

■ 对外经济贸易大学国际商学院管理学文丛

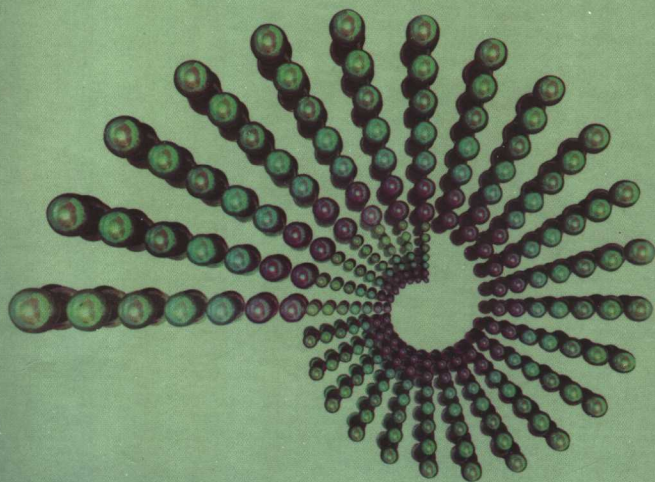
蒋 屏 著



北京市教委共建项目资助出版

# 中国企业债券融资

The Financing of Corporate  
Bonds in China



 中国经济出版社  
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京市教委共建项目资助出版

对外经济贸易大学国际商学院管理学文丛

蒋 屏 著

**中国企业债券融资**  
**The Financing of**  
**Corporate Bonds in China**

**中国经济出版社**  
China Economic Publishing House

**图书在版编目 (CIP) 数据**

中国企业债券融资 / 蒋屏著. — 北京: 中国经济出版社, 2005. 11

ISBN 7 - 5017 - 7278 - 9

I. 中... II 蒋... III. 企业—债务—融资—中国 IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 112169 号

---

出版发行: 中国经济出版社 (100037 · 北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: [www. economyph. com](http://www.economyph.com)

责任编辑: 吴航斌 (办公电话: 010 - 68308644; 电子邮箱: [hangbinwu@126. com](mailto:hangbinwu@126.com))

责任印制: 石星岳

封面设计: 华子图文

经 销: 各地新华书店

承 印: 北京东光印刷厂

开 本: 880mm × 1230mm 1/32

印 张: 7.375 字 数: 175 千字

版 次: 2005 年 11 月第 1 版

印 次: 2005 年 11 月第 1 次印刷

印 数: 1 - 3000 册

书 号: ISBN 7 - 5017 - 7278 - 9/F · 5847

定 价: 19.80 元

---

版权所有 盗版必究

举报电话: 68359418 68319282

服务热线: 68344225 68369586

## 出版说明

我社以中国经济为名，那么瞩目经济现实、映照本地风光当属我社倾心竭力的出版方向之一。近年来，通人作媒引介了不少经济学、管理学译著，这些迳译流转、梓刻辛劳在引进西学新知、开阔国人眼界方面，功不可没。然而，学术翻译终究不可以完全替换自家见识，将中国学术的终身大事托付西洋文化，亦有失偏颇，西学尝论“地方性知识”一说，学人当有所警醒。中国的发展，与国际接轨的趋势自然不可阻挡，但在既趋将趋之际，未成将成之时，总有诸多学问虽自成格式，却真实有效。名其学问，为经世济用；言其真实，是处于国情限定之下，围绕“中国经济”这一主题，发出富有学术理性的声音。它们或为前瞻预言，或为结而论之，甚至是即席评点，逐节成文，然而不管是哪一种形式，却有共同的特点——有助于解决实际问题。中国的学者深入到中国的真实，以开放的世界眼光探求中国的经济走向，论证的主题、运用的方法、援引的数据以及尤为重要的——节制的姿态，都昭示着国内学术研究的日益规范与成熟。

这些专门的学术研究，虽然视角有别，方法各异，但在关怀

的主题、探究的趋向方面，皆在“中国”二字得以交叉。假如能适时地汇而编之，系统出版，面向学界，满足学人殷切之期待；于实务参照，则寻症究结，切中之论，裨其高屋建瓴，延展视界；在出版推动而言，我社既以“中国经济”为名，自然责无旁贷，倘收微功之效，洵可欣慰也。

职是之故，此次以“商学前沿学术文库”为丛书纲目，冀在收散归整，将学界中未成条理之单行本系统辑录，一并出版，庶几蔚为大观，有利于研读参观，相互发明。于当下之读者，可致连带左右，索源更易；于来日之读者，不致探失求佚，无功而返。此种出版计划，幸蒙学界大力支持，并获国内多所知名商学院切近襄助，“商学前沿学术文库”可望薪传流长，伴随中国经济之发展，辉芒熠熠。

丛书辑录之时，虽求风格一致，融洽齐整，然而限于人力时日，在注释体例、编排格式诸多方面未臻尽美。对此，尚希读者见谅，既登梨枣，广布深传，衷心期待学人指正，出版事务因此得益，学术前途循而光明，文化同人，均感荷无极也。

中国经济出版社第一编辑部

2005年11月

\* 编辑主页：[www.bncf.com.cn](http://www.bncf.com.cn)

# 内容提要

---

企业利用国内公司债券融资，可以改善企业资本结构，降低融资成本和完善公司治理结构。本书运用企业融资理论，对企业债券市场的规模以及企业的融资行为进行了定性研究，并辅之多元统计定量分析方法，从我国上市公司融资行为的角度对企业运用公司债券融资进行研究。研究内容分为三篇六章。

首先，分析了国内企业债券融资的环境。主要考察了中国企业债券市场的现状和现有的监管模式，对公司债券市场进行了国际比较，并通过实证研究分析影响我国企业债券市场的宏观因素，从而说明中国发展企业债券市场的巨大发展空间。然后，在对现有的研究成果梳理和分析的基础上提出发展中国企业债券市场需要在制度上进行改革，这些改革包括：发行制度的改革、债券利率市场化、建立健全债券信用评级制度、大力发展二级市场引入做市商制度以及推进金融系统的整合和改革。通过以上的改革，促进中国企业债券市场的发展，并为企业的多元化融资创造良好的市场环境、提供更多的融资渠道。

其次，在企业融资理论文献综述的基础上，分析了中国企业的特殊股权结构情况，上市公司在债务融资和股权融资方面偏好股权融资；由于历史发展的渊源，企业若采用债务融资，则更偏好银行贷款而不重视发行企业债券。另外从管理层角度分析了企业的融资行为，通过采集上市公司总经理持股数据的实证研究表明：总经理在持股比例较大时，为了保护总经理他们自身的利

益，公司一般采用稳健的融资政策，当公司需要资金时通常通过增发新股筹集，而少举债。但是，随着总经理持股比例的减少，融资决策的随意性较大。

最后，本书提出了中国企业债券融资的发展思路：第一，非流通股要全流通，在推进全流通过程中，对现有非流通股可采用备兑证、股转债的形式；第二，随着我国利率市场化的进程，有必要重新启动国债期货市场；最后，规避利率风险除了国债期货市场外，还应该逐步推出一些金融衍生产品，如远期利率协议，利率互换，利率顶，利率套等。

# ABSTRACT

---

To raise the capital with domestic corporate bonds can improve the capital structure and the corporate governance, and help corporations to reduce their financing costs. Under the guidance of the firm's financing theories, the research of the size of corporate bonds financing and firm's financing behavior have been done through the application of qualitative analysis combined with quantitative analysis of multivariate statistical, taking into account the financing behavior of listed companies. This book consists of three parts and six chapters.

In the first place, focused on the financing environment of corporate bonds in China, this book analyzes external environment of corporate bonds financing, including the status, legal and regulatory framework of Chinese corporate bonds market, and compares domestic corporate bonds market with international corporate bonds market, demonstrating the macro - economic factors to influence domestic corporate bonds market, and a large room for China to promote corporate bonds market. Then, having reviewed the academic papers and research in this field, a conclusion has been reached that, to influence the development of corporate bond in China, reforms of the systems of corporate bond should be carried out, including: 1) the system of initial issuance of corporate bonds and rate in marketlization; 2) credit ratings; 3) secondary market; 4) introduction of the marke

t - makers; 5) financial system and optimization of the allocation of financial resources. Chinese corporate bonds market will be developed rapidly, thus providing a variety for firms to diversify financing structure and creating a good environment for corporate bonds market through the reform of the systems.

Secondly, based on the firm's financing theories and literatures reviewed, the book deals with the analysis of the behavior of the corporations' financing. Owing to the unreasonable ownership structure and highly non - tradable shares, Chinese listed companies have the preference of equity financing to debts. If company took the debt refinancing, they would have the preference of bank loan to bonds. On the other hand, the characteristics of the top managers' refinancing behavior are similar to those of the companies. By collecting data from the top managers' holding shares of listed companies, the empirical analysis shows that the more shares top managers hold, the more conservative financing policies the firms would carry out, trying to raise capital via right issues other than debt refinancing. However, it is shown that top managers with few shares will finance at discretion.

Last but not the least, the prospects for the development of Chinese corporate bonds financing have been seen. They are as follows: 1) the non - tradable shares are traded freely on the market; 2) the futures market of government bonds should be resumed; 3) derivative instruments of the interest rates are provided progressively, such as forward rate agreement, interest rate swap, and so on.

# 序 言

---

## 中国企业运用企业债券的现状

债务融资和权益融资是企业长期资金的两大来源。在中国，企业通过权益融资，主要是发行股票融资<sup>①</sup>，但能够上市的企业还只是少数。到2003年，当年发行新股融资只占国内生产总值的4.3%<sup>②</sup>，而企业向金融机构贷款数额占国内生产总值的31.89%<sup>③</sup>。因此，大多数企业需要采用债务融资。但是在债务融资中，考虑利率的变化，大多数银行不愿意向企业提供超过5年以上的长期贷款，企业为了筹集长期资金，另一个非常重要的渠道就是发行公司债券。公司债券是股份制公司发行的一种债务契约，公司承诺在未来的特定日期，偿还本金并按事先规定的利率支付利息。

事实上，企业运用公司债券融资，不仅可以改善资本结构、降低融资成本，而且还可以优化治理结构。债券融资降低企业融资成本有两种途径：一是，与银行贷款相比具有比较优势，因为债券融资是通过承销商向众多投资者直接融资，而金融中介的竞

---

① 在国外，权益市场还指企业发行附有认股权证特征的融资工具。

② 根据《2003年中国统计年鉴》数据计算。在国际上，为了数值的可比性，通常融资工具使用的情况用占国内生产总值的百分比来表示，本书后面的叙述中均采用这一表述方法。

③ 计算同上。

争往往比商业银行间的竞争更为激烈，使得中介费下降，还可以避免同所有可能的放款者达成贷款协议的艰苦的谈判过程，从而降低债务融资成本；二是，发行公司债券，企业可以量身定做资产和负债的组合，降低到期日和资产负债表中货币不匹配的风险，从而降低公司的总成本。除此之外，企业运用公司债券融资，还可以稳定国家金融体系，降低银行风险。发达资本市场是债券市场与股票市场相互促进与相互支持的，仅有股票市场的单独发展是欠成熟市场的表现。然而，在中国，企业发行债券这一融资行为并不为之广泛使用，截止到2003年底，中国企业发行债券筹集资金仅占国民生产总值（GDP）的0.30%<sup>①</sup>，中国企业债券市场滞后于股票市场是显而易见的。因此，要解决中国企业债券市场滞后的问题，一方面要从理论上认识到发展企业债券的好处，另一方面要结合中国实践找出中国企业债券市场滞后的原因。所以，近些年来，中国许多学者从多方面对中国债券市场进行了研究。比如，张东升（2000年）主要从国债市场、金融债券市场、企业债券市场、地方债券市场以及中国债券市场的国际化角度分析，但并未涉及企业的融资行为。而苏宁华（2002年），虽然立足于企业债券市场，也分析了企业的融资行为，但更多地侧重宏观和市场的角度，着重分析了信用评级制度。肖林等（2003年）则从中国债券市场结构优化战略、中国债券市场运行扩展战略、中国债券发行与资信评级案例这几方面分析中国债券市场的发展，他们在研究中也涉及了发达国家的债券市场，但分析的角度仍然是从宏观的角度分析，并没有将中国具体的债券市场数据与美国等国家的具体数据进行比较。另外，还有些学者则主要涉及某一具体方面的研究。例如，袁东（2001）、巴曙松（2003，2004）、王国刚（2003）以及赵锡军（2003），他们针对

---

<sup>①</sup> 同上。

发行制度进行了相关的研究；张鹏、谢刚等（2003）、赵敏敏（2003）主要针对利率市场化；姚长辉、廉晓红等（2003）、李焰（2003）、詹正茂、陈刚等（2003）则对债券市场的信用评级进行了研究；还有一些研究也分析了国外证券市场，如高小强（2003）、王一萱（2004）他们分析了美国债券市场以及韩国债券市场和新兴市场，但是，缺乏中国债券市场数据与这些国家债券市场数据的对比分析。总之，这些学者主要从宏观环境和市场角度对中国企业债券市场作了分析，他们的研究对发展和推动中国企业债券市场无疑起到非常重要的作用。

然而，关于中国企业如何利用债券市场，企业融资行为与债券市场的互动关系的研究则几乎是空白。企业债券的发展离不开发行主体的融资行为和宏观环境的改善，基于企业如何有效地运用债券市场，债券融资中如何规避利率风险，本书根据收集、整理和积累的资料，一方面，在宏观层面上将国内企业融资方式与国外发达国家和新兴市场国家企业融资方式进行比较，另一方面，从企业角度和总经理持股的微观层面上分析企业的融资行为，通过宏、微观的结合从而说明中国企业债券融资的巨大发展空间。随着公司治理的改善，企业的融资方式会趋向多元化，期望其的研究工作有利于促进中国企业债券市场的发展，对企业的融资决策者在选择融资方式和政策的制定者们在引导债券市场发展方面有一定的借鉴作用。

2004年2月2日，国务院颁布了《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》（以下简称“九条”），提出了“要更大程度地发挥资本市场优化资源配置的功能，……，建立有利于各类企业筹集资金、满足多种投资需求和富有效率的资本市场体系；完善以市场为主导的产品创新机制，形成价格发现和风险管理并举、股票融资与债券融资相协调的资本市场产品结构；”“完善证券发行上市核准制度。健全有利于各类优质企业平

等利用资本市场的机制，提高资源配置效率。”<sup>①</sup> 有关公司债券方面，在“九条”中的第四条就强调指出：“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。”因此，中国企业债券市场即将面临着一个大发展。

## 本书的结构框架

本书运用企业债权与股权融资、银行贷款和发行债券比较等理论，对企业债券市场的规模以及企业的融资行为进行了定性分析，并辅之多元统计的定量分析方法。为了便于读者理解本书的内涵和阅读，对以下几个概念作一界定。

1. 从严格意义上讲，由于发行主体的不同，公司债券与企业债券是不同的，但具体到中国的实际情况，贯穿于全书均采用了一个较为广泛地称谓：企业债券，并将企业债券和公司债券混称，在做国际公司债券市场比较时也是如此。

2. 为了研究中国企业融资偏好和考虑收集资料的可得性，本书的研究主体是上市公司，但并不影响对非上市公司的借鉴作用。

3. 企业的融资行为主要指企业通过不同渠道筹集所需资金，如银行贷款、发行企业债券，发行 A 股、B 股或其他股权融资等。本书涉及的股权融资只涉及 A 股，并不涉及其他类型的股票融资。

---

<sup>①</sup> 参见：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 [R]，第 2 条至第 3 条。

企业利用债券融资，在受到企业债券市场发展制约的同时，还会受到企业本身的治理结构的影响，因此本书的研究思路主要从两条主线出发，一是分析中国企业债券融资的宏观环境，一是分析企业的融资行为，最后汇集到发展中国企业债券融资的思路，提出企业要利用中国债券市场融资，完善公司治理需要推进股票的全流通，外部环境需要发展为企业提供规避利率风险的衍生金融工具。虽然本书的研究也涉及到宏观环境，但是有别于其他学者研究的不同之处在于，最终还是从企业的融资行为的微观层面考虑中国企业债券的发展。因此，本书的结构框架如图 1 所示。

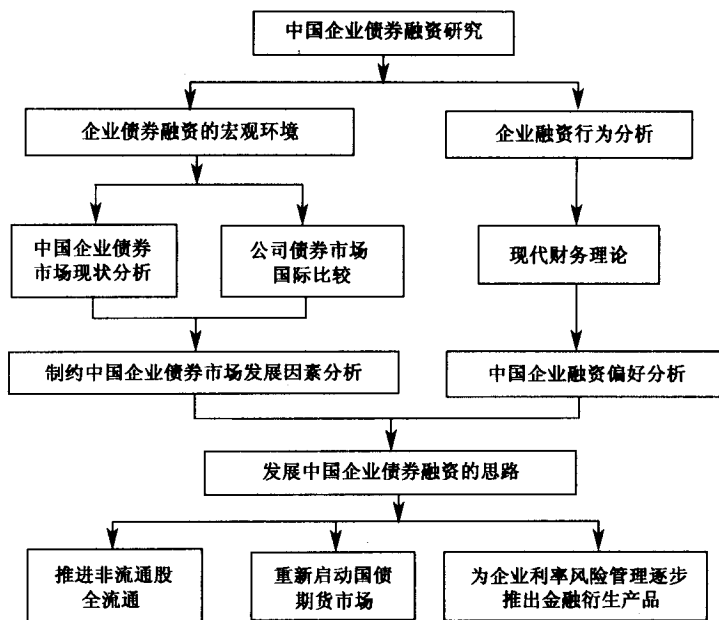


图 1 全书结构框架

## 本书的主要内容及其特点

全书共分三篇六章。

第一篇，企业债券融资的环境分析。在这一篇中，第一章中国企业债券融资的外部环境，主要分析中国企业债券市场的现状和现有的监管模式，与发达国家债券市场和新兴市场相比较，中国企业债券市场的发展规模，并辅之以实证分析得出企业可利用的中国企业债券市场具有巨大的发展空间的结论。第二章中国企业债券的市场环境，主要梳理了现有的研究，得出要发展中国企业债券市场需要在制度上进行改革，这些改革包括，发行制度的改革；债券利率市场化；建立健全债券信用评级制度；大力发展二级市场，引入做市商制度；推进金融系统的整合和改革。

第二篇，企业融资行为分析包括两章。第三章对企业融资理论文献进行了综述，介绍了资本结构理论的发展，企业债券与股权融资理论，以及企业银行贷款和发行债券的比较理论，并从国家金融体系、企业规模、企业成长机会以及经济环境的不确定性对企业融资行为的影响进行了阐述，为后面章节分析企业融资行为奠定了理论基础。第四章中国企业融资行为分析。本章在阐述企业债券和股票特点的基础上，对企业债券成本和股票成本进行了比较，然后从企业角度分析对融资方式的选择，由于中国特殊的股权结构和大部分股票属非流通股，中国上市公司只注重显性成本而不重视隐性成本，因此在债务融资和股权融资方面更偏好股权融资。如果采用债务融资，则更偏好银行贷款而不重视发行企业债券，通过分析历史渊源，银行贷款这种债务的硬约束实际上软化了。另外从管理层角度分析了企业的融资行为，通过采集上市公司总经理持股数据的实证研究表明：总经理持股比例越高，在融资决策时，越不愿意使用长期负债融资，因此，此类公司，主营利润、净资产收益率与长期负债比率呈高度的负相关，

财务杠杆不会给股东带来更多的收益，即长期负债比率越高，股东的收益率越低，长期负债比率越低，股东的收益率越高。这种行为可以解释为总经理与公司的利益相关时，为了保护自身的利益，公司一般采用稳健的融资政策，当公司需要资金时通常通过增发新股筹集，而少举债。但是，随着总经理持股比例的减少，公司长期负债比率与总经理持股无关，在此条件下，长期负债比率与净利润和净资产收益率也不存在相关性，这说明当总经理不持有股或持股很少情况下，融资决策随意性较大。

第三篇，发展中国企业债券融资的思路。这一篇主要有两章，最后一章是本书的研究总结和不足。这一篇的第五章，发展中国企业债券融资的思路主要根据前面的分析，提出要发展企业债券融资问题，可以从三个方面入手：第一，非流通股要全流通，这是解决中国上市公司治理的一个重要部分，只有这样，企业的融资行为才会考虑以企业价值最大化为目标，企业融资才会根据企业的具体情况做出理性的选择。要做到股票的全流通，本书提出可以借鉴香港在1998年反击国际炒家的战役中购买蓝筹股后对那些股票的处理，推出备兑证；对新上市公司逐步加大流通比例；加快商业银行的改革，在此前提下对国有股实行股转债。第二，随着中国利率市场化进程的进行，一旦利率市场化后，企业利用债券市场也会面临着利率风险，如何规避风险，为企业创造更有效地利用债券融资的环境，就有必要重新启动国债期货市场。最后，规避利率风险除了国债期货市场外，还应该逐步推出一些金融衍生产品，如远期利率协议、利率互换、具有期权特征的利率衍生产品。所有这些衍生产品中，目前国债期货最具备条件。

本书有别于其他类似研究的特点主要体现在以下几个方面：

1. 研究方法的创新。过去有关企业债券的研究基本上是从宏观角度进行分析，或从微观定价角度。而本书则将宏观环境与微观行为相结合，最后集中在发展中国企业债券融资的思路，这

种研究方法尚属先例。此外，运用总经理持股进行实证分析企业融资行为这一方法也属先例。

2. 将中国企业债券市场的发行量、股票发行量、银行中长期贷款以及中国一些经济指标进行国际比较，说明了中国债券市场具有很大的发展空间。

3. 通过梳理相关中国企业债券市场的研究，提出要发展中国企业债券市场首先要进行一系列制度改革。

4. 针对中国的特殊股权结构，从显性成本和隐性成本角度分析为什么中国上市公司偏好股权融资。

5. 提出企业要利用债券市场融资，发展中国企业债券融资的思路首先要改革现有的股权结构，实现股票的全流通，为了减少对市场的影响，建议采用备兑证、将国有股权转为债权的形式；其次，要为企业规避发行债券面临的利率风险提供套期保值的工具，应该重新启动国债期货市场；最后随着利率市场化和金融改革、监管的完善，企业将面临利率风险，为此，中国还应该为企业逐步推出利率衍生产品，考虑利率衍生产品之间的关系，因此推出这些衍生产品可采用远期利率协议→利率互换→利率期权这一渐进过程。