

WOGUO GONGSI ZHAIQUAN SHICHANG
FAZHAN ZHIHOU DE ZHIDU YINSU YANJIU

ZQSC

我国公司债券市场 发展滞后的制度因素研究

闫 屹◎著

人民出版社

WOGUO GONGSI ZHAIQUAN SHICHANG
FAZHAN ZHIHOU DE ZHIDU YINSU YANJIU

ZQSC

我国公司债券市场

发展滞后的制度因素研究

闫 屹◎著

 人 民 出 版 社

策划编辑:郑海燕

封面设计:周文辉

责任校对:吕 飞

图书在版编目(CIP)数据

我国公司债券市场发展滞后的制度因素研究/闫屹 著.

-北京:人民出版社,2012.7

ISBN 978-7-01-011006-6

I. ①我… II. ①闫… III. ①公司-债券市场-经济制度-研究-中国
IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 142791 号

我国公司债券市场发展滞后的制度因素研究

WOGUO GONGSI ZHAIQUAN SHICHANG FAZHAN ZHIHOU DE
ZHIDU YINSU YANJIU

闫 屹 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

环球印刷(北京)有限公司印刷 新华书店经销

2012 年 7 月第 1 版 2012 年 7 月北京第 1 次印刷

开本:710 毫米×1000 毫米 1/16 印张:22.25

字数:278 千字

ISBN 978-7-01-011006-6 定价:38.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

版权所有·侵权必究

凡购买本社图书,如有印制质量问题,我社负责调换。

服务电话:(010)65250042

序

金融是现代经济的核心。金融市场为国家宏观调控提供了平台，为广大公司企业、金融机构等市场主体提供了投融资渠道。在中国金融市场发展过程中，出现了与发达的市场经济国家相悖的现象，即股票市场快于债券市场发展，而在债券市场中占有相当比重的又是国债，企业债券或公司债券的比重很低，在企业直接融资中，首选的融资手段倾向于股票融资，企业债券的发展严重滞后于经济发展。近年来公司债券市场发展问题受到党和政府的高度重视，在连续几年的政府工作报告中都提到“加快公司债券市场发展”，特别是“十二五”规划纲要中，中央再次明确提出“加快多层次资本市场体系建设，显著提高直接融资比重，积极发展债券市场”。这为我国债券市场的发展创造了良好的制度环境，提供了极大的发展机遇与空间。

闫屹博士长期在高校从事金融教学与理论研究工作，具备了一定的理论功底与学术素养，在读博第一年就敏锐地意识到公司债券市场对我国经济发展的重要作用与意义，并确定了以公司债券市场问题作为研究方向。在其博士论文基础上修改完善而成的《我国公司债券市场发展滞后的制度因素研究》一书，在借鉴国内外相关研究成果的基础上，从公司债券市场的运行制度、信用中介基础制度、保障制度等制度层面，结合我国社会经济的发展

变化情况，较为全面系统地分析了公司债券市场发展滞后的原因、存在的问题、影响的因素，并提出了相应的对策建议。

债券市场的规范发展需要成熟的中介服务机构。这些中介服务机构主要由信用评级机构、信用担保机构、注册会计师事务所、律师事务所等组成。特别是美国次贷危机之后，世界各国重新审视了信用评级机构的作用，在肯定信用评级机构对资本市场所起积极作用的同时，开始加强对信用评级业的监管。各国债券市场发展的实践证实，信用评级业的发展规范与公司债券市场的发展紧密相关、相互促进。中国的实践更加证实了这个问题，一方面，2005年以后公司债券市场规模迅速扩大，为信用评级行业的发展创造了良好的外部环境和发展空间；另一方面，信用评级业的技术手段及其方式的落后在一定程度上制约了债券市场的发展，如在评级市场的准入和退出制度、付费制度、定价机制、内部管理制度、相关法律法规制度等方面还存在着许多问题，有待于进一步提高。对此，《我国公司债券市场发展滞后的制度因素研究》一书侧重在信用评级机构与信用担保机构等中介制度建设方面做了积极的探讨，提出了加快金融创新，扩大市场供给，增加评级市场需求；完善信用评级相关法律制度，创造良好法制环境；构建中国特色的内外结合的信用评级监管制度；重构信用评级体系，增强信用评级的权威性、客观性和公平性；加强信用评级机构内部管理制度建设，提升评级机构公信力；构建具有中国特色的信用评级制度等具有针对性且较为具体的对策建议。

公司债券市场的快速健康发展同样离不开对市场风险的控制，这对金融监管提出了更高的要求。《我国公司债券市场发展滞后的制度因素研究》一书从宏观、中观、微观三个层面探讨了如何构建完善的公司债券市场监管体系。宏观是指在政府层面，

需要制定包括《公司债券法》等在内的完备的法律法规体系，健全完善监管体系，以加强对公司债券市场的各行为主体包括发行人、中介机构、投资者等的监管；中观层面是指公司债券市场的自律监管制度的建立与完善，包括中国银行间市场交易商协会、证券交易所以及中央国债结算有限责任公司等；微观层面则是指公司债券市场基础制度建设，包括公司债券的发行主体——众多公司——的现代企业制度、治理结构及内控制度的建立完善、公司债券市场的信息披露制度建设、投资者保护机制的建立等方面。

这本著作对我国公司债券市场发展滞后的制度因素进行了剖析和有益的探索，丰富了我国公司债券市场的研究理论成果。但公司债券市场的发展建设问题是一项庞大的系统工程，涉及公司债券市场的参与者，如公司的现代企业制度建设、债券市场体系建设与债券信用工具创新、多元化机构投资者建设、信用评级与信用担保等中介机构的建设、政府监管与自律组织建设，以及法律法规制度框架建设等许多方面的问题，这些都需要作者进一步思考并继续进行深入研究。同时，该书对从事公司债券研究的各界人士均有一定的参考价值，希望能有更多的同行加入这一研究行列，为我国公司债券市场的进一步发展提出更多良策。

裴桂芬

2012年2月于保定河北大学

目 录

序.....	1
导 论.....	1
第一章 公司债券市场概述	21
第一节 什么是公司债券	21
第二节 公司债券市场的发行制度	23
第三节 公司债券市场的交易制度	29
第四节 公司债券市场的信用评级制度	34
第二章 公司债券融资理论基础	42
第一节 公司债券融资理论述评	42
第二节 公司债券融资的优势分析	70
第三章 我国公司债券市场发展现状及滞后原因分析	77
第一节 公司债券市场发展状况	77
第二节 我国公司债券市场发展滞后的原因分析	99

2

第二节 重视公司债券市场基础制度建设	304
第三节 进一步完善相关的法律制度	318
参考文献.....	321
后 记.....	344

导 论

一、选题背景、研究目的、意义及研究现状

(一) 选题背景

1. 政策背景

2003 年，党的十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》明确指出，“在大力发展资本市场过程中，要积极拓展债券市场，完善和规范发行程序，扩大公司债券发行规模。”2004 年，《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》（通常简称为“国九条”）的第四条进一步提出，“要积极稳妥发展债券市场，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。制定和完善公司债券发行、交易、信息披露、信用评级等规章制度，建立健全资产抵押、信用担保等偿债保障机制。逐步建立集中监管、统一互联的债券市场。”2006 年的政府工作报告第一次明确指出，要“大力发展资本市场”，并“积极稳妥地发展债券市场和期货市场”。2007 年政府工作报告中再次明确提出，要“大力发展资本市场。推进多层次资本市场体系建设，扩大直接融资规模和比重。稳步发展股票市场，加快发展债券市场，积极稳妥地发展期货市场。进一步加强市场基础

性制度建设，推进股票、债券发行制度市场化改革，切实提高上市公司质量，加强市场监管”。2008年12月，国务院召开常务会议，研究部署当前金融促进经济发展的政策措施，提出九条措施，其中第三条指出，“加快建设多层次资本市场体系，发挥市场的资源配置功能。稳定股票市场运行，推动期货市场稳步发展，扩大债券发行规模，优先安排与基础设施、民生工程、生态环境建设和灾后重建等相关的债券发行。”

由此可见，政府高度重视金融市场的建设，为公司债券市场的发展指明了方向。

2. 实践背景

具有发达的资本市场是成熟的市场经济国家的共同特点。资本市场当中除股票市场外，还有一个重要的组成部分就是债券市场，而债券市场主要包括政府债券（含市政债券）和公司债券两部分。自20世纪下半叶以来，公司债券的快速发展成为世界各主要发达国家与新兴市场国家资本市场发展的主要特点之一，在有价证券的三种基本形式（即股票、政府债券、公司债券）中，公司债券已占据资本市场的主要地位。

近年来，我国公司债券规模有一定增长，但企业融资渠道单一、对银行信贷资金过度依赖的局面仍然没有得到明显改善，公司债券市场发展严重滞后。

同美国相比，我国公司债券市场的总体规模偏小。我国公司债券的发债规模从1993年的只有20亿元发展到1997年的255亿元，呈现稳步增长的趋势。但到2000年却下降到83亿元。2004年我国公司债券发行规模为326亿元，2005年达到654亿元，2006年为608亿元，这表明我国公司债券市场的发展还有很大的发展空间。相比之下，美国公司债券市场的规模要大得

多。2004 年年末美国公司债券余额 47000 亿美元，是国债余额的 1.2 倍，占整个债券存量的 20%，与 GDP 之比为 40%（见表 1）。^①

表 1 1993—2000 年中国与美国公司债券发行额比较

年份	中国发债额（亿元人民币）	美国发债额（亿美元）
1993	20	122.5
1994	162	84.6
1995	216	99.7
1996	269	149.6
1997	255	154.4
1998	148	176.6
1999	167	217.4
2000	83	291.2

资料来源：《中国金融统计年鉴》（2001）；US Census Bureau, Statistical abstract of the United States, <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/20070308/data.htm>。根据相关数据整理所得。

我国资本市场的融资结构不合理：一方面直接融资与间接融资比例不协调，另一方面直接融资中股本融资和债券融资比例不均衡。一般来说发达国家以直接融资为主，而直接融资中债券市场规模大于股市规模，其中公司债券市场的规模也不会逊色于股票市场。如美国的直接融资占融资总额的比重高达 88%，其债券市场余额为股票市场市值的 2 倍多；2004 年美国公司债券发行量达到 7112 亿美元，同期美国国债发行量也为 7000 多亿美元，

^① 闫屹、杨智婕、余峰：《中美公司债券市场之比较分析》，《国际金融研究》2008 年第 4 期，第 29—36 页。

公司债券余额 47000 亿美元, 占 GDP 的 40%。^① 而我国则是间接融资比例远高于直接融资, 2004 年我国新增银行贷款 22648 亿元, 占全社会融资总量的比例高达 72%, 而同期股票、国债、公司债等直接融资的新增规模为 8754 亿元, 占比仅为 28%^②; 2006 年我国金融市场直接融资额占国内融资总额比重达到 25% 左右^③, 且直接融资中公司债券所占比重极低。据央行统计数据显示, 2004 年我国公司债券发行为 326.24 亿元, 占债券发行总量的 1.2%, 仅为同期国债发行量的 6.8%; 公司债券余额为 1232.5 亿元, 为国债余额的 5%, 占整个债券存量的 2.4%, 与 GDP 之比仅为 0.9%。^④ 2005 年年末公司债券市场余额只占债券市场总余额的 2.75%。^⑤ 1992—2004 年间, 约有 3541 亿元人民币的公司债券得以发行, 只占 A 股市场融资额的 1/3, 这种状况相悖于 20 世纪下半叶以来世界各主要发达国家债券市场迅猛发展的趋势。

而这种资本市场体系的不完善和融资结构上的严重不合理, 不利于解决我国经济发展中存在的资金供求矛盾, 加大了金融运作成本和运作风险, 不利于推进我国资本市场体系的规范化建设, 也不利于我国经济保持长期快速稳定健康发展。

① 闫屹、杨智婕、余峰:《中美公司债券市场之比较分析》,《国际金融研究》2008 年第 4 期,第 29—36 页。

② 穆怀朋、冯光华、孔燕:《消除认识误区 发展公司债券市场》,《金融时报》2005 年 5 月 12 日。

③ 蔡国兆:《直接融资额占比国内 25%》,《上海证券报》2006 年 1 月 16 日。

④ 穆怀朋、冯光华、孔燕:《消除认识误区 发展公司债券市场》,《金融时报》2005 年 5 月 12 日。

⑤ 中国人民银行金融市场司、中国人民银行上海总部金融市场管理部:《2005 中国金融市场发展报告》,中国金融出版社 2006 年版,第 62 页。

实践证明,发达的资本市场必须以发达的债券市场与股票市场为基础,仅有股票市场单独发展的资本市场只能是一个扭曲和不完整的市场,而如果债券市场中只有政府债券单独发展,这样的资本市场同样是扭曲和不完整的。因此,在我国股票市场初步发展的基础上,从扩大直接融资比重、完善资本市场结构、拓宽企业融资渠道等角度来看,加快发展公司债券已成为我国一个基本的选择。

综上所述,与发达国家以及新兴市场国家(地区)相比,中国的公司债券市场融资规模偏小,占 GDP 比重过低,融资结构不合理,发展严重滞后,既滞后于前述国家公司债券市场的发展,也滞后于国内股票市场的发展。公司债券市场的严重滞后,使得企业部门难以通过市场改善自身的融资结构、传递公司经营信息、降低融资成本;同时,使得本应对银行系统产生的正溢出效应也难以发挥,因为,银行也难以通过持有公司债券而改善自身的资产结构、提高资产的质量、分散风险,而且导致金融资源配置失衡,效率降低。

(二) 研究目的和意义

因此,分析研究我国公司债券市场发展滞后的原因,从制度建设方面探寻加快公司债券市场发展的对策,对保证我国公司债券市场的健康发展、推进资本市场体系的完善、保障经济的持续快速发展具有较大的理论与现实意义。

(三) 研究现状

1. 国外研究文献

公司债券作为现代金融市场中的主要信用形式之一,是各国经济发展不可缺少的融资工具。国外对公司债券市场的研究主要以美、日、英、德等发达国家的公司债券市场为研究对象,其中

从微观角度对公司债券市场的研究属于资本结构理论的范畴。资本结构理论认为债券融资是组成企业资本的主要部分，它与股票融资的相对比例，不仅影响企业的资本构成和企业总价值，而且影响企业的治理结构和经理行为。在资本市场理论中影响最大的是由美国著名财务学家莫迪利亚尼（Modigliani）和米勒（Millen）1958年在著名论文《资本成本、公司金融和投资理论》中提出的“MM定理”，奠定了企业资本结构理论的基石。该定理认为在完善的市场条件下，企业的均衡价值与它的债务权益比是无关的。如果是在有所得税的完善市场条件下，由于借款利息可以税前扣除，企业价值与企业举债量呈线性关系，公司价值会随着负债的持续增加而上升。随后斯蒂格利茨、罗伯特等人证明了存在风险成本的条件下MM定理仍然成立。1976年詹森（M.C.Jensen）和梅克林（W.H.Meckling）在其论文《企业理论：管理行为、代理成本和所有权结构》中，把企业的资本结构与企业的所有权结构相关联，从代理成本的角度研究了企业的资本结构，使资本结构研究与企业理论、信息经济学相关联，从而开创了资本结构研究的新方向，形成了企业融资结构的“激励理

论”、“信息传递理论”和“控制权理论”。激励理论认为在企业投资总额不变的情况下，增加必须偿还的债务，可以减少经理用于个人私利的自有资金，减少偷懒行为，缓和经理和股东之间的矛盾冲突。信息传递理论认为，在信息不对称条件下，外部投资者往往把较高的负债水平视为企业高质量的一个信号，其结论是负债高的市场价值也大。控制权理论指出，由于债务契约与破产机制相联系，股权契约则同保持清偿能力前提下的企业经营权相联系，从某种意义上说，债券融资比股权融资更能有效地防止企业被收购。梅耶斯（Myers）1984年在《企业知道投资者所不知道信息时的融资和投资决策》一文中考察了不对称信息对企业投资活动及融资方式的影响。他通过建立模型解释股票市场对杠杆作用的反应，即所谓优序理论（企业融资啄食顺序理论）：企业为有价值的投资寻找资金时首先会在内部融资，或者如果他们不得不在外部融资的话，他们会发行风险最小的有价证券，只有在股票价格被高估的情况下企业才会发行股票来融资。投资者明白这些动机，并且意识到经理人要比他们自己对企业前景更加了解，因此投资者认为新股发行是“利空”的消息（企业经理人认为其企业的股价被高估了的信号）。威廉姆森（Williamson, 1988）则提出了企业治理学说，从交易成本经济学的角度，分析了企业融资结构与企业治理的关系。他认为，债务与股权不仅仅是不同的融资方式，更重要的是它们是两种可供选择的治理结构。债务治理发挥作用主要通过债务合同中的固定条款来实现，称“条约治理”；而股权治理则赋予经营者更多的自由度，称“随意处置治理”（discretionary governance）。

从宏观金融的角度来研究债券市场，国际学术界更多地集中在对债券市场与经济发展之间的相关性检验的研究上。

2. 国内研究文献

突破企业债券的体制束缚、发展公司债券，“基本实现公司债券市场的国际接轨”，是中国的长期发展方向。虽然在我国公司债券市场起步较晚，但近几年随着对公司债的日益重视，对发展公司债券市场已形成共识，也取得了一系列的研究成果，只是研究的角度有所不同：

第一，分析我国目前发展公司债券市场的重要性和迫切性。一是从整个债券市场的发展来强调我国发展企业债券市场的重要性，如邓建华（2005）《浅谈我国上市公司资本结构的影响因素、问题及政策建议》、黄江（2006）《我国资本市场融资结构分析》、贾立和邱利斌（2006）《中国企业融资结构优化的金融制度分析》、王凯（2006）《中国资本市场发展中的融资陷阱分析》、李洁（2006）《我国企业债券市场的现状、问题及对策研究》等谈到从宏观金融的角度考虑，发展债券市场将成为我国金融体制改革的主旋律；应该全面发展债券市场，增加债券品种，扩大市场规模，尤其是企业债券的发行规模。二是从企业债券融资功能角度进行分析，企业债券融资能够起到税盾、财务杠杆、改善资本结构、对代理人进行“硬”约束、筹集用于并购的“过桥”资金、保持控制权等作用，如张洁（2006）的《发展公司债券市场 完善公司治理结构》、李淑清和龙成凤（2006）的《关于完善我国企业融资结构的几点思考》、安义宽（2006）的《论公司债券的信用功能》、赵妮妮（2005）的《企业筹资方式的比较分析和现实选择》、章晟（2006）的《企业债券融资的比较优势与实证分析》等。在我国发展企业债券融资是一举多得的良好举措，企业债券市场的发展不仅有助于解决目前许多企业普遍存在的融资困难，还有助于企业公司治理结构的建立，更有助于建立信用制度。