

对发展我国公司债券市场的几点思考

何忠妹 刘林涛

关键词: 公司债券; 流动性; 财务杠杆

中图分类号: F812.5 文献标识码: A 文章编号: 1006-1894(2006)06-0033-06

发展公司债券市场是推进我国资本市场的需要,为加快我国资本市场改革步伐,国务院在2004年初,提出了关于资本市场改革开放与稳定发展的9点意见,吹响了规范和完善资本市场运行机制的号角,我国资本市场发展由此正在发生结构性变化。2006年年底,我国的银行业将全面对外开放,对于我国目前的公司债券市场而言,改变现状,加快改革进程,做好充分准备已刻不容缓。

- 33 —

一、我国目前上市公司的资本结构和融资结构

1. 资产负债率分析 公司的资本结构中,债务应该占有一定的比例。债务过高会增加公司的流动性和破产风险;债务过低则表明资金运用效率偏低。因此,在保证公司财务稳健的情况下,根据公司的类型选择不同比例的公司债券发行,有利于公司财务杠杆的良好运用,从而能为公司股东谋求收益最大化。债券是公司按照法定程序发行并约定在一定期限还本付息的有价证券,作为一种虚拟资本,它是债权的表现,具有偿还性、流动性、风险性和收益性的特征。随着我国市场化进程的不断深入,上市公司的资本结构正在得到改善。资料显示,目前我国企业的资产负债状况得到有效改善,经过连续增资扩股,上市公司的资金实力提高,平均资产负债率处在50%左右,这就意味着公司债券市场有了发展的空间。

2. 负债结构分析 从公司财务角度分析,长期借款和债券是公司稳定的融资来源。对公司而言,短期内不会面临流动性不足的危险,而且,由于资金使用期限相对较长,公司可以根据自身的发展将资金投入新的项目中,或购置固定资产或进行运营资金的补充。可是长期负债的资金来源往往较短期困难,而且资金成本一般较高。

相对而言,短期负债的资金较容易获得,资金成本要比长期资金低。然而,由于期限短,公司必须频繁安排还本付息事宜,这会对公司形成压力,影响其正常运作以及价值目标的实现。一旦短期资金周转困难,就会有违约可能,导致公司信用度下降,以后再筹集新的资金就有困难,严重者甚至会出现债务危机。

鉴于各个公司所属行业不同,经营特点各异,债务比例自然也会有差异,但是,一般而言,短期负债占总负债50%的比例是合理水平。对我国A股上市公司随机抽样的100家公司负债结构进行分析的结果表明,有4家公司的负债结构呈现全部负债都是短期(或称流动)负债;87家公司的负债结构中流动负债占总负债率之比大于60%;10家公司的上述比率在40%~60%的区间;有3家公司的这一比率低于40%。这100家公司中,绝大多数公司的负债结构都集中在短期负债,大部分公司流动负债占总负债比率都集中在80%,这种不合理的负债结构势必影响公司的运营和长远发展。

在我国上市公司融资主要依赖间接融资,而且短期债务融资所占比重很高。但是在资本市场上通过股票、债券等方式进行直接融资所占的比重不大,尤其是公司债券融资极少。统计数据显示,2004年我国新增银行贷款占全社会融资总量的72%,股票、国债、公司债券等直接融资新增规模所占的比率只有28%,其中公司债券比例更是微乎其微。直接融资所占比例偏低是我国融资结构失衡的主要表现。这种融资结构既不利于我国金融市场的发展,也不利于企业的公司治理,更严重的是我国较脆弱的银行体系已不堪重负,继续依赖其发挥融资主渠道作用无疑会增加我国宏观经济运行的系统性风险,其后果不堪设想。

二、我国公司债券市场的几个主要问题

20多年来我国债券市场发展迅速,规模不断扩大,一些公司债券已经在沪、深两市交易所进行交易,然而,通过与成熟的资本市场比较,我国公司债券市场差距主要反映为公

司债券在我国金融结构中的地位不高,债券市场结构中最突出的问题是国债和金融债券发展较快,而公司债券市场进展缓慢。无论是公司债券的规模、流动性,还是从参与主体等方面看,我国公司债券市场与成熟市场相去甚远。

1. 规模比较 一般说,债务占GDP的比重是衡量一国债券市场规模一个重要指标。在成熟的证券市场上,债务占GDP的比重平均值为45.2%。企业债券因其独特优势,成为企业外部融资优先考虑的方式,其融资额往往是股票融资的3~10倍。美国企业外源融资中债务融资在1999年曾高达91.5%。资料显示,发达国家和新兴东南亚国家的企业债占股票市场市值和交易量为股票的10%以上。亚洲市场上公司债的份额接近80%。美国的股票市值相当于GDP的168%,债券相当于GDP的143%;日本的股票市值为GDP的96%,债券为136%;欧盟15国股票市值相当于GDP的92%,债券为82%;全球统计债券相当于GDP的95%。至2005年6月底,美国债券市场余额已接近25万亿美元,是美国股票市值的1.6倍,是美国国内银行贷款的5倍。

相比较而言,尽管近年来我国债券市场发展迅速,但是市场结构分布却存在非均衡发展的问题,较快发展的国债和金融债券市场与进展缓慢的公司债券市场的结构性问题突出。根据中央国债登记结算公司的资料表明,截至2005年9月,国债托管余额为18 262亿元,公司债券1 667亿元,企业短期融资券532亿元。我国债券市场的总规模不足7万亿人民币元。每年的发行量仅几千亿元,与我国庞大的国民经济规模形成了鲜明的对比。我国企业债券大约只占到债券市场比重的4%,与美国企业债券占到债券市场41%的比重相差的确很大。

2. 流动性比较 流动性是债券的主要特征之一,流动性的优劣是债券市场能否吸引投资者的关键所在。由于我国的公司债券市场缺乏大量的机构投资者,所以,债券市场交易的规模不大,再加上品种有限,导致市场的流动性较低。从流通市场看,企业债券的换手率低于其他金融品种,企业债券流动性不足也制约了企业债券的发行。在沪、深两市交易所每天成交额屈指可数,公司债券的“年换手率”仅为0.23,远低于国债交易2.1和A股市场(上海交易所)1.92的换手率。如此低的流通率表明投资者对公司债券的投资需求不如国债和股票,当然也直接导致发行市场发展受阻。为此,公司、企业在发债券时普遍采用较高的发行利率来吸引投资者。近年来,企业发行的长期债券,年利率一般在4%~4.2%,明显高于一年期存款利率,对投资者应该有很大的吸引力,又明显低于一年期的贷款利率,对降低发债公司的财务成果效果显著。因此,只要发行债券的管制能给予放松,公司债券就有很大的发展空间。

3. 融资手段选择比较 按照金融市场的假设,对公司融资手段的取舍有一个次序:先留存盈利、后债务,最后才是股票。在西方公司发展过程中,这个过程基本没太大的改变。一般情况下,债券融资都优先于股票融资。

可是,在中国的金融市场上,由于特定的制度因素,使得有利于债务的融资优先次序并不存在。有人说,企业债券市场是我国金融市场计划经济色彩最为浓厚的一个子市场。即使以不同种类的债券做比较,人们可能会选择国债或金融债券,因为它们的流动性要比公司债券高,而且由于企业的诚信制度建立还需要一个过程,从安全性角度考虑,人们也会自然选择风险相对较小的国债和金融债券等投资产品。

由于政府对债券发行主体、规模、利率水平、资金用途等都做了严格管制。另外,法

律环境缺乏、监管主体不清晰、发行主体单一和债券评级机构短缺等“先天不足和后天失调”都是制约我国公司债券市场发展的主要因素。

4. 参与主体结构比较 公司债券能为投资者提供相对稳定的未来现金流,通过购买公司债券,投资者能取得一种相对固定的投资收益。但是,对于个人投资者来说,公司债券与国债有一个明显的区别,即公司债券没有政府信用做担保,而国债是以政府信用为基础的债券,因此,前者的违约概率比后者高,投资者面临的信用风险程度提高导致投资者的交易成本较高。为此,在发达市场上,债券市场是一个以机构投资者为主的市场,这些机构投资者如基金、债券信托组合基金等集合众多资金投资债券,由于资金雄厚,因此抵御风险能力得以增强。

以美国为例,机构投资者是公司债券市场的参与主体,其中最大的投资人是保险公司和外国机构投资者,他们的市场份额约为50%左右,其余的投资者包括退休基金、基金会、共同基金和商业银行等。在美国的公司债券市场上,商业银行是公司债券的重要投资者之一,商业银行对于流动性较好的投资级债券,有着比较大的投资需求。除了少数极其富有的个人外,绝大多数个人投资者通常不直接投资公司债券,而通过债券基金和债券信托投资组合间接渠道投资。

然而,在我国,公司债券的投资者群体恰好与之形成明显对比,目前,由于债券的品种和规模的制约,机构投资者还未成为公司债券市场上的主体,这也从一个侧面反映出我国市场的成熟程度有待提高。

5. 信用评级机构和信息披露比较 由于公司债券是一种非政府信用的债券,其具有的信用风险就得依靠信用评级和信息披露来揭示。公司债券信用评级是专业化的信用评级机构对企业发行债券如约还本付息能力和可信任程度的综合评价。债券的信用评级有利于降低信息成本,控制市场风险,对投资者、筹资者、金融中介机构和监管部门都有重要意义。在成熟市场上的评级机构,尤其是国际著名评级机构的评级具有高质量的权威性和公正性,他们完全是靠出售自己的评价结果而生存。一旦他们做出虚假评级,必须用自己的所有财产(包括个人财产)为投资者的财产损失承担无限责任。

但是我国目前还没有如标准普尔公司、穆迪投资服务公司这样的国际著名信用评级机构对公司债券进行公正权威的评级。一些评级机构为了达到盈利目的,甚至满足企业一些不合理的要求,出具虚假评级;又有一些机构,由于缺乏评估技术和经验,所评定的信用级别与做出的评估可信度也不高。通过国际比较,我们可以看出我国公司债券市场只是一个正在发展的新兴市场,无论从规模,还是从结构上看,都还具有很大的发展空间。

三、我国公司债券市场存在问题的根源

我国债券市场不发达,反映为规模过小,结构不合理:全部债券市场的存量只有28 000亿元,其中公司债券只有几千亿元,这与48 000亿元的股票市值、16万亿元的银行资产相比非常不协调。债券市场品种结构单一,国债和金融债唱主角,公司债券只是充当点缀性的配角。

探究我国公司债券市场发展缓慢的原因对于加快公司债券市场的发展有百利而无一

弊。笔者认为,我国公司债券市场之所以落伍,其根源是对公司债券市场认识和思路上传统和创新之间的碰撞。对于一个正在发展的新兴市场,人们始终会保有一种特殊的感情,因为它还幼稚,人们会赋予更多的关注,这是人之常情;因为企业诚信制度尚未建立,监管部门还不敢放手;因为缺乏经验,监管者也就特别谨慎;但是过度的谨慎,就会用过度监管的手段。我国监管部门对公司债券市场实行的严格管制涉及公司债券发行主体和发行规模限制、利率管制、投资规模管制等方方面面,而且尽管市场的交易主体单一,可是监管多头、交叉、重复和空白,呈现在人们面前的是一幅计划经济时代的画面。

物极必反,因为过度的监管,就捆住了市场的手脚,限制了市场的自由发展,犹如“蜡烛包”捆绑下的婴儿无法自由伸展,使其原本应该灵活的手脚变得麻木,影响了它的健康成长。监管手段的运用是一门科学和艺术,对债券市场不能没有监管,但是如何合理监管又科学地松绑并培育市场良性发展是摆在我们面前的严峻课题。正如周小川在高盛高华公司举办的“中国债券市场发展高峰论坛”上说,与其他金融产品相比,公司债券的发展明显滞后其主要原因在于一直以来发展债券市场的思维主线还是计划经济思想,无论是发行的审批、定价还是出现问题的处理方法都是行政性的,市场发挥的作用相当有限,因此,必须让上市成为约束公司债券市场的重要力量,让市场来充分反映企业的变化。

四、对我国公司债券市场发展的建议

无论从资本市场的完善,还是从企业自身的发展看,发展公司债券市场已经迫在眉睫。我国宏观经济环境的不断改善,为公司治理结构的不断完善和我国上市公司的资本结构改善提供了基础,政策层面对公司债券市场的支持力度正在不断加大,我国机构投资者数量和质量上的提高,无疑为我国公司债券市场的发展增添了活力。最近为推动公司债券市场快速发展,中央银行发布公告,将公司债券流通审核从事前审批改为核准制,允许所有银行间债券市场投资者投资公司债券,促使公司债券的交易向场外市场为主模式转变。公告还要求发行人进行持续信息披露和跟踪信用评级,鼓励“做市商和承销商”对公司债券进行双边报价等,以提升市场透明度的定价能力。在这样喜人的大环境下,因势利导加快公司债券市场建设的步伐是利用良机的上策。

针对上述几个问题,笔者建议从以下几个环节着手推进我国公司债券市场的良性发展:

1. 发展和完善我国的货币市场 公司债券和商业票据实际是互相联动的两种金融工具,前者是公司基于信用发行的中长期债权工具,后者则是公司基于信用发行的短期融资工具。发展公司债券和商业票据市场不仅可以有效改变当前以国有银行为主导的金融体系格局,还可以直接推动货币市场的发展。

任何国家的货币市场是完善公司债券市场发展的基础,当货币市场的基础十分薄弱时,自然地公司债券发展受到了约束。反之亦然。因此,首先应该充分认识发展货币市场对于发展我国公司债券市场的重要基础作用。健全的货币市场是合理的利率期限结构和利率风险结构形成的基础,它是机构投资者和企业进行流动性管理必不可少的场所,也是市场化货币政策调控得以有效传导的前提。

2. 改革管理体制,增加流动性 通过上述分析,我们看到,公司债券融资是公司进

行筹集资金的一种市场行为。既然是公司的市场行为,理应有公司按照市场经济的规律结合自身的需要发行符合自身资信条件的公司债券。对于我国的公司债券市场而言,应改革管理体制,完善市场准入制度,逐步放宽准入条件,取消规模管理,真正实行发行核准制度,大力发展中国的公司债券,使其成为我国债券市场的主要债券品种。这对解决我国公司债券市场存在的规模和流动性问题十分有益。

3. 加快企业产权制度改革 建立有效的公司治理机制,监督管理机制和资产运营机制,在明确界定产权并保护产权的前提下,使公司成为自主经营、自负盈亏、自担风险、自我约束的市场主体。在市场主体到位的情况下,公司才能进行资本结构的有效调整,以最佳的资本结构不断完善和壮大自身。

4. 进一步培育我国公司债券的机构投资者 大量合格的机构投资者是成熟市场的一个显著标志。在我国,除商业银行外,应该让基金公司、社会保障基金等其他机构投资者准入公司债券市场,同时可以设立公司债券市场基金以支持该市场的发展。在我国公司债券市场进一步完善的前提下,可以考虑逐步放宽外国机构投资者进入市场的条件。

5. 重视并强化对企业债券的评级 在我国信用评级机构还缺乏经验和知名度的情况下,可以适当引进国外知名的信用评级机构,一则可以填补国内信用评级机构的数量和经验的不足,以提高我国公司债券及其市场的信用度;二则,国内信用评级机构可以在与这些国际著名的信用评级机构的合作和竞争中不断提高自身的专业能力和市场信誉,最终形成公允的信用评级体系;同时,还能通过合作和竞争的技术“溢出效应”为我国培养一批该领域的专业人才。在信用评级责任方面,监管部门可以借鉴其他国家的做法,将评级的“公允性”完全交给中介机构,而监管部门只需对中介机构进行监管,由市场来决定中介机构的生存和发展。

一个完整的资本市场应该包括均衡发展的股票市场和债券市场,缺乏公司债券市场的资本市场只能是一个不完整的市场。发展公司债券市场并不在于仅仅增加债券品种,或增加公司的债券发行数量。对于我国的公司债券市场而言,当务之急是完善市场的运行机制和功能,使之服务于完善企业的资本结构,服务于完善我国的资本市场和健全我国的金融市场体系,并使之能在调控我国的货币政策、财政政策中发挥应有的作用。由此可见,发展和完善我国的公司债券市场是一个系统工程,任重而道远,这将预示着工程的完成需要付出艰巨的代价和智慧的劳动。

(作者单位:上海对外贸易学院)

