

丛书主编 天亮



中国企业资本市场运作

系列教程

债券融资操作

Zhaiquan Rongzi Caozuo

主编 刘艳 副主编 陈华



中国金融出版社

丛书主编 天亮

中国企业资本市场运作

系列教程

债券融资操作

Zhaiquan Rongzi Caozuo

主编 刘艳 副主编 陈华



中国金融出版社

责任编辑：张哲强 马 杰

责任校对：刘 明

责任印制：毛春明

图书在版编目 (CIP) 数据

债券融资操作 (Zhaiquan Rongzi Caozuo) / 刘艳主编. — 北京: 中国金融出版社, 2011. 4

(中国企业资本市场运作系列教程)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5544 - 9

I. ①债… II. ①刘… III. ①企业—债券—融资—研究—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 115421 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京航天伟业印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 14. 25

字数 252 千

版次 2011 年 4 月第 1 版

印次 2011 年 4 月第 1 次印刷

定价 30. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5544 - 9/F. 5104

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

推进金融体制改革，发展各类金融市场，形成多种所有制和多种经营形式、结构合理、功能完善、高效安全的现代金融体系。提高银行业、证券业、保险业竞争力。优化资本市场结构，多渠道提高直接融资比重。加强和改进金融监管，防范和化解金融风险。

胡锦涛

丛书主编前言

罗素把陈述分为两类，一类是涉及思想本身的陈述，一类则不是。只有后一陈述才是完整的有确定真值的。在后者，思想与现实是分离的，即思想并不影响现实（如自然科学领域），只有这样表达思想的陈述才有可能正确地刻画现实，并可能通过现实得到验证。逻辑实证主义进一步发展罗素的观点，认为无法用事实或自身逻辑形式判断真伪的第一类陈述是没有意义的，科学的陈述应该具有可证伪性。

索罗斯把事件与（参与事件的人的）思想的相互影响及这种影响的相互助长称为反射性，反射性在社会领域是普遍存在的规律，这就是他的反射性理论，并认为反射性在金融市场上表现得特别充分，从而得出金融市场内在不可测性的观点。

索罗斯试图用他的反射性理论来推翻上述逻辑实证主义的结论，认为那些不能明确无误地判别真伪的陈述并非没有意义，而在社会领域更有意义。根据反射性理论，绝大多数政治观点和很多的社会理论，不在于对错，只取决于是否被人们相信。中世纪的术士念咒炼金是骗人的把戏，但在政治社会领域，特别在金融领域，由于反射性的存在，却完全能够“点石成金”。

索罗斯认为可错性概念是由反射性概念导致的又一个概念，也就是说，思维与事物或实际状态是不一致的，正如笛卡尔所言“我是我试图理解的世界的一部分，因此我的理解是内在不完备的”。我们永远也不知道现实究竟是个什么样子。因此任何人们根据自身理解而构造出来的经济社会机制都是有缺陷的，我们永远也达不到完美和永恒，只有死亡是永恒的。

但是，不完美的东西可以得到改善，承认缺陷将促使我们努力学习，提高理解力。承认我们的可错性，并建立一个纠错机制，就可以打开批判性思维的大门，就没有什么东西能够限制我们的理解力无限发展的空间。

同样，金融体制本身也是一个不可能完美的设计。而在我国推动资本市场的发展就更应该有一个开放性的心态与思维，这是一个不断试错的过程。近年来，我国资本市场在总体规模上得到了极大的发展，在品种结构上得到了较大的丰富，在制度建设上也取得了很大的成就。资本市场作为企业直接融资的平

台其重要意义日益显现，为企业的成长与发展发挥着日益重要的作用。但是，我国资本市场建立的时间毕竟较短，仍具有很大的发展空间。增加对资本市场的理解很有意义，并且在这里我们的理解力可以有无限发展的空间。

现阶段，我国的融资结构依然是以间接融资为主，各市场参与主体对资本市场直接融资机制的了解仍然十分有限。目前，图书市场上有很多介绍资本市场的书籍，但很多主要是介绍国外资本市场的，特别是大部分的教科书直接就是完全照搬国外的教材，而对中国资本市场实际运作情况介绍的书籍并不多见。也有不少介绍中国市场的书籍，但大多是从投资者的角度来介绍投资品种及如何操盘投资的。而从企业的角度来介绍企业如何在资本市场进行运作的书籍则并不多见。有些供有关从业人员阅读的书籍则又显得相对空泛，不够深入具体，也就难以从中了解到实际上究竟是如何运作的。相对其他市场而言，资本市场是最复杂的市场，具有较高的专业性，如果只是泛泛而谈的话，恐怕是难以满足广大读者的需要的。

基于以上考虑，我们组织有关人员，特别是一些直接从事市场运作的，有较丰富实际经验的专家来编写本丛书。本丛书并不覆盖整个资本市场的内容，而是从企业的角度，特别是中国企业的角度来看，企业应如何通过资本市场的运作而不断成长与发展壮大。为此，我们确定了八个选题形成本丛书的八部书，包括《公司治理概论》、《私募股权融资》、《股票发行上市》、《债券融资操作》、《境外上市实务》、《并购重组运作》、《股权激励机制》、《套期保值策略》。并将与上述内容相对应的有关主要的法律法规汇总成《企业资本市场运作法律法规新编》一书，以供读者参考。

本丛书读者主要是企业的各级高管人员，有关从业的律师与财会人员，投资银行业务人员，政府经济管理干部。本丛书也可供各种相关培训班采用及作为大专院校相关专业参考教程。对希望尽快了解中国资本市场的外国人士来说，阅读本丛书也是一个很好的选择。本丛书是一套普及资本市场知识的读物，是一套增加对我国资本市场理解力的教材。

目前我国资本市场发展变化较快，政策制度、法律法规也在不断地完善与变化，但我国资本市场的基本结构已经建立，因此，相关法律法规的调整与改进对本丛书中涉及的主要内容在一定时期也不会有太多实质性的影响。一定时期内通过本丛书了解中国企业资本市场运作仍然是有很大帮助的。读者有了本丛书的基础知识后，也就更容易跟踪与理解有关法规政策的调整与变化，另外本丛书也将根据市场的发展变化而不断修订再版。由于本丛书作者都是在繁忙的工作之余抽出时间来进行写作的，错漏之处在所难免，诚望读者批评指正，以便再版时修订（huangm653@sina.com）。

受中国金融出版社委托，由天亮研究员对丛书进行总编，负责丛书的总体设计与策划，对各书主要内容进行统一协调，并组织国内专业人士分别担任每本书的主编。各书实行主编负责制与权责利对称的激励机制。

最后，对参与本丛书写作的所有人员与中国金融出版社的编辑人员所付出的辛勤劳动表示衷心的感谢！

天 亮
2011 年 2 月 1 日

前 言

企业债券及企业债券市场在我国具有明显的特点。我国最早的企业债券出现于 20 世纪 80 年代，至今已有近 30 年的发展历史，在此过程中，作为一种重要的直接融资方式，企业债券为我国改革开放以来的国民经济发展作出了重大贡献。

近年来，我国企业债券的创新步伐加快。企业债券存量至 2008 年末已达到 1.9 万亿元，在整个债券市场中的份额达 12%。在产品创新方面，相继推出了短期融资券、中期票据、各类公司债以及资产证券化产品等；在发行主体方面，已由单纯的以中央企业和地方大型国企为主，逐步扩展为上市公司、民营企业、城投企业和各类金融企业；在期限结构方面，短期融资券、中期票据和公司债提供了常规的长、中、短期债券品种，改变了此前以政府中长期信用债券为主的期限结构；在债券担保方面，无银行担保债券得到了快速发展；在产品创新方面，可赎回、可回售、可调换利率、可转换等含权类债券不断涌现，1 年期存款利率、7 天回购利率和上海银行间同业拆借利率（Shibor）等浮息债券也开始进行尝试。

编者所在的天元律师事务所在企业债券、公司债券、短期融资券等债券发行领域拥有丰富的经验，为众多公司成功发行债券提供法律服务。编者在实务操作经验基础上，本着实用性、操作性为原则编写本书，介绍各类债券的基础知识与发行实务，希望对债券市场参与者及各中介机构有所借鉴，使读者对企业债券发行市场的实务操作有更多的了解。

全书共分七章，由刘艳担任主编，陈华担任副主编。第一章企业债券融资的概述，由陈华负责编写；第二章企业债券，由李秀娟负责编写；第三章可转换公司债券的发行与上市，由李秀娟负责编写；第四章公司债券的发行与上市，由许亮负责编写；第五章企业短期融资券，由宗爱华负责编写；第六章资产支持证券，由陈华、郑敏俐负责编写；第七章企业债券融资的评级，由李秀娟负责编写。

由于编写时间紧迫，书中难免有疏漏、错误之处，恳请读者批评、指正。

刘 艳

2010 年 1 月 10 日

目 录

第一章 企业债券融资的概述	1
第一节 企业债券融资的含义、品种	1
第二节 企业债券融资与其他融资方式的比较	3
第三节 国外企业债券融资发展的历程、现状	6
第四节 我国企业债券融资发展的历程、现状	11
第二章 企业债券	19
第一节 企业债券概述	19
第二节 企业债券的发行条件、程序	24
第三节 中小企业集合债券发行与普通企业债券发行的比较	30
第四节 抵(质)押企业债券	32
第五节 企业债券发行案例分析	34
第三章 可转换公司债券的发行与上市	77
第一节 可转换公司债券概述	77
第二节 可转换公司债券的发行条件与要求	84
第三节 可转换公司债券的发行程序	90
第四节 可转换公司债券发行中各中介机构的工作及职责	96
第五节 可转换公司债券发行案例分析	100
第四章 公司债券的发行与上市	104
第一节 监管要求及发行条件	104
第二节 公司债券的申报核准程序及要求	105
第三节 公司债券发行中各相关机构的工作及职责	109
第四节 公司债券主要发行文件	114
第五节 公司债券受托管理协议	117
第六节 公司债券持有人会议规则	124
第七节 公司债券发行案例分析	130

第五章 企业短期融资券	134
第一节 企业短期融资券概述	134
第二节 企业短期融资券的发行条件、程序	144
第三节 中小企业发行短期融资券	152
第四节 企业短期融资券案例分析	154
第六章 资产支持证券	157
第一节 资产支持证券概述	157
第二节 资产支持证券的发行条件与要求	164
第三节 资产支持证券的发行与流通过程	173
第四节 资产支持证券案例分析	178
第七章 企业债券融资的评级	197
第一节 债券评级概述	197
第二节 企业债券评级的操作介绍	208
第三节 企业债券评级案例分析	212

第一章 企业债券融资的概述

我国债券市场主要有两大类产品：政府信用债券与企业信用债券。政府信用债券也称利率产品，包括国债、央行票据和政策性金融债；企业信用债券也称信用产品，包括金融债、企业债、短期融资券、中期票据、普通公司债、可转换公司债、分离交易可转换公司债、资产证券化证券等。

本书将分章介绍企业信用债券的发行条件、发行流程及申报文件等，供实务操作参考。

第一节 企业债券融资的含义、品种

对于任何一家企业而言，融资都是关系企业如何发展的重大问题，企业的融资行为也是经济学研究的重要领域。融资是企业发展的基础，融资的方式和渠道影响到企业的治理结构和经营效率。从宏观经济的角度来说，融资又是社会资金转化为企业投资的桥梁，影响到社会资金的流向和配置效率，从而影响一个国家、一个经济体的方方面面。债券融资是企业通过发行债券筹集资金的一种融资方式。在直接融资比重较高的美国、加拿大等国，债券融资是重要的企业融资途径，而这些国家，债券市场也发展成为金融市场的重要组成部分；在以间接融资为主的日本和德国，传统上企业主要依靠银行提供的贷款获得间接融资，但随着全球化的发展，这些国家的情况也在发生变化，许多企业也已经开始通过发行债券的方式筹集资金，这些国家的债券市场也日趋活跃。

我国的企业融资方式与国家的宏观经济政策紧密相关。在改革开放之前的计划经济体制下，我国企业（国有企业）基本依靠财政融资。改革开放以后，随着我国经济体制改革的推进，财政融资逐步淡出，通过银行贷款获得间接融资成为企业主要的融资渠道。20世纪90年代后，我国政府逐步推出

发展直接融资和资本市场的政策，证券市场的建立及股票融资规模的迅速扩大，为企业通过发行股票方式进行直接融资提供了渠道，但是，企业通过发行债券获得直接融资的债券融资却停滞不前。虽然 1997 年银行间市场启动以来，我国的债券市场得到快速发展，但是，债券市场的迅速增长几乎完全依赖政府债券的扩展，企业债券的发展依然相对缓慢。

2006 年末，中国贷款总额、股票总市值和债券存量分别为 22.5 万亿元、10.6 万亿元和 8.8 万亿元，与 2006 年 GDP 的比值分别为 1.08、0.50 和 0.42^①；在债券市场中，公司信用债券托管总量只有 5 498.6 亿元。2008 年，国内非金融机构合计融资接近 6 万亿元。其中，银行贷款高达 4.99 万亿元，占融资总额之比超过 83%，公司信用债券融资只有 5 446 亿元，仅占融资总额的 9%^②。这表明中国的企业融资结构仍然以银行贷款的间接融资为主，直接融资中公司债券占比较低。目前，我国资本市场已进入新的发展阶段。建设多层次的资本市场体系，发挥资本市场服务国民经济的功能，显得尤为迫切与重要。

一、企业债券融资的含义

企业债券融资是本书介绍的主要内容，为方便论述的开展，先将企业债券融资的相关概念介绍如下。

（一）债券

债券既是现代经济中的主要信用形式之一，也是实施市场经济的各国资本市场的重要品种，同时也是经济发展不可或缺的融资工具。债券的定义很多，《简明不列颠百科全书》中将债券定义为“地方、州郡、国家政府和私人公司签发的有偿还义务的契约”；《新帕尔格雷夫经济学大辞典》中债券的定义为“债券是一种债务工具，通常由政府或公司发行，先接受一笔借款，并承诺将来按载明日期支付利息”；我国文献中通常定义为“债券是证明债券持有人与发行人间的债权债务关系并具有法律效力的金融凭证。”^③

综合这些定义，我们不难看出，债券是一种具有法律效力，能证明债券发行人与债券持有人之间债权债务关系的金融凭证。债券持有人与发行人之间是债权债务关系，债券发行人为债务人，债券持有人为债权人。债券作为融资手段和金融工具，具有偿还性、安全性、收益性、流动性等特点。

① 吴晓灵：《中国债券市场的发展与开放》，载《中国金融》，2008（2）。

② 同①。

③ 转引自王克：《中国公司债券融资问题研究》，中共中央党校博士学位论文，2008。

（二）企业债券融资

本书使用的“企业债券”的概念，有广义和狭义两种。狭义的企业债券，指的是本书第二章将要介绍的由国家发展和改革委员会作为监管部门核准发行的债券。广义的企业债券融资，泛指企业融资所发行的各种类型的债券，包括狭义的企业债券、由中国证监会作为监管部门核准发行的公司债券（上市公司作为发行主体），以及短期融资券、可转换公司债券、中期票据等。

从逻辑上分析，公司债券是企业债券的一种；从以发债主体来确定债券性质的逻辑来看，公司债券和企业债券不仅在本质上是同一类债券，而且在范围上也相差不大。公司债券是企业债券的一个重要组成部分。但是，现实生活中要复杂得多：第一，现在企业债券中的确有一些非企业发行的企业债券，如由铁道部发行的铁道建设债券。第二，在现有的企业债券中，用于项目建设的债券所占比重过高，而用于经营目的的债券所占比重过低。第三，从债券发行监管的角度看，企业债券的发行由国家发展和改革委员会管理。但是，目前上市公司发行公司债券是由中国证监会管理的。由于上面的原因，企业债券既不可能把全部公司债券都包括在内，也无法排斥某些非真正意义上的企业债券。

二、发行品种

按发行主体区分，有中央企业债券、地方企业债券、国家投资债券、国家投资公司债券、地方投资公司债券、住房建设债券、内部债券等。后五种债券品种从1994年开始取消。

按付息方式区分，有零息债券（到期一次还本付息）、附息债券（按年付息，到期一次还本）两种。1998年以前发行的债券基本上都是零息债券，在此之后发行的且期限在五年以上的债券基本都是附息债券。

按利率设定方式区分，有固定利率债券和浮动利率债券两种。一般情况下，五年期以内的债券采取固定利率方式，五年期以上的采取浮动利率方式，采取浮动利率是从1998年以后才开始的。

按期限长短可以分为长期债券、中期债券、短期债券三种。

按券面形式可以分为无记名实物券和实名制记账式两种。

第二节 企业债券融资与其他融资方式的比较

企业的资金来源主要分为内部融资和外部融资，内部融资主要包括企业

的自有资金和利润留存，外部融资主要指股权融资、发行债券和银行贷款。外部融资又可以分为直接融资和间接融资，直接融资是指从投资者手中直接获取资金，它包括企业股权融资（发行股票是股权融资的一种）和发行债券，间接融资是指企业从银行借入资金等。

无论是内部融资还是外部融资，直接融资还是间接融资，股权融资（发行股票）、发行债券还是银行贷款，以上融资方式各有利弊。每个企业可以根据自己的资金实力、财务状况、盈利水平、信用评级状况、资本运用能力、融资成本比较等多方面比较，选择自己的融资渠道，同时，国家产业政策、金融市场和资本市场的变化也是重要的参考因素。

就融资本身而言，发达国家在融资选择上基本遵循“啄食顺序理论”（The Pecking Order Theory），即一般遵循内部融资—债权融资—股权融资的先后顺序，也就是说，企业先依靠内部融资（留利和折旧），然后再求助于外部融资，而在外部融资中，企业一般优先选择不改变股权结构的银行贷款和债券融资方式，在银行贷款和债券融资无法满足企业资金需求的情况下，再考虑发行股票等股权融资。当然，融资方式的选择并不是一成不变的，如上所述，需要基于各种因素综合考虑。

一、企业债券融资相对股权融资的优势

1. 债券融资成本低

首先，企业发行债券的利息支出作为企业管理费用计入成本，而发行股票，发行人向股东派发红利之前需要缴纳所得税，投资者收取红利也存在缴纳所得税的可能性（如中国的个人投资者需要缴纳个人所得税），所以，相对于股权融资而言，债券融资有冲减税基的作用。其次，由于债券投资者的清偿次序优先于股权投资者，企业债券投资风险低于股权投资风险，基于收益与风险匹配的原则，债券投资者的收益率也应低于股权投资者的收益率，因此，对企业而言，债券融资的成本通常较低。根据美国证券交易委员会公布的数据：股票融资中优先股每100美元需要花费6.3美元，普通股需要花费16.9美元，而债券融资每100美元只需花费2.6美元^①。最后，企业债券具有财务杠杆作用。企业发行债券筹集资金所带来的经营成果只需按事先约定的利率支付利息，剩余部分将全部为企业的利润，为股东分享。假如该经营成果在所得税后付息前的利润率高于利息率，负债经营就可以增加税后利润，从而增加股东收益。财务杠杆机制的存在，是企业敢于冒一定风险举债

^① 王铁军：《中国中小企业融资28种模式》，北京，中国金融出版社，2004。

筹集长期资金的一个重要因素。

2. 企业控制权不被稀释

企业债券融资虽然增加了企业未来的财务风险，但企业债券投资者一般无权参与企业的经营管理和投资决策，因此，债券融资没有改变企业的股权结构，有利于现有股东保持对企业的控制力。如果采取股权融资方式，现有股东如果不按比例增加出资（认购新发行的股票），其持股比例将下降，对企业的控制权可能会因此减弱。

3. 发行条件相对较低、信息披露要求低

根据现行的法律规定，相对于 IPO、增发和配股，企业发行企业债券融资的条件相对而言更低；并且，由于我国存在多元的企业结构，一些国有大中型企业由于没有按照《公司法》改制为有限责任公司或者股份公司，其不具备公开发行股票的条件，但是，这些企业在符合条件的情况下，均可以向国家发改委申请发行企业债券。因此，对于一些不具备公开发行股票的企业而言，企业债券是其直接向资本市场融资的重要渠道。

按照现行法律法规，无论是在发行申报阶段，抑或是在上市阶段，我们不难看出，IPO、增发和配股的信息披露要求，远远高于发行企业债券的信息披露要求。

二、债券融资相对银行贷款融资的优势

1. 对于优质企业而言，融资成本相对低

对于优质企业而言，可以利用其自身及债券较高的信用评级，在公开市场通过竞价方式，获得远低于银行贷款利率的债券利率。因此，虽然发行债券需要承担包括承销、印刷、公告、法律咨询、托管、评估、审计、评级等各项费用，但相对于债券发行募集资金金额而言，这些相关发行费用的占比仍是较低的，并且，通过竞争机制获得的利率优惠要远多于上述费用的支出。这也是许多优质企业用发行债券获得的资金偿还银行贷款的原因。

2. 对一般企业而言，债券融资在银行贷款之外拓展了一条新的融资渠道

对于许多资信状况一般的企业而言，由于其自身财务状况等各种因素，其从银行获得贷款的能力有限，即使这些企业愿意承担比银行通常要求的贷款利率高的成本，由于各种原因，其仍然无法从银行获得贷款。在银行贷款之外，如果这些企业能够通过承担高于银行贷款的利率，仍会有一些风险偏好较高、承担能力较强的投资者愿意提供资金。因此，发行企业债券是企业与这类投资者之间沟通的有效桥梁，为企业开拓了新的融资渠道，有利于企业的发展。

3. 在融资的期限结构和融资数量上有差别

银行融资的各种融资条款包括融资数量的多少、期限的长短、利率的高低,对于这些条款,企业都需要跟银行进行长时间的谈判,最终由银行对企业借款申请进行审核后决定,主动权掌握在银行手中,并且,在我国银行受信贷政策的影响非常大,这常常影响企业的银行融资;而通过债券融资,融资方式灵活,企业也可以根据自身需求设定各项融资条款,然后向市场寻求投资者。

一般来说,银行不愿意提供巨额的长期贷款,银行融资以中短期资金为主,当企业财务状况不佳、负债比率过高时,银行要求的贷款利率较高,甚至根本不提供贷款。而债券融资多以中长期、大额资金为主。在我国的债券市场中,我们可以看到许多企业债券融资的金额远远超过银行融资的金额,期限也超过一般的银行贷款。因此,企业通过债券融资可以获得比银行融资更加稳定、更加长期的、金额更大的资金,有利于企业的长期、稳定发展。

第三节 国外企业债券融资发展的历程、现状

自20世纪后期以来,企业债券市场已经成长为发达国家和地区最重要的直接融资市场之一。在美国、日本、德国等发达国家,债券市场的规模远远超过了股票市场的规模,企业债券发行量往往是股票发行量的3~10倍。许多优质企业已经将企业债券作为其融通资金的最主要方式。

美国企业债券市场是世界上规模最大、最发达的债券市场。亚洲各国的金融市场传统上是以银行间接融资为主导的金融市场,但是,企业债券市场在近年来也得到了十分迅速的发展,企业债券也已经成为亚洲各国企业融资和解决流通性不足的重要手段。以下将以美国和日本为例,介绍国外企业债券融资的发展情况。

一、美国企业债券融资的发展状况

美国企业债券产生于其工业革命时期。在资本主义发展初期,美国的企业主要依靠内部资金积累,并通过银行贷款等商业信用来解决少量的、短期的资金需求。工业革命发生后,特别是全国性铁路建设等重工业发展进入高潮,企业的内部积累和银行贷款已经远远不能满足生产规模的急剧扩大和生产力迅速发展的需要,企业必然要寻求规模更大、时间更长的融资渠道。在市场要求的基础上,以资本市场为基础的融资制度在美国获得确立,形成了

以债券和股票为主要融资方式的直接融资模式。

1900—1963年，股权融资（发行股票）占据了美国企业外部融资的主要份额，在当时的资本市场上，无论是企业还是投资者，都将其注意力和财力更多地聚集在股票，对公司债券的关注和需求则相对较少。进入20世纪七八十年代，发达国家经济增长开始进入平衡发展状态，近乎饱和的市场以及来自新兴国家快速发展的挑战所带来的压力使各国企业的竞争愈加激烈。因此，降低融资成本、提高公司资金使用的合理性与效率是新时期下融资管理考虑的首要问题，而债券融资的低成本、高效率正好迎合了企业融资的需求。据统计，2000年美国共有1592家上市公司发行公司债券融资，而通过发行股票融资的上市公司仅有199家，到该年末，公司债券的市场余额达3.4万亿美元，而同期市政债券余额才1.6万亿美元。在整个资本市场上，通过公司债券的融资已占到融资总量的30%左右，而股权融资额则不到4%。2001年美国就有1200多家企业发行了企业债券，为企业融入的资金是股权融资的7倍。上述数据都反映了在市场融资模式主导下的美国公司由股权融资偏向债券融资的大转变，由此也就促成了20世纪80年代以来美国公司债券市场规模扩大和交易活跃的局面，债券融资逐渐成为美国企业融资的最主要方式。^①

根据美国证券业及金融市场协会的统计，截止到2007年第一季度末，美国债券市场的总规模约达28.1万亿美元，其中抵押相关债券（Mortgage Related Securities）的规模最大，为6.6万亿美元，占债市总规模的23.7%；企业债券5.5万亿美元，占19.4%；国债4.4万亿美元，占15.8%。^②

美国企业债券市场存在以下特征：

（1）债券品种丰富。美国企业债券品种繁多，不同发债主体发行的不同债券，具有不同的收益水平、风险水平和利率期限结构，能满足不同类型投资者的需求。企业债券的主要品种有：信用公司债券、抵押公司债券、可转换公司债券、可赎回债券、高收益债券、浮动利率债券及其他债券等。风险规避型的投资者可以选择信用公司债券、抵押公司债券，以较小的风险获得固定收益；追求高收益的投资者可以选择高收益债券、浮动利率债券。

（2）交易结构合理。美国公司债券二级市场（包括交易所交易市场和场外市场）以场外市场为主，债券投资者也以银行、保险公司、养老基金组织、慈善基金会等机构投资者为主，场外市场为主的交易结构降低了公司债

① 祝兰：《国外企业债券融资的经验及启示》，载《金融与经济》，2008（10）；Stulz Rene “Managerial discretion and optimal financing policies”，Journal of Financial Economics 26，2003。

② 王军：《我国企业债券市场的发展探讨》，复旦大学硕士学位论文。