

中国企业债券融资的环境

资本市场是企业的财务资源，研究中国企业的债券融资不可能脱离中国企业债券市场的分析，包括企业债券市场的规模、发展和现有的监管法规。同时发达国家和新兴市场国家的债券市场的发展状况和经验对研究中国企业债券融资具有重要的借鉴作用。因此，本篇主要以中国企业债券融资的外部环境和市场环境分析作为切入点，研究中国企业债券市场的潜力。

第 1 章

企业债券融资的外部环境

在中国，公司债券又称为企业债券，严格意义上讲，企业债券与公司债券是不同的。从发行主体来讲，公司债券的发行主体是股份有限公司，而中国企业债券的发行主体主要限制在国有企业或国有金融机构，但是，从发行程序上讲，它们都是依照法律程序发行并约定在一定期限还本付息的有价证券，它代表了发行企业和债券投资者之间的债权债务关系。中国将公司债券和企业债券混称，主要是沿用了中国在计划经济体制下特定的发行主体，随着中国经济成分的多样化，这样的称谓更具广泛性。

第一节 中国企业债券市场发展概述

中国企业从 20 世纪 80 年代中期就开始通过债券进行融资。经过近 20 年，中国企业债券市场虽然在不断发展，但是相对于股票市场和发达国家和新兴市场国家来讲，中国企业债券市场仍处于相对滞后。

中国企业债券市场的发展规模

中国企业利用企业债券市场融资经历 20 多年，在这一时期，中国的经济体制也在从计划经济向着市场经济转型，经济体制的变化也使企业债券市场在不断发展和规范中行进。企业债券的发展规模主要经历了萌芽阶段、快速发展阶段、整顿阶段和规范发展阶段。

（一）萌芽阶段——1986 年以前

中国经济体制改革中的一个重要部分就是给企业越来越多的自主权，政府从对企业资金的投入由财政拨款改为银行贷款。1983 年开始城市经济体制改革之后，企业对资金的需求增加，因此，部分企业自发地开始向社会或内部职工发行债券来筹集所需资金，这时发行的许多企业债券没有印制正规的债券凭证，只是在企业内部账册上记账注明或只是挂账开收据，没有正规的票证形式。各企业的债券利率和期限各异，以单利计息。这时期的企业债券主要采用三种形式（苏宁华 2002）：

1. 有奖债券：包括有奖附息债券，有奖有息债券，高奖低息债券。
2. 以资代劳债券：购买一定数额债券的投资者可以要求发行债券的企业解决一个劳动力的就业问题。
3. 以劳代资债券：规定本企业职工必须购买一定数额的债券，具有强制摊派的性质。

这一阶段的集资行为既没有政府审批，也没有相应的法律法规约束，缺乏管理。企业债券发行不规范，债权债务双方的权利和义务不明确，到 1986 年底，企业债券发行额约 100 亿元人

民币。

（二）快速发展阶段——1987年至 1992 年

在这一阶段，针对企业自发的集资行为，政府开始研究对企业债券的管理。1987 年 3 月 27 日，国务院颁布实施了《企业债券管理暂行条例》，企业债券的发行受到政府的严格管制，因而其发行的数量也与政府安排的企业债券发行计划密切相关，而政府发行计划是根据经济形势的好坏、全社会固定资产投资计划来加以确定的。1987 年编制的企业债券发行计划为 75 亿元。但是，1988 年，这一年是中国经济过热的一年，出现了严重的通货膨胀，为了控制通货膨胀，稳定经济形势，政府当年的企业债券发行计划仅为 50 亿元。从 1989 年到 1992 年，企业债券发行迅速扩大，四年中发行计划分别为 42 亿元、75 亿元、250 亿元和 350 亿元，但实际发行量都超过了计划发行量，并发行了国家投资债券、国家投资公司债券，中央企业债券、地方企业债券、地方投资公司债券、住宅建设债券和内部债券 7 个品种。

（三）整顿阶段——1993 年至 1995 年

1993 年，为了制止企业债券市场乱集资、乱拆借现象和确保国债市场的顺利发行，1993 年 8 月 2 日，国务院修订颁布实施了《企业债券发行与转让管理办法》。由于治理整顿经济，企业债券发行计划改为新增银行贷款解决（债转贷），几乎停止发行企业债券。年初企业债券计划发行 490 亿元，实际仅发行 20 多亿元。1994 年开始，企业债券品种归纳为中央企业债券和地方企业债券两个品种，当年发行 45 亿元。1995 年计划发行 150 亿元，实际发行 130 亿元。

（四）规范发展阶段——1996年至今

从 1996 年至 1998 年，中国企业债券的发行重点安排了铁道、电力、石化、石油、三峡工程等国家重点建设项目，在此期间，每年的计划发行量分别为 250 亿元、300 亿元和 380 亿元，但实际发行量略有下降。1998 年 4 月 8 日，中国人民银行颁布实施《企业债券发行与转让管理办法》，对企业债券发行、承销、担保等问题进行规范。《企业债券管理条例》停止实施。1999 年没有安排新的企业债券发行计划，2000 年初，安排了三峡工程等七个国有大型企业发行企业债券共 89 亿元。2001 年 10 月 23 日，“2001 年中国移动通讯企业债券（01 中移动）”在上海证券交易所成功上市，发行额度 50 亿元人民币，为浮动利率，是中国在国内第一只系统地采用预路演、路演、簿记定价等国际市场化方式发行的企业债券。同年 12 月 19 日至 24 日，35 亿元的中信债券在银行间债券市场发行。该债券发行后，即在银行间债市流通，开创了企业债券在场外市场发行、交易的先河。

2002 年 4 月 28 日，金茂集团 10 亿元人民币债券发行成功，实现三个创新：唯一一家获准的非专用项目用途企业债券；国有商业银行第一次为企业债券提供信用担保，改变了以往由政府信誉作隐性担保的模式；突破了以前企业发行主体以中央级大型国企为主的局面，实力雄厚的股份制集团公司也开始发行债券。2002 年 8 月 18 日，国内第一只债券型基金——南方宝元债券型基金向社会公众发行。2002 年 9 月 16 日，全国首只纯债券开放基金——华夏债券投资向社会公众发行。

2003 年，先后批准 500 多亿元的发行计划，主要由铁路债券、华远集团债券、江苏悦达债券、东北高速债券，科技部下属

12 个高新技术开发区债券，苏州工业园区债券等。同年，上交所推出 1 天、3 天和 7 天的短期企业债券回购交易，深交所推出 3 天、7 天企业债券回购交易，同时大幅度调低债券交易费率，平均降幅达 50%。从此，企业债券将与国债品种一样，具有了资金融通的功能。

中国企业债券经历了萌芽、发展、整顿和规范四个阶段后，从 2000 年起，企业债券发行规模有了迅速增长，其发行规模和发展如图 1-1 所示。

以上分析表明，中国企业债券市场是波浪式地向前推进，债券的品种从单一的纯公司债券向着浮动利率、债券基金等品种多样化发展，这为企业采用企业债券融资奠定了一定的基础，也为投资者创造了多元化的投资品种。

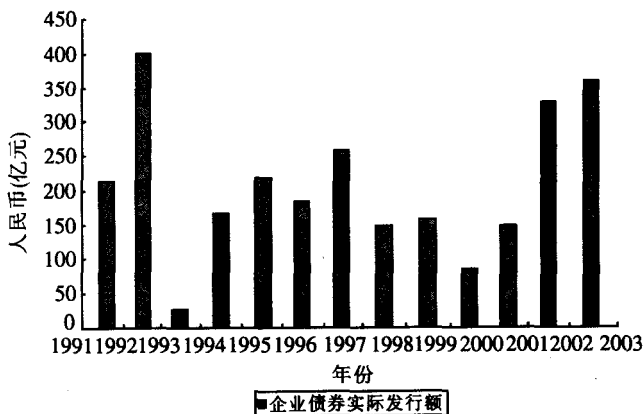


图 1-1 中国企业债券实际发行量（1978 年 ~ 2003 年）

数据来源：《中国金融统计年鉴》各年年鉴，以及《2003 年中国统计年鉴》，2003 年是根据相关报道的估算值。

中国企业债券市场与股票市场的比较

中国债券市场虽然有了较大的发展，但与中国股票市场相比，中国股票市场的发行量远大于企业债券的发行量，如图 1-2 所示。在企业融资方式中，企业发行债券几乎与发行股票不可同日而语。尽管 2000 年中国企业债券开始呈增长趋势，但仍然滞后于股票市场的发展。企业债券市场与股票市场的发行量之间的互动关系可以说明中国股票市场的发展历程，从 1990 年至 1992 年，中国股票市场还处于起步阶段，作为改革试点的上市公司仅局限于上海、深圳两地区，而证券交易所也刚刚成立，因此，在这一阶段，企业债券的发行量要高于股票发行量。1993 年，国务院决定加大企业股份制改造的力度，扩大股票发行和交易规模，各级政府也对国家计委和证券委下达的新股发行计划进行分解，尽可能多上市几家公司。使得 1993 年比 1992 年增加 235%，这一年虽然上市公司规模不大，但其数量猛增，从图 1-2 中看出，这一年股票的发行量比企业债券发行量增加很多，超过了企业发行量。此后，经过 1994 年后国家紧缩性金融宏观调控力度加大，利率水平上升，股市趋于平淡，到 1996 年，随着国家宏观经济环境的好转，国有企业改革步伐的加快，企业上市发行股票由审批制改为核准制，加之连续 8 次降息，大量社会资金从储蓄分流出来，一度低迷不振的股票市场焕发生机，交易活跃。到 2003 年底为止，上市公司总数达到 1 250 家，这一年的发行数量高达约 1 357 亿元人民币，与同年企业债券发行量 336 亿元人民币相比，股票发行量是企业债券发行量的 4 倍。

但是，在中国由于能够上市的公司只是少数，在企业整个融资结构中，银行贷款仍然是中国企业资金来源的主要渠道，而上

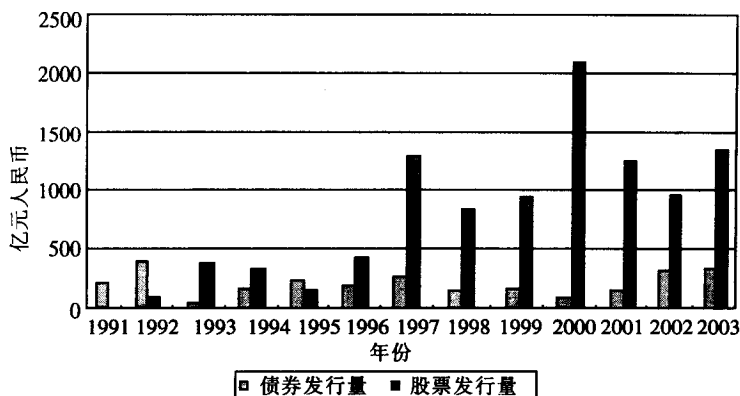


图 1-2 中国股票和企业债券发行比较

数据来源：企业债券数据来自《中国金融统计年鉴》各年，以及《2003 年中国统计年鉴》，股票数据来自《2003 年中国统计年鉴》，2003 年的债券和股票数据根据相关资料估算。

市公司则主要为股票融资。有关银行贷款^①、企业债券和股票融资情况如图 1-3 所示。该图显示的数据结果与王一萱、徐良平以及李信民（2003）^② 的调查报告显示的结果相一致。在他们对大型发债企业融资策略的调查中发现，有七成以上发债企业的最大资金来源为银行贷款。调查结果还显示，银行债务融资仍然是目前发债企业的最主要资金来源。而股权融资和企业债券融资等公开市场融资方式在大型企业融资中还没有受到应有的重视。

① 银行贷款这里主要指中长期贷款，有利于与企业债券和股票这类长期融资相比较。

② 王一萱，徐良平，李信民，中国企业债券市场大型发债企业调查报告 [J]，证券市场导报，2003，（5），14~15。

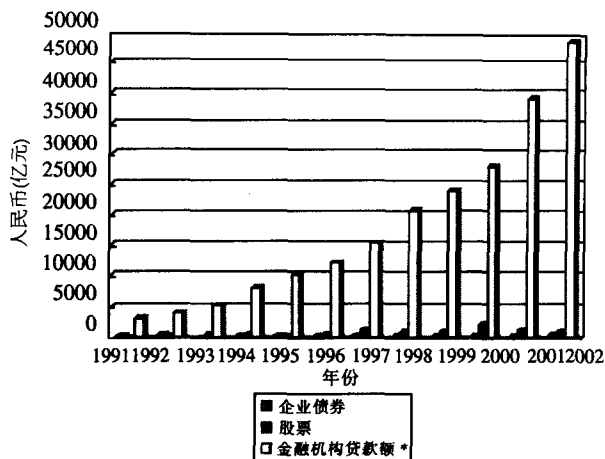


图 1-3 中国企业融资方式比较

数据来源：《中国金融统计年鉴》，2002 年和 1998 年。

*：金融机构贷款额指中长期贷款。金融机构贷款包括人民银行，政策性银行，国有独资银行，其他商业银行，城市合作银行，城市信用社，农村信用社，邮政储蓄机构，金融信托投资公司，财务公司，融资租赁公司

企业债券法律、法规和监管模式沿革

中国企业债券的法律、法规和监管伴随着中国经济体制的改革也经历了逐步发展、完善的过程。

(一) 中国企业债券监管模式沿革

中国企业债券的发行受到政府的严格管制。政府从发行主体、发行债券的用途以及利率确定等方面给予了严格的规定，并进行总规模控制。这一发展、规范的过程如下：

1987 年 3 月 27 日，国务院颁布了与企业债券发行相关的法规，即《企业债券管理暂行条例》，其主要内容包括：①只有国

有企业才能发行债券，按照国有企业的权属关系，中国企业债券分为国家重点企业债券^①和地方有国有企业债券；^②发行企业债券的企业可以用本企业的产品等价偿还本息；^③企业债券由国家计委和中国人民银行共同管理；^④企业发行债券面额不得大于其自有净资产；^⑤发行债券进行固定资产投资的，项目必须经国家有关部门批准，并纳入国家投资计划规模之内；^⑥利率不得高于银行同期存款利率的 40%。

1988 年 9 月，国家计委^②财金司成立了债券处，主要负责国内债券发行计划的编制和有关政策的制定工作。

1990 年 4 月，为了进一步加强企业债券的计划管理，国家计委和中国人民银行联合制定了《企业债券额度申报制度及管理办法》，其主要内容为：^①企业发行债券必须经过计委、人民银行地方分行向国家计委及人民银行总行申报发行额度；^②国家计委和人民银行总行编制年度发行计划，报国务院批准后下达各地执行；^③企业债券只限于国家计划内，符合国家产业政策的续建项目，新开工项目不得发行债券；^④用于单个固定资产投资项目的债券，技改项目发行总额不得超过总投资的 30%，基建项目不得超过 20%，并不得超过自筹资金和预算内资金投资总和。

因此，在这一阶段，企业债券有了快速的增长，从图 1-1 所示可知。1992 年，原计划发行企业债券为 350 亿元，但实际发行额超过了计划发行额达 400 亿元。这段时期社会集资特别火爆，严重影响了债券发行市场，尤其是国债市场。为了保证国债的顺利发行，国务院在 1993 年 4 月发出通知，规定在国债发行成功之前，其他债券一律不得发行，企业债券利率不得高于国债利

① 重点企业债券的发行主体为石油、化工、电力、冶金、有色金属等中央直属企业。

② 国家计委全称为国家计划委员会，现在改为国家发展和改革委员会，简称发改委。

率。同年 7 月，国务院决定将 1993 年企业债券发行计划 490 亿元的绝大部分转由银行新增贷款解决，从而导致了 1993 年的企业债券实际发行额仅为 24.8 亿元。

1993 年 8 月 2 日，国务院修订颁布了《企业债券管理条例》，这是迄今为止最重要的法律规范，主要内容包括了发行额度及审批、发行主体和发行相关事宜。

1. 发行额度及审批

在企业债券的管理第三章中第十条规定：国家计划委员会会同中国人民银行、财政部、国务院证券委员会拟订全国企业债券发行的年度规模和规模内的各项指标，报国务院批准后，下达各省、自治区、直辖市、计划单列市人民政府和国务院有关部门执行。未经国务院同意，任何地方、部门不得擅自突破企业债券发行的年度规模，并不得擅自调整年度规模内的各项指标。第十一条规定：企业发行企业债券必须按照本条例的规定进行审批；未经批准的，不得擅自发行和变相发行企业债券。中央企业发行企业债券，由中国人民银行会同国家计划委员会审批；地方企业发行企业债券，由中国人民银行省、自治区、直辖市、计划单列市分行会同同级计划主管部门审批。

2. 发行主体

企业发行企业债券必须符合下列条件：①企业规模达到国家规定的要求；②企业财务会计制度符合国家规定；③具有偿债能力；④企业经济效益良好，发行企业债券前连续三年盈利；⑤所筹资金用途符合国家产业政策。

3. 其它发行事宜

企业债券管理还强调了债券的信用评级，并在第十六条至十八条规定了发行面额、用途和利率的确定。比如，第十六条，企业发行企业债券的总面额不得大于该企业的自有资产净值。第十

七条，企业发行企业债券用于固定资产投资的，依照国家有关固定资产投资的规定办理。第十八条，企业债券的利率不得高于银行相同期限居民储蓄定期存款利率的百分之四十。

1993 年 12 月 29 日，《中华人民共和国公司法》正式公布实施，在公司法中，对发行企业债券的要求部分是：第 159 条，股份有限公司、国有独资公司和两个以上的国有企业或者其他两个以上的国有投资主体投资设立的有限责任公司，为筹集生产经营资金，可以依照本法发行公司债券。第 161 条，发行公司债券，必须符合下列条件：①股份有限公司的净资产额不低于人民币 3 000 万元，有限责任公司的净资产额不低于人民币 6 000 万元；②累计债券总额不超过公司净资产额的 40%；③最近 3 年平均可分配利润足以支付公司债券 1 年的利息；④筹集的资金投向符合国家产业政策；⑤债券的利率不得超过国务院限定的利率水平；⑥国务院规定的其他条件。

发行公司债券筹集的资金，必须用于审批机关批准的用途，不得用于弥补亏损和非生产性支出。

此外，第 164 条明确规定了公司发行债券规模由国务院确定。国务院证券管理部门审批公司债券的发行，不得超过国务院确定的规模。

1995 年，《中共中央关于制定国民经济和社会发展“九五”计划和 2010 年远景目标的建议》提出了扩大债券股票融资的战略，企业债券市场开始缓慢恢复，当年计划发行量为 130 亿元，但实际发行量则为 216.75 亿元。

1996 年 4 月 5 日，为了进一步规范企业债券交易市场，更好地支持国家重点建设，中国证券监督管理委员会发布了《关于规范企业债券在证券交易所上市交易等有关问题的通知》，规定了申请上市的企业债券必须满足的条件：①经国家计委和人民银行批准

并公开发行；②债券的期限在 1 年以上（含 1 年）；③债券的实际发行额在人民币 1 亿元以上（含 1 亿元）；④债券须有担保人担保；⑤债券的发行结果经交易所确认。另外，比照上市信息披露标准，对企业债券发行人和担保人信息披露也提出了要求。

1997 年 3 月，国务院证券委员会发布了《可转换公司债券管理的暂行办法》，使得可转换公司债券在 1997 年取得突破性进展。同时，国务院决定在 500 家重点国有企业（未上市）中进行转债试点工作，发行规模暂定为 40 亿元。

1998 年 4 月，为了规范公司债券发行与转让行为，防范金融风险保护债权人合法权益，中国人民银行颁布了《企业债券发行与转让管理办法》。

1999 年底，鉴于银行业和证券业已经实行分业管理，人民银行不再对企业债券进行管理，国家将企业债券的管理暂时交国家计委一家负责管理。

2000 年 9 月 1 日，经中国证监会批准颁布实施了《上海、深圳证券交易所新的企业债券上市规则》，这一新规则是根据《证券法》、《公司法》、《企业债券管理条例》等国家有关法律、法规的要求，对原企业债券上市规则进行适当修改而成的，是完善证券市场法制体系、进一步规范企业债券二级市场的一项举措，有助于企业债券市场的不断发展。新规则对申请上市的企业债券的上市条件做出了明确的规定，其中要求债券发行人筹集资金的投向须符合国家产业政策及发行审批机关批准的用途；累计发行在外的债券总面额不超过发行人净资产额的 40%；最近 3 年平均可分配利润足以支付公司债券 1 年的利息；债券的期限为 1 年以上；债券的信用等级不低于 A 级；债券的实际发行额不低于人民币 5 000 万元等。同时，新规则还对债券申请上市的程序及所需

材料、债券上市推荐人的职责与义务、债券发行人的信息披露以及有关债券停、复、摘牌做了具体的规定。对发行主体仍然要求经国务院授权的部门批准并公开发行业，股份有限公司的净资产额不得低于人民币 3 000 万元，有限责任公司的净资产额不低于人民币 6 000 万元。

2002 年 1 月，为进一步明确上市公司发行可转换公司债券的条件和程序，规范上市公司可转换公司债券行为，保护投资者的合法权益，中国证监会发布了《上市公司可转换债券发行工作通知》。

2004 年 2 月，国务院颁发了《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》，在第四条，健全资本市场体系，丰富证券投资品种中指出：“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、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。

经过 10 多年的规范和发展，从 2000 年起，中国企业债券呈上升趋势（如图 1-1 所示）。截止到 2003 年底，中国企业债券市场有了很大的发展，先后批准 500 多亿元的发行计划^①，实际发行 336 亿元。

（二）企业债券发行机制发展评析

分析以上中国企业债券市场法律、法规和监管模式沿革，中国企业债券的发行机制受到以下主要几方面的制约。

^① 曹红辉：《中国公司债券市场发展战略》[N]，上海证券报，2003-11-20。

1. 发行主体

中国现行的法规对发行企业债券主体做了严格的限制，1987年的《企业债券管理暂行条例》规定只有国有企业才能发行债券，虽然1993年的《公司法》将发行主体放宽，发行主体为股份有限公司、国有独资公司和两个以上的国有企业或者其他两个以上的国有投资主体投资设立的有限责任公司，但是，从总体上讲还是限制在国有企业，发行主体没有达到多元化。

2. 发行制度

中国目前发行企业债券仍沿用“规模控制，集中管理，分级审批”的制度，债券发行仍是计划机制替代市场机制。政府对发债企业的条件、发债用途、债券利率都做了严格规定，并进行总规模控制。另外，国家还按基本建设、技术改造项目来分配企业债券发行规模。审批制有效地发挥着计划控制的功能，从而实现了政府对企业债券资源分配进行控制。

3. 利率管制

现行的法律、法规对利率都有着限制，规定企业债券的票面利率不得高于银行同期限居民储蓄定期存款的40%，而40%的上浮无法区分不同企业在利率基准上的风险溢价。利率管制使得发行利率固定化，缺乏弹性。

4. 监控体系

目前中国对企业债券的监控体系主要表现为两个方面：一方面是多头监管。在多头监管下，一只企业债券面临着国务院的额度审批、国家发改委的项目和发行审批、人民银行的利率审批、中国证监会的承销资格审批、中国证监会和交易所的上市审批，从申请发行到上市这一过程短则1年，长则2~3年，因而使企业债券筹资很难与项目投资预期收益相对应。另一方面则是缺乏企业债券发行后的有效监控。从前面中国法律、法规沿革中可以看

出，对企业债券发行后的运作、偿还情况、是否按照批准用途使用资金、是否按照章程规定还本付息等内容并没有做明确地规定。

5. 信用评级缺位

债券信用评级本来是一种对企业信用状况的评价，帮助投资者全面了解发行主体的资信状况，从而影响市场需求的偏好，也由此影响债券的发行成本，比如，资信低，风险大，则投资者要求的收益率高，企业的成本就高。但是，中国发行债券的企业以及债券的条件均是由政府行政手段统一确定的，不同发行主体间的信用质量并不清晰，债券发行数量取决于信贷额度的状况，使得信用评级机构的评级几乎没有任何意义。尽管从 1991 年以来，政府一直鼓励信用评级机构的发展，也在有关行政法规中明确规定企业发行债券必须经过信用评级，实践中也有几十家信用评级机构成立并开始运作。但是，对政府、发行主体和投资者的作用却非常微弱，企业能否发行债券、发行成本多高并不主要受评级机构的影响，投资者也不注重评级机构的评级结果，使得这种评级结果缺乏权威性和可参考性，从而起不到引导需求的作用。

6. 缺乏二级市场

中国证券二级市场是从企业债券交易开始的，有关企业债券的行政法规也明确规定企业债券可以转让，但到 2003 年底，企业债券在上海和深圳股票交易所上市交易的分别为 23 只和 5 只^①，基本上是有行无市，场外柜台交易也没有形成，企业债券二级市场尚未培育起来。其主要原因还是整个债券市场发行利率没有市场化，发行额度管理使得企业债券规模不大，因而机构交易者在二级市场上无法进行，在成本／效益原则下，卖不出去，

^①数据来源：www.szbloom.net。