

# 我国企业债券市场发展的现状、障碍及对策

范前进<sup>1</sup>,王 娅<sup>2</sup>

(1.上海交通大学 管理学院,上海 200030;2.贵州省区域地质调查研究院,贵州 贵阳 550000)

**摘要:**概述了我国企业债券市场的现状,分析了我国企业债券市场发展面临的障碍,探讨了加快企业债券市场发展的对策。

**关键词:**企业债券市场;制约因素;核准制

中图分类号:F832.48

文献标识码:A

文章编号:1001-7348(2003)11-0162-03

## 1 我国企业债券市场的现状

我国自1984年开始发行企业债券。1987年《企业债券管理暂行条例》颁布后,企业债券发行量逐年上升,并于1992年达到高峰,当年企业债券发行总量高达684亿元。1993年,《企业债券管理条例》正式出台,对企业发债条件进行了严格规定,企业债券的发行规模逐渐减小,2000年,企业债券发行进入低谷,全年发行总量仅为83亿元。2001年开始,企业债券出现了复苏迹象,发债总规模达到90.5亿元,比上年增加201.67%。企业债券市场全年成交51066亿元,比上年增加32.5%。从国外债券市场发展经验来看,中国目前已经具备了进一步发展债券市场的基本条件。统计资料显示,目前中国的平均储蓄率高达35%~40%,在居民未实现的购买力中,只有4%是金融资产。在居民金融资产的构成中,个人持有债券的规模还很小,在股市投资风险逐步扩大的情况下,债券市场有望形成新的投资热。对于企业来说,近年来央行连续下调银行存贷款利率,大大降低了企业发债的成本,企业发债积极性也很高。尽管企业债券市场供需两旺,但是企业债券的发行市场、交易市场都

仍然不成熟,还有许多需要解决的问题。尤其是中国加入WTO,同时又处于经济转型期,“外忧内患”使得大力发展和完善企业债券市场变得十分迫切。

## 2 我国企业债券市场发展面临的障碍分析

### 2.1 我国企业债券市场发展面临的主要障碍

(1)品种单一、定价不合理。企业债券的品种大都为到期一次还本付息的单利型,票面利率通常以同期国债利率为基础,向上浮动一定幅度。理论上讲,企业债券的风险和收益一般会高于国债。但我国现有的企业债券几乎都是按国债模式设计的,在某些方面(如利率设计、优惠条款等)甚至还不如国债。

企业债券定价是一个复杂的系统工程,不但要顾及企业的资信状况、经营状况、偿债能力,还需考虑投资者承担的风险大小等因素。1993年《企业债券管理条例》第18条规定“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40%”,这一条一直成为企业债券票面利率制订的基本依据。2002年2月21日,中国人民银行调整了

金融机构存贷款利率,这是从1996年5月1日以来连续第8次调低利率,企业债券市场收益率不可避免受到了利率环境波动的影响,企业债券的价格自我设置空间很小,导致了现有的企业债券的设计基本上都是同一模式,期限相同的企业债券利率都一样,收益确定,缺乏拓展空间,从而严重扭曲了企业债券的价格信号,造成企业债券市场的信息失真。微观上不利于投资者投资和企业低成本融资,宏观上不利于资源的合理配置。

(2)兑付违约行为比较严重。据粗略统计,这几年全国至少有11%的企业债券无力兑付,造成到期企业债券难以兑付的原因主要有:①企业立项论证不充分。②有的企业项目很好,但设计不严谨,使建设周期拖长,项目不能按期投产,资金回收拖后。③对申请发行债券的企业把关不严,有些企业欠外债的金融已超过发行债券金融的几倍,但由于有关部门对这些企业状况审查把关不严,致使资金到位后出现严重的流失现象,结果债越滚越大,而建设项目却遥遥无期。④有些企业经营管理不善,造成企业亏损,难以还款。⑤逾期难以兑付债券的企业和担保单位的负责人认识上有误区,部分企业负责人

收稿日期:2003-03-20

面对无法兑付债券本息所造成的严重后果和恶劣的社会影响缺乏充分的思想准备和应有的法律意识,担保单位也有盲目担保的倾向。⑥日常监管不严。对企业债券发行后资金到位及使用情况、兑付资金落实情况没有一套严格的日常监管制度。部分企业超规模发行债券或挤占、挪用债券资金,给到期兑付留下隐患。⑦政府部门干预过多,有些扭亏无望甚至停产的企业也提出面向社会发行债券。

(3)缺乏安全性、收益性和流动性。安全性、收益性和流动性是企业债券的3个基本特点,这3种属性相互联系又相互制约。如果债券的安全性较低,那么就应该有较高的收益作为风险补偿;而如果债券的收益较低,那么就应该有较高的安全性和流动性。但是,从总体上对我国企业债券进行考察,无论是安全性,还是收益性和流动性的表现都不尽人意。

(4)信用评级机构行为不规范。我国的证券评级始于20世纪80年代,到目前为止,我国的信用评级机构大约有40多家。依照其独立程度大致可分为两类,一类是银行系统的评级机构,另一类是相对独立或完全独立的评级机构。而在成熟的市场经济条件下,对企业债券进行信用评级的都是由拥有独立财产、承担无限责任、并完全靠出售自己的评价结果来赢利的信用评级机构独立进行的。但在我国,企业债券信用评级机构大都依附政府部门或人民银行,并存在地区和行业分割的局面,与国际上资信评级机构独立的、不受政府行为约束的特点相去甚远,因而其评级结果往往缺乏客观、科学的标准。这种信用评级既不能反映企业的资信状况和风险大小,又不能反映企业债券质量的高低,因而使投资者无法真正了解企业债券的风险性、流动性、安全性及收益性,增大了市场信息成本。

## 2.2 我国企业债券市场发展所面临的体制性障碍

(1)企业债券定价的障碍主要来源于两方面:一是制度障碍;二是市场障碍。主要表现为市场管制基准利率。

从我国企业债券市场的产生和发展过程来看,企业债券市场的发展是在传统的国有产权制度框架内进行的,产权主体缺位是传统国有产权制度一个典型的缺陷,在这种

政府支配占主体地位的国家所有制下,所有者行为就必然演化为政府行为,资源配置必然由行政机制来协调。因此,在这种制度下所构建的债券市场就必然作为国家附属物而存在。在这种情况下,国有企业不可能有真正的筹资自主权,由其及其活动构成的企业债券市场就只能在国家计划控制的范围内发展,并按照国家命令来进行,企业债券市场由此而表现出很强的计划政策导向,正是这种缺陷的存在,限制了企业债券市场的发展。

基准利率(即市场利率指标)对证券市场的发展与完善起着极其重要的作用,要实现利率市场化和自由化,就必须有一个市场参与者普遍认可的基准利率。一般而言,这一角色通常由国债担当。由于目前国债收益率机制存在缺陷,未能真正反映市场对资金盈利的内在要求,以此作为判断企业债券票面利率和市场收益率的参照,其可靠性和准确性受到了影响。而由于我国金融结构和利率体制的既有特点,使得银行存贷款利率成为目前金融体系价格(收益率)形成的最后基准。

但是,即使依据银行存贷款利率设定企业债券票面利率的可靠性也在严重下降。1993年~1996年3年期储蓄存款利率为12.24%,按照企业债券票面利率不高于同期储蓄定期存款利率40%的限定,3年期企业债券利率可调整范围有4.896个百分点( $12.24 \times 0.4$ ),随着利率逐步下调,这个可调整范围不断缩小,按照最新3年期利率2.52%计算,目前仅为1.008个百分点( $2.52 \times 0.4$ )。如果1993~1996年在4.896个百分点的幅度内设定各信用级别的3年期企业债券票面利率可行的话,继续保证这种定价方式目前可行的前提是各种金融资产的收益率等比例下降的同时结构不变,这显然不能成立。因此出现了相同期限的不同信用级别、不同发行规模企业债券票面利率统一设定为利率上限值的状况,违背了收益与风险匹配原则。

(2)缺乏有效的保障机制使企业债券兑付风险加大。信用债券在中国发展不起来,重要原因在于国有企业不重视“信用”这种最重要的无形资产。在国有企业产权制度中,国有企业既不会因讲信用而导致自己的财产增值,也不会因不讲信用而影响到自己的生存。因此,国有企业就不可能有内在的

动力和压力真正守信用。在这种情况下,信用债券不可能在中国有大的发展前途。

即使存在有形资产抵押,也会有较大的违约风险。法定的企业控制权转移是自我履约的核心。破产法实际上给了所有债务一个暗含的条款,如果企业不能按规定支付利息,债权人就有权进行生产谈判以重新安排支付、获得对企业的部分控制直至清算。然而,我国的国有企业根本不怕破产,因为其本身就不具有独立的财产,有时甚至利用破产转移财产,躲避债务。从政府角度看,为保持社会稳定,一般是不允许轻易破产的,因而破产法很难具体实施。另外,国有财产转移是很难实现的。如果国有财产从一个国有企业转移到另一个国有企业,则这种转移是没有实质意义的;如果转移到私人企业手中,则会受到极大的限制。因此,用国有资产作抵押的企业债券是不可能真正有效的。

(3)企业债券缺乏流动性必须从两个角度考虑。对政府而言,企业债券上市将会对现有股票市场产生强烈的冲击,因为这将会分流出一部分资金。我国股票市场的脆弱性不允许政府这样做。对投资者而言,企业债券的风险太大,导致人们不愿意投资,这也限制了企业债券的流动性。既然企业债券的流动性较差,那么在国有产权制度框架内构建的企业债券市场就很难有较大的发展。

(4)我国企业债券及信用评级机构公正性缺乏保障。在传统国有产权制度框架内运行的企业债券市场中,国家既是企业债券市场的参与者,又是企业债券市场的管理者。在这种情况下,由国家附属机构对国有企业进行的信用债券评级就必然是自己给自己评级。显然,这种评级行为无法站在客观公正的立场上进行,从而损害了投资者的利益。

## 3 对发展我国企业债券市场的建议

企业债券市场发展滞后,不利于整个证券市场甚至国家总体经济的发展,因而有必要加快其发展步伐。针对目前制约我国企业债券市场发展的因素,建议从以下几个方面着手来促进我国企业债券的发展:

### 3.1 逐步推进企业债券发行核准制

这样一方面可以让更多符合条件的企业有机会通过公开发行债券融资;另一方面,在市场环境还不够完善、相关市场主体

的行为还不够规范的情况下,政府仍然保持足够的控制权。从2001年,股票发行已经实行了核准制;2001年4月12日,第一只核准制下的可转换阳光债券也公布发行,核准制在我国的证券市场上已经不再是什么遥不可及的发行方式。但目前企业债券的发行还在实施计划额度管理和严格的审批制,不过随着新的《企业债券管理条例》的出台,这一发行方式将会得到实质性的改变。

### 3.2 加强对企业债券的有效监管

我国以往对企业债券发行的监管模式基本是1993年实行的“额度”和“审批”做法,可称为单一监管,即由政府有关部门从项目审批、额度下达、发行批准直至债券兑付实行单独监管。但由于这种处于宏观面的监管具有阶段性的特点,整个过程容易造成脱节,尤其对企业发生经营恶化的微小征兆难以发现。同时这一过程过分强化政府责任,导致债券兑付时企业恶意避债或无以偿债而使得政府措手不及、券商被迫垫资的情况时有发生,市场参与积极性受到严重挫伤。因此,应该突出债券发行主体的市场意识及责任感,强化社会中介机构(包括承销商、会计师事务所、信用评级机构)作用,变单一监管为多重监管,政府有关部门行使宏观政策监管职能,社会中介机构尽其微观层面上的风险揭示义务,使全过程监管具有完整性、连续性、预警性。

### 3.3 提高企业债券的安全性、收益性,增强其对投资者的吸引力

(1) 确保企业债券信用评级制度的贯彻实施,提高企业债券的安全性。管理机构应严格按照债券等级标准来审批债券的发行,规定达到一定信用等级的公司才有发债资格,这样才能最大限度地保证债券投资的安全性。

(2) 发展企业债券的二级流通市场,增强债券的流动性。在交易形式上,建立以柜台交易为主,全国性的证券交易所交易为辅的格局。对于柜台交易,规范中介机构行为,防止垄断定价,尽量实现供求见面和协商价格公开化。为了活跃企业债券的交易,除增加交易品种外,还可以考虑使用新的债券交易方式,如:债券期货交易、期权交易、回购交易和利率调期交易等。

(3) 采取措施保证举债企业到期还本付息。一是发债企业要建立偿债基金制度;二

是实行担保及资产抵押制度。通常企业债券只有在信用等级特好的情况下,可以不要担保或财产抵押,叫做信用债券。一般情况下,都要有第三者进行担保,或以企业财产作为抵押。

### 3.4 企业债券发行利率市场化

市场利率是在一国政府不同程度的干预下,由借贷双方在资金市场上既竞争又协商的条件下而形成的利率,因此能很好地体现竞争原则,促使社会资源配置合理化、社会效益最大化。企业债券发行利率市场化意味着企业债券发行利率必须严格按照市场的供求状况及自身资信条件、经营状况、偿债能力等因素来确定。而不能由行政计划来确定。所以首先应逐步放松和取消对利率上限水平的限制,使债券的利率变动逐渐趋同于市场利率的变动;同时,企业可根据自身的偿债能力和信誉状况对债券利率作相应的调整,把企业债券的利率水平同风险挂钩,尽快改变目前发行利率单一的毛病。

### 3.5 建立科学、有序的资信评级制度

证券发行人资信等级评定对于广大投资者衡量投资的风险和收益,对于政府实行债券监管具有十分重要的意义。在市场经济发达的国家,资信等级高的债券不仅可以获得较低利率的优惠,而且可以获得发行数额较大和期限较长的债券。我国对于企业债券的评级制度采取自愿评级,发债企业可以向经认可的评估机构申请信用等级,没有强制性的规定,不利于债券监管。因此企业债券在发行以前应该实行强制性的信用等级评定,并加以公布。并且还可以参照国际惯例,实行浮动利率,信用等级高的利率可以定得稍低一点;信用等级稍低的利率可以定得稍高一些。同时,还应保证资信评估机构的独立性、权威性。在市场尚未发育成熟时可以允许政府部门参与,但当市场运作步入正轨之后就应是一个独立的机构,不受行政上的干预,与银行无关。

## 4 结论



企业债券市场作为我国资本市场重要的组成部分,在企业融通资金、调整资本结构、合理避税等方面都有着不可替代的作用。从1984年至今,我国的企业债券市场走过了18年的发展历程,促进了企业的发展,但是与成熟的企业债券市场相比还有很大差距。从企业债券市场自身角度来看,其中最主要的制约因素表现在定价不合理、品种单一、安全、收益和流动性差,以及风险高和信用评级机构不规范等几个方面,而这些制约因素在某种意义上讲是由于体制性缺陷造成的。因此,应该从深化改革,建立有效的市场定价,安全的风险防范再辅之以理性的投资引导等措施来完善和发展我国的企业债券市场。

#### 参考文献:

- [1] 袁东. 国债、金融创新与利率市场化[M]. 上海: 学林出版社, 1996.
- [2] 历以宁. 中国资本市场发展的理论与实践[M]. 北京: 北京大学出版社, 1998.
- [3] 赵效民, 何德旭. 中国金融市场体制论[M]. 北京: 经济管理出版社, 1996.
- [4] 杨大楷. 中国债券市场的改革与发展[J]. 经济学家, 1997, (1).
- [5] 张文魁. 企业负债的作用和保障机制[J]. 经济研究, 2000, (7).
- [6] 王谦. 论我国企业债券市场的发展与完善[J]. 中南民族学院学报, 1999, (2).

(责任编辑: 江宏飞)