

处子秀一周年 中小企业私募债香饽饽变鸡肋

证券时报记者 朱凯

经历一整年运作，市场各参与方对中小企业私募债（简称“私募债”）的期待，正在由沸腾转为理性。

某拟发债企业董事长向证券时报记者发出如是感慨：“一辆刚出厂的新车抛锚了，厂家不管，4S店也不管。目前的私募债市场现状，就和这辆车差不多。”

这一态势下，相关部门开始纷纷寻找创新突破口。如5月末，深交所宣布启动“中小企业可交换私募债试点”，相关拟发债企业，可将其持有的深市上市公司非限售流通股作为质押交换，以获取融资。但这些政策的市场效果还有待检验。

发私募债国企增多

中小企业私募债的设计初衷，是为了破解中小企业特别是民营企业的融资难题。但随着越来越多国有背景、城投性质的企业介入，中小企业私募债现实路径渐渐发生偏离。

Wind数据显示，截至今年6月6日，已开始计息的深沪两市总计152只私募债中，发行人公司属性为国有、集体、民营、外商独资、中外合资和其他企业的，分别为33只、1只、101只、3只、7只和2只，另有5只未标明公司属性。民企数量约占全部发债企业

的66%。

而在大智慧财汇金融数据平台上，共有95只私募债披露了发行人公司属性，民企70家，约占总数152家的46%。

Wind资讯与财汇的这一差异表明，私募债无对外披露信息的强制要求，大众获取资料存在一定困难。

依据有限的公开数据，证券时报记者发现，在第三方金融资讯平台中被披露为民营性质的企业中，有一部分实际为国有企业的下属子公司、孙公司或有联公司，“类城投”企业也不在少数。

根据大成律师事务所黄开军律师团队的跟踪调研，今年第一季度新备案企业中，中兴能源、绍兴协通实业、嵊州宾馆、瑞安水务、漳州发展水务等国企全资子公司或国有控股公司的数量已明显占优，并开始成为私募债市场的新宠，而民营中小企业成功备案发行的数量却越来越少。

去年5月末私募债试点办法颁布时，深沪证券交易称，推出中小企业私募债是为了拓宽中小微型企业融资渠道，服务实体经济发展。不过事实却表明，各证券公司对发债主体设置的门槛，已令私募债的实际运行与监管部门最初的设计大相径庭。

在这一情况下，出于某些原因考虑，券商力求淡化企业信息披露中的公司属性，而在销售环节再对企业国

有背景加以强调。这使得某些从非公开途径获取资料的第三方金融资讯平台，相关指标会出现差异甚至失实。

例如，Wind资讯披露，“Y2大丰港（125010）”的发行人地方国有企业：大丰市大丰港工程建设有限公司，“Y2大丰债（118016）”的发行人民营企业：大丰市大丰港农业发展有限公司。这两只私募债的发行规模均为1亿元，期限1年，均无担保，发行场所分别为上交所和深交所。

不过，“Y2大丰港”与“Y2大丰债”的发行利率却同为8.5%，这与市场理解的企业属性利率定价有偏差。对此，主承销商南京证券固定收益部总经理王宁对证券时报记者表示，上述两只私募债的实际发行人均为江苏大丰海港控股集团有限公司的全资控股子公司，而集团本身也属于大丰市国资委100%控股的地方国有企业。

国有“身份被民营”的背后，折射出当前私募债发行中的无奈。

据黄开军律师团队统计，目前券商承销发债已形成“八大优先”的潜规则——国有企业、国企子公司及大型民企优先；净资产在1亿元以上，过去两年年均净利润不少于1000万元的优先；净利润能覆盖利息2倍以上的优先；发行债券后企业资产负债率不超过70%的优先；发行额度不超过净资产90%的优先；需要通过第三方担保或财产抵押等担保方式来增信的，专业担保公司提

供的担保优先；企业作为担保人的，担保人主体评级至少在AA级以上的优先；经增信后，债项评级最低达到AA-的优先。

齐鲁证券固定收益总部董事总经理李斗向证券时报记者表示，目前的私募债市场，与最初“解决两多两难”的初衷已无法完全对接。

从主打产品到鸡肋

2012年，借助可承销中小企业私募债的“东风”，不少证券公司开始布局相关投行业务。但目前看来，券商对私募债的狂热正在逐步转为犹豫和观望。

李斗指出，由券商担当私募债承销及风险管控的载体，值得商榷。“与美国混业式经营的投行模式不同，我国证券公司大都是轻资本型金融企业，不具备商业银行那样针对企业及个人有效的信用管理体系和控制手段。同时，私募债在我国属于全新品种，承销商不仅要关注企业风险的识别和度量，而且需要关注后续的风险处置与化解，而后者无疑是目前国内券商所普遍缺乏的能力。”他说。

李斗认为，作为基础性的工作，有关部门应推动从国家层面建立一个对社会信用与系统性风险的防范和保障体系。

据悉，在今年的券商创新大会上，风险控制成为重要议题之一，这包括债市系列案件引起的固定收益投资风险控制以及资产证券化中的杠杆控制等。

中小企业私募债运行一周年来，最大的积极意义在于为中国债券市场增添了一个新品种，除此以外亮点不多。”黄开军律师称，除了券商的软肋外，在维稳

大背景下，监管部门及各地方政府也都不敢面对违约可能引发的恐慌性混乱。为了避免卷入可能出现的首单债券违约，交易所和券商也都被迫不断抬高发债的隐性门槛。

大量寄希望于通过债券市场融资的中小民营企业，正重蹈“贷款难”的覆辙。即使企业愿意承受更高的利率，但仍会被挡在隐性门槛之外。”最近一年多坚持从事私募债项目备案发行准备工作的黄开军律师团队，对这一点深有体会。

华东地区某小型券商投行保举代表向记者表示，债券市场仍是“五龙治水”，不同监管机构只负责不同的市场，从而导致效率低下。

齐鲁证券李斗预计，照此进度下去，当私募债发行达到3000亿元~5000亿元存量之后，发行利率会逐步走向按质论价——优质私募债发行主体的发行利率将显著低于劣质主体。而对于私募债第一单违约的时间窗口，黄开军认为3~5年之内很难看到，除非某些核心因素发生变化。

企业：对担保深恶痛绝

山东某拟发私募债企业董事长解聘（化名）向证券时报记者表示，他所领导的企业急需稳定可靠的资金，反复比较之后觉得私募债较为理想。但对于担保，他深恶痛绝。

解聘的企业主要从事食品油脂类的生产加工，公司成立于1997年前后，是一家纯粹的家族式民营企业。

紧急时我们也找过民间借贷，但更多是在当地政府主导下，利用不同企业之间的“互保联保”向银行借款。现在公司需要扩建生产线及场地，传统的融资途径已基本用尽。”他说，银行借款存在太多潜规则，这使得其实际操作成本并

反思私募债贷款化：根源在地方政府过度干预

证券时报记者 朱凯

回顾中小企业私募债（简称“私募债”）一年的运行，不难发现这一全新的债券融资方式，在零违约和包销制的现状下，已逐渐异化为券商向企业变相发放贷款。私募债贷款化，原因何在？

不妨先梳理一下上述业务的发展情况。2012年5月末，这一新生事物诞生。在初始的两个月，发行私募债的企业资质普遍较好，类似于“准IPO（首次公开发行）”企业。券商承销后，或自持或机构之间互买，这一热潮被迅速推至顶点。

但随着后来一批资质中等的企业登场，加之宏观环境发生变化，市场转而降至冰点。去年9月，深市仅发行2只私募债，沪市也仅有3只。随后数月，市场踟蹰前行。

为了激活私募债，去年底开始，国有企业逐渐现身，同时出现的还有省市国资委参股的大型民营企业，但昙花一现，更多备案后成功发行的民营企业私募债，却在投资者认购环节上栽跟头。时至今年4、5月份，具有国资背景的企业又开始大量登场，在交易所备案的民营企业却寥寥可数。

中小企业私募债发行主体来回折腾，让券商在承销中“猪八戒照镜子——里外不是人”。钱没赚多少，却一直担惊

不低於私募债。正因为此，短期应急时他才会向银行求助。

不过，在迄今为止数个月的接触中，他又开始对私募债发行前的“担保”深恶痛绝了。民企寻找担保难度较大，而且还要定期付出额外担保费用。有担保的话，去银行借款也并非难事，没必要来发私募债了。”解聘坦承。

在去年5月上交所召集券商召开的私募债前期沟通会上，证券时报记者亲历券商代表与交易所负责人关于是否需要强制担保的沟通过程。可以说，为了降低私募债发行风险，交易所鼓励担保但并无强制性要求。

南京证券固定收益部总经理王宁称，现在的私募债都要求担保，否则交易所不让发行。”对于同样的问题，李斗亦表示，私募债的备案现在已越来越像审核了。

造成这一扭曲的根源，在于各利益部门对从“零违约”到“首例违约”的巨大恐惧。

解聘表示，目前已接触的券商及中介机构，对其企业现状“很不满意”，他们像用对待国企的要求对待民营企业。不仅如此，在尚未递交备案之际，券商已自作主张为企业选定了托管银行，自己不愿意但也可奈何。

大成律师事务所余希蛟认为，从山东海龙、江西赛维、新中基等事件来看，地方政府的兜底行为避免了债券违约，但却给市场定价带来了严重问题。目前中国债券市场利率定价的核心还是政府信用，缺乏真正的信用风险定价，投资者只能根据发行人与政府关系的远近，来判断风险大小。

黄开军律师团队认为，新生的中小企业私募债正好处于“信用风险堰塞湖”的出口，发行利率与风险的平衡显得尤为困难，这一僵局短期内很难被打破。



朱凯/制表 张常春/制图