



暨南大学产业经济研究院**博士文库**

A Series of Ph.D. Dissertations of Institute of Industrial Economics, Jinan University

Study on Corporate Debt Structure and the Choice of Bond
and Loan in China

企业债务结构和 债务工具选择研究

李湛 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press



暨南大学产业经济研究院博士文库

企业债务结构和 债务工具选择研究

Study on Corporate Debt Structure and
the Choice of Bond and Loan in China

李 湛/著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业债务结构和债务工具选择研究 / 李湛著 .

—北京: 经济科学出版社, 2012. 7

(暨南大学产业经济研究院博士文库)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2176 - 6

I. ①企… II. ①李… III. ①企业债务 -
研究 IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 166927 号

责任编辑: 杜 鹏 黎子民

责任校对: 王苗苗

责任印制: 王世伟

企业债务结构和债务工具选择研究

李 湛 / 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

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191537

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

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

北京中科印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 9.5 印张 250000 字

2012 年 7 月第 1 版 2012 年 7 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2176 - 6 定价: 28.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 88191502)

(版权所有 翻印必究)

本书得到了教育部人文社会科学研究青年基金项目“上市公司债券融资需求、工具选择和监管机制设计研究”（11YJC790092）、广东省哲学社科“十一五”规划一般项目“企业债券市场监管分权竞争和集权整合的选择研究”（GD10CYJ12）、第49批中国博士后科学基金面上项目（20110490928）以及暨南大学产业经济研究院博士文库出版基金的资助。

《暨南大学产业经济研究院博士文库》

编 委 会

丛书主编

朱卫平

丛书编委

张耀辉 聂普焱 苏启林 顾乃华 周 浩

《暨南大学产业经济研究院博士文库》

总 序

暨南大学产业经济学科源于1963年我国著名工业经济学家黄德鸿教授领衔建立的工业经济专业，1981年获硕士学位授予权，1986年获博士学位授予权，是华南地区最早的经济类博士点，1996年被评为广东省A类重点学科，是国家计委批复立项的暨南大学“211工程”重点项目之一。2002年本学科被批准为国家重点学科。2007年5月以优异的成绩通过了教育部组织的国家重点学科考核评估，继2002年后再次被确定为国家重点学科。

产业经济学科成为国家重点学科后，通过从“十五”到“十一五”期间的强化建设，在学科方向凝练、学术团队建设、人才培养、科学研究、为地方经济建设服务、国内外学术交流、教学科研条件建设方面均有了长足的发展，基本实现了“将本学科建设成为具有国内一流水平的学科”的建设目标。

为了进一步加强产业经济学国家重点学科的建设，我校于2006年成立了产业经济研究院。建院近5年来，产业经济学科团队先后承担了国家社会科学基金重点和面上课题、教育部哲学社会科学重大项目、国家自然科学基金重点与面上课题10多项，省部级课题20多项，国际组织资助或国际合作项目3项，研究经费人年均达到15万元；大量高水平研究成果不断形成，在SSCI、国内权威期刊和CSSCI期刊发表论文200余篇。在为地方经济建设服务方面，先后承担了各级政府部门和企事业单位委托的横向课题40多项，提交各类研究报告40多篇，多人多次参与了广东省经贸委主持的“产业结构调整方案”的制订和论证、广东省及多个市（区）的“十一五”规划的制定和“十二五”规划的前期研究，多人受聘担任广东省政府决策咨询顾问、发展研究中心特约研究员和知名企业顾问。广东省政府委托胡军教授主持“广东省工业产业竞争力研究总报告”研究，最终成果获得广东省委、省政府主要领导的高度评价，成为广东省政府作出相关决策的重要依据，并荣获广东省人文社会科学研究成果一等奖和教育部人文社会科学优秀成果二等奖。

本学科一直重视博士、硕士研究生的理论研究能力的培养。1987年以来，本学科共招收博士研究生200人，博士后20多人。博士研究生日益成为本学科重要的研究力量，

他们在理论研究上屡有建树。如本专业毕业的钟阳胜博士的博士学位论文《追赶型经济增长理论》综合运用经济学理论和史学知识，突破了经济增长理论以发达国家为对象的传统，明确提出了发展中国家和地区的经济增长问题，全面系统地阐述了发展中国家和地区的经济增长理论，强调人作为主体在经济增长中的中心地位和作用，被认为是该领域重要的创新和突破，被评为全国十佳经济读物，并在第47届法兰克福国际图书博览会参展。该书再版4次，发行量达4.8万册。王聪博士的博士学位论文《我国证券市场交易成本制度研究——关于中国证券市场的SCP分析框架》获全国百篇优秀博士论文称号，实现了暨南大学在该奖项上的零的突破。此外还有多位博士毕业生的学位论文获得广东省优秀博士论文称号。2007年我们已经出版了《产业经济学博士文库》共10册。为了展示近年来本学科博士研究生的优秀研究成果，我们决定继续出版《暨南大学产业经济研究院博士文库》系列。

朱卫平

2010年5月于暨南园

前 言

经过 30 多年金融体系改革，虽然中国的金融结构依然是以银行为主导，但资本市场的发展使企业直接融资规模占比接近 1/3。2011 年企业发行债券 22582 亿元^①，发行股票 7017 亿元，新增贷款 74714 亿元，债券和股票成为继贷款之后企业重要的融资渠道，尤其是企业债券已经成为第二大融资平台。银行贷款在企业融资中所占的比例正逐步下降，中国企业正在经历“债务结构”的转型，“金融脱媒”的现象初现端倪，这引起了理论界和实务界的广泛关注，只有发现这一重大历史进程的动力源泉，才能理解其转型路径并把握中国债务结构演变的规律。

本书首先梳理出国内外有关企业债务结构与债务工具选择的理论脉络，深入比较了美欧日企业债券特点和发行监管制度的安排。以企业债务结构作为分析起点，采用多种实证研究的方法，从宏观和微观不同角度对我国企业的债务期限结构和债务工具选择问题进

^① 本书所研究的企业债券是指中国非金融企业发行各类债券，包括发改委审核的企业债、中国人民银行和交易商协会监管短期融资券和中期票据、证监会审核的公司债和可转换债券。文中一般表述为企业债券或者企业发行债券，如果仅指发改委审核的债券我们简称为企业债。数据来自 WIND 金融数据库、中国人民银行与证监会官方网站，以下数据出处相同。

行了系统的研究。首先在制度层面上阐述了我国银行主导融资下企业债券市场的发展,分析了银行贷款契约和企业债券契约的特点以及赖以存在的法律、金融监管和政府干预等外部治理机制;接着运用时间序列实证研究了我国宏观整体债务结构的演变规律,进一步通过省际面板数据分析了我国不同地区债务融资结构的影响因素;从微观角度,先运用增量法 GMM 计量分析了企业债务期限和债务工具的选择,再把金融管制和外部治理环境指数纳入 PROBIT 模型中考察了我国企业债务融资工具的选择问题。研究表明债券和贷款的选择不仅由债务工具本身的属性特征和发债企业的财务状况决定,而且也受金融管制和各地区外部治理环境的影响。进一步剖析企业发债需求和工具选择的内在机理。最后对我国企业债务融资工具的选择以及企业债券市场的发展提出了相应的建议。

一、通过对我国企业债务期限结构以及工具选择细致地进行统计分析,发现三个问题有待解释:

1. 目前我国企业的债务融资格局,银行贷款仍然占据大部分,企业债券市场近年虽有较快的发展,但份额依然较小。与此同时,我国企业的债务期限结构过于短期化。债务期限短期化是否与企业债券市场发展滞后有一种内在的联系?最近几年国内学者对我国上市公司债务期限结构的研究也涉及到了企业债券市场,不过多数仅从外部制度的角度进行探讨,没有更深入地研究债务期限与债务工具选择的关系以及对金融市场格局的影响。我国银行融资主导下企业债券市场发展的微观机理是什么?银行贷款与企业债券是替代还是互补?

2. 通过考察我国企业 1998~2009 年发放的 3200 笔各类债券和银行贷款。发现外部治理机制好的地区,法律执行、市场化程度和金融设施越好的地区,其企业会更多地选择银行贷款,外部治理机

制差的地区，当地企业相对外部治理机制好的地区会选择更多的企业债券。为什么我国债务工具的选择不符合传统的债务契约治理理论？即银行贷款作为关系型契约相对于市场型契约企业债券来说更适合外部治理机制差的地区，这种债务融资选择悖论的原因何在？

3. 2007 年公司债推出后就成为非金融类上市公司首选发债工具，但不到一年，中期票据 2008 年登台亮相后，当年就超过了公司债的发行额。2011 年这种情况又开始反转，上市公司发行公司债的需求大幅增长，2011 年公司债发行额为 1291 亿元，超过了上市公司中期票据 1089 亿元的融资额。公司债和中期票据这种此消彼长的现象值得深思，上市公司对公司债和中期票据偏好改变的内在机理是什么？

二、本报告通过对企业债务期限结构的选择、发债与贷款的选择、发债工具公司债与中期票据的选择三个环环相扣的实证研究来解开上述三个谜团，其内在机理如下：

1. 企业通常从最低融资成本角度寻求最佳债务融资期限结构。短期债务契约可以增加放款人的流动性，减少借贷双方的代理问题，这和现实中的银行贷款比较吻合；长期债务契约可以减少借款人的流动性风险、交易谈判成本，这和企业债券的特点接近。于是，企业对短期与长期代理成本这些矛盾因素进行权衡就可以获得最优的债务期限结构。最优债务期限结构决定了企业最优的债务融资工具选择，这又决定了信贷市场和企业债券市场的最优边界。

2. 企业的特征、债务契约的属性和企业债务工具选择的经典理论是一致的。但外部治理环境与国外债务工具的理论相反是我国特有的金融分业监管和管制结构所造成。对微观企业融资工具选择行为以及省级债务结构的面板数据实证都表明：这种悖论源于我国金

融监管部门对企业债券和银行贷款的管制强弱造成地方政府对企业债务选择的干预程度高低，最终导致了各地公司面临不同债务融资环境的理性选择。金融管制和行政干预成为法律等正式外部制度的替代机制。

3. 由于发行管制强度不同，导致了上市公司会优先发行在交易商协会注册的中期票据而不是由证监会审核的公司债。研究发现：证监会对上市公司发债的高门槛使得发债公司并没有表现出更佳的财务特征，相反规模大、自由现金流充沛的公司会偏好中期票据。公司债严格管制的另一个后果是交易所债券市场的份额萎缩，使得公司债的流动性下降。为了弥补流动性的损失，公司债的票面利率高于中期票据，这又导致上市公司更偏好发行中期票据。2011年公司债发行程序简化，对大型优质上市公司开通绿色通道，核准时间压缩为一个月以内，甚至快于中期票据的发行，管制的放松使公司债的融资需求迅速出现反弹。

三、美日欧公司债券市场建设和制度设计的经验

1. 美国公司债券市场灵活自由的发行制度，充分的信息披露、完善的债权人保护机制和对发债公司高管违法行为的严刑峻法是其成功的经验。

2. 日本监管部门对公司债券发行管制渐进放松、逐步废除了公司债券银行托管制度，降低公司债发行费用，直至取消公司债发行原有的严苛条件，保护债权人利益。发行管制的放松和市场的培育是日本公司债券市场崛起的关键因素。

3. 欧洲公司债券市场发展经验就是将欧元地区公司债券的监管重点放在信用违约风险和市场透明度这两个方向，在保持市场投资者、融资者对于信用中介机构和市场监管机构有充分信心的基础上，促进公司债券市场的平稳发展。

四、对我国企业债券市场发展的启示和建议

1. 近年企业债券市场崛起的主要推动力是发行管制的放松，而市场化监管的主体是中国人民银行（交易商协会）。证监会由于发债审核偏严，基本上错过了债券市场的前一个高速成长期，使得公司债发行增长缓慢，交易所债券市场也面临边缘化的危机。

2. 多部门监管虽然会导致监管套利，但其权力的竞争一定程度上提高了债券发行和交易效率，促进债券市场创新，适应了企业发债迅速增长的需求。

证监会进一步放松发行管制，对公司债的审核向注册制靠拢，缩小与交易商协会中期票据发行制度的差距，同时大力推进公司债的私募发行，建立包括非上市中小企业、创业板、中小板和主板的私募发行制度。这样可以满足不同公司和机构的投融资需求。发行管制的初衷是通过事前的审核降低违约风险，当放松管制时，对投资者的保护制度必须建立起来，如债券的保护性条款，债券受托管理人、独立可靠的信用评级公司，发债公司的充分信息披露，对发债公司高管欺诈的严厉惩罚机制。只有债券市场的基础设施得到良好的发展，管制放松下的公司债券才不会出现因大量违约引起重新管制。唯其如此，中国公司债券市场才能长期稳健地发展。

3. 加快场内外债券市场的互联互通与共同发展。

(1) 上市银行已获准进入交易所债券市场，参与债券交易，因此交易所和银行间债券市场将被进一步打通。同时加强报价、结算和机构投资者市场准入等制度的对接；由于交易所和银行间债券市场交易特征本身有所不同，可以差异化竞争，交易所以市场竞价撮合辅之做市商制度，通过投资者分层设计，满足个人投资者和机构投资者，规避风险。

(2) 大力培育债券基金等长期的机构投资者，使基金管理公司

有能力配置更多公司债，增加交易所公司债的流动性，降低公司债的发行和交易成本。

(3) 推动债券产品的创新，逐步推广中小企业高收益债券，开发一些具有衍生特征的公司债券产品和债券基金产品，满足债券投融资者的新需求。

目 录

第1章 绪 论 / 1

- 1.1 问题的提出和研究意义 / 1
 - 1.2 相关概念的界定 / 3
 - 1.2.1 企业债券 / 3
 - 1.2.2 债务结构 / 4
 - 1.3 研究思路及方法 / 4
 - 1.3.1 基本的逻辑思路 / 4
 - 1.3.2 主要方法 / 5
 - 1.4 研究内容的安排 / 5
 - 1.5 研究贡献 / 8
-

第2章 文献综述与理论分析 / 10

- 2.1 国外债务工具选择和债务结构的理论文献 / 11
 - 2.1.1 代理成本假说 (The Agency Cost Hypothesis) / 11
 - 2.1.2 不对称信息假说 (The Asymmetric Information Hypothesis) / 13
 - 2.1.3 债务再谈判假说 (The Debt Renegotiation Hypothesis) / 20

- 2.1.4 发行成本假说 (The Flotation Cost Hypothesis) / 22
- 2.2 国外企业债务结构和债务工具选择的实证研究 / 23
 - 2.2.1 宏观经济因素 / 23
 - 2.2.2 行业因素 / 26
 - 2.2.3 企业特征 / 28
 - 2.2.4 债务契约属性 / 31
 - 2.2.5 外部制度环境 / 32
 - 2.2.6 金融管制 / 36
- 2.3 国内债务工具选择和债务结构的理论和实证文献的评述 / 40
 - 2.3.1 国内债务工具选择和债务结构的理论研究述评 / 40
 - 2.3.2 国内债务工具选择和债务结构的实证研究述评 / 42
- 2.4 本章小结 / 46

第3章 企业债券市场发展与监管的国际经验 / 52

- 3.1 从国际比较看我国债券市场的发展潜力 / 52
- 3.2 从美国债券市场经验看我国公司债券市场的发展方向 / 54
 - 3.2.1 美国公司债券市场规模 / 54
 - 3.2.2 美国公司债券市场结构 / 57
 - 3.2.3 美国公司债投资者结构 / 60
 - 3.2.4 美国公司债券市场发展的历程 / 61

3.2.5	对中国公司债券发展的启示	/	62
3.3	美国公司债券灵活丰富的发行制度	/	64
3.3.1	美国公司债券公募发行制度	/	64
3.3.2	美国公司债券市场私募发行制度及监管原则	/	70
3.3.3	公司债券债权人利益保护制度	/	76
3.4	日本公司债券市场的发展概括	/	78
3.5	日本公司债券监管制度的变迁	/	82
3.5.1	日本公司债发行制度的演进：从管制到 放松管制	/	82
3.5.2	日本公司债券发行上市与投资人保护制度	/	85
3.6	欧元区公司债券市场及发行上市监管 制度分析	/	87
3.6.1	欧元问世前欧洲公司债券市场的发展	/	87
3.6.2	欧元问世后一体化公司债券市场迅速发展	/	90
3.6.3	欧元区公司债券的监管制度	/	93
3.6.4	欧元区公司债券市场监管特点的总结	/	99
3.7	国内外企业债券市场的对比	/	100
3.8	本章小结	/	103

第4章 中国债务工具与监管制度分析 / 105

4.1	金融市场格局	/	106
4.1.1	银行主导型融资模式的确立和发展	/	106
4.1.2	资本市场的兴起与融资渠道多样化	/	109
4.1.3	信贷市场和企业债券市场的期限结构比较	/	119
4.2	金融市场的监管	/	126
4.2.1	中国银行信贷监管的演变	/	126