



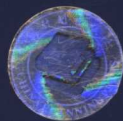
# 中国企业 债券市场研究

ZHONGGUOQIYE  
ZHAIQUANSHICHANGYANJIU

欧林宏 著



中国计划出版社



# 中国企业债券市场研究

欧林宏 著

中国计划出版社

**图书在版编目 ( C I P ) 数据**

中国企业债券市场研究/欧林宏著. —北京: 中国计划出版社, 2007. 3  
ISBN 978 - 7 - 80177 - 754 - 6

I. 中… II. 欧… III. 企业—债券—资本市场—研究—中国 IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 013387 号

**中国企业债券市场研究**

欧林宏 著

☆

中国计划出版社出版

(地址: 北京市西城区木樨地北里甲 11 号国宏大厦 C 座 4 层)

(邮政编码: 100038 电话: 63906381 63906433)

新华书店北京发行所发行

世界知识印刷厂印刷

---

880 × 1230 毫米 1/32 9.125 印张 217 千字

2007 年 3 月第一版 2007 年 3 月第一次印刷

印数 1—2000 册

☆

ISBN 978 - 7 - 80177 - 754 - 6

定价: 20.00 元

# 序

---

改革开放以来，我国经济发展的一个显著特征，就是资本市场不断发展。对于资本市场，我们有过一个从怀疑、观望到逐步科学认识的过程，从不重视到逐步重视的过程，从试着其发展到促进其发展的过程。目前，我国社会各层对资本市场总体上都能给予恰当的认识，相信随着我国社会主义市场经济体制的不断规范和完善，我国对资本市场的认识将更加科学，我国将更加重视资本市场的发展。这是一个客观必然的规律，不以人的意志为转移。企业债券市场在资本市场中占有极其重要的地位，主要原因在于，企业债券无论是从融资价值还是从投资价值来看，在很多国家和地区都构成了资本市场的重要组成部分，美国是世界上资本市场最为发达的国家，这一情况更加明显。值得注意的是，就中长期发展趋势来看，西方国家企业债券市场的地位更是日趋重要，这主要表现在企业债券市场在证券市场总市值中的比重不断上升，而股票等品种则由于回购注销等情况的普遍存在，其在资本市场的比例有所下降。可以预期，企业债券市场在我国经济生活中的重要性将随着经济发展而不断凸现出来。2004年7月，《国务院关于投资体制改革的决定》中明确指出：要“在严格防范风险的前提下，改革企业债券发行管理体制，扩大企业债券发行规模，增加企业债券品种”，为我国企业债券发行和管理指明了方向。

西方发达国家一般将企业债券市场称为公司债券市场，因为西方发达国家的企业制度更加规范，不存在我国的国有企业改革问题，我国的企业债券市场的内容和形式都与西方发达国家有显

著的不同。因此，我们在企业债券研究中，也不能把我国的企业债券市场和西方的企业债券市场进行简单的类比，要防止研究和实践中的简单化问题。

值得注意的是，我国的企业债券市场研究和实践都还不能令人满意。我国企业债券市场是在1984年出现的，一些国有企业由于资金短缺而采取发行债券的方式筹集资金，这就是我国企业债券市场恢复的最初情况。毫无疑问，我国企业债券市场是改革开放的直接结果，如果我国不实行放权让利的改革政策，国有企业就没有经营的自主权，就不可能面向市场筹集资金，更不可能催生我国的企业债券市场。我国企业债券市场已经出现二十多年了，但一直不能正常发展，融资规模小、发行机制不正常，这都是我国企业债券市场还没有得到正常发展的标志。比如说，我国股票市场的出现要晚于企业债券市场，但直至2005年我国股票市场当年筹资额为1882.6亿元，已经有近32430亿元的市值，而企业债券的发行额还只有区区2047亿元；企业债券的发行还严格采取计划额度管理，其中计划额度的批准还是由我国最高行政管理确定，市场供求双方在其中的作用还十分有限，这是我国企业债券市场发育滞后的一个显著标志。可以想象，一旦我国企业债券市场的管理得到进一步改进和完善，我国将会有成百上千的各类企业通过发行企业债券的方式优化资本结构，我国企业债券市场将出现一个快速的增长，成为我国资本市场的重要组成部分，因此，研究企业债券市场，推动企业债券市场的发展，具有十分重大的意义。

没有理论指导的实践是盲目的实践。在我国企业债券市场的发展中，理论研究的价值尤其值得重视。我国企业债券市场的理论研究还相当滞后，没有成为热点，相关的有分量的专著还不多见，而国外企业债券市场的研究成果还难以在我国直接运用，这就导致了我国企业债券市场研究成果不足，相应的，企业债券市场管理也缺乏正确的理论指导。我国至今没有新的《企业债券

管理条例》(1993年出台的《企业债券管理条例》迟迟没有修订出台),我国企业债券管理还停留在领导批示的层面上。基于我国巨大的金融风险压力,我国企业债券市场管理的主导思想还主要定位在防止债券兑付风险上。实际上,我国企业债券市场发展的基本条件已经具备,理论和政策研究的滞后是导致我国企业债券市场难以顺利发展的关键因素,强化理论和政策研究,确实时不我待。

本书力图探索我国企业债券市场发展的基本理论,并在此基础上对我国企业债券市场中存在的问题、原因展开分析,提出我国企业债券市场的发展思路,为了拓宽研究视野,还对美国、德国和日本的企业债券市场进行了比较分析。本书理论分析中肯并密切结合我国实际,对策建议具有针对性,反映出作者有一定的理论功底和实践经验,是近几年来我国企业债券市场研究中比较有分量的一部著作,对从事企业债券研究和实践的各界人士具有一定的参考价值。

侯荣华

2006年7月27日

## 摘 要

---

“金融很重要，是现代经济的核心。金融搞好了，一着棋活，全盘皆活”。企业债券市场是金融市场的重要组成部分，在美国等市场经济发达国家和地区，企业债券市场已经成为金融市场的核心所在。新中国企业债券市场于1984年随着改革发展应运而生，尽管1984年以后的20年是我国经济发展最快的20年，但我国企业债券市场并没有相应得到快速发展。深入研究我国企业债券市场的运行规律，切实推动我国企业债券市场的发展，刻不容缓。

企业债券市场是指企业债券投融资过程中形成的相互关系的总和。我国企业债券市场是指具有实质意义的企业法人发行债券的过程中以及在其债券交易过程中形成的各种相互关系的总和，一些尚不具备现代企业的某些形式的企业发行的债券属于企业债券，一些具备现代企业法人的完整形式但实际上并不具有企业实质的实体发行的债券并不是企业债券。目前，我国企业债券市场的研究落后于实践的问题比较严重。深入研究企业债券市场，是我国学者需要共同面对的课题。

作者的理论分析结论是，我国企业债券市场必然会有一个大发展。在我国当前的经济发展中，国民经济需求结构的优化、企业资本结构的优化和投资者资产结构的优化是事关我国经济发展大局的三大具有决定性意义的结构优化问题，我国经济发展中的深层次问题均在这几个方面有所体现。一是我国企业债券市场

的发展是实现国民经济均衡的关键。在国民经济需求结构优化方面，我国经济需求具有明显的层次性和递推性，需求结构Ⅱ决定需求结构Ⅰ，需求结构Ⅰ决定总需求的规模和发展方向并进而决定国民经济的均衡，这使我国经济运行的推动机制类似于一个“三级动力火箭”<sup>①</sup>；目前我国国民经济的三个需求层次都处于非均衡状态，投资需求的稳定至关重要，而稳定投资需求的关键，就在于发展企业债券市场，我国企业债券市场是我国经济“三级动力火箭”的“第一级引擎族”中的“主引擎”，必然要得到大的发展。二是从我国企业债券市场的供给来看，我国企业债券市场的发展是企业资本结构优化的必由之路。笔者认为，根据我国企业债券市场的供给目的变化规律，我国企业目前发行企业债券的主要目的是资本结构优化而不是筹集资金。由于MM定理的客观存在，我国企业要优化资本结构关键是要积极利用债权市场而非股权市场筹集资金，目前我国企业的负债率持续下降，这并非我国企业资本运作的积极信号；在我国债权市场融资中，由于企业债券势差Ⅱ<sup>②</sup>的存在，且无论是规范分析还是实证分析，我国的企业债券势差Ⅱ都为正，即银行贷款成本大于企业债券筹资成本。可见，我国企业资本结构优化之路在于“企业债券市场第一、银行贷款第二、股票市场第三”，发展企业债券市场是必然选择。三是从我国企业债券市场的需求方面来看，我国企业债券市场的发展是我国投资者资产结构优化的必然选择。根据建立企业债券投资组合模型分析，只要体制和机制得当，向市场提供企业债券，不但不会增加金融风险，还可以降低我国金融市场的风险，这对于我国风险爱好型、风险中立型和风险回避型投资者

---

① 见本书第2章第1节的专门阐述。

② 见本书第2章第2节的专门阐述。



的资产结构优化都十分有利；经过对我国企业债券市场的 CAPM 和 APT 分析，发展我国企业债券市场有利于提高我国投资者 CAPM 的  $\beta$  值，且我国投资者的套利空间很大。目前，我国企业债券的投资组合需求、风险溢价需求和套利需求都很大，市场需求前景看好。四是在我国三大需求结构优化分析的基础上，笔者提出了我国企业债券市场的均衡分析方法，即带预算约束线的均衡分析方法，其中企业债券市场规模和企业债券收益率分别构成均衡分析的两个维度，预算约束线实际上体现的是我国经济发展的水平和宏观经济运行的基本态势，这是我国企业债券市场的第 3 个维度，并决定企业债券市场的现实均衡点。均衡分析表明，2003 年底我国企业债券市场规模应该在 3 万亿元左右，而我国当时的企业债券市场余额为 700 亿元，当年的企业债券发行规模是 358 亿元，前者分别是后二者的 43 倍和 84 倍，我国企业债券市场存在巨大发展空间。

我国企业债券市场刚刚起步，有必要研究并借鉴发达国家的企业债券实践的经验和教训。为此，笔者选取了美国、日本、德国作为研究对象，分别研究了企业债券市场高度发达、中度发达和尚未发展且经济规模居全球前三甲的这三个国家的企业债券市场运行情况，研究了若干对我国企业债券市场发展有借鉴意义的规律。一是世界企业债券市场发展有一定规律。分析表明，一个国家的企业债券市场规模与经济规模没有直接的联系，经济规模大并不是企业债券市场发展的充分必要条件；全球企业债券市场具有加速发展的趋势，我国企业债券市场发展应该适应而不是违背这个历史潮流；发展企业债券市场，管理体制非常关键，我国企业债券管理体制的改革势在必行。二是美国企业债券市场是我国企业债券市场的发展方向。美国企业债券市场在全球最为发达，具有市场规模巨大、市场体系健全、中介机构发达、市场功

能完善、市场期限结构合理并可以灵活调节、市场产品极大丰富、法制完善、政府对企业债券市场影响巨大等特点，可见，美国企业债券市场是具有巨大生命力的市场，在银行贷款、股票市场和债券市场中，美国企业债券市场的规模雄居第一，体现出了本书在第二章中提出的企业债券市场的需求规律。三是日本企业债券市场正在快速发展。1987年以前，日本企业债券市场极度不发达，企业债券管理以具有高度集中统一的行政特点，以发债调整会为核心、以银行为决定力量、以计划额度批准等信用分配为内容并配合以资金投向的严格管理的产业政策的企业债券管理体制，再加上证券市场的分业经营体制，使日本企业债券市场完全丧失了发展活力，这与我国目前有很大的相似性。1987年以后，日本实施了以企业债券市场为先导的金融体制“大爆炸”改革，很快实现了金融的自由化和国际化，企业债券市场得到了飞速发展。日本的经验表明，企业债券市场的改革可以成为整个金融市场改革的突破点，人为限制企业债券发展的“间接融资为主、直接融资为辅”的金融发展战略已经不合时宜。四是我国企业债券市场发展应该“以德为鉴”。德国企业债券市场完全是一个配角，企业债券市场管理依靠计划额度、发行审批管理并排斥外国发行人，市场投融资观念十分保守，目前德国企业债券市场发展前景还很不明朗，我国企业债券市场发展中要“以德为鉴”，要切实搞好企业债券管理体制的改革，要防止国债市场对企业债券市场的“挤出效应”，并切实发挥银行在企业债券市场发展中的积极作用。

我国企业债券市场目前已经陷于严重的困境之中。一是我国企业债券市场的规模严重偏小。目前我国企业债券市场的潜在规模至少在3万亿元以上，每年的新增规模不下3000亿元，但是，我国目前企业债券市场的存量只有1100亿元，而增量也不过

300 亿元（2005 年以来例外）；我国企业债券发行规模与 GDP、居民储蓄存款余额呈负相关关系，大量非企业债券挤占企业债券发行规模，再加上“企业债券市场融资论”的主导，我国企业债券市场仍然有下滑的可能；我国企业债券二级市场推出的时间很迟、市场换手率不高，对一级市场的发展难以起到支撑作用。二是我国企业债券市场的结构愈来愈不合理。我国企业债券的发行主体呈现“大型化”、“低风险化”、“国有企业化”单一化市场格局；我国企业债券市场的投资主体很不稳定，2000 年以前以公众投资者为主，2000 年以后以机构投资者为主，但我国机构投资者投机盛行、投资理念还不成熟；我国企业债券市场的投资品种呈递减之势，与企业债券市场发展的趋势背道而驰；我国企业债券市场主要集中在东部发达地区，中西部地区得不到企业债券资金的支持，我国企业债券市场与银行贷款资金冲突激烈，与国家扶持中西部发展的政策很不吻合。三是我国企业债券市场运行质量低下。我国企业债券市场的竞争关系和供求关系尚未建立，利率尚未市场化，完全按行政手段制定利率，利率政策僵化，不能反映市场实际；企业债券风险不小，1999 年以前大约有 10% 的债券不能正常兑付，2000 年以后，我国企业债券风险主要体现在利率风险和投机等方面；我国企业债券管理创新存在对股票市场管理的“东施效颦”现象，而真正的产品创新和市场创新则还没有起步。

我国企业债券市场困境的形成有其复杂的原因。一是我国尚未真正形成对企业债券市场的正确认识。我国对企业债券市场的认识存在五大误区：“间接融资为主、直接融资为辅”论、“市场功能的融资论”、“市场规模的模糊比例论”、“市场风险防范的主体错位论”、“市场管理的积极稳妥论”。这些观点多数已经被政府管理部门采纳，导致了我国企业债券市场困境的最后形

成。二是我国各级各部门还没有真正重视企业债券市场发展。我国没有对企业债券市场进行专项规划，没有透彻地把握我国企业债券市场的各方面问题，没有把发展企业债券市场问题提上议事日程；我国对企业债券市场还没有形成一套有效的协调机制，没有形成管理权威；我国存在大量对企业债券市场的歧视性政策，对发行企业债券或投资企业债券则无法享受利率优惠政策。三是我国企业债券管理体制具有横向上“多龙治水”、纵向上过度集权等职能配置错位问题。目前我国对企业债券市场的管理依然采取的“额度控制，发行审批，文件管理”的办法，企业债券计划额度的控制采取“两上两下”的办法，层层上报，最后由行政长官“拍板”，其后再层层下达，具有典型的“公文旅行”的特点，无法适应市场的变化；企业债券市场审批权力高度集中在中央，行政效率低下。我国对企业债券资金投向实施产业政策导向，并严格规定资金在具体项目上的运用比例，其中基建项目的发债比例不得超过总投资的20%、技术改造项目不超过30%，是行政手段定项目、定资金使用方向。我国企业债券管理的体系难以适应实际需要。四是我国企业债券市场的宏观运行环境还难以满足企业债券市场发展的需要。我国企业债券市场长期运行在不合理的经济体制内，发展困难较多；我国企业债券还不能在银行间债券市场交易，再加上我国实施银行证券业分业经营体制，导致银行不能大量持有企业债券，最主要的机构投资者缺位；我国实施的积极财政政策，对企业债券市场产生了“挤出效应”。我国企业债券市场的法制环境还不完善，我国企业债券立法滞后，相当一部分相关法律还存在互相掣肘问题。五是我国企业债券市场发展的微观环境不完善。我国国有企业改革滞后，导致了我国企业债券市场的合格投资者严重不足；我国合格的企业债券投资者严重不足，中介机构难以适应市场发展的需要，这些问题

都导致了我国企业债券市场发展滞后。

“冰冻三尺，非一日之寒”。要保障我国企业债券市场的发展，首先要更新观念，不断提高对我国企业债券市场的认识水平。为此，要牢固树立企业债券市场的“资本结构优化第一功能”观念，牢固树立“企业债券市场优先发展”观念，牢固树立科学的企业债券市场规模观念，牢固树立科学的企业债券市场风险观念，牢固树立培育市场的企业债券管理观念；要切实重视企业债券市场发展问题，并切实消除对我国企业债券市场的政策性歧视；全面发挥企业债券市场的功能，稳步推进企业债券市场的规范管理，成立企业债券市场监督管理委员会进行专业化管理，确保管理体制高效率运行；改革企业债券发行计划管理，采用荷兰式招标的办法确定我国企业债券发行计划规模，由市场而不是行政首长确定发债计划；分三个阶段积极稳妥地推进企业债券发行制度改革，公募债券采取核准制发行，私募债券采取注册制管理；要适应市场的需要不断丰富企业债券品种，并逐步实现企业债券利率的市场化。

# ABSTRACT

---

“Finance is a core of the modern economy, finance works well, everything will be well” . The debonture markets is the important component of the financial markets, in such countries and regions with developed markets economy as U. S. A. , the debonture markets has already become key of the financial markets. New Chinese debonture markets is born with the reform in 1984. Our country’s economy develops faster and faster during the recent 20 years but Chinese debonture markets has not develop very quickly, on the contrary, the debonture markets of our country is getting into a difficult position step gradually, the debonture markets of our country has already been in circles for 7 years, there seems no prospect in the future. Further investigating the operation laws of the debonture markets of our country and promoting the development of debonture markets of our country are very urgent.

The debonture markets refer to the total of interaction formed in the course of debonture investing and financing. The debonture market of our country refers to kinds of interaction that the real corporation forms during the process of issuing and trading the bond. At present, the foreign scholar’s overall research into the debonture still stays on “ reference book ” and “ textbook ” level, most of

them just introducing basic knowledge, the theory is not deep enough, some theories have involved the basic research of debonture markets, but the understanding of debonture markets is only localized but not systemic. They are “by product” of other research results instead of the special research on debonture markets. The research level of the debonture markets of our country has is low and lack of achievement. The most serious thing is, the mainstream views on debonture markets of our country have been mostly already out of date, the wrong view is very general, the wrong view has caused incorrect management policy of debonture markets of our country, it is obvious that the theory of debonture markets of our country lags behind the practice. It is the scholar’s common mission both at home and abroad to further investigate the debonture markets.

The theory analysis indicates that there must be a great development in the debonture markets of our country. In the course of our country’s present economic development, optimization of the demand structure of national economy and enterprise’s capital structure and investor’s assets structure are decisive. First, the development of the debonture markets of our country is the key to realizing the equilibrium of national economy. When it comes to optimize the demand structure of national economy, we know the economic demand of our country has different levels. Demand structure II determines demand structure I , demand structure I then acts on the equilibrium of national economy, this makes the mechanism of economical operation of our country similar to a “ the three - level

promoting rocket ”; Three – level national economy demand in our country is in non – balanced state at present , the debonture market of our country is the first engine clan. The key of stabilizing the economy is to stabilizing investment demand , and the key of stabilizing the investment demand is to develop the debonture markets. Second, the debonture market has enormous supply potentiality. According to the supply purpose of the debonture markets of our country, the main purpose that enterprises of our country issue the debonture at present is to optimize the structure of the capital but not to raise the fund; In order to optimize the structure of capital enterprises of our country should utilize the debonture but not stock markets to raise the fund actively. The rates in debt of enterprises of our country drop continuously at present, this is not a positive signal of enterprise’s capital operation of our country; Financing with bond in our country, potential difference  $\Pi$  of corporate bond of our country exists and it is positive, so the direction of enterprise’s capital structure of our country optimization lies in “first in debonture markets of enterprise, second of bank loan, the third of stock markets”. Develop enterprise debonture markets must be chosen. Third, the demand potentiality of the debonture markets exists in our country. According to the analysis of debonture investment model, investment in debonture not increase financial risks, instead it can reduce the risk of the financial markets of our country ; Through analysis of CAPM and APT of the debonture markets of our country , develop the debonture markets of our country helps to improve investors’ $\beta$  of CAPM; Portfolio demand, risk



premium demand and arbitrage demand of the debonture of our country are all very great, markets demand has a good prospect. Fourth, on the basis of the analysis of optimizing three major demands structure of our country, I put forward of our country debonture markets equilibrium analytical method with budget line, among them the markets scale of the debonture and debonture yield form 2 dimensions in the equilibrium analysis. The budget line indicates the level of economic development of our country and the basic situation of macroeconomics, and it is the third dimension of debonture markets of our country. Equilibrium analysis indicates that the markets scale of debonture of our country should be about 3,000 billion yuan at the end of 2003 and it can reach hundreds of times of the present scale of the debonture.

The debonture markets of our country had just started, it is necessary to learn from the experience and lesson in the developed country. For this reason, I have chosen U. S. A. , Japan, Germany as the research objects, study the laws which can help the development of debonture markets of our country. First, analysis indicates that there is no direct connection between corporate bond markets scale and economic scale of a country, it is not an abundant essential condition that large economic scale followed by the large debonture market; The global debonture markets have the trend to develop quicker and quicker, the development of debonture markets of our country should meet but violate this tide of history; Developing the debonture markets, management system is very crucial, the reform of the management system of debonture of our country is