



中国公司债券市场 制度瓶颈与制度创新研究

A Study on the Institutional Bottleneck and
the Institutional Innovation of China's
Corporate Bond Market

刘小清 / 著

代码	债券全称	上市时间	代码	债券全称	
129805	98三峡债 (8)	1999-6-18	120303	03三峡债	200
129902	98三峡债 (3)	2000-11-21	120304	03电网 (1)	200
129903	99三峡债	2000-12-20	120305	03电网 (2)	200
129904	98中信 (7)	2001-1-15	120482	04通用债	200
120001	99宝钢债	2001-9-28	120483	04中石化	200
129905	98石油债	2001-10-18	120306	03中电	200
120101	01中国移动	2001-10-23	120501	05 能	200
120102	01三峡债	2002-4-19	120502	05 建	200
120103	02三峡债	2003-1-13	120503	05 水	200



中国公司债券市场 制度瓶颈与制度创新研究

A Study on the Institutional Bottleneck and
the Institutional Innovation of China's
Corporate Bond Market

刘小清 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国公司债券市场制度瓶颈与制度创新研究 / 刘小清著.
—北京: 经济科学出版社, 2010. 12
ISBN 978 - 7 - 5141 - 0091 - 4

I. ①中… II. ①刘… III. ①企业 - 债券 - 资本市场
- 经济制度 - 研究 - 中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 217636 号

责任编辑: 张惠敏 杨天啸
责任校对: 杨 海
版式设计: 代小卫
技术编辑: 李长建

中国公司债券市场制度瓶颈与制度创新研究

刘小清 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

教材编辑中心电话: 88191306 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esbj3@ esp. com. cn](mailto:esbj3@esp.com.cn)

北京九州迅驰传媒文化有限公司印装

787 × 1092 16 开 15.375 印张 250000 字

2010 年 11 月第 1 版 2010 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0091 - 4 定价: 30.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

公司债券市场作为资本市场的重要组成部分，其发展的意义非常重大：宏观方面，发展公司债券市场既有利于化解国家金融风险，维护国家金融安全，又可以优化资源配置，促进经济快速发展；微观方面，企业增加债券融资既可以促使企业资本结构优化，从而实现价值最大化，又可以满足投资者不同的风险及收益偏好，从而实现资产的最优配置。所以在成熟的市场经济体系中，公司债券、银行信贷和股票之间呈现出一种三足鼎立的关系。在美国，公司债券的市场总量甚至超过了股票市场。然而，直至 21 世纪初，公司债券市场在我国金融体系中所扮演的角色都是无足轻重的。有鉴于此，近几年来，许多有识之士在一直关注和思考着这样一个问题：究竟是什么因素制约了我国公司债券市场的发展？

本书作者刘小清博士在这方面进行了深入的研究。她长期在高校从事财务管理方面的教学与科研工作，也在企业和会计师事务所兼职，积累了丰富的理论知识和较好的实践经验。在攻读博士学位期间，她以敏锐的观察力和严谨的学术精神，从制度层面对我国公司债券市场发展过程中出现的问题进行了深入的探索和潜心研究。辛苦的劳动结成了丰硕的成果，完成了这部《中国公司债券市场制度瓶颈与制度创新研究》专著。

作者通过对新中国成立以来公司债券市场的演进轨迹和转轨以来公司债券发行与流通运行状况的总体考察，证实了在我国整个金融体制中，公司债券的发展长期处于不利的境地；作者通过对公司债券的功能定位特征与演变的探讨，以及对公司债券微观规制特征与演变的分析，充分论证了中国公司债券存在着制度性瓶颈；通过理论论证与实证检验相结合的方式，分析了影响公司债券市场的法律环境、监管体制、征信体系、投资者保护等四个方面的制度现象以及各项金融基础设施的现状与制度特征；此外，作者还根据对影响公司债券市场的各主要因素的分析，从供给、需求与流动性、金融基础设施制度等方面

提出了制度创新的建议。

该书至少在以下几个方面做了创新性的探索：一是对公司债券分析采取了将制度分析方法镶嵌于新古典方法之中的新视野。特别是把政府看成公司债券市场的内生变量，从而应用新制度经济学分析方法，以政府效用最大化来分析公司债券发展问题，并得出结论：我国公司债券市场因受到制度性歧视而导致其发展滞后，而这正是政府效用最大化条件下的产物；二是对公司债券分析建立了从制度环境、制度安排和制度装置三个层次的分析框架。这种分析框架使得对公司债券的制度瓶颈的判断，不是基于感性和定性方面的认识，而是通过科学的实证分析和经验研究来证明这一点，这正是当前大部分研究所未能做到的；三是在克服制度瓶颈方面进行了制度设计上的创新。在这里，延续了全书的分析框架，从供给、需求、流通市场和制度环境等四个方面展开，进行了具体的创新性设计。

当然，对于公司债券市场制度的研究，国内处于起步阶段，国外尚无成熟经验可供借鉴，而且由于我国公司债券市场还不具有像股票市场那样完善的信息披露制度，数据资料的获得有不少困难，加上一些统计口径的不规范操作，使书中的一些量化分析受到限制。

总之，这是一本有独到见解、观点鲜明的著作，值得一读。相信本书的出版，会对金融学术界的研究有所启发，会有助于推动中国债券市场的发展，有助于国内企业界融资渠道的拓展，促进经济快速可持续地发展。

南京理工大学教授 韩玉启

2010年11月22日

前 言

在成熟的市场经济体系中，就企业外源融资而形成的金融市场来看，公司债券、银行信贷和股票之间呈现出一种三足鼎立的关系。作为资本市场的重要组成部分，公司债券市场发展的意义重大：宏观方面，发展公司债券市场既有利于化解国家金融风险，维护国家金融安全，又可以优化资源配置，促进经济快速发展；微观方面，企业增加债券融资既可以促使企业资本结构优化，从而实现价值最大化，又可以满足投资者不同的风险及收益偏好，从而实现资产的最优配置。

由于投资者的集体监督与还本付息的刚性约束，使得公司债券有着其他金融产品不可替代的优势。包括美国在内的大部分市场经济国家，不论是企业这一微观层面，还是国家金融市场格局这个宏观层面上，公司债券都占据了相当重要的地位，其在资本结构中的相对比重甚至高于股权融资。然而在中国，公司债券市场在金融体系中所扮演的角色却无足轻重。本书选择中国公司债券市场作为研究对象，运用制度经济学的原理对其发展问题进行研究。具体地说，本书从公司债券的供给、需求及市场流通三个环节入手，沿着金融体制、监管模式、信用体制和文化等全面诠释公司债券领域的制度约束，并提出相应的制度创新设想。

资本结构理论表明，在解决现代企业的委托代理和降低综合资金成本方面，公司债券的信息揭示等机制具有显著优势，它理应比银行信贷和股票发挥更突出的作用。另外，它对于推进国有企业改革、消除较为严重的金融风险隐患等，都具有非常重要的意义。这也是中国需要大力发展公司债券的基本原因所在。然而，本书研究发现，公司债券与 GDP、CPI、银行信贷增加额、国债发行额、股票筹集额、居民储蓄额等经济变量并无统计上的规律性。因此，本书初步推断，中国公司债券市场发展滞后的现状主要源于制度瓶颈方面。

进一步地，本书从企业内部到企业外部，从正式制度到非正式制度，从制

度环境、制度安排到制度装置,从供给、需求到债券市场等多方位展开,探讨中国公司债券发展的制度瓶颈。本书认为,对中国公司债券影响最深刻的是制度环境和制度安排上对供给的约束。相比之下,政府推行渐进式的市场化改革,银行领域和股票市场在经历了金融管制和金融约束阶段后,金融自由化取得了实质性突破。但是,公司债券仍然处于过度管制时期。本书分析表明,为支持信贷、国债和股票市场的发展,政府对公司债券从发行规模、利率、期限、用途和发债主体等方面都进行了严厉管制。这种管制是造成公司债券市场供给规模过小的重要原因。影响供给的因素也同样作用于需求环境,并有自身的一些特征。政府有意识地通过制度设计使居民金融剩余流向它所偏好的国有银行和较能体现政府意图的股票市场。可以看到,对商业银行等机构投资者的准入限制、双重征税、严格的利率限制、较低的流动性和债券持有人保护制度缺陷等因素既导致了较大的信用风险,也不同程度地降低了公司债券的预期收益,而低预期收益直接从需求方面制约了公司债券市场的发展。

显然,影响供给和需求的因素都会对流通市场产生作用,而政府对交易和流通领域制度设计的缺陷加剧了公司债券市场体系发育不足,从而体现出较低的流动性。发行额度过小、承销和发行方式单一等一级市场的问题也制约着二级市场的发展。在二级市场上,制度约束相对宽松,许多制度瓶颈正在加速打破。然而,制度影响了票息、上市与否、持有年限、收益波动性、收益离散程度、市场参与者数量、价格迷失等经济变量,进而影响了市场的流动性。本书分析表明,提高市场流动性相关制度(如做市商制度等)的缺乏、结算与托管体系的分割、对机构投资者的限制、交易方式和债券品种的单一等,都不同程度地降低了公司债券市场的流动性,阻碍了市场发育。

金融基础设施作为具有较大正外部性的制度环境,对公司债券的发展来说是基础性的条件。竞争性的金融体制、基于效率和投资者利益导向的监管体制、对债权人利益严格的司法保护、正式制度发挥正常作用所依赖的信用文化、严格限制政府权力的政商关系、充分发挥社会力量的契约传统等等,都是公司债券发展所依赖的制度。中国公司债券市场发展滞后的现状与金融基础设施建设落后之事实相关。

本书在供给、需求、流动性与金融基础设施四方面分析了制度瓶颈问题的同时,提出了相应的制度创新建议。

关键词: 公司债券 制度环境 制度安排 制度瓶颈 制度创新

Introduction

From perspective of financial markets shaped by enterprise external financing channels, there is a triangle relationship of equal importance among corporate bond, stock market and bank loan in those mature market economies. As the key component of the capital markets, the development of corporate bond market will enable enterprises to achieve their optimal capital structures in the course of development so as to realize the goal of value maximization; such development will further satisfy different needs of investment from investors of various types of risk-taking and preferences, so that assets can be efficiently allocated. Corporate bond has its comparative advantage over other sort of financial assets in consideration of its collective investor supervision mechanism as well as constraint of rigid rules of repayment of capital and interest. Therefore, in most market economies such as USA, the weight of corporate bond would be even greater than equity-financing in views of both the national financial market system and the corporate level. However, corporate bond is currently playing quite an unimportant role in the financial system in China. This dissertation will study on the corporate bond markets by employing theories of Institutional Economics to explore its development issues. Specifically, this dissertation will start from perspectives of supply, demand and market circulation of corporate bonds, then provide an explanation to the institutional constraints of corporate bonds field through approaches of financial systems, supervision patterns, credit systems and cultures. The author will finally suggest the relevant measures of improvement.

It is illustrated by the theory of Capital Structure that corporate bond enjoys prominent advantages in reducing comprehensive capital costs and in dealing with Principal-Agent problems in modern enterprises through mechanism such as disclosure of information. Moreover, corporate bond markets will be useful in declining macro-finance risks then facilitating economic growth. Therefore, its status shall be much more superior to bank loans and stocks in mature market economic systems.

This is one of the reasons why China is in need of great efforts in pushing forward the development of corporate bonds. Of course, corporate bond can also be very helpful in promoting the reform of state-owned enterprise as well as eliminating potentiality of financial risks. However, the research outcomes of this dissertation illustrates that there is no statistical regulations between the corporate bond markets and other economic variables such as GDP, CPI, interest rate, credits, the scale of stock market. Accordingly, the author concludes that the backward situation of the corporate bond market in China is mainly a result of the institutional bottleneck in this regard.

Furthermore, the author explores this institutional bottle-neck by mechanism of supply and demand from perspectives of external and internal situation of the enterprise, formal and informal institutions, institutional environments, institutional arrangement and devices. It is found out that the most serious impacts imposed on the corporate bond market would be the constraints on the supply by the institutional environment. Though the government has gained great successes in the reforms of the banking system and stock markets even a period of regulation and control was experienced, the corporate bond is still under over-regulation. It is argued in this dissertation that in order to facilitate the development of credit, bonds and stock markets, the government has imposed strict regulations upon corporate bond regarding the issuing scale, interest rate, maturity, utility and issuers which has become main reasons of a small supply of the corporate bonds. Factors impacting supply also impact the demand situation with unique features per se. Intentionally, the government has designed relevant institutions to attract surplus household capitals to flow to the state-owned banks which it preferred and stock markets which may well demonstrate the government intentions. It is obvious that credit risks have been initiated by entry barriers for institutional investors such as commercial banks, dual taxation, low interest rate, low liquidity, and defect protection system to bond holders. This has also declined the expected revenue of the corporate bonds which has constrained the development of corporate bond market from demand side point of view.

Obviously, factors which impact supply and demand will influence the circulation market. However, the defects of institutional designs of the government in the fields of exchange and circulation have worsened the corporate bond markets and its liquidity. Issues in the primary market such as small issuing scale, single ways of is-

sue and underwrite have adversely constrained the development of the secondary markets. However, the situation is a bit better in the secondary markets where many bottle-necks are broken through. Nevertheless, institutions have great impacts on economic variables such as coupons, listing decisions, maturities, earning fluctuation, earning disperse, number of market participants, lost of prices etc.. The market liquidity will hence be influenced. It is found out that the liquidity is decreased because of the absence of market-maker, the separation between settlements and entrust system, the regulations on institutional investors, the monotony of mode of exchange and the variety bonds.

With positive externalities, finance infrastructures are quite fundamental for the development of corporate bonds. Institutions such as competitive finance systems, efficiency-oriented and investor-benefit-oriented supervision systems, legal protection to creditors, credit cultures which foster healthy implementation of formal institutions, restrictions on relationship between politicians and merchants, covenants and traditions to foster social forces etc. are all indispensable for development of the corporate binds. The deficiency of finance infrastructure has resulted in the laggard development of the Chinese corporate bond market.

While carrying out a thorough analysis on the institutional issues of supply, demand, liquidity and finance infrastructure, the author finally puts forth relevant suggestions on the innovation of institutions.

The key words: *Corporate bond, Institutional Environment, Institutional Arrangement, Institutional Bottleneck, Institutional Innovation*

目 录

第1章 绪论	1
1.1 问题的提出	1
1.2 基本范畴解说	6
1.3 文献综述.....	15
1.4 技术路线与结构安排.....	22
 第2章 公司债券市场的经济功能与经济制度理论基础	26
2.1 公司债券市场的比较优势：微观视角.....	26
2.2 公司债券市场的比较优势：宏观角度.....	37
2.3 公司债券市场的经济与制度基础.....	45
2.4 本章小结.....	55
 第3章 中国公司债券市场制度的总体考察	57
3.1 中国公司债券市场的演进轨迹考察.....	57
3.2 转轨以来中国公司债券的运行考察：发行与流通.....	63
3.3 转轨以来中国公司债券的制度特征与演变考察.....	70
3.4 中国公司债券制度绩效的检验.....	78
3.5 本章小结.....	84

第4章 中国公司债券市场的制度瓶颈分析：供给角度	87
4.1 理论分析：政府效用最大化下金融市场发展优序选择	87
4.2 现实安排：政府金融偏好下公司债券供给制度设计	98
4.3 供给制度瓶颈下中国公司债券的运行表现	104
4.4 供给制度瓶颈带来的损失	113
4.5 本章小结	115
第5章 中国公司债券市场的制度瓶颈分析：需求角度	117
5.1 理论分析：公司债券需求曲线与制度因素	117
5.2 现实安排：安全性制度设计对需求的约束	124
5.3 现实安排：收益性制度设计对需求的约束	128
5.4 现实安排：非价格制度设计对需求的约束	138
5.5 制度瓶颈下中国公司债券需求的运行表现	141
5.6 需求制度瓶颈带来的福利损失	145
5.7 本章小结	146
第6章 中国公司债券市场的制度瓶颈分析：市场流动性角度	148
6.1 理论分析：流动性的经济功能及其影响因素	148
6.2 现实安排：公司债券市场流动性管制的制度设计	158
6.3 流动性制度瓶颈下中国公司债券的运行表现和效率损失	164
6.4 本章小结	165
第7章 中国公司债券市场的制度瓶颈分析：外部金融环境	166
7.1 理论分析：外部金融环境的重要性	166
7.2 现实安排：我国外部金融环境中的制度设计	174
7.3 外部金融环境不完善下公司债券市场的运行表现	177
7.4 本章小结	182

第8章 中国发展公司债券市场的制度创新	184
8.1 制度创新理论概述	184
8.2 提高中国公司债券供给的制度创新分析	187
8.3 扩展中国公司债券需求的制度创新分析	192
8.4 增强中国公司债券流动性的制度创新分析	196
8.5 改善中国公司债券市场外部金融环境的制度分析	201
8.6 本章小结	208
 第9章 总结与展望	209
9.1 本书的主要贡献	209
9.2 本书的创新点	211
9.3 展望	212
 附录	214
参考文献	216
后记	230

第1章

绪 论

1.1 问题的提出

随着市场经济体制的日趋完善，中国的社会形态也逐渐从“英雄和神的时代”向“古典时代”^[1]、从“身份时代”向“契约时代”^[2]、从“伦理时代”向“理性时代”转变^[3]。在这个过程中，随着民主政治的深入推进、产权保护制度的不断完善和风险控制机制的逐渐加强，来自于社会、政治、自然和经济等领域的系统性风险也呈减少趋势。对个人或组织来说，一方面是风险化解技术的不断演进，另一方面是要处理和应对的风险将会增加^[4]。

在风险不断突破传统和文明的进程中，金融市场作为一种风险化解机制，起到了至关重要的作用^[5]。它既可以在不同偏好间转嫁风险，也可以在代际之间平滑风险。资本市场是金融市场的核心，其发展水平在很大程度上决定了金融市场的发达程度。从国民经济的角度来看，资本市场是联系储蓄与投资的纽带，储蓄能否转化为投资，转化的效率高低取决于资本市场的发达程度。

资本市场由三大部分所组成，一是银行中长期贷款市场，二是股票市场，三是中长期债券市场（包括政府债券市场与公司债券市场）。一个完善的、发达的资本市场应该由不同层次的子市场构成，不同的子市场代表了不同的风险与收益组合。在完善的资本市场中，不同风险偏好的投资者均能进入。如果只有高风险偏好的投资者能够进入，资本市场就会变成一个投机的市场；如果只有风险厌恶型的投资者进入，资本市场就会成为一潭死水。只有能够包容高、中、低风险偏好投资者的市场才是一个真正的资本市场。因此，建立一个完善的、发达的公司债券市场是资本市场发展的需要，也是市场经济发展的需要。

在成熟的市场经济体系中,就企业外源融资而形成的金融市场来看,公司债券、银行信贷和股票之间呈现出三足鼎立的关系。之所以存在如此格局,是因为无论在宏观经济层面、还是微观的企业角度,公司债券对于经济的健康稳定发展,都有显著的优越性。

宏观层面上,发展公司债券有利于国家金融安全,甚至是经济安全。因为,如果一个国家特别倚重一两个市场,会导致金融体系相对脆弱,金融市场系统风险加大。相反,金融市场多元化的结果正是使得某个特定子市场比重相对变小,从而各子市场相对均衡,整个金融市场趋于稳定。

公司债券发展的金融稳定作用,不仅由发达国家的经济安全与金融市场格局演变的历史得以证实,同时也为发展中国家发生过的金融危机所启示。在分析亚洲金融危机的损害时,前美联储主席格林斯潘曾经形象地说道:“如果亚洲有一个较为完善的债券市场,即使两年前爆发金融风暴时导致银行体系陷入困境及股市崩溃,商业公司也可向其他资本市场如债券市场筹资,减轻金融风暴所带来的打击,但当时亚洲就是缺少这种渠道,就好像一辆汽车没有后备轮胎一样”。^① 基于以上的认识,金融危机过后的亚洲国家开始积极发展公司债券市场。作为亚洲国家中公司债券发展最快的韩国,公司债券余额占 GDP 的比重从 1997 年的 29.5% 上升到 2002 年的 38.66%, 上升近 10 个百分点,随后虽然有所回调,但 2001 年仍稳定在 38.2% 的高水平,成为世界第五大公司债券市场。而在金融危机过后的马来西亚,公司债券市场从 1997 年占 GDP 的 16.53% 稳步发展到 2001 年 31.74% 的水平,危机后 4 年增长速度超过了危机前 7 年的总和。^② 而同样经历过金融危机的我国,直至 2006 年,企业债券发行金额占 GDP 比重也只是 1.4%。^③ 巨大的差距显示我国公司债券市场发展的严重不足。从而严重影响社会经济的长期健康增长。

当今的中国经济已不断融入世界经济体系中,不可避免地要受到国际金融风险传递的影响。要维护国内经济稳健发展,金融市场自身的健康是抵御国际金融危机的第一道防线。在巨大的金融风险面前,尤其在股票市场不规范^④和

① 转引自王一萱,《银行体系失效与公司债券市场发展:理论、实践与政策建议》,深圳证券交易所综合研究所报告,深 2003.03.09 证综合所研字第 0075 号。

② 同上。

③ 根据 <http://finance.sina.com.cn/stock/marketresearch/20070921/00013999427.shtml> 资料计算。

④ 虽然经过股权分置改革以后,股市行情有了较大的恢复,但是只要上市公司“圈钱”的意识和行为不改,只要监管工作还是不到位,那么,这种“政策牛市”的风险就不会有根本性缓解。

银行信用风险难以根本缓解的情况下,发展公司债券市场的意义就非同小可。

从微观的角度看,社会经济的持续稳定发展,也需要公司债券市场的发展与之匹配。因为债券风险小、收益稳定,既可以使企业获得较优的资本结构,同时也可以使低风险投资者的投资偏好得以满足,从而使资金使用效率提高,经济良性快速发展。

包括美国在内的大部分市场经济国家,不论在企业这一微观层面,还是在国家金融市场格局这个宏观层面上,公司债券都占据着相当重要的地位。在美国,2004年公司债券发行量高达7 112亿美元,与同期国债的发行量基本持平;同年,公司债券余额达47 000亿美元,为国债余额的1.2倍,占整个债券存量的20%,与GDP之比高达40%^[6]。相比之下,在中国的金融体系市场中,公司债券^①所扮演的角色却是无足轻重的。2004年,中国公司债券的发行额只有327亿元,而同期股票市场融资额和银行新增贷款却分别高达1 511亿元和19 202亿元。在整个债券市场中,当年国债发行额为6 924亿元,是公司债券的21.17倍。在相对比重上,央行货币政策执行报告表明,2004年我国国内非金融机构部门的融资格局中,银行贷款所占比重高达82.9%,国债为10.8%,股票为5.2%,公司债仅为1.1%;公司债券发行额占债券发行总量的比值只有1.2%,仅占同期国债发行量的4.7%,公司债券余额为1 232.5亿元,仅占国债余额的5%,占整个债券存量的2.4%,占GDP的0.9%^[7]。

中国经过20多年的金融体制改革,金融结构和企业融资水平都得到了较大改善,但无论从规模还是相对比重看,中国公司债券市场都是非常落后的。表1.1是银行贷款增加额、股票筹资额和公司债券各占GDP的比例:

表 1.1 历年银行贷款增加额、股票筹资额和公司债券各占 GDP 的比例

年份	GDP (亿元)	银行贷款 增加额 (亿元)	股票筹 资额 (亿元)	公司债券 发行额 (亿元)	贷款增加额 与 GDP 比率 (%)	股票筹资额 与 GDP 比率 (%)	公司债券发 行额与 GDP 比率 (%)
1993	34 634	6 335	375	236	18.2	1.0	0.6
1994	46 759	7 217	327	162	15.4	0.6	0.3
1995	58 478	9 340	150	301	15.9	0.2	0.5

① 关于公司债券的定义,本章1.2.1部分将详细说明。

续表

年份	GDP (亿元)	银行贷款 增加额 (亿元)	股票筹 资额 (亿元)	公司债券 发行额 (亿元)	贷款增加额 与 GDP 比率 (%)	股票筹资额 与 GDP 比率 (%)	公司债券发 行额与 GDP 比率 (%)
1996	67 885	10 683	425	269	15.7	0.6	0.3
1997	74 772	10 712	1 294	255	14.3	1.7	0.3
1998	79 553	11 491	842	148	14.4	1.0	0.1
1999	82 054	10 846	945	158	13.2	1.1	0.1
2000	89 404	13 347	2 103	83	14.9	2.3	0.1
2001	95 933	12 439	1 251	147	13	14.6	0.2
2002	102 398	18 979	962	325	18.5	0.9	0.3
2003	116 694	27 702	1 358	358	23.7	1.1	0.3
2004	159 587	19 202	1 511	327	12.0	0.9	0.2
2005	183 192	16 493	1 883	654	9.0	1.0	0.4
2006	209 107	30 595	5 594	1 015	14.6	2.6	0.5

资料来源：《中国证券期货统计年鉴》（2007）的数据整理和计算而得，其中 2005 年、2006 年的公司债券发行额指标来源于中国债券信息网 . www.chinabond.com/。

导致债券市场落后的原因，固然有经济总体发展水平较低、居民金融剩余较少等经济因素，但是对于中国这样一个制度变迁政府主导型的国家来说，正如本书将要指出的那样，与制度方面的缺陷和瓶颈^①密切相关。

除了考虑制度约束外，再回头审视我国公司债券发展的其他几个主要的硬约束：一是经济总量，二是居民的金融剩余，三是公司债券发行与流通的技术环境，四是文化水平状况，五是国内信用体系的发展状况。

从经济总量看，美国有世界上最发达的公司债券市场，其公司债券从 19 世纪 30 年代就开始存在，对应的经济总量情况是，1820 年，中国的 GDP 占世界总数的 33%，美国占 27%^②，也就是说，中国的经济总量在当时和美国就不相上下，甚至是略强的。再看日本的情况，1890 年日本有了第一次的企业

① 瓶颈 (Bottleneck) 的涵义详见 1.2.3.1。

② <http://zhidao.baidu.com/question/16214788.html?fr=qrl>。