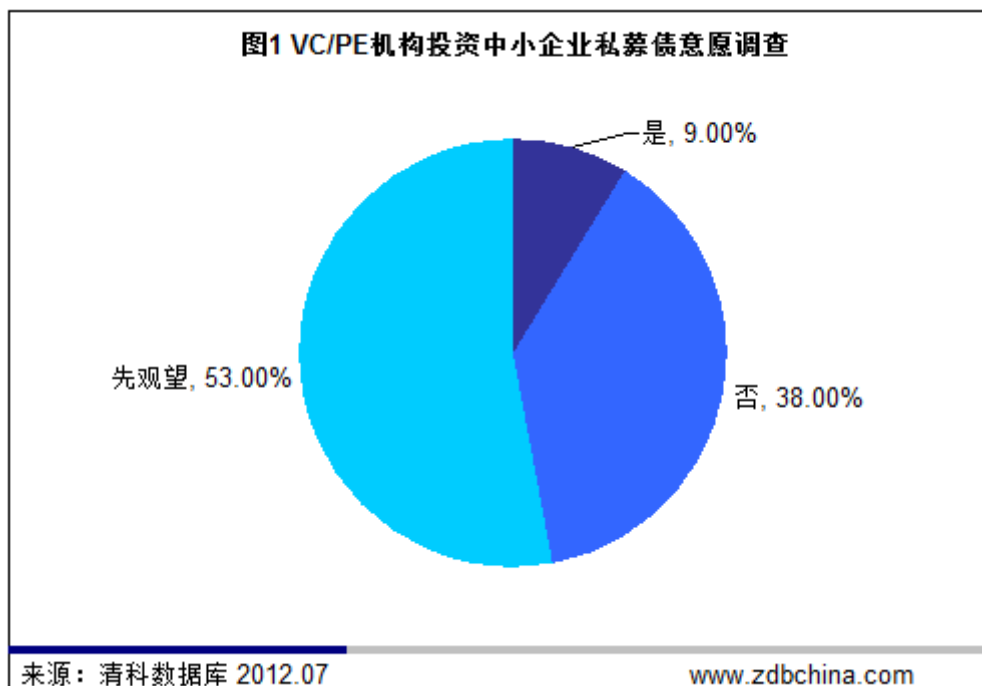


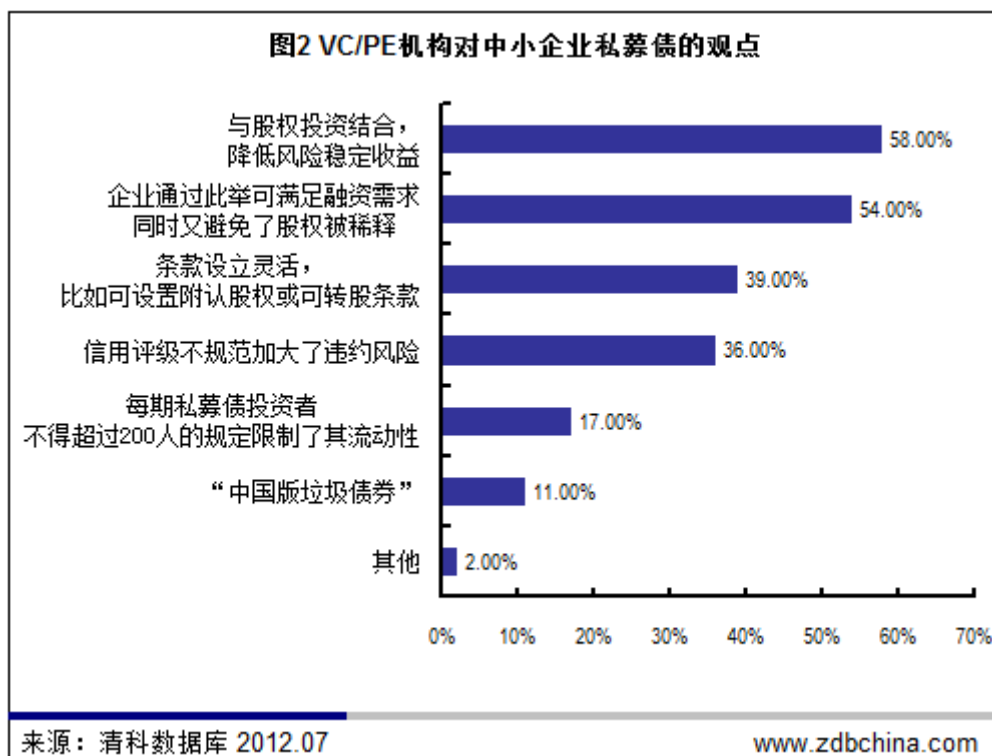
清科观察：首批中小企业私募债券发行 过半 VC/PE 谨慎观望

2012-7-16 清科研究中心 胡熠

2012 年 5 月 22 日晚，上交所、深交所分别发布《中小企业私募债券试点办法》，正式启动中小企业私募债券试点工作。由于发行主体为非上市的中小微企业，跟上市企业相比，其财务状况和信用资质都要弱些，所以发行利率会较高，也称为高收益债券。在国际市场上，高收益债券亦被称为“垃圾债券”。20 世纪 70 年代末到 80 年代初美国垃圾债市场兴起继而掀起了企业并购热潮，PE 机构（如 KKR）通过发行垃圾债券结合并购基金高杠杆收购被市场低估的企业，重组后出售给其他投资人以获取高额回报。垃圾债券与 VC/PE 行业的紧密关系，不禁让人猜测随着并购基金在中国的发展，中小企业私募债（下称“私募债”）是否会成为中国 VC/PE 市场的催化剂，掀起中小企业并购热潮。为此，清科研究中心特别邀请数百家活跃于中国大陆的 VC/PE 投资机构参加“中小企业私募债调研”。

据清科数据库统计显示，在参与本次调研的数百家机构中，仅 9% 的机构表示会投资私募债，53% 的机构选择先观望（图 1）。超过半数的 VC/PE 机构认为私募债可以与股权投资结合，降低风险稳定收益，并且企业也可通过此举满足融资需求同时避免股权被稀释（图 2）。值得注意的是，仅 11% 的 VC/PE 机构认为首批私募债是“中国版垃圾债券”，也就意味着大部分机构并不认为目前私募债具备“垃圾债券”的特点，那它对中国 VC/PE 行业投资方式的影响也比较有限，这也呼应了机构针对其较低的投资意愿。因此，首先我们需要进一步分析首批中小企业私募债券是否具备“垃圾债券”的特点。





“垃圾债券”的特点是高收益高风险并配有灵活的条款设置，比如可转股权条款。正常情况下，投资人可以获得较高的固定收益；在公司运营遇到困难或未能达到指标时，投资人可以启动条款以获得股权，之后可通过出售股权以获得更高额的回报。由此可见，相比其他类型企业债，更高的固定收益和灵活的条款设置是“垃圾债券”吸引 VC/PE 机构的主要因素。反观首批私募债，虽然被赋予了高度的灵活性，但票面利率仍偏低。目前国内 1 年期到 2 年期 BBB+评级的债券收益率是在 9%-10%之间。在国内，评级等于或高于 BBB 的债券为投资级债券，低于 BBB 为投机级，CCC 为垃圾级。评级越低，违约风险越高，而收益率也越高。据上交所副经理刘世安介绍，截止 2012 年 6 月 30 日已有 27 家中小企业通过了备案，19 家完成私募债发行，总规模在 18.50 亿元。已发行的私募债中，除了巨龙债的票面利率是 13.50%，其余私募债均在 10%以下，因此可以推断大部分私募债信用级别至少是在 BBB+，故我国首批私募债不具备“垃圾债券”的特点。

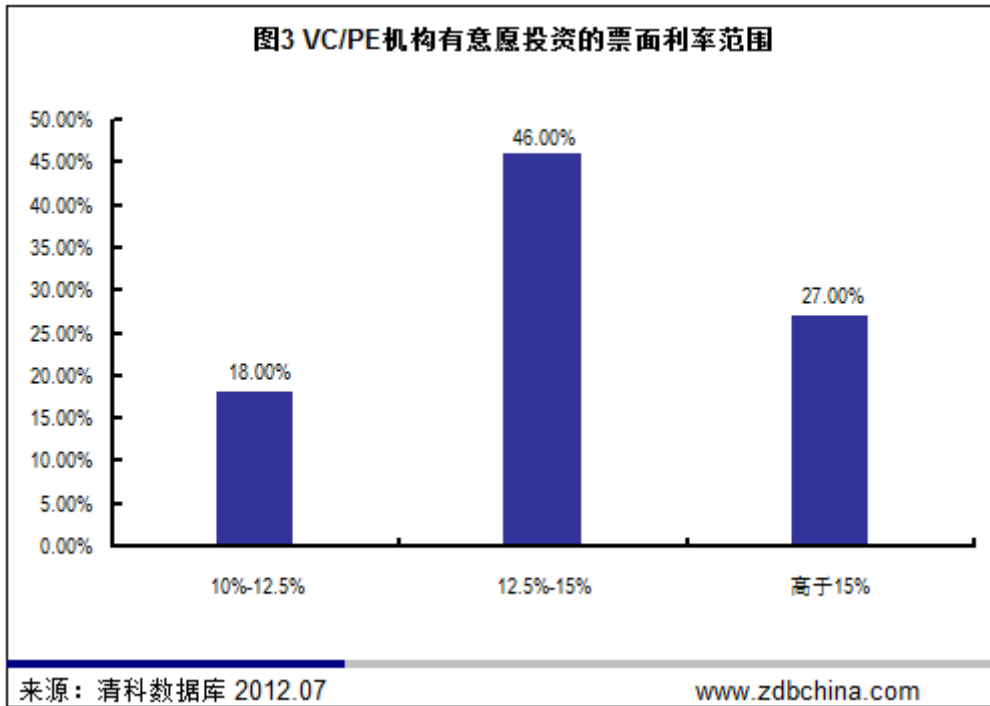
表 1 部分中小企业私募债券信息

债券名称	发行日期	期限 (年)	发行规模 (亿元)	(发行时) 票面利率 (%)	债券代码列表
天科债	2012-6-12	3.00	1.00	7.30	125007.SH(上海)
凡登债	2012-6-12	3.00	1.00	8.05	125006.SH(上海)
宁水务	2012-6-11	2.00	2.00	9.40	125002.SH(上海)
同捷 01	2012-6-12	3.00	1.00	8.15	125005.SH(上海)
百慕债	2012-6-11	1.50	0.20	8.50	125001.SH(上海)
新宁债	2012-6-12	2.00	1.00	7.50	125004.SH(上海)
中欣 01	2012-6-11	2.00	0.20	10.00	118006.SZ(深圳)
森德债	2012-6-11	3.00	1.50	8.10	118011.SZ(深圳)
锡物流	2012-6-11	2.00	2.50	9.50	118010.SZ(深圳)
浔旅债	2012-6-11	3.00	0.50	8.90	118005.SZ(深圳)
德福莱	2012-6-8	3.00	2.00	9.30	118002.SZ(深圳)
拓奇债	2012-6-11	1.00	0.28	9.00	118004.SZ(深圳)
巨龙债	2012-6-11	1.00	0.20	13.50	118003.SZ(深圳)
九恒星	2012-6-11	1.50	0.10	8.50	118009.SZ(深圳)
钱四桥	2012-6-11	2.00	1.00	9.35	125003.SH(上海)
苏镀膜	2012-6-8	2.00	0.50	9.50	125000.SH(上海)
嘉力达	2012-6-8	3.00	0.50	9.99	118001.SZ(深圳)

来源：深沪交易所网站，清科数据库整理 2012.07 www.zdbchina.com

清科研究中心认为主要有两个原因造成较低的票面利率：一，中小企业私募债目前处在试点阶段，发行主体大多为资质较好的企业，从而大大降低了违约风险；二，目前处在收益率下行阶段，加上大部分私募债的集中发行，进一步降低了发行利率。

根据清科数据库统计显示，73%的机构愿意投资票面利率高于 12.50%的私募债。而从 2010 年至 2012 年第一季度，A 股市场共有 38 家 VC/PE 机构对 59 个通过 IPO 方式上市的被投资企业进行了减持，平均内部收益率达 71.90%。对比 IPO 减持回报，低于 12.5%票面利率的私募债难以吸引 VC/PE 机构。



此外，从发行量来看，如果以 6 月份的发行量(18.50 亿)作为平均每月发行规模，则全年中小企业私募债发行总量将在 220 亿元人民币左右。考虑到私募债目前仍在试点阶段，试点范围目前只包括北京、上海、天津、广东、江苏、浙江、湖北和重庆，并且主要投资者为银行、证券、保险、信托和基金等机构，VC/PE 机构可投规模较小，所以很难达到完善投资组合或提高杠杆的作用。加之，本身流动性就显不足的中国债券市场，私募债短期对中国 VC/PE 行业的投资方式不会产生实质影响。因而，不管从票面利率还是从规模量的角度来看，都难以吸引 VC/PE 机构，也呼应了调研结果显示“VC/PE 机构较低的投资意愿”。

从长期来讲，清科研究中心认为以下几个因素可使中小企业私募债对中国 VC/PE 行业的投资方式产生实质影响：

- 信用评级规范化：**本次调研显示，36%的 VC/PE 机构认为针对中小企业私募债（图 2），由于信用评级不规范将加大违约风险。目前，我国信用评级机构的客观性亟待提高，主要存在三方面问题：一是评级机构获取企业信息的来源有限，并且企业信息存在失真；二是评级机构本身为了追求更高的市场份额，盲目迎合客户，造成评级失真；三是缺乏优秀的专业从业人员，从而限制了其行业发展和信用评级质量。信用评级的规范化将大大提高投资者投资债券的信心。
- 央行推行利率市场化：**近期央行两次降息，都被看做向利率市场化的又一步迈进。同时，央行近日发布的《中国金融稳定报告（2012）》也提出进一步深化利率市场化。包括私募债的推行，亦被看作是对利率市场化的推进。利率市场化将迫使银行为了吸引存款，提升利率，也将进一步促进金融衍生品市场的发展，而衍生品市场的发展，将为债券投资者提供债券相关类产品以规避违约风险，从而促进债券市场的发展。加之，随着中小企业私募债渡过试点阶段，发行量也会逐渐增加，其违约风险也将逐渐显露，因而，其票面利率亦会升高。利率的升高与发行规模的增长，也会逐渐吸引更多的 VC/PE

机构选择投资被市场低估的私募债。

- 3. 并购基金的快速发展：**据统计，目前并购基金占据了全球 PE 总管理资本量的 63.00%。但目前中国的并购基金仍处在起步阶段。当前国内处于产业结构调整阶段，企业兼并与重组将成为未来几年的关键词。同时，并购基金也是监管部门力推的内容之一。近日，券商直投对并购基金所显示出的热情亦反映了市场对其未来发展的积极态度。而随着并购基金的发展，必会对其他融资工具有更高的需求，比如结合私募债提高杠杆，并通过利用其灵活条款设置可转股条款以获得控股权。从而，逐渐改变中国 VC/PE 行业的投资方式。
- 4. 完善的私募股权二级市场：**私募股权二级市场将提供一个买方可以将自己部分或全部的投资组合或投资私募股权基金的份额出售给卖方的交易平台，从而提高私募股权的流动性，并为投资人提供新的投资和退出方式。目前我国私募股权投资的退出方式主要以 IPO 为主，占披露案例 70%以上，然而在美国等金融发达国家此比例仅占 10%到 15%。随着 IPO 退出回报的明显回落，我国私募股权二级市场急需完善。流动性提高以及投资和退出方式的多元化也将进一步促进并购基金的发展，并间接带动私募债的发展，从而对 VC/PE 行业的投资方式产生影响。

关于清科

[清科集团](#)成立于 1999 年，是中国领先的创业投资与私募股权投资领域综合服务及投资机构，主要业务涉及：领域内的信息资讯、研究咨询、会议论坛、投资银行服务及直接投资。

服务介绍：

[清科研究中心](#)于 2001 年创立，研究范围涉及创业投资、私募股权、新股上市、兼并收购以及 TMT、传统行业、清洁技术、生技健康等行业市场研究。目前，清科研究中心已成为中国最专业权威的研究机构之一。清科研究中心旗下产品[清科数据库](#)（Zdatabase）是一款覆盖中国创业投资及私募股权投资领域最为全面、精准、及时的数据库，为众多有限合伙人、VC/PE 投资机构、政府机构等提供专业的信息服务。

清科研究中心是中国最具影响力的创业投资及私募股权投资领域综合服务及投资机构，主要业务涉及：领域内的信息资讯、研究咨询、会议论坛、投资银行服务及直接投资。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15894

