



企业发债的资本约束

Capital Constraints on Enterprises Issuing Bonds

沈炳熙

近年来，债券市场违约事件时有发生，连一些大型房地产企业都出现了爆雷，对债券市场的稳定运行带来负面影响。这些曾经名声显赫的大企业陷入债券违约风波，值得反思之处颇多，其中有一点，就是企业发债是否应有资本约束？本文想就此谈一点看法。

发债资本约束与企业债务水平控制

稍有一点经济学知识的人都知道，办企业必须有资本。因为企业不论经营什么，都需要配置固定资产、购买原材料、雇用劳动力，这都需要占用资本。这些资本，一部分来自股东的股本及其权益，一部分来自企业外部的借入。前面的那部分资本，是企业的自有资本，即净资产；后面那部分资本，是借入资本。人们通常把

资本称之为资金，而仅仅把股本及股东权益称之为资本，后面的行文也采用这一习惯用法。

何为企业负债率？

企业负债和总资产之比就是企业的负债率。负债率的计算公式是总债务除以总资产。总债务，包括企业从银行等金融机构借入的资金和发行债券融入的资金。因为总资产的价值等于全部自有资本和全部负债（借入资金）之和，在总资产一定的情况下，自有资本和借入资金此消彼长，所以，负债率反映了企业借入资金和自有资本之间的关系。

负债率的高低，取决于多种因素，一是行业特点。金融业的负债率远远高于工商企业，工商业中商业企业又高于工业企业；二是经济周期。经济高速增长时期企

作者系中国工商银行监事。本文系作者个人观点，与所在机构无关。



业的负债率高于经济衰退时期；三是经济政策。国家的相关规定对企业负债率的高低影响极大，规定得严，负债率就低，反之就高。四是企业战略。企业的发展战略越激进，负债率越高，反之则低。

应当保持合理的负债率

一家企业在日常经营和发展过程中，借入一部分资金是必要的。在日常经营中，企业生产经营各环节对资金的占用是不同的，如果全部都要以自有资本来充当，会影响其经营规模的扩大，也会增加企业的经营成本。在企业长期发展中，借入一部分资金也是十分重要的，这有利于企业尽早进行战略布局。因此，负债率在一定程度上反映了企业负债经营的能力，因为并非每个企业都能从外部借入资金，只有那些信用状况好、偿还能力强的企业，才能得到社会的认可，获得外部的借入资金。但是，这并不意味着负债率越高越好。过高的负债率，会降低企业应对市场变化的能力。例如，当市场变化、企业产品滞销时，企业就可能面临债务违约困境。过高的负债率，也会对企业的长期发展造成不利影响。例如，在建设项目未能按期建成时，偿还债务就可能影响续建资金的筹措。总之，过高的负债率，会危及企业的稳健运营和健康发展。而从社会层面来看，过高的负债率，可能推进企业无序生长，造成产能过剩，加大结构调整难度。过高的负债率，还可能冲击债券市场

乃至整个金融市场的稳定运行。所以，保持企业合理的负债率是十分重要的。

判断企业负债率是否合理，主要看这个负债率是否既能满足企业正常运营和长期发展对资金的需要，又不致带来偿付困难。不同行业的企业，其合理的负债率也会有一些差异。从长期实践经验看，非金融业的工商企业，其合理的负债率在40%左右比较合适。这个比率比欧美等发达国家的水平低一些，这与我国企业的经营管理水平和我国金融市场的发展状况有关。目前，我国上市公司的负债率约为60%，离合理的企业负债率高出一大块。上市公司是我国企业中的佼佼者，它们的负债率尚且如此，其他企业可能还会更高一些。这表明，企业负债率偏高是主要问题，压降负债率是一项重要任务。

发债资本约束旨在控制负债率

企业发行债券是筹措资金的重要方式。尽管发债和向银行借款都是债务型融资，但债券是标准化的金融产品，债券市场是公开化的金融市场，和银行的借贷相比，它直接涉及众多投资者，而非一家或少数几家银行（在银团贷款时），因此，影响的范围和力度较信贷市场更大。正因如此，能够在债券市场上筹资的企业，一般是经营状况和信用状况比较好、经济实力比较强的企业。投资者投资企业所发债券，一般都有信用等级的最低要求，未达到信用等级标准，他们就不予认购。而债



券市场的监管部门为了维护市场的稳定、保护投资的利益，也会对企业发行债券进行必要的审核，要求企业在债券发行和存续期间如实披露信息。

但是，这并不意味着企业债券没有违约风险。即便不考虑企业在发债以后经营不善等原因造成的违约，在其发债时也可能存在着种种风险因素。其中，过高的负债率，就可能降低企业偿付债务的能力，为事后的违约埋下隐患。

为了防止企业过度发债，降低债券的违约风险，采用发债资本约束，是一项有效的措施。所谓发债资本约束，是指企业发行债券时，其规模不得超过其自有资本（净资产）的一定比率。以公式表示，则为：发债规模 $\leq$ 自有资本（净资产） $\times$ X%。采用这一措施，其实质就是要把企业的负债率控制在一定的水平上，从而减轻企业的偿债压力。因为用不超过自有资本的一定比率作为发债的限制线，就把某一时期企业的发债规模从而把长期借入资金数量控制住了，进而也能把负债率控制在一定的水平上。

那么，为什么要用企业自有资本来控制发债规模，而不直接用企业的负债率来控制呢？因为负债率作为控制发债规模所要达到的目标，本身并不适合作为约束发债的指标。因为一旦直接把负债率作为控制发债规模的指标，那负债率就是全社会都须执行的一个标准，企业发债时，监管

部门必须按规定的负债率来确定该企业最大的发债规模。但决定发债企业负债率的总负债和总资产都在不断变化，发债时的负债率和此后的负债率并不相同。例如，发债时企业刚好归还了银行的贷款，负债率下降，达到了发债的负债率要求。发债后重新借入银行贷款，负债率上升，但债券已经发行，起不到约束作用了。而自有资本是相对稳定的，以它制约发债规模，不仅约束力强得多，而且更具操作性。

无资本约束助长企业发债过度

原先我国企业发行债券，对企业资本状况是有要求的。在1987年国务院发布的《企业债券管理暂行条例》中规定，企业发行债券的总额不得大于该企业的自有资产净值。1993年的《公司法》第161条规定，累计债券总面额不超过公司净资产额的百分之四十。这些规定，就是在用资本约束发债规模，它一直沿用了很多年，但是2005年以后，原来的这条规定被淡化，后来就不再实施了。

为什么放弃发债的资本约束？

当时放宽乃至放弃资本对发债的约束，主要有以下几方面原因。

一是为了加速资本市场的发展。2004年后，资本市场的发展进入了快车道，债券市场的发展也被提上议事日程。此前，国债、政策金融债等以国家信用为基础的债券是主要的品种，企业发行的债券数量



极少，企业很少能从债券市场融到资金。为了尽快改变这种状况，金融管理部门放宽了企业发债的条件，其中也包括放宽企业发债的限制和发债规模的控制。先是对私募方式发债的企业，不再强调与企业资本挂钩，后来这一政策又延伸到公募方式发债。

二是出于债券市场产品创新的需要。2005年以后，为了促进企业债券市场的发展，债券市场产品创新出现高潮。在产品创新过程中，对以前的一些限制性条件，采取了能消除尽量消除的态度，尤其是一些私募方式发行的债券和非冠名债券的债务融资工具，基本上做到了能消尽消。同时，当时债券市场产品创新是在政府相关部门领导下进行的，而我国债券市场多部门管理的体制，使得各管理部门在推动债券产品创新的过程中往往各自为战，相关制度不能很好衔接。反映在企业发债的资本约束上，各相关部门虽然在制度上或窗口指导时也要求不得超过自有资本的百分之四十，但往往把发行的债券总额限定在本部门监管的债券上，这样，各类债券的累计总额必然大于企业净资产的百分之四十。由于事实上这种约束已经软弱无力，后来也就逐渐放弃了。

三是考虑到发债企业高负债率已是普遍现象，资本约束有些法不责众。我国企业高负债率的形成有其历史原因和现实基础。国有企业经历了财务体制的重大变

革，当国家逐渐停止向国有企业注入资本金，而企业又不可能全部从股票市场筹措股本时，一些经营和信誉比较好的国有企业更多地会从债券市场筹集资金。一些民营企业虽然经营业绩良好，有的还成为上市公司，但资本实力和发展冲动难以匹配，也有强烈的发债需求。在高负债率已成为普遍现象的情况下，很难全面实行发债的资本约束政策。

四是操作中也确实存在某些困难。这主要是我国发债企业之间差别太大，重资产企业和轻资产企业，政策性强的企业和完全商业性的企业，其资金占用状况很不相同。用一个标准去要求确实有难度，久而久之，索性就不提资本约束的条件了。

总之，发债资本约束当时被放松以至被放弃，有着许多原因，其中有些原因当时具有一定的合理性。但是，此一时，彼一时，事过境迁，原来合理的现在也未必合理了。我国债券市场后来发展的结果也表明，它和推高企业的负债水平，加大债券市场的风险还有着密切关系。特别是在我国经济高速增长结束，又遇到新冠肺炎疫情和地缘政治危机的时候，这个问题的严重性更加明显。

无资本约束发债推高负债水平

在前面分析发债资本约束和控制企业负债率时，已经揭示了两者的内在联系。那么，为什么现在发行债券没有资本约束，必然推高企业的负债水平？这是因



为，第一，我国企业目前已处于高负债水平，在这种情况下，如果不以资本约束发债，则企业为了拓展事业，特别是进行期限较长的投资项目，就一定会加大发债力度来获取长期建设资金。尤其是那些名气比较大的企业，由于其市场认可度高，发债成本相对较低，大量发债就成为首选。第二，银行对于负债水平较高的客户企业，由于知其根底，往往会担心其偿付风险而不敢大量放贷，此时若发债不受资本约束，企业一定会走发债之路。第三，企业在债券市场上发债如同上市一样，能提升企业在资本市场上的形象，因此，只要发债不受资本约束，企业一定会尽其所能，利用各债券市场尚未完全联通、信息不能充分共享的问题，在各个市场多发债券，获取更多资金，甚至还可能用发债资金归还成本更高的银行贷款，或者将在这一市场发债所获资金去归还另一市场债券的本息。不论哪种情况，都会推高企业的负债水平。

无资本约束发债极可能引发违约风险

无资本约束发债进一步推高企业负债率的背后，隐藏着很大的违约风险。2016年以前，我国债券市场违约事件还很少，此后由于国内经济和国际政治形势发生较大变化，我国企业债券违约事件逐年增多，甚至成为常态。2021年一些房地产大企业的爆雷，已引起债券市场很大的震动。这些企业负债率很高，

偿债能力低下，它们有的是在玩七个锅盖八口锅，发新债还旧债的游戏，有的则是抱着“大而不倒”的想法，等待国家的救助。这些行为，积累着债市风险，产生了恶劣的影响。

在放弃企业发债的资本约束后，一些投资机构在困惑之余，也采取了一些补救措施，包括考察发债企业负债水平、自有资本与负债规模的比率，以避免投资风险。但这种审慎研判，并非每个投资者都能做到，许多想做而无力做的投资者，希望把投资者的自发控制和监管部门的依法控制结合起来，以增强我国债券市场运行的稳定性。

重建企业发债资本约束机制

实践证明，失去资本约束的无限量发债，会带来诸多问题，容易发生违约事件，造成债券市场动荡，必须引起高度重视。当前，我们应当重新建立发债的资本约束机制。

重建发债资本约束机制并非简单回归过去

重建发债的资本约束机制，可以参考以前实行过的一些制度，但不是简单地回到过去，而是要从现在的实际情况出发，考虑与企业自有资本、借入资金结构、总资产结构有关的各种因素，科学合理地规定发债规模与自有资本之间的比例关系。

通常，我们可规定发债规模不得超



过自有资本的一定比例，例如，百分之五十或百分之六十。但是，这在不考虑企业其他借入资金的情况下才有意义，如果企业还有其他借入资金，例如还存在着大量的银行贷款未归还，即使发债规模限定在自有资本的一定比例之内，企业的负债率还会提高。当然，把全部企业的借入资金都计入自有资本的约束范围之内，也不尽合理，因为有些借入资金的周转时间很短，随着应收账款等现金流的进入，这些资金会很快归还银行等金融机构。即便是发行的债务融资工具中，既有中长期的债券（包括企业债券、公司债券和中期票据），也有短期的债券，如短期融资券。因此，对于受自有资本约束发行规模的债券，也需要进行科学分解。必须受自有资本约束的债务应当是中长期（存续期限一年及以上）债券，以及一年及以上的贷款等其他借入资金。

基于上述考虑，发债的资本约束的公式应调整为：

债券发行规模 ≤ 自有资本总额 × X% - 其他中长期借入资金

式中，债券为一年期以上的债券；其他中长期借入资金为一年期以上的银行贷款等。

合理确定资本约束系数

如上所述，资本约束发债规模，是通过规定发债规模与企业自有资本的比率来实现的，此比率可称为资本约束系数。资

本约束系数是否合理，对债券规模管理的成败至关重要。资本约束系数太大，形同虚设，资本起不到约束发债规模的作用；资本约束系数太小，则会阻碍企业利用债券市场融资。所以，资本约束系数必须科学合理。

资本约束系数可以通过设定负债率后计算出来，因此，重要的是负债率的设定。在前面分析负债率时已指出四个主要的影响因素，在设定负债率时，哪些应当考虑，哪些无须考虑呢？就原则而言，首先，企业外部因素、行业性因素需要考虑，而企业内部因素则无须考虑。因为设定的负债率以社会为出发点，而不是某个或某些特定的企业。其次，长期性因素应当考虑，短期性因素则无须考虑。因为资本约束系数应当稳定，一旦规定，就将在较长一个时期内起作用。基于以上原则，行业性特点在设定负债率时应充分考虑，其他的因素则可较少考虑甚至不予考虑。

由于行业门类繁多，在设定负债率时，是否要为不同的行业设定不同的负债率？当然不是。可以先算出现阶段不同行业合理的负债率，然后取中间值作为设定的负债率。所以在实际执行时，可对不同行业设定一个调整系数，在不超过最大值的前提下，对不同行业的资本约束系数进行一定幅度的调整。即：

债券发行规模 ≤ (自有资本总额 × X%) × 调整系数 - 其他中长期借入资金



统一全面实行发债资本约束机制

我国债券市场由于实行多部门监管的体制，企业发债受不同监管部门管理，而不同监管部门管理的是不同的债券品种，这些债券品种受不同的部门规章规范。这就使性质相同的企业债券因品种不同而在发债条件上有所差别。在这种情况下重建发债资本约束机制，必须坚持统一全面的原则。

第一，这一机制要在所有债券市场同时实行。不管企业债券是在哪里发行，其发行规模都要受到资本约束。

第二，这一机制要在所有中长期债券品种中实行。企业债券、公司债券、中期票据，都是中长期债券，其发行规模都应当受到资本约束。

第三，这一机制的实行不受发行方式的影响。不论是公开发行，还是私募方式发行，都没有改变其债务融资的性质，因此，都必须受资本约束，不能仅限于公开发行的债券。

第四，发债资本约束所涉及的数据，都应作为信息披露的内容。^[N]

学术编辑：卢超群

