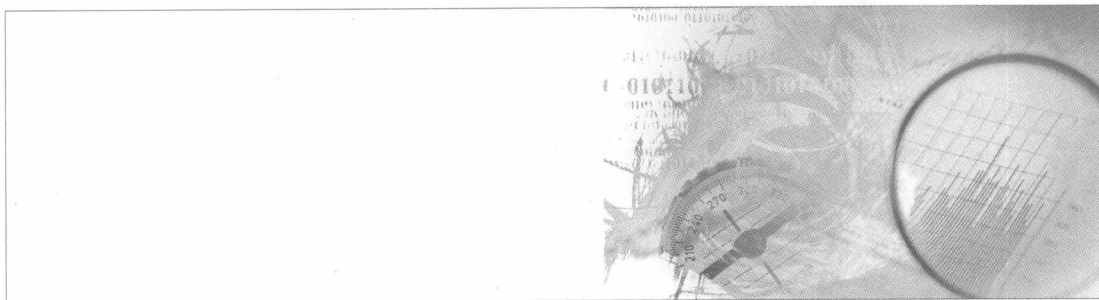




Study on Emerging Corporate
Bond Markets of East Asia

东亚新兴企业债券市场研究



企业债券市场的新制度经济学理论分析框架
东亚新兴企业债券市场制度环境研究
东亚新兴企业债券市场微观结构研究
东亚新兴企业债券市场之企业微观角度研究
中国企业债券市场发展建议

周孝坤◎著



西南财经大学出版社

前言

新兴资本市场近年来一直是国际资本市场发展的热点。尽管中国资本市场已经成为全世界最大的新兴资本市场,但作为资本市场重要组成部分的企业债券市场严重滞后,远远不能适应经济发展的需要。中华民族的伟大复兴需要一个强大的、多层次的资本市场来推动和支撑,积极发展企业债券市场、建立多层次的资本市场体系已是当务之急。

国外企业债券市场发展的经验和教训,对于我国企业债券市场的建设无疑具有重要的借鉴意义。目前对成熟企业债券市场的研究较多,对新兴企业债券市场的关注不够。成熟企业债券市场的经验固然值得借鉴,但新兴企业债券市场的经验和教训也不容忽视。

东亚新兴企业债券市场在东南亚金融危机后有了长足的发展和进步,在新兴企业债券市场中走在了前面,可以说是世界新兴企业债券市场的典型代表。中国企业债券市场既有特殊的发展规律和特征,同时又和其他东亚新兴企业债券市场有诸多相似的发展环境和运行轨迹,这些先行一步的新兴企业债券市场的经验和教训,对我国企业债券市场的发展无疑有更贴近的借鉴意义和指导价值。从这个意义上说,东亚新兴企业债券市场值得研究。

本书以东亚新兴企业债券市场为研究对象,主要从宏观制度环境、市场微观结构以及企业微观三个层面对东亚新兴企业债券市场相关问题进行深入研究;探寻其发展的规律和经验教训,并在此基础上深入剖析中国企业债券市场,提出发展中国企业债券市场的制度安排和对策建议。本书在以下几个方面有所创新:

1. 对东亚新兴企业债券市场进行了系统研究的初步尝试。从目前来看,理论界更多地把目光投向了对美国等成熟企业债券市场的研究,对新兴企业债券市场的研究较少,对东亚新兴企业债券市场的研究则更少。东亚新兴企业债券市场正处于由不成熟企业债券市场向成熟企业债券市场发展的中间阶段,本书尝试将其独立出来,从宏观制度环境、市场微观结构和企业微观三个层面对东亚新兴企业债券市场相关问题进行系统性的专门研究。

2. 构建了东亚新兴企业债券市场理论分析的基本构架

本书结合新制度经济学中与企业债券市场相关的制度和制度变迁理论、资本市场效率理论与市场微观结构理论、资本结构理论,构建了东亚新兴企业债券市场理论分析的基本构架。

3. 对影响东亚新兴企业债券市场的非正式制度进行了探索性研究

本书尝试性地探讨了东亚儒家文化传统、储蓄偏好等非正式制度对企业融资方式及东亚新兴企业债券市场发展的影响。并且认为,虽然非正式制度不会对东亚新兴企业债券市场的发展起决定性的作用,但不容否认的是,东亚儒家文化、价值观念、储蓄偏好习惯等非正式制度或多或少地会对社会经济、企业和个人投融资行为产生自觉或不自觉的影响,进而对东亚新兴企业债券市场的发展产生一定的影响。

4. 对东亚新兴企业债券市场制度移植问题进行了探索性研究

本书对东亚新兴企业债券市场制度移植的绩效问题进行了探索性研究。认为东亚部分新兴企业债券市场对成熟企业债券市场制度的移植取得了一定的成效,但是,由于制度移植不彻底、实施机制不完善、移植制度与非正式制度及制度环境的不适等原因,某些移植过来的制度实施效果远没有在成熟企业债券市场那么好。

5. 对影响新加坡、泰国、马来西亚和中国四个国家上市公司债务期限结构的公司特征因素和制度环境因素进行了实证研究

本书使用面板数据和横截面数据,采用混合最小二乘回归、横截面回归等技术对中国、泰国、马来西亚和新加坡上市公司债务期限结构宏观和微观影响因素进行了实证研究,验证了公司债务期限结构不仅与公司特征因素高度相关,而且也与国家制度和经济环境因素密切相关。研究还发现,不同公司特征因素在不同制度环境下对债务期限结构的影响力是不同的,在模型中加入国家制度环境因素,有助于更好地理解公司债务期限决策的宏观影响因素以及不同制度环境影响下的债务期限结构总体特征。总的来说,债务期限结构是公司特征因素和国家制度环境因素共同影响下的综合财务决策。发行债券融资是企业债务融资的组成部分,影响企业债务期限结构的因素很大程度上也是影响企业债券期限结构的因素。

本书是在笔者的博士论文《东亚新兴企业债券市场研究》的基础上修改完成的,旨在抛砖引玉,可供企业债券理论研究人员、市场从业人员以及相关政策制定者阅读和参考。由于作者水平有限,难免有不足之处,恳请读者批评指正。

目 录

1 导论 1

1.1 问题的提出 1

1.2 主要概念界定 3

1.2.1 企业债券和公司债券 3

1.2.2 企业债券与短期融资券 5

1.2.3 新兴市场 6

1.2.4 新兴企业债券市场与东亚新兴企业债券市场 7

1.3 国内外企业债券市场研究现状及述评 8

1.3.1 国外关于企业债券市场的研究现状 8

1.3.2 国内关于企业债券市场的研究现状 11

1.3.3 国内外研究现状述评 13

1.4 结构安排、研究方法与创新点 14

1.4.1 结构安排及主要内容 14

1.4.2 研究方法 16

1.4.3 主要创新点 18

2 企业债券市场的新制度经济学理论分析框架 20

2.1 制度与制度变迁理论 20

2.1.1 对于制度的理解 20

2.1.2 制度变迁理论 24

2.2 资本市场效率理论与市场微观结构理论 27

2.2.1 资本市场效率理论 27

2.2.2 市场微观结构理论 30

2.3 资本结构理论 34

2.3.1 早期资本结构理论 34

2.3.2 现代资本结构理论 35

- 2.3.3 新资本结构理论 37
- 2.4 东亚新兴企业债券市场新制度经济学理论分析框架 39
- 2.4.1 金融制度与企业债券市场发展 40
- 2.4.2 东亚新兴企业债券市场研究的理论框架 42
- 3 东亚新兴企业债券市场制度环境研究 46
- 3.1 东亚新兴企业债券市场发展概况 46
- 3.2 正式制度对东亚新兴企业债券市场的影响 49
- 3.2.1 金融法律制度对东亚新兴企业债券市场的影响 49
- 3.2.2 融资制度对东亚新兴企业债券市场的影响 56
- 3.3 非正式制度对东亚新兴企业债券市场的影响 64
- 3.3.1 儒家文化对企业债券市场的影响 65
- 3.3.2 储蓄偏好对企业债券市场的影响 67
- 3.4 制度移植与东亚新兴企业债券市场的发展 69
- 3.4.1 东亚新兴企业债券市场的制度移植 69
- 3.4.2 制度移植绩效及原因分析 71
- 3.5 东亚新兴企业债券市场制度环境经验和教训总结 74
- 4 东亚新兴企业债券市场微观结构研究 77
- 4.1 企业债券市场结构效率 77
- 4.1.1 企业债券市场结构 77
- 4.1.2 企业债券市场结构效率及研究目的 78
- 4.2 东亚新兴企业债券市场债券结构效率分析 79
- 4.2.1 企业债券品种结构效率 79
- 4.2.2 企业债券期限结构 82
- 4.3 东亚新兴企业债券市场主体结构效率分析 89
- 4.3.1 发行者结构 90

4.3.2	投资者结构	93
4.3.3	中介机构分析	96
4.4	东亚新兴企业债券市场组织结构效率分析	98
4.4.1	一级市场和二级市场	98
4.4.2	市场基础设施	103
4.5	东亚新兴企业债券市场微观结构的经验和教训总结	106
5	东亚新兴企业债券市场之企业微观角度研究	109
5.1	企业融资方式选择与东亚新兴企业债券市场	109
5.1.1	影响企业融资方式选择的主要因素	109
5.1.2	东亚新兴市场经济体企业融资方式选择	111
5.1.3	东亚企业融资结构与东亚新兴企业债券市场发展	113
5.2	企业治理与东亚新兴企业债券市场	116
5.2.1	东亚家族主导型公司治理模式	116
5.2.2	家族主导型公司治理模式对企业融资模式和企业债券市场发展的影响	123
5.3	东亚新兴企业债券市场企业微观研究总结	125
6	中国企业债券市场发展建议	128
6.1	进一步优化中国企业债券市场的制度环境	128
6.1.1	中国企业债券市场的发展历程	128
6.1.2	中国企业债券市场制度缺陷分析	130
6.1.3	健全中国企业债券市场管理制度的建议	134
6.2	进一步完善中国企业债券市场微观结构	138
6.2.1	中国企业债券市场微观结构现状分析	138
6.2.2	完善我国企业债券市场微观结构的对策建议	143
6.3	进一步促进企业发展,塑造良好的市场主体	146

- 6.3.1 制约中国企业债券市场发展的企业因素 146 曹寅 146
6.3.2 加强中国企业债券市场发债主体建设的对策 149 曹寅 149

参考文献 153

后记 162

1
导论

1.1 问题的提出

新兴资本市场近年来一直是国际资本市场发展的热点,而新兴资本市场的协调发展离不开新兴企业债券市场的健康发展。本书主要从宏观制度环境、市场微观结构以及企业微观三个层面深入研究东亚新兴企业债券市场,探寻东亚新兴企业债券市场发展的经验和教训,最后在此基础上从制度建设、市场微观和企业微观三个维度提出了发展中国企业债券市场的对策建议。之所以以此为选题,主要是基于以下四个方面的考虑:

第一,东亚新兴企业债券市场具有较大的研究价值。一方面,东亚新兴企业债券市场可以说是世界新兴企业债券市场的典型代表,值得研究。东亚新兴企业债券市场在东南亚金融危机以后获得了一次快速发展的机遇。东南亚金融危机的爆发,使各国深刻认识到发展债券市场对降低宏观金融风险 and 防范金融危机的重要意义。因此,东南亚金融危机后许多国家和地区政府都采取了各种措施促进本国企业债券市场的进一步发展,以减少企业投资对银行贷款的过度依赖,转移并分散风险。东亚新兴企业债券市场因此有了长足的发展和进步,在新兴企业债券市场中走在了前面,但同时也存在一些问题,东亚新兴企业债券市场正处于由不成熟企业债券市场向成熟企业债券市场发展过程中的中间阶段,因此值得关注和研究。

另一方面,中国和其他东亚新兴经济体有诸多共同点,研究其企业债券市场发展的经验和教训对我国有较强的借鉴意义和指导价值。中国企业债券市场也是一个新兴的企业债券市场,既有自己特殊的发展规律和特征,同时和其他东亚新兴企业债券市场又有诸多相似的发展环境和共同特征,如有相似的社会文化背景、经济发展轨迹和金融体系构成,企业债券市场所处的发展阶段也比较接近。此外,目前的中国企业债券市场与1997年金融危机前的韩国企业债券市场也有许多相似之处,比如:过多的政府干预,以担保企业债券为主,而

且都是银行主导型的金融体系;以银行信贷为主的间接融资占据主导地位,直接融资比例很低,尤其是企业债券融资的比例相当低。但是,1997年金融危机后,通过一系列整治措施,韩国的企业债券市场已经有了重大的变化,目前,韩国的企业债券市场规模在亚洲已位居第二,并且成为全球第五大企业债券市场。鉴于东亚新兴市场经济体与我国存在的诸多共同点,对东亚新兴企业债券市场进行深入研究可以为我国企业债券市场的发展提供可借鉴的经验和教训,具有较强的参照意义和借鉴价值。

第二,目前对成熟企业债券市场的研究较多,对新兴企业债券市场的关注不够。

在经济全球化的大背景下,人们往往习惯于观察和研究发达国家和成熟市场,而对发展中国家特别是新兴市场经济体研究不多。对于企业债券市场的研究也不例外。理论界更多地把目光投向了对美国等成熟企业债券市场的研究,对新兴企业债券市场的关注较少,对东亚新兴企业债券市场的关注则更少。

在实践中,发展中国家在建设企业债券市场时大多借鉴发达国家成熟企业债券市场的发展经验,甚至直接移植其制度安排以降低制度创新成本。东亚部分新兴企业债券市场在建设初期就较多地移植了成熟企业债券市场运行的制度安排,这些移植的制度安排一方面促进了其企业债券市场的发展,但同时也出现了一些问题。事实上,发展中国家与发达国家在社会文化背景、政治经济环境、市场基础设施等方面存在较大差异,在发达市场运行得好的制度安排,未必完全适合发展中国家的市场。而发展中国家的企业债券市场却有相似的发展环境和运行轨迹,这些先行一步的新兴企业债券市场的经验和教训无疑对发展中国家的企业债券市场具有更直接和贴切的借鉴和指导价值。从这个意义上说,新兴企业债券市场,特别是东亚新兴企业债券市场值得关注。

第三,新制度经济学的引入为研究东亚新兴企业债券市场提供了良好的理论工具和思维范式。

新制度经济学关注经济运行过程中的制度背景,将制度分析范式引入经济学研究领域,这无疑是经济学方法论上的一个重大发展。根据新制度经济学的观点,企业债券市场也属于制度的范畴,是一系列有关企业债券发行、流通交易、信息披露、信用评级等的规则制度的集合体。制度是市场主体的行为规则,其基本功能在于约束追求利益或效用最大化的个人行为。因此,一国企业债券市场的健康发展离不开制度建设和创新。新制度经济学中与企业债券市场发展相关的制度和制度变迁等理论为我们研究东亚新兴企业债券市场提供了良好的理论工具和思维范式,有助于深入研究包括中国在内的东亚新兴企业债券市场的发展特点、规律、存在的主要问题以及有效的对策。

第四,中国投融资体制和资本市场发展不均衡问题日益突出,企业债券市

场亟待加快发展。

目前中国企业外源融资以间接融资为主,企业对银行贷款资金的高度依赖使融资风险过度集中于商业银行。在直接融资中,又偏好股权融资,企业债券融资规模仅为股票市场融资规模的十几分之一。我国企业债券市场发展大大滞后于股票市场的发展,企业债券市场已成为中国资本市场的“短板”^①,这种结构性缺陷严重制约着我国资本市场的进一步发展。成熟的企业债券市场是资本市场的稳定器,能有效地分散和释放融资风险,优化资源配置,促进金融深化,提高资本市场的深度和广度。目前,我国股票市场一些深层次矛盾一时还难以有效克服,积极发展企业债券市场不仅有利于拓宽企业的融资渠道,同时还能对股票市场起到稳定、缓冲和吸纳的作用,减少股市的大起大落,降低我国金融体系的风险。因此,稳步推进企业债券市场的发展变得非常迫切,进行制度创新,积极发展企业债券融资已是大势所趋。无论是从实践还是从理论的角度,都需要更多地去关注和研究企业债券市场的发展问题,使我国的企业债券市场尽早步入健康和持续发展的轨道。

基于以上几方面的考虑,本书选取东亚新兴企业债券市场为研究对象,分别从宏观制度环境、市场微观结构以及企业微观三个层面对东亚新兴企业债券市场进行深入研究,探寻其发展的经验和教训,并在此基础上深入剖析中国企业债券市场,提出发展中国企业债券市场的制度安排和对策建议。因此,本书的研究具有理论和现实意义。

1.2 主要概念界定

1.2.1 企业债券和公司债券

《企业债券管理条例》^②第五条规定:“本条例所称企业债券,是指企业依照法定程序发行、约定在一定期限内还本付息的有价证券。”第二条规定:“本条例适用于中华人民共和国境内具有法人资格的企业(以下简称企业)在境内发行的债券。但是,金融债券和外币债券除外。除前款规定的企业外,任何单位和个人不得发行企业债券。”

① 短板理论:一只木桶能装多少水,并不取决于最长的那块木板,而是取决于最短的那块木板。加长短板,就能明显提高木桶的容水量。

② 现行的《企业债券管理条例》于1993年8月由国务院发布施行。从1999年开始,国务院就委托国家有关部门修订1993年8月发布的《企业债券管理条例》,几年来已经数易其稿。《企业债券管理条例》的修订已列入国务院2006年重点项目。

与企业债券很接近的一个概念是公司债券。《中华人民共和国公司法》^①（以下简称《公司法》）第二条规定：“本法所称公司是指依照本法在中国境内设立的有限责任公司和股份有限公司。”《公司法》第一百五十四条对公司债券是这样定义的：“本法所称公司债券，是指公司依照法定程序发行、约定在一定期限还本付息的有价证券。公司发行公司债券应当符合《中华人民共和国证券法》规定的发行条件。”

由此可见，企业债券和公司债券之间存在密切联系。在我国目前的债券市场上，除了发债主体的法律地位有企业和公司之分外，对企业债券和公司债券的描述是一样的，其本身的理论特征和内涵应该也是一致的。但区分企业债券和公司债券，首先必须考证企业和公司的关系。企业是以营利为目的、独立从事社会经营活动的经济组织，公司则是企业的组织形式之一，因此，企业的范畴要远大于公司。正像企业包含公司一样，企业债券概念比公司债券概念的外延要大得多，企业债券涵盖公司债券，公司债券只是企业债券的一种特定形式。

在美国等西方国家只有公司债券，而没有与我国的企业债券完全相对应的债券品种。因为在这些国家，一般只有公司制的企业才能发行债券。而在我国，企业法人分为公司制企业法定代表人和非公司制企业法定代表人。《企业债券管理条例》1993年颁布实施时，《公司法》尚未颁布实施，企业法人大都以非公司制形式存在。为了缓解一些基础性行业及大中型国有企业资金紧张局面，公司制企业法定代表人和非公司制企业法定代表人都可以发行债券筹集资金。因此，目前我国企业债券的发行人分为公司制企业法定代表人和非公司制企业法定代表人。其中只有公司制企业法定代表人发行的债券才可以称为公司债券。《公司法》1994年颁布实施以后，大多数企业都按照《公司法》要求注册登记为公司法定代表人，或者进行公司制改造，但也有一些非公司制企业法定代表人在工商部门注册登记，还有一些国有企业没有进行公司制改造。今后一段时期内，中国还会有一些非公司制企业法定代表人存在，其中有很大一部分属于国家重点支持、在行业中有重要地位的国有大中型企业，这些企业发行债券往往能够获得政府支持。因此，企业债券这个概念还将在很长一段时期内存在。

由于企业债券与公司债券在本质上是同一类债券，因此，大多数学者对这两者都不进行硬性区分。本书也不对企业债券和公司债券作严格区分，将企业发行的债券统一称为企业债券，由于公司债券是企业债券中的一个特定部分，因此，本书统一使用“企业债券”这个概念。在研究国外公司债券时也统一用

^① 下文提到的是1994年公司法。《中华人民共和国公司法》由中华人民共和国第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议于2005年10月27日修订通过，自2006年1月1日起施行。

“企业债券”这个广义概念。

1.2.2 企业债券与短期融资券

根据中国人民银行2005年5月23日发布的《短期融资券管理办法》第三条规定:“本办法所称短期融资券(以下简称融资券),是指企业依照本办法规定的条件和程序在银行间债券市场发行和交易并约定在一定期限内还本付息的有价证券。”对比《企业债券管理条例》中企业债券的定义,我们不难看出,企业债券和短期融资券都是企业“约定在一定期限内还本付息的有价证券”,但短期融资券不是企业债券。我们不妨从以下几个主要方面来看两者的区别:

(1)法规依据不同。发行企业债券依据的是《中华人民共和国证券法》和1993年国务院发布的《企业债券管理条例》。发行短期融资券依据的是中国人民银行发布的《企业短期融资券管理办法》。

(2)发行主体具备的条件不同。企业发行企业债券必须符合下列条件:①企业规模达到国家规定的要求;②企业财务会计制度符合国家规定;③具有偿债能力;④企业经济效益良好,发行企业债券前连续三年盈利;⑤所筹资金用途符合国家产业政策。企业申请发行融资券应当符合下列条件:①是在中华人民共和国境内依法设立的企业法人;②具有稳定的偿债资金来源,最近一个会计年度盈利;③流动性良好,具有较强的到期偿债能力;④发行融资券募集的资金用于本企业生产经营;⑤近三年没有违法和重大违规行为;⑥近三年发行的融资券没有延迟支付本息的情形;⑦具有健全的内部管理体系和募集资金的使用偿付管理制度;⑧中国人民银行规定的其他条件。可以看出,相比之下,短期融资券的发行门槛较低。

(3)筹资规模不同。企业债券筹资规模要受到国家年度企业债券发行规模的限制。短期融资券实行的是余额管理,待偿还融资券余额不超过企业净资产的40%即可。因此,可以这样理解,发行短期融资券不受企业累计债券总额的影响。

(4)发行及交易场所不同。企业债券面向全社会公开发行人,既可以选择在证券交易所债券市场上市交易,也可以选择银行间债券市场上市交易。短期融资券对银行间债券市场的机构投资者发行,只在银行间债券市场交易。融资券不对社会公众发行。

(5)审批程序不同。企业债券审批程序较为复杂,实行严格的审批制。由国家发展和改革委员会负责规模审批和发行审批,并由中国人民银行(分管利率)和国家证券业监督管理委员会(分管上市交易)汇签后,上报国务院最后批准。短期融资券发行实行备案制,审批程序则相对简单。中国人民银行自受理符合要求的备案材料之日起20个工作日内,根据规定的条件和程序向企业下

达备案通知书,并核定该企业发行融资券的最高余额。

(6)信息披露要求不同。企业债券信息披露制度还不完善,目前还没有专门的信息披露规范,一般只需要披露年报即可。而短期融资券信息披露要求非常严格,中国人民银行在发布《短期融资券管理办法》的同时,就发布了《短期融资券信息披露规程》,专门对短期融资券的信息披露进行了详细的规范。

(7)期限不同。融资券的期限最长不超过365天。企业债券则没有这一强制性规定,实际操作中发行企业债券的期限很少有小于一年的。从国际上看,企业债券或公司债券的期限都在一年以上。

从以上的分析可以看出,短期融资券和企业债券存在较大的差别,短期融资券实质上是一种类似于商业票据的无担保短期融资工具,它与票据最大的不同在于其信息披露较为充分、透明度较高,以及在市场上公开交易,流动性较好。因此,我们可以得出短期融资券不是企业债券。短期融资券不在本书的研究范围之内。

1.2.3 新兴市场^①

“新兴市场”是新兴市场国家和地区或新兴市场经济体的简称。“新兴市场”的概念是随着美国商务部1994年提出的“新兴大市场”^②概念而产生的。新兴市场所包含的国家和地区比新兴大市场包含的范围更广。由于新兴市场的提法是近几年才出现的,目前对新兴市场的规范定义尚在讨论中。许多西方学者就“新兴市场是什么”这个问题发表了自己的看法。美国学者约翰·特雷恩认为,新兴市场是指那些正在迎头赶上的国家。美国哈佛商学院管理专家戴维·J.阿诺尔德教授及英国伦敦商学院约翰·A.奎尔齐教授认为,一个国家的经济状况可以从以下三方面进行描述:①绝对的经济发展水平,可以用人均国内生产总值(GDP)这一指标来反映。②相对的经济发展速度,通常用国内生产总值增长率指标来反映。③市场管理体制,尤其是市场体制的自由度及稳定性。他们还着重强调了市场的长期潜力性,并在此基础上对新兴市场作了一般的概括,认为新兴市场应包含以上三方面的内容。哈佛商学院的另外两名专家塔鲁康那教授和克理什娜·帕来普教授则认为:评判一个国家是否属于新兴市场的一个最重要标准就是看这个国家是否能有效地帮助经销商和客户进入市场参与商业活动。这两位学者认为,新兴市场的市场法规的完善程度介于发展

① 李元旭,21世纪全球经济中的新兴市场,北京:经济管理出版社,2001:3-11。

② 1994年美国商务部经过深入研究认为:一个新世界正在崛起。将来,美国将与一类新的国家进行竞争,这类国家的核心成员有10个,即亚洲的中国经济区(包括中国香港和中国台湾)、印度、印度尼西亚、韩国、土耳其,拉美的墨西哥、巴西和阿根廷,欧洲的波兰,非洲的南非,他们称以上这些国家为“新兴大市场”。

中国家与发达国家之间,表现为新兴市场国家能制定出一些市场法规来鼓励经商活动,然而体制上的失效已足以使市场产生失灵现象,因此与发达国家有较大的差距。

尽管新兴市场的概念至今没有一个规范性的定义,但是人们对于新兴市场的基本特征却有了一个初步的认识,表现在以下几方面:

(1)新兴市场国家和地区的市场机制和经济法规虽然没有发达国家完善,但相对一般的发展中国家来说,却达到了相当高的程度。有了较完善的市场机制,就可以通过市场这只“看不见的手”对自然、人力和技术要素起配置作用,实现生产要素的优化组合。

(2)新兴市场的经济法规比一般发展中国家健全,但与发达市场经济国家相比仍有一定的差距。因此,新兴市场国家宏观调控经济的能力增强了,在一定程度上减少了外部效应、“搭便车”现象以及市场失灵。

(3)新兴市场的经济发展速度相对较高,市场潜力较大,能够提供很多“新兴”的发展机会。

(4)新兴市场已开始推行金融自由化的改革和经济体制改革,放松对利率、外汇和银行的管制,并对外开放。

我们认为,具备了以上特征的国家和地区才称得上是新兴市场。从范围上来看,新兴市场是由一些重要的发展中国家和地区、部分转轨国家和个别准发达国家和地区组成。总之,新兴市场经济发展速度较快,市场体制逐步走向完善,市场发展潜力大,是世界经济的主要增长点。

1.2.4 新兴企业债券市场与东亚新兴企业债券市场

根据 IFC(1997)的定义,新兴证券市场是指在发展中国家和地区有潜力走向发达的任何证券市场。新兴市场经济体包括一些重要的发展中国家和地区、部分转轨国家和个别准发达国家和地区,这些国家和地区的企业债券市场发展速度较快,市场潜力巨大。因此,本书将新兴市场经济国家或地区的企业债券市场称为新兴企业债券市场,它既可以指某一个新兴市场经济体的本地企业债券市场,也可以指某一区域范围内的多个新兴市场经济体的企业债券市场。新兴企业债券市场与成熟企业债券市场有较大的差距,但又不同于一般发展中国家和地区的不成熟企业债券市场。根据新兴市场经济体的区位,新兴企业债券市场可分为东亚新兴企业债券市场、拉美新兴企业债券市场和东欧新兴企业债券市场。

本书所研究的东亚新兴企业债券市场是指包括韩国、马来西亚、印度尼西亚、新加坡、中国内地、中国香港、中国台湾、泰国和菲律宾在内的东亚九个新兴市场经济体的以本币计值的(或区内)企业债券市场。从整体发展水平来看,东

亚新兴企业债券市场在新兴企业债券市场中相对走在了前面,可以说是世界新兴企业债券市场的典型代表。

1.3 国内外企业债券市场研究现状及述评

企业债券从本质上讲是一种资金借贷的工具,和股票一样都是企业直接融资的工具。一个完整的资本市场应该包括均衡发展的股票市场和债券市场。企业债券市场作为资本市场的重要组成部分,是社会经济行为主体融通资金的重要场所,也是各国经济发展不可缺少的直接融资场所。长期以来,国内外学者对企业债券市场做了许多相关的研究,从现有的文献来看,国内外关于企业债券市场的研究呈现出不同的特点。

1.3.1 国外关于企业债券市场的研究现状

1.3.1.1 国外关于发达国家企业债券市场的研究

国外对企业债券市场理论的研究主要集中在发达国家。西方发达国家企业债券市场十分发达,企业融资主要依赖债券市场而不是股票市场,企业债券市场已成为国外企业直接融资的主要渠道之一。其中,美国的企业债券市场是世界上规模最大也是最成熟的国内企业债券市场。因此,美国对企业债券市场的研究文献也最丰富。

国外企业债券市场发展初期,有关企业债券市场的理论研究主要集中在企业资本结构的讨论。资本结构理论是以实现企业价值最大化或股东财富最大化为目标,研究企业资本结构中债务资本和权益资本的比例变化对企业价值的影响,以及是否存在最优资本结构问题的理论。^①西方资本结构的研究始于20世纪50年代,最早是由美国的大卫·杜兰特于1952年在其论文《企业债务和股东权益成本:趋势和计量问题》中系统地总结和归纳提出的资本结构的三种见解,即净收益理论、净经营收益理论和传统折衷理论。早期的资本结构理论并不成体系,而且多为主观推断,因此在理论界没有得到广泛的认可。现代资本结构研究的起点是MM理论,由美国经济学家莫迪利亚尼和米勒于1958年发表的《资本成本、公司财务与投资理论》论文中提出的。他们通过设定没有税收、没有破产成本、市场完善等一系列严格的假设条件,得出公司价值与其资本结构无关的结论。这一结论显然与现实不符。MM理论出现后,许多学者对它进行批评和修正。20世纪60年代和70年代,通过放松没有税收、没有破产成

^① 陈健,陈收. 资本机构理论的发展. 金融经济,2006(2):80.

本的假设,分别产生了米勒模型和平衡理论。自20世纪60年代理论界有关“公司市场价值是否与资本结构有关”的大论战之后,鉴于MM理论在学术界的主流地位逐步确立,不少学者开始避开MM理论争论的焦点,不再直接争论资本结构是否影响公司价值。同时,由于产权理论、不对称信息理论在20世纪70年代的出现和发展,所有权、控制权、委托、代理、激励、信号等概念也融入了资本结构理论,为研究资本结构问题拓展了思路,提供了新的分析工具。^①至今资本结构理论已经走过了六十多年的历程,形成了众多的流派和观点,已经形成了一套比较完善的理论体系。

随着发达国家企业债券市场的成熟和完善,加之各种市场数据和经济统计数据长期历史积累,为西方经济学者运用计量经济学的分析方法对企业债券市场的相关定量分析提供了必要的前提和数据支持,发达国家关于企业债券市场的理论研究则集中于包括企业债券在内的信用风险债券的估价和实证检验,以及从定量角度展开对企业债券投资价值及盈利方式等企业债券市场交易层面的研究。

信用风险债券的估价模型大致可以分成三类,即结构化模型、简化模型和混合模型。在Black, Scholes (1973), Merton (1974) (BSM模型)的开创性文献中,他们运用期权理论建立了违约风险定价模型,给违约债券定价。BSM模型的主要观点是公司资产价值与其负债之间的关系,公司股权价值可以看作是执行价格为公司债务账面价值的公司总资产的看涨期权,假定利率为固定常数,违约只发生在债务到期日,利用期权定价理论,得到违约债券价格的封闭解。^②之后,Black and Cox (1976), Geske (1977), Geske and Jonson (1984), Ho and Singer (1982, 1984), Chance (1990), Shimko, Tejima and Deventer (1993), Leland (1994), Longstaff and Schwartz (1995)等对BSM模型做了进一步的扩展,放宽了一些不合理的假设,使模型更能贴近于现实。然而,现实中公司负债、破产清算的过程非常复杂,结构化模型始终存在一些无法克服的缺点与发展瓶颈,因而才有了基于强度的简化模型的快速发展。Jarrow and Turnbull (1995)首先将强度概念引入信用风险定价方法中。在简化模型中,违约不再是由企业资产价值决定的内生事件,而是被看作由强度决定的随机过程。简化模型进行信用风险评价时,直接利用市场价格或价差等信息研究瞬间违约概率。Jarrow and Turnbull (1995, 1997), Das and Tufano (1996), Duffie and Singleton (1999)等建立的模型属于简化模型。而混合模型则是一种把结构化模型和简化模型的特点结合起来的模型, Madan 和 Unal (1998)通过统计发现违约的概率为股权价格的减函

① 郭春丽. 西方资本结构理论演变及其启示. 山西财经大学学报, 2005(3): 6.

② 吴恒煜, 陈金贤. 违约风险定价理论比较分析. 财经研究, 2005(2): 134.

数,建立了第一个违约风险定价的混合模型。之后,Madan 和 Unal(2000)将结构模型和强度模型有机结合起来,把违约看成由触发事件引起的不可预期的损失,并且允许价值过程与随机利率相关,最终得到了违约风险债券价格的封闭解。但是,Madan 和 Unal(2000)的模型不可避免地具有结构化模型的不足,还需要进一步改进。

国外发达企业债券市场交易层面的研究主要集中在税收、流动性风险、信用风险等因素对企业债券利差影响的实证分析、企业债券信用风险评级技术,以及对企业债券市场上的各种现象的研究,例如,Chang 和 Pinegar(1986),Chang 和 Huang(1990),Fama 和 French(1993),Barnhill, Joutz 和 Maxwell(1997),William F. Maxwell(1998)等就对美国企业债券市场上的“一月效应”的表现、原因、影响因素等进行了定量研究和实证检验。

1.3.1.2 国外关于新兴企业债券市场的研究

新兴市场国家和地区的崛起是 21 世纪世界经济格局最重要的变化之一。但是由于受到市场制度不健全的负面影响,新兴企业债券市场的发展与经济的快速增长表现并不一致。1994—1995 年墨西哥金融危机、2002 年阿根廷金融危机、1997 年东南亚金融危机,使越来越多的新兴国家和地区认识到对银行信贷过度依赖的投融资体系是十分脆弱的,发展企业债券市场不仅可以缓解银行系统固有的期限不匹配缺陷,而且可以降低宏观金融风险,防范金融危机。因此,许多新兴国家和地区的政府纷纷采取各种措施推动企业债券市场的发展。近几年来,部分新兴企业债券市场得到了长足的发展,引起了学术界的关注。

国外专门研究新兴企业债券市场的文献并不多见,一般是在研究新兴债券市场的报告或论文中或多或少地提及对应的新兴企业债券市场的发展情况及存在的问题。从国外看,最早提出“新兴债券市场”概念并对其进行初步分析的应该是 1995 年世界银行出版的《世界银行报告》。在这一文献中,Ismail Dalla 和 Deena Khatkhate 撰写了题为 *The Emerging Asian Bond Market* (《亚洲新兴债券市场》)的工作报告,这一报告主要介绍了亚洲八个新兴市场经济体,即中国内地、中国香港、韩国、新加坡、马来西亚、菲律宾、印度尼西亚和泰国的国内或区内债券市场概况,主要包括市场规模、投资者、一级市场、二级市场和市场基础设施等。^①此后,国际证券委员会组织新兴市场委员会 2002 年的一份报告 *The Development of Corporate Bond Markets in Emerging Market Countries*,对主要新兴债券市场的发展情况进行了研究。此外,还有一些对个别新兴债券市场的研究成果。如世界银行 2004 年的一篇研究论文 *Study on Korea's Corporate Bond Market and its Implications on China's Bond Market Development*。回顾了韩国债券

① 吴腾华. 新兴债券市场发展问题研究. 上海:华东师范大学,2005.