

裁勻耘云暈粵暈郎暈郎 韵云恍韵謳韵謳粵裁耘
厝暈暈暈暈 恍匀暈粵

中国经济出版社

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，2009.11
ISBN 978-7-5017-0800-0

I ①中 Ⅱ 蒋 Ⅲ 企业—债务—融资—中国 Ⅳ ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 150000 号

出版发行：中国经济出版社 (地址：北京市西城区百万庄北街 2 号)

网 址：www.ceppublishing.com

责任编辑：吴航斌 (办公电话：010-68554400 电子邮箱：wuhangbin@ceppublishing.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：北京中印伟业印刷有限公司

开 本：787mm×1092mm 1/16 印 张：12.5 字 数：300 千字

版 次：2009 年 11 月第 1 版 印 次：2009 年 11 月第 1 次印刷

印 数：5000 册

书 号：ISBN 978-7-5017-0800-0

定 价：25.00 元

版权所有 侵权必究 举报电话：010-68554400

服务热线：010-68554400

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。

序 言

致 谢

第一篇 中国企业债券融资的环境

第 1 章

企业债券融资的外部环境

第一节 中国企业债券市场发展概述	猿
中国企业债券市场的发展规模	源
中国企业债券市场与股票市场的比较	愿
企业债券法律、法规和监管模式沿革	园
第二节 企业债券市场的国际比较	愿
中国企业债券与美国和日本的公司债券比较	愿
中国企业债券市场与东南亚国家的比较	愿
第三节 中国企业债券市场宏观因素的实证	源
已有的实证研究结论	源

本书的实证分析	源
实证研究的结论	源

第2章

企业债券的市场条件

第一节 发行制度市场化	缘
发行制度改革的必然性	缘
发行制度改革的具体建议	缘
第二节 债券利率市场化	缘
企业债券发行不利的利率因素	缘
利率市场化的建议	缘
第三节 建立、健全债券信用评级制度	远
债券评级的作用	远
中国债券评级的现状	远
信用评级现状的国际比较	远
建立中国信用评级制度的建议	远
第四节 大力发展二级市场	远
债券市场的投资者	远
积极发展场外交易	远
做市商制度	远
第五节 推进金融体系的整合和改革	愿
推进直接融资和间接融资结构的调整	愿
推进公司并购市场的整合	愿
推进各类证券品种之间制衡价格的形成	愿
推进银行业务的创新	愿

第二篇 企业融资行为

第3章

企业融资理论文献综述

第一节 企业债权与股权融资理论	10
早期资本结构理论	10
现代资本结构理论	10
代理成本说	10
信号模型理论	10
第二节 企业银行贷款和发行债券的比较	10
银行贷款优势	10
企业债券优势	10
债务来源结构	10
公司债券最新优势	10
第三节 影响企业融资行为的因素	10
国家的金融体系	10
企业规模	10
企业的成长机会	10
经济环境的不确定性	10

第4章

中国企业的融资行为

第一节 企业债券与股票的成本比较	100
企业债券成本	100
普通股成本	101
企业债券成本和股票成本的比较	102
第二节 企业角度的融资方式选择	103
股票融资与债务融资的比较	103
银行贷款与企业债券融资比较	104
第三节 管理层角度的融资方式选择	105
管理层持股对企业的影响	105
中国上市公司总经理持股对融资行为的影响	106

第三篇 发展中国企业债券融资的思路

第5章 发展中国企业债券 融资的思路

第一节 推进非流通股全流通	员远
不合理的非流通股产生的负面影响	员远
推进非流通股全流通	员远
第二节 重新启动国债期货市场	员远
借鉴发达国家的国债期货市场	员远
重新启动中国国债期货市场	员远
第三节 逐步推出利率金融衍生产品	员远
利率风险	员远
中国初步具备了衍生工具交易的监管基础	员远
企业可用于规避利率风险的衍生工具	员远

第6章 总结与展望

第一节 总结	员远
中国债券市场有着巨大的发展空间	员远
约束制度的改革有助于扩大企业多元化融资渠道	员远

中国上市公司偏好股权融资的主要原因	页码
发展中国企业债券融资的思路	页码
第二节 展望未来	页码
企业利润分配对债券融资的影响	页码
中国小股东对企业融资决策看法	页码
进一步的定量分析	页码
世界经济一体化对企业融资行为的影响	页码

附录

附录 员： 中国企业债券市场发展大事记	页码
附录 圆： 影响中国企业债券市场宏观因素的实证 分析相关数据	页码
附录 猿： 命题表达式	页码
附录 源： 总经理持股实证部分统计结果	页码

参考文献

序 摇 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^①，但能够上市的企业还只是少数。到1994年，当年发行新股融资只占国内生产总值的0.1%^②，而企业向金融机构贷款数额占国内生产总值的1.5%^③。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3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《1994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 1993 年年底，中国企业发行债券筹集资金仅占国民生产总值（GDP）的 0.001%^①，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（1993 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（1994 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（1995 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（1995）、巴曙松（1995）、王树刚（1995）以及赵锡军（1995），他们针对

^① 同上。

发行制度进行了相关的研究；张鹏、谢刚等（2004）主要针对利率市场化；姚长辉、廉晓红等（2004）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（2004）、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10月29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。”^① 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。

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。

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。

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，发行粤股、月股或其他股权融资等。本书涉及的股权融资只涉及粤股，并不涉及其他类型的股票融资。

^① 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 [国发〔2004〕6号]，第4条至第8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员所示。

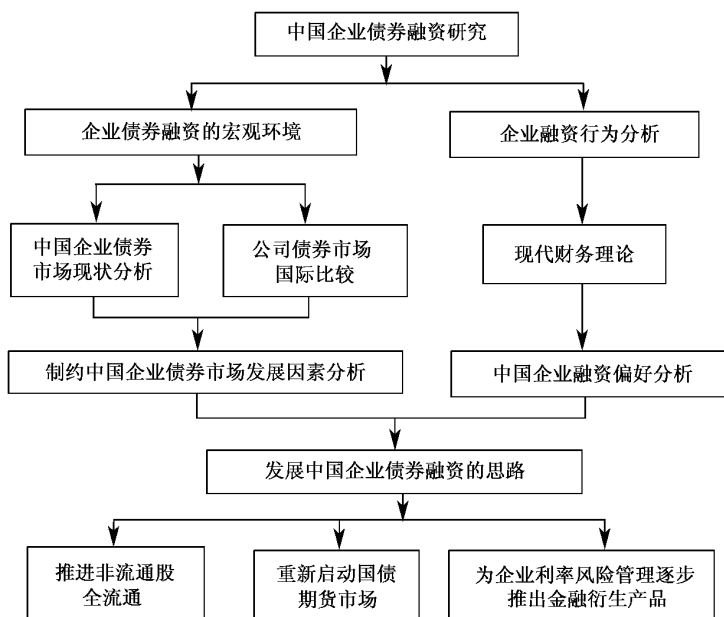


图 员 全书结构框架