

公司债券市场：理论、实践、政策建设

深圳证券交易所综合研究所 王一萱

本报告在总结国内外公司债券理论,包括公司资本结构理论、银行贷款与公司债券比较理论、公司债券最新优势理论的基础上,提出了发展公司债券市场的理论基础。对银行体系占垄断地位的亚洲金融危机国家在1997年金融危机后迅速发展公司债券市场进行了深入分析,从而揭示了公司债券作为银行贷款替代金融产品的发展趋势。报告从降低我国银行体系的风险和优化上市公司资本结构两个方面实证了我国发展公司债券市场的必要性,最后提出了发展我国公司债券市场所存在的问题、原因和政策建议。

一、 公司债券理论

企业资金的来源除了自身积累外,主要是股权融资、银行贷款、公司债券发行,后两者又统称为债务融资。其实,西方国家的金融结构形成是有其理论根据的,形成了一系列“公司债券理论”。“公司债券理论”主要包括“公司资本结构理论”和“银行贷款与公司债券比较理论”。“公司资本结构理论”比较股权融资与债务融资的差别,从微观上比较这两种资金的作用和优劣,以及公司形成特定资本结构(capital structure)的决定因素。“银行贷款与公司债券比较理论”比较银行贷款和公司债券两种债权融资的优劣和适用条件。理论研究结果表明,公司债券具有替代银行贷款的优势,债权融资又是“最佳公司资本结构”中必不可少的一部分,因此在实践意义上说明了公司债券市场存在的必要性和合理性。

(一) 公司资本结构理论

最早的“公司资本结构理论”由Modigliani和Miller于1958年提出(简称MM理论):企业的融资方式,不论是债务还是股权,对公司的价值没有不同的影响。之后,M&M于1963年考虑了税收抵扣的好处后提出债务融资在税收上比股权融资具有优势。随后公司资本结构问题主要从以下几方面展开:代理人成本、信息不对称条件下的信号传递、收购和兼并。

代理人成本模型 Jensen & Meckling(1976)开创了从代理人成本角度研究资本结构的先河,认为资本结构的选择源于利益冲突形成的代理人成本。主要有两种利益冲突:一是股东和管理层

之间的冲突，二是股东和债权人之间的冲突。Jensen & Meckling 认为，最优的资本结构由两种代理人成本的相互作用来决定。当较多使用债务融资时，管理层的代理成本下降，而债务融资的代理成本上升；反之，亦然。因此，能够找到一个债务水平，在此水平上，管理层代理成本和债务融资代理成本之和为最小，此债务比例就是最优资本结构。

信息不对称模型 在 Myers & Majluf(1984)的信息不对称模型中，投资者对公司的资产价值不知情，只有公司管理层自己才知道，因此价值高的公司股票的价格是被低估的。当公司采用发行新股来为新的投资项目融资时，新股发行价格的严重偏低会导致原有老股东财富损失。管理层为了保护老股东利益，不得不放弃某些盈利的项目，从而造成投资不足。解决投资不足的办法是企业通过不被市场低估的渠道进行融资，比如使用内部资金或发行无风险债券。即使是发行有风险的债务也比增发新股融资要好，因为债券的市场价格低估程度要远远小于股票。M&M 模型的重要结论有两个：一是企业融资遵循“啄木”顺序 (Pecking Order)：首先是内部资金，其次是债务融资，最后才选择增发新股。二是增发新股的融资决定会使公司股票下跌，无论是价值高的公司还是价值低的公司都是如此。信息不对称理论认为，债务率随着信息不对称的程度增加而增高，质量高的公司具有更高的债务率。

兼并收购模型在 Harris & Raviv(1988)以及 Stulz(1988)的模型中公司在位者会选择一个最佳持股比例，使其目标函数最大，结果是购并的目标公司会增加债务水平，而击退收购的公司的债务水平会更高。Jensen(1989)的债务监督模型认为高负债率可以作为一种监督和激励机制，减小公司破产的概率。值得注意的是，与公司控制有关的债务率变化是资本结构理论中相对短期的行为，因为这种变化只有在出现收购威胁时才形成。但 Jensen 的高负债优势理论有一定的长期意义。

总之，公司资本结构理论说明，债务融资和股权融资各有优势，在公司资本结构中债务融资应该占有一定的比例。债务融资可以分为银行贷款和公司债券两种形式，那么，这两种形式的债务各有何优势？什么样的公司选择何种债务形式？什么样的发展阶段选择何种融资形式？这就是“银行贷款与公司债券比较理论”要回答的问题。

(二) 银行贷款与公司债券比较理论

银行贷款优势论 关于银行贷款存在的必要性，国外理论主要从信息不对称理论角度来论述。当最终借款人和最终债权人之间存在不对称信息时，任何最终债权人都会面临“代理人问题”。银行能够有效地处理信息和监管企业，从而降低代理人问题。表现在：(1) 能够减少信息处理的

费用；(2) 能够降低监管企业的费用；(3) 银行服务的独特性：灵活和重复、对小企业贷款。

公司债券优势论 公司债券的优势主要是从降低成本和提供流动性、使资源得到优化配置、降低金融风险的角度讨论。(1) 降低公司借款成本。公司债利率包括无风险利率、系统风险、公司特有风险以及对信息不对称的补偿风险。总的来讲，大型的、有声望的、盈利的、有稳定现金流的企业能够从市场上以更低的利率借到资金。Cantillo & Wright (2000) 统计发现，企业的规模和现金流是企业选择银行贷款或公司债的最重要的因素。(2) 具有价格信号作用。公司债券定价包含了比银行贷款更为复杂的市场内容，从均衡的市场价格反馈回来的信息能够帮助企业做出正确的投资决定。相反，单纯的银行体系下没有市场价格信号，融资的实际成本可能大大偏离真正的风险调整后的成本，使风险高的项目贷到相对低的利率 (Rajan & Zingales 1999)。公司债券拥有的独特价格信号功能能够更好地进行金融资源配置，使资金以最小的成本流向所需的企业。(3) 降低市场参与者的金融风险。当不存在债券市场时，利率结构不是市场化的，很难发展有效的衍生金融工具，金融市场的参与者就没有相应的工具来管理金融风险。

银行贷款和公司债券选择理论 (1) 微观选择。企业对银行贷款和公司债的选择是在解决信息不对称问题和利用市场信号来优化融资行为两者之间进行比较。Boot & Thankor (1997) 发现，如果“资产替代”道德风险严重，则企业倾向于选择银行贷款来增加监督；当道德风险很低时，企业可以通过更多地向债券市场借债来利用价格信息优势。这一结论与现实中所观察到的现象一致，即那些经过国家认证的行业的企业多数使用债券市场融资。(2) 宏观选择。公司债市场发达的前提条件有：一是借债方和投资方之间的信息不对称程度相对较低，从而使公众投资者能够方便地、低成本地获得公司经营和财务信息，投资银行也能够将信息标准化地传递。二是存在大型的、盈利的、有声誉的企业，一方面这些企业能够承受债券市场的固定成本，有效降低融资成本；另一方面公司特有风险小而降低了违约率，能够提供债券市场的有效供给。三是存在大量的机构投资者，如保险和养老基金等，这些机构对公司债券品种存在持有偏好，从而提供有效的市场需求。因此，从经济发展阶段与企业融资方式来看，存在这样的观点：发展中国家适宜银行为主的金融体系，发达国家则适宜市场为主的金融体系。

(三) 公司债券最新优势理论

1997 年爆发的亚洲金融危机暴露了亚洲国家银行体系的脆弱性，银行贷款失去应有的监督作用，银行功能失效。危机使理论界和实务界认识到公司债在降低银行系统风险，保持稳定的国家融资结构方面可以发挥重要的作用，发达的公司债市场可以降低银行危机的可能性。(1) 降低

金融体系的系统风险。如果存在发达的债券市场，亚洲危机国的企业就可以转向该市场通过发债来满足长期的投资需求，相应地降低银行借短贷长的压力，降低资产负债的期限不匹配；同时，企业发行长期的公司债，减少银行借短期外债的压力，货币的不匹配就会减少，从而降低银行发生危机的可能。（2）构成稳定的国家资本结构。在公司融资领域，融资结构不仅是筹集资金的渠道，而且决定了借款者所面临的市场风险。一个国家也是如此。稳定的国家资本结构可以使一个小的外部经济冲击控制在一个小的范围内，风险的国家资本结构却可以使一个小的错误演变成金融危机和经济危机。亚洲危机国家大量依靠银行借外债的资本结构是风险型的；如果亚洲国家发展一个发达的本币公司债券市场，在这个市场上存在固定利率的中长期公司债，则可以形成一个稳定的国家资本结构。

二、 亚洲危机国家公司债券市场发展

1997年7月爆发的亚洲金融危机被称为“双重危机”（twin crisis）——银行危机和货币危机，其实质是银行危机。在危机之前相当长的一段时期，亚洲的银行系统大量借入短期外债，用来发放长期贷款，同时大量的外债以本币形式贷出，为房地产等没有外汇收入的项目进行融资，银行资产和负债存在严重的期限不匹配和货币不匹配。到1996年，资产泡沫开始破裂，大量银行资产变成不良资产，导致外国投资者减少了资本投入，开始攻击亚洲货币，引起迅速的资本撤退和储户挤兑，带来严重的金融危机。这场危机历时之长、影响之深，被认为亚洲的银行体系失效了，银行失去了监督企业的信息优势。

（一）公司债券市场概况

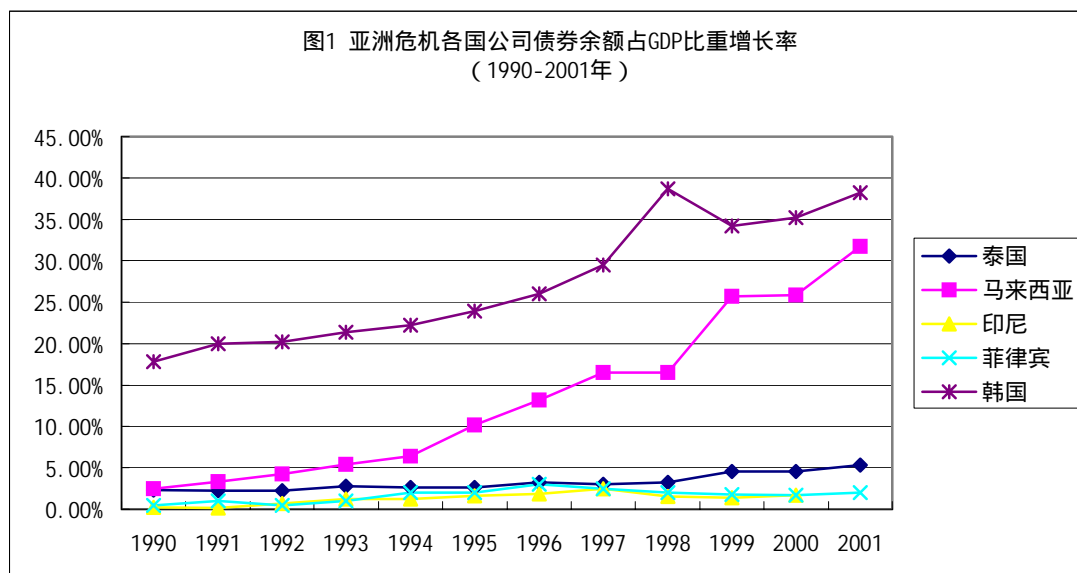
在经历了亚洲金融危机的洗礼后，危机国家开始认识到发展公司债券市场的重要性，采取了一定措施发展公司债券市场，以满足银行失效后企业融资的多样化需求，同时降低银行体系的风险集中度，防止金融危机的再生。

1. 公司债规模在危机后有较大增长

衡量公司债发展程度的一个指标是公司债余额占GDP的比重。亚洲爆发金融危机以来，除印尼、菲律宾公司债余额仍然维持在占GDP5%的水平之下外，公司债余额在韩国、马来西亚和泰国都有较大幅度增长。

2. 普通债是公司债主要品种

危机各国的公司债品种相对较为简单，普通债是主要的公司债形式。除个别年份可转换债大发展，如韩国在 1998 - 1999 年，马来西亚在 1995 - 1996 年，各国普通债在危机前后均为主要产品，市场份额在 50%以上¹，多数年份在 80%以上。



资料来源：公司债来自 BIS international statistics；GDP 来自 IFS online database

表1 韩国发行公司债分类

年份	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
普通债	92.37%	97.26%	96.71%	97.92%	7.81%	49.94%	86.94%	94.06%
可转换债	7.63%	2.74%	3.29%	2.08%	92.19%	50.06%	13.06%	5.94%

资料来源：Korea Financial Supervision Service, Direct Financing

表2 马来西亚发行公司债分类

年份	1995	1996	1997	1998	1999	2000
普通债	42.71%	21.60%	29.17%	94.52%	82.15%	57.38%
选择权债	39.21%	44.93%	20.45%	1.38%	4.28%	0.00%
可转换债	9.38%	14.49%	13.99%	0.91%	5.73%	8.62%
伊斯兰债	8.69%	18.98%	36.39%	3.19%	7.84%	34.00%

资料来源：Bank Negara Monthly Statistics

表3 泰国发行公司债分类

年份	1995	1996	1997	1998	1999	2000
普通债	81.61%	69.17%	92.68%	83.33%	97.47%	94.44%
可转换债	18.39%	30.83%	7.32%	16.67%	2.53%	5.56%
固定利率	42.65%	80.87%	41.67%	33.33%	81.01%	57.89%
浮动利率	57.35%	19.13%	58.33%	66.67%	11.24%	8.77%
固定+浮动	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.55%	33.33%
零息	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.20%	0.00%

资料来源：Securities and Exchange Commission

¹ 马来西亚的伊斯兰债券多采用普通债形式。

3. 公司债发行期限短期化

亚洲危机国家公司债发行集中于中短期品种，这一趋势在危机后更加明显，因为投资者对公司的长期发展没有信心，同时公司债市场发展的信息、法律和司法基础设施没有完全具备。另外，当商业银行是公司债的主要投资者时，它们倾向于持有短期债券以便与其大量短期存款相匹配。

表4 亚洲危机各国公司债券发行主要期限

	危机前	危机后
韩国	小于4年	小于4年
马来西亚	4-5年	6-10年
泰国	大于10年	小于7年

资料来源：Korea Financial Supervision Service, Statistics, Direct Financing; Bank Negara Malaysia, Outstanding Facility; Securities and Exchange Commission of Thailand, Capital Market Statistics

4. 无担保公司债成为主流

在危机前的韩国，公司债都是要求有担保的，或由银行担保或由非银行机构担保。但是，危机后许多金融机构放弃了对公司债的担保，一方面因为1998年出台的新法规阻止证券公司提供担保，另一方面，担保机构越来越认识到担保业务存在的风险。

(二) 公司债券发行人和投资人

1. 金融业发行份额上升

金融危机前后发债企业一个明显的变化是制造业企业份额下降，金融中介发债大幅增长。主要原因一是在危机后公司债的发债高潮中，大制造业公司如大宇发行了大量债券，但是1999年1月大宇公司的倒闭影响了投资人投资于这类公司债券的信心。二是反映了银行危机后银行发行次级债券满足资本充足率的需求。其中韩国、马来西亚、泰国金融中介发债比例分别从危机前的7.27%、10.69%和38.07%上升到危机后的47.71%、26.43%和51.29%。

2. 投资人主要为机构投资者

在韩国，公司债的主要投资人为投资信托公司（Investment Trust Company，简称ITC），即基金管理公司。政府在20世纪70年代开始建立此类公司，到1996年放开了市场准入，ITC从1998年开始迅速增长，成为公司债投资主体，其购买的公司债相当于这个时期非金融公司融资的80%，从而成为危机后主要的融资渠道。在马来西亚，员工退休基金（Employee Provident Fund，简称EPF）是投资公司债的主力。到2000年底，EPF（包括保险公司）占73.45%，金融机构占25.1%。在泰国，机构投资者在2002年投资了89.76%的新发公司债，零售投资者购买了

10.24%的份额。

(三) 公司债券一级和二级市场

1. 一级市场公募和私募各有侧重

在韩国，公司债一级市场发行全部采取公募形式，由公司指定一家证券公司作为主承销商进行公开发售。在马来西亚，许多公司债是通过买断协议或私募进行的，原因是为了避免公开发售所需的冗长批准期和通过交易所发行的较高费用。泰国的公司债主要是以私募形式发行的，因为泰国发债的公司规模不大。截至 2002 年第 3 季度，现存公司债中有 28%是公募，72%为私募。

2. 二级市场交易所和柜台市场共存

各国公司债二级市场都由交易所市场和柜台市场两部分组成，其中柜台市场的交易占据了主要部分。

在韩国，公司债二级市场有韩国证券交易所市场（KSE）和韩国证券业协会（KSDA）的柜台市场（OTC）。虽然基本上所有的公司债都在交易所挂牌，但 97%的公司债交易是通过 OTC 市场进行的。马来西亚柜台市场在 1999 年和 2000 年得到一定发展，这两年柜台交易规模分别占到总交易量的 46%和 63%，而 1995 年该比例只有 19%。泰国公司债的交易所市场是 1994 年成立的“泰国债券交易商俱乐部”，后改名为“泰国债券交易中心”（The Thai Bond Dealing Center）。作为泰国交易所的附属机构，该中心通过计算机撮合系统对挂牌登记的公司债提供交易服务。集中交易公司债的份额在成立初期的 1995 年和 1996 年曾经分别达到市场的 98.2%和 97.6%，之后交易商之间通过电话交易的柜台市场的份额逐渐提高，债券中心交易份额在 1999 年和 2000 年分别下降为 7.7%和 5.7%。

3. 公司债流动性不大

亚洲危机国家公司债二级市场的流动性一直比较低。主要原因是许多投资者倾向于持有债券到期，反映了较小的资产变现需求以及税收和利率政策的限制。

表 5 韩国公司债二级市场流动性 (单位: 千亿韩元, 百分比)

	交易量		发行余额	换手率
	柜台	交易所		
1993	556	0	376	73.94%
1994	911	11	459	101.63%
1995	1265	12	565	114.07%
1996	1273	12	731	88.71%
1997	1277	38	860	78.66%
1998	3816	90	1194	167.34%
1999	4428	117	1111	209.81%
2000	2724	36	1279	109.30%
2001	2634	20	1412	94.69%
2002	2274	11	1655	69.37%

*公司债中不包括金融债

**换手率=(柜台交易量/2+交易所交易量)/发行余额

资料来源: Korea Securities Dealers Association

表 6 马来西亚公司债二级市场流动性 (单位: 亿马币, 百分比)

年份	交易量	发行余额	换手率
1995	161.59	320.13	50.48%
1996	33.11	467.55	7.08%
1997	86.57	633.5	13.67%
1998	73.76	754.02	9.78%
1999	759.39	1117.76	67.94%

*债券包括了资产证券化债券

资料来源: Bank Negara Malaysia; Securities Commission

表 7 泰国债券交易中心公司债流动性 (单位: 亿铢, 百分比)

年份	交易量	登记余额	换手率
1995	505.97	892.28	56.71%
1996	1957.75	1301.89	150.38%
1997	909.55	1325.91	68.60%
1998	88.96	1258.41	7.07%
1999	328.19	1793.86	18.30%
2000	734	2098.83	34.97%
2001	912.94	2517.2	36.27%
2002	900.82	2803.42	32.13%

资料来源: The Thai Bond Dealing Center

*以集中交易换手率代替总体换手率, 因为柜台换手率基本相同

(四) 发展公司债券市场采取的政策

1. 韩国

韩国从 1991 年开始取消对公司债发行的行政审批和限制, 1991 年取消了对 2 年期限公司债发行的限制, 进而在 1993 年取消了对所有期限的公司债券的发行限制。危机后主要鼓励政策有: 第一, 1996 年韩国放开了对机构投资者的限制, 降低市场准入门槛。投资信托公司(ITC)从 1998 年开始迅速增长, 成为公司债投资主体。第二, 政府通过定期大量发行国债、建立一级承销商体

系等形成了市场基准利率。第三，危机后政府尽力改善企业的公司治理结构，减少了交叉持股和交叉担保，提高了公司债的质量。

2. 马来西亚

第一，整合公司债的监管体系。1999年6月，成立了国家债券市场委员会，并宣布由以往多个监管机构共管变为证监会单独负责公司债发行和监管。2000年7月，通过修改《证券监管委员会法1983》、《公司法1965》、《银行和金融机构法1989》、《期货业法1993》和《证券业法1991》，证监会开始履行唯一监管者职能。第二，放松管制。证监会2000年7月颁布的《公司债发行指引》规定发行审批期缩短到14天，引入了以信息披露为基础的监管体系。第三，对债券投资实行免税。2000年1月，所有由监管机构批准发行的公司债在发行和交易环节免收印花税。这是以往多次减免公司债税负的继续，而且力度是最大的。这些措施包括1992年1月个人投资交易所上市公司发行公司债利息免税，1993年1月个人投资被两家权威机构评级的公司发行的公司债实行免利息税，1994年10月外国投资者利息所得汇回税从20%降到15%，1996年1月投资基金投资公司债的利息收入免税。第四，修改了1989年《银行和金融机构法》，取消了对普通公司进入公司债回购市场的限制。第五，1997年10月，建立债券信息发布系统，促进债券市场信息的传播和透明度，提高市场活跃度。信息包括发行条款、实时价格、交易状况、相关消息等等。

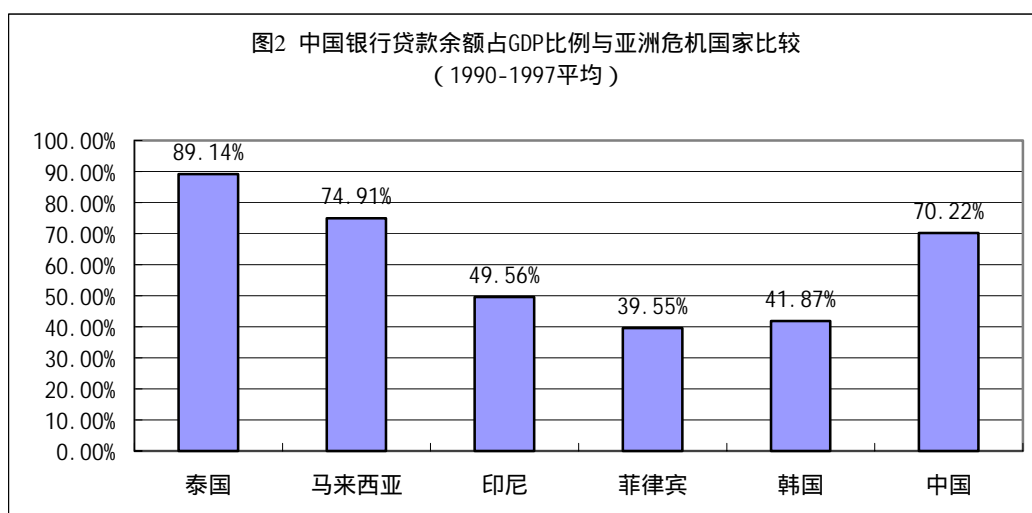
3. 泰国

第一，于1998年发行国债。这是自1992年以来的第一次，发行国债的目的不仅是为了弥补财政赤字，而是为了形成基准利率，培育债券市场的发展。第二，加强司法有效性，加大公司重组力度。1997年9月27日，泰国国民议会通过新的宪法；1998年4月修改的《破产法》正式生效，2000年初，债权人藉此赢得了泰国最大的公司债破产案。第三，改善信用状况。1999年，泰国证监会规定，超过1亿元的私募债券也要进行信用评级，以提高债券的质量监督。在亚洲开发银行研究的帮助下，泰国于1993年建立了其第一个信用评级机构，称“泰国评级信息服务公司”(TRIS)，对所有公开发行的期限超过一年的债券进行评级。

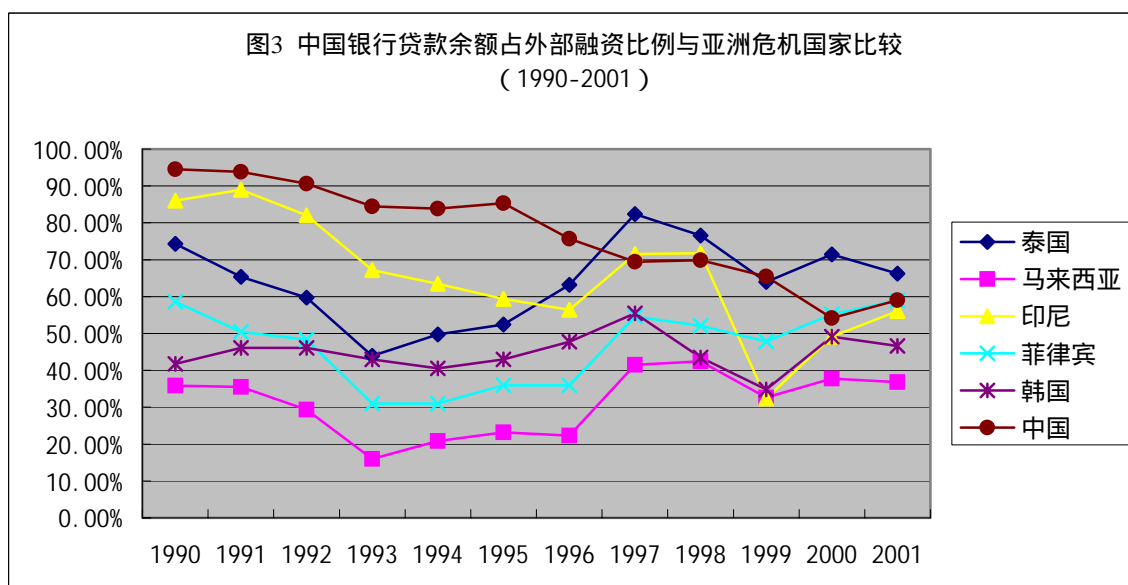
三、 中国发展公司债券市场的必要性

(一) 降低中国银行体系的风险

1. 银行体系处于垄断性地位



数据来源：银行贷款来自各国央行统计，GDP 来自 IFS online database。



数据来源：银行贷款来自各国央行统计，公司债数据来自 BIS international statistics；股票市值来自 FIBV statistics；GDP 来自 IFS online database。

从银行贷款余额占 GDP 比重和银行贷款余额占外部融资比例两个指标衡量，与亚洲危机国家一样，中国的银行系统在金融体系中处于绝对垄断地位，其垄断地位不亚于危机的始发国泰国的程度，如果我们将银行体系贷款指标从商业银行贷款²扩大到存款类金融机构，那么中国银行类机构的垄断程度将超过泰国，因为 2001 年商业银行贷款在泰国银行系统中的比重为 95.24%，而中国的比重仅为 67.78%。

2. 银行系统面临巨大风险

与亚洲危机国家相似，银行体系在金融系统的过度垄断使中国银行体系步入一定的失效状

² 使用商业银行贷款是为了便于比较，因为各国央行对存款贷款类金融机构的分类不一，统计数据也不完整。

态，中国的银行系统面临巨大的风险。以银行不良贷款比例来衡量，亚洲危机后各国银行不良贷款比例大幅增长，在 2001 年有所回落。中国虽然没有发生银行危机，但是不良贷款比例在 2001 年仍比危机国高得多（除了印尼）。在这种状态下如果中国开放资本项目，允许银行存款自由流动，将不可避免地出现银行危机。

表8 中国银行系统不良贷款比例与东盟四国比较（%）1997-2001

	1997	1998	1999	2000	2001
泰国	45.0	38.9	17.9	22.1
马来西亚	13.6	15.0	10.6	10.7
印度尼西亚	49.2	56.3	49.8
菲律宾	10.4	12.3	15.1	16.9
韩国	13.9	...
中国	25.4

资料来源: Asia Recovery Report, ADB

*除中国外包括了商业银行和资产管理公司管理的不良贷款
中国只包括国有商业银行

（二）优化中国上市公司的资本结构

那么在我国银行体系失效，存在大量坏账和存差的状况下，企业是选择发行债券还是发行股票作为其融资的渠道呢？根据“啄木”顺序理论，在信息不对称情况下，高质量的公司会选择发债而不是股票再融资，以优化其资本结构。我们用“事件”研究方法从市场反应的角度实证分析上市公司发行债券和增发的不同效果，如果市场对上市公司发债表示欢迎，说明企业主动发债来优化资本结构的效果在我国证券市场普遍存在，发展公司债市场能够提供企业调整资本结构的空间。因此从上市公司股价的超常收益率来考察我国投资者对其发债的反应；作为对比，同时考察相似的增发案例，分析市场对发债和增发的欢迎程度，以判断发债调整资本结构的效果。超常收益率使用市场平均收益率模型，估计窗的时间段定为事件前 106 天到事件前 16 天的 3 个月时间，事件窗为公告前 15 天到后 15 天，以便考察消息泄漏情况。

1. 样本和数据

选取 1998-2001 年发行债券的上市公司，共 13 家³，集中在制造业、电煤水、交通等基础行业。选取对比增发公司 13 家，对比条件为：（1）在发债的上市公司发债当年或次年增发新股；（2）与发债上市公司同处一个行业；（3）总资产与发债上市公司相当。发行数据来源为万递资讯，交易数据来源为深圳证券信息公司，并进行了股价复权处理。

³ 主要集中在 1998-1999 年企业债券发行审核条件较宽松，发行审核权在未转交计委之前。剔除了部分无法获得发行公告日的发债公司。

2. 实证结果和结论

从表 9 实证结果看：(1) 在宣布发行公告当日，发债上市公司股价超常下跌 0.58%，但该下跌并不显著。相反，在公告前 2 天，股价显著性上涨 1.28%。显然市场对上市公司发债持有谨慎乐观态度。(2) 在宣布发行公告当日，增发上市公司股价的超常收益率为-3.53%，并显著成立。市场呈现出对增发的负面反应。(3) 发债公司公告后 15 天的累计超常收益率为-0.31%，而增发公司为-9.37%，说明市场在相当长的一段时间内更欢迎发债，而不欢迎增发。

表 9 事件研究上市公司发债（事件 1）和增发（事件 2）对股价的影响-发行公告日

事件窗	超常收益率（1）	t 值（1）	累计超常 收益率（1）	超常收益率（2）	t 值（2）	累计超常 收益率（2）
-15	0.67%	0.68		0.83%	1.29	
-14	-0.33%	-0.52		0.00%	0	
-13	-0.44%	-0.41		0.10%	0.16	
-12	0.51%	0.6		-0.11%	-0.2	
-11	0.27%	0.37		0.19%	0.36	
-10	1.80%	1.72		-0.18%	-0.24	
-9	0.53%	0.66		1.31%	1.66	
-8	0.10%	0.09		-1.24%	-1.44	
-7	0.59%	0.65		0.01%	0.01	
-6	0.41%	0.7		-0.55%	-0.81	
-5	0.25%	0.28		-0.91%	-1.13	
-4	-0.96%	-1.45		1.67%	1.67	
-3	-0.88%	-0.82		0.62%	0.73	
-2	1.28%	2.02		1.64%	1.49	
-1	-0.30%	-0.4		-0.60%	-0.54	
0	-0.58%	-0.89	-0.58%	-3.53%	-2.79	-3.53%
1	0.56%	0.79	-0.03%	-1.40%	-1.24	-4.93%
2	0.18%	0.26	0.15%	-0.57%	-0.69	-5.49%
3	0.09%	0.17	0.24%	-0.32%	-0.33	-5.81%
4	0.40%	0.39	0.64%	-0.73%	-0.62	-6.54%
5	0.87%	1.06	1.51%	1.99%	2.77	-4.55%
6	-1.26%	-2.77	0.25%	-0.44%	-0.46	-5.00%
7	1.13%	2.16	1.38%	-0.16%	-0.32	-5.16%
8	-0.12%	-0.18	1.25%	-0.82%	-1.94	-5.98%
9	-0.05%	-0.07	1.20%	-0.36%	-0.46	-6.34%
10	0.78%	0.81	1.98%	-0.15%	-0.3	-6.49%
11	-0.17%	-0.23	1.81%	-0.49%	-0.94	-6.98%
12	0.38%	0.6	2.19%	-0.82%	-1.84	-7.80%
13	-0.84%	-1.91	1.35%	-0.27%	-0.75	-8.06%
14	-1.11%	-1.65	0.24%	-0.67%	-1.04	-8.73%
15	-0.55%	-1.34	-0.31%	-0.64%	-1.08	-9.37%

在我国证券市场上，相比于增发，发债会向市场传递企业质量良好的信息，受到市场的认可。上市公司以发债来调整资本结构将使股价保持在市场水平，说明我国企业在融资顺序上遵循“啄木”理论。考虑到我国上市公司平均资产负债率仅为 46%，低于国际水平⁴，大力发展公司债市

⁴ 参见《上市公司财务行为及资本结构分析》，香港大学经济金融学院，上证联合研究计划系列课题之四。

场将为上市公司充分利用财务杠杆调整资本结构，保护股东利益提供基础。

四、 中国发展公司债券市场存在的问题和政策建议

在我国，2002 年企业债（我国公司债一般称为企业债，虽然我国企业债中还包含了一部分市政债）余额为 1333 亿，占股票市场市值不到 3.5%，交易量不到股票的 1.2%。远远落后于发达国家和新兴的东南亚国家两个比例在 10%以上的水平。由此可见，我国企业债券市场的发展潜力巨大。

目前我国国债市场的发展远远领先于企业债，存量达到约 2 万亿水平，是企业债规模的 15 倍。在积极的财政政策逐渐退出背景下，国债增长速度会低于企业债，企业债券在十六届三中全会的决定后会迎来一个大的发展时期。但是要达到快速增长的目的，目前公司债券市场发展中存在着的制度问题必须认真克服。

（一）存在问题

1、监管管制：主要有发行管制、利率管制、投资管制。

发行管制表现在两方面：一是对发行主体的限制；二是对发行额度的限制。现行《公司法》（1999 年 12 月 25 日修改）规定只有国有企业才能发行企业债券，对不同所有制存在明显的不同待遇。现行《企业债券管理条例》（1993 年 8 月 2 日国务院颁发）规定由国家计委从国家产业政策、项目可行性、企业财务状况、债券发行条款、评级担保等方面进行全面审查，决定企业能否发行，实行严格的额度控制。2000 年以来计委每年只特批少数大型企业发债。

利率管制表现在规定企业债券的利率不得高于银行相同期限居民储蓄定期存款利率的百分之四十。40%的上浮无法区分不同企业在利率基准上的风险升水。在目前资本市场预期收益较高、国家信用机制还不健全的情况下，发债企业发债利率全部达到 40%的上限，使不同的企业无法在利率上显示出“高风险、高回报”的特征。

投资限制表现在禁止商业银行投资企业债。在国外，商业银行和保险公司是投资企业债的重要机构投资者，对其投资的限制很少，我国的做法显然限制了机构投资者的购买力。可喜的是，2003 年 5 月中国保监会颁布了《保险公司投资企业债券管理暂行办法》，将原保险公司只限于购买中央企业的铁路、电力、水利、中移动等四类债券的限制放宽为可投资“经监管部门认可的信用评级机构评级在 AA 级以上的企业债券”，并规定目前认可的评级机构为“中诚信国际信用评级

有限公司和大公国际资信评估有限公司”。这是鼓励保险投资机构入市的举措，但是对于评级机构的认定由保监会来认可的做法显然仍然带有较浓的计划色彩，有待于尽快由主管机构来规范。

2、中介机构缺乏或创新动力不足

企业债券市场的中介机构主要有债券承销商、信用评级机构、信息收集和处理机构。

我国的企业债券承销商队伍相比企业债发行主体来说是较庞大的，但创新不足。参与 1998 年以来 95 只企业债发行的主承销商达到 26 家，平均每个主承销商承销 3.6 家企业债，每年承销不到一家，基本上处于承销商激烈竞争的状态。这些主承销商大都取得证监会 A 股主承销资格，经验比较丰富，但是由于企业债市场处于供不应求状态，因此发行创新的动力并不足，公司将主要精力放在争取有限的发行客户方面，对企业债本身风险和价值的分析人员配备和储备不足。

当前，我国共有 50 多家信用评级机构，其中只有 20 多家具有独立法人资格，经中国人民银行批准的全国性评级机构只有 9 家。目前信用评级机构评估的专业性和独立性受到质疑：评级机构受行政干预多，评级缺乏统一的规范，可比性差；相关法律不健全，专业人才缺乏。从 1998 年到 2001 年发行的 95 只企业债的有评估结果的 80 家情况看，最高评级为 AAA 的 36 家，占 45%；AA 级 32 家，占 40%；A 级 12 家，占 15%。公司债券质量全部为优秀级，债券之间的区别很不明显。

在发达的债券市场国家，存在众多信息收集和处理机构，能够使企业债券投资人方便地得到各种准确信息。在美国，有很多类型的信息相关机构，一种是信息发布机构，如评级机构 Standard&Poor's、Moody's，一种是数据收集机构如 DataStream、Lesis/Nesis，另一种是数据传输机构如 Reuters、Bloomberg。在我国缺乏类似专业的信息收集和处理机构，企业债投资者无从获得全面、专业的资讯服务。目前我国还没有一家机构能够提供完整的企业债券信息，业内几家资讯机构所提供的企业债信息都不完整、准确和及时。

3、登记、交易系统不完善

目前，企业债的登记结算系统分割为两部分：发行（包括未上市流通）部分在中央国债登记结算公司，上市流通部分在中国证券登记结算公司的深、沪分公司。中央国债登记结算公司对记账式企业债的发行和非上市转让进行登记、托管和结算。其登记托管业务是一级登记托管和二级登记托管相结合，对于机构投资者采取一级登记托管，即在登记结算公司对每个机构投资者购买的每只企业债券进行名细的会计簿记和存托；对于个人投资者则采取二级登记托管，登记公司只将债券记在主承销商名下，由主承销商进行个人投资者的具体登记和存托。上市流通的部分须转托管到中国证券登记结算公司的深、沪分公司，这部分登记托管也采取二级登记托管。这种登记结算系统分割以及二级托管体系存在的问题是：第一，当机构投资者协议转让企业债后，结算公

司为在其名下开户的金融机构进行结算和过户登记,但无法为未在其名下开户的其他机构进行过户和结算服务,更不能为个人投资者协议转让债券提供过户和结算服务,从而阻碍了债券的场外流动。第二,上市部分仍然采取二级托管模式,为券商挪用投资人的债券提供了便利,不利于上市债券的安全运作。

根据我国《公司法》第 170 条规定:“公司债券可以转让,转让公司债券应当在依法设立的证券交易场所进行”。因此证券交易所是我国企业债交易的唯一合法场所。但是由于债券投资具有现金管理的作用,其交易通常表现出大宗批发交易的特征,而交易所的报单驱动撮合交易机制难以满足大宗非连续性交易需求,因此使交易所企业债交易清淡,大资金无法进出。以 1999-2002 年上市普通企业债每年 20-40%的换手率来看,无法满足机构投资者 1/3 以上仓位的调整,上市企业债券交易表现为散户特征。

4、 税收较高

这里从投资者角度分析税收对投资吸引力的影响。对金融产品的税收一般在两个环节征收:一是收入环节,二是交易环节。从收入环节来看,购买企业债券的利息收入须交纳 20%所得税,与其他金融资产相比,即股票、银行存款、基金、国债等,企业债利息与股票红利、银行存款利息税负相当,但比起基金和国债利息的免税来说,税收待遇较差。在交易环节,企业债在深、沪两个交易市场转让须交 1‰的佣金,比股票、基金的交易成本低,与国债相当,但比银行存款的交易(提款)成本高。综合收入和交易两个环节看,只有股票比企业债的收入税负要高,而基金和国债由于利息免税,成为人们优选的长期持有的品种;银行存款交易环节免税,成为人们保持流动性的首选。因此,从税收角度看,企业债在各种金融产品中并不占有优势,而处于相对劣势。

(二) 政策建议

1、 改革监管模式和体制

修改《公司法》的有关规定,明确企业不分所有制性质,只要符合发债条件就可以发行企业债,从而消除对国有企业的偏向,使真正有资金需要、有偿付能力的企业能够得到发行机会。在具体的发行审核方面,建议取消每年的发债额度,由企业债监管机构根据具体发行标准进行核准,只要符合目前几个基本的条件,如企业规模、发行总额、盈利能力、会计制度、担保状况、承销团状况等等,就可以核准其发债。放宽对企业债券投资主体的限制,从而扩大投资者队伍。第一,允许商业银行购买企业债,参照保险公司新的管理规定,同样采取限制总资产的一部分进行购买,以便控制风险。第二,继续鼓励专门从事债券投资的基金的设立和募集。取消发行企业债利率

的限制，规定由主承销商和发行人根据企业基本素质、信用评级状况，根据市场需求状况来确定利率水平，从而使利率能够反映风险和收益对等原则。

对于企业债券的发展和管理应从现代金融理论中企业融资结构和金融投资工具的角度出发，只有这样才能符合市场经济条件下企业债券发展的定位。因此企业债券作为资本市场和直接融资必不可少的一部分，应该整合到一个监管部门来统一管理，改变目前三权分立的监管局面，提高发行监管效率。

2、培养中介机构

应鼓励具有独立法人资格的信用评级机构的发展，鼓励信用评级机构作出独立的评级结果。信息收集和处理机构应该提供及时、准确、完整的发行信息和财务指标，以及发行之后企业连续的披露信息和财务指标；处理机构还应提供标准的分析程序和专业分析人士进行的风险收益等分析报告。应鼓励券商在债券业务过程中进行产品创新和方法创新。产品创新包括设计国际通用和流行的公司债券品种，如抵押债券（发行公司指定某些物质资产作担保，如果发生不履行债务情况，债券持有人则占有抵押资产）、信用债券等等；方法创新包括发行方式和分析方法的创新。发行定价的确定应从目前通用的协议定价向累计簿记等市场化定价扩展，发行方式变目前承销商分配份额到网上、网下竞价分配；分析方法应该引进国外标准的收益和风险分析法等等。

3、完善交易结算系统

企业债券在交易所市场上市不仅解决流动性问题，而且还有两方面的好处：第一，在目前企业债信息披露不规范，监管乏力的状况下，可以借助交易所强有力的信息披露平台和监管平台，使企业债券的信息披露更加规范，监督更加有效。第二，交易所的交易机制保证了企业债券交易的价格是均衡价格，具有良好的价格发现机制。因此，从国外经验看，交易所上市的企业债券大都是规模较大、信用等级较高、在相同券种（信用等级相同、期限相同）中具有代表性的。因此，继续发展交易所企业债券二级市场是有必要的，必要的措施在于能够建立做市商制度、大宗交易制度，弥补自动撮合交易系统带来的无法进行大宗、连续买卖的缺点。当然，为了加大企业债券的流动性，为较小发行规模的企债找到流通渠道，需要建立场外二级市场。场外二级市场的优势在于：第一、承销商可以作为做市商，在挂牌的买价和卖价上持续买入债券，解决了不连续交易问题。第二、对于发行量较小的券种，无须缴纳流通费用，节约了流通成本。总之，企业债流通市场的总体思路应该是交易所市场为主，形成信息披露优势和价格指导作用，场外二级市场为辅，节约流通成本和方便连续交易。

为了便于交易所和场外市场的统一管理，改变公司债现有登记托管机构，应由中国证券登记结算公司作为场内、场外公司债发行与流通的统一登记托管机构。这样有几个优势：第一，从发

行到上市统一托管，提高了效率。第二，利用股票登记结算系统模式，有利于实现上市企业债券的一级托管，杜绝券商挪用投资人债券的行为。第三，有利于实现场内、外公司债之间的过户，促成市场的连通。

4、减免税收

建议在企业债发展初期，免征投资企业债的收入所得税，使企业债收入环节的税负与国债和证券投资基金相同，刺激企业债市场的发展。

5、投资者保护

公司债券市场能否成功的一个重要方面在于制度安排能否有效地对投资者（债权人）实施保护，海外有两种制度安排可以对投资者实施有效保护，值得借鉴：公司债信托人、债权人会议。

建立公司债信托制度。由于公司债券持有人人数众多而且他们不能像股东那样参与公司经营管理，无法在日常监管中保证发行公司履行还本付息的责任。为了保护广大债券持有人的利益，一些国家强制发行公司选择公司债管理公司，发行公司与公司债管理公司订立信托契约，委托公司债管理公司为公司债券持有人利益而实施公司债券的清偿受领、债权保全及其他公司债管理行为。日本、香港和台湾都有此项安排。公司债信托的受益人是债券持有人，公司债信托为公司债持有人取得债券本息提供了一层制度保障。

规范债权人会议。公司债债权人会议不是公司的组织机构，而是公司债债权人的临时议事机构，是法律赋予债权人集体维护自身利益的一种方式。债权人会议作为全体公司债债权人利益的最高代表，有权决定关于公司债债权人利益的一切事项。第一，有关发行公司延迟履行或不履行公司债义务所产生的责任免除或和解方案；第二，有关公司债的诉讼行为或破产、重组方案。受托人不仅是债权人会议决议的执行人，而且依法实施债券管理行为必须根据债权人会议的决议。公司债债权人与受托人利益相反时，债权人会议有权解聘受托人，有权指定决议的执行人。在债权人会议与发行公司的关系上，法律规定发行债券的公司不仅有召集债权人会议的义务，而且发行公司须承担有关债权人会议召开及决议执行的费用。（完）

阅读全文请点击深交所网站 www.szse.cn “研究/刊物”栏目