

债券融资支持工具在民营企业债券发行中的应用

——基于美的置业的案例分析

张兆芹, 张少华

(广东工业大学 经济学院, 广州 510520)

摘要: 我国推出信贷、债券、股权“三支箭”政策组合以促进民营企业融资,担保、信用保护等民营企业债券融资支持工具为“第二支箭”,因其直接融资属性、高效发行机制、灵活资金配置与公开信号传导功能,成为民营企业规避股权稀释与信贷约束的优先选择。近年民营房企深陷流动性危机而备受社会关注,本文以上市民营房企美的置业为例,基于信息不对称理论,从融资难度、融资成本、市场反应方面分析债券融资支持工具的应用成效。研究发现:债券融资支持工具能显著降低民营企业融资难度,畅通债券融资渠道,提振资本市场信心,带来正向市场反应;但企业必须承担增信成本,降低融资成本效果不明显。在当前市场条件下,债券融资支持工具仍面临受益面有限、增信机构风险积聚压力大、民营企业自主融资能力恢复慢等问题,制约了其进一步推广和应用。为更好发挥债券融资支持工具作用,缓解民营企业融资难题,要加快建设形成“民营企业主动谋求增信、金融机构敢于提供增信、债券投资者理性认可增信”的健康市场生态系统。本研究结论可为更多民营企业借助债券融资支持工具应对融资困境提供参考。

关键词: 债券融资支持工具;美的置业;信息不对称;担保增信;信用保护增信

中图分类号: F832.5

文献标志码: A

DOI 编码: 10.7511/JMCS20260111

0 引言

受中美贸易摩擦及金融去杠杆等因素影响,2018年我国民营企业融资环境趋紧。为此,中国人民银行推出信贷、债券、股权“三支箭”政策组合以支持民营企业发展。“第二支箭”即民营企业债券融资支持工具,由中国人民银行提供部分初始资金,引导专业机构通过担保增信、创设信用保护工具等市场化方式,为经营正常但面临暂时流动性困难的民营企业提供增信支持。参与机构除中债信用增进投资股份有限公司(简称中债信增)、中国证券金融股份有限公司(简称中证金融)外,还包括商业银行、

证券公司、担保公司等市场主体。据中国人民银行金融市场司数据,截至2024年1月末,该工具已累计支持民营企业发行债券2505亿元,但整体覆盖面仍显不足。

2018年民营企业出现违约潮以来,民营房企违约问题备受社会关注。长期以来,房地产企业依赖“高负债、高杠杆、高周转”的发展模式,而随着“房住不炒”调控政策和“三道红线”融资新规密集出台,行业进入深度调整期。“三道红线”融资新规是2020年8月中国人民银行和银保监会等机构针对房地产企业提出的指标,即剔除预收款项后资产负债率不超过70%、净负债率不超过100%、现金短债比大

收稿日期: 2024-08-13

基金项目: 广东省哲学社会科学规划学科共建项目“信用风险缓释工具助力广东民营企业融资的效果与对策研究”(GD23XYJ22);广东省哲学社会科学规划学科共建项目“粤港澳大湾区先进制造业和现代服务业深度融合的双向赋能路径研究”(GD23XYJ21)

作者简介: 张兆芹,女,湖北长阳人,广东工业大学经济学院讲师,管理学博士,主要研究方向为公司金融与风险管理;张少华,通讯作者,男,广西北海人,广东工业大学经济学院讲师,管理学博士,主要研究方向为服务经济与管理, E-mail: shaohua0829@163.com。

于1。融资新规旨在对房地产企业的负债情况进行严格控制,自2021年1月1日起全面实施。2016年年底,中国政府明确提出“房子是用来住的,不是用来炒的”。随后,与房地产相关的主管部门陆续出台了相应的配套政策,涉及房企融资、购房者信贷等方面。受“去杠杆”与销售下滑影响,部分经营正常但短期困难的民营房企陷入融资困境,恒大、碧桂园等头部企业出现流动性危机。为化解风险,2022年起“三支箭”政策逐步对房地产企业松绑,债券融资支持工具被用于支持美的置业等民营房企发债融资。在此背景下,债券融资支持工具的实际成效、面临障碍及如何扩大受益面,成为值得深入探讨的问题。作为首批通过信用保护工具成功发债的民营房企,美的置业自2022年以来多次借助“第二支箭”完成债券发行,为观察政策效果提供了重要案例。

本文基于信息不对称理论,以美的置业2022—2024年连续15期运用债券融资支持工具的实践为例,深入研究债券融资支持工具的应用成效与现实问题。核心围绕3个问题展开:债券融资支持工具能否有效缓解民营企业融资困境?扩大其受益面面临哪些制约?如何推动其更广泛、深入、持续地助力民营企业?通过分析债券融资支持工具对民营企业融资难度、融资成本及市场反应的影响,本文可为评估其政策效果提供经验证据,并系统梳理了当前这一结构性政策难以广泛覆盖目标企业的深层原因。在此基础上,本文从企业主动谋增信、机构敢于担增信、投资者理性认增信3个维度提出针对性建议,以期为更多民营企业借助债券融资支持工具缓解融资困境提供参考。

1 文献回顾

1.1 民营企业融资约束的成因研究

“融资难、融资贵”长期困扰我国民营企业,其融资约束成因主要有4个方面:一是民营企业自身能力不足,规模小、抗风险能力弱、治理结构与财务管理机制不健全,信用风险较高^[1];二是信息不对称问题突出,民营企业信息披露质量较低^[2],叠加信用评级体系可信用度不足^[3],导致资金供给方难以准确评估其风险;三是制度性歧视仍在,以大银行为主导的信贷体系存在“所有制歧视”与“规模歧视”,民营企业信贷供给受

限^[4];四是信用担保体系不完善,当前以政策性担保为主,服务范围有限,且担保机构自身风控能力不足,难以有效满足民营企业融资需求^[1]。

1.2 增信对民营企业融资约束的影响研究

民营企业自身承担信用风险,而资金供给方对民营企业风险不了解是导致民营企业融资困难的直接原因,增信措施是破解民营企业融资困境的可能途径。关于增信措施会如何影响企业融资约束,以往研究从融资可得性和融资成本两方面展开。

在融资可得性方面,增信措施能降低资金供给方与融资企业间的信息不对称,缓解资金供给方对融资企业信用风险的担忧^[5],提升企业获贷与发债成功率,延长债务期限^[6],缓解“融资难”问题。许多信用评级不高的企业,引入增信措施方能实现债券融资^[7]。

从融资成本角度来看,现有文献基于信息不对称视角提出两种理论:一是逆向选择理论,高信用企业为主动传递信号、缓解融资中的逆向选择问题而引入增信,有助于降低融资成本^[8]。陈超和李镛伊^[9]发现我国有担保公司债券的融资成本低于无担保债券。二是风险补偿理论,低信用企业因自身资质较弱,为获取融资而被动引入增信,其融资成本仍相对较高。Boot等^[10]发现银行信贷市场中低信用企业需要借助增信才能获得授信,千茜倩等^[7]也指出信用评级越低的企业发债时引入增信的概率越高。这两种理论反映了不同信用水平企业的差异化动机:高信用企业主动增信以彰显资质,符合逆向选择理论,有助于降低融资成本;低信用企业被动增信以获取融资机会,符合风险补偿理论,此时增信主要缓解“融资难”,而对“融资贵”的改善有限^[11]。

此外,引入增信后可能带来债权人与债务人行为变化。债权人可能因风险被转移而放松对债务人的监督,即出现债权人空心化^[12];当企业陷入困境时,债权人诉求可能发生变化,增加债务重组的协商难度^[13]。同时,债权人监督减弱也可能诱发债务人的道德风险,增加违约概率^[14]。这些行为变化可能进一步降低企业整体价值,并推高权益等其他融资渠道的成本^[15]。

1.3 关于民营企业债券增信的研究

债券融资增信支持体系是融资增信支持的重要组成部分。当前民营企业债券融资增信支

持体系主要包含两类:一是政策性融资担保体系,其以政府信用为依托,以市场化方式运作,旨在弥补大型担保机构不愿介入、中小担保机构能力不足的市场缺口,为民营企业提供担保支持^[16]。二是市场化增信机构,由中债信增等专业机构通过提供担保增信、创设信用保护工具等市场化方式为民营企业债券融资提供支持。

关于债券增信如何影响民营企业融资约束,现有研究尚不充分。有研究表明,专业第三方提供的单独或联合增信能够有效降低民营企业债券融资成本,一定程度缓解其债务融资约束^[17]。然而,这一缓解效果呈现减弱趋势,这主要源于参考实体重复创设及增信资源逐渐向高评级发行人集中等问题^[18]。也有研究认为,债券增信的主要作用体现在提升债券发行成功率,而对于显著降低发行成本的效果并不明显^[19]。

综上所述,民营企业融资约束产生原因复杂,增信措施有望帮助民营企业克服融资难题,但关于实践中增信措施如何影响民营企业融资约束,结论并不统一。而民营企业债券融资增信支持体系发展时间更短,相关研究的文献较少,民营企业债券增信的实际效果仍是一个有待探讨的话题。

2 研究设计

2.1 研究方法选择

本文采用单案例研究方法,探讨债券融资支持工具的增信效果,重点分析其对债券融资难度、融资成本的影响及由此引发的市场反应。单案例研究有助于结合政治、经济、社会等多维背景,精准把握具体案例情况,有助于形成有效结论。本研究聚焦债券融资支持工具在民营企业融资中的应用,案例选取注重典型性与时效性,故采用单案例研究设计。

2.2 研究的理论基础

2.2.1 债券增信的作用机制

发行债券是企业直接融资的重要方式,其公开透明的特点也使得民企债券违约事件具有较强的信息效应和外溢效应,加剧了企业之间的融资分化^[20]。在债券违约多发的背景下,如果民营企业债券信用差,投资者投资意愿就低。债券增信作为融资支持工具的核心手段,通过优化债券风险结构提升债券信用等级,可以打破仅依赖发行人主体信用的传统模式,降低因

信用不确定性带来的融资阻力。从信息不对称理论来看,债券融资支持工具会产生两种效应:保险效应和声誉效应。

(1)保险效应。增信机构通常是信用资质较高、市场认可度较好的金融机构,投资者与增信机构间的信息不对称显著小于投资者与发债企业间的信息不对称。债券增信相当于为债券偿付增加了一道保险,发行人违约时投资者会获得增信机构代偿赔付,达到以增信机构的高信用代替债券发行人原始信用的效果。投资者因信息不足或担心信用风险而不愿直接投资民企债券,可通过认购带增信措施的债券来实现风险转移,提升对相关民营债券的投资意愿。保险效应的存在,使信用水平不足的企业也有可能通过债券市场获得融资。

(2)声誉效应。增信机构作为专业金融机构,在信息获取和风险识别方面比普通投资者更具优势,增信机构与发债企业间的信息不对称显著小于投资者与发债企业间的信息不对称。作为信用风险的承担方,增信机构会对发行企业进行全面风险考察,其提供增信的行为被市场视为对企业信用的认可,进而产生声誉效应。信用认证带来的声誉对于企业在复苏期和衰退期获得融资非常重要^[21]。声誉效应不仅可提升企业其他无增信债券的市场接受度,也有助于增强企业在信贷及股权融资等渠道的融资能力,提振市场整体信心。

2.2.2 担保增信和信用保护增信的比较

我国银行间市场2010年推出信用风险缓释合约(CRMA)和信用风险缓释凭证(CRMW),2016年推出了信用违约互换(CDS)和信用联结票据(CLN);交易所市场2019年推出信用保护凭证和信用保护合约。CRMW、CLN、信用保护凭证等凭证类信用保护工具标准化程度高,可流通转让;CRMA、CDS、信用保护合约等合约类信用保护工具标准化程度低,不能在二级市场流通。除了CLN,债券投资者还为上述其他信用保护工具中的信用保护买方。

目前民营企业债券融资支持工具以担保增信和信用保护增信为主,前者是直接购买有担保的债券,后者则是构造“无担保债券+信用保护工具”的组合实现信用风险的转移。担保增信和信用保护增信的相关交易机制如图1所示。

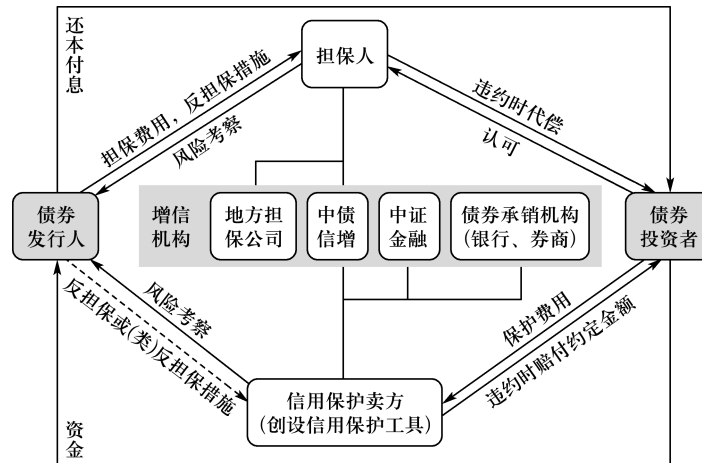


图 1 担保增信和信用保护增信的交易机制

Fig. 1 Transaction mechanisms for guarantee and credit protection enhancement

提供增信前,增信机构会对债券发行人进行尽职调查与全面风险考察。在担保增信中,中债信增或地方担保公司等增信机构与债券发行人签订担保合同,发行人支付担保费并提供反担保物,担保机构对债券本息承担全额保证责任。在信用保护增信中,中债信增、中证金融或债券承销机构等针对债券全额或部分创设了新的信用保护工具,投资者购买了这些信用保护工具并支付保护费用后,若发生约定信用事件,卖方将按约定向买方进行偿付。

担保与信用保护增信均能将债券的信用风险转移给第三方(担保方或保护卖方),由此降低投资者承担的信用风险、缓解其顾虑,扩大发行人的融资机会。然而二者也存在显著差异(表 1)。担保增信是发行人与担保人之间的法律行为,灵活性较低,成本由发行人承担,投资者无偿获得担保债权;信用保护增信是保护买方与卖方之间的金融合约,灵活性较高,成本由投资者承担,发行人不直接参与该合约的创设与交易。

表 1 担保增信和信用保护增信的主要差异

Tab. 1 Key differences between guarantee and credit protection enhancement

	担保增信	信用保护增信
定义	由第三方机构为债券发行人提供担保	通过信用衍生品来转移或分散信用风险
形式	债券发行人与担保人之间订立担保合同	信用保护买方(债券投资者)和信用保护卖方(信用保护工具创设机构)之间订立信用衍生品合约
性质	属于法律行为,发行人违约时投资者可向担保人追偿	属于金融合约,发生约定信用事件时由卖方向买方进行偿付
灵活性	灵活性较低。担保合同依附于主债,且通常为全额担保	灵活性较高。合约具有独立性,凭证类工具可单独转让,并可部分创设
债券发行人	需要向担保人支付担保费,并通常需要提供反担保物	通常不直接参与合约,但实践中常需向保护卖方提供反担保或类似措施
债券投资者	不需支付额外对价,担保债权随债券获得	需支付保护费用,以获取信用风险保护

2.2.3 金融机构的增信动机和风险管理

金融机构的积极参与是民营企业债券融资支持工具得以发挥作用的先决条件。金融机构

为民营企业增信的动机主要包括 3 个方面。

(1) 响应政策号召。自 2020 年《优化营商环境条例》实施以来,国家持续出台政策鼓励金

融机构加强对民营企业的支持。2023年7月,《关于促进民营经济发展壮大的意见》明确提出要扩大民营企业债券融资支持计划覆盖面、提升增信力度;同年11月,中国人民银行等部门进一步发布文件,明确要充分发挥民营企业债券融资支持工具作用,推动其“扩容增量、稳定存量”。中债信增、中证金融及相关市场化机构通过提供增信服务支持民营企业融资,正是对国家政策导向的积极响应。

(2)追求经济效益。在金融市场竞争日益激烈的背景下,为民营企业提供增信服务有助于金融机构拓展业务范围、增加收入来源。具体而言,金融机构可通过提供担保收取担保费,或通过创设信用保护工具收取创设费用,作为其承担信用风险的对价。只要债券在担保合同或信用衍生品合约有效期内未发生违约,增信机构即可实现相应收入。此外,对银行、券商等承销机构,通过创设信用保护工具促成债券发行,也有助于提升其承销业务收入。

(3)承担社会责任。在ESG理念日益成为企业价值重要评估标准的背景下,金融机构积极履行社会责任有助于实现可持续发展。为民营企业提供增信支持,帮助其完成债券发行、缓解融资压力,不仅是金融机构服务实体经济的重要体现,也有助于提升自身企业形象与社会声誉,实现商业效益与社会责任的统一。

金融机构作为信用风险的承担方,在为民营企业增信时,必然面临代偿风险。随着增信业务规模的持续扩大,代偿风险不断积聚,增信机构必须采取有效措施加强风险管理。

(1)增信前的代偿风险防范。有必要建立多机构联合增信与风险分担机制,明确各方代偿责任。完善并落实反担保措施,确保反担保物的有效性及可执行性。优化增信措施定价,基于对债券发行人的信用状况、还款能力、资金用途的综合风险评估,对增信服务合理定价,充分覆盖风险。同时,提前制订风险应对预案,明确代偿发生时的处置流程。

(2)增信后的代偿风险管理。有必要建立动态风险预警机制,运用大数据等手段持续监测发行人的还款与财务情况,提升风险识别准确性。一旦发生代偿,应主动与发行人协商制订还款计划,尽量降低代偿损失;必要时积极借助法律与司法途径追偿,维护自身权益。

2.3 案例选择和介绍

2.3.1 案例企业选择

本文选择美的置业作为研究对象,原因主要在于2点:①民营房企流动性危机备受关注,畅通融资渠道对化解风险至关重要。近年来,恒大、碧桂园等知名民营房企相继出现债务违约,导致市场信心不足、债券融资几近停滞。从2022年起,债券融资支持工具被用于为民营房企发债提供增信,旨在恢复其债券融资渠道。在此背景下,选择民营房企案例研究该工具在促进民营企业债券融资方面的成效,具有现实参考价值。②美的置业作为代表性案例,自2022年5月起连续发行的多只债券均使用了担保或信用保护工具增信,是首批发债时配售信用保护工具、首批发债时获中债信增全额担保的民营房企之一。与其他使用债券融资支持工具的非上市民企相比,于2018年在香港上市的美的置业(3990.HK)具有两方面优势:一是信息披露更全面,市场关注度高,数据来源丰富;二是股价波动可直观反映市场对其依托债券融资支持工具成功发债的看法。因此,选取美的置业作为案例兼具代表性和可行性。

2.3.2 案例企业基本情况

美的置业是“美的系”地产板块的重要经营主体。美的系以何享健家族为核心,构建了一个涵盖美的集团、美的置业、科陆电子、万东医疗等至少9家上市公司的庞大商业版图,业务触角延伸至制造、金融、医疗、环保等多个行业,具有显著的市场影响力。

美的置业在2019年合同销售金额突破千亿元,并于2021年达到1371亿元的峰值。该公司位列“2023房地产开发企业综合实力500强”第20名、“2023中国民营企业500强”第133名,主体信用评级为AAA。然而,在“三道红线”和“房住不炒”的政策背景下,公司的运营和发展面临挑战,主要体现在两个方面。

(1)“造血”能力不足。在过去的快速扩张模式下,美的置业虽然营业收入增长较快,但经营成本较高,导致销售净利率持续下滑,盈利质量不佳,净现比一度低于1(图2)。其经营性现金流不稳定,内部生成资金能力较弱,缺乏内源性资金支持,可能制约其发展。

(2)“输血”渠道约束。美的置业2018年上市以后大肆发债,2019年和2020年发债规模

分别为 81 亿元和 75 亿元,应付债券规模快速增加,取得借款收到的现金持续高于偿还债务支付的现金(图 3),财务杠杆高企。2020 年“三道红线”新规出台时,美的置业剔除预收款项后的资产负债率高于 70%,被归为“黄档”房企,

有息负债规模增长受到限制。随着房地产行业环境骤变,美的置业在 2021 年发债规模不足 20 亿元,并曾出现长达数月的发债空窗期,短期偿债压力巨大,流动性面临严峻考验。

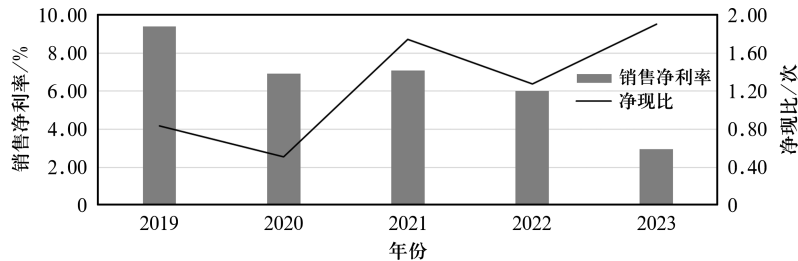


图 2 美的置业销售净利率和净现比

Fig. 2 Net profit margin and net cash ratio of Midea Real Estate

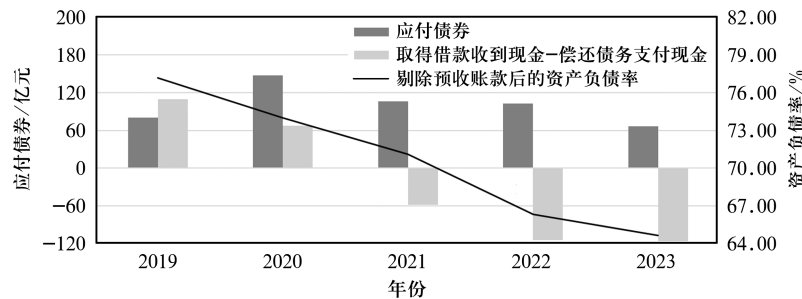


图 3 美的置业负债情况

Fig. 3 Liability profile of Midea Real Estate

2.3.3 案例企业债券融资支持工具应用过程

债券融资支持工具形式主要包括：①中债信增提供全额担保；②中债信增（或中证金融）单独或联合其他机构创设信用保护工具；③其他机构创设信用保护工具或提供担保，“22 美置 05”是由广东粤财融资担保集团有限公司提供担保，“24 美置 01”是由中证信用融资担保有

限公司提供担保,其余债券均是由其他机构创设信用保护工具。

2022 年 5 月以来,美的置业多次获得债券融资支持工具支持。截至 2024 年 9 月,公司累计发行债券 180 余亿元,主要用于项目建设、偿还债务及补充流动资金,相关债券发行情况详见表 2,其中大部分债券发行均使用了融资支持工具。

表 2 美的置业债券发行及债券融资支持工具使用情况

Tab. 2 Bond issuance and utilization of bond financing support tools in Midea Real Estate

上市公告日	债券名称	发行总额/亿元	票面利率/%	债券期限/年	债券融资支持工具形式			募集资金用途
					①	②	③	
2022/05/26	22 美置 01	10	4.5	4		√		偿还债务
2022/09/01	22 美的置业 MTN002	10	4.8	4			√	项目建设
2022/09/07	22 美的置业 MTN003	10	3.33	3	√			项目建设
2022/12/05	22 美的置业 MTN004	15	2.99	3	√			项目建设

(续表)

上市公告日	债券名称	发行 总额/ 亿元	票面 利率/ %	债券 期限/ 年	债券融资 支持工具形式			募集资金用途
					①	②	③	
2022/12/15	22 美置 02	6	3.90	2				偿还债务
	22 美置 03	6.5	4.90	4		√		
2022/12/26	22 美置 04	2.5	4.50	4				偿还债务
	22 美置 05	2.5	4.20	2			√	
2023/04/25	23 美的置业 MTN001A	10	3.52	3	√			项目建设(70%以上) 及补充流动资金
	23 美的置业 MTN001B	2	4.50	2		√		
2023/08/14	23 美的置业 MTN002	5	4.70	2				项目建设(70%以上) 及补充流动资金
	23 美的置业 MTN003(绿色)	4.2	4.90	2			√	
2023/09/04	23 美的置业 MTN004A	5	3.40	3	√			项目建设(70%以上) 及补充流动资金
	23 美的置业 MTN004B	5	4.60	2		√		
	23 美的置业 MTN004C	5	4.85	2			√	
2023/11/23	23 美的置业 MTN005A	2	4.60	2		√		项目建设(50%) 及补充流动资金
	23 美的置业 MTN005B	8	5.16	2			√	
2024/01/29	24 美的置业 MTN001	14.4	4.96	2			√	补充流动资金(50%) 和偿还债务
2024/04/29	24 美的置业 MTN002	15	4.69	2			√	补充流动资金(50%) 和偿还债务
2024/06/17	24 美的置业 MTN003	12	4.28	2			√	补充流动资金(50%) 和项目建设
2024/08/21	24 美置 01	3	2.80	2			√	偿还公司债券
	24 美置 02	10	3.60	2		√		
2024/09/04	24 美的置业 MTN004A	10	3.3	5	√			补充流动资金(50%) 和偿还债务
	24 美的置业 MTN004B	4	3.9	2			√	

3 案例分析

3.1 美的置业获得债券融资支持工具支持的应用前提分析

美的置业借助债券融资支持工具恢复债券融资,发行超过百亿元债券,分析其能获得支持的前提条件,主要有3个方面。

(1)有力的政策环境支持。从2022年5月起,监管层推动民营企业债券融资支持工具持续落地,美的置业等民营房企被纳入首批支持范围,释放出明确的政策信号。此后,支持工具在增信措施、担保方式和覆盖范围上不断升级与扩容(图4)。至2024年9月,该工具为包括

美的置业在内的十余家民营房企提供增信服务,为其恢复市场融资创造了关键外部条件。

(2)积极的经营与财务改善。为适应行业调控导向,美的置业主动优化经营策略:一是注重现金流安全,提升盈利能力。将现金流安全作为核心目标,加强销售回款,设置流动性预警机制对现金流进行铺排,2021年以后美的置业净现比实现大于1(见图2)。二是有序安排偿债,优化负债结构。从2021年开始,美的置业偿还债务支付的现金超过取得借款收到的现金,杠杆水平逐步回落;2022年,美的置业剔除预收账款后的资产负债率降至70%以下,“三道红线”全面达标“绿档”(图3)。

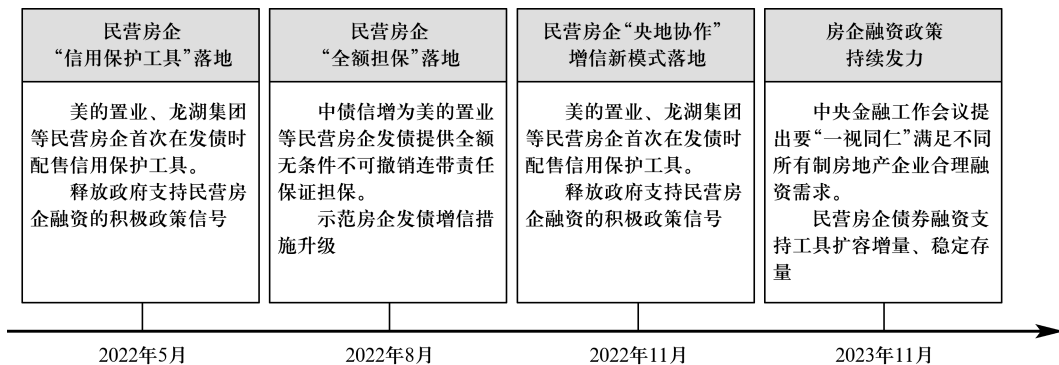


图 4 民营企业债券融资支持工具对房企松绑的重要时间节点

Fig. 4 The key timeline for the bond financing support tool's easing of constraints on private real estate enterprises

(3)强大的集团信用背书。债券融资支持工具通常要求发债企业提供反担保措施,常见的反担保措施有发债企业自己的商办项目抵押、民营房企所属集团或第三方提供反担保。美的置业的主要反担保资源来自其所属的“美的系”。美的置业的第一大股东为美的发展控股有限公司,“美的系”信用资质强劲,为美的置业获得增信支持提供了重要保障。

美的置业在政策支持下,凭借自身经营改善、财务达标及强大的“美的系”背书,满足了债券融资支持工具的准入条件,成功重启债券融资。

3.2 美的置业选择债券融资支持工具支持的内在逻辑分析

美的置业在房地产行业“三支箭”政策组合中,重点选择债券融资支持工具促进债券发行,主要基于 4 个逻辑。

(1)利用债券融资恢复直接融资渠道。随着我国金融市场发展,直接融资在社会融资规模中占比显著提升。据中国人民银行金融市场的数据库,2023 年我国债券融资占社会融资规模增量的 31.6%。相较而言,股权融资易导致控制权稀释,且地产股近年走势低迷。为规避这些制约,美的置业通过债券融资支持工具发行债券,以债券替代股权融资,重启直接融资渠道。

(2)利用储架发行模式优势提升融资效率。注册制改革赋予债券融资显著的时效优势,“一次注册、分期发行”的储架模式大幅缩短单期债券筹备周期。2022—2025 年,美的置业通过该模式累计完成 322 亿元中期票据注册,2022 年 1 月、2022 年 12 月及 2025 年 1 月分别完成 50 亿元、150 亿元及 122 亿元的中期票据注册。该模式

下,企业可动态组合主承销商团队,灵活设计发行方案,精准匹配资金期限需求,并把握低利率窗口密集发债,将政策红利转化为融资实效。

(3)释放资金调配自由度保障资金需求。债券募集资金用途无特定限制,企业可自主将资金用于补充流动资金,快速应对短期偿债压力。而银行贷款通常严格限定用途,挪用到补充流动资金可能触发违约。美的置业在面临到期债务和保交付双重压力下,通过增信工具连续发债,同步缓解偿债压力与保交付难题,平衡短期偿债与经营现金流需求。

(4)依托市场化增信背书强化市场信心。债券融资支持工具通过担保、信用保护凭证等市场化增信方式,为发债企业注入高信用等级认证,传递增信机构对企业经营前景的认可。这一公开认证与封闭信贷授信不同,能向投资者、购房者等市场主体传递积极信号,促进风险溢价重估与市场信心提升,实现金融与实体信心的双向共振。

综上,美的置业基于债券融资支持工具的实践,本质是以政策工具激活市场机制:在股权市场低迷时以债券填补直接融资缺口,凭借储架模式发行提升效率,依靠灵活资金用途缓解流动性压力,并通过公开增信转化市场信心。这一路径既规避了股权融资的控制权稀释,又突破了信贷融资的用途刚性,为企业信用修复提供了可行通道。

3.3 美的置业获得债券融资支持工具支持的应用成效分析

民营企业面临融资难、融资贵的问题,民营企业的发展需要优先缓解融资困境并逐步降低融资成本。在金融市场中,民营企业常处于相

对弱势地位,“融资难”体现为融资可得性差,“融资贵”则反映为金融机构为覆盖风险而增加风险补偿。本文接下来将重点分析债券融资支持工具对美的置业融资难度与融资成本的影响,并考察该工具促成债券发行后的短期市场反应。

3.3.1 债券融资支持工具对美的置业融资难度的影响分析

2021年以来,房地产政策收紧、金融监管强化,行业融资规模大幅萎缩,民营房企债券融资自2022年初起几近冻结。在此背景下,债券融资支持工具自2022年5月起支持美的置业恢复并持续实现债券融资,切实提高了投资者对民营企业债券的投资意愿,缓解了民营企业“融资难”问题。

债券融资支持工具通过满足投资者信用风险转移需求,提升了其对受增信支持债券的投

资意愿。除中债信增及其他担保公司提供担保外,配售信用保护工具的债券也提供了足够的信用风险转移功能。美的置业相关信用保护工具创设具体情况如图5所示,美的置业相关信用保护工具计划创设金额占债券发行规模的比例均不低于75%,且多为全额创设。其中:计划创设金额占比=信用保护工具计划创设金额/债券发行规模,实际创设金额占比=信用保护工具实际创设金额/债券发行规模;标识①代表所发行债券配售了由中债信增(中证金融)创设的信用保护工具;标识②代表所发行债券配售了多家金融机构分别创设的信用保护工具,计划(实际)创设金额为各金融机构计划(实际)创设金额之和,创设价格为各金融机构创设价格按实际创设金额加权平均所得;另有“22美置01”债券发行时配售了中证金融联合承销机构创设的信用保护合约,交易细节未对外披露。

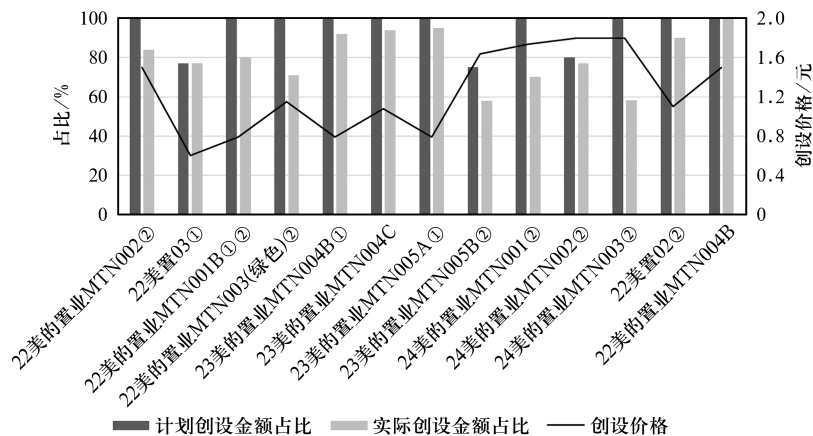


图5 美的置业相关信用保护工具创设具体情况

Fig. 5 Specific details regarding the establishment of credit protection tools related to Midea Real Estate

与担保增信相比,信用保护工具有两方面优势:一是带动更多机构参与增信。除中债信增和中证金融外,创设机构还包括券商、银行等承销商,有助于扩大“第二支箭”的覆盖面与规模。二是对资金用途限制较少。除“24美的置业MTN004A”外,中债信增全额担保债券募集资金中70%以上用于项目建设(表2),而配售信用保护工具的债券则可将更高比例用于偿还债务或补充流动资金,有利于债务压力较大的优质民营房企实现“借新还旧”,缓解流动性压力。

债券融资支持工具还带来了较强的声誉效

应,提升了投资者对未受增信支持债券的投资意愿。2022年5月后,美的置业部分债券未使用债券融资支持工具但得以成功发行,如22美置03、22美置04、23美的置业MTN002;部分债券发行时实际创设金额占比低于80%,且未达到计划创设金额占比(见图5)。表明部分投资者在未通过增信工具转嫁信用风险的情况下,仍然在房地产市场风险尚未出清时对美的置业债券进行投资。债券融资支持工具带来的声誉效应使投资者对民营企业债券的投资意愿增强,辐射到了未受增信支持的债券份额。

值得说明的是,2022年5月以来成功发债

的民营房企,如龙湖、新城控股、新希望地产、卓越集团、碧桂园等,大多借助了债券融资支持工具。该工具为面临阶段性资金困难的民营企业提供了关键融资支持,助力企业缓解流动性压力、应对经营挑战。

3.3.2 债券融资支持工具对美的置业融资成本的影响分析

对于财务指标,本文选择主体评级为AAA的民营企业所发行3年至5年期中期票据的平均票面利率。原因是美的置业所发行债券均为中期票据和公司债,并以中期票据为主;且从非金融企业信用债整体发行情况来看,2022年以来AAA主体评级发行人所发债券也以中期票据为主。民企中期票据平均票面利率根据Wind数据整理,筛选企业性质为民营企业、主体评级为AAA、期限为2~5年的债券,平均票面利率为每季度发行的债券票面利率的加权平均利率,权重为实际发行总额。

本文选择杭州滨江房产集团股份有限公司(简称滨江集团)所发债券作为同行业无增信债

券对照组,将其中期票据和公司债发行成本与美的置业进行比较(表3)。滨江集团是一家聚焦杭州、深耕浙江的长三角房地产领军企业,于2008年在深圳证券交易所上市,股票代码002244。2022年以来,滨江集团是仅有的一家在不采用增信措施情况下持续发行债券的民营房地产企业,至2024年9月其累计发行短期融资券和超短期融资券13只、中期票据7只、公司债1只。如表3所示,滨江集团与美的置业在资产规模、盈利水平和杠杆使用情况方面比较接近。滨江集团与浙商银行、杭州银行、兴业银行杭州分行机构长期保持着密切的战略合作关系。

使用债券融资支持工具重启债券融资以来,美的置业所发债券期限缩短、票面利率有所上升,整体发债成本仍呈现上升趋势。具体来看,美的置业债券票面利率普遍高于同评级民营企业相近期限债券的平均水平,也高于同行业民营房企滨江集团(见表3)发行的无增信措施债券,反映出债券融资支持工具在缓解“融资贵”问题的作用有限。

表3 滨江集团与美的置业的部分财务指标比较

Tab.3 Comparison of selected financial indicators between Binjiang Group and Midea Real Estate

年份	资产总计/亿元		净利润/亿元		剔除预收款项后的资产负债率/%	
	美的置业	滨江集团	美的置业	滨江集团	美的置业	滨江集团
2020	3 075.85	1 720.16	32.98	35.48	74.00	71.72
2021	3 137.17	2 117.26	54.87	49.21	71.10	68.34
2022	2 717.47	2 761.76	45.96	39.04	66.34	63.84
2023	2 074.33	2 900.32	21.70	28.52	64.65	60.21

图6为美的置业2020年以来所发行债券的票面利率情况。图6中的气泡越大代表债券期限越长。纵向来看,2021年前美的置业所发债券以4~5年期为主,票面利率处于4%左右;2022年5月后,所发债券期限缩短至2年期为主,非中债增信全额担保的债券票面利率多位于4.5%至5.2%。尽管有增信支持,美的置业仍面临发债期限缩短与票面利率上升的局面,债券发行成本上升。横向来看,2021年前美的置业发债成本与同评级、期限相近的民企中期票据平均利率基本持平,也与滨江集团发债成本相当;2022年5月后,其发债成本普遍高于同条件民企中期票据的平均利率,且多数

情况下高于滨江集团的无增信债券。

不同债券融资支持工具对实际发债成本的影响差异不大。表面上看,中债信增提供全额担保的增信程度深,票面利率相对较低,但美的置业需要额外承担担保费用;而配售信用保护工具的债券票面利率较全额担保债券高出约100个基点。信用保护工具有0.5%至1.8%的保护费用(见图5),须由债券投资者自己承担,因而投资者会要求更高的息票覆盖购买成本。可见,担保或信用保护增信都会产生额外成本,增信成本最终都会直接或间接由发债企业承担。

在民营企业风险未根本解除、信用状况未实质改善前,增信机构和债券投资者仍要求较

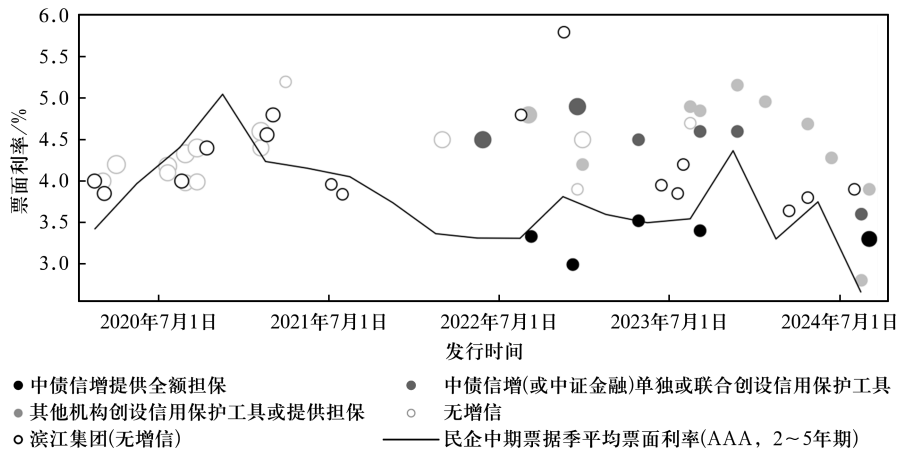


图6 美的置业2020年以来所发行债券的票面利率情况

Fig. 6 Coupon rates of bonds issued by Midea Real Estate since 2020

高风险补偿,导致发债企业融资成本居高不下,“融资贵”问题持续存在。然而,在保证融资可得性的前提下,适当风险补偿有助于增强市场参与各方的内在激励,是形成债券市场服务民营企业长效机制的必经阶段。随着企业风险处置成效显现及信用债市场回暖,民营企业融资成本有望逐步下降。2024年8月以来,美的置业所发债券票面利率已普遍下降,并再次成功发行5年期债券,其与同评级、同期限民企票据平均利率及滨江集团债券利率的差距也明显缩小,显示出市场环境的改善。

3.3.3 债券融资支持工具促成债券发行的短期市场反应

美的置业使用债券融资支持工具成功发行债券,向市场传递了多重积极信号,并产生显著的声誉效应。这主要体现在3个方面:①连续发债被视为政策支持与行业复苏的信号,行业整体声誉得到改善;②增信机构的持续支持表明美的置业财务状况和发展前景获得认可,增强了企业市场声誉;③作为少数仍能持续发债的民营房企,美的置业展现了其更强的资金实力和资源整合能力,凸显了竞争优势。这些因素共同提升了投资者预期,提振了市场信心,驱动股价产生正向反应。

为检验债券融资支持工具对股票收益的影响,本研究选取2022年5月后美的置业在该工具支持下发行的21只债券,以其对应的15个债券上市公告日作为初始样本。经筛选,剔除距上一次依托该工具发债不足60天且采用不对外披露细节的信用保护合约的样本,最终得

到8个有效样本。研究采用事件研究法,以债券上市公告日为事件日,设定估计窗口为 $[-220, -11]$ 、事件窗口为 $[-10, 10]$,并基于CAPM模型计算正常收益率,其中以恒生指数(HSI)作为市场指数、10年期美债到期收益率(USA10)作为无风险利率。结果如表4中的基准结果所示,在不同事件窗口下,美的置业带有增信措施的债券发行均产生了显著为正的累积平均超额收益(CAAR)。

为进一步验证该正向效应确由债券发行事件本身引起,而非其他混杂因素,本研究进行了安慰剂检验,将事件时点提前28天重新计算CAAR。结果见表4中的后两列,安慰剂检验结果不显著,与基准结果不一致,表明前述正向市场反应可归因于债券融资支持工具促成的发行事件,而非受其他因素影响。

本文还选取恒生沪深港股通大湾区地产建筑业指数(HSBAPC)、恒生地产类指数(HSP)作为市场指数,选取10年期中债到期收益率(CHN10)作为无风险利率,在不同模型设定下的CAAR计算结果如图7所示。美的置业在债券上市公告日前3个交易日(即发行公告日)开始产生正累积超额收益率,累积超额收益率持续增加直至上市公告日后第9天达到峰值。部分投资者在美的置业争取增信支持、筹备债券发行过程中已经获知信息,并提高对公司股价的估值;另一部分投资者则在上市公告日获知信息后,于此后约两周内逐步调整预期,进一步推高股价。

表 4 融资支持工具促成债券发行对美的置业股票收益率的影响

Tab. 4 The impact of bond issuance facilitated by financing support tools on the stock yield of Midea Real Estate

时间窗口	基准结果		安慰剂检验(事件日提前 28 天)	
	CAAR/%	Patell 统计量	CAAR/%	Patell 统计量
[-1;1]	2.846	2.079**	-0.136	-0.466
[-2;2]	5.214	3.491***	-0.587	-0.760
[-3;3]	4.703	2.411**	-0.516	-0.789
[-4;4]	3.684	1.750*	0.073	-0.938
[-5;5]	3.259	0.743	1.652	-0.363
[-6;6]	4.310	0.949	1.103	-0.811
[-7;7]	5.354	1.558	2.717	0.093
[-8;8]	8.420	3.059***	3.040	-0.231
[-9;9]	8.397	1.755*	3.659	-0.905
[-10;10]	8.721	2.862***	1.951	-0.755

注: *、**、*** 分别代表 10%、5%、1% 水平下显著。

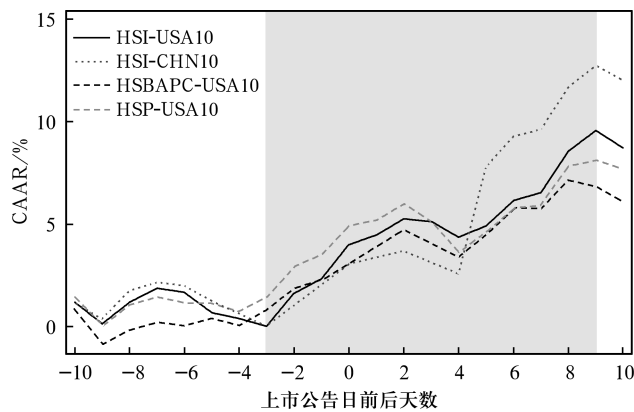


图 7 不同模型设定下的 CAAR

Fig. 7 Cumulative average abnormal returns (CAAR) under different model specifications

3.4 债券融资支持工具应用中面临的现实问题分析

债券融资支持工具在促成民营企业债券发行、化解民营企业流动性风险方面产生了积极作用,但其实际应用过程中面临诸多的难题。

(1) 债券融资支持工具受益面窄。目前增信支持仍主要集中于财务状况良好的优质头部民企,如民营房企中仅美的置业、龙湖集团等少数高信用企业获得“第二支箭”支持,能持续获得的企业则更少。增信机构整体增信能力有限,加之与中低信用企业间信息不对称问题突出,导致多数资质普通但资金需求迫切的中小民营企业难以获得支持,无法通过该工具恢复债券市场融资。

(2) 增信机构风险积聚压力大。债务融资

支持工具转移而非消除信用风险,在市场风险出清过程中,部分受支持企业可能出现违约。例如碧桂园集团 2022—2023 年获得中债信增全额担保并发行 40 多亿元债券后,出现流动性危机并启动债务重组。由于违约处置效率低、周期长,一旦发生违约,增信机构就会面临高赔付压力,因此增信机构会审慎选择支持对象以控制风险积累。

(3) 民企自主融资能力恢复慢。自 2022 年 5 月以来,美的置业的绝大多数债券发行仍依赖外部增信支持。企业自身风险改善进度迟缓,融资能力未能有效恢复,一旦缺乏外部增信,债券发行可能陷入停滞。如果企业易形成对增信工具的过度依赖,少数企业的持续融资

就会占用大量增信资源,使得债务融资增信支持模式的可持续性变弱,受益面难以扩大。

4 结论和启示

4.1 研究结论

本文以美的置业为案例,基于信息不对称理论,对债券融资支持工具的应用前提、选择逻辑、应用成效与现实问题展开分析,得出4个主要结论。

(1)应用前提方面,民营企业债券融资支持工具的应用需政策推动、企业融资结构优化及有效反担保措施支持。美的置业多次获得增信,既得益于房地产融资支持政策的落地,也离不开其自身融资结构的改善和所属集团的信用背书。

(2)选择逻辑方面,民营企业基于债券融资的直接融资属性、高效发行机制、灵活资金配置与公开市场信号传导功能,优先选择债券融资支持工具。这一工具既能规避股权融资的控制权稀释与行情约束,又能突破信贷融资的时效与用途限制,可通过公开市场机制为企业信用修复提供可行路径。

(3)应用成效方面,民营债券融资支持工具的使用释放出积极信号,缓解了投资者与发债企业之间的信息不对称。在帮助美的置业畅通债券融资渠道、缓解“融资难”问题的同时,也会提振资本市场信心、产生显著正向市场反应。不过,该工具对解决“融资贵”问题作用有限,美的置业仍面临发行债券期限缩短、票面利率呈上升的局面。

(4)现实问题方面,目前存在债券融资支持工具受益面窄、增信机构风险积聚压力大、民企自主融资能力恢复慢等难题。这些问题导致市场整体增信能力和增信规模有限,债券融资支持工具目前还难以广泛、深入、持续地为民营企业融资提供支持。

4.2 实践启示

为了更好发展债券融资支持工具,切实缓解民营企业融资难题,需要建成“发债企业主动谋求增信、金融机构敢于提供增信、投资者理性认可增信”的健康市场生态系统。

(1)民营企业应主动谋划,主动谋求增信。企业应积极优化自身债务结构,充分挖掘内外反担保资源,切实降低增信机构顾虑;灵活匹配资金用途与增信工具,若为“借新还旧”或补充流动性,宜优先选用限制较少的信用保护类

工具;多渠道拓展与金融机构的合作,推动现有承销机构创设信用保护工具,或借助地方担保体系对接中债信增等专业增信资源。

(2)金融机构应完善机制,敢于提供增信。金融机构应积极加强央地协作与信息共享,提升对地方民营企业的增信意愿;着力增强地方机构独立增信能力,通过培训指导支持其服务本地中低信用企业;加快健全违约处置机制,提升效率、缩短周期,降低自身赔付压力,从而激发“敢增信、愿增信”的内生动力。

(3)投资者应深化认知,理性认可增信。为了推动债券融资支持工具的应用,需要加强投资者教育,让投资者深入理解增信工具的风险转移功能,增强对相关债券的投资意愿;理性看待信用保护工具的定价逻辑,避免盲目排斥高费率产品;最后结合发行人信用资质,合理配置“债券+信用保护”组合,在风险可控前提下实现收益目标。

参考文献:

- [1] 郭晓蓓,徐继峰,施元雪.我国民营企业融资困境的根源分析与破解路径[J].管理现代化,2020,40(3):13-15.
- [2] 马颖超,刘树林.民营企业融资约束与普惠金融纾解——基于中小板的经验证据[J].工业技术经济,2022,41(11):85-95.
- [3] 窦超,王乔菀,陈晓.政府背景客户关系能否缓解民营企业融资约束?[J].财经研究,2020,46(11):49-63+168.
- [4] 刘乐峥,吴晓斌.地方政府隐性债务与民营中小企业融资约束——基于金融分割的视角[J].中央财经大学学报,2022(5):3-16.
- [5] Ely T L. No guaranties: The decline of municipal bond insurance [J]. Public Budgeting & Finance, 2012, 32(1): 105-127.
- [6] Saretto A, Tookes H E. Corporate leverage, debt maturity, and credit supply: The role of credit default swaps [J]. Review of Financial Studies, 2013, 26(5): 1190-1247.
- [7] 千茜倩,钟宜文,寇宗来.评级、担保与债券发行成本——基于中国非公开发行债券经验的理论分析[J].经济研究,2023,58(11):99-116.
- [8] Besanko D, Thakor A V. Collateral and rationing: Sorting equilibria in monopolistic and competitive credit markets [J]. International Economic Review, 1987, 28(3): 671-689.
- [9] 陈超,李榕伊.债券融资成本与债券契约条款设计[J].金融研究,2014(1):44-57.
- [10] Boot A W A, Thakor A V. Off-balance sheet li-

- ability, deposit insurance and capital regulation [J]. *Journal of Banking & Finance*, 1991, 15(4-5): 825-846.
- [11] 沈红波, 李佳娇, 华凌昊. 信息不对称、担保增信机制与私募债融资成本 [J]. *证券市场导报*, 2019(10): 51-59.
- [12] Bolton P, Oehmke M. Credit default swaps and the empty creditor problem [J]. *The Review of Financial Studies*, 2011, 24(8): 2617-2655.
- [13] Subrahmanyam M G, Tang D Y, Wang S Q. Credit default swaps, exacting creditors and corporate liquidity management [J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 124(2): 395-414.
- [14] Wu S, Mu P, Shen J, et al. An incentive mechanism model of credit behavior of SMEs based on the perspective of credit default swaps [J]. *Complexity*, 2020(2): 1-8.
- [15] Narayanan R, Uzmanoglu C. Credit default swaps and firm value [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2018, 53(3): 1227-1259.
- [16] 盛世杰, 周远游, 刘莉亚. 引入担保机构破解中小企业融资难: 基于期权策略的机制设计 [J]. *财经研究*, 2016, 42(6): 63-73.
- [17] 肖夏, 杨小舟. 违约概率、融资成本与第三方增信效应: 民营企业债样本分析 [J]. *金融经济学研究*, 2021, 36(2): 87-98.
- [18] 肖夏. 信用风险缓释凭证对民营企业债券融资难题缓解效果研究 [J]. *金融理论与实践*, 2021(9): 89-97.
- [19] 徐光, 赵茜, 王宇光. 定向支持政策能缓解民营企业的融资约束吗? ——基于民营企业债务融资支持工具政策的研究 [J]. *金融研究*, 2019(12): 187-206.
- [20] 刘晓蕾, 刘俏, 李劭, 等. 债券违约的区域性影响——信息效应与逃离效应分析 [J]. *金融研究*, 2023(8): 74-93.
- [21] Bonfim D, Custódio C, Raposo C. Supporting small firms through recessions and recoveries [J]. *Journal of Financial Economics*, 2023, 147(3): 658-688.

Application of Bond Financing Support Tools in Private Enterprise Bond Issuance: A Case Study of Midea Real Estate

ZHANG Zhao-qin, ZHANG Shao-hua

(School of Economics, Guangdong University of Technology, Guangzhou 510520, China)

Abstract: China has launched the “three arrows” policy package—credit, bond, and equity—to boost financing for private enterprises. The “second arrow”, involving bond financing support tools such as guarantees and credit protection, has become a preferred choice for private firms due to its direct financing attributes, efficient issuance mechanisms, flexible funding allocation, and transparent signaling effects, helping them avoid equity dilution and credit constraints. Amid recent liquidity crises in private real estate firms, this study examines Midea Real Estate as a case study. Based on information asymmetry theory, it analyzes the tool’s impact on financing availability, financing costs, and market response. Findings indicate that the tool significantly reduces financing barriers and facilitates bond issuance, enhances market confidence, and triggers positive market reactions. However, as firms bear the costs of credit enhancement, the tool shows limited effectiveness in lowering overall financing costs. Current challenges include narrow coverage, accumulated risks for credit enhancement institutions, and slow recovery of private firms’ independent financing capacity, which hinder broader adoption. To amplify the tool’s role in alleviating financing difficulties, it is essential to build a healthy market ecosystem where private enterprises proactively seek credit enhancement, financial institutions willingly provide support, and investors rationally recognize its value. The conclusions of the study offer insights for private enterprises leveraging bond financing tools to overcome financing constraints.

Keywords: bond financing support tool; Midea Real Estate; information asymmetry; guarantee credit enhancement; credit protection enhancement

[责任编辑 武 爱]