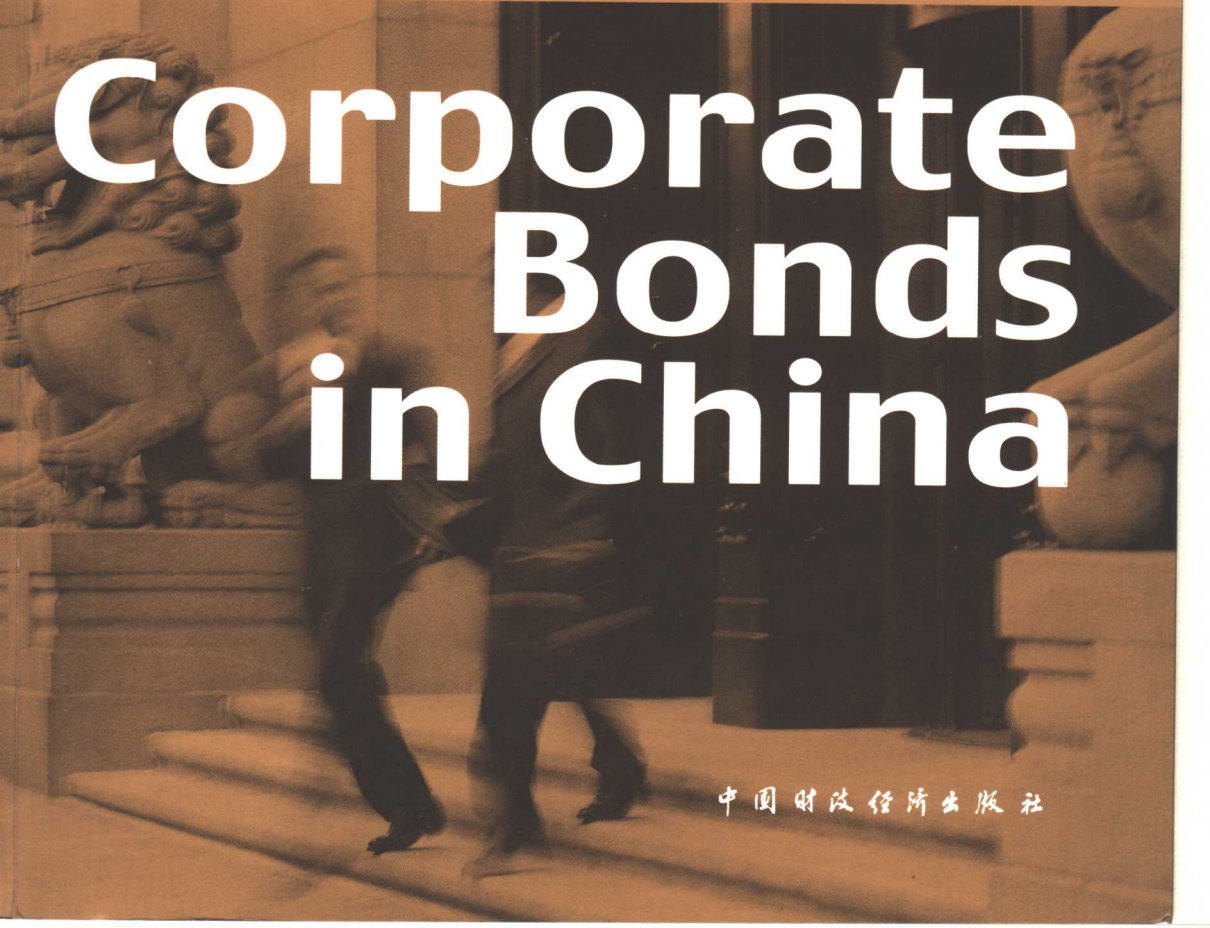




安义宽 著

中国公司债券

功能分析与市场发展



Corporate Bonds in China

中国财政经济出版社

Corporate Bonds in China

中国公司债券 功能分析与市场发展

安义宽 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国公司债券: 功能分析与市场发展 / 安义宽著. —北京: 中国财政经济出版社, 2006.6

ISBN 7-5005-9081-4

I. 中… II. 安… III. 公司-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 042846 号

中国财政经济出版社 出版

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

E-mail: cfeph@drc.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 21.5 印张 371 000 字

2006 年 6 月第 1 版 2006 年 6 月北京第 1 次印刷

定价: 58.00 元

ISBN 7-5005-9081-4/F · 7900

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

序一

《中国公司债券——功能分析与市场发展》是安义宽同志在博士学位论文基础上编写而成的,该书对我国公司债券(企业债券)的各项功能做了较为全面的论述,对如何建立我国多层次公司债券市场体系、如何完善公司债券市场管理进行了比较深入的分析,提出了一些具有一定前瞻性和操作性的建议。该书既是对我国公司债券市场十余年发展的历史见证、总结和理论反思,也是对进一步发展我国公司债券市场的有益探索。

安义宽同志从事公司债券市场管理工作多年,积累了一定的实践经验;他曾先后攻读数学和金融学专业,具有一定的数理分析能力和金融理论基础,这使本书在一定程度上体现了定性与定量、规范与实证、历史与现实的有机结合。

在西方发达资本市场国家,公司债券市场已有近200年发展历史,已成为资本市场最重要的组成部分。我国改革开放20多年来,公司债券市场走过了从无到有、从小到大的发展历程,不仅为财政货币政策的实施提供了市场化基础,也为企业生产经营和重点项目建设提供了一个重要的融资渠道,推动了公司债券发行主体治理结构的改善。

但是,必须看到,我国公司债券市场的发展还不能完全适应不断发展和日益开放的资本市场的需要。其原因之一在于对公司债券理论研究的相对滞后,对公司债券功能作用的认识比较单一,仅仅把公司债券作为企业或项目融资的手段,而没有认识到公司债券在整合金融系统、完善公司治理结构等方面的功能作用,影响了人们对公司债券市场价值判断和参与公司债券市场的行为方式,以及公司债券市场发展的政策导向和决策定位。

《中国公司债券——功能分析与市场发展》一书正是从这一基本点入手,努力探索涉及我国公司债券市场发展的一系列问题,试图澄清人们对公司债券功

能作用的一些不同认识。本书通过对公司债券的基本特征、产生与发展的深入研究,进而分析公司债券的各项功能,除对传统意义上的融资功能、投资功能、资本功能、资产功能进行比较系统的分析外,还进一步提出公司债券的利率功能、衍生功能、并购功能和信用功能,并对之进行理论阐述和实证分析。本书还探讨了建立和完善多层次的公司债券市场的总体设想,提出了发展我国公司债券市场应遵循的原则;通过对国际通行的公司债券市场管理模式的分析,提出应根据我国公司债券市场发展的现实水平和状况,进一步完善以法律法规为基础的公司债券市场管理体制,并强调了信用评级、信息披露的重要作用。

我希望安义宽同志的研究分析会使我国公司债券市场的参与者开卷受益,我亦希望有更多的公司债券研究专著问世。

我们共同期待着我国公司债券市场明天更美好,积极推进资本市场稳步健康发展,促进国民经济全面协调可持续发展!



2005 年 7 月

序二

随着我国改革开放的不断深入,资本市场发展迅速,企业债券市场也取得了一定的成就。一是为经济建设筹集了大量资金,在经济建设中发挥着越来越重要的作用;二是重点支持了能源、交通、重要原材料以及城市公用设施项目发行企业债券,有力地贯彻了国家产业政策,促进了经济增长方式的转变和重大产业结构的调整;三是改变了传统的企业资金供应单一格局,缓解了银行风险和资金压力,对金融安全发挥了积极作用;四是提高了企业的自我约束能力,促进了现代企业制度的建立;五是人们的投资意识和风险意识得到进一步增强;六是“开正门,堵邪门”,有利于金融秩序的稳定。

尤其是2000年以来,在各方面的共同努力下,我国企业债券市场得到了进一步发展,发行规模逐年扩大。同时,我们锐意进取,大胆改革,积极推进企业债券市场的规范化、市场化发展,高度重视企业债券的兑付工作,促进了企业债券市场规范有序发展。

但也应看到,我国企业债券市场是随着改革开放的进程逐步发展起来的,由于改革措施不配套和制度安排上的局限,企业债券市场发展还存在一些深层次问题,制约了企业债券功能的有效发挥。这些问题是发展中的问题,须在发展中逐步加以解决。

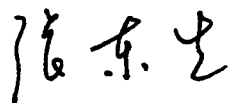
安义宽同志长期在企业债券市场管理一线工作,具有较丰富的实践经验,并不断对纷繁复杂的具体工作进行理性思考和理论提炼,特别是对企业债券市场的发展定位、多层次市场的建立、监管模式的选择等方面的政策进行了深入分析,提出的建议体现出较严密的逻辑性和较深刻的洞察力。安义宽同志的《中国公司债券:功能分析与市场发展》一书不仅对上述问题进行了系统的理论阐述,而且提出了诸多富有建设性的建议,具有一定的理论水准和实务操作性,不

管是对企业债券市场的从业者，还是对企业债券理论的研究人员，都具有一定的参考价值。

十余年来，我与安义宽同志共同从事我国企业债券市场的管理工作。在具体工作中，他深入思考，勇于实践，为我国企业债券市场的发展和规范做出了积极努力，也取得了一定成绩。对于中国企业债券市场而言，他既是一个冷静的思考者，也是一名热忱的建设者。

近年来，国务院明确提出要加快发展企业债券市场。目前，我国企业债券市场的发展应天时，占地利，更兼人和，让我们携起手来，共同促进我国企业债券市场的全面协调可持续发展。

国家发展和改革委员会财政金融司司长



2005年7月

内容摘要

改革开放 20 多年来，中国金融体制改革不断深入，资本市场快速发展，中国公司债券市场也走过了一个从无到有、从小到大的发展历程，已经成为中国金融市场体系不可或缺的组成部分。

但是，不管与国际资本市场相比，还是与国内股票市场、国债市场、金融债券市场相比，中国公司债券市场的发展显然是比较落后的，不能满足广大企业筹集资金和完善资本结构的需要，不能满足广大投资者投资品种选择的需要，不能满足金融体系风险管理和提高金融资产流动性的需要，不能满足金融市场体系对外开放的需要。

造成中国公司债券市场发展缓慢的根本原因之一，在于人们对公司债券市场缺乏系统的理性认识，尤其对公司债券基本功能的认识更加肤浅。人们把公司债券仅仅作为企业和建设项目的一种融资手段，没有认识到公司债券在整合金融系统、完善公司治理结构等方面的功能作用，其结果影响了人们对公司债券市场的价值判断和参与公司债券市场的行为方式。由于发行人偿债意识薄弱和投资者风险意识不强等原因，对政府部门的公司债券市场发展政策导向和决策定位产生了重要影响，目前还没有建立起市场化的公司债券退出机制，为了维护社会稳定，政府部门还必须对公司债券的总付承担一定的协调责任，从而在一定程度上影响了公司债券市场的发展进程。

为此，本书首先从理论和实务出发，重新规范了公司债券概念的内涵和外延，对公司债券与企业债券进行了概念分析，提出从理论内涵上讲公司债券与企业债券没有实质性区别，但在制度外延上企业债券又包括公司债券，接着在深入分析“公司债券”理论特征和制度特征，探讨公司债券起源、产生与发展的基础上，系统地阐述了公司债券具有的 8 项基本功能：融资功能、投资功能、

资本功能、资产功能、利率功能、衍生功能、并购功能和信用功能,对这8项基本功能进行了深入的理论分析,并对发展近20年的中国公司债券市场的功能发挥情况,进行了资料翔实的实证分析。

充分发挥公司债券各项功能作用,必须建立和完善多层次的公司债券市场。本书根据建立和完善社会主义市场经济体制的总体要求和公司债券市场发展现状,提出了中国发展公司债券市场的总体设想和政策定位:运用公司债券市场机制、推进金融系统整合、有效推进公司治理结构完善、推进公司债券市场基础建设、促进公司债券市场的整体效能发挥、保持公司债券市场与国民经济全面协调一致发展。

按照上述总体设想和政策定位,本书通过对中国公司债券市场历史沿革、发展状况以及存在问题进行实证分析,提出了中国发展公司债券市场的基本原则:市场化原则、法制化原则、规范化原则、立足国情与国际惯例逐步接轨相结合原则、适应性创新原则、循序渐进与可持续发展原则、贯彻经济政策与宏观经济协调发展原则;分别构筑了建立和完善多层次的公司债券发行市场和流通市场的体系架构;为解决当前中国公司债券发行市场存在的8大问题,提出了10项具体对策措施;针对当前中国公司债券流通市场发展缓慢的现实,提出了建立和完善中国公司债券流通市场的具体模式和实施步骤。

建立和完善中国公司债券市场体系,充分发挥公司债券各项功能,必须有一套完整的公司债券监管体系和监管制度来保证。本书从分析公司债券监管理论入手,确立了中国公司债券市场监管的基本目标:保护投资者合法权益,维护市场公平、公开、公正运行,充分降低系统性风险,促进国民经济健康发展;阐述了中国公司债券市场监管的5项基本原则:依法监管原则、“内控”与“外控”相结合原则、立足国情并与国际惯例接轨原则、稳健运行原则、监管成本最小化原则;通过借鉴国际资本市场中公司债券市场监管的一般做法,提出了中国公司债券市场的监管模式选择:政府机构集中监管、交易场所监管、自律监管和社会监督为一体的多层次监管体系;并进一步强调了信用评级、信息披露在公司债券市场监管体系中的作用,提出了完善信用评级体系、强化信息披露制度的对策措施。

关键词: 公司债券 功能 市场

ABSTRACT

In the past decades, China's financial system has experienced profound changes, where corporate bond market has made its debut by providing not only a market mechanism to implement fiscal and monetary policies, but also an alternative financing channel for state-owned enterprises (SOEs) and state infrastructure projects. The China corporate bond market provides an infrastructure for the soundness of SOEs' corporate governance, and also, has become a necessitating part of China financial market system.

Nevertheless, the market of corporate bonds is still, by far, less developed than those of stocks, treasury bonds and financial bonds in China. Much effort is desired to improve market liquidity, product variety, risk management and market opening-up for the benefit of bond issuers as well as investors in the country.

The growth lag of corporate bond market might mainly due to insufficient comprehension on corporate bonds' functions, where corporate bonds are generally perceived as a pure financing channel for corporate and project borrowings, with functions of consolidating financial system as well as supplementing corporate governance being often neglected. The value of the corporate bond market in China, indeed, has been under-estimated by the government as a policy maker as well as potential bond issuers and the investors as market participants.

The concept of corporate bonds will be examined in theory and in practice (product origination, development and enhancement) as well as to its eight primary functions, where corporate bonds may serve or facilitate the purposes of financing, investing for

capital gain, investing for interest, capitalization, and also, contributions to the benchmark system of interest rate, the instrumental derivatives of financial products, M&A, credit rating system. The development of China corporate bond market will be analyzed in depth, supported with cases studies, with reference to the above-mentioned functional categories.

Furthermore, an established market system is required for utilizing the various functions of corporate bonds. Integrating the socialism's economic system and the current status of the corporate bond market in the country, suggestions will be made for the overall positioning for the future development of China corporate bond market in the context of: utilization of the corporate bond market mechanism, promotion of financial sector consolidation, enhancement of corporate governance, improvement of market infrastructure for corporate bonds, enrichment of the functions of corporate bonds, and harmonized development of the corporate bond market and the overall economy of the country.

Following the above market positioning, principles of developing the corporate bond market in China will be suggested in relation to market-oriented principles, rule of law, industrial regulations, adaptative innovations within China situations and International standards, market advancement and sustainability, coordination between economic policy and macro-economic development, etc. Suggestions will also be made for the current development of China corporate bond market with specific plan and procedures.

Last but not the least, an exhaustive regulatory system is necessary in establishing and maintaining an efficient corporate bond market in China. Primary goals and principles of market regulation on corporate bonds will be first introduced followed by examples of existing practices of regulators in the international capital markets. A preferred mode of regulation will then be derived for China corporate bond market with emphasis on credit rating and information disclosures.

KEY WORDS: CHINA, CORPORATE BOND, FUNCTION, MARKET DEVELOPMENT

目录

内容摘要

第一章 导论 1

- 1.1 问题的提出 3
- 1.2 文献概述与理论创新 8
- 1.3 研究方法 17
- 1.4 假设前提和研究内容 21
 - 1.4.1 假设前提 21
 - 1.4.2 研究内容 23

第二章 公司债券特征、产生与发展 29

- 2.1 公司债券基本特征 31
 - 2.1.1 公司债券的理论特征 32
 - 2.1.2 公司债券的制度特征 37
- 2.2 公司债券的起源与发展 42
 - 2.2.1 公债的发展 42
 - 2.2.2 现代公司制度的形成 44
 - 2.2.3 社会信用交易规模的不断扩大 46
 - 2.2.4 资本关系产生与发展 48
- 2.3 公司债券产生与发展的基础 53
 - 2.3.1 公司债券产生与发展的产权基础 53
 - 2.3.2 公司债券产生与发展的信用基础 58
 - 2.3.3 公司债券产生与发展的制度基础 64

第三章 中国公司债券功能分析(一) 75

- 3.1 融资功能分析 77
 - 3.1.1 融资结构与市场价值 78
 - 3.1.2 融资结构与公司治理 85
 - 3.1.3 融资方式选择 87
 - 3.1.4 实证分析 94
- 3.2 投资功能分析 100
 - 3.2.1 储蓄——投资转化理论 101
 - 3.2.2 公司债券与储蓄——投资转化机制 104
 - 3.2.3 公司债券与资本市场结构 107
 - 3.2.4 实证分析 109
- 3.3 资本功能分析 113
 - 3.3.1 资本工具 113
 - 3.3.2 规避风险与次级资本 114
 - 3.3.3 引申到工商企业 119
 - 3.3.4 实证分析 121
- 3.4 资产功能分析 126
 - 3.4.1 资产形式 127
 - 3.4.2 投资者的资产 129
 - 3.4.3 发行人的资产 129
 - 3.4.4 流动性与资产证券化 134
 - 3.4.5 实证分析 136

第四章 中国公司债券功能分析(二) 143

- 4.1 利率功能分析 145
 - 4.1.1 利率决定 146
 - 4.1.2 公司债券与金融市场利率体系 148

- 4.1.3 公司债券与利率市场化 151
- 4.1.4 公司债券与资本资产定价 153
- 4.1.5 实证分析 158
- 4.2 衍生功能分析 161
 - 4.2.1 交易性衍生 163
 - 4.2.2 工具性衍生 163
 - 4.2.3 实证分析 167
- 4.3 并购功能分析 169
 - 4.3.1 并购资金来源 169
 - 4.3.2 直接进行并购 173
 - 4.3.3 公司债券与反并购 175
 - 4.3.4 实证分析 176
- 4.4 信用功能分析 179
 - 4.4.1 偿还“硬约束”与企业信用 180
 - 4.4.2 公司债券与信用评级制度 181
 - 4.4.3 公司债券信息披露与社会信用制度 184
 - 4.4.4 实证分析 188

第五章 建立和完善多层次的公司债券市场 197

-
- 5.1 发展中国公司债券市场的总体考虑 201
 - 5.1.1 发展中国公司债券市场的政策定位 201
 - 5.1.2 发展公司债券市场的基本原则 206
 - 5.2 建立多层次的公司债券发行市场 210
 - 5.2.1 发行市场发展现状 210
 - 5.2.2 存在的问题 233
 - 5.2.3 对应措施 239
 - 5.3 完善多层次的公司债券流通市场 260
 - 5.3.1 流通市场基本情况 260

- 5.3.2 存在的问题 261
- 5.3.3 问题的成因 264
- 5.3.4 公司债券流通市场的基本形式 266
- 5.3.5 完善公司债券流通市场 269

第六章 完善公司债券市场监管体制 275

- 6.1 公司债券市场监管的理论基础 279
- 6.2 监管目标和监管原则 283
 - 6.2.1 监管目标 283
 - 6.2.2 监管原则 286
- 6.3 完善公司债券市场监管体制 288
 - 6.3.1 公司债券市场监管的一般做法 288
 - 6.3.2 中国公司债券市场监管模式选择 289
- 6.4 规范公司债券信用评级制度 294
 - 6.4.1 存在的问题 294
 - 6.4.2 规范信用评级制度的措施 296
- 6.5 强化信息披露制度 301
 - 6.5.1 目前存在的问题 301
 - 6.5.2 强化信息披露制度具体内容 303

结束语 310

参考文献 312

- 英文部分 312
- 译著部分 314
- 中文部分 316

后记 321

Contents

Abstract

Chapter I: Introduction 1

- 1.1 Raise of the Questions 3
- 1.2 Documentories and Theoretical Innovation 8
- 1.3 Methodology 17
- 1.4 Hypothesis And Researches 21
 - 1.4.1 Hypothesis 21
 - 1.4.2 Researches 23

Chapter II: The Features, Origination and Development of Corporate Bonds 29

- 2.1 Features of Corporate Bonds 31
 - 2.1.1 Theoretical Features of Corporate Bonds 32
 - 2.1.2 Systemetic Features of Corporate Bonds 37
- 2.2 Origination and Development of Corporate Bonds 42
 - 2.2.1 The Development of Public Bonds 42
 - 2.2.2 The Formation of Modern Corporate System 44
 - 2.2.3 The Expantion of the Size of Social Credit Transactions 46
 - 2.2.4 The Formation and Development of Capital Relation 48
- 2.3 The Foundations of the Origination and Development of Corporate Bonds 53
 - 2.3.1 The Property Foundations of the Origination and Development of Corporate Bonds 53
 - 2.3.2 The Credit Foundations of the Origination and Development of Corporate Bonds 58

- 2.3.3 The system Foundations of the Origination and Development of Corporate Bonds 64

Chapter III: The Functions Analysis of Chinese Corporate Bonds (I) 75

- 3.1 Financing Function Analysis 77
- 3.1.1 Financing Structure and Market Value 78
- 3.1.2 Financing Structure and Corporate Governance 85
- 3.1.3 Financing Options 87
- 3.1.4 Positive Analysis 94
- 3.2 Investment Function Analysis 100
- 3.2.1 Saving—Investment Conversion Theory 101
- 3.2.2 Corporate Bonds and Saving-Investment Conversion Mechanism 104
- 3.2.3 Corporate Bonds and Capital Markets Structure 107
- 3.2.4 Positive Analysis 109
- 3.3 Capital Function Analysis 113
- 3.3.1 Capital Instruments 113
- 3.3.2 Risks Aversion and Subordinated Capital 114
- 3.3.3 Extension to Enterprises and Businesses 119
- 3.3.4 Positive Analysis 121
- 3.4 Assets Function Analysis 126
- 3.4.1 Forms of Assets 127
- 3.4.2 Assets of Investors 129
- 3.4.3 Assets of Issuers 129
- 3.4.4 Liquidity and Assets—Backed Securities 134
- 3.4.5 Positive Analysis 136

Chapter IV: The Functions Analysis of Chinese Corporate Bonds(II) 143

- 4.1 Interest Rates Function Analysis 145
- 4.1.1 Interest Rates Formation 146