

企业债券发行定价的效率分析及改革方向

刘俊宇

(武汉大学 社会保障研究中心, 湖北 武汉 430072)

摘要: 以企业债券发行定价制度为对象, 通过实证分析, 指出当前僵化的定价制度抬高了市场的交易成本, 降低了市场效率, 因此必须放松债券定价的利率管制, 并首先在长期债券定价上引入浮动利率。

关键词: 企业债券; 定价; 效率

一、企业债券发行定价制度概述

(一) 定价模型

对于一般性金融工具而言, 在发行定价时采用的公式是:

金融工具票面利率=基准利率+合理利差

其中, 基准利率一般采用国债利率或银行同期存款利息率作为标准, 合理利差包括该金融工具的风险报酬、预期物价变动率等因素, 这两部分共同构成拟发行金融工具的票面利率的决定因素。一般来说, 金融工具的票面利率设定与该金融工具的风险程度成正比, 也与预期的物价上涨幅度成正比。如果企业的信用等级越高, 则在同等利率水平下与其它企业债券相比具有比较优势; 如果企业债券期限越长, 相应地其风险报酬就越高, 票面利率也应越高; 如果募集资金的投资项目的风险越大, 相对应地项目可预见收益也应越高, 企业对债券利息的承受力越强, 则越愿意支付较高利率; 如果发行的债券附有抵押、担保等保证条款, 且保证系数越大, 利率可适当降低, 反之则应适当提高。

参考上述定价方式, 假定以银行同期存款利率作为基准利率水平, 则企业债券的定价模型可以设定为:

企业债券票面利率=银行同期存款利率+企业债券相对于银行同期存款的风险报酬+预期物价变动率

(二) 定价依据

在我国, 企业债券的定价依据有两个, 分别是 1999 年《公司法》及 1993 年《企业债券管理条例》。其中,《公司法》第一百六十一条规定:“股份有限公司、国有独资公司和两个以上的国有企业或者其他两个以上的国有投资主体投资设立的有限责任公司,……发行公司债券,……债券的利率不得超过国务院限定的利率水平”;另外,《企业债券管理条例》第十八条明确规定:“企业债券的利率不得高于银行相同期限居民储蓄定期存款利率的 40%”。

从上面的两个规定看, 二者都对发行企业债券的定价方式设置了门槛, 而且标准一致, 企业债券的利率不得高于银行相同期限居民储蓄定期存款利率的 40%。在现实中, 这个水平一般都在银行贷款利率之下, 说明发行企业债券相比银行贷款成本要略低。

二、企业债券发行定价的实证分析

(一) 实证结果

选取目前在交易所上市的 5 年期企业债券, 将其票面利率与发行时期的 5 年期居民存款利率对比, 可以得到表 1 的结果。

表 1 交易所 5 年期企业债券利率与同期 5 年期居民存款利率

债券名称	发行时间	票面利率	同期 5 年期居民存款	A/B
------	------	------	-------------	-----

		(A)	利率 (B)	
97 中铁债	1998-06	8.66%	6.66%	130%
98 中铁债	1998-12	6.95%	5.22%	133%
98 中铁债	1999-10	3.8%	2.88%	132%
99 宝钢债	2000-08	4%	2.88%	139%
02 移动债	2002-10	3.5%	2.79%	126%

自 1996 年以来，人民银行连续 8 次降息，目前利率水平已经达到历史低位，企业债券的利率与实际收益率随之走低，降低了投资者购买的积极性，进而直接影响到企业债券的发行。此外，该规定的“一刀切”导致发行人与承销商不管企业信用高低，把发行利率定在等于或接近银行同期居民储蓄定期存款利率 140% 的最高位，因此容易出现经营良好的企业发债融资成本偏高、而一般性的企业债券又不包含风险收益的错位现象。

（二）效率判断

企业债券票面利率的趋同化，表明不同盈利能力的企业在融资成本上基本上不存在差异。如果市场资本非常充足，这种局面的存在可能有其合理性。但我国目前的资本市场还是一个资源稀缺的市场，融资者进入资本市场需要有较高的门槛限制。不同盈利能力的企业，只有通过差异化的融资成本定价，才能实现稀缺的资本资源的最优化配置：公司将因盈利能力的差异而报出差异化的资本成本价格，以最大可能地吸引投资者出资，投资者的资本也将按价格信号流向优势企业，优势企业融资后开展正常的经营活动，投资者享受源于融资企业效益增长的应得利益。但是，当这种价格差异不明显时，市场将不能通过资本的价格信号引导资本合理地流动，只要是进入市场的企业，都可以通过相似的利率来获得投资者的资金。此时的定价方式，显然具有较低的配置效率。

三、现行企业债券定价制度的低效率的原因在于高交易成本

（一）现行利率结构下，企业债券定价调整的弹性很小

按照规定及正常推理，企业债券的发行定价在同期银行存款利率的 100-140% 之间进行选择。这个选择空间在九十年代高通胀时期尚具有一定的弹性，如 1994 年银行一年期存款利率高达 11.98%，按该存款利率的 140% 计算，同期企业债券的发行利率的理论波动区间在 11.98-16.77% 之间，有近 5 个百分点的波动幅度，这在当时贷款规模控制趋紧的趋势下，对筹资主体和投资主体都有较大的吸引力。但随着央行的连续 8 次降息，银行存款利率急剧下调，从 2002 年开始执行的一年期存款利率只有 1.98% 的水平，比最高峰值调低了 10 个百分点，调整幅度达到 83.5%，在新的基准利率水平下，企债利率的实际可调节空间大大缩小了。正常情况下，若企业发行 5 年期企业债券，按 5 年期银行存款 2.79% 的基准进行计算，同期企业债券的利率理论上的波动区间在 2.79-3.91% 之间，最大可能波动幅度仅为 1 个百分点左右。

在现行的低利率政策下，由于企业债券发行定价的严格管制，使企业债券定价的弹性很小，价格僵化是定价机制的最典型特征。

（二）低弹性的发行定价导致过高的交易成本

首先，企业债券对投资者的吸引力大为降低，存在发行失败的风险。按照上面的计算，即使某一发行主体的信用评级再差，投资项目的风险再大，债券期限再长，债券票面利率水平最高也只能比同期存款利率高出 1 个百分点左右。一方面，持续的降息使企业债券与存款的利差逐渐缩小，而企业债券限价发行使利率调节的弹性空间变小，缩减了债券作为投资工具的吸引力。另一方面，随着资本市场的发展，股票、基金、投资连接保险等各种投资渠道逐渐增多，投资人的选择余地也比以往更加丰富。这种局面进一步增加了投资者购买企业债券的机会成本，无疑会降低投资者对企业债券的认购热情，因此企业债券也面临着发行失败的可能。一旦发行失败，不仅使融资企业已经付出的成本没有收益，也将给融资方后续的经营带来连带的负面影响，使企业处于

被动的局面。在现有的企业债券利率管制之下，目前银行资金充裕，真正效益良好的企业容易从银行获得贷款，由于这样的企业发债或贷款成本差异不大，但贷款手续要比发行企业债券方便，故发行债券的积极性就不高。

其次，发行价格不能全面反映不同企业的信息，存在明显的信息不对称现象，加大了发债主体和投资主体需承担的成本负担。从表 1 可以看出，现阶段发行的债券利率趋同，即在同期银行定期存款利率的基础上上浮 40% 的上限处附近运行，完全没有考虑企业自身信用评级状况、债券期限及募集资金所投资项目风险状况的差异等因素的影响。因此，现行的定价模式使债券的票面利率不能充分反映筹资者的信息，对企业债券的投资者而言，投资者与发行人之间的信息是不对称的，投资者不能从不同企业给定的企业债券票面利率差异中了解不同债券的风险属性，其投资活动的风险和收益就必然也是不对称的，投资者既要承担企业可能发生的信用风险，又要承担潜在的利率风险。对发债企业来讲，无弹性的企业债的发行定价模式使得债券利率不能反映市场资金供求的真实变动和不同企业的风险属性差异，均等化的实际利率水平造成优质企业的债券资金成本相对偏高，素质一般的企业债券又没有包含相应的风险收益。这种状况在企业债券市场规模相应有限，供不应求的前提下尚能掩盖其内在缺陷，一旦市场规模扩大，不同筹资主体之间存在激烈的资源竞争的时候，价格信号就不能发挥其所应具有优化配置资源的功能，资金不能方便地流向优质企业，这些企业甚至有被其它企业挤出市场的可能。

总之，无弹性的企业债券发行定价机制使企业债券市场的价格信号失灵，风险机制缺失，市场需求缺乏弹性。尤其是在目前低利率时期，使企业债券市场的吸引力下降，企业间的差异性体现不明显，长远来看，不利于资金在企业债券市场的优化配置。因而现行的定价机制严重阻碍了企业债券市场的发展。

（三）有限的金融创新并没有从根本上解决定价制度的问题

由于现行的定价机制对企业债券利率存在严格管制，在低利率的市场环境下过于僵化，较低的票面利率很难对投资者构成吸引力。近年来，企业在债券发行中开始尝试进行金融创新，通过发行中长期债券或浮动利率债券，来绕过债券票面利率不高于同期居民定期存款利率 40% 的利率上限的限制，变相地达到提高实际利率、吸引投资者的目的。

如 2001 年 11 月发行的三峡债券（01 三峡债），发行规模 50 亿元，债券期限按债券品种不同分为 10 年和 15 年两种，其中 10 年期浮动利率品种 20 亿元，15 年期固定利率品种 30 亿元。01 三峡债在三个方面进行了发行创新：其一，是债券期限长达 15 年，创造了中国企业发行债券的年限新纪录；其二，是同一批债券有两个期限档次，投资者可以有一定的选择余地；其三，是同一批债券有两种利率设计，其中 15 年期品种采用固定利率方式，票面利率为 5.21%，10 年期品种采用浮动利率的定价方式，其基本利差为在央行规定的一年期银行储蓄存款利率为基础上浮 175 个基本点，债券第一年的利率定为 4%。10 年期 01 三峡债的基本利差比同期发行的浮动利率国债和金融债券的利率相对都要高。这在目前的低利率市场环境下无疑是非常具有吸引力的。正因如此，01 三峡债在推出之后立即销售一空。

01 三峡债之所以能推出较高的实际利率来吸引投资者，一是在债券的期限上进行了创新，债券本身 10 年及 15 年的期限设计，使其在定价时没有一个准确的银行同期存款利率进行比较，从而具有了一定的定价弹性；二是在浮动利率的设计方式上进行了创新，大胆地提高了基本利差的幅度。上述金融创新虽然巧妙地回避了政策对于企业债券定价的严格限制规定，使债券品种具有了较大的定价弹性，但这种期限设计及利率确定方式毕竟在企业债券市场不能普遍适用，因此并没有从根本上解决企业债券定价机制过于僵化的弊端。

四、企业债券发行定价制度的改革方向

（一）逐步放松企业债券发行利率限制

债券利率水平反映投资者的收益状况，它与债券的风险密切相关。在规范的市场经济中，投

投资者根据投资与收益的比较及风险性来决定投资选择。合理的债券市场价格是发展我国债券市场的重要条件。目前,我国对企业债券利率的确定有明确的政策限制,这虽然在保证企业债券的安全性和防范金融风险方面起到了重要的作用,但利率的不浮动不利于体现债券质量的差异性和风险性,直接导致债券定价的不合理、债券利率缺乏弹性等问题,使企业根本不可能通过发行高利率的债券引资,造成投资者承担的风险与获得的收益不相吻合,从而导致了企业发债难的局面,阻碍了企业债券市场的发展。从国外成熟市场看,企业能否通过债券市场进行筹资应该由市场来决定,在债券利率的规定上也应趋向于市场化,使债券的投资收益与风险相匹配。由此可见,中国债券市场要想得到长足的发展,就必须加大企业债券融资的力度,优化债券市场的结构。而要做到这一点,就必须对企业债券利率进行改革,尽快实现企业债券利率市场化,恢复企业债券的利率弹性。

在利率市场化改革的大背景下,企业债券发行利率放开后,不同信用等级、不同流动性的企业债券会在一级市场和二级市场形成不同的收益率水平,反映出不同的风险溢价和流动性溢价。信用良好的公司可以以低于银行贷款的利率筹集到资金,实现企业债券的社会资源优化配置功能。

(二) 长期企业债券逐步采取浮动利率

按照放松企业债券利率的总体改革思路,从现实的可操作性出发,首先实现长期债券的发行利率浮动是比较好的选择。因为长期债券的期限比较长,一般在 10 年以上,该期间的市场利率变化是必然现象,该类债券实现利率浮动也符合公众预期。在国际资本市场上,长期债券为防范风险,其定价都采取浮动利率,在选择基准利率上有两种常见做法:一是选择伦敦银行间同业拆借利率 LIBOR,其代表是浮动利率票据;二是选择国库券利率,美国的长期债券多采取这种方法,其利差经常与预期物价上涨率挂钩。而对于长期债券固定利率的选择及确定,则参考国库券利率、到期收益率、债券期限和债券的信用等级等因素。

长期债券利率浮动已经在我国资本市场上有所尝试,2000 年 8 月发行的 99 三峡债券是我国债券历史上第一只长期浮动利率债券,之后发行的 01 移动债也是如此,其基准利率为一年期银行存款利率。但这两只债券期限都不超过 10 年,相对国外二三十年的债券期限还是比较短。交易所发行的 15 年期的国电债及 20 年期的三峡债,则仍然采取的是固定利率计息的方式,在目前利率偏低的情况下,实际上这两只债券都面临着较大的利率风险。作为对利率风险的防范,长期债券应实现浮动利率,以在市场规模扩大之后的企业债券市场实现债券的顺利发行。

参考文献:

- [1] 钱春海: 我国企业债券市场问题的体制性分析及对策, 财经理论与实践, 2001 (06)
- [2] 杨 明: 我国企业债券发行市场化探讨, 科技进步与对策, 2001 (12)
- [3] 胡少华: 企业债券市场发展与产权制度创新, 财经科学, 2002 (02)
- [4] 王 勇: 对我国企业债券市场发展的深层思考, 经济体制改革, 2002 (04)
- [5] 蒋丽君: 公司债券的发展与制度创新, 浙江金融, 2002 (08)

作者简介: 刘俊宇, 1976 年生, 武汉大学西方经济学专业博士生, 武汉大学社会保障研究中心研究人员, 主要研究方向为社会保障与资本市场。

Efficiency Analysis and Reform of Corporate Bond's Issuing Pricing

Liu Junyu

(School of Politics & Public Administration, Wuhan University, Wuhan, 430072, Hubei, China)

Abstract: focusing on the pricing institution of corporate bond issuance, the author points out that the ongoing rigid pricing method drives up the transaction cost and decreases the allocation efficiency of corporate bond market. It's necessary to loosen the interest rate control and float the interest rate of long-term bond firstly.

Key words: corporate bond; pricing efficiency