

关于推进企业债券发行的战略思考

Strategic Thoughts on the Issuing of Bonds

李建中

(浙江省计划经济委员会经济研究所, 高级经济师)

我国的企业债券按发行主体可分为国家专业投资公司发行的债券⁽¹⁾和各省、市、自治区所属地方企业发行的债券。本文以后者为研究对象。这主要基于如下考虑:

(1) 发展企业直接融资是增强企业特别是国营大中型企业活力, 深化企业经营机制改革的重要内容;

(2) 处在国家债券、国家专业投资公司债券与金融债券“夹缝”中生长的地方性企业债券, 其生存与发展所面临的形势似乎更为严峻。因此, 无论是从把握经济体制改革的中心环节看, 还是从区域经济发展中的资金筹措看, 都有单独研究之必要。

一、企业债券的品种系列与结构特征

进入80年代后, 我国的社会集资尤其是企业集资活动以燎原之势在十分广阔的领域中迅速展开, 由此而形成的社会公众的投资意识和金融观念, 培养了资金市场的肥田沃野, 为企业债券的应运而生提供了历史契机。实践表明, 社会集资的规范化形式, 一是基金制(一般只适用于特定范围与特定用途, 往往带有行政性或无偿性集资的性质); 二是证券集资, 包括债权集资与股权集资。我国的企业债券正是伴随着社会集资的规范化管理而逐步发展起来的。经过近几年的悉心开拓和艰苦探索, 各类债券品种相继面世, 初步形成了多层次、多门类的信用工具体系。

1. 地方企业债券, 是期限为一年以上的中长期债券。所筹集的资金按规定只用于地方计划内的能源、交通和原材料方面的项目建设。此类债券

的发行不仅关系到信用规模的管理, 而且维系着投资规模的调控, 因而发行总量受到国家的严格控制。

2. 企业短期债券, 是期限为一年或一年以下的企业流动资金债券。由于此类债券的发行主体只规定是“社会需要、经济效益好、信誉高的法人企业”, 而没有限制其“经济成分”, 因而具有较广的适用范围和强烈的发展势头。根据宏观调控的需要, 该项债券于1989年开始实行指标控制。

3. 企业短期融资券, 其性质类同于上述企业短期债券, 只是期限更短, 分为三个月、六个月和九个月三个档次, 因而特别适用于经济效益好、资金周转快的企业, 以解决临时性、季节性流动资金不足的困难。债券的发行额度由人民银行总行年初一次性下达, 各地人民银行在批准的额度内, 按余额控制, 周转使用。

4. 企业内部债券, 是向本企业职工进行集资的短期债券, 期限也在一年以内。此类债券的最大特点, 一是内部集资的性质决定了债券发行的审批程序较为简便, 额度管理较为宽松; 二是债券具有双重职能, 一般只用于补充流动资金, 但也兼容了投资功能。当用于投资时, 应纳入国家控制的投资规模, 并相应核减银行固定资产投资贷款。企业内部债券于1989年起实行额度控制。与上述三类债券不同, 此类债券不得上市转让。

纵览上述四种信用工具, 它们适应不同范围、期限、用途等方面的发债需求, 互相兼容交叉, 便于企业选择和灵活运用。企业债券品种上的这一初步衍生与扩展是令人瞩目的。但从其总量规模和内部结构看, 还带有企业债券市场初始阶段的明显不足与特征。我们以浙江为例做些比较:

——发行规模处于相对偏低的水平。据统计, 1989~1990年浙江共发行和代理发行国家债券、国家专业投资公司债券、金融债券、企业债券与股票等十几个种类的有价证券71.2亿元, 其中包括

(1) 国家专业投资公司债券包括重点企业债券和基本建设债券两个品种。目前基本采用行政派购、限期完成的方式发行。从这个意义上讲, 带有准国家债券的性质。为行文方便, 本文论及企业债券专指地方发行的企业债券。

上述四个品种在内的企业债券为19.1亿元,占26.8%。扣除企业内部债券一项则为11.1%,低于全国12.9%的平均水平(见表1)。

——债券的用途结构以流动资金债券为主。从浙江情况看,以解决流动资金不足为目标的短期融资活动异常活跃,势头看好。如表1所示,在企业债券中,属于流动资金债券范畴的企业短期债券、短期融资券和内部债券所占比重高达91.6%,而用于固定资产投资的地方企业债券只占8.4%。企业债券结构的这一特征固然跟国家加强宏观管理,控制投资规模有关,但也反映了浙江发展企业证券的起点选择,即首先从搞活短期资金融通入手,进而为逐步开放长期资金市场奠定基础。

——债券的产业投向以工业部门为主。据对杭州市近三年发债企业的行业构成分析,属于工业企业的占82%,主要集中在纺织、轻工、机械、家电、医药化工等行业。从全省情况看,这一比重可能更高一些,涉及的行业也更宽一些(还包括电力等行业)。这一特征在一定程度上折射出目前企业债券发行的行业覆盖面相对狭小的状况。

之间。然而,地方发行的企业债券,其个人承购的比重远高得多。从杭州市情况看,一般都在90%以上。究其原因,企业作为一个独立的发债主体,不可能象国家那样运用强有力的行政手段发展机构投资,而只能面向社会公众集资。从这个意义上说,其市场机制作用的力度显然要强得多。

综上所述,尽管地方性企业债券在我国整个债券体系中处于非主导的地位,但它在发展比较规范的灵活多样的信用工具方面,发展债券市场的起点选择方面,以及消除行政派购,充分利用市场机制融资方面,都作了积极有益的探索。认真总结、借鉴其中的经验,对于促进今后企业债券的发行乃至整个债券市场的发育无疑具有积极的意义。

二、企业发债需求不足的环境因素

发展企业债券,既要有企业的发债需求,又要有居民的投资需求,两者缺一不可。近几年的情况表明,随着商品经济的发展与居民金融意识的增强,全国大地正萌动着证券投资的热潮,更多的货币追逐着债券,几百万元企业债券往往几天甚至一天内售罄。以浙江为例,1990年杭州、宁波、温州、绍兴、舟山等市每百万元企业债券发行均不超过一天。相比之下,作为筹资主体的企业,自身却缺乏债券集资的动力,发债需求相对不足,使企业债券的发行呈现出供不应求的状况。究其原因,主要是:

1. 现行资金供应制度的软约束,窒息了企业直接融资的积极性

企业的债券集资是一种直接融资方式,在现行资金供应制度下,与间接融资相比,无论是融资成本还是负债风险以及运作效率文面都处于相对劣势的地位,致使多数企业在此面前退避三舍,裹足不前。究其原因:

一是发债的资金成本高。众所周知,发行债券本身就意味着到市场上用高价筹措资金。调查表明,债券资金价格高于贷款资金价格的部分包括:

(1) 债券票面利率高于银行相同期限居民储蓄存款利率的上浮部分(按现行制度规定,其最高限为40%);

(2) 债券的发行费用,一般按实际发行额的3%提取,主要用于债券印制、宣传广告、代理发行和兑付手续费等。

此外,如果从机会成本的角度看,债券利息支出不能同贷款利息支出一样在生产成本中列支,而只能在税后利润中开支;另外,发债不能视同贷款而享受税前还贷和还贷提“二金”(职工福利基金和职工奖励基金)的优惠政策,都置不同程度地

表 1 企业债券发行情况比较				单位: 亿元		
	1988-1990 年 浙江有价证券发行			1981-1990 年 国内有价证券发行		
	发行 总额	企业有价证 券发行占发 行总额比重 (%)	企业债券 发行内部 结构 (%)	发行 总额	企业有价证 券发行占发 行总额比重 (%)	企业债券 发行内部 结构 (%)
有价证券发行总计	71.2	100	—	1662.5	100	—
其中: 企业股票	1.8	2.5	—	41.6	2.5	—
企业债券	19.1	26.8	100	214.5	12.9	100
1. 地方企业债券	1.6	2.2	8.4	174.8	10.5	81.5
2. 企业短期债券	6.3	8.8	33.0	39.7	2.4	18.5
与融资券						
3. 企业内部债券	11.2	15.7	58.6	(缺)	(缺)	(缺)

资料来源: 全国部分见《中国金融年鉴—1990》第 71 页。浙江部分由省内有关部门提供。

——债券的持有者构成以个人为主。我国的债券持有人结构大致可分为二类:一是持有者仅限于单位。如1987年开始发行的重点企业债券,承购对象定为有自筹投资基建项目的企、事业单位;1988年发行的财政债券,承购对象是除人民银行以外的各金融机构与保险公司;而1989年发行的特种国债实际是一种对单位发行的国库券。一是持有对象不仅包括单位,而且涉及个人。如1981年开始发行的国库券、1987年发行的国家重点建设债券、1988年发行的国家建设债券、1989年发行的保值公债都属于此类。其中,国库券的个人承购比重,自1985年以来已经稳定在62~64%

抬高了债券的资金价格。

二是筹资过程长,运转和操作过程复杂。鉴于直接融资的特点,国家对企业发债采取了远比银行贷款更为严格的手续。

(1)企业发债必须接受资信评估委员会对其资产质量、财务质量、偿债能力以及企业发展前景的全面调查和资信评估,有的甚至还要找担保。

(2)企业发债必须报送发债申请书、发债章程、财务会计报表等七种正式文件与材料。其中限额以上的大中型项目的发债,其审批程序先后要经过业务主管部门、开户银行、地区与省人行,以至总行五个关口。此外,由于发行方式与发行技术的落后,企业发债还需自己过问债券的制版、印刷,以及发运、保管中的安全保卫工作,这往往也耗费了企业的不少精力。

三是负债偿还期限的硬约束。企业向社会发债,面对成千上万的债权人,被置于市场监督之下。一旦债券到期兑付,还本付息不能拖欠一天,否则不仅有害于企业的形象与信誉,而且还会带来不堪设想的后果。

正是由于上述缘由,企业只要有一线贷款希望,绝不会主动去叩开债券市场的大门。这一观念已经沉淀在企业的深层意识之中,支配和制约着企业的融资行为。需要指出,上述因素中最为关键的是第三点。问题的症结是企业发债偿还的硬约束和与之对应的信贷资金的供给制,它为企业参与直接融资设下了难以逾越的利益障碍。只要信贷资金供给制的实质不改变,企业发债就很难打开局面。

2. 国家有关的债券发行政策,在一定程度上扼制了企业发债的潜在需求

鉴于我国证券市场特别是中长期债券市场尚处于开拓发展阶段,有关这方面的融资法规还不够完善,为防止可能由此引发的信用规模膨胀和投资规模膨胀,国家对地方发行企业债券采取了较为严格的控制手段和防范措施。

一是实行以额度控制为特征的计划管理。到1989年,包括企业内部债券在内的所有企业债券品种都已纳入了国内债券发行计划,实行了直接控制。这一措施对于实行全社会信贷总量的监控和分层次监控是十分必要的,但计划控制指标的确定既不与地方经济发展水平等指标挂钩,又缺乏必要的弹性,客观上限制了资金市场潜力的发挥,有违于发展企业债券市场的初衷。

二是实行以鼓励国债发行为特征的政策倾斜,客观上使企业债券的发行处于相对不佳的被动地位。

(1)在各类债券发行的操作顺序上,企业债券往往被置于最末的位置。国家规定各地区各单位

必须在保证完成国库券等国债承购任务的前提下,才能发行企业债券。为了实施这一意图,每年地方企业债券的发行计划都下达得较迟(有时临近年终时才下达,使指标额度形同虚设)。1989年为确保国债的完成,在浙江,甚至取消了地方企业债券的发行额度。这就有意或无意地缩小了企业债券的发行规模。

(2)在债券的收益率上,一方面逐步提高了国库券的年息率(个人认购的三年期1989年、1990年国库券的年息率高达14%);另一方面对单位和个人所得的企业债券利息收入征收收入调节税(一般按债券利率高于银行相同期限居民储蓄存款利率的上浮部分的20%标准,由发债单位代为扣除),从而使国库券的收益率后来居上,导致企业债券吸引力的相对下降。

这里需要说明的是,在我国的债券市场上为确立国债的主导地位,实行必要的政策倾斜,恐无异议;对企业债券的发行实行指令性计划的额度管理方法,看来也未尝不可。问题是如何理顺或兼顾国债与其他债券特别是企业债券的关系,并给后者留有适度的扩展空间,则是须认真研究的。实践表明,没有企业债券的适度发展,整个债券市场将缺乏应有的活力和坚实的基础。

由上所知,目前企业发债需求相对不足,发债规模偏小的基本症结,首先不是企业内部素质方面的原因,而在于外部环境因素的钳制。信贷资金供给制导致了企业对银行贷款的过分依赖,窒息了企业直接融资的积极性;国家从紧的指标管理,又使少数率先介入债券市场的企业的发债需求难以得到满足。这一基本事实为我们今后进一步推进企业债券的发行,提供了有益的启示和基本的思路。

三、扩大企业债券发行的战略思考

国民经济和社会发展十年规划和“八五”计划中把“逐步扩大债券和股票的发行”作为深化金融体制改革的一项重要任务摆到了我们面前。不言而喻,逐步扩大企业债券的发行也是题中应有之义。然而,企业债券的发行,要实现从“市场进入”到“市场扩大”的转变,无论是从债券市场体系、组织形式抑或债券发行方式、交易方式方面看,还是从加强宏观管理与法规建设抑或完善市场机制等方面看,都有许多工作要做。如果将这些基本属于证券市场发展中的共同性问题存而不论,我们认为,还有一些根本性的、全局性的问题尚未引起人们的足够注意。它们涉及到整个社会信用总量内部各层次比例的较大变动,涉及到金融体制方面的配套改革,涉及到债券市场的空间拓展等。具体

而言,包括以下四点:

1. 在调整间接融资与直接融资的基础上,扩大地方性企业债券的发行规模

解决地方发行企业债券的实际需求与计划额度偏小的矛盾,不能局限于债券内部结构的调整,而应当将其置于整个社会信用总量规模之下,从调整间接融资与直接融资的比例入手,相应增大国内各类债券所占有的信用规模。实现这一调整,必须首先走出发展证券业会影响储蓄存款,从而影响信贷资金来源这一认识上的“误区”。现实问题是,面对7 000亿元的巨额储蓄存款,面对居民个人金融资产的畸形结构⁽¹⁾,实行储蓄分流(特别是活动性储蓄的分流)已经是历史的必然选择。1988年通货膨胀所诱发的储蓄挤兑风潮和1989~1990年储蓄的超常增长给市场疲软所造成的雪上加霜,都从另一个角度说明了单一的储蓄增长并不是有百利而无一害的。我们应当从关系通货的稳定和货币政策的顺利操作的高度来把握实行储蓄分流、扩大证券发行的现实意义和深远影响。

基于上述认识,在理顺间接金融(银行信用与一部分消费信用)和直接金融(国家信用、商业信用、货币信用)的关系的基础上,一是有计划地安排银行信贷与证券发行量的比例。1989年我国国内债券、股票发行的年末余额为1 280.26亿元,约占当年各项贷款年末余额13 469.5亿元的9.5%(见《中国金融年鉴—1990》第71页)。从今后的发展趋势看,这一比例仍有提高的必要。二是有计划地安排国家债券与其他各类债券特别是地方性企业债券的比例。1989年我国国内债券、股票发行的年末余额中,国家债券占60.6%,国家专业投资公司债券占11.1%,金融债券与大额可转让定期存单占16.4%,股票占3.3%,地方性企业债券仅占8.6%(见《中国金融年鉴—1990》第47页)。这一比例显然偏低。但究竟何谓适当,目前尚无分明的界说。我们认为,社会信用总量的层层分割,最终应使地方性企业债券的发行规模不仅相对地而且绝对地有所扩大。唯此才能为更多的企业涉足债券市场提供基本的前提。

近几年的实践表明,各地具有扩大企业债券发行的现实基础。以浙江为例,1979~1989年全省城乡居民储蓄存款从7.7亿元剧增到215亿元,扩大了近27倍,年均递增35.3%,成为国民经济中增长速度最快的变量。与此同时,全省结余购买力中,各年手存现金比重一直高达36%左右。这就为实现储蓄分流、吸收闲散资金、发展地方企业债券

提供了现实可能。因此,国家有关部门应适当放宽地方企业债券的发行规模,逐步增加发债指标,使资金市场的潜力得以充分挖掘。为了使地方指标的确定有所“参照”,建议实行地方性企业债券发行余额与地方储蓄余额挂钩的办法,并参照居民手持现金总量给予一定弹性。

2. 改革信贷资金供给制,为企业直接融资机制提供必要的适宜环境

如前所述,现行信贷资金的供给制已经构成了企业参与证券市场,发展直接融资的体制性障碍。这一问题不解决,不仅企业缺乏内在动力,难以激发发债的潜在需求,而且还会进一步导致银行自身金融资产质量不高,贷款出现沉淀、呆滞,资金运行处于非良性循环的严重后果。据工商银行对全国39个省、市、计划单列市14.86万户工交企业流动资金贷款构成情况的分析,目前不合理贷款占总贷款的比重已高达11%,其中一半以上为挤占挪用,风险呆滞等原因所致。近年浙江行、社贷款中,有80%被企业长期占用,几乎不能参与周转。针对这种状况,在90年代进行资金运行机制的实质性变革已势在必行。唯此才能割断银行与企业间的资金供给制关系,跳出资金“大锅饭”的窠臼,从资金注入环境的改造方面促进企业直接融资机制的构造。

资金供给制是传统金融体制的痼疾所在。它的解决有赖于整个金融体制改革的深化,有赖于银行与企业两个方面的改革。这是一个渐进的过程,不可能一蹴而就。本文仅从构建企业直接融资体制、激发企业发债动力的角度提出这一问题,意在说明企业债券市场的扩大离不开其他相应的配套改革。

3. 坚持全方位开放,拓宽企业债券发行空间

商品经济没有天然屏障,与此相伴随的资金运动绝非是单向的,而是双向交叉的。因此,90年代地方性企业债券的发行,既要立足本地,又要面向全国,冲向世界。

首先,要冲破原有资金划地为牢的界限,开展跨地区的企业发债。在80年代,国内各地区间以企业债券形式开展的补偿贸易和横向投资已屡见不鲜。进入90年代后,浙江、上海两地证券公司又联合在杭州为上海无线电四厂、国棉十七厂发行短期融资券数千万元,为在我国形成统一的证券发行市场进行了新的探索。浙江作为商品经济相对发达的省份,历年来一直是资金的净流入地区,在发展跨地区企业发债方面应该有所作为。要不失时机地在更广阔的区域内为国营大中型企业、名优产品和重要基础设施发行企业债券,引进省外资金,促进地方经济的发展。

其次,企业债券发行要逐步谨慎地进入国际

(1) 1989年我国居民个人金融资产结构中,有价证券仅占9.3%,保险占0.5%,而储蓄存款和手持现金却分别占65.9%和24.3%(见《中国金融年鉴—1990》,第210页)。

资金市场,开辟一条吸收外资的新渠道。在80年代,我国在海外已发债40次(其中包括福建、广东、天津、上海四省市的投资企业公司和国际信托投资公司发债12次)。累计发行日元债券4 900亿日元、美元债券10.5亿美元,港元债券7亿港元,以及以西德马克为面值货币的债券7亿元(见《中国金融年鉴—1990》第135~136页)。这一实践为我国进入国际债券市场积累了经验。毋庸讳言。由于国际资本市场扑朔迷离,汇率变动时有波澜,对外发债的风险远比国内市场大得多,但我们决不能裹足不前。因此,在规划90年代企业债券发行战略时,在这个方面应该有所考虑。

在国际债券市场上筹措中长期外汇资金,除了要遵循利用外资的一般原则外,从80年代的实践看还应注意和权衡两个方面的问题。一是在债券发行渠道上,由于中国银行、中国国际信托公司已多次在国外发行债券,资信良好,作为起步,地方的对外发债不妨委托这两个机构办理。二是债券筹资的货币选择方面,应该力求避免过多地集中在日元上,以尽可能地分散筹资货币风险。总之,在这个领域既要审慎行事,又要积极进取,在参与国际资本市场的角逐中学会筹措外资的本领,使企业发债在迈向国际化的进程中跨上一个新的台阶。

4. 重视筹资技术多样化,建立品种多样、功能齐全、利率灵活的企业债券品种系列

企业债券作为一种信用工具,其种类与数量的多少,内部的组合状况,很大程度上决定着企业债券市场的融资水平和交易规模。为了适应当前和未来资金市场供求双方的融资选择和投资组合,必须对现有企业债券的品种进行不断的创新与合理的调整。

(1)在借鉴当代证券筹资技术中推陈出新。如为避免投资者受通货膨胀影响,发行与物价指数相联系的“浮动利率企业债券”;根据市场资金供求状况,发行债券认购者可以分期付款的“分期债券”;根据股份制改革试点的进展,发行可兑换成股票的“可换股债券”,等等。只有这样,才能提高信用工具的灵活性、应变性,增加对投资者的吸引力,加速企业债券市场容量的扩大。

(2)逐步降低企业内部债券的发行比例。如前所述,目前浙江企业债券中,内部债券比重高达53.7%。内部债券以厂内职工为认购对象,审批手续较为简便,深得企业青睐。但其社会透明度差,容易产生各种弊端,也不符合发展债券市场所遵循的竞争、开放、协调的原则,不宜盲目提倡。在90年代,应逐步缩小企业内部债券发行比重,真正把企业发债纳入社会化、规范化的渠道。

(3)逐步增加中长期债券比重,发展证券投

资。这既是针对当前短期债券畸重,中长期债券畸轻的结构特征提出来的,也是为了在投资领域里构造与完善资金筹措的市场机制,通过中长期债券这一信用工具,使证券投资成为国家计划内项目资金来源的一个重要的补充渠道。为此,证券投资的投向应根据90年代我经济发展的产业重点和地方经济发展的薄弱环节来确定,同时注意满足国营大中型企业进行技术改造的发债需要。

(责任编辑 冷远猷)

科技动态

我国研制成功生物、医学图象自动分析BMI软件系统

〔本刊讯〕 中国科学院生物物理研究所(北京)计算机图象研究组胡祐高级工程师主持的科研项目,在国家自然科学基金的资助下,完成了具有国际先进水平的“生物、医学图象自动分析BMI软件系统”的研制,为生物、医学学科研究的深化和探索新的科学规律提供了重要、先进的研究分析手段。有关专家认为这是人工智能领域一项开拓性的重大研究成果。

生物、医学图象自动分析是当前国际上正在发展的一门新兴学科,是人工智能领域中一个极为重要的方面,亦是人和机器(计算机等),基础理论和应用技术之间的接口领域。在国际上属于开拓性的图象自动分析研究,其目的是使生物、医学的传统分析手段,在分析速度、质量、精度和自动化方面产生飞跃,进而导致生物、医学学科的重大变革。该软件系统是由475个功能程序组成,其实用性强,功能丰富,自动化程度高,运行速度快,适应能力强,研究分析的结果准确可靠。该软件系统包括图象输入、输出处理,信号处理,图象处理,模式识别与分类四大模块,以及具有创新的生物、医学分析方法。该软件系统中的染色体自动分析CHROM-HU软件的运行速度比国际上有代表性的日本CHIS-B软件快4倍。在软件设计和方法上具有独创性,如运动目标动态参数和形态结构信息的提取和分析;掩膜图象自动扫描方法;染色体着丝点的极限腐蚀判别;癌细胞特征参数的自动提取和分析;以及模式识别判决函数的确定等。研究项目所涉及到的学科包括数学形态学、信息与控制论、统计学、生物医学和计算机科学等多种学科和学科的交叉。而模式识别是以统计模式识别、结构模式识别及模糊模式识别这三类为理论基础。

该研究成果已推广应用,已完成包括某些重大项目在内的106项研究课题的计算机图象自动分析,获得一批重要论文和多项成果,所涉及到的学科有:遗传、仿生、生理、解剖、肿瘤、脑神经、免疫、血液、毒理、药物、老年学、微循环、细胞超微结构、染色体和病理等学科。从而为基础研究工作进入世界先进水平行列作出重要贡献。应用结果证明该软件系统对国民经济和科学研究有着十分重要价值。

(中国科学院生物物理研究所供稿)