中小企业融资问题解析
——基于完善高收益债券市场功能的角度

何 川　蒋名律

摘　要：我国中小企业一直存在着融资难、融资贵的问题。本文梳理了美国高收益债市场的发展脉络、投资者保护和违约处置机制等制度建设，回顾并分析了我国中小企业高收益债券市场的探索进程与现存障碍。为进一步提升直接融资水平，支持实体经济，提出了以下中小企业高收益债券市场发展建议：加强政策引导，在产品设计、准入制度等方面拓宽中小企业融资渠道；优化一、二级市场建设，扩大投资者范围，提高信息透明度，配套发展信用衍生市场，完善违约处置机制；通过全流程监管、运用科技手段强化市场监管，维护市场秩序。

关键词：中小企业融资　高收益债券　直接融资　信息披露　违约处置

中小企业是我国国民经济的重要组成部分，在“稳增长、增就业、惠民生、促创新”等方面发挥着重要作用。在积极构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局过程中，中小企业的地位将更加凸显。但长期以来我国中小企业，特别是民营中小企业一直存在着融资难、融资贵的问题。一方面，证券市场门槛较高使得中小企业难以通过股权募集资金。另一方面，信贷资源分配不平衡、期限不匹配、缺乏合格抵押物等因素使得中小企业通过银行进行间接融资也面临重重阻碍。因此，在总结国内市场现存问题的基础上，通过借鉴国外成熟市场的经验，进行制度创新与产品创新，进一步推动中小企业高收益债券市场的发展，拓宽中小企业融资渠道，使债券市场在支持实体经济上发挥更大的作用。

美国高收益债市场的历程与经验

美国是高收益债券的发源地，拥有全球规模最大、发展最为成熟的高收益债券市场。截至2022年底，美国高收益债市场存量规模约为2万亿美元，占美国信用债总量20%[①]。美国高收益债券市场发展历程可划分为以下三个阶段。

初始扩张：1977—1989年

20世纪70年代美国经济滞涨、银行信贷紧缩，投机级公司转向债券市场融资，催生了高收益债券的发行需求。1977年雷曼兄弟公司发行了第一笔高收益债券，当年美国高收益债一级市场发行规模突破10

何川，中国建设银行金融市场部副总经理；蒋名律，中国建设银行金融市场部债券交易处高级副经理。

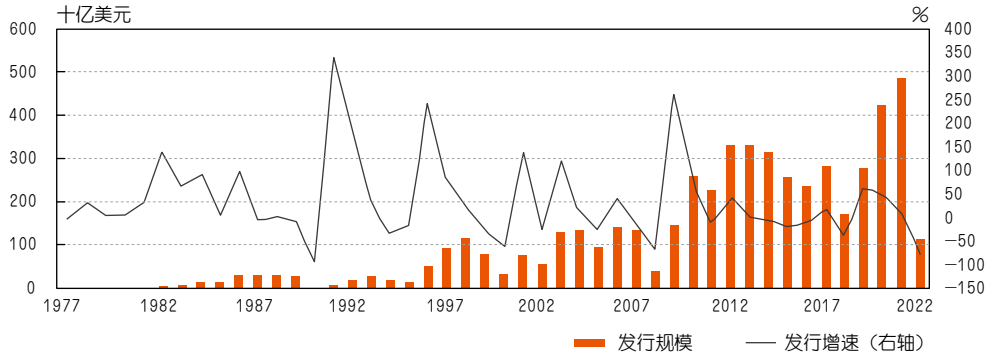
① 数据来源：Bloomberg，参考联合资信整理数据。

亿美元，1978—1980年发行增长放缓，稳定在15亿美元左右。这一时期高收益债券的发行人主要是难以从银行和其他传统渠道融资的企业，融资目的主要是公司正常经营和投资。

20世纪80年代美国第四次并购浪潮、较宽松监管政策推动高收益债市场规模迅速扩大。1980年和1982年出台的《存款机构放松管制和货币控制法案》和《加恩-圣杰曼法案》，允许储蓄机构在不受美联储监管购买高收益债券，推动高收益债券投资需求迅速增长。这一时期大量中小企业和财务公司通过成本较低的债务融资进行杠杆收购（LBO）以获得高额利润。1982—1989年，美国高收益债每年发行规模从50亿美元增长至295亿美元，每年目的为杠杆收购的融资占总融资量的40%~60%（First Boston，1991）。

剧烈调整：1990—1991年

1990—1991年美国经济衰退、金融监管政策收紧，发行人资质恶化、投资者结构转变，导致高收益债券市场经历剧烈调整。美国经济衰退带来的周期性行业经营恶化和杠杆收购浪潮导致的杠杆滥用，导致高收益债券违约率不断攀升，在1990年和1991年分别达到8.71%和10.53%（JPMorgan，2009）。监管政策方面，政府为防范储贷协会危机带来的系统性风险，于1989年出台《美国金融机构改革与稳固法案》要求储蓄机构（持有高收益债券市场7%以上份额）在五年之内转让所有高收益债券，导致二级市场出现集中抛售，市场价格受到严重打压，1990年底高收益债券平均价格仅为面值的65.9%（First Boston，1991）。发行资质恶化和投资需求萎缩



数据来源：根据 SIFMA、SDC 数据整理①。

图 1 1977—2022 美国高收益债券发行规模及发行增速

① SIFMA：The Security Industry and Financial Markets Association，美国非盈利证券交易协会；SDC：Refinitiv 在线金融数据库。

导致1990—1991年高收益债券一级发行量大幅降低。

逐步完善：1992年至今

20世纪90年代美国经济景气度好转，发行人质量提高、发行制度创新和衍生品丰富促使高收益债券市场逐步完善。发行人信用质量随宏观环境好转改善，对杠杆的使用也较80年代更为谨慎，高收益债券违约率下降，市场体量和收益率较80年代有所恢复。1992—1999年高收益债券平均收益率约15%、平均违约率为2.4%[①]。制度方面，1990年4月美国证监会颁布144A规则，该规则豁免了私募发行的大多数登记与信息披露义务，发行人无需经SEC注册即可面向合格投资者发行高收益债券，且在该准则下发行的私募债券可以在合格投资者之间转让，较原有的SEC公募和SEC私募发行方式明显提高了发行效率和市场流动性。CDS、CDO等衍生产品的出现为高收益债券投资者提供信用风险对冲工具，进一步扩大了高收益债的投资者范围。在此期间美国高收益债券市场规则逐步完善、发行规模明显恢复、市场参与者逐渐多样化。

21世纪以来美国高收益债券市场规模在上述制度建设、产品创新的基础上稳定增长。除对整体金融市场影响较大的2000年互联网泡沫、2008年金融危机期间高收益债券发行有所萎缩外，其余年份发行量基本稳定增长。其中资金用途为杠杆收购的比例约为10%左右，科技型企业、医疗健康等企业发行占比稳步提升。高收益债占公司债发行比重基本维持在10%~25%，二级市场交易活跃度高于投资级债券，已成为美国信用债市场的重要组成部分。除金融危机期间，高收益债券违约率稳定在2%~6%。投资者结构方面，目前保险公司、养老金、共同基金是最主要的高收益债券投资者，分别占市场份额的29%、28%、13%。

目前美国高收益债券市场已拥有较完整的投资者保护及违约处置机制。通过设置限制性条款、采用抵押担保等增信方式、提存偿债基金、实行偿债担保追索制度、规范破产流程等多种方式约束债务人行为。成熟的违约处置机制催生了专注违约债的秃鹫基金，通过低价回收违约债，重组后上市或再出售获取高额回报，有利于市场风险出清、提高资源利用效率。

我国中小企业高收益债市场探索

在中小企业高收益债券市场的发展方面，我国多年来进行了诸多探索，创新了

表 1 美国债券发行方式比较

发行方式	发行及交易特点
SEC公募发行	经SEC注册审批后面向全体报资者发行，无转售限制
SEC私募发行	无需经SEC注册，面向合格投资者及不超过35名非合格投资者发行，有转售限制，流动性较差
144A规则发行	无需经SEC注册，面向合格机构投资者发行，无转售限制，流动性较高

① 数据来源：Junk Bonds-Econlib。

多个债券品种，但整体市场扩容速度仍然较慢，尚存在诸多困难和障碍亟待解决。

发展路径与主要品种

中小企业集合债

中小企业集合债是指多个中小企业构成共同发债主体，通过“统一组织、统一担保、捆绑发债、分别负债”的模式发行的到期还本付息的债券。2007年11月，国家发展改革委员会发布《关于促进产业集群发展的若干意见》，提出要“开展以产业集群中小企业发行集合式企业债券等方式进入资本市场的探索”，随后第一只中小企业集合债券“07深中小债”由20家深圳市中小企业联合发行，开创了中小企业直接融资的新模式，解决了中小企业因规模小而难以发行债券的问题，同时也有助于提高中小企业在资本市场的知名度。Wind显示，2007—2015年，共有16只以“中小企业集合债券”命名的债券发行，累计募集资金约53亿元。

中小企业集合票据

2009年银行间市场交易商协会根据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》，制定了《银行间债券市场中小非金融企业集合票据业务指引》，银行间市场开始发行中小企业集合票据。中小企业集合票据由2个以上、10个以下的中小企业在银行间债券市场集合发行，单只票据注册金额不超过10亿元。中小企业集合票据采用注册制，缩短了债券的发行周期。Wind显示，2009—2015年间，共有124只以“中小企业集合票据”命名的债券发行，累计募集资金约287亿元。

中小企业私募债

2012年5月，上交所和深交所发布《中小企业私募债券业务试点办法》（以下简称试点办法），未上市中小微企业可通过交易所发行私募债券。根据Wind统计，2012—2015年累计发行了891只中小企业私募债，募集资金约1 344亿元。

市场存在的问题与障碍

发行门槛较高

首先，参与发行集合债券/票据的中小企业要符合产业政策，具有较好的成长潜力，一般是由官方出面协调组织当地资质较好的企业集合打包发债，这一潜在限制将众多真正融资难的中小企业排除在外。其次，集合债券/票据的增信门槛较高。中小企业集合债券/票据一般由银行、地方国企、国企背景担保公司进行增信，140只中小企业集合债券/票据中有50%在增信后债项评级拔高到AAA，而能够获得担保公司的信用背书，再次提高了发行集合债券/票据的准入门槛。

发行成本较高

中小企业通过发行集合债券/票据募集资金的成本偏高。与发行日贷款基准利率相比，140只中小企业集合债券/票据中有52只票面利率高于同期限贷款基准利率，占比达37%；有73只票面利率仅低于同期限贷款基准利率100bps以内，占比达52%；这两部分中小企业集合债券/票据的发行成本在叠加中介和增信等发行费用后将远高于同期限贷款基准利率。由于发行

门槛较高，发行人本身可以通过银行获取贷款，因此发行集合债券/票据相较于银行贷款的优势不大。

另外与发行日同评级同期限债券中债估值相比，140只中小企业集合债券/票据中有129只票面利率高于同评级同期限债券中债估值，占比高达92%，其中54%利差达到100bps~200bps，13%利差超过200bps。可见虽然中小企业花费高昂的成本进行了增信，但债券市场对中小企业集合债券/票据的评级认可度较低，票面利率仍然偏高。

中小企业私募债方面，根据交易所试点办法的规定，其发行利率不得超过同期银行贷款基准利率的3倍，经统计，2012年至2015年间发行的中小企业私募债中有60%发行利率超过同期贷款基准利率的1.5倍，92%发行利率超过8%。

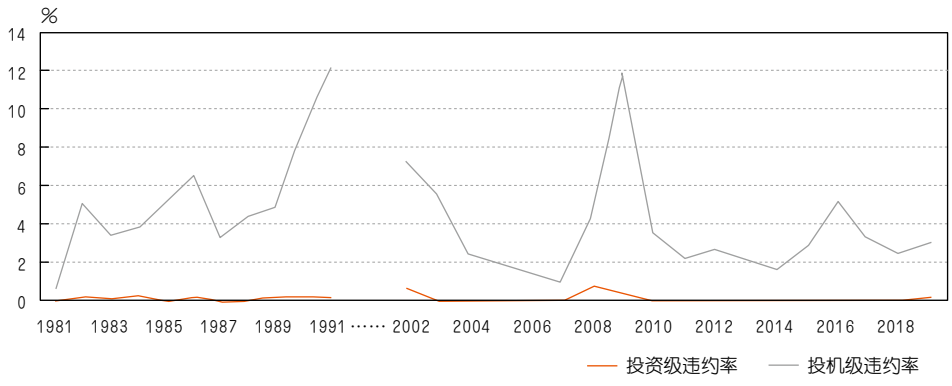
二级市场流动性较差

债券一二级市场相互依存，一级市场的发行规模影响二级市场的流动性，二级市场的流动性对于一级市场的发行及认购也具有重要影响，中小企业集合债券/票据在二级市场表现不佳也在一定程度上抑制了一级市场的需求。Wind债券存续期内成交量及成交天数显示，140只中小企业集合债券/票据中有64只月均换手率在10%以下，占比达46%，其中有9只无二级市场成交。81%的中小企业集合债券/票据在存续期内成交天数少于50天。

交易所规定，中小企业私募债的投资者合计不得超过200人，且实行严格的投资者适当性管理制度。只有符合条件、具备风险识别和承受能力的合格投资者才可以认购和受让中小企业私募债券。市场参与者有限，缺乏流动性。

增信机构压力较大

2011年12月，中小企业集合债“10中关村债”的发行人之一地杰通信经营状况恶化，自主偿还负债能力较低，由债券



数据来源：LCD，中诚信国际。

图 2 美国信用债违约率

担保人北京中关村科技担保有限公司履行担保责任，确保本息兑付。2012年11月，中小企业集合票据“10京经开SMECN1”的发行人之一地杰通信无力兑付，由担保人北京首创投资担保公司代偿兑付。截至2018年底，120家中小企业集合债发行人已有8家发生违约，416家中小企业集合票据发行人已有26家发生违约，违约比例均超过6%（刘艳 等，2019）。违约事件相对高发凸显了增信机构在中小企业融资中的重要性，但也使得投资者在决策时将尽调及决策重心放在了对增信机构的评估上，本末倒置的投资决策进一步增加了增信机构为中小企业集合债券/票据提供担保的压力，也抑制了其开展此类业务的积极性。

中小企业债券融资发展建议

加强政策引导，拓宽融资渠道

党的二十大报告指出，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，要着力提高全要素生产率，着力提升产业链供应链韧性和安全水平。这也为创新中小企业融资方式指明了方向，提供了遵循。中小企业在体量和行业上差异较大，不同区域的经营方式也会有不同，在政策支持方面也需要因材施策。如对于消费、服务等行业，刺激消费、减少中间环节等方式较为有效；对于制造型、创新型中小企业，则更为重要的是综合成本较低的资金支持；而对于效率低下的落后产能，该面对的则是被市场淘汰和压缩。因此在政策方面，要避免盲目支持，进一步加强引导，重点鼓励并支持具备优秀技术水准的新兴企业、科创企业通过债券市场进行直接融资。

在中小企业债券融资市场的创新和准入机制上，聚焦“科技-产业-金融”的良性循环，以新金融助力科技创新，持续加大战略性新兴产业服务力度。紧抓战略性新兴产业集群、高新技术产业集群，加快创新产品及服务模式，创建符合科创企业特点的评价机制。针对性地降低这部分中小企业的发债门槛。优化备案登记流程，放宽注册审核要求，建立以信息披露、信息对称为核心的市场化发行机制，针对性地降低中小科创企业发债融资的准入门槛和时间成本。

借鉴美国小企业局（SBA）支持创投机构发债的做法，为中小科创企业发债提供担保、贴息等政策扶持。提倡增信机构市场化运作，鼓励多方资本参与增信机构的设立，提升市场增信能力和效率。在需求端，适当鼓励银行等资金融出主体加大中小企业科创债的投资力度，在考核等方面出台相关激励机制或税收减免措施。利用多样化政策工具，组织相关国资平台设立专项投资基金，支持创投机构发债或直接投资相关债务融资工具。通过多点入手形成合力，降低创投机构的综合发债成本，提升其直接融资效率。

优化市场建设，凝聚市场力量

扩大投资者范围，构建多层次交易市

场。从过往历史来看，债券市场主要投资者的风险偏好决定了它们缺乏了解低评级债券市场价值的动力，中小企业债持有结构过于集中，二级市场成交不活跃。这在很大程度上限制了中小企业债券直接融资功能的发挥。因此，扩大投资者范围，培育不同风险偏好的多层次投资者体系是推动科创债市场发展、提升市场流动性的重要手段。机构投资者方面，建议适度放宽准入门槛，引入更多非金融企业、境外投资者等参与市场；针对个人投资者，可以尝试结合收入或资产净值外，允许投资者依靠专业知识、经验通过相关资格考试后参与科创债市场。探索在商业银行柜台债券市场设置专门的科创债交易板块，丰富市场层次和渠道。

构建多维度评价体系，提高信息透明度和时效性。中小企业通过债券市场融资难、融资贵的问题在很大程度上归因于投资者与企业之间的信息不对称。中小企业规模较小，盈利能力较弱；大多属于非上市企业，信息披露质量较差，投资者难以全面、及时地掌握企业运营的实际情况。这导致投资者对中小企业所发债券的认可度较低，投资意愿不足，对风险溢价要求较高。建议包括行政机关、企事业单位在内的各类主体加大数据资源方面的合作与共享，强化数据收集、使用、传送等方面的法律保护和规范。依托大数据平台对发债企业的订单、现金流、纠纷诉讼等多方面进行实时分析，探索构建针对中小科创企业专门的评级模型，提高信息透明度和时效性，降低信息不对称给市场投融资带来的障碍。

配套发展信用衍生市场，完善违约处置机制。目前我国的信用衍生品市场规模较小，活跃度较低。可通过丰富市场参与者，发掘缓释风险资本功能等方式，推进信用衍生品市场的扩容和发展，为投资中小科创债提供更多的市场保护工具。在条款设置上，根据发行人信用等级相应增加股息分红限制条款、控制权变更限制条款、交叉违约条款等限制条件，完善约束机制。在违约处置方面，结合债转股等多元处置路径，减轻企业压力，化解短期财务困境。探索由第三方评估机构对科创企业的知识产权、技术专利等进行作价评估，用于担保或转让偿付。另外，根据中诚信国际统计，民企违约平均处置周期超过400天。因此，需要制订标准化处理流程，设置指导性案例，来提高违约处置的效率，以免投资者信心在漫长的处置等待过程中消耗殆尽。

强化市场监管，维护市场秩序

政策宽松的时点往往也是各种不规范行为产生的时点。要保证中小企业债券市场的健康发展，保护市场参与者的信心，必须在事前、事中、事后建立全流程监管的长效机制。完善相关法律法规，压实发行人与中介机构的责任，严厉打击欺诈发行、财务造假等违法行为，让违法者付出沉重的代价。

利用科技手段，尝试在中小企业发债领域推广数字货币。数字货币可以追踪债券融资资金的流向，债权人对发债企业是否合理、规范地使用资金可以进行有效的监督。同时，监管机构也可实现更好的监控，一方面便于观察市场运行情况，另一方面在出现异常时可及时防范，挽回损失。N

学术编辑：卢超群

参考文献：

[1] 冯果,张阳.债券违约处置的法制逻辑[J].中国金融,2020(23).

[2] 郭勇,王海全.发展中小企业集合债券研究[J].南方金融,2010(12).

[3] 贺丹,俞雪雷.完善债券违约风险处置规则——债券发行人破产背景下的讨论[J].金融市场研究,2022(05).

[4] 李桂荣,高艾.中小企业集合票据融资问题研究[J].武汉金融,2015(12).

[5] 刘艳,夏妍妍,侯睿,马顺福.小微企业债权融资：现状、特点与对策[J].金融市场研究,2019(10).

[6] 吴涛,杨继瑞,李海燕.我国中小企业债券市场发展：脉络与路径[J].金融理论与实践,2014(02).

[7] 周怡,马克.信用衍生品市场发展问题探讨[J].西南金融,2020(02).

[8] Altman E I, Hotchkiss E, Wang W. Corporate financial distress, restructuring, and bankruptcy: Analyze leveraged finance, distressed debt, and bankruptcy[M]. John Wiley & Sons, 2019:163-187.

[9] Blume M E, Keim D B. Lower-grade bonds: Their risks and returns[J]. Financial Analysts Journal, 1987, 43(4): 26-33.

[10] Boston F. High Yield Handbook[J]. New York: First Boston, 1991.

[11] El-Hage J. Will the Leveraged Loan Market Trigger a Financial Pandemic? Understanding Cov-Lite Loans, CLOs and EBITDA Add-Backs[J]. Fordham Journal of Corporate & Financial Law blog (2020), 2020.

[12] High-Yield Annual Review[R]. J.P Morgan, December 2009.

Research on Financing Problems of Small and Medium-sized Enterprises —Based on Improving the Functions of High Yield Bond Market

HE Chuan　JIANG Minglv

(Financial Market Department, China Construction Bank)

Abstract　Small and medium-sized enterprises (SMEs) in China have been suffering from the problems of difficult and expensive financing. This paper compares the development of the U.S. high-yield bond market, investor protection and default disposal mechanism and other institutional construction, and reviews and analyzes the exploration process and existing obstacles of the high-yield bond market for SMEs in China. In order to further enhance the level of direct financing and support the real economy, the following suggestions are put forward for the development of the SME high-yield bond market: strengthen policy guidance, broaden financing channels for SMEs in terms of product design and access system; optimize the construction of primary and secondary markets, expand the scope of investors, improve information transparency, develop credit derivative market and improve default disposal mechanism; strengthen market supervision through the whole process supervision and the use of technology to maintain the market order.

Keywords　SME Financing, High-yield Bonds, Direct Financing, Information Disclosure, Default Disposal

JEL Classification　G12　G18　G32