



您的位置：首页 - 最新观点

王国刚：发展公司债券市场应分三步走（2003年9月9日）

文章作者：王国刚

#### 内容提要

□现在到2005年，公司债券的发展处于起步和创造条件的阶段，以“企业债券”之名发行的债券既有必要也有惯性，因此，选择“以企业债券为主、公司债券为辅”的取向可能较为适合国情。

□2005年到2008年期间，着力推进公司债券市场发展的条件已大致具备。同时，企业改革深化、经济体制转轨和经济发展也将提出新的要求，在此背景下，可考虑选择“以公司债券为主”的取向。

□2008年之后，公司债券市场应具备实现国际接轨的基本条件，由此，可考虑选择“基本实现公司债券的国际接轨”的取向，推进公司债券市场的国际化进程。

公司债券、政府债券和股票是资本市场的三大基本证券。在美国，公司债券占三大证券每年融资总额的比重达60%以上；在欧洲市场中，公司债券占三大证券每年融资总额的比重达80%左右，但在中国，企业债券所占比重不足2%（且不说，企业债券不属公司债券范畴）。因此，公司债券是资本市场的主体性证券品种，也是资本市场发挥其功能的主要证券载体，从这个意义上说，缺乏公司债券，资本市场只能是一个扭曲的不完整的市场。发展公司债券市场已是推进中国资本市场建设主要内容和基本取向。

资本市场建设走出“以股市为重心”的误区

自90年代初开始，中国的资本市场发展比较集中地表现为着力推进股票市场发展。这种政策取向是由当时的历史条件所决定的。

第一，与公司债券相比，在推进经济体制改革方面，股票具有更大力度。可以说，如果没有股市的快速发展，就没有《公司法》、《证券法》的出台，就没有以资产负债表为基础的一整套公司财务制度的出台，就没有公司治理结构的建设，就没有信息公开披露制度的出台，因此，股市功不可没。

第二，与公司债券相比，在筹集资本金方面，股票有着更强的功能。1992年以后，随着实施资产负债表制度，绝大多数企业在账面上都表现为资产负债率过高，充实资本金成为制约各家企业继续发展的“瓶颈”，解决这一难点的基本路径只能是股权和股票。另一方面，随着市场竞争的加剧，快速扩展资金规模已成为决定能否抢占制高点的关键因素，为此，相当多企业也倾向于通过发行股票来获得巨额资金。

第三，与公司债券相比，在权益相关度方面，股票有着更强的功能。股票没有固定的收益，本金也面临损失的风险，因此，在推进投资者从关心切身利益出发来关心股份公司运作、监督上市公司发展、关注股市走势和宏观经济动态等有着很强的激励作用，有利于培养投资者的投资心理和投资技能。

10多年来，股市的快速发展也造成了一些误解，似乎发展资本市场就是发展股票市场。一个突出的现象是，相当多人每当使用“资本市场”概念时，总是在讲股票市场；甚至《证券法》也基本局限于股票市场。这种将股票市场看作是资本市场主体部分的认识是错误的。

美国著名金融学家米什金在《货币金融学》教科书中曾提出了八个金融迷团。其中，第一个金融迷团是，一些人认为“发行股票是工商企业最重要的融资来源”；对此，米什金指出，发行股票并非工商企业融资的最重要来源，“发行债券远比发行股票重要得多”。在世界各国中，就股票市场而言，美国最发达，但美国2002年通过公司债券融资所获得的资金要比通过股票融资所获得的资金高15倍。其内在机理是，在现代市场经济中，广大的城乡居民是资金的主要供给者，他们中的绝大多数人属“厌恶风险”的投资者，即只有在投资本金的安全性基本有保障的条件下才敢于投资，在三大基本证券中，股票属高风险证券范畴，即便舍去股票投资在时间、精力、成本和技能等方面的特殊要求，这种高风险特征也决定了绝大多数居民不愿直接介入股市投资。与股票相比，公司债券虽然也有风险，但在通常条件下本金的安全性基本有保障（而收益率又高于存款和政府债券），因此，广大居民有着较强的投资意愿。另一方面，从资金需求者—企业角度来看，在成熟的市场经济中，股权融资是一种高成本的融资方式，它不仅可能稀释股利，使股价下落，而且可能引致公司内部管理结构的调整并由此引致公司经营策略和发展战略的改变，甚至可能引致被并购风险的增加。与运用股权融资相比，发行中长期公司债券，既可满足公司对中长期资金的需求又可使融资成本低于银行贷款，有利于保障股权结构的相对稳定、提高公司的经营利润，因此，众多企业倾向于运用公司债券融入资金。这种资金供给者和资金需求者的共同选择决定了公司债券在资本市场中的主体证券地位。

80年代以后，金融学发展成为一门相对独立的学科。在汗牛充栋的文献中，“资产定价”、“风险管理”、“投资组合”等理论的总是沿着“无风险利率——公司债券——股票”的线索展开的。这一线索，既反映了资本市场中政府债券、公司债券和股票之间在资产定价、风险程度等方面的内在制衡关系，也反映了机构投资者在进行投资组合中的运作思路和操作选择。事实上，如果没有公司债券，股票的市场定价是很难明确的，市场投资者也很难在有效的投资组合基础上进行风险管理。2001年7月以后，中国股市直线下落，绝大多数投资者损失惨重，并引致了2002年证券业全行业亏损。究其根本原因是，在投资组合几乎完全由股票构成的条件下，只要股市发生系统性风险而全线下落，再高明的投资者也难逃厄运。这不仅突出反映了中国资本市场在证券品种上的严重缺陷，而且凸现了一旦缺乏具有稳定性功能的基本品种——公司债券就将给资本市场运行带来的严重风险。这从反向角度说明了，公司债券作为主体证券的定位是由资本市场稳定发展的内在要求所决定的。

90年代中期以后，中国经济运行中逐步形成了资金相对过剩与资金相对紧缺并存的现象。在金融运行中，资金可分为资本性资金和债务性资金。鉴于大多数企业资产负债率长期居高不下和银行存差严重发生，“资金相对过剩”

实际上是债务性资金相对过剩，“资金相当紧缺”实际上是资本性资金相对紧缺。由于银行贷款不可能形成资本性资金，所以，要调整资金相对过剩与资金相对紧缺的状况，就只能充分运用资本市场机制。面对经济运行中发生的数万亿元计的相对过剩资金和相对紧缺资金，仅依靠股票市场融资是极难解决问题的。据一些专家分析，2000年股票融资占当年融资总量的比重为12%，到2002年这一比重已降低到1.6%。从绝对额来看，1992年以来，股票的年融资额最高时不超过2000亿元，2001年以后下落到不足600亿元，依此来解决数万亿元的资金问题即便不是旷日持久也难有近效，而中国的经济发展和加入WTO以后国际竞争留给中国企业的时日已经不多。在此背景下，大力发展公司债券就成为一个基本的选择。

加快发展公司债券市场，不仅有利于补充企业的准资本金、提高企业的投资能力、推进公司并购和资产重组，而且有利于推进利率市场化、优化金

金融机构的资产结构和投资组合、降低金融运作成本和运作风险、制衡股市价格、促进信用制度建设并为金融产品创新提供必要的基础性条件。从近几年情况看，企业发行的10年期债券，年利率一般在4%-4.2%，明显高于1年期存款利率1.98%，对投资者有着很大吸引力，同时，又明显低于1年期贷款利率5.31%，对降低发债公司的财务成本也效果显著。鉴此，只要放松对发行公司债券的管制程度，在未来几年内，每年发行几千亿元(乃至更大数额)的公司债券是完全可能的。若干年后，公司债券余额达到几万亿元，从而成为中国资本市场的主体性证券品种，是完全可能的。这一实践过程，不仅将确立公司债券在中国资本市场中的地位，而且将通过公司债券的客观功能发挥大大推进中国资本市场体系的规范化建设。

发展公司债券关键在于突破体制束缚

公司债券并非企业债券。长期来，中国只有企业债券没有公司债券。二者区别主要有五：

一是发行主体不同。企业债券是由国有独资企业或国有控股企业发行的债券，在市场经济国家，它一般列入地方政府债券或市政债券范畴；公司债券是由股份有限公司和有限责任公司发行的债券。由于发债主体与政府部门(尤其是与政府财政)的关系不同，所以，政府部门选择的政策措施也就不同。

二是发债程序不同。在中国，企业债券的发行应经政府主管部门批准；在市场经济国家，公司债券的发行实行登记制。

三是发债资金的用途不同。在中国，企业债券的发债资金基本用于基本建设投资和大型项目的固定资产投资；在市场经济国家，公司债券的发债资金既可用于固定资产投资、技术改造投资等，也可用于补充准资本和流动资金、调整公司财务结构，还可用于企业并购、资产重组等。

四是债券利率不同。在中国，企业债券的利率不得高于同期银行存款利率的40%，限制企业债券利率成为运用行政手段限制企业债券发行规模的一个重要机制；在市场经济国家，公司债券的利率由发债主体根据自身利益、市场利率和经济走势自主决定。

五是债券品类不同。在中国，企业债券实行的固定利率且没有选择权，各类企业债券之间只有期限、利率和本息偿付的差异；在市场经济国家，各类公司债券不仅可附有必要的选择权而且在收益方式上也有重要差别，例如，除付息债券外，还有选择权债券、浮动利率债券、参与公司利润分配的债券等。

发展公司债券，首先需要消解由企业债券的体制障碍所造成的种种负面影响。90年代中期前后，一些地方曾发生较为严重的企业债券到期不能偿付本息的现象，甚至影响到当地的社会生活秩序稳定。鉴此，1998年以后的一段时间内，在防范金融风险的背景下，中央政府主管部门不仅上收了审批企业债券的权力而且放慢了企业债券的发行步调。迄今，企业债券的发行既需有资产抵押又需有担保机构(即“双保险”)，与主管部门的担心本息偿付风险直接相关，同时，也有一些人还在以这一时期发生的企业债券到期难以偿付本息为例对发展公司债券发难。因此，有必要弄清这一时期的企业债券偿付风险发生的内在成因。

90年代中期前后所发生的企业债券到期难以偿付本息的成因主要有五：第一，发债的指标制和审批制。当时，企业债券的发行由即国家计委确定年度指标，然后，通过行政系统下达到各地计委，再由各地计委对国有企业的申请进行审批。在这一过程中，实际上贯彻着政府行政部门“把关”的机制，由此，给投资者造成了一个基本概念——这些债券是以政府信用为担保的。

第二，发债资金用途的审批制。在审批企业债券过程中，计委部门对发债资金的用途进行了严格审批，规定资金只能投资于由计委审批的基本建设项目、固定资产投资项目和技改项目等，同时，对这些项目的经济效益、投资回收期等经济指标进行了审核，由此，形成了一对认识上的反差：在发债企业看来，审批程序是按国有投资实行的，投资项目是国有的，最后形成的资产依然是国有的，因此，与自己没有多少财产利益关系；而在投资者看来，既然发债事项是经政府部门批准的，投资项目及其经济效益又是经政府部门审核的，那么，到期还本付息应无多少风险。这种认识上的反差实际上已经蕴育了偿付本息的风险。

第三，财政担保。在发行地方企业债券的过程中，鉴于投资者对该种证券的认识不足(尤其是担心本息不兑现)，相当多地方政府由财政部门出面给这些债券进行担保，并将这种财政担保写入了企业债券发行通告。由此，进一步强化了认识上的反差：在投资者看来，既然有了财政担保，本息兑付应无风险，因此，放心投资是正确的选择；但在发债企业看来，既然财政担保了，自己也就解脱了还本付息的责任，因此，大胆使用发债资金应为明智选择。

第四，互相推诿。鉴于上述认识，相当多发债企业并没有充分准备按期偿付债券本息，这样，在债券到期时，自然缺乏兑付债券本息所需资金，由此，开始了发债企业与地方财政之间的相互推诿。发债企业认为，既然发债当初财政部门做出了担保，而发债资金经投资所形成的资产又属国有资产，那么，由财政部门拿出对等资金用于偿付债券本息不过是国有资产的形态调整，因此，财政部门理应为企业债券兑付本息；而财政部门认为，国有企业已实行了独立经营，理应自负盈亏，因此，债券本息应由发债企业承担兑付责任。正是在这种推诿中，企业债券本息偿付的时间才一再推延，甚至引发了影响稳定的事件。

第五，不准破产。企业不能偿付到期债务本应破产，并将清算后的资产用于偿付债权人。但受国有体制制约，未能兑付到期债券本息的国有企业不能破产，由此，使化解债券兑付风险的最后一个机制失效，这同时给发债企业一个底线——债券本息兑付总有人“兜底”，反正企业倒不了，从而，强化了它们的逆向选择。从这五个方面来看，企业债券中实际上贯彻的是行政机制，这与贯彻市场机制的公司债券有着质的差别。

要发展公司债券，就要突破企业债券上的这些体制束缚，使其真正成为按照市场规则运作并能充分为市场所接受的证券品种。由此，发展公司债券，需要着重解决六个方面的问题：一，打破对发债主体的所有制限制，积极鼓励股份有限公司和有限责任公司(尤其是民营企业集团)发行公司债券。二，扩大发债资金的用途，发债资金不仅可用于固定资产投资和技改项目，而且应准许用于补充准资本、补充流动资金、调整财务结构、企业并购、资产重组等方面。三，放松对公司债券品种的限制，包括放松债券利率限制，准许发债主体根据具体情况自主决定债券利率水平；放松债券期限限制，准许发债主体发行期限不同的债券；放松对债券权益限制，准许发债主体发行带有某种选择权(如提前赎回)的债券。四，改革发债程序，取消审批制，通过实行核准制积极创造实行登记制的必要条件。五，着力实行破产制度，有效维护债权人的权益，强化对发债公司的法律约束。六，加快公司债券交易市场的建设和债权收购市场的建设，强化市场机制对发债主体的约束。

毫无疑问，就中国目前的条件来看，公司债券市场的发展有一个从发育成长到形成壮大的循序渐进过程，与此对应，主要的改革措施可考虑分为三个相互关联的步骤顺势实施。

近期发展以企业债为主公司债为辅

近期发展在时间上的概念是指2年左右(即到2005年)。在这一时间内，公司债券的发展处于起步和创造条件的阶段，同时，以“企业债券”之名发行的债券既有必要也有惯性，因此，选择“以企业债券为主、公司债券为辅”的取向可能较为适合国情。这一时期需要着重解决的具体问题至少有六：

完善相关制度的建设现代市场经济是法治条件下的，离开了法律法规的规范，各种经济行为也就失去了基本边界，公司债券也不例外。完善相关制度至少包含四个方面的制度：其一，加快《公司法》中有关公司债券的条款修订，修改其中简单从国有企业立场出发的规定、继续实行行政审批的规定和由国务院确定公司债券发行规模的规定等，使其符合市场经济原则；其二，加快《企业债券管理暂行条例》的修订工作，放松有关利率、期限、资金用途、发程序、发行规模等方面的限制条件，为企业债券向公司债券的转变创造条件；其三，加快出台《破产法》，明确公司破产的界限，确立债权人在公司破产中的地位和权益；四是加快出台信息公开披露制度，可参考发股公司的信息披露制度制定有关发债企业的信息披露制度。

加大发行债券数额目前既是发债的最好时期也是发债的最紧迫时期，可考虑将发债主体从大型国有企业和国有控股公司扩展到商业银行等金融机构、上市公司和民营企业集团。其中，国有企业、国有控股公司和四大国有商业银行发行“企业债券”，上市公司、民营企业集团和证券公司等发行

“公司债券”。

四大国有商业银行的资本充足率严重不足，2002年底仅为5.6%，远低于巴塞尔协议规定的8%。这一问题再不抓紧解决，将严重制约2006年以后中资银行与外资银行之间的业务竞争；在继续用财政办法来解决商业银行资本金已相当困难的条件下，运用企业债券(即发行次级债券)来补充中资商业银行的准资本就成为近乎唯一的选择，由此，可考虑由国有独资(或国有控股)商业银行在两年左右时间内根据补充准资本数额要求发行对应数额的长期债券。

上市公司发展仅靠发股募资是远为不够的，尤其是在信用制度不完善的条件下，相当多上市公司将募股资金当作无成本资金而产生“圈钱”冲动，对股市发展和保护投资者权益都有明显弊端。为了培育上市公司的信用行为，加强资金约束，有必要强制上市公司发行公司债券。所谓“强制”是指，暂停受理已上市公司在配股、增发新股等方面的申请，要求其首先发行3年期以上的公司债券，待公司债券的本息偿付完毕后，再受理其配股、增发新股的申请。这一措施在保障上市公司资金需求的同时，具有四方面益处：一是通过公司债券的资金约束，有利于运用市场机制培育上市公司遵守信用的行为习惯；二是由于公司债券利率低于银行贷款利率，有利于降低上市公司的财务成本、对应提高其经营业绩，增强股市投资者的信心；三是通过将上市公司的配股、增发新股申请转变为发行公司债券，给申请IPO的公司腾出了一定的股市空间，有利于支持更多的股份公司发股上市；四是通过公司债券的发行和交易，有利于加快公司债券市场的发展。

受计划机制制约，长期来民营企业的融资渠道极为有限。近年虽有所扩展，但与充分发挥民营企业在经济结构调整中的公司并购、资产重组、高新技术产业化等方面的作用相比，依然相差甚远。鼓励民营企业集团发行公司债券，有利于落实有关制度，建立比较规范有着严格法制的公司债券市场。这是因为，一方面民营企业没有国有企业那些千丝万缕的行政保护，对其进行严格监管和实施破产比较容易；另一方面，民营企业的资本主要是由自然人投入的，为了防止这些资本在破产中损失，股东乃至高管人员都将尽力按期还本付息，有利于信用制度建设。即便个别民营企业不能按期偿付债券本息，实施破产了，也有利于警示其他企业。

中国的证券公司为数众多规模狭小，它们之间的重新整合已势在必行，但仅靠它们现有资金要较快地实现并购重组是相当困难的。要做大做强证券公司，使其具有国际竞争力，为走出国门做好准备，一个重要措施是，准许证券公司发行公司债券，这也有利于推进证券公司信息披露的完善。

调整债券担保机制在一般情况下，公司债券是一种以净资产为抵押的债券，不应再附加“担保”。但在近年发展企业债券过程中，有关行政部门为了避免发债企业发生本息偿付的风险，在资产抵押之上又增加了金融机构担保。这种状况长期延续，既不利于公司债券发行规模的扩大，也不利于投资者正确判别公司债券的投资风险，影响公司债券市场的健康发展，还容易产生发债公司与担保者之间的各种纠纷并影响到债权人权益，因此，应予以改革。

具体措施可分类别实施，例如，国有商业银行有着较高的信用能力，其发行的企业债券可不再附加“担保”；上市公司、民营企业集团和证券公司发行的公司债券可直接实行资产抵押，称为“抵押债券”；大型国有企业和国有控股公司发行的债券可继续附加“担保”。

调整发债公司的资产负债率计算方式在资产负债表中，发债所得资金属债务性资金；但在计算资本关系中，5年期以上的债务资金具有准资本的功能。如若简单将发债资金计算为负债，在资产负债率较高的条件下，绝大多数企业都将被拒之于发债主体之外，这对于公司债券市场的发展和利用公司债券来缓解资金相对过剩与资金相对紧缺的状况都是不利的。事实上，计算资产负债率的主要目的在于预警和防范相关公司的财务风险，而财务风险总是指公司偿付到期债务的可能性，这通常发生在当期而非远期。因此，可考虑按照国际惯例，将5年期以上的公司债券视为准资本，降低对发债公司的资产负债率指标的限定。

在这个过程中，为了更加准确地把握发债公司的资产负债状况，可考虑实行资产流动负债率和资产全负债率两个指标进行分析。

落实资信评级机构的责任公司债券市场的健康发展，需要有一个比较严格科学的资信评级机制。由于企业债券实行抵押加担保的双重风险防范措施，所以，基本不需要资信评级。2001年以后，虽然发债企业也要进行资信评级，但这只是一种行政要求，同时资信评级机构在资信评级中的工作也大多流于形式。这种状况若不予以改变，公司债券市场的健康发展就将受到严重影响。强化公司债券资信评级的具体措施有三：一是发行公司债券应严格进行资信评级，各家资信评级机构应向监管部门提交所评公司债券资信级别的依据报告；二是落实资信评级机构的经济责任和行政责任，对那些不能严格进行资信评级的机构应予以严格处罚；三是鼓励资信评级机构之间的竞争和合作，推进民营、中外合资、中外合作的资信评级机构的设立。

批准国际金融机构在境内发行人民币债券发展公司债券市场，中国的实践经验相当有限，离国际水准就更远。在此条件下，如果能够批准一些国际金融机构发行人民币债券，就可以在境内学习和借鉴它们的一些国际运作经验，调整资本市场结构和深化金融改革。在国际金融市场，国际金融机构的类型很多，有由主权国家参加的国际金融组织，也有由主权国家和私人机构共同参加国际金融机构，还有完全由私人金融机构发展而形成的金融跨国公司。从各方面因素考虑，在最初的一段时间内(如2005以前)，将准许发行人民币债券的国际金融机构定义为“由主权国家参加的国际金融组织”较为稳妥。

中期发展以公司债券为主攻方向

中期发展在时间上的概念是指在上期发展之后的3-5年左右时间(即2005年之后的3-5年内)。在上期发展的基础上，着力推进公司债券市场发展的条件已大致具备，同时，企业改革深化、经济体制转轨和经济发展也将提出新的要求，由此，根据市场经济的内在规则，有序地整合债券市场的时机基本成熟，在此背景下，可考虑选择“以公司债券为主”的取向。这一时期需要着重解决的问题至少有六个方面：

全面落实公司债券的有关制度主要措施至少有三：一是理清企业债券，将其中应纳入公司债券范畴的部分纳入公司债券，应纳入政府债券范畴的部分纳入政府债券，由此，逐步淡出企业债券，适时废止《企业债券管理暂行条例》和企业债券；二是进一步完善公司债券的监管法规及相关政策体系，避免企业债券与公司债券的双轨运行所产生的矛盾和不规范现象；三是出台与公司债券创新相关的各项法律法规，保障和激励公司债券的创新活动。

调整公司债券发行制度主要内容至少有三：一是创造条件，逐步弱化公司债券发行程序中的核准制，积极推进登记制；二是改变公司债券承销中的余额包销制，实行全额包销制，加大承销商的市场风险，提高它们的业务素质，激励它们之间的市场竞争；三是建立公司债券发行的市场询价制度(包括竞价制度)，完善公司债券的价格形成机制。

发展多层次的公司债券交易市场主要内容至少四方面：一是进一步完善公司债券在证交所场内的交易，适时将一部分公司债券推入银行间柜台交易市场交易，从而，形成至少两个层次的公司债券交易市场，以推进市场组织之间的服务竞争；二是放松对投资者之间直接交易公司债券的限制，积极发展无形的公司债券市场，推进各种类型债券市场之间的协同发展；三是适时放松对债市做空机制的限制，完善债市交易机制，给投资者更多的选择权，给债市中介机构更多的创新空间；四是建立公司债券市场的退市机制和债权收购机制，提高债市运行质量和债券上市公司的守信程度。

扩大发债主体主要内容有三：一是发债主体由大型企业集团向中型公司延伸；二是发债主体由中资企业向境内三资企业延伸；三是发债主体由特定国际金融机构向一般国际金融机构延伸。

鼓励公司债券创新主要内容至少有四：一是推进资产证券化债券、抵押贷款债券、信托债券等的发展；二是在境内适时推出由境内企业发行的外币债券；三是放松境内企业到境外发行公司债券的管制；四是适时推出债券利率的互换交易、期货交易和公司债券的指数期货交易等衍生产品。

调整公司债券的监管体制根据公司债券市场的发展状况，在企业债券数额明显减少而发行公司债券的登记制度已比较完善的条件下，可考虑将现存的企业债券、公司债券由国家发展和改革委员会监管、金融债券由银监会监管、证券公司债券由证监会监管的分别监管格局进行调整，实行各类公司债

券统一监管的格局。

#### 长期发展基本实现与国际接轨

长期发展在时间上的概念是指在2008年之后。经过5年以上的调整和改革，公司债券市场应已具备实现国际接轨的基本条件，由此，可考虑选择“基本实现公司债券的国际接轨”的取向，推进公司债券市场的国际化进程。所谓“基本实现”有着两方面含义：

一是中国作为一个发展中大国，在10-20年内还将继续表现出一系列发展中国家的特点，因此，就公司债券市场而言，还不可能完全达到与主要发达国家相同的成熟程度，只能在各个主要方面实现与发达国家相类似的国际化程度。

二是迄今在全球范围内尚不存在完全统一的公司债券市场规则，各个国家和地区有着与其实际情况相适应的各自具体的规则，从中国经济主权和中国国情出发，中国的公司债券市场也必然有自己的符合市场经济基本要求的具体规则。

要基本实现公司债券市场的国际接轨，需要着重解决5个方面问题：

制定有关公司债券国际接轨的制度在资本账户基本开放的条件下，有关公司债券国际性发行和交易的制度主要内容至少有四：一是境内公司到境外发行公司债券的管理规则；二是境外公司到境内发行公司债券的管理规则；三是境内居民(机构和个人，下同)投资于境外公司债券市场的管理规则；四是境外居民投资于境内公司债券市场的管理规则。

完善公司债券发行的登记制主要内容至少有三：一是完善境内外各类公司在境内申请发行公司债券的登记程序和登记条件，实行国民待遇；二是明确并落实承销商、资信评级机构等中介机构的职能和法律责任；三是实行境内公司到境外发行公司债券的报备制度。

推进公司债券交易市场的国际化主要内容至少有二：一是连接境内外公司债券交易系统，准许境外居民直接投资于境内公司债券交易市场，同时，放松对境内居民投资于境外公司债券交易市场的管制；二是建立公司债券国际性交易的登记、过户、交割、结算系统。

完善公司债券创新主要内容至少有三：一是进一步完善公司债券的利率互换、利率期货、债指期货等品种，发展公司债券的利率期权、债指期权等衍生产品；二是适时推出高风险公司债券，支持中小型高新技术企业和创业公司的发展；三是适时推出公司短期融资债券及其他公司债券新品种。

建立适应公司债券国际化的监管机制主要内容至少有三：一是加强国际监管合作，实现信息共享，完善国际性监管机制；二是监控机构投资者的国际间资金流动，尤其是短期资本流动，严格防范公司债券国际间交易可能引致的金融风险；三是加强市场预警系统和预警机制的建设，强化处理突发事件的能力和机制。

值得特别强调的是，上述公司债券市场发展的各期构想及其内容，并非按部就班的，它们将随着实践进程的变化而调整，因此，不可作机械式理解。但是，不论实践过程多么复杂纷繁，发展多层次的公司债券市场、运用市场机制发展公司债券市场以及公司债券市场的国际化是一个不可逆转的趋势。

□当前，经济运行中相对过剩的债务性资金和相对紧缺的资本性资金大量并存的问题，仅依靠股票市场融资是极难解决的，大力发展公司债券是一个基本的选择。

文章出处：《中国证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所