

# 对发展我国企业债券市场的思考<sup>\*</sup>

吕林根

(盐城工学院 工商管理学院 江苏 盐城 224005)

**摘要:**目前,我国发展企业债券市场的条件和基础已初步具备,只要从政策、制度、技术等方面加快改革,逐步完善,不断创新,我国企业债券市场就能够适应市场经济的要求,在经济发展中发挥更加积极有效的作用。

**关键词:**企业债券;市场;发展;思考

**中图分类号:**F832.5

**文献标识码:**A

**文章编号:**1008-509X(2004)04-0031-03

世界发达国家和地区的经验证明,在现代市场经济条件下,没有债券市场的证券市场是畸形的,也是“短命”的,举债是公司发展的最本能的融资方式。<sup>[1]</sup>发行债券筹资虽然具有财务风险大、限制条件多的缺点,但是只要企业资本运作效果好,相对发行股票融资方式来说具有资本成本低、筹资对象广、市场大、有财务杠杆利益、不会分散原有股东的控制权等优点。

## 一、企业债券融资的积极作用

### (一) 税盾与财务杠杆作用

企业融资都会发生融资成本,而企业负债的筹资成本——利息在税前抵扣,可以起到合理避税的作用,为企业节约资金;另一方面,企业负债还有一个财务杠杆作用,也就是说,企业负债可获得“财务杠杆效应”。但这种效应具有正负的两个方面效应,由于负债利息是固定不变的,在投资收益率高于利息率的情况下,负债资金能够为企业带来一部分差额利润,这样就使得每股收益的增长幅度超过息税前利润的增长幅度,企业股东取得了财务杠杆利益。相反,当投资收益率低于利息率时,债权人不会由于企业收益水平下降而减少利息,企业蒙受一部分甚至全部差额损失,这使每股收益的下降幅度超过了息税前利润的下降幅度,企业没有得到财务杠杆利益反而受到损失。这就是杠杆作用的双重效应。也正因如此,加剧

了每股收益的不确定性,企业财务风险加大。对于我国,企业负债并未真正发挥正面效应,负面效应却很严重。要克服这一缺陷,除了改革国有企业和国有银行外,同时,要大力发展企业债券融资,发挥债券融资在企业负债经营中的财务杠杆的正面效应。

### (二) 优化资本结构与企业价值最大化

现代资本结构理论揭示,企业价值会随负债的持续增加而上升。企业发行债券可以产生财务杠杆效应,有利于企业主动调节和优化财务结构,扩大所有者收益,对企业资产的保值增值也起到相当的促进作用。企业债券融资由于是直接融资,可以起到降低融资成本的作用。我国目前现行的5年以上银行贷款利率是5.76%,而10年期企业债券票面利率可低至4.3%左右,15年期的也只在4.5%左右。

### (三) 改进治理结构和严格约束机制

我国的股份有限公司普遍由国有企业改制而成,国有股一般占控股地位,但这些股权存在着所有者缺位问题,难以对代理人行使有效的监督和约束,严重的“内部人控制”导致公司行为更多地体现代理人的意志,而不是所有者的意志。考虑到企业债券还本付息的硬约束,代理人的理性选择必然是“重股轻债”;国有银行缺乏独立的财产权,导致企业在权衡发行债券融资和申请银行贷款时,更偏好后者。因此,大力发展企业债券市

<sup>\*</sup> 收稿日期:2004-05-18

作者简介:吕林根(1966-),男,江苏大丰市人,盐城工学院讲师,苏州大学硕士研究生,研究方向:经济管理。  
万方数据

场,提高企业债券融资比重,企业资金利用效率将更高,能进一步完善企业治理结构,对企业内部人进行约束,并可以通过破产机制约束企业。

## 二、企业债券市场发展的时机和条件

近年来,我国企业债券市场呈现出一派欣欣向荣的景象,企业债券发行规模不断扩大,自2000年出现反弹之后,逐年攀升,2000年达99亿元,2001年达147亿元,2002年达325亿元,2003年达500亿元左右,一级市场认购踊跃,二级市场表现十分活跃<sup>[2]</sup>(p.203-205)。

我国债券余额占GDP比重长期徘徊在1%左右,而美国在30%以上,从理论上讲,我国企业债券市场发展空间很大。同时,我国企业债券市场经过几年的整顿,目前市场环境已经发生了相当大的变化,管理层也一再强调将大力推动国内企业债券市场发展。这一切都表明我国企业债券发展的时机和条件日趋成熟。

### (一)政策预期利好

我国加入WTO后,金融市场将进一步开放,管理层已感受到企业债券市场的重要性和紧迫性。新出台的《企业债券管理条例》在发行制度、定价制度、资金使用用途等方面都有所突破。

### (二)企业债券市场供求两旺

目前,我国有发债需求的不仅仅只是一些电力、交通等基础设施行业,还包括众多的上市公司。因证监会对上市公司再融资的资格及募集资金用途监管的力度加大,股权融资已不再是上市公司的唯一选择,债券融资开始受到青睐。经过几年的发展,我国债券市场的机构投资者队伍已相当壮大。保险公司、社保基金、农信社、券商、信托投资公司及一般企事业单位构成了一个相对稳定的投资者队伍。同时,个人投资者对债券投资也有很大需求。在股票投资风险逐渐扩大的情况下,个人投资者对债券投资的热情日渐高涨。

### (三)现行利率水平为发债融资创造了良机

经过多次降息之后,目前我国的利率水平正处于历史低位,这对长期资金而言是最佳成本期。由于相对于银行贷款,企业债券融资可以降低融资成本,因此企业发债的积极性空前高涨。此外,银行存贷款之间较大的利差也为企业债券提供了利润空间。对投资人而言,与不断下调的银行利率相比,投资企业债券的利率优势日趋明显。

(四)市场流动性增强提高了企业债券吸引力  
交易所债券交易费率的降低极大地降低了交易成本,增强了企业债券的流动性。短期回购交易使得投资者可以通过买进企业债回购交易套取资金再买入企业债,获得套利收益,对于机构投资者有很强的吸引力。

### (五)发展企业债券市场的技术条件已形成

我国债券市场长期以来供求失衡的状况导致了市场上各种竞争关系的出现,其中承销商之间的竞争因债券项目少、风险小而尤为激烈,由此催熟了一批经验丰富的承销商。他们在债券产品设计、发行方式、服务方式、技术手段等方面不断创新,促进了债券市场的发展。

## 三、发展我国企业债券市场的对策

### (一)转变思想,实现企业债券利率市场化

要转变“重股票、国债,轻企业债券”的情况,改变把企业债券、国债和股票对立起来的情况,理顺三者的关系,为企业债券的发展奠定良好的政策基础,应逐步调整对企业债券利率不得超过银行存款利率40%的限制,实现企业债券利率市场化<sup>[3]</sup>也就是说,企业债券利率的确定,应通过对企业的信用评级,根据不同企业的资信情况、信用评级结果,在基准利率的基础上,考虑各种风险因素,由发行人、承销商根据市场情况,确定适当的利率,资信好、信用级别高的企业债券投资者承担的风险小,利率低一些,反之则高一些。

### (二)转变政府行为,改进企业债券监管模式

在企业债券发行向市场化转移的过程中,国家应妥善建立相应的监管措施,防止欺诈行为发生,比如,建立对筹集资金从入帐到偿还的全程监控机制,要求企业定期公开对资金使用情况的信息,接受社会监督,审核机构应严格审查发债主体,监督发债企业建立债券的偿债基金制度等。企业债券的监督管理也应该尽快走向市场化。首先要淡化或者逐步取消企业债券的计划规模管理,指导企业依据自身资本结构和资本需求,在 market 规则下确定债券规模,只要企业需要,市场认可,就应该允许企业通过发行债券融资。其次,依据上市公司发行可转换债券的经验,逐步向债券的审核制过渡,尽快推行企业债券发行核准制,淡化政府对企业债券市场的直接控制,以达到分散风险,增加投资者风险意识的目的。再次,放宽企业对通过发行债券所募集的资金在使用方面的限

制,在保证主要用于固定资产投资项目的同时,可以用于调整债务结构、资产重组等其它方面,但应建立资金运行监督系统,由专门人员监督资金使用情况。

### (三)完善企业结构,允许民营企业债券融资

我国企业偏重于股权融资,忽视债券融资的原因就在于企业本身的经营机制和治理结构存在问题,要使企业对债券有正确的认识,就要建立现代企业制度。<sup>[3]</sup>为此,一方面,我国应加快国有企业经营机制的转化,使企业成为真正的市场主体,由市场机制来制约企业经营者的权利和利益,促使企业以资金成本最低(价值最大化)为目标,对通过债券融资还是通过股票融资作出理性选择,达到优化资源配置的目的,同时由于企业通过债券融资要受到还本付息压力的硬约束,这反过来又有利于公司治理结构的优化,使投资者利益受到保护;另一方面,我们又要打破国有企业在资本市场吃大锅饭的特权,允许民营企业在债券市场融资,加大对非国有企业金融支持的力度,如果非国有企业在债券市场中能够扮演重要角色,则会大大促进发债人更多地考虑融资成本以及还本付息能力,对于促进发债人的融资行为更为合理具有很重要的意义。

### (四)丰富企业债券品种,选择最佳发行时机

在国外,企业债券是金融创新最多、最灵活的一种金融工具,但是这种创新和灵活性在我国还没有得到充分体现,这也是制约企业债券市场发展的原因之一。更多的品种会使投资者和融资者

的需求都得到提高,因此需要分析他们的需求,根据这些需求去设计具体的企业债券品种。如国外发行的附加权益债券(可转换债券,可赠送认股权证等),我国目标市场上可以多多借鉴,还可以在一些优秀企业中实施搭配发行(比如发行股票必须搭配发行50%的债券);在债券创新方面还可以逐渐增加浮动利率债券,引入带有红利分享性质的企业债券等。为了降低企业债券融资的风险,确保债券发行和投资的效益,债券的发行有一个时机选择的问题。债券发行时机应注意经济周期的变化,如果国民经济处于繁荣时期发行债券,则融资成本高,投资者不一定愿意购买债券,且这时筹资投产到经济低迷时才能达产,而达产时经济萧条,企业发展艰难,甚至有无力偿债的风险;而反之如经济处于低迷时发行债券融资,则融资成本低,且投产后刚好经济处于繁荣时期,企业会随之蓬勃发展,确保了债券到期本息的偿还,大大降低了融资双方的风险。所以,当经济处于低迷时期往往是债券发行的最佳时机。

### (五)建立健全企业信用评级体系

企业信用等级的高低直接影响到债券的利率、期限、还款方式等因素,直接决定企业债券的融资成本。因此,应尽快建立独立的信用评级制度,摆脱地方保护主义,统一管理各类信用评级机构,同时,应加强信用评级机构对发债企业的跟踪调查,借鉴国际上通行的信用评级办法,随时更新评级结果,及时为投资者提供企业的最新情况。

### 参考文献:

- [1] 冯彬.影响我国企业债券发展的因素及对策[J].中国经贸导刊,2003(2):38-39.
- [2] 万解秋,贝政新.现代投资学原理[M].上海:复旦大学出版社,2003.
- [3] 宋芳琴.对发展我国企业债券市场的认识和思考[J].现代管理科学,2003(8):79-80.

## Reflections on How to Develop Enterprises Bond Market in China

Li Lin-gen

(School of Business Management, Yancheng Institute of Technology, Jiangsu Yancheng 224005, China)

**Abstract** Nowadays, the conditions and basis of developing enterprises bond market begin to take shape in our country. As long as we keep accelerating the reform pace, making improvements and coming up with new creations in such respects as policy, system and techniques, our enterprises bond market may meet the demands of market-economy and play a more effective role in the economic development.

**Keywords** enterprise bond; market; development; reflection