

浅析马来西亚公司债券市场

张 秋

(厦门大学东南亚研究中心)

【内容摘要】东南亚金融危机后,许多亚洲新兴市场国家积极推动本国公司债券市场的发展。本文首先探讨了金融危机前后,亚洲新兴市场国家企业对融资方式选择及这些国家发展公司债券市场的定位。在此基础上,对马来西亚本土公司债券市场展开研究,回顾了其发展概况,并指出存在问题及出路。

【关键词】融资方式 马来西亚 本土 公司债券

【中图分类号】F831.533.8 【文献标识码】A 【文章编号】1000-6052(2002)05-0025-03

亚洲金融危机以来,越来越多亚洲新兴市场国家关注本国债券市场的建设,希望借此充分吸纳、利用本国资金,同时也为政府财政及企业财务风险管理提供更广泛的金融工具。在亚洲新兴市场国家中,马来西亚公司债券市场(包括政府债券市场和企业债券市场)较为发达。本文拟对马来西亚本土公司债券市场作初步研究。

一、亚洲新兴市场国家公司债券市场定位

现代企业资本成本和资本结构理论表明,企业对外融资渠道主要有3方面:银行信贷、股市融资、债券市场融资。企业要合理安排3种资金构成、比例关系及期限结构,力争达到资本成本最低化。鉴于此,现代市场经济国家一般都建立起了本国银行体系、股票市场和债券市场。

就亚洲新兴市场国家而言,这些国家的银行体系和股票市场一般都比债券市场发达,而这些国家的本国货币债券市场发展则更显滞后。亚洲国家宏观金融结构上的不平衡发展,在微观上表现为亚洲国家企业内部资本结构的缺陷。亚洲金融危机之前,亚洲国家企业发展所需资金大部分来自银行贷款;此外,众多企业青睐外币债券融资方式,以期利用短期外国资本。当时,亚洲新兴市场国家普遍实行盯住美元的汇率制度,而国内经济发展态势也比较好,企业内部资本结构上的这种缺陷不会给企业带来太大的问题。不过,亚洲金融危机爆发后,各国盯住美元的汇率制度相

继崩溃,货币竞相贬值。在这种情况下,亚洲企业内部资本结构显得极其脆弱,企业面临利率风险、汇率风险和外币债务偿付风险。

从亚洲新兴市场国家经济发展的现状和趋势来看,银行融资已经越来越满足不了企业对资金的需求。在亚洲许多国家,银行为改善其财务状况已经很少愿意贷款给长期大型的项目。而诸如《巴塞尔协议》等国际性的银行业监管准则也限制了银行的信用扩张。发行股票由于费用较高及其稀释企业股权的作用,被一些企业所排斥。

在这种背景下,亚洲国家本土公司债券市场的建设被提上了重要的议事日程。本土公司债券市场除了可以充分吸纳、利用本国资金外,由于其不涉及到汇率问题,可以在一定程度上阻断金融危机对本国的传染。本土公司债券市场建设的基础设施包括以下内容:市场经济发育程度、现有金融体系结构、企业及债券信用评级、基准利率问题;此外,还有与公司债券市场发展相配套的金融、财政税收政策问题。就公司债券市场建设本身而言,主要包括债券市场流动性及监管问题。前者涉及到一级和二级市场建设、债券发行者、投资者及中介人问题。在新兴市场国家这些问题的解决不可能一蹴而就。

二、马来西亚本土公司债券发展概况

20世纪90年代初以来,马来西亚公司债券市场迅速发

展主要得益于以下两点宏观背景：首先是有利的宏观经济环境。马来西亚政府从20世纪80年代开始推进经济部门私有化改革，并制定了一系列政策确保大部分经济建设项目由私人部门运作。诸如机场、高速公路等大型基础设施建设项目对资金需求非常庞大。根据马来西亚经济发展第七个计划(1996年-2000年)，长期资金需求约为1400亿美元。尽管相当一部分资金由银行贷款解决，但企业债券市场的筹资功能也越来越突出。1989年马来西亚未到期公司债券市场规模约为15亿林吉特，1997年则达到了470亿林吉特。之后，由于亚洲金融危机的影响，公司债券市场的这种增长趋势有所回落，不过近两年又显现出强劲的增长势头。其次是金融市场自由化改革促进了马来西亚金融市场资金来源的多元化，此外马来西亚一直维持较高的储蓄率，这就为马来西亚公司债券市场的发展注入了强有力的推进剂。

金融危机爆发后，马来西亚众多企业青睐外币公司债券融资方式，但许多企业在发行外币债券时并没有盯住汇率水平。金融危机爆发后马来西亚本国货币大幅度贬值，导致发行外币债券的公司必须偿还比预期高得多的外币债务。加上经济萧条，许多企业身陷债务泥潭，甚至破产。金融危机中暴露的问题，使得马来西亚政府进一步重视本国公司债券市场的发展。

一直以来，马来西亚政府就把发展公司债券市场作为促进本国资本市场发展的一项战略来抓，出台了许多配套措施，促进企业债券市场的发展。

1、在推进债券市场基准利率培育方面，马来西亚政府做了大量努力。从国际经验来看，有效的基准利率收益曲线需要一个较为成熟的基准利率债券市场来培育。该基准利率债券必须无违约风险、发行规模大、发行次数频繁，并有合理的利率期限结构。利率市场化国家一般都有一个规模较大、发展较成熟的政府债券市场，而政府债券由于符合以上关于基准利率债券标准，其发行利率往往被选为基准利率。在马来西亚，由于政府一直以来致力于减少政府赤字、政府债券的发行量大大减少。为了保证有效基准利率曲线的存在，马来西亚从1997年开始发行国库债券。国库债券的发行主体是马来西亚国库控股公司(Khazanah)，该公司是马来西亚国有的投资控股公司。国

库债券的众多品种正是为了取代政府债券的基准利率债券功能而设计的。

2、在企业债券信用评级体系建设上，马来西亚和其他新兴市场国家一样面临不少困难。由于新设立信用评估机构盈利较难，这就需要政府通过颁布法令的方式强制性建立国家市场信用评级体系。1990年，马来西亚成立大马信用评级机构(RAM)，专门从事公司债券信用评级服务。1995年又成立了马来西亚信用评级公司。在制度建设方面为了确保所发行债券的质量，1991-1992年期间，马来西亚政府出台了一项规定，明确发行上市的公司债券必须是投资级的；此外，由银行做担保人的债券必须反映该银行的信用等级。在马来西亚公司债券市场发展初期，这些措施极大推动了债券信用评级及整个市场信用文化的建设。不过，过于严厉的规定，在今天看来，又在一定程度上限制了公司债券发行的多样性和市场规模。

3、马来西亚政府还出台相应的财政税收政策来刺激公司债券市场的发展。众所周知，税收是影响债券市场发展的潜在因素。税收通过改变不同经济部门的相对成本引导资金的流向。与公司债券市场发展相关的税收政策主要体现在债券发行税、交易税和收益税。马来西亚政府债券的发行是免税的，但公司债券却不能享受这项优惠。1988年，马来西亚政府实施了私人债券准则，鼓励政策包括上市流通的公司债券发行与转让免印花税和个人投资债券所得利息收入免税。1993年，大马信用评级机构列出了一个非上市流通公司债券清单，清单上所列公司债券同样享受上述税收政策优惠。一些单位信托基金和封闭式基金投资公司债券所得收益也享受一定的税收优惠。

4、促进公司债券市场的流动性。马来西亚政府除了努力改善、优化债券的发行和交易系统外，还针对债券发行者、投资者和中介人的规模、结构和能力出台相应的政策措施，主要是拓宽债券发行者基础，允许不同信用等级的债券发行上市。此外，马来西亚政府于1986年成立了马来西亚国家抵押公司(Cagamas Berhad)，其设立初衷是为了促进住房抵押贷款二级市场的发展。该公司通过发行债券筹集资金。由于该债券发行量巨大，在一定程度上扩大了企业债券市场的规模。2001年3月，马来西亚政府

宣布放宽发行债券的评估规定,使信用等级较低的公司也能发行债券,接着在4月又宣布放宽发行债券条例,规定国内公司若欲通过发行债券筹资供国内发展,不再需事先获得央行批准;落实公司债券搁置注册措施(即企业可向证券委员会申请高债券发行数额并分批发行),在公司债券投资者方面,马来西亚政府极力推动债券投资主体的多元化,并放宽一些投资限制,如允许单位信托基金投资BBB级的公司债券。另外,保险公司可以投资无担保的A级公司债券。马来西亚的雇员公积金局、退休基金与债券投资基金也是公司债券市场积极稳定的投资主体。以上这些措施从不同方面推动了公司债券市场的发展。

5、加强对公司债券市场的监管。在马来西亚公司债券市场发展的初始阶段,中央银行为公司债券的发行和交易制定指导准则,还有公司债券方案评估标准。这些准则或标准保证了公司债券市场发展初期的透明度和稳定性。

2001年,马来西亚政府公布了“资本市场大蓝图”,确定了未来10年马来西亚资本市场的发展战略和方向,构筑国家债券市场是“资本市场大蓝图”的重点之一。马来西亚政府希望全力拓展债券市场使其成为除银行外的另一个重要筹资渠道。在这个为期10年的资本市场大蓝图下,马来西亚将建立一个债券市场的金融担保承保制度,同时开放债券市场,鼓励外资参与。

三、现存问题及出路

在政府的大力推动下,马来西亚企业发行债券筹资的意愿日益提高,公司债券市场的成长空间巨大。但是公司债券市场的发展是以整个国家健全的金融体系做后盾的。不顾其他金融部门的发育程度和风险管理水平,单方面加快公司债券市场的发展进程将是欲速不达。马来西亚的整体金融制度在亚洲金融危机中暴露了其脆弱的一面。一个健康的公司债券市场要求成熟、稳定、良性发展的银行体系和股票市场。目前马来西亚本土公司债券市场中仍存在不少的问题,下文将作简要探讨。

1、监管框架问题。目前,在马来西亚发行上市的公司债券要面对好几个监管主体。其中,中央银行从私人债券准则和货币政策角度考虑企业债券发行方案;证券委员

会参与上市债券的发行评估。证券交易所、大马信用评级机构及公司注册登记机构也有其各自的监管功能。这些监管机构各自独立,职能重复,给发行者带来了许多不便,使公司债券的发行期延长。一般来说,从发行者提出债券发行申请到成功发行上市,前后要4-6个月时间,而银行贷款却只要两周左右。亚洲金融危机以后,马来西亚成立了国家债券市场委员会,为债券市场发展提供政策指导并优化管理机构。国家债券委员会成员包括:财政部、中央银行、证券委员会、公司注册登记机构及吉隆坡证券交易所等。国家债券市场委员会拟将证券委员会作为唯一对企业的债券市场拥有监管权力的机构。

2、二级市场建设问题。马来西亚公司债券二级市场可以划分为场内交易市场和场外交易市场,其中场内交易市场由证券委员会负责监管,场外交易市场由中央银行负责监管。场外市场的作市商仅限于受银行法管辖或央行特批的一些金融机构,证券交易所并不能参与场外市场交易。此外,马来西亚还对债券市场的参与者(这里主要指投资者和中介人)的经营规模与投资方向实行一定的限制。另外,马来西亚不存在公司债券的回购协议、期货和期权市场,金融市场缺少足够的操作工具。多种因素作用下的结果是马来西亚公司债券二级市场的流动性较差。要改变这种局面,马来西亚政府必须对公司债券市场的一些法规作出修改,放松对债券市场投资者规模、投资方向、资产流动性等方面的限制。

除了以上提到的两点,马来西亚公司债券市场还面临外资参与度不高等问题。不过,在“资本市场大蓝图”指导下,通过政府企业界及金融界的努力,马来西亚有望成为亚太地区主要的债券市场之一。

(责任编辑 娟子)

参考文献:

- [1][美]罗伯特·齐普夫著 褚福灵、雷银译《债券市场运作》,清华大学出版社,西蒙与舒斯特国际出版公司1998年版。
- [2]路透编《债券市场导论》,北京大学出版社2001年版。
- [3]靳玉英“泰国、韩国、马来西亚、印度尼西亚四国现行汇率制度分析”,《国际金融研究》2001/9 P33-36。