

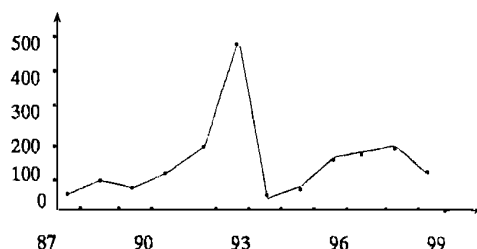
# 中国企业债券市场发展的思考

○ 靳 俐

本文认为,我国企业债券经过 10 多年的发展,虽初具规模,但还存在着非市场化等诸多问题,从世界各国的发展经验来看,企业债券应在市场化的融资体系中获得更大的发展空间,理论的分析也表明了与其它融资方式相比它的独特优势。最后,作者还分析了近期我国发展企业债券市场所面临的环境以及可供参考的现实的政策选择。

作者:靳俐,女,1975 年生,现在厦门大学财政金融系工作。

1987—1998 年我国企业债券发行额  
(单位:亿元)



企业债券市场历来是资本市场中的重要部分。它作为中国金融渐进式改革的一部分,始终在不断地探索中探寻自己在融资体系中恰当的发展空间。时至今日,改革进入到实质阶段,建立符合市场运作要求的融资体系刻不容缓。因此,我们有必要根据我国企业债券市场的发展具体情况,确定其在融资体系中的定位及其发展方向,并采取相应的政策以推动其发展。

## 一、我国企业债券市场的发展现状

### 1. 企业债券的历史发展

企业债券在我国经过 10 多年的发展,10 多年中筹集基本建设、技术改造等资金近 2000 亿元,为我国的经济建设提供了相当大的资金支持。然而,其发展之路却是一波三折(见下图)。企业债券的发行最初起于 80 年代中期,1991 年宏观管理层首次将企业债券纳入国民经济计划管理范畴,随后在 5~6 年的时间里以令人瞩目的速度猛增,特别是 1991 年和 1992 年分别比上年增长 100.24% 和 173.53%,到 1992 年发行额高达

449 亿元。然而,由于企业债券的规模急剧膨胀,伴生了许多管理层所始料不及的问题,加剧了金融秩序的混乱。情急之下,不得不采取强硬手段集中对企业债券市场进行治理整顿,控制发行规模,1993 年发行额急剧萎缩至 20.1 亿元,曾经火爆一时的企业债券一度沉寂下去。混乱局面得以控制之后的随后几年中,发行额保持了较为温和的增长。在“八五”期间,通过发行企业债券共筹集资金 820 多亿元。1998 年后企业债券市场又成为了债券市场的投资热点,先是北京华远公司企业债券脱销,后是中信债券出现热购局面,“莱福”、“良华”、“申能金华”、“东风汽车”、“铁路建设”等企业债券以及“石化”、“电力”、“三峡”等中央债券纷纷面市发行。1999 年以来,上证所企业债券上市总量已经达到了 70.39 亿元,挂牌的企业债券品种也随之增加到了 8 只。这都向我们预示了企业债券市场在新的市场化融资体系中将占有更大的发展空间。

### 2. 企业债券的遗留问题

企业债券市场从无到有,有小至大的发展虽

令人欣慰，但其中却隐藏了不少问题，为今后改革向纵深发展设置不容忽视的路障。同处于特殊的转轨时期环境，一如渐进改革孕育的其他制度，企业债券市场诸多问题都带有计划色彩浓重、运作非市场化的特点。

债券品种贫乏。目前我国资本市场上的企业债券主要包括国家专业投资公司发行的重点企业债券和基本建设债券、地方企业债券、中央企业债券以及企业内部债券等。但是，可供投资者选择的投资品种却较为单一。期限通常为3年以下，还本付息方式为到期一次兑付的单利债券，而且票面利率不是与筹集到资金的投资效益以及债券的信用等级挂钩，而是按行政管理的办法统一规定，在同期国债利率基础上向上浮动一定幅度。以1998年发行的22家企业债券为例，所有债券全部为到期一次性偿还的单利债券，其中18家为3年期，另外3家为3年或5年期；在下半年发行的16只企业债券中，竟然有12只债券的票面利率同为6.93%。品种单一，投资者选择空间小，缺乏炒作空间，不能激发投资者的热情，也是导致二级市场不活跃的重要因素。

流通市场滞后。企业债券的高流动性是其融资优势之一。但是我国企业债券的流通市场滞后于发行，大量的企业债券不能上市流通。例如，1991~1996年累计发行企业债券1566亿元，而同期在深沪交易所上市的企业债券不足30亿元，占整个企业债券总额的2%，累计交易量为5.9亿元。流动性的降低，加大投资者风险，使得债券的吸引力大为减色，并将阻碍发行市场的进一步扩容。

信用评级混乱。风险是投资者所考虑的最重要因素之一。投资者特别是散户很难及时大量地获取发债企业信息，对企业债券风险评价的主要依据便是企业债券的信用等级。债券的信用等级映射了企业的偿债能力和公众对债券本身的信任程度。很难想象，离开了健全且完善信用评级制度可以建立起来发达而规范的企业债券市场。

但是，我国企业债券在发行中采取自愿评级，发债企业可以向经认可的信用评级机构申请信用等级，没有强制规定；信用评级机构很少对发债企业进行跟踪调查，一评定终身；由于企业债券的发行实行审批制度，重审批，轻评级，信用评级流于形式。这种状况不但使得投资者无从了解企业债券的资信情况，缺乏透明度，抑制潜在的投资需求；而且，使得资信状况不佳的企业混进债券市场，良莠不齐，不利于投资者进行选择

以及有关部门的金融监管。

偿付问题突出。据统计，截至到1997年末，全国有29亿元的企业债券逾期未能兑付，<sup>1</sup>其中辽宁、吉林等地区尤甚，占全国总量的50%以上。有关研究表明，我国企业债券到期不能及时偿还的约占需要兑付余额的11%（安义宽，1998）。在具体操作中，为了保障极度敏感的投资者的利益，发债企业不得不向银行借款还债，有的企业债券甚至由承销商垫付。这种状况如果不能及时加以扭转，必将给今后企业债券市场的规范带来更多的困难，引发诱导金融风险，极大的削弱这一金融商品在广大投资者心目中的信誉，为企业债券市场的进一步发展埋下隐患。

探求出现这些问题的原因，很大程度上要归因于企业债券市场运行的非市场化。发行审批、利率确定、品种选择、上市流通、还本付息等各个环节上无处不见政府行政介入的影子。所以，规范和发展企业债券市场的当务之急就是要政府适时恰当地退出，使之纳入符合市场经济规律的市场化发展轨道。

## 二、企业债券在融资体系中的作用

那么，企业债券市场在融资体系中的地位究竟怎样，与股权融资和银行信贷融资相比有无优势可言，从理论分析和国外经验上看，它在我国的发展潜力还有多大？在此，我们将对上述问题加以分析。

### 1. 企业债券发展的国际新趋势

近年来，国际资本市场呈现了一个值得瞩目的态势，企业债券市场日趋活跃，在众多企业的外源融资充当了越来越重要的角色。据研究，在美国，1970~1985年，股票筹资在公司外源融资中只占有2.1%的份额，却从债券市场取得的新资金平均约为得自股票市场的10倍（李扬、王国刚，1999年）。债券市场的规模远远超过股票市场的规模，以1984年为例，债务工具的价值为6.5万亿美元，而股权的价值仅为2万亿美元。更有甚者，从1984年起，美国公司普遍停止了发行股票来融资，而是大量回购自己的股份，发展到1994年，对于美国非金融公司来说，股票市场已经成为负的融资来源了。不仅在美国，其他发达国家也都出现了类似的趋势。

我们不难发现这样一个事实：在企业得自于证券市场的资金中债券融资所占的比重较之股票

<sup>1</sup> 参见《中国金融年鉴1998》，49页。

融资要高的多。这似乎与我们多年形成的通过股票市场作为企业主要筹资渠道的观念相悖。企业债券市场在企业的外源融资中的作用不但与股票市场平分秋色，甚至可以说更胜一筹。这一现象的背景有没有其必然性呢？下面将就此进行进一步的理论探讨。

## 2. 理论的诠释

企业的外源融资主要有发行股票和负债两种方式。MM 定理的结论认为，假定公司的融资政策与金融政策是互相独立的，没有企业破产风险和交易成本，不考虑税负的影响，资本市场完全有效运行，那么，负债与股票筹资是可以完全替代的。但是在真实的筹资中，根本不存在这种“真空”，当考虑了破产，税收，对代理人的约束和激励，不对称信息及交易成本等因素后，企业对融资方式的选择就不再是无偏好，必须在发行债券、股票与利用银行信贷之间进行取舍。下面从效率和成本的角度来分析债券融资方式的比较优势。

### 提高效率：“软预算约束”视角的解析

社会融资效率的高低不仅在于能否最大地筹集资金，更重要的是能否激发资金使用者提高利用率。软预算约束理论<sup>1</sup>为我们提供了有力的分析工具。科尔内在分析社会主义国家的经济生活形式时提出该理论，崔之元进一步指出了其存在的一般化，认为软预算约束并非社会主义国家特有，只要存在委托代理关系，就会涉及到委托人对代理人预算约束“强弱”的问题。它“深深地植根于现代市场经济中”。委托人对代理人不同强度的预算约束，必然引导经营者选择不同的策略和行为方式，引发不同的经济绩效。投资者与企业的经营者之间也存在委托代理关系，在利用股票、债券和银行信贷融资时，订立的合约不同，代理人面临的预算约束也“软”“硬”有别，于是必然引发不同的激励和行为，进而资金的利用效率也有别。

股票与债券之比较：股票融资下经营者面临着“软预算约束”。因为，只要企业没有破产清算，经营者就可以永久使用股东投入的资本；甚至，当企业因经营失败陷入困境，经营者还可能劝说股东追加投资。这意味着股东对经营者约束相对较“软”，而追加的投资分明是以效率的损失为代价的，也即股票融资的“软”约束可能导致资金配置的低效率。发行债券则不然。因为经营者对资金占有的期限和使用效果（即利率）上受到债券合约约束，在债券到期时必须履行合约，

无讨价还价的余地，经营者面对的是合约的“硬”约束。因而，通过债券筹集的资金在“硬”约束下对使用效率有更高的要求，进而可以更有效地引导资金流向高效率的经营者手中。这正是债券融资较股票融资所具有的相对优势。事实上，对于股票是能够提高资金分配效率进而促进经济增长这一命题的真伪，至今在国际上理论界中也未有定论，很多研究给出了否定的答案（北京大学中国经济研究中心宏观组，1999）。近期针对我国的实证研究表明，股票市场对我国经济增长的作用是极其有限的（谈儒勇，1999）。

银行信贷与债券融资之比较：银行信贷与债券同为债权融资，是否具有同样的“硬预算约束”效果呢？不然。银行贷款融资非但不能形成对企业经营者的“硬”约束，反而会导致双重“软预算约束”。第一个层次是银行对企业经营者约束的软化。因为，银行信贷融资却将企业的经营风险集中到一个或少数几个银行，一旦企业经营困难，银行为了收回原来贷款本息，不希望企业清算，很可能对企业追加贷款，贷款数额越大，企业要求银行救助的砝码越大。可见，银行对企业经营者的预算约束是相当无力的。难道银行就不担心资产质量下降，招致破产的厄运吗？这涉及到第二个层次的“软预算约束”，即中央银行对商业银行预算约束的“软化”。当银行资产质量下降，运营困难，面临破产威胁时，央行唯恐一家银行的破产会引起社会对整个银行体系信用的动摇，发生金融恐慌，导致系统性风险。因此，往往投入公共资金施以救助，造成了银行越大越不可能破产的逻辑，即 Too big too fail.

降低成本：投资者、经营者及社会费用的节约

投资者监督成本低：投资者为规避由于信息不对称而引发的逆向选择可能和道德风险，必须对经营者进行监督，但是过高的监督成本将使得投资者兴趣索然。一个更好的解决办法是，建立一项恰当的合约安排，使投资者在道德风险与收益之间选择某种居中位置。在其收益有一定保障的同时把道德风险限制在特定范围，以减少监督成本。债务合约就是这样一种合约安排。正常情况下监督成本较少，投资者可以获得预期的收益——债券利息；只有在公司不能清偿债务处于违约状态时，投资者才去监督公司的财务及盈利状

<sup>1</sup> 软预算约束按照科尔内的定义，是指“成本外部化”，即企业希望其他机构来承担其成本。所谓“硬预算约束”是指每一个企业都必须自负盈亏。

况。

经营者使用成本低：这是债券与股票融资相比最具吸引力之处。表现为：其一，债券利息计入成本，在税前予以扣除，冲减税基，可提高企业的利润率。而股权融资时，股东取得的股息和红利只能从公司的利润中减除，加大了筹资成本；其二，通常债权人，除了对企业的一些财务指标加以控制以外，无权对企业的经营管理进行干预，经营者仍旧可以行使对公司日常经营的管理和决策权。但发行新股就很可能削弱原来经营者的既得权限，减少原有收益。

社会所付总成本低：根据交易费用理论和信息经济学理论可知，在交易双方签订融资合约过程中都必然要为获取信息而支付交易费用。在信贷市场上，交易双方对合约条款逐项商议，交易费用较高。而债券融资是在比较广泛且已制度化的交易市场对已经标准化的金融商品进行买卖。债券发行市场准入规则对企业经营业绩，财务状况，以及相关信息的披露等予以明确的规定，不同的投资者不必分别地重复探索信息；而且，融资期限、利息支付等条件已经标准化、合同化，交易双方无须单独讨价还价，进而节省了谈判时的交易费用。

通过软预算约束理论、现代合约理论以及信息经济学等进行的分析，我们不难发现，不论从各方所付成本的角度还是从社会资金利用效率角度考察，企业通过债券市场融资相对于股票和银行信贷方式都具有独特的优势，理应在市场化的融资体系中占有不可替代的位置。

### 三、现实的选择

企业债券市场在我国的发展蕴藏着极大的潜力。而现在正值商业银行体系、投融资体系、以及企业转换机制的改革正全方位向纵深推进之际，我们应当适时地抓住机遇，大力发展企业债券市场，充分释放其融资潜能，以便确立新型的市场化融资体系。

下面先研究一下我们所面临的有利环境。

首先，投资意识增强。市场化改革经过了20多个年头，人们的投资观念日趋成熟。股票市场的几起几落，广信、海发的破产强化了投资者的风险意识，公众在选择金融商品时开始关注风险收益关系。唯此，企业债券显现出来的相对优势才可能引起经营者和投资者各方的足够重视。这样也就为企业债券市场的发展提供了有利的软环

境。

其次，外围资金充裕。近年我国居民储蓄存款不断攀升，总量将近6万亿，但是却缺乏相应的投资渠道。其中国债市场继续扩容的空间有限，股票市场风险日渐显露对风险厌恶者缺乏吸引力，银行存款经过几番降息收益率很低。广大居民具有相当大的投资潜能，为企业债券市场发展留有充裕的资金空间，提供了重要的支撑。

第三，筹资成本降低。一则，企业债券的利率与银行存款利息存在很大的相关性，连续7次降息，企业债券的利息水平也调到较低水平，大大降低了筹资成本；再则，在目前通货紧缩的状态下，物价水平与利率水平较低，进一步下降的空间小，随着今后宏观经济环境转好，物价回升，利率水平将逐渐提高，从而可以使企业的筹资成本相对较低，节约了财务费用。

为了矫正我国企业债券发行、流通以及偿还中出现的偏差，充分发挥债券在资本市场中的独特作用，构建顺畅的融资渠道，我们应从以下几个方面着手对企业债券市场进行规范和重建。第一，改革信贷资金的供给制度，为市场经济的融资体系重建提供相关环节。现行的信贷资金供给制已经成为企业投身资本市场，参与直接融资的最大障碍，难以激发企业发行债券的潜在需求。这一制度必定要破除，唯此才能给市场化的融资渠道以足够的发展空间。第二，企业债券市场中的各方行为市场化，减弱行政色彩。从企业债券的信用评级，利率确定，批准发行，履约监督，还本付息，到违约处理等行为都要遵循市场规则。变原来的“计划控制”为市场经济下的“标准控制”。第三，根据新出台的《证券法》规范企业债券的发行和流通市场。鼓励开发债券新品种，避免期限和偿付方式的单一，为投资者提供更多的选择机会；加快对原来发行的债券的上市步骤，提高新旧债券的可上市流通比例，使其风险细分的功用真正得到发挥。第四，降低企业债券的兑付风险。完善企业债券的信用评级制度，整顿债券评级的机构，严格执行在由人民银行指定的9家机构进行评级的规定：强化企业债券的抵押和担保人制度，建立企业债券受托人制度，以加强投资人对企业的监督，减少风险发生的可能性。

责任编辑：曹羽茂  
校 对