

我国短期融资券——历史、现状及发展建议

集美大学工商管理学院 高绍福 厦门大学管理学院 陈 旻

【摘要】文章主要采用统计分析与比较研究的方法回顾了我国短期融资券的发展历程,剖析了短期融资券的发展现状,进而提出今后的发展建议。文章认为,随着我国短期融资券的迅速发展,我国直接融资和间接融资失调的状况并未改善,企业显示出明显的短期融资券融资偏好,同时短期融资券定价机制也逐渐成型,但在融资风险、发行主体的公司治理、市场监管及信用评估等方面尚存在障碍。为了促进短期融资券市场的健康发展,针对现存的障碍,提出防范短期融资券风险、提高短期融资券发行主体的公司治理水平、加强短期融资券市场监管、完善短期融资券信用评估体系建设的建议。

【关键词】短期融资券; 融资偏好; 定价机制; 融资风险

2005年,经过进一步规范的短期融资券重登历史舞台。短期融资券自推出以来备受关注,已经成为我国大型和优质企业融通短期资金的重要手段。短期融资券市场经过近五年的迅速发展,出现了一些新特点。为了促进短期融资券市场的健康发展,有必要分析短期融资券市场的现状,扫清短期融资券市场发展的障碍。

一、我国短期融资券发展回顾

我国目前发行的短期融资券类似于国际金融市场上的融资性商业票据(Commercial Paper),主要区别在于我国的短期融资券只面向银行间债券市场的机构投资者发行,而商业票据直接面向货币市场的广大投资者。我国发展短期融资券并非始于2005年,早在1988年已经崭露头角,至1997年黯然退市,

时隔8年后于2005年重新精彩亮相。

(一)1988—1997年短期融资券试水阶段

1988年以前,由于银行信贷资金有限,一些企业尝试在本地区发行短期融资券,以弥补短期流动资金缺口。1989年,中国人民银行下发了《关于发行短期融资券有关问题的通知》(银发[1989]45号),肯定了发行短期融资券的做法,并在全国范围内开始允许企业发行短期融资券。当时人行取消了分行审批各地发行额度的权利,由总行在年初一次性下达总额,分行在总行下达的额度内审批单个企业发行额度和发行利率。参照国外商业票据的做法,当时的短期融资券以企、事业单位和个人为发行对象,委托银行或其它金融机构代理发行,并允许二级市场交易。表1列示了我国在这一阶段短期融资券发行的基本情况:

表1 1988—1997年我国短期融资券发行规模

单位:亿元

年份	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
发行额	11.72	29.72	50.15	104.44	228.53	215.78	123.32	170.6	120.62	69.42
余额	11.72	26.70	44.12	88.53	205.79	245.54	178.07	175.81	145.55	69.41

数据来源:周荣芳,2005.商业票据市场比较.银行家,7:48-50。

改革开放后经济的高速发展需要大量资金,短期融资券因此得到了迅速发展。巨额资金需求同时也刺激社会上乱拆借、乱提高利率和乱集资现象的出现,1993—1994年各地超规模发行债券情况严重。到1997年一些地区企业债券和短期融资券不能按期兑付的问题逐渐暴露出来,如广东省1992—1997年发行各种企业债券260亿元左右,经人行批准的只有184亿元(其中短期融资券67亿元),到期未兑付余额近30亿元,占当年债券余额的18%(周荣芳,2005)。1997年开始,央行不再审批发行短期融资券,短期融资券逐渐退出了市场。

(二)2005年短期融资券重登舞台

暂停发行短期融资券后,企业短期资金的融通主要通过向银行借贷解决。长期以来,我国企业融资方式一直以间接融资为主,直接融资渠道狭窄。央行2004年《货币政策执行报告》显示,在当时中国非金融机构部门融资总额中,银行贷款所占比重为82.9%,国债为10.8%,企业债为1.1%,股票为5.2%。但从2004年开始,由于经济运行过热,国家出台了一系列宏观调控措施,多次加息紧缩银行信贷。另外,我国企业债由于发行程序繁琐、利率定价机制不灵活,多年来发行量一直维持在二三百亿元左右,处于停滞不前的状态,2005年才达到654亿元的规模,但也仅仅占股票的三分之一。加上2005年以前,股票市场持续低迷,证监会启动了上市公司的股权分置改革,实施新老划断,未

完成股权分置改革的上市公司停止再融资,股市融资功能空前弱化。这样,在银根紧缩、企业债低迷、股权融资受阻等多重因素的共同作用下,企业短期融资券的重登历史舞台实属必然。

2005年5月24日央行正式颁布《短期融资券管理办法》,以及《短期融资券承销规程》、《短期融资券信息披露规程》两个配套文件,允许符合条件的企业在银行间债券市场向合格机构投资者发行短期融资券。这标志着短期融资券在国内货币市场的重新启动,为企业提供了一种新的直接融资的手段。截至2009年12月9日,有超过450家企业发行了1100只短期融资券,发行量达16404.15亿元。

二、我国短期融资券发展现状

(一)直接融资和间接融资失调状况并未改善

受短期融资券快速发展影响,在央行发布的《货币政策执行报告》中,国内非金融机构部门融资结构变化明显。由于短期融资券被央行《货币政策执行报告》统计在企业债中,企业债融资比重明显上升。银行贷款比重在2005年和2007年略有下降,但2008年以来却出现上升趋势,这可能与2008年金融危机导致资本市场中股票市场融资大幅度缩水、国家为了刺激经济通过调低利率放松银根有关。我国金融市场直接融资与间接融资失调状况并未改善,结构不平衡的矛盾依然十分突出,具体情况见表2:

表2 国内非金融机构部门融资结构年度比较

项目\年份	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年1-9月
贷款	82.90%	78.10%	82%	78.90%	83.1%	82.9%
国债	5.20%	9.50%	6.70%	3.60%	1.7%	6.7%
企业债*	1.10%	6.40%	5.70%	4.40%	9.1%	7.7%
股票	10.80%	6%	5.60%	13.10%	6.1%	2.6%
合计	1	1	1	1	1	1

* 包括企业债、短期融资券、中期票据和公司债。

资料来源：央行2004—2009《货币政策执行报告》、中国人民银行网站。

(二) 企业短期融资券融资偏好明显

1. 短期融资券融资额超越企业债融资额

企业存在对短期融资券融资的明显偏好。从2005年开始，短期融资券融资额就一举超过企业债的融资规模，而且连创新高。2008年以来股市萎靡不振，发行股票融资额大幅度萎缩，短期融

资券更成为香饽饽。截至2009年11月，已经创下同期历史新高（见表3）。短期融资券不仅发行总量庞大，而且单只短期融资券的融资规模也非常惊人。继中国电信2006年融资200亿元后，2008年3月21日国家电网公司发券融通300亿元，甚至超过了2008年上半年所有发行的地方企业债券总量108亿元。

表3 短期融资券、企业债、股票融资规模对比

单位：亿元

项目\年份	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年1—11月
短期融资券	1 424.00	2 919.50	3 349.10	4 338.50	4 225.05
企业债	654	663.34	1 719.86	2 366.90	3 800.33
股票	1 882.51	5 594.3	8 680.16	3 534.95	4 451.53

数据来源：根据中国债券信息网、中国证监会网站公布的数据整理。

对于企业来讲，短期融资券的融资作用与银行短期贷款基本一致，但与银行的贷款利率相比，短期融资券能有效节省融资成本。1年期银行贷款利率自2007年12月21日起高达7.47%，而2007年企业短期融资券的1年期平均发行利率在4.33%左右^①。短期融资券筹资成本低于银行贷款的原因是，短期融资券属于直接融资，筹资者与投资者直接往来，绕开了银行中介，节省了一笔原付给银行的筹资费用。虽然，发行短期融资券要承担一定的发行成本，但即便如此，短期融资券的筹资成本仍然低于银行贷款。

2. 短期融资券期限以1年期为主

目前我国银行间市场发行的短期融资券的期限绝大多数集中在1年期，而且这种趋势越来越明显。1年期短期融资券发行数量占总发行数量的比重由2007年的76%一路上升到2009年的90%以上（见图1），9个月期短期融资券品种很少，6个月期和3个月期的品种更是屈指可数。这同美国商业票据市场形成巨大反差，美国商业票据的期限一般不长于270天，平均在45天左右。

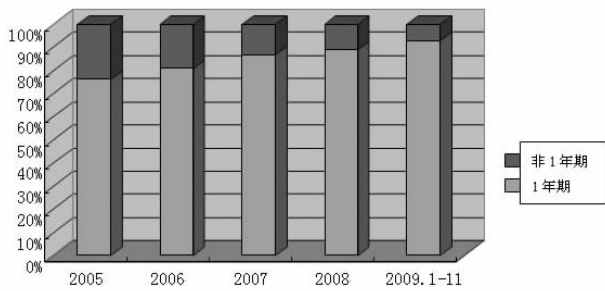


图1 短期融资券融资期限结构

资料来源：中国债券信息网。

3. 持续性短期融资券融资

许多优质央企、央企下属公司或者大型地方国有企业持续

性地发行短期融资券融资。以发行第一只短期融资券的华能国际为例，每年都通过发行短期融资券融资不少于50亿元（见表4）。这种持续性的短期融资券融资实质上已经形成了长期资金。

(三) 短期融资券发行定价机制逐渐成型

1. 短期融资券发行定价基准明确化

国外商业票据收益率的确定是在无风险基准利率基础上加上风险溢价。2007年以前，我国货币市场长期缺失基准利率。当时我国货币市场存在多种利率，包括银行间同业拆借利率（SHIBOR）、债券回购利率、央行票据发行利率等。无风险的央行票据由于其市场规模大，流动性好，利率市场化程度较高，1年期央行票据成为短期融资券发行利率的基准。

2007年1月4日上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）正式对外公布，标志着我国货币市场基准利率的培育工作正式启动。随着SHIBOR的推出，短期融资券逐步建立了以SHIBOR加点的定价模式。2007年共发行263只短期融资券，总发行额3349亿元，以SHIBOR为基准的107只，发行额为1376亿元，以发行数量计占40.68%，以发行额计占41.09%（全国银行间同业拆借中心信息统计部2008）。2008年上半年共发行短期融资券133只，总发行额为1720亿元，以SHIBOR为基准的82只，发行额为711亿元，以发行数量计占61.65%，以发行额计占41.34%（全国银行间同业拆借中心信息统计部2008）。2009年没有再发布相关统计数据。随着我国SHIBOR基准利率实践的不断完善，可以预见，短期融资券发行利率将无疑以SHIBOR为统一定价基准。

2. 短期融资券发行利率由趋同转向差异化

随着短期融资券市场的快速发展，一些民营企业也加入发行短期融资券的行列，发行主体日益多元化，短期融资券的风险评估受到重视，反映为发行利率由趋同转向差异化。

^① <http://www.chinabond.com.cn/chinabond/article/content.jsp?sid=49702&slmId=112>。

表 4 华能国际短期融资券发行记录

发行日期	融资额(亿元)	付息方式	票面利率(%)	期限
2005- 05- 26	45.00	贴现式		365 日
2005- 05- 26	5.00	贴现式		9 月
2006- 05- 23	5.00	利随本清	3.1200	365 日
2006- 06- 26	45.00	利随本清	3.3500	365 日
2007- 08- 09	50.00	利随本清	3.8400	364 日
2008- 07- 25	50.00	利随本清	4.8300	365 日
2009- 02- 24	50.00	利随本清	1.8800	365 日
2009- 09- 09	50.00	利随本清	2.3200	270 日

资料来源:中国债券信息网。

2005 年 12 月以前,不同资质、不同信用级别的短期融资券发行利率基本处于趋同状态,1 年期短期融资券发行利率维持在 2.92% 的固定水平(胡著伟,2007)。从 2005 年 12 月 13 日铁道部 2005 年 1 年期短期融资券发行开始,短期融资券发行利率开始呈现差异化趋势。2006 年 7 月份“福禧事件”爆发,发行人资质、信用状况更是成为决定发行利率高低的关键。2006 年在央行票据利率从年初的 1.9% 上升 90BP 至年底 2.8% 的背景下,优质国企融资券发行利率升幅不到 30BP。民企融资券收益率则连续攀高,全年上升幅度高达 130BP,最高至 4.9% 左右(陈继先,2007)。2007 年推出基准利率 SHIBOR 后,发行利率的利差与短期融资券的信用等级的联系越来越紧密。债券信用评估等级越高,与 SHIBOR 的利差越小,反之亦然。信用评级最高的 AAA 短期融资券比 SHIBOR 升幅不到 30BP,而较低的 A、A- 短期融资券比 SHIBOR 升幅甚至高达近 300BP。具体情况见图 2 和表 5:

3. 短期融资券发行人付息方式偏好转变

短期融资券的付息方式主要有两种,即贴现式和付息式(包括利随本清式和付息式固定利率)。从 2005 年至 2008 年,发行人付息方式偏好明显由贴现式转向付息式(见图 3)。由于短期融资券明确发行定价模式,扩大风险利差,采用付息式有利于比较直观地明示风险溢价。

三、我国短期融资券发展障碍及建议

展望中国金融经济的未来发展,短期融资券市场是不可或缺的。因此,要扫清短期融资券市场发展的障碍。

(一) 防范短期融资券风险

短期融资券融通的是短期债务资金,无疑将增加企业的财务风险。债务资金给企业带来超额经济利益的同时也伴随着不确定性。如果企业业绩下降,债务资金的存在会引起企业利润的大幅度下滑。短期融资券由于兑付期限短,对企业现金流量的管理能力更是一个严峻的考验,处理不好容易陷入财务危机。

企业连续发行 1 年期的短期融资券,难免使人质疑短期融资券发行目的并非出于解决自身的流动性不足,所筹集的资金可能另作他用。如果资金被使用在与融资期限不匹配的投资项目上,可能造成短期融资券兑付期限到达时无法兑付的信用风险。

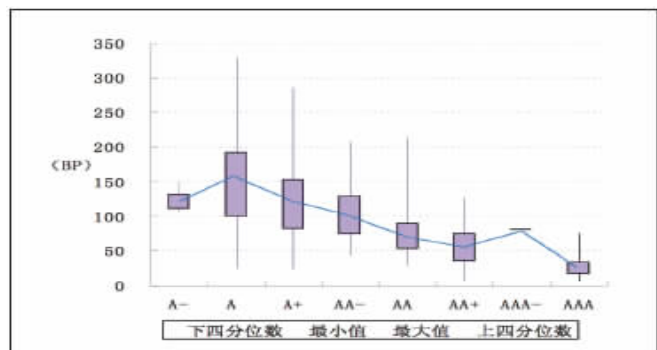


图 2 SHIBOR 与各信用级别短期融资券(1 年期)发行之间利差关系

资料来源:全国银行同业拆借中心信息统计部,2008.2007 年 SHIBOR 运行综述,中国货币市场,1:36-38。

表 5 SHIBOR 与各信用级别短期融资券之间利差月度变动表
(2008 年 1 月 1 日—2008 年 6 月 30 日,1 年期,单位:BP)

	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
1 月	298	[236, 279]	[157, 195]	[126, 161]	[102, 107]	[26, 33]
2 月	276	[226, 234]	[140, 192]	[107, 126]	95	33
3 月	275	[226, 245]	[131, 159]	[94, 110]	[67, 74]	[15, 25]
4 月	275	[225, 230]	[116, 135]	[88, 95]	[39, 50]	[16, 20]
5 月	-	[213, 240]	[89, 110]	69	[7, 39]	-
6 月	-	219	[69, 109]	[49, 52]	[33, 42]	[-6, 11]

资料来源:2008 年上半年 SHIBOR 运行情况综述[EB/OL].http://www.shibor.org/shibor/web/html/index.html_20080804。

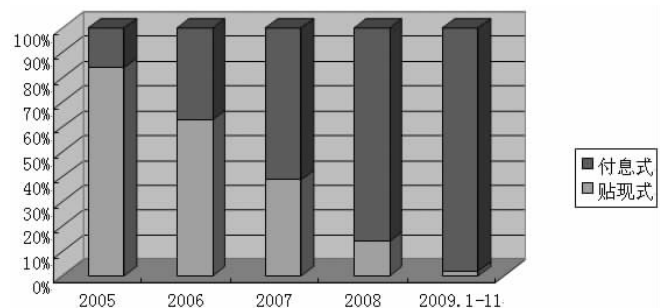


图 3 短期融资券发行人付息方式的变化

资料来源:中国债券信息网。

要防范短期融资券的财务风险和信用风险,应该从微观层面加强企业财务管理的水平。首先,企业应树立合理配置和运营资金的正确理念,包括投融资金额、期限与时机匹配的理念、先内部融资,再债券融资,最后股权融资的融资优序理念以及财务风险评估与控制理念等。其次,发行短期融资券前,企业决策层应该权衡与维护企业各方的利益,进行理性决策。一方面,对资金用途、发行额度、发行利率、融资期限以及发券频率等都要审慎决策;另一方面,企业必须建章立制,以防范企业决策层不当决策导致融资风险的行为。再次,发行短期融资券后,要着力提高企业在风险控制方面的管理水平。除了应利用短期融资券的发行契机调整优化资本结构,稳健使用低成本借入的短期资金,加强现金流量管理外,还要建立财务预警机制,监控净资产收益率、负债率和现金流等财务指标,防微杜渐,避免因短期流动性问题影响企业长期生存能力。

(二)提高短期融资券发行主体的公司治理水平

我国短期融资券发行主体除了大型国有企业,还出现了民营企业的身影,其中不论是国有企业还是民营企业都不乏上市公司的背景。除了上市公司,很多大型国有企业还没有建立起为市场所接受和认可的现代企业制度,股权不清晰,所有权和经营权不分,透明度不高。不少民营企业即使上市,其公司治理水平也有待提高。同时,与我国资本市场类似,短期融资券市场同样存在信息披露不及时、不完整、不真实等诸多问题。如果发行主体不能够强化自我约束,主动与市场沟通,市场对所发行的短期融资券的接纳度将大打折扣。2006年民企融资券收益率连续攀高,但市场上仍出现多只券种压缩发行规模或者推迟发行的情况,甚至在二级市场买卖或者作为质押品种回购融资时,均遭遇困难。

因此,提高公司治理水平,为短期融资券市场培育大批优质的发行主体是今后短期融资券市场发展的关键。首先,应建立现代企业制度,完善公司治理结构。建立产权清晰、权责明确、政企分开的企业制度,有效规范企业行为,强化企业自我约束机制。其次,应建立完备的信息披露制度。发行短期融资券过程中的定价、配售和路演应与投资者充分沟通,提升信息的透明度,方便投资者进行投资决策。发行后,对于影响短期融资券价格的企业财务信息和经营信息,也应该及时充分披露。

(三)加强短期融资券市场监管

从西方发达国家票据市场发展的实践来看,短期融资券融资的目的主要应该是满足流动资金需求,以及降低融资成本和提高融资的灵活性。在我国《短期融资券管理办法》中对短期融资券所筹资金的用途未做过多限制,仅要求“发行融资券募集的资金用于本企业生产经营”。企业完全可能通过短期融资券圈钱,短资长用不存在政策障碍。

《短期融资券管理办法》及其两份配套文件对短期融资券的发行人、承销商和其他中介机构在发行和交易短期融资券、持续信息披露的规程和所承担的法律职责方面作了规定,但对相关当事人的处罚依据皆出于《中国人民银行法》,没能与新修订的《公司法》和《证券法》挂钩,这不能不说是一个缺憾。

针对短期融资券市场存在的问题,必须采取多项措施加强市场监管。首先,应保证短期融资券发行主体的优良资质。我们不主张加快多样化短期融资券发行主体的进程。为了保证短期融资券市场顺利发展,无论是在市场发育初期还是在市场具备规模后,都必须坚持发行主体市场准入的高门槛(王景武,2005),从源头防止落入“一放就乱,一乱就整治,一整治就死”的怪圈。其次,应监管短期融资券发行主体的融资动机。必须修订并完善管

理方法,禁止短资长用形成兑付风险。在对短期融资券融资目的严格审核的基础上,必须进一步规范和监控资金的实际用途,加强对发券企业资金使用状况的考核。再次,应加强短期融资券立法。完善和健全与之相关的法律法规,加强实施机制建设,为企业短期融资券市场提供一个良好的运行环境。《中国人民银行法》和《短期融资券管理办法》所列示的当事人承担法律责任的情况和处罚措施相对比较简单,不能有效地约束当事人的行为,而《公司法》和《证券法》在这方面的规定相对成熟一些。因此,在普遍适用《公司法》和《证券法》的基础上,《短期融资券管理办法》中应针对短期融资券本身的特点,制定相应的监督和处罚措施。

(四)完善短期融资券信用评估体系建设

我国短期融资券发行定价机制的成熟有赖于短期融资券信用评级体系建设的完善。然而我国的信用评级整体发展远远落后于发达国家的水平和我国的实际需要。债券发行人的动态评级结果是投资人投资决策的重要依据,发达国家信用评级机构一般都提供动态跟踪评级。动态跟踪评级在我国还极为少见。2006年“福禧投资”事件爆发后,上海远东资信评估有限公司才公告实施对福禧投资短期融资券进行跟踪评级,并对外披露评级结果。

我国信用评级机构没有实施跟踪评级,市场却能听之任之,一个很重要的原因就是没有专门的高层次监管机构。我国已经有证监会、银监会和保监会,这些监管机构与信用评级都有千丝万缕的联系,却形成“监管真空”的局面。今后,应借鉴美国分业监管的成功经验,通过分析信用产品的开发和使用过程,将信用监管的权责分配到不同的监管主体。同时积极建立和发展各监管主体之间的协调联动机制,形成各监管主体间信息流沟通的有效进行,从而最终实现从部门监管向功能性监管的创新性转变(胡乃红等,2007)。

此外,我国的信用评级公司目前还没有特别为短期融资券设计信用评级体系,往往采用对长期债券的评级标准来操作,严重忽视了短期融资券的特征,势必导致不良后果。开创国内非上市公司发行短期融资券先河的福禧投资,确实拥有较为优质的长期资产,但在突发事件下即使优质的长期资产也不能保证短期债券的及时偿付。

完善短期融资券信用评估体系建设,当务之急是针对短期融资券的特点设计信用评估指标体系和评估方法。国际著名的信用评级机构穆迪和标准普尔的信用评估体系中明确了短期和长期债券的区别。在借鉴国际知名信用评估机构的宝贵经验基础上,还要结合我国企业的具体情况加以修正,以保证我国自身对信用评级业的话语权和定价权。●

【参考文献】

- [1] 周荣芳.商业票据市场比较[J].银行家,2005(7):48-50.
- [2] 全国银行间同业拆借中心信息统计部.2007年SHIBOR运行综述[R].中国货币市场,2008(1):36-38.
- [3] 2008年上半年SHIBOR运行情况综述[EB/OL].http://www.shibor.org/shibor/web/html/index.html,2008-8-4.
- [4] 胡著伟.我国企业短期融资券利率差异化分析[J].经济经纬,2007(5):148-159.
- [5] 陈继先.短期融资券将继续分化[N].中国证券报,2007-1-5:B05.
- [6] 王景武.发展短期融资券的宏观作用与亟需解决的问题[J].南方金融,2005(9):22-24.
- [7] 胡乃红,吴畏.当前信用体系下的短期融资券发展研究[J].上海投资,2007(4):24-29.