

# 商业银行在企业债券市场中的角色分析

广东外语外贸大学 刘小清 南京理工大学经济管理学院 韩玉启(博士生导师)

**【摘要】** 一般认为,商业银行信贷与企业债券有互相替代的作用,各自的发展都会对对方产生“挤出”效应。其实,企业债券市场的发展有利于降低银行风险,给商业银行提供新的投资途径,同时商业银行也可以从对企业债券发行的承销和担保业务中受益。商业银行应该充分利用其在我国金融体系中的特殊地位,在企业债券市场的发展和完善过程中,充当重要角色,发挥其不可替代的作用。

**【关键词】** 商业银行 企业债券 机构投资者 做市商

企业债券市场是成熟金融市场的重要组成部分。它的发展与完善对企业、投资者、金融市场乃至国民经济都具有重要意义。一般认为,商业银行信贷与企业债券有互相替代的作用,各自的发展都会对对方产生“挤出”效应。事实上,企业债券市场的发展有利于降低银行风险,给商业银行提供新的投资途径,同时商业银行也可以从对企业债券发行的承销和担保业务中受益。所以,商业银行应该充分利用其在我国金融体系中的特殊地位,在企业债券市场的发展和完善过程中,充当重要角色,发挥其不可替代的作用。

## 一、亚洲地区企业债券市场的启示

### (一)亚洲各国银行参与企业债券市场的情况

在亚洲各个国家的资金体系和企业债券市场的发展中,银行的主导型地位非常显著。无论是在间接融资的贷款方面,还是在直接融资的企业债券市场中,银行在债券的发行、投资和承销等各个环节都处于主导地位,有利地推动了企业债券市场的发展。以日本为例,1993年4月1日生效的金融系统改革法案允许银行的子机构承销企业债券。随后,银行开始涉及企业债券的承销业务,银行在企业债券承销业务中的承销数量和金额快速增加,成为日本企业债券的主要承销机构。同时,日本的银行也成为企业债券的主要投资者(见表1)。

表1 2000年年末日本、韩国企业债券投资者结构表

单位:亿日元/亿韩元

日本			韩国		
投资者	持有量	比例 (%)	投资者	持有量	比例 (%)
银行	383 677	31.3	银行	194 360	14.5
家庭	157 110	12.8	银行信托	174 006	13.0
寿险公司	132 890	10.8	信托投资公司	432 423	32.4
其他保险公司	101 319	8.3	信用社	44 913	3.4
养老基金	92 553	7.5	保险公司	73 820	5.5
社会保障基金	64 797	5.3	养老基金	102 987	7.7
其他	295 396	24.0	其他	313 972	23.5
合计	1 227 742	100.0	合计	1 336 481	100.0

亚洲金融危机之后,亚洲各国银行更加清楚地认识到发展企业债券对于降低银行风险和提供创新业务品种的重要性。韩国是亚洲各国之中企业债券发展最快的国家,其企业债券占国民生产总值的比重从1997年的29.5%上升到1998年的38.66%,成为世界第五大企业债券市场。而在1997年以前,韩国商业银行是不能发行企业债券的,后来,政府开始允许商业银行发行企业债券,从此韩国长期信贷银行(现称国民银行)成为活跃的发行企业债券的机构。

### (二)亚洲各国的经验启示

我国有着与亚洲金融市场相似的金融结构,银行在整个金融结构中占有非常大的份额。2004年,我国新增银行贷款22 648亿元,占全社会融资总量的比例高达72%,而同期股票、国债、公司债券等直接融资的新增数额为8 754亿元,所占比例仅为28%,企业以对银行进行间接融资为主要融资渠道。公司债券等直接融资渠道发展速度缓慢,金融市场在资源合理配置中并未起到应有的作用。2004年,我国公司债券发行量仅为326.24亿元,占全社会融资总量的比例仅为1.03%。而美国2004年的公司债券发行量为7 112亿美元,与同期国债的发行量不相上下,2004年年末美国公司债券余额47 000亿美元,是国债余额的1.2倍。目前,我国正逐步从银行主导型的金融系统向银行和市场共同主导型的金融系统过渡,因此我国应当借鉴亚洲国家和欧美发达国家企业债券市场发展的经验,通过引入商业银行作为参与主体,大力发展我国的企业债券市场。

### 二、商业银行在企业债券市场中的多元角色

从国外发达国家和亚洲国家企业债券市场的发展经验来看,商业银行在企业债券市场的发展中起着非常重要的作用。相比之下,我国商业银行尽管有着巨大的信息、资源和人力等方面的优势,但其在参与我国企业债券市场的运作方面一直受到法律、法规和思想观念的制约,这既影响了我国企业债券市场的发展,也弱化了商业银行的业务多元化、分散贷款风险的发展策略。随着商业银行改革的逐步深入,信贷投放约束的不断加强,商业银行迫切需要通过广泛参与债券市场的发展来提高自身的核心竞争力。具体来说,商业银行的多元角色包括以下几个方面:

### (一)债券发行者的角色

根据《巴塞尔协议》的规定,商业银行的资本充足率最低应达到8%。其中,一级资本充足率不得低于4%,按规定剩下的部分作为二级资本可以通过发行次级债券来补充。关于我国商业银行,无论是国有独资商业银行,还是股份制、城市商业银行,都面临着资本充足率偏低的问题,这严重影响了我国商业银行的发展。因此,我国商业银行既可以发行次级债券作为次级资本,也可以将发行普通企业债券筹集的资金用于固定资产和信息技术改造,从而提高自身竞争力,更好地迎接外资银行的挑战。事实上,在2003~2004年间,商业银行已经发行了771.7亿元的次级债券(见表2)。商业银行发行次级债券的目的是为了提高银行资本充足率,以增强银行的抗风险能力,并增强正在逐渐减弱的贷款投放能力。

表2 2003~2004年商业银行发行次级债券的情况

名称	发行数量	发行时间	发行方式
兴业银行	30亿元	2003年年末	私募发行
招商银行	35亿元	2004年4月	私募发行
光大银行	65亿元	2004年5月	私募发行
浦发银行	60亿元	2004年6月	私募发行
中国银行	260.7亿元	2004年7月	公开市场发行
建设银行	233亿元	2004年8~9月	公开市场发行
民生银行	58亿元	2004年10月	私募发行
上海银行	30亿元	2004年11月	私募发行
合计	771.7亿元		

### (二)企业债券的承销者角色

在亚洲各国,商业银行在企业债券的发行、投资、承销和担保业务中都发挥着重要的作用。而且,自亚洲金融危机以后,由于在企业债券担保中所隐含的高风险,银行正逐步由企业债券的担保人向承销者转变(见表3)。在泰国企业的债券市场中,银行的承销比例从1995年的4.3%快速上升到2000年的46%,成为企业债券市场中的承销主体。

表3 商业银行在亚洲主要国家企业债券市场中的作用

企业债券	韩国	马来西亚	泰国	印度尼西亚
发行	主体		主体	主体
投资	主体	主体	主体	主体
承销			主体	主体
担保			主体	主体

虽然我国目前企业债券的承销商主要为证券商,但商业银行作为承销商,仍然有它的优势:一是商业银行由于自身的经营特点,长期以来与各类企业都建立了良好的合作关系,对企业的经营模式和资金状况比较熟悉,能为企业设计更为合理的发行债券的方式;二是商业银行具有较大覆盖面的分销网络、庞大的客户群以及良好的市场形象,有利于企业债券的顺利发行;三是商业银行的资金实力雄厚,能保证采用包销方式的企业债券的顺利发行。

### (三)企业债券的担保人角色

商业银行作为企业债券发行的担保人,主要任务是保证企业债券的顺利发行。目前我国对拟在交易所上市交易的企

业债券的发行实行强制性担保制度,担保机构主要是商业银行。有人认为商业银行为企业债券实施担保的后果是使企业的信用风险重新转移到商业银行身上,因此不可取。一般来说,商业银行为了控制风险,不应过多地充当担保人的角色,但如果商业银行能使企业债券担保业务的收费标准与银行将要承担的风险相匹配,并将其纳入银行本身统一的风险管理体系中,那么商业银行就应该适当接受这一具有较高收益性的业务。

### (四)企业债券的主要投资者角色

商业银行作为企业债券的投资者,是可以产生企业和银行双赢结果的。由于商业银行具备专业理财知识,能自主分析市场状况和做出投资判断,投资行为较为理性,而且它还具备健全的内部控制机制,抗风险能力较强,因此属于资金雄厚、稳健的“合格投资者”或“具有投资判断能力的投资者”。以商业银行为主的金融机构作为企业债券的投资主体,符合债券市场大额交易的特点,与债券市场以机构投资者为主的投资者结构的内在需求相适应,有利于促进企业债券市场的长期稳定发展。一方面,银行类金融机构参与企业债券投资可以降低企业的筹资成本,保证企业债券的顺利发行,有利于改变长期以来企业债务融资对银行信贷过度依赖的状况,促进直接融资比例的提高,降低商业银行的不良资产的比例,增强其信贷风险的防范能力,进而降低金融体系的风险。另一方面,投资企业债券也符合商业银行自身发展的要求。从企业债券的属性来看,虽然其价格变动高于国债但相对稳定,同时其收益通常又高于国债。从流动性来看,企业债券是银行贷款的良好替代品,在保证收益的同时,又可以随时交易变现,既提高了资产的流动性,又便于对资产进行组合管理,这对于提高商业银行资产质量、优化商业银行资产结构及推动商业银行管理体制都有重要的意义。

从国际市场发展的经验来看,商业银行和保险公司一直是企业债券的重要机构投资者。日本的商业银行持有30%左右的企业债券,韩国的商业银行则持有约15%的企业债券。在美国和英国,企业债券市场中较大的机构投资者都包括银行,政府对商业银行投资企业债券的限制较少。

商业银行可以从以下三个渠道参与企业债券投资:第一是参与银行间债券市场;第二是成为做市商;第三是设立债券基金。

1.参与银行间债券市场。我国银行间债券市场是一个以商业银行等各类金融机构为主体,面向所有机构投资者开放的、规范的场外债券市场,具有效率高、投资者风险鉴别能力强的优势。经过8年的发展,银行间债券市场已经培养了一大批具有较强风险判断能力和承受能力的合格机构投资者。截至2004年年底,银行间债券市场参与者已有5 354家,一个开放的、具有较大规模的合格机构投资者市场已经形成。同时,银行间债券市场已经建立起一套相对完善的管理制度框架和登记托管结算体系,以及运行平稳的发行、交易和结算系统,这为发行企业债券奠定了良好的市场基础。商业银行作为银行间债券市场的最早(也是最主要的)参与者,顺理成章地成为了企业债券的主要投资者。

2.成为做市商。债券市场的做市商制度始于1999年。人民



# 资本结构、财务关系与公司治理

中南财经政法大学 詹雷

**【摘要】** 由不同融资方式形成的复杂资本结构背后是不同类型的投资者群体,其收益索取权和对公司的控制权不同,必然会导致其目标不一致和发生利益冲突,从而产生代理问题。公司治理机制的引入旨在降低代理成本,维持各类投资者对公司合约的参与,而最优资本结构则是受财务关系及公司治理结构影响的动态、内生性概念。本文拟对这种认识和关系进行分析和论述。

**【关键词】** 代理成本 资本结构 公司治理

广义的资本结构不仅包括负债与权益比例,还包括权益内部结构、债务内部结构以及复杂的衍生证券融资。融资方式多样化形成的复杂资本结构意味着收益和权利在不同类型投资者之间的分配,其背后是拥有不同收益索取权和公司控制权的利益群体以及他们之间相互纠结、冲突、牵制的财务关系,其代价必然是因目标不一致和利益冲突而产生的代理成本。为维护各方参与公司合约的动机、保护各方利益、缓解代理问题,需要有效的公司治理机制相配合。在降低损失和由于建立、运行公司治理机制而增加的监管及约束成本之间的权衡决定了公司治理结构,资本结构则是公司合约系统

银行借鉴发达债券市场通过做市商提高市场流动性的经验,鼓励几家实力较强的商业银行实行双边报价,并于2001年3月发布了《关于规范和支持银行间债券市场双边报价业务有关问题的通知》(以下简称《通知》)。《通知》对双边报价商的资格、权利与义务等事项做出了明确要求,并确立了做市商制度的基本框架。2001年7月25日,人民银行批准中国工商银行等9家金融机构为银行间债券市场首批双边报价商,做市商制度正式实施。2004年7月22日,人民银行将双边报价商正式更名为做市商,并将其数量增加至15家,同时引入市场表现活跃的2家证券公司,丰富了做市机构的类型。目前的做市商绝大多数是商业银行,在资金和人才方面都有较大优势,双边报价一定程度上体现了大机构投资者对债券价格的倾向,使其在引导市场理性报价、规范市场交易行为方面发挥了较大的作用。引入资金实力雄厚、市场经验丰富、市场形象良好的商业银行担当做市商,有利于提高企业债券市场的流动性,维护企业债券市场的稳定。

3. 设立债券基金。2005年年初,经国务院批准,中国人民银行、中国银监会和中国证监会共同确定中国工商银行、中国建设银行和交通银行为首批直接投资设立基金管理公司的试点银行。试点初期,既可以募集和管理货币市场基金和债券型基金,投资固定收益类证券,也可以募集和管理其他类型的基金,这说明银行基金既可以进入货币市场与债券市场,也可以依法进入股票市场。但由于商业银行多年以来

的均衡行为。本文以管理者100%持股、零负债的资本结构为起点,分析逐步复杂化的资本结构、其背后的财务关系以及与之相适应的公司治理结构。

## 一、权益结构

### (一) 管理者持股比例

管理者(创业者)100%持股、零负债是最简单的资本结构,却不是当今的主流。当外部股东参与公司合约,改变了权益结构中管理者的持股比例,代理问题也将随之产生。只要管理者不是100%持股,其行为的收益与成本就会存在不对称,管理者付出努力的成本作为减项全额进入管理者效用函数,而付

在债券基金及货币市场基金方面具有丰富的经验和人才优势,因此可以预测,商业银行基金管理公司在其运行初期,将倾向于设立债券基金和货币市场基金。我国债券基金的设立,将为我国的债券市场注入新的活力和带来可观的增量资金。

### 三、消除认识上的误区,支持商业银行参与企业债券市场的发展

长期以来,有这样一种认识上的误区,即认为商业银行投资企业债券会产生风险。其实,从商业银行自身管理的角度来看,企业债券通过严格的信用评级和信息披露可以减少商业银行发放贷款所必须付出的信息收集和判断成本。同时,企业债券比信贷资金具有更好的流动性,而且债券公开发行增强了发行人的财务“硬约束”,因此购买企业债券的风险并不比传统的贷款高,允许商业银行发放贷款却限制其购买企业债券的制度安排是不合理的。对商业银行而言,增加信用良好的债券投资对其资产组合的管理和风险控制十分有利。当然,为了降低商业银行投资企业债券的风险,管理机构可以从其投资信用等级上加以控制,即严格控制商业银行投资企业债券的信用风险。同时,商业银行也应加强对企业全方位的分析,以便控制投资风险。

### 主要参考文献

杨俊虹. 债券市场做市商制度:运行与发展建议. 中国货币市场, 2004; 11