

中国企业

ZHONGGUOQIYE
ZHAIQUANSHIZHENGYANJIU

债券实证研究

◎武模桥 / 编著

吉林人民出版社

中国企业

◎武模桥 / 编著

债券实证研究

Z·G·Q·Y

Z·Q·S·Z·Y·J

江苏工业学院图书馆
藏书章

ZHONGGUOQIYE
ZHAIQUANSHIZHENGYANJIU

吉林人民出版社

中国企业债券实证研究

编 著:武模桥

责任编辑:隋 军

电子信箱: sj@jlpph.com 电 话:13009119751

吉林人民出版社出版 发行(长春市人民大街 4646 号 邮政编码:130021)

印 刷:长春市南关区太平彩印厂

开 本:850mm × 1168mm 1/32

印 张:11.75 字 数:280 千字

标准书号:ISBN 7-206-04240-6/F·915

版 次:2004 年 9 月第 1 版 印 次:2004 年 9 月第 1 次印刷

印 数:1-2 000 册 定 价:25.00 元

如发现印装质量问题,影响阅读,请与印刷厂联系调换。

序

序

一本专门研究我国企业债券问题的专著《中国企业债券实证研究》已经面世了，值得庆贺，也值得从事金融市场工作的工作者、学者认真阅读。因为有关金融市场的读物，总体上已经比较稀缺，而富有启迪性和可读性的专门研讨债券、特别是企业债的专著更是凤毛麟角，属于金融问题读物中的短项。

金融是连接生产、流通、分配和消费的中介和桥梁，是市场各经济主体从事运作的“大动脉”，是社会市场运作的“血液”。社会生产中各生产要素的流动和配置，必须以资金的投入和运营为前提，借助金融和融资，实现各经济主体间的经济往来。商业银行和企业通过投融资，从分散的客户手中吸纳社会闲散资金形成各种投资资金，推动着资源的合理流动与优化配置，从而对社会宏观微观生产力发展起着重要的推动作用。金融和金融运作是启动商品和要素市场的“润滑剂”和“助推器”，它在市场经济系统中处于中枢的关键地位。可以肯定地说，没有金融的发展就不会有经济的真正增长，没有金融和金融市场的现代化，就不会有企业和整个社会经济的现代化。

我国的金融业和金融市场是随着改革开放的不断深化和扩展而逐步发展起来的。以前企业是政府经济的“算盘珠子”，银行也只是政府财政的“核算工具”，因此不存在真正意义上的金融

市场和金融运作。但是在体制改革深化并明确提出了市场经济体制目标之后，金融市场的运作必然成为市场体系中的中心环节，就是题中应有之义了。

序 在我国金融市场体系中，证券特别是债券市场是一个重要的组成部分。当前，债券市场，在范围、规模、品种上，均大大滞后于股票市场，其中，企业债券又滞后于国债的发行。现在，企业现代化进程正在加速，企业的产权制度和治理结构日臻完善，社会信用环境逐渐改善，法律法规也日趋健全，因而企业债券市场大发展时期正在到来，它将把融资的需求一方和证券投资资金供应一方紧密地联系起来，既为投资者找到了投资的机会和场所，又为融资者提供企业急需的社会闲散资金，促进社会宏观经济的平稳运行。当前，现代公司制企业应是企业债券发行的主体，公司债券必将成为企业债券市场的重要品种和发展的主力阵容。我们应在企业债券市场的建设上，大力拓展上市的新品种，改变既往品种过于单一、发行机制不够健全、债券结构和体系不够合理、层次网络不尽符合国际规范的旧局面，并逐步取消企业债券利率和银行利率挂勾的传统做法和习惯定式，稳步拓展企业债券利率浮动范围，最终实现企业债完全依据市场供求来确定其利率水平的市场化形成机制。同时，还要逐步改革和推进企业债券的发行和审批方式，逐步从审批制向核准制过渡，确立与完善企业债券市场化提高基础上的政府有效监管。

2003年企业债券发行的特点：一是总额大体持平。2003年我国企业债市场共发行了16只企业债券，总筹资308亿元，比2002年减少17亿元。二是发行时间上呈现前松后紧、分布不均匀的格局。例如，在12月一个月內，发行了三只总计120亿元企业债，占全年发行总量的38.96%。三是为了缩短债券期限、提高票面利率，发债主体的发行期限有所延长。其中，10年期

以及以上品种发行量总计 294 亿元, 占总发行规模的 95.45%, 说明在利率水平处于历史低位的市场条件下, 企业更倾向于发行长期债以降低融资成本。四是发行主体与主承销商推出了多种浮息品种。像中国网络通讯集团公司和中国华能集团公司发行的 10 年期浮动利率债受到了投资者, 尤其是机构投资者的青睐和追捧, 浮动利率债券的利差更具利好的投资优势, 这再次证明让市场决定企业债定价, 有益于企业债市场的良性发展。五是在发行方式上也有所创新, 例如网通债券采用簿记建档申购配售、承销团自主销售和网点零售相结合的发行方式, 使发行更加公开和科学。

序

2004 年我国将继续坚持扩大内需的方针, 适当控制货币信贷的投放, 调整货币信贷结构, 保持货币供应量的适度增长。国债和新增财政资金的使用, 将重点向“三农”倾斜, 向社会发展倾斜, 向西部大开发和东北地区等老工业基地倾斜, 我国经济仍然具备较快发展的良好条件。而且经济继续较快发展, 带来经济普遍过热的可能性较小, 物价水平大幅度上升的可能性也不大。因此, 我们认为 2004 年债市将是创新发展的重要一年, 总体环境要比今年平稳, 大力发展企业债券市场成为中国债券市场发展的重中之重。预计明年市场走势以及投资机会的多寡主要取决于物价走势、央行货币政策取向、利率市场化推进程度以及债券市场的创新力度。

更令我们期待和关注的是, 2004 年《企业债券管理条例》有望出台, 这预示着企业债券市场将迎来重大的发展机遇。即将推进的改革将主要集中在以下四大方面: 1. 企业债券的发行由审批制改为核准制。2. 逐步推进企业债券发行利率的市场化。利率上限制有望被取消, 届时企业债券利率的确定将根据发行人的具体情况和市场需要, 按照“高风险高收益, 低风险低回报”

的市场规律，设置各种各样的还本付息方式，如附息债券、浮动利率、附可选择权利率等等。以不同的利率反映出企业债券信用等级差异，体现收益与风险对等关系，给投资者提供了充分的选择权，有助于吸引具有不同投资需求的投资者。3. 放宽募集资金使用范围。以前企业发行债券所筹资金只能用于固定资产投资，在新的体制下，企业债券募集资金投向将得以扩大，如可以用于调整债务结构等其他真实合法的用途。4. 允许民营企业发行企业债券。

序

总之，在直接融资规模日渐缩小的情况下，企业债券市场前景对中国金融体系的健康发展有着重要的意义。新的企业债券管理条例的出台，也将为企业债券市场焕发新的生机。在这一债券市场行将发生重大变化的背景下，武模桥同志著的《中国企业债券实证研究》的出版将从规范分析和实证研究的结合上为广大读者和投资者提供有用的新知识，并开辟出新的利好视野。

北京大学经济学院教授 博士生导师
中国经济规律研究会会长

刘方棧

2004年元月于北京大学

目 录

绪 论	1	目 录
第一章 中国债券市场综述	5	
第一节 债券概述	6	
一、债券的要素	6	
二、债券的特征	7	
三、债券的类型	7	
四、债券的交易方式	10	
第二节 债券市场概述	11	
一、债券市场类型	11	
二、债券市场的功能	13	
三、我国企业融资方法比较	14	
四、债券融资中存在的主要问题	15	
五、债券市场的风险	18	
第三节 国际债券市场的发展现状	19	
第四节 我国债券融资发展历程	23	
第二章 中国企业债券发展基本情况	27	
第一节 企业债券概述	28	
一、企业债券的定义	28	
二、企业债券的分类与特点	32	

三、企业债券的发行	34
第二节 我国企业债券的发展经历	38
一、发展过程	39
二、市场发展现状	41
三、发展展望	48
第三节 企业债券市场的市场架构	50
一、现行的一级市场架构及其完善措施	51
二、二级市场架构及其完善措施	56
第四节 企业债券市场分析	60
一、企业债券市场供需分析	61
二、企业债券市场发展成绩显著	63
三、发展企业债券市场的作用	65
四、发展企业债券市场的意义	68
第三章 中国企业债券市场投资价值分析	82
第一节 债券投资价值概述	83
一、债券的价格与收益	84
二、债券的投资特性	86
三、债券的投资渠道	87
四、债券的净价交易和应计利息	89
五、影响债券投资收益的因素	91
六、利率市场化与担保问题	92
第二节 债券收益率计算方法	94
一、债券的利率与收回	95
二、债券投资组合模型	97
三、债券收益率计算方法	102
四、浮动利率债券收益率的计算	104
第三节 企业债券投资价值分析	106

一、企业债券的上市交易问题	107
二、企业债券定价的缺陷	108
三、企业债券投资策略	109
四、2003 年下半年企业债券收益率分析	110
第四节 可转换债券投资价值分析	111
一、可转换债券的特点	112
二、我国可转换债券市场的发展现状	113
三、可转换债券的投资优势	115
第四章 中国企业债券发行上市分析	117
第一节 中国企业债券的市场结构	118
一、企业债券融资的约束	118
二、资本市场中企业债券不成比例	119
三、发展企业债券市场的路径	121
四、目前国内企业债券发展良好的原因	123
第二节 发行主体市场分析	125
一、发债主体资格的界定	125
二、参与主体的基本情况	126
三、1998 年以来发行主体结构分析	128
四、参与主体的策略与行为	129
五、影响参与主体决策的因素	131
六、培育成熟的投资者队伍	133
第三节 企业债券的发行与承销分析	134
一、企业债券的发行	134
二、现行企业债券发行条件及程序	138
三、企业债券的承销	138
四、关于中介机构的规范问题	142
第四节 企业债券回购问题分析	144

一、企业债券回购概述·····	145
二、企业债券回购带来的积极作用·····	146
三、企业债券回购交易实现方法·····	149
四、企业债券回购的影响·····	150
第五章 中国企业债券市场流通性分析·····	153
第一节 中国企业债券流通市场现状·····	154
一、中国债券流通性概述·····	154
二、缺乏流通性是制约企业债券市场发展的关键·····	155
第二节 中国企业债券流通性不足的成因·····	157
第三节 企业债券低流通性的结果·····	165
一、保险公司的例子·····	166
二、企业债券低流通性的负面影响·····	167
第四节 提高企业债券流通性，激活企业债券市场的建议·····	170
第六章 中国企业债券监管问题分析·····	178
第一节 企业债券监管现状·····	179
一、企业债券一直备受投资者青睐·····	180
二、企业债券市场监管的理论基础·····	181
三、企业债券市场监管面临的主要问题·····	183
四、各方主体对现行制度的看法·····	187
第二节 企业债券监管的建议·····	188
一、企业债券监管的政策建议·····	189
二、企业债券市场监管架构的策略·····	199
三、加速企业债券融资发展的政策措施·····	203
第三节 美国企业债券监管经验借鉴·····	206
一、美国对债券风险认识的演进·····	207

二、美国企业债券监管经验分析	208
第四节 企业债券政策走向	210
一、企业债券市场对政策的期盼	210
二、关于修订《企业债券管理条例》	213
第七章 企业债券发行对公司治理结构的影响	218
第一节 企业融资的目的	219
一、企业融资行为的目标	219
二、企业债券安全性差的表现及原因	223
三、改善企业债券安全性的对策	226
第二节 发债企业的基本状况	228
一、发债企业的基本状况	228
二、发债企业融资策略	229
三、发债企业的融资行为	232
四、发债企业的资金缺口	234
第三节 企业发债对股权结构与高管的影响	236
一、企业发债的制度性缺陷	236
二、企业发债券对股权结构与高管人员的影响	240
第八章 中国企业债券托管业务分析	244
第一节 债券托管概述	244
一、债券的托管与转托管	245
二、托管的品种	248
第二节 债券托管机构与账户	250
一、托管机构的权利、义务	250
二、托管账户的类型与开户手续的办理	251
第三节 债券的结算与对付	253
一、结算成员的权利义务	253
二、债券结算过户的种类	254

三、债券的兑付	255
第九章 中国企业债券信用评级市场分析	257
第一节 国内信用评级市场概述	258
一、信用评级简介	258
二、信用评级方法	260
三、我国评级市场不发达的主要原因	263
四、完善我国信用评估机构体系的方法	266
第二节 企业债券信用评级情况分析	268
一、企业发债的优势	268
二、企业债券信用评估滞后的原因	270
三、企业债券信用评级业发展构想	276
第三节 主要信用评级机构简介	281
一、中诚信国际信用评级有限责任公司	281
二、长城资信评估有限公司	282
三、鹏元资信评估有限公司	283
四、大公国际资信评估有限公司	285
第十章 中国企业债券市场滞后的原因及对策与建议	286
第一节 中国企业债券市场面临的问题	287
一、企业债券市场面临的一般问题	287
二、企业债券的兑付风险问题	292
三、企业债券市场面临的其他风险	294
第二节 企业债券市场发展滞后的原因	294
一、企业债券市场滞后的政策原因	295
二、企业债券市场滞后的市场原因	300
三、企业债券市场滞后的主观原因	306
四、企业债券市场发展滞后的深层次原因	307
五、影响企业债券市场发展的因素的实证研究	316

第三节 企业债券市场发展条件成熟	317
第四节 发展我国企业债券市场的对策与建议	321
一、发展我国企业债券市场的原则	321
二、发展我国企业债券市场的对策与建议	324
三、改善企业债券交易环境	326
第十一章 企业债券税务问题与地方企业债券问题简析	329
第一节 税收的一般问题	330
一、税收的含义	330
二、税收特征	331
三、税与利、税与费的关系	333
第二节 中国企业债券税务问题分析	335
一、债券利息税	335
二、中国企业债券的利息税	336
三、企业债券利息引起的个人所得税问题	336
第三节 中国地方企业债券简析	338
一、地方政府债券的概念	338
二、应重新开放地方企业债券市场	339
第十二章 中国企业债券市场展望	341
附录：企业债券管理条例	349
参考文献	355

绪 论

绪
论

党的十六大之后，国内发展企业债券市场的呼声很高，有人提出要把发展企业债券市场作为当前我国金融改革和创新的突破点，有人提出要全面开放国内企业债券市场，国家计委也在紧锣密鼓地重新修订企业债券市场监管条例。无疑，我国企业债券市场将迎来一个新的发展时期。

20世纪90年代以来，我国金融市场中的直接融资有了较快的发展，但是，作为直接融资重要组成部分的企业债券融资数额却明显偏小。我国企业债券市场的发展主要受到国家金融政策、金融制度、企业产权制度改革滞后、社会信用体系不完善等方面的制约。

目前我国企业债券的交易场所只有深沪两市的交易所，每天的成交量不高，企业债券的交易年换手率仅为0.23，远低于国债交易2.1和股票交易1.92的换手率。而流通市场的这种状况又直接限制了发行市场的进一步扩大，主要表现在两个方面；一是流通市场的沉寂使得企业债券市场难以获得投资者的目光，市场资金供应受到限制。二是流通市场的不发达影响了企业债券的发行渠道。我国企业债券流通市场的不完善导致企业债券缺乏流通性，为了弥补流通性的不足，企业债券的发行利率都普遍较高。虽然从投资角度来看，企业债券较高的票面利率和较好的价

值成长性使其具有很好的投资价值,但是从融资的角度来看,偏高的利率加大了发行企业的融资成本,这不仅限制了企业债券规模的扩大,而且也不利于我国企业融资结构的调整。

近年来,除国债以外,直接融资一直在萎缩,企业债券融资只占今年1~9月份全社会外部融资的0.5%。业内人士认为,企业债券发行采取额度审核制是企业债券发展缓慢的重要因素之一。与市场化发行相比,额度审核制费时费力,同时,对于急需融资的民企而言,额度审核制有太多的限制。2004年公布的企业债券发行中就没有一家民企。银行间债市的迅猛发展也为企业债券利率市场化改革创造了良好的外部条件。无论是从市场参与者主体的资金供给,还是发行程序上的规范化,都为企业债券利率市场化改革扫清障碍。

从我国整体的经济形式来看,一年来我国面临的经济形势有了新变化:1. 总体世界经济形势更加有利;2. 国内经济形势更加好转;3. 经济发生了新矛盾和问题。针对新的变化,今年的中央经济工作会议重点提出了下列新的宏观对策:1. 坚持以人为本,树立全面、协调、可持续的发展观;2. 更加重视总量调控和结构优化;3. 要继续坚持扩大内需的方针;4. 国债和新增财政资金的使用,要重点向“三农”倾斜,向社会发展倾斜,向西部大开发和东北地区等老工业基地倾斜。5. 适当控制货币信贷的投放,调整货币信贷结构,保持货币供应量的适度增长。这些状况对我国企业债券市场的发展创造了良好的外部环境。

货币政策方面,从二季度的货币政策报告中不难看出,央行对今年上半年货币供应量的过快增长和金融机构贷款大幅度增加非常忧虑,报告中比较少见的用了“货币供应量 M2 增长已处于1998年以来最高的水平”,由于央行回避了对 M2 全年增长率的预测,因此债券市场投资者对央行下半年货币政策的取向更充满

了疑虑。在七月份报告中，央行更指出货币供应量增长偏快，并连续数周保持较大规模的票据发行，已经通过公开市场操作向市场传达了信息。尽管我们认为央行近期动用存款准备金率调控货币供应量的可能性不大，但市场对央行收紧银根的预期已经形成。

而在央行公布的第三季度货币政策报告中提出，要加快发展货币市场，扩大货币市场的融资功能，其中明确提出：“稳步推进企业债券利率市场化改革”。业界人士对此极为关注，普遍认为企业债券的利率市场化将成为下一阶段利率市场化改革的重点，企业债券发行改革有望提速。实现利率市场化，是我国金融改革的基本方向。我国利率市场化是从货币市场起步的，1996年6月1日，人民银行决定放开同业拆借利率的上限控制，同业拆借利率实现完全市场化。1997年组建银行间债市后，债券回购利率和现券买卖价格完全由交易双方决定。1999年以后，国债和政策性金融债的发行利率也通过市场化招标方式确定。

发行方面，中国网通集团日前宣布发行50亿人民币的企业债券。这是网通集团自去年五月成立以来首次在资本市场融资，也是中国今年发行规模最大的企业债券。网通企业债券将于2003年12月8日到9日正式发行，50亿元中有40亿为10年期固定利率债券，10亿为10年期浮动利率债券，这也是近两年首次推向市场的浮动利率债券。目前债券市场不太乐观，网通企业债券的发行对债市再次走向火热有重要意义。

统计数据显示，2002年是企业债券发行的高峰年，全年累计发行总量达到290亿元，今年监管部门更预计将发行500亿元企业债券；而且规模达80亿元之最的中移动企业债券的成功发行进一步说明企业债券市场容量较大。从市场方面来看，2002年发行的部分企业债券已在今年陆续上市交易，近期上市的02