

学 术 文 库



中南财经政法大学学术文库

中国企业债券 市场深化论

ZHONGGUO QIYE ZHAIQUAN
SHICHANG SHENHUALUN

章 晟 著



中国财政经济出版社

ZHONGNAN CAIJING ZHENGFA DAXUE XUESHU WENKU



中华人民共和国财政部

中国企业债券 市场深化论

CHINA CORPORATE BOND MARKET
DEEPENING STUDY

傅 强 著

中国财政经济出版社

CHINA CORPORATE BOND MARKET DEEPENING STUDY

中南财经政法大学学术文库

中国企业债券市场 深化论

章晟 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国企业债券市场深化论/章晟著. —北京: 中国财政经济出版社, 2007.1

(中南财经政法大学学术文库)

ISBN 978-7-5005-9601-1

I. 中… II. 章… 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 (2006) 第 160113 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京中兴印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 9.625 印张 233 000 字

2007 年 3 月第 1 版 2007 年 3 月北京第 1 次印刷

定价: 24.00 元

ISBN 978-7-5005-9601-1/F·8337

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

总 序

一个没有思想活动和缺乏学术氛围的大学校园，哪怕它在物质上再美丽、再现代，在精神上也是荒凉、冷清和贫瘠的。欧洲历史上最早的大学就是源于学术。大学与学术的关联不仅体现在字面上，更重要的是，思想与学术可谓大学的生命力与活力之源。

我校是一所学术气氛浓郁的财经政法高等学府。范文澜、嵇文甫、潘梓年、马哲民等一代学术宗师播撒的学术火种，五十多年来一代代薪火相传。因此，在世纪之交，在合并组建新校而揭开学校发展新历史篇章的时候，学校确立“学术兴校，科研强校”的发展战略。这不仅是对学校五十多年学术文化与学术传统的历史性传承，而且将成为谱写新世纪学校发展新篇章的战略性手笔。

“学术兴校，科研强校”的“兴”与“强”，是奋斗目标，更是奋斗过程。我们是目

的论与过程论的统一论者。我们将对宏伟目标的追求过程寓于脚踏实地的奋斗过程之中。由学校斥资资助出版《中南财经政法大学学术文库》，就是学校采取的具体举措之一。

本文库的指导思想或学术旨趣，首先在于推出学术精品。通过资助出版学术精品，形成精品学术成果的园地，培育精品意识和精品氛围，提高学术成果的质量和水平，为繁荣国家财经、政法、管理以及人文科学研究，解决党和国家面临的重大经济、社会问题，做出我校应有的贡献。其次，培养学术队伍，特别是通过对一批处在“成长期”的中青年学术骨干的成果予以资助推出，促进学术梯队的建设，提高学术队伍的实力与水平。第三，培育学术特色。通过资助在学术思想、学术方法以及学术见解等方面有独到和创新之处的成果，培育科研特色，力争通过努力，形成有我校特色的学术流派与学术思想体系。因此，本文库重点面向中青年，重点面向精品，重点面向原创性学术专著。

春华秋实。让我们共同来精心耕种文库这块学术园地，让学术果实挂满枝头，让思想之花满园飘香。



2001年11月28日

Preface

A university campus, if it holds no intellectual activity or possesses no academic atmosphere. No matter how physically beautiful or modern it is in, would be desolate and barren in spirit. In fact, the earliest European universities in history were originated from academic learning. The relationship between a university and the academic learning is not simply incarnated literally, more importantly, ideas and learning constitute the sources of the energy and vitality of all universities.

Zhongnan University of Economics and Law is an institution of higher learning enjoying full – embodied academic atmosphere. With the academic germs seeded by such great masters as Fanwenlan, Jiwenfu, Panzinian and Mazhemmin, generations of scholars and students in this university have been sharing the favorable

academic atmosphere and making their own contributions to it as well during the past fifty – five years. As a result, at the beginning of the new century and a time when a new historical developing page is turned over with the combination of Zhongnan University of Finance and Economics and Zhongnan University of Politics and Law, the newly established university has set its developing strategy as “Prospering the University with academic learning. Strengthening the University with scientific research”, which is not only a historical inheriting of more than fifty years of academic culture and tradition, but also a strategic decision which is to lift our university onto a new developing stage in the 21st century.

Prospering and Strengthening the university is our ultimate goal; it is, however, in greater sense our struggling process. We tend to make a unification of the destination and the process by embodying the pursuing process of our grand goal in the down – to – earth struggling process. *Academic Library of Zhongnan University of Economics and Law*, published under the financial aid from the university, is one of our specific measures.

The guideline or academic purport of this *Library* lies first at promoting the publishing of elaborate academic works by funding them, thus an academic garden with high – quality fruits can come into being. We should also endeavor to foster the consciousness and atmosphere of elaborate works and improve the quality and level of our academic productions, so as to make our due contributions in prospering national scientific research in such fields as finance and economics, politics and law and humanities, as well as in working out solutions for major economic and social problems facing our

country and the Chinese Communist Party. Secondly, our aim is to cultivate academic groups, especially through funding the publishing of works of middle – aged and young academic backbone, to boost the construction of academic echelon and elevate the strength and level of our academic groups. Thirdly, we aim at fostering the academic characteristic of our university. By funding those academic fruits which have some original or innovative points in their academic ideas, methods and views, we expect to engender our own characteristic in scientific research. Our final goal is to form an academic school and an academic idea system of our university through our efforts. Thus, this *Library* emphasizes particularly on middle – aged and young people, on elaborate works and on original academic monographs.

Spring flowers and autumn fruits. Let us join in hand to cultivate this academic garden and make it be opulent with academic fruits and intellectual flowers.

Wuhandong

A stylized, handwritten signature in black ink, likely belonging to Wuhandong, the author of the preface.

摘 要

一、研究目的与分析框架

2004 年初,《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》明确提出:“在严格控制风险的基础上,鼓励符合条件的企业通过发行公司债券筹集资金,改变债券融资发展相对滞后的状况,丰富债券市场品种,促进资本市场协调发展。”本书选题“中国企业债券市场深化论”正是在这一背景下产生的。

如何大力发展中国企业债券市场?目前国内学者大多选择某一角度、某一方面来研究,缺乏对中国企业债券市场全面解剖与筹划。发展企业债券市场是一个系统工程,需要整体谋划,协调运作。从这个意义上讲,研究中国企业债券市场的发展,从基本理论到解析中国企业债券市场的滞后原因,借鉴国外企业债券市

场的发展经验，并提出解决问题的方法，对于完善中国资本市场的发展、促进宏观金融与经济的稳定与发展、增进微观企业的活力具有重大的理论与现实意义。

本书以“中国企业债券市场”为研究对象，运用金融深化理论、金融市场理论及金融创新理论，深入分析企业债券市场深化的微观基础和宏观经济绩效，结合国际经验，探讨了企业债券市场发展的一般路径，重点研究了中国企业债券市场发展的现状、问题与原因，并以此为基础，探索中国企业债券市场深化的目标、路径与策略。

本书运用金融深化理论构筑企业债券市场深化的分析框架，即企业债券市场深化是一个从管制、约束到自由化的过程。从表面上看，似乎只要政府放松管制，企业债券市场就会走向自由化。但问题并非那么简单，从深层次来看，企业债券市场深化的原因主要来自两个方面：一方面是来自于微观市场主体的投、融资需求。市场主体的需求越旺盛，企业债券市场深化的动力越强，自由化进程也就越快；另一方面，来自于金融稳定与经济发展的需要。企业债券市场深化既可以改善金融市场结构，又可以促进利率市场化，从而有利于金融稳定与经济发展，即企业债券市场越发达，企业债券市场的宏观金融与经济绩效就越显著。由此可见，企业债券市场深化的过程，实际上是政府基于市场需求而适时进行制度创新的过程。这一逻辑过程可以描述为：市场需求决定政府放松管制与制度创新，从而推动企业债券市场发展与创新，进而提高金融与经济绩效。

二、主要内容

第一章为导论。主要介绍本书选题、基本概念、文献回顾、逻辑框架与结构安排、研究方法和创新之处等五个方面。一是强

调企业债券市场发展是一个亟待破解的课题。二是从金融深化的定义出发,阐述了企业债券市场深化的基本内涵。三是对国内外相关文献综述,重点回顾了金融深化理论、金融市场理论和金融创新理论。四是介绍本书的逻辑分析框架和结构安排。五是说明本书的研究方法与创新之处。

第二章为企业债券市场深化的宏观分析。本章首先阐明了企业债券市场是金融深化的重要内容,通过回顾国内外学者关于金融市场或证券市场发展对宏观经济的贡献的相关成果,分析了企业债券市场深化对经济增长的作用机制;其次分析企业债券市场深化与金融稳定之间的关系;最后分析了企业债券市场与货币政策之间的关系。分析认为:(1)放松企业债券市场的管制,可促进利率市场化,进而促进经济发展;(2)企业债券市场深化将改善资本市场结构,有利于金融发展与金融稳定;(3)建立一个间接宏观金融调控体制,企业债券市场的深化是必要的。

第三章为企业债券市场深化的微观基础。本章首先从企业资本结构理论出发,探讨企业选择债券融资方式的动因。其次从投资组合理论出发,说明企业债券是机构投资者分散投资风险的重要投资品种;再次从企业债券供求双方出发,分析金融创新对企业债券市场发展的作用与影响。分析认为:(1)企业合理的资本结构应是股权融资与债权融资组合;(2)影响企业债券融资行为的主要因素应是直接与间接融资成本,具有规模经济的特征;(3)机构投资者的成长是企业债券市场深化的必要条件。(4)金融创新是企业债券市场深化的主要内容。

第四章为企业债券市场发展的国际经验。本章首先介绍了发达国家(美国、日本)企业债券市场的过程和特点,着重分析了美国住房抵押债券市场发展的过程;其次以东南亚金融危机的国家为对象,分析了企业债券市场发展落后的经验教训。分析认

为：(1) 放松管制应以制度建设为前提；(2) 政府支持应与金融创新相结合；(3) 企业过于依赖银行融资会导致金融系统风险。

第五章为中国企业债券市场深化的实证分析。本章首先描述了中国企业债券市场发展变迁的过程。其次以企业债券一、二级市场的构成要素为分析单元，全面阐述了企业债券市场的现状与特点。分析认为：(1) 在企业债券一级市场，发行主体单一，发行规模过小，发行定价机制及期限结构不合理；(2) 在企业债券二级市场上，交易方式与交易品种单一，市场规模小、流动性差。再次从宏观与微观两个方面进行了实证分析，实证结果表明：(1) 从企业融资成本的角度来看，股权融资具有明显的优势；(2) 从市场对企业融资方式的反响来看，融资信号传递作用显著，债券融资较股权融资受欢迎；(3) 从投资者的角度来看，股票投资的收益与风险不对称，不利于机构投资者的成长。最后从政府与市场两个角度剖析了企业债券市场发展严重滞后的原因，说明政府抑制、制度建设滞后与市场发育不健全是企业债券市场落后的主要原因。

第六章为企业债券市场深化的策略。本章分为五个部分：(1) 从当前信用基础薄弱，融资效率低下，金融风险高和间接宏观调控效果差的角度，说明了中国企业债券市场深化的必要性；(2) 从企业债券市场深化的外部环境及市场供求关系出发，分析了中国企业债券市场深化的内、外部条件，说明当前大力发展企业债券市场具有一定的可行性；(3) 明确中国企业债券市场深化的总体目标，并根据中国的实际情况，将总体目标分解为近期目标与远期目标，强调分步实施的重要性；(4) 结合中国国情，并借鉴西方国家企业债券市场发展的经验，确定中国企业债券市场深化的路径；(5) 针对当前中国企业债券市场深化过程中的困难与症结，提出一些具体的政策建议。

三、研究方法、基本结论与创新之处

本书采用的主要研究方法有：一是历史与现实逻辑相统一的研究方法。“以史为鉴，可以知兴衰”，这一逻辑可归纳为借鉴经验、吸取教训和与时俱进。借鉴国内外关于对企业债券融资和债券运作研究的理论成果，考察了西方国家尤其是美国企业债券发展的轨迹，吸取我国企业债券融资的教训，结合国际新动态和我国的实际情况，从而得出符合我国企业债券发展的目标和路径。二是规范分析和实证分析相结合的方法。规范分析主要研究判断经济行为“好”与“坏”的标准，并用这些标准去衡量、评价经济行为应该是怎样的。实证分析则只是对事实作客观描述，而不对行为结果作价值判断。本书运用规范分析与实证分析相结合的方法对企业债券融资进行较为全面的分析。三是采用定性分析和定量分析相结合的方法。经济问题的论证和分析一般建立在充分数据化的基础上。因此，定性研究和定量研究是经济学发展的内在要求。在本书中，对企业债券规模、收益率的影响因素及企业的融资偏好分析就是采用定性分析和定量分析相结合的方法。

本书的基本结论为：中国企业债券市场发展严重滞后；政府管制是中国企业债券落后的主要原因；有约束、有条件地自由化是中国企业债券市场深化总体原则；制度创新与技术创新是中国企业债券市场深化的保证。

本书的创新之处为：（1）在金融深化理论基础之上，立足中国企业债券市场抑制的现状，选择“中国企业债券市场深化”这一视角来立论，至少在国内难见相关文献；（2）系统地构建了企业债券市场深化的微观与宏观理论分析框架，突破就事论事的局限性，将企业债券市场的发展融入金融体系中考察；（3）突破企业债券市场发展的表层认识，将焦点集中于微观主体的特征与需

求，明确指出中国企业债券市场深化是一个有约束、有条件的自由化过程；(4) 从金融市场理论出发，明确指出当前中国上市公司应是公司债券理想的发行主体；(5) 厘清了对中国企业债券市场发展模糊不清的认识，明确了中国企业债券市场深化的目标与路径。

Abstract

I. Aims of study and framework of analysis

At the beginning of 2004, it points out clearly in the State Council's several suggestions on how to advance the reform, opening and steady development of the capital markets that, "Based on the strictly controlled risks, corporations conforming with conditions will be encouraged to raise funds through the issue of corporate bonds, so as to change the relatively backward development of the circulating funds of bonds, and enrich the varieties of bond markets, hence to promote the cooperative development of the capital markets." The thesis entitled "The Study of the Deepening of Chinese Corporate Bond Markets" is written under such a

background.

How to develop the Chinese Corporate Bond Markets efficiently? Nowadays most scholars at home would prefer to study the problem from a certain angle or aspect rather than an all-round explanation and planning. However, it is a systematic project to develop corporate bond markets, which needs an overall planning and cooperative operation. In this sense, studying the development of corporate bond markets, from basic theories to the analyses of the causes of the falling behind of Chinese corporate bond markets, referring the experiences of foreign corporate bond markets and giving solutions to the problems are of momentous theoretical and practical significance to perfect development of Chinese capital markets, stable development of macro finance and economy and vigorous development of micro corporations.

Taking Chinese corporate bond markets as the research object, with the use of financial deepening theories, financial market theories and innovative theories, the thesis analyses in detail the micro basis and macro economic achievement of the deepening of corporate bond markets, and discusses the common courses of the development of corporate bond markets referring to international experiences. It focuses on the study of the current situation, problems and their causes of the development of Chinese corporate bond markets. And based on it, it makes a further exploration of the aims, courses and solutions to the deepening of Chinese corporate bond markets.

By using financial deepening theories, the thesis constructs the analyzing framework of the deepening of corporate bond