



中美企业债券市场之比较

郑州经济干部管理学院 牛吉平

企业债券市场同股票市场和国债市场相比,规模较小、发展相对缓慢。如何逐步完善企业债券市场,优化金融资产结构,从而推进金融市场的整体发展,已成为我们当前面临的重要课题。本文拟通过对美国与我国企业债券市场发展现状的比较分析,探讨促进我国企业债券市场进一步发展的可行性策略。

一、中美企业债券市场特点之比较

1. 发行制度不同。美国的企业债券发行方式有两种:私募和公募。私募发行面向机构投资者(如人寿保险公司等),无需报批,由于其投资者往往事先确定,所以不必担心发行失败。公募发行面向一般投资者,发行面广,购买者众多,需通过主管机构的审批。

我国企业债券通常由主承销商及分销商通过柜台系统公募发行,并且只有公募这一种发行方式,它所适用的发行制度是审核制,行政色彩浓厚,审批程序繁琐,效率低下。

2. 交易管理不同。美国的债券交易大部分在场外交易市场(柜台)完成,场外交易额几乎占整个企业债券市场交易额的95%,只有一小部分(公募发行的债券)债券交易在交易所场内完成。不仅如此,在柜台完成的交易大部分是通过坐市商制度进行的,实现了逐笔成交的询价式交易方式。二级市场的多层性满足了对企业债券交易流通的不同需求,其具有科学性强,效益高的优点。

我国的债券交易市场中,符合上市交易的企业债券很少,交易量微乎其微,其余大部分债券都不符合在交易所上市的条件,但交易所场内交易却是我国企业债券的主要交易方式。场外交易自从1994年出现兑付风险之后,受到了严格限制,致使大部分企业债券难以流通转让,二级市场缺乏层次性,企业债券交易方式的选择也日渐僵化。

3. 发行主体不同。在美国,只有公司制的企业才能发行债券,但没有所有制及其他方面的限制,体现出企业债券发行主体单一的特点。

我国债券发行主体与美国相比具有多样性的特点,有关法律规定:发行企业债券的主体可以是企业,也可以是公司。这主要是出于对所有制构成的考虑,却造成了理论上的混乱和实践中的不公平现象(民营企业不得发行企业债券)。

4. 发行品种不同。美国企业债券品种较多,并能市场上进行大规模的运作,如浮动利率债券、可转换债券、附认股权债券、信用债券、抵押债券、担保债券等,适应了不同投资者的投资偏好。

我国的债券品种比较单一,普通公司债券是主要形式,且

全部都是担保债券(国有商业银行担保)。而在美国等发达国家金融市场上出现的信用债券、抵押债券等我国则没有,表现出债券品种的传统化和单一性,创新不足。

5. 投资主体不同。美国企业债券市场的投资主体是机构投资者。这缘于两个方面的原因:一是美国债券发行以私募发行方式居多;二是进行企业债券投资需要做大量的信息收集和处理工作,对投资者的风险识别与承担能力要求较高。加之债券价格波动较小,只有大额交易才能有效降低成本,所以,投资主体表现出机构化的特点。

而我国企业债券市场投资主体的结构不尽合理,且比较分散,表现为:我国企业债券主要面向个人投资者和中小投资者发行,商业银行和保险公司因受相关规定的限制而未能成为我国企业债券市场的主要投资者。由于缺少这类理性投资主体的参与,导致投机恶炒之风盛行,阻碍了企业债券市场的稳定与发展。

6. 投资收益不同。美国企业债券市场的发展迎合了投资者期望收益最大化的心理需求。可以从两个方面来看:一是通过债券保险来保证投资者投资的安全性;二是在安全性的基础上通过对交易市场利率的多层次结构设计保证其收益性。美国企业债券利率的确定,以信用评级机构的信用评级为基础,在基准利率的基础上加风险升水得到,无最高利率浮动区间限定,完全按市场运作模式进行,体现出投资者获取的收益与所承担的风险之间的对等性。

我国企业债券投资收益与美国相比,表现出三点不同:一是没有建立企业债券保险制度,投资者利益的安全性难以得到保障;二是企业债券信用等级难以区分;三是把同期储蓄存款利率作为债券基准利率并在此基础上浮动带来了定价的不合理性,影响了投资者获取收益的冲动。

7. 信用评级机构不同。美国对企业债券进行信用评级都是由拥有独立财产并承担无限责任、完全靠出售自己的评级报告来生存和发展的信用评级机构独立进行,这就从制度上保证了企业债券信用等级的真实性和投资者投资选择的科学性。

与美国选择信用评级机构的方式不同,我国是由发行人支付评价费用并选定信用评级机构。这样,评级结果的公允性就不可避免地受到影响,信用评级机构的专业性和独立性也就遭到质疑。另外,我国的信用评级机构不能像美国的那样对企业信用等级进行持续性跟踪评定,因而当债券发行企业的财务状况发生变化时,不能及时改变其信用等级,致使评定的信用等级缺乏客观性和公正性。同时,由于我国的信



会计准则与会计环境 对会计信息质量的影响

河北保定金融高等专科学校 程颖慧 王爱霞 段 铸

进入 21 世纪后,世界各地频频出现财务造假丑闻,会计信息失真的问题困扰着世界各国。美国出现了安然、世通、施乐等公司的财务造假丑闻,我国的“银广夏事件”、“红光事件”等也对股市造成了巨大的冲击。大量企业财务报告的虚假陈述对资本市场的正常运转是一个沉重的打击,如果越来越多的投资者对资本市场失去信心,经济发展将受到严重的负面影响。因此,会计信息质量问题已成为各国政府急需解决的问题。

如果我们仅将如此大量存在的问题归结为企业的管理人员、财务人员粉饰财务报告的故意行为,则是将问题简单化了。会计信息是企业会计人员按照会计准则的要求对日常业务进行处理后产生的,财务报告只是这一过程的最终产

用评级机构是依附于各级行政部门而存在的,因而难免也会有失客观和公正。

二、推动我国企业债券市场有序发展的几点建议

通过上述比较分析可以看出,与体制健全、运作规范的美企业债券市场相比,我国企业债券市场还存在着许多不足。因此,我们可以在借鉴美国企业债券市场成功经验的基础上,对我国企业债券市场进行改革和完善。笔者现提出以下几点建议:

1. 转变观念,改革监管模式和体制。包括四个方面的内容:①转变观念,把企业债券能否发行、发行多少、期限长短、品种的决定等都交给市场,推进企业债券发行管理由“审批制”向“核准制”转变。②放松利率管制,健全企业债券风险定价机制,体现收益与风险的对等关系,促进企业债券的市场化建设。我国现行一刀切式的利率上浮限定,否定了利率对债券收益的决定性作用,所以建议我国取消对利率的僵硬规定,可以参考美国在基准利率的基础上加风险升水的办法决定债券价格。③进一步完善企业债券投资主体结构。除了加大保险基金投资企业债券的比例之外,还应允许商业银行等存款类金融机构买卖企业债券,拓宽企业债券的投资主体范围,为企业债券市场的大规模扩容奠定基础。④统一监管机构。目前,我国对企业债券进行监管的机构是“三驾马车”(发改委、人民银行、证监会),而美国只有一个监管机构——证券交易委员会,所以,为了便于对债券市场进行战略规划和整体监管,提高企业债券发行效率,应将企业债券监管逐渐过渡为由一个部门监管并由证监会统一实施管理权。

2. 建立客观、公正的信用评级制度。目前,由于我国的总体信用环境差,社会信用基础比较薄弱,信用评级机构的独

品。财务报告出现了残次品,我们不能只将此归因于企业管理人员、财务人员的失误,还有一个重要的原因是加工产品的机器可能出现了问题。同样,会计是一个信息系统,财务报告出现了问题也不仅仅是企业管理人员、财务人员粉饰财务报告的故意行为所造成的,会计准则本身可能也存在问题,并且问题可能是多方面的。

一、高质量会计信息的产生

1. 高质量的财务报告对高质量会计信息的影响。从财务报告编制者的角度来说,至少有一套会计信息是他们愿意提供给信息需求者的,因为会计信息本身是有经济后果的,通过提供信息可以向信息使用者传达一种信号,使公司看起来更有吸引力。因此,编制者乐于提供诸如平稳上升的收益、较低

立性和客观性较为欠缺,因此信用评级制度的建立不能简单照搬美国等发达国家的经验,应结合我国国情对现行信用评级制度进行规范和完善。

具体可从以下三个方面来考虑:一是建立公正、独立、权威的信用中介机构。信用评级机构要做到对企业偿还本金的能力、支付利息的能力、经营管理能力及资信状况等进行全面考核、科学评价,保证其评级结果的权威性和参考性。同时,评级机构要做到政企分开,对自己出具的评级报告负连带责任。二是建立追踪评级制度。信用评级机构要定期公布企业债券的评级报告,在债券发行企业出现异常情况时应及时调整该债券的信用等级。三是引入竞争机制,通过市场手段定期更换失责、失职的信用评级机构,必要时可追究其民事和刑事责任。

3. 构建多层次的二级市场运行框架。目前,我国企业债券要获取证券交易所场内交易资格,其信用等级需在 A 级以上,且必须有担保,而证监会的审核程序比较复杂,工作效率偏低,因而只有小部分债券可在场内交易,大部分由于缺乏有效的流通渠道而难以转让。

参照美国发展企业债券市场的经验,我国可充分运用以银行间债券市场为代表的场外报价驱动交易方式,满足企业债券大宗批发交易的需要,构建多层次的企业债券交易市场。这不仅符合企业债券的理论属性,也是对投资者利益的制度保障。从现实来看,我国银行间债券市场经过近七年的发展,市场制度相对完善,监管比较规范,债券托管结算体系也较完备,交易机制运行顺畅,并且它涵盖了各种类型的机构投资者,具有对投资风险鉴别能力强的优势。因此,允许企业债券大规模进入该市场进行交易流通是构建多层次二级市场的必