

●中国人民银行荆州地区分行课题组

## 企业债券市场发展现状 及其规范化的对策研究

当前,我国社会主义市场经济体制正逐步得到建立和完善。作为市场经济重要融资渠道的企业债券市场虽然在几年里有了长足发展,但它又面临着许多新的机遇和挑战。从我国目前企业债券市场发展的现状来看,一方面,我国企业债券市场已具有相当的发育程度,已成为国民经济发展的一大动源;另一方面,由于我国企业债券市场正处于新旧体制转换之中,还存在着需要不断发展与不断完善的问题。90年代中国经济和金融体制的改革,要求我们积极慎重地推进企业债券市场的发展,以更好地为社会主义市场经济服务。对此,本文通过对企业债券市场发展过程和现状的分析,以期寻求规范企业债券市场的对策思路。

### 一、我国企业债券市场发展过程的实证分析

我国企业债券市场起步于80年代中期,特别是1987年,国务院颁布了《企业债券管理暂行条例》以后,我国企业债券市场开始由过去自发的行为纳入国家管理的轨道。到1991年末,我国企业债券的发行和转让市场已初具规模。据统计,1987年至1991年,全国仅国家计划发行的企业债券就达300亿元,平均每年以超过两位数的百分比上升。综观我国企业债券市场的发展过程,它与我国经济、金融体制的改革有着密切的内在联系,其发展大体经历了以下几个阶段。

(一)1984年至1986年为企业债券市场的萌芽阶段。1984年至1986年的3年间,正是我国经济转入有计划商品经济轨道后高速发展的时期,国民生产总值平均每年以19%的速度增长,社会各个部门对资金的需求剧增。由于当时单一银行的信贷资金供给渠道难以满足社会全方面的资金需求,许多企业不得不向社会和内部职工集资。据有关资料统计,截止1986年底,全国各种不规范的企业债券累计发行100亿元以上。这一时期,由于缺乏债券市场发展的宏观政策环境,我国企业债券市场始终处于一种原始的紊乱、无序的状况中。它虽然从一定程度上缓解了社会资金供求矛盾,但这种“内部集资”等形式的集资行为,不分其“主体”有无集资能力,不管其是否符合国家产业政策要求,不管是否符合“公平、公正、公开”的市场原则而一律带有较强的行政强制色彩,因而也给社会资源的优化配置和产业结构的合理布局带来了很大的后遗症。

(二)1987年至1991年为企业债券市场的雏形形成阶段。1987年3月国务院颁布了《企业债券管理暂行条例》,正式将企业债券发行纳入全国资金计划。从此,我国企业债券市场开始由过去自发的、无序发展的阶段向有计划、高速发展的阶段转换。企业债券无论是在数量上还是在发行范围上都比过去有了很大的拓展。据有关资料统计,1987年至1991年,我国企业债券计划发行量增加了2倍多。从荆州地区来看,企业发行债券金额由1989年的1100万元

增加到1991年的6320万元，增长了近5倍。造成企业债券市场迅猛发展的原因是多方面的，其主要原因有：一是政策引导。一方面，国家加强了对社会集资的管理，并颁布了《企业债券管理暂行条例》，各省、市也相应制定了实施细则，给了企业一个集资的宏观政策环境；另一方面，国家通过发行重点企业债券、金融债券等，为众多的企业走向市场作出了示范。与此同时，各级中央银行通过各种传播渠道，使政府和企业都知道，除了银行外，还可通过金融市场来筹集资金，增强了政府和企业的债券意识。二是环境逼迫。这几年，银行信贷资金紧，即使一类企业，也不能全保资金供应，因此逼着企业从要资金找市长变为找市场。三是机制作用。随着经济体制改革的深入，扩大了企业的经营自主权，企业也在另辟筹资蹊径。同时，社会公众由于收入的日益增加，对市场、物价的预期稳定心理增强，手持货币已不满足于单一、低收益的银行储蓄，而把兴趣投向市场寻找投资机会，这也给企业向市场直接筹资提供了物质基础。这一时期，我国企业债券市场的雏形虽然基本形成，但它难免会带有较多的计划经济烙印，存在着许多与发展社会主义市场经济不相适应的因素。因此，可以这样说，这一阶段我国企业债券市场虽然处于由无序向有序发展的转折点，但仍然是一个不规范的市场。

（三）1992年我国经济体制改革进入一个崭新时期，企业债券市场也迎来了新的机遇和挑战。1992年，随着我国经济体制改革目标的确定，一方面，企业生产经营正逐步由计划导向向市场导向转变，融资结构日趋多元化，国家在发展证券市场上给予了许多优惠的政策和措施；另一方面，企业要求直接走向资金市场，发行债券筹措资金的愿望越来越高，我国企业债券市场进入了一个新的发展时期。从荆州地区来看，1992年全区发行企业债券比1991年增长1倍。从全国的形势来分析，企业走向资金市场直接融资已成为我国社会主义市场经济发展的客观需要，且环境和条件日趋成熟。据国家统计局有关数据表明，第八个五年计划我国固定资产投资计划26000亿元，尚缺10000亿元的资金。这样大的资金缺口，靠国家财政、银行信贷包下来是不可能的，在很大程度上要依靠企业直接进入市场，通过发行债券等方式筹措，这就为我国债券市场的发展提供了难得的机遇。但是，我们也应该清楚地看到，我国现存的债券市场离社会主义市场经济的要求还有很大的差距，其发展过程中也将面临着许多挑战和阻力。因此，今后一个时期，摆在我们面前的一项重要工作，就是采取各种措施，促进债券市场的规范化。

## 二、我国企业债券市场运行现状的基本估价

回顾我国企业债券市场发展、完善的过程，我们可以清楚地看到，企业债券作为我国企业走向资金市场筹资的重要手段，在促进国民经济发展中发挥了积极的作用。其产生的效益主要表现在以下几个方面：

第一，缓解了社会资金供求矛盾，促进了企业经营机制的转换。长期以来，我国企业的资金来源主要依靠银行，银行贷款几乎包揽了企业的一切资金需求，这种融资体制既加剧了社会资金的供求矛盾，又影响了企业资金的使用效益，严重束缚了我国社会主义商品经济的发展。建立企业债券市场后，企业在国家宏观调控下运用市场机制筹措资金，从而将企业的竞争与风险意识导入了企业的筹资渠道和生产经营管理中，增强了企业的效益观念、偿债意识，有力地促进了企业经营机制的转换。

第二，调整了产业、产品结构，促进了社会资源的优化配置。企业走入债券市场进行

筹资，变过去的行政计划分配资金为市场调节资金，使社会资金向着经济效益好的投资方向流动，从而促进了产业、产品结构的调整。1987年至1992年，荆州地区共发行企业债券近1.5亿元，其中90%以上投入到了经济效益好、国家扶持发展的企业，企业债券投资效益良好，债券按期回归率达100%。

第三，减轻了银行信贷资金的供给压力，实现了融资结构的多元化。企业债券市场的发展，大大减轻了财政和银行支撑经济发展的压力，使企业在计划内“平价粮”供应不足的情况下，主动去市场购买“议价粮”，实现了企业融资结构由单一向多元发展。另外，企业债券市场的发展还为社会公众和投资者提供了新的金融资产，有利于将短期、分散的闲置消费资金转化为长期、集中、稳定的生产建设资金。

总之，我国企业债券市场的建立与发展，对国民经济的发展发挥了和正在发挥着更大的作用，企业债券市场也在实际运作中不断得到发展壮大。然而，我们不能不看到，在企业债券市场运作过程中，也确实存在一些需要解决的问题。

(一) 企业债券市场“商品”种类单一，发行市场缺乏选择性。

一是企业债券期限不合理。我国的企业债券发行如同国库券发行一样硬性规定了几种偿还期限种类，这种单调而缺乏弹性的期限结构，既不便于投资者进行选择，又容易使企业债券集中到期，出现偿债高峰，人为地增加社会和企业资金的震荡幅度。同时，这种缺乏弹性的期限结构，还经常使“借债”企业造成资金偿还前闲置，如原来只需要使用“借款”5个月的企业，由于规定期限限制，必须满6个月的“借债”期才能偿还，因此使这笔资金“闲置”1个月。这就带来两个问题：一方面弱化了企业的偿债意识，将“闲置”资金用于新的项目，导致到期资金移了位；另一方面，则使企业要负担额外的利息开支，增大企业的筹资成本。

二是企业债券利率不合理。在市场经济活动中，影响投资者收益率高低的一个很重要的因素就是风险。企业债券作为市场经济的重要筹资手段不可避免地存在一定的投资风险。因此，根据企业债券风险程度的大小确定不同的利率标准，是完善企业债券市场的客观需要。但是，在我国现实的企业债券市场上，决定投资收益高低的利率档次却没有拉开。按照国家规定，我国现行企业债券利率可在同期储蓄存款利率基础上上浮20%，但不得高于金融债券和国库券利率。相比之下，企业债券的风险性要比金融债券和国库券大得多，但利率却低于至少是不得高于两者。本来是应由市场决定的“价格”，却毫无依据地由政策硬性规定，而这种用行政手段硬性压低企业债券利率的办法，严重削弱了对投资者的吸引力，不仅影响了企业债券的销路，而且由于“一手”债券收益不高，“二手”转让收益更加低下，因此，持券者变现难度大，这就大大制约了企业债券转让市场的发育、完善，反过来又影响了企业债券发行市场的发展。

(二) 企业债券市场风险机制不完善，债券资金在运行中缺乏约束性。

企业债券市场作为一种有形资产市场，其与银行储蓄的根本区别在于具有一定的风险机制。企业在风险机制的作用下能够按照市场经济的要求加强生产经营管理，保证债券资金的按时回归；投资者在风险机制的作用下能够取得差别收益。但是，我国目前企业债券市场的风险机制却没有真正形成。

一是缺乏风险预测机构。主要是缺乏独立性、资信程度较高、比较超脱的企业资信评估机构。企业申请发行债券时，上级机关往往只凭发行企业的申报材料和一面之词审批发行，

不可能详尽科学地了解和掌握企业资信程度和效益状况，因此，企业发行债券带有很大的盲目性，债券风险透明度不高。

二是风险的承载主体变形。在我国现实经济生活中，大多数企业尚缺乏市场经济条件下必备的信用条件，因此，其在面向市场发行债券时往往由财政或银行提供担保。按市场经济的要求，企业经营风险的第一承载主体应是企业本身，而我国目前很多企业在无力承担风险的情况下将风险向担保单位转移。债券风险承载主体变形后，给国民经济的发展和公司债券市场的发展带来了很多副作用。就银行而言，由于银行充当了企业风险的承载主体，企业在无力偿还债券本息的情况下由银行信贷资金垫付，不仅增加了银行的信贷规模，而且将直接融资变成了间接融资，使企业信用变为了银行信用，把企业风险转嫁为信贷风险，失去了债券资金的本质属性。就企业本身而言，由于财政或银行提供了债券发行担保，企业到期后不能偿还也不负任何责任，其结果是企业债券资金和银行信贷资金一样缺乏约束性，不利于企业合理使用债券资金、加强经营管理和机制的转换。

（三）企业债券市场管理行政化，债券资金运行缺乏市场灵活性。

在经济生活中，企业根据生产经营临时周转的资金需要向社会发行债券筹措资金，是一种市场经济行为，容易受社会环境和市场要求的影响，具有较强的机动性和灵活性。然而，我国现行企业债券管理体制与这种市场经济行为存在较大的摩擦，主要表现在三个方面：一是企业债券审批手续复杂，审批环节多、周期长。企业发行债券从申报到债券资金到位，一般需要2个多月时间，有的甚至长达半年之久。很多企业由于受发行环节多、周期长的影响，而错失了生产经营良机，造成很大的经济损失。二是债券指标分配行政化。我国企业债券发行采取的是指标控制、限额发行的管理办法，各地每年债券发行数额由人民银行总行下达计划，严格限定，在计划指标内发行债券。由于各地区之间经济发展不平衡，企业对资金的需求有差异，导致有的地区指标充裕，但符合发行条件的企业较少，有的还把不符合条件的企业引入市场进行筹资，增加了债券发行的风险性，降低了债券资金使用效益；有的地区符合发行条件的企业较多，但指标有限，不少企业只能“望市兴叹”，影响正常的生产和经营。这种由行政化的管理办法导致的不正常现象，既不利于我国企业债券市场的健康发展，又不利于产业、产品结构的调整。三是企业债券发行的销售方式存在行政化现象。现行企业债券发行由于利率结构不合理，投资者收益率较低，在发行销售上遇到很多困难，一些地区为了保证企业债券发出去，甚至采取行政性手段搞摊派购买，这种非市场的发行方式，使购买者（投资者）产生了逆反心理和抵触情绪，损害了企业债券的形象和声誉。

（四）企业债券转让市场发展滞后，债券资金缺乏流动性。

从我国企业债券发行总体情况来看，企业债券发行市场发展迅速，但与之配套的企业债券转让市场却发展滞后。其关键问题是企业债券转让市场集中在中心城市，而众多的债券发行者——中小企业又分散在县、市一级，给零星、小额持券的投资人变现带来困难。此外，我国金融市场体系不健全，现有的货币市场仅仅是同业拆借市场，短期的证券、票据市场尚未形成，而目前企业债券是短期融资券较多，真正能进入资金市场买卖的中、长期债券并不很多。这样一些承销企业债券的券商、代理银行，也由于没有金融市场上大宗的证券转让机会，而失去承购包销企业债券的兴趣。上述原因，导致我国企业债券占整个证券交易的比重极小。据统计，1992年上半年，我国企业债券交易占整个证券交易量的3%，这与企业债券在国民经济筹资渠道中越来越重要的地位形成显明的反差。企业债券转让市场发展滞后必

然制约发行市场的发展。随着我国社会主义市场经济的发展，企业债券发行量的扩大和发行面的拓宽，这种副作用将会更明显。

### 三、规范我国企业债券市场的设想

当前，我国社会主义市场经济已进入一个新的发展时期，因而对企业债券市场的建设提出了新的要求。如何革除当前我国企业债券市场中存在的种种弊端，有效实施对其调控和管理，是摆在金融宏观调控部门和证券管理当局面前的一个重要课题。对这个问题，我们认为，一方面要为企业债券市场的发展提供良好的环境和条件，另一方面要对企业债券市场的运作逐步实行规范化。

（一）改善企业债券市场发展的外部环境：处理好四个关系。

规范企业债券市场是一项复杂的系统工程，因为企业债券市场不仅仅只是社会主义统一市场中一个单纯的部件，它的发育、完善，还与周边的客观经济环境和诸多经济活动有着千丝万缕的联系。因此，我们在改善企业债券市场发展的外部环境时，应注意兼顾社会经济生活各方面的利益。这样，企业债券市场的发展才会真正拥有一个宽松、适宜的环境。

1. 处理好企业债券资金来源与银行信贷资金来源的关系。在社会闲散资金一定的情况下，发行企业债券后，信贷资金来源之一的储蓄存款就可能增长速度减缓。正因为企业债券资金与信贷资金的来源共一性，给人们带来的担心是企业债券发行可能出现银行信贷供给萎缩，以致削弱银行资金调控能力和金融管理能力。我们认为，要解除这种有碍于企业债券市场发展的顾虑，要看到将一块稳定性较差的社会闲散资金转为短期或长期投资（企业流动资金投入和固定资产投资新增部分都应视同投资），就可以减轻因储蓄存款巨额增加而给社会各界带来的市场心理压力。即使从银行的角度看，信贷增量来源虽然分流了一块，但因企业自筹资金的增加，银行信贷风险也部分分散。因此，要淡化单纯的信贷资金观念，更不能为了银行信贷平衡而人为地限制企业债券市场的发展。

2. 处理好发展企业债券发行市场与转让市场的关系。从理论上讲，企业债券市场有一个完整严密的市场机制，一级（发行）市场是基础，二级（转让）市场是条件，两者都取决于居民收入的高低和金融意识的强弱。目前，我国证券的转让市场尚处于起步状况，在相当部分的中、小城市，证券交易的种类主要是国库券，交易目的大部分是为了“死钱”变“活钱”，买卖交易额很小。整个证券交易市场中，企业债券所占份额微乎其微。而证券的生命在于流动，若证券转让活跃不起来，势必影响证券发行市场的规模。因此，我们在发展企业债券发行市场的同时，应不失时机地发展企业债券转让市场。为此，要发展流动性较强、对社会公众有吸引力的金融工具；扶持以证券交易为主要业务的证券部门；在交易机构设置上，可以在大、中城市设置证券交易中心，并按其辐射能量在周围县、市设置分中心，再由各分中心连接各处的证券代办处，从而形成有行有市的债券交易网络，便于零星债券持有者就近交易，大额债券持有者集中交易，为企业债券转让市场的发展创造良好的条件。

3. 处理好企业债券风险与收益的关系。在市场经济中，存在着收益与风险的相谐性，要获得收益，就必须甘冒风险，企业债券也体现这一特点，即企业债券的风险决定其收益率的高低。因此，我国企业债券的发行应按照市场经济的规律，建立科学、公正的企业评信机构，按照企业的生产经营状况和信誉的优劣拉开企业债券风险档次，据此确定债券的利率，使企业债券具有合理的投机性。风险与收益一致后，就要求筹资者具有成本意识，在决定向

社会发行高风险债券时，须认真测算和确定“举债”成本，同时也要求投资者在选择投资项目时，避免盲目考虑债券收益，更应充分估计投资风险，减少投资损失。因此，正确处理好企业债券风险与收益的关系，有利于企业债券市场的发展。

4. 处理好经济体制改革与金融体制改革的关系。企业债券市场的发展不仅仅是一个微观操作的问题，而且是涉及到社会经济生活各方面及宏观政策环境的综合性问题。其发展在很大程度上取决于我国经济和金融体制改革的进程。当前，我国虽然正在建立和完善社会主义市场经济体制，但现存的经济和金融体制仍然难以满足企业债券市场进一步发展的需要，理顺经济体制与金融体制改革的关系已成为当务之急。首先，在经济体制改革中应进一步扩大企业的自主权，完善企业经营管理体制，并逐步推行企业国有资产的产权转让，使企业真正成为独立自主、自负盈亏，能独立走向资金市场筹资的实体，为企业债券市场的发展铺平道路。其次，在金融体制改革中应不断加大市场金融份量，建立健全各种金融市场，并尽快联结成全国统一开放的大市场，发挥其市场容量大、信息灵通、交易迅速方便的优越性，满足广大企业筹资者和各类投资者的需要。

(二) 规范企业债券市场的运行：建立企业债券发行和转让的市场机制。

首先，在企业债券发行市场上，改革管理办法、调整品种和价格结构，建立和完善企业债券发行的市场机制。

1. 企业债券规模控制应从行政分配发行逐步过渡到市场调节发行。考虑到目前我国市场经济的实际发育程度，为了使企业债券市场与之相适应，企业债券发行应逐步由行政分配指标、一级级下达的管理方式向根据市场需求和企业的经营状况合理确定发行量的管理方式过渡。为了防止过渡期债券发行管理失控，可采取分两步走的工作思路。第一步是改过去的由上而下分配制为由下而上申报制，即先由基层债券主管部门根据国家的产业政策，结合本地实际，逐级在年初和年末向上级主管部门呈报企业债券发行规模，由上级主管部门根据基层主管部门报来的规模，结合宏观总体平衡需要进行审批，从而克服上级主管部门下达指标脱离基层实际的矛盾。第二步是在条件成熟的情况下，下放企业债券发行审批权限，由各地区债券主管部门根据市场需求和经济承受能力自行掌握，严格按国家的政策法规审批企业债券发行。

2. 企业债券种类应从单一化格局向多样化格局转换。几年来，我国企业债券的发行种类还比较单一。这种单一化格局既不利于投资者进行选择，又束缚了企业债券市场的健康发展。因此，尽快打破单一化格局，是企业债券市场规范化的重要内容。

一是要实现企业债券期限的多样化。企业债券期限的确定应综合考虑社会各方面的因素。对一般短期投资者来讲，时间短、流动性较强的短期融资债券较受他们的欢迎，而对于中长期投资者来讲，则期限长、利率高的中长期债券较受他们欢迎。由于投资者经济状况和实际情况不同，他们对企业债券有不同的需要，因而提供多种期限的企业债券，可以大大拓展企业债券的销售范围，吸引众多的投资者。从另一个方面来说，企业由于生产经营状况和资金循环周期不同，偿还债券的期限是一个必须考虑的能力值。因此，我国企业债券期限应改变由国家硬性规定的办法，国家只给定企业债券期限上下限区间，由主管部门和企业根据实际情况自行选择。这样，既可降低企业的筹资成本，又能增加投资者的选择余地。

二是在企业债券种类上应区分上市债券和不上市债券。按照企业债券流动性的强弱，应将企业债券区分为上市债券和不上市债券两类。不上市债券指企业发行的内部债券以及期限

短、利率低、风险较小和收益率较低的债券。上市债券指期限较长、风险较大、收益率较高的债券，这类债券由于存在较大的投资收益差，很容易在市场上流通，对投资者也具有较大的吸引力。区分上市债券和不上市债券的意义，主要有三个方面：（1）为了便于企业债券主管部门在审批债券发行时确定债券的期限和利率标准；（2）能满足不同投资者的需要，有利于债券的销售；（3）能为证券市场提供流动性较强的金融工具，繁荣证券市场。

3. 严格实行企业债券的发行担保。企业债券的发行担保，是保护投资人正当权益的一项强制性措施，因此，在审查企业发债资格时，对担保人的实力问题要严加审查，特别是不能搞企业相互担保，银行信用担保，以免担保落空。对少数企业前景看好，投资数额大，很难找到合适担保人的债券，除了可以由几家企业出面联保外，还可以实行债券偿付保险制度，即先由发债企业向保险公司投保，到期无力偿还先由保险公司代为支付，然后保险公司再与企业按协议处理偿还垫付资金问题，提高企业债券的安全性。

4. 企业债券利率应从僵硬过渡到富有弹性。我国企业债券的发行利率一直是参照银行利率，按照高于同档次银行存款利率20%的原则确定的。这样做带来了一系列问题。撇开作为参照系数的银行存款利率水平本身是否合理不谈，仅从银行存款利率的频繁调整而言，企业债券利率就无所适从。比如，1990年3年期银行储蓄存款利率为13.14%（年利率），企业债券利率上浮20%为15.7%，但当年银行储蓄存款利率因经济形势的变化两次下调，3年期银行储蓄存款利率从13.14%降至10.06%，1991年企业债券利率相应下调为12.1%，比同年国库券年息14%低2个百分点。一般来说，在正常发展的金融市场中，各种形式融资的利率水平与风险程度成正比，企业债券的风险远远大于国库券，但收益率却比国库券低，显然是违反市场经济常理的。因此，改革我国企业债券僵硬的利率体系已成当务之急。我国企业债券利率的改革思路应按照市场经济的原则，首先由国家根据不同种类债券风险程度的高低确定不同利率标准的上限和下限，然后由各级债券主管部门和证券评估机构根据随行就市的原则，灵活确定利率，使企业债券的利率富有弹性，增强其市场流动性。

其次，在企业债券转让市场上，它的规范化可以从以下几个方面着手。

1. 增加企业债券的发行流通渠道。目前，我国企业债券发行绝大部分由银行代理发行，不利于企业债券的流通和转让。为此，应增加发行渠道，通过采取由企业自己发行，证券公司、信托公司代理发行或承购包销等办法，逐步建立一个包括管理、发行、投资、交易和信誉评级机构在内的企业债券市场组织体系，为企业债券的流动创造条件。

2. 放开企业债券转让价格，实行自由议价，使企业债券转让价格随着市场供求的变化而变动，取消不必要的行政性价格限制。

3. 今后发行的企业债券应明确其为上市债券和非上市债券。对于上市债券，应允许发行完毕后即可上市转让，加快企业债券的流动。另外，短期融资债券可进入货币市场贴现买卖，中、长期债券可以进行柜台交易，逐步在一些有条件的地区开展交易中心交易、异地上市交易等。

4. 加快企业债券转让市场的基础设施建设，实现流通转让手段由传统、落后的手工操作方式向现代化的操作方式转变，以推动整个企业债券市场交易和管理的规范化。

（课题主持人：胡谋俊、祁海舟；参与人：王学松、严克、左绪炎、熊嘉赋、丁俊、马俊、张黄雄、金贵焰；执笔：严克、丁俊、马俊）