



中国社会科学院创新工程学术出版资助项目



全国博士后管理委员会资助项目

公司债券融资需求、 工具选择和机制设计

Demand for Corporate Bonds in China, the
Choice of Financing Instruments and Mechanism Design

李 湛 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

公司债券融资需求、 工具选择和机制设计

Demand for Corporate Bonds in China, the
Choice of Financing Instruments and Mechanism Design

李 湛 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

公司债券融资需求、工具选择和机制设计/李湛著. —北京: 经济管理出版社, 2016.12
ISBN 978-7-5096-4640-3

I. ①公… II. ①李… III. ①公司债券—债券融资—研究—中国 IV. ①F812.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 235739 号

组稿编辑: 宋 娜

责任编辑: 王格格

责任印制: 黄章平

责任校对: 赵天宇

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm×1000mm/16

印 张: 18.25

字 数: 300 千字

版 次: 2016 年 12 月第 1 版 2016 年 12 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-4640-3

定 价: 98.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

第五批《中国社会科学博士后文库》 编委会及编辑部成员名单

(一) 编委会

主 任：王京清

副主任：马 援 张冠梓 俞家栋 夏文峰

秘书长：张国春 邱春雷 刘连军

成 员 (按姓氏笔画排序)：

卜宪群	方 勇	王 巍	王利明	王国刚	王建朗	邓纯东
史 丹	刘 伟	刘丹青	孙壮志	朱光磊	吴白乙	吴振武
张 翼	张车伟	张世贤	张宇燕	张伯里	张星星	张顺洪
李 平	李 林	李永全	李向阳	李国强	杨 光	杨 忠
陆建德	陈众议	陈泽宪	陈春声	卓新平	房 宁	罗卫东
郑秉文	赵天晓	赵剑英	高 洪	高培勇	曹卫东	曹宏举
黄 平	朝戈金	谢地坤	谢红星	谢寿光	谢维和	裴长洪
潘家华	冀祥德	魏后凯				

(二) 编辑部 (按姓氏笔画排序)：

主 任：张国春 (兼)

副主任：刘丹华 曲建君 李晓琳 陈 颖 薛万里

成 员：

王 芳	王 琪	刘 杰	孙大伟	宋 娜	苑淑娅	姚冬梅
郝 丽	梅 枚	章 瑾				

本书获国家自然科学基金面上项目（项目编号：71372215）、广东省自然科学基金重点项目（项目编号：2016A030311027）和广东省教育厅 2014 年人文社科省级重大项目、广东省哲学社会科学“十二五”规划 2015 年度一般项目（项目编号：GD15CYJ01）资助。

序 言

博士后制度在我国落地生根已逾 30 年，已经成为国家人才体系建设中的重要一环。30 多年来，博士后制度对推动我国人事人才体制机制改革、促进科技创新和经济社会发展发挥了重要的作用，也培养了一批国家急需的高层次创新型人才。

自 1986 年 1 月开始招收第一名博士后研究人员起，截至目前，国家已累计招收 14 万余名博士后研究人员，已经出站的博士后大多成为各领域的科研骨干和学术带头人。其中，已有 50 余位博士后当选两院院士；众多博士后入选各类人才计划，其中，国家百万人才工程年入选率达 34.36%，国家杰出青年科学基金入选率平均达 21.04%，教育部“长江学者”入选率平均达 10% 左右。

2015 年底，国务院办公厅出台《关于改革完善博士后制度的意见》，要求各地各部门各设站单位按照党中央、国务院决策部署，牢固树立并切实贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，深入实施创新驱动发展战略和人才优先发展战略，完善体制机制，健全服务体系，推动博士后事业科学发展。这为我国博士后事业的进一步发展指明了方向，也为哲学社会科学领域博士后工作提出了新的研究方向。

习近平总书记在 2016 年 5 月 17 日全国哲学社会科学工作座谈会上发表重要讲话指出：一个国家的发展水平，既取决于自然科学发展水平，也取决于哲学社会发展水平。一个没有发达的自然科学的国家不可能走在世界前列，一个没有繁荣的哲学社会



科学的国家也不可能走在世界前列。坚持和发展中国特色社会主义，需要不断在实践和理论上进行探索、用发展着的理论指导发展着的实践。在这个过程中，哲学社会科学具有不可替代的重要地位，哲学社会科学工作者具有不可替代的重要作用。这是党和国家领导人对包括哲学社会科学博士后在内的所有哲学社会科学领域的研究者、工作者提出的殷切希望！

中国社会科学院是中央直属的国家哲学社会科学研究机构，在哲学社会科学博士后工作领域处于领军地位。为充分调动哲学社会科学博士后研究人员科研创新的积极性，展示哲学社会科学领域博士后的优秀成果，提高我国哲学社会科学发展的整体水平，中国社会科学院和全国博士后管理委员会于2012年联合推出了《中国社会科学博士后文库》（以下简称《文库》），每年在全国范围内择优出版博士后成果。经过多年的发展，《文库》已经成为集中、系统、全面反映我国哲学社会科学博士后优秀成果的高端学术平台，学术影响力和社会影响力逐年提高。

下一步，做好哲学社会科学博士后工作，做好《文库》工作，要认真学习领会习近平总书记系列重要讲话精神，自觉肩负起新的时代使命，锐意创新、发奋进取。为此，需做到：

第一，始终坚持马克思主义的指导地位。哲学社会科学研究离不开正确的世界观、方法论的指导。习近平总书记深刻指出：坚持以马克思主义为指导，是当代中国哲学社会科学区别于其他哲学社会科学的根本标志，必须旗帜鲜明加以坚持。马克思主义揭示了事物的本质、内在联系及发展规律，是“伟大的认识工具”，是人们观察世界、分析问题的有力思想武器。马克思主义尽管诞生在一个半多世纪之前，但在当今时代，马克思主义与新的时代实践结合起来，愈来愈显示出更加强大的生命力。哲学社会科学博士后研究人员应该更加自觉地坚持马克思主义在科研工作中的指导地位，继续推进马克思主义中国化、时代化、大众化，继续

发展 21 世纪马克思主义、当代中国马克思主义。要继续把《文库》建设成为马克思主义中国化最新理论成果宣传、展示、交流的平台，为中国特色社会主义建设提供强有力的理论支撑。

第二，逐步树立智库意识和品牌意识。哲学社会科学肩负着回答时代命题、规划未来道路的使命。当前中央对哲学社会科学愈发重视，尤其是提出要发挥哲学社会科学在治国理政、提高改革决策水平、推进国家治理体系和治理能力现代化中的作用。从 2015 年开始，中央已启动了国家高端智库的建设，这对哲学社会科学博士后工作提出了更高的针对性要求，也为哲学社会科学博士后研究提供了更为广阔的应用空间。《文库》依托中国社会科学院，面向全国哲学社会科学领域博士后科研流动站、工作站的博士后征集优秀成果，入选出版的著作也代表了哲学社会科学博士后最高的学术研究水平。因此，要善于把中国社会科学院服务党和国家决策的大智库功能与《文库》的小智库功能结合起来，进而以智库意识推动品牌意识建设，最终树立《文库》的智库意识和品牌意识。

第三，积极推动中国特色哲学社会科学学术体系和话语体系建设。改革开放 30 多年来，我国在经济建设、政治建设、文化建设、社会建设、生态文明建设和党的建设各个领域都取得了举世瞩目的成就，比历史上任何时期都更接近中华民族伟大复兴的目标。但正如习近平总书记所指出的那样：在解读中国实践、构建中国理论上，我们应该最有发言权，但实际上我国哲学社会科学在国际上的声音还比较小，还处于有理说不出、说了传不开的境地。这里问题的实质，就是中国特色、中国特质的哲学社会科学学术体系和话语体系的缺失和建设问题。具有中国特色、中国特质的学术体系和话语体系必然是由具有中国特色、中国特质的概念、范畴和学科等组成。这一切不是凭空想象得来的，而是在中国化的马克思主义指导下，在参考我们民族特质、历史智慧的基

础上再创造出来的。在这一过程中，积极吸纳儒、释、道、墨、名、法、农、杂、兵等各家学说的精髓，无疑是保持中国特色、中国特质的重要保证。换言之，不能站在历史、文化虚无主义立场搞研究。要通过《文库》积极引导哲学社会科学博士后研究人员：一方面，要积极吸收古今中外各种学术资源，坚持古为今用、洋为中用。另一方面，要以中国自己的实践为研究定位，围绕中国自己的问题，坚持问题导向，努力探索具备中国特色、中国特质的概念、范畴与理论体系，在体现继承性和民族性，体现原创性和时代性，体现系统性和专业性方面，不断加强和深化中国特色学术体系和话语体系建设。

新形势下，我国哲学社会科学地位更加重要、任务更加繁重。衷心希望广大哲学社会科学博士后工作者和博士后们，以《文库》系列著作的出版为契机，以习近平总书记在全国哲学社会科学座谈会上的讲话为根本遵循，将自身的研究工作与时代的需求结合起来，将自身的研究工作与国家和人民的召唤结合起来，以深厚的学识修养赢得尊重，以高尚的人格魅力引领风气，在为祖国、为人民立德立功立言中，在实现中华民族伟大复兴中国梦征程中，成就自我、实现价值。

是为序。

王康

中国社会科学院副院长

中国社会科学院博士后管理委员会主任

2016年12月1日

摘 要

本书首先梳理出国内外有关企业融资工具选择的理论脉络，深入比较了国际上代表性公司债券市场发展特点和公募私募发行监管制度的安排，然后对我国上市公司现实的发债融资需求进行测度，分析上市公司融资需求中的债务工具结构。在此基础上，重点通过实证研究对我国信用债券管制放松、上市公司债券融资需求、工具选择的内在机理及债券交易电子平台进行剖析，由此对我国公司债放松管制、债券违约处理机制和发展公司债券市场提出政策建议。

通过对我国上市公司实际和潜在的再融资需求以及债务工具结构进行细致的统计分析，本书发现三个问题有待解释：第一，我国上市公司首选股票融资的特殊偏好是否正向经典的优序融资理论回归？即企业优先偏好债务融资，其次才是股权融资。究竟是什么造成了中国上市公司对股票和债券融资偏好的改变？第二，为什么我国债务工具的选择不符合传统的债务契约治理理论？即银行贷款作为关系型契约相对于市场型契约企业债券来说更适合外部治理机制差的地区，这种债务融资选择悖论的原因何在？第三，公司债和中期票据此消彼长一波三折的现象值得深思，上市公司对公司债和中期票据偏好改变的内在机理是什么？

通过对上市公司发债与发股的选择、发债与贷款的选择、发债工具公司债与中期票据的选择三个环环相扣的实证研究，本书发现：债券管制程度的变迁及由此引起的与股票、贷款管制强弱的变化深刻影响了企业的发债需求和融资工具选择的行为。其内在机理如下：第一，债券和股票金融管制程度的差别影响了上市公司的融资选择。第二，我国金融监管部门对企业债券

和银行贷款的管制强弱的不同造成了地方政府对企业债务选择的干预程度高低的不同，最终导致各地公司在面临不同的债务融资环境时的理性选择。第三，证监会 2015 年以前关于上市公司发债的高门槛并没有使发债公司表现出更佳的财务特征，相反，规模大、自由现金流充沛的公司会偏好中期票据。公司债严格管制的另一个后果是交易所债券市场的份额萎缩，使得公司债的流动性下降，为了弥补流动性的损失，公司债的票面利率高于中期票据，这又导致上市公司更偏好发行中期票据。

借鉴美日欧公募债券市场建设和制度设计经验，本书得到启示：第一，美国公司债券市场灵活自由的发行制度、充分的信息披露、完善的债权人保护机制和对发债公司高管违法行为的严刑峻法是其成功的经验。第二，日本监管部门对公司债券发行管制逐渐放松，逐步废除公司债券银行托管制度，降低公司债发行费用，直至取消公司债发行原有的严苛条件，保护债权人利益。发行管制的放松和市场的培育是日本公司债券市场崛起的关键因素。第三，欧洲公司债券市场发展经验就是将欧元区公司债券的监管重点放在信用违约风险和市场透明度这两个方向，在保持市场投资者、融资者对于信用中介机构和市场监管机构有充分信心的基础上，促进公司债券市场的平稳发展。

此外，通过借鉴美国、英国、印度、中国台湾地区私募债券市场建设和制度设计经验，本书发现不同国家私募混合发行机制不同，但主要特征基本一致。第一，投资仅限于合格投资者，通常是机构投资者或高净值个人。第二，监管者的作用有限，豁免提交完整的募集说明书。第三，降低初始和持续披露的要求。第四，不受限制地进入二级市场交易，通常在场外，为专业投资者。第五，针对在初始和持续披露过程中虚假或误导性陈述的反欺诈条款保护。因而采取灵活的私募混合发行机制并选择适合本国发展的路径是私募债券市场取得成功的重要因素。

债券违约事件频发促使大家更加关注如何有效保障债权人利益，在这方面，中国债券市场少有历史经验可以参照，因而本书探讨国外债券市场违约处理经验以期获得对中国信用债违约处理的启示。

基于以上研究,本书对我国公司债券市场发展提出如下建议:

第一,针对公司发债多头监管、同类型债券发行标准不一的现状,提出集中统一公司债券监管的路径:首先是标准的统一,包括公司债券的合格投资者、信息披露和违约处理机制的标准统一。2015年证监会修订《公司债券发行试点办法》(修订后更名为《公司债券发行与交易管理办法》),进一步简化了公司债的审核程序,从核准制向注册制转变,并大力推进私募发行制度,发行主体扩大到全部公司,使公司债和中期票据的发行标准趋于一致,国家发改委要逐渐退出普通企业债的审批,专注于城投债。其次是监管部门的统一,发行自主权交给企业和市场后,监管部门没有寻租机会,监管权力整合相对容易。

第二,证监会由于前期发债审核偏严,基本上错过了2010~2014年债券市场的高速成长期,使得公司债发行增速缓慢。因此,2015年证监会通过的《公司债券发行与交易管理办法》,进一步放松发行管制,缩小与交易商协会中期票据发行制度的差距,借鉴国外的公募、私募和混合发行制度,推进我国公司债发行的分层制度,即按大公募、小公募和私募发行,推行合格投资者制度,促进了公司债迅速发展。小公募和私募发行采取备案制,进一步简化了各类公司发债融资的审核程序,监管权力前移到了深沪交易所。

第三,加快发展交易所多层次债券市场,形成对银行间债券市场的有益补充。通过差异化竞争,以市场竞价撮合辅助做市商制度,通过投资者分层设计,满足个人投资者和机构投资者,同时债券承销商不局限于证券公司,可扩大到商业银行等金融机构。大力培育债券基金等长期的机构投资者和推动交易所债券产品的创新,满足债券投融资者新的需求。

第四,通过借鉴境外债券电子交易平台的成熟运作机制,来完善我国的债券交易平台:首先,以客户需求为导向的微观结构设置是债券电子平台成功的关键。其次,与国际成熟债券平台的对接,有助于新兴债券市场加快国际化进程。再次,微观结构设计对于平台功能实现具有重要影响。最后,注重对合格投资者队伍的建设,着力施行准入的DMA制度,提高平台便利

程度。

第五，通过研究境外违约处理机制，并结合国内债券市场风险状况，我们提出以下政策建议：推进公司债券发行定价的市场化；加强投资者教育，大力发展机构投资者，推动债券市场投资者结构合理化；完善信息披露要求，加大信息披露力度；加强信用评级机构管理，减少对信用评级的依赖度；积极采取多种措施，健全投资者保护机制；建立完善司法救济制度和破产制度；建立科学合理的公司债券风险基金；充分发挥综合监管体系在债券市场风险防范中的作用。

关键词：股票增发；银行贷款；公司债券；金融管制；债券违约

Abstract

This report firstly teases out the theoretical venation on corporate financing tool selection, and deeply compares the development characteristics and the institutional arrangement of issue and supervision of bond markets in America, Europe and Japan. It estimates the real demand on debt financing of China's listed companies, and analyzes the debt tools structure in their financing demand. Based on this foundation, through conducting an empirical study, this report dissects the internal mechanism of China's financial deregulation, listed companies' debt financing demand and tool selection, from which it raises the policy proposal of the deregulation in China's corporate bond and the development of the exchange bond market.

Through the detailed statistics analysis of China's listed companies' real and potential refinancing demand and debt financing tool structure, this report finds there are following three problems to explain: One, Does China's listed companies' preference on equity financing gradually return to the classical pecking order theory, which means companies prefer debt financing to equity financing? What actually drives the listed companies' change on the preference between equity and debt? Two, Why the selection of debt tools in China doesn't accord with the classical debt covenant governance theory? In other words, why the bank loans as relational contract is more suitable than corporate bonds as market contract for companies in weak external governance region? What are the reasons of this selection paradox in debt financing? Three, What is the internal mechanism of the listed companies' preference change between

corporate bonds and medium term notes?

This report utilizes the three linked empirical studies on the listed companies' selection between equity and debt, between bonds and loans, between corporate bonds and medium term notes to solve the above three puzzles and finds a joint answer. It shows that the transition of debt regulation level, which also brings impact on the regulation levels of stocks and loans, deeply affects the companies' debt financing demand and financial tool selection behavior. The internal mechanism is as following. One, The different regulation levels between bonds and stocks affect the financing decisions of listed companies. Two, Financial regulators' different regulation levels of corporate bonds and bank loans affects the local governments' intervention level on corporate debt financing decisions, resulting in that companies in different regions come out the rational choices facing the different debt financing environment. Three, CSRC's high threshold before 2015 doesn't bring the debt issuer companies higher financial performance. Adversely, companies with larger size and abundant free cash flows prefer medium term notes. Another consequence of strict regulation of corporate bonds is the shrinking of exchange's debt market share, which decreases the liquidity of corporate bonds and in order to make up the lost of liquidity, the coupon rate of corporate bonds is higher than the medium term note, which forces the listed companies to prefer medium term note issuance.

Through analyzing bond market construction and institutional design experiences from America, Europe and Japan, we find the following three points. One, Experience from the success of American bond market includes the flexible free issue system, adequate information disclosure, perfect creditor protection mechanism and the severe law on the issuer companies' executives. Two, Japan's regulators gradually deregulated the issuance of corporate bonds, abolished corporate bond's bank trusteeship system step-by-step, and reduced the cost of corporate bond issuance until canceling the original harsh

conditions on corporate bond issuance and protecting the interests of creditors. The deregulation of issuance and the cultivating of market are the core factors in the rise of Japan's bond market. Three, European bond market's development experience is to focus on the regulation of credit default risk and market transparency and to promote steady development of corporate bond market on the basis of keeping the market investors and issuers' sufficient confidence upon credit agency and market regulators.

Though analyzing the private placement bond-market construction and institutional design experiences from America, England and Taiwan, China, we find that the features are almost the same with different release mechanism in different countries. One, Only qualified investor can invest, who generally are institutional investor and individual with high wealth. Two, Regulator plays a limit role in market, so it's necessary to cancel the submission of complete prospectus. Three, It's good to lower initial and continuous disclosure requirements. Four, Professional investors can enter the secondary market without limitation usually for over-the-counter market. Five, It's necessary to have the protection for antifraud provisions especially for false or misleading statements. To sum them up, it's an important factor, in the private bond market, to have a flexible issuing mechanism and a path fitted for national development.

Bond default events happen frequently, which makes people pay more attention to how to effectively protect the interests of creditors. In this respect, the Chinese bond market has little historical experience to which we can refer, so we discuss foreign experience in dealing with bond default events in order to obtain enlightenment on Chinese credit debt default processing.

Finally, we have the inspiration and recommendation for China's corporate bond market development.

1. For the situation of multi-sectoral regulation and different issue criteria for same type bonds in corporate bond market, it is

necessary to propose the way to unify regulations on corporate bonds. First, we need to have uniform standards, including standards about qualified investor, information disclosure and default processing mechanism of corporate bonds. In 2015, CSRC simplified the verification procedures of corporate bonds further, changing from approval system to registration system. Besides, CSRC gave great impetus to the private issuing system. Issuer of corporate bond can be any corporation, meaning that the issuing standards of corporate bonds and mid-term notes become uniform. National Development and Reform Commission needs to stop auditing corporate bonds gradually, focusing on issuing of quasi-municipal bonds. Second, Regulators need to be uniform. If the autonomy in issuing is given to corporate and market, regulators will not have opportunity to seek rent, making power reorganization easier.

2. Since the stricter vetted process, CSRC has missed the previous high-speed growth period of bond market, which makes the corporate issuance increase slowly and the peripheralization of exchange's bond market. So, CSRC deregulates the issuance regulation further in 2015, draws close to registration basis from corporate bond vetting, narrows down the disparity with the medium term note issuance system of association of securities dealers and at the same time promotes the private placement of corporate bonds, constructs the private placement issue system including non-listed medium-sized and small enterprises, growth enterprise market, SME board market and main board market. This can satisfy the investment and financing demand of different companies and institutions.

3. Accelerate the development of exchange's bond market complementing interbank bond market. The exchange can combine the market auction system and market maker system, through the hierarchical design, to satisfy the individual investors and institutional investors, avoiding the risk. Cultivates energetically the long-term institutional investors such as bond fund, makes the fund