

学校编码：10384

分类号\_\_\_\_\_密\_\_\_\_\_

学号：17520131151203

UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

非金融企业境外发债融资创新的研究

——以城投类公司境外发债为例

Study on the Financing Innovation of Overseas Bond about  
Non-financial Enterprises

——A Case Analysis of Urban Infrastructure Investment  
Corporations

赵燕萍

指导教师姓名：郭晓梅 教授

专 业 名 称：会计硕士（MPAcc）

论文提交日期：2015 年 4 月

论文答辩时间：2015 年 5 月

学位授予日期：2015 年 6 月

答辩委员会主席：\_\_\_\_\_

评 阅 人：\_\_\_\_\_

2015 年 4 月

# 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 摘要

维好契约和股权回购承诺模式是通过多头监管下的管制真空,利用不同监管机构在政策制定时的漏洞,绕行发债管制进行境外融资的一种金融创新架构。随着国内经济下行趋势的不可逆转,利率市场化改革和境内外债券市场的逐步开放,金融创新和政策监管的博弈冲突也将越发明显。2015 年境内债券市场的放开使得境外发债规模不断缩水,境外发债制度的改革也使这种金融创新的适用对象越发减少。然而,偏好采用维好契约和股权回购承诺的城投类公司在境外债券发行的总规模却逆势暴涨。

本文在总结现有文献的基础上,结合传统发债模式的不足,多角度地分析了金融创新的必要性。通过对比香港和内地在债券市场,政策监管,发债利率和汇率等方面的差异,总结发现对冲市场缺失,信用评级失效,以及监管审批过严等因素是导致内地债券市场资金供给不足,投资者参与度较差的问题所在。而债券融资的限制又使得非金融企业倾向于银行贷款融资,导致企业资产负债率普遍偏高。通过分析不同产权性质的企业可能陷入融资约束的原因,提出金融创新在拓宽企业融资渠道,缓解融资约束,以及提高企业绩效等方面的可能性。并就国际资本需求和监管完善需求的必要性做了进一步的补充阐述。通过对维好契约和股权回购承诺模式进行基本要素的推导,试图分析这种模式下可能实现的发行结构,资金回流安排,适用对象以及风险特征。最后通过构建 DEA 模型,并对使用这种模式发债的城投类公司进行融资效率的测算,实证分析不同城投公司发债前后的融资效率变化情况,提出合理利用这种金融创新模式可以提高企业规模效率的结论,并结合城投类公司的行业特点,总结债券发行的必要性,风险应对和政策监管建议。

**关键词:** 境外发债; 金融创新; 融资约束

## ABSTRACT

The model of keepwell deed and equity interest purchase undertaking (short for EIPU) is one form of financial innovation which attracts overseas financing by using the flaw of the policy making deployed by various regulators and bypassing the regulations of issuing bonds, through blind spots caused by regulatory fragmentation. The conflict between financial innovation and policy regulation will be escalated in the circumstance of the irreversible trend of domestic economic downturn, the reform of marketization of interest, and the gradual opening up of domestic and foreign bond market. The scale of overseas bond issuing is shrinking during year 2015, due to the increasingly deregulated domestic bond market. In the meanwhile, the applicable situation for the financial innovation is also decreasing considering the reform of the foreign regulation on issuing bonds. The overall scale of the foreign bonds, issued by companies such as Urban Infrastructure Investment Corporations (short for UIICs), which prefers adopting keepwell deeds and EIPUs, on the other hand, developed dramatically against the trend.

This article analyses the necessity of the financial innovation, known as the model of keepwell deed and EIPU, in various angles, based on the general principles from the available literature, along with the inadequacies of the traditional bond-issuing model. Conclude that the factors including the lack of hedge market, invalidity of credit rating, and over-regulation etc. cause the insufficiency funds' supply on the domestic bond market and the dissatisfying participation from the investors, through differences on bond market, policy regulation, bond interest rate, and exchange rate on domestic environment in comparison with the ones in Hong Kong. The asset-liability ratio of the domestic corporations is relatively high in general, because of the restriction on bond financing, which often pushes the non-financial enterprises to the bank loan financing. Suggest the function of financial innovation that could widen the financing channel, mitigate financing constraints, and improve corporate performance, is possible, by analyzing various situations in which different types of corporations would fall in financing dilemma. The necessity of increasing need on international capital and

perfected related regulation will be expounded additionally, before analyzing the practical issuing-structure, capital recycling arrangement, applicable objects and risk characters, based on the deduction of basic elements on the model of keepwell deed and EIPU. Lastly, calculate the financing efficiency of the UIICs using DEA model built in this article, and conclude that the wise usage of this very financial innovation could improve corporate performance, based on the empirical analysis on the situation before and after issuing bonds. Meanwhile, propose the necessity of issuing bonds, reaction to risks, and suggestion on policy regulations in corresponded to the industrial characteristics of UIICs.

**Keywords:** Overseas Bond Issuance; Financial Innovation; Financing Restriction

# 目录

<b>第一章 导论</b> .....	1
1.1 研究背景与研究意义 .....	1
1.2 主要思路与方法 .....	4
1.3 主要内容与概念界定 .....	4
<b>第二章 文献综述与理论研究</b> .....	7
2.1 文献综述 .....	7
2.2 理论基础 .....	11
<b>第三章 金融创新的必要性分析</b> .....	15
3.1 香港和内地发债的差异 .....	15
3.2 内地企业的资本结构调整需求 .....	29
3.3 内地企业的融资约束缓解需求 .....	31
3.4 传统模式的发债制约 .....	31
3.5 国际资本的投资需求 .....	35
3.6 金融市场的管制完善 .....	36
3.7 本章小结 .....	37
<b>第四章 基于维好契约和股权回购承诺模式的基本要素推导</b> .....	39
4.1 维好契约和股权回购承诺模式介绍 .....	39
4.2 维好契约和股权回购承诺模式的发行结构 .....	41
4.3 维好契约和股权回购承诺模式的资金回流安排 .....	42
4.4 维好契约和股权回购承诺模式的适用对象 .....	43
4.5 维好契约和股权回购承诺模式的的风险特征 .....	45
4.6 本章小结 .....	48
<b>第五章 基于城投类公司的境外发债模式分析</b> .....	49
5.1 城投类行业背景介绍 .....	49
5.2 城投类公司境外债券发行必要性 .....	50
5.3 城投类公司境外债券融资效率测算 .....	53

5.4 城投类公司境外债券发行风险和应对 .....	60
5.5 城投类公司境外债券发行监管建议 .....	62
5.6 本章小结 .....	63
<b>第六章 研究结论与研究展望</b> .....	<b>65</b>
6.1 研究结论 .....	65
6.2 研究展望 .....	67
<b>参考文献</b> .....	<b>68</b>
<b>致谢</b> .....	<b>73</b>

厦门大学博硕士论文摘要库

# Contents

<b>Chapter 1 Introduction.....</b>	<b>1</b>
1.1 Background and Significance .....	1
1.2 Thesis Idea and Methods.....	4
1.3 Thesis Content and Concept Definition .....	4
<b>Chapter 2 Literature Review and Theoretical Basis .....</b>	<b>7</b>
2.1 Literature Review .....	7
2.2 Theoretical Basis .....	11
<b>Chapter 3 Necessity Analysis on the Model of Financial Innovation</b>	<b>15</b>
3.1 Difference between Hong Kong and Mainland Issuance .....	15
3.2 Capital Structure Adjustment from Mainland enterprises Demand .....	29
3.3 Financing Constraints Mitigation from Mainland enterprises Demand .....	31
3.4 Issuance Restriction of Traditional Model.....	31
3.5 Investment Demand from International Capital .....	35
3.6 Regulation Improvement of Financial Markets.....	36
3.7 Summary.....	37
<b>Chapter 4 Basic Elements Derivation on the Model of Keepwell Deed and EIPU.....</b>	<b>39</b>
4.1 Introduction on the Model of Keepwell Deed and EIPU.....	39
4.2 Issuing-structure on the Model of Keepwell Deed and EIPU .....	41
4.3 Capital Recycling Arrangement on the Model of Keepwell Deed and EIPU .....	42
4.4 Applicable Objects on the Model of Keepwell Deed and EIPU.....	43
4.5 Risk Characters on the Model of Keepwell Deed and EIPU .....	45
4.6 Summary.....	48
<b>Chapter 5 Model Analysis of Overseas Bond Issued by UIICs .....</b>	<b>49</b>
5.1 UIICs Industry Background .....	49

5.2 Necessity of Issuing Overseas Bond by UIICs.....	50
5.3 Financing Efficiency Calculation of the Overseas Bond Issued by UIICs .....	53
5.4 Risk and Response on Overseas Bond Issuance by UIICs .....	60
5.5 Regulatory Proposal on Overseas Bond Issuance by UIICs .....	62
5.6 Summary.....	63
<b>Chapter 6 Conclusion and Future Work .....</b>	<b>65</b>
6.1 Conclusion .....	65
6.2 Future Work .....	67
<b>References .....</b>	<b>68</b>
<b>Acknowledgements .....</b>	<b>73</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要

## 第一章 导论

### 1.1 研究背景与研究意义

#### 1.1.1 研究背景

尽管人民银行 1987 年就已颁布《境外发行债券的管理规定》开放企业境外融资，但规定中明确要求发行外币债券必须实行计划指标管理，且发债事项需要获得外汇局审批等条款的限定，因而我国早期的境外发债企业数量有限且大多集中在金融机构和大型国有企业之中，该规定直至 2001 年中国加入 WTO 之时才被废止。受到 1993 年衡水农行 100 亿美元备用信用证诈骗案的影响，政府对于境外融资的审批管理越发严厉。2000 年国家计委协同人民银行发布的外债管理意见中进一步加强了发债流程的监管，要求境内机构发行外债实行发债资格和发债项目的双重审批，并且明确了担保项下资金不得回流的限制条款。在 2012 年以前，企业要想境外发债，需要突破重重阻碍：以境内主体直接发债需要双重审批，审批流程遥遥无期；担保发债需要外汇局的审批，且担保融资项下资金回流受限；备用信用证受到开证银行的准入门槛和资金使用限制，并要求提供反担保或财产抵押<sup>1</sup>，这一系列的政策和限制使得企业早期的境外发债之路举步维艰。

与境内严格管控的债券市场相反，境外债券市场的发行门槛和要求都相对简化，特别是 2008 年金融危机之后，各国量化宽松政策的相继出台使得国际资本市场在很长的一段时间里都处于流动性过剩的状态，美债的发行利率更是创下了近 30 年来的最低点。<sup>2</sup>为了防止资本套利扰乱境内市场秩序，我国对于资本账户的开放始终有所限制，这种管制差异导致境内外发行债券的融资成本始终相差约 2 个百分点。<sup>3</sup>

为避免金融机构相互持债造成金融风险过度集中，所以政府对银行境外融资时的审批非常宽松。相比之下，非金融企业要想境外发债除了门槛较高之外，冗长的审核过程也会使企业错失很多投资机会。香港金融管理局在 2010 年发布的有关人民币业务的监管诠释里明确了境内企业发行离岸人民币债无需事先申报即可发行的规定，但直至 2012 年发改外资 1162 号文的出台才真正放开了对境内非金融机构赴港发行人民币债券的管制，而这也成为了境外发债模式的创新契机。

<sup>1</sup>王东. 论备用信用证中银行风险的控制[J]. 中山大学研究生学刊(社会科学版), 2013, 01:149-157.

<sup>2</sup>薛宏立, 孟芳芳. 中资发行人海外美元债市融资趋势和建议[J]. 清华金融评论, 2015, 10:106-109.

<sup>3</sup>证券时报记者 孙璐璐. 离岸人民币债券发行将进一步放开[N]. 证券时报, 2015-03-03A04.

2012年7月金地集团首次通过维好契约附加股权回购承诺的方式为境外子公司进行发债增信，试水发行了国内第一笔无担保债券。在获得了将近5倍的超额认购之后，成功发行了票息不足10%的3年期12亿无抵押人民币债券，拓宽了境内非金融企业海外发债的融资渠道，与同期境内房地产企业信托利率将近15%的融资成本形成了强烈的反差对比。<sup>4</sup>尽管这种创新的增信模式规避了当时发债监管的限制，可能存在一定的潜在风险，但出于对融资需求及融资成本的考量，不少企业铤而走险纷纷效仿金地集团的发债结构，更将其与外商股权投资基金，银行跨境存贷产品，外商融资租赁等不同的资金回流方式结合，逐渐形成了一种有别于传统境外发债模式的新型发债途径，笔者将它称之为维好契约和股权回购承诺模式。

2014年跨境担保审批制度的取消和2015年外债备案登记制度的改革，在放开了境外发债审批手续的同时，也填补了原先对境外子公司间接发行债券的监管空白，标志着我国境外发债进入了一个全新的监管时代。特别是在2015年发布的2044号文中，发改委首次宣布将原有的境外发债由审批制改为备案制，并明确允许了担保发债募集资金回流使用等问题，引导更多的非金融企业参与直接发债和担保发债，目前已有个别企业成功试水直接发债的备案审批。史季(2015)认为企业在更易通过直接发债和担保发债等方式获得境外融资的情况下，已无需再通过维好协议<sup>5</sup>发行。<sup>6</sup>

对于想要境外发债的非金融企业来说，这些政策的出台无疑是一重大利好，但随着境内人民币债券的发债利率与境外逐渐趋同，以及对个别(例如：房地产)行业融资限制的取消，境内债券市场的放开逐渐吸引了很多企业的回归。根据Dealogic发布的《China IBReview - Full Year 2015》指出，中资企业在境外的债务融资总量继2008年之后首次出现了下滑，下跌幅度将近24%。与此形成鲜明对比的是，境内的城投公司作为地方基础建设的融资平台，2015年至2016年1月的境外债券发行总量逆势上扬，较2014年实现了148%的增长。<sup>7</sup>赵婧和张

<sup>4</sup>本报记者 刘晓云. 金地首辟海外发债通道[N]. 中国房地产报, 2012-07-30A06.

<sup>5</sup>国内部分学者将 Keepwell Deed 翻译成维好协议。根据余小兵(2013)在《法律文本特征分析》一文中指出法律英语作为特殊的语言载体，与日常词汇有较大的语言文化差异，提出了 Deed(契约)和 Agreement(协议)在翻译时的差别。根据 Wikipedia 中对 Deed 的定义，指出该词具有更大的推定性，是指法律文书中所使用的书面词汇。因而本文摒弃了该词的通俗称呼，在文中将 Keepwell Deed 翻译成维好契约。

<sup>6</sup>史季. 债市的四大趋势[J]. 新理财, 2015, 12:38-39.

<sup>7</sup>民生证券 李奇霖 李云霏. 城投公司缘何热衷境外发债[N]. 经济参考报, 2016-01-29019.

莫(2015)指出融资平台境外发债大多为了调回境内使用,通常采用维好协议和股权回购承诺增信境外子公司的方式实现海外发债。<sup>8</sup>

国内经济下行趋势已然不可逆转,政府对于境内外债券融资的支持使得企业有了更多的选择。正是在很多企业选择回归境内融资和传统发债模式之时,部分中资企业,特别是具备国资背景的非金融公司,仍选用维好契约和股权回购承诺这种成本较高的增信架构在境外发行债券。<sup>9</sup>如:作为大型国有独资公司的天保控股,通过维好契约在2015年12月成功发行了一笔3年期的5亿美元债券。<sup>10</sup>

究竟这种金融创新模式是如何形成和成功运作的?在境内外债券发行制度放开的今天,城投公司为什么要选择这种相对高成本的发行方式?这种发债架构可能会带来什么风险?他们的融资效果又是怎样的?带着以上这些问题,笔者展开了维好契约和股权回购承诺模式的相关研究。

### 1.1.2 研究意义

随着融资渠道和金融创新的多元化,维好契约附加股权回购承诺的增信架构与不同资金回流相结合的金融创新发债模式使得非金融企业的境外融资成为可能。尽管其适用性相对有限,并且存在不定的发债风险,但其发债条件的宽松以及融资成本的低廉对很多在国内难以融资或融资成本居高不下的企业来说始终有着不小的吸引力,回报与风险共存,企业为此所将面临的融资环境也更为复杂。

债券融资一直是理论界研究的热点之一,但大多集中在境内债券融资的研究,很少针对境外债券融资进行深入探讨,尤其是针对创新型境外发债模式的研究更为匮乏。忽略金融创新的境外债券融资研究相对比较片面,且金融机构在境外债券发行时具有得天独厚的优势,其债券发行的研究对其他企业而言不具有普适性。因而本文将研究重心缩小至非金融企业的境外债券融资,从金融创新的必要性分析着手,结合理论进行基本要素的初步推导并以城投类公司为例进行深度分析,从不同角度诠释这种金融创新的必要性和风险。通过对城投类公司融资效率的测算,用微观数据变化揭示金融创新模式对缓解融资约束,提高企业规模效率的作用。为这种“擦边球”式的金融创新提供了更为全面的监管改进建议的同时,也为城投公司的融资渠道拓展提供了一定的借鉴意义。

<sup>8</sup>记者 赵婧 张莫. 政府融资平台海外发债风潮渐起[N]. 经济参考报, 2015-07-24001.

<sup>9</sup>相比直接发债和担保发债,维好契约和股权回购承诺模式在资金回流时,需要支付金融中介一定的通道费,因而发行成本略高于其他境外债券融资方式。

<sup>10</sup>刘菲菲 杨一鸥. 银企携手 进入国际资本市场实现加速度[N]. 中国经济时报, 2015-12-25003.

## 1.2 主要思路与方法

本文以维好契约和股权回购承诺模式为研究对象，主要采用理论推导，比较研究和实证分析相结合的方法，分别从必要性，可行性和行业分析的角度，对这种创新的发债模式进行全方位的剖析。

首先，通过对境外发债模式和金融创新动因进行文献总结，结合企业资本结构，融资约束，融资效率和跨境资本流动这几大理论，来总结过往的相关研究。其次，对维好契约和股权回购承诺模式进行创新必要性的分析，从对比香港和内地的债券市场差异，发债政策差异，利率和汇率差异着手，结合对内地资本结构和融资约束的情况，寻找境内非金融企业的债券供给动机。通过分析传统发债模式改革前后的变化，国际投资需求和市场监管博弈等方面，全方位地探究这种创新模式的动因和意义所在。然后，结合必要性分析对维好契约和股权回购承诺模式进行理论推导，从发行结构，资金回流安排，适用对象和金融风险的角度进行理论构建。最后，以城投类公司为例进行深入研究，选定与企业成长能力和偿债能力相关的四项指标，构建 DEA 模型对城投类公司已通过维好契约和股权回购模式发行境外发债的公司进行技术效率和规模效率的测算评价，对金融创新能否提高企业的融资效率进行检验。结合城投类公司的特点，从行业的角度进行发债必要性和风险对策进行分析，提出有利于城投类公司良性发展的政策管制建议。

## 1.3 主要内容与概念界定

### 1.3.1 主要研究内容

本文的研究框架主要分为六个部分：

第一章：导论。提出目前境外债券发行模式的创新兴起所可能带来的机会与风险。2015 年境内融资渠道的放开使得境外发债规模骤减，有学者提出境外发债模式的改革和境内的放开使得此维好契约和股权回购承诺模式无需再被使用的结论。但就实际的发债情况来看，主要通过该种模式发债融资的城投公司，其发行总量却在当年逆势增长，笔者就此反常规的现象提出了研究的意义。

第二章：文献综述与理论基础。针对金融创新的动因和境外发债方式的相关研究成果，明确了本文的基础理论。

第三章：金融创新的必要性分析。结合传统发债模式的限制，梳理香港和内地在债券市场，发债政策，发债利率和汇率上的差异挖掘债券供给的动因。发现

发债审批过严，发债强制担保，信用评级失效和对冲工具缺失等因素使得企业境内的债券融资渠道受阻。结合资本结构和融资约束的分析，提出债券市场不完备和债券审批严格只是目前非金融企业资产负债率居高不下的部分原因，而政府对国有企业补贴和信贷支持是市场整体效率损失的问题所在。银行体制改革之后，信贷资源集中到了大型优质的国有企业中，很多盈利不强或规模较小的国企都存在融资约束。引出金融创新可以缓解融资约束，提升企业经营绩效的观点。金融危机之后，国际资本对于债券投资的保值需求也间接推动了这种创新模式的产生。结合金融创新的动因理论，提出了创新与监管博弈良性循环在中国的适用性，因而维好契约和股权回购承诺模式值得进一步深入研究。

第四章：基于维好契约和股权回购承诺模式的基本要素推导。从理论的角度构建这种模式下的运行机理，适用对象和可能存在的金融风险。通过总结发现境外投资者可能对国企存在政府担保的偿债预期，国企和境内融资受限的民企更有发债的动力。通过各类债券制度的对比，发现企业债券有强制担保和额度限制的约束，因而该部分主体更适合通过维好契约和股权承诺回购模式发债，并将研究视角聚焦于发债规模逆势增长的城投类公司这一特殊对象上。

第五章：基于城投类公司的境外发债模式分析。构建 DEA 模型对选择维好契约和股权回购承诺模式发债融资的城投公司进行融资效率测算，通过对比不同城投公司发债前后的变化，得出合理利用这种金融创新的境外发债模式能够提高企业的规模效率，间接缓解其他企业的融资约束的结论。结合发行必要性和企业的风险应对方法，指出目前多头监管可能存在的管制真空，就现有企业债券发行政策和政府与城投平台关系剥离等方面可能存在的一些问题，提出了相应的监管建议。

第六章：研究结论与研究展望。总结研究，提出进一步完善研究的方向。

### 1.3.2 基本概念界定

#### 1. 境外发债的界定

值得注意的一点，尽管港澳台在政治和地域上都归属中国所有，但由于其高度自治，法系自成一派，具有独立的行政管辖权，所以通常将包含港澳台地区的大陆称为国内，并将除港澳台地区的中国内地称为境内。根据 1985 和 2012

年颁布的新旧《出入境管理办法》都明确将港澳台列为出境范围之列。<sup>11</sup>因香港具备国际金融中心及人民币离岸中心的双重身份,对中资企业的认可度也较高而成为非金融企业境外发债的首选之地。本文中所用“境外发债”,泛指中资企业在中国内地以外的地区所发行的债券。

## 2. 维好契约和股权回购承诺模式的界定

在 2015 年境外发债监管制度变革以前,中国政府对于境内主体直接发债的审批以及担保发债资金回流的管制较为严厉,仅有金融机构和少数大型国有企业成功发行。2012 年发改外资 1162 号文的发布首次放开了非金融企业赴港发行离岸人民币债券的限制,直接推动了维好契约和股权回购承诺模式的创新发展。因而该模式是一种基于特定金融环境下的发债增信措施的创新应用,首次于 2012 年在金地集团的境外发债案例中被运用,并随之演化出了不同的资金回调方案,本文将这维好契约附加股权回购承诺契约,并将之与不同资金回流安排相结合的方式称之为维好契约和股权回购承诺模式。

## 3. 企业债券发行主体的界定

尽管《企业债券管理条例》中并没有对发行主体有明确的限定要求,但根据其第十一条“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。”的规定,实际发行主体大多集中在国有独资企业和国有控股企业。王国刚和董裕平(2007)<sup>12</sup>指出就目前审批通过的企业情况来看,发行主体虽不限于地方政府范畴,但募集资金主要用于政府部门项目,从实质上更贴近政府债券。本文根据企业债券发行的实质,在文中将其认定为由中央和地方国有企业发行的特定债券。

<sup>11</sup>根据《中华人民共和国出境管理法》对于出境的定义,指由中国内地前往其他国家或者地区,由中国内地前往香港特别行政区、澳门特别行政区,由中国大陆前往台湾地区。

<sup>12</sup>王国刚,董裕平. 分立“企业债券”与“公司债券”推动公司债券市场的发展[J]. 中国金融, 2007, 06:12-14.

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.