMECN1 存

续期内,联合发行人稳定的利润增长将带来稳定的现金流入,也能够为 10 重庆 SMECN1 本息的按时足额偿付提供有力的保障。同时,发行人持有的货币资金余额基本能够覆盖其发行规模,提高了本次票据的偿债能力。

### (二) 完善中小企业的公司治理

之所以 10 重庆 SMECN1 表现出较同期同信用级别债券更高的市场价格,这是由银行间市场上债券投资者对中小企业较高的风险规避意识决定的。这种风险又主要源于中小企业公司治理结构欠缺的客观存在。同时,中小企业集合票据是一个重视“信用积累”效应的市场,一旦企业不能按期还本付息,一次失信将永远无法在资本市场立足,这种“一失足成千古恨”的风险,要求企业必须加强自身信用风险的管理。而企业信用风险管理的基础是公司治理结构的完善,因此,从长远角度来看,中小企业必须通过公司治理结构的完善,从整体上提升中小企业在债券市场上的认可程度。

### (三) 强化对主承销商的激励

债权融资产品本质上是在相关利益各方配合推动下完成的由于目前我国中小企业普遍缺乏对债权融资创新金融产品的认识,作为主承销商的

银行已经成为推动 SMECN 发行的重要主体之一。10 重庆 SMECN1 的发行成功得益于担任主承销商的多家金融机构所具有的庞大的客户网络资源优势为此次债券的成功发行奠定了坚实基础。然而,由于种种因素的制约,导致对主承销商的激励不足。因此,加强主承销商的激励成为了未来推动 SMECN 发行的重要基础工作。目前,对于主承销商的激励有多种措施。比较可行的措施是,扩大集合企业数量规模,引入债券发行的“部分包销、余额不包销”机制、发行锁定机制,合理分担 SMECN 发行过程中各方的权利义务。

#### (四) 加大政府支持力度

从以上分析来看,SMECN 发行离不开引进担保、信用评级等符合金融市场运行规律的措施。但是,市场并非是万能的,由于中小企业成长阶段天生的弱质性,以及其它因素的影响,使得以上所述市场化手段具有一定的局限性。这种局限性集中表现为其容易加大 SMECN 的发行成本。因此,我们认为可以通过非市场化的,国家宏观调控手段来推动 SMECN 未来的发展。具体而言,可以通过各级政府对 SMECN 发行的财政补贴力

度,来推动 SMECN 发行市场的活跃。10 重庆 SMECN1 的发行成功就是得益于重庆市政府出台了利息补贴、担保费补贴等相关一系列支持政策,直接降低了 10 重庆 SMECN1 的发行成本。目前,由于我国各个地方财力状况差异较大,各地对中小企业发行债券的扶持力度也呈现出较大的差异化特征。因此,中央政府应考虑从中央财政收入中拨付一定额度的资金,作为 SMECN 发行的引导基金。

#### (五) 大力培育中介协调组织机构

针对 SMECN 发行中各发行人体质差异化,而导致的各发行人利益诉求差异化现状,SMECN 发行迫切需要市场培育具有较强协调组织能力的组织机构。除主承销商外,当地政府相关部门、当地人民银行分支机构、其他专业财务顾问机构较为适合担任协调机构,协调机构联系主承销商、评级机构、信用增进机构、政府部门、中小企业。定期和不定期召开发行协调会,协调各方利益。

(责任编辑:朱德东)

## SMECN Issuance Difficulty and Its Breakthrough

——Taking Chongqing's SMECN Issuance as an Example

LI Ding-qing, WU Tao, TAN Bin

(School of Applied Techniques, Chongqing Technology and Business University, Chongqing 400067, China; Research Center for Chinese Finance, Southwest University of Finance and Economics, Chengdu 610074, China)

**Abstract:** As an innovated financial product, SMECN effectively broadens the financing channel for small and medium-sized enterprises. Influenced by many restrictive factors, SMECN is lagging behind in the development of Chinese capital market. The practice in successful SMECN issuance in Chongqing, inland area in the west part of China, shows that the development of SMECN needs institutional innovation promotion from such two layers as inside an enterprise and society.

**Key words:** SMECN; financing channel; small and medium-sized enterprise; institutional innovation