

深圳证券交易所综合研究所研究成果发表专辑第三辑

“证券市场基础理论与创新问题研究”

（之一）

中国企业债券市场现状调查总报告（摘要）

深圳证券交易所综合研究所 王一萱 李信民 徐良平

一、前 言

在国际成熟的证券市场上，发行债券是企业融资的一个重要手段，企业通过债券融资的金额往往是其通过股票融资金额的 3~10 倍。而长期以来我国企业债券市场的融资金额相对于股票市场而言显得微不足道，企业债券市场与股票市场的发展比例很不协调，是我国证券市场发展的一条“短腿”。因此，大力推进企业债券市场的发展，是当前我国证券市场面临的一个十分紧迫的任务。

然而，“没有调查，就没有发言权”。目前大力推进我国企业债券市场发展的条件是否成熟、市场参与主体各方尤其是供需双方和中介机构所处的真实状况怎样以及他们对我国企业债券市场发展的现状和前景的看法如何等问题，只有通过深入地调查和研究才能解决。为此，深交所综合研究所和基金债券部成立联合课题组，开展“中国企业债券市场现状调查研究”，拟在深入调查了解我国企业债券市场实际状况的基础上，提出切实推进我国企业债券市场发展的具体措施或政策建议，为政府决策提供科学的参考依据。课题组总顾问：宋丽萍；课题组协调人：刘志才、范岳、丁晓东；课题组负责人：王一萱；课题组成员：李信民、徐良平。

从 2002 年 5 月到 2002 年 11 月，整个调查研究工作从课题提出、问卷设计，到调查组织、数据分析，再到初步成果成稿，历时半年。调查涉及我国大型及特大型企业 32 家、上市公司 500 家、机构投资者 122 家以

及中介机构（券商）68 家。调查以问卷方式从我国企业债券市场一线获得约 3.3 万个调查数据，通过这些具有内在关联性的数据所建立的数据库，我们又进一步分析、挖掘出许多有益的信息。这些数据或信息使我们对我国当前企业债券市场的实际状况有了更加科学和准确的认识，同时也客观和真实地反映了市场一线参与主体各方对我国企业债券市场现状及发展中所面临的一些热点和难点问题的朴素见解。相信这些数据或信息将会为企业债券市场参与主体各方特别是政府和市场组织者的相关决策提供科学的参考依据。

调查活动得到了深交所会员管理部和公司管理部特别是中信证券股份有限公司、中国国际金融有限公司、中国银河证券有限责任公司、申银万国证券股份有限公司、南方证券有限公司、华夏证券有限公司、海通证券有限公司、国通证券有限责任公司、国泰君安证券股份有限公司、大鹏证券有限责任公司、华泰证券有限责任公司、国家开发银行、中国电力财务公司、中油财务公司等机构以及所有调查对象所涉及的单位和个人的大力协助和配合。没有他们的支持和帮助，调查活动是无法顺利进行和完成的。另外，中信证券公司固定收益部对机构投资者调查问卷的顺利发放起了关键性的作用；深圳证券信息有限公司为把问卷转换成网上调查的形式以及回收问卷的数据转换做了大量的工作；国家发展计划委员会经济协调司证券处和中央国债登记结算公司托管部在调查信息收集方面给予了大力支持。在此，课题组全体成员对关心、支持、帮助和参与本次调查活动的所有机构与个人表示诚挚的谢意。

二、调查设计与组织

本次调查采用网上问卷调查这种新的调查方法，针对我国企业债券市场一线主要的参与主体——发债及拟发债主体（大型企业）、潜在发债主体（上市公司）、机构投资者（包括潜在机构投资者）和中介机构（券商）各自所具有的不同特点展开。首先，问卷设计围绕基本情况、策略和行为以及对当前我国企业债券市场发展现状和前景的看法等三个主题，分别设计了 4 套各有针对性的调查问卷；其次，问卷调查分别采用重点调查、全面调查和整群抽样调查等 3 种不同的方式¹；再次，发债及拟发债主体（大

¹详见各分报告中的有关阐述。针对发债主体重点调查大型企业，即 98 年以来单次发行规模在 2 亿以上、期限在 3 年以上、由券商承销的企业，其发行规模占到总发行规模的 85.2%；上市公司作为潜在发行主体

型企业)的调查问卷主要是依托其各自的主承销商(券商)并借助 E-mail 发放的,潜在发债主体(上市公司)的调查问卷主要是依托深交所“上市公司园地”网上办公系统发放的,机构投资者调查问卷主要是依托中信证券公司的客户网络并借助 E-mail 发放的,中介机构(券商)的调查问卷主要是依托深交所“会员之家”网上办公系统发放的。各调查主体调查问卷的发放和回收情况,详见表 1。

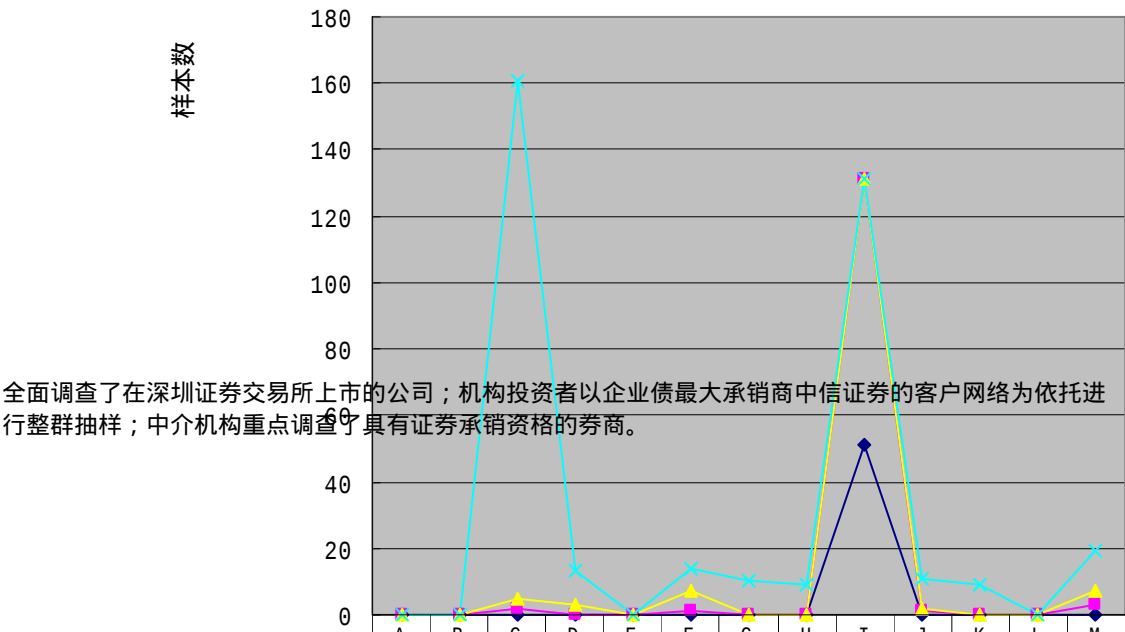
表 1：各调查主体调查问卷的发放及回收情况

问卷发放及回收情况 问卷调查主体	发放问卷	回收问卷	有效问卷	有效问卷回收率
发债及拟发债主体（大型企业）	32 份	18 份	17 份	53.1%
潜在发债主体（上市公司）	500 份	240 份	236 份	47.2%
机构投资者（包括潜在机构投资者）	122 份	87 份	87 份	71.3%
中介机构（券商）	68 份	51 份	51 份	75.0%

三、企业债券市场参与主体各方的基本情况

（一）行业分布状况

调查显示，发债及拟发债企业主要集中分布在 4 个行业，分别是交通运输、综合类、电力煤水业和制造业；而潜在发债主体（上市公司）则主要集中分布在制造业当中；机构投资者和中介机构（券商）主要集中分布在金融保险业，如图 1 所示。表明受国家现行有关政策的影响，目前我国企业债券市场的发行主体主要集中分布在交通、能源等具有相对垄断地位的基础性行业上。如果国家放宽审批，那么最有可能的潜在发债主体——上市公司则主要集中分布在竞争性较强的制造业之中。



注：行业划分标准依据中国证监会颁布的上市公司的行业划分标准。图中 A=农、林、牧、渔业；B=采掘业；C=制造业；D=电力煤水业；E=建筑业；F=交通运输、仓储业；G=信息技术业；H=批发和零售贸易；I=金融保险业；J=房地产业；K=社会服务业；L=传播与文化产业；M=综合类。

（二）资产规模状况

调查表明，发债及拟发债企业除了有一家企业的总资产规模在 50 亿元以下外，其余的总资产规模均在 50 亿元以上。依据我国总资产规模在 50 亿元以上的企业为特大型企业的划分标准，表明我国目前的发债及拟发债主体大都属于特大型企业；潜在发债主体（上市公司）的总资产规模主要集中分布于 5~20 亿元之间，其次集中分布于 20~50 亿元之间，表明我国的上市公司大多属大中型企业；机构投资者和中介机构（券商）的总资产规模均主要集中分布于 20~50 亿元和 50 亿元以上这两个区间之中，如图 2 所示。

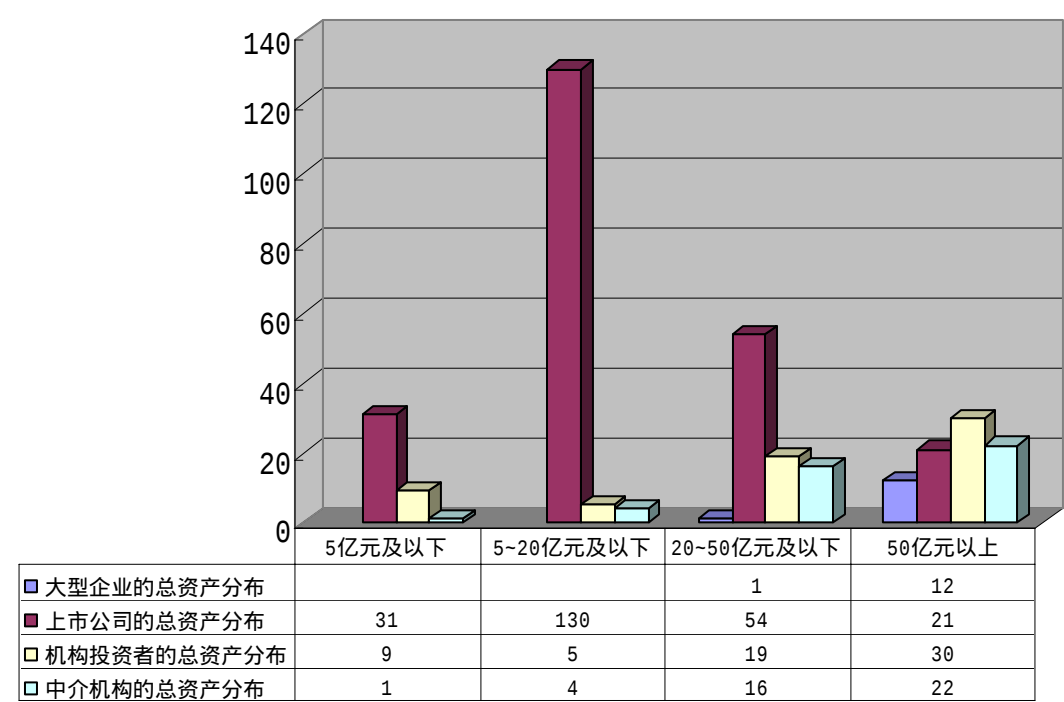


图 2 发债主体总资产分布

（三）经营状况

调查发现，目前我国发债及拟发债企业的经营大多表现良好，除个别企业在个别年份发生亏损外，绝大部分企业都有较高的盈利水平；潜在发债企业（上市公司）的经营状况总体来说也较为理想；机构投资者（包括潜在投资者）和中介机构（券商）的经营状况普遍较好，除 2001 年有少数企业发生亏损以外，其余各年全都盈利，如表 2 所示。

表 2：各主体近 3 年的经营状况

年份 \ 经营状况			盈利	亏损	合计 (有效回答个数)
2001 年	发债及拟发债主体 (大型企业)	样本数	13	0	13
		比重	100%	0	100%
	潜在发债主体 (上市公司)	样本数	201	35	236
		比重	85.17%	14.83%	100%
	机构投资者 (包括潜在投资者)	样本数	46	6	52
		比重	88.46%	11.54%	100%
	中介机构(券商)	样本数	34	6	40
		比重	85.00%	15.00%	100%
2000 年	发债及拟发债主体 (大型企业)	样本数	13	0	13
		比重	100%	0	100%
	潜在发债主体 (上市公司)	样本数	218	18	236
		比重	92.37%	7.63%	100%
	机构投资者 (包括潜在投资者)	样本数	52	0	52
		比重	100%	0	100%
	中介机构(券商)	样本数	41	0	41
		比重	100%	0	100%
1999 年	发债及拟发债主体 (大型企业)	样本数	11	2	13
		比重	84.61%	15.39%	100%
	潜在发债主体 (上市公司)	样本数	214	22	236
		比重	90.68%	9.32%	100%
	机构投资者 (包括潜在投资者)	样本数	47	0	47
		比重	100%	0	100%

	中介机构（券商）	样本数	38	0	38
		比重	100%	0	100%

四、企业债券市场供需分析

（一）需求分析

1. 86%的机构投资者的投资需求得不到全部满足，未满足的投资需求的总量大约为 268 亿元

调查显示，86%的机构投资者投资企业债券的需求得不到全部满足，主要原因是：发行规模小、供不应求。依据调查所获得的数据，在一定假设条件下，我们大致可以推算出我国机构投资者投资企业债券未满足的投资需求总量的区间估计值大约在 172~364 亿元之间，点估计值大约为 268 亿元（具体估算办法和过程详见研究报告原文之机构投资者调查报告，下同）。

2. 84%的机构投资者在国家放宽审批后愿意增加对企业债券的投资，未来投资的总规模大约增加 213 亿元

调查表明，如果国家放宽审批，则有 84%的机构投资者表示愿意增加投资。主要原因是认为国家放宽审批后风险有可能增加、但收益也会相应增加，与此同时，有可能使二级市场更加活跃、增加获利机会。经推算，国家放宽审批后机构投资者愿意增加投资的总额大约为 213 亿元。

3. 68%的潜在机构投资者有投资企业债券的需求，其未满足的需求总额大约为 242 亿元

调查发现，68%的潜在机构投资者有投资企业债券的需求。其投资需求得不到满足的主要原因是想投资的品种供不应求、资金较为紧张、企业债券流动性差等。经推算，潜在机构投资者投资企业债券未满足的需求总额大约为 242 亿元。

4. 76%的潜在机构投资者在国家放宽审批后愿意投资企业债券，未来投资的总规模大约为 216 亿元

调查还发现，76%的潜在机构投资者在国家放宽审批后愿意投资企业债券，主要原因是认为国家放宽审批后有可能使二级市场更加活跃、获利机会增加等。经推算，国家放宽审批后潜在机构投资者未来投资企业债券的需求总额大约为 216 亿元。

（二）供给分析

1. 71%的发债及拟发债企业存在不同程度的资金缺口，其中愿意通过发债来弥补其资金缺口的总规模大约为 350 亿元

调查显示，71%的发债及拟发债企业存在不同程度的资金缺口，主要原因是国家严格的额度审批制度使已发或拟发企业债券的金额不能全部满足其对中长期建设资金的需求。经推算，总的资金缺口的区间规模大约在 713~1173 亿元之间，点规模大约为 943 亿元。其中，愿意通过发行企业债券来弥补其资金缺口的总的点规模大约为 350 亿元，区间规模大约在 267~433 亿元之间。

2. 70%的潜在发债主体（上市公司）存在不同程度的资金缺口，其中愿意通过发债来弥补其资金缺口的总规模大约为 1745 亿元

调查表明，70%的潜在发债主体（上市公司）存在不同程度的资金缺口，主要原因是现有的融资渠道不能满足其融资需求。经推算，总的资金缺口的区间规模大约在 2526~5251 亿元之间，点规模大约为 3893 亿元。其中，愿意通过发行企业债券来弥补其资金缺口的总的点规模大约为 1745 亿元，区间规模大约为 1128~2361 亿元。

（三）供需总量分析

将上述需求分析中机构投资者和潜在机构投资者未满足的投资需求，以及两类投资者在国家放宽审批后将要增加的投资需求进行汇总，我们就可以大致估算出我国企业债券市场机构投资者在不同市场条件下投资企业债券的总需求规模，如表 3 所示。以此类推，我们同样可以大致估算出我国企业债券市场发行及潜在发行主体在不同市场条件下发债需求的总规模，如表 4 所示。进一步分析，我们发现，在目前的市场条件，发行主体未满足的发债需求总规模约为 350 亿元，而机构投资者未满足的投资需求总规模约为 510 亿元，大于发行规模，企业债券市场处于供不应求的状态；如果国家放宽审批，则发行主体未来发债需求的总规模将达 2095 亿元，而机构投资者未来投资需求的总规模为 939 亿元，小于发行规模，企业债券市场将处于供过于求的状态。总体来看，目前我国企业债市场处于供需两旺的状态，逐步取消发行额度限制，满足供需双方意愿，是政策方向。

表 3：我国机构投资者总投资需求规模的估算结果

主体	规模	投资需求规模	
		点估计规模	区间估计规模
机构投资者	未满足的投资需求规模	268 亿元	171~364 亿元
	国家放宽审批后愿意增加的投资需求规模	213 亿元	—
潜在机构投资者	未满足的投资需求规模	242 亿元	—
	国家放宽审批后愿意增加的投资需求规模	216 亿元	—
合计	总的投资需求规模	939 亿元	—

表 4：我国发债及拟发债主体（大型企业）以及潜在发债主体（上市公司）发债需求规模的估算结果

主体	资金缺口规模		资金缺口愿意通过发债弥补的规模	
	点估计规模	区间估计规模	点估计规模	区间估计规模
发债及拟发债主体（大型企业）	943 亿元	713~1173 亿元	350 亿元	267~433 亿元
潜在发债主体（上市公司）	3893 亿元	2526~5251 亿元	1745 亿元	1128~2361 亿元
合计	4836 亿元	3239~6424 亿元	2095 亿元	1395~2794 亿元

五、企业债券市场参与主体各方的策略与行为

（一）投融资目的

1. 机构投资者投资企业债券的最主要目的是长期持有以获取稳定收益

调查显示，约占有效样本数 52%的机构投资者投资企业债券最主要的目的是长期持有以获取稳定收益，这与企业债券这种固定收益投资工具所具有的基本特征是相吻合的。然而，也有为数不少的机构投资者（约占有效样本数的 36%）把在一、二级市场之间进行套利作为其最主要的投资目的。可能的原因是，由于我国企业债券的发行实行严格的审批制度，导致供给不足，致使一、二级市场之间存在较大的价差，从一个侧面反映了我国企业债券市场的发展存在市场化程度较低的问题。

2. 补充建设资金的不足是发债及拟发债企业债券融资的最主要目的

调查表明，约占样本数 53%的发债及拟发债企业债券融资的最主要目的是补充建设资金的不足；也有为数不少的发债及拟发债企业（约占样本数的 24%）债券融资的最主要目的是调整并改善企业的财务结构。

3. 88%的潜在发债主体（上市公司）有债券融资需求，其融资的最主要目的是开发新项目

调查发现，约占有效样本数 88%的潜在发债主体（上市公司）有债券融资的需求，主要是因为现有的融资渠道不能满足其融资需求、对企业发展有信心以及企业债券的期限结构与规模更符合其融资需求等原因。而且，其融资的最主要目的是开发新项目。

由此可见，现行发债及拟发债主体与潜在发债主体（上市公司）债券融资的目的存在很大差别。可能的原因是，受国家有关政策的影响，现行发债及拟发债主体集中分布在交通、能源、通讯等具有相对垄断地位的基础性行业上，主要承担国家大型基础设施的建设任务，经营的主要特点是：投入大，建设周期长，预期收入稳定，面对的竞争压力相对较低。因此，如何获取成本相对较低的外部资金以补充建设资金的不足就成为其融资的主要目的。而潜在发债主体（上市公司）由于大多集中分布在制造业等竞争性较强的行业之中，面临的市场竞争的压力较大，因此，获取资金用于开发新项目以在激烈的市场竞争中占据有利地位就成为其融资的主要目的。

（二）影响投融资决策的最主要因素

1. 机构投资者投资决策时考虑的最主要因素是债券定价

调查显示，机构投资者在进行企业债券投资决策时最先考虑的因素是债券定价，其次是期限结构，再次是担保情况，最后才考虑信用评级、能否上市、流动性等因素。而且，在目前的市场条件下，约占有效样本数 51%的机构投资者能够接受的企业债券的最低利率比同期银行储蓄利率高 40%以上。

2. 融资成本是发债及拟发债企业融资决策时考虑的首要经济因素

调查表明，发债及拟发债企业融资决策时考虑的最主要经济因素是“相对于银行贷款而言债券融资成本低”。而且，在目前的市场条件下，约占有效样本数 86%的发债及拟发债企业能够承受的企业债券的最高利率比同期银行储蓄利率高 40~60%之间。调查还表明，潜在发债主体（上市公司）如果发行企业债券，则在目前的市场条件下，约占有效样本数 93%的上市公司所能承受的企业债券的最高利率只比当前国有特大型企业的发行利率高 1~2 个百分点及以下。

（三）影响企业债券市场各参与主体决策的其他因素

1．不同的参与主体对企业债券风险因素的考虑各有侧重

调查显示，机构投资者在投资决策时所考虑的企业债券的风险因素按重要性排序依次是兑付风险、利率风险、流动性风险、政策性风险和交易方式风险等；而发债及拟发债企业在债券融资决策时考虑的风险因素按重要程度排序，首先是利率风险，其次是发行风险，最后才是兑付风险；如果能够发行企业债券，则潜在发债主体（上市公司）在融资决策时考虑的风险因素按重要性排序，首先是兑付风险，其次是利率风险，最后是发行风险。说明企业债券市场不同的参与主体根据自己所处的地位和利益的不同，对企业债券风险因素的看法也不同，各有不同的侧重点。

2．发行主体和中介机构对企业债券定价依据的看法不同

调查表明，目前我国发债及拟发债企业在发行定价时考虑的最重要的依据是同期银行贷款利率，其次是同期国债发行利率和同类企业的发债利率，最后考虑的才是银行储蓄存款利率及债券二级市场的收益率。而在当前的市场条件下，如果能够承销企业债券，则券商认为最有利于发行的定价依据按重要性排序依次是同期银行储蓄存款利率、同期国债发行利率、企业债券流通市场的收益率、同期银行贷款利率以及券商认为的其他定价依据。

（四）企业债券参与主体各方的行为

1．对企业债券品种的偏好基本一致

调查发现，企业债券市场的主要参与主体各方无论是发债及拟发债主体、潜在发债主体（上市公司）、中介机构（券商）还是机构投资者（包括潜在投资者）对债券品种的选择基本一致，即都喜欢实名制记帐式、具有固定利率的中长期付息债券。

2．发行主体和中介机构对企业债券上市的看法不完全一致

调查显示，约占样本数 70.59%的发债及拟发债主体在其债券发行之后已经上市或正打算上市，主要原因按重要性排序首先是因为上市能提高企业的知名度，其次是因为有助于企业债券的顺利发行，再次是因为有利于真实反映企业债券的市场价值，最后是因为能为债券的派息和兑付提供较大便利；而如果能够承销企业债券，对于符合上市条件的中长期企业债券，

绝大多数券商（约占样本数的 98%）愿意推荐其上市，究其原因，认为推荐上市能够增加流动性、有利于企业债券销售的券商约占有效样本数的 73%；为了满足发行单位上市要求的券商约占有效样本数的 2%；同时因为上述两个原因的券商约占有效样本数的 21%；因为自身业务的需要等其他原因的券商约占有效样本数的 4%。

六、对现状的看法及发展的对策建议

（一）对企业债券市场现行各项制度的看法

1. 79%的机构投资者和 86%的券商认为目前我国企业债券市场的监管体系不完善

调查显示，约占有效样本数 79%的机构投资者和约占有效样本数 86%的券商认为目前我国企业债券市场的监管体系不完善；究其原因，如表 5 所示，主要是认为目前我国企业债券市场的监管主体不明确，其次认为监管制度不完善，再次认为缺乏有效的监管方法和手段，最后认为法规严重滞后。

表 5：机构投资者和券商认为我国目前企业债券市场
监管体系不完善的原因按重要性排序的结果

重要性 排序 主要原因	第 1 重要		第 2 重要		第 3 重要		第 4 重要		第 5 重要	
	机构投资者	券商	机构投资者	券商	机构投资者	券商	机构投资者	券商	机构投资者	券商
监管主体不明确	28	17	9	6	9	8	11	6	—	—
监管制度不完善	8	3	27	17	13	9	5	4	1	1
缺乏有效的监管方法和手段	5	5	15	9	23	12	8	5	1	1
法规严重滞后	20	15	7	5	11	6	16	8	—	—
其他	1	1	—	—	—	—	0	—	3	1
合计	62	41	58	37	56	35	40	23	5	3

注：此题为多选排序题，排序方法是：首先，看各因素在第 1 重要位置上的样本数量分布，数量最多的为第 1 重要因素；若有两个因素数量相同，则看其第 2 重要位置上的样本数量分布，数量多的为第 1 重要因素。其次，看各因素在第 2 重要位置上的样本数量分布，数量最多的为第 2 重要因素；若有两个因素数量相同，则看其第 1 重要位置上的样本数量分布，数量多的为第 2 重要因素。同时，已确定次序的因素不再参与后面各因素的排序。以此类推，可分别确定第 3 重要因素、第 4 重要因素，等等。下面所有多选排序题的排序方法与此相同，不再另行说明。

2. 82%的发债及拟发债主体、77%的潜在发债主体（上市公司）和 76%的中介机构（券商）认为目前我国企业债券的发行审批制度不适

应企业债券市场发展的要求

调查表明，约占样本数 82%的发债及拟发债企业、约占样本数 77%的潜在发债主体（上市公司）和约占样本数 76%的中介机构（券商）均认为目前我国企业债券的发行审批制度不适应企业债券市场发展的内在要求；究其原因，普遍认为主要是审批制度过严，导致企业债券的发行规模太小，直接影响企业债券市场的发展；其次是严格的审批制度抑制了企业债券市场的发展，在投资者的风险意识及承受能力不断提高的情况下，不利于投资者拓展投资渠道、规避投资风险。

3．86%的机构投资者和中介机构（券商）认为目前我国企业债券市场的信息披露制度不完善

调查表明，约占有效样本数 86%的机构投资者和券商均认为目前我国企业债券市场的信息披露制度不完善；究其原因，如表 6 所示，主要是认为目前我国企业债券市场信息披露的监管主体不明确、监管力度不够、投资者难以对披露信息的可信度做出有效判断，其次是认为信息披露渠道不畅通、投资者难以及时得到有价值的信息，再次是认为信息披露的内容不完善、许多有价值的信息投资者难以得到，最后是投资者和券商认为的其他原因。

表 6：机构投资者和券商认为我国目前企业债券市场信息披露制度不完善的原因按重要性排序的结果

主要原因 \ 重要性排序	第 1 重要		第 2 重要		第 3 重要		第 4 重要	
	机构投资者	券商	机构投资者	券商	机构投资者	券商	机构投资者	券商
信息披露的内容不完善，许多有价值的信息投资者难以得到	23	14	25	13	14	6	—	—
信息披露渠道不畅通，投资者难以及时得到有价值的信息	19	9	35	20	7	4	—	—
信息披露的监管主体不明确、监管力度不够，投资者难以对披露信息的可信度做出有效判断	30	19	9	6	29	15	—	—
其他	1	1	—	—	—	—	5	1
合计	73	43	69	39	50	25	5	1

4．76%的机构投资者和 68%的券商认为目前投资我国企业债券的税赋高

调查发现，约占有效样本数 76%的机构投资者和占有效样本数 68%的券商均认为目前投资企业债券的税赋高；究其原因，主要是认为目前投资

企业债券存在双重征税和企业债券本身税率较高等问题。

5. 机构投资者和券商对我国企业债券市场的交易费用的看法不一致

调查表明，约占有效样本数 55%的机构投资者认为目前我国企业债券的交易费用高²；究其原因，主要是认为佣金较高，其次是认为过户手续费较高；而占有效样本数 52%的券商却认为目前我国企业债券市场的交易费用适中。说明机构投资者和券商从各自利益出发对我国企业债券市场的交易费用的看法并不一致。

6. 发行主体和中介机构对我国企业债券市场的承销费率和托管费率的看法也不一致

调查发现，认为目前我国企业债券发行的承销费率及发行和转让的托管费率较高的发债及拟发债企业分别占样本数的 59%和 65%；而认为目前我国企业债券发行的承销费率及发行和转让的托管费率适中的券商分别占有效样本数的 52%和 60%；显然，发行主体和中介机构从各自利益出发对我国企业债券市场的承销费率和托管费率的看法也不一致。

7. 80%的机构投资者和 78%的券商认为目前最适合我国企业债券交易的场所是证券交易所

调查显示，约占有效样本数 80%的机构投资者和约占有效样本数 78%的券商均认为目前最适合我国企业债券交易的场所是证券交易所；究其原因，如表 7 所示，主要是认为能增加流动性，其次是认为有良好的价格发现机制、有利于真实反映企业债券的市场价值，再次是认为有利于一线监管和信息披露，最后是投资者和券商认为的其他原因。

表 7：机构投资者和券商认为我国目前最适合我国企业债券交易的场所是证券交易所的原因按重要性排序的结果

主要原因 \ 重要性排序	第 1 重要		第 2 重要		第 3 重要		第 4 重要	
	机构投资者	券商	机构投资者	券商	机构投资者	券商	机构投资者	券商
有利于一线监管和信息披露	20	12	14	6	26	15	—	—
能增加流动性	32	18	25	15	7	3	—	—
有良好的价格发现机制,有利于真实反映企业债券的市场价值	14	8	23	13	26	15	—	—
其他	—	—	—	—	—	—	6	2
合计	66	38	62	34	59	33	6	2

² 这是对 2002 年 9 月底之前交易费用的看法。可喜的是，10 月 14 日以来深沪交易所顺应企业债市场发展的要求分别降低了企业债的交易费用。

（二）对企业债券市场发展阶段的判断

1. 市场参与主体各方普遍认为目前我国企业债券市场的发展已滞后于我国经济发展的需要

调查显示，约占样本总数 93%的机构投资者、约占样本总数 94%的券商、约占样本总数 88%的发债及拟发债企业以及约占样本总数 78%的潜在发债主体（上市公司）均认为目前我国企业债券市场的发展已滞后于我国经济发展的需要；由此可见，我国企业债券市场主要参与主体各方普遍认为目前我国企业债券市场的发展已滞后于我国经济发展的需要。

2. 市场参与主体各方多数认为目前大力发展我国企业债券的市场条件已经成熟

调查发现，约占有效样本数 71%的机构投资者、占有效样本数 72%的券商、约占样本数 65%的发债及拟发债企业以及约占有效样本数 51%的潜在发债主体（上市公司）均认为目前大力发展我国企业债券的市场条件已经成熟；可见，市场参与主体各方多数认为目前大力发展我国企业债券的市场条件已经成熟。究其原因，主要认为当前我国机构投资者和大中型企业这两个企业债券市场最重要的主体都对企业债券市场的发展有内在需求。大批大型的、质地优良的企业作为持续发行主体是企业债的供给方，而包括保险机构、社保基金、农信社、券商、信托投资公司、大型企事业单位在内的机构投资者形成了企业债券的稳定需求方。

（三）企业债券市场发展的制约因素与对策

1. 市场参与主体各方多数认为制约我国企业债券市场发展的最主要因素是发行审批制度没有市场化

调查表明，如表 8 所示，市场参与主体各方多数认为制约我国企业债券市场发展的最主要因素是发行审批制度没有市场化。可见，目前我国严格的企业债券发行审批严重制约了供需双方的市场需求。

表 8：市场参与主体各方认为制约我国企业债券市场发展的主要因素按重要性排序的结果

重要性 排序 主要 因素	第 1 重要				第 2 重要				第 3 重要			
	机构投 资者	券 商	发债 企业	上市 公司	机构投 资者	券 商	发债 企业	上市 公司	机构投 资者	券 商	发债 企业	上市 公司
A	21	13	3	78	7	4	2	29	8	4	2	24
B	36	24	10	79	15	8	4	64	5	2	0	23

C	11	4	3	17	23	12	6	31	16	12	3	23
D	3	1	0	12	7	4	2	28	13	9	2	22
E	1	—	0	15	5	2	1	27	7	3	3	33
F	9	5	0	8	19	12	1	30	19	8	6	50
G	3	2	1	18	6	5	0	12	9	6	0	31
H	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
合计	84	49	17	227	82	47	16	221	77	44	16	206

注：表中 A=大多数企业缺乏信用；B=发行审批制度没有市场化；C=利率没有市场化；D=投资者权益得不到有效保护；E=企业财会制度不完善，投资者无从进行价值判断；F=二级市场交易不活跃，缺乏深度、广度及弹性；G=企业对债券融资及其优点缺乏认识，发行债券的积极性不高；H=其他。

2. 市场参与主体各方对大力发展我国企业债券市场应采取的最主要措施的看法不完全一致

调查显示，市场参与主体各方对大力发展我国企业债券市场应采取的最主要措施的看法不完全一致，如表 9 所示。机构投资者（包括潜在投资者）、中介机构（券商）和发债及拟发债主体（大型企业）多数认为大力发展我国企业债券市场应采取的最主要措施是发行审批制度市场化；而潜在发债主体（上市公司）的多数却认为大力发展我国企业债券市场应采取的最主要措施是建立健全企业自身的诚信机制。

表 9：市场参与主体各方认为大力发展我国企业债券市场应采取的主要措施按重要性排序的结果

重要性 排序 主要 因素	第 1 重要				第 2 重要				第 3 重要			
	机构投 资者	券 商	发债 企业	上市 公司	机构投 资者	券 商	发债 企业	上市 公司	机构投 资者	券 商	发债 企业	上市 公司
A	17	13	3	96	6	3	2	21	5	3	2	24
B	32	21	10	73	18	12	3	70	6	2	2	24
C	10	5	1	13	21	9	7	27	18	13	2	26
D	6	4	0	5	16	9	1	14	8	3	2	8
E	8	3	0	8	11	8	1	33	25	15	5	45
F	10	2	0	21	9	6	1	34	12	8	2	34
G	1	1	0	12	3	2	2	24	10	5	2	57
H	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
合计	84	49	14	228	84	49	17	223	84	49	17	218

注：表中 A=建立健全企业自身的诚信机制；B=发行审批制度市场化；C=利率市场化；D=增大发行规模，增加交易品种；E=完善二级市场，以增强流动性；F=建立健全信用评级制度；G=建立健全风险防范机制；H=其他。

说明：本文收录于深圳证券交易所综合研究所发表于《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》的系列专辑“证券市场基础理论与创新问题研究”，是该专辑的第一篇。