

ZHONGGUO ZHENGQUAN BAIKE QUANSHU

# 中国证券百科全书

第一卷 债券投资卷

法律·经济大全  
青苹果电子图书系列

# 全国Mini-MBA职业经理双证班



精品课程 权威双证 全国招生 请速充电

十五年品牌教育机构 教委批准正规办学单位 (教证: 0000154160 号)

美华管理人才学校携手中国经济管理大学面向全国举办迷你 MBA 职业经理双证书班, 毕业颁发双证书。

## 招生专业及其颁发证书

认证项目	颁发双证	学 费
全国《职业经理》MBA 高等教育双证书班	高级职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《人力资源总监》MBA 双证书班	高级人力资源总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《生产经理》MBA 高等教育双证班	高级生产管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《品质经理》MBA 高等教育双证班	高级品质管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销经理》MBA 高等教育双证班	高级营销经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《物流经理》MBA 高等教育双证班	高级物流管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《项目经理》MBA 高等教育双证班	高级项目管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《市场总监》MBA 高等教育双证书班	高级市场总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《酒店经理》MBA 高等教育双证班	高级酒店管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《企业培训师》MBA 高等教育双证班	企业培训师高级资格认证毕业证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《财务总监》MBA 高等教育双证班	高级财务总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销策划师》MBA 双证书班	高级营销策划师高级资格认证证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《企业总经理》MBA 高等教育双证班	全国企业总经理高级资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《行政总监》MBA 高等教育双证班	高级行政总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《采购经理》MBA 高等教育双证班	高级采购管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《医院管理》MBA 高等教育双证班	高级医院管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《IE 工业工程管理》MBA 双证班	高级 IE 工业工程师职业资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《企业管理咨询师》MBA 双证班	高级企业管理咨询师资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《工厂管理》MBA 高等教育双证班	高级工厂管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元



### 【授课方式】 全国招生、函授学习、权威双证

我校采用国际通用3结合的先进教育方式授课：远程函授+视频光盘+网络学院在线辅导（集中面授）



### 【颁发证书】 学员毕业后可以获取权威双证书与全套学员学籍档案

- 1、毕业后可以获取相应专业钢印《高级职业经理资格证书》；
- 2、毕业后可以获取2年制的《MBA研究生课程高等教育研修结业证书》；



### 【证书说明】

- 1、证书加盖中国经济管理大学钢印和公章（学校官方网站电子注册查询、随证书带整套学籍档案）；
- 2、毕业获取的证书与面授学员完全一致，无“函授”字样，与面授学员享有同等待遇，证书是学员求职、提干、晋级的有效证明。



### 【学习期限】 3个月（允许有工作经验学员提前毕业，毕业获取证书后学校仍持续辅导2年）



### 【收费标准】 全部费用1280元（含教材光盘、认证辅导、注册证书、学籍注册等全部费用）

函授学习为你节省了大量的宝贵的学习时间以及昂贵的MBA导师的面授费用，是经理人首选的学习方式。



### 【招生对象】

- 1、对管理知识感兴趣，具有简单电脑操作能力（有2年以上相应工作经验者可以申请提前毕业）。
- 2、年龄在20—55岁之间的各界管理知识需求者均可报名学习。



### 【教程特点】

- 1、完全实战教材，注重企业实战管理方法与中国管理背景完美融合，关注学员实际执行能力的培养；
- 2、对学员采用1对1顾问式教学指导，确保学员顺利完成学业、胸有成竹的走向领导岗位；
- 3、互动学习：专家、顾问24小时接受在线教学辅导+每年度集中面授辅导



### 【考试说明】

1. 卷面考核：毕业试卷是一套完整的情景模拟试卷（与工作相关联的基础问卷）
2. 论文考核：毕业需要提交2000字的论文（学员不需要参加毕业论文答辩但论文中必修体现出5点独特的企业管理心得）
3. 综合心理测评等问卷。



### 【颁证单位】

中国经济管理大学经中华人民共和国香港特别行政区批准注册成立。目前中国经济管理大学课程涉及国际学位教育、国际职业教育等。学院教学方式灵活多样，注重人才的实际技能的培养，向学员传授先进的管理思想和实际工作技能，学院会永远遵循“科技兴国、严谨办学”的原则不断的向社会提供优秀的管理人才。



### 【主办单位】

美华管理人才学校是中国最早由教委批准成立的“工商管理MBA实战教育机构”之一，由资深MBA教育培训专家、教育协会常务理事徐传有教授担任学校理事长。迄今为止，已为社会培养各类“能力型”管理人才近10万余人，并为多家企业提供了整合策划和企业内训，连续13年被教委评选为《优秀成人教育学校》《甲级先进办学单位》。办学多年来，美华人独特的教学方法，先进的教学理念赢得了社会各界的高度赞誉和认可。



【咨询电话】13684609885 0451--88342620

【咨询教师】王海涛 郑毅

【学校网站】<http://www.mh.jy.net>

【咨询邮箱】[xchy007@163.com](mailto:xchy007@163.com)



## 【报名须知】

- 1、报名登记表格下载后详细填写并发送邮件至 [xchy007@163.com](mailto:xchy007@163.com) (入学时不需要提交相片，毕业提交试卷同时邮寄4张2寸相片和一张身份证复印件即可)
- 2、交费后请及时电话通知招生办确认，以便于收费当日学校为你办理教材邮寄等入学手续。



## 【证书样本】(全国招生 函授学习 权威双证 请速充电)

(高级职业经理资格证书样本)

(两年制研究生课程高等教育结业证书样本)



## 【学费缴纳方式】(请携带本人身份证到银行办理交费手续，部分银行需要查验办理者身份证)

方式一	学校地址	<p>邮寄地址：哈尔滨市道外区南马路 120 号职工大学 109 室</p> <p>邮政编码：150020      收件人：王海涛</p>
方式二	学校帐号 (企业账户)	<p>学校帐号：184080723702015    账号户名：哈尔滨市道外区美华管理人才学校</p> <p>开户银行：哈尔滨银行中大支行    支付系统行号：313261018034</p>
方式三	交通银行 (太平洋卡)	<p>帐号：40551220360141505      户名：王海涛</p> <p>开户行：交通银行哈尔滨分行信用卡中心</p>
方式四	邮政储蓄 (存折)	<p>帐号：602610301201201234      户名：王海涛</p> <p>开户行：哈尔滨道外储蓄中心</p>
方式五	中国工商银行 (存折)	<p>帐号：3500016701101298023    户名：王海涛</p> <p>开户行：哈尔滨市道外区靖宇支行</p>
方式六	建设银行帐户 (存折)	<p>中国人民建设银行帐户(存折)： 1141449980130106399</p> <p>用户名：王海涛</p>
方式七	农业银行帐户 (卡号)	<p>农业银行帐户(卡号)： 6228480170232416918 用户名：王海涛</p> <p>农行卡开户银行：中国农业银行黑龙江分行营业部道外支行景阳支行</p>
方式八	招商银行 (卡号)	<p>招商银行帐户(卡号)： 6225884517313071    用户名：王海涛</p> <p>招商银行卡开户银行：招商银行哈尔滨分行马迭尔支行</p>

可以选择任意一种方式缴纳学费，收到学费当天，学校就会用邮政特快的方式为你邮寄教材、考试问卷以及收费票据。

---

# 中国证券百科全书

## 第一卷 债券投资卷

# 目 录

## 第一篇 债券基础知识

第一章 债券概述 .....	(3)
第一节 债券的概念、性质和特征 .....	(3)
一、债券的概念 .....	(3)
二、债券的性质和特征 .....	(4)
第二节 债券与相关概念的比较 .....	(6)
一、债券与股票的联系与区别 .....	(6)
二、债券与银行存款、储蓄的联系与区别 .....	(7)
三、债券与日常资金借贷的联系与区别 .....	(7)
第三节 债券的分类 .....	(7)
一、按发行主体分类 .....	(8)
二、按期限长短分类 .....	(8)
三、按发行的区域分类 .....	(9)
四、按利息的支付方式分类 .....	(9)
五、按发行方式分类 .....	(9)
六、按有无抵押担保分类 .....	(10)
七、按债券是否记名分类 .....	(10)
八、按债券发行时间先后分类 .....	(11)
第四节 债券的历史发展 .....	(11)
第五节 债券制度的作用 .....	(12)
第六节 与债券相关的基本概念 .....	(13)
一、证券 .....	(13)
二、商品证券 .....	(15)

三、货币证券	(15)
四、资本证券	(15)
五、可转换证券	(16)
六、不可转换证券	(17)
七、上市证券	(17)
八、非上市证券	(17)
九、证券期限	(18)
十、证券级别	(18)
十一、固定收益证券	(19)
十二、浮动收益证券	(19)
十三、记名债券	(20)
十四、无记名债券	(20)
十五、国家债券	(20)
十六、凭证式国债	(21)
十七、实物国债	(21)
十八、记账式国债	(21)
十九、贴现国债	(22)
二十、付息国债	(22)
二十一、政府债券	(22)
二十二、企业债券	(23)
二十三、公司债券	(24)
二十四、金融债券	(26)
二十五、贴现债券	(27)
二十六、固定利率债券	(27)
二十七、浮动利率债券	(27)
二十八、金边债券	(28)
二十九、垃圾债券	(28)
三十、本币债券	(29)
三十一、外币债券	(29)
三十二、国际债券	(29)
三十三、欧洲债券	(30)
三十四、扬基债券	(31)
三十五、武士债券	(32)
三十六、龙债券	(32)

## 第二章 债券的法律关系 (33)

第一节 由债券产生的权利义务关系	(33)
一、支付债券本金和利息	(33)

二、提前偿还.....	(34)
三、保障债权人权益条款.....	(35)
四、违约、拖欠 .....	(37)
第二节 债券受托人 .....	(38)
一、债券受托人的权力和作用.....	(38)
二、受托人的法律地位.....	(39)
三、债券持有人对受托人权力的控制.....	(40)
四、受托人的法律责任.....	(42)
五、受托人为债券持有人和发行人提供的有利条件.....	(44)
第三节 债券支付代理人 .....	(45)
一、债券支付代理人的作用.....	(45)
二、支付代理人与债券持有人的法律关系.....	(47)

## 第二篇 债券的发行

第一章 债券发行市场 .....	(51)
第一节 发行债券的目的 .....	(51)
一、政府发行债券的目的.....	(51)
二、企业发行债券的目的.....	(52)
三、金融机构发行债券的目的.....	(53)
第二节 债券发行市场的构成 .....	(54)
一、债券发行市场的参加者.....	(54)
二、债券工具.....	(59)
三、债券发行市场的组织方式.....	(63)
第三节 债券发行的条件 .....	(63)
一、发行金额.....	(63)
二、期限.....	(64)
三、偿还方式.....	(64)
四、票面利率.....	(65)
五、付息方式.....	(66)
六、发行价格.....	(66)
七、收益率.....	(67)
八、债券的税收效应.....	(68)



九、发行费用.....	(68)
十、有无担保.....	(68)

## 第二章 债券发行方式 ..... (69)

第一节 债券发行方式 .....	(69)
一、根据发行对象的范围划分.....	(69)
二、按照是否有证券发行中介机构的参与划分.....	(72)
三、根据发行条件及其投资者的决定方式划分.....	(73)
第二节 债券发行程序 .....	(76)
一、公司债券的发行程序.....	(76)
二、政府债券的发行程序.....	(78)
第三节 债券发行成本 .....	(80)
一、发行价格与票面面额.....	(81)
二、债券印制费.....	(81)
三、承购包销及代理手续费.....	(81)
四、广告宣传费.....	(81)
五、律师费.....	(82)
六、担保费用.....	(82)
七、资信评级费用.....	(82)
八、其他有关费用.....	(82)

## 第三章 债券评级与审核 ..... (83)

第一节 债券的信用评级 .....	(83)
一、债券信用评级概述.....	(83)
二、债券的评级方法.....	(84)
三、各主要西方国家的评级制度.....	(87)
第二节 债券发行的审核制度 .....	(90)
一、注册制与核准制.....	(90)
二、中国的债券发行管理制度.....	(91)

## 第三篇 债券交易

第一章 债券交易市场 .....	(95)
第一节 债券交易市场的概念 .....	(95)
一、债券交易市场 .....	(95)
二、债券交易市场与发行市场的关系 .....	(95)
第二节 债券交易市场的功能 .....	(96)
一、促进短期闲散资金转化成长期建设资金 .....	(96)
二、维持债券的合理价格 .....	(96)
三、调节资金供求,引导资金流向,保证社会资金的最佳使用 .....	(96)
四、为国家从宏观上了解国民经济状况提供依据 .....	(96)
第三节 债券交易市场类型 .....	(96)
一、证券交易所 .....	(97)
二、场外交易市场 .....	(97)
三、第三市场 .....	(98)
四、第四市场 .....	(99)
第四节 债券交易市场的中介机构 .....	(100)
一、证券商 .....	(100)
二、证券经纪商 .....	(102)
三、投资银行 .....	(103)
四、证券公司 .....	(104)
第二章 债券上市 .....	(107)
第一节 债券上市与上市债券 .....	(107)
一、债券上市制度 .....	(107)
二、债券上市作用 .....	(109)
三、上市债券与非上市债券 .....	(109)
第二节 上市债券的标准 .....	(110)
一、公司债 .....	(111)
二、公司债以外的债券 .....	(111)
第三节 停止债券上市 .....	(111)
一、违犯有关法律的公司的债券 .....	(111)

二、因经营状况不佳的公司的债券 .....	(112)
三、其他情况 .....	(112)
第四节 债券上市的程序 .....	(112)
<b>第三章 债券交易程序 .....</b>	<b>(114)</b>
第一节 联系证券经纪人 .....	(114)
一、注意证券经纪人的信誉 .....	(114)
二、应选择对投资项目熟悉的经纪人 .....	(114)
第二节 开立账户 .....	(115)
一、含义及作用 .....	(115)
二、开户需要填写的内容 .....	(115)
三、账户的种类 .....	(115)
四、账户的处理 .....	(116)
第三节 委托买卖 .....	(117)
一、委托买卖业务 .....	(117)
二、经纪人的权利、义务及指令 .....	(119)
第四节 交易过程 .....	(120)
第五节 交割和过户 .....	(122)
一、交割 .....	(122)
二、过户 .....	(122)
第六节 柜台市场的债券交易程序 .....	(123)
一、柜台交易的特点 .....	(123)
二、柜台交易业务 .....	(124)

---



---

## 第四篇 债券的偿还

---



---

<b>第一章 债券的偿还期限 .....</b>	<b>(127)</b>
第一节 长短期债券的分类 .....	(127)
一、分类 .....	(127)
二、短期债券 .....	(127)
三、中长期债券 .....	(128)

第二节 设置偿还期限的参考因素.....	(128)
一、资金的使用和偿还计划 .....	(128)
二、筹资成本 .....	(129)
三、交易市场是否发达 .....	(129)

第二章 债券的偿还方式 .....	(130)
-------------------	-------

第一节 债券利息的支付.....	(130)
第二节 债券本金的偿还.....	(130)
一、满期偿还 .....	(131)
二、期中偿还 .....	(131)
三、延期偿还 .....	(132)

## 第五篇 国 债

第一章 国债基础知识 .....	(135)
------------------	-------

第一节 金边债券.....	(135)
第二节 国家债券的特点.....	(136)
一、国家债券风险最小 .....	(136)
二、国家债券流动性最高 .....	(137)
三、国家债券收益最为稳定 .....	(137)
第三节 中国的国债——“超金边债券”.....	(138)
一、中国的国债已成为一种重要的投资对象 .....	(138)
二、国债投资与储蓄、股票投资的比较.....	(138)
三、中国的国债——超金边债券 .....	(140)

第二章 国债的种类.....	(141)
----------------	-------

第一节 国债的分类方法.....	(141)
一、按偿还期限划分,分为短期国债、中期国债和长期国债 .....	(141)
二、按流通与否可分为可转让国债和不可转让国债 .....	(142)
三、按举债方法可分为强制国债、爱国国债和自由国债.....	(142)
四、按发行区域可分为国内国债和外国国债 .....	(143)

五、国债的其他分类方法 .....	(143)
第二节 国债的主要形式——可转让国债 .....	(144)
一、国库券 .....	(144)
二、中、长期债券 .....	(146)
三、预付税款券 .....	(147)
第三节 不可转让国债——国债的补充形式 .....	(150)
一、对居民个人发行的储蓄债券 .....	(151)
二、对特定金融机构发行的专用债券 .....	(153)
第四节 种类多样化——当今世界各国国债的突出特点 .....	(155)

### 第三章 国债的发行条件 .....

(157)

第一节 面值的确定 .....	(157)
第二节 国债发行规模 .....	(158)
一、政府对国债收入的需要量 .....	(158)
二、政府的偿债能力 .....	(158)
三、社会的应债能力 .....	(159)
第三节 利率的确定 .....	(160)
一、金融市场利率水平 .....	(160)
二、国家的信用状况 .....	(160)
三、社会资金供应量 .....	(160)
四、国债的付息方式 .....	(161)
五、国债的期限与偿还方式 .....	(161)
第四节 发行价格 .....	(162)
一、平价发行 .....	(162)
二、折价发行 .....	(162)
三、溢价发行 .....	(163)
第五节 国债偿还期限 .....	(164)
一、政府筹资用资需要 .....	(164)
二、对未来市场利率的预期 .....	(164)
三、流通市场的发达程度 .....	(164)
四、市场对国债投资的需求 .....	(164)
第六节 国债的付息方式 .....	(165)
第七节 国债本金的兑付 .....	(165)
期满一次兑付 .....	(166)
期满分次兑付 .....	(166)
三、期满转换法 .....	(166)
期中发行体选择法 .....	(166)
期中投资者选择法 .....	(167)

第四章 国债的发行方式 .....	(168)
第一节 国债发行方式的分类 .....	(168)
一、强制发行和公开发行 .....	(168)
二、直接发行和间接发行 .....	(169)
三、招标发行和非招标发行 .....	(170)
第二节 世界各国主要的国债发行方式 .....	(171)
一、公募招标方式 .....	(171)
二、承购包销方式 .....	(172)
三、向个人直接发售 .....	(172)
四、“随买”形式 .....	(172)
第三节 我国国债发行方式的演变 .....	(173)
一、行政摊派为主 .....	(173)
二、行政摊派与市场发行相结合 .....	(174)
三、逐步走向市场化 .....	(174)
第四节 以公募招标方式为主;改革的方向所在 .....	(174)
第五章 国债的交易 .....	(177)
第一节 交易方式 .....	(177)
一、国债的现货交易 .....	(177)
二、国债的期货交易 .....	(179)
三、国债的回购交易 .....	(181)
四、国债的期权交易 .....	(182)
第二节 交易价格 .....	(183)
一、国债理论价格的确定 .....	(183)
二、不同交易方式下的国债实际价格 .....	(185)
三、影响国债交易价格的因素 .....	(185)
第三节 交易程序 .....	(187)
一、场内国债交易的程序 .....	(187)
二、场外国债交易的程序 .....	(191)
三、国债交易管理的典型案例:大和银行事件 .....	(192)
第六章 国债投资的成本与收益 .....	(196)
第一节 国债投资的成本 .....	(196)
一、国债投资的成本 .....	(196)
二、影响国债投资成本的直接因素 .....	(196)

第二节 国债投资成本的计算方法	(197)
一、发行市场上的国债投资成本的计算	(197)
二、二级市场上的国债投资成本	(198)
第三节 国债投资成本与国债融资成本之间的经济关系	(198)
第四节 国债投资的收益	(199)
一、国债投资的收益	(199)
二、影响国债投资收益率的因素	(200)
三、国债投资收益率的计算方法	(200)
第五节 国债投资市场的购买力风险与投资收益	(202)
<b>第七章 国债投资的技巧</b>	<b>(203)</b>
第一节 国债价格走势	(203)
第二节 国债投资策略	(204)
一、追求投资收益的策略	(204)
二、保证投资安全的投资策略	(205)
三、保持流通变现能力的投资策略	(206)
四、寻求买卖价差收益的投资策略	(206)
第三节 国债投资组合策略	(208)
一、固定金额投资计划法	(209)
二、固定比率投资计划法	(210)
三、可变比例投资计划法	(211)
<b>第八章 国债的兑付</b>	<b>(212)</b>
第一节 制度、方式与时机选择	(212)
一、国债的兑付制度	(212)
二、国债的兑付方式	(213)
三、国债的付息方式	(215)
四、国债的偿还时机	(215)
第二节 资金来源与偿债额的计算	(216)
一、国债兑付的资金来源	(216)
二、西方各国的减债基金制度	(217)
三、国债偿债额的计算	(219)
第三节 我国国债的兑付	(219)
一、国家债券的兑付规程	(219)
二、行政事业单位、地方政府兑付国家债券本息的会计账务处理方法	(221)
三、完善我国国债兑付机制的建议	(222)

第九章 国债的贴现和抵押.....	(224)
第一节 国债的贴现问题.....	(224)
一、国债的贴现 .....	(224)
二、国库券贴现的有关规定 .....	(225)
第二节 国债的抵押问题.....	(226)
一、国债的抵押 .....	(226)
二、抵押的办理 .....	(226)
三、抵押风险 .....	(228)
四、抵押债券的处理 .....	(228)
第十章 国债的调换和整理.....	(230)
第一节 国债的调换.....	(230)
一、调换国债的原因 .....	(230)
二、国债调换的方式 .....	(231)
三、国债调换的形式 .....	(232)
四、如何看待国债的调换 .....	(233)
五、国债调换应注意的问题 .....	(234)
第二节 国债的整理.....	(235)
一、进行国债整理的原因 .....	(235)
二、国债整理的方式 .....	(235)

---



---

## 第六篇 公司债券与金融债券

---



---

第一章 公司债券概述 .....	(239)
第一节 公司债券的一般特点.....	(239)
一、契约性 .....	(239)
二、优先性 .....	(239)
三、通知偿还性 .....	(239)
四、可兑换性 .....	(240)



第二节    公司债券的种类.....	(240)
第二章    中国的企业债券 .....	(242)
第一节    1987 年的重点企业债券 .....	(242)
一、重点企业债券发行政策 .....	(242)
二、重点企业债券分类 .....	(242)
第二节    1988 年以来的重点企业债券 .....	(243)
第三节    地方企业债券.....	(244)
一、附息票企业债券 .....	(244)
二、利随本清的存单式企业债券 .....	(244)
三、产品配额企业债券 .....	(245)
四、有奖债券 .....	(245)
第四节    企业短期融资债券.....	(245)
一、发行目的 .....	(245)
二、发行条件 .....	(245)
第三章    美、日、欧公司债券.....	(247)
第一节    美国公司债券的发行特征及发售方式.....	(247)
一、发行公司债券的原因 .....	(247)
二、公司债券的认购情况 .....	(247)
三、公司债券资信等级的确定 .....	(248)
四、公司债券的发行条件 .....	(248)
五、公司债券的发售方式 .....	(248)
第二节    日本公司债券的发行特征及发售方式.....	(249)
一、发行公司债券的有关限制和规定 .....	(249)
二、公司债券的认购情况 .....	(250)
三、公司债券的发行条件 .....	(250)
四、上市转让的有关规定 .....	(250)
五、公司债券的发售方式 .....	(250)
第三节    欧洲公司债券的发行特征及发售方式.....	(250)
一、欧洲公司债券的发行特征 .....	(250)
二、欧洲公司债券的发售方式 .....	(251)
第四章    金融债券 .....	(252)
第一节    金融债券概述.....	(252)
一、我国金融债券发行的历程 .....	(252)

二、金融债券发行的种类和特点 .....	(253)
三、金融债券发行的规定 .....	(254)
第二节 几种主要的金融债券.....	(255)
一、普通金融债券 .....	(255)
二、累进利息金融债券 .....	(256)
三、贴现(贴水)金融债券 .....	(257)
第三节 海外金融债券的情况.....	(257)
一、日本金融债券 .....	(258)
二、台湾地区金融债券 .....	(262)

## 第七篇 可转换公司债券

第一章 可转换公司债券的基本知识 .....	(265)
第一节 可转换公司债券的一般概念.....	(265)
一、什么是可转换公司债券 .....	(265)
二、可转换公司债券的种类 .....	(268)
第二节 可转换公司债券的基本要素.....	(270)
一、可转换公司债券的一般特征 .....	(270)
二、可转换公司债券的基本要素 .....	(273)
第三节 可转换公司债券的优缺点.....	(275)
一、发行公司:“不用还本的贷款”.....	(275)
二、投资者:“有保证本金的股票”.....	(278)
第二章 可转换公司债券的发行 .....	(281)
第一节 发行人的条件.....	(281)
一、发行可转换公司债券的独特优势 .....	(281)
二、《公司法》及有关法规中有关可转换公司债券的发行人条件 .....	(282)
三、可转换公司债券发行公司的选择 .....	(283)
第二节 发行时机的选择.....	(285)
一、股市高涨时宜直接增资配股 .....	(285)
二、股市低迷时宜发行可转换公司债券 .....	(286)
三、为转股成功选择合适的发行时机 .....	(286)

第三节 可转换公司债券发行前的准备.....	(288)
一、将发行可转换公司债券的议案提交董事会和股东大会批准 .....	(288)
二、成立发行办公室(或发行小组)制定工作方案和工作流程图 .....	(289)
三、选择主承销商 .....	(290)
四、发行的宣传、公关与促销.....	(290)
五、编制主要申报及发行文件,并精美印刷.....	(291)
第四节 发行可转换公司债券的文件.....	(291)
一、批准性文件 .....	(292)
二、有关发行人情况的文件 .....	(292)
三、有关鉴证性文件 .....	(296)
四、承销协议 .....	(296)
第五节 可转换公司债券的承销与发行方式.....	(297)
一、发行可转换公司债券的审核和发行程序 .....	(297)
二、可转换公司债券的发行方式 .....	(298)
三、可转换公司债券的评级 .....	(300)
四、可转换公司债券的承销方式 .....	(301)
第六节 转换价格与转换条件.....	(302)
一、转换价格的决定因素 .....	(302)
二、转换价格的种类 .....	(303)
三、我国转换价格制定的思考 .....	(305)
第七节 赎回条件和回售条件.....	(308)
一、设定赎回条款的目的和特征 .....	(308)
二、赎回条款的要素 .....	(309)
三、回售条件 .....	(311)
四、赎回选择权和回售选择权在我国市场的实现 .....	(312)
 第三章 可转换公司债券的流通、转换和承兑.....	 (314)
第一节 可转换公司债券交易概况.....	(314)
一、可转换公司债券流通市场的组织 .....	(314)
二、可转换公司债券的上市制度 .....	(316)
三、可转换公司债券交易的操作程序 .....	(318)
第二节 可转换公司债券价格的市场表现.....	(319)
一、上涨行情下的可转换公司债券价格表现 .....	(319)
二、下跌行情下的可转换公司债券价格表现 .....	(324)
第三节 可转换公司债券的投资价值与风险.....	(329)
一、可转换公司债券的价值 .....	(329)
二、影响可转换公司债券价值的因素 .....	(332)
三、可转换公司债券价值一般特征 .....	(334)

四、可转换公司债券的最小价值原理 .....	(336)
五、可转换公司债券的投资特征 .....	(338)
六、可转换公司债券投资的风险评述 .....	(340)
第四节 可转换公司债券的承兑 .....	(342)
一、到期偿还 .....	(342)
二、提前偿还 .....	(342)
三、赎回条件下偿还 .....	(343)
四、投资人回售条件下偿还 .....	(343)

## 第四章 境外可转换公司债券市场..... (344)

第一节 可转换公司债券的国际市场 .....	(345)
一、欧洲可转换公司债券市场 .....	(345)
二、瑞士可转换公司债券市场 .....	(347)
三、美国可转换公司债券市场 .....	(350)
第二节 亚洲的可转换公司债券发行 .....	(352)
第三节 日本的可转换公司债券市场 .....	(358)
一、日本可转换公司债券发展概况 .....	(358)
二、日本可转换公司债券发展现状 .....	(360)
三、日本公司发行海外可转换公司债券 .....	(363)
四、日本公司发行可转换公司债券的特征 .....	(364)
五、可转换公司债券对日本公司发展的作用 .....	(365)
第四节 韩国的可转换公司债券 .....	(368)
一、韩国企业可转换公司债券发展纵览 .....	(368)
二、韩国证券市场的逐步开放 .....	(370)
三、个案介绍：三星电子可转换公司债券发行 .....	(371)

## 第五章 可转换公司债券的有关法律问题..... (374)

第一节 可转换公司债券发行准备过程中的法律问题 .....	(374)
一、重叠交叉管理的矛盾和解决办法 .....	(374)
二、发行人条件的不同约定和设定较高发行条件 .....	(377)
三、有关法律文件应具备的主要内容 .....	(380)
第二节 可转换公司债券上市交易过程中的法律问题 .....	(382)
一、注册资本制与变更登记的矛盾 .....	(382)
二、信息披露的要求 .....	(383)
三、尚未登记的公司股份问题 .....	(384)
四、与可转换公司债券相关的收购问题 .....	(385)

第六章 我国现行法规中与“可转换公司债券”有关的条款 .....	(389)
第一节 《中华人民共和国公司法》有关条款 .....	(389)
第二节 可转换公司债券管理暂行办法 .....	(393)
第一章 总 则 .....	(393)
第二章 可转换公司债券的发行 .....	(394)
第三章 可转换公司债券的上市 .....	(396)
第四章 可转换公司债券转换股份及债券偿还 .....	(396)
第五章 法律责任 .....	(397)
第六章 附 则 .....	(397)
第三节 企业债券管理条例 .....	(398)
第一章 总 则 .....	(398)
第二章 企业债券 .....	(398)
第三章 企业债券的管理 .....	(399)
第四章 法律责任 .....	(400)
第五章 附 则 .....	(401)
第四节 国家计委、中国人民银行《关于发行企业债券实行额度审批办法的通知》 .....	(401)
第五节 《中华人民共和国工商企业登记管理条例》有关条款 .....	(404)
第六节 《证监会关于上市公司送配股的暂行规定》 .....	(405)
一、上市公司向股东配股应符合以下条件 .....	(405)
二、上市公司向股东送股应符合以下条件 .....	(406)
三、上市公司向股东送、配股按以下程序和要求披露有关信息 .....	(406)
四、上市公司应在缴款结束之日(只有送股的公司除权除息日)后三十个工作日内向地方人民政府、其股票上市的证券交易所、证监会呈报或补足以下材料备案 .....	(406)
五、在境内发行人民币特种股票(即 B 股)并上市的公司决定向股东送配股时,应参照《到香港上市公司章程必备条款》中的相关规定 .....	(407)
六、交易所根据本通知的要求对上市公司的送、配股方案进行复核,凡不符合本规定的,有权拒绝办理有关的业务活动 .....	(407)
第七节 上海证券交易所可转换公司债券上市交易规则 .....	(407)
第一章 总 则 .....	(407)
第二章 可转换公司债券的上市申请 .....	(408)
第三章 持续性义务 .....	(408)
第四章 上市费用 .....	(409)
第五章 暂停交易及停止交易 .....	(409)
第六章 可转换公司债券的交易、清算 .....	(410)
第七章 可转换公司债券的转换股份 .....	(410)
第八章 可转换公司债券的赎回和回售 .....	(411)

第九章 可转换公司债券的本息兑付.....	(411)
第十章 附 则.....	(411)
<b>第七章 可转换公司债券与中国资本市场.....</b>	<b>(412)</b>
第一节 可转换公司债券在我国的尝试.....	(412)
一、宝安可转换公司债券:发行成功,转股失败 .....	(412)
二、中纺机境外可转换公司债券:不尽人意.....	(416)
三、南玻集团:初见转股成功的希望.....	(419)
四、经验与教训的总结 .....	(421)
第二节 可转换公司债券与中国资本市场的发展.....	(425)
一、中国为何要进行可转换公司债券试点 .....	(425)
二、对证券市场发展的作用 .....	(427)
第三节 可转换公司债券与国有企业债务重组.....	(428)
一、传统的债务理论与合理的负债比例 .....	(428)
二、非上市公司的可转换公司债券融资 .....	(430)
三、可转换公司债券与企业负债重组 .....	(431)
<b>第八章 可转换公司债券文书实例.....</b>	<b>(432)</b>
第一节 可转换公司债券发行公告实例.....	(432)
吴江丝绸股份有限公司可转换公司债券发行公告.....	(432)
一、发行基本情况 .....	(432)
二、发放方式 .....	(433)
三、申购单位 .....	(433)
四、申购数量 .....	(433)
五、确认有效申购 .....	(433)
六、申购程序 .....	(433)
七、配号与抽签 .....	(434)
八、清算与交割 .....	(434)
九、发行费用 .....	(435)
十、发行人和主承销商 .....	(435)
第二节 可转换公司债券募集说明书实例.....	(436)
吴江丝绸股份有限公司可转换公司债券募集说明书 200,000,000 元.....	(436)
一、释义 .....	(436)
二、绪 言 .....	(437)
三、发行可转换公司债券的有关当事人 .....	(437)
四、可转换公司债券的主要条款 .....	(440)
五、可转换公司债券担保事项 .....	(443)

六、风险因素及对策 .....	(443)
七、募集资金的运用 .....	(447)
八、承销 .....	(452)
九、发行人情况 .....	(453)
十、董事、监事、高级管理人员及重要职员 .....	(458)
十一、债 项 .....	(459)
十二、财务会计资料 .....	(460)
十三、资产评估 .....	(474)
十四、盈利预测 .....	(475)
十五、公司发展规划 .....	(478)
十六、重要合同及重大诉讼事项 .....	(479)
十七、其它重要事项 .....	(480)
第三节 可转换公司债券上市公告书实例.....	(488)
南宁化工股份有限公司可转换公司债券上市公告书(广西壮族自治区南宁市).....	(488)
一、要览 .....	(488)
二、绪 言 .....	(489)
三、公司概况 .....	(489)
四、可转换公司债券发行及承销 .....	(490)
五、新增的公司财务会计资料 .....	(491)
六、董事会上市承诺 .....	(506)
七、重要事项揭示 .....	(506)
八、备查文件目录 .....	(506)
九、上市咨询机构 .....	(507)

## 第八篇 国际债券市场

第一章 国际债券市场导论.....	(515)
第一节 欧洲债券特点.....	(516)
第二节 美国对欧洲美元债券发行的法律规定.....	(520)
一、销售限制 .....	(521)
二、私募豁免 .....	(521)
三、预扣税和无记名债券 .....	(521)

第三节 扬基债券.....	(523)
第四节 德国马克欧洲债券与德国马克外国债券.....	(523)
第五节 武士债券和日元欧洲债券.....	(524)
第六节 瑞士法郎国际债券.....	(525)

## 第二章 欧洲债券市场发债程序 ..... (527)

第一节 传统的欧洲债券银团组织结构.....	(527)
第二节 欧洲债券发行的费用结构.....	(529)
第三节 欧洲债券发行的传统时间安排.....	(530)
第四节 灰色市场.....	(531)
第五节 稳定市价.....	(532)
第六节 发债程序的变化.....	(533)

## 第三章 欧洲债券的定价和套期保值 ..... (535)

第一节 交易.....	(535)
第二节 利率市场的时间测度.....	(536)
第三节 清算.....	(538)
第四节 利率与附息票债券的价格.....	(539)
第五节 欧洲债券的定价.....	(540)
一、套利 .....	(540)
二、驾驭收益率曲线 .....	(541)
三、对资本收益和损失的投机 .....	(541)
第六节 附息票债券的远期价格.....	(542)
第七节 债券期货.....	(543)
一、名义债券期货 .....	(543)
二、最低价交割债券期货 .....	(543)
三、指数基础期货 .....	(547)
第八节 债券期货套期保值.....	(548)

## 第四章 利率掉期和货币掉期 ..... (550)

第一节 掉期的经济目的.....	(550)
第二节 货币掉期的种类.....	(551)
一、长期远期合同 .....	(551)
二、普通的货币掉期 .....	(552)
三、背靠背贷款和平行贷款 .....	(552)
四、债务偿付掉期 .....	(552)



第三节	利率掉期.....	(553)
第四节	掉期市场.....	(554)
第五节	掉期定价.....	(557)
第六节	上限、下限和上下限 .....	(560)
第七节	掉期期权.....	(561)
第八节	掉期期权的定价.....	(565)
第九节	掉期协议的风险.....	(565)

## 第五章 具有期权性质的国际债券的定价..... (568)

第一节	概述.....	(568)
第二节	确定债券的期权特性.....	(569)
一、附加期权 .....		(569)
二、对本金偿付附加有期权的债券 .....		(570)
三、息票期权 .....		(571)
第三节	具有期权性质的债券定价;数字实例 .....	(572)
第四节	债券现货的期权.....	(575)
第五节	债券期货的期权.....	(577)
第六节	可提前赎回债券.....	(577)

# 第九篇 美国债券市场借鉴

## 第一章 沿着殖利曲线走 ..... (581)

第一节	什么是债券(Bond) .....	(582)
第二节	收益率的不同类型.....	(583)
第三节	债券的价格是由什么决定的.....	(585)
第四节	殖利曲线.....	(589)

## 第二章 固定收入市场 ..... (594)

第一节	资本市场和货币市场.....	(594)
一、资本市场 .....		(594)
二、货币市场 .....		(595)

三、货币市场的参与者 .....	(595)
第二节 货币市场产品 .....	(596)
一、美国短期国债(Treasury Bills) .....	(596)
二、市政票据(Municipal Notes) .....	(596)
三、存款证(CDs) .....	(597)
四、商业票据 .....	(597)
五、联邦基金券(Fed Funds) .....	(597)
六、回购协议 .....	(598)
七、活期贷款(通知贷款) .....	(598)
八、银行承兑票据(BAs) .....	(598)
 第三章 联邦储备银行体系及其影响 .....	 (600)
第一节 1907 年富人的恐慌及其结果 .....	(600)
第二节 什么是联邦银行储备体系 .....	(600)
第三节 联邦储备银行体系的功能 .....	(601)
第四节 保持货币体系的稳定 .....	(601)
第五节 联邦储备银行体系是如何制定货币政策的 .....	(601)
一、联邦储备银行体系的公开市场运作 .....	(602)
二、贴现率调整的运作 .....	(602)
三、银行准备金调整的运作 .....	(603)
第六节 保持贴现率和法定准备金调整的协调一致 .....	(603)
第七节 货币政策同财政政策的不同之处 .....	(603)
第八节 联邦储备银行对储蓄机构的监督和规制 .....	(604)
第九节 联邦储备银行对政府和公众的作用 .....	(604)
 第四章 美国政府证券市场 :国债 .....	 (605)
第一节 美国短期国债(Treasury Bills) .....	(606)
第二节 美国中期国债(Treasury Notes) .....	(611)
第三节 美国长期国债(Treasury Bonds) .....	(620)
第四节 STRIPS 国债 .....	(621)
第五节 初始发行折扣债券、市场折扣债券及其税务处理 .....	(622)
第六节 同 STRIPS 债券相类似的债券 .....	(622)
第七节 收益率不同的原因 .....	(623)
第八节 国债的税收 .....	(624)

第五章 美国代理证券、抵押证券、债券期货和期权市场.....	(625)
第一节 代理机构是如何帮助它们的选民的.....	(626)
第二节 代理债券是如何报价和交易的.....	(627)
第三节 抵押债券.....	(627)
第四节 住宅抵押债券的运作.....	(627)
第五节 抵押贷款的运用.....	(628)
第六节 集合基金能够产生何种类型的债券.....	(629)
第七节 预付款项的比例及其测定.....	(631)
第八节 抵押贷款的再筹集.....	(631)
第九节 预先偿还的比例及其模型.....	(631)
第十节 比例抵押债券及其运作.....	(632)
第十一节 提供抵押的债券(CMOS)及其运作.....	(633)
一、Z 债券及其运作.....	(633)
二、有计划分期偿还债券的类型及其运作.....	(634)
三、其他提供抵押的债券.....	(635)
第十二节 抵押债券的投资.....	(635)
第十三节 金融衍生工具.....	(636)
一、金融期货.....	(636)
二、其他债券期货.....	(637)
三、利息率期权.....	(638)
第六章 市政证券.....	(641)
第一节 市政证券的定义.....	(641)
第二节 初级市场.....	(643)
一、市政债券交易商.....	(643)
二、金融顾问.....	(644)
三、债券的律师.....	(646)
四、市政债券的保险.....	(651)
五、市政债券的辛迪加包销商.....	(652)
第三节 市政债券交易商内部的分工情况.....	(655)
第四节 竞争性包销的运作.....	(656)
第五节 协商包销的运作.....	(658)
第六节 债券发行之后.....	(660)

第七章 公司债券 .....	(664)
第一节 协商性公司债券的包销 .....	(664)
一、发行的冷却期(等待期) .....	(666)
二、投资银行 .....	(667)
三、初始发行募债说明书 .....	(668)
四、到期共勉会议(信息交流会议) .....	(668)
五、蓝天发行(指发行的债券要通过法律审查关) .....	(668)
六、包销商之间的协议 .....	(668)
七、公开发行业 .....	(670)
第二节 公司债券的类型 .....	(671)
第三节 公司债券的定价 .....	(673)
第四节 可兑换债券 .....	(675)
第五节 了解债券的报价 .....	(676)
第八章 二级市场 .....	(678)
第一节 证券经纪商 .....	(678)
第二节 场外交易市场运作 .....	(679)
第三节 债券报价 .....	(681)
一、公司债券 .....	(681)
二、市政债券 .....	(682)
第四节 街道购买 .....	(682)
一、出价或愿意购买的要价 .....	(683)
二、OTC 指令的执行 .....	(683)
第五节 美国证券交易商协会(NASD) .....	(684)
第六节 市政债券管理条例制定委员会(MSRB) .....	(685)
第七节 债券交易与清算 .....	(686)
一、公司债券 .....	(686)
二、所有权的转让 .....	(687)
三、市政债券 .....	(687)
第八节 应计利息 .....	(688)
第九章 投资组合管理 .....	(690)
第一节 多样化的定义 .....	(690)
第二节 为什么投资多样化是重要的 .....	(690)
第三节 投资多样化 .....	(691)

第四节 资产配置模型.....	(692)
第五节 你是一位开拓型的投资者还是保守型的投资者.....	(692)
第六节 如何制定债券投资组合.....	(692)
第七节 梯形投资组合是如何运作的.....	(693)
一、你所做出的建立梯形投资组合的决策 .....	(694)
二、如何衡量市场风险 .....	(695)
第八节 扇形投资结构和弹形投资结构是如何运作的.....	(696)
第九节 投资证券的多样化选择.....	(696)
第十节 投资多样化应考虑的其他因素.....	(697)
第十一节 对债券共同基金和单位投资信托的多样化投资及管理.....	(697)
第十二节 债券互换交易及为什么投资者要进行债券互换交易.....	(698)
一、市场变化时的税金互换交易 .....	(698)
二、投资者个人情况的变化 .....	(699)
三、债券特征的变化 .....	(699)
四、投资组合提高的互换交易 .....	(699)
第十三节 近三个月梯形投资组合的情况.....	(700)

## 第十篇 附 录

附录一 国债市场大事记 .....	(703)
-------------------	-------

附录二 国债期货交易管理暂行办法 .....	(707)
------------------------	-------

第一章 总则.....	(707)
第二章 国债期货交易场所和国债期货经纪机构的资格条件.....	(707)
第三章 国债期货交易、结算及交割业务管理 .....	(709)
第四章 国债期货经纪业务管理.....	(710)
第五章 法律责任.....	(713)
第六章 附则.....	(715)

## 附录三 深圳证券交易所国债期货业务暂行办法(修订稿) ..... (716)

第一章 总 则.....	(716)
第二章 国债期货商的资格及业务管理.....	(717)
第三章 交 易.....	(719)
第四章 保证金与结算.....	(719)
第五章 费 用.....	(721)
第六章 附 则.....	(721)

## 附录四 上海证券交易所国债期货业务试行细则..... (722)

第一章 总 则.....	(722)
第二章 证券期货商.....	(722)
第三章 开 户.....	(723)
第四章 委 托.....	(724)
第五章 交 易.....	(724)
第六章 保证金.....	(724)
第七章 最后结算.....	(725)
第九章 附 则.....	(726)

## 附录五 中华人民共和国国库券条例 ..... (727)

中华人民共和国 1982 年国库券条例 .....	(727)
中华人民共和国 1983 年国库券条例 .....	(728)
中华人民共和国 1984 年国库券条例 .....	(729)
中华人民共和国 1985 年国库券条例 .....	(729)
中华人民共和国 1986 年国库券条例 .....	(730)
中华人民共和国 1987 年国库券条例 .....	(731)
中华人民共和国 1988 年国库券条例 .....	(731)
中华人民共和国 1989 年国库券条例 .....	(732)
中华人民共和国 1990 年国库券条例 .....	(733)
中华人民共和国国库券条例.....	(734)

## 附录六 中华人民共和国财政部公告 ..... (735)

中华人民共和国财政部公告(第 1 号).....	(735)
中华人民共和国财政部公告(第 2 号).....	(735)
中华人民共和国财政部公告(第 3 号).....	(736)

中华人民共和国财政部公告(第 4 号).....	(737)
中华人民共和国财政部公告(第 5 号).....	(737)
附录七 深圳证券交易所债券回购交易暂行办法.....	(738)
附录八 深圳证券交易所债券回购场外交易实施细则 .....	(740)
附录九 国债经营有关规定财政部、中国人民银行、中国证券监督管理委员会关于印发《中华人民共和国国债一级自营商管理办法》和《国债一级自营商资格审查与确认实施办法》的通知 .....	(742)
中华人民共和国国债一级自营商管理办法.....	(742)
第一章 总 则.....	(742)
第二章 国债一级自营商的资格条件.....	(743)
第三章 国债一级自营商享有的权利.....	(743)
第四章 国债一级自营商须履行的义务.....	(743)
第五章 申请、审查和确认 .....	(744)
第六章 罚款.....	(744)
第七章 附则.....	(744)
国债一级自营商资格审查与确认实施办法.....	(745)
国债一级自营商名单.....	(746)
附录十 中华人民共和国证券交易所管理办法 .....	(748)
第一章 总 则.....	(748)
第二章 证券交易所的设立和解散.....	(748)
第三章 证券交易所的职能.....	(749)
第四章 证券交易所的组织.....	(750)
第五章 证券交易所对证券交易活动的监管.....	(752)
第六章 证券交易所对会员的监管.....	(753)
第七章 证券交易所对上市公司的监管.....	(754)
第八章 证券登记结算机构.....	(756)
第九章 管理与监督.....	(757)
第十章 罚 则.....	(758)
第十一章 附 则.....	(759)

附录十一 证券经营机构证券自营业务管理办法..... (761)

第一章	总 则.....	(761)
第二章	自营资格.....	(761)
第三章	禁止行为.....	(763)
第四章	风险控制.....	(763)
第五章	监督检查.....	(764)
第六章	罚 则.....	(765)
第七章	附 则.....	(765)

附录十二 中华人民共和国国债托管管理暂行办法 ..... (766)

第一章	总 则.....	(766)
第二章	托管关系人及其权利义务.....	(766)
第三章	托管体制.....	(767)
第四章	托管账务管理.....	(768)
第五章	实物国债保管库管理.....	(768)
第六章	法律责任.....	(769)
第七章	附 则.....	(769)



## 第一篇

# 债券基础知识

# 第一篇

# 第一章 债券概述

## 第一节 债券的概念、性质和特征

### 一、债券的概念

债券是一种有价证券,是社会各类经济主体为筹措资金而向债券投资者出具的、承诺按一定利率定期支付利息,并到期偿还本金的债权债务凭证。

作为一种债权债务凭证,债券包含以下几个基本要素。

#### 1. 债券的票面价值

债券的票面价值包括两个基本内容:

(1)票面价值的币种,即以何种货币作为债券价值的计量标准。币种的选择主要依其发行的对象和需要来确定。若是对内发行,债券的币种自然就是本国货币,若是在国际上筹资,则一般以债券发行地国家的货币或国际通用货币如美元、英镑等币种为其计量标准。债券发行者一般都是根据货币市场的实际情况和当时本身的需要来选择最合适的币种。

(2)债券的票面金额。票面金额的大小不一。票面金额大小的不同,对于债券的发行成本、发行数额和持有者的分布,具有不同的影响。票面额较小,小额投资者也可购买,持有者分布面广,但票券印刷及发行工作量大,有可能增加发行费用;票面金额过大,小额投资者无力认购,购买者仅为少数大投资者,一旦这些投资者积极性不高不予认购,往往导致发行失败。

#### 2. 债券的价格

理论上,债券的票面价值就应是它的价格,但事实上并非如此。由于发行者的种种考虑以及债券市场供求关系的不断变化,在发行债券时,有可能以低于票面价值的价格出售,此时为折价发行;有时则可能以高于票面价值的价格出售,是为溢价发行;自然,也有以与票面价值相同的价格出售的,此时便为平价发行。此外,当债券经由发行市场进入流通市场之后,债券的市场价格则更常常脱离它的票面价值。因此,债券的票面价值是在发行时即已固定不变,而其价格则随行市的变动而不断变化。债券的票面价值对于发行者来说具有较为重要的意义。发行者即是以它来计算所支付的利息和偿还本金的,它直接决定发行者筹资成本的高低。

### 3. 债券的偿还期限

即从债券发行日起至偿清本息之日止的长短时间。债券的偿还期限各有不同,一般分为三类:一是偿还期限在1年以内的,为短期;二是偿还期限在1年以上、10年以内的,为中期;三是期限在10年以上的,为长期。

根据不同情况选择确定债券期限,对于发行者来说,同样具有很重要的意义。发行人在确定债券期限时,首先要考虑自己使用资金的周转期的长短,从而保证在规定的时间内有相应的资金可作为偿还的来源,既维护发行者的信誉,也便于发行者从容地调配使用所筹资金,发挥最佳效益。其次,要考虑未来市场利率的发展趋势。一般情况下,当市场利率是下降趋势便多采用短期形式,而当市场利率呈上升趋势则应多发行长期债券,这样,即可避免利率风险,又可减少因市场利率上升引起的筹资成本的增多。再次,要考虑流通市场的发达程度,流通市场发达,债券变现力强,购买长期债券的投资者多,发行长期债券既有销路,也可使自己将资金用于一些大型重要的项目,充分发挥资金的使用效益。反之,在不发达的流通市场中,转让、变现能力差,既给投资者在急需资金时收回资金带来不便,也有可能因通货膨胀等原因而造成损失。这时若发行长期债券就难以销售。此外,投资人的投资意向、心理状态以及市场上其他债券的期限构成,也是发行者在确定债券期限时所要考虑的重要因素。

### 4. 债券的利率

即债券的利息与债券票面的价值的比率。例如,某种债券利率为10%,即表示每认购100元债券,每年便可得到10元的利息。债券的利率主要受银行利率、发行者的资信、偿还期限、利息计算方式和资本市场资金的供求情况等的影响。银行存款利率上升时,债券利率也将随着上升;如果债券利率跟不上银行存款利率的增长速度,人们就会把钱存在银行里,而不会去购买债券。债券发行者的资信好,债券等级高,投资者众多,债券的利率可定得低些。反之,信用级别低的债券,则要相应提高票面利率,以作为投资风险较大的补偿,增强吸引力。期限较长的债券,流动性差,变现能力弱,利率一般应高些;短期债券,变现力强,风险小,利率可相应低些。另外,债券利息的不同计算方式也影响利率水平的高低,一般地,按单利计息的债券,其票面利率应高于按复利计算的票面利率。在确定债券票面利率时,还要考虑资本市场的资金供求状况。市场上资金充裕时,投资者众多,债券的利率可以低些;反之,资金不足,筹资困难,为增加吸引力,就应确定较高的利率。

## 二、债券的性质和特征

债券是债务人为筹集资金、向债权人承诺按期支付利息和偿还本金的有价证券。它在本质上是一种债权债务证书。与其它有价证券一样,它只是一种虚拟资本,而非真实资本,是一种生产中实际运用的真实资本的证书。从投资者的角度看,债券具有如下四个方面的特征:

### 1. 偿还性

即必须规定债券的偿还期限,债务人必须如期地向债权人支付利息、偿还本金。不过也有例外的情况,如无期公债或永久性公债。这种公债不规定到期时间,债权人也不能要求清偿,但可按期取得利息。无期公债在一定意义上已不是信用形式,具有较大的负作用,不在万不得已的情况下是不会发行这类债券的。历史上,只有英、法等少数国家在战争时期为筹措战费采用过。

## 2. 流动性

亦即变现力,是指它迅速变为货币而在以货币计算的价值上不蒙受损失的能力。如果一种债券在转换为货币时需要花费较长时间,由于其市场价值下降或由于转换时所感到的不便以及经纪人费用、交易商折扣等要付出一定代价而蒙受了损失,则这种债券就有一定程度上的非流动性。债券的实际流动性部分地取决于市场对它所提供的便利,而有些债券虽然不能出售,但仍然具有较强的流动性。如美国联邦政府的储蓄债券的所有权是不能转让的,但这种债券不费什么麻烦就能得到偿付。一般地说,具有如下两个特点的债券更可能获得高度的流动性:

- (1)它的发行者即债务人具有及时和全部履行其各项义务的信;
- (2)它是短期债务,由于期限很短,市场利率的上涨只能轻微地减少其价值。

另一方面,由于流动性要求短的期限,这就使持有者的意愿与发行者的意愿相冲突。因为期限短可能使发行者很快地就必须在不方便的情况下偿还债务,或是不得不在不利的市场上按高利率再筹借资金。

## 3. 安全性

指免于债券的市场价值下跌的风险程度。具有高度流动性的债券同时也是高度安全的,因为它们不但可以迅速地转换为货币,而且还可以按一个稳定的价格转换。但有些缺乏流动性的债券也可能较为安全,因为它们经过较长的一段时间后就可以收取现金或不受损失地出售。

使债券本金价值遭受损失的风险包括两类:

(1)不履行债务的风险。也即不能充分和按时履行约定的利息支付或偿付本金的风险。发行者不同,其不履约的风险也各异。一般的情况是国家债券和地方政府债券的安全性高于金融债券和公司、企业债券。不过,同一个债务人在不同情况下发行的债券由于它们对资产或收入或这两者的要求权的先后顺序,而使包含的不履约风险也可能大不相同。

(2)市场的风险。即债券的市场价格因市场利率上升而跌落的风险。债券的市场价格与市场利率呈反方向变动。当利率下跌时,债券的市场价格便上涨;而当利率上升时,债券的市场价格则下跌。债券距离到期日越远,其价格受利率变动的影响越大;反之,所受的影响则越小。

## 4. 收益性

债券的收益性表现在两个方面:

(1)债券可以获得固定的、高于储蓄存款利率的利息收入;

(2)债券可以通过在证券流通市场上的买卖交易,获得比始终持有、期满偿还更高的收益。正如前面所述,债券的市场价格随市场利率的升降而上下波动,两者呈反向变化。投资者只要根据债券市场的行情,于价格较高时卖出,较低时买进,便可获得比将债券一直持有到期更高的收益。

债券的偿还性、流动性、安全性、收益性之间呈一定的相逆关系。也即作为某一具体的债券,在一般情况下是很难同时具备上述四个特征的。比如某种债券的安全性高、变现力强,人们便会争相购买,于是该种债券价格上涨、收益率降低;反之,当某种债券的风险性大、流动性较差,则购买者相对较少、债券价格也较低,其收益率也就较高。因此,对投资者来说,可以根据自己的投资目的、财务状况及其对市场的分析预测,在这四者中间选择所需的重点,形成最

佳的组合。

## 第二节 债券与相关概念的比较

### 一、债券与股票的联系与区别

#### 1. 债券与股票的联系

债券与股票同属于有价证券,是一种虚拟资本,本身并无真实的价值。不过,由于它们都是生产中实际运用的真实资本的证书,持有证券便可有权获取一定量的收入,并能进行权利的发生、行使和转让等活动。因此,作为有价证券,债券和股票都具有安全性、流动性和收益性的特征,成为筹资的手段和投资的工具。

#### 2. 债券与股票的区别

债券与股票的区别主要表现在如下几个方面:

(1)作为筹资手段,无论是国家、地方政府、团体机构,还是工商企业、公司组织,一般都可发行债券,而股票,则只有实行股份制的公司、企业才可以发行。并且,发行债券是为了追加资本,其所筹措的资金列入公司(企业)负债,而股票的发行是股份公司为筹集自己资本的需要,其所筹措的资金列入公司资本。

(2)债券是债权的证书,购买债券等于向发行者贷出一笔款项,无论企业经营状况的好坏,债券的持有者都可以定期地得到固定数额的利息,在期满时收回本金。倘若债务人破产不能偿还本金而变卖财产时,债券持有者拥有比公司股东优先索取财产的权利。但是,债券的持有者无权参与公司的经营管理。股票,作为公司所有权的象征,是一种出资形式,购买股票便成为公司的股东,拥有按其所有股份分享公司收益和参与公司经营管理的权利。股息与红利的获得,依公司经营状况的好坏而多少不定,倘若公司破产,很可能连股本都收不回来。因此,债券与股票的购买者之间其所担当的责任与风险以及所能获取的收益都呈明显的差别。

(3)债券利息的分配是累积性的。债券如在到期前卖出,其投资人除可收回本金外,还可以获得持有期间的利息。如某人购买了一张3年期的债券,持有2年后将其卖出,这时他除可收回本金外,还可得到2年的利息。而股票的股息是按股权分配的,股票一经抛出过户,原投资者便不再享有领取股息的权利。

(4)股票是没有期限的永久性证券,投资者一经入股,便不能从公司抽回股本,而只能通过市场转让的方式收回资金。而债券是发行者的债务,除了永久性公债(无期公债)之外,各种债券都明确规定偿还的期限,期满时必须偿还本金。

(5)债券的利息是公司的固定支出,计入成本,股票的股息及红利则是公司利润的一部分,公司有盈利时才能支付。因此,即使有盈利,股息及红利的支付也必须在债券利息支付之后进行。

(6)债券和股票都具有很强的兑换性,由于债券规定有固定期限,其兑换性强于股票。

(7)由于债券的利息固定,偿还期限固定,债券的市场价格也较为稳定,而股票无固定的期

限和利息,受到公司经营状况、国际形势、国内政局、公众心理、市场供求等多种不断变化的因素的影响,其市场价格涨落频繁,变动幅度较大,具有较大的投机性。

## 二、债券与银行存款、储蓄的联系与区别

### 1. 债券与银行存款、储蓄的联系

- (1)两者都可以收取预定的利息。
- (2)都规定有固定的期限,期满后都能收回本金。
- (3)在纳税问题上,债券利息与存款利息的征税,大体上同等对待。

### 2. 债券与银行存款、储蓄的区别

(1)期满前变现的方式不同。银行定期存款、储蓄若在到期前解约取出,银行将付给存入的本金加上存入期间的利息,因此,本金是一定全部返还的。但是在期满前出售债券,其本金却不一定全部返还。这是因为,债券的售价由当时的行市决定,行市看涨,收回的现款多于本金,行市跌落,就会亏本。

(2)担当的风险与获取的收益水平不同,债券比银行存款、储蓄具有更大的风险和收益。银行存款、储蓄总可以收回本金,而债券则因行市的影响而有可能损失本金。此外,债券的利率一般高于银行贷款、储蓄的利率。因为债券是对筹资者的直接投资,而银行存款、储蓄是必须经过金融机构进行的间接投资,金融机构要在从所得收益中扣除了各种费用之后,才将其中一部分作为存款利息支付。

(3)期限的长短不同。存款、储蓄大多是比较短期的,而债券一般说来中长期的居多。

(4)转让的条件不同。除了可转让的定期存单(CD)外,银行存款、储蓄不能转让给他人,而债券可以按当时的行市转让,接受转让的人成为新的债权人。

(5)债券是多数投资者用均一的条件投资,存款、储蓄则只是为投资作准备,且有可能用于消费。

## 三、债券与日常资金借贷的联系与区别

债券与日常资金借贷都是一种债权债务关系。不过,一般的资金借贷,是以借方和贷方的借贷合同为基础进行的,借方仅向贷方支付利息和到期偿还所借款项。而债券,由于可以流通、转让,在市场上出售后,债权人也就随之转移,借款人只能将债券的持有者看作贷方,并向债券持有者支付利息和本金,因此两者的区别也很明显。

## 第三节 债券的分类

债券可以从各种不同的角度进行分类,并且随着人们对融通资金和证券投资的需要而不断创造出各种新的债券形式,尤其是高度发达的金融市场上,债券的种类几乎是无限的。就目前而言,债券可以有如下的分类:

## 一、按发行主体分类

根据发行主体的不同,债券分为政府债券、金融债券、公司债券等几大类。

### 1. 政府债券

政府债券又可区分为中央政府债券和地方政府债券,此外,还有政府保证债券。

(1)中央政府债券。也称公债券或国库券,它是由中央政府发行的。各国中央政府发行的债券有不同的名称,但发行的目的都是为了弥补国家财政赤字和进行大型工程项目的政府投资。如美国的国库券、日本的国债、英国的金边债券、加拿大的联邦政府债券等。中央政府发行的债券有各种不同的期限。一般将它们分为短期、中期和长期三组,这些债券大多是免税的。在证券市场上中央政府债券的发行量和交易量均占有相当的比重,对货币市场和资本市场的资金融通起着重要的作用。特别是短期国库券,作为货币市场的一种工具,具有“近似货币”的性质,风险小,流动性强,收益率高,是最受投资者欢迎的金融资产之一。

(2)地方政府债券。即由各级地方政府机构如市、县、镇等发行的债券。发行这类债券的目的主要是为地方建设筹集资金,因此都是一些长期性的债券。美国的市政债券、日本的地方债券、英国的地方当局债券等,均属此类。

(3)政府保证债券。它是由一些与政府有直接关系的企业、公司或金融机构发行的债券。这类债券均由政府提供担保,但不享受中央和地方政府债券的利息免税待遇。如日本发行的首都高速公路债券、住宅债券、北海道东北开发债券、地区振兴整备债券、石油开发债券等,都属于政府保证债券。美国联邦政府主办的进出口银行、田纳西流域管理局、联邦中期信贷银行等发行的债券,也都由联邦政府提供担保。

### 2. 金融债券

金融债券是银行或其它金融机构发行的债券,这些金融机构都具有雄厚的资力,信用度较高,利率也较高,一般要高于同期银行存款的利率水平,而且持券者需要资金时可以随时转让。金融债券的期限一般为1~5年,其发行的目的是为了筹集长期资金。为确保安全,在发行前都必须经过国家的特别批准。日本的附息金融债券、贴现金融债券,美国的国民银行、第一花旗银行等发行的从属债券,我国的普通金融债券、累进利息金融债券、贴现(贴水)金融债券等,均属此类。

### 3. 公司债券

公司债券是由股份公司发行并承诺于一定时期还本付息的债权凭证。发行公司债券的目的是为了筹集长期建设资金,一般都有特定用途,期限多为10~30年。公司要发行公司债券,必须先参加信用评级,级别达到一定标准才可发行。与政府债券相比,公司债券的风险相对较大,因而其利率一般也较高。

## 二、按期限长短分类

债券根据其偿还期限的长短,分为短期债券、中期债券和长期债券。各国对短、中、长期债券年限的划分不完全一致,一般的划分标准是:期限在1年以下的为短期债券,如美国、英国国库券、日本的短期国债等;期限在1年以上、10年以下的为中期债券,如美国的中期国家债券、



日本的中期付息票国债和贴现国票,以及我国的国库券、国家重点建设债券、财政债券、国家建设债券等;期限在 10 年以上的债券为长期债券,如美国的长期国家债券、日本的长期付息票国债等。

### 三、按发行的区域分类

债券按发行的区域划分,可分为国内债券和国际债券。国内债券,是国内公司、金融机构及中央政府、地方政府等,以本国货币为单位在国内金融市场上发行的债券;国际债券则是公司、政府、金融机构以及国际金融组织等,以外国货币为单位,在国际金融市场上发行的债券。国际债券又具体分为欧洲债券和外国债券两个亚类。欧洲债券是指在欧洲市场上发行的、不以发行所在国货币,而以另一种可自由兑换的货币标值并还本付息的债券,欧洲债券除可用美元、英镑、德国马克、法国法郎、瑞士法郎、日元、加拿大元等单独货币发行外,还可以用特别提款权,欧洲货币单位等记账单位发行。其期限通常为 3~5 年,长者多达 20 年。外国债券,则是指由国外筹资人发行的、以发行所在国货币标值并还本付息的债券,如美国“扬基债券市场”上的美元债券,日本“武士债券市场”上的日元债券。外国债券期限一般都较长,所筹的外汇资金可以自由运用,不过在发行时要受到政府的严密检查和严格控制。

### 四、按利息的支付方式分类

根据利息的不同支付方式,债券一般分为付息债券和贴现债券。

#### 1. 付息债券

它是在券面上附有各期息票的中长期债券。息票上标明利息额、支付利息的期限和债券号码等内容。通常息票以 6 个月为一期。息票到期时,从债券上剪下来凭以领取本期的利息。由于息票到期可获取利息收入,是一种有价证券,因此它也可以流通、转让。

#### 2. 贴现债券

亦称“贴水债券”,是券面上不附息票,发行时按规定的折扣率(贴水率),以低于票面金额的价格发行,到期时仍按面额偿还本金的债券。这种债券的发行价格与票面金额(偿还价格)之间的差价即为利息。

付息债券与贴现债券的区别,在于前者是债券在发行以后才逐步支付利息,而后者在发行时便一次支付完毕,具有预付的性质。在日本,期限 2 年的金融债券、期限 5 年的国债、期限 10 年的电信电话债券等,都是按贴现方式发行的。中国工商银行在 1987 年发行的期限为 3 年零 3 个月,面额为 100 元、售价 75 元,面额 500 元、售价 375 元,面额 1000 元、售价为 750 元的金融债券,即是贴现债券。

### 五、按发行方式分类

按照债券是否公开发行来分类,可以分为公募债券和私募债券。

#### 1. 公募债券

它是按法定手续,经证券主管机构批准在市场上公开发行的债券。这种债券不是向指定

的少数投资者出售,而是通过证券公司向社会上所有的投资者募集资金。由于发行对象是不特定的广大投资者,因而要求发行主体必须遵守信息公开制度,向投资者提供多种财务报表和资料,以保护投资者利益,防止欺诈行为。

### 2. 私募债券

是以少数与发行者有特定关系的投资者为募集对象发行的债券。私募债券的发行范围很小,不采用公开呈报制度,债券的转让也受到一定程度的限制,流动性较差,但其利率水平一般较公募债券要高。私募债券的投资者大多数为银行或保险公司等金融机构,它们以其雄厚的财力、丰富的经验和专业技能对发行者的资信进行调查,判断投资风险,进而有选择性地投资。

## 六、按有无抵押担保分类

债券根据其有无抵押担保,可以分为信用债券和担保债券。

### 1. 信用债券

亦称无担保债券,是仅凭债券发行者的信用而发行的、没有抵押品作担保的债券,一般包括政府债券(国债、地方债)和金融债券。少数信用良好的公司也可发行信用债券,但在发行时须签订信托契约,对发行者的有关行为进行约束限制,由受托的信托投资公司监督执行,以保障投资者的利益。

### 2. 担保债券

担保债券指以抵押财产为担保而发行的债券。具体包括:

(1)抵押公司债券。它是以土地、房屋、机器、设备等不动产为抵押担保品而发行的债券。当筹资者在债务到期不能履行还本付息义务时,债券持有者有权变卖抵押品来清偿抵付。抵押公司债券在现代公司债中占有最大的比重,也是公司债券中最重要的一种。这种公司债券与有担保品公司债券一样,即当以同一不动产为抵押品多次发行的公司债,可按发行次序分为第一抵押公司债和第二抵押公司债,第一抵押公司债对于抵押品有第一留置权、第二抵押公司债则只有第二留置权,也即在第一抵押公司债清偿后,它才能以其余额偿付本息。所以,第一抵押又叫优先抵押,第二抵押又叫一般抵押。

(2)抵押信托债券,它是以公司的其他有价证券(股票和其他债券)为担保品而发行的债券。发行这种债券的公司一般属于那些全资附属机构,通常以其总公司的证券作为担保。作为担保品的有价证券通常委托信托人(多为信托银行)保管,当该公司到期不能清偿债务时,即由受托人处理其抵押的证券并代为偿债,以保护债权人的合法利益。

(3)承保债券。是由第三者担保偿还本息的债券。担保人一般为公司的主管部门或银行,个别的由政府担保。发行这种债券,可以提高发行公司的信誉,增强投资者信心,扩大债券销路,并可减轻发行公司的利息负担。

## 七、按债券是否记名分类

根据在券面上是否记名的不同情况,可以将债券分为记名债券和无记名债券。

### 1. 记名债券

它是指在券面上注明债权人姓名,同时在发行公司的账簿上作同样登记的债券。转让记

名债券时,除要交付票券外,还要在债券上背书和在公司账簿上更换债权人姓名。投资者须凭印鉴领取本息。这种债券的优点是较为安全,缺点是转让时手续复杂,流动性差。

## 2. 无记名债券

它是指券面未注明债权人姓名,也不在公司账簿上登记其姓名的债券。无记名债券在转让时同时随即生效,且无须背书,因而具有较强的流动性。在一般情况下,无记名债券的持有者还可以请求公司将债券改为记名债券。

# 八、按债券发行时间先后分类

根据债券发行时间的先后,可以分为新发债券和既发债券。

## 1. 新发债券

它指新发行的债券。新发债券有公募与私募之分,一般的投资者所能购买到的都是公募债券。凡是新发行的公募债券,都规定了招募日期,投资者在购买新发公募债券时,不需支付任何手续费。

## 2. 既发债券

指已经发行并交付给投资者的债券。新发债券一经交付投资者便成为既发债券。既发债券随时都可以购买,其购买价格就是当时的行市价格,它受供求关系等的影响,价格每天都在发生变化。在证券交易所购买既发债券时,不仅要向证券公司支付较高的手续费,还必须支付债券的经过利息(仅对附息债券而言),以保护在债券期满前出售债券的人的应得利息收入。因为大部分的附息债券都是按照规定日期半年支付一次利息,也就是说,除当初规定的利息支付日和本金偿还日外,都不支付利息。这样,若不将持有期间的经过利息支付给出售债券的人,他就要失掉从上次利息支付日到债券出售日这段时间的利息,而购买者将要领取整整半年的利息,这显然是不合理的。

# 第四节 债券的历史发展

债券是证券市场的重要工具。债券发展到今天,经历了漫长的历史过程。

公债券是历史上最早的债券形态之一,它在奴隶制时代即已产生。恩格斯曾经指出:“随着文明时代的向前进展,甚至捐税也不够用了,国家就发行期票,借债”。据有关文献记载,公元前4世纪,希腊和罗马就出现了国家向商人、高利贷者和寺院借债的情况。在封建社会公债得到进一步的发展,许多封建主、帝王和共和国每当遇到财政困难,特别是发生战争时便发行公债,当时公债券还常常被用来缴纳租税。12世纪末期,在当时经济最发达的意大利城市佛罗伦萨,政府曾向金融業者募集公债。以后,热那亚、威尼斯等城市相继仿效。15世纪末16世纪初,美洲新大陆被发现,欧洲去往印度的航路开通,世界市场进一步扩大。为进行战争,争夺海外市场,荷兰、英国等竞相发行公债,筹措资金。英国的政府债券在世界上颇为著名。英国政府在17世纪末期开始发行公债,当时的发行量较小。到18世纪末19世纪初,由于连年战争,军费支出庞大,政府公债的数额大大增加。1709年英国仅有1300万英镑的公债,而到

1816 年,公债数额已达 9 亿英镑。政府公债因其安全程度较高和收益水平较受保障而受到普遍欢迎,大银行、大公司对公债的承购最为积极。英国政府从中受益匪浅,于是进一步完善了公债发行制度,并积极促进政府债券的流通,用以维护公债的良好声誉。英国证券市场上最早交易的就是政府债券,现在市场上交易量最大的也是政府债券,英国的证券市场因此而博得了“金边债券”市场的美称。

美国国债最早发行于独立战争时期。为了支付战争费用,政府一方面大量发行纸币,另一方面也靠发行政府债券筹集一部分资金。1789 年,美国国会首次发行了 8 000 万美元的国债,这些国债的发行并不顺利。富人对战争结局没有把握,对于是否把钱借给政府犹豫不定,而殖民地人民则没有剩余资金购买政府债券。为了维护政府债券的信誉,1787 年 5 月,美国制定的宪法规定,在宪法通过前签订的一切债务均由政府承担,并且把发行和偿还公债写进了宪法规定的政府职权。1790 年美国国会也制定了基金条例,允许旧国债和旧州债的债券持有者把债券换成新的联邦债券,这是美国国债的第一次整理,其意义在于公开承担所有的旧债务以示遵守信用。

19 世纪 60 年代中期发生的南北战争造成公债发行量的进一步扩大。南部邦联和北部美利坚合众国都发行大量债券,各州州政府和州银行也发行债券,引起债券、通货贬值,物价飞涨。南北战争期间,合众国财政部没有直接向人民推销债券,而是求助于一个费城的银行家扎伊尔政府债券,结果效果比较好。因此,财政部向国会报告建议建立国民银行制度。1864 年,美国通过了国民银行法,银行法要求国民银行至少把  $\frac{1}{3}$  的资本投资于政府债券。每个银行可以得到相当于它所持有债券的市场价格 90% 的新通货——国民银行钞票。随着美国经济的进一步发展,联邦储备体制应运而生。1913 年《联邦储备法》规定,建立以联邦储备银行为中心的支票清算体系,解决全国银行间票据交换的问题,加速资金周转,有利于证券发行和交易业务中资金交割的顺利进行。

19 世纪末到 20 世纪,欧美资本主义各国相继进入垄断阶段,为确保原料来源和市场,建立、巩固殖民统治,加强资本的积聚和集中,股份公司发行大量的公司债,并不断创造出新的债券种类,形成了多样化的债券体系。

## 第五节 债券制度的作用

债券是以信用为基础的债权债务证书。不同种类的债券因其本身的性质而有不同的作用。在私有制国家里,政府发行公债,其基本的目的是满足国家日益扩大的非生产性开支需要,弥补财政赤字,尤其是中央政府发行的债券,其所筹措的资金并不作为资本进行投资;由于债券本金与利息的支付以税收收入作担保,使其具有虚拟资本的性质,通过金融市场的活动便能发挥虚拟资本的职能。在地方政府及政府有关部门(国有企业、公共团体)发行的债券中,其所筹措的资金,大多通过国有企业作为国家资本投资,用以举办各种大型公共工程和生产、生活基础设施。这使得国家不仅从外部对再生产过程进行干预,还使国家资本深入到了再生产内部。由政府提供担保的政府保证债券,即以税收收入作为支付本利的担保,还由中央银行保证债券的信用和流动性。这样,在金融市场上,这些虚拟资本证券便成为最为重要的交易对

象。而中央银行通过其所创造的信用的媒介作用渗透到金融市场的各个方面,并深入到资本的再生产过程与积累过程。

私营企业也发行各种债券,其中最重要的是公司债券。它是股份公司筹措资本的重要形态,可以自由买卖流通。股份公司发行债券便有可能将社会上的生息资本作为他人资本集中起来,而金融机构等通过对公司债券的购买,也就把自己的资本渗入到产业中去。债券的多样化,使资本的集中与控制技术趋于登峰造极的地步。

在我国社会主义公有制经济条件下,债券制度同样具有重要作用。

首先,债券制度为各级政府、社会团体机构和工商企业提供了一条筹集资金的重要渠道。社会主义国家具有管理国家行政和组织社会经济的双重职能。随着社会的进步与发展,国家用于内政、外交、军事、科学、教育、经济建设等方面的支出日益增加,国家财政往往出现支大于收的赤字情况,为了保证各项事业发展的资金需要,必须采取多种形式增加财政收入。通过发行债券的方式筹集一部分社会闲散资金便可缓解财政困难。同样,各社会团体机构,工商企业,在举办各项事业,从事生产、经营活动时,也会不时地面临资金紧张的问题,通过债券制度筹集所需资金、不失为一种有效、可行的途径。

其次,通过债券制度,促进经济的横向联合,以及各生产要素的有机组合。专业化协作是社会化大生产的主要标志,地区、企业间的横向联合是其必然的要求。在现代商品经济社会,这种联合不只表现在物资、技术、劳务的相互协作,更重要的还在于通过资金的自由流动与有机组合,实现和加快各生产要素的合理、有效的配置。债券制度正是为资金在全社会范围内的高效、有序的流动提供了便利。

再次,债券制度为社会闲散资金提供了良好的投资渠道,有助于资金使用效益的提高。因为,债券投资既可以获得比银行储蓄存款更多的利息收入、减少因通货膨胀造成的资金损失的风险,又可以获得比股票更有保障的收益,减少因企业经营造成的投资风险,这在对政府债券的投资方面表现得尤为突出。

最后,债券制度有利于实现国家的宏观调控意图。国家通过发行债券将分散于各地方、企业、居民的闲散资金集中起来用于国家重点建设,可以缓解消费膨胀的压力,促进国民经济比例结构的协调;中央银行通过公开市场业务适时买卖债券,影响银根的松紧,调节货币流通。

此外,债券制度还为贯彻执行国家的对外开放政策,积极有效地引进外资和先进技术,促进对外经济的友好合作与往来提供现实的途径。

## 第六节 与债券相关的基本概念

### 一、证券

证券是指用来记载并代表一定经济权利、表明持有人有权按照券面所载条件取得一定经济利益的法律凭证。广义上的证券范围很宽,如仓单、存款单、存货单、货运单、借据、收据、合同等等,都是记载并代表着一定经济权益的法律凭证。但一般习惯上所指的证券是狭义上的

证券,即仅指能够在市场上公开转让流通的票据、债券和股票三大类(又称为有价证券),而证券法所规范的证券又仅指债券和股票两大类。

与其他类别的权利文书(如只具有证明功能的证书等)相比,证券的特点是:①证券是一种权利凭证,它本身具有表明一定权利的功能,直接涉及到证券持有人的物质利益,可以说是对特定财产关系的确认;②证券是一种占有凭证,是证券持有人行使证券权利的凭证。证券与权利存在密切联系,行使证券权利与持有证券与否关系密切,权利的发生、转移、行使均与证券相结合,离开了证券,权利人就无法直接行使权利;③证券是一种要式凭证,是一种具有严格的规范化格式要求的书面凭证,如券样(即证券具体形态)、券面记载内容、证券的印制机构、印制程序等等都有统一的要求;④证券是一种流通凭证,可以通过一定的方式予以转让。证券持有人有权根据法律、法规的规定,自行确定将其持有的全部或者部分证券按照一定方式转移给受让人,从而产生证券权利转移的法律效果,证券持有人从而拥有了享有证券自身的物质利益和处分证券、收回证券上的财产利益的选择权;⑤就有价证券而言,证券又是收益凭证,证券持有人拥有证券收益权,即证券持有人一方面可以通过行使该证券所表明的财产权使自己收益(如股票的股息和债券的利息),另一方面可以通过转让证券获取价差收益。这种收益往往比一般存款的收益高。

证券可以分为金券、资格证券、财物证券和有价证券等几种类型。

(1)金券,又称金额券,指标明一定金额并且证券与权利密切结合而不可分割的证券,其特点:一是以持有证券为行使权利的唯一条件;二是这种证券本身具有价值,不是为表明特定的民事权利而作成的,如邮票、印花、纸币等。狭义上的证券一般不包括金券。

(2)资格证券是指表明持有证券者具有行使一定权利之资格的证券,如车票、船票、机票、各种入场券等等。资格证券又可称为免责证券,即持有人可以凭证券向义务人行使一定权利后,义务人即可免责。而其它如购物凭证、发货票、提货单、仓单、运单等等代表对一定量商品享有请求权的证券,称为财物证券(或者称为商品证券)。因为以上这些证券都只是表明证券持有人能够行使一定的权利,实现一定的目的或者利益,但是证券本身并不会为持有人带来预期的收益,不能流通转让,所以与能够流通转让的有价证券相对应而又被称为无价证券。

(3)有价证券是指具有一定的票面价值和交换价值,能够通过买卖或者交易或者作为交易手段给证券持有人带来预期收益的证券。有价证券是证券的主要形式,也就是指狭义上的证券,比如:支票、汇票、本票、期票、公司股票、公司债券、国债券等等。现代意义上的证券主要就是指有价证券,而不包括金券和无价证券,同时有价证券中不能流通转让的凭证(如存单等)也不包括在内。

有价证券又可分为货币证券和资本证券两大类。

货币证券是指表明一定量的货币请求权的证券,它是发挥货币支付手段的一种证券。这种证券也可以流通,但一般限于单位与单位之间的商品交易、支付以及债权债务的结算等经济往来中,如支票、汇票等,商业票据是典型的货币证券。资本证券是指表明资本所有权和收益分配请求权的证券,是证券持有人享有按期自企业收益中取得一定所得的权益证书,又称收益证券,是有价证券的主要形式。由于这种证券是资金筹措和投资的主要手段。如股票和债券等,所以称其为资本证券,其持有人等于是直接或者间接地参与了企业的投资行为。

此外,有价证券还有其他各种不同的分类,如:依发行时有无担保和抵押,可划分为信用证券、担保证券和抵押证券;依发行方式,可划分为公募证券和私募证券;依证券之间能否相互转

换,可划分为可转换证券和不可转换证券;依发行人或者签署人所处的地位不同,可划分为直接证券和间接证券,前者指政府、公司等发行的债券、股票,后者指作为信用中介的银行等发行的金融债券、可转让存单等;依收益是否具有确定性,区分为“有确定收益的证券”和“无确定收益的证券”,前者包括国债、地方债和公司债等等,后者包括公司股票、投资信托受益凭证等等;按照其上市情况还可分为上市证券和非上市证券;依证券是否记名,可划分为记名式证券、无记名证券等等。

### 二、商品证券

商品证券是指用以证明证券持有人对一定的商品享有请求权的一种证券。实质上商品证券就是特定商品的等价物,是相对于价值证券(即有价证券)而言的。商品证券与价值证券的共同之处在于:它们都是用以证明一定权利的凭证;不同之处在于:商品证券的权利标的物是商品,是以实物单位作为证券的计量单位的,表明持有人有领取券面载明的商品的权利,它的依法流通转让代表着券面所载商品的流通和转让;而价值证券的权利标的物是货币,是以货币单位作为证券的计量单位,表明持有人对一定货币额的请求权,具有代替货币流通和筹集资金的作用。典型的商品证券主要有提货单、运货单、购货单等等。

### 三、货币证券

货币证券是指代表一定货币额、表明证券持有人对一定的货币额享有请求权的证券,它是因商品买卖的需要而产生的。在商品经济条件下,买卖双方为获取最大利润,有必要尽可能地缩短商品购销时间,减少商品购销成本,节约货币的流通从而提高经济活动的效率和效益。于是在长期的商业实践活动中就产生了可以有效解决这些问题和需要的货币证券,如:由债务人向债权人发出的在一定时期内支付款项的“期票”、银行的存款人签发给收款人办理结算或委托开户行将款项支付给收款人的“支票”、由发票人签发并由付款人按期对收款人无条件支付一定金额的“汇票”、由发票人签发并按发票人自己约定的日期无条件支付一定金额的“本票”等。

### 四、资本证券

资本证券是指用以表明持有人所拥有的股权或者债权的法律凭证,持有人享有按期自发行该证券的企业的收益中取得一定所得的权利,故又称收益证券。

资本证券是政府或者企业筹集资金的一种重要手段。对企业来说,扩大资本规模的方式,除了将盈利用于扩大再生产外,主要采取两种方式将各个独立的资金集中起来:一是借入资金,即发行一种用以证明债权债务关系的、表明持有人有权按照约定的条件向筹资者索取利息和到期收回本金的法律凭证,这就是债券;二是发行一种作为投资者入股的、表明持有人有权分享资本的收益并同时分担相应风险的法律凭证,这就是股票。对于政府来说,一般只采用第一种方式筹集资金。债券和股票便是资本证券的两大种类。

资本证券具有以下特点:

一是具有收益性。即持有人既有权按期从发行人处领取一定的收益,而且又有权通过转让而随时收回本金,收益一般要高于一般的银行存款利息。这是投资者投资于资本证券的目的所在。

二是具有风险性。投资于资本证券,既要面临证券市场价格跌落而受损的风险,又要面临发行人因经营不善或者其他原因倒闭而受损的风险。

三是具有参与决策权。对于投资股票的投资者来说,持有人有对发行人重大事件的决策参与权。但投资于债券的投资者则只对有切身利益的重要事件的临时决策权。

四是具有随时变现性。即资本证券可以自由流通转让,随时变现。

五是市场价格与券面金额的不一致性。股票的发行价格一般已经高出券面价格,进入二级市场后价格便因各种因素而不断波动。债券进入流通后,其市场价格与券面金额也逐渐发生偏离。

按照其是否有可替代性,可以将资本证券划分为“替代性证券”和“非替代性证券”。前者是指将资本分割为多数同一类别、同一金额的份额的证券,证券具有同样的相互替代性,如股份有限公司的资本即由这种替代性证券“股票”所表示。后者则是指不属于同一类别或同一金额的份额证券,当然不能相互替代,如表明合伙人的权益的证券。

## 五、可转换证券

可转换证券是指发行人发行的可以在发行后一定的时间内转换成为该发行人发行的其他种类证券的法律凭证。发行人在发行这种证券时就附有专门条款,规定持有人在满足规定的条件的情况下,可以申请将其所持证券转换成为规定的其他种类的证券;持有人也可以不申请转换而继续持有或者转让他人。

可转换证券的最突出特点是:它兼备两种证券的优势,如果市场上这两种证券的收益率不一致,或者发生反向变化时,投资者便拥有一个可以选择的机会,避免遭受损失。

可转换证券主要包括两种类型:可转换公司债券和可转换优先股票。

可转换公司债券又简称可转换债券,是指发行人发行的可以在特定时间、按照特定条件转换成为同一发行人发行的普通股股票的特殊债券,是最主要的一种可转换证券。可转换债券兼有债券的安全性和股票的投资性,因此它具有其他一般债券和股票所不具备的特点,表现在:1. 债权性。与其他一般的股票不同,可转换债券在转换成为股票以前仍然是债券,即当市场上股票的收益率不如债券的收益率时,持有人可以选择继续持有该债券到期,收回本金和利息,而不予转换为股票;2. 股权性。与一般的债券不同,可转换债券的持有人可以在市场上股票的收益率高于债券时,将该债券转换成为股票,原债券持有人就由债权人变成了发行人的股东,享有股东的权利,即参与发行人的经营决策和分配红利;3. 可转换性。与一般的股票和债券都不同的是,可转换债券的持有人可以按照约定的条件将债券转换成为股票,也可以不转换而继续享有债权,而一般的债券和股票持有人则没有这种选择的权利;4. 回售和赎回的强制性。有一些可转换债券附有回售条件,如规定债券的持有人可以在股票市场价格持续低于该债券转股价的一定幅度时,将债券回售给发行人。还有些可转换债券附有强制赎回条款,即在股票市场价格持续高于该债券转股价达一定幅度时,发行人可按约定条件赎回债券;5. 利率较低。按照低风险低利率的原则,可转换债券因为可以同时避免市场上债券和股票双方面的



风险而利率比一般的债券要低。

可转换优先股票是指发行人发行的可以按照约定的条件转换成为普通股股票的优先股股票。优先股股票属于发行人发行的一种特别股股票,指股息固定而不受经营状况和盈利水平的影响,并优先于普通股取得公司收益和剩余资产的股票,因此风险较小。但在对公司经营决策的表决权、超额盈利的分配以及收益率等方面不如普通股。与可转换债券一样,可转换优先股的持有人也可以按约定的条件该股票转换成为普通股股票。

### 六、不可转换证券

不可转换证券是指在任何情况下都不能转换成为同一发行人发行的其他种类的证券的法律凭证。如不可转换债券和不可转换优先股等。一般来说,发行人在发行证券时就明确规定该证券不能转换的条款,如发行的债券为不可转换公司债券,或者发行的优先股股票为不可转换优先股,该类证券持有人只能按照规定的利息率或者固定的股息率取得收益,而不能参与超额盈利的分配。与可转换证券的共同之处就是:不可转换证券的持有人也可以随时将持有的证券进行转让变现。公司发行的债券一般大多数都属于不可转换债券。

### 七、上市证券

上市证券是指依照法定条件和批准程序,在证券交易所公开挂牌交易,作为证券交易所的买卖对象的证券,又称为“挂牌证券”,包括上市股票和上市债券等。

上市证券的特征是:①上市证券必须是证券发行人公开发行的证券;②上市的地点必须是证券交易所;③证券上市必须符合法定的条件和程序;④上市证券实行集中竞价交易。

证券上市的目的和作用:一是发行人使其所发行的证券成为证券交易所的买卖对象,强化其所发行的证券的市场性,使发行人发行的证券更具有吸引力,为发行人提供更多的筹措资金的机会;二是证券上市有利于提高发行人的信誉,因为证券上市需要经过一定的审查程序,批准上市意味着对发行人信誉的肯定。另外证券上市后,各宣传媒介对上市证券每日行情的报道或者分析,又等于是给发行人带来巨大的广告效应;三是维护投资者利益。证券上市后,能够集中在证券交易所按照统一的上市标准、统一的交易法规并在统一的管理和监督下进行交易,从而保证投资者安全、合理、准确、迅速地转让其持有的证券,实现自己的经济利益。

### 八、非上市证券

非上市证券是指发行人发行证券后,不愿、不能或者尚不能在证券交易所分开挂牌交易、不属于证券交易所的买卖对象的有价证券。证券没有上市,大致有以下三个原因:一是发行人发行的证券尚没有满足政府证券管理部门规定的挂牌上市的基本标准或者条件的;二是发行人发行的证券根本就不能满足政府证券管理部门规定的挂牌上市的基本标准或者条件,因而成为不能够在证券交易所上市买卖的证券;三是发行人自己放弃将其发行的证券上市的利益,拒绝证券上市。第三种原因一般是由于发行人资本规模较小,没有必要利用证券交易所募集资金,或者不愿公开自己的业务和财务状况、不愿自己发行的证券成为投机对象、不愿分散自

己的股票等等。非上市证券虽然不能在证券交易所交易转让,但可以通过证券交易所以外的其他场所或者方式转让,如非替代性证券、私募债券等等可以在“柜台交易市场”或者“店头市场”进行交易,但要通过背书和过户程序。

### 九、证券期限

证券期限是指从证券发行人发行该证券之日起,到偿清该证券本息日止的这一期间。并不是所有的证券都有期限,只有作为阶段性投资的证券才可能有期限,如政府或者企业发行的各种债券,就是典型的有期限的证券。发行人在发行有期限的证券时,一般需要考虑这样几个因素:①资金需求的期限。发行人发行不同期限的证券,主要是为了满足不同期限的资金需求,如为了周转期很长的建设项目发行债券,就需要规定较长的偿还期限,否则将难以偿还本金和利息;②未来市场利率走势。如果预测未来市场利率会下跌,即最好发行期限较短的债券。反之,则发行期限较长的债券,以尽量避免利率风险,减少筹资成本;③流通市场的发达程度。如果流通市场比较发达,发行人就可以发行期限较长的债券,因为债券可以随时转让变现而消除了持有人的后顾之忧。反之,则发行人不宜发行期限长的债券,因为投资者可能会顾虑难以变现而不愿购买;④证券市场上其他证券的期限情况、投资者的偏好等等。

根据期限的不同,可以将有期限的证券划分为不同的种类。如债券可以划分为长期债券、中期债券和短期债券。一般来说,偿还期限在 10 年以上的为长期债券;偿还期限在 1 年以下的为短期债券;偿还期限在 1 年以上 10 年以下的为中期债券。

股票是永久性的投资,股东购买股票后,所付货币即归企业支配,不到停业清理时不予退还,如需资金,只能上市场转让股票。因此,股票没有到期日,当然不涉及证券期限问题。

### 十、证券级别

证券级别是指专门研究证券信誉的机构通过研究证券发行人在信用方面的可靠程度,对证券质量所评定的等级。证券级别一般是指各种债券的信用等级,而股票的信用风险在很大程度上取决于公司的内部管理和分配制度,所以一般不对股票进行信用评级,而只是按照股息和分红水平分类排队。证券级别具有以下特点:

第一,评定证券级别的机构,一般是独立的私人服务公司,既不受政府控制,也独立于证券交易所和证券公司,这样才能做出比较公正的级别评定结果。如目前国际上公认的最具有权威性的信用评级机构,就是美国的标准·普尔公司和穆迪投资服务公司,他们都是独立的私人企业,不受任何一方的影响,而且他们占有详尽的资料、先进科学的分析技术、丰富的实践经验和大量专门人才,因此能够做出具有很高权威性的评级。

第二,评定证券级别的目的,主要有二:一是减少信誉较高的发行人的筹资成本,因为信誉等级越高的证券,越受投资者的信任和喜爱,越能够以较低的利率发行;相反,信誉越低的证券,风险也越大,只能以较高的利率吸引投资者。但即便是信誉较低的证券,也需要进行评级,因为只有经过评级的证券才能为投资者所接受,从而开辟发行销路。二是为投资者进行证券投资决策时提供参考和依据。投资者投资证券,是要承担一定的风险的。如对于债券来说,如果发行人到期不能偿还本息,投资者就会遭受很大损失,这就是债券的信用风险。这种信用风

险应当是依发行人的经济实力、经营能力或者未来的偿还能力的不同而有所差别,但对于广大投资者尤其是中小投资者来说,由于受到时间、专业知识和信息的限制而无法对众多的证券进行准确的分析和选择,因此需要有专门的机构对发行人的信用可靠程度进行客观、公正和权威的评定,以方便投资者进行投资决策。

第三,评定证券级别的依据,主要包括三个方面:一是证券发行人的偿债能力,即通过比较发行人的负债比例、预期盈利指标,来分析发行人是否有能力按期还本付息;二是发行人的资信,即通过考察发行人的经济实力、历次偿债情况和违约情况、在金融市场上的信誉等,分析发行人的资信状况;三是投资者可能承受的最大风险,即如果发行人破产或者发生其他意外情形,投资者依法所能受到的保护程度和得到的补偿程度。

第四,证券级别的标准划分因评定机构的不同而有所不同。如穆迪公司将债券按照质量标准从高到低划分为九个等级:“Aaa”为最佳质量级,投资风险小;“Aa”为高质量级,投资风险比较小;“A”为中高级,有诸多有利于投资的因素;“Baa”为中级,不很安全但也不很危险;“Ba”为中低级,有投机因素故偏于危险;“B”为低级,基本缺少有利于投资的因素;“Caa”为低劣质,信誉较差;“Ca”为劣质,具有高度的投机性,风险很大;“C”为最劣质,信誉最差,风险极大。又如标准·普尔公司也把债券按照质量分为九个等级;即“AAA”级、“AA”级、“A”级、“BBB”级、“BB”级、“B”级、“CCC”级、“CC”级、“C”级等,具体含义也大同小异。

第五,不同的证券级别各有不同的作用。对证券级别进行划分,并不具有褒贬的含义,评定机构也并不是向投资者推荐某种证券或者贬低某种证券。对证券级别进行划分的真正意义在于区分各种不同级别的证券的作用,投资者可以根据自己的投资目的而做出不同的选择,既可以选择高级别的,也可以选择低级别的。一般来说,前四级为投资级,后五级为投机级。前四级虽然安全性高,但收益率不高;而后几个级别虽然风险较大,但与高收益率相并并存,往往为不怕风险的投机者所选择。

## 十一、固定收益证券

固定收益证券属于有价证券的一种,指证券所表征的权利是明确的、固定的,投资者可以预先知道自己投资该证券将要获得多少权利的一种证券。这种证券的特点是:证券的持有人通过行使该证券权利,或者依据法律、法规的规定转让该证券时,能够获取比较稳定的收益,与发行人的经营绩效没有直接的联系,所以又称“有确定收益的证券”。如公债、地方政府债、公司债等等各种债券的利息多少,是发行该债券时就已经明确固定的,因此具有的风险较小。

## 十二、浮动收益证券

浮动收益证券属于有价证券的一种,指证券所表征的权利不是明确的、固定的,投资者不可能预先知道自己投资该证券将要获得多少权利的一种证券。该证券的特点是:证券持有人通过行使该证券权利,或者依据法律、法规的规定转让该证券时,其获取的收益多少,需要视该证券发行人的经营业绩优劣或者该证券的市场交易价格涨跌而浮动,因此又称为“无确定收益的证券”。如股票、投资信托受益凭证等等,其股息或者红利有多少,是不可能事先确定的,因此,其内含的风险也大大高于固定收益证券。浮动收益证券还包括一些类似于股票能够带来

升值收益的债券。

### 十三、记名债券

记名债券是指债券的券面上记载持有人(即债权人)姓名或者单位名称的债券。持有人如果是个人(即自然人),券面上记载持有人的姓名;持有人如果是单位(即法人),券面上则记载单位的名称,或者记载其法定代表人的姓名。发行人还要统一登记入册,偿还本金或者支付利息时要根据名册支付。其特点:一是债券持有人一般是特定的债权人;二是债券持有人在领取本金和利息时,必须凭本人印章或者其他有效身份证件;三是转让手续较繁琐,债券持有人在债券到期前需要转让债券时,必须通过背书方式,并且必须到发行人处重新进行登记,办理过户手续,否则转让不具有法律效力;四是更加安全可靠,这种债券一般可以挂失,有效地保障持有人对债券的所有权。

### 十四、无记名债券

无记名债券是指债券的券面上不记载债券持有人(即债权人)姓名或者单位名称的债券,又称为“不记名债券”,是债券的普通形式。发行这种债券时,发行人只记录发行总金额,而不登记债权人姓名或者名称。其特点:一是债券持有人是不特定的社会公众。二是支付本息更简便。债券持有人在领取本金和利息时,只凭持有的债券即可,发行人见券即付,不需根据名册。三是更便于流通。债券持有人在债券到期前可以自由转让,随时变现,转让时只需交易双方认可,交付款项和债券便立即生效,而不需要背书和登记。四是这种债券不能挂失,安全性不如记名债券强。目前我国政府、企业和金融机构等发行的债券,绝大部分都采用无记名债券的形式。

### 十五、国家债券

国家债券是指一国的中央政府为筹集财政资金而发行的一种政府债券,是中央政府根据信用原则向投资者出具的、承诺以在一定时期承担还本付息责任为前提而筹集资金的债权债务凭证。

国家债券的出现要早于企业债券,它是国家信用的主要形式,其主要特点包括:①作用大。中央政府发行国家债券的目的往往是弥补国家财政赤字,或者为一些耗资巨大的建设项目、某些特殊经济政策、战争等筹措资金。②信用度高。由于国家债券以中央政府的税收作为还本付息的保证,因此投资者投资于国家债券一般没有多少风险。③流通性强。国家债券可以全部在证券交易所上市公开交易,还可以随时进行柜台交易,而且信誉高,因此转让比较容易,流动性强。④代用率高。由于国家债券的信用度高、流通性强,因此容易被公众接受,持有人不但可以随时变现,而且还可以作为抵押物,满足其他金融需求。⑤发行和兑付便捷。国家债券的发行方式主要是公募,手续简便;有的债券是贴息发行,到期按券面金额一次还本付息;有的附有息票,持有人可以按期多次领取利息。⑥利率较低。由于国际债券安全性、流通性等都较其他种类的债券强,因此其利率也较其他债券低,但是要高于银行存款利息。

国家债券按照不同的标准又划分为各种不同的种类,主要有:依偿还期限不同,划分为短期国债(1年以内)、中期国债(1~10年)、长期国债(10年以上)和无期国债(即没有具体偿还期限,一般视国家经济、财政状况而定,现在各国已不再发行此类国债);依国家债券的表现形式不同,可以划分为凭证式国债、无记名(实物)国债和记账式国债等;以国家债券的收益方式不同,划分为固定利率国债(发行时一次确定,中间不作调整)、浮动利率国债(发行时只确定第一次支付的利率,第二次及其以后则视情况而定)、贴现国债(低于面值发行)、保值国债(利息与物价指数挂钩)等;依国家债券的面值货币种类不同,划分为国家本币债券、国家外币债券;依国债利息的支付方式不同,划分为贴现国债、付息国债等等。

### 十六、凭证式国债

凭证式国债是国家债券的一种,指中央政府发行的以“凭证式国债收款凭证”记录债权的债权债务法律凭证。其特点:一是可以记名、挂失,具有更高的安全性;二是不能上市流通,持券人如遇特殊情况需要在期限届满前提前兑付的,只能到规定的购买网点兑取,因此这种债券的流通性不如其他债券强;三是收益率一般,利息从购买之日起计算,未到期而提前兑取的,除偿还本金外,利息按照实际持有天数及相应的利率档次计算,经办机构按照兑付本金的2‰收取手续费。

### 十七、实物国债

实物国债是国家债券的一种,指由中央政府发行的以实物券的形式表证持有人享有的债权的债权债务凭证。因为这种国家债券一般不记载持有人的姓名或者名称,所以又称“无记名国债”。这种国家债券的特点:一是发行与申购手续简便,面值不等。发行期内,投资者可以直接在销售国债机构的柜台上购买,在证券交易所设立账户的投资者则可以委托证券公司通过交易系统申购,投资者可以根据自己的需要任意选择面值不等的债券。二是不记名、不挂失,所以这种国家债券的安全性没有凭证式国债的安全性高。三是可以上市流通。即发行期结束后,实物国债持有人可在柜台卖出,也可以将债券交证券交易所托管,再通过交易系统卖出,所以这种国债的流通性比凭证式国债强。

### 十八、记账式国债

记账式国债是国家债券的一种,指由中央政府发行的以记账形式表证持有人享有的债权的债权债务凭证。其特点:一是流通性比较强。它的发行和交易都是通过证券交易所的交易系统进行的,所以投资者如果需要进行记账式国债的买卖,就必须在证券交易所设立账户,便可以自由申购和转让;二是记账式国债可以记名、挂失,所以这种国债的安全性也比较高;三是由于记账式国债的发行和交易均无纸化,所以它兼有高效率、低成本和交易安全的特征。

## 十九、贴现国债

贴现国债属于国家债券的一种,是指由中央政府发行的、发行价格按照规定的折扣率以低于国债面值一定金额的债权债务凭证。其特点:一是其发行价格低于面值,发行价格与其面值的差额即为国债的利息;二是到期一次性还本付息,即政府在债券到期时按照债券面值支付,面值就包括债券的本金和利息。这种贴现国债的本金和利息支付手续方便,为很多国家采用,美国的短期国债和日本的贴现国债等都是较为典型的贴现国债。我国从 1996 年开始发行贴现国债,期限分别为 3 个月、6 个月和 1 年。

## 二十、附息国债

附息国债是国家债券的一种,指由中央政府发行的、债券券面上附有息票的一种债权债务凭证。其特点:一是债券附有息票,持有人按照债券所附息票载明的利率及支取方式领取利息。这种债券息票上标有利息额、支付利息的期限和债券号码等内容,持有人可以从债券上剪下息票,并据此领取利息。二是利息是按期分次支付。附息国债的利息支付方式一般是在偿还期内按期支付利息,如每半年或者一年支付利息一次。这种附息国债现在已开始成为我国国债的一个重要品种,我国 1993 年发行的第三期国债实行按年支付利息,是我国政府发行的第一期附息国债。1996 年我国又发行一次 10 年期国债,也实行按年支付利息。

## 二十一、政府债券

政府债券是指由一国中央政府或者地方政府发行的以税收保证支付本金和利息的债券,包括中央政府债券和地方政府债券。

中央政府债券又称为国家债券,即“国债”或者“公债”。中央政府发行债券,一般有两个目的:一是为国家经济建设筹集资金、加大经济建设投入而发行债券,称为“建设公债”,是一种积极的经济发展战略,如我国在建国之初发行的“人民胜利折实公债”等等;二是为弥补预算收支差额而发行公债,称为“赤字公债”,是一种用于平衡财政收支的有效手段,如我国 1981 年以来发行的国库券等等。中央政府债券是以国家的征税能力作为还本付息的保证,因此风险很小,投资者一般不用担心中央政府债券的偿还能力。为了鼓励投资者购买中央政府债券,大多数国家都规定中央政府债券的投资者可以享有债券利息收入方面的税收优惠,甚至免税。因此,中央政府债券普遍为投资者所热衷,流动性很强,并被广泛地用作抵押和担保。但是也正是因为中央政府债券的风险小、安全性和流动性强,因此其利率一般也低于其他类型的债券。

地方政府债券是指有财政收入的地方政府及地方公共机构发行的债券。地方政府债券筹集的资金,一般用于两种目的:一是用于交通、通讯、教育、医院和污水处理系统等地方性公共设施的建设,以这种目的发行的债券,应当以当地政府的税收能力作为还本付息的担保。二是用于某一个特定项目或者给企业融资,以这种目的发行的债券,一般不能以当地政府的税收作为还本付息的担保,而应当以债券发行人经营该项目所获得的收益作为担保。如地方政府为修建一批用于解决当地中低收入居民住房困难的经济住宅而发行的债券,就应当以这批经济

住宅的租售收入作为还本付息的担保,而不是当地政府的税收能力。地方政府债券代表着地方政府的信誉,安全性也很高,被认为是安全性仅次于中央政府债券即国债的一种债券。但是目前我国地方政府尚不能发行债券。

## 二十二、企业债券

企业债券是指由企业按照法定程序发行的、约定在一定期限内还本付息的债权债务凭证。通常情况下,企业债券主要是指公司债券。在西方,公司债券的发行主体只限于股份有限公司,其他类型的企业是没有资格发行债券的。但是我国在股份制企业试点改革以前,全民所有制企业法人即已开始发行债券,国务院曾于1987年发布《企业债券管理暂行条例》予以确认和法律规范。1993年8月2日,国务院对该条例进行修改后发布《企业债券管理条例》,将企业债券的发行主体扩大到我国境内具有法人资格的所有企业。这种在公司之外的其它企业发行的企业债券,是目前我国特有的一种债券,代表着发债企业和投资者之间的一种债权债务关系。债券持有人是企业的债权人,不是所有者,无权参与或者干涉企业经营管理,但是债券持有人有权按照期限收回本金和利息。企业债券和股票一样,都属于有价证券,可以自由转让。

与政府债券相比较,企业债券主要有以下几个特点:一是风险较大。企业发行的债券主要是以本身的经营利润作为还本付息的保证的,因此,企业债券的风险与企业本身的经营状况有一定的关系,如果企业经营状况不好,连续出现亏损,就会严重影响企业支付投资者本金和利息的能力,投资者就面临着遭受损失的风险。二是收益较高。一般来说,证券市场上的风险与收益是成正比关系的,高风险必然伴随着高收益,企业债券由于具有较大风险,所以企业债券的利率通常也高于中央政府债券和地方政府债券。三是发行程序较复杂。由于企业债券的风险较大,所以企业发行企业债券时,政府一般要对发行人进行严格的资格审查,或者要求发行人必须有财产抵押,以保护投资者的利益。

企业(包括公司)债券按照不同标准可以划分为不同的种类。比较常见的分类有以下几种:

(1)依发行主体的不同,可以将我国的企业债券划分为一般企业债券和重点企业债券。前者又称为“地方企业债券”,没有特殊的规定,一般就是指“企业债券”;后者则是指国家为了促进重点企业的发展,保障重点企业发展资金的需要而特别批准发行的企业债券,其特点:一是发行人为国家确定的重点企业,一般为国有大型企业;二是持有人为国有企业、集体企业、境内的中外合资企业、国家机关、社会团体、事业单位等,目前还不对个人发行。

(2)依债券的期限不同,可以将企业债券划分为短期、中期和长期企业债券。根据我国对企业债券期限的划分,期限在1年以内的为短期企业债券,期限在1年以上5年以内的为中期企业债券,期限在5年以上的为长期企业债券。

(3)依债券上是否记名,可以将企业债券划分为记名企业债券和不记名企业债券。记名企业债券是指企业债券上登记有债券持有人的姓名,投资者领取利息时要凭本人印章或者其他有效证件,转让时要在债券上签名,同时还要在原发行企业登记,否则转让行为无效;不记名企业债券则是指债券上不登记债券持有人的姓名,投资者领取利息时只需持有债券,转让时只需交付即可。

(4)依债券上有无担保,可以将企业债券划分为信用企业债券和担保企业债券。信用企业

债券是指由信用等级比较高的债券发行人仅凭其信用发行的、没有任何担保的债券；担保企业债券则是指企业以抵押、质押、保证等方式发行的债券。因此，担保企业债券又分为三种：一是抵押债券，指企业以不动产作为抵押担保品所发行的债券；二是质押债券，指企业以其有价证券作为质押担保品所发行的债券；三是保证债券，指企业通过第三者担保偿还本金和利息所发行的债券。

(5)依债券是否可以提前赎回，可以将企业债券划分为可提前赎回企业债券和不可提前赎回企业债券。可提前赎回企业债券是指发行债券的企业在债券到期前，有权定期或者随时全部或者部分赎回的债券；不可提前赎回企业债券则是指发行债券的企业在债券到期前无权赎回，只能一次还本付息的债券。

(6)依债券票面利率是否变动，可以将企业债券划分为固定利率企业债券、浮动利率企业债券和累进利率企业债券。固定利率企业债券是指在偿还期内，债券的票面利率固定不变的债券；浮动利率企业债券是指票面利率可以随市场利率的变化而定期变动的债券。累进利率企业债券则是指随着债券期限的增加，利率将不断提高的债券。

(7)依发行企业是否给予投资者选择权，可以将企业债券划分为附有选择权的企业债券和不附有选择权的企业债券。附有选择权的企业债券，是指发行企业给予投资者一定的选择权，比如可以选择可转换公司债券、有认股权证的企业债券、可退还企业债券等等。持有可转换公司债券的投资者，可以在一定的时间内按照规定的价格将企业债券转换成企业发行的股票；持有有认股权证的企业债券的投资者，可以凭认股权证购买所约定的公司的股票；持有可退还企业债券的投资者，有权在规定的期限内退还债券。不附有选择权的企业债券，则是指持有企业债券的投资者没有上述选择权的债券。

(8)依发行债券的方式不同，可以将企业债券划分为公募企业债券和私募企业债券。公募企业债券是指依照有关法律、行政法规规定的程序，经国务院证券主管部门批准，公开向社会投资者发行的企业债券；私募企业债券则是指以特定的少数投资者为对象发行的企业债券，这种企业债券的发行手续比较简单，一般不能公开上市交易。

## 二十三、公司债券

公司债券是指股份有限公司(在我国也包括部分特定的有限责任公司)为筹集资金，依照募集程序向社会公众公开发行的、承诺在未来的特定日期偿还本金并按照规定的利率支付利息的一种有价证券。

根据我国公司法有关公司债券的规定，公司债券主要具有以下特征：

(1)公司债券的发行主体是股份有限公司和一部分特定的有限责任公司。在西方传统的公司法理论与制度中，发行公司债券是股份有限公司特有的权利能力，其他类型的公司和企业没有资格发行债券。而在我国，由于在股份制企业试点改革以前，已经出现全民所有制企业法人发行企业债券的做法，后来又扩展到境内具有法人资格的所有企业，国务院已予以确认并予以法律规范和调整(即1993年8月发布《企业债券管理条例》)，因此，我国企业债券的发行主体已不限于公司。现行公司法所规定的公司债券的发行主体也不限于股份有限公司，有限责任公司也可以依法发行公司债券。当然，并非所有的有限责任公司都有这种权利，公司法规定：只有国有独资公司、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,才有权依法发行公司债券。

(2)公司债券是公司将所需资金额分割为多数单位金额而负担债务的有价证券。这一特征是公司债券与公司的其他一般债务的重要区别。公司法规定:债券总额和债券票面金额为公司债券募集办法应载明的主要事项之一,债券票面金额则为债券法定记载事项。这一特征也说明:公司债券就债权人而言是集团性的;就债务数量而言是巨额的。

(3)公司债券是一种要式证券。公司债券的制作和记载必须按照公司法的规定具备下列事项:公司名称和住所、债券票面金额、债券的利率、还本期限和方式、利息的支付方式、债券发行日期和编号、董事长签名和公司盖章、审批机关批准发行文号和日期等。

(4)公司债券是一种固定收益证券,具有流通性。由于公司债券有一定的票面金额,因此它与股票一样,是一种可以自由流通转让、抵押和继承的有价证券。但与股票不同的是:公司债券所表明的是债券持有人作为公司的债权人所享有的债权,即按照约定期限取得利息、收回本利的权利,而与公司的经营绩效无关;发行债券的公司作为向社会公众借债的债务人,负有按照约定期限向债券持有人还本付息的义务,而不管自己是否盈利。

(5)公司债券持有人具有广泛性和不确定性。由于公司债券是公司向社会公众公开募集的,因此,公司债券持有人不受身份的限制,任何人都可以成为其债权人,包括特定人和不特定人(即记名债券持有人和不记名债券持有人)。公司债券所表证的债,就是发行公司同广泛的特定人和不特定人之间的债的关系。

(6)公司债券是一种风险较大、收益较高的债券。这一特点是公司债券与政府债券的不同之处。公司债券的还款来源是公司的经营利润,而任何一家公司的经营绩效都存在很大的不确定性,远远不如政府债券所依靠的税收收入那样稳定,因此公司债券的持有人要承担着更大的损失利息甚至本金的风险。按照风险与收益成正比的原则,公司债券必须提供给债券持有人较高的投资收益,因此公司债券的利息要比政府债券利息高。

公司债券按照不同标准也可以划分为不同的种类,主要包括:

(1)按照债券持有人是否参加公司利润分配,可以将公司债券划分为参加公司债券和非参加公司债券。参加公司债券是指债券持有人除了可以按照约定获得利息收入外,还可以在在一定程度上参加公司利润分配的债券;非参加公司债券则是指债券持有人只能按照事先约定的利率获得利息的债券。

(2)按照公司发行债券的目的分类,可以将公司债券划分为普通公司债券、改组公司债券、利息公司债券和延期公司债券。普通公司债券是指以固定利率、固定期限为特征的债券;改组公司债券(又叫以新换旧债券)是指以清理公司债务而发行的债券;利息公司债券(又叫调整公司债券)是指面临债务信用危机的公司经债权人同意而发行的较低利率的新债券,用以换回原来发行的较高利率债券;延期公司债券则是指公司在已发行债券到期无力支付而又不能发新债还旧债的情况下,征得债权人同意而延长偿还期限的公司债券。

此外,有关企业债券的不同分类也适用于公司债券。如将公司债券划分为记名公司债券和不记名公司债券;可提前赎回公司债券和不可提前赎回公司债券;附有选择权的公司债券和不附有选择权的公司债券等等。

## 二十四、金融债券

金融债券是指由银行或者非银行金融机构为筹集信贷资金而发行的债券,所以也称为金融机构债券,是金融机构向投资者借款的债务凭证。在欧美国家,一般将金融机构发行的债券统一归类于公司债券。在我国及日本等国家,则单独归类为金融债券。

金融债券与其他债券相比,有以下特征:

(1)金融债券的发行主体是银行和非银行金融机构,而银行等金融机构在国家的经济运行中占有特殊重要的地位,受到中央银行的严格监管。因此,金融债券的信用度高于其他非金融机构债券,安全性高,风险性小。

(2)发行金融债券的目的是为了有效地解决银行等金融机构的资金来源不足和期限不相匹配的矛盾。一般来说,银行等金融机构的资金来源有三个:一是吸收存款,这一来源的缺点是在经济动荡时容易发生储户争相提款的挤兑现象,从而造成资金来源不稳定;二是向其他商业银行或者中央银行借款,这一来源主要是解决短期资金问题,不能满足那些期限较长的投融资的需要;三是发行债券,这一来源比较有效地解决了资金来源和资金运用在期限上的矛盾,因为金融机构发行债券时可以灵活固定期限,对长期项目投资可以发行期限较长的债券。而且债券在到期之前一般不能提前兑换,只能在市场上转让,从而保证了所筹集资金的稳定性。

(3)金融债券的利率形式和还本付息的方式灵活,收益稳定。虽然金融债券因其风险较低而利率也较一般的企业债券低,但仍然高于风险更小的政府债券和银行储蓄存款利率。其利率形式既可以是固定利率,也可以是浮动利率或逐年累进利率,既可以采用贴现利率,一次还本付息,也可以采用定期支付利息等。

(4)操作程序便捷,方便投资者。金融债券一般是由发行债券的金融机构在其营业网点直接向认购者公开销售,到期则直接向债券持有人还本付息,无需中介机构代理,所以对投资者认购债券和行使债券权利极为方便。

根据不同标准,金融债券也可以划分为很多种类,其中最常见的有以下两种:

(1)按照付息方式的不同,可以将金融债券划分为附息金融债券和贴现金融债券。附息金融债券是指债券发行时附有多期息票,标明利率和计算方式,投资者可以按期支取利息的债券。贴现金融债券则是指发行时即扣除债券利息,以低于债券面值的价格销售给投资者,到期则按照面值还本付息的债券,其发行价格与面值之间的差额即为利息。这种贴现金融债券又称为贴水或者贴息金融债券。按照国外通常的做法,这种贴现金融债券的利息收入不能免税,并且不能在证券交易所上市交易。

(2)按照发行条件的不同,可以将金融债券划分为普通金融债券和累进利息金融债券。普通金融债券一般是指按面值发行,到期一次还本付息的债券。期限一般是1年、2年或者3年,类似于银行的定期存款,只是可以转让,并且利率比定期存款要高。累进利息金融债券是指债券的利率不固定,而是随着期限的延长而一年比一年高,也就是说,这种债券的利率是随着期限的增加而累进的,投资者可以在期限内的任何一年随时兑付,并取得规定的利息。

此外,企业债券种类的划分也适用于金融债券。比如:根据债券票面利率是否变动而划分为固定利率金融债券和浮动利率金融债券;根据债券上是否记名而划分为记名金融债券和不记名金融债券;根据有无担保而划分为信用金融债券和担保金融债券;根据是否可以提前赎回

而划分为可提前赎回的金融债券和不可提前赎回的金融债券；根据发行人是否给予投资者选择权而可以划分为附有选择权的金融债券和不附有选择权的金融债券；根据债券期限的长短而可以划分为短期金融债券、中期金融债券和长期金融债券等等。

### 二十五、贴现债券

贴现债券是债券的一种，又称为贴水或者贴息债券，表示发行人在发行该债券时即扣除债券利息，以低于债券票面面值的价格销售给投资者，在债券到期时按照票面面值还本付息。这种债券的发行价格与票面面值之间的差额，就是债券的利息。贴现债券运用比较广泛，有贴现政府债券、贴现企业债券、贴现公司债券、贴现金融债券等等。

### 二十六、固定利率债券

固定利率债券是指债券发行人在发行债券时规定利率在整个偿还期内不予变动的债券。发行人在规定的利息支付日按照固定的利率向持有人支付利息。

这种固定利率债券具有以下特点：

一是债券发行人与持有人之间的利益关系固定，因而发行人的筹资成本和债券投资者的投资收益都是可以事先预计的，不考虑市场变化因素，因而不确定性因素比较小。

二是发行支付本息手续简便。因为利益关系固定，不需要考虑其他复杂因素，手续相对于其他企业债券来说要简便。

三是债券发行人和债券投资者由此承担的市场利率波动的风险较大。当未来市场利率上升时，新发行债券的筹资成本增加，也就意味着原来发行的债券的筹资成本相对较低，债券发行人获利，而债券投资者则会因为自己持有的债券的利率不能随市场利率提高而收益减少，债券价格下降；反之，当未来市场利率下降时，发行人能够以更低的利率发行新债券，也就意味着原来发行债券的筹资成本相对高昂，发行人受损，而债券投资者则会因为其所持有的债券的利率没有随市场利率下跌而收益增加，债券价格上升。

### 二十七、浮动利率债券

浮动利率债券是指债券发行人在发行债券时，规定债券的票面利率在偿还期内将随着市场利率的变化而定期加以调整和浮动的债券。这种债券一般用于筹集中长期资金。

这种浮动利率债券有以下特点：

一是发行人发行债券时，只确定第一次利息支付期内的利率，第二次及其以后的利率则随着市场利率的变化而不断调整。

二是浮动利率债券的利率通常根据市场基准利率加上一定的利差来确定。如美国浮动利率债券的利率水平主要参照 3 个月期限的国债利率等。

三是由于债券利率是随着市场利率浮动的，从而使债券发行人的筹资成本和债券投资者的投资收益与市场变动趋势基本一致，所以可以有效地避免债券的实际收益率与市场收益率之间出现过大的差异。

四是债券发行人的实际成本和债券投资者的实际收益有很大的不确定性。由于债券利率具有浮动性,使筹集资金的成本和投资者的收益无法预料,从而导致较高的风险。

浮动利率债券的种类也较多,如规定有利率浮动上、下限的浮动利率债券;有规定利率到达指定水平时即自动转换成固定利率债券的浮动利率债券;还有附选择权的浮动利率债券;还有规定在偿还期内的一段时期为固定利率债券,另一段时期则为浮动利率债券的混合利率债券等等。

## 二十八、金边债券

金边债券泛指西方国家中由政府发行的公债、国债等一流债券。金边债券起源于 17 世纪的英国,当时英国政府经议会批准,开始发行以国家税收保证支付本金和利息的政府公债,信誉度很高。因为这种政府公债带有镀金黄边,故被人们称为“金边债券”,以后便成为中央政府债券的泛称。第二次世界大战以后,英国政府把英格兰银行及部分重要工业部门收归国有,并发行了亿万英镑的金边债券,以补偿这些部门原来的资本所有者。在美国,经权威性资信评级机构评定为最高资信等级(AAA 级)的债券,也称为“金边债券”。

金边债券的显著特点,是流动性强、信誉高、收益稳定。由于它是以中央政府的征税能力作为还本付息的保证,投资者一般没有必要担心金边债券的偿还能力问题,而且无论期限长短,都能够给投资者带来可观的、稳定的收益。

## 二十九、垃圾债券

垃圾债券是指那些利息高但是风险性大、安全性低的债券。垃圾债券来源于英文 Junk-bond 一词,Junk 意指旧货、假货、废品、哄骗等,用这种词来为债券命名,是因为这种债券虽然利息高(一般要较国债高 4 个百分点,有的收益率甚至达 50% 以上),但是风险大,对投资者的本息保障较弱。

垃圾债券最早起源于 20 世纪 20 及 30 年代的美国,最初是指那些曾经有过投资级的信用评级,但由于管理不当或者其他原因而使经营状况恶化、濒于破产的公司所发行的债券,也包括一些小型公司为开拓业务筹集资金而发行的信用受到怀疑、问津者较少的债券。后来垃圾债券的含义进一步延伸,主要是指那些专门从事破产或者即将破产公司的收购机构为挽救破产公司而发行的债券,使垃圾债券的发展与世界经济中兼并收购活动的活跃日益联系在一起。美国的垃圾债券市场至 70 年代末期开始急剧膨胀,其原因:一是因为此时正值美国产业调整与重组时期,由此出现的大量更新、并购所需资金因风险较大而不可能依靠股市和银行,只能大量发行高利息、高风险的垃圾债券;二是此时美国金融管制放松,对债券发行人的审查和管理放宽;三是 80 年代后美国经济步入复苏,带动债券市场的繁荣;四是杠杆收购(即小公司通过高负债收购较大公司)的广泛运用,使濒于破产公司的收购者可能并非实力雄厚的大公司,而是那些专门从事公司收购但自己并没有足够资金的小机构。小机构一般只能举债收购,待被收购公司的潜力一旦得以充分发挥时即可从中牟取暴利,举债的途径:要么向银行借款;要么发行以被收购公司资产作抵押的高息债券,这就是垃圾债券。很明显,垃圾债券不可能摆脱“高风险—高利率—高负担—高拖欠—更高风险……”的恶性循环怪圈,其潜在风险是巨大的。

在国家经济状况看好时,垃圾债券还能够起到一些积极作用(如筹集大量游资、迫使企业刻意求新、改进管理等),人们更多地注意其高收益而忽视其高风险;一旦国家经济稍有不景气趋势,垃圾债券的问题就会暴露无遗。

### 三十、本币债券

本币债券是指就某一具体国家而言,本国的筹资者在本国或者在他国以本国货币作为面值发行的债券。发行本币债券的形式主要有:一是国内筹资者在本国发行的以本国货币为面值的债券,如本国中央政府和地方政府在本国境内发行的政府公债和地方公债,本国的金融机构在本国境内发行的金融债券,本国公司或者企业在本国境内发行的公司债券或者企业债券等等;二是国外的筹资者在本国发行的以本国货币为面值的债券,如中国的筹资者在日本发行的以日元为面值的债券,对日本来说就是本币债券,而日本的筹资者在中国发行的以人民币为面值的债券则是中国的本币债券。这种本币债券也包括政府债券、金融债券、公司债券和企业债券等。以上两种本币债券中,第一类本币债券由于不涉及外汇管理制度,所以其程序和手续要简单得多,第二类本币债券的发行程度及手续则要繁锁和复杂得多。本币债券也有长期(10年以上)、中期(1年以上10年以下)和短期(1年以下)之分,也因发行主体的不同(如是政府还是公司企业)而风险性和收益性有所不同。

### 三十一、外币债券

外币债券是指就某一具体国家而言,本国的筹资者在本国或者他国发行的以他国或者第三国货币为面值的债券,属于国际债券的一种。外币债券可以划分为三大类:一是本国的筹资者在本国发行但是以外币为面值的债券,比如中国的筹资者在中国境内发行以美元为面值的债券,对于中国来说属于外币债券,但对于美国来说则属于本币债券;二是本国的筹资者在他国发行并以发行所在国的货币为面值的债券,比如中国在日本发行的日元债券、中国在德国发行的德国马克债券、日本在美国发行的美元债券、美国在英国发行的英镑债券等等,对于发行国来说都是外币债券,而对于发行所在国来说则是本币债券;三是本国的筹资者在他国发行的但以第三国的货币为面值的债券,比如日本在欧洲发行的美元债券等等。与本币债券类似,外币债券也包括外币公债债券、外币地方债券、外币金融债券和外币公司债券等等,债券期限也包括长期、中期和短期,债券的风险程度和收益率也因期限、发行主体等的不同而各不相同。发行外币债券的优点是:它突破了一国国内资金供应状况的限制,帮助国内的政府、金融机构、公司和企业从他国或者国际市场上筹集到急需的外汇资金,同时也帮助有闲余资金的国家找到了资金的出路;但发行外币债券也有难免的缺点:要受到发行所在国政府的严格检查和控制以及该国外汇管理制度以及其他有关法律、法规的约束,所以发行程序和手续比较复杂。

### 三十二、国际债券

国际债券是指一国的筹资者为筹措和融通资金,在国外金融市场上向外国投资者发行的、以外国货币为面值的债券。国际债券的发行和交易,既可用来平衡发行国的国际收支,也可用

来为发行国政府或者企业引入资金从事开发和生产。

国际债券的重要特征,主要有以下几方面:

一是发行者和投资者总是分属于不同的国家,筹集的资金来源于国外金融市场。在国际证券市场上,国际债券的发行人主要是各国政府、政府所属机构、地方政府、银行及其他金融机构、公用事业机构和工商企业等等,而国际债券的投资者则主要来自外国银行或者其他金融机构、各种基金会、工商财团以及广大私人投资者等。

二是债券的发行必须考虑诸多国际因素、惯例或者发行所在国的规定。比如采用公募方式时,如果是在美国发行债券,则必须根据美国证券法案的规定,向证券交易委员会呈报申请书。如果发行人是中央或者地方政府的,必须提供该国或者该地区的经济政治局势、对外贸易、国际收支、国际储备、对外负债及财政金融形势等等详细资料和统计数字,如果是企业则必须提供该企业的资产负债表、企业活动经营成绩等详细情况等。这些程序通过后,应当由发行人先与国际性大银行或者证券公司联系,选定牵头银行,初步确定债券发行的条件,然后组成银行集团进行包销,投资者购买后可以在公开市场上流通、买卖。发行人也可采用私募方式,即只同几家银行进行直接交易,发行记名债券,不得公开出售或在市场上流通。此外,有关国际债券的发行费用和发行额等,一般也有需要考虑的诸多国际市场因素和惯例。

三是国际债券的偿还方式有两种,即期满偿还和期中偿还。前者是指在期满时一次还本付息,一般用于期限较短的国际债券;后者则是指期满前分次偿还,至期满全部还清,一般用于期限较长的国际债券。期中偿还方式一般又有三种形式:一是定期偿还,如每隔半年或者一年偿还一定金额,一般来说期限在7年以上的国际债券通常要求定期偿还,偿还的手段主要有抽签偿还和买入注销两种;二是任意偿还,即在期满前,发行人可以任意偿还其债券的部分或者全部。由于这种由发行人单方面决定的方式可能会使投资者失去部分收益,因此一般要以高于债券面值的价格予以补偿;三是购回注销,即发行人在有利的情况下(如债券的市场价格低于面值时)从市场上买回自己发行的债券。

国际债券按照发行所用货币与发行地点的不同,又可分为外国债券和欧洲债券两大类。外国债券是指一国的筹资者在他国发行的以发行所在国货币为面值的债券,其特点是:债券发行人在一个国家,而债券发行市场和债券的面值货币则属于另一个国家;后者则是指一国的筹资者在他国发行的以第三国货币为面值的债券,其特点是:债券发行人、债券发行地点和债券面值货币三者分属于不同的国家,由于这种债券的发行地点最早以欧洲为主,所以称为欧洲债券。

### 三十三、欧洲债券

欧洲债券是指一国的筹资者在他国发行的以第三国货币为面值的债券,属于国际债券的一种。因其最早产生于欧洲而得名。

欧洲债券是20世纪60年代初期随着欧洲货币市场的形成而兴起的一种国际债券。当时,美国政府为防止资金继续外流,规定美国居民购买外国在美发行的证券,所得利息一律征收“利息平衡税”,后来又限制美国银行和其他金融机构对国外借款人的贷款额。在这种情况下,一些需要美元资金的欧洲国家不得不在美国之外的欧洲市场上发行美元债券,以吸收欧洲各国的大量闲置美元,由此形成了欧洲债券。第一笔欧洲债券是1961年2月在卢森堡发行

的,但在 60 年代和 70 年代发展缓慢,至 80 年代以来才有了较快的发展。目前,欧洲债券已成为在国际资本市场上筹措资金的一个重要手段。

欧洲债券具有以下几个特点:

一是债券的发行不需要批准手续,也不受发行地所在国家的法律法规约束和金融当局的管理,不需要注册和说明,只需要在发行时规定:以后如发生有关债券方面的纠纷时应当按照哪国的法律仲裁即可。这样,欧洲债券市场基本上是一个自由市场。

二是投资安全性强,收益率高。欧洲债券的发行人通常是政府机构、国际金融机构、比较大的跨国公司、大企业等,都有较高的资信。债券的发行一般都由大的国际银行筹办,再由几家大银行组织一个世界范围的发行辛迪加(或承保辛迪加),债券发行后,要由一家财务代理人管理日常事务和一家支付代理人管理还本付息事务。因此,在欧洲债券上投资比较安全,而且利率一般要高于各国国内债券,加之欧洲债券的利息收入通常免税,增加了投资者的投资收益率。

三是债券种类和货币选择性强。由于发行不需要批准,比较自由、灵活,因此欧洲债券可以使用各种不同的货币,发行各种不同期限和类型的债券,供投资者选择。如使用的货币除了美元外,还有德国马克、英镑、瑞士法郎、法国法郎、荷兰盾、加拿大元、日元、科威特第纳尔等等,也使用复合货币单位,如以欧洲记账单位或者特别提款权作为债券面值货币等。发行人可以根据货币的汇率趋势、利率高低和货币的用途等,决定使用的面值货币。债券的种类也不断增加,目前常见的有:固定和浮动利率债券、可转换为股票的债券、双重货币债券(即以不同的货币计价发行和支付)、附有认购各种金融商品权的债券、无期债券(即无固定偿还期限的浮动利率债券)、附有转换权浮动利率债券(即可按约定条件随时转换为固定利率债券)等等。欧洲债券的期限除了有短期、中期和长期中期外,还有 40 年的超长期债券。投资者可以根据以上各种债券的收益情况、风险程度等,选择购买任何一种债券。

四是债券市场容量大而且自由灵活。由于没有利率管制、没有发行额的限制,因此能够满足各国的不同的筹资者的筹资需要。欧洲债券通常是由几家大的跨国金融机构办理发行,面广而且手续简便,发行费用和利息成本较低,也增加了对筹资者的吸引力。

五是欧洲债券一般以不记名方式发行,并且可以并存在国外,适合一些投资者希望保密的需要,由此增加了对投资者的吸引力。

### 三十四、扬基债券

扬基债券是外国债券的一种,指外国筹资者在美国债券市场上公开发行的、以美元为面值货币的外国债券。“扬基”源于英文“Yankee”一词的音译,是欧洲人称呼美国人的一种口语,意为“美国佬”,由于在美国发行和交易的外国债券都是同美国人打交道,故而得名。扬基债券产生的时间很早,但在 20 世纪 80 年代以前,发展十分缓慢,原因是扬基债券的发行受到美国政府十分严格的控制,发行规模难以扩大。特别是在 1964~1974 年间美国政府对扬基债券的投资者的投资收益征收利息平衡税,大大限制了扬基债券的发行规模。80 年代中期以来,美国国会顺应金融市场改革潮流,通过了证券交易修正案,简化了扬基债券发行手续;同时美国政府还为扬基债券的发行人提供了一个被称为“棚架”的登记便利,即发行人先在美国证券交易委员会登记批准后,可以等待对自己最有利的时刻再进入市场。这些有利措施的运用,使扬

基债券市场在 80 年代中期后有了显著的发展,1992 年扬基债券的发行量为 232 亿美元,1996 年增加至 405 亿美元。

扬基债券具有以下几个特点:①债券期限长。扬基债券的期限通常为 5~7 年。一般来说,发行人的信誉越高,发行的债券期限越长,有些信誉好的大机构发行的扬基债券期限甚至可达 20~25 年。②发行规模大。近年来,扬基债券发行额平均每次都在 7500 万到 1.5 亿美元之间。像世界银行这样的大额发行人,每次发行金额甚至高达几亿美元。③交易范围广。几乎所有的扬基债券都是在美国纽约证券交易所挂牌上市,债券一旦发行,二级市场即可交易,交易范围遍及美国各地,能够吸收美国各地的资金。同时,由于欧洲货币市场提供的转手的便利,扬基债券交易的范围实际上遍及全球。④美国控制严。扬基债券发行人必须取得投资资信评定机构的等级,必须向美国证券交易委员会注册登记。⑤发行手续繁琐。虽然美国政府对其发行手续进行了多次简化,但仍然远比一般债券繁琐。⑥投资安全性强。扬基债券的发行人一般是美国以外的政府、金融机构、工商企业和国际组织,实力强、信誉好,投资风险较小。⑦投资者以人寿保险公司、储蓄银行等机构为主。

### 三十五、武士债券

武士债券是外国债券的一种,指外国筹资者在日本国内债券市场上发行的、以日元为面值货币的外国债券。“武士”是日本古时的一种受尊敬的职业,后来人们习惯将一些带有日本特性的事务同“武士”一词连用,债券因此而得名。

武士债券的特点:一是其发行人一般为日本以外的政府、金融机构、工商企业和国际组织,第一笔武士债券是亚洲开发银行在 1970 年 12 月发行的,早期武士债券的发行人主要是国际机构;二是武士债券均为无担保发行,即一般都属于信用债券;三是武士债券的典型期限一般为 3~10 年;四是武士债券一般在东京证券交易所上市交易;五是发行规模大。虽然 1973 年~1975 年由于受到世界石油价格暴涨的影响导致日本国际收支恶化,武士债券的发行被迫中断,但至 80 年代以后,日本贸易出现巨额顺差,国内资金充足,日本放宽了对外国债券发行的限制,武士债券发行额大幅度增加,1996 年发行额达 355 亿美元。

武士债券还是我国金融机构第一次进入国际债券市场发行外国债券时首先选择的对象。1982 年 1 月,中国国际信托投资公司在日本东京发行了 100 亿日元的武士债券,向国际债券市场迈出了第一步。1984 年 11 月,中国银行又在日本东京发行了 200 亿日元的武士债券。

### 三十六、龙债券

龙债券是外国债券的一种,指外国筹资者在亚洲国家发行的,以非日元的亚洲其他国家或者地区货币为债券面值货币的外国债券。龙债券是东亚地区经济迅速增长的产物。随着东亚经济的迅速发展以及与世界经济的日益紧密的联系,从 1992 年起,龙债券得到了迅速发展。其主要特点:一是龙债券在亚洲地区(一般在香港或新加坡)挂牌上市;二是龙债券的典型偿还期限为 3~8 年;三是龙债券对发行人的资信要求较高,一般为政府及其相关机构;四是龙债券的投资者范围较广,包括官方机构、中央银行、基金管理人及个人投资者等。



## 第二章 债券的法律关系

### 第一节 由债券产生的权利义务关系

#### 一、支付债券本金和利息

债券发行人对每一位债券持有人的首要义务是定期按照债券票面上的要求兑付债券利息。当然,对无息票债券或大幅度折价债券来说,其发行人则没有此项义务。其次,债券发行人必须在债券到期日偿还债券本金,或按照债券条款所允许的提前赎回日期偿还债券本金。当然,对永续债券来说,因为它没有到期日,因而其发行人没有此项义务,除非发生违约。倘若债券是固定利率债券,发行人以固定利率兑付利息。倘若是浮动利率债券,则以可变利率兑付利息。浮动利率债券通常是每半年兑付利息。固定利率债券则是每一年兑付利息。对这两种债券的利息兑付都必须在最后到期日或提前赎回日之前保持连续性。

浮动利率债券的应付利率通常是参照一项基本利率,再加上发行人已同意付给债券持有人的利差决定的。例如,在伦敦国际债券市场上,浮动利率债券的应付利率是由特别指定的一家银行来决定的,其程序与国际银团贷款决定利率的程序相似。在半年息或年息指定兑付日的两个交易日之前,被指定的代理银行将询问四家可备咨询的银行关于它们在伦敦的银行间存款利率的行情。然后代理银行从这些利率中求出一个算术平均数。这种算法所得出的正是所谓伦敦同业拆借利率(LIBOR)。假如从四家可备咨询的银行中没有得到令人满意的行情表,代理银行通常将被授权参照少于四家银行的情况来决定利率。若没有可供参考的行情表,代理银行可参照以前利息期的利率支付情况作出决定。在通常情况下,代理银行关于利率的决定对债券持有人的应付利率是确定性的。

在有些情况下,对浮动利率债券还指定一个最低限,作为债券持有人在债券标定货币的利率发生螺旋式下降时,可请求使用的债券利率。对有些浮动利率债券来说,如果其标定货币的六个月期的基本利率降低到该债券的利率最低限,这一最低限利率就变成了该债券的固定利率。在这种情况下,如果被参照的基本利率降低到了债券利率的指定最低限,浮动利率债券

在期满之前就自动地转为固定利率债券,其结果是产生了一种所谓“下跌锁底”债券。但是,假如基本利率随后又回升到债券利率的最低限之上,而浮动利率债券已在其利率最低限上转为固定利率债券,该债券的持有人则处于不利地位。由“下跌锁底”方式转变成的固定利率债券不会再转为浮动利率债券,因而债券持有人也就不能够再从利率上升中获利。倘若不采用“下跌锁底”条款,而是在基本利率处于最低限时,支付给债券持有人最低利率,同时不使浮动利率债券因此转变固定利率债券,而且当基本利率回升到最低限以上时,债券持有人仍可要求按回升后的利率兑付,那么债券持有人的利率就不会受“下跌锁底”条款的限制。

当债券到期日到来的那一天,兑付债券本金或债券面值的问题就提出来了,除非根据债券条款允许提前偿付。一般来说,偿还本金要求整笔支付。偿还本金日通常与支付利息日为同一天。

## 二、提前偿还

某些债券还规定有提前偿还条款,这是因为某些债券因纳税缘故而被允许提前偿还。提前偿还又可分为可自由选择的和强制性的。

### 1. 可被自由选择的可提前偿还债券

该类债券主要是指那些具有“回收”选择权的债券和具有“出售”选择权的债券。具有“回收”选择权的债券为其发行人提供了一项可以在最终到期日之前的一段时间内赎回该债券的选择权,一般是在最终到期日之前的 12 至 24 个月之内。该债券的发行人通常要在回收前的 30 至 60 天之内发送给债券持有人一份偿还通知书。赎回一般仅限于按债券面值或按与面值同等的数额偿还,即付清票面上所示意的本金。但是,如果该债券在市场上可以在其票面价值以上进行交易,那么给予其发行人权限于付清票面本金的权力就可能有害于该债券持有人的权利。这是因为债券持有人在法律上被强迫向发行人要求清偿其所持有的债券的票面本金。因此,有些债券可在指定的行使赎回权的期限内以高于票面价值赎回。例如,假如在债券到期日前四年内行使赎回权,可溢价 2% 赎回。另外,赎回只能在按照偿还通知书中所指定的某一利息兑付日进行。

具有“出售”选择权的债券则为该债券持有人提供了在债券期限内的某一时期要求该债券的发行人赎回其债券的选择权,同时要求该债券持有人在行使此项权利(“出售”权)之前通知该债券发行人。其方式是将该债券和出售通知书一并送交支付代理人。

### 2. 强制性的可提前偿还债券

有些债券是可以附加强制性可提前偿还条款发行的,要求债券发行人分期偿付债券本金,其结果是发行人有义务按照债券中指定的时间偿付指定部分的债券本金。这种类型的分期分批偿付可以有两种方式。第一种方式是要求债券发行人按发行债券总额的百分比依次递增的方式分期偿还。例如,如果发行债券总额是 1 亿美元,发行人可能被要求在第一年偿还发行总额的 10%。第二年为 20%,依此递增。第二种方式是要求分期偿还与每一次债券发行相联系,即每一次都按每次债券发行额的百分比偿还。这种债券被称为分批还本债券,亦称序列债券(Serial bonds),即连续若干年每年以等额偿还的债券。由于该债券的分期偿还都是根据预定日期进行的,因而该债券的发行人对所有的该债券持有人均可以按同一时间分期付款。每

期应付本金的付款方式是由该债券持有人将该债券息票交付给支付代理人,并表示要求支付每期本金的偿还数额。

倘若采用上述第一种分期付款方式,即对全部债券发行总额在一定时期内实行分期付款,其方式可以由发行人从两种方法中任选一种。第一种方法是让债券受所谓“偿债基金”(Sinking fund)条款的支配,即要求发行人按抽签结果排列分批偿还债券本金的顺序。持有中签债券号码的债券持有人有权要求其债券得到清偿。载有偿债基金条款的债券被称为偿债基金债券,其发行条款规定,发行人须按期提拨一笔款项,其总额连同利息在内应足以偿还原定基金金额。此项要求一般是通过清算机构实施,在法律上,对这种付款方式的要求通常只是要求在偿还日之前的几周内,在指定报刊上将中签债券号码通知债券持有人。第二种方法是所谓“购买基金”(Purchase fund)条款,即要求发行人委任一名购买代理人,要求该代理人在指定期间内,在市场上买下一一定数额的债券。该代理人可以斟酌决定以什么样的价格购买该种债券。这种债券也被称作是购买基金债券。在这里,必须加以说明的是,该债券持有人没有义务必须将其债券以出售给购买代理人的方式完成清偿。这也是偿债基金债券和购买基金债券之间的根本性区别。

就展期债券和可收缩债券而言,其期限可以根据其持有人的选择延长或缩短,因为它们是一些可在其持有人一致同意的情况下,将原偿还期予以适当推迟或提前的债券。该债券持有人选择债券期限延期或收缩的决定必须发生在一段特定的时期,通常是在债券期限内的最后一年。近期或收缩通常也只是两、三年的时间。

对那些在其到期日之前已被清偿或出售的债券能否由其发行人再出售的问题,存在着不同的法律规定。按照英国的有关法律,发行公司有权再发行已由其清偿的公司债券,除非在该公司的章程中能够找出有相反规定的条款,或不符合有关合同或已做出的有关规定。英国法律界人士认为,可流通票券的发行人可以将在该票券到期日之前已付款赎回的票券再发行出去,其理由是可流通票券的发行人在该票券到期日之前,向原持有人付款赎回票券的行为并没有使该票券得到全部清偿。然而,在现代欧洲债券的契约中,对在到期日之前被清偿或出售的债券适用撤销条款。该条款要求债券发行人注销该债券,并不得将该债券再发行或再出售。

在债券到期日之前清偿或出售债券,还必须以债券持有人方面履行缴纳所有尚未到期的息票义务为有效条件。假如有一张尚未到期的息票遗失,债券持有人则不能得到使其债券清偿的权利。但在实际操作中,固定利率债券的发行人通常被授权允许在向债券持有人付款时,从应付本金中扣除遗失息票中的金额。如果被遗失的息票在债券到期日之前被找到,债券持有人则有权要求归还被扣除的金额。而对浮动利率债券来说,则不可能有扣除被遗失的息票金额的问题,因为不可能确定将来应付利息的金额。因此,浮动利率债券不能规定扣除条款,但其发行人有权向债券持有人要求补偿,以替代对被遗失的息票的清偿,以及由于未缴纳息票使发行人蒙受的任何损失。

### 三、保障债权人权益条款

#### 1. 同等优先清偿权条款

同等优先清偿权条款要求债务人不得签署比该项债券债务更优先清偿的其他债务,其要

旨是：“债券和息票产生了发行人直接的和无担保的义务。该义务在任何时候对诸位债务人都都是同等的，没有任何优先权，即根据债券和息票所要求的发行人的清偿义务，在任何时候对其现在和将来的无担保和无附属义务都是同等的”。该条款第一句话的意思是，债券发行人不得在债券到期日之前仅对某些债券持有人，而不是全体债券持有人承担应付本金的义务，除非在债券上已有明确规定，诸如在偿债基金债券和购买基金债券上的规定。同样，债券发行人也不得在债券到期日仅对某些债券持有人，而不是全体债券持有人偿付应付本金。换句话说，就是要对所有债券持有人一视同仁。该条款第二句话的目的是为了确保当发生发行人无力偿付债务或破产时，或在与债权人签订为偿还部分欠款而了结债务的协议时，所有的无担保债权人都将受到同等的或按比例清偿的待遇。但是，从许多国家的法律制度来看，产生这一效果的可能性恐怕是很小的，因为有关破产问题的公司法或税法给予了债权人各式各样的优先权。然而，规定该条款的结果似乎是，倘若任何无担保债权人因任何原因根据任何可适用的法律制度，事实上已取得了较之其他无担保债券持有人的优先权，发行人则违反了其所承担的义务。

## 2. 限制抵押条款

限制抵押条款的目的是为了防止债券发行人从其自身或其分支机构的任何财产中给予抵押权益，以便使其财产在遇到财产清理时，对所有无担保债权人保持有效。该条款的实施是通过一项禁令方式来实现的，规定“发行人不得允许在其全部的或部分的、现在的或将来的财产中存有任何在法律上负责偿还的义务或担保，以提供任何质权、对抵押财产的索赔权、债权或其他抵押权益”。另外还要求债券发行人的分支机构不得有上述明令禁止的行为。该条款通常还进一步要求，如果债券发行人或其子公司愿给予此类抵押权益，发行人必须确保所有的债券均可从抵押权益中同等地或按比例地得到保证，或者向所有债券提供同等价值的抵押权益。

限制抵押条款对债券凭证和银团贷款协议来说，基本上是相同的，或是共用的。但是从范围来看，限制抵押条款使用在债券上没有像使用在银团贷款上那样广泛。人们可以很容易地发现，在债券的限制抵押条款中的所谓不允许发行人或其下属分支机构给予抵押权益，大多是就国际债券发行或“公共债条”而言的，其限制是无法与银团贷款结合在一起的。而在银团贷款中，限制抵押条款不允许对任何形式的错贷和负债给予任何形式的抵押权益，而不仅仅是在某种程度上的限制，即把该条款局限于国际债券发行。而且在银团贷款协议中，银行除了有限制抵押条款和同等优先清偿权条款以外，还有财务比率条款，禁止处置公司资产条款和控制借款人与其他公司合并条款等保护性条款。相比之下，债券持有人则缺少附加的、带有实质性内容的条款保护。

那些通过债券发行筹集资金的借款人，与在银团贷款市场上的那些借款人相比较，其财务和商务实力要大得多。这是缺少为债券持有人提供广泛的条款保护的原因之一。另一个原因则是债券发行的法律框架决定了安排债券发行的投资银行所承担的风险的局限性，即只有当投资银行不能够成功地把债券卖给投资者时，投资银行才面临风险。而这一风险也只是持续到发行程序开始后的一段短暂时期。一旦债券到了投资者手里，发行人无力偿付债务的信用风险就转移到了债券持有人身上，并且一直跟随到债券到期日为止。而投资银行却早已从中摆脱出去了。相反，在银团贷款过程中，借款人无力偿付债务的信用风险却始终伴随着银行，一直到贷款偿还为止。况且，在债券发行过程中，真正的贷款人，即债券持有人，不参加与发行

人谈判商定将由发行人遵守的条款。而在银团贷款过程中,真正的贷款人,即银行,谈判决定对其贷款资产的保护十分必要的条款内容的性质。在债券发行过程中,由投资银行所关心的对债券持有人的保护问题,在很大程度上将由两个因素决定,一是在市场上未来可能的投资者期待着什么?二是发行人准备接受什么?如果投资银行认为债券购买者将要求更大程度的通过条款形式的保护,那么必要的保护性条款将无疑被包括进去,因为这是为了能够成功地将债券卖给投资者所需要的。因此,在债券发行过程中,条款保护的程度将部分地取决于市场营销决策方面的结果,以及借款人方面的因素,而银团贷款方面的条款保护程度则取决于商业银行贷款人为防范借款人的信用风险所作出的决策方面的结果。

### 四、违约、拖欠

债券的风险分为系统性风险和非系统性风险。系统性风险是由于债券本身带来的风险,包括利率风险和通货膨胀风险。利率风险,亦称货币风险,指因银行利率变动而引起债券市场价格变动,导致债券投资收益损失的可能性。通货膨胀风险亦称购买力风险,是指由于物价上涨、货币购买力下降,从而引起债券投资者的投资收益贬值的可能性。债券的非系统性风险也分为两种:一种是信用风险,另一种是流动风险。信用风险是指与资信有关的风险,包括发行人不履行义务的风险。流动风险是指债券的变现能力方面的风险。由于债券的流动性强表现为债券的交易速度快,所以它涉及到发行规模,市场心理、市场中介人的作用等方面的问题。

债券发行人或担保人无力偿付到期债务,意味着发行人将进入破产程序。随之可能发生的是,由法院指定的破产清算人或管理人负责清理发行人或担保人,或其子公司的资产、企业或收入;采取步骤递延支付义务;与债权人达成债务和解;停止发行人或担保人的业务活动;进行财产分配等项活动。

一般而言,债券会有一些有利于其发行人在可能被要求偿付债券应付本金或利息时的条款规定,如发行人若到期不能支付债券本金和利息,可以允许有一周的宽限期;再如发行人若未能履行其在债券中的任何义务,可以在接到违约拖欠通知书之后,有两周或一个月的宽限期,允许发行人在此期间内,可以在不承担立即支付债券本金和利息的法律责任的情况下弥补拖欠。就国际债券的主权国发行人(政府发行人)或担保人而言,其贷款或其他债务可依法享有延期偿付权,即在紧急情况下,如战争、经济萧条或银行假日,对债券利息或本金可延期支付。这种依法延期支付应由政府部门宣布。另外,债券还应规定有交叉拖欠条款,即要求债券发行人在其其他债务的到期日之前公告该债务的应付情况。该条款在实际运作中是非常重要的,因为它是对债券持有人缺少广泛的条款保护的补充,其原因是因为它涉及到发行人的其他融资活动。当任何其他无担保的银行贷款人或债权人可以提前偿还其贷款或发行人债务时,都可以使发行人的偿还义务得以尽早实施。交叉拖欠条款还可能规定得比较灵活,即规定一项在拖欠发生之前必须公告的应付的最低数额。

## 第二节 债券受托人

### 一、债券受托人的权力和作用

债券持有人对债券发行人行使法定权力可以通过两种方式进行：一是由债券持有人个人或集体行使；二是通过债券受托人行使，由债券受托人代表全体债券持有人采取行动。倘若债券发行使用信托契约(Trust Deed)，债券持有人对发行人的法定权力就转让给了受托人，由受托人处理发行人与持有人之间的法律关系。虽然对受托人的选择通常是由债券发行人或发行管理人作出的，但指定受托人是为了让其代表债券持有人并保护债券持有人利益的。由于债券受托人是债券持有人的代表，受托人在代表债券持有人方面具有以下权力和作用：

(1)当债券发行人拖欠偿还债券时，只有受托人被授权向发行人提出加速偿还债券的要求，而个别债券持有人不允许对发行人的拖欠提出付款要求或要求加速偿还，除非在有相当比例的债券持有人要求受托人向发行人提出要求时，债券持有人也有权在发行人违约拖欠时要求加速偿还。

(2)受托人对要求加速偿还与否有广泛的选择权，有时甚至关于是否有拖欠偿还债券事实的认定也要取决于受托人的选择权，即取决于受托人是否认为有损于全体债券持有人的利益。只有当受托人认为违约拖欠已成事实并有损于债券持有人利益时，债券持有人才可以要求受托人对加速偿还债券提出要求。

(3)当发生违约拖欠时，受托人有权要求所有的支付代理人(如财务代理人)向受托人支付有关债券的全部款项，并要求它们代表受托人持有所有的资金、债券和息票。

(4)受托人单独有权对发行人实施强制执行程序，而个别债券持有人则没有此项权力。

(5)受托人有权放弃对发行人违约拖欠的法律追究，如果受托人认为发行人的违约拖欠不会损害债券持有人的利益。这样一项弃权被认为是受托人独有的，并且对债券持有人是有约束力的。而债券持有人也有权以在债券持有人大会上通过一项非常决议的方式，要求受托人不放弃对发行人的法律追究。然而，这项权力仅仅是理论上的假设，因为召集持有人大会的时间是非常紧迫的。

(6)受托人还被授权作为替代债务人代替发行人承担偿还义务。这项权力的行使无需债券持有人的同意，也不受债券持有人大会非常决议的限制。这是一项更新债务人义务的权力。

(7)受托人还被授权修改信托契约条款，可以不征求债券持有人的同意，但必须与发行人有协议。

(8)受托人还在解释信托契约方面享有独占的确定任何问题的权利，但是要受到法院司法管辖权的制约，即在任何情况下，法院都可以要求受托人对信托契约条款作出合理的解释。

受托人最重要的作用是代表债券持有人的利益对发行人强制执行兑付债券本金和利息。这一作用的结果是，虽然对债券本金和利息的兑付存在着两项平行条款，即一项是对受托人

的,另一项是对债券持有人的,但每一项条款的履行都可以通过向发行人的支付代理人(如财务代理人)一次兑付本金和利息来完成。发行人不承担分两次兑付债券本金和利息的法律责任,即一次对受托人,另一次对债券持有人。然而,如果债券发行人未能向债券持有人兑付本金和利息,受托人就要使用要求发行人立即兑付或加速偿还本金和利息的权力,而个别债券持有人则不可以根据债券条款享有同样的要求发行人加速偿还债券的权力。受托人还有权在发生其他情况时,如发行人违反限制抵押条款时,要求发行人立即提前偿还未付本金。这项权力对于保护信托资产也是非常必要的。

授予受托人要求加速偿还和强制执行的权力,是基于西方评论家赫伯特(Herbert)所说的,由“发疯的债券持有人”造成的无法摆脱的忧惧和西方评论家伍德(Wood)所说的,“奔向法院大门的赛跑”的逻辑概念产生的。倘若没有被授予处理权的受托人在发行人违约拖欠时采取灵活行动,那么“发疯的债券持有人”就可以不受限制地加速其债券的偿还,并可促使一系列的加速偿还,从而引发使用交叉拖欠条款,造成对发行人债务进行破产清理的可能性。如果债券持有人可以为其债券要求加速偿还而诉诸法律,则有可能使那些关系不大的债券持有人更早地迈进法院的大门,并在那些不太敏锐的、或行动迟缓的债券持有人之前得到对其债券的兑付。受托人的出现和参与能够消除债券持有人争着往法院跑的情景,并且能够使受托人为了全体债券持有人的利益取得在同一时间内对债券权益的强制执行。因此,对债券持有人来说,受托人的出现具有监督、联合诉讼、通过受托人提供担保、实现和解以避免破产性清算等有利条件。而对发行人来说,受托人的出现则可以使发行人在违约拖欠、修改条款、处理诉讼、重新安排付款日期等事项上与受托人协商解决,从而可防止因少数债券持有人通过法院裁定或引发使用在其他债务上或银团贷款上的交叉拖欠条款等方式,迫使发行人走向破产还债。

## 二、受托人的法律地位

受托人是根据信托契约产生的,那么债券受托人是不是在法律上所说的受托人呢?在债券受托人与债券发行人和债券持有人之间是否已经产生和构成了一项有效的有约束力的信托呢?在法律上,一项明确的信托关系的有效确立依据是是否具备了三种确定性,即:信托财产的确定性;信托确立者在信托资产上确立信托关系的意向的确定性;受益人的确定性。

倘若债券发行以发行人资产作为担保,债券受托人就为债券持有人持有这一资产。在大多数债券发行中,以发行人资产作为担保不会产生关于受信托支配的资产是什么样的资产的问题。然而,债券凭证本身在任何意义上都不是信托资产。债券的合法权益不归属于债券受托人。债券持有人是作为资产凭证的合法所有人“持有”债券,而不是作为受益资产的所有人。如果债券是信托资产,那么受托人就对债券享有合法权利,而债券持有人就仅仅在债券上享有可受惠权益。然而,仅仅能够将受惠权益转移给购买人的所谓债券的可流通性是值得怀疑的,并且也违反债券关于“债券和息票的权利随交割转移”的一般性条款。况且,从债券的可交易性原则来看,也不可能认为通过转让所取得的只是法律所承认的受惠权益。因此,在由债券受托人与发行人为债券持有人的利益所签订的信托契约上的契约条款,可以被视为受信托关系支配的资产,其中包括对兑付到期债券的本金和利息的承诺。债券发行人通常在债券上给予受托人关于兑付债券本金和利息的直接条款。这些条款也同样直接给予债券持有人。对债券

持有人按期兑付本金和利息就免除了发行人对受托人的义务,因而在信托契约中给予受托人的条款就可根据上述原则被视为信托资产。然而,发行人兑付债券本金和利息的承诺条款仅仅在受托人手中能够构成资产或法定产权。因此,只有受托人可以对信托财产提出权利要求,而不是发行人。发行人作为信托契约下的债务人或义务人不能够对信托财产提出权利要求。就兑付承诺而言,对信托债务只能够由债权人提出权利要求,而不是债务人。至于信托财产是否有利于已确定的受益人的问题,答案则是很明确的,即受益人就是债券持有人。显然,受益人也是确定了的,或是可查明的。

根据以上分析,债券受托人是一名有效产生的,具有充分的信托关系构成的、符合传统法律意义的受托人。假若债券受托人只不过是一名受托人代表,或者是一名债券持有人的代理人,那么个别债券持有人就可以因缺少关于代理人职权的明文条款而终止受托人作为代理人的职权,从而解除债券受托人的法律责任,使债券受托人的制约机制不起作用。实践证明,在债券发行中适用信托契约的保护机制是至关重要的,因为它存在着传统意义上的有效信托关系的组合。

债券受托人权力和作用的法律基础是信托契约。信托契约条款限制个别债券持有人权利。对债券持有人产生约束力的法律依据是已将信托契约条款并入债券条款,即在债券票面上明确规定,债券受信托契约各项条款的约束,并将信托契约条款的内容扼要地记入债券凭证。另一方面,发行人在信托契约中许诺向受托人支付债券本金和利息。这是在债券凭证中向债券持有人作出的许诺之外的又一项许诺。而且在信托契约中还规定,发行人通过支付代理人向债券持有人兑付债券本金和利息的行动要受到受托人的监督,该行动的效果要使受托人认为发行人已圆满地履行了其义务。这样,债券受托人就掌握了为全体债券持有人的利益对债券权益采取行动的权力,使其真正成为法定产权的受托人,可代表全体债券持有人的利益对发行人的违约拖欠实施强制执行。

### 三、债券持有人对受托人权力的控制

对债券受托人的选择通常是由发行人或发行管理人作出的,信托契约的内容也是由它们决定的。债券持有人对受托人的指定和信托契约的内容不能控制。所以,相比而言,受托人的出现对发行人来说较为有利。为使债券持有人能够对受托人的权力和作用加以控制或制约,债券和信托契约等法律文件为债券持有人提供了两类保护性条款,即债券持有人“非常决议”条款和“无行动”条款。

#### 1. 债券持有人“非常决议”条款

在债券持有人制约受托人权力和作用方面又进一步提出了两个问题:一是债券持有人是否有权干涉或控制受托人的处理权限,如果他们认为受托人的决定是不公平的或是不合理的;二是受托人行使处理权的决定是否须经法院的审查。

在一般情况下,有些国际债券,例如欧洲债券,债券凭证本身授予全部未偿债券本金的债券持有人一项强迫受托人在发行人违约拖欠时,要求受托人强制发行人加速偿还债券的权力。行使该项权力的条件是要求债券持有人集体行使,即集体行使该项权力的债券持有人须超过全部未偿债券本金的债券持有人的 20%。另外,债券持有人可以根据信托契约条款通过一项



所谓“非常决议”，迫使受托人向发行人提出加速偿还债券的要求。从这些条款来看，个别受损害的债券持有人很难使用这些条款，因为对那些个别债券持有人来说，很难找出 20% 的未付债券本金的债券持有人，而且实际上，召集债券持有人大会通过“非常决议”也是不易做到的。不过，从欧洲债券市场的实际情况来看，这一制约机制还是有效地发挥了作用。其原因是，当欧洲债券发行人违约拖欠时，欧洲债券受托人往往要召集债券持有人大会，以取得对受托人建议采取行动的认可。此举是为了减少受损害的持有人采取行动的风险。假如某些债券持有人意欲参与受托人决策的制定程序，这无疑是他们的一次机会。

当债券发行人违约拖欠时，债券受托人对是否要求发行人加速偿还债券的问题有广泛的处理权，并且不受由信托契约所规定的关于受托人行使其权力的原则的限制。另外，信托契约一般也没有关于要求受托人在行使其处理权时应当考虑的情况和因素的说明，包括若未能及时要求加速偿还是否会有损于债券持有人的利益的问题。例如，欧洲债券的信托契约一般还规定，其受托人在任何形势下的处理权都是“绝对的和不受控制的”。在这种情况下，法院审查受托人行使其权力的能力的确是非常有限的。但是，债券受托人至少必须考虑到在其行使权力之后，法院是否会参与干涉的问题。假如受托人行使处理权的行为构成失误或处置不当，或是由于受托人的行为反复无常不得令人理解，法院则有可能出面干涉。英国法律界认为，在欧洲债券中的所谓“绝对的和不受控制的”受托人的处置权也必须是得到“善意的”行使的。这恐怕是对受托人处置权的唯一的束缚。因此，如果债券受托人对处理权的行使是完全不切合实际的，或是完全没有理由的、不合理的，法院仍然可以出面干涉，因为债券受托人以完全商业性的、不切合实际的或完全不合理的态度行使其处置权的行为不能够被视为“善意的”行为，应当受到法院的审查。债券受托人要想避免承担债券持有人采取行动的风险，就必须公正地、合理地行使其权力，以高水平的市场行为保持其良好的信誉。

## 2. “无行动”条款

由于债券受托人的出现，债券持有人被明确禁止对发行人提起诉讼，除非在两种情况下：第一，受托人已必须向发行人起诉；第二，受托人在合理的时间内未能向发行人起诉。实际上，这也是债券持有人向发行人起诉的两项条件。然而，重要的是第一项条件不能够仅仅因为发行人违约拖欠或受托人已知道发行人违约拖欠就可以成立。只有当受托人向发行人提出要求加速偿还债券，但债券仍未得到发行人的兑付，从而使受托人必须向发行人提起诉讼时，该条件才能够成立。如前所述，既然债券条款或信托契约没有要求受托人有义务要求发行人加速其债券的兑付，而仅仅是授权受托人在发行人违约拖欠时可任意决定，那么受托人被迫向发行人提起诉讼的其他原因是：第一，有 20% 的债券持有人提出要求；或第二，已由一项债券持有人大会的“非常决议”向受托人提出要求，而受托人在合理的时间内没有向发行人提出要求，或没有对发行人采取行动。

从另一方面来说，“无行动”条款实际上也是一项剥夺了债券持有人根据普通法以债权人身份为其权利向发行人提起诉讼的权力的条款。由此便提出了关于该条款是否具有可实施性的问题。在英美案例法中，根据该条款的起诉是有效的和可行的，即使它限制了债券持有人提起诉讼的权力。承认该条款有效性的理论依据是：第一，从防止少数债券持有人的轻率诉讼行为来说，该条款既保护了发行人，又保护了债券持有人；第二，该条款提高了债券的销售能力。

为了提高该条款的有效性,有必要将该条款所规定的对债券持有人诉讼权力的限制写在债券上,而不仅仅是写在信托契约中,以便在债券上向债券持有人准确、清楚地说明那些必须引起其重视的限制。

#### 四、受托人的法律责任

债券受托人与普通法的其他受托人一样,要遵守受托义务,必须根据有关法律和信托契约所严格规定的义务和职责承担法律责任。在信托契约中,可以允许为债券受托人规定某些保护性条款,但不应当试图通过一系列对债券受托人的保护性条款,把受托人的法律责任减少到很难肯定地说明在什么情况下受托人负有法律责任的程度。有关法律和信托契约应当明确规定受托人应承担什么样的法律责任中负有什么样的法律义务。

##### 1. 受托人必须尽职尽责

债券受托人最重要的职责就是表现出其尽最大努力执行了对信托财产关系的管理。债券受托人必须是职业受托人公司或受雇受托人,因而要比普通受托人具有更高标准的行为准则。职业受托人公司必须能够在普通人士之上提供咨询。该公司要拥有可提供金融信息、专业咨询、处理解决信托问题的专业人员,能够提供专门知识、技能和意见。这些专门知识、技能和意见是不可能从普通人士那里得到的,因为他们没有受雇,他们提供咨询有时只是勉强出于亲属或受托义务关系所为。而职业受托人公司如因其玩忽职守给信托财产造成损失,则要对其违反信托财产关系承担法律责任。管辖欧洲债券的英国有关法律对债券受托人的法律问题做出了较为严格的规定,具有代表性,为债券受托人法律问题的研究提供了有益的借鉴。由于欧洲债券仅仅在英国和卢森堡的证券交易所上市,所以欧洲债券信托契约一般受英国有关法律的约束。英国伦敦证券交易所的上市规则要求为上市债券指定一名债券受托人,并且这名受托人必须是一家信托公司。而且英国的《1985 年公司法》第一百九十二条规定,任何试图通过有信托契约中订立豁免条款的方式部分地解除债券受托人的基本的尽力行事职责,都是无效的。该条款适用于任何受英国法律管辖的,保障债券发行的信托契约,或任何以信托契约作为担保的,与公司债券持有人有关的合同条款。显然,这些信托契约或与之有关的合同条款若能使受托人免于因违反信托财产关系被追究法律责任,或能够使其未能表现出按对受托人的要求尽力行事而不受惩罚,那么这些信托契约或合同条款则均为无效。

如前所述,受托人对发行人采取行动与否享有广泛的选择权。这一选择权还经常被解释为是“绝对的和不受限制的”。如果在信托契约中,受托人的作用是以受托人决定权的形式明确下来的,并且受托人已被授予“绝对的和不受限制的”决定权,那么在判定受托人尽职尽责所需要的程度时,必须将那些授予受托人决定权的信托契约条款考虑进去。这是因为尽管公司法,例如英国《1985 年公司法》第一百九十二条,有关于在信托契约中豁免受托人违反信托财产关系的责任和追究受托人未能表现出尽力行事的条款规定,但它一般没有规定那些信托契约授予受托人决定权的条款内容,并且公司法条款不但不能取消那些信托契约中的关于授予受托人决定权的条款,而且还可能扩大它们的范围。

有些信托契约仅仅规定受托人将对其未能“真诚地”行使其职权承担法律责任,并且还可以使受托人对其行使或款行使其职权而产生的任何损失、损害、费用和申诉等不承担法律责

任。这样的信托契约实际上排除了受托人的尽力行事的职责,使受托人很少受任何明确的职责或义务的制约。有些信托契约还规定,受托人没有义务采取行动确认发行人是否已违约拖欠,并且授权受托人设定发行人遵守的其全部义务,没有违约拖欠发生,除非受托人已掌握了发行人违约拖欠的“确凿事实”,或受托人得到了关于发行人违约拖欠的“明确报告”。其结果是取消了受托人按照特定的职责,为了债券持有人的利益,检查债券和信托契约条款的执行情况,以便断定是否有违约事件发生责任,从而在受托人被告之或确实察觉到有违约事件发生之前,可以允许其把头埋在沙子里不闻不问。然而,假若受托人未能认真地审查发行人提交的财务报告,未能在审查该报告的基础上察觉出潜在的违约隐患,或未能根据在该报告中明显存在的疑点进行查询,他(它)同样违背了作为受托人应承担的尽力行事的职责。任何试图使受托人免除此项责任的条款也同样是无效的。

由于信托契约并没有要求受托人在发行人违约拖欠时有义务采取行动,受托人就有权放弃对发行人违约行为的追诉,其理由是受托人可以认为发行人的行为不会损害全体债券持有人的利益。应当指出的是,为了保护全体债券持有人的利益,信托契约才使得受托人的决定权是“绝对的”,并使得受托人对是否存在损害全体债券持有人利益情况的判断成为受托人专有的,并对债券持有人、发行人和担保人都具有约束力。所以,受托人的判断和意见应以事实为基础,绝不能是任意的或不确定的,或者是完全不合理的、有争议的,只有以事实为根据的判断和意见才对债券持有人、发行人和担保人具有约束力。另外,即使是在受托人已向发行人提出加速偿还债券的要求之后,受托人仍然可以自行决定是否对发行人实施强制执行程序,除非有法定数目比例的债券持有人或由一项“非常决议”提出要求,否则受托人也没有义务必须采取进一步的行动。这也体现出受托人具有所谓“无条件的和不受限制的”决定权。然而,受托人若未能尽职尽责,都将承担法律责任,并且任何此类责任的豁免都是无效的。

## 2. 受托人不得将其作为受托人的义务与其自身利益相冲突

这一问题具体指的是:第一,受托人不得以信托财产做交易或购买信托财产;第二,受托人不得以受托人的身份创造附带的或秘密的利润。这两项原则都被认为是“绝对的或无条件的”。尽管债券本身不是信托财产,但因为债券凭证上的契约条款是信托财产,受托人假如买卖与信托契约有关的债券,就可能被视为使用信托财产做交易。在任何情况下,既然给了债券受托人取得发行人财务报告的机会,买卖发行人债券的行为就会受到反对创造附带利润原则的追究。同样,该原则还可以防止受托人为谋取自身利益而买卖发行人或担保人及其分支机构或子公司的股票。所以,任何从其他方面取得佣金或收入,例如同时作为另一项债券发行人的受托人,也要受到反对创造附带利润原则的追究。况且,任何与发行人或担保人及其分支机构或子公司订立的合同或从事的交易都可能会使受托人置身于违背其受托义务的位置上,而不仅仅是置身于受托人自身利益与其受托义务的冲突之中。

在欧洲债券市场上,当受托人为债券持有人掌握了应属于债券持有人的资金时,例如在受托人已指示支付代理人向其付款之后,受托人的掌握和运用这一资金时必须表现出尽职尽责的精神。受托人被授权将这笔资金存放在任何地方,不管它是否有增值。假如受托人未能认真行使这一职权,致使信托财产遭到损失或没有增值,受托人则被认为违反了其认真行使职权的义务。另外,受托人还被授予更进一步的权力,即允许受托人不加限制地“变换”或“替代”

投资,并且不承担由于市场或货币汇率的被动产生的损失。但是,欧洲债券信托契约通常有这样一项条款,它规定:“本信托契约中无任何条款可以免除受托人在任何情况下未能表现出尽职尽责义务的责任。受托人的这一责任是由信托契约条款赋予受托人的义务、权力、权限和决定权所要求的。该条款的目的是为了表明欧洲债券信托契约没有背离英国的《1985年公司法》第一百九十二条的条款规定。该条款还将适用欧洲债券受托人在行使其权力过程中的任何疏漏行为。不论是法律界还是社会舆论,都不允许有收益的职业受托人或受托人公司在执行其权力义务中有疏漏,更不允许它们有因为其自身利益与其受托义务相冲突的行为。有收益的受托人至少应被认为其履行职责的行为应达到合理的程度,即它们至少应当“诚实、合理地”履行了其职责,应符合法律原则和商业观念对职业受托人所要求的标准。

### 3. 受托人不得让其作为受托人的权力和义务

按照英国有关法律,债券受托人被允许为其指定代理人,并允许将受托人的决定权让予代理人,但条件是信托财产位于英国以外的地区。如果信托财产在英国以外,并对发行人来说信托财产是法定产权,就可以适用该规定,并可将它适用于欧洲债券受托人。但受托人要对其代理人的违约行为负责,负有认真监督的义务,并对其代理人的过失承担责任,即对受托人处以替代性的责任。由此可见,英国有关法律对受托人的代理人的规定是极其有限的,并迫使受托人在选择代理人问题上采取慎重态度。从债券受托人的法律地位和责任来看,债券受托人不宜选择代理人,并将受托人的权力和义务让予其代理人。

## 五、受托人为债券持有人和发行人提供的有利条件

前面已经讨论过当发行人违约拖欠时受托人可为债券持有人提供的有利要件,除此之外,受托人还可为债券持有人提供以下有利条件:

(1)“联合诉讼”。若个别债券持有人对当地的法律程序不熟悉或因其他原因,他们可能无力承担昂贵的强制执行的费用,但如果有一位职业受托人,它就可以代表债券持有人处理有关法律问题。正如前面已提到过的,受托人在这方面有“绝对的,不受限制的”决定权。只有相当数量比例的债券持有人或一项债券持有人的决议可以迫使受托人采取行动。

(2)“违约和解”。当发行人违约拖欠时,可以避免对发行人的破产性清算,因为受托人可以通过实施担保实现和解,或通过发行人公司的合并或兼并实现和解。倘若没有受托人,全体债券持有人将不得不同意任何方式的和解,而这在实际操作中是不可能的。

(3)监督。由有经验的职业受托人检查发行人的行为是否符合契约条款,评估发行人的财务报告是否能够保证债券持有人的利益。当发行人对信托契约条款进行修改时,由受托人去考虑债券持有人的利益是否会受到损害的问题,并由受托人作出“终局性的和专有的”决定。

(4)“无行动”条款的使用防止了债券持有人奔走法院的情景。受托人能够代表债券持有人处理法律事务,并且一视同仁。然而,受托人可能对加速偿还债券不采取行动,而是选择强制执行的方式,因为是否采取行动是受托人“不受限制的”决定权范围之内的事,虽然受托人可能因不合理行使职权而冒风险。

(5)在发行人违反限制抵押条款时,假如没有受托人接受担保,提取担保将造成无法解决的困难,因为在实际操作中,将担保给予每一位债券持有人是很困难的。

受托人为发行人提供的有利条件有：

(1)指定一名受托人给发行人在其违约时提供了较大的灵活性。发行人可仅与一位职业受托人谈判,而不用去对付众多的债券持有人。这一灵活性就可以使发行人为解决已产生的困难达成和解,并且发行人还可以得到这样的保证,即在没有损害债券持有人利益的情况下,技术性违约可不受追究。

(2)如果发行人准备修改债券或信托契约条款,它不需要对付众多的债券持有人,而仅仅与一名富有经验的职责受托人打交道。

(3)受托人可以帮助发行人向债券持有人解释说明发行人违约拖欠的原因,例如解释说明发行人的违约拖欠是否有损于债券持有人的利益的问题就很有弹性。

(4)受托人可使发行人仅须处理一起诉讼,避免了可能在不同的司法管辖权限内处理一系列诉讼。

(5)尽管发行人不能够单方面改变债券到期兑付日期,但它可以事先与受托人协商重新安排兑付日期,然后由受托人召集债券持有人大会批准对兑付日期的重新安排。

(6)“无行动”条款阻止了由少数债券持有人提起的欠考虑的,鲁莽的诉讼,为发行人通过协商达成协议准备了时间。它还阻止了少数人通过诉诸法律和引发使用在其他债务和银团贷款上的交叉拖欠条款的方式,促使发行人走向破产还债。这其中都需要在债券持有人与发行人之间有一位债券受托人,通过受托人处理发行人与持有人之间的法律关系。总之,在债券期限内,受托人代表债券持有人的利益,对发行人的责任和债券持有人的权力实施完全的监督控制。

### 第三节 债券支付代理人

#### 一、债券支付代理人的作用

债券受托人的作用和支付代理人的作用之间的根本区别是,受托人是债券持有人的代表,而支付代理人是代表发行人的,是发行人的代理人,而不是债券持有人的代理人。根据债券信托契约,债券持有人手中的法定权力一般都转交给了受托人,所以事实上只有受托人能够对发行人行使法定权力。受托人还享有对是否应该和如何行使法定权力的处置权。因为受托人行使其决定权可能会使个别债券持有人感到不能接受,受托人还享有免除受债券持有人法律追究的权利。而债券支付代理人却没有这样的作用。支付代理人根据财务代理协议被指定,仅仅为发行人充当债券本息兑付代理人的角色。它不具有受托人根据信托契约所享有的职责和控制权,也不具有受托人所享有的一系列处置权和豁免权,尤其是支付代理人无权控制债券持有人的权利。债券支付代理人的主要作用表现为:

##### 1. 交付实物债券

倘若债券发行使用“临时总额存托债券”,支付代理人的职责之一就是以实物债券换取“存

托债券”。为此,发行人要将实物债券交付给支付代理人。

## 2. 兑付债券本息

财务代理人是发行人的首席支付代理人。兑付债券资金首先是由发行人转交给财务代理人,然后再由财务代理人为完成对债券本金和利息的兑付分别转交给其他支付代理人。在实际操作中,一般可由其他支付代理人先从自己的账户中支付,然后再由财务代理人根据财务代理协议偿还。在财务代理协议中,由发行人授权其他支付代理人在债券到期日向债券持有人或息票持有兑付债券本金或利息,并从财务代理人那里得到偿还。财务代理协议规定财务代理人必须给予偿还。

由于财务代理人潜在地承担着在其支付资金之后发行人拖欠支付的风险,因而在财务代理协议中一般有几项条款专门规定了关于对这一不测事件的防范:第一,发行人要在债券兑付到期日之前的两个交易日内,使财务代理人已取得兑付债券本息的现金;第二,发行人要在兑付资金转账之前,向财务代理人确认其用于兑付的资金已确定无疑地向财务代理人划拨;第三,财务代理人有权电告其他支付代理人关于他没有收到专用到期债券兑付资金的消息,其他支付代理人在接到该通知后,可中止对债券本息的兑付。

有些财务代理协议还规定,由财务代理人掌管的兑付资金可以由财务代理人为债券持有人和息票持有人“赊账”。此项规定的目的是为了保护兑付资金,使之正当财务代理人清理财产期间,不受财务代理人的债权人的影响。该规定还旨在保护兑付资金,使之正当发行人处于财产清理时,不受发行人的破产清理人或管理人提出权利要求的影响。然而,这样一项条款在使用时也会有一些困难。例如,欧洲债券的财务代理条款允许将财务代理人的资金与那些从发行人取得的兑付债券本息的资金混合使用,在这种情况下,则允许受益人将其权利追溯到财务代理人的资金上,并且受益人对混用资金享有第一指控权。

## 3. 债券的赎回

倘若债券将在其到期日之前被赎回,财务代理人须发出赎回通知,假如仅仅只是部分债券将被提前赎回,财务代理人将被要求组织对债券的抽签活动。假如提前赎回是由债券持有人随意决定的,财务代理人则将被要求随时注意债券持有人是否会要求它发布赎回通知,以便让债券持有人行使其提前赎回债券的权力。在这种情况下的提前赎回活动中,财务代理人仍然起着支付作用。

根据财务代理协议,财务代理人可取消所有提前赎回的债券,以便使其不能再发行。如果债券是由其发行人或其支付代理人赎回,则要求它们将这些债券取消,并将已取消的债券退还财务代理人。财务代理人还被要求保存提前赎回债券的账户和已兑付并已取消的息票的账户。所有被取消的债券和息票都必须被销毁。财务代理人还必须保留未付债券的记录,这对于在债券持有人大会上决定债券持有人的权利是决定性的,因为这是决定法定人数和多数裁定原则所需要的。

## 4. 债券的更换

财务代理人还负责应债券持有人的要求更换已遗失、撕毁或票面磨损的债券,取消任何残缺或磨损的债券,并发行替代债券。为此,财务代理人被授权对任何债券持有人以真正的债券所有人对待,并对所有向其出示的债券以真票对待。

财务代理人通常可以为其自身利益。出售或持有发行人或其担保人的债券,而不违反其作为发行人(或担保人)的代理人的受托义务。财务代理人还可以通过与发行人(或担保人)的子公司或持股公司做生意并谋取利润而不违反其受托义务。

## 二、支付代理人与债券持有人的法律关系

### 1. 债券持有人的权力

只要一名财务代理人在不同于一名受托人的情况下被指定,个别债券持有人就可以对支付代理人行使作为债权人的权力,无需限制或资格认定。财务代理人对他(它)们的行为无权控制或施加影响。债券持有人对支付代理人的权力具体表现为:

(1)债券持有人可以对支付代理人未能兑付债券本金和利息或违约行为提出尽快兑付债券的要求;

(2)债券持有人可以为补偿欠付的本金或利息向支付代理人提起诉讼。

对债券发行人来说,启用支付代理人有以下不利之处:

(1)每一位债券持有人都可以因发行人的任何技术性违反债券条款,包括延迟支付利息,而使发行人处于拖欠境地;

(2)在没有指定受托人的情况下,发行人无法与一位能够代表全体债券持有人的最佳利益的代理人谈判达成和解;

(3)除通过债券持有人大会之外,无法修改债券条款或谈判重新安排兑付日期。

因此,一旦启用支付代理人,就必须规定出关于债券持有人大会的条款,使有关债券的法律问题的解决遵从多数债券持有人的决策,否则,少数债券持有人;甚至一名债券持拒绝放弃对发行人技术性拖欠的权利要求,都有可能引发使用交叉拖欠条款,迫使发行人冒更大的风险。

### 2. 债券持有人大会

倘若在债券发行方面启用支付代理人,就会有关于债券持有人大会的条款,以防止发行人冒更大的风险。在债券发行受信托契约制约的情况下,也要有关于债券持有人大会的条款,虽然债券发行在有信托契约的情况下,债券持有人大会的权力是有限的,并且债券持有人大会将对受托人的行为起到监督的作用。财务代理协议通常规定,在债券持有人大会上以法定人数通过的债券持有人非常决议可以就某些对全体债券持有人都有约束力的特定事项作出决策。在财务代理协议中的这一条款对全体债券持有人都有约束力,因为财务代理协议如同信托契约,其主要条款也以同样的方式并入债券条款之中。在债券持有人大会上通过的非常决议对全体债券持有人产生约束力的事项是:

(1)任何关于债券持有人和息票持有人对发行人提出权利要求方面的和解或安排;

(2)任何关于债券持有人或息票持有人对发行人提出权利要求方面的变更、修改或废除;

(3)任何对债券、信托契约和财务代理协议条款内容的修改;

(4)任何关于债券的更换或替代,任何关于发行人或担保人义务的更换或替代,任何关于其他债务人的更换或替代;

(5)决定成立代表债券持有人的委员会,任命其成员并授予该委员会按照非常决议行使属

于债券持有人权利的权力；

- (6) 推迟债券到期日期或兑付利息日期；
- (7) 改变债券币种；
- (8) 减少或抵消债券本金数额或可付利息数额；
- (9) 更改通过非常决议的程序和法定人数。

值得注意的是，一旦使用财务代理协议，关于召集债券持有人大会的条款是其中最重要的条款之一，因为该条款使发行人有可能要求债券持有人放弃对技术性违约的追诉，或对重新安排债券兑付日期谈判达成和解，或谈判修订有关条款。该条款意味着即使没有受托人，对发行人违约拖欠的追诉可以被所需要的法定多数债券持有人放弃，而且所达成的一项令人满意的和解对那些不顺从的少数债券持有人也同样有约束力。因为放弃权利的行为代表着债券持有人的利益，从而阻止了少数债券持有人为其债券要求加速偿还或提起诉讼。在没有受托人的情况下，对发行人来说，重要的是要争取一个法定人数，然后再争取多数债券持有人的同意。在使用信托契约的情况下，大多数此类问题都可以由受托人决定，无需召集债券持有人大会。



## 第二篇

# 债券的发行

## 第二篇

# 第一章 债券发行市场

## 第一节 发行债券的目的

债券发行是资金需求者向资金供应者直接或间接筹措资金的一系列过程。发行债券的主体有政府、企业和金融机构。发行债券的主体不同,目的也就不一样。一般来说,政府发行债券的目的是为了弥补财政赤字、扩大政府投资、解决临时资金需要;企业发行债券的目的有筹集资金、灵活运用资金、降低资金成本、减少税收支出、增加企业收入、维持对企业的控制权;金融机构发行债券的目的是为了负债来源多样化、获得长期资金来源和扩大资产业务。下面来分别介绍各债券发行主体发行债券的目的。

### 一、政府发行债券的目的

政府有中央政府和地方政府之分,它们两者发行债券的目的完全相同。

#### 1. 弥补财政赤字

政府债券发行的主要目的是为了弥补财政赤字,并且发行政府债券也是弥补财政赤字的基本方式,与增加税收、增发货币的财政赤字弥补方式比较,发行政府债券有着明显的优越性。政府发行债券,虽然也是国民收入再分配的一种方式,但这并不是象税收和货币发行那样是一种强制的、无偿的再分配方式,而是一种自愿的、有偿的再分配方式。从政府债券发行方即政府方看,得到了补充的收入来源,满足了支出的需要;从购买方看,不但经过一定时期可以收回本金,而且还可以获得利息收入。由于发行政府债券只涉及资金使用权的让渡,而所有权不变,因此政府通过发行债券来筹集资金,较易被社会公众所接受。

早在 18 世纪,西方各国如英、法、德、美等国在发生战争或遇到自然灾害时,政府财政入不敷出,出现财政赤字,这时就通过发行政府债券来筹集资金,以弥补赤字。不过那时的商品货币经济还不很发达,政府职能比较单一,政府支出规模还不很庞大,发行政府债券弥补财政赤字只是比较偶然的事情,政府债券发行额也很小,如美国直到 1799 年,发行的政府债券总额才 8298 万美元。以后随着商品货币经济的发展,靠“看不见的手”指导的自由竞争经济已不能实现充分就业,经济危机时有发生,政府已不再仅仅充任“守夜人”的角色,而成为社会经济的管

理者,具有管理宏观经济、干预整个社会的经济活动的职能。政府通过用“看得见的手”实施经济干预,以稳定经济,减少经济波动。政府职能逐渐扩大,从较单一的维持社会秩序、防御外来侵略等社会管理职能,发展到支持基础设施建设、举办社会福利事业、实施财政补贴、支持海外贸易等社会、经济管理兼而有之,并且经济管理逐渐强化,这就使政府财政支出逐渐扩大,经常出现入不敷出的现象,发行政府债券以弥补财政赤字已成为经常性的行动,且数额逐渐扩大,到1987年末,美国联邦政府发行的债券余额达1.9万亿美元,联邦政府、州和地方政府发行的债券余额突破3万亿美元大关。

我国自1979年实行改革开放政策以后,国民收入分配格局较改革前发生了很大变化,其中变化之一就是政府财政收入占国民收入的比重大幅度下降,使财政收入不能保证财政支出的需要,出现了财政赤字,为了弥补财政赤字,国务院决定从1981年开始,每年发行一次国库券,1981~1990年共发行国库券604亿元。1990年末国库券余额485亿元;1998年,国家又决定发行财政债券、特种国债和保值公债,3项债券合计,1988、1990年累计发行额达338亿元。这些政府债券筹集的资金主要是为了财政赤字,但也有一部分用于国家经济建设,成为公共投资。发行债券筹集财政收入已成为我国弥补财政赤字的主要手段。

### 2. 扩大政府公共投资

扩大政府公共投资也是政府发行债券的目的之一,政府所属的一些公共机构为了修建公路、铁路、机场、水坝、供水、供气、供热工程,进行大江大河治理,支持能源建设,等等,可以发行一部分债券来筹集资金,促使这些项目得以如期建成。这些项目建成投产后一般说来能够获得一定的经营收入,虽然盈利不大,但偿还债券本金问题不大,只要财政给予适当的利息补贴,支付债券利息也就有保证了。这种于国于民有利的事情,通过发行政府债券来筹集资金予以解决是行之有效的方法之一。世界上多数国家为了兴建这类公共工程,每年都要发行一部分这种建设债券。我国早在1954~1958年就发行过“国家经济建设公债”,以筹集一部分建设资金,用于国家经济建设。改革开放以后,为了筹集国家建设资金,保证能源、交通、原材料等重点项目的资金需要,开始发行政府债券。除了国库券、财政债券、特种国债和保值公债筹集资金的一部分用于经济建设外,1987年,我国首次发行了55亿元国家重点建设债券,1988年又发行国家建设债券30亿元,基本建设债券80亿元,截止1990年底,基本建设债券共发行95亿元。通过发债筹资,在一定程度上保证了国家重点建设资金的供应,改善了投资结构,促进了经济的协调发展。

### 3. 解决临时资金需要

政府的开支在一年中是比较均匀的,但收入往往在后期才能取得,有时支出在前、收入在后,但一年内从总体上讲收支是平衡的,这就需要在一年中的前期发行国库券筹集资金,以应付临时性的资金不足局面。

## 二、企业发行债券的目的

企业发行债券的目的较多,归纳起来有以下几个方面:

### 1. 筹集资金

筹集资金是企业发行债券的主要目的。当企业需要资金时,在向银行等金融机构借款或发行股票筹资等渠道受到限制时,可以通过向社会发行债券来筹措资金。在西方国家,通过债

券筹资已成为企业向外部筹资的重要方式之一,而在一些国家则成为主要方式。在我国,自改革开放后,企业通过发行债券筹集的资金逐年增加,并且增长速度较快。1986 年以前,我国企业发行债券筹集的资金有 100 亿元(系指 1986 年以前的累计数),1986~1990 年共筹得资金 461 亿元,年均递增 46.5%;1990 年末,仍留存于企业的债券资金有 250 亿元。

### 2. 灵活动用资金

企业发行债券筹资,主动权完全操在自己手中,企业自己可以灵活确定债券期限、数量,而贷款的期限、数量则需要谈判、协商才能确定,有时不能完全达到自己的目的。发行股票涉及到企业产权的分配、重组等实质问题,灵活性相对较差,企业可以使债券的期限与资金的使用时间一致,并可根据资金的需求量确定筹集量,避免出现过剩资金。即使以后出现意外情况,企业在债券到期时仍需继续占用资金,也可用发新债还旧债的办法予以解决。总之,企业可随时根据自己需要资金的时间、数量决定是否发行债券、数量多少、到期期限和发行频度,以及时满足资金需要。

### 3. 降低资金成本

企业债券的收益比较稳定,市场价格的波动幅度不大,到期又可收回本金,风险相对较小。而股票的收益则随企业盈利状况的变化而变化,价格变动比较剧烈,企业不需还本,风险较大。因而,虽然企业债券付息较低,但仍受到一部分投资者,特别是部分机构投资者如养老金、退休基金、保险公司等的欢迎。就同一企业的债券和优先股看,投资者一般比较偏爱债券的低收益,而不是优先股的收益。企业债券既受投资界的青睐,又只支付较低的利息,这就降低了企业的筹资成本。

### 4. 减少税收支出

在西方国家,在计算企业的收入时,债券的利息可以扣除,而股票的股息、红利则不能扣除。因此,企业发行债券可以减少纳税负担,又可使股东或其他债券投资者获得好处。

### 5. 增加企业收入

购买企业债券的投资者,只能获得按事先规定利率计算的利息收入。如果企业发行债券等集的资金获得的收益高于债券利率,则高出的部分便成为企业的收入。当然,如果企业经营不善,或出现经济萎缩,这笔债券利息会使企业背上沉重的包袱,并使企业的收益减少。然而,无论在何种经济环境下,敢于发债筹资的绝大多数企业对自身的经营能力和发展前景总是充满信心的。股东或经理们总是相信,他们企业的经营收益将高于债券利率。因此,发行债券对企业来说,既可筹集资金扩大生产,又可增加企业收入和股东的股息收入,是一种极有吸引力的筹资方式。

### 6. 维持对企业的控制权

企业债券不像股票那样拥有企业决策投票权(有投票权的债券当然例外),债券持有人与企业之间只存在债权、债务关系,债权人不能参与企业决策,无权参加企业的经营管理,也没有参加企业利润分配的权力。被股东们戏称为“沉默的多数”。因而,以发行企业债券的形式来筹集企业资金,不会改变现有企业股东的结构和投票权的分配,从而不会影响现有企业对企业的控制权。

## 三、金融机构发行债券的目的

金融机构是经营货币资金的特殊企业,通过对负债与资产进行科学管理,以使负债与资产

实现最佳组合,从而达到资金的流动性、安全性和收益性三者统一之最终目的。通过发行金融债券是进行负债与资产管理的一个方面,一般来说,发行金融债券可达到如下三个目的。

### 1. 促使负债来源多样化,增强负债的稳定性

金融机构的负债有各种存款、同业往来、向中央银行借款、金融债券资金等,存款资金来源众多,此存彼取、互相交错,川流不息,稳定性差,一旦经济、金融形势骤变或谣言四起,容易发生挤提存款的现象,这时甚至有可能迫使金融机构破产的危险,虽然这不是由于金融机构经营不善造成的。同业往来与存款的性质相似,向中央银行借款,数量有限,非长久之计。金融债券在到期以前,债券持有人不能提前要求兑付,只能在证券市场转让,期限固定,稳定性强,金融机构无挤兑风险。从而,金融机构可以通过发行不同期限,包括短期、中期、长期在内的金融债券筹集资金,以增加负债来源,增强负债的稳定性。

### 2. 获得长期资金来源

金融机构的存款、同业往来等活性资金,此存彼取、相互交织、川流不息,在运动中会形成一部分沉淀资金,这部分沉淀资金可以视为可用的长期性资金。当活性资金来源的种类、客户数量增加时,沉淀部分占活性资金的比重会相应扩大;当活性资金总额增加时,沉淀资金会随之增加。然而,这部分沉淀资金毕竟是有限的,量比较少,吸收长期资金,主要还得靠发行长期金融债券。日本通过制定《长期信用银行法》规定日本长期信用银行、兴业银行、债券信用银行三家长期投资银行可以发行其资本金 30 倍的长期金融债券,通过金融债券筹集的资金占其负债总额的比重高达 60% 以上。我国的建设银行是一家经营中长期信用业务为主的专业银行,今后通过发行金融债券筹集资金也应该成为主要筹资渠道之一。

### 3. 扩大资产业务

当企业向金融机构要求贷款或金融机构想要进行直接投资,等等,而金融机构的资金又不足时,金融机构可以发行金融债券筹集资金予以解决,这样就扩大了资产业务。我国金融债券所筹资金全都用于发放特种贷款,贷款主要用于经济效益较好的在建项目扫尾工程、竣工投产后的流动资金以及企业自有流动资金不足 30% 的部分。另外,也可发放少量的国家计划内基本建设和更新改造特种贷款,用于经济效益好,有还款能力的能源、原材料、交通基建项目和产品为社会所急需的计划内更新改造项目。1985 年,我国金融机构利用金融债券筹集的资金发放特种贷款只有 5 亿元,以后逐年增加,1985~1990 年共发放特种贷款 285 亿元,到 1990 年末,特种贷款余额仍有 90 亿元。

## 第二节 债券发行市场的构成

债券发行市场是由参与债券发行市场的主体、债券工具和发行市场的组织方式构成的,参加者、工具和组织方式是构成债券发行市场的三大要素。

### 一、债券发行市场的参加者

按照债券发行市场参加者扮演的角色,可以把其划分为发行者、投资者、中介机构和管理

者四类。

### 1. 发行者

债券的发行者是指通过发行债券形式筹措资金的企业、政府或金融机构。

(1)企业从总体上讲,是资金的最终需求者,虽然有时也有一些剩余资金,因此,它首先是筹资者,不论何种企业,总会因各种原因不断产生短、中、长期资金不足,需要采取措施弥补。企业弥补资金不足的方式不外乎两种,一种是筹措内部资金,动用企业的内部积累,或减少股息、红利分配,把留下的利润用于再投资。一种是筹措外部资金,在向银行等金融机构申请贷款或在证券市场发行股票筹集资金不能满足需要,或者遇到某些限制,或者与贷款、发行股票筹资相比,发行债券筹资显示出某些优越性时,就可以发行债券来筹集资金。各国证券管理当局对企业债券的发行都有一定的规定,只有财务状况良好,经营业绩稳定,并经过金融机构担保后,才能进入市场发行债券筹措资金。如日本对发行公募债券要求很严,只有取得美国的信用评级机构或日本的信用评级机构的“AAA”级信用者才能直接进入日元公募债券发行市场,否则,必须首先发行日元私募债券,因为日本对日元私募债券的发行限制很少。

(2)政府部门是证券市场上资金的主要需求者,政府为了解决临时资金需要,弥补财政赤字,或扩大政府开支刺激经济增长,都要靠向证券市场发行政府债券来筹集资金以弥补财政收入的不足。政府既在短期债券市场上发行国库券,又在中、长期债券市场上发行各种公债券、地方政府债券和政府机构债券等。政府债券在所有有价证券中信誉最高,它以国家信用为保证,安全性最大,风险极小。在金融市场比较发达的国家,政府债券的买卖也较自由,变现比较容易。另外,大多数国家对购买政府债券所得的利息收入免征所得税。还有,政府债券的期限、利率、档次较多,可满足金融市场上各种投资者的不同需要,因此,政府债券对企业、个人、事业团体和金融机构都有很强的吸引力。以美国为例,政府债券是由联邦财政部、州、地方政府和政府所属机构发行。联邦财政部除发行3个月、6个月、9个月、12个月的短期国库券以外,还发行1~7年的中期政府债券和7年以上的长期政府债券。州和地方政府为了弥补财政赤字或投资兴建公共事业,可以发行短、中、长期债券。政府机构,包括国防部、邮政局、联邦房屋管理局、进出口银行等,可以发行短、中、长期债券筹措资金,这些机构发行的债券全部由联邦政府担保。一般而言,政府债券占债券发行市场的份额很大。在我国,从1981年到1990年,政府债券发行额占债券发行总额的比重高达60.1%。

(3)金融机构是证券市场上资金的中间需求者,而不是最终需求者,它筹集资金是为了向企业、个人、事业团体或政府部门供应资金,即筹资是为了供资。金融机构要向金融市场供应资金,仅靠自身的资本金是远远不够的,它还必须事先向外部筹措资金,发行金融债券是其中的重要方式之一。发行金融债券筹资的有商业银行、融资公司、投资银行、控股公司等。金融机构通过发行金融债券筹集资金,然后通过贷款、投资等形式把这部分资金运用出去,以获得收益。

### 2. 投资者

在现实经济生活中,总有一些经济主体收小于支出现赤字,也总有一些经济主体收大于支出现盈余,当这些经济主体用自己的剩余资金购买债券时,就成了债券投资者。债券投资者包括:

(1)个人投资者。个人并不是指某一个人,而是指众多的参加债券市场的个人或家庭。个人或家庭一般都是收大于支的投资者,是债券发行市场主要的资金供应者。个人参与债券市

场的目的主要是为了调整自己的金融资产结构,追求消费的最佳效果和收入最大化。个人投资者的目的不同,选择债券的种类也就不一样。有的个人以安全第一,那么,他就会投资信誉卓著的大企业的债券和政府债券,这些债券风险较小,但利息率相应也较低。有的个人投资的目的是为将来的某种特定用途,如子女教育、购买住房、养老等,那么他所要选择的就应当是既安全,又能有较高收益的长期债券。有的个人投资的目的是为了获得高额利息收入,他就会投资于一些低级债券,相应的他要承担的风险也就很大。另外,一些人为了使自己的货币收入找到短期出路,他就投资于期限较短、品质较高的国库券。

(2)企业。企业一般说来是资金的需求者,但是时在生产经营中也会形成一部分暂时闲置的货币资金,或将来要进行某项投资,但现在所积聚的资金没有达到相应的规模时,企业就可以把这部分没有特定用途的货币资金的一部分投资于债券市场,或投资于股票市场。当企业有了临时的或新的资金用途时,就可以把购买的债券、股票出售出去,以获得现款。另外,也有一些企业自有资金日益累积,长期剩余,而成为债券市场的一贯投资者。

(3)机构投资者。机构投资者是集聚社会公众分散的资金投资于各种债券,以降低投资风险和提高投资收益的专门机构,包括商业银行、投资银行、储蓄机构、信托投资公司、保险公司、养老基金会、共同基金公司、持股公司等。与个人投资者相比,机构投资者有着明显的优越性。第一,它能广泛集聚社会公众的零星款项。第二,它能充分发挥自己的专业优势。机构投资者拥有经验丰富,精通投资业务的专业人才,可以为个人投资者提供服务。第三,有利于分散投资的风险。个人投资者由于财力所限只能投资于一种或少数几种证券,承担较大风险。通过机构投资者聚集的相当数量的资金,就能同时投资于各种证券,这就分散了风险,另外还可确保获得平均收益。在西方,机构投资者在债券市场上的地位早已超过了个人投资者,以1984年为例,机构投资者拥有政府长期债券占政府长期债券总额的比例美国为88%,英国为80%。

①商业银行的资金除了主要用于发放贷款外,其次就是投资于各种债券,80年代,美国商业银行的债券投资额有几千亿美元。债券是商业银行的二级准备资产。商业银行的现金准备是非盈利资产,准备过多,会影响收入,准备过少又不能保证支付,于是许多商业银行就把债券投资既作为盈利的手段,又作为随时能够变现的二级现金准备的手段。

②投资银行以经营各种股票、债券为主要业务,它既为工商企业发行或包销证券,充当中介机构,又用自己的资金购买证券,充当机构投资者。投资银行名义上虽被称为银行,其实它并没有经办多少存、贷款业务,而这是银行最主要的业务。投资银行最主要的业务还是从事证券包销、投资业务,在各国一般被称为某某证券公司,如美国的梅利尔·林奇证券公司,日本的野村证券公司等。证券公司通过用自己的资本金,发行股票、债券所筹集的资金投资于各种政府、企业债券或公司股票,以兼取利润。证券公司是债券市场的主要投次者之一,如野村证券公司一家1988年在日本债券市场的占有率就高达19%。

③储蓄机构包括储蓄与贷款协会、互相储蓄银行,邮政储蓄局等一些合同式储蓄机构,这些机构的资金期限一般较长,增长也比较稳定,是中、长期债券的重要投资者。

④信托投资公司是指专门经营信托投资业务的金融机构,它接受社会公众的信托和委托,一般都根据信托、委托人和受托人签订的“信托契约”的规定从事经营。它的收益除本公司留存以外,还按一定比例分配给信托人和委托人。从事股票、债券投资是信托投资公司的主要业务之一,如日本专业信托银行1980年末有价证券投资占总资产的比重达到33%,1985年末仍达到26.1%,其中大部分是债券投资。日本证券投资信托公司1980年债券投资占总资产的



比重高达 51.9%，1985 年进一步上升到 70.4%。

⑤保险公司为补偿因自然灾害或意外事故所造成的经济损失而和许多个人和单位缔结了保险契约,并按一定的标准向投保人收取保险费,当契约中规定的不测事件发生后,保险公司按契约支付保险金。因此,保险公司的积聚资金数量十分庞大且比较稳定,自然成为债券市场的机构投资者之一,并发挥着重要作用。如日本生命保险 1985 年末债券投资占总资产的 9.8%,损害保险公司 1985 年末债券投资占总资产的 26.8%。

⑥养老基金会通过对职工或企业收取一定标准的收入,待职工退休(退职)后,按一定标准支付退休(退职)职工的养老金。养老基金的资金来源增长比较稳定,在西方国家数额也十分庞大,把资金投资于债券是其业务的重要选择之一。

⑦共同基金公司是一种“开放型”的投资公司,这类投资公司对其所发行的股票,承担按照收回时公司资产净值的比例赎回的义务,因此,股东持有的股票随时可以变现。共同基金投资的对象是股票和债券,共同基金与单个个人的资金相比,数额要大得多,它能投资于多种证券,既减少了风险,又能确保获得平均收益,因此,它颇受投资者的欢迎。近十几年来,美国的共同基金公司数量日益增多,积累的资金也日益增长,在债券市场的地位愈来愈重要。

(4)政府。当政府出现财政盈余时,也会把盈余的一部分资金投资于各种企业债券和金融债券,或政府为了支持某些行业的发展而购买这些行业的债券以提供资金。

(5)中央银行。中央银行参与债券市场的目的与个人、企业、机构投资者的目的有着本质的区别,它购买债券不是因为出现了临时剩余资金,也不是为了获得利息收入,而是为了调节资金供求,当中央银行为了放松银根,刺激经济增长和增加就业,就可在债券发行市场上直接购买政府债券、企业债券或金融债券,以增加货币供应。

### 3. 中介机构

中介机构自己并不直接进行债券投资,而是替债券发行者与投资者牵线搭桥,帮助发行者把债券卖给投资者。债券发行的中介机构包括:

(1)干事承购公司。干事承购公司的职能是接受债券发行人的委托,办理债券的承购和分销业务。干事承购公司是债券发行市场的核心和中介机构,是联接筹资者和投资者的桥梁。干事承购公司在债券发行市场中起重要作用。第一,证券公司能够帮助发行者开辟筹资渠道,扩大资金来源,有利于降低发行费用,减少筹资成本;能够强化债券信用,保证金融稳定;还能够协助发行者进行财务处理。第二,能够增强投资者信心,引导投资方向,降低投资风险,促进金融资产增值。第三,从国民经济发展方面看,能够促进资源的合理配置,减少资源的闲置与浪费;诱导投资方向,促进投资结构合理化和产业结构的高度化,推动经济增长。干事承购公司在代理发行者销售债券时,采取以下 3 种方式:推销承购、助销承购和包销承购。

推销承购是指干事承购公司只负责按发行者规定的条件发售其债券,干事承购公司不垫付资金,只管推销,对于卖不掉或以后减价销售的风险,完全由发行者单独承担。这种方式手续费较低。

助销承购又称余额承购,是指干事承购公司在推销发售债券时,在规定的时间内若有推销不掉或剩余的债券,由助销者全部买进或按其余额向发行者提供贷款,以保证发行者筹资计划的顺利实现。由于在这种方式中助销者要承担发行过程中的各种风险,所以助销者在收取推销手续费后,还要收取一定的助销费,作为对可能承担的风险的补偿。

包销承购也称总额承购包销,是指承购公司一开始就用自己的资金承购全部债券,然后根

据市场条件将其转卖给投资者。在这种方式下,若有未销售出去的债券,干事承购公司或自己持有到期,或以后减价出售,全部发行风险由包销者承担;发行者可以最快的速度一次获得全部所需的资金,等于在债券发行期间,发行者事先得到了一笔无息贷款,没有必要等到发行结束后才能收到所筹的资金,因此,包销费要大大高于推销费和助销费。在包销承购中,根据包销者的人数和风险的分担形式不同,可分为独家承购、俱乐部承购和银团承购 3 种。①独家承购是由一个承购公司包销发行者全部的待发行债券的包销方式。发行风险由该承购公司独自承担,手续费也全部归这个承购公司。②俱乐部承购是由若干承购公司合作包销,每个承购公司所包销的份额、承担的风险以及所获得的包销费都均匀分摊。③银团承购是由一个包销者(在欧美称为经理公司,在日本称为主干事公司)牵头,若干承购公司参加包销活动,以竞争的方式确定各自的包销份额,并根据包销的份额规定包销费率的高低,组成包销银团的一种包销方式。对在发行中出现的各种风险,均由各承购公司按其包销的份额承担。

发行者在准备发行公募债券时,首先要做的工作就是选择、指定干事承购公司。在干事承购公司中,代表其他干事承购公司,具体负责从发行开始到发行完毕的所有手续和为发行后公开信息而制定有关文件等,发挥主要作用的通常被称之为主干事公司或经理公司。主干事公司或经理公司要负责完成以下任务:

①调查、分析发行者的资信状况,包括:发行者所在行业的现状、竞争对手、发展趋势、产品或服务的市场前景;发行者本身的规模、结构、发展历史和未来计划,董事、经理及雇员情况,劳资关系,主要产品、业务分布,利润分配等情况;发行者的财务状况,主要有:资产负债表、损益表的分析,存货、产品(服务)订单分析,税收状况分析,与银行关系的分析等。

②研究预测债券市场的变化情况,向发行者提出有关发行条件、发行时机等方面的建议。

③代表发行者就有关发行条件、发行时间以及能否发行等问题同有关证券管理当局进行交涉。

④动员和组织投资者认购所要发行的债券。

⑤编写和制定发行说明书,签订债券认购合同及债券条款等合同文本。

(2)受托人。受托人根据同债券发行人签订的合同,负责如下各项事务:印制债券的本券;办理包括缴款在内的各种有关募集债券的事务手续;保护债券条款中所规定的投资者的权利;办理债券偿还事宜等。在日本,受托人的手续费,国际机构发行债券时规定为发行总额的 0.09%,一般企业发行债券时规定为 0.23%,其他种类的债券为 0.135%。

(3)财务代理人。财务代理人接受发行者的委托,负责向债券投资者支付本金和利息。在日本,发行者通常选择 20 家左右的银行和 10 家左右的证券公司,通过其分支机构在全国范围内定期向债券持有人还本付息。一般来说,受托公司也是财务代理公司,并兼任财务代理公司的牵头人,财务代理人的手续费规定为所支付利息的 0.3%和支付本金的 0.2%。

(4)担保人。为了增强债券的信用,吸引投资者购买,企业在发行债券时,往往需要一个第三者出面担保,保证债券按时还本付息,担保人通常由银行、非银行金融机构、另一家公司或政府担任。在子公司发行债券时,母公司常充当债券按时还本付息的保证人。

(5)律师。律师是债券发行过程中不可缺少的人物。在债券发行过程中,要制定许多合同文件,其中有很多问题要在法律上加以明确。发行者聘请律师以帮助发行者准备登记表、销售书等文件,帮助发行者同经理公司、干事承购公司和承销公司谈判。经理公司也要聘请律师,帮助制定有关承购合同及其条款,代表经理公司同有关法律机构接触,以及为经理公司提供法

律咨询等。

### 4. 管理者

(1) 证券管理机构。各国都设有专门的或兼管的证券管理机构从事证券的募集、发行、买卖等经营行为的管理监督,对债券的募集、发行进行管理是其重要职能之一。美国的“联邦证券管理委员会”是专门行使证券管理职权的管理机构。这一机构的权力涉及对美国国内的证券发行、证券交易所、证券商、投资公司等的管理监督。下设的公司财务处,负责对发行证券申请人的各种报告的分析,审查和评价;公司管理处根据有关法律对发行证券公司管理监督;地区办事处负责本地区关于证券问题的实地调查,贯彻执行各项有关法律,处理证券注册等事宜。在联邦政府监督下,美国各州也有制定证券有关法律、管理证券的机构,同时,在政府监督下,证券商公会亦具有相当的自主权。这种联邦、州和专业团体多层次的证券管理是美国证券管理机构的特点。

设立专门的证券管理机构的还有加拿大、巴西、阿根廷、日本、印度、新加坡、马来西亚、菲律宾等国。

设立兼管的证券管理机构对债券等证券行使管理监督职能的有英国、德国、荷兰、意大利等。英国政府无专门的证券管理机构,证券发行的登记是由英国贸易部下的公司登记处兼管。英格兰银行只是根据金融政策的需要,才对一定金额以上的证券发行行使审批权。

(2) 债券发行审核。世界各国证券主管机关对债券发行都采取审核制度,审核方式主要有两种,一种叫注册制,一种叫核准制。注册制是指发行者在发行债券之前,必须先向主管机关申请登记注册。登记注册书的主要内容有发行日、发行价格、所筹资金的用途、资产负债表和损益表等各种财务报表,以及董事、主要管理人员的履历、资信等。登记注册书经主管机关审查,如发现有严重失实、遗漏、虚报,则发出终止命令,终止其注册生效。如属一般情节,则通知注册人加以纠正。在未予注册之前,发行者不得发行债券。对政府债券、政府批准的其他债券和私募债券则免于注册。核准制是规定若干核准条件,包括:发行者的经营性质、管理人员的经营资格、能力;发行者的资产负债结构是否健全合理;发行中介机构所得报酬是否合理;债券的权利、义务;事业有无合理的成功机会;公开的资料是否充分、真实等。主管机关对发行者按核准条件审查许可后,债券才能发行。

在我国,对债券发行行使管理监督权的是中国人民银行。中国人民银行对企业、金融机构发行债券实行集中管理、分级审批制度。企业申请发行债券,应当向中国人民银行总行或其分支机构报送下列正式文件:发行债券的申请书;营业执照;企业主管部门同意发行债券的证明文件;计划部门准予进行固定资产投资的批准文件;企业发行债券的章程或办法;企业上两个年度和上一个季度经主管部门或者会计师事务所签证的财务会计报表;中国人民银行要求提供的其他资料。中国人民银行对企业报送的资料、文件审查批准后,企业才能发行债券;否则,不得发行。各银行和非银行金融机构申请发行金融债券,也必须向中国人民银行总行或其分支机构报送有关正式文件,经审查批准后,才能发行金融债券;否则,不得发行。

## 二、债券工具

债券工具是债券发行市场的又一构成要素,随着债券市场的扩大,筹资手段和技术的发展,债券工具日趋多样化。根据不同的标准,我们可以把债券工具划分成不同的种类。

### 1. 按发行主体分类

这是最常用的分类方法。按发行主体分类可把债券分为政府债券、企业债券和金融债券。在政府债券中,由中央政府发行的叫国家债券,由地方政府发行的叫地方政府债券,由政府所属机构发行的叫政府机构债券。如前所述,政府发行债券的目的主要是为了弥补财政赤字,筹集建设资金,解决临时性的资金需要。

### 2. 按债券的偿还期限长短分类

按债券的偿还期限可把债券分为短期债券、中期债券、长期债券三种。短期债券是指偿还期限在1年以内的债券,包括国库券、企业短期融资券等。中期债券是指偿还期限1至7年的债券。长期债券是指偿还期限7年以上的债券和无偿还期限的无期债券,如美国的H债券、英国的永久公债以及一些大公司发行的不偿还本金的债券均属无期债券。

### 3. 按债券发行的方式分类

按债券发行的方式可分为公募债券和私募债券两种。公募债券是向不特定的多数投资者进行广泛募集的债券。公募债券流通性强、可以在证券交易所或柜台上市,公开进行买卖。政府债券的发行通常采用公募的形式。私募债券是指向与发行者有特定关系的少数投资者募集的债券,私募债券不能在证券市场上交易。

### 4. 按债券形态的不同划分

(1)定息债券。即每年在规定的时间内支付固定利息的债券,这种债券的券面上印有“息票”,作为每次支付固定利息时的凭据。

(2)浮动利率债券。筹资者为了增加中长期债券的吸引力,以预先选定的某一种市场利率为参考,随参考利率的波动而相应变化,一般而言,当市场利率低于规定的下限时仍按规定利率付息,这就使投资者有安全感,减少持有债券的损失,从而增加了债券的吸引力。

(3)贴现债券。也称无息债券或零息债券。是指债券上不附有息票,按面值折价发行,到期按票面价值偿还的债券。发行价格与面值之间的差价即为利息,因此,它的利息支付方式是采取利息预扣的形式。

(4)可转换公司债券。这是附有专门规定,允许持有人可在一定时间内以一定价格向发行公司换取该公司股票的公司债券。债券持有人不希望转换成股票时,也可继续持有,直至债券到期。这种公司债券对发行公司和投资者双方都比较有利:投资者在发行公司利润率不高,股息、红利不高时稳得公司的固定利息,又可在公司盈利大幅度增大,股息、红利水平提高时把债券换成股票,以获得较高的股息、红利收入。而发行公司因向投资者提供了这样的优越条件,就可以把可转换公司债券的利率定在低于其他债券利率的水平上,以使用较低的筹资成本获得长期资金,又可以使一部分债券转换成股票,减轻还债压力。

(5)附认股权债券。是指在一定条件下,债券持有人有权认购发债公司新发行的股票的债券。公司在发行公司债券时规定,持有人可以在规定的时间内,按预先预定的价格和数量认购公司的股票,从而成为公司的股东,原有的债权人地位保持不变。

(6)参加公司债券。债券持有人除了可以得到事先规定的利息外,还可以参加公司的盈余分配,分配的方式和比例事先已得到规定。

(7)收益公司债券。这是一种利息收入取决于公司收益水平的非固定利息公司债券。发债公司只有在获得净利润后才能支付利息,如不足时可以只支付部分利息,如没有盈余也可以不付息。

(8)附股票权公司债券。债券持有人在拥有债券时有一定的投票选举权,投票选举公司的董事,一般在股份公司组建时发行这种债券。

### 5. 按债券有无担保划分

(1)担保债券。这又分为由第三方担保的债券和以发行者本身的财产作抵押担保的抵押担保债券。第三方担保的债券是指发行者发行的由第三方作为还本付息担保人的一种债券,第三方担保人一般由政府、银行等金融机构、大的公司担任。投资者购买债券,最关心的就是发行者能否还本付息,如果保证人的信誉很高,那么,发行者发行的债券安全程度很高,投资者乐于购买。抵押担保债券一般是指企业用自己的财产如工厂、机器设备、不动产、动产及各种证券作抵押而发行的债券。当债务人在债务到期不履行还本付息义务时,抵押人对抵押财产有较其他债权人优先受偿的权力。抵押担保债券一般可分为不动产抵押债券、动产抵押债券。不动产抵押债券是以对实际不动产的留置权为担保的债券,在发债企业不履行偿债义务时,抵押债券的持有者可获得所抵押财产(如机器设备、土地、房屋等)的留置权,可依照法定程序拍卖抵押物受偿。如果以同一不动产为抵押品多次发行债券,可按抵押的顺序分为第一、第二、第三等抵押债券,第一抵押债券对抵押品有第一留置权;第二抵押债券则只有第二留置权,只能得到第一抵押债清偿后的余额;依次类推。动产抵押债券是以各种动产如证券、原材料、产成品等流动资产作抵押担保所发行的债券。

(2)无担保债券。完全以发行者本身信用为保证发行的债券,债券本息的偿付没有第三方或以任何财产担保。国债、地方政府债券及大金融机构发行的金融债券都是无担保债券。这些债券由于其发行者的绝对信用而具有坚实的可靠性。满足一定财务条件的信用良好的企业也可发行无担保债券,但往往受到种种限制。一般而言,只有那些信誉卓著的大企业才有资格发行无担保债券,因为大企业的实力雄厚、盈利多、知名度高,发行此种债券容易被投资者所接受。

### 6. 按债券是否记名划分

(1)记名债券。记名债券是将购买者的名字注明在债券背面上,并将债券购买人的名字登记在企业的账簿上,企业只承认被登记的债券持有人,债券的利息、本金只付给被登记的持有人。记名债券在转让时,债券持有人和受让人在债券背面上签名转让,受让人出示正式转让文件重新到企业登记,以更换债权人姓名。

(2)无记名债券。无记名债券在券面上不注明债权人的姓名,也不在公司登记注册,发债企业可向任何持券人支付应付的利息和本金,无记名债券可在交易市场自由转让,无须背书和在公司账簿上变更债权人姓名。

### 7. 按债券利率高低划分

这种划分没有明确的标准,一般是将当时发行的债券的利率与同期的市场利率水平作比较,利率水平相对高的就被称为高息债券,相对较高的被称为中息债券,相对较低的被称为低息债券。高息债券一般是由一些中、小型企业发行的,它们的信誉相对较差,故只能以高息来吸引投资者,中息、低息债券一般是由政府、大企业、金融机构发行的,它们的信誉颇佳,还本付息没有太大问题,故利息相对低些,仍能吸引投资者购买。

### 8. 按债券发行地区的不同划分

(1)国内债券。指在某一个国家内由这个国家的政府、企业或金融机构发行的债券,包括政府债券、企业债券、金融债券。

(2)国际债券。指由外国政府、企业、金融机构和国际机构在某国发行的债券。国际债券的特点是发行者与投资者分属于不同的国家,发行者是在外国进行筹资活动。国际债券可分为外国债券和欧洲债券两大类。①外国债券是由外国筹资者在某一国家(东道国)的债券市场以该国的货币标价发行,并首先出售给该国居民的债券。如中国在日本发行的日元债券就属于该种类型。外国债券是由债券发行所在国的证券承销商承销的,并且发行外国债券要得到东道国的同意,并受该国金融法令的管理。如在日本发行外国债券须得到日本大藏省的批准。在美国要在证券管理委员会注册。外国债券市场是一种传统的国际债券市场,早在19世纪就已存在,英国伦敦就曾是世界最大的外国债券市场。现在,世界上主要的外国债券市场有美国杨基债券市场、日本武士债券市场、德国马克债券市场、瑞士法郎债券市场、法国法郎债券市场等。②欧洲债券是由外国筹资者在某一国家使用该国外的货币标价发行的债券。如我国在德国法兰克福发行的面值以日元计价的债券就是欧洲债券。欧洲债券的承销商和投资者可来自许多国家,可同时在几个国家发售,分销通常不需要预先得到批准或登记注册,受各国金融法规的约束较少。欧洲债券根据面值货币种类可作进一步细分,如欧洲美元债券、欧洲日元债券、欧洲英镑债券、欧洲马克债券等。此外,欧洲债券还包括一种复合货币债券,叫欧洲货币单位债券。

#### 9. 按债券本位划分

可将债券分为货币债券和实物债券。货币债券以货币表示债券票面价值,并用货币支付利息和偿还本金。货币债券是商品货币经济的产物,只有在商品货币经济发展到一定水平时,货币债券才会产生和发展。货币债券有一个缺陷,就是当货币贬值比较严重时,同一货币数额的债券代表的实际价值在发行日和还本付息日会产生很大差异,债权人会因此遭受经济损失,因而不愿购买债券,特别当通货膨胀严重时更是如此。为了解决这个问题,有些国家的政府、企业等便发行实物债券。实物债券以实物为本位,分为直接实物债券和间接实物债券,直接实物债券直接以实物为本位,用实物偿还本金。如1949年我国广东北江革命根据地北江第一支队所发行的“胜利”公债,直接以稻谷为本位,分为50、100和150斤3种,年利2分。这种债券计量方法简单,但适应性较差。

间接实物债券用货币表示债券票面价值,并按事先确定的商品折价,本金用相当于还本时实物价值的货币偿还。我国于1950年所发行的“人民胜利折实公债”就是一种间接实物债券,又如墨西哥发行的石油债券也是一种间接实物债券。

#### 10. 按债券票面额所使用的货币单位划分

可把债券分为本币债券和外币债券。以本国货币为面值的称作本币债券,以外国货币为面值的称作外币债券;如以人民币计价的债券叫人民币债券,以美元计价的债券叫美元债券,以日元计价的债券叫日元债券,等等。这类债券本金的偿还和利息的支付都使用债券票面额所使用的货币。随着债券市场的发展,后来又出现了一种双重货币债券、货币择权债券和与另一种货币挂钩的债券。

(1)双重货币债券。这是一种发行时使用的面额货币是一种货币,付息也用这种货币,而还本时用另一种货币的债券。面额货币折成还本货币的汇率在签订债券发行合同时就事先确定了,这就避免了外汇风险,对发行者和投资者双方都有利。

(2)货币择权债券。这是欧洲债券市场的一种创新债券,投次者可以在每次利息支付日之前,选择支付利息的货币。而选择的货币以及货币的汇率都在债券发售时确定。如某投资者

购买美元—英镑择权债券,支付利息可选择美元,也可选择英镑,开始确定汇率是 \$ 1.50/£1.00。如果本金是 \$ 1000,利率是 10%,当现在的汇率变成 \$ 2.00/£1.00 时,投资者会选择英镑作为付息货币,此时可获得利息 £66.67,按现在的汇率换得 \$ 133.34,比原先汇率多得 \$ 33.34 利息。如果现在汇率变成 \$ 1.2/£1,投资者便选择美元支付利息,仍得 \$ 100 利息。这对投资者而言便避免了汇率变动的风险。

(3)与另一种货币挂钩的债券。该种债券的面值为一种货币,而发行和与将来偿还都按挂钩的另一种货币计算,如果投资者因汇价变动受到损失,由发行者补偿。该种债券由世界银行首次发行,为欧洲美元债券,为期 7 年,年利息为 6.625%,购买和将来偿还都用美元结算,同时规定美元与瑞士法郎挂钩,若期满时美元贬值,世界银行要支付美元补偿投资者的损失。

### 三、债券发行市场的组织方式

债券发行市场有了参加者,债券工具,还需要一种把参加市场的双方联系起来,以便把债券工具销售或卖出去的市场组织方式。债券发行市场用“有形”的柜台和非特定的“无形”市场组织方式销售债券。

#### 1. “无形”市场组织方式

“无形”市场组织方式包括筹资者自己直接发行债券的方式,当筹资者自己直接向投资者推销债券时,没有特定的场所,可在街头及其他公共场所销售债券或直接同单位达成债券成交协议。在非特定的场所也包括筹资者同证券承购公司、受托人、财务代理人、担保人联系、谈判、达成某种业务协议的方式,还包括证券承购公司在非特定的场所销售债券的方式,等等。

#### 2. “有形”柜台方式

柜台方式是指在柜台上销售债券的方式(又称店头方式)。当筹资者委托证券公司、银行、信托投资公司承购推销债券时,这些金融中介机构向投资者推销债券多在柜台上进行,当然也有通过电话、电报、电传、电脑等电讯设备成交的,或去街头等公共场所向投资者推销债券。

## 第三节 债券发行的条件

债券发行条件是指债券发行者在以债券形式筹集资金时所涉及的各项条款和规定。债券的发行条件包括许多内容,有发行金额、期限、偿还方式、票面利率、付息方式、发行价格、收益率、发行费用、税收地位、有无担保 10 项内容,下面依次加以介绍。

### 一、发行金额

债券的发行金额的确定与筹资者所需资金的数量、资金市场供求情况、债券种类、该种债券对市场的吸引力以及筹资者的资格、信用、知名度等有密切关系。发行额多少为适主要由承购公司根据自己的专业性判断向发行者提出建议,如果发行额定得过高,不但影响其他发行条件,还会造成销售困难,对该种债券以后进入流通市场也不利。发行金额一般都是事先确定

的,但在市场行情经常变化的情况下,也有在发行前几天增减发行额的现象,在一些国家,银行等金融机构发行金融债券,往往不事先确定发行金额,而是卖出去多少算多少,把金额债券作为经常性的筹资工具(如同储蓄、存单)使用。

## 二、期限

从债券的发行日起到还本日止的时间,称为债券的期限。筹资者在决定债券的期限时,要考虑的因素主要有:

### 1. 筹资者的资金需求性质

债券发行者发行债券是为了满足特定的资金需求。企业发债筹资投资建设生产项目,在该项目投产盈利以前本金是很难偿还的,偿还时间一般不会短于项目建设的时间,除非它另有资金来源可用于还债。因此,债券的期限一般要等于或长于项目建设时间。企业发债筹集流动资金时,其期限就相应短些。因此债券的期限一般与资金的需求性质相适应。

### 2. 筹资者对未来市场利率水平的预期

如果预测市场利率今后将会下降,筹资者就会考虑尽量缩短债券的期限,发行短期债券,以便在将来以较低的利率发行新的债券,从而降低整体筹资成本。如果预测市场利率今后将会上升,筹资者就会倾向于发行期限较长的债券,以避免市场利率上升而带来新的筹资成本的上升。

### 3. 交易市场的发达程度

证券交易市场是否发达,是影响债券期限设置的主要因素之一。证券交易市场发达,变现容易,投资者就敢于购买长期债券,在手头资金短缺时可以很方便地将债券变换成现金。如果证券交易市场不发达,债券难以转让,投资者存在后顾之忧,长期债券就难以推销,筹资者只能发行期限较短的债券。

除以上三个主要因素外,物价变化情况、债券市场上其他债券的期限构成以及投资者的心理状态、储蓄倾向也是债券发行者在确定债券期限时需要认真考虑的因素。

## 三、偿还方式

债券的偿还方式是由债券发行者发债时公布的章程、备忘录或说明书明确规定的偿还条款决定的,有还本、债券替换、转换股票三种方式。

### 1. 还本方式

还本方式又可分为期满还本、期中还本、滞后还本三种方式。

(1) 期满还本。期满还本是指在债券到期时偿还债券本金的一种方式。

(2) 期中还本。期中还本是指在到期日之前偿还债券本金的一种方式。主要有:

① 强制性赎回。举债者在发行债券时就明确规定强制性赎回条款。目的是为了保证公司拥有一定的现款时,减少负债,从而减少利息支出。

② 选择性赎回。这是指发行者享有在债券到期之前以相当于或高于票面值的价格直接向债券持有人赎回部分或全部债权的权力。采用这种方式,有利债券发行者随时根据自己的财务状况调整其债务结构;有利于在市场利率下降时,发行者能够赎回按较高利率发行的债券,



再按较低的利率发行新债券,减轻其利息支出。

③提前售回。发行者在发行债券时就明确规定投资者有权选择在债券到期前的几个指定日期,按约定价格将债券回售给发行者。这就给了投资者一种选择权,便于投资者调整资金运用策略,这就增加了债券的吸引力。

④定期偿还。这是指债券发行后,经过了宽限期后,每隔一定时间定期偿还一定金额,到债券到期时,还清剩余部分的一种方式。期限较长的债券一般都采用这种方式偿还债券本金。

(3)滞后还本。滞后还本是发行者在发行债券时就规定了投资者有权在债券到期后按原定利率继续持有债券,直到一个或几个指定日期再偿还本金的一种方式。这一规定对筹资和投资者双方都有利,它使筹资者在需要继续发债和投资者愿意继续持有时,省去新发债券的麻烦,也使投资者能够灵活地调整资金运用结构。

### 2. 债券替换

债券替换是指用一种到期日较迟的债券来替换到期较早的债券。一般是用新发债券兑换未到期或到期的旧债券。债券替换的目的主要是:在市场利率下降时用利率较低的新债券替换原来利率较高的旧债券,以减少举债者的利息负担;用期限较长的债券代替期限较短的债券以延长债务期限;肃清对发行者有不利因素的旧债券。

### 3. 转换股票

转换股票是指举债公司用自己的股票来兑换债券持有人的可转换公司债券。采取这种偿还方式的举债公司,必须在发行债券时就规定转换条款,确定这种债券在转换应兑换的股票种类,兑换价格及可选择的兑换时间等条款。

## 四、票面利率

债券的票面利率是指发债者一年向投资者支付的利息占票面金额的比率。票面利率的高低直接影响着债券发行者的筹资成本,是债券发行条件的重要内容。债券发行者在确定票面利率水平时要考虑的因素主要有:

(1)债券期限的长短。期限较长投资者负担的市场风险较大,票面利率也就较高一些;反之,期限较短,投资者负担的市场风险较小,票面利率也就相应较低。

(2)市场利率水平。这主要是考虑多数投资者可以接受的利率水平,避免票面利率定得过高。

(3)债券的信用。如信用级别高,则可以相应降低票面利率;反之则相应提高利率。若市场上无公开评级制度,就应考虑发行者本身的社会知名度、有无担保条款等来确定票面利率水平。

(4)利息支利方式。单利、复利和贴现利率对投资者的实际收益水平和发行者的筹资成本的影响是不同的。到期一次付息和分期付息对投资者实际收益水平和发行者筹资成本影响也是不一样的。在实际收益水平已定的情况下,按单利计息的票面利率应高于按复利计算的票面利率;到期一次付息的票面利率应高于分期付息的票面利率。

(5)证券管理当局对票面利率的管理和指导。

## 五、付息方式

债券的付息方式是发行者在债券的有效期间内,一次或按一定的时间间隔分次向债券持有人支付利息的方式。发行者在选择债券付息方式时,要把降低筹资成本与增加债券对投资者的吸引力结合起来。一般把债券的付息方式分为一次性付息和分期付息两大类。

(1)一次性付息。一次性付息又有两种形式,利随本清方式,即在债券到期时利息连同本金一次付给债券持有人;利息预扣方式,即投资者在购买债券时就获得了利息,以后只能获得本金。此种情况下,投资者购买债券时只交付票面额与利息收入之间的差额的款项。

(2)分期付息。分期付息有按年、半年和按季付息三种形式,分期付息对筹资者和投资者双方都有些好处。对筹资者来说,分期付息可以减轻集中付息的压力,能在债券的有效期内平均分摊利息负担。对投资者来说,每年都能获得现金利息收入,有利于调整资产结构。

## 六、发行价格

债券的发行价格,是债券投资者认购新发行的债券时实际支付的价格。举债人在准备发行债券时,通常要按市场收益率来确定债券的票面利率,但资金市场的利率是不断变化的,市场收益率也随之不断发生变化,市场收益率在短时间内可能上升或下降。从而使事先确定的票面利率与债券发行时的市场收益率发生差异,如果仍按票面值发行债券就会使投资者得到的实际收益率与市场收益率不相等。因此,需要调整债券发行价格,以使投资者得到的实际收益率与市场收益率相等。债券发行价格的计算公式随利息支付方式的不同而不同,下面仅以单利计息、按年付息的方式来说明债券发行价格的计算公式:

$$\text{发行价格} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{年利息}}{(1 + \text{市场收益率})^t} + \frac{\text{面值}}{(1 + \text{市场收益率})^n}$$

式中  $n$  为债券期限。

设有 10 年期债券,面值为 100 元,票面利率为年息 6% 按年付息。当市场收益率正好等于票面利率时,则发行价格等于:

$$\sum_{t=1}^{10} \frac{6}{(1+0.06)^t} + \frac{100}{(1+0.06)^{10}} = 100(\text{元})$$

这时发行价格正好等于面值,投资者花 100 元买进这张债券,便可获得与市场收益率相等的收益率。这种按面值发行债券的方式叫平价发行。

当市场收益率高于票面利率时,如为 10%,投资者不会按面值购买债券,因为按面值购买债券,投资收益率等于票面利率,低于市场收益率,投资者无法接受。若发行者想出售自己的债券,必须按低于面值的价格发售,以使投资者获得与市场收益率相等的投资收益率。此时债券的发行价格应为:

$$\sum_{t=1}^{10} \frac{6}{(1+0.1)^t} + \frac{100}{(1+0.1)^{10}} = 75.5(\text{元})$$

这种按低于面值发行债券的方式叫折价发行。

当市场收益率低于票面利率时,如为 4%,仍按面值发行债券,投资者必然乐于购买,但发行者就要承担不必要的筹资成本。此时就要相应提高债券的发行价格,仍然保证投资者得到

与市场收益率相同的投资收益率。提高后的债券发行价格为：

$$\sum_{t=1}^{10} \frac{6}{(1+0.04)^t} + \frac{100}{(1+0.04)^{10}} = 116.2(\text{元})$$

这种按高于面值发行债券的方式叫溢价发行。

## 七、收益率

债券的收益率是指投资者获得的收益同投资总额的比率。按年计算的比率叫年收益率，按月计算的比率叫月收益率，按日计算的比率则叫日收益率。通常用年收益率来表示债券的收益率。投资者在购买新发债券时，首先要考虑的就是购买该债券的收益率如何，只有将该种债券的收益率同其他种类的金融资产的收益率进行比较才能决定投资该种债券是否有利，以决定是否购买该种债券。决定债券收益率的因素主要有利率、期限和购买价格。一般来说，不同债券，以上三个要素是不同的，因此其收益率也就不一样，债券的收益包括三个部分：利息收入，资金损益，利息再投资收益。只计算利息收入同投资本金的比率叫现行收益率，计算公式为：

$$\text{现行收益率} = \frac{\text{年利息额}}{\text{债券发行价格}}$$

如一张面值 100 元，票面利息为年息 9%，按年付息，发行价格为 98 元的债券，其现行收益率为：

$$9/98 = 9.18\%$$

现行收益率是一种简略的、局限性很大的简单收益率，它只考虑在购买债券时支出多少本金，能获得多少利息，而忽略债券在偿还与购买时所发生的资金损益与资金时间价值两个重要因素。

把资金损益也考虑在债券收益中，在利息收入中加上资本损益而计算出的收益率叫最终收益率。其计算公式为：

$$\text{最终收益率} = \frac{\text{年利息} + \text{资金损益} / \text{期限年数}}{\text{债券发行价格}}$$

如在前面的例子中，最终收益率为：

$$(9 + 2/10)/98 = 9.39\%$$

在利息收入、资金损益中再加上利息再投资收益而计算出的收益率为实效收益率。其计算公式为：

$$\text{实效收益率} = \frac{C + C(1 - \frac{1}{N})I + \frac{R}{N}}{P}$$

式中：N 为期限；P 为发行价格；R 为资金损益；C 为年息；I 为年息再投资收益率。如在前面的例子中，设年息再投资收益率为 8%，则实效收益率为：

$$\frac{9 + 9 \times (1 - \frac{9}{10}) \times 0.08 + \frac{2}{10}}{98} = 10.05\%$$

## 八、债券的税收效应

对债券收益征税的税率高低是影响债券收益的重要因素之一。涉及债券收益税收的有利息预扣税(或收入所得税)和资本税。利息预扣税是支付利息的人在向债券持有人支付利息时预先就扣除债券持有人应向政府缴纳的税款。然后将扣下的税款集中上交当地税务部门。一般来说,各国都对政府发行的政府债券免征利息预扣税,对一些金融债券,企业债券也免征利息预扣税;而对另一些债券则征收利息预扣税,当然税率有高低。我国对购买国库券、金融债券所得的利息收入免征利息收入所得税。

资本税是指出售债券时对卖出价格(或持有到期满时偿还价格)与买入价之间的差额收益所征收的资本收益税,这些资本收益税主要是对自然人征收的。

债券的税收作用与债券的收益关系很大,投资者在考虑购买债券时,十分关心债券投资所获得的收益在扣除税款后的净额。如果甲、乙两种债券其他方面的条件相同,但甲债券的利息和资本收益税率较乙债券低,投资者就会购买甲债券而不是乙债券;或甲债券票面利率较乙债券低,但甲债券的利息预扣税率,比乙债券低,甲债券的利息收入扣除税款后的净利息所得比乙债券高,投资者也会购买甲债券而不是乙债券。这就是为什么一些投资者乐于购买利率较低的政府债券,而不去购买利率较高的企业债券的原因之一。

## 九、发行费用

发行费用是指债券发行者支付给有关债券发行中介机构、服务机构的各种费用,包括最初费用和期中费用两种。最初费用有干事承购团的手续费、支付机构的手续费、登记费、印刷费、担保费、广告费、律师费、上市费等。期中费用有利息支付费、每年的上市费、本金偿还支付费等。在债券发行费用中,干事承购团手续费、支付机构的手续费等各项费用,在债券市场上都有明确的规定。这些费用主要是根据发行者的信用等级、债券期限确定的。例如发行日元债券,在东京市场上承购手续费为本金的1.5~1.6%,在欧洲市场上为1.75~2.0%,都是比较固定的收费标准,发行者应该遵守。但印刷费、广告费、律师费等其他费用并没有规定的收费标准,发行者应当尽量争取减少这方面的费用开支。债券发行费用种类繁多,既有一次性的也有多次性的,因此,债券发行者在发行前就应该同债券发行有关各方认真谈判,取得一致意见,并书面记录在协议中,以避免日后同有关各方发生争执。

## 十、有无担保

发行的债券有无担保是债券发行的重要条件之一,由信誉卓著的第三方担保或发行者用自己的财产作抵押保证债券的还本付息对投资者来说,安全性大,风险小,购买比较放心。无担保债券一般是由政府、大金融机构、大企业发行的,这些发行者信誉卓著,投资者比较乐于购买这些发行者发行的无担保债券,而中小企业发行的无担保债券对投资者来说,安全性相对差些,风险较大,投资者购买的积极性不高。因此,中、小企业一般都发行有担保的债券。

## 第二章 债券发行方式

### 第一节 债券发行方式

债券的发行是指把债券从发行者手中转移到投资者手中的过程,其方式有三种分类:从发行对象的范围大小看,分为公开发行为(公募)与私下发行(私募);从是否有证券发行中介机构的参与看,分为直接发行与间接发行;从发行条件及其投资者的决定方式看,分为招标发行和非招标发行。

#### 一、根据发行对象的范围划分

公募与私募的划分其基本依据是债券发行对象的多寡。

##### 1. 公募发行

以不特定多数人为募集对象公开发行股票,称作公募发行。其涵义包括两点:

(1)债券发行的对象面不是少数的、有限的某些投资者,而是多数的投资者。各个国家对“多数”的规定不一样,如美国要求在 35 人以上;日本要求在 50 人以上。

(2)多数的投资者应是不特定的对象。所谓不特定,就是不明确、不限定哪些人是债券的发行对象,而是任何投资者都可以购买。

由于公开募集债券涉及到众多的投资者,其社会责任和影响都很大,为了保证投资者的利益,各国都对其发行规定比私下发行更多的限制,要求具备更高的条件。为了防止发行者虚报情况,进行欺诈,给投资者造成损失,许多国家的法律都规定在发行公募债时,必须向主管机关提交债券发行注册申报书,公开公司内部财务情况,以供投资者作出适当的投资决策。要求接受证券评级机构的资信评定,有时需要提供抵押或担保,或者要求发行者的某些财务指标必须达到规定的标准等等。

公募发行债券的这些限制和要求,自然会提高发行者的发行成本。虽然如此,但是,它可以提高发行者在证券市场上的知名度,扩大社会影响,可以分散债务,避免大的债权人或持股者干预、控制集资者,可以筹集到巨额资金等。因此,其优点是主要的。很多发行者正是基于以上考虑,尽量创造条件,力争获准公募发行。另外,从市场经济的角度考虑,它真正体现了开

放性、市场性的原则,可以通过众多投资者的市场选择,达到社会资金的合理流动和合理配置。由于债券具有市场性,它易于进入债券流通市场进行买卖转让,具有较高的流动性,这使公募发行易于被社会投资者所接受。

公募发行债券是世界各国通常采用的方式,尤其是和股票发行相比,债券绝大部分采取公募方法发行。因为债券的发行者不限于股份公司,发行对象也不必局限于公司股东或少数特定的第三者。美国证券交易委员会甚至强制要求某些债券,如电力、煤气、电信电话、制造等企事业的债券必须通过公募方法发行。美国债券中国债的发行是百分之百的公募发行,公司债中大约 70%是公募发行(1965~1983 年平均数)。日本的债券发行中公募的比例很大,但在很多场合并不是对不特定的多数投资者发行债券,而是对特定的为数并不多的投资机构发行债券,因此,并不是通常意义上的公募。这是公募发行中的特例。

公募有直接和间接公募之分。发行者不通过中介机构直接向众多投资者公开募集即为直接公募,也称“自己公募”,而经由中介机构公开募集就是间接公募。直接公募最典型的例子是日本的“卖出发行”。所谓“卖出发行”就是发行者预先不确定债券发行总额,只规定债券发行条件和发行期间。在发行期间,譬如半个月、一个月内的任何时候,投资者都可以购买其发行的金融债券。到期实际发售的数量为本次证券发行的总额。卖出发行不存在证券发行失败的风险,对发行者比较有利。不过,这种方法适用性不广,因为有些集资者筹集资金特别强调其时间性、完整性。此外,发行者通过招标形式直接推售其证券时,采取的也是直接公募方法,这就是所谓的“公募招标”方法。证券在公募发行时,往往发行金额大,手续复杂,不依赖专门的发行中介难以完成。所以,在各种证券发行方法中,间接公募是最基本、最规范和最常被采用的一种方法。间接公募又有许多种具体的方法,如代销公募、助销公募、包销公募以及招标公募等。间接公募最典型的是日本。日本的债券发行多数情况下由金融机构组成辛迪加承购团来承购。而金融机构吸收存款来购进债券,大多数金融机构从事整批而大量的债券投资。因此,公司债发行市场比较狭小,仅局限于金融机构范围内。所以,在日本,对于公司债的投资,都不是个人的直接投资,而是金融机构运用各种存款的证券投资。例如 1984 年由各种金融机构消化的债券中长期附利国债占 45.5%;地方债占 59.1%;政府保证债占 69.4%;事业债占 26%;金融债占 12.7%。其原因是基于:其一,由于历史的原因,人们习惯于购买间接证券,而不愿意冒风险从事长期性固定投资。其二,日本证券市场尚未发达。

## 2. 私募发行

私募是相对于公募的一个概念,它指向特定的少数投资者发行债券。这里所谓“特定的”投资者,一般指与证券发行者有某种关系的对象,概括起来大致有二类:一类是个人投资者,例如使用发行单位产品的用户或发行单位自己的职工;另一类是机构投资者,如大的金融机构或是与发行人有密切业务往来关系的企业、公司等。私募发行方式具有以下特征:

(1)可以节省发行时间及注册费用。因为,不必向证券管理机关办理发行注册手续。

(2)可以节省承销费用。私募发行一般多采用直接销售方式,故承销费用可以节省。

(3)发行得到保证。私募发行有确定的投资人,所以一般不会发生发行失败的事情。

(4)私募债券一般不允许转让。但是有些国家规定,私募债发行后,经过一定时间后也可以转让,不过有一些限制条件。例如,日本规定:①私募债券发行后两年内不能转让;②两年后若要转让,只限于在同行业的机构投资家之间转让;③转让必须事先征得发行者的同意。

(5)发行者要向投资者提供高于市场平均条件的特殊优厚条件,由于私募债的转让受到限

制,而且在发行前发行人需要同投资人直接商谈,这样,投资者往往要求发行人提供一些特殊的优惠条件。

“少数”的界限则不好划定。投资者人数多少才算多数,多少才算少数,实际难以绝对化,由于这个限定概念不明确。公募和私募的区别也不是绝对的。例如,在欧洲债券市场上,几乎无法区分公募和私募的界限。

但在某些国家,因为法律上规定了私募投资者的人数限额,公募和私募的界限还是十分明确的。美国和日本就是这样。美国证券交易委员会规定,向 35 人以下的投资者募集证券为私募。日本证券交易法规定,“向未滿 50 家的机构投资者募集”证券为私募。

私募发行的对象人数少,而且投资者对发行者的资信大都有所了解,尤其象股东、员工及金融机构等投资者容易获得发行者的有关财务信息,所以发行者不必像公募发行那样向社会公开内部信息、向主管部门提交发行注册申报书,也没有必要取得证券资信级别评定。在免受这些限制的同时,私募发行要接受另外一些限制。例如美国法律规定:

(1) 投资者若超过 35 人,则这些投资者必须是“对投资的价值以及风险具有识明能力”的投资者(后改为“自卫力认定投资者”),它们包括①银行、证券公司、保险公司等金融机构;②15 万美元以上的大投资者;③纯资产超过 100 万美元,或年收益在 20 万美元以上的个人投资者;④具有 500 万美元以上资产的慈善团体等。

(2) 发行者不得利用广告等形式公开募集劝诱;

(3) 投资者购买的私募证券两年之内不得转让。

债券私募与公募发行一样也可分为直接私募和间接私募。但由于私募发行的债券,发行量都比较少,再加上应募者特定而有限,私募债券一般都由发行者自行办理发行事务,发行中介机构只作一些辅助性或服务性的工作。有些国家则明文规定,债券私募不得通过中介机构,例如美国。因此,在特定场合下,私募发行指的是直接发行。在美国的债券发行市场上,如表所示 2.2.1 私募债券发行量是很少的。日本也有少量私募债券,它们有时称为“缘故债券”。所谓缘故债券,顾名思义,是向与发行者有某种缘因关系的投资者发行的债券,它包括四类:①缘故地方债,是没有资格发行公募债券的地方政府发行的债券,主要向当地金融机构发行;②私募公司债,是那些证券没有资格进入流通市场的中小企业发行的债券;③非政府保证券,是公社、公团、公库等公共机构发行的未经政府提供担保的债券;④私募日元外债,是在日本国内发行的外债中、信用度、知名度比较低下、不适合公募发行的超长期债券。在日本,由于私募债券的投资者基本上是金融机构,所以它实际上是贷款的一种变形。

我国发行的债券也是公募居多,例如各类国债和金融债基本上是公募性质的。只有少量债券,如企业内部集资发行的债券,以及电力债券、冶金债券等重点企业债券接近于私募性质。

和公募相比较,私募除以上讲的可以节省发行时间和费用之外,还有以下一些优点:

(1) 投资者数量有限,发行者可以按照特殊需要设定债券的金额、期限;

(2) 可以使财务条件较差,不具备公募发行资格的集资者也能采取债券形式筹资。发行私募债券的企业往往是在公募发行市场上竞争力低、信誉差的中小企业。采用私募发行可以使其能按照需要筹集到资金。当然,也有些非常出名的大企业,它们利用与大机构投资者和金融机构的密切业务关系,也经常发行巨额私募证券,一来借此加强协作关系,二业可以节省发行费用。

表 2.2.1 美国债券公募与私募的比例  
(单位 100 万美元,括号内为百分比)

年度	普通公司债		可转换公司		合 计	
	公募	私募	公募	私募	公募	私募
1975	30162(74.8)	10166(25.2)	1331(99.5)	7(0.5)	31457(76.0)	10173(24.0)
1976	25220(61.2)	15990(38.8)	869(87.2)	129(12.8)	26089(62.0)	16119(38.0)
1977	23717(57.3)	17689(42.7)	489(57.6)	372(43.3)	24206(57.0)	18061(43.0)
1978	20065(54.2)	16960(54.8)	401(95.9)	17(4.1)	20466(55.0)	16977(45.0)
1979	25609(64.0)	14383(36.0)	865(100)	0(0)	26414(65.0)	14383(35.0)
1980	39985(77.5)	11599(22.5)	4665(99.6)	20(0.4)	44650(79.0)	11619(21.0)
1981	34344(83.1)	6975(16.9)	4271(99.6)	17(0.4)	38.615(85.0)	6992(15.0)
1982	41696		3075		44771	
1983	43401		5866		48967	
1984	56207		3407		59614	

私募发行的缺点是：

- (1)不利于提高发行者的社会知名度和信用度；
- (2)需要向投资者提供高于公募债券的利率；
- (3)债券一般不能公开上市交易,缺乏流通性；
- (4)因债务集中,发行者的经营管理易受少数投资者的干预。

## 二、按照是否有证券发行中介机构的参与划分

### 1. 直接发行

直接发行就是债券发行人不委托专门的证券发行机构,如证券承销商或投资银行,而是直接向投资者推销债券。直接发行具有一些优点,如不必向中介机构支付代理发行或承购包销费用,可以降低筹资成本,省时省力。但直接发行也有很多缺点,主要是:直接发行债券所筹的资金有限,即发行债券的数量有限。而且,债券集中在少数人手中,当发行人欲购回时,不易达到目的。另外,直接发行所涉及的事务很繁杂,从申报登记、资信评估、证募宣传到债券印制、运送、发售、登录和钱款收转等,需要专门的知识和技术经验以及众多的销售网点,花费大量的时间和人力。这对于一般的集资者来说,并不是件容易的事。特别是有些国家有这样的规定:如果集资者预定发行的债券数量在限定的发行期间不能如数发售出去,则发行不能成立。所以当公司欲发行的债券数量很大,而且债券级别不是很高,公司又缺乏这方面必要的技术,经验和销售网点时,采取直接发行方法,就有可能冒发行失败的风险。因而,只有那些信誉特别高的大企业和网点分布很广的金融机构才敢于采用直接发行方式来发行债券。像美国一



些大企业,内部就设立有专门推售本企业证券的部门,拥有一批证券市场分析专家和证券推销员,有条件依靠自己的力量发售自己的证券。

### 2. 间接发行

间接发行是指债券发行人通过证券中介机构进行的发行。随着债券筹资规模的扩大,发行者直接发行债券面临越来越大的困难。与此同时,在证券业中逐渐分离出一些中介机构,这些专门的机构利用其拥有的资金实力、机构网点、专门人才和信息情报,代理集资者发行债券,可以使债券发行得更迅速、更可靠,使债券发行市场运转得更顺利、更有效率。所以,在当今世界许多国家,筹资人大多需要证券发行中介机构的媒介,把债券卖给广大投资者,即采取间接发行方法。在间接发行的情况下,债券发行市场是由发行人、中介人和投资人三方面组成的。

间接发行债券,发行者要与发行中介机构签订发行契约。按证券中介机构承销责任的不同,间接发行又有以下两种形式:

(1)委托发行。又叫代理发行或代销。英文记作 best efforts selling 就是根据契约规定,发行中介机构只代理发行者推销债券,发行者向发行中介机构支付一定的委托手续费。但中介机构与销出多少不负责任,销不出去的部分仍返回发行者,发行中介没有购买余额或承诺包销的义务。远用这种方法,发行者虽然可以省去诸多事务,但仍有可能承担发行失败的风险。而对中介机构来说,这种方法虽然承担的风险小,但与包销相比,其收入也少。因此,中介机构一般不愿承揽非包销发行业务。实际上,这种发行方法在各国都很少采用。

(2)包销。英语为 underwriting,就是发行中介机构保证债券发行成功。包销又分两种形式。一种是“承购包销”,也叫“买入包销”或“总管包销”。在这种情况下具体过程是:发行者与中介机构之间不是代理关系,而是买卖关系。中介机构赚取的不是发行者支付的手续费,而是转卖债券的差价。发行者与发行中介签订购买合同,由中介机构先把发行者计划发行的债券全额买下,然后中介机构再全力卖出。卖不出去剩余的部分由中介机构保有。承购包销方法为那些信誉较差而又急需筹到资金的发行者提供了方便,但发行者必须付出较高的发行费用。包销的另一种形式是“余额包销”,又叫助销,它是在发行者与中介机构签订发行契约时明确规定:中介机构先代理发行者推销债券,如实际推销的结果未达到发行契约所规定的发行额,其剩余部分都由中介机构买进。这种方法是先代理发行,后承购包销,是代销与包销的结合。它的特点是既能保证债券发行总额的完成,又能减轻发行者的费用负担和中介机构的风险压力,所以这种方法在外国很流行。美国和日本的企业发行证券多采用余额包销方法。

间接发行有很多优点,如可以使发行者省去直接发行的繁杂事务;筹集资金迅速、可靠;可利用中介机构的信用,扩大发行者及其债券的影响等。但是,间接发行的筹资成本要高于直接发行。从整个社会来看,由于间接发行的发展,促进了证券融资的专业化和高效率,因此,就整个社会而言,间接发行的发展会降低社会筹资的成本。

## 三、根据发行条件及其投资者的决定方式划分

### 1. 招标发行

(1)招标发行概述。招标发行是债券发行者通过招标的方式来决定债券的投资者和债券的发行条件的发行方法,一般只适用于债券。招标发行是公开进行的,属于公募性质,故亦称“公募招标”。公募招标有时通过证券发行中介机构,有时发行者直接办理。

招标发行包括下面几个步骤。第一步,债券发行人为公开招标做准备工作,其中包括制订发行工作时间表,刊登招标公告,准备有关文件以及在适当的时候举行参加投标各银行经理会议,说明债券发行的有关情形。但是,发行人一般不接受银团投标条件。第二步,承销商参加投标。承销商必须按有关规定按时将标书寄送发行人或其代理人。第三步,发行人开标并决定承销所发行债券的承销商。

招标发行债券,对债券发行人有一些有利的方面:①发行人不仅能自由地决定发行条件,而且还能获得最高的发行价格。②可以发行数量较大的债券。

对发行人不利的地方是:①发行公司必须切实把握进度时间,不能中途变更或终止。②所需的费用比协商议价高。③如承销商认为市场情况对它不利,发行人所得的发行价格不一定比协商议价高。④在此种方式下,发行人需作出更多的推销努力。

招标发行分为两种形式,一是价格招标,二是利率招标。

(2)价格招标。价格招标也叫“竞价发行”,就是发行者只确定债券发行额和债券票面利率,发行价格和认购额则由投资者投标,发行者从最高报价顺次选定投资者,直至达到预定的发行额。中标的投资者各以其出价认购所报出的认购额。若中标者的认购额超过了预定发行额,则按比例分配。价格招标对于投标者来说,投标技术很关键。如果报价过低,则有可能落标;但若报价太高,又会增加投资成本。下面是价格招标的一个具体事例。

事先确定:债券利率:8.0%。发行总额:5000 万元。债券面额为 100 元。

招标结果,发行额 5000 万元、发行价格 99.95 元、99.80 元、99.65 元。

上例中,出价 99.50 元的投标者,因报价太低,未能购得债券;出价 99.65 元的投标者,因报价较低,未能如数购得债券;而出价 99.95 元和 99.80 元的投标者,虽招标金额全部中标,但由此支付的价款也比较高。

表 2.2.2 价格招标指示

投标价格	投标金额(面额)	中标金额(面额)
99.95 元	1000 万元	1000 万元
99.80 元	2000 万元	2000 万元
99.65 元	3000 万元	2000 万元
99.50 元	4000 万元	0

(3)利率招标。利率招标就是发行者只确定发行总额,利率则由投资者投标决定。发行者从投资者报出的利率中选出其中的最低利率作为债券发行利率;从最低利率起顺次选定投资者及其投资金额,直到达到预定的发行金额。若以某一中标利率投标的金额超过了预定发行额,则按比例决定各自的应募额。发行价格公式如下:

$$\text{发行价格} = \frac{\text{期限(日数)} \times \text{利率} + 36500}{\text{期限(日数)} \times \text{最低投标利率} / 100 + 365}$$

利率招标与价格招标的一个不同之处是:它对所有中标的投资者都按统一的价格和利率发行。现举一个具体事例说明:

发行预定额:6000 万元

期限:3 年(1095 天)

招标结果:发行额:6000 万元  
利率:8.0%(取至最低投标利率的小数点后第一位)  
发行价格:99.76 元。

表 2.2.3 利率招标

投标利率	投标金额(面额)	中标金额(面额)	购得数占投标数的比例
8.00%	3000 万元	3000 万元	100%
8.02%	3000 万元	2000 万元	67%
8.06%	2000 万元	1000 万元	50%
8.10%	3000 万元	0	

上例意味着,所有中标者均以 99.76 元的价格购买年息率为 8%的债券;报出 8.10%利率的投资者因要求利率太高而未能购得债券,报出 8.03%和 8.06%利率的投资者因利率高于最低者 8.00%的利率,故只分别购得全部投标债券金额的 63%和 50%。但报出最低者 8.00%利率的投资者虽然投标金额全部中标,但所接受的发行价格却与 8.00%的利率相比有些高了,因此,将会增加销售困难或者减少利润。但其他报出较高利率的投资者却并不因此而增加投资成本。

从以上看出,招标发行对发行者和投资者双方都是公平的,不过,一般只有那些信誉很高,对其证券有相当自信的筹资者才敢采用招标方法。在美国,一些公共、公益部门的债券被强制要求公募发行,如政府短期证券、政府长期国债等市场性公债以及电力、煤气等公司的债券。日本政府从 1978 年 6 月始,2 年、3 年和 4 年期的中期付息国债也采用了公募招标方法发行,其具体程序是:①大藏大臣先提出招标的有关事项,进行国债投标的动员;②投标参加者向承办招标事务的日本银行提出投标金额、价格或利率;③大藏大臣根据日本银行的报告决定招标结果,然后由日本银行通知应募者。目前,被准予参加投标的全是金融机构,包括 13 家城市银行、3 家长期信用银行、64 家地方银行、44 家保险公司、23 家证券公司和 104 家其它金额机构。

2. 非招标发行(又称协商议价发行)

非招标发行是债券发行人与债券承销商或投资银行直接协商发行条件,以便最适合发行人的需要和现行市场状况。债券发行人可以根据以往发行债券的经验、类似的发行报告以及有关投资银行的帮助,与承销商确定最好的发行条件。

协商议价的公开发行包括四个步骤。第一步,发行人选择一家投资银行(又称主干事银行),商议募集资金的条件、方式、期限等。第二步,投资银行对债券发行者的资信,资金状况,发行要求等方面情况进行审核,以决定是否承销该笔债券。第三步,投资银行和债券发行人在意见一致的条件下,共同商议非正式的合同条件。合同内容涉及有关债券发行的各个方面,如发行数量、金额,初次发行的数量、金额、向有关证券管理机构申请办理登记的手续,债券的发行日期与结束日期以及对发行人多方面的限制等。第四步,投资银行邀请其他证券承销商成立承销辛迪加,并与发行公司订立“购买契约”。

协商议价公开发行的好处有以下两方面:

(1)承销商与发行人直接商洽,可以更多地了解发行人的情况,容易了解和掌握发行人的

真实情况,这对于承销商来说,可以减少承销的风险,因而易于接受。

(2)对发行人而言,协商议价比公开招标更合理,证券的推销与利润把握性更大。这种发行方式的不足之处是:以协商议价发行债券时,发行者给予承销的补偿比公开招标高,他们对市场状况并非十分了解,因而很难取得优惠的发行价格。

## 第二节 债券发行程序

债券的发行程序因债券种类而有所不同,大致可划分为两类:一是公司债券的发行程序;二是政府债券的发行程序。

### 一、公司债券的发行程序

公司债券的发行程序以发行人与承销人谈判为界,可以分为两个大阶段:第一阶段为债券发行的准备阶段,主要是公司内部就发行债券的金额,用途等问题进行研究决策;第二阶段为债券发行的实施阶段。

#### 1. 公司债券发行的准备阶段

发行公司欲发行债券必须就以下问题进行研究、决定。

(1)制定发行文件。发行文件主要包括债券发行金融资金用途、期限、利率、发行范围、发行方式、公司现有资金、收益分配状况、筹资项目的可行性研究或经济效益预测、还本资金来源等。发行文件是债券发行实施阶段的基础,尤其是与承销机构进行谈判,确定发行内容的主要依据。制定发行文件是发行的首要环节,需要公司周密研究、科学决策。

(2)董事会决议。发行公司债,需要经董事会通过决议,而且要由 2/3 以上董事出席以及超过半数的出席董事通过方与有效。董事会的决议应决定公司债券发行的总额、券面金额、发行价格、利率、发行日、偿还期限和偿还方式等内容。董事会的决议必须在公司债发行前形成(实际中,董事会会议往往要与发行谈判穿插进行,因此,在时间上与以下过程有交叉)。

#### 2. 公司债券发行的实施阶段

发行债券的公司在董事会就发行的主要事项形成原则性决议之后,就进入了债券发行的实施阶段。一般需经过以下几个步骤。

(1)债券的信用评级。公司发行债券首先要由证券评级机构对其所发行的债券进行评级。债券的信用评级,就是证券评级机构根据对债券发行人的基本经营状况分析评级。如对获利能力、资产价值,收入的安全性和稳定性以及公司的管理水平和公司前景等所作的统计分析,对债券的还本付息等适当地分类,并加以相应的符号代表其等级。

对于发行债券是否进行信用评级,各国要求并不一致。美国对发行债券的信用评级非常重视,规定发行债券必须经过评级机构的评级,否则不予批准。日本从 1973 年发行无抵押转换公司债以来,对发行此类债券的评级也做了严格的要求,就发行者而言,较高的信用评级对公司债券的销售无疑是一个再好不过的广告宣传,投资者一般愿意购买那些信用评级高的债券。不过,信用评级的实际影响远非这一点。较高的信用评级对于公司的进一步筹资,甚至公

司产品的销售都会有很大的帮助。对于投资者来说,信用评级能起到保护他们利益的作用。不过,评级机构一般只对投资者负道义上的义务,不负法律上的责任。债券评级机构只是对发行者信用等级的评定,不是向投资者说明该项投资是否合适,更不是对购买、销售或持有某一债券的褒贬。信用评级只是针对某一次债券发行而言,发行者在一定时期内发行几次债券的信用评级就不一定相同。

(2)发行人与承销人谈判、确定发行的主要内容。发行人与承销人(在美国多是投资银行,在日本则多是证券公司),就承销问题举行各种会议,以决定发行的主要问题。

①决定发行债券的总额。一般都由发行公司与投资银行协商最后确定。

②决定债券的发行方式。决定是直接销售还是公开发行。直接销售对发行公司有利,不仅能迅速获得资金,而且发行成本低,在利率一致时,公司倾向于直接销售。不过,相对来讲,公开发行有使发行利率降低的功能,在发行金额巨大时更是如此,哪种发行方式更合适,须发行公司会同投资银行等协决定。

③就发行条件达成协议。投资银行与发行公司进一步就发行条件协商达成协议,该协议中应包括发行数量、债券到期日、利息率及投资银行的报酬等。发行债券利息率的高低,依公司的财务状况及公司已发行债券利息率水平等因素决定。

④确定承销方式。选择决定投资银行承销债券的方式。对投资银行(或证券公司)而言,当债券风险太大时,选择非包销发行更有利。如发行公司地位稳固,债券对投资者吸引力大,选择全额包销方式发行销售债券更合适。

(3)组织承销辛迪加。如果发行债券的数量颇巨,投资银行将组成承销辛迪加。在发行债券数额非常巨大时,参加承销辛迪加的银行则可能多达 100 家。

(4)申报发行及办理各种发行手续。在多数国家,公司发行债券都须向主管部门申请注册,未经批准不得发行债券。申报发行多是由承销机构代为发行人办理。在美国,管理证券发行和交易的机构是证券交易委员会。该委员会的职责是管理证券发行,通过向公众提供有关发行人的资料,保护投资者的利益。根据委员会的有关规定,发行公司在正式销售债券前 20 天就应向该委员会提交有关文件,未经批准,任何公司不得发行任何债券。

具体要办理以下几种发行手续:

①呈报债券发行申报书。

②债券发行公告。由债券承销团干事证券公司与受托银行组成发行会(起债会),对所发行的债券种类、发行条件等内容作最后的审核确认,然后正式向社会公告。于此同时,募集也正式开始。

③印制债券认购申请书。有的国家要求承购者必须填写认购申请书、如日本商法 301 条规定,“债券认购者应于债券认购申请书上添写认购债券的金额、住所并以署名”。所以,必须印制债券认购申请书。申请书通常由承销机构印刷。

④公布发行公告。

(5)向公众出售债券。在正式销售开始前,投资银行就可以与一些可能的投资者达成暂时的协定。债券的正式公开出售也称作“开账”。同股票的发行一样,开账后,管理人接受对发行债券的预约。若需求甚多,则账册立即关闭,并宣布发行已超额预约,称该笔发行为“飞出窗户”。反之,则可能延长发行期限。若银行对市场判断完全错误,或者利息率在发行利息率决定后上升,银行则可能降低债券的价格,并承担一切损失。

## 二、政府债券的发行程序

政府债券与公司债券相比有很多不同之处,其主要特征是发行数量大、信誉高、发行次数多,因此,无论在发行方式上还是在发行程序上都有独特之处。

### 1. 政府债券的发行特征

(1)发行量大。西方国家的政府债券的在证券市场上占有重要地位,例如 1980 年 10 月美国政府短期债券(国库券)和政府机构短期债券未偿金额共达 13410 亿美元,约是货币市场的 79.7%,政府中、长期债券 1983 年达 14110 亿美元,占资本市场的 18.8%。80 年代初平均每年新发行国债达数千亿美元。日本长期附利国债 1984 年发行 6.03 兆日元,地方债和政府保证债共达 3.4 兆日元。以上表明,西方国家每年都发行数量很大的政府债券。

(2)承销机构多。由于政府债券的发行量大,仅由几家机构承销是不可能的。因此,各国承销政府债券的机构很多。例如日本的国债由于每次发行数量很大,因此必须由许多金融机构应募承销。1966 年 1 月发行的一笔国债的承销辛迪加,就是由 29 个不同类型的金融机构组成的。其中除 4 家证券公司外,仅都市银行就多达 13 家。至于政府担保债券的发行,则以长期信用银行等为募集受托公司,组成承销辛迪加。地方债券的发行,以银行为募集受托公司,承销辛迪加的参加者包括证券公司和银行。美国的情况也是如此,往往是很多投资银行联合起来承销一次政府债券的发行。据统计,美国新发行的国库券大约有 2/3 是由大银行和经营政府债券的证券商购买。

(3)发行次数多。日本的长期国债每月都发行,中期付息国债发行时间不固定,国家视情况随时都可以发行。短期国库券每周一、三、五发行。美国的国库券每周的星期四发行 3 月期和 6 月期国库券各一批,1 年期国库券每月发行一次。美国中长期国债,2 年期债券每月 20 日发行,4 年期债券每季度每 2 个月的月底发行。3 年、7 年、10 年、25 年及 30 年的债券在每个季度的季中日发行。

(4)多采用公募的方式发行。日本公债多采用公募发行,但特殊债(特殊债是指集团企业基于特殊法律所发行的债务。其中包括公共企业、公团、公库等政府机构发行的公共事业债券、公团债券和公库债券等。金融债除外)多采用非公募发行。美国的国债绝大部分采用公募发行。

(5)公募发行以公开招标方式为主。美国的中长期国债有两种发行方式,一种是认购方式,一种是拍卖方式;以后形式一种为主。国库券也以公开招标的方式发行为基本形式,有关发行的事宜均由纽约联邦储备银行代为办理。投标分为两种:其一是竞争性投标;其二是非竞争性投标,就是投标人在标书中写明其愿意购买国库券的价格。竞争性投标对投标人的好处是,能够事前知道投资人从该笔国库券的收益。其缺点是,投标人有时报价可能太低,有不能中标的风险,财政部有拒绝接收投标的权利。所谓非竞争性投标,就是投标人在标书中不明确规定其购买国库券的购买价格,该投标人的购买价格以财政部所收到的竞争性报价的平均数为基准。这种方法对投标人的好处是,投标购买的数量一般能得到满足。因为财政部一般都接收非竞争性投标。非竞争性投标的缺点是,投标人对于投资于该笔国库券的收益到底是多少,在开标前无法知晓。日本中长期国债采用公募投标和私募定率两种发行方式,大部分是前者。短期国债全部采用公募投标方式发行。

## 2. 日本政府债券的发行政程序

日本政府债券分三大类：即长期国债、中期国债和短期国债。

现分别介绍各自的发行政程序：

(1) 长期国债的发行政程序。长期国债的发行政程序大致如下：

① 大藏大臣(财政部长)根据《国债法》决定每月的发行额和发行条件。

② 举行起债(即发债)例会。长期国债每月都发行,故例会为每月一次。例由参加承购集团的金融机构的常务董事和高级常务董事一级的人员参加,在该会议上对国债的发行额、发行条件等按惯例进行审核。

③ 签订承购合同。经审核并取得认可后,由作为国家代理人的日本银行与承购集团之间签订承购合同。

④ 签订承购集团内部合同。

⑤ 正式开始发售债券。

⑥ 发行结束后,到了付款日,日本银行接受承购集团成员交来的债券款项,并将款项汇总一并上缴国库。

(2) 中期付息国债的发行政程序(采用公募投标方式时)

① 大藏省根据资金需求情况以及市场情况决定发行时间、发行额度和招标的有关事项。

② 通过日本银行向有关的金融机构和证券公司发布招标时间、数额、条件等。

③ 委托日本银行组织招标。

④ 投标机构填写投标意向书。参加投标的机构要填写投标意向书,在意向书中写明自己所希望的承购价格或收益率以及承购额度。

⑤ 裁定中标者。日本银行汇总投标情况,将投标结果报告大藏省,大藏省根据日本银行的报告,裁定中标者。

⑥ 日本银行将中标结果通知中标者。

⑦ 中标者向一般投资家销售债券。

⑧ 到了付款日,日本银行接受各承购单位交来的债券款项,并将款项汇总一并上缴国库。短期国债发行程序与中期国债的发行政程序相差不多。

## 3. 美国政府债券的发行政程序

美国政府长、中、短期债券的发行政程序差别不很大,现以国库券的发行政程序为例,说明美国政府债券的发行政程序。

国库券的发行政程序大致如下:(参见:金颖等著《债券的发行与转让》,中国金融出版社,1990 出版社)。

(1) 认购者索取投标单。美国财政部通常于每星期四宣布七日后发行国库券的数量、期限等情况,愿意认购者可以向联邦储备银行或其分行索取投标单。投标单主要包括下列各项内容:

① 所希望购买的国库券数额。

② 注明期限类别,如 3 个月、6 个月或 1 年期等。

③ 注明参加竞争性投标或非竞争性投标,如果为竞争性投标,则要注明年收益率。

④ 注明所购买的国库券到期时,是否愿意再进行投资。

⑤ 投标人的姓名及通讯地址。

⑥投标人的社会安全号码。

⑦投标人在一般营业时期中的电话号码。

投标单填好后,投标者可将投标单自行送到各联邦储备银行或其分行,也可以委托他人或金融机构代为提出,另外也可以用通讯投标方式将投标单直接邮寄到联邦储备银行。采用通讯方式时,必须在信封下端注明“参加国库券投标”字样,以利及时处理。直接向联邦储备银行提出,则不收取任何费用,通过其他金融机构代为提出要收取一定的服务费。

(2)联邦储备银行接受投标单。美国各联邦储备银行在每一个营业日的上午9时至下午3时,接受国库券的投标单。但是最迟在下周星期一纽约时间下午1时以前,投标单必须送到各联邦储备银行,下午1时以后,即停止接受投标。

(3)决定中标者及中标价格。联邦储备银行及其分行停止受理投标以后,即将投标单按照年收益率从低到高的顺序加以排列,提请财政部进行分配。财政部首先分配给准备继续投资的外国政府机构及联邦储备银行,以替换即将到期的旧国库券;其次分配给所有非竞争性投标者;而后再分配给竞争性投标者,按照收益率由低到高的顺序分配,直到原定的发行数额售完为止。竞争性投标者按照各自中标的收益率认购债券,最后中标者其收益率最高。然后再根据竞争性投标者的中标价格计算平均价格,作为非竞争性投标者的中标价格。

(4)由财政部宣布投标结果。财政部于星期一晚上宣布投标结果,宣布内容包括各方标购的数额以及财政部接受的数额,最高、最低和平均收益率以及接最高收益率中标者认购数额的比例。以上内容通常刊载于次日的报刊上,同时由联邦储备银行通知投资者是否中标。

(5)财政部正式发行国库券。投标结果在星期一宣布之后,财政部于同一周的星期四正式发行国库券,中标者必须于该日或该日前,向联邦储备银行交款。交款的方式有两种:①以现金或联邦储备银行的付款支票缴纳;②以到期的国库券调换新发行的国库券,其差额多退少补,多退少补部分支付现金。

认购者交款后,财政部为每一个认购者开设一个账户,登载其购买国库券的数额等,并于国库券发行日后,四至六周内,给认购者邮寄一份对账单。

由于国库券是以登记形式发行的,因此到期时可以自动赎回。财政部委托银行将相当于该国库券面额的支票邮寄券商购入国库券时,到期时款项的支付按照投资人在购入时的约定办理。

### 第三节 债券发行成本

债券发行成本是指发行人为筹集一定的资金所支付的除了债券票面利率以外的各项费用。债券的发行成本可以分为广义与狭义,所谓广义的发行成本包括支付债券的利率和为使债券到达投资者手中所发生的费用两部分;狭义的发行成本是指后一部分,我们这里的发行成本集中研究狭义内容。债券发行成本费用的范围包括发行价格与票面面额的差价,发行与收回债券手续费、印制费,宣传广告费,担保费及其它有关必须支出的费用。



### 一、发行价格与票面面额

发行价格与票面面额是两个不同的概念。发行价格是指以一定的价格在证券发行市场上出售证券。债券面额是指用于计算利率的金额,二者往往是不一致的。发行价格可以低于或高于债券的票面金额。这与发行者和承销机构的信誉、市场供求状况以及债券利率的高低等情况有关。发行价格低于票面金额称为低价发行,在多数情况下,债券是低价发行(股票则很少有低价发行的),低于票面金额部分实际上是发行成本的构成部分之一。如果债券发行价格高于票面金额出售,称为溢价发行,溢出部分实际上降低了发行成本。如果债券发行价格与票面金额一致,则称为平价发行。那么发行成本中就无需考虑这个因素。目前国内一般是按票面金额发行,即平价发行。

### 二、债券印制费

债券印制费是指印制债券书面凭证的费用。债券的印制费与债券印制质量的好坏有关。债券印制费中包括债券设计费、制版费、纸张费、油墨费等。债券印制费中设计费、制版费与债券面额的种类有关,面额种类多,这类费用就大。在债券面额种类一定的情况下,印制费用与印制数量有关,印制数量越多费用越大,但分摊在每一债券上的费用则越低。面额数量一定的情况下,债券版面的大小与印制费用有关,版面越大费用越高。在面额、数量、版面一定的情况下,纸张质量与印制费用有关,质量高费用大,质量差费用低。债券如采取息票支付方式,即每年凭息票支付利息。那么还应包括息票的印制费用。此外如果发行日期紧迫,需加班印制,还应考虑支付印制加急费用。

### 三、承购包销及代理手续费

承购包销及代理手续费是指发行人支付给承销机构的发行费用。发行债券手续费是由发行者按发行债券的总金额的一定比例支付给债券发行的金融机构。此外手续费中如有记名式债券如已转让,还须支付过户手续费给办理该项工作的金融机构。手续费的多少与债券发行方式有关。在一般的情况下受托单位的发行责任越大,手续费就越高。

在欧洲债券市场上承购包销手续费,固定利率债券一般占发行额的 2—2.5%;浮动利率债券一般占发行额的 1.25—1.75%。承购公司实报实销费用通常是 7 万美元左右。财务代理人费用(初期加上期中)通常是 6000~1 万美元。手续费还包括支付利息手续费和偿还本金手续费,在欧洲债券市场上前者通常占支付利息额的 0.25%。后者通常占偿还本金额的 0.125%。

### 四、宣传广告费

为了使广大社会公众了解发行人,扩大影响,保证发行债券公司能及时发行债券。筹足所需资金,必须要花费一定的宣传广告费用,特别是对于一些社会公众了解不够的企业更是如

此。宣传广告费用根据企业的社会知名程度,宣传广告的范围和形式,债券发行额的大小所决定。在一般的情况下,企业知名度低这类费用就高。广告的范围广,债券发行额大,企业的宣传广告费用支出就大。宣传广告的形式不同,支付的费用也不同。如报刊杂志、电台、电视台的广告收费各不相同。支付一定数额的广告费用不仅对于债券发行有利,而且对于促进企业的生产发展也有积极的作用。

### 五、律师费

发行债券涉及到很多法律问题,因此,发行人在发行过程中必须聘用律师来处理有关的法律问题,为此需要支付一定的费用。律师费的高低与所聘律师的社会影响知名度、能力有关,也与发行人的企业规模、社会影响以及发行数额有关。例如,在欧洲债券市场上发行债券的律师费用通常是 3~5 万美元。

### 六、担保费用

企业发行债券如采用其它经济实体担保发行的方式,由于担保企业承担了发行债券企业到期如果无力归还时由其偿还的责任,因此发行债券企业需根据担保额支付一定比例的担保费用。

### 七、资信评级费用

资信评级费用是发行人为发行债券而进行评级的费用。资信评级费用一般与发行额无关,以次计费,如日本国家具有国际影响评级机构的费用是:

(1)评级摸底:亚洲地区——150 万日元,亚洲以外地区——200 万日元;

(2)预评级加上正式评级(第一次):亚洲地区——600 万日元,亚洲以外地区——700 万日元。

(3)第二次评级:①在上次评级的一年之内,亚洲地区——150 万日元,亚洲以外地区——200 万日元。②与上一次评级相隔一年以上,亚洲地区 400——万日元,亚洲以外地区——500 万日元。

### 八、其他有关费用

为了有利于债券的发行,发行债券企业往往附加各种优惠条件,如提供优惠的商品、旅游等等。这些优惠部分的费用,实际上也是证券发行成本的构成部分之一。除了上述费用外,还有发行证券所需的一些费用,如发行证券工作人员的工资开支,办公场所等各项不直接计入发行成本费用中的支出。

以上各项发行债券的支出构成了债券发行的成本。由于各个发行债券企业和发行债券种类不同,企业信誉不同、发行额不同、债券印制质量的要求不同。因此各项费用支出的水平也各不相同。在上述各项费用中有些费用除了促进债券发行外,还对企业的经营,产品的销售起到积极的作用。

## 第三章 债券评级与审核

### 第一节 债券的信用评级

#### 一、债券信用评级概述

##### 1. 债券信用评级概念

债券信用评级是由专门的信用等级评定机构根据发行者提供的信息材料,并通过调查、预测等手段,运用科学的分析方法,对拟发行的债券质量、信用、风险进行公正、客观的评价定级活动。

##### 2. 债券信用评级制度

信用等级评定机构都是不受政府控制并独立于债券发行者、投资者以及中介人之外的私营企业。它评定出的信用等级之所以得到广大投资者的信任,是因为证券评级机构的评级服务是在对有关资料进行广泛分析,保持独立决策程序和严守被评估者机密的基础上进行的。在评估时,评定机构要认真研究债券发行者的借款用途、期限、偿还方式以及偿还能力等,涉及到外国政府和企业发行的债券,还要对其进行国家风险分析,最后对债券的信用情况做出公正评价。评级机构对投资人有道义上的义务,无法律上的责任。它对某些债券所定的较好资信等级并不是向投资人推荐这些债券,同样,对某些债券所定的较差的资信等级也并不是阻止投资人购买这些债券,它所评定的信用等级只是帮助投资人在可对比的基础上对投资做出判断和决定。

债券的评级制度最早起源于美国,迄今为止,美国证券市场对证评级的要求也最严格。1909年,美国人约翰·穆迪(John Moody)在《铁路投资分析》(Analysis of Railroad Investments)一文中首先运用了证券评级的分析方法。从那以后,证券评级的方法便推广开来,并为许多国家采用。现在,在世界上一些主要的金融市场上发行证券,一般都要经过国际知名的信用等级机构的评级,事实上,许多国家的证券法并不强迫发行者必须取得债券评级,但是由于在发达的证券市场上,没有经过评级的债券往往不被广大的投资者所接受,难于销售,因此,在债券市场上公开发行债券,除了信誉很高的国家政府债券发行者外,其他债券的发行者都自

愿向证券评级机构申请评级。

### 3. 债券评级作用

(1) 保护投资者的利益。债券评级的作用是通过将发行者的信誉以及偿还的可靠程度公诸于众,来保护投资者的利益。因为虽然证券法规定了发行者要公开与债券发行有关的财务信息及有关情况,但由于市场上证券品种多,公开的信息专业性强,所以除了专业性的券商或证券研究分析家,一般的大众投资者往往无暇仔细查阅,也缺少专业知识去分析这些公开的资料。因此,证券评级机构使用简单易懂的符号,如 A、B、C 等。向投资者提供有关债券风险性的实质情况,供投资者作为债券投资的参考。有了证券评级机构对债券信用情况做出的评定,投资者即便不去查阅那些繁琐的证券发行说明书,只要参考和比较各种证券的信用级别及其变化情况,就能够根据自己的意愿来选择投资对象。比如,稳健的投资者可以投资于信用级别较高的证券,这样少冒风险,当然收益相对较低;着眼于收益率高的投资者可以选择级别较低的证券,其代价是冒较大的风险。可以说,证券评级是对信息公开制度的一种补充,其作用是为大众投资者正确选择证券服务,为保护投资者的利益服务。

(2) 提供发行参考依据。债券评级的作用之二,是在发行市场上,为确定债券的发行价格或利率提供参考依据。由于投资者都追逐级别较高的证券,因此,债券的评级结果对债券的发行价格有决定性的影响。级别越高,债券还本付息的安全性就越好,所付的利息少,利率就越低。相反级别被定得越低,拖欠的可能性也越大,利率也就越高。

## 二、债券的评级方法

### 1. 评级程序

(1) 提出申请。债券评级首先由发行单位或其代理人向评级机构提出评级申请。例如计划在美国发行长期公募债券的发行者,在向证券交易委员会申请登记发行之时,大都事先与标准·普尔公司取得联系,提出评级申请,同时,为接受评级审查准备资料,而评级机构开始组织负责这项评级的工作小组。小组成员由二人组成,一名是研究该产业情况的专家,另一名是财务分析专家。如果债券发行者是外国企业,还要找一名研究该国经济的专家参加该小组。

(2) 讨论确定。债券发行者提交资料后,评级机构要用一至两周时间进行讨论,之后评级小组与债券发行者一起座谈,提出问题并要求逐一解答,以完成最后的分析,最后拟出评级草案提交评级委员会讨论。评级委员会由 5 至 7 名成员组成,通过投票评定出债券的级别,并同发行者联系征求意见。如果发行者同意,则此级别就被确定下来了。如果发行者不同意评级机构的评定时,可申明理由提请重评更改级别。这种要求重评的申请只限于一次。第二次决定的级别是不能再更改的。

(3) 跟踪检查。评级机构对评定级别后的发行者,要对从发行到还清债券为止的整个过程进行追踪,并且做定期检查,以确定是否有必要修正债券的级别。如果认为有必要更改,评级机构将做出新的评定并将结果通知发行者和予以公开。对债券等级重新估价的程序与初次评级的程序完全相同。

### 2. 债券发行者向评级机构提交的资料

债券发行者需向评级机构提交的资料包括以下几方面:

(1) 发行概要。

(2)发行债券的用途。

(3)长期债务与自有资本的内容。

(4)企业状况,包括企业的沿革、经营目标、组织机构、经营者、事业内容、销售情况、财务政策和管理。

(5)财务情况。提供财务报表、资本结构、偿还长期债务的计划、筹措资金计划等。

(6)发行条件的要点。如果债券发行者是外国的企业或公司,还要另外提供下述三个方面的资料:①说明会计方针与会计处理方法;②说明发债者与国家的关系,重点是与发行债券有关方面的政策和态度;③与发债国同行业企业之间的经营比较。

### 3. 分析方法

(1)产业分析。产业分析包括两方面的内容:一是判断该企业所属的产业是“朝阳产业”,还是“夕阳产业”。是在经济环境变化中稳定的产业,还是对变化十分敏感的产业。透过产业分析对企业的发展前景做出判断。二是评价该企业在同行业中的竞争能力。分析企业生产经营的各个主要方面,如生产设备利用效率、生产率、技术开发力量、销售量等方面在同行业中所处的地位以及今后的趋势。

(2)财务分析。对企业财务状况的分析,是评级机构在进行信用评级的重要一环。分析的项目主要有四个方面的指标:

①收益性。反映企业收益性的指标有下述三个:

销售利润率:

$$\text{销售利润率} = (\text{净收益} + \text{利息费用}) / \text{销售净额}$$

该比率表示支付使用资本的费用(折旧费、利息)及缴纳所得税前的收益率。它也是一个表现销售价格和生产费用函数的指标,反映当销售数量发生变化时,收益率所发生的变动。

投资盈利率:

$$\text{投资盈利率} = (\text{净收益} + \text{利息费用}) / (\text{长期负债} - \text{股东权益})$$

该比率反映企业资本的运用效率和企业的经营效率。

利息支付能力:

$$\text{利息支付能力} = (\text{净收益} + \text{利息费用} + \text{所得税}) / \text{利息费用}$$

该比率直接反映企业以经营收益来偿付借款利息的能力。

②长期负债比率。反映长期负债情况的指标也有三个:

$$\text{长期负债比率} = \text{长期负债} / (\text{长期负债} + \text{股东权益})$$

$$\text{负债构成比率} = (\text{长期负债} + \text{短期负债}) / \text{全部资产}$$

$$\text{负债比率} = \text{全部负债} / (\text{股东权益} - \text{无形资产})$$

以上三个比率不一定是越低越好。在负债管理中,举债经营可以降低资金成本,提高自有资金利润率,反映了企业管理者的进取精神和举债经营的能力。如果企业营业风险很小,负债比率即使偏高,也能够获得较高的评定等级。

③财务弹性。财务弹性指标反映企业偿还债务能力具有的弹性。企业用营业所得的资金偿还债务、解决资金需求的能力越大,企业的财务弹性也越大。财务弹性用以下四组指标表示:

$$\text{资金流动比率} = (\text{营业净收益} + \text{固定资产折旧费} + \text{应缴税金}) / \text{长期负债}$$

$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$

速动比率 = (现金 + 有价证券 + 应收账款) / 流动负债

营运资金比率 = 营运资金 / 长期负债

应收账款周转率 = 销售额 / 应收账款余额

库存资产周转率 = 销售成本 / 库存资产

④清算价值。清算价值反映了当企业处于清算全部资产的局面时,偿付完持有优先股股东的权益后,企业还能剩下多少资产偿付其他长期债务

清算价值 = 净资产 / 长期负债余额

净资产 = 全部资产 - 无形固定资产 - 应付款项 - 流动负债

(3)信托证书的分析。信托证书是规定债券发行人和债权人权利和义务的文件。对此进行分析也是评级机构的评级内容之一。这一分析主要包括财务限制条款和债券的优行顺序两方面的内容。

①财务限制条款是防止企业的财务状况出现恶化的限制条款。在信托证书上通常将其视为保护债权人利益的特约条款。它由债券发行公司和承购公司共同制定,内容概要如下:

防止财力状况出现恶化时的限制条款:对债务方面的限制;对企业分红的限制;对营运资金的限制;对投资的限制。对 AAA 级以外的所有企业都要进行这一条款的分析。

增加抵押品等负担的限制条款:对提供抵押品的限制;对子公司财产优惠措施的限制。

处理资产的限制条款:公司主要经营单位处理资产的限制;子公司处理股票及其债务的限制等。

②债券的优先顺序。债券的优先顺序是指当债务人不履行偿债义务时,法律上对债权人清偿权力的优先顺序。这种顺序一般为:有抵押的债券、有金融机构担保的债券、设有减债基金的债券和劣后地位的债券。

同是一个企业,当发行不同顺序的债券时,得到的评级结果是不相同的。顺序越是靠前,级别越高。

(4)国际风险的分析。当一国政府、金融机构、企业公司在其他国家或国际金融市场上发行债券时,需要对其进行国际风险的分析。一个国家偿还债务的能力和愿望是由其政治、社会和经济结构状况决定的。因此,国际风险的分析涉及下列两方面的内容:

①政治风险的分析。包括政治制度、社会情况、国际关系。分析的目的是为了确定债务国政府的稳定性和偿还债务的能力与意愿;了解借款国的多边贸易和参与国际金融活动的情况;另外通过分析借款国与其他国家友好关系的持续性,衡量该国在多大程度上愿意为保持这种外交关系而偿债。

②经济风险的分析。主要分析债务国的外债情况、国际收支状况、经济结构与经济增长以及经济总实力。通过分析,了解该国的外债负担和国际储备是否充足;国家管理债务的方式方法;别国在借款国的直接投资情况;经济的增长水平、产业结构以及资源情况,等等。

③定性结论。通过对一个主权国家的政治风险和经济风险的分析,最后对其提出定性结论。这种定性结论归结为下列五类之一。

及时偿还外债的能力很强。

及时偿还外债的能力很强,但略受不利因素的影响。

及时偿还外债的能力较强,但排除不利因素的能力较弱。

可以及时偿还外债,但在不利情况下缺乏最基本的防御能力。

不具备还本付息的能力,并有可能拖欠债款、要求重新安排债务或违约还款。

三、各主要西方国家的评级制度

1. 美国的评级制度

(1)评级机构。美国的债券评级机构主要有:标准·普尔公司(STANDARD&POOR'S CORPORATION)、穆迪投资服务公司(MOODY'S INVESTORS SERVICE)、菲切投资公司(FICH INVESTORS SERVICE)、达福·费尔帕斯公司(DUFF&PHELPS)和麦克阿瑟 C. M. 公司(MC—CARTHYC. M. )。这五家评级公司的工作程序非常相似,也通常获得同样的评估资料,但评定的结果往往各不相同。进入美国证券市场的第一步,是从美国这些评级机构取得信用评级。50 年来,这已成为必经之路。

(2)长期债券评定系统。美国的评级机构一般都有长期债券和短期债券两套评定系统。

长期债券的评级对象按证券发行市场可分为三种:①在美国境内市场,标准·普尔公司对发行额在 1000 万美元以上的所有公募债券或优先股票,无论发行单位是否提出申请,均予以评级,评级结果是否公开取决于发行单位。但对经营历史不满五年的企业公司发行的长期债券原则上不予评级;对无保险的银行存款单不予评级。②在美国境外市场发行的长期债券,根据发行单位的请求也予以评级。这种评级只是对按债面币种能否按期还本付息的评价,而不包含对汇率风险的评价。③对欧洲债券的评级,是从 1982 年开始的。其评级对象,对曾经取得过标准·普尔公司评级的长期债券发行单位发行的欧洲长期债券,不论发行单位是否提出申请,标准·普尔公司均在发行之前予以评级。对于未提出评级申请的,不予征收手续费。未曾得到过标准·普尔公司评级的,发行单位提出申请后予以评级,并征收手续费。

表 2.3.1 标准·普尔公司评定公司债券的等级

级别	内 容	利息支付能力和本金偿还能力
AAA	最高级	支付利息和偿还本金的实力非常雄厚
AA	高级	支付利息和偿还本金的能力很强,与最高级只有些微小差别。
A	中上	虽然比前两个等级的债券易于受环境和经济条件变化等不利影响,但仍有较强的还本付息能力。
BBB	中级	有充足的还本付息能力,但不利的经济条件或环境改变可能导致这一级债券支付本息的能力削弱。
BB B CCC CC	中下 投机级	这四个等级的债券具有很强的投机因素。BB 级表示最低程度的投机,CC 表示最高程序的投机。这种债券尽管伴随一些保护措施,但一旦出现不利条件,就有重大风险。
C		这一等级仅适用于不支付利息的收益债券。
DDD DD D	不履行债务	违约债券,利息支付或本金清偿已受到了拖欠。

表 2.3.2 穆迪公司评定公司债券的等级

级别	内 容	利息支付能力和本金偿还能力
Aaa	高级 最佳品质	利息有极大的保障,本金也相当安全。
Aa	高级	还本付息能力很强,与前一个等级一起构成高级债券
A	中上级	充分保障本金与利息的安全,但保障因素有可能受损害。
Baa	中级	利息和本金保障目前看来还够充分,但经不起时间的检验。有冒险的特征。
Ba	中下投机级	有冒险成分,利息和本金的保障也非常有限。
B	投机级	还本付息的力量十分薄弱。
Caa		也许会违约。
Ca		高度冒险。
C	最低级	永远得不到实际的投资地位。

(3)短期债券评定系统。短期债券评级对象主要是提出评级申请的美国以外的发行单位发行的短期债券。

(4)评级机构原则。美国的各评级机构都实行“政府等级的上限原则”。即凡是美国以外发行单位的债券评级,均以发行者所在国政府的债券等级为上限。也就是说,发行单位的等级最高不得超过美国评级机构对发行者所在国政府债券所评定的等级。但从事国际范围业务活动的跨国公司,可不受这一原则限制。对于政府债券未取得评级的国家,其国内发行者向美国评级机构申请对其发行的债券进行评级时,评级机构首先评出该国政府等级的上限值,即假定该国政府将发行债券,在对其具体情况分析研究后,评定出该国政府债券的信用等级。之后,再对申请评级的债券进行等级评定。

表 2.3.3 商业票据等级

菲切投资公司:
F-1=最高级
F-2=投资级
F-3=良级
F-4=不予推荐



穆迪投资服务公司：

Prime-1

Prime-2

Prime-3

不列级

标准·普尔公司：

A-1=最高投资级

A-2=高投资级

A-3=中投资级

B=中级

C=冒险

D=可能违约

## 2. 其他国家的评级制度

(1)日本评级制度。在日本公认的评级机构有：日本公社债研究所(JBRI)、日本投资家服务公司(NIS)和日本评级研究所(JCB)。这三家评级机构的评级各不相同,评级标准也不公开。日本评级机构的评级与美国的主要区别之处是：日本是对发行者进行评级,发行者一旦获得评级,在这一年之内发行任何债券都可以使用这一级别。而美国是对所发行的某一债券种类进行评级,同一发行者一年之内所发行的不同种类的债券可以得到不同的等级。

(2)加拿大评级制度。加拿大的评级机构有两家：一家是加拿大债券评级公司(CBRS),设在蒙特利尔市。该公司的评级工作侧重于分析企业的动态经营情况,并对企业经营提供技术上的指导。另一家是多米宁债券评级公司(DBRS),设在多伦多市。该公司的评级侧重于分析企业的财务状况。这两家公司的评级对象是国内的企、事业债券和商业票据。它们的经营不受联邦、州政府的行政指导和管制。

(3)英国评级制度。英国的资信评级机构主要是国际银行业和信贷分析公司(IBCA)。侧重于对欧洲和亚洲的银行进行评级。它也是对机构和公司本身信用做出评价,而不是对某一种类的债务形式评级。评定的信用级别分为 A、B、C、D、E 五类。

A 级：名望最高,其收益率持续高于平均水平的银行。

B 级：信贷条件有利,没有发生重大问题,较安全的银行。经营业绩一般与同业持平或略高于同业平均水平,收益不佳常是短期的或不足以影响大局。

C 级：信贷记录一般,可能引起偿债风险。

D 级：在一些主要业务方面业绩不佳,资产负债的状况低于平均水平,收益不佳。

E 级：有严重问题的银行。

## 第二节 债券发行的审核制度

### 一、注册制与核准制

世界各国对证券发行的审核主要有两种制度。一种是注册制,即所谓的“公开原则”;另一种是核准制,即所谓的“实质管理原则”。前者以美国联邦证券法为代表,后者以西欧国家的公司法和美国一些州的证券法为代表。这两种制度并不是完全对立的,有时可以互相补充。事实上,多数国家在证券发行管理上也是综合运用这两种原则,只是着重点不同而已。

#### 1. 注册制概述

(1)注册制的概念。注册制是发行人在发行证券之前,首先必须按照法律规定申请注册。美国 1933 年证券法规定,初次公开发行的公司必须登记注册,并向公众公开发行公司的发行注册书,公开说明书和其他有关的附件。依据美国 1934 年证券交易法关于注册的规定,所有在证券交易所上市的公司都应依法登记注册;店头市场上资产额超过 100 万美元、任何一种股票的股东人数在 500 人以上的公司也应注册。不合此规定的公司可自愿注册。

(2)注册书的内容。发行注册书的一般内容有:①公司营业的开始日期和过去 5 年的进展情况,主要产品市场及行业的竞争情况等;②发行公司过去 5 年的财务资料与逐年的审计分析报告;③公司的财产情况;④公司董事及主要职员的资历、报酬情况;⑤公司过去的法律诉讼情况;⑥公司普通股的股价、股利等情况。

(3)注册书的审核。一般说来,注册书于登记时内容毫无问题的情形比较小,绝大多数的注册书都须经过证券管理委员会审查,指出缺点后再加以修改,补充。如果注册书表面上有明显的重大缺陷,则证券管理委员会应于注册生效前发出拒绝命令,阻止其生效,直到其依照规定修正为止。如注册书有重大的不实、遗漏或错误,则证券管理委员会应随时发出停止命令,阻止其生效。这种正式的行政程序必须给予注册人以申辩的机会,并准许其上诉至有管辖权的联邦诉讼法院。对于一般的注册书,证券管理委员会不使用正式行政程序,而只由该委员会公司财务部里的会计师、律师和其他专家对其进行审核。如果提交的注册书过多,证券管理委员会通常以下列三种方式进行处理:①不予评论。如注册书准备不充分,或有其他严重问题,则委员会通知注册人的律师,对此申请不再予以审核和评论,并拒绝其提前生效。②初步审查。对注册书进行初步审查后,通知其律师,并不再给予口头与书面的评论。③详细审查。其余的注册书接受正常的审核程序。公司财务部的专家将审核发现的问题以补正通知书的形式通知注册人予以补正。注册书于补正书到达 20 天起正式生效。

(4)发行注册的阶段。依照美国证券法的规定,发行注册可分为三个阶段:①注册书送到前的阶段。在注册书送到证券管理委员会之前,除发行人与承销人或承销人相互之间可进行初步的谈判外,不得有任何推销证券的行为,也不得组织分销集团或发表与此次发行有关的新闻,以及作有关的市场安排。但对股东所作的通常或规定报告及发表消息不在此限。②等待阶段。即注册书已收到但尚未正式生效这段时间。依照美国证券法的规定,注册书于送到证

券管理委员会后 20 天起自动生效。但须补正者,则于补正书送达后 20 天起正式生效。此外,证券管理委员会有时也可酌情允许某些注册书提前生效。在等待阶段,发行人虽仍不能做实际的证券买卖,但它可用口头要约、简单广告、初步的公开说明书的形式发出买卖要约。③生效阶段。发行公司在注册生效与契约正式成立的同时或以前,应先交付符合规定的正式公开说明书,其他有关的附件资料也可以同时提交。

### 2. 核准制概述

核准制是所谓的“实质管理”。在公开原则下,是以投资者能够看懂“公开说明书”为前提,但实际上,许多普通的投资者并不具备这种能力。因而投资仍然具有一定的盲目性,导致上当受骗,蒙受损失。有鉴于此,西欧各国又规定若干核准条件,经主管机关审查许可,证券才能发行。这些实质性条件规定在各国的公司法里。

## 二、中国的债券发行管理制度

我国的债券发行实行计划管理,对于各种债券的发行数额、认购对象、利率水平、债券期限以及发债筹集资金的用途等,国家都有规定,发行单位不得违背。

### 1. 企业债券的发行管理

企业发行债券,必须在发债的上一个年度向所在地的省、自治区、直辖市或计划单列市人民银行、计委申报发行计划。并按规定报送有关文件,以及按计划发行总额的一定比例支付发行注册申请费。需报送的文件主要有:

- (1)发行债券申请表。
- (2)债券发行章程或说明书。
- (3)发行单位的工商注册登记执照副本。
- (4)经会计师事务所或审计事务所审核签证的上两个年度和上一个季度的财务报表。
- (5)如发行债券用于固定资产投资,还应提供有权部门批准进行固定资产投资的文件。
- (6)如公开发行,还应提供中国人民银行及其分支机构指定的资信评估机构出具的债券等级证明。
- (7)如公开发行债券,还应提供发行者与承销证券单位签订的债券承销合同。

此外,审批机关可根据发债企业的特殊情况,要求报送其他有关文件。如发行担保债券时要出具担保书等。

### 2. 金融债券的发行管理

我国金融债券的发行是纳入国家综合信贷计划,严格实行计划管理的。

金融债券发行计划的确定,主要考虑各专业银行新增特种贷款的实际需要量以及需要偿还当年到期的金融债券的数量。各专业银行在考虑上述两个因素的基础上,提出各自发行金融债券和发放特种贷款的计划和办法报送人民银行总行,人民银行综合平衡后,统一确定金融债券发行总额。同时批准下达各家银行及其他金融机构发行金融债券和发放特种贷款的指标,各行在执行中不能突破。

人民银行总行在下达指标后,制定并下达统一的发行管理办法。

### 3. 财政部债券的发行管理

财政部债券包括国库券、财政债券、重点建设债券、国家建设债券、保值公债、特种国债等。

这些债券的发行,通常由财政部根据当年财政预算情况,提出各种财政部债券的发行数额、利率、期限等,与人民银行、国家计委协商,在综合安排各方面资金后,统一意见,由国务院审核批准,并颁布发行条例据以执行。

## 第三篇

# 债券交易

## 第三篇

# 第一章 债券交易市场

## 第一节 债券交易市场的概念

### 一、债券交易市场

债券交易是指一切买卖,转让既发债券的活动。而债券交易市场则是指既发债券买卖、转让、流通的场所。债券交易市场又称为债券流通市场或债券二级市场。

交易市场的基本作用是为在一级市场发行的债券提供流动性。当债券持有人需要资金时,可以到二级市场上出售或抵押其债券,以取得现金。与债券发行市场的本质区别的是,债券交易市场上买卖流通的债券,只代表有债券的债权债务关系的转移,这种债券所有权和资金的易位与原发行者无关,并不创造新的实际资产或金融资产,也并不代表着社会总资本存量的增加。债券交易市场的另一个作用是为债券发行市场反馈信息,交易市场上债券价格的升降变化对发行市场上的发行者和投资者都有重要的影响作用。

### 二、债券交易市场与发行市场的关系

债券发行市场和交易市场是构成债券市场、缺一不可的组成部分,它们是相辅相成、互相依存的有机整体。发行市场是债券发行流通全过程中的基础环节,因为任何债券,不论期限长短,都要在发行市场上发行,没有发行市场,无处发行,需资金的人无法去筹集资金,投资人也无处购买。从这个意义上说,发行市场是交易市场的前提,没有发行市场就不可能有交易市场。但是交易市场又是发行市场的重要保证。因为债券的变现性或流动性是人们选择投资的重要衡量标准之一。如果没有流通市场债券不能随时卖出转让收回本金或改换投资目标,投资者则无法灵活运用自己的资金,就会裹足不前、无人愿意持有债券,最终将阻碍债券的发行。所以只有在发行市场上为已发行的债券提供良好的组织服务设施、各种资料信息并保证债券能够灵活、迅速合理地买卖,才能引起广大公众投资者的兴趣。因此健全的交易市场是发行市场得以发展的保证。当然,交易市场的交易存在着不可避免的投机性,要加强对其管理。总

之,只有发行市场和流通市场都能高效率地运转,才能创造一个活跃的证券市场。

## 第二节 债券交易市场的功能

债券交易市场的主要经济功能在于:

### 一、促进短期闲散资金转化成长期建设资金

资本市场的特点就是提供长期资金,在市场上发行债券以筹集资金的公司或企业必定要长期占用资金,而购买债券的人出于各种原因并不希望他的资金长期成为“死钱”,交易市场使债券随时变现成为可能,也使投资者解除了“活钱变死”的后顾之忧。

### 二、维持债券的合理价格

交易市场为债券买卖双方提供各种服务,使买卖双方在同一市场公开竞价,直到双方都得到认为满意合理的价格才成交,能够保证买卖双方的利益。正是由于债券交易市场为买卖双方的竞价提供了场所和条件,因此,才使得债券得以维持合理的价格。

### 三、调节资金供求,引导资金流向,保证社会资金的最佳使用

交易市场上债券的供求状况决定债券价格的变化,当债券供大于求时,其价格必然下跌,由此势必减少初级商场上的发行量。反之,债券供不应求,价格上升,势必增加债券发行量。通过这种调节,使社会资金供求趋于平衡。另外,交易市场上每天公布债券交易行情,使投资者了解发行者的经营情况和获利能力,使他们决定买卖,从而促进资金向最需要,使用效率最高的方向流动。从而使社会资金得到最经济的使用,提高了投资资金的使用效率。

### 四、为国家从宏观上了解国民经济状况提供依据

交易市场上的价格指数的变动能反映出整个国民经济情况。若价格指数波动大,说明国民经济或物价不稳定,或反映出经济比例失调。如果是某种债券价格变动,可以反映出该发行企业经营情况的变化。

## 第三节 债券交易市场类型

债券交易市场主要由集中交易的市场——证券交易所和场外交易的市场——店头(或称



柜台)市场所组成。近十年来又出现了所谓的“第三市场”和“第四市场”。因此,债券交易市场可以划分为四种类型:即证券交易所、店头市场、第三市场和第四市场,前两种类型是基本的。

### 一、证券交易所

证券交易所是债券交易市场的组成部分之一,与场外市场(或店头市场、柜台市场)相区别。证券交易所是有组织的证券交易市场,既可以交易债券,也可以交易股票以及股票、债券期货、期权等。其基本特点一是交易地点固定——交易厅;二是参加交易的人固定,即证券交易所会员(分为证券经纪人、自营商和专业会员)。

证券交易所是一个买卖金融资金的集中市场,其特征表现在:

#### 1. 证券交易所是个证券交易的场所

证券交易所本身既不持有证券,也不买卖证券,更不能决定证券的价格,它只是为证券买卖双方成交创造条件,提供服务,并对双方进行监督。证券交易价格是由证券买卖双方以公开竞价方式决定的。

#### 2. 证券交易所中的证券买卖完全公开

证券交易所要求所有申请上市的证券发行者必须真实地公布其经营情况和财务状况,被批准后方能上市。同时,交易所定期公布各种证券的行情表和统计表,以使投资者选择投资目标,使证券持有者决定保留还是转让证券,换回现金。证券交易所中的每笔买卖公开,记录在案,在交易所上市的证券不仅在上市前要公开有关情况,而且在上市以后还要定期公布其经营和财务状况。

#### 3. 证券交易所具有严密的组织和规章制度

证券交易所有严密的组织,不论是会员组织形式还是公司组织形式都有自己的一套组织方式,凡参加者都需具备一定的条件,有一定的审批手续。交易所的交易者必须是其会员(会员组织形式)或其成员(公司组织形式)。一般投资者不能直接进去交易。证券交易所对成交价格、成交单位,成交后的结算都有严格的规定,并且对于交易所的内部人员利用内部情报、操纵价格、垄断欺诈等行为规定了严厉制裁措施。

### 二、场外交易市场

债券流通市场的另一组织形式为柜台交易。在许多国家债券市场上,有相当数量的债券交易不是在交易所完成的,而是在许多分布广泛的证券中介机构如证券公司中进行的。很多证券公司设有专门的证券柜台,通过柜台买进投资人想出售的证券,并把买进的这些证券卖给想购买它们的投资人。这种通过证券公司柜台而进行的证券买卖交易,就是所谓的柜台交易市场。也可称“店头交易市场”,或“场外交易市场”。

#### 1. 场外交易市场的作用

有价值证券的柜台交易,是以很多家证券公司作为转让中介进行的。每家证券公司都或多或少地同时经营若干种有价值证券的柜台交易。和证券交易所中的代理买卖制不同,有价值证券的柜台转让是从证券公司先行垫入一笔资金买入一些证券作为库存而告开始。在建立了足够的库存之后,证券公司便对自己经营的有价值证券同时挂出两个价格:一个是证券公司购买这种

证券的价格,称为买入价格,另一个是证券公司出售这种证券的价格,称为卖出价格。当有投资人到评判公司要求交易时,证券公司开始并不知道投资人要买还是卖,因此,公司的买入价格和卖出价格要同时挂出。证券公司挂出价格后,无论是投资人要按买入价格出售还是要按卖出价格购买,证券公司都不得拒绝。而投资人若不同意证券公司挂出的价格,双方还可以进一步讨价还价。

证券公司在交易时同时挂出的买卖双价是不同的,卖出价格略高于买入价格,两者之差为证券公许的经营收入,称为价差。证券公司在调整报价时是双价齐调,以保持一定的价差。而价差的幅度也要根据交易证券的种类、交易额、市场状况及有关管理规定不时调整。

可见,有价证券转让市场的柜台组织形式,实质上是证券公司用自己的资金从投资人手中买入未到期证券,再以略高的价格将其卖给想购买这些证券的投资人,从中赚取价差。和经纪人公司不垫资金的代理行为相区别,证券公司的这种用自己的资金为卖而买,从而沟通投资人之间、有价证券转让活动的交易方式,我们称为自营交易。

### 2. 场外交易市场的特点

相比而言,有价证券转让市场的柜台交易组织形式,具有和证券交易所组织形式完全不同的几个特点。

(1)此类转让市场活动不是由一个或少数几个统一的机构来组织,而是由很多各自独立经营的证券公司分别进行的。因此,这些交易活动分散于各家证券公司,而无一个集中的交易场所。证券公司既是证券转让柜台市场的组织者,又是直接参加者。它们通过参加市场交易来组织市场活动。为有价证券创造转让市场。因此,证券公司被称为市场创造者,故证券柜台交易的组织形式又叫做“市场创造制”。

(2)在证券转让的柜台市场上,绝大多数交易都是在投资人和证券公司之间进行的。证券的实际出售人是将证券卖给证券公司,实际购买人是从证券公司买入证券。通过证券公司的自营业买卖,有价证券的转让才得以在投资人之间实现。因此,用这种方式组织的证券转让市场基本上是采取自营制的。

(3)柜台交易形式下的证券转让是在证券公司和投资人之间协商议价的过程中进行的。每笔交易的参加双方都只是证券公司和—个投资人。这种被称为“一对一”的交易方式不可能产生买方内部和卖方内部的出价要价竞争,因此这种交易形式从证券公司的角度被称为“买进卖出制”。

(4)柜台市场上的证券转让价格是由证券公司确定并报出,并根据投资人是否接受加以调整而形成的。每笔证券转让的交易价格,都是用上述方法在证券公司和投资人之间协商议定。这种价格形成过程被称为“议价制”。

## 三、第三市场

第三市场是指在柜台(店头)市场上从事已在交易所挂牌上市的证券交易。近年来由于这部分交易量增大,特别是其中的债券交易量增加的更多,其地位日益提高,以至于许多人都认为应该把它变成一个独立的市场。严格地说,第三市场既是场外交易市场的一部分,又是证券交易所市场的一部分,即它实际上是“已上市证券的场外交易市场”;因它是指已在正式的证券交易所内上市却在证券交易所之外进行交易的证券买卖市场。

第三市场的出现是与证券交易所固定佣金制密切相关的。固定佣金制使大批大量的证券交易(其中主要是债券)的成本非常昂贵;而交易所之外的证券商却可不受证券交易所固定佣金制的约束,因而大批量证券都在交易所之外——“第三市场”上展开。

由于各国证券交易法都明确规定:只有那些属于交易所正式会员的证券商、经纪人才能在交易所内代客或自行买卖债券;在交易所里买卖的债券必须是经批准挂牌上市的,加之买卖此债券还有最低佣金的限制,使得交易费用较高。而从60年代以来,大额投资者(主要是机构投资者)迅速发展起来,在证券交易市场上的地位日益上升。例如,日本长期国债的持有者中,1980年非银行金融机构占15.4%至1985年上升为39.9%。美国人寿保险公司在1960~1981年间资产增加3.4倍,1981年底,人寿保险公司持有37%的公司债券和9%的未偿抵押债券。进入80年代以来,他们的资产正以每年460亿美元以上的速度增长。这些机构投资者拥有的巨额资产使他们必须千方百计寻找投资场所,而证券市场正是他们理想的投资场所。他们在证券交易所里大笔的买进卖出遇到了一个难以逾越的障碍,即证券交易所的固定佣金制。而场外交易的非固定佣金制对于他们来说具有很大的吸引力。在这些机构投资者看来,在第三市场上,较之于有组织的交易所,其债券买卖业务成本较低,又能得到较好的价格且成交更加迅速。这是因为机构投资者拥有专门的证券知识与专门人才,可以在不用证券商的帮助下自行完成交易,他们需要证券商提供的服务只有成交与清算两个环节。机构投资者如果在证券交易所进行交易,证券商就要收取固定佣金,而固定佣金是证券商向客户提供的一整套服务(委托的执行、清算、调查、提供信息、提供咨询、保管证券等)的报酬,这样,机构投资者自然就吃亏了。在柜台市场上,一些非交易所会员的证券商为了招揽业务,赚取较大利润,常以较低廉的费用吸引机构投资者,在柜台市场上大量买卖交易所上市的债券。虽然证券商从第三市场交易中获得的利润率较低(只及证券交易所交易的一半左右),但由于每笔交易的数量一般都很大,因此其总收入还是相当可观。这样首先在美国就形成一种新型的债券交易市场——第三市场。

#### 四、第四市场

所谓第四市场,是指各种机构投资者和很富有的个人投资者完全绕开通常的证券商,相互间直接进行的债券买卖交易。第四市场目前只在美国有所发展,其他的一些国家正在尝试和刚刚开始出现这种市场。第四市场的交易通常只牵涉到买卖双方,有时虽然也有帮助安排交易的第三方参入,但他不直接介入交易过程;第三方作为中间人,毋需像交易所、场外交易市场以及第三市场的证券商那样向证券管理机构登记,也毋需向公众公开报道其交易情况。第四市场的主要吸力在于:

(1)交易成本很低。这是因为买卖双方直接交易而不需要中间人;有时即使需要通过第三方来安排,佣金也要比其它市场少得多。据统计,在美国利用这种方式进行场外交易,比在交易所进行交易可节省佣金70%。

(2)由于买卖双方直接谈判,所以可望获得双方都满意的价格,且成交迅速。

(3)有利于保持交易的秘密性。

证券第四市场的发展正方兴未艾,有着很大的潜力。同时,它也对证券交易所内的和场外的大批量证券交易,产生了巨大的竞争压力,促进这些交易以较低的成本和更直接的方式进

行。因此,第四市场的存在和发展,对债券交易活动方式,也有着不可忽视的重要影响。由于第四市场双方直接进行债券的买卖交易,其规模、深度的统计,即使在统计资料最齐全的美国,也是十分缺少的。

## 第四节 债券交易市场的中介机构

### 一、证券商

证券商是以证券的发行、流通等为其经营业务的从业者,它可以是个人,也可以是机构,但大部分都是机构。例如,我们所说的经纪人,一般都不是自然人,而是指团体机构(法人)。

#### 1. 证券商分类

证券商按其活动的范围可分两大类,一类是证券发行市场上的证券商,另一类则是证券流通市场上的证券商(请参见下图)。证券发行市场上的证券商,在美国主要是投资银行,在日本则叫证券公司。他们属于证券承销商。证券流通市场上的证券商,又可分为两类,一类是证券交易所的证券商,另一个是场外交易市场的证券商,投资银行、证券公司同时又是证券交易市场上的重要证券商(见图 3.1.1)。

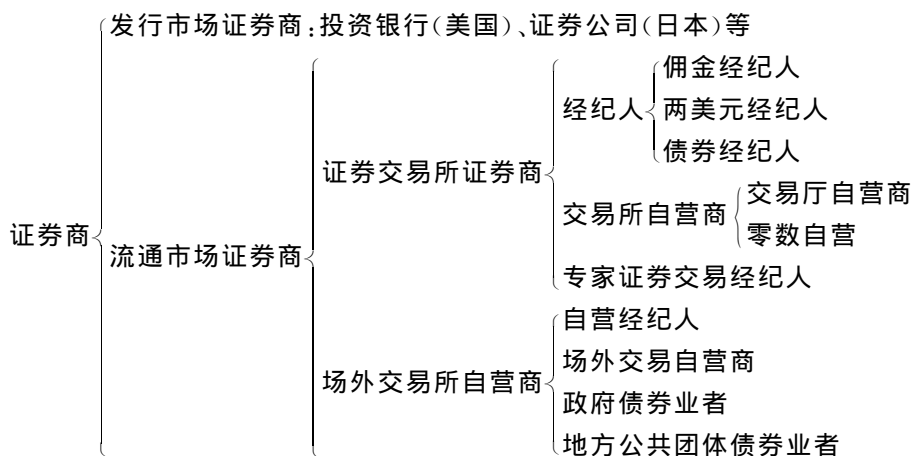


图 3.1.1 证券商分类图

#### 2. 发行市场证券商

发行市场上的证券商主要是指证券承销商。证券承销商指任何以再出售为目的,从发行人处购买证券,或代为他人购入证券与出售证券,或直接、间接地参与证券首次销售的人。证券承销商不包括仅从承销人或证券商处获取通常代销佣金的人。美国法律对承销商所作的主要限制与管理措施有:

- (1)禁止商业银行参与公司证券的承销,这种规定的目的是为了阻止商业银行利用其证券附属部门及存款进行投机牟利;
- (2)对承销商作出定义,并使其受美国证券法第五条的限制;

- (3) 承销人对公开说明书的虚伪、欠缺负有民事责任,但可因证明已尽义务而免责;
- (4) 必须公开承销契约与承销人报酬的情况;
- (5) 承销商在承销期间如从事稳定价格的行为必须依照证券管理委员会的规则行事。

#### 3. 流通市场中的证券交易所证券商

证券交易所证券商分为三类,即经纪人、交易所自营商、自营经纪人。

(1) 经纪人。经纪人又可分为三类即佣金经纪人、两美元经纪人与债券经纪人。①佣金经纪人。佣金经纪人与投资公众直接发生联系,其职责在于接受顾客的委托后在交易所交易厅内代为买卖,并在买卖成交后向委托客户收取佣金。佣金经纪人是交易所的主要会员。大多数投资者均委托佣金经纪人代为买卖。②两美元经纪人。两美元经纪人不接受一般客户的委托,而只在佣金经纪人业务繁忙或其业务处理发生困难时才接受佣金经纪人的委托,从事证券买卖。此外,两美元经纪人亦可自行买卖证券。但为了保护投资者利益,证券交易所一般规定禁止两美元经纪人从事与客户所委托的同一证券的同一价格的买卖,尽管两美元经纪人可以高于客户委托人价格买进或以低于客户委托的价格卖出证券。③债券经纪人。债券经纪人是以代客买卖债券为业务,以抽取佣金为其报酬的证券商,另外,债券经纪人亦可兼营自行买卖证券业务。

(2) 交易所自营商。交易所自营商是自行买卖证券,独立承担风险的证券商。自营商又可分为交易厅自营商、零数自营商两类。①交易厅自营商。交易厅自营商不与投资者发生直接联系,而是在证券交易所营业时间内在交易厅内自由活动,争取买卖机会、追求利润,同时自行承担风险。交易厅自营商的买卖不限于特定的品种,所以没有像专家证券交易经纪人那种维持市场的公平合理责任。有鉴于此,证券交易所一般都对这类证券商进行严格的资格限制,这类证券商在证券交易所中的比重因此也较小。例如,在纽约证券交易所的 1366 个正式会员中仅有 38 个自营商,其交易比重也由原来的 2.7% 下降为 0.7%。②零数自营商。证券交易所买卖的证券大都以 100 股为一个成交单位,而零数自营商则专门从事不足一个成交单位的证券买卖。

(3) 专家证券交易经纪人。专家证券交易经纪人介于自营商与经纪人之间,兼营证券的自营与代客买卖业务,但以代客买卖业务为主,并且往往有较强的专业分工。自营经纪人买卖业务具体如下:①专家证券交易经纪人的顾客只限于交易厅里的经纪人与自营商,而不与投资公众发生直接联系,这一点与经纪人中的两美元经纪人相同。②专家证券交易经纪人在交易厅内是在按专业分类的专业柜台里进行证券交易;自营经纪人对于其专业经营的数种证券,可自行决定其开盘价。③专家证券交易经纪人有一个重要职责即创造市场,以自有资金买进或卖出证券,以防止其价格发生暴跌或暴涨的现象,随时稳定其价格。也就是说,专家证券交易经纪人自营证券的目的并不像交易厅自营商那样追逐利润,而是为其所专业经营的几种证券维持连续市场,不使进出报价差距过大,并使价格波动限于一个合理的范围内。专家证券交易经纪人在证券交易所中有相当重要的地位,由此,证券交易所对专家证券交易经纪人的行为也进行了较严格的界定。

#### 4. 流通市场中的场外市场证券商

场外市场的证券商主要是自营商。在场外交易的双方也是依靠证券商来进行交易,其方式主要是自营商购进某一证券后,再转给客户或其他自营商,买卖的差价构成了自营商的佣金。

## 二、证券经纪商

证券经纪商(又称证券经纪人)是证券商的一类,指在证券市场上专为买卖双方充当中介、代理买卖而收取佣金的人。他们的特点是本身并不经营证券,只是为完成委托人以最低价购进或以最高价卖出证券的委托。证券经纪人是证券市场的中坚力量,起着极为重要的作用。因为首先,在交易所中,每天都有成百上千种证券挂牌买卖,普通投资者面对着纷繁复杂、瞬息万变的市场行情,很难选择到合适的证券。其次,交易所虽然是证券买卖最终成交的地方,但如果众多的投资者都直接进入交易所自行交易,这是不可能。因此,各国的有关法令都有规定:一般的证券投资人不得进入交易所亲自参加交易,必须由经纪人代理交易,同时规定,只有经纪人或其助手才有权进交易所正式市场经营业务。但是经纪人只是办理委托,代理买卖,与交易本身并无直接关系。除客户的信用风险以外,不承担其他风险。其收入来源主要是佣金,佣金并非是盈利收入,其性质属于手续费收入,而不是利润。

### 1. 对证券经纪商的法规概述

由于证券经纪人与公众的接触最多,责任也较大,为了保护公众的利益,法律上对其限制也特别多。

(1)证券经纪人营业的核准。对证券经纪人的营业一般有二种法律规定。一种是以美国为代表的登记制,另一种是以日本为代表的特许制。美国以前采取的是自由登记制,没有资历与最低资本的限额。1964年证券法修正后,增加了关于证券经营者资历与最低资本额的规定;日本等国对证券商的营业采取特许制。申请经营者除必须符合一定条件外,还必须得到主管机关的特许。

(2)证券经纪人的资格。日本规定证券商必须是公司形式,而其他许多国家,如美英等国均无此限制。但近年来这些国家也开始采用公司形式,所不同的是,这些公司的主要负责人仍须负无限责任。对于证券从业人员的资格,各国都有一定的资格规定。

(3)证券经纪人的资本。主要是两个方面,一是要求证券商按其营业的性质维持最低的营业资本额。二是要求证券商维持资产负债表上各项目之间的适当比率。

### 2. 经纪人与客户的关系

在证券买卖活动中,经纪人与客户之间一般有下列三种关系:

(1)授权代理关系。客户是授权人,经纪人为代理人。客户授权要经纪人进行证券买卖,经纪人接受委托后,根据客户的要求和意愿,如买入的最高价和卖出的最低价的范围,风险大小等限制条件代理买卖证券,从中收取佣金或手续费。有些国家还规定,经纪人的职责只限于代理,不得诱劝投资者买或卖何种证券,也不得向投资人推荐某种证券。

(2)债权债务关系。在保证金信用交易中,客户与经纪人的关系,扩大为债务关系。当客户购买证券只缴付一部分保证金,不足部分由经纪人贷款或垫付证券时,经纪人就成为债权人,客户成为债务人。在此关系中,还包括抵押关系。即当客户急需用款而其证券尚未售出时,客户可将证券存放在经纪人手中,充作抵押,取得借款,等证券售出后,经纪人可自行扣除借款,经纪人也可将客户的证券向商业银行再抵押以取得贷款。

(3)名誉信用关系。客户与经纪人是相互信任,属于一种名誉信用关系,无任何财产关系。客户相信经纪人的诚实和责任心,而将其资金或证券委托经纪人代理买卖。这时经纪人成为

客户财产的受托人。但经纪人不得利用客户的财产以谋取自身利益。同时,经纪人也应对客户有充分的了解和信任。在执行委托买卖时,客户能否守信用,买入时能否付出钱,卖出时能否有货等,都应有把握。经纪人可根据他们每天与市场打交道的经验,向客户提供情况信息,但没有代客决定之权。

### 三、投资银行

投资银行是美国法定的专门从事证券买卖业务的金融中介机构。在其他西方国家也有类似的机构,但在业务范围和名称上略有差异,例如,在日本叫证券公司(日本的证券公司兼有证券发行机构和证券投资机构的性质),在英国叫投资信托公司。投资银行的首要职能是推销新发行的证券。投资银行的兴起,首先起源于美国。1929年开始的美国经济大恐慌后,美国对商业银行经营证券买卖作了严格的规定,1933年国会通过的银行法规定,商业银行与投资银行业务公开,禁止商业银行从事债券、股票的包销、买卖业务,而由投资银行独立承担。从此投资银行就成为金融市场上最重要的中介机构之一。证券发行者通过投资银行来发行证券,投资者通过投资银行进行证券买卖。投资银行的主要职能是:

#### 1. 购买和包销新证券的职能

投资银行通过包销或其他方法购买新发行的证券以便再转售。投资银行做为证券发行人与投资者中间人,首先要购买和包销新证券,然后才能向公众销售。购买的方式有二种,一是包销,又称肯定承诺包销。即由投资银行向发行证券的企业保证筹资的金额,投资银行按比证券面额稍低的价格包下来,然后按面额或稍高的价格向公众销售,发行人不承担发行失败的风险,卖不出去的部分由包销的投资银行负责。二是不包销,即尽力推销,投资银行对于历史不长、知名度不高或规模不大的企业,没有把握全部销尽时,往往只允诺尽力而为,不保证发行数量,能卖多少算多少,卖不出去仍退还给发行人,由发行人自己承担发生失败的风险。对此发行的企业也可以采取对策,即“要买全买,否则全取消”的方式,因为如果投资银行不能筹集发行所需的全部资金,将不能解决发行人对资金的需求,故宁可取消,另想办法。

#### 2. 销售新证券的职能

投资银行通过向其他证券商批发,或向公众零售的方式,推销其先前购进的证券,除自己直接销售给客户部分证券外,大部分证券销售的主要方法是投资银行组织销售集团,这些销售由各地的证券商组成(有时可能多达几百人),他们应邀根据协议的授权分担零售证券业务。

#### 3. 新证券发行的职务职能

主要有①为私募发行服务。所谓私募,是指新发行的证券,不公开上市,而由少数的投资者集体购买。投资银行在私募业务中,一方面为发行者出谋献策,一方面组织投资者,起中介作用。②为合并与收购服务。在公司合并的情况下(有时两个机构合并成为一个新机构,也有时一个机构并入另一个机构而消失),其实现过程又称之为收购,收购则由收购一方用现金收买被买机构的股票(或以新股票换旧股票)以取得被买机构的所有权。投资银行的任务是在事前进行调查研究分析与组织工作。

#### 4. 咨询职能

为筹集资金的公司、企业提供筹资咨询,为寻找投资对象的投资者提供投资咨询,从中收取咨询费。咨询业务包括:提供货币市场和资本市场行情,有关(国家、地区)经济情况分析,资

金供求关系和变动趋势分析,比较各种筹资或投资方式,帮助制定筹资或投资计划、提供公司资产构成方面的意见等。现在,许多投资银行都有专门的研究机构从事对各种经济情况的分析、研究、收集信息。

除以上四项主要职能外,投资银行近几十年来还在其他方面发挥自己的作用,例如,做房地产投资及经纪人。这部分业务包括充当房地产买卖的经纪人、筹资的代理人或顾问,建筑、财务等方面的顾问;提供有关发展的咨询,安排中、长期借款,房地产出售后的租回业务,有关房地产的信托业务等。投资银行还作为经纪人代客买卖证券或作为自营商自行买卖证券。投资银行的业务,近年来日益扩大,他们可以在很多问题上为客户提供技术方面的协助、财务方面的建设和支援。在证券的流通上,投资银行可以充当发行公司的注册过户代理人。在发行抵押债券上,投资银行可以充当受托人,代理债权人掌握抵押品,并代为保管、分配偿债基金,等等。

由于投资银行在金融市场证券的发行与交易中都占有极为重要的地位,因而政府当局对投资银行的管理也极为严格。各国对投资银行类的机构的监督、管理都有详细规定,包括:

(1)对投资银行的登记、注册管理;

(2)对投资银行经营活动的管理,要求投资银行实行经营报告制度、纯资本比例制度、经营收费标准制度,投资经营管理制度、交纳管理费制度等;

(3)对投资银行的过度风险投资;人为抬高筹资成本;投机经营等采取严格的预防措施。美国证券法中的反垄断条款,反假冒欺诈条款,反内部沟通条款,就专门起到这些作用。

另外,由于投资银行的主要业务活动集中在证券市场上,风险性很大,这就不可避免地影响到投资者的利益,因而在对投资银行的管理当中,也包括对投资者利益的保护。1970年,美国“证券投资保护法”规定了保护投资者利益的制度,其后建立了保护投资者协会以保护投资者的利益。

## 四、证券公司

证券公司是日本的证券投资的专门机构(在其他国家也有证券公司这类机构,但各有差异)。根据证券交易法(1948年施行),所谓的证券公司是银行、信托公司、大藏省“证券交易法施行会”规定的金融机构以外的金融机构。它经营有价证券的:①买卖;②买卖中介、经销或代理;③市场上买卖交易的委托中介、经销或代理;④承购;⑤卖出⑥办理募集或出售等业务;

日本设立专门的机构来经办证券投资业务,以与银行相区别的作法,即有受美国影响的因素,又有日本国本身历史传统的因素。战前(指二次世界大战)日本的法律上并没有关于银行与证券分离的规定,但由于商业银行主义观念,认为银行不应染指超过银行附带业务范围的证券业务这种想法占了主流地位,证券业务多是由证券公司办理。战后的证券交易法明确规定了银行与证券分离的原则。证券交易法第65条实际上是植入了美国的银行法,但战前日本的银行与证券分离的惯例是植入美国银行法的基础。

### 1. 证券公司的正式业务

证券公司的正式业务分为买卖相关业务(零售业务及经纪人业务)和发行相关业务(认购业务及经销业务)两部分。

(1)买卖相关业务。证券公司的买卖相关业务可分为以买卖差价为收入来源的零售业务



和在柜台媒介一般顾客的买卖、向证券交易所代销；从而收取手续费为收入来源的经纪人业务。日本的证券公司，大部分兼营这两种业务，但在股票买卖中证券交易所的经纪人业务是主体。另外债券的买卖大部分是柜台零售业务。就有关证券的种类来看证券公司的买卖额，过去股票占有最大比重，但是从 60 年代后半期起企业债券购回交易活跃起来，加上 70 年代国债的大量发行，近年来债券买卖额远远地超过了股票买卖额。一般顾客通过证券公司进行有关证券买卖所支付的委托手续费，依有关证券的种类、买卖额等由各交易所的规则（受托契约准则）来确定。

（2）发行相关业务，证券公司的发行业务有有关证券的认购业务和经销业务。认购业务就是在有关证券发行时，根据契约以出售为目的从发行者手中购买全部或部分证券以及认购有关证券发行时产生的余额。与此相对的经销业务是证券公司受有关证券的发行者、所有者或承购证券公司的委托向一般投资家推销其证券，但没有承担证券余额的义务。长期附息国债，政府保证债，事业债通常由证券公司但更多的是由银行等金融中介机构来认购发行的。长期国债由银行、保险公司、证券公司等组织的银团募集、认购，证券公司认购的比重自 1975 年以后平均为 20%。另一方面。关于事业债，因禁止银行等金融中介机构认购，所以组织了以包含 4 大证券公司的所谓 6 家正规公司为中心的银团来募集认购每次发行的债券。但是该债券的消化实际上却是以银行为中心进行的。企业债发行市场上的这种业务，过去中心内容是电力债的认购和金融债的经销。但是，随着国债的大量发行，其中心转到了国债认购业务和包括在国债之内的高利率企业债投资信托（中期国债基金、无红利型国债基金等）经销业务。作为市场国际化的反映、伴随着欧洲债券（特别是转换债形式的）发行，认购业务增加了，促进了与发行相关业务的多样化。关于股票发行，过去多是按票面价格，无偿还地由股东及至相关者分摊，但是近年来证券公司认购或募集的公募时价发行急剧增加。

日本证券公司的资金来源和运用可从下表看出。

表 3.1.1 日本全国证券公司的主要资产负债科目（1985 年末）

单位：亿日元

资 产			负 债		
项 目	金 额	构成比(%)	项 目	金 额	构成比(%)
现金转存款	13986	10.0	短期借款	36222	25.8
短期贷款	2609	1.9	其中金融机构借款	23853	17.0
商品有关证券	24246	17.3	存款	5355	3.8
其中股票	3837	2.7	借贷信用交易借款	7317	5.2
信用交易贷款	29496	21.0	信用交易贷股认购款	2932	2.1
保管有关证券	55032	39.2	借入有关证券	5679	4.0
投资有关证券	3841	2.7	收入的保证金	50172	35.8
其他资产	11093	7.9	特定专用基金	1676	1.2
			资本科目合计	23868	17.0

			其中资本金	4768	3.4
			其他负债	7086	5.1
合计	140303	100.0	合计	140303	100.0

注：不包括经纪人会员证券、东京联合证券、日本协荣证券、日本相互证券、日本零售证券、外国证券公司在日分公司。

资料来源：日本证券业协会《证券业报》。

## 2. 日本对证券公司的限制

为了“国民经济的合理运转”和“保护投资家”，根据证券交易法及其他有关法令，证券公司要受各种规则制度的约束。其内容可大致分为有关业务上的限制与有关财产、经理的限制两种。

(1)关于业务管制。上述证券公司的4种业务哪一种未经大藏大臣许可都不得营业(许可制)，日常业务经营必须保护投资家确保公正交易。①业务并营的限制(并营零售时，经纪人的证券公司申明交易资格和禁止介入其它业务；认购业务相并营时对承担人信用供给的限制和严格与证券公司承购成员相关的情报管理等)；②对不合理交易的限制。除了前述关于证券公司业务范围的兼营限制外，还禁止常务董事兼职。再有，为调整证券公司和银行等金融中介机构的业务领域，禁止证券公司经营属于银行等业务范围的企业债募集的受托业务。

(2)关于财产、经理的限制。证券公司在被认为于维持财务状况健全性方面出现问题时，必须遵从大藏大臣关于变更业务方法、停止业务的命令，提出财务状况报告和资料，接受介入公司内部的检查。证券交易法规定在以下3种情况下证券公司应该服从上述大藏大臣的监督命令，①负债比率(负债合计额与纯财产额的比率)超过大藏省令的规定(10倍)；②现金或证券的借入、受托、贷款或证券及其他资产的持有违反大藏省令规定的健全性准则(例如，有价证券的持有限度在纯财产额的40%以内等)；③需要纠正财产状况(纯财产额不足于资本额、经营收支状况恶化、不良资产达到相当数额)。

证券公司为充实内部留成，维护财务的健全性，有义务积累特别准备金(利益准备金、买卖损失准备金、证券交易责任准备金)。

日本的证券公司在1985年末有224家，其中全国8个证券交易所的正式会员公司有127家，正式会员中，特别是野村、日兴、山一、大和四大证券公司在资本金占(63.8%)，职员人数占(38.7%)，有价证券办理额(占69.2%)，与同系统公司的证券投资信托业务(占63.5%)等方面都占有绝对优势，是日本证券业的支柱。其中野村证券公司列1988年国际债券市场包销商排名榜首，其资本已经超过60亿英镑，成为国际证券巨人。

## 第二章 债券上市

### 第一节 债券上市与上市债券

#### 一、债券上市制度

所谓债券的上市,是指证券交易所承认并接纳某种债券在交易所市场上交易。所谓债券的上市制度,是证券交易所和政府有关部门制定的有关债券上市的一系列规则。

债务上市制度是证券上市制度的组成部分,很早以前就出现了。早在 1869 年,纽约证券交易所就设立了“股票上市委员会”,负责办理有关上市的业务。此后不久又对债券的上市开始制定一些规定。一百多年来,这些规定逐渐形成一定的制度,并成为世界各国证券交易所进行债券交易的先决条件。

债券上市制度主要包括以下内容:

##### 1. 上市申请

上市分为两种:发行者自愿申请债券上市称作任意上市;由政府机关或证券交易所命令上市称作强制上市。西方国家一般以任意上市为原则,债券上市由发行者自行申请。作为例外,国债可无条件上市。

债券任意上市又分申报上市与许可上市两种。申报上市是由证券交易所掌握证券上市决定权,只须向政府主管部门申报即可。许可上市必须等待政府主管部门的许可后才能上市。

债券发行者如果想将债券上市,必须向证券交易所递交上市申请书,申请书的主要内容是:

- (1)公司的业务性质及产品目录;
- (2)债券未上市之前的债券情况;
- (3)反映过去若干年的财务状况的会计表册(资产负债表和损益表);
- (4)股权与公司债权债务分散表;
- (5)董事、监事和经理人员的名单及薪金、地位等。

交易所根据申请书中记载的内容,按一定的审查基准进行审查,如同意上申请。

上市公司新发行的债券,原则上承认上市,新发债券并入已发行债券进行交易。

## 2. 上市审查基准

证券交易所从维持公正的价格、确保证券的流通性及保护投资者利益的角度出发,制定了债券上市审查基准。

(1)规模基准。表示规模的指标,各国的证券交易所各有所不同,有使用债券发行量的,也有公司资本额或将债券发行量和公司资本额并用的。

交易所确定上市债券规模基准,是考虑到如果上市债券数量达不到一定规模,潜在的交易量也不会太多,因而不能支付上市费用的可能性也较大。新上市的债券没有交易量数据,债券发行量就成为替代指标。此外,证券交易所是集中证券交易的场所,如果上市公司规模小或上市债券数量小,不仅带来管理上的困难,债券行市也易于波动。还有,资本雄厚的公司不易破产,债券的安全度高。

(2)经营基础基准。上市债券的发行者必须具备一定的成立年限和一定数额的纯资产额、纯利润额等,这些指标是反映发行者的经营收益性和稳定性的指标。采用这些指标,可以提高证券投资的安全性。

(3)债券持有分布基准。设立债权分布基准主要是从以下两个方面考虑:一是交易量的前景。如果债权分布不均、范围很小,有相当部分集中在少数的个人或法人(如金融机构、基金等),那么即使债权发行量很大,潜在的交易量也不会太大。所以,可以认为持有分布基准是规模基准的补充。二是债权人的风险。如果债券过分集中,公司若破产会使投资者蒙受重大损失,证券交易所的声誉也会受到影响。

(4)其他基准。其他基准包括:①前三年的账务报表中没有虚假记载,财务报表经公认会计认证;②没有债券转让限制等;③制做的债券符合法定要求。

## 3. 上市公司管理

债券上市后,为保证上市债券的流通性、价格稳定性、证券投资的收益性及降低投资风险,需要对上市公司进行必要的监督管理。各国证券交易所都做出相应的规定要求上市公司在遇有影响经营和影响债券价格的重要事件时,必须及时向证券交易所通报事实真相。重要事件包括下列问题:

- (1)银行拒付,票据失效;
- (2)变更经营内容;
- (3)公司重整;
- (4)公司合并;
- (5)因灾害造成重大损失;
- (6)发行证券;
- (7)收益分配;
- (8)资本减少;
- (9)停止营业活动;
- (10)股票的分割或合并;
- (11)新设、变更及废除对股东的优惠措施;
- (12)变更发行债券的信托合同、委托募集合同、承销合同等。

证券交易所根据上述事实,采取必要措施,对上市公司进行管理。

#### 4. 停止上市基准

为维护交易所的信誉和保证上市证券的安全性,证券交易所制定了一些停止上市基准。

凡发生基准规定的情况的公司,其债券停止上市。交易所停止某一公司或某一债券上市的决定一旦形成,这个公司或这一债券必须转为“整顿阶段”,一定时间之后完全停止上市。

## 二、债券上市作用

债券上市对于债券发行者和投资公众都有好处。

#### 1. 债券上市对于债券发行者的利益

(1) 上市债券是符合一定基准的,信用度较高,能卖较好的价钱。

(2) 债券上市后,投资者容易了解发行公司的情况,该债券易于为大众所接受。

(3) 各种新闻媒介每天报导上市债券和发行者的情况,等于不用花钱做广告有助于提高发行者的知名度。

(4) 上市债券供求集中,流通性强,成交速度快,能够吸引投资者的注意。

(5) 债券上市对于发行者有促进其加强经营管理、提高经济效益的作用,因为,只有这样才能维持债券长期上市,保持其价格稳定上升。

#### 2. 债券上市对投资公众的利益

对投资公众来说,债券上市后,有下列利益:

(1) 买卖便利。投资者可随时委托经纪人买进或卖出某种上市债券以迅速成交。

(2) 成交价格比较公平合理。由于上市债券的买卖都是经过买卖双方的竞争才能成交的,因此,证券交易所里的成交价格远比场外市场里的成交价格公平合理。

(3) 交易行情可马上知道。证券交易所利用现代化的电讯设备,可随时宣布上市债券的成交价格。这样,投资者就能马上了解市价变动的趋势,作为投资决策的参考。

(4) 投资风险较少。上市证券的公司由于符合交易所的上市标准,而且上市后,须定期公布相关会计表册,所以其经营状况是公开的,这样大大减少了投资者的投资风险。

## 三、上市债券与非上市债券

#### 1. 分类

上市债券是指经有关机关审查可以在证券交易所买卖的债券。具体地说,就是已向某一证券交易所注册,因而有资格在该交易所交易的债券。公司要在某一交易所注册,必须符合注册的条件,并且遵守该交易所的规章制度。作出这样的规定是为了防止欺诈、保护投资者以及维持证券交易所的正常运转。

凡不符合上市标准的债券为非上市债券。非上市债券就品种数量而言,要占有所有债券很大的比例,具体的比例又与各国上市标准严格程度有关。例如在美国,由于上市标准较严格,因此,非上市债券占比例很大,据 1982 年统计,非上市债券大约在 1.5 万种以上。因此,美国的场外市场(店头市场)是最发达的。而英国则由于其上市标准不很严格,所以大部分债券都在交易所交易。日本的情况是债券的 80% 左右是非上市债券(股票的 95% 是上市股票)。值得注意的是,债券的上市与债券的注册并不是一回事。债券的上市是指申请上市公司使其债

券在交易所挂牌上市进行的活动。申请债券上市的公司必须满足交易所有关规定,并保证在以后的日子也遵守债券上市的要求。债券的注册登记则指按证券交易当局的规定,将有关资料以特定的形式向管理当局呈报。债券注册登记并不意味着管理机关已同意该公司债券的上市。而非上市债券并不是不允许交易,只不过是允许在证券交易所交易罢了。

### 2. 其它情况

(1)非上市债券并不都是不符合上市标准的。有一些完全符合上市标准的债券的发行公司出于以下几种原因而拒绝上市:①不愿公开其业务与财务状况,多是怕竞争对手了解自己的情况;②不愿自己的债券成为投机者投机的对象;③公司资本规模较小,没有必要利用债券交易所来募集资金。

(2)上市证券并不一定都在证券交易所交易。各国都有一些上市债券不在证券交易所交易,这是近十年来世界证券流通市场发生的重大变化之一,尤以美国为最突出。所谓的第三市场即是上市证券(包括债券)在场外交易的市场。

第三市场的出现是与证券交易所固定佣金制密切相关的。固定佣金制使大批大量的证券交易的成本非常昂贵;而交易所之外的证券商可不受证券交易所固定佣金制的约束,因而大批大量证券都在交易所之外——“第三市场”上展开。

第三市场是适应大额投资者(主要是机构投资者)的需要发展起来的。机构投资者(又称团体投资者,例如人寿保险公司、财产责任保险公司、养老基金会、互助基金会等)近几十年迅速发展,在证券流通市场上的地位日益上升。例如,日本上市股票中,金融机构(非银行金融机构占较大比重)所有的份额在1970年为38.9%,到1985年为41%。长期国债的持有者中,1980年非银行金融机构占15.4%,至1985年上升为29.9%。美国人寿保险公司在1960—1981年间资产增加3.4倍,1981年底,人寿保险公司持有37%的公司债券和9%的未偿抵押债券。他们的资产正在以每年460亿美元以上的速度增长。这些机构投资者拥有的巨额资产使他们必须千方百计寻找投资场所,而证券市场正是他们理想的投资场所。他们在证券交易所里大笔的买进卖出遇到了一个难以逾越的障碍,即证券交易所的固定佣金制。债券交易费用很高,而场外市场则没有固定的佣金,在柜台市场上,一些非交易所会员的证券商为了招揽业务,赚取较大利润,常以较低廉的费用吸引机构投资者,在柜台市场上大量买卖交易所上市的债券和股票。虽然证券商从第三市场交易中获得的利润率较低(只及证券交易所交易的一半左右),但由于每笔交易的数量一般都很大,因此其总收入还是相当可观。

除了第三市场外,还有证券商通过电脑直接进行联系而进行交易的第四市场,其中也有一些是上市证券。证券流通市场的这些变化虽然给区分上市债券与非上市债券带来了一些困难,但其原本含义上的区别还是清楚的。

## 第二节 上市债券的标准

债券上市的标准各国及各证券交易所都不一样,我们以日本的情况为例来说明。

日本可以在证券交易所上市的债券有:长期国债、电力电信债、武士债、转股债(可转换公司债)以及部分有代表性的公司债、政府担保债、金融债、地方债等。下面介绍一下东京证券交

易所债券上市的审核标准。

## 一、公司债

1. 上市债券的发行者必须符合下列条件

- (1) 纯资产额在 500 亿日元以上；
- (2) 已发行的所有债券，其未偿还面额总额在 70 亿日元以上；
- (3) 必须是在证券交易所挂牌的公司。

2. 上市的债券必须符合下列条件

- (1) 已发债券的未偿还面额总额在 10 亿日元以上；
- (2) 上市债券的券面总额占该债券未偿还面额总额的 10% 以上，并且该债券被认为是深受非特定法人及个人欢迎的；
- (3) 该债券发行后，其经过年数在三年以内；
- (4) 该债券是按照本交易所的规定印制的。

## 二、公司债以外的债券

日本的国债中只有长期付息国债属于上市债券，可以在证券交易所交易。中期付息债券均不在证券交易所上市，到期前可以在某些金融机构的柜台上进行买卖，每周星期四由日本证券业协会公布买卖的行情。

长期付息国债发行后可以在证券交易所上市，但要在第一次利息支付结束以后才能上市。因为超过了最初的利息支付日以后，不论是 1 月、2 月还是 3 月发行的债券，其利息支付日和偿还日都是相同的。如果 1~3 月期间国债的发行条件没有变化，它们就成了完全相同的债券，这样在二级市场上便于计算转让价格。

## 第三节 停止债券上市

世界各国的证券交易所都有停止债券上市的规定。上市公司在债券上市后，若出现法规中明确规定的情况，由证券交易所呈报主管机关——证券管理委员会核准后，交易所可停止某种上市债券的买卖甚或终止其上市。

按情况的性质，大致可分为以下几类：

### 一、违犯有关法律的公司的债券

(1) 公司设立登记后，如有违法等事项而经法院通知公司注册主管机关撤销其注册登记者。

(2) 公司有下列事项之一而经注册主管机关命令解散者：① 公司设立满一定期限而尚未营

业,或开业后自行停业一定期限以上者;②公司董事或执行业务的股东,有违反法律或章程之行为且经警告不改者。

(3)公司注册登记事项有违法律或有不实之记载,或因事项有变更但未在期限内纠正者。

(4)公司发行公司债券或股票经核准后,若发现其申请事项有违反法律或有不实记载,经证券管理委员会撤销核准者。

(5)有违法行为或有不实记载而足以影响其证券价格,以致影响市场秩序或损害公共利益者。

(6)违反证券交易所章程、营业细则,或未缴付上市费,或未能履行上市契约规定的义务者。

## 二、因经营状况不佳的公司的债券

(1)公开发行的股票或公司债的公司,因财务困难而经其关系人(股东、债权人等)申请,由法院核准予以重整并禁止记名股转让者。

(2)公司的经营有显著困难或重大损害时,经股东申请而由法院裁定解散者。

(3)上市公司发生下列事项之一而由证券委员会命令停止其债券全部买卖者:①遇有诉讼或非诉讼事件,其结果足以使公司解散或变更,资本、业务计划、财务状况或停止生产而影响市场秩序或损害公共利益者;②遇有重大灾害、签订重要契约、发生特殊事故、改变营业计划的重要内容,其结果是使公司财务状况有显著变化而影响市场秩序或损害公共利益者;③上市证券的市场价格,发生连续暴涨或暴跌,并使其他上市证券随之非正常涨跌,而有影响市场秩序或损害公共利益者;④发生其他重大事情而足以影响市场秩序或损害公共利益,经过证券管理委员会停止其上市证券的买卖者。

(4)经法院裁定宣告破产者。

(5)历年累积亏损已使股东权益只达到公司实收资本总额一定比率以下而限期内未予改善者。

## 三、其他情况

(1)公司组织与营业范围有重大变更而不宜继续上市,经规定限制其上市证券的买卖或变更其交易方式或另定交易方式后,仍未能改善其情况者;

(2)债券发行期满而应终止上市者;

(3)基于其它理由,认为有停止买卖或终止上市必要者。

以上停止上市的条件,一般都记载于上市契约中。

## 第四节 债券上市的程序

各国对债券上市都有一定的标准,一个公司债券上市过程也就是各有关机构对其债券审



查是否达到标准的过程。一般的债券上市的程序如下：

1. 发行公司提出上市申请

发行公司申请上市时,应出具书面申请,并附具下列文书:

- (1) 证券管理委员会核准公开发行证券的证明副本;
- (2) 公开说明书(含债权分散情况);
- (3) 董事会有关债券上市决议的记录副本;
- (4) 已签证的欲上市债券的样本(包括董事印签及董事会授权签字的决议副本);
- (5) 委托董事与交易所订立上市契约的决议副本;
- (6) 若上市债券欲委托承销者包销或代销,则发行公司与承销者订立的契约副本;
- (7) 经会计师签证的最近年度的会计表册(上市日期在下半年者应包含上半年会计表册);
- (8) 证券交易所认为必要的其他文件。

2. 证券交易所初审

证券交易所收到上述申请书及相关文件后,依照上市标准进行审核,若审查合格,在上述申请书上加附审核意见后,连同相关文件一并送达证券交易管理委员会。

3. 证券管理委员会核定

证券交易管理委员会收到证券交易所转送的上述文件及初审意见后进行核定,若合格,则通知证券交易所允许上市。

4. 订立上市契约

证券交易所收到证券管理委员会的核定文件后,与发行公司订立上市契约。上市契约的内容分两类:一类是上市公司向交易所及时通报公司在营业、雇员、财务、担保品等方面所发生的一切重大变化及其影响的保证;一类是上市公司按时提供一切与公司财务与业务有关的财务报表和统计资料的保证。如:公开其财务状况及有关事实;向证券交易所报告其盈余情况及股息分配情况;经过会计师鉴证的会计表册的定期报送;证券交易所要求的其他事项。

5. 发行公司缴纳上市费

6. 确定上市日期

7. 挂牌买卖

已上市公司若欲增发新债券,可同样按上述程序办理,但须办理有关增加资本的手续。

## 第三章 债券交易程序

### 第一节 联系证券经纪人

利用证券经纪人进行债券买卖首先要联系证券经纪人。

联系证券经纪人要注意的问题

#### 一、注意证券经纪人的信誉

证券经纪人很多,信誉程度也各不一样。应该寻找那些信用可靠并能提供有效服务的证券经纪人。例如,在日本,野村、日兴、大和、山一四大证券公司都是信誉卓著、历史较长的证券公司。在美国,较大的证券公司和投资银行都是可信赖的证券经纪人。这些机构都有较丰富的证券买卖知识和技术,其中绝大多数的证券公司都是交易所的会员,可以在交易所内为客户代理买卖证券。加之二次大战后,在证券市场发达的国家,证券公司、投资银行已拥有许多素质较高的专门人才,同时在道德水准方面也有所提高,因而是可以信赖的。当然,也不排除投资者对证券公司指定的经纪人有不尽人意的时候,这时,投资者完全可以要求公司调换或重新选派经纪人;假如对一家公司的服务或佣金不满意,投资者仍可以继续选择,直至满意为止。

#### 二、应选择对投资项目熟悉的经纪人

由于投资是具有风险性的,倘若你要投资于某项目,又看不准该项目是否能获得预期的效益,如果此时为你服务的经纪人对此项目很有研究或者了如指掌,为你出谋划策,这无疑对你来说是很好的事情,因此,在选择经纪人时,了解经纪人的特点也显得颇为重要。

## 第二节 开立账户

### 一、含义及作用

所谓开立账户,是指债券投资者在证券经纪人处开立委托买卖账户。其作用就在于确定投资者的信用,即保证客户在其购买指令执行后能如期付款和防止欺诈等非法行为的发生。购买债券时,确定投资者有能力支付价款和佣金;出售债券时,确认他是债券的持有者。同时,开立账户后投资者如果采用信用交易方式,可以取得证券公司的贷款或债券。

### 二、开户需要填写的内容

债券投资者在经纪商处开立账户后通常被称为客户。客户在初次申请开户时,必须有介绍人。介绍人通常是与经纪商有买卖往来关系、又无不良记录的老客户。凡申请开户者必须填写“证券买卖契约”一式三份,经纪商、申请人和介绍人各执一份。

个人开户需要填写的内容包括:委托人真实姓名、性别、年龄、籍贯、住址、身份证编号、申请人已成年的确认书、投资目的、电话号码、职业、职务、工作单位及其地址和电话号码等,除此之外,还有有关与之资金往来的银行的情况,以及以前与其他经纪人的账户等等。如果是买卖期权,则所需的内容会更多,如个人收入、资产投资经历等。一般而言,每个账户均应有管理账户的注册代表及有关管理者的签字。

机构开户需要填写的内容包括:机构名称、机构的性质及类别、机构所在地、机构主管人的姓名及职务、委托买卖业务代理人的姓名及主要经历,机构电报、电话号码等。

个人或机构投资者除以上填写内容外,还应填写下列内容:委托交易方式(即现货交易或信用交易等等);经纪人通知客户的方法;介绍人真实姓名及地址;应遵守的其它营业细则。

全部内容填写完后,交由经纪商审核,审核无误后,经纪商予以编列账号,并填写“开户账卡”交予委托人,开户手续即告结束。

### 三、账户的种类

#### 1. 基本种类

账户的种类很多,但最基本的有两类,即现金账户和保证金账户(也称信用账户)。还有几种很少使用的账户,如联合账户、信托账户、随机账户等等。

(1)现金账户。它是指在购买债券时,客户必须以现金支付的账户。客户不得借此账户从事保证金信用交易。现金账户要求客户在交割日或交割日前以现金全额支付购买债券价款。以现金账户出卖债券的顾客则须于交割日或交割日前将债券交给经纪人商行,但是后者一般只是在交割日才支付现金价款,当然特殊情况除外。此类账户开立容易,且开妥账户后,客户

只须与经纪人所指定的具体经办人联系,即可委托买卖。

(2)保证金账户。包括经纪人贷款与贷券两种信用交易的账户,其开户手续甚为严格,需要签订“保证金合约”并缴存保证金。保证金账户开设以后,客户购买债券只需支付部分费用(其比例称保证金比率,各国规定不同),其余部分由经纪人垫付,因此,开设此种账户时经纪人特别要了解客户的资信状况。美国的证券公司通常要求开设保证金账户必须存足 2000 美元以上的款项,以避免在交易中承担过大的风险。经纪人垫付的部分可视为他对客户收取利息的长期贷款。“保证金合约”十分重要,它详细规定借款人借款购买债券的义务。其中规定,贷款人可以借款人借款所购债券为担保物向银行借款,以用于支付借款人借款所购证券的价款或其它方面的价款。纽约证券交易所规定,经纪人能用于作为担保物的债券价值应以借款人的负债为限。在贷款人和借款人签订的合同中还要规定借款人保证金数目的大小。保证金分为两类,一类是最低限保证金,另一类是初始保证金。通过控制保证金多少,一国政府能实现对经济,特别是对证券交易的影响和控制。

一般情况下,符合交易所规定的人均有权开立证券买卖账户,但有些人如交易所会员组织的雇员、银行、信托机构雇员等,未经特别允许,经纪人无权接受他们要求开立账户的请求。

## 2. 其它种类

除以上两种基本账户外,还有下面不常用的三种账户。

(1)联合账户。即两人以上共同开立的账户,开户时需订附加契约。通常情况下,联合账户多为夫妇联名开设,一旦其中一人死亡,另一人无须等待法院调解决定财产权的归属问题即可出售债券。但由于税务补偿问题和各种法律原因,夫妇双方开设联合账户前需委托一名律师。联合账户还可由几个人联合开设,以便集中资金合作投资,减少交易佣金。

(2)信托账户。是指专门为未成年人开立的账户,这是为了禁止保护人以其自己名义进行债券买卖而设立的账户。

(3)随机账户。在这一账户下,客户给经纪人公司的代表以有优先权的书面批准,准其事先不同投资者商量即可进行交易。交易的时机、所选的债券及价格和数量,均由经纪人决定。

## 四、账户的处理

一旦顾客与经纪人开立了证券买卖账户,顾客就可以通过经纪人在交易所买卖债券了。一般情况下,顾客都通过电话向经纪人(通过经纪人所属的经纪人商行)提出委托。经纪人收到顾客委托后,注册代表将把委托内容填入特制委托书上做成正式的顾客委托。委托执行后,注册代表还要把成交情况电话通知委托人。证券买卖账户的处理一般包括以下几方面内容。

(1)确认书。每执行完委托后,经纪人商行均应向委托人寄送交易确认书。确认书包括:①成交日期;②交割日期;③债券名称;④债券金额;⑤成交价格;⑥成交地点;⑦本人或代理人交易;⑧代理人佣金;⑨应付利息;⑩应付给顾客或经纪人的包括全部费用的净余额。

(2)月度明细表。经纪人应每月向顾客报告当月的交易情况,如某月没有成交,则至少每季向顾客报告。

(3)现金余额。一般而言,经纪人对顾客并无最低现金余额的要求,经纪人对顾客存放在在账内现金也不支付利息。经纪人通常要求初次通过他买卖债券的顾客存入与第一次交易足额或不足额的现金或作为保证金用的债券。纽约证券交易所规定金额(即初始保证金)是

2000 美元。

(4)股息与利息。由于债券票面的保存人多数情况下都是经纪人,所以,当债券发行者支付利息时,一般直接付给经纪人。经纪人在收款后立即将收到的利息贷记开账人即真正的所有人所开立的账户,并由顾客选择决定该笔收入的支付方式。如果顾客开立的是现金账户,则该收入就变成一笔闲置余额;如果顾客开立的是保证金账户,则账户内的借方余额自动减少。

(5)债券质押。经纪人就顾客应付的佣金、利息等有权对顾客的债券行使质押。为行使质押权,经纪人在顾客支付应付费用之前有权停止债券的交割,甚至出售债券以赔偿应支付的费用。

(6)借方余额的利息支付。借款人对于为购买债券所借的款项应支付利息,每种利息每月复利一次。当借款人收到利息时,其借方余额等比例减少,其应付利息也相应减少;如果贷方余额不增加,每月的利息则使借方余额相应增加,下月的利息则相应变大。

## 第三节 委托买卖

### 一、委托买卖业务

证券委托买卖业务包括股票和债券的委托买卖,两者基本上没有什么不同。因此,这里我们介绍统一的证券买卖业务。为了介绍的方便,我们统一以股票为例来说明。

委托是顾客向证券经纪人发出的表明顾客以某种价格购买或出卖一定数量的某种证券的请求。证券委托买卖业务是证券经纪人接受和完成顾客的委托买卖的具体过程。投资者无论是在证券交易所还是场外进行证券交易,一般都需要委托证券经纪人来进行。一般委托应包括的内容有:①委托时间。②购买还是出售证券。③买卖证券的名称。④买卖证券的数量。⑤经纪人商行的名称和交易所电话号码(有时可仅列电话号码)。⑥其它方面,如有有效期的长短、成交价的高低等。上述六项只是委托的一般内容,在实际业务中,委托常因顾客的需要不同而包含不同的内容。根据委托内容的差异,委托可划分成许多类型。

#### 1. 按委托的交易数量划分

(1)整份委托。整份就是证券交易中交易的基本单位。一般情况下,整份多指 100 股股票,除此以外整份有时也指 25 股或 50 股股票。最后,整份还指 10 股股票。不过,只有那些价格高、交易量小的股票才以 10 股作为交易整份。整份委托就是交易数量是整份或整份的倍数的委托。

(2)零数委托。零数就是证券交易中低于单位交易额零星交易量。零数委托就是交易数量是零数的委托。如果交易整份是 100 股,那么买卖 1—99 股的委托都是零数委托。

#### 2. 按委托的交易方式划分

(1)购买委托。

(2)出售委托。

### 3. 按委托的限制条件划分

(1) 随行就市委托。随行就市委托就是证券成交的价格以委托到达交易厅时最优惠的价格为准的委托。在这种情况下,投资者只能确定买卖何种证券。而不能确定以什么价格来买卖。随行就市委托是最常见的委托,有时所有委托中,随行就市委托可多达 85%,而且多属出售委托。随行就市委托的好处,其一是成交的迅速性。这种委托由于不具体规定成交的价格,一般都能迅速成交。其二是成交的把握性大,只要不出现意外,该种委托一般都能得到执行。

(2) 限价委托。限价委托与随行就市委托不同在于委托人在委托中事先规定了他认为合适的成交价格。这种委托,委托人要冒其委托可能执行不了的风险。经纪人在执行委托时应以比委托价格更优惠的价格成交,如是出售限价委托,委托最终执行的成交价应等于或高于委托价;反之,如是购买限价委托,其最终执行的成交价应等于或低于委托价。限价委托的好处其一是,顾客能以比提出委托时的市场价格更优惠的价格成交;其二是当证券价格变动幅度很小时,提出限价委托很有利。限价委托的缺陷就是有时执行不了。因为,顾客所规定的价格可能太高或太低,因而无法按规定价格成交。如何确定现价委托中的成交价格是一个技术性非常强的工作。一般而论,购买限价委托的价格一般比市场价格低;出售限价委托则往往比市场价格高。

在一般情况下,一旦收到顾客的限价委托经纪人应马上在交易所交易厅执行收到的委托。当经纪人无法在短时期内执行限价委托时,经纪人就会将限价委托转而交给专业会员代为执行,因为经纪人有许多委托需要办理,所以,没有时间等着执行这种委托,专业会员一般能较快地完成经纪人转来的限价委托。

在委托买卖中,除随行就市委托外,运用最多的就是限价委托了,在一般情况下,无论是整份交易还是零数交易,限价委托几乎占有所有委托的 50% 左右。

### 4. 按委托有效期的时间划分

(1) 当日委托。所谓当日委托就是指在委托提出的当天交易时间结束时自动失效的委托。在一般情况下,如果没有特别说明,所有的委托均被视为当日委托,这种委托只在提出委托的当天或提出委托时至交易时间结束时这段时间有效。上述随行就市委托就是当日委托,限价委托则可能是也可能不是当日委托。

(2) 一周期委托。这种委托的有效期按日历周计。在美国,一周期委托在星期五下午 4 点自动失效。一般而言,专业会员不接受一周期委托,不过经纪人有时倒可能接受。从顾客的角度看,提出一周期委托并没有什么特别的好处,所以一般用得很少。

(3) 一月期委托。这是一种在每月最后一个营业日结束时就自动失效的委托。同一周期委托一样,这种委托对委托人没有什么特别的用处和好处,因此也用的很少。此外,专业会员一般也不接受这种委托。

(4) 撤销前有效委托。顾名思义,这种委托在被执行之前,一直有效。顾客提出这种委托是基于其对市场未来情况的自信,他相信市场价格可能与其委托的价格相一致,所以不急于执行其委托。

在上面介绍的四种关于时间的限制性委托中,最常用的是当日委托,撤销前有效委托居第二,一周期和一月期委托用得都比较少。

### 5. 特殊种类

除以上介绍的一般委托外,还有许多较特殊的委托。这些委托往往是顾客为了特种目的

而设的,种类尤其繁多,下面仅就一些比较常用的做简单介绍。

(1)限价补进或卖出委托。这种委托可细分为两类:其一是限价买进委托;其二是限价卖出委托。当市场价格达到或超过委托的限价时,经纪人应该立即象执行随行就市委托那样执行有关委托。具体而言就是,限价买进委托在市场价格达到或高于委托价格时变成随行就市委托。

限价补进或卖出委托在不同场合有不同的作用,总结起来,有六个方面的作用。

①保护顾客多头购买已有的利润;例如,有一投资人以 100 元一股的价格买进了 1 万股,后来价格上涨到 110 元一股,得到账面利润 10 万元。但投资人分析认为,这种股票的价格可能下跌,于是他向证券经纪人发出限价卖出委托,即如果股票市价下跌到 106 元就卖出 1 万股股票,经纪人届时执行委托,每股可盈利 6 元,从而保障了投资人的投资利润。

②保护空头卖出者交易已有的利润。例如:有一个投资人预测某种股票价格要下跌,便以每股 100 元的价格卖出 100 股,如果股票在一段时间后下跌到 90 元一股,该投资人就会获得账面利润 1000 元。这时,该投资人又担心股票价格上涨使利润减少,他出限价补进委托,当股票价格回升到每股 95 元时买进 100 股,如果证券经纪人执行了这一委托,按照每 95 元一股的市价买进 100 股,那么投资人在这笔交易中可获得账面利润每股 5 元。

③防止或减少多头购买的损失。例如,有一投资人预计股票的市价将上升,于是他以 100 元价格购买了 100 股股票。但该投资人同时又想到证券市场的千变万化,因此他向证券经纪人发出限价卖出委托,指出如果价格下跌到 97 元一股,证券经纪人可以将其股票售出,这样他的损失只限于每股 3 元而已。

④防止或减少卖空交易的损失。例如,有一投资者认为股票市场价格最近将呈下降趋势,他以每股 100 元卖出 1000 股股票,并预计当股价降低时再买进 1000 股。但为了防止股价上升可能蒙受的损失,他向证券经纪人发出限价补进委托,即如果股票价格在每股 100 元或当时最佳可能的价格如 102 元时,就买进 1000 股,从而避免股票价格上升过高遭受更大的损失。

⑤在市场处于强势条件下进行多头购买;

⑥在市场处于弱势条件下进行卖空交易。

(2)限价及限价补进或卖出委托。顾客使用这种委托的目的有两个:一方面取得限价补进或卖出委托的好处,另一方面事先确定买卖股票的价格。所以,这种委托能获得限价委托及限价补进或卖出委托两者的好处。不过事实上,在实际业务中,该委托用得非常少。

除上述两种特殊委托外,还有许多种委托。这些委托不仅用得少,而且也较易于理解,所以在此不多赘述。为了方便读者,只将这些委托罗列如下:以开盘价为成交价的委托、以收盘价为成交价的委托、经纪人自主委托、立即执行余额作废委托、执行或取消委托、必须全部接收的联合发价、不得降价委托、可替代委托、转换交易委托、价格序列委托、以现金交易委托以及撤销订货委托等。

## 二、经纪人的权利、义务及指令

(1)经纪人的权利。当顾客委托买卖的债券多于交易单位时,经纪人有权部分接受该项委托,委托人则应支付或接收已履行的那部分委托。在债券市场上,债券一般以 1000 元作为一个交易单位。例如,某顾客委托 A 公司债券(面额为 100 元)105 元的价格买进 100 张,经纪人

甲在交易所按要求的价格购买了 50 张,那么该顾客应确认此笔委托。当顾客委托买卖的数量低于 1 交易单位时,经纪人则无权部分履行。

(2)经纪人的义务。

①在执行委托过程中,经纪人应运用适当的技巧,使交易尽量有利于顾客;

②经纪人应依顾客委托的要求执行委托;

③经纪人必须在交易大厅内以公开叫价的方式达成买卖交易。

(3)买卖债券的指令。指令就是顾客买卖债券时对他所委托的经纪人提出的要求。根据这些要求,指令可以分成许多种,其中主要有:

①市场指令:指顾客要求经纪人立即执行的指令。经纪人接到这种指令,应立即为顾客买卖债券,不管当时债券价格怎样。当然,为了信誉,经纪人应力争以对顾客最有利的价格完成交易。

②限价指令:当顾客要求经纪人以高于(或不低于)一定价格买(卖)某种债券时,他就向经纪人发出这种指令。经纪人接到这种指令,如市场上债券价格符合要求,他就应为顾客立即成交。如债券价格不符合要求,他就应等待。顾客发出限价指令通常都有时间限制,超过限定时间,指令自动作废。在纽约证券交易所,如无特别声明,顾客的限价指令以一天为限。

③停止损失指令:这是顾客向经纪人发出的一种保护性指令。根据这种指令,经纪人要在某种债券下跌(或上涨)到某一价格时,为他卖出(或买进)该种债券。顾客发出这种指令的目的是为获取尽可能多的盈利,蒙受尽可能少的损失。

## 第四节 交易过程

交易所里的经纪人一接到顾客的指令(多是通过顾客委托的证券公司),就迅速到买卖这种债券的交易柜台(在交易厅内)去执行指令。由于买卖某种债券的都是多家,因此,买卖是通过双边拍卖形式完成的。即在买卖过程中,竞争不仅发生在买主之间,在卖主之间也有竞争。世界各证券交易所进行双边拍卖主要有两种方式:口头交易和牌板交易。美、英等国的交易所多采用口头交易,即买卖各方的出价和要价都通过口头表达。现以纽约证券交易所的股票交易过程(债券交易过程与股票差不多,只是在一些细节上有所区别)为例来说明这种方式:经纪人来到交易柜台,首先要了解他所要买或卖的债券的交易情况,就是要问清当时这种股票的卖主们的最低要价和买主们的最高出价。回答他的通常是几个数字,比如

回答是:“100  $3/8$  和 100  $6/8$ , 20 对 40”。前面两个数字代表买主中间的最高出价为 100  $3/8$  美元,卖主中间的最低要价为 100  $6/8$  美元,两者相差  $3/8$  美元。后两个数字表示按当时的最高出价和最低要价,买主和卖主美元。后两个数字表示按当时的最高出价和最低要价,买主和卖主愿意买进和卖出的交易单位数,20 代表 20 个交易单位,40 代表 40 个交易单位。因为纽约证券交易所的交易单位为 100 股,所以上面回答的全部含意是,当时有人愿以每股 100  $3/8$  美元买进 20000 股股票;有人愿以每股 100  $6/8$  美元卖出 4000 股股票。情况清楚后,这位经纪人就要参加讨价还价了。如果他是代顾客买股票,就应从当时的最高出价逐渐往上加价;若是代顾客卖股票他就应从当时的最低要价逐渐往下减价。纽约证券交易所规定每次



加价和减价都是 1/8 美元,这 1/8 美元就是纽约证券交易所的价位。当有的买方和卖方对价格满意决定成时,他们就简单说个“买”或“卖”字,这笔交易就算完成,场内工作人员将成交资料输入电子计算机。债券交易与股票的区别是交易单位不一样,公债券及公司债券一般以面额 1000 美元的债券为 1 个单位。

澳大利亚、香港和东南亚一些证券交易所大都采用牌板交易。买方和卖方的最高出价和最低要价不是口头回答,而是通过在牌板上书写来表示。现以澳大利亚悉尼股票交易所为例来说明这种交易方式。假定该交易所的 90 号经纪人(在这个交易所的交易厅内,每个经纪人都有自己的代号)接到要买 ACE 公司股票的“市场指令”,他应先在交易牌板上看一下 ACE 公司股票的交易情况。比如当时 ACE 股票的交易情况如下(我们只截取交易牌板上有 ACE 股票的一行):

.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
ACE	87	154	156	37 45	157	158	156
						155	
.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....

上表从左向右的第一栏是股票名称;第二栏是在当时出价最高的买主(经纪人)号码;第三栏是买主出的最高价格,154 表示每股出价 1.54 澳元(下同);第四栏是卖主的最低要价;第五栏是在当时要价最低的卖主号码。栏内有两个号码,表示有两个卖主愿以这个价格卖股票;第六栏是当日第一笔成交的价格;第七栏是在 90 号经纪人接到指令时,ACE 股票当日成交的最高和最低价格;第八栏是最近一次成交价格。看了 ACE 股票的交易情况后,90 号经纪人知道,要想成交,必须高于 1.54 澳元的价格。这个交易所的价位为 0.01 澳元,于是他可以 1.55 澳元,并把它连同自己的号码写在牌板上,同时擦掉 87 号和 1.54 澳元,因为它已不再是当时的最高出价了。这时,交易牌板上 ACE 一行的变化如下:

.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
ACE	90	155	156	33 45	157	158	156
						155	
.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....

这时如卖方有人如 46 号愿以 1.55 澳元一股成交,他便可直接找 90 号经纪人联系并办理成交手续,一笔交易即告完成。这时,交易牌板的 ACE 一行变成下面的样子:

.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
ACE			156	37	157	158	156
						155	

.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

除了口头和牌板交易处,有些证券交易所,如东京证券交易所和美国股票交易所(设在纽约的另一家交易所)等还辅之以手势。

近年来,随着电子计算机的广泛应用,有些交易所已逐渐用计算机代替上述传统的交易方式。如伦敦证券交易所从 1986 年 10 月下旬起采用电子计算机代替交易厅内的口头交易。

## 第五节 交割和过户

### 一、交割

交割指买卖债券成交后,买主付出现金取得债券、卖主交出债券取得现金的手续。有些交割在买卖成交后立即完成,这种交割多发生在卖方急需现金、买方急需债券的情况下。有些交割是在成交后一定时间内(几天至几十天)完成的。

交割手续通常通过清算公司办理。一个投资者有时既买债券又卖债券,有些账目可以互相抵销,最后只交付或收取净差额即可。

交割要经过下列程序:

(1)送账单给客户。证券公司在成交后,要送账单通知客户。客户应在规定的交割期内进行清偿,逾期不交割的,证券公司有权出售其债券,发生的亏损由投资者负责。

(2)支付佣金。投资者委托经纪人买卖债券要支付给经纪人佣金。

(3)证券公司寄送月报表。每个月证券公司都寄送月报表给客户,月报表记录了一个月交易的情况,包括交易日数、交易数量、债券名称、成交价格、存款数量以及客户所拥有的债券数目等。

### 二、过户

交割完毕后,就要进行过户。就是将债券的所有权从一个所有人的名下,转移到另一个所有人的名下。“过户”只对记名债券或记名股票有意义,由于公司债券和政府债券多为无记名形式,所以,一般讲债券交易需要过户的数量很小。

投资者进行证券投资要支付一定的费用,这些费用可以分为三类:

(1)佣金。顾客委托经纪人买卖证券应支付的第一项费用就是佣金。佣金的多少依交易所的不同而不同,而且即使是同一交易所,佣金的多少也因时间的不同而有所差异。以美国纽约证券交易所为例,在 1975 年 5 月 1 日以前,顾客支付的佣金多少,交易所有特殊的规定。其实行的是固定佣金制度,顾客应付佣金的多少可从特制的佣金表查得。在 1975 年 5 月 1 日

后,该交易所开始采用竞争性佣金制度。出现这个变化的原因主要是:机构投资者,如人寿保险公司、养老金基金等的发展,加强了投资者的谈判力量;场外市场的竞争使交易所证券交易量日趋萎缩,在总的证券交易中的地位相对减弱。这样,交易所不得不进行改革,以增强竞争力,其结果就是各个大证券公司的佣金表取代了交易所统一的佣金表。1985年,英国伦敦证券交易所也实行了同样的变革。

(2)税收。美国有的州,对证券的买卖和转让还要征收一定的税收。一般而言,这种赋税都由卖方支付,税率的高低依债券价格高低而定,每次交易征税的最高限额是350美元。除此之外,美国证券交易委员会还要对每500美元的证券交易征税1美分。

(3)其它费用。主要包括:①顾客以保证金购买证券时应付的利息;②交易行为引起的证券及单据的邮寄费、保险费等。

## 第六节 柜台市场的债券交易程序

柜台交易是指在证券交易所以外的市场的债券交易。这种交易是在证券公司之间或在证券公司与客户之间直接进行的,柜台交易的债券大多为未在交易所挂牌上市的债券,但也包括一部分上市债券。70年代以后,世界范围的柜台交易有了迅速的发展。目前,美国和日本债券交易的相当大部分是在以柜台交易方式进行的。

### 一、柜台交易的特点

柜台交易与交易所交易相比,具有一些特点:

#### 1. 交易场所和交易时间都不固定

不像交易所集中的交易大厅,柜台交易市场是由分散在各地的,规模大小不等的证券交易营业部以及电话、电子计算机网络所构成。有在证券交易营业部内的面对面交易,但更多的是通过电话、电传、计算机网络等通讯设备构成的市场网络来进行的。其中有不少是专线电话,还有覆盖全国的计算机网络(如美国的全国证券商自动报价协会就是通过一部安装在康涅狄格州的特鲁姆布尔大楼里的电子计算机,将全国6000多家证券商联系起来,及时准确地提供全国场外市场的行情,随时可以进行交易)。

#### 2. 交易手续简便,交易规则比较灵活

柜台交易与交易所相比,手续比较简便。首先,上市债券不用经过严格的审查和批准,上市比较灵活、方便。其次,零星的小额交易也可以成交,而不像在交易所那样只能进行整数交易。交易规则也较灵活,比如对参与交易的证券商的限制就比在交易所内交易的证券商少得多,而且,个人可以直接参与交易,而不必像交易所那样必须经过证券经纪人。

#### 3. 采用协商议价的方式进行交易

柜台交易的债券价格不像交易所交易那样通过公开竞争决定,而是由买卖双方协商议定。投资人可以直接与证券公司议价买卖,也可以委托经纪人与一家或数家证券公司议价买卖,这种协商议价的方式亦可称为私人议价。

## 二、柜台交易业务

由于以上特点,决定了柜台市场的交易程序具有简单、多样化、灵活的特征。

柜台交易分为自营买卖和代理买卖两种业务,其中自营买卖所占比重较大,代理买卖的比重较小。也就是说,柜台交易是以自营买卖为主的。

### 1. 自营买卖的交易程序

自营买卖,指证券公司作为交易商为自己买卖债券,赚取价差。基本程序是:证券公司以批发价格从其他证券公司买进债券,然后再以零售价格将债券出售给客户,或者,证券公司以零售价格向客户买进债券,然后再以较低的价格批发给其他证券公司。证券公司通常设有证券交易营业部,在营业厅内对自己经营的债券同时挂出两个价牌:一个是证券公司购买这种债券的价格,称为买入价格,另一个是证券公司出售这种债券的价格,称为卖出价格。两者的差额即为价差。价差是证券公司经营自营业务的利润。证券公司推出价格后,无论是投资人要按买入价格出售,还是要按卖出价格购买,证券公司都不得拒绝。而投资者不同意证券公司推出的价格,双方还可以进一步讨价还价。

### 2. 代理买卖的交易程序

代理买卖,指证券公司作为经纪人,根据客户的委托,代理客户买卖债券,赚取佣金,即手续费。客户委托经纪人的程序与交易所交易委托的程序差不多,只是没有后者那样严格。经纪人接受委托后就在证券交易营业部内进行代理买卖。由于柜台交易是以协商议价方式进行交易,因此,委托的指令也很简单,一般只有限价委托(但给予经纪人较多的自主权),特殊情况下有少量的随行就市委托。证券公司依照想买入债券的客户委托的买价或依照想卖出债券的客户委托的卖价,尽可能以对客商最有利的价格成交,然后向客户收取佣金。例如:当某客户想买入债券时,即与他的代理商行(某证券公司)接洽,该代理商行立刻用电话向几家证券公司打听行情,然后将其打听到的各家证券公司的报价告诉客户,如果客户认为满意,便可委托该代理商行代为买进。该代理商行用电话与有关的证券公司进行磋商,议定可能的最好买价(按打电话当时的行情定价,几分钟以后行情就有可能发生变化,但已议定好的价格不能再更改),并按此价格买进,交易即告成功。代理商行按规定向客户收取合理的佣金。

自营买卖所赚价差的多少和代理买卖所收佣金的多少,均由各国证券公司行业协会统一规定。

## 第四篇

# 债券的偿还

## 第四篇

# 第一章 债券的偿还期限

## 第一节 长短期债券的分类

### 一、分类

债券和股票不同,它是一种债务凭证,发行者要按期偿本付息,因此,它有一个多长时间后还本付息的问题。由于债券的利息,按照约定,或是在偿本之前分期支付,或是在还本时一并还清,所以一般来说,从债券发行日起到还本日止这段时间,叫做债券的偿还期限,简称债券期限。期限在1年以内的债券可归于短期债券,1年以上的算作长期债券,将20年或25年以上的债券称作超长期债券。也有人主张将长期债券再做细的分类,将2至5年的债券称为中期债券。中期和超长期的时间概念并无统一标准,不同国家的金融市场有不同的划分惯例,都是沿袭传统和习惯。

### 二、短期债券

短期债券的发行者主要是企业和政府,金融机构中的商业银行因以吸收存款为其主要资金来源,而存款中有很大比例是一年期以下的存款,所以没有必要发行短期债券,一些投资银行所需的资金大都是较稳定的长期资金,所以一般也不发行短期债券。

#### 1. 企业发行短期债券

企业发行短期债券大多是为了筹集临时性的周转资金需要。短期债券以美国CP最具代表性。CP是英文commercial paper的缩写,中文译作商业票据。在美国,商业票据狭义地指高信用级别的公司为满足季节性资金需要而发行的筹资工具,代替向银行借款,购买者主要是非金融公司。美国的商业票据市场可追溯至19世纪早期,但直至近20年,特别是80年代以来才有大发展。商业票据的未清偿价值1979年有1110亿美元,1986年8月有3230亿。商业票据多数是无担保的,商业票据的发行不需在证券交易委员会注册,但要经过一家美国评级机构评级。到期日在9个月以内。发行人有工业公司、商业公司、银行持股公司,以及外国子

公司。主要购买人有工业公司、货币基金、银行等。在我国,随着金融市场的逐步兴起,开始有一些企业发行短期债券(即企业短期融资债券)筹集短期临时周转资金。到1989年,累计发了39.72亿元人民币的企业短期融资券。按现行管理规定,企业短期融资券的期限分为3个月、6个月和9个月三个档次,最长不得超过9个月。

### 2. 政府发行短期债券

政府发行短期国库券是为了平衡预算收支。美国财政部国库券的期限都在1年以下,分3个月、6个月、9个月和12个月四种。3个月和6个月的国库券于每星期一在12个联邦银行的分行出售。9个月和12个月的国库券每月发行一次。国库券的主要持有者有联储银行、商业银行、非金融公司、州和地方政府及个人投资者。国库券由于信誉高,流动性强,商业银行将其作为流动性资产,而且是二级储备的重要部分。国库券的偿还期限从91天到1年。我国从1981年开始发行国库券,但品种较单一,期限较长,一般为3年以上,实际上是长期国债,这和国际上一般通行的分类不同。

## 三、中长期债券

中长期债券的发行主体有政府、金融机构和工商企业。发行中长期债券的目的是为了获得长期稳定的信用资金。美国联邦政府发行的中长期国债品种较多。中期国债分2年、3年、4年、5年、7年和10年六种,长期国债年限在10年以上,30年以下。日本的中长期国债,中期国债期限在5年以内,分贴息债和附息债两种。贴息债期限5年,每隔1月向个人投资者发行。附息债有2年期、3年期和4年期三种,采取公开投标方式发行。长期国债一般期限为10年,每月以附息方式发行,投资者是商业银行和大藏省资金运用部。超长期国债。1983年开始,日本政府以信托基金、养老金、互助公积金和保险准备金为对象发行了期限为15年和20年的超长期国债。

企业和金融机构也可以发行长期债券。进入80年代以后,西方金融市场上筹集和融通资金出现了证券化趋势,发行长期债券的数额越来越大,债券品种也越来越趋于多样化。本章不再一一列举。

## 第二节 设置偿还期限的参考因素

债券发行人确定所要发行的债券的期限长短时,要考虑以下几个因素:

### 一、资金的使用和偿还计划

资金的使用和偿还计划包含两方面的内容:其一是资金需求的性质,即发行债券筹集的资金用来做什么。如果要为兴建一个建设项目,或者用于企业改建、扩建,或者尚需补充一部分生产所需的最低限度的流动资金,那么,满足这种需求的资金应当是长期资金,如果是为季节性、临时性需要发债筹资,应当是发短期债券。其二是综合发行单位的资金来源和运用情况,



确定可以偿还债券的时间。在其他资金来源增加,或者资金占用减少的情况下,可以缩短债券的偿还期限。

### 二、筹资成本

粗略地说,筹资成本包含两部分:一部分是利息;一部分是发行成本(包括发行手续费、证券印制费、宣传广告费、信用评级费用、担保费用、其他有关费用)。在考虑发行多长期限的债券的使得所支付的利息比较划算时,涉及对未来市场利率水平的预期。如果预期市场利率今后要下降,筹资人通常愿意发行期限较短的债券。这样,若市场利率果然趋降,筹资人便可再以较低利率发行新债券,以减少全部筹资利息支出。反过来,如果预期将来市场利率上升,则筹资人会倾向于发行期限较长的债券,以避免市场利率上升阶段,使筹资成本不随市场利率的上升而增加。在考虑利息成本的同时,也要考虑发行成本。发行成本项目大多是一次性固定费用,债券期限越长,年度单位资金成本就越低。综合考虑筹资成本,就可以将在预期将来市场利率下降时,缩短债券期限会减少的成本与债券发行成本相比,如果节省的利息支付大于发行成本的增加,那么,从成本角度看,缩短债券期限是适宜的。反之,如果节约的发行成本少于利率提高增加的利息支出,缩短债期是不必要的。在二者相当的情况下,债券期限的设置就不需考虑成本问题了。

### 三、交易市场是否发达

证券交易市场是否发达,是影响债券期限设置的重要因素。交易市场发达,信用等级高的债券可以很方便地买卖,增加了债券的流动性,债券持有者需要资金或者变换证券品种时,可以随时将其变现,便敢于购买长期债券。如果交易市场不发达,无疑增加了债券持有者的投资风险,长期债券就会难于推销,迫使筹资人只能发行期限较短的债券。

另外,还有投资者的偏好、消费倾向,以及证券市场上其他债券的期限构成,也是筹资人在选择期限时要考虑的因素。

## 第二章 债券的偿还方式

### 第一节 债券利息的支付

债券按利息的支付方式分类,可分为不记名债券和记名债券两种,不记名债券又可分为付息债券和贴息债券。

记名债券要在券面上注明债权人姓名,同时在发行公司的账簿上登记,转让记名债券时,除要交付债券外,还要在债券上背书和在公司账簿上更换债权人姓名。记名债券的债息一般由发行者按期以支票方式付给债券购买者。

不记名债券是指券面不注明债权人姓名,也不在公司账簿上登记姓名的债券。不记名债券有贴现债券和付息债券两种。贴现债券亦称贴息债券或贴水债券,这种债券券面上不标明利率,以低于面额的价格发行,到期时以面额价还本,发行价与面额之差即为利息。很显然,贴现债券的利息是发行者在卖出债券时就已付给购买者了。付息债券一般是按面额发行,发行后按照一定的时间间隔分期支付利息,并以面额还本的一种债券。采取满期前分期付息的债券大都是中、长期债券,持券者可将利息再行投资,取得复利收益。付息间隔期通常为半年一次。付息债券附有称为息票的小纸券,记录着付息日期和金额,持券人按期持券到指定的付息处,剪下息票换取利息。待剪完全部息票时,即全部利息付完,债券到期,遂行还本。

### 第二节 债券本金的偿还

债券是一种债权凭证,除永久性债券外,到期债务人必须偿还本金,但偿还方式可以不同。债券的偿还方式,大致可以分为满期偿还、期中偿还、延期偿还三种。期中偿还按偿还的数额比例又可分为全额偿还和部分偿还。部分偿还按偿还时间又分为定时偿还和随时(任意)偿还。期中偿还时,偿还方法可以采用抽签偿还和买入注销两种方式(参见图 4.2.1)

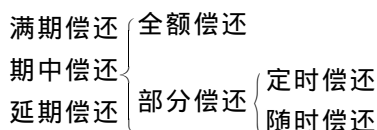


图 4.2.1 债券本金偿还方式

## 一、满期偿还

满期偿还就是按发行债券时所规定的还本时间,在债券期满时一次全部偿还。我国目前发行的企业债券、3 年期的国库券,都是属于期满一次偿还。

债券在期满之时偿还本金是由债券的内在属性所决定的,是购买和售卖双方在一般情况下不言自明的约定。如果筹资人在发行债券时考虑到债券不一定全部在到期日还本,即可能期中偿还或延期偿还,必须在发行前,规定特殊的还本条款,也就是做出特殊还本约定。

## 二、期中偿还

期中偿还还是在最终偿还期之前部分或全部偿还本金的偿还方式。

### 1. 部分偿还

部分偿还一般是从发行日起,在经过一定期间(宽限期)后,将发行额按一定比例偿还给投资者,以日本为例,公司债的宽限期长短因偿还期限的长短不同而有所区别。15 年债券的宽限期为 8 年,12 年债券为 5 年,10 年债券为 3 年,7 年债券与 6 年债券为 2 年。一般而言,每隔半年或一年偿还一批,目的是减轻发行人一次偿还的负担。债券还本的期限越长,利率也越高,以示公平。

部分偿还按照偿还时间划分,又可分为定时偿还和随时偿还两种方式。定时偿还也称分割偿还,是在债券到期前,分次在规定的日期按一定偿还率偿还本金的偿还方法。一般是在宽限期后的每次利息支付日,连同利息一起偿还给债权人。定时偿还的偿还日期、偿还率、具体偿还方式(抽签偿还还是买入注销)是在发行债券时就确定了的,并且需要在发行条件中注明。随时偿还是一种由发行者任意决定偿还时间和偿还金额的偿还方式。采用这种方式完全凭发行者的意愿,会损害债权者的利益,所以在实际中不常见。若采用这一方式,也必须在发行条件中注明。

### 2. 全额偿还

全额偿还还是在债券到期之前偿还全部本金的偿还方式。发行者采用这种偿还方式,主要是出于以下两种考虑:一是发债后,由于种种原因,资金出现过剩,这种情况下采用提前全额偿还方式,可以避免不必要的利息负担;二是发债后,市场利率下降,发债时所确定的利率显得过高,在这种情况下,发行人提前偿还全部债券,发行利率较低的新债,可以降低筹资成本。金额偿还往往对投资人不利,因为市场利率下跌后,再投资已没有获取高利的机会,因而债券发行人的兑回价格常高于票面价值,其差额称为期前兑回溢价。全额偿还的具体办法,一种是发行人委托有关机构在二级市场上购回所发债券,这种办法不损害投资人的利益,可以简单迅速实现偿还计划。不过,这种方式受债券流通市场上价格和供应量的限制,有时不能达到偿还目

标。特别是在偿还数量较大时,更加难以把握。另一种办法是事先设置选择性赎回条款,规定发债人拥有在所发债券到期之前以相当于或高于面值的价格直接向持有人赎回债券的权利,使债券发行人可以随时根据自己的财务状况调整债务结构。上述两种方法虽然都可以起到返还本金的作用,但二者的法律性质是不同的。前者是按照买卖自愿的原则达到返还本金的目的;后者是不考虑债权者的意志,按照约定的条件偿还本金的行为。

### 三、延期偿还

债券发行人发债时可以设置延期售回条款,赋予投资人在债券到期后继续按原定利率持有债券直至一个指定日期或几个指定日期中的一个日期的权力。这一条款对债券发行人和购买人都有利,它使筹资人在需要继续发债和投资人愿意继续购买时省去新发债券的麻烦,债券持有人也可以据此灵活地调整资产组合。

## 第五篇

国

债

## 第五篇

# 第一章 国债基础知识

## 第一节 金边债券

在我们的身边,存在着各种各样的有价证券。从大的方面说,有股票、债券和投资基金证券。若细分一下,股票中又包括有普通股股票、优先股股票、记名股股票、不记名股股票,有面值股股票、无面值股股票、有表决权股股票和无表决权股股票。债券也可进一步区分为:企业债券、公司债券、金融债券、国家债券、短期债券、中期债券、长期债券、永久债券、附息债券、公募债券、私募债券、信用债券、抵押债券、担保债券、记名债券、不记名债券、固定利率债券、浮动利率债券,等等。

诸如此类的有价证券还可列出许多。但是,有一种证券颇为与众不同,那就是被人们通常称之为“金边债券”的国家债券。

像我们自己的家庭,我们所在的企事业单位经常要从外部借入一部分钱(或资金)用于满足生活、生产或其他业务活动的开支需要一样,政府也需要借债。

政府之所以要借债,是因为,在当今的社会经济生活中,政府担负的职能极为广泛,要做的事情越来越多。你只要稍加留意,便不难发现,政府的作用几乎遍及国民经济的各个领域和社会生活的所有方面。

政府要负责提供从国防、外交,到公安、司法、环境保护等社会经济活动所必需的外部条件;

政府要负责进行能源、交通、通讯等一系列重点投资,为国民经济的发展建立起强大的物质技术基础;

政府还要承担大规模的基础科学和重要应用科学的研究,以及教育、文化、艺术、卫生等项事业的发展责任;

政府要负责为国有企业提供发展生产之必需资金,为农业生产提供各种援助资金,为不发达地区提供各种补助费用;

政府要为城镇发展提供经费,为商品流转提供经费,为社会福利和抚恤事业以至为城镇青年就业提供所需经费;

政府还要介入经济生活的宏观调节,担负国民经济合比例稳定发展之重任。介入社会生

活,担负调节人民群众收入水平、消费模式等职责。

可以摆出来的项目几乎是没完没了的,一个重要的标志,就是政府的财政支出往往要占到我国国民生产总值的  $1/4$ (在西方有些国家,这一比重甚至达到  $1/3$ )。

政府要工作,就得要花钱。政府要履行如此广泛的职能,要做如此繁多的事情,没有大量的财政资金作为后盾是不行的。那么,政府所需要的钱是从哪里来的呢?

在社会主义市场经济条件下,政府取得财政资金的途径大体可分为无偿的和有偿的两种形式:

政府以社会管理者的身份,凭借政治权力取得财政资金和以资产所有者身份,凭借财产所有权取得财政资金,是无偿的形式。如果征税收、收取国有企业利润和规费等。

政府以债务人的身份,依据有借有还的信用原则取得财政资金,是有偿的形式。如发行国债、向中央银行借款等。

这就是说,国债是政府取得财政资金的一种有偿形式。政府发行国债的目的,是为了满足和我们每个人、每个企事业单位都息息相关的整个社会的公共需要。只要我们的社会经济生活有这种公共需要,政府就要为此而工作,而花钱。而政府所花的钱的一部分,就是通过发行国债来取得的。

政府发行国债总要利用反映债权债务关系的载体形式。老百姓认购国债,也不能没有一个能载明资金转让条件的有形契约。所以,政府发行国债往往表现为在金融市场上发行债券的活动。老百姓认购国债,亦常常表现为在金融市场上以手中货币换回政府所发行的债券的活动。

政府所发行的债券,叫做“政府债券”。由于政府有中央政府和地方政府之别,中央政府和地方政府又都可以作为债务人分别在金融市场上发行各自的债券,政府债券也就可进一步区分为中央政府所发行的债券和地方政府所发行的债券。中央政府所发行的债券,就是我们这里所谈的国家债券。

## 第二节 国家债券的特点

从历史上看,最早把发行国债作为筹集财政资金的一种形式的国家,应首推英国。当时通过英格兰银行代表英国政府所发行的债券。券面四边为金黄色。为了把英国政府所发行的债券和其他的债券相区别,人们便按照它的券面特征将其称作“金边债券”。“金边债券”一词也就由此产生并流传开来了。

不过,“金边债券”的扬名并在世界范围内广为流传的原因,不能仅仅归结于它的历史渊源。更为重要的原因还在于:国家债券有着不同于一般有价证券的独特之处。

### 一、国家债券风险最小

人们时常这样提醒自己,任何形式的投资者潜在着一定的风险,绝对没有风险的投资对象是不存在的。但是,在牢牢记住这一点的同时,请您也不要忘记另外一点:不同的投资对象在



风险程度上有着极大的差别。

就债券投资来讲,风险的大小是与发行者是谁,发行者又以什么作为承担还本付息责任的基础直接相关的。

前面我们已经说过,国债是作为政府取得财政资金的一种有偿形式而由政府出面发行的。既然它的发行者是政府,政府依据国家信用发行国债,国家信用的基础又是国家的主权和资源,显而易见,由政府以国家的主权和资源作为承担国债还本付息责任的基础,国债几乎没有不按时还本付息的可能。相对于其他的有价证券来说,投资于国家债券的风险是最小的。

## 二、国家债券流动性最高

流动性是有价证券的灵魂所在,没有流动性的证券,是没有生命力的,但不同的有价证券有着不同程度的流动性,这同证券发行者的情况在多大程度上、怎样的范围内为投资者所知晓以及证券发行者的信誉如何,有直接的关系。

国债是由政府所发行的,政府的情况又为我们每一个人所周知。几乎没有人会怀疑政府到期还不了债,也没有人担心政府会赖债不还。所以,人们无论是在一级市场上认购国家债券,还是在二级市场上买卖国家债券,都无需审查债务人的信用情况。也正因为如此,国家债券可在证券市场上通行无阻,具有其他任何有价证券无法比拟的流动性。

## 三、国家债券收益最为稳定

投资者从债券的认购到偿还期间内所得到的利息,就是债券的投资收益。

我们知道,收益相对稳定是债券投资区别于股票投资的一个重要特点。这也往往是人们宁愿选择债券而不选择股票的理由所在。然而,说债券投资的收益稳定,并不意味着所有债券的收益稳定程度都是一样的。我们经常看到的情况是,有的债券收益率高度稳定,有的债券收益率则免不了波动。有些债券收益波动的幅度相对高一些,有些债券收益波动的幅度相对低一些。但不管怎样,国家债券在诸种债券中的收益率最为稳定,则是一个普遍认可的事实。这是为什么呢?

原来,一种债券的收益率稳定与否,决定于该种债券的市场行情是否经常发生变动。债券的收益率与其市场价格成反方向变化。如果我们按照既定的利息率(票面利率)和既定的价格购入债券,其后,该种债券在市场上的行情看涨了,那么,相对于我们已购入的债券来说,这种债券的收益率实际上就下跌了。因为,按照既定的利息率计算的收益额和眼下的债券价格两者力量之比,发生了不利于前者的变化。相反,如果购入债券后,债券的市场价格下跌了,那么,相对于我们已购入的债券来说,这种债券的收益率实际上是上涨了。因为,按照既定的利息率计算的收益额和眼下的债券价格两者力量之比,发生了有利于前者的变化。

所以,债券的市场价格不易变动或变动较小,是决定其收益率稳定程度大小的重要因素。国家债券由于风险最小,安全可靠,政府又有着高度的信誉,其市场价格发生波动的可能性,相对于其他债券来说,通常小得多。由于其市场行情相对稳定,国家债券的收益率也常常处于相对稳定状态。只要国债到期,投资者一般都可稳获既定利息收入,并收回本金。即使是较长期限的国家债券,当投资者遇有资金急需或投资目标发生变化时,也往往可立即拿到市场上转让

他人,取得现款。在正常的情况下,不会因中途转让而在收益上受到多少损失。

正是由于国家债券所具有的风险最小、流动性最高和收益最为稳定这三个方面的独特之处,它就成为倍受投资者青睐的对象。也正是因为它在众多的投资对象中占有明显的优势,它同时也赢得了“金边债券”或“无风险债券”的美称。

### 第三节 中国的国债——“超金边债券”

#### 一、中国的国债已成为一种重要的投资对象

如人们所知道的那样,早在建国初期的 50 年代,我国政府就曾发行过“人民胜利折实公债”和“国家经济建设公债”。那两种国债的发行,对于当时国民经济恢复任务和“一五”计划的胜利完成,有着不容忽视的意义。但在 1959 年以后,政府有长达 20 年的时间未发行任何国债。其中的原因是多方面的,从 50 年代后期起,“左”的错误思想在我国逐渐处于支配地位,以至于人们将政府发行国债视为有损于社会主义国家声誉和形象的事情,便是一个极为重要的原因。

党的十一届三中全会以后,随着以减税让利为主调的经济体制改革在全国范围内的展开,中国的国债也开始获得了新生,而重新回到了我们的生活之中。1981 年向社会公开发行的为数 48.66 亿元的国库券,便是一个好的开端。从那以后,它的发展势头极为迅猛。人们对于国债的认识,亦有了质的飞跃。我们现在谈发行国债的时候,已经不再把它当作一件不那么正常的事情,而是把它视作一项长期的国策,视为政府财政收入的一个稳定的来源。不仅在经济困难或财政困难时要发行国债,经济繁荣或财政相对充裕的形势下也要发行国债。也正是在经历了如此重大的转变之后,中国的老百姓开始把国家债券视作一种可供选择的投资对象了。

#### 二、国债投资与储蓄、股票投资的比较

那么,我们在将国家债券作为一种投资对象加以选择时,应当如何看待它所具有的诸方面特性呢?

这就需要比较。从国家债券同其他投资对象的比较中来认识国家债券,从比较中来把握并做出自己的投资决策。

在此,我们想要告诉读者朋友的是:国家债券是一种在各方面均有其明显优势的投资对象。

为什么这样说?

先来看一下国债投资与银行同期存款的比较。

生活中有了“余钱”,最简便且可带来收益的办法,就是把它存入银行,存入银行的钱通常不会有什么风险,银行也会按照你的钱存入期限的长短付给你相应的利息。在我国,付给你的利息的多少,目前是根据中国人民银行所颁布的利息率标准而决定的。活期存款有活期存款

的利息率。定期存款有定期存款的利息率。短期存款有短期存款的利息率,长期存款有长期存款的利息率。你可以从经办储蓄业务的各国有商业银行、邮政储蓄机构或信用社的门前或大厅内所挂贴的各种储蓄存款利率表,来计算自己可以获得的利息收入为多少。

但是,你不要忘记了,把你的“余钱”投放于国家债券,可以比存入银行获得更多的利息收入。当然,它也是几乎没有任何风险的。从1985年以后,我国所发行国家债券的利息率,始终保持着高于银行同期存款1—2个百分点的格局,这也成为一种大家所熟知的事情。同样一笔钱,存入银行和认购国债,会得到数额不同的利息收入,在风险情况基本无异的条件下,明智的投资者当然要把钱投向于获利较高的投资对象。就拿1995年发行的3年期凭证式国库券来说,投资者只要持满3年,就可获得高于银行同期储蓄存款利率1.76个百分点的利息收入。依此算来,如果你有10000万元的“余钱”,认购国债和存入银行两种选择的利息收入之差,3年下来,便是528元。

利息收入之间的差额,大家可能已经清楚地感受到了。但有一个更为重要的问题恐怕还未意识到。按照我国现行的银行储蓄制度规定,定期存款,如果遇有特殊情况提前支取,不论你已存入时间有多长,都是要按活期存款计算利息的,从而要白白丢失一笔本可以得到的利息收入。不管你有多么紧迫的需要,还是遇到了多么好的投资机会,不受“降低利息”的处罚就想提款,是不可能的事情。国债投资则不存在这样的问题。即使是较长期限的国家债券,只要持有了一定时间(通常以发行期结束为准),当投资者遇有资金急需时,完全可拿到市场上按照当时的行情转让他人,或者拿到原购买的发售网办事提前支取且按相应的持有期限,获取高于银行同期储蓄存款的利息。在正常的情况下,投资者不会因此而受损失,而且还可能从中获利。

还有以1995年发行的3年期凭证式国库券为例来说明。这种国家债券于1995年3月1日开始发行,期限3年,年利率为14%(银行同期储蓄存款年利率为12.24%)。到期后一次还本付息,并在持满3年后实行保值。在发行期结束后,即从1995年8月1日起,投资者便可视自己的需要,随时到原购买的发售网点持“国库券收款凭证”和证明本人身份的有效证件兑取现金。兑取现金时利息计算公式为:

(1)持满3年到期兑付时,银行以对月对日按年利率14%计付利息。例如,某投资者1995年4月5日购买金额为1000元的“国库券收款凭证”,1998年4月5日才算3年期满,届时到银行兑取时,银行支付利息为 $1000 \times 3 \times 14\% = 420.00$ 元,再加保值贴补额。

(2)持有时间不足半年者,兑付时银行不计付利息。例如,某投资者1995年4月1日购买金额为1000元的“国库券收款凭证”,1995年10月5日到银行提前支取,银行不计付利息,并要从本金中扣除2‰的手续费即 $2.00(1000 \times 2\‰)$ 元,实际付给投资者998元。

(3)持满半年(含半年),不满1年的,兑付时银行按实际持有天数以年利率9.36%的利率计付利息。例如:某投资者于1995年3月1日购买金额为1000元的凭证式国库券,1995年10月10日兑取,银行应支付利息为 $1000 \times 9.36\% \div 360 \times 219 = 56.94$ 元;扣除手续费为: $1000 \times 2\‰ = 2$ 元,实际支付给投资者的本息为 $1000 \text{元} + 56.94 \text{元} - 2.00 \text{元} = 1054.94 \text{元}$ 。

(4)持满1年(含1年)不满2年的,兑付时银行按实际持有天数以年利率11.34%计付利息。例如:某投资者1995年5月10日购买金额为1000元的凭证式国库券,1996年5月20日到银行提前兑取,银行应支付利息为: $1000 \times 11.34\% \div 360 \times 370 = 116.55$ 元,银行扣除手续费为: $1000 \times 2\‰ = 2.00$ 元,实际支付给投资者的本息为: $1000 + 116.55 - 2.00 = 1114.55$ 元

(5)持满2年(含2年)不满3年的,兑付时银行按实际持有天数以年利率12.42%计付利

息。例如：某投资者 1995 年 4 月 1 日购买金额为 1000 元的凭证式国库券，1997 年 5 月 1 日到银行提前兑取，银行应支付利息为： $1000 \text{ 元} \times 12.42\% \div 360 \times 750 = 258.75 \text{ 元}$ ；银行扣除手续费为  $1000 \text{ 元} \times 2\% = 2.00 \text{ 元}$ ，实际支付利息为  $1000 \text{ 元} + 258.75 \text{ 元} - 2.00 \text{ 元} = 1256.75 \text{ 元}$

再来看一下国债投资与其他证券投资如购买股票的比较。

一旦进行这种比较，国家债券的优势就更为明显了。我们已经知道，国家债券是由中央政府发行，并以国家财力和国家信誉为担保的债券。这就意味着它是绝对安全可靠的，只要国家债券到期，投资者便可以稳获既定的利息收入，并收回本金。

相比之下，股票则是一种具有高风险特性的投资对象。且不说其收益率常常飘忽不定，遇有企业破产或倒闭时，投资者手中的股票就会成为一张废纸。在中国，目前尚未出现过上市公司破产或倒闭的问题（这与目前上市的企业大都是实力较好和国家从各方面给予支持有关），但随着现代企业制度的建立，这种风险是迟早要出现的。而且，从我国股份制试点迅速推进的势头来看，股票的发行和上市已经由当初的供不应求、大量资金追逐少量股票的状况转向供求基本平衡甚至供大于求的状态。股市上那种曾经靠股票一夜暴富的情形几乎已经不复存在。近几年，连原始股被套牢赔钱的事实也屡见不鲜。除此之外，股票交易的成本费用亦较高，包括标准佣金、印花税、过户费、远程通讯费等等，不论投资者盈亏，都是必须支付的。

还须值得一提的是，股市上的资金本身也有个机会成本问题。即使没有亏本，若不增值，相对于认购国债或存入银行来说，也意味着投资者因此而丢掉了一笔利息收入。

至于企业债券，表面上看有的利率很高，但有的企业则到期无力偿还，有的甚至连本都保不住。其风险也是较大的。

说到这里，认购国债、存入银行和股票投资的比较利益，读者肯定已经有所感触了。

### 三、中国的国债——超金边债券

在前面已经多次说过，由于国家债券在同诸种投资对象比较中所显现出来的多方面优势，它赢得了“金边债券”的美称。

然而，如果按照“金边债券”所具有的意义来衡量中国的国家债券的话，就会发现，“金边债券”这一在国外所广为流行的美称，是不能涵盖中国国家债券所具有的相对优势的全部内容的。

在国外，国家债券之所以被称为金边债券，主要是就其无风险和收益稳定而言的。但它的收益率（利息率）相对于其他投资对象来说，并不高，反而还要低一些。这是因为风险和收益本来就是互为条件的。高收益和低风险，通常难以同时并存。我国政府近些年所发行的国家债券，则的确是无风险和高收益同时并存。国库券的利息率甚至比银行的同期储蓄存款利息率还要高。这在国外是非常罕见的。

所以，中国的国家债券作为一种投资对象的相对优势，已经大大超出了本来意义的金边债券，考虑到这一点，用“超金边债券”来形容中国的国家债券，是再恰当不过的。

## 第二章 国债的种类

### 第一节 国债的分类方法

#### 一、按偿还期限划分,分为短期国债、中期国债和长期国债

国债从发行之日起,到归还本金时止,为国债的偿还期限,偿还期限短的叫短期国债,偿还期限长的叫长期国债,介于两者之间的叫中期国债。但所谓短期、中期和长期,都只是一种相对的概念,世界上并没有绝对的划分标准。在目前,较为通行的划分标准是:

偿还期限在1年之内的国债为短期国债。这种国债通常因政府预算在年度执行过程中发生收不抵支的现象而举借,其形式一般是由政府发行短期国债券(如国库券),或向银行临时借款。这种国债目前在世界各国国债总额中的比重较大,且有日益增长的趋势。

偿还期限在1年以上至10年之内的国债为中期国债。除了与短期国债的期限长短不同之外,它也不是为了弥补预算年度以内的暂时的收支不敷而发行的,而实实在在是用于弥补整个预算年度的财政赤字。其形式主要是由政府发行附有息票的国债券,如美国联邦政府发行的财政部债据以及我国50年代发行的人民胜利折实公债、国家经济建设公债等,均属于中期国债。

偿还期限在10年或10年以上的国债为长期国债。这种国债通常是在国家遇有突然变故(如战争或经济危机)或重大的经济建设项目投资等,需要巨额的资金支付,而政府财政在数年之内又无力偿还的情况下发行的。它实际上包括两种形式:一种是有期的长期国债,即它的偿还期限虽在10年以上,但规定有具体的偿还时间,到期必须进行本息的偿付,债券持有人有收回本金的确信;另一种是无期的长期国债,亦称永久国债或统一国债。这种国债发行之时,不规定还本期限,平时仅按期支付利息。债券持有人有权按期取得利息,但无权要求清偿。政府则可视财政宽紧情况随时从市场上购回这种债券,但法律上只有按期付息的责任。如英国的全部国债中约有15%就是由所谓无期国债构成的。

短期国债、中期国债和长期国债各占国债发行额或国债累积总额的比重,称为国债的期限结构。国债的期限结构,既直接决定着政府对国债收入运用时间的长短,也直接决定着国债投

资者投放于国债上的资金所占用时间的长短。所以,这种分类方法无论对政府还是对投资者,都十分有用。

## 二、按流通与否可分为可转让国债和不可转让国债

可在金融市场上(主要指证券交易场所和银行柜台)自由流通买卖的国债称为可转让国债,亦称上市国债。认购者在购入这种国债后,可随时视本身的资金需求状况和金融市场行情,而将债券拿到市场上出售,转让他人。也就是说,这种国债的认购者不一定是债券的唯一或最终持有者。各国目前大量发行的大都是可转让国债,在西方工业化国家中可转让国债往往占到全部国债的70%以上。随着我国逐步开放国库券转让市场,并相应允许特定年份或特定形式的国库券拿到市场上买卖,我国国债的结构也已趋向于以可转让国债为主。

不能在金融市场上自由流通买卖的国债称为不可转让国债,亦称不上市国债。认购者在购入这种国债后,即使遇有资金急需,也不能将债券及时拿到市场上脱手转让,兑付现金。但通常可在持有一定期限后向政府要求提前偿还(当然所获利息会大大减少)。也就是说,这种国债的认购者就是债券的唯一或最终持有者。由于这种国债不具流动性,推销余地较窄,故在各国国债总额中所占比重不大。

这是被世界各国普遍采用的一种最为基本的分类方法。它可使政府区分不同国债发行对货币流通造成的不同影响,从而制定相应的国债管理政策。也可使投资者根据自己手中资金的情况,选择适当的国债券种作为投资对象。

## 三、按举债方法可分为强制国债、爱国国债和自由国债

所谓强制国债,是政府不管认购者是否愿意,而利用政治权力强行发行的国债。这种国债一般是以认购者的财产或所得为计算标准强制分摊认购,也可随同工薪发放进行扣除或搭配一定数额的债券。不管怎样,一旦摊销对象和摊销数额确定,被确定的承受者(即认购者)便不拒绝,只能被迫交款接受。强制国债在形式上与其说是国债的一种类型,还不如说是税收的一种变型,所不同的仅是政府承担将来按期还本付息的义务。19世纪时,德国和比利时政府都曾发行过强制国债。第一次和第二次世界大战中,美国和英国政府也曾分别发行过强制摊派的战时储蓄国债,并采取了向纳税人强行借款(在征收所得税时加征)的办法。由于这种国债不但会剥夺人民的自由意志,在市场经济条件下较难推行,而且也易造成负担的不公平,故现今国家除在紧急需要货币资金的战时等特殊情况下偶尔发行外,一般已很少使用。

所谓爱国国债,是指政府利用认购者的爱国热情和政治觉悟,而不是利用其对经济利益的追求所发行的国债,亦称“准强制国债”。这种国债多在战争或财政发生特殊困难的条件下发行。它的发行利率一般较低,人们通常不是将其作为投资对象加以认购,而是把它与爱国,帮助国家度过暂时财政困难联系在一起,对国债本身所具有的价值则考虑较少。如第二次世界大战期间各参战国在国内发行的国债,就多半属于爱国国债的类型。我国50年代发行的人民胜利折实公债和国家经济建设公债,实质上也具有爱国公债的特征。但是,这种国债政府通常只在特殊情况下偶尔采用,不宜将些作为经常或长期性的举债之策。原因在于,认购者的爱国热情和政治觉悟虽可以支配其行为于一时,但不能维持长久。从长期来看,经济利益总是人们

从事任何经济活动(其中当然包括认购国债)的基本动机。

所谓自由国债,是指政府依据市场经济的要求所发行的由认购者自主决定购买与否的国债,也称作任意国债或普通国债。这是国债的最为普遍的形式。国债既然是一种信用形式,就应以借贷双方自愿互利为基础,按一定条件结成债权债务关系。就是说,国债的发行在正常情况下必须建立在认购者自愿承受的基础上。这种国债一般采取在金融市场上公开推销的办法,认购者或根据国债的发行条件到发行机关自愿认购,或根据自身的经济条件进行国债认购投标(向政府申报自己所愿购买的数量及付出的价格),政府则根据金融市场行情灵活确定国债的发行条件,以使国债能顺利、足额地推销出去。目前世界各国发行的国债绝大部分属于这种类型,我们在现实生活中所见到的国债,基本上都是自由国债。因为只有它才能适应政府在市场经济条件下将国债作为财政资金的一种长期稳定来源的需要。也只有它才能为广大人民群众作为一种投资对象而乐于在较长时期内连续地认购。

按照这种方法进行分类,可以区分国债发行对认购者的不同心理影响,从而准确地把握国债市场行情的动向,也可研究确定或者预测政府在各种情况下所能采取的举债方策。

#### 四、按发行区域可分为国内国债和外国国债

凡属在国内发行的国债为国内国债,简称“内债”。国内国债的债权人多为本国人民(包括本国的银行、企业、行政事业单位、各种经济团体和非经济团体、以及居民个人等)其还本付息均以本国货币支付。政府按照规定的程序和方式,在国内办理国债的发行和还本付息事项。国内国债是一国国债总额的主要组成部分。我们通常所认购的国债,基本上都是国内国债。

凡属在国外发行的国债为外国国债,简称“外债”。外国国债的债权人多为外国政府,也有一部分为外国银行、企业、各种团体与组织、以及个人。它即可经双方约定成立,也可在国外市场上直接(或委托)发行,但一般均以外国的通货、债权国通货或第三国通货计算发行并还本付息。外国国债是一国国债总额的不可或缺的一部分,但一般所占比重低于国内国债。

按照这种标准进行分类,可以区分国债收入的资金来源及还本付息对本国经济的不同影响,从而对国内外的金融市场行情做出较为恰当的预测。

#### 五、国债的其他分类方法

除了上述四种常用的分类方法之外,还可依据其他一些标准对国债进行分类。例如:

##### 1. 按担保品之有无,可分为有担保国债和无担保国债

有担保国债是政府指定以某种财产或特定国库收入,专作偿付国债本息之用的国债。无担保国债则是不指定任何担保品,而以国家信用为偿还担保,且每年将应偿付本息列入预算,以财政收入偿付国债本息之用的国债。其中,前者通常只在政府债信发生动摇时才偶尔采用,如1992年我国北洋军阀政府发行的以盐税为担保的“一四库券”和1927—1928年国民党政府连续三次发行的以江海关、津海关的关税附加为担保的“二五库券”都属于担保国债。无担保国债是现代各国国债的主要形式。

##### 2. 按本息之偿付方法,可分为普通国债和有奖国债

普通国债和的利息和本金分别计算,认购者在国债期满时,既可获得本金偿付,也可获得

利息收益。一般是利息定期支付,最后期满本金一次偿还,目前各国所发行的国债多属此类。有奖国债不像普通国债那样按期付息,一般不给利息或仅给小部分利息。而以省下的利息移充奖金,对债券持有人实行抽签得奖,以奖代息。中签者既可得奖金(即利息的再分配),也可收回本金。未中签者则只退还其本金。而由于“各个人对自己的运气,天然有几分自信”,这种有奖国债的发行常能获得极大的成功。

### 3. 按证券之有无,可分为证券国债和登录国债

证券国债以证券(债券)为证据,券上载明发行条件与面额之类,持券者可将证券自由买卖。登录国债亦称登记国债,它以政府的国债账簿为凭据,认购者认购国债时,可将其姓名、住址、金额等登载于账簿之上,到期再按账簿记载予以偿还。

### 4. 按计算标准,可分为本币国债和外币国债

本币国债是以本国货币为本位币(即计算标准)而发行的国债。这是现今各国国内国债的普遍形式,如我国 1981 年后连年发行的国库券就是以人民币为本位币,美国的联邦政府债券则是以美元为本位币。外币国债是以外国货币为本位币而发行的国债。它是各国发行外债的普遍作法,外债的举借或发行,一般多以债权国的本位币为计算标准,如我国 1987 年在联邦德国发行的 3 亿联邦德国马克外债,就是以债权国联邦德国马克为本位币的。

## 第二节 国债的主要形式——可转让国债

上一节我们只是概括说明了国债的分类情况。既然是概括性的说明,读起来,难免使人有粗犷之感。看来,很有必要在初步掌握了国债分类的大致轮廓之后,将视野引向更深的层次。这一节和下一节就来完成这个任务。

我们将从国债的基本分类——可转让国债和不可转让国债入手,把各种国债所具有的诸方面特性,尽可能一一呈再在读者面前。

如前所述,可转让国债的特点是能在金融市场上自由流通买卖。它是各国国债的主要形式,其比重往往在 70% 上下。

可转让国债通常按还本期限的长短分为四种:国库券、中期债券、长期债券和预付税款券。

### 一、国库券

国库券是短期国债的最主要形式,期限有 3 个月、6 个月、9 个月、最长不超过 1 年。其面额多样,可大可小,如美国联邦财政部发行的国库券就分为 5000、10000、15000、50 万和 100 万美元等若干种面额。其他国家也是按本国的货币单位,在国库券的面额上拉开档次,这当然是为了尽可能多地吸引社会游资。

国库券一般不记名,不按期付息,债券上只有票面金额,而不载明利率。但出售时按票面金额打一定折扣发行(折扣率按当时的市场利率灵活确定),到期按票面金额十足还本,等于预扣利息。例如,票面金额为 1000 元的国库券,6 个月到期,按九七折发行。认购者只需付 970 元即可买到票面金额为 1000 元的国库券,过 6 个月还本 1000 元,等于预扣利息收益 30 元,合



年利率为 6.18%。

国库券是资金市场(短期金融市场)上的主要流通工具,在货币和信贷资金的融通活动中占有重要地位。这首先是由于它的安全可靠性。国库券是政府的直接债务,是风险最低的投资,只要不发生特大意外事故,到期马上可以还本;其次是由于它的高度流动性。国库券在金融市场上随时可以出售变现,当投资预期发生变化或遇有资金急需时可及时脱手,有“仅次于现金的凭证”之称;第三,国库券又是一种可以带来利润的资产,发行时打折扣买入,到期十足还款,二者的差额便是一笔可观的收益;第四,国库券的面额多样,可大可小,无论是资本实力雄厚的富商,还是持有零散资金的一般居民,都可在国库券上投资。正由于上述原因,国库券在资金市场上就为人们所广泛接受。

国库券发行的目的主要是为了调剂政府财政收支过程中的季节性资金余缺(亦称“政府现金管理”)。前面说过,由于政府财政收入流入国库的速率和财政支出进行的速率存在着不同步的情况,即使从全年来说财政预算平衡的,在个别月份财政部门也会出现收不抵支的现象。为弥补这种纯属季节性的赤字,各国政府大都把发行期限在 1 年以内(短的仅为几个月)的国库券,作为一种季节性的资金调剂手段。正是因为它的发行属于国库内部财政收支的正常调剂,不会影响整个预算年度的财政平衡,其性质不是弥补财政赤字,而只是解决暂时用款的困难,故被冠之以“国库券”之名。这里应顺便指出的是,我国 1981 年后连年发行的国库券,多数为期长达 10 年、5 年、短到 3 年、2 年,已远远超出 1 年的界限,与国际上通用的“国库券”的含义差别很大。它们实属于中长期国债,并不是这里所说的国库券。

国库券的承购者主要有三类:一是中央银行(在我国为中国人民银行)。中央银行负有调节经济中的货币供给量之责任,而调节货币供给量的一个重要手段就是以其拥有的国库券进行买卖,来影响短期借贷的供求,因而需要大量购入国库券,成为国库券的最大承购者;二是商业银行(类似于目前我国的工商银行、农业银行等专业银行)。商业银行主要经营的是短期存放款业务。它的大部分负债需要随时支付,而且每周、每天变化很大。它如果不能应付这类资金外流,则意味着破产倒闭或至少信誉受到损害。这就要求商业银行在选择其投资构成时,必须在取得收益和保持流动性之间求得平衡,即要求其投资对象必须能很方便地变成支付的手段(现金)。而国库券转手方便,期限短,还可随时将其向中央银行要求贴现,适合商业银行要求较高流动性的特点,因而自然就成为它的重要投资对象;三是居民个人,这是因为国库券的面额多样,可大可小,且期限很短,特别适合于居民个人的各种闲散资金投资。

国库券的发行一般采用公募拍卖方式。财政部门事先公布每次发行国库券的数额,拟购者则要在正式拍卖之前将要购买的数量和愿支付的价格通知发行机构。然后由发行机构汇总,最后依出价高低依次出售,这叫非竞争性出价。通常是先决定非竞争性出价承购数额,然后将剩下的数额出售给竞争性出价者(投标者)。

由于国库券期限较短,又具有较高的流动性,政府往往出售时不发给正式库券。除了那些按法律规定必须发给正式库券的机构外,其余由财政部门发给收据代替国库券,然后在财政部门账户上注册登记。国库券的买卖如在同一地区进行,就凭收据办理结算,如属异地成交,则可通过银行转账。

发行国库券会对经济产生三个方面的影响:从其流动性较高的特点看,国库券由于具有较高的流动性,其流动性程度在各类资产中仅次于货币,人们通常称之为“近似货币”或“仅次于货币的支付手段”,发行国库券也就相当于在一定程度上增发货币;从其与利息率的关系看,在

市场资金供给量及其期限结构一定的条件下,大量发行国库券会使短期资金需求相对大于供给,而长期资金供给相对大于需求,造成长期利率相对降低,进而刺激投资和消费的增加;从主要的承购者来看,国库券是商业银行的主要投资对象和中央银行调节货币供给量的主要工具,发行国库券可在很大程度上导致银行信用规模的扩大。所以,总的来说,国库券的发行对经济有扩张性或膨胀性影响。

## 二、中、长期债券

中期债券(在有些国家亦称“财政部债据”)和长期债券(亦称“政府债券”,也有的国家将其连同中期债券统称为“政府债券”)是中长期国债的主要形式。中期债券的期限通常为 1 至 10 年,10 年以上的为长期债券。但各国采用的期限分类标准并非完全一致,如澳大利亚将中期债券的期限定为 4 至 5 年,而长期债券的期限定为 5 年以上。在加拿大,则是把期限在 20 年至 25 年的定为长期债券。这两种债券的面额也是多样性的,但一般要大于国库券,特别是长期债券的面额更大。

中长期债券分记名式和不记名式两种,记名式券面写明债券所有人的姓名,在债券转让时须作移转登记;不记名式券面不书写姓名,以债券持有人为所有人。但不管怎样,这两种债券一般都不采取打折扣方式发行,而是附有利息(利息率通常高于国库券折扣率),政府定期付息。在很多国家,这两种债券都是采取剪息票付息方式。即在中长期债券上附有可凭以按期领取利息的票券,其上载明兑付利息的时间和金额。债券持有人按期持券到付息处,剪下息票,兑付息款。我国 1954 年发行的国家经济建设公债,就是附有息票,按剪息票方式兑付利息的。

中长期债券是资本市场(长期金融市场)上的主要流通工具,在长期资金的融通活动中居于重要地位。这是因为它和国库券一样,都是政府的直接债务,而政府债务几乎没有不能还本付息的风险,是一种具有高度安全可靠性的投资。即使它的期限较长,流动性程度低于国库券,但在投资预期发生变化或遇有资金急需时,往往也可及时在金融市场上脱手兑现(只不过因其期限较长,市场利率的波动有可能使债券持有人受到一些损失)。特别是它的利息率一般远远高于国库券的折扣率,收益较之国库券更为可观。所以,中长期债券便成为资本市场上人们所广为接受的投资对象,尤其是那些对流动性需求不大,将主要目标放在赚取投资收益的企业单位,居民个人或其他机构,更是乐于在中长期债券上进行投资。

与国库券发行有所不同的是,中长期债券的发行不是用于弥补预算年度内各季节间财政收入的淡旺差额,而实实在在是为了实现整个预算年度的财政收支平衡。无论发行中长期债券的初衷是筹集建设资金,还是执行调节经济政策,或是基于其他别的方面的考虑,都会表现为整个预算年度的财政赤字的弥补,其实都是为了实现整个预算年度财政收支的平衡。这也正是中长期债券超过 1 年甚至长达几十年的原因所在。这里还应重复提及的是,我国 1981 年后发行的大部分国库券,无论从期限特征(超过 1 年),还是从发行目的(弥补整个预算年度的财政赤字)来看,实际上都应属于中长期债券的类型。

中长期债券,其中主要是长期债券的承购者主要是非银行的金融机构:一是专门经办储蓄业务的储蓄银行(西方发达国家大都设有这类银行,我国目前则是由工商银行、农业银行等兼营这种业务)。如美国的互助储蓄银行主要经营的是长期存放款业务,它的大部分负债期限较

大,且一般只根据 30 天或 60 天的通知付款。而且,在一定时期内付款的规模和频率是较为稳定的,它通常可以确切地知道在什么时间要付款。所以它的投资对象选择不必要求较高的流动性,取得较高收益才是主要目标,而中长期债券恰能满足它的这种要求;二是保险公司。保险公司的业务一般是和顾客签订合同,根据合同要求客户在较长期中定期进行储蓄。而且,保险公司对保单持有者的付款通常也能够十分准确地预计,可事先知道下年度或下季度必须要支付的保险金额。因此它在选择投资对象时对流动性的要求也不高,较高的盈利是其投资的主要目的。这样一来,政府的中长期债券自然就成为其认购的重点;此外,一些养老基金和靠年金生活的个人,以及拥有较多收入并未雨绸缪为将来而进行长期储蓄的单位或个人,也往往要在中长期债券上进行投资。

中长期债券的发行,通常采取固定收益出售和公募拍卖两种方式进行,其中前者是按预先确定的发行条件(即债券的息票利率与票面价格相联系固定不变)出售债券,认购者所能做的仅是根据既定的发行条件确定自己的购买数量,而不能对债券的出售价格或利息率发生什么影响。后者则采取在金融市场上公开招标的办法,即认购者对预定发行国债的收益和价格进行投标,推销机构根据预定发行量,通过决定中标者名单(依出价高低决定)被动接受投标决定的收益和价格条件。就是说,债券的发行条件完全交由认购者通过投标来决定。认购者不仅可确定自己的认购数量,而且还能通过投标影响债券的发行价格及利息率(具体实行方法详见第七章)。

发行中长期债券的经济影响也可从三个方面来考察:从其流动性相对较低的特点看,发行中长期债券换取流动性最高的货币,等于在一定程度上减少货币供给量(略去政府将国债收入转作财政支出的影响不论);从其与利息率的关系来看,在市场资金供给量一定的条件下,大量发行较长期的债券会使长期资金需求相对大于供给,而短期资金的供给相对大于需求,从而抬高长期利率。由于长期利率较之短期利率对投资和消费需求的影响更为直接,因而将造成投资和消费的下降;从其主要的承购者看,较长期债券的承购主要是非银行的金融机构和居民个人等。它的发行一般不致引起银行信用扩大,同时由于短期债券的发行相对减少(多发行中长期债券的结果),也会在一定程度上导致银行收缩信用。所以,总的来说,中长期债券的发行对经济的影响一般是紧缩性的,或至少是非扩张性的。

### 三、预付税款券

预付税款券是一种临时性的短期国债。发行这种债券的目的是吸收企业准备用于纳税而储存的资金。

这是因为,各国政府的所得税大都实行分季征收、年终汇算清交的办法。如美国联邦所得税 1 年征收 4 次(我国的企业所得税亦每年征收 4 次,年终再予汇算清交)。一些规模较大的企业为了能及时纳税,须事先将税款准备好。但这部分资金如果闲置不用,不能生息,对企业便是一种损失。即使存入银行,因存款利息远低于其他方面的投资收益,对企业也是不合算的。从政治这方面看,让企业的税款能较均匀地流入国库,使政府在税收淡季也可收入一部分资金,到了纳税旺季,还可避免集中在一个时间缴税,过度收缩市场信用。无论从政府财政本身还是从整个国民经济着眼,都是有利的。预付税款券就是为了解决这个问题而设计发行的。

预付税款券与国库券有许多相似之处,它的期限也是短的几个月,最长不超过 1 年,而且,

同样是按票面额打折扣发行,预扣利息。它的特点在于,其认购者主要是一些规模较大的企业,债券到期日通常为各种重要税收的缴纳日期。所以,企业可在税收淡季为储存纳税资金而事先以折扣价购入这种债券,到税收旺季,即所得税集中缴纳之时,可用这种债券按票面额抵付税款。例如,假设某企业需在某年的第二季度初缴纳所得税 100 万元。为此,该企业可提前 3 个月以 97 万元的价格购入为期 3 个月、面额为 100 万元的预付税款券。到第二季度初需要缴税时,企业便可用持有的预付税款券(也恰是债券的到期日)向政府抵付应缴纳的 100 万元税款。这样,企业既可避免了因储存纳税资金而可能蒙受的无息或低息之损失,也可保证及时、足额地缴纳税款。同时,还有助于实现政府税收的均匀入库,使税收淡季不“淡”,旺季不“旺”。

至于发行预付税款券的经济影响,由于它在期限较短、流动性较高等方面与国库券区别不大,因而在经济影响上同国库券也有某些方面的相似之处。只不过它的承购对象主要是规模较大的工商企业,一般不会引起银行信用的扩张,其扩张性影响因之要大大小于国库券的发行。

目前各国政府发行的可转让国债的情况可参看表 5.2.1。从表中可以看出,尽管因国情的不同,各国采用可转让国债种类的侧重点有所区别,但几乎所有的经济合作和发展组织国家,都同时采用了国库券、中期债券和长期债券作为筹集财政资金的手段。特点是作为可转让国债重要形式之一的国库券,在除卢森堡之外的所有的成员国中更是得到了广泛采用。至于预付税款券,虽在表中只能看到美国采用,但实际上这种用途的债券在其他国家也是存在的,只不过有些国家不使用“预付税款券”这个名称,而是以“国库券”或其他名称加以代替。也有些国家因其在总债务额中所占比重不大,而常常在统计中忽略不计。

表 5.2.1 经济合作与发展组织国家发行的可转让国债概况

期 限 国 别	1 年以内	1—10 年	10 年以上
澳大利亚	国库券 —13 周期 —26 周期	政府债券 —1 年 2 个月至 3 年期短期 债券 —4 至 5 年期中期债券 —5 年以上期中期债券	
比利时		政府公债 —1 年以上期	
加拿大	国库券 —3 个月期 —6 个月期 —12 个月期	政府债券 —1 至 3 年期资金市场债券 —3 至 5 年期中期债券 —10 年期中期债券 —3 至 5 年期可延期债券和 3—7 年期选择性延期债 券	政府债券 —20 至 25 年 期长期债券

期 限 国 别	1 年以内	1—10 年	10 年以上
丹 麦		国库券 —1 年零 80 天期 —2 年零 80 天期政府债券 —3 至 10 年期	政府债券 —10 年至 20 年期 有奖债券 —30 年以内期
芬 兰		政府债券 —5 年期 —10 年期	
法 国	国库券 —3 至 18 个月期	政府债券 —6 至 10 年期	政府债券 —10 至 15 年期
前联邦德国		国库券 —1 年期 —2 年期 财政部债务 —3 年期 —4 年期 —5 年期 政府债券 —6 至 10 年期	政府债券 —10 至 15 年期
意 大 利	国库券 —3 个月期 —6 个月期 —12 个月期	财政部债务 —2 年期 —3 年期 政府债券 —2 至 9 年期	
日 本	国债券 —60 天期	中期有息债券 —2 年期 —3 年期 —4 年期 中期贴现债券 —5 年期	长期有息债券 —10 年期
卢 森 堡		政府债券 —7 年以上期	
荷 兰	国库券 —1 至 12 个月期	财政部债务 —1 至 5 年期 政府债券 —6 至 10 年期	政府债券 —10 至 20 年期

## 债券投资

期 限 国 别	1 年以内	1—10 年	10 年以上
新西兰	国库券 —13 周期 —26 周期	政府债券 —1 至 10 年期	政府债券 —10 至 15 年期
西班牙	国库券 —6 至 18 个月期	政府债券 —3 至 10 年期	
瑞典	国库券 —3 至 7 个月期	政府债券 —1.5 年至 10 年期 政府有奖债券 —5 至 10 年期	政府债券 —10 至 15 年期
瑞士	国库券 —3 个月期 —6 个月期	财政部债务 —5 至 7 年期 政府债券 —8 至 10 年期	政府债券 —10 至 15 年期
英国	国库券 —91 天期	政府债券 —5 年以内期 —5 至 10 年期	政府债券 —10 至 40 年期
美国	国库券 —13 周期 —26 周期 —52 周期 预付税款券 —几天至 6 个月期	财政部债务 —1 至 10 年期	财政部债券 —10 至 30 年期

注：因各国采用的期限分类标准不一致，故在债券名称和中长期债券的区别上不统一

### 第三节 不可转让国债——国债的补充形式

不可转让国债是不能在金融市场上自由流通买卖的国债。它是各国国债的补充形式，其所占比重一般在 25—30% 左右。

不可转让国债按发行对象大至可分为两类:对居民个人发行的储蓄债券和对特定金融机构发行的专用债券。

### 一、对居民个人发行的储蓄债券

储蓄债券是专门用于吸收居民个人持有的流动储蓄金的债券。它是不可转让国债的最主要形式,在许多国家有着多年的历史。法国和意大利从 19 世纪开始发行这种债券,美国和加拿大则是从第二次世界大战发行这种债券。至今储蓄债券已在世界各国中普遍采用,

储蓄债券的期限尽管各国不一,但大多较长,一般均在几年或十几年以上。如在澳大利亚为 7 至 8 年,在美国为 8 至 10 年,在前联邦德国为 6 至 7 年,在卢森堡为 7 年以上,最短的也在 3 年以上,1 年左右期限的极为少见。不过,在期限上与一般国家债券有所不同的是,储蓄债券的持有者拥有相当广泛的期限选择权。就是说,这种债券的持有者在遇有资金急需或投资预期发生变化时,可不受债券期限的限制,而提前向政府要求兑现(当然提前兑现要损失一定的利息)。这是因为,储蓄债券本身是不能转让的,而相对较高的流动性又是吸引居民家庭储蓄资金的不可或缺的因素。在此情况下,若能通过允许持有者要求提前兑现的办法,来使储蓄债券具有一定程度的流动性,则无疑会提高储蓄债券的吸引力。不过,这里应当指出的是,为了避免过多的债券回流,特别是在发行之后的较短时间内回流,各国对提前兑现往往要规定一定的限制条件,如规定必须持有一定期限方可要求兑现,等等(参见表 5.2.2)。

储蓄债券的发行条件通常较为优厚,其表现一是它的利息率较高,一般高于可转让国债和同期银行存款的利率;二是它的发行价格低于票面额,从中可得到一定的折价收益;三是它的利息收益可免缴或少缴所得税。如在英国,国家储蓄债券、有奖储蓄债券和从源扣除储蓄契约(Save-As-You-Earn Contract)的利息收益,免纳所得税和资本利得税。在瑞典,政府储蓄债券的奖金收益,免纳所得税(对其他利息收益仍征税)。在美国,来自储蓄债券的利息,免纳州和地方所得税(仍缴联邦所得税)。在意大利和卢森堡,对来自储蓄债券的利息,更是完全免税。而且,在美国,储蓄债券的持有者还可延期申报利息所得,直到债券兑现再予纳税。其结果,债券持有者若将兑现时间一直拖延至退休后,便可因退休处于较低的税率档次而取得相当的税收优惠。此外,更值得提及的是,为了避免储蓄债券因期限较长、不能买卖而可能遭受的通货膨胀或利率波动损失,各国对储蓄债券利息的计算方法大都实行复利制,并在偿还时依通货膨胀率进行相应调整。这样,既有利于吸引居民家庭储蓄金的投资,也不必定期向持券者支付利息,有助于减轻财政部门的工作负担。

储蓄债券实际上是专为居民个人投资者,特别是为小额储蓄者而设计的。它不在公开市场上发售,只在政府机关登记购买,而且一般只对居民个人发行,并限制其他投资者或单位购买。如在美国,明文规定禁止商业银行认购储蓄债券。在法国,则是禁止所有的金融机构认购储蓄债券。在卢森堡,储蓄债券更是只限于出售给个人。即便对非居民个人认购控制不十分严的国家,也往往要通过规定持有这种债券的最高限额的办法(如美国的 E 类储蓄债券,就规定每个投资者的年认购额最高不得超过 15000 美元),来阻止工商企业或其他机构在这种债券上投资。

表 5.2.2 对储蓄债券提前兑现的限制规定

国别和债券名称	规 定
澳大利亚	
政府储蓄债券	必须提前 1 个月发出要求兑现通知
加拿大	
政府储蓄债券	如果在发行之初的前两个月内兑现,将不支付任何利息
法国	
政府储蓄债券	在认购之初的前 3 个月内不准兑现
前联邦德国	
国库券	不允许提前兑现
政府储蓄债券	在发行之初的前 12 个月内不准兑现;提前兑现的数额每人每月不得超过 10000 联邦德国马克
意大利	
邮政储蓄债券	可在任何时间兑现;但如果持有时间不足 1 年便要求兑现,不支付任何利息
卢森堡	
政府储蓄债券	可在每年的利息支付日要求兑现,对提前兑现采取无利息惩罚(指少付或不付利息)措施
新西兰	
政府有奖债券	在债券持有 1 个月后,提前两周发出要求兑现通知,便可在任何时间兑现
指数化储蓄债券	只能在下述情况下提前 1 个月发出要求兑现通知方可兑现: —债券持有人年龄在 60 岁或 60 岁以上;
新西兰	
政府有奖债券指数化储蓄债券	—债券持有人使用兑现收入为自己购买第一套住宅、第一个农场或第一艘商业渔船; —债券持有人死亡或被宣告破产



瑞 典	
政府储蓄债券	可在任何时间兑现
英 国	
国家储蓄债券	须提前 8 天发出要求兑现通知,但如果持有时间不足 1 年,便不支付任何利息
有奖储蓄债券	提前 8 天发出要求兑现通知后,可在任何时间兑现
从源扣除储蓄契约	可在任何时间要求兑现。如果持有时间满 1 年,利息按每年 6% 计算,但不实行指数化。
美国	
政府储蓄债券 (E 类和 H 类)	在发行之初的前 6 个月内不准兑现

## 二、对特定金融机构发行的专用债券

各国政府专门向金融机构发行的不可转让债券,种类繁多,名称各异,有的叫国库券(如澳大利亚),有的叫登记债券(如芬兰),有的叫投资债券、政府债券(如西班牙和联邦德国),还有的叫特别发行(如美国)。为了简化起见,我们将这类不可转让债券统称为“专用债券”。

专用债券是专门用于从特定金融机构(主要包括商业银行、保险公司和养老基金等)筹集财政资金的债券。它是不可转让国债的一种形式,也是许多国家债券收入的一个重要来源。在芬兰,政府以相当大的规模向养老基金和保险公司举借;在前联邦德国,联邦政府通过这种债券向商业银行系统大规模筹资;在美国,联邦政府则是利用这种债券从联邦政府管理的几个信托基金账户筹集资金。

专用债券的期限较之储蓄债券更长,最长期限达 10 年或 20 年以上;如芬兰专用债券的期限为 10 至 15 年;前联邦德国专用债券的期限为 1 至 25 年;荷兰专用债券的期限为 6 至 25 年;西班牙专用债券的期限为 10 年。这种债券通常也可在持有一定时间后,提前要求兑现。但对兑现前的必须持有期限规定较长,大大高于储蓄债券。如芬兰专用债券在持有几年时间后才可要求兑现;荷兰专用债券要求提前兑现的必须持有期限则高达 7 至 15 年。

专用债券是专为从特定金融机构吸收资金而设计的,一般不向其他单位或个人推销,而且推销方法在许多国家都带有某些强制性。即是说,这种债券的发行一般不是采取自由买卖的办法,而是由政府按照某种标准,强制摊派给这些特定金融机构。例如,美国联邦政府是根据各个信托基金账户的盈余数额,向其摊派专用债券;西班牙政府是根据商业银行和储蓄银行的存款增加额,向其摊派专用债券。但不管怎样政府的摊派数额一旦确定,便具有法律效力,这些金融机构必须如数认购。这显然是为了能从这些金融机构稳定地取得财政资金来源(同时还有可能获得调节货币供给量的效果)。

正由于专用债券是专为特定金融机构设计,且主要采取强制摊派的办法推销,专用债券的发行条件通常要低于储蓄债券,有的甚至还低于可转让的诸种债券。

应当说明的是,各国政府发行的不可转让国债的情况是非常复杂,且差异很大的。即使按

照上述的较宽分类(对居民个人发行的储蓄债券和对特定金融机构发行的专用债券),也显得有些武断,每个国家的不可转让国债都有自己的特点,这就要求我们对于不可转让国债,还应当从共性与特性的结合上,进行具体的分析。

表 5.2.3 经济合作与发展组织国家  
发行的不可转让国债概况

发行对象 国 别	居民个人	金融机构
澳大利亚	政府储蓄债券—7 至 8 年期	
比利时		国库券—1、2、3、6、9、和 12 个月期 —其余期限由借贷双方协商 确定 外币国库券—期限不固定
加拿大	政府储蓄债券—7 年期(分每年付息和计算复利两种)	
芬兰		登记债券—10 至 15 年期;直接推销
法 国	政府储蓄债券—5 年期	
前联邦德国	国库券—2 年期 政府储蓄债券—6 年期;每年付息一次 —7 年期,计算复利	政府债券—1 年以内至 25 年期;主要出售给商业银行
意大利	邮政储蓄债券(由邮政机构代替财政部出售)	
卢森堡	政府储蓄债券—7 年以上期	国库券—1 年以内期
荷 兰		政府债券—6 至 25 年期;专向有组织的集体投资者(包括商业银行)出售
新西兰	政府有奖债券—4 年期 指数化储蓄债券—5 年以上期	政府储蓄债券—4 年期
西班牙		投资债券—10 年期;根据法律规定每月向商业银行和储蓄银行强制推销

发行对象 国 别	居民个人	金融机构
瑞 典	政府储蓄—3 至 7 年期	政府债券—4 至 6 年期;专向有组织的集体投资者、商业银行和其他金融机构推销
瑞 士		国库券—3 至 24 个月期;专向银行发行
英 国	国家储蓄债券—5 年期 有奖储蓄债券—期限不固定;利息以奖金的形式支付 从源扣除储蓄契约—5 年期;指数化	
美 国	政府储债券—8 年期;计算复利—10 年期;每半年付息一次	

第四节 种类多样化——当今世界各国国债的突出特点

主要出于顺利地发行国债方面的考虑,政府往往将国债种类设计的多样化作为国债管理的一项重要目标加以追求。

这是因为,在当今的市场经济条件下,国债基本上是以自由买卖的方式发行的,买与不买或购买多少,都要随资金持有者的意愿而定,政府一般不能把债务强加于谁。由于资金持有者的收入档次不同,对投资的预期不同,以及持有资金的“暂息时间”不同,其投资要求是多种多样的。只有根据不同的投资要求相应设计不同的国债种类,才能吸收和动员尽可能多的社会资金。也只有对不同的投资者发行不同条件、不同期限的多样化债券,才能保证将国家债券顺利地推销掉以及国债形式筹集起来的资金具有一定的稳定性。

正由于此,当今世界各国的国债种类结构,可以说大都呈现出多样化的特点。仅此国债的期限种类结构为例,据统计,经济合作和发展组织国家目前所采用的国债期限种类数字是:澳大利亚 31 种,加拿大 20 种,英国 17 种,瑞典 8 种,芬兰和瑞士 7 种,比利时和新西兰 6 种,丹麦和前联邦德国 5 种,最少的法国也在 3 种以上。

当然,这里所说的国债种类多样化,不仅仅是指国债的种类通常按多种期限来设计,即期限种类多样化。除此之外,它还包括着多方面的多样化,如面额种类多样化(债券的面额设计可小至几元、几十元,大至上千元、上万元)、条件种类多样化(拉开流动性和收益率的档次,既采用流动性高但收益率低的国债,也采用流动性低但收益率高的国债),名称种类多样化(同时

设计国库券、中期债券、长期债券、储蓄债券、专用债券等等)、付息方式种类多样化(同时采取按面额打折扣发行和按年剪息票付息以及以奖代息等多种方式)等几个方面。

站在国债投资者的立场上考虑问题,不论从哪方面说,国债种类的多样化都是一件好事情。它不仅能够适应各类投资者的各种各样的需要,在投资对象上拥有巨大的选择余地。而且,还可使投资者根据国债市场行情的变化,在各种国债间随时进行资金的调整、转移,以获得最大的投资效益。

## 第三章 国债的发行条件

政府发行国债,总要事先将国债发行的一些基本条件,如国债的面值、利率、发行价格、付息形式、偿还期限等,以法律形式作出明确的规定。了解这些条件是怎样规定的,在此基础上,清晰地加以把握,是国债投资中的一个必不可少的步骤。

### 第一节 面值的确定

国债面值,即国债票面金额的简称,它是指由政府核定的一张国家债券所代表的价值。

国债面值的大小,一般是根据国债发行的对象、国家经济发展水平和国民富裕程度、日常交易习惯及国债发行的数额等情况加以确定的。

首先,国债面值的大小受发行对象的影响。如果发行对象以企业、单位、财团等为主,适合发行较大面值的国债。如果以居民个人及各类小额投资者的发行对象,适合发行较小面值的国债。

其次,国债面值的大小受国民生活水平的影响。如果国民生活水平较高,闲置资金充裕,可以采用大面额的形式发行,如果一国国民生活水平较低,没有过多的闲散资金,则适宜采用较小面额的形式发行。

第三,国债面额的大小还常常受到人们日常交易习惯的影响。如果国民在日常交易活动中习惯以较大单位的货币进行结算,适合发行大面额国债。如果国民在日常交易活动中习惯以较小单位的货币进行结算,则适宜发行小面额的国债。

现代经济条件下,各国政府发行国债的规模比过去有显著的增长。国债已成为各国政府筹集资金的重要来源。为了顺利推销国债,各国政府在国债面值的设计上越来越倾向于多样化,使国债面值的大小能适应认购者的不同要求,既有为资金实力雄厚的企业、单位、财团等设计的大面值的国债,也有为小额投资者设计的小面值的国债,还有为中等收入者设计的面额适中的国债。

## 第二节 国债发行规模

国债的一定存量和流量是国债市场运动的物质基础。但国债毕竟是一种有偿性财政收入形式,它的发行不仅可以引出追加的社会需求,改变社会消费和投资结构,而且还要受到各种客观经济因素的制约,如社会的应债能力、政府的偿债能力,等等。因此,国债发行规模必须适度。科学合理地确定国债发行规模,至少应考虑以下几个方面:

### 一、政府对国债收入的需要量

政府对国债收入的需要量主要包括三个因素:第一,每财政年度到期国债的还本付息额;第二,国家建设预算所需大部分资金(可以举措筹措);第三,财政经常性预算收支出现赤字(可以举债弥补)。为筹措建设资金而发行国债,这部分国债的投入有相应的国民收入产出,可以考虑用国债收入的投资收益率来衡量国债的使用效果。

$$\text{国债收入投资收益率} = \frac{\text{相应的国民收入产出}}{\text{国债收入的投资额}} \times 100\%$$

国债收入投资收益率指标原则上应大于国债利息率。如果国债收入的投资收益率比较大,国债发行规模可以适当扩大;否则,应减少国债发行规模。

通过政府对国债收入的需要量来界定国债发行规模,实质上是反映了国债发行的目的性要求,并且这也只是国债发行目的中的一部分。因此,依据政府对国债收入的需要量来判断国债发行规模仅仅是反映了部分国债的发行问题。

### 二、政府的偿债能力

国债是以国家为主体按信用原则举措的债务,不仅需要偿还,而且必须支付一定的利息,而其还本付息的最终来源是依靠国民收入和财政收入。从偿还的角度来说,由于在国民收入中,只有一小部分收入是归国家支配。因此,政府的偿债能力取决于财政预算收支状况及预算收入中用于偿债的比重。

根据国债发行、偿还及财政收入的关系,可以通过设计国债偿债率指标来反映政府的偿债能力。

$$\text{国债偿债率} = \frac{\text{国债到期本息和}}{\text{当年财政收入}} \times 100\%$$

如果分子采用静态指标来计算当年国债到期本息,其结果则为国债当年偿债率,反映的是财政收入对当年国债还本付息的保证程度,也间接反映了财政收入对国债的发行认购及当年或以后国债的发行规模的影响。因此,国债当年偿债率是衡量一国国债发行能力的短期静态指标。

如果分子采用当年为止未到期全部国债本息额来计算,其结果则为国债累计偿债率,反映

的是当年财政收入对当年为止未到期的累计国债本息偿付的保证程度,它是从动态上决策国债余额规模的重要指标。

根据国债发行与财政支出的关系,可以通过设计国债依存度指标来反映当年财政支出对国债发行的依存程度。

$$\text{国债依存度} = \frac{\text{国债发行额}}{\text{当年财政支出}} \times 100\%$$

如果分子采用当年国债发行额计算,其结果则为国债当年依存度,表明国债发行对当年财政状况的影响。

如果分子采用国债累计余额计算,其结果则为国债累计依存度,反映当年财政支出在动态上有多大比重是依靠历年国债累计余额来满足的程度,这是动态决策国债发行规模的重要参考指标。

把国债依存度和偿债率两个指标结合起来考虑,则可计算出国债偿付依存度指标。

$$\text{国债偿付依存度} = \frac{\text{当年国债到期本息额}}{\text{当年财政支出}} \times 100\%$$

国债偿付依存度既直接反映了当年国债所引起的财政负担,同时也反映了国债偿还对财政支出的依靠程度,对当年国债发行规模起较大的参考作用。

### 三、社会的应债能力

国债筹资来源归根结底是储蓄,储蓄不仅包括个人储蓄,还包括企业的存款。一个国家国债发行规模最高客观界限是这个国家的储蓄水平,即居民个人储蓄存款增加额加企业存款增加额减流动资金增加额。在明确国债的最大发行限度后,应具体考虑和测度社会的应债能力,这主要取决于企事业单位和居民个人收入水平的高低及购买力结余情况。总体上国债发行规模的增长速度应控制在国民经济增长速度以内,这样,既有利于经济增长,又能使国债规模保持在可偿还能力的限度之内。在测度国民经济的应债能力时,可以将下列指标作为参考。

根据国债与国民生产总值的关系,设计国债负担率指标,以表明政府债务的负担程度。通常可用国债当年发行规模、国债累积发行余额和国债当年偿付本息额同国民生产总值的比例来分别反映。

$$\text{国债当年负担率} = \frac{\text{国债当年发行规模}}{\text{当年国民生产总值}} \times 100\%$$

$$\text{国债累积负担率} = \frac{\text{国债累积发行余额}}{\text{当年国民生产总值}} \times 100\%$$

$$\text{国债偿付负担率} = \frac{\text{当年国债偿付本息}}{\text{当年国民生产总值}} \times 100\%$$

以上国债负担率三个指标分别反映当年国债发行、国家债务总量和国债偿还费用与当年经济总规模的关系,表明了国债发行和偿还对国民经济的影响程度。

根据国债与国民收入的关系,设计国债应债率指标,以表明国债购买者的应债能力。通常可用国民收入应债率、企业收入应债率和个人收入应债率来分别反映宏观和微观应债能力的程度。

$$\text{国民收入应债率} = \frac{\text{国债发行规模}}{\text{国民收入}} \times 100\%$$

$$\text{企业收入应债率} = \frac{\text{企业购买国债额}}{\text{企业预算外资金}} \times 100\%$$

$$\text{居民收入应债率} = \frac{\text{居民个人购买国债额}}{\text{居民收入}} \times 100\%$$

国债应债率指标分子还可采用累计余额来表示国债的动态应债能力和对国债总量承受的适应能力。

国债规模的确定是复合动因。政府对国债收入的需要量及偿债能力反映了国债发行规模的内在约束标准,而社会的应债能力反映了外在的约束条件。国债的负担率是国债规模的基础,国债的应债率是国债规模的前提,国债的偿债率是国债规模的保证,国债的依存度是国债规模的综合反映。这四个指标从不同侧面、不同层次和不同时空上反映了国债发行的适度规模问题。而国债发行的适度规模,必须根据本国国情,参照国际情况,在定性分析的基础上,通过比率分析,才能得出。

### 第三节 利率的确定

国债利率,就是政府举债所应支付的利息额与借入本金数额之间的比率。

国债利率的高低,通常受金融市场利率水平、国家的信用状况、社会资金的供应量以及国债的期限长短与付息方式等因素影响。

#### 一、金融市场利率水平

国债的利率决定于金融市场的利率,也就是说国债的利率必须与金融市场的利率水平相一致。国债利率之所以受金融市场利率水平的影响和制约,是因为,若国债利率的确定不考虑市场利率水平,定得过高会增加国家财政的负担,而且还可能引起市场利率的上扬,抑制经济发展;定得过低,则会使国债难以找到投资者。因此,政府发行国债必须参照金融市场利率水平来决定国债利率。

#### 二、国家的信用状况

在决定国债利率时,政府还必须充分考虑国家的信用程度。若国家信用很好,国债利率可定得低些。这是因为信用好,意味着风险小,收益稳定而可靠,即使利率低一些,投资者也愿意投资于国债。若国家信用差,意味着风险较大,则国债利率须定得高一些,因为国债投资者如果不能取得较高的利息补偿,是不会愿意购买信用较差的国债的。

#### 三、社会资金供应量

国债利率的高低与社会资金供应量的大小有密切联系。若社会资金供应量充足,国债利



率可定得低些;若社会资金供应量缺乏,则国债利率须定得高一些,经济越发达,则社会资金就越多,国债利率就越低。所以说,国债利率的高低受社会资金多寡的影响。

#### 四、国债的付息方式

国债利息的支付方式也影响着国债的利率水平。利息支付方式一般分为一次性付息和分次付息两种。

一次性付息又分为单利计息和复利计息两种:

(1)单利计息是指到期还本时一次支付所有应付的利息,国债利息按本金计算,到期前应付的利息不加入本金计算。这种计息方式简单、便利。

(2)复利计算是指到期还本时,将国债未偿还前所生利息加入本金,逐期增加计息基数的计息方式,即人们常说的利滚利。

单利计息的公式为: $F=P(1+ni)$

复利计息的公式为: $F=P(1+i)^n$

式中字母的含义为:

F——本利和

P——本金

i——利率

n——年限

例:某人购买3年期的国债20000元,年利率为10%。

若单利计息,则3年后本利和为:

$$\begin{aligned} F &= P(1+ni) \\ &= 20000(1+3 \times 10\%) \\ &= 26000 \text{ 元} \end{aligned}$$

若复利计息,则3年后本利和为:

$$\begin{aligned} F &= P(1+i)^n \\ &= 20000(1+10\%)^3 \\ &= 26620 \text{ 元} \end{aligned}$$

分次计息,一般有按年付息,半年付息和按季付息三种。分次计息对于投资者来说有现金流性和相当于复利计息的好处。但这种付息方式对发行人来说较为繁琐。

由于单利计息和复利计息对投资者的收益率有不同的影响,所以在实际收益率相等的情下,单利计息国债的票面利率一般会高于复利计息的票面利率。

#### 五、国债的期限与偿还方式

除上述因素外,国债利率的高低还受到国债期限及偿还方式的影响。国债的期限是指国债发行日到偿清本金、利息日止的这段时间。一般将期限在1年以内的国债称为短期国债;期限在1年以上、5年以下的国债称为中期国债;期限在5年以上的国债称为长期国债。

国债期限的长短由于对投资者的收益及资金的流动性、安全性有重要影响,所以决定着国

债的利率水平。若国债期限长,意味着投资的风险很大,因而必须将国债的利率定得高一些,才能吸引投资者。若国债期限短,意味着资金的流动性好,而且风险较小,所以可将利率定得低一些。

国债的偿还方式是指偿还国债本金的形式。不同的偿还方式,直接影响国债的实际偿还期限,进而对国债的利率产生影响。

国债的票面利率并不一定就是国债投资的实际收益率。当投资者以票面金额购进国债,其票面利率等于实际收益率,当投资者以低于票面的价格购进国债,其实际收益率便高于票面利率;而当投资者以高于票面的价格购进国债,其实际收益率便低于票面利率。

## 第四节 发行价格

国债的发行价格,是指国债的出售价格或购买价格。

国债的发行价格不一定就是面值,它可能高于或低于面值。在国债市场上,受供求关系的影响,国债的发行价格围绕着票面价值上下波动。根据国债发行价格与面值的关系,通常可将国债的发行价格分为三类:平价发行、折价发行和溢价发行。

### 一、平价发行

平价发行就是国债的发行价格与面值相同,即国债按面值出售。这种情况下,国债发行收入与日后偿还本金的支出相等。例如,面值 1000 元的国债,按 1000 元的价格卖出,到期按 1000 元偿还本金。我国发行的内债,迄今为止都是采取平价形式发行的。我国 1981 年开始恢复发行国债以来,虽然国债的利率一般都高于同期银行储蓄利率,但仍然采取平价形式发行国债,这主要是为了增强国债的吸引力。

### 二、折价发行

折价发行是指国债的发行价格低于面值,即国债按低于面值的价格出售。例如,面值 1000 元的国债,按 960 元的价格卖出,国债到期时,按面值偿还本金。这种情况下,国债的认购者除得利息外,还得到发行价格与面值之差的额外收益。政府按折价取得收入,按面值偿还本金,国债的发行收入低于偿还本金的支出。采取这种形式发行国债,主要是因为国债的票面利率低于实际的市场利率,政府必须降低发行价格,使发行价格低于票面价格的部分,可以补偿投资者因票面利率低于市场利率,才能吸引投资者。

由于折价行使国债偿还本金的数额高于投资者购买国债时的支付额,因而有利于增强国债的吸引力。在国债票面利率低于市场利率,或国债推销任务繁重时,政府往往会采取这种价格形式,以实现国债的顺利推销。

### 三、溢价发行

溢价发行是指国债的发行价格高于面值,即国债按高于面值的价格出售。例如,面值1000元的国债,以1020元的价格卖出,国债到期时按面值偿还本金。这种情况下,国债的购买者按高于面值的价格购买国债,政府按溢价取得收入,国债的发行收入高于偿还本金的支出。出现这种情况,主要是因为国债的票面利率高于市场利率,投资者乐于把资金投向这种国债,导致供不应求,从而使得发行者能够以高于面值的价格发行国债。

国债发行价格的高低,受多种因素的影响,主要有:

#### 1. 票面利率水平

如前所述,国债的票面利率是政府根据国债本身的特点以及对金融市场行情的判断而决定的。票面利率与金融市场利率的相对变动,决定了投资者的投资取向,因而票面利率是决定国债发行价格的首要因素。

#### 2. 国债的期限长短

国债的期限长短,一般来讲,与国债的利率水平成相同方向变动,即期限长,利率高,期限短,利率低,但是与国债的发行价格成相反方向变动,即期限长,应降低发行价格,而期限短,则可以提高发行价格。这是因期限长的国债风险较大,因而只有降低发行价格才能吸引投资者。而期限短的国债风险较小,所以较高的发行价格仍能找到购买者。

#### 3. 政府的信用程度

政府的信用程度与国债的发行价格密切相关。政府信用高,使投资国债风险小,收入可靠而稳定,对投资者吸引力很大,因而国债的发行价格可定得高一些。相反,政府信用较差,使国债投资风险增大,则只能降低国债的发行价格。

上述影响国债发行价格的因素,一般都通过国债的票面利率来影响国债的发行价格。然而,国债的票面利率一旦确定下来,并被印在票面上便不更改,政府必须按票面上所标明的利率支付给投资人利息。由于票面利率的确定,到国债的印制、发行有一个时滞的存在,在这期间,金融市场的利率可能发生变化。票面利率与实际市场利率的不一致,必然影响国债发行价格的高低,因为如果市场利率已变,再按票面价值发行国债显然不行,因而需要根据票面利率与实际市场利率的差异,并参照国债的期限,发行方式、计息方式等多种因素,对国债发行价格作适当调整,其公式为:

$$\text{发行价格} = \frac{\text{面值} + \text{面值} \times \text{票面年利息} \times \text{偿还年限}}{1 + \text{市场利率} \times \text{偿还年限}}$$

现举例说明:

假定政府发行面额为1000元的5年期国债,票面年利率为12%,当国债发行时,实际市场利率已升至15%,则该国债应折价发行,其发行价格为:

$$\begin{aligned} \text{发行价格} &= \frac{1000 + 1000 \times 12\% \times 5}{1 + 15\% \times 5} \\ &= 914.29 \text{ 元} \end{aligned}$$

## 第五节 国债偿还期限

国债的偿还期限是指从国债的发行日至还本日止的时间。国债的偿还期限代表资金融通时间的长短,投资者应当选择适合自己资金周转需要的期限进行投资,发行体应当设计多种国债偿还期限,尽量调动社会各层次资金,以扩大国债的发行面。决定国债的偿还期限一般应考虑下面几个因素。

### 一、政府筹资用资需要

政府为筹资而发行国债,所筹资金往往是为了满足特定的资金需求。因此,国债的偿还期限一般要与资金的需求性质相适应。如果国债收入是用来弥补临时性财政亏空,那么就应发行短期国债。因为短期国债主要是用来调节财政先支后收的矛盾,其偿还来源主要是税收。如果国债收入是用于投资项目建设,则应根据建设周期和投资回收期来确定所发国债的偿还期限,要尽量使国债偿还期限与投资项目的建设周期一致。

### 二、对未来市场利率的预期

如果预测市场利率今后会降低,国债发行体应考虑尽量缩短国债偿还期限,以发行短期国债为宜,因为这样便于在将来以较低的利率发行新的国债;反之,如果预测市场利率今后会上升,国债发行体就要考虑尽量发行长期国债,因为这样既可以避免利率波动的风险,又可以减少因市场利率上升而引起的发行成本的增加。

### 三、流通市场的发达程度

如果流通市场发达,变现容易,投资者就敢于购买长期国债,因为即使遇到风险,也能够立即将其变现;如果流通市场不发达,变现困难,投资者存在后顾之忧,就不会去购买长期国债。

### 四、市场对国债投资的需求

无论国债的偿还期限如何,最终要有利于国债的发行,只有这样,才能满足政府筹资用资的需要,才能谈得上发挥国债的信用功能和宏观调控功能。因此,在设计期限时,要对社会闲散资金的情况进行调查,对投资需求及其特点进行预测。

此外,国债偿还期限的设计要有利于国债还本付息在年度间的均匀分布,这对保证国债良性循环是至关重要的。

## 第六节 国债的付息方式

国债的付息方式是指发行体在国债的有效期内,何时或分几次向国债持有人支付利息的方式。在选择国债的付息方式时,国债的发行本一方面要在尽量吸引投资者的前提下降低发行成本;另一方又要在尽量降低发行成本的同时使国债更加具有投资的价值。国债利息的支付一般可分为一次性付息和分期付息两种。

一次性付息是指发行体在国债的有效期内,按照规定的利息率,一次性将利息付给国债持有人并当场结清的支付方式。

分期付息是指发行体在国债的有效期内,按照规定的利息率,分期将利息付给国债持有人并逐期结清的支付方式。分期付息一般按年付息、按半年付息、按季付息,甚至还有每月付息一次。分期付息对投资者和发行体都有好处。对投资者来说,分期付息可获得复利收益,每年均可获得现金利息以利于流动;对于发行体来说,分期付息可以减轻集中付息的压力,在国债有效的各个时期中,平均分摊利息负担。但也并非付息次数越多越好。分期付息次数过多,行政手续繁琐,偿还费用增加;分期付息次数过少,则与一次性付息无异。一般来说,付息次数的选择要视具体的金融运行状况、国债投资者的心理和应支付利息的总额等情况来确定。

总之,无论是一次性付息还是分期付息,利息的支付时间应适应于金融的季节变动状况。由于分期付息在时间上具有主动性,对金融市场的季节性变动适应性较强。如果在市场结算之前支付利息,则市场可以获得资金融通的便利,缓和金融的紧张程度;反之,如果在市场结算之后付息,则既不能缓和金融的紧张程度,又有可能增强金融的疲惫程度,不利于经济的运行。另外,付息时间还应定在征税期前。因为在征税期前支付利息,就有可能在稍微扩大金融市场之后,使市场继续收缩,从而保证原有的金融流通量,保持金融及经济运转的平稳。

## 第七节 国债本金的兑付

国债的兑付制度是为了提高兑付的真实性、保护投资者以及为发行体减轻偿还负担而制定的。国债的兑付制度分为强制兑付制度和自由兑付制度。强制兑付制度,因为必须按契约和法律规定的时期、金额、方法等兑付,所以,有助于规范政府行为,维护国债信誉,增强认购者的积极性和信心。但对政府来讲,利用国债兑付方式调控经济的弹性很少,如果技术处理不当或经济运行预测失误,可能会加剧经济波动。自由兑付制度,因为给债务人一定的兑付时间选择权,政府享有兑付的主动权,所以,政府利用兑付方式调控经济的弹性大,又有利于政府安排收支。但对认购者来讲,也正因为按政府意愿决定兑付,所以如果政府不能严格遵守信用,将严重损害债权人利益,影响国债的发行与流通。鉴于此,当今各国政府普遍以强制兑付制度为主,即使采用自由兑付制度,也都从保护投资者的角度出发,制定一些专门规定。

国债偿还方式主要分为期满偿还和期中偿还两种。期满偿还是国债的有效期结束即最终

偿还的偿还,而期中偿还还是在最终期限之前就进行的偿还。

国债偿还时,虽然偿还本金是固定的,但对发行体国家政府来讲,采用何种方式为宜,是有选择余地的。一般来讲,发行体发行国债时,大多根据未来分摊还本付息的计划和对投资者购买国债的心理预期的判断来规定出一些特殊的条款。这些特殊的还款条款是指发行体在发行国债时就作出的、国债并非全部都在到期日还本付息的约定,还可以根据自己的需要进行调整。调整的立足点要有利于国民经济发展和适应财政状况。国债兑付的具体方式有:

### 期满一次兑付

期满一次兑付,即国家政府对发行的国债实行到期后本金一次性全部兑付的方法。因此,这是本金兑付的典型方式。

### 期满分次兑付

期满分次兑付,即国家政府对发行的国债实行到期后在一定的偿还期内,采取本金定期分次兑付,直到偿还期结束的方法。具体操作又包括两种形式:

1. 分次比例法。它是指国家政府按国债的票面金额,实行分期按固定比例或递增比例或递减比例对所有国债定期兑付本金的方法,直至偿还期结束兑清所有本金。分次比例法的偿还比例和分期次数,均在发行时给予明确规定。

2. 分次抽签法。它是指由国家政府分年度确定一定的偿还比例,对国债号码进行抽签,然后仅对抽中的国债实行兑付。对未抽中的国债,可以约定时间再次抽签偿还,依次类推,直至偿还期结束,兑清所有本金。

期满分次兑付在一定程度上有助于减轻还本对财政的压力,但使投资者手持国债期限过长,不利于国债声誉。

## 三、期满转换法

期满转换法,即国家政府在原有国债到期时,增发新的国债以推迟到期国债本金的支付方式。这种方法主要包括以下两种形式:

1. 增息转换法。它是指转换后的新国债利率比原有国债利率高的转换方法。
2. 减息转换法。它是指转换后的新国债利率比原有国债利率低的转换方法。

### 期中发行体选择法

期中发行体选择法是指国家政府为保持其债务管理的灵活性、规定某些国债可以由政府根据国债市场情况提前兑付、并逐步清偿的一种方法。具体做法是政府通过中央银行的公开市场业务在证券市场上陆续收购国债,当某种国债到期时,绝大部分的国债已被政府持有,因此对国债的偿还成为对政府内部的账目处理。

期中发行体选择法是建立在买卖自愿基础上的,通过市场间接偿还。该方式有利于发行

体随时根据财政状况调整其债务结构,分散偿债压力,摆脱兑付期限的限制,做到简单、灵活、迅速偿还债务。同时,也有利于稳定国债行市,确保国债的信誉。

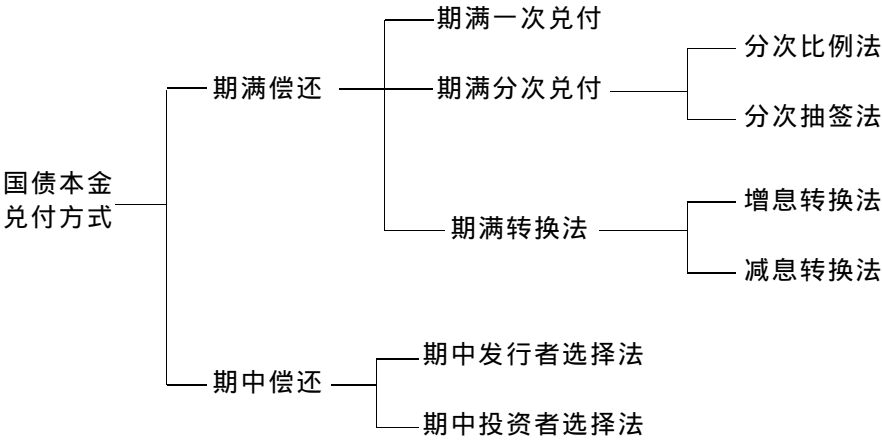
期中投资者选择法

期中投资者选择法是指国家政府在发行国债时,明确规定投资者在国债到期前有权选择约定的某种提前偿还条件进行兑付的方法。

期中投资者选择赋予投资者的一定的权力,便于其调整资金的运用;对发行本来讲,这种方法增强了国债的吸引力,因此有利于国债的发行。

对某种国债具体应选择何种兑付方式,主要根据发行体所采取的兑付方式能否减少财政支出、是否有利于调控货币供给量、是否有利于稳定国债行市、能否保障国债持有者的投资收益等具体因素来确定。

上述国债兑付方式如图 5.3.1 所示。



## 第四章 国债的发行方式

1981 年我国开始恢复国债的发行,此后经过不断地改革,国债发行工作取得了较好的成绩,出现了发行对象、发行品种、发行渠道、国债期限多样化及发行方式逐步市场化的局面。就发行方式来讲,1991 年以前我国每年采取行政分配的方式发行国债,1991 年试行由证券中介机构承购包销的方式发行国债,取得了很大成功,同时亦出现了柜台销售,直接面向个人等发行方式。

国债的发行方式决定国债的运行机制,选择多样化及逐步面向市场的发行方式就变得越来越重要了。

### 第一节 国债发行方式的分类

#### 一、强制发行和公开发行

一般来讲,将证券发行方式分为强制发行方式和公开发行方式。所谓强制发行,即通常所说的强制行政摊派和变相行政摊派。由于国债是国家发行的有价证券,国家作为政权机构完全可以指令各级行政力量,向企业、单位和职工个人摊派国债,而其他有价证券,如股票、公司债券,就不存在强制发行的主观条件。所谓公开发行,指把国债视同其他有价证券而推向市场,也即以自愿认购为特征的发行方式。国债的公开发行也有多种形式,但大体上可归纳为两类:即直接发行和间接发行。直接发行系指国家财政部门自行负责而直接推销的一种方法。间接发行则是先由银行(包括中央银行和商业银行等)和证券公司依据合同大量承购,由承购者负责包销,在市场上对社会公众出售。

我国自 1981 年开始发行以国库券为名义的国债,基本上采取的是强制发行方式,强制发行的优点是不存在市场销售风险,不管利率、价格如何变化,都能在一定时间内完成发行任务,便于计划安排,资金回笼以及及时满足财政开支的需要。但强制发行的弊病更为明显,它违背了自愿购买、公平交易的商品经济原则,人为地扭曲了国债的商品属性,导致国债信誉下降,不利于国债的经济、健康运行,阻碍了国债市场的建立和长期发展。因为行政摊派往往顾及不到购买者的实际承购能力,违背购买者的意愿,容易产生逆反心理,增加了发行和推销的困难。



而且,国债的实际使用主要用于弥补财政赤字,不与具体经济项目挂钩,虚拟性较强,这也必然要影响承购者的积极性。自 1990 年以来,我国开始把市场机制引进了债券发行,国债发行由强制发行逐步向公开发行业转变。

## 二、直接发行和间接发行

以是否有证券发行中介机构参与为标志,国债发行方式可分为直接发行和间接发行。

直接发行即发行者不借助于专门的证券发行中介机构,而是自己向投资者推销证券。其优点是发行者不必向中介机构支付有关费用,可降低筹资成本。其不足之处在于筹资时间较长,不能及时满足国家预算对资金的需求。

间接发行,即发行者借助于专门的证券发行中介机构,而非亲自向投资者推销证券,间接发行虽然会增加筹资成本,但由于这种方式,能够使发行者省去诸多事务和不便,能利于中介机构比较迅速、高效率地筹集资金。采用间接发行方式,发行者与中介机构要签订发行合同。依据合同条款的不同,间接发行又可分为代销、包销、助销:

代销,又叫委托发行或代理发行,就是发行者向中介机构支付一定的手续费,中介机构代理发行者推销国债,代销的特点是:①发行者支付的手续费较低,有利于降低发行成本;②中介机构仅根据合同在发行期内发行国债,到期如果不能全部售出,则将剩余部分返还给发行者。

包销,就是发行者与中介机构订立发行合同后,中介机构即按合同规定的日期向国库缴款,即所有的国债全部由中介机构先收购后再发行。包销的特点是:①发行风险全部由中介机构承担;②发行者能及时,全额地取得所筹资金;③由于中介机构要承担风险并垫付资金,因而发行者为此支付的费用较高。

助销,亦称“余额包销”,就是中介机构先代理发行者推销国债,在实际推销结果未达到合同所规定的发行额时,剩余部分都由中介机构买进,这种方式是代销与包销的结合。即先代理发行,后承购包销,其特点是既能保证完成证券发行总额,又能减轻发行者的费用负担和中介机构的风险压力。所以,助销方式或承购包销方式在国外很流行。如日本、加拿大等国的国债发行主要采取此种方式。

我国国债的公开发行业,究竟是采取直接发行方式,还是采取间接发行方式,要取决于国债的发行目的,国债数额,推销时间,推销成本以及国债期限等一系列因素,在国债发行总额不大,推销时间较长或发行目的明确,金融宽松,个人与企业闲置资金充裕的条件下,宜采取直接发行的方式。反之,则宜采取间接发行的方式。

首先,就国债数额看,自 1981 年开始发行国库券,至今已累计发行 3000 多亿元,从发行总量看,目前国债无论是就财政还是就整个经济而言,都已占有相当的比重,1989 年国债发行额占当年财政支出的 8.8%,占当年国民生产总值的 1.7%。据统计,在近年来已发行的各种债券中,国库券约占 60%,是数量最多的一种债券,而且随着经济的不断发展、财政支出的规模将越来越大,国债的规模也会越来越大,从而决定了在国债发行方式上应以间接发行业为主,直接发行业为辅。

第二,就推销时间而言,能否有一个较长的延滞推销时间,主要取决于国债资金的用途。从以往的情况看,通过发行国债所吸收的资金大致投向三种用途,一是直接弥补财政赤字,准确地说,是用于弥补上年中央财政的“硬赤字”,如 1981 年发行的国库券,1988、1989 年发行的

财政债券,国家建设债券和保值公债;二是平衡当年财政收支;三是直接用于国家重点建设。从上述使用情况看,很难允许缓慢而渐进的推销,不宜采取直接发行的方式。

第三,再就国债的目的来看,在上述三种用途中,目的明确的一种是用于国家重点建设,如1987年发行的52亿元重点建设债券,全部用于能源、交通运输、邮电等国家重点行业建设,这就比较适宜采取直接发行的方式。但除此以外,大多数国债资金的用途界限不清,透明度不高。国债资金被用于弥补或平衡财政收支,不仅不利于国债的正常管理和资金的使用效益提高,而且使购买者不能明确地看到这笔资金的归宿,影响他们的投资信心,从而对直接发行形成很大的阻力。

第四,从发行成本看,直接发行似乎比间接发行成本低,但实际情况并非如此。发行国债的纸张费、印刷费一般不存在发行方式上的差别,区别主要在于发行费用。在直接发行的情况下,如由财政部门直接出售,发行成本则取决于手续费、补贴费;如由银行代销,则又取决于“折扣率”的高低。如采取间接发行的方式,首先由银行和证券公司依据合同价格大量承购,然后再以适当价格向一般公众出售,而承购价格和出售价格的差额即成为银行和其他中介机构的收益,这项收益与政府无关。过去采取强制发行方式,财政每年下拨3‰的手续费,3‰的发行费,加上地方财政拨款补贴不低于5‰,这样一个乡要补贴600元左右,一个县要补贴3—4万元,一个市要补贴几十万元,因此,就发行成本而言,在发行数额大、时间短的情况下,间接发行的成本要低于直接发行。

### 三、招标发行和非招标发行

以国债发行条件及其认购者的决定过程为标志,国债发行方式可分为招标发行和非招标发行。

招标发行,是一种通过招标来决定发行条件和认购者的发行方式,一般只适用于债券发行。招标发行是公开进行的,属公募性质,故亦有“公募招标”之称。采用招标发行方式发行债券时,先由各国债经营商、投资者招标,提出报价或要求利率,然后由发行者按出价由高到低,或按要求利率由低到高依次配售,直到售完预定发行额为止,采用招标发行方式,发行条件不是由发行者单方面决定,而是由发行者与投资者双方通过市场竞争来决定,这样决定的发行条件最能体现出公平合理的市场原则,也能真实地反映出供求关系决定的市场水平。所以,招标发行也可叫做竞争招标或拍卖招标。在招标发行中,招标的项目主要是价格或利率,由此形成了价格招标和利率招标。

价格招标也叫“竞价发行”,这是发行者先确定债券发行额和券面利率,发行价格和认购额由投资者核算,发行者从最高报价开始,依次选定投资者,直至售完预定的发行额。中标者则分别按自己的投标价格认购所报出的认购额。如果中标者的认购额超过了预定发行额,则按比例配售。对于投资者而言,投标技术很重要,因为如果报价过低,则有可能落标,但若报价过高,又会增加投资成本。

利率招标,就是发行者只确定发行额和面额,利率则由投资者投标决定,发行者以投标者报出的最高利率作为债券的发行利率,而从报出的最低利率开始依次选定投资者及其认购额,直至售完预定发行额。如果以某一中标利率投标的金额超过了预定发行额,则按比例配售给不同的投资者。此时,发行价格按下式算出:

$$\text{发行价格} = \frac{\text{期限(日数)} \times \text{利率} + 36500}{\text{期限(日数)} \times \text{最高投标利率} \div 100 + 365}$$

利率招标与价格招标的不同之处在于：它对所有中标的投资者都按统一的价格和利率发行。现举例如下：

预定发行额：1000 万元

期 限：3 年(即 1095)

投标及中标情况：见下表

表 5.4.1 投标及中标情况

投标利率	投标金额	中标金额
5.00%	400 万元	400 万元
5.01%	300 万元	300 万元
5.05%	200 万元	200 万元
5.08%	200 万元	1000 万元

招标结果：发行额 1000 万元

发行利率：5% (取至最高投标利率的小数点后第一位)

$$\text{发行价格: } 99.99 \text{ 元} = \frac{1095 \times 5\% + 36500}{(1095 \times 5.08\% \div 100 + 365)}$$

上例说明，所有中标者均以 99.99% 元的价格购买年利率为 5% 的债券；报出 5.08% 利率的投标者因要求利率过高，而未能如数购得投标金额，而其它投标者却并未因此而增加投资成本。

非招标发行，是一种由发行者单方面决定发行条件，由投资者自愿认购债券金额的发行方式。

第二节 世界各国主要的国债发行方式

一、公募招标方式

美国、意大利等大多数发达国家都采取这种方式。招标方式是通过投标人的直接竞价来确定价格(利率)水平，发行后投标人按款价高低进行排列，从高价排到低价(低利率排到高利率)，从高价(低利率)选起，直到达到需要发行的数额为止。因此所确定的价格恰好是供求决定的市场价格及市场利率水平。

## 二、承购包销方式

日本、加拿大、德国等发达国家采取这种方式发行国债。一般由发行人和承销人(一般为大的财团)签订承购包销合同,合同中的有关条件是能通过双方讨价还价来确定。以日本为例,由其大藏省与辛迪加集团签订承购包销合同,由于辛迪加集团的成员都是大证券公司和银行,他们对市场情况非常了解,为了分销国债,他们要求较低的价格和较高的利率,而发行人也总是要求高价格和低利率,以便降低发行成本,因此两者之间的讨价还价也常常能确定一个接近市场的价格或利率。

## 三、向个人直接发售

发行人和投资人直接见面,如通过代销方式在证券公司或银行的柜台销售储蓄债券。

## 四、“随买”形式

即根据市场情况销售,如果卖到一定程度,市场利率变化,则本期停止销售,然后调整利率,销售下一期。像“水龙头”一样,调整发行的“流量”。

世界上发达国家发行国债的模式无非是上述方式的一种或几种方式的组合。比较典型的几种模式是:

(1)美国、意大利模式。美国和意大利属于公募招标方式和直接销售相结合的方式,以公募招标为主,或为其典型方式。

(2)德国、日本、加拿大模式。承购包销和公募招标相结合的方式,以承购包销为主。

(3)“随买”、公募招标和直接发售相结合,以“随买”为其主要特征。

从各国的发行方式中我们可以看到以下几个特点:

(1)各国的发行方式是历史形成的,体现了共同的特点,因此没有完全一致的固定模式。

(2)发行方式不是单一的,以一种方式为主要特征,同时辅以其他形式。这主要是适应金融市场多样化筹资需要和投资需要多样化的发展。

(3)公募招标方式成为主要的和逐渐占主要地位的方式。例如,日本辛迪加集团其承销方式中逐渐增加招标的份额,这是因为公募招标方式能最有效地确定由市场供求决定的利率水平。

除以上几种主要方式外,还有一种国债发行方式:行政摊派方式,即国债的认购不是自愿而是依靠行政指令而强制认购的,这种方式在市场经济、金融市场不发达的国家较为普遍地存在。行政摊派发行方式是前几年我国国债发行的主要方式。

### 第三节 我国国债发行方式的演变

从 1981 年至今,我国恢复发行国债已有 15 个年头,国债发行方式由最初的完全靠行政手段分配,到 80 年代中期的探索试点,到 1991 年首次试行承购包销,1993 年推出的国债一级自营商制度,进一步完善了承购包销发行方式,国债一级市场机制已形成并得到发展,国债发行方式逐步走向市场化。

综观国债发行的 10 多年,可以看出,我国国债发行方式的演变经历了以下三个阶段:

#### 一、行政摊派为主

第一阶段,从 1981 年开始到 80 年代中后期。这一阶段,国债发行方式几乎完全依靠行政方式。在国债恢复发行的 80 年代初,人民群众对国债了解甚少,金融机构单一,金融市场刚刚起步,为了鼓励群众踊跃购买,支援国家建设,采用行政手段发行国债适应了当时的客观经济形势,为满足广大投资者的投资需要,保证国家筹资计划的完成起了积极的作用。但是,就行政手段本身来看,存在许多弊端:

(1)不能有效地吸引资金。行政分配的对象是个人、企业、机关。其中企业,机关总是资金不足的,他们不但自己不能提供资金而且需要补充资金。个人由于金融意识差,对国债认识少,多数闲余款项都存入银行,手持现金部分转向储蓄的可能性大于转向国债的可能性,因为手持现金主要是手头应急时用的,它不适合购买长期性质的债券。大宗国债直接向个人销售,必然拉长发行时间,加大发行成本,影响国库的资金需要,会影响以后各期国债的发行。

(2)增加发行成本。行政分配必然导致发行成本的增加。这主要体现在因行政分配而使推销费用增加很多,初步匡算,1993 年全国大多数省在财政部划拨的推销费用以外增加推销费 800~1000 万元,加上其他因素,如印制成本提高等,通过行政方法增加的费用达到了 3~4 亿元,相当于利率提高 0.5%。

(3)行政分配需要较长时间才能落实到基层,不能适应国家预算对债务资金的需要。在编制国家预算时,已经把国债作为一项收入列入预算,但由于采用行政分配方式耗费时间较长,不能及时满足预算需要。

(4)行政分配需要较小的面值,增加了印制成本,给券面本身的周转带来困难。

(5)行政分配造成筹资来源和个人的投资需要脱节,导致储蓄——投资渠道扭曲,不利于理顺资金关系,会造成长期资金短期使用,短期资金长期使用,甚至将预算资金用于购买国债。

显然,这种方式只是在发行任务较少,发行收入只用作预算收入的情况下,依靠人们的政治觉悟和爱国热情,不得已而采取的方法。一旦政治动员和行政分配工作遇到经济不稳定等不可预见因素,就有可能完不成任务。国债作为一种金融商品,是一种有价证券,其本质属性要求主要通过经济手段来组织发售,要求有比较健全的市场运行机制作依托。

## 二、行政摊派与市场发行相结合

第二阶段,从 80 年代中后期开始到 1991 年。

鉴于行政分配方式的弊端,从 80 年代中期开始,我国进行国债改革的一系列探索,作为国债发行主体的财政部积极寻找国债发行机制的改革措施,试图引进经济手段,主要的例如曾经想拿出一部分国库券在上海搞承购包销的试点,但因客观条件未成熟而没有取得成功,之后比较切实地在一定范围内开展了柜台销售。

此阶段主要是处于一种探索阶段,也是由纯粹的行政分配向国债发行市场化的过渡。

## 三、逐步走向市场化

第三阶段,从 1991 年至今。

进入 90 年代,客观条件有了一定改善,国债发行机制的改革进展较快。1991 年 4 月 21 日,财政部和承购包销团的主干事中国工商银行信托投资公司举行了承购包销签字仪式,承购当年国库券 25 亿元,随后又经地方财政部门 and 人民银行组织的承购包销达 40 余亿元,全年以承购包销方式发行的国库券占当年国库券发行总额的 65%;1992 年、1993 年承购包销发行方式又进一步得到巩固、扩大和发展。承购包销是发债主体与各承销商在完全平等、自愿、互利的基础上通过签订合同发行的方式,体现了国债的商品属性,表明我国国债一级市场机制开始形成与发展。这次市场化改革的成功,是基于我国证券业中介机构的发展、居民金融投资意识和能力的增强,国债流通转让范围的扩大等条件的具备和成熟。为了进一步完善承购包销发行方式,发挥金融机构在国债市场中的作用,1993 年我国又推出了国债一级自营商制度,19 家信誉良好、资金实力雄厚的金融机构获准成为首批国债一级自营商。国债一级自营商制度是指在国债市场上建立一批稳定的国债一级自营商组织(具备一定条件的金融机构),直接向财政部承销国债,再通过自身的融资活动开展分销与零售业务,将国库券最终送到投资者手中,帮助国家财政完成筹资计划,并在流通市场积极开展自营和代理交易业务,承担维护国债市场顺畅运转的义务。国债一级自营商制度的建立,标志着我国国债市场向着规范化和国际通行作法迈出了可喜的一步。1994 年,我国又进一步扩大了国债一级自营商队伍,健全了对国债一级自营商的管理制度。

## 第四节 以公募招标方式为主:改革的方向所在

我国的国债体制一方面要根据我国的实际情况,充分体现金融业和证券业发展的历史和特点,另一方面也要走世界上大多数国家所走过的道路,就国债发行方式上看,大体上是从行政分配走向承购包销,再从承购包销走向公募招标方式。1991 年我国试行了由证券中介机构承购包销的方式。公募招标方式所以为大多数发达国家所采用,是因为它体现了高效益低成本的原则,其基本特点是通过市场和供求决定发行条件,这一发行条件是投资人和发行人都认

可的条件,这样就不会出现投资人的利益受到损害的情况。过去分配认购时,或者是发行人的利益受到损害;或者是个人投资人的利益受到损害;或者只有中介机构赚钱,发行人的利益和投资人的利益都受到了损害。这些情况都是我们应该避免的。1991年的承购包销也不是真正意义上的经济发行,因为发行条件是通过行政方式确定的,只是因为发行条件对中介机构有利,才使发行获得成功。承购包销是承销团直接和财政部之间通过承销合同,明确权利和义务关系的市场发行方式,对于承销集团来说,主要是通过合同形式维系利益关系,有利则争着销,无利则不干,主动权为其掌握,国债管理部门失去了左右形势和制约的能力。因而承购包销的方式也不是最理想的方式。多数发达国家历史上曾经采取过承购包销的方式,后来又过渡到拍卖的方式,如美国就是这样,日本目前仍然保留通过承购包销发行国债的方式,这是因为承销团已经基本固定,他们考虑的是长期收益而不计较一次包销国债的得失,同时利率的确定又受到市场利率水平的影响,因此这种发行方式得以存在到今天。实际上日本付息国债的集团承销正在不断增加招标的成份。由于我国目前还没有形式固定的承销团,承销团的规模在目前难以承销全部国债,可见,我国的国债发行方式必须也必然会发展到以拍卖即招标为主的发行方式。根据我国具体情况,实际招标方式销售国债需要经过几个步骤:

第一步,发展一级自营商组织,实行无券记账和增加国债的期限品种,一级自营商制度是金融基础设施的重要内容。一级自营商在国债发行市场上具有承销和投标国债的义务。1993年我国第一次建立了一级自营商制度,在这个问题上走了第一步,但是目前的一级自营商制度还有两个缺点:一是主要的商业银行没有参加一级自营商组织;二是一级自营商的权力没有很好地体现出来。因此,一些1993年批准的一级自营商不再申请参加1994年的一级自营商组织。1994年银行加入了一级自营商的行列,这是一个新的进步。无券记账可以缩短券款的运行速度,解决实物券运送时间长,因而影响发行时间的问题。无券记账方式已经在一定范围内试行了几年,但是由于只在固定系统内实行,使得无券记账的非实物国库券在系统外很难流通,因而出现了不同的价格。解决这个问题,当前最重要的是把国债交易的系统和银行的支付系统联网,同时各个系统之间也要联网。自80年代后期以来,我国国库券基本上是3年期和5年期两种中期国债。为了使国债的期限结构合理化,应该增加长期国债和短期国债,使国债具有长、中、短三个品种。长期国债可以由养老保险和农村就业保险基金购买一部分,期限为8—10年。这部分国债长期以来采取派购的方式,应该逐步向市场化的方向发展。由于养老保险基金要向受益人定期支付利息,所以对这部分国债应该采用按年支付利息的方式。短期国债主要应该由银行购买,除为了中央银行的公开市场操作提供手段和解决国库对于短期资金的需求外,它可以为货币市场确定一个基准利率,促进短期货币市场和银行间同业拆借市场的形成和发展,而这又是国债市场发展的重要前提。

第二步,逐步实行招标方式和承购包销方式相结合的方式。可以对实行承购包销方式的国债的一部分实行招标,也可以先实行招标,然后再实行承购包销。

第三步,实行完全招标方式和直接向个人发售相结合的方式,这时国债市场的大宗国债以无券记账形式通过招标方式发行。个人投资人主要在二级市场上购买可上市的二手国债,也可以购买储蓄债券。这时可以建立两条筹集资金的渠道系统:一是通过一级自营商和中介机构发行国债的渠道;二是直接向个人发行国债的渠道。前者是直接渠道,后者是间接渠道。两者的区别是:从发行规模来看,前者是适用于大宗国债的发行,后者适用于小规模国债的发行;从发行手段来看,前者适用于短期、中期国债的发行,而后者适用于长期国债的发行;从发行的

组织方式看,前者适用于中央财政部直接和承销团签订承销合同,或财政部向一级自营商进行招标,后者适用于银行的网点、邮政储蓄的柜台和财政部门的国债服务部在柜台上向个人发售。

总之,随着经济体制改革的深化,社会主义市场经济的逐步建立和金融财税改革的深化,国债发行的方式逐步从行政发行向经济发行过渡,具体地由行政分配到承购包销,再到公开招标。但就目前来看,由于目前我国财政收支不稳定、金融市场不发达、不成熟,尤其国债二级市场不发达,所以单纯实行经济发行方式,各方面条件还不成熟,以1993年为例,到4月末,全国最好的省份只完成计划的11%,有的沿海开放城市仅完成1—2%,究其原因,一是任务增幅较大,销售仅凭市场调节;二是取消小面值券,百元以下的投资者无力参与;三是银行的短期高息大额存单(1年期利率均在10%以上)出台,以及地方发行债券和集资,导致资金大量分流。事实无情地宣告以市场发行取代行政分配尝试的失败。因此,目前国债发行方式应采取行政摊派、承购包销和柜台销售相结合的模式。



## 第五章 国债的交易

### 第一节 交易方式

要进入国债流通市场,首先要了解国债的交易方式有哪些,各种交易方式具有什么样的特点,然后才能根据自身的情况合理选择交易方式,作出正确的决策。我国自 1988 年开放国债流通市场以来,到目前已经采取了三种交易方式,并且正在酝酿其他交易方式。下面按照复合分类标准,分别介绍我国国债交易的几种方式。

#### 一、国债的现货交易

##### 1. 现货交易的概念

国债的现货交易方式,就是指交易双方在成交后即时进行清算交割其债券和价款的方式。所谓“即时”,并不一定是成交的当时,它可以按照证券交易所通常采用的交割日期,例如次日交割等。也就是说,债券的成交日和交割日不一定是同一天,但必须相隔很近。

国债现货交易在我国始于 1988 年。由于当时我国国债二级市场刚刚开放,现货交易方式易于管理,而且正好可以满足人们投资和兑现的愿望,因此直到 1992 年底我国一直采取单一的国债现货交易方式。债券的持有者由于种种原因需要将手中债券变为现金,他便通过现货交易方式卖出手持的债券,取得价款;同时,货币持有者有投资的愿望,但又不能通过国债发行市场买进债券,便通过现货交易方式买进所需要的债券。这样,交易完成,双方各自实现了其兑现或投资的愿望。

##### 2. 现货交易的种类

现货交易按照其进行的场所不同,可以分为场内交易和场外交易两种。

(1)场内交易。场内交易即证券交易所交易。在我国,目前仅有上海证券交易所和深圳证券交易所两个交易场所。在场内交易中,现金交易是通过竞争方式,按照时间优先和价格优先等原则完成成交的,其基本程序分为开户、委托、成交、清算交割和过户。场内交易比较规范,管理严格,有一定的竞争规则,因此除现货交易方式外,还可以采取其他交易方式。

(2)场外交易。场外交易即“店头交易”或“柜台交易”,是在证券交易所以外的证券公司以

及证券商办事处的交易柜台上完成的。场外交易中,现货交易方式是通过每项交易中的讨价还价方式进行的,而不采用证券交易所的竞争规则。在场外交易市场上,只能进行规则交易方式。如果允许在场外交易市场上进行非现货交易的话,证券市场的投机性就会大大增强,从而妨碍市场的稳定。我国国债的场外交易方式,依照其参与方法的不同,又有自营买卖和代理买卖两种。

①自营买卖。国债的自营买卖方式,是指国债交易机构替自己的账户进行国债的买卖。交易的对方既可以是投资者个人,也可以是其他证券交易机构。该国债交易机构进行自营买卖的目的就是赚取价差,以其卖出价与买入价的差额作为其经营收入,而不再向客户收取手续费。例如北京某证券交易柜台 1992 年 3 月 18 日挂出的牌价表显示,1987 年国库券的买入价为 146 元,卖出价为 148 元,其差价 2 元则作为该证券交易柜台的业务收入。投资者要进入该交易柜台进行国债买卖,则要以 148 元的价格卖出自己手持的国债券,以 148 元的价格向该柜台买入自己需要的国家债券。

②代理买卖。代理买卖是指国债交易机构代理客户买进或卖出国债的交易方式。代理买卖与自营买卖最大的区别在于,国债交易机构不是以自己的名义买进或卖出国债,而是以委托人的名义,为投资者双方达成交易。代理买卖由证券交易机构按照交易额的一定比例收取手续费,以此作为其业务收入。我国规定国库券代理买卖每笔交易收取的手续费总额(包括买卖双方)不得超过交易总面额的 6‰。例如某 A 委托证券公司以 120 元的价格买进 1990 年国库券,正好某 B 委托证券公司以 120 元的价格卖出 1990 年国库券,那么证券公司为二人办理成交业务,由双方再向证券公司支付手续费。

(3)现货交易方式的局限性。现货交易方式是历史上出现最早的证券交易方式,也是现代证券交易中最普遍采用的交易方式。从我国国债的流通市场发展来看,也曾一度采取单一的现货交易方式。但是,现货交易方式具有一定的局限性。随着国债流通市场的不断扩大,单纯采用现货交易方式便不能适应投资者的要求。

首先,现货交易方式限制了投资者个人信用所发挥的作用。有的投资者进行国债买卖是出于投机目的,是为了在合理预期国债价格涨跌趋势的基础上赚取最大限度的差额利润,也有的投资者并不急于迅速兑现其卖出的债券。但是由于现货交易方式强调即时清算交割,买卖双方必须按照规定的交割日期相互给付债券的现款,否则就会构成违约。

其次,现货交易方式不利于投资者稳定收益,减少投资风险。由于现货交易强调即时清算交割,投资者无法根据较长时期内的行市变动趋势,保护在未来时间进行交易的某种债券行市价格,以减少风险和稳定收益。例如,某投资者在现货交易市场以 120 元的价格买进 1991 年国库券,当 1991 年国库券行市呈下跌趋势时,投资者预计价格将跌至 90—100 元之间。如果在现货交易方式下,该投资者只能以当时的最佳价格 100 元将 1991 年国库券抛出,损失了 20 元。又如,某货币持有者预计该种国库券在 3 个月内将回升至 130 元,并愿意在 3 个月以后以 120 元的价格买进。在现货交易方式下,即使国库券持有者愿意在 3 个月以低于 120 元的价格卖出其手持的国库券,双方也不可能现在成交。该国库券持有者只能按照当时的最佳价格 100 元抛出该种国库券,以免该种国库券继续下跌,遭受更大损失。因此,单纯的现货交易方式使投资者寻求不到躲避风险的机会,无法转移价格变动带来的损失。

## 二、国债的期货交易

### 1. 期货交易的概念

国债的期货交易方式,就是指国债交易双方在债券成交以后,同意按照成交合同规定的数量和价格,在将来的某一特定日期进行清算和交割的交易方式。期货交易方式,只能在证券交易所内部进行。场外交易中,一般不采用期货交易方式。

### 2. 期货交易的特点

国债期货交易是比较特殊的交易方式。我国于 1992 年 12 月起在上海证券交易所开展了国债期货业务。相对于在此之前一直采用的现货交易方式而言,期货交易方式具有以下特点。

(1)国债期货交易属于远期交易。国债的期货交易,其成交时间和交割时间相隔一段时间。通常这种时间间隔是以月为计算单位的,或者是以某年的某个特定月份的某日作为交割日期。我国国债期货交易,其交割日也往往在成交日之后的 3 个月甚至长达 1 年

(2)国债期货交易的标的具有双重性。标的也即期货交易的对象。在期货交易中,其标的不仅可以是国家债券本身,而且可以是国债期货交易合同。例如,A 君拥有某种国库券 20 张,面值为 100 元。A 君要在期货市场卖出这 20 张国库券,这时期货交易的标的就是国库券。B 君在期货市场上买进 A 君的 20 张国库券,双方签订的期货交易合同约定 3 个月后交割。但 B 君在未与 A 君实际交割之前,又将该种国库券卖给 C 君。这时 C 君买进的既可以说是 20 张国库券,也可以说只买进了 A 君与 B 君的期货交易合同。

(3)国债期货交易合同具有可交易性。国债期货合同是证券交易所制订的一种标准格式的合同,它载明某种国库券在未来月份中交割的数量和价格,但并不要求成交后马上转移国债债券的所有权。因此,期货交易的买方无须获得任何人的许可,就可以再将这份交易合同卖出。虽然他并未真正拥有该种国债,但他仍可以进行期货交易。

(4)国债期货交易标的具有不可分性。国债期货交易的标的有别于现货交易,是不能拆解为若干份再分别卖出的。因为在期货交易中,交易的标的是期货合同本身,而一桩期货合同所载明的国债数量、交割期限、价格都是确定的,所以卖方必须一次性将这桩期货交易合同卖出,而不能将其拆解。例如,某人买进国库券 100 张,在现货交易方式下, he 可以先卖出 20 张,再卖出 40 张,以此类推。但在期货交易方式下,由于这 100 张国库券是一次买进,记载在一桩期货交易合同上,如果该人想卖出这 100 张国库券,只能一次将合同卖出。

### 3. 期货交易的方式

期货交易方式对于卖者来说是预销,对于买者来说是预购。期货交易的买卖双方一般都不是出于兑现或投资的目的,而往往是为了从国债投机中获得收益。因此,做国债期货交易双方都无意等待指定日期到来时实际交割债券,而是希望在适当时机再买进或卖出,实现平仓,所以买方在订约时可以没有现款,卖方在订约时也可以没有债券,这就是买空卖空。基于此,可将国债期货交易方法分为以下两种:

(1)多头交易。多头交易是指期货交易参加者预计未来某一时时期国债价格将上涨而采取的先买后卖的交易方式。通常地,某种国债价格预期上涨的市场状况称为“牛市”。在“牛市”条件下,投资者预期某种国债价格将要上涨,便以目前的市价买进一定的国债期货;待经过一段时间行市上涨后,再以更高的价格将期货卖出,从而赚取差价利润。例如,张某从国债期货

市场上买进面值 100 元的国库券 50 张,价格为 120 元,交割日期为当年的 10 月 8 日。不久,该种国库券行市看涨,到 9 月 20 日已涨至 130 元。张某于是将手中的期货合同以 130 元的价格卖出,获取的收入为  $50 \times 130 = 6500$  元。到 10 月 8 日,张某按照买进时与卖方的约定,向卖方支付的价款为  $50 \times 120 = 6000$  元。张某通过先买后卖赚取的差价利润为 500 元。当然,如果该种国库券行市不涨反跌,张某就会无利可图,甚至赔钱。

(2) 空头交易。空头交易是指,期货交易参加者预计未来某一时时期国债价格将下跌而采取的先卖后买的交易方式。某种国债价格预期下跌的市场状况一般称为“熊市”。在“熊市”条件下,投资者预计某种国债价格将要下跌,便以目前的市价卖出一定的国债期货;待行市下跌之后,再买进该种国债期货,从而获取差价利润。例如,张某在国债期货市场上卖出面值 100 元的国库券 50 张,与买方的期货合同上规定价格为 120 元,交割日期为 10 月 8 日。不久,这种国库券行市看跌,张某又从市场上现货买进 50 张同种国库券,价格为 100 元,支付给买方的价款为  $50 \times 100 = 5000$  元。而合同到期时,张某可以从期货交易的买方手中获取价款为  $50 \times 120 = 6000$  元。那么,张某通过先卖后买,赚取的差价利润为 1000 元。当然,如果张某预期失误,该种国库券价格反而上升,他要想重新买入该种国库券,就要支付比他当初卖出时的 120 元更高的价款。那么他要么不再买入该种国库券,要么赔钱。

在期货交易实务中,由于某一桩国债期货合同会由众多的投资者多次买进卖出,某一位投资者会在同一时期进行若干桩期货合同的买进卖出,因此期货交易的清算交割很少实现现款和债券的实际交付,往往通过平仓或对冲而了结投资者之间的价款往来。

#### 4. 期货交易的功能

我国国债交易之所以要开展期货业务,主要是针对现货交易方式的局限性,为适应国债流通市场日益发展的需要和满足投资者保值或投机的愿望。国债开辟期货业务,说明期货交易方式具有以下功能。

(1) 套期保值功能。套期保值也就是使某种国债交易价格在未来时间内得到保证,从而稳定收益,减少投资风险。其基本的做法就是,首先在债券现货市场上买进或卖出某种国家债券,随后又在期货市场上按照同等的交易条件卖出或买进同种国家债券,通过同时进行同种国家债券的多头交易和空头交易,以避免该种国家债券市场价格涨跌造成的损失。例如,某甲从现货市场上买进某种国库券,价格为 110 元,甲担心该种国家债券未来可能会跌价,于是又在期货市场上与乙签订期货交易合同,约定甲以 110 元的价格将该种国库券转让给乙,3 个月以后交割。这期间,如果该种国库券跌价,但甲在交割日期来临时仍可以按照 110 元的价格与乙交割该种国库券。即使该种国库券并未跌价甚至升值,但甲并未蒙受损失(两次交易的交易成本忽略不计)。因此,甲通过买现货卖期货,将预计的投资风险转移给乙,自己的收益得到了保证。

(2) 投机功能。投机一般是指通过期货交易赚取买卖差价而进行买空卖空活动。投机者的目的就是在买卖中获得差价,因此投机者会根据市场行市的变化不断调整其作为买方或卖方的身份,既作多头交易,又作空头交易,从盈亏相抵的余额中获取差额利润。例如,王某观察到市场上 6 个月期和 1 年期的国库券价格相差值大于正常值,便利用多空套做进行投机。3 月 1 日,王某以 105 元的价格买进 6 个月期国库券期货,以 110 元的价格卖出 1 年期国库券期货;8 月 1 日,王某又以 109 元的价格卖出 6 个月期国库券期货,以 112 元的价格买进 1 年期国库券期货。最后,6 个月期国库券的多头期货盈利 4 元,1 年期国库券的空头期货亏损 2 元,盈

亏相抵,王某实赚差价利润 2 元。可是,由于投机者的存在,套期保值者的价格风险由投机者承担了,期货交易就可以维持下去。可以说,正因为投机者的存在,其投机的目的才推动了期货市场的发展,保持了期货市场的稳定。

### 三、国债的回购交易

#### 1. 回购交易的概念

国债的回购交易方式,是指卖出一种国债时,附加一定的条件,于一定期间后以预定的价格或收益率,由最初出售者再将该种国库券购回的交易方式。如果作一个与上述程序相反的交易,则称为反回购交易。在我国,国债的回购交易是从 1993 年 12 月 13 日起在上海证券交易所开始的。

开展回购交易,是一种新的融资方式,对于国债市场的投资者个人来说,是及时融通资金的良好办法。一方面,长期国债的持有人在债券持有期间内可能遇到临时性的资金需要,但又认为手中债券利率高,是长期投资的良好选择,所以不愿将其所有权作永久性转移,这时可以视资金需要时间长短而作一定期限的回购交易,既能满足应付暂时资金的需要,又能在回购期满后继续持有该种债券。另一方面,投资者正好有暂时的资金盈余,欲寻保险系数和收益相对较高的投资渠道,或者不想永久持有某种长期券,但又基于长期债券利率的优势,非常想将手中闲置的资金投资于长期债券,从而在短期内也能获得长期债券的收益,以充分利用和活化暂时闲置的资金,这时就可以视其闲置资金的时间作一相应期限的反回购交易,从而既满足上述需要,又可以在回购期满后收回资金。例如,某甲 5 月 1 日与某乙签订回购合同,规定回购期为 3 个月,即期价为 120 元,则某甲于当日卖出手持国库券,获得 120 元的资金,某乙买进该种国库券,支付 120 元的价款。待 8 月 1 日回购期满,双方按照约定完成回购,由于合同规定回购期满的结算价为 130 元,因此,某甲需向某乙支付 130 元购回其原有国库券,某乙则从某甲处收回资金 130 元。如果不考虑外部因素,则某乙由于反回购交易而赚取了 10 元的利润,某甲虽然在回购交易中蒙受 10 元的损失,但其获取的资金 120 元在 3 个月期间为其赚取的利润为 25 元,两者相抵,某甲通过回购交易实际获得的利润为 15 元。可见,国债的回购交易等于为广大持券者和资金富余者提供了一种灵活的融资与融券渠道,使国债信用工具的功能得到了充分发挥。

#### 2. 回购交易的特点

回购交易可以说属于远期交易的一种特殊方式。它与国债的远期交易和期货交易同属于国债派生市场交易形式,但又有其特点。

(1) 回购交易是现货交易与远期交易的结合。回购交易是一种比较灵活的融资方式,作一笔回购交易,对于债券持有者来说,是卖债券的即期交易和买债券远期合同的结合;对于货币持有者来说,是买债券的即期交易和卖债券远期合同的结合。卖出债券回购合同预示着到期时最初售出人以远期交割的方式再将债券买回,最初购买人以远期交割的方式再将债券卖出。

(2) 回购交易要发生两次券款交割。回购交易在签订回购合同有当时就有一次券款的交割,待回购合同到期时,还有一次相反方向的券款交割,交割共发生两次,而且第二次交割已经有第一次券款交割为基础,其信用风险相对较小。

(3)回购交易的方式。回购交易方式按照期限不同可以分为隔日回购和定期回购。隔日回购是指最初售出者在卖出债券次日即将该债券购回;定期回购则是指最初出售者在卖出债券至少两天以后再将同一债券买回。

回购期限长短不同,其信用风险也不同。定期回购就比隔日回购大,在定期回购中,因回购期越长,其信用风险越大,所以在做定期回购时,回购方(即最初出售者)需交纳一定的保证金,以防止回购方到期不及时将债券买回。在上海证券交易所,回购业务收取的手续费为成交金额的 0.1%。

目前我国开展的国债回购业务,都是定期回购方式,隔日回购方式尚未开展。上海证券交易所规定回购期限为 7 天、1 个月、3 个月和 6 个月四种。由于回购期限较长,而且投资者对回购业务的原理和操作不太熟悉,所以国债回购业务尚表现为比较清淡,预计今后也将开展隔日回购,以加速资金融通。

#### 四、国债的期权交易

国债的期权交易方式是指国债交易双方为限制损失或保障利益而订约,同意在约定时间内,按协定价格买进或卖出契约中指定的债券,也可以放弃买进或卖出这种债券的交易方式。目前我国尚未开展国债的期权交易方式,但将来必定会逐步开展期权交易。

期权交易方式相对于期货交易方式而言,其风险较小。这是因为,期权交易在订约之后,期权的买方可以在买进或不买进,卖出与不卖出之间作出选择,即使买方对期权交易中国债价格变动趋势判断失误,也仅需支付一定的期权费作为赔偿。例如,A 预测某种国库券价格看涨,遂与 B 签约,买进期权,并支付期权费。如果该种国库券价格上涨,A 有权按协定价格从 B 处买进该债券;如果该种国库券价格下跌,A 又有权放弃买进该种债券,以避免损失。期权费则作为 A 放弃期权的代价,由 B 所得。

期权交易的方式分为买入期权和卖出期权两种。买入期权,是指期权交易双方订约,规定期权的买方在有益期内,有权按协定价格向期权的卖方买进约定种类和价格的国家债券,也有权不买进该种约定种类和价格的国家债券。前一种情况,买方需在支付期权费的同时,支付该种国债的购买价格;后一种情况,则只需支付期权费。卖出期权,是指期权交易的双方订约,规定期权的买方在有效期内,有权按协定价格向期权的卖方出售约定种类和数量的国家债券,也可以有权不出售该种国家债券。前一种情况,由期权买方向卖方支付期权费,期权卖方(国家债券的买方)向期权买方支付国家债券的购买价格;后一种情况,期权买方向期权卖方支付期权费。

综上所述,我们知道在我国,当前国债的交易方式主要有现货交易、期货交易、回购交易三种,另外期权交易则是未来将要开展的一种新的国债交易方式。投资者应当了解各种交易方式的不同特点,在其中作出正确的选择。只有结合自身进入国债流通市场的目的和自身拥有资金的状况等综合分析,才能做出适合自身情况的投资决策,从而获利。

## 第二节 交易价格

国债交易的价格,也称国债市场价格、实际成交价格,是指国债在流通市场上买卖双方实际成交时的价格,俗称国债行市。

国债上市交易,其实际成交价格,是不固定的,它随着国债市场的供求变化而变化,而且还要受多种主客观因素、经济因素和非经济因素的影响。但是总的来说,国债市场的价格还是有规律可循的,不像股市那样会大起大落。而且,国债交易的价格虽然受多种因素的影响,但其基础部分是可以计算的。这个基础就是国债理论价格。在国债市场上,其实际成交价格总是围绕理论价格而上下波动。下面就分析国债理论价格的确定,并分别就不同的交易方式的价格进行分析,最后分析影响国债交易价格的因素。

### 一、国债理论价格的确定

#### 1. 决定国债理论价格的变量

由于国债的理论价格是指投资者为了获得债券在未来一定时期内的利率收入而在理论上应该支付的价格,因此其决定变量有三个:

(1) 债券到期还本付息额。这是指国家债券到期时的总收入,包括本金和利息两部分。我国的国债一般采取附息发行,到期一次还本付息方式,因此国债的到期还本付息额计算应该是:

$$\begin{aligned} \text{到期还本付息额} &= \text{债券面额} + \text{到期利息} \\ &= \text{债券面额} + \text{债券面额} \times \text{票面利率} \times \text{有效期限} \end{aligned}$$

(2) 债券期限。这里的债券期限不是上面所说的有效期限,而是指国债券转让时的剩余年限,即国家债券进入交易市场后由本次交易日起至最终偿还日止的时间。

(3) 社会平均利率水平。这是指债券市场上绝大多数买卖双方都能接受的利率水平。一般而言,在我国国债市场上,这种市场利率水平是以相同期限的储蓄存款利率作为标准的。

某一种国家债券的交易价格,都可以在已知上述三个变量的基础上计算出来。但是,由于市场上存在其他各种因素的影响,各种交易方式下的价格又有其个别情况。

#### 2. 国债理论价格的决定

已知上述三个变量,如何确定国债的理论价格呢?首先我们必须设立一个假定。因为每一个国债投资者在进入国债流通市场参与交易时,都期望自己所买入的国债到期还本付息额不低于投资者将资金投向其他方面而获得的收益。假如投资者购买到的二手国债期值比他进行其它投资的收益要低,他便不会进行国债投资了。而其他投资的范围很广、种类很多,风险性和收益率各有不同,很难与国债投资的到期还本付息额比较。唯一比较稳定而且几乎没有风险的投资就是进行储蓄。因此,投资者购买国债的前提条件是,其在国债到期日获得的利息额至少应当和相同期限的银行储蓄存款利息额相等。基于这一假定,可以得出以下等式:

国债到期还本付息额 = 与国债待偿期限相同的储蓄存款还本付息额(1)

在等式的后项中,可以看出如果投资者将等同于国债转让价格的那部分资金用于储蓄,在与国债待偿年限相同的期限内,其本息额应该为:

$$\text{储蓄存款到期本息} = \frac{\text{国债转让价格}}{\text{(投资额)}} + \text{同期储蓄存款利息(2)}$$

将等式(2)代入等式(1),可以得出:

$$\text{国债到期还本付息额} = \text{国债转让价格} + \text{同期储蓄存款利息(3)}$$

在储蓄存款利率为单利时,同期储蓄存款利息为:国债转让价格 × 储蓄存款利率 × 待偿年限。因此,国债转让价格确定为:

$$\begin{aligned} \text{转让价格} &= \frac{\text{国债到期还本付息额}}{1 + \text{储蓄存款利率} \times \text{待偿年限}} \\ &= \frac{\text{面值} \times (1 + \text{票面利率} \times \text{有效期限})}{1 + \text{储蓄存款利率} \times \text{待偿年限}} \end{aligned}$$

设转让价格为  $P$ ,面值为  $V_p$ ,票面利率为  $I$ ,票面规定的有效期限为  $M$  年,再设用相当于国债转让价格的  $P$  元投资于储蓄,其期限相当于国债的待偿年限(剩余年限),为  $m$  年,储蓄存款利率为  $i$ ,则上述公式可以表示为:

$$P = \frac{V_p \times (1 + M \cdot I)}{1 + m \cdot i}$$

例如,某国库券面值 100 元,有效期限是 3 年,票面利率为 14%,转让时剩余年限为 2 年,2 年期银行存款利率为 9%,那么该种国库券转让时的理论价格为:

$$P = \frac{100 \times (1 + 3 \times 14\%)}{1 + 2 \times 9\%} = 120.34(\text{元})$$

如果投资者购买时的实际成交价格低于 120.34 元,则他的国库券投资收益高于同期银行储蓄利息收益,反之则低。

在储蓄存款利率为复利时,同期储蓄存款利息为:国债转让价格 × (1 + 储蓄存款利率)<sup>待偿年限</sup>。因此,国债转让价格确定为:

$$\text{转让价格} = \frac{\text{面值} \times (1 + \text{票面利率} \times \text{有效期限})}{(1 + \text{储蓄存款利率})^{\text{待偿年限}}}$$

仍用上面的字母表示,则可表示为:

$$P = \frac{V_p \times (1 + M \cdot I)}{(1 + i)^m}$$

例如,1985 年发行的国库券,面值为 100 元,有效期限为 5 年,票面利率为 9%,到 1988 年 5 月 1 日交易时剩余的待偿年限为 2.1667 年,银行储蓄存款利率采用复利计算,利率为 10%,那么该种国库券转让时的理论价格为:

$$P = \frac{100 \times (1 + 9\% \times 5)}{(1 + 10\%)^{2.1667}} = 117.95(\text{元})$$

同样地,如果投资者购买时的实际成交价格低于 117.95 元,则他的国库券投资收益高于同期银行储蓄存款收益;反之则低。

这就是国债理论价格的确定,可以看出这个确定过程并未考虑交易成本,也未考虑其他因素,如供求关系、预期收益率高以及其它政治经济因素的影响。在实际交易过程中,理论价



格只是作为一个参照物,成交价格在其上下浮动。下面分别就不同的交易价格看一看价格的变化情况。

## 二、不同交易方式下的国债实际价格

### 1. 现货交易方式下的国债实际价格

在现货交易方式下,国债的买卖又依场所不同分为场内交易和场外交易两种。

在场内交易中,国债的买卖价格,是在理论价格的基础上,通过竞价而实现的。购买者根据某种国债的供求状况、待偿期长短,转售力强弱而确定自己可以接受的买价;出售者同样根据以上因素而确定自己愿意接受的卖价。多个购买者和多个出售者报出价格以后,由证券交易所按照“价格优先、时间优先”的原则,以最低卖价和最高买价成交。

在场外交易中,分为自营买卖和代理买卖两种。自营买卖方式下,证券公司主要通过买进价与卖出价之间的差额而盈利。因此自营买卖的交易价格有买入价和卖出价两种。买入价和卖出价均以该种债券的理论价格为基础,但卖出价要略高于买进价。证券公司根据债券市场供求关系和走势、自身营运周转资金的多少、投资收益的高低、库存证券的结构和数量、债券卖出者的即期收益率与债券买入者的到期收益率的平衡以及其他政治经济因素,分别确定其买入价和卖出价,并随时调整;代理买卖方式下,证券公司作为代理商,为委托人寻求其愿意接受的交易价格。委托时一般授予证券公司以较大的自主权,允许证券以随行就市成交。证券公司为其委托人寻找到合适的交易对象以后,按照价格优先和时间优先的原则成交,从而确定一个实际成交价格。

### 2. 期货交易方式下的国债实际价格

国债在期货交易方式下,其理论价格的确定也与现货交易方式相同。期货交易的双方在国债理论价格的基础上,主要考虑国家债券在未来的涨跌趋势,然后确定期货市价和未来价。但是,由于期货交易在实际交割时可能发生平仓或对冲现象,因此投资者实际支付的价格也有不同的计算方法。

如果期货合同到期时未发生平仓现象,需要进行实际的券款交割,其交易价可以按照期货合同约定的价格确认,并进行交割;如果期货合同到期时买卖双方发生了相反方向的买卖,则可以实际对冲,某投资者应付出的价格是其卖出期货的价格与其买入期货的价格的差额。在期货交易中,国债的交易价格一般都采取差额结算的方式确定。

### 3. 回购交易方式下的国债实际价格

在回购交易方式下,由于买卖双方要发生两次券款交割,因此需确定两种价格。一种是回购期满时的结算价,一种是签订回购合同时的即期价。我国上海证券交易所规定,国债回购交易中的即期价采用前一日现货市场的收盘价,而在此基础上再进行回购期满时的结算价的竞价。结算价的确定一般是根据即期价,加上交易所每天公布的不同券种不同回购期的收益率,以此作为投资者的定价参考。证券交易所内的会员公司可以直接参与回购业务的申报竞价;如果代理客户买卖,其佣金最高不得超过交易总金额的 0.3%。

## 三、影响国债交易价格的因素

我们知道,国债交易价格是在其理论价格的基础上波动。那么导致国债价格波动的因素

有哪些呢？作为一个投资者或投机者，应当在参与国债交易之前冷静地分析这些影响因素，考虑每个因素对价格的现价和未来涨跌趋势有何影响，然后才能为自己确定最佳的投资方案。

### 1. 影响国债交易价格的经济因素

国债属于财政信用，国债交易则属于金融市场上证券交易的组成部分，因此国债是经济范畴，影响国债交易价格的因素最主要的也是经济因素。

(1) 市场利率水平。投资者选择投资方案，关键要看哪一项投资的边际收益高。如果某一种资产的边际收益过高，就会吸引投资者转向该种资产，从而影响到其他资产的投资量。那么，投资者购买国债时和同样要将它与其他金融资产对比。一般地，当银行存款利率或其他金融资产的市场利率上升时，债券持有者会抛出债券转而购买高收益资产，债券的价格就会下跌；相反，市场利率下降时，债券价格就会上涨。

(2) 通货膨胀率。在通货膨胀较为严重的情况下，由于物价上涨速度很快，一方面市场利率水平提高将引起债券价格降低；另一方面，投资者会将资金转向金、银、房地产等可以保值的资产，从而减少对国债的需求，引起国家债券价格下跌。

(3) 中央银行的货币政策。货币政策是中央银行通过一定的政策工具和传导机制，影响经济中的变量，从而达到稳定通货和货币秩序正常的目标。当国内经济高涨，通货膨胀率过高时，中央银行将紧缩货币供应，在证券市场上抛出国债，回收货币，债券价格便会下跌；当国内经济萧条，中央银行扩张信用时，会在市场上收进债券，增加货币供应，债券价格便会上升。

### 2. 影响国债交易价格的投机因素

在国债交易市场上，有的投机者买卖国债的目的不是进行投资，而是进行买空卖空交易，谋求债券市场价格波动的价差利益。这虽然是市场经济下合法的正常的交易行为，但由于买空卖空是在市场价格波动较大时比较活跃，而且没有债券和现款作保证，容易使交易量迅速增加，而且交易的频率加快，从而加大债券价格的波动幅度，使国债市场“牛市”与“熊市”交替出现，价格暂时脱离规律的指引。

### 3. 影响国债交易价格的心理因素

在国债市场上，心理因素往往会导致投资行为出现剧烈转变，致使国债价格暴涨或暴跌。相对于股票而言，国债受心理因素的影响较小。因为心理因素的影响主要是由于某种政治、经济事件的发生或者传闻和谣言，使投资者在心理上对投资收益的预期发生变化，因此对于股市变动影响较大。国债是以国家信用为担保的债券，其偿付力和信誉度都无以伦比，因此投资者持有国债时往往不会由于心理恐慌而大量抛售。但无论如何，心理因素仍可以在一定程度上对国债的价格造成影响。

### 4. 影响国债交易价格的政治因素

政治因素对于国债交易价格也有一定的影响。投资者在进行投资时，有必要对本国政治形势作出判断。如果社会秩序良好，政府团结有力，法律健全，投资者的收益有所保障，债券价格就会稳定会上升；如果政治局势不稳，投资人躲避风险就会出手债券，引起债券价格下跌。

### 第三节 交易程序

国债交易市场包括场内交易与场外交易两部分,国债交易方式在我国也已开展了现货交易、期货交易、回购交易三种。国债交易由于场所不同,方式不同,会履行不同的程序。确立合理的国债交易程序,是使国债交易顺利进行的保证。了解国债交易的一般程序,也是投资者进入国债转让市场之前的一堂必修课。

#### 一、场内国债交易的程序

证券交易所是证券交易市场的核心,在证券交易所内部,其交易程序都要经证券交易所立法规定,其具体步骤明确而严格。相对于场外交易而言,更加严谨周密。

##### 1. 开户

国债投资者要进入证券交易所参与国债交易,首先必须选择一家可靠的证券经纪公司,并在该公司办理开户手续。

(1)开户合同的订立。投资者在某证券公司开户时,必须与该证券公司订立开户合同。开户合同应当包括以下事项:

- ①委托人的真实姓名、住址、年龄、职业、身份证号码等;
- ②委托人与证券公司之间的权利和义务,并同时认可将证券交易所营业细则和相关规定以及经纪商公会的规章作为开户合同的有效组成部分;
- ③确定开户合同的有效期限,以及延长合同期限的条件和程序。

(2)开立账户。在投资者与证券公司订立开户合同后,就可以选择不同的账户类型,为自己从事国债交易作好准备。世界上各国的证券交易所允许开立的账户类型包括现金账户、证券账户、保证金账户、联合账户、授权账户、信托账户以及投资计划账户等。但在我国上海证券交易所,只允许开立现金账户和证券账户。

现金账户又称资金专户或特别现金账户,是由债券投资者存入现金而开立的账户。证券账户则是投资者将拟卖出的国家债券存入证券经纪商而开立的账户。现金账户只能用来买进债券并通过该账户支付买进债券的价款,证券账户只能在卖出债券时用来交割债券。但是,作为一名投资者,在进入国债转让市场之时,一般都是既要进行国债的买进业务,又要进行国债的卖出业务。因此,一般而言,都同时开立现金账户和证券账户。

上海证券交易所《规则》中规定,投资者开立的现金账户,其中的资金要先交存证券商,然后由证券商转存银行,其利息收入将自动转入该账户;投资者开立的证券账户,则由证券商免费代为保管。例如某投资者A,在证券公司同时开立现金账户和证券账户,拟进行国债买卖业务。在现金账户上存入现金2万元,证券账户尚无余额。A首先委托证券公司为其买进某种国库券1万元,则其现金账户上减少1万元。后来A便将买入的1万元国库券存入证券账户,拟等待时机卖出。3日后该种国库券价格上涨,但A并不想将其全部卖出,而是卖出5000元,将另外5000元国库券继续存留在证券账户上。卖出的5000元国库券获得价款收入6000

元(因该种国库券升价),这笔价款收入将在现金账户作为增加,同时在证券账户上作为减少,从而完成这一笔业务的清算交割。

## 2. 委托

投资者在证券公司开立账户以后,要想真正上市参加交易,还必须与证券公司办理证券交易委托关系,这是一般投资者进入证券交易所的必经程序,也是进行国债交易的必经程序。

(1)委托关系的确立。投资者与证券公司之间委托关系的确立,其核心程序就是由投资者向证券公司发出“委托”。投资者发出“委托”时,必须与证券公司的办事机构进行联系。证券公司接到委托后,就会按照投资者的委托指令,填写“委托单”,将投资者交易债券的种类、数量、价格、开户类型、交割方式等,一一载明。而且,“委托单”必须及时送达证券公司在交易所中的驻场人员,由驻场人员负责执行委托。

投资者办理委托,可以采取当面委托和电话委托两种方式。当面委托就是由投资者亲自到证券公司的营业场所,当面以口头形式或填写书面委托书形式委托证券公司通过其在证券交易所的驻场人员办理证券交易。一般的中小投资者都采取这种方式。例如,投资者个人可以到某一证券公司办理委托,张某到南方证券公司察看了国家债券当时的行情表后,拟卖出手持的某种国家债券,便可直接向柜台工作人员进行口头委托,工作人员为其打好委托单后,经张某验看并签名,便表示委托关系的确立。电话委托就是由投资者通过电话向证券公司发出“委托”,这通常由资金雄厚的大投资者(俗称“大户”)采用,采用这种方式主要是为了使交易的内容有一定保密性,同时防止受交易现场气氛的影响。例如某大户王某要买进面值共达 50 万的国库券,但不希望被人知晓,而且不愿去现场进行委托,他便可以通过电话秘密地完成委托。这种电话委托通常以该大户的信誉为保障,而且该大户的账户密码需要报出,证券公司才予以确认。

(2)委托方式的分类。进行国债交易,办理委托的方式有很多种。根据委托内容和规则的不同,可以分为若干类型。

①买进委托和卖出委托。以国债交易的性质为标准,委托可以分为买进委托和卖出委托。买进委托就是投资者委托证券公司买进某种国家债券;卖出委托就是投资者委托证券公司卖出某种国家债券。如果证券公司违反买进委托而卖出债券,则视为违约,必须向投资者赔偿经济损失。

②整数委托和零数委托。以国债交易的成交单位为标准,委托可以分成整数委托和零数委托。整数委托是指委托交易的债券数量为一个交易单位或其整数倍数的委托;零数委托是指委托交易的债券数量不是一个交易单位的委托。例如,我国上海证券交易所规定,国家债券每 1000 元面额为一个交易单位,简称“一手”。投资者委托证券公司买卖 1000 股、2000 股、3000 股的债券,为整数委托;如果委托买卖 1 到 999 元面值的国家债券,则为零数委托。上海证券交易所还规定,对于客户委托的不是一个交易单位的零数委托,可以凑成一个交易单位再行上市交易。

③当日委托和多日委托。以委托的有效期间为标准,委托可划分为当日委托和多日委托。当日委托是指委托提出的当日收盘时即自动失效的委托;多日委托是指委托的有效期限超过 1 日的委托。多日委托的期限也有不同规定,如 1 周委托、1 月委托、开口式委托等。我国上海证券交易所规定,多日委托只限于 5 日有效,即从开始委托的当日起,到第 5 个交易日期满后失效。

④随行就市委托和限价委托。以客户对价格是否有限制为标准,委托可分为随行就市委托和限价委托。随行就市委托又称为市价委托,是指客户委托证券公司按照市场最佳可能价格为其完成交易;限价委托是指客户对买卖价格有所限制的委托,一般而言,买进限价委托一般低于现有市价,卖出限价委托高于现有市价。采用随行就市委托,就要求证券公司在交易所内的驻场人员以最优惠价格替投资者买进或卖出债券,而且成交迅速,风险较小;采用限价委托,可以使投资者在未来市场变化与其预测相同的情况下获取较高的交易利润,但如果市场价格波动较大或者按照投资者预测的相反方向发展时,其风险将加大。

⑤停止损失委托和授权委托。以证券公司代客户交易的权限为标准,委托可分为停止损失委托和授权委托。停止损失委托是指客户委托证券公司在市场价格上升到限价以上时买进,或在市价跌至限价以下时卖出;授权委托则指客户授权其证券公司代为决定债券买卖的委托。

停止损失委托对于投资者的意义在于,它可以限制损失的扩大,同时保护既得利益。首先,及时作出停止损失委托可以限制损失的进一步扩大,例如李某委托证券公司为其买入债券10手,要求每100元面值债券以120元成交,但该种国债券价格下跌,于是李某赶快又委托证券公司在价格跌至118元时立即卖出。这样,李某虽然损失了200元,但如果没有停止损失委托,他会遭受更大的损失。其次,及时作出停止损失委托可以保护投资者的既得利益。例如张某委托证券公司为其买进10手国库券,委托价格为每100元面值按120元成交,但是该种国库券市价很快涨至125元,王某预计市价可能会有下降,便又委托证券公司在跌至122元时卖出。后来市价果然跌至122元,这样,张某虽然没有得到按125元价格卖出的价款,但仍然赚得200元的利润。如果没有停止损失委托,则在该种国库券继续下跌时,其既得利益也将丧失。

授权委托给予证券公司以很大的权力,主要作用在于证券公司可以最迅速地为客户接最优惠价格买进或卖出债券。但同时,如果证券公司处理不当,则会引起客户不满,损害客户的既得利益。因此,授权委托一般应要求客户出具授权委托书。

⑥停止损失限价委托、立即撤销委托、撤销委托。这是一种特殊的委托方式。

停止损失限价委托就是同时采用停止损失委托和限价委托两种方式。一方面可以为客户限制损失扩大,另一方面可以事先确定价格。例如某A委托证券公司按100元价格为其卖出国家债券,同时限价为95元。也就是说当该种国债券价格下跌至100元时要将其赶快抛出,但如果跌至95元以下,则不再抛出。

立即撤销委托,是指证券公司必须按照客户指定的价格立即完成交易,否则即告失效的委托。

撤销委托是指客户对证券商发出的撤销前次委托的委托。

### 3. 成交

证券公司在接受投资客户委托并填写委托书后,就要由其驻场人员在交易所内迅速执行委托,促使该种债券成交。

(1)债券成交的原则。在证券交易所内,债券成交就是要使买卖双方在价格和数量上达成一致。这一程序必须遵循特殊的原则,又叫竞争规则。这种竞争规则,主要内容为“三先”,即价格优先、时间优先、客户委托优先。

价格优先原则就是要求证券公司按照交易时最有利于投资委托人利益的价格买进或卖出

国债。按照价格优先原则,买进债券时,较高的买进价格申报优先满足于较低的买进价格申报。如果某种债券申报的买进价格为 112 元、112.5 元、113 元,则该种债券应先按 112 元价格成交;卖出债券时,较低的卖出价格申报优先满足于较高的卖出价格申报。如果某种债券申报的卖出价格为 112 元、112.5 元、113 元,则该种债券应按 113 元价格成交。

时间优先原则就是要求在相同价格申报时,应与最早提出该价格的一方成交。例如证券商 A、B、C 都申报相同的价格 112 元,但申报的时间不同,A 先于 B,B 先于 C,则先满足 A 的申报,但 A 成交后,再满足 B 的申报,最后满足 C 的申报。如果是口头唱价,则按照中介经纪人听到的顺序确定先后;如果是电脑报价,则按照计算机主机接受的时间顺序确定先后。

客户委托优先的原则主要是要求证券公司在自营买卖和代理买卖之间,首先进行代理买卖。例如某证券公司申报的自营买入价格为 112 元,同时客户 A 委托其买入债券的价格也是 112 元,如果一笔买卖成交,需首先为客户买入其委托的数量,然后才能满足自营业务。

(2) 竞价的方式。证券交易所的交易价格按照竞价的方式进行。竞价的方式包括口头唱报、板牌报价以及计算机终端申报竞价三种。

口头唱报是指买卖双方的出价、要价通过口头形式表达。买方的唱报称为买进出价或递盘,卖方的唱报称为卖出要价或发盘。口头唱报一般伴以手势进行。掌心向内表示买进,掌心向外表示卖出。

板牌报价是指买卖双方的出价、要价通过书写板牌形式表达。在板牌上要分别注明债券的名称、买方最高买进价、卖方最低卖出价、买方的号码、卖方的号码、当日开盘价、当日成交的最高价和最低价、最近一次成交价格等。用板牌报价方式表达的债券价格称为债券牌价。

计算机终端申报竞价方式就是通过计算机终端申报买卖双方的出价和要价,并促其成交。计算机终端申报竞价的程序:是①证券公司将某种国家债券买卖指令输入计算机终端,通知其驻场交易人员申报竞价;②驻场交易人员在交易席位上接到竞价指示后,将信息贮存和编号,然后一并输送至证券交易所的计算机主机;③证券交易所计算机主机接到买卖申报后,按照债券的品种排列申报买卖的价格和数量,以供查询;④证券公司通过计算机终端查询买卖申报情况后,决定是否接受买卖申报和进行成交;⑤驻场交易人员决定接受申报后,通过交易席位的计算机终端发出成交信号,有关各方立即到中介经纪人处在“场内成交单”上签名盖章,取回回执联,完成成交过程。

证券公司申报竞价成交后,买卖即告成立,任何一方不得反悔,也不得拒绝承认该种国家债券成交的价格和数量。

#### 4. 清算和交割

债券交易成交以后,就必须交付债券和价款,这就是债券的清算和交割。

(1) 国家债券的清算。国债的清算,是指对同一证券公司在同一交割日对同一种国家债券的买和卖进行抵消,确定出应当交割债券的数量和应当交割的价款数额,然后按照“净额交收”原则办理债券和价款的交割。

一般而言,在证券交易所当日闭市时,其清算机构便依据当日“场内成交单”所记载的各证券商买进或卖出某种国家债券的数量和价格,计算出各证券商应收应付价款相抵后的净额以及各种债券应收应付数量相抵后的净额,编制当日的“清算交割表”。各证券商的清算交割人员接到“清算交割表”核对无误后,编制该证券商当日的“交割清单”,并在约定的交割日和证券交易所的清算交割时间内办理交割手续。

(2)国家债券的交割。国家债券的交割就是将国家债券由卖方交给买方、将价款由买方交给卖方的行为。

在一笔国家债券成交后,券商必须先向委托人进行交割。成交当日由券商向委托人寄送成交通知书,载明成交日期和时间、成交数量、债券名称、证券交易所名称、成交价格 and 金额、税款、利息、佣金、邮费、应收或应付金额、交割日期以及其他事项。委托人在核对无误后,发回成交确认书,同意交割。

券商同委托人交割完成后,还要在证券交易所内同与其成交的另外的券商进行债券与价款的交割。

在证券交易所成交的国家债券,按照交割日期的不同,可以分为当日交割、普通日交割和约定日交割三种。如上海证券交易所规定,该所交易债券的交割方式为,当日交割,即在买卖成交的当天,由成交各方办理债券和价款的交割手续;普通日交割,即在买卖成交后的第4个营业日(含成交当天,遇法定假日顺延),成交各方进行清算交割;约定日交割,即在买卖成交后的15日(含成交当日)内,成交各方约定某一日期进行清算交割的交易。

#### 5. 过户

国家债券成交后,办理了清算交割手续,最后一道程序就是完成债券的过户。

过户就是将国家债券的所有权从一个所有者名下,转移到另一个所有者名下。过户的基本程序包括:

(1)国家债券原所有人在完成清算交割后,应当领取并填写过户通知书,加盖印章后连同债券一起送至证券公司的过户机构。

(2)国家债券的新所有人在完成清算交割后,向证券公司索取印章卡,在加盖印章后送达证券公司的过户机构。

(3)证券公司的过户机构收到过户通知书,债券以及印章卡后,加以审查,若手续齐备,则注销原债券所有者证券账户上相同数量的该种债券,同时在其现金账户上增加与该笔交易价款相等的金额。对于债券买方,则在其现金账户上减少价款,同时在其证券账户上增加国家债券的数量。

## 二、场外国债交易的程序

场外国债交易就是在证券交易所以外的证券公司柜台进行的国债交易。前面已经提到,场外交易方式又包括自营买卖和代理买卖两种。

#### 1. 自营买卖国债的程序

场外自营买卖就是由投资者个人作为国家债券买卖的一方,由证券公司作为国债买卖的另一方,其交易价格由证券公司自行确定并挂牌。因此自营买卖程序十分简单,具体包括:

(1)买入、卖出者根据证券公司的挂牌价格,填定申请单。申请单上载明指定债券的种类,提出买入或卖出债券的数量。

(2)证券公司按照买入、卖出者申请的券种和数量,根据挂牌价格开出成交单。成交单的内容包括交易日期、成交债券名称、单价、数量、总金额及票面金额、买入或卖出债券的客户姓名、地址、买入或卖出债券的证券公司名称、地址、经办人姓名、业务公章等,必要时还要登记卖出者的身份证号。

(3)证券公司按照成交单,向投资者交付债券或现金,完成交易。

## 2. 代理买卖国债的程序

场外代理买卖就是由投资者个人委托证券公司代其买卖国债,证券公司仅作为中介而不参与买卖业务,其交易价格由委托买卖双方分别挂牌,达成一致后形成。场外代理买卖的程序比自营买卖稍复杂,具体包括:

(1)委托人填具委托书。委托书的内容包括委托人的姓名和地址、委托买卖债券的种类、数量和价格、委托日期和期限等。其中委托卖出的一方还要交验本人身份证。

(2)委托人将填好的委托书交给委托的证券公司。其中买方还要缴纳购买债券的金额保证金,卖方则要交出其拟卖出的债券。证券公司为其开具临时收据。

(3)证券公司根据委托买入或卖出的委托书上的基本要素,分别为买卖双方挂牌。

(4)如果买方、卖方均为一人,则通过双方讨价还价,促使债券成交;如果买方、卖方为多人,则根据“价格优先、时间优先”的原则,顺序办理交易。

(5)债券成交后,证券公司填具成交单。成交单内容包括成交日期,债券名称、单价、总数量、总金额及票面金额、资金清算情况、买卖双方姓名、地址及交易机构名称、经办人姓名、业务公章等。

(6)买卖双方接到成交单后,分别交出价款和债券。证券公司收回临时收据,扣收代理手续费,办理清算交割手续,完成交易过程。

## 三、国债交易管理的典型案例 :大和银行事件

今年2月份英国巴林银行倒闭事件造成的轰动还未完全消失,9月26日国际金融界又爆发了一大新闻,日本大和银行纽约分行非法进行美国国债交易失败,导致巨额损失,成为霸菱银行事件的日本版。

### 1. 反响强烈

9月26日,日本大和银行总裁藤田彬在大阪本部召开记者招待会向新闻媒体透露,该行纽约分行雇员井口俊英在长达11年的时间中通过非法更改交易确认书,伪造有价证券余额证明书等手段买卖30年期的美国国库券和2至5年期的国债票据,一天之中进行多次买卖,每次交易额都高达1亿美元以上。井口俊英进行非法交易累计3万余次,造成损失11亿3200万美元,(折合日元为1100亿元,大体相当于该行一至数年的收益)。造成损失后,他还进一步擅自出售该行保有的有价证券弥补,以掩盖罪行,井口已于9月25日被免职,该行进一步研究对他的刑事诉讼等问题。藤田彬总裁还宣布,大和银行准备将损失做为特别损失,用业务收入、有价证券转让收入、不动产转让收入来弥补,该行经营正常进行。

消息公布后,在社会上尤其是金融界引起强烈的反响。东京证券交易所26日下午停止大和银行股票和两种可转让债券在市场上的交易,27日,大和银行股票股价急跌。著名的美国穆迪公司也于26日修正对大和银行的评级,将其财务信用等级调整为D+级,与樱花银行、朝日银行、东海银行等同处九等级中的第六等级。10月2日,美国联邦储备委员会和纽约州银行监督当局对该行发出“临时命令”,要求它在美国国债业务方面,除必要的、最后的限度以外停止交易,同时要求该行5日之内提出业务改善计划,20日内必须提交一定的报告。10月9日,大和银行会长安部川澄夫、总裁藤田彬引咎辞职。



不同于以往的其它金融交易失败案例,这次大和银行事件是发生在今天日本金融体系毛病丛生的时候,因此它给日本金融乃至日本经济造成的影响决不是微不足道的。泡沫经济消退后,日本金融业出现巨额坏账,多数银行却持有相当数量的不良债权,据截止 95 年 3 月末的统计,总数可能达到 40 兆日元。日本银行大量不良债权的存在,引起了国内外对金融体系的担心,今年以来,日本金融系统已遭受一连串打击,从去年东京都两家信用组合倒闭开始,今年夏天至秋天,宇宙信组、木津信组、兵庫银行接二连三倒闭,此次大和银行在国际金融市场上信誉进一步下降。美国联邦政府指示金融机构重新制定对日本金融机构的融资政策,同时调高融资利率,香港、新加坡等市场也起而仿效。英国著名的巴林银行因股票指数期货投机失败而倒闭仅仅是今年 2 月间的事,大和银行事件使人们感觉到银行于一夜之间消失的危险在日本也同样存在,各国的货币当局甚至担心日本发生的金融不稳定情况会(轻易地)动摇世界经济。

上述严重问题的存在,引起日本政府的高度重视。大藏省大臣武松正义对大和事件表示严重关注,在“感到非常遗憾”的同时,认为大和银行有能力妥善处理损失,他本人不担心该行的经营问题。日本银行总裁松下康雄也表示了同样的态度,他说“日本银行很早以来就一直在指导银行强化风险管理,但发生了这样的事情,感觉非常遗憾。从大和银行雄厚的资本,收益能力和保有利润来看,将损失完全吸收掉是可能的,该行整体的经营不会产生动摇”。事发后第二天即 9 月 27 日,大藏省指定的金融改革小组召集人立井宣布该小组金融改革报告,指出一系列的改革方向,诸如尽快解决金融机构尤其是住宅金融专业公司(即住专)的坏账问题,动用公共基金的可行性、改善金融机构体制以及加强监督金融机构的主管机关的权力和执法力度等等,以恢复投资者对金融业的信心。10 月 5 日,大藏省和日本银行动手对大和银行进行检察,试图去查清事件原因、防止类似事件再次发生的同时,打消国内外日趋高涨的对整个日本金融体系的不安。

## 2. 真相大白

大和银行事件的起因同巴林银行事件的起因如出一辙。大和银行纽约分行交易员兼内部业务负责人井口俊英,从 1984 年起,在长达 11 年的时间里违章买卖美国国债,造成损失累计约 1100 亿日元。据调查,井口为弥补美国国债交易带来的损失,私自卖掉该分行保有的国债债券等有价值证券以及分行保管的顾客所有的证券,伪造了账簿。井口进行簿外交易量计达 3 万次,账簿上显示,截止今年 7 月末的余额大约为 46 亿美元,但实际余额只有 35 亿美元,隐瞒损失约 11 亿美元(约合 1100 亿日元)。

首先,井口在买卖美国国债后,将本来由证券公司送交大和银行纽约分行业务管理负责人的交易确认书转到自己手中(相关的证券公司约有 30 家),然后,井口再将此交易确认书隐匿起来,使得哪里也见不到买卖记录。另一方面,保管大和银行纽约分行所持美国国库券等有价值证券的其它银行将余额证明书送交过来,井口也将其隐匿起来,代之以他本人伪造的余额证明书,送交给本行的证券管理负责人。井口就是通过这种手段违章操作 11 年而不为人所知,十分令人吃惊。

实际上,上级各类监察、管理部门对一般金融机构的监管一直都是在进行的。对位于曼哈顿中心地带洛克菲勒中心的大和银行纽约分行来说,纽约联邦银行、纽约州银行政府每年各自检查一次,除此以外,日本大藏省的检查、日本银行的考查也在进行,大藏省国际金融局于 89 年 2 月、金融检查部于 94 年 5 月都进行了实地检查,日本银行也于 94 年 10 月进行了考察,(据日本银行考查局介绍,此类的考查大约 3 年进行一次)。井口凭自己高超的手段,逃过了历

次检查,这次若不是如他自己所说疲于弥补损失 11 亿,“累了”(出自今年 7 月下旬井口给藤田彬总裁的自白信),则不知此事才会曝光。有关金融业人士普遍对此感到不可理解。首先就是 1100 亿日元的巨额数目,即使是实力雄厚的大型城市银行,允许其海外分行一个分行交易的额度通常不过是数百亿日元,因此,这 1100 亿日元的损失其规模是“令人难以置信的”。其次是井口在 11 年时间里进行不正当交易而不为人所知,虽然大和银行解释问题发现迟缓的原因时说“井口隐匿了交易确认书,伪造了有价证券余额证明书以及没有将数字输入计算机”等等,但是,一般银行都把与市场交易有关的债券买卖等方面的负责人、交易额和损益方面的管理负责人以及经理资金流和余额的负责人三者分离开来,实行三者相互牵制、相互制约的管理体制,由于进行着多重的管理,“应当会卡在哪个关节上,没有 11 年间不发觉的道理”。

肇事者井口俊英 51 年生,日本兵库县人。在日本上完高中后去美国读大学,最初在一家日系企业工作,76 年被大和银行纽约分行在当地录用。76 年该分行后,屡屡创造出不同凡响的业绩,该分行以前曾与井口共事的职员讲,谁都认为井口是个老实人,他给人的印象是勤恳好学,十分熟悉市场行情,对待下属也非常和蔼,该分行评价他是“分行中最熟悉纽约市场行部风险(又称管理风险)、政治风险的人”大和银行事件发生后,更加上过去的巴林银行事件,人们感觉到,金融机构还受到具有浓厚犯罪色彩的“犯罪风险”的威胁。大和银行事件与巴林银行事件有所不同,尼克·里森进行日经股票指数期货交易(属金融衍生商品交易)在短时间内给巴林银行造成了巨额损失,井口俊英进行的是美国国债交易,且时间长达 11 年之久。但是,二者有更多的地方是相同。譬如,两家银行都没有能够发现由一名职员交易失败带来的损失,也没有能够防止损失规模的膨胀,而且其原因都是由于交易及决策、管理职能集于同一人身上,巴林银行方面,在内部监查中曾有过对上述问题的疑问,但由于对“业务能手”尼克·里森的信任,未能引起重视,大和银行方面也是将业务交由在经营状况最佳时期“半年中获利达 20 亿日元”的井口俊英放手处理而不加进防,从而使得他们有机会为了金钱铤而走险。证券市场和其它比较简单的市场相比,具有流动性大、波动性大等特点,也就是说,它是一个可以在短期内,甚至在顷刻之间赚大钱的地方,对于从事这个行业的人来说,利用有利的职权,以不正当的手段赚钱的诱惑力是十分巨大的。在日本,近年来经济持续不景气,在这种情况下,银行通过非传统业务即融资以外的债券及外汇买卖等市场交易来扩大收益,据说这一部分收益在一些大型银行约占到总收益的两、三成。美国穆迪氏投资服务公司的分析家冈边说,许许多多日本公司未能调整其监督程序以适应它们不断变化的业务情况。10 年前,银行主要是通过放款而不是证券交易来获得利润,所以当时不必应付危机。他说:“日本银行直到今天仍按老方式办事”,(见香港《亚洲华尔街日报》文章)。因此银行尤其是海外分行强化多重的监督管理机制,使其有效地发挥作用,成了人们从上述事件中得出的共识。在欧美,银行甚至让自己的职员一年休一次长假,休假期间其职务由其他职员代行,以此做为相互监督体系的一个组成部分。大和银行在巨额损失事件发生后,也决定对其海外部门的人员定期进行调动,在国内的人事部门中配置针对海外分行的专门负责人,严防类似事件的发生。对于大型跨国银行来说,其海外部门每年创造的利润要占到银行总体收益的相当一部分,重要性在日益增强,但是,海外部门毕竟不同于国内的部门,山高皇帝远,在组织、经营管理上有其特殊的困难,需要有格外严格的监督和控制。

在大和银行事件中,日本大藏省、日本银行以及美国的一些金融监督、管理部门也扮演了十分被动的角色,过去 11 年间,它们曾对大和银行纽约分行进行过数次检查,居然没有能够发

现问题。一个银行内部出现了管理上的漏洞,影响的面并不很大,而一个国家的金融监督、管理当局出现了监管上的漏洞,由对整个金融体系及至社会经济的稳定、有序造成的负面影响也许就很大。当然,大和银行事件一类的事件是个别的,并不能代表整体,但它有可能会给金融监督、管理当局带来信任危机。对金融机构的监管牵涉到许多细节性、技术性的问题,检查中“点”上的漏洞可以导致整个检查即“面”上的无效,做为最高的金融监督、管理当局似乎有从大和银行事件中吸取教训,改进工作方法,提高工作质量的必要。

## 第六章 国债投资的成本与收益

### 第一节 国债投资的成本

#### 一、国债投资的成本

国债投资成本的含义通常较宽,一般来说,投资者在进行国债投资过程中所发生的一切费用,都可计入国债投资的成本。

具体地讲,国债投资成本指的是在国债发行时或者在国债二级市场上,资金持有者因投资国债所发生的一切费用。

国债投资成本主要由以下几个内容构成:①在一级国债市场(发行市场)和二级国债市场上购买国债时的国债购买价格;②购买或办理有关交易时发生的国债手续费费用;③由于投资引起的各种开支等。

国债投资成本的高低直接影响着国债投资收益,相对来讲,国债投资成本高,投资收益就小,反之,国债投资成本低,投资收益就大。即投资成本和收益是反比关系。

#### 二、影响国债投资成本的直接因素

在分析这个问题之前,必须弄清“投资”这个特定的经济术语。“投资”的最主要含义是为了将来某种不确定的价值而牺牲目前的一定价值。投资包括两个不同的特征:即时间和风险。牺牲于现在,报酬则在将来才能兑现。而且投资收益的数量经常是不确定的。在投资过程中的某些情况下,时间居支配地位,如政府发行的各种债券(主要是国库券)。在其它投资情况下,风险居支配地位,如普通股票的购买选择权等。在另外投资过程中时间和风险都是同样重要,如普通股股份。

众所周知,国债投资是在国家信用的基础上进行的,它具有收益高、风险低的特点,因此,可以说国债投资是时间因素占居支配地位。国债投资时间是决定和制约国债投资成本和投资收益的直接因素。一般说,国债的投资时间主要包括标明在各种国债上的不同期限(如 1994

年2年期、3年期国库券)、购买国债和处理国债的时期和国债的持有时间等。这不同的国债投资时间决定了投资者的不同的国债投资成本和由此带来的不同的投资收益。

构成并且影响国债投资成本和收益的国债价格、利率等因素,也受到国债投资时间的制约。投资者在国债发行市场上购买国债所引起的投资成本肯定比在国债二级市场上的购买国债的投资成本低。因为主要原因是两个投资者的国债投资时间不一样,一个早,一个晚,这里有影响价值的时间因素。同样,国债利率的制定也受到国债投资时间的制约。比如,两种不同年限的国库券利率制定的也是根据时间来确定的。如1992年2年期国债利率为13%;3年期国债利率为13.96%。这样制定的直接考虑因素也是时间,即不同的投资时间总带来影响国债投资成本和收益的通货膨胀率、购买力风险、利率风险、社会公众心理因素等等。

由此可见,在国债投资过程中时间因素是决定和影响投资成本和收益的直接因素。因此投资者必须把握住投资时机和风险因素,使投资得到良好效果。

除了以上所述的时间因素之外,还应该考虑到影响国债投资成本和收益的,来自投资过程和投资环境之外的制约因素:如通货膨胀率以及购买力风险等。这些因素间接地影响国债投资成本和收益,减少了投资者的正常投资收益,造成不良投资效果。

## 第二节 国债投资成本的计算方法

由于投资者进行国债投资的时间各不相同,所以,投资者的国债投资成本都不尽相同,其计算方法也不一样。国债投资成本计算大概可以分在发行市场上的投资成本和二级市场上的投资成本和进行计算、分析投资成本。

### 一、发行市场上的国债投资成本的计算

投资者在发行市场上购买国债时所发生的投资成本可以分为平价投资成本、折价投资成本和溢价投资成本三种。

(1)平价投资成本。在此类成本中,国债的票面价格占绝大部分,因为它是发行主体,按国债票面价格直接发售给国债投资者的。它的计算公式为:

平价投资成本=国债票面价格+各种费用

平价投资成本是没有受到发行国债时的供应主体和需求(投资)主体间的供求变化的影响。在我国,目前所进行的国债发售都采用了平价发行方式。这对融资主体和投资主体都有利的。

(2)折价投资成本。它是指国债投资者按着比票面价格低的价格购买。也就是说,国债发行主体按低于票面价格的发行价格买出国债。它的计算公式为:

折价投资成本=(票面价格-折扣价格变量)+各种费用

国债发行主体采用折价发行方式的主要原因是发行市场上出现了供应量大于需求量的供求不平衡情况,为了完成发行任务,须以折价方式发行国债。另一原因是为了提高国家财政信用程度或者是为了刺激投资者。折价发行国债有利于国债投资者,不利于国家,也会加重国

家财政的偿还负担。

(3)溢价投资成本。它是指购买国债时按高于票面价格的发行价格买入。也就是说,国债发行主体以高于国债票面价格的发行价格售出。它的计算公式为:

溢价投资成本=(票面价格+上浮价格变量)+各种费用

国债发行主体采用溢价发行方式的主要原因是发行国债是很受投资者青睐,使国债的需求量超出了供应量。由于在发行市场上出现了供小于求的情况,国债的市场发行价格只能上涨。溢价投资成本虽然比平价、折价投资成本高,但是债券的流动性很高。效益也相对很高,所以,投资者对此种溢价国债充满信心。这种国债给二级市场注入了新的活力。

## 二、二级市场上的国债投资成本

由于国债的二级市场存在着许多影响国债投资成本的因素,如在二级市场上发生的国债供求关系的变化;市场利率的变化,还有通货膨胀率对投资成本的恶性影响,社会公众的投资心理因素等等。因此,在国债二级市场上的投资成本构成是比较复杂的,它的计算也是繁琐的。但是,投资者欲在二级市场以比较准确的成本投入来获取收益,必须观察市场收益率的变化。国债市场收益率的变化引起市场价格的变化,进而影响着投资成本的变化。

要记住,在二级市场,国债价格与国债市场收益率是反向关系;当国债的市场收益率上升时,其市场价格就下跌;当收益率下跌时,国债市场价格就回升。它跟股票市场的市盈率一样。可见,正确计算和分析不同时期的国债市场收益率对投资成本的正确性有着密切关系,有关市场收益率的计算分析方法,在第4节内容中有详细的分析说明。

总之,在国债投资市场,正确核算投资成本是能否获得高投资收益的关键所在。

## 第三节 国债投资成本与国债融资成本之间的经济关系

国债的投资成本是指投资者进行国债投资时所引起的各种费用的总称。它直接影响着投资者的收益大小。投资者必须重视投资成本,正确核算投资成本,这不仅有利于投资者树立投资效益观念,还有利于活跃国债市场。

国债的融资成本是相对国债投资成本而言。国债融资成本是指国债发行主体(即国家、政府)在发行或到期时所承担的一切发行费用和到期偿还债券本息的总合。以合理的国债融资成本来筹集国民经济建设资金,是很必要的。确定国债融资成本合理与否,关键是国债利率的制定是否合理、科学。重视国债融资成本的合理性是很重要的。这是因为,融资成本过高(也就是说,国债利率的制定不尽合理、科学)将会增加国家财政偿还本息的负担,而融资成本过低(也就是说,国债利率的制定偏离了实际利益,出现了投资者利益损失情况),虽然会减少国债偿还负担,但是,可能会损伤国债投资者利益或证券中介机构的利益。

因此,确定合理的国债融资成本,既保障了国民经济建设所需的资金来源,又增强了广大投资者的对国债的投资信心,进而促使国债市场向健康发展。

国债融资成本中占绝大部分的是债券到期偿还数量。这些偿还额必须从新增价值中支

出,当然,新增社会财富要靠以发行国债筹集的资金不断地创造出来。投资于国债的绝大部分是各阶层的公民。这些公民既是国债投资者,又是间接地利用发行国债所筹集的资金来进行社会物质财富创造工作的建设者。从宏观经济角度来分析,投资国债的广大公众既是债权人又是债务人。所以,必须树立起只有提高国债融资的经济效益、才能保障广大投资者的经济利益的新观念。

总而言之,国债的投资者必须正确处理国家、集体、个人之间的利益关系。每个投资者只有在社会建设中不断地创造出新的社会财富,增强国家的经济实力,才能保障个人投资利益,才能在物质、文化、生活水平上得到新的飞跃。

## 第四节 国债投资的收益

### 一、国债投资的收益

一般来讲,收益可被认为是投资者从投资中获得的报酬。我们进行证券投资的主要目的是为了持有一段时间证券之后得到较大的预期的投资收益。收益和风险是对立统一的、它两相互依存、相互制约。在财务术语中,风险有其精确的含义:风险是对期望收益的背离。假如,你期望得到的投资收益率是 20%,可是实际获得的收益率是 16%,这两个投资收益率的差异即反映了投资的风险。因此,在证券投资过程中必须认真分析研究收益和风险的内在关系,尽量使投资得到低风险、高收益的效果。

国债是指以国家财政信用等国家信用为基础,公开向市场筹集社会闲散资金,投入国家建设,是一种各国通用的有效的筹资方式。国债素有低风险、高收益的“金边债券”美称,因此,很受投资者们青睐。我们将国债与其他投资工具作一下风险与收益的比较分析,可以看出国债确是风险低、收益高的投资债券。

表 5.6.1 国债与其他投资工具风险收益比较

投资工具	投资收益	投资风险
股票	无法预测	极高、国家宏观经济影响、市场风险
房地产	无法预测	极高、国家宏观经济影响、行业政策风险
各种实业	10%左右	一般、国家宏观经济影响、行业政策风险
银行储蓄	10%	无、国家宏观经济影响
国债	15%	无、国家宏观经济影响

从 5.6.1 分析中可以看出国债与银行储蓄一样,基本上不受市场风险。在中央财政做到到期兑付保证的基础上国债投资收益是稳定的,国债利率较同期的银行储蓄利率高若干百分点是一种较银行储蓄更为理想的投资工具。

## 二、影响国债投资收益率的因素

众所周知,进行证券投资的目的,是为了得到较大的投资收益。而收益率高低反映了投资收益的大小。收益率就是衡量证券投资收益高低的比率,是反映一定量的投资本金每年所能产生的收益之百分数。影响国债投资收益率高低的因素有三个:即国债的票面利率、国债持有期限和国债的购买价格。这三个因素当中任何一个因素的变化都会对国债投资收益产生影响。

简单分析说明影响国债投资收益率的三个因素。

(1)国债持有期限,是指投资者从购买国债日到国债还本付息日或者到转让出手日之间的时间距离。国债持有期限一般用年度表示,即以持券月数除以12或持券天数除以365。不同国债持有期限里有着不同的投资收益率,也就是说,不同的国债持有期限给国债投资者不同的收益。

(2)国债的票面利率,是指发行国债时已确定的不同时期不同种类国债的利率。国债的收益率不等于国债票面利率,在票面利率固定的情况下,国债收益率的高低与国债购买价格成反比。在国债发行时,如果发行价格为面值的100%,此时的国债票面利率与国债收益率是一致的;如果发行价格低于票面价格,则国债收益率高于票面利率,反之,则低于票面利率。

(3)投资者在二级市场上购买国债,实际收益率与国债的票面利率也有很大关系。如果投资者在二级市场买入国债的价格低于票面利率和待偿期所决定的“理论价格”,则购买者的二手国债投资收益率就会相对偏高。举例说明,1991年的国库券票面利率为10%,在1992年7月1日的“理论价格”应为110元。如果,这时的国债市场价格低于110元,那么,二手国债的投资收益率就会高于票面利率,反之就会低于票面利率。假设当时的国库券市场价格为103元,若按此价格买入国库券,则购买者的收益率为13.11%。

分析以上影响投资收益率的三个基本因素之间的关系,可以得出以下结论:即投资者不仅可以在发行市场上购买国债以图收益而且还可以在正确计算投资收益率的前提下操作国债二级市场的投资来保证国债投资的流动性、收益性。

## 三、国债投资收益率的计算方法

投资者进行国债投资的情况有以下几种:在众多投资者当中,有的是于发行期内购买一直持有到期满偿还;有的是发行时购买中途卖掉;有的是中途在二级市场上购买二手券持有到期满偿还;有的是二级市场上购买二手券后,在到期以前再卖出。但无论投资者采取哪一种方式进行国债投资,国债收益率的基本计算公式是这样的。

国债收益率=(卖出价-买进价)÷期限×100%

下面,将把不同投资方式下的国债投资收益率的计算方式进行介绍:

(1)发行时购买并一直持有到期满时的投资收益率,即认购者年收益率的计算。其计算公式是:

认购者年收益率=[年利息+(100-发行价格)÷年数]÷发行价格×100%

有一点需要说明的是,由于我国目前的国债均是按票面价格(即平价)发行的固定利率债



券,并且到期一次还本付息,没有实行按年或半年结算制,所以发行价格为面值 100,公式中的年数为债券的期限。在这种特定情况下,把认购者年收益率的计算公式简化为:

认购者年收益率 = 年利息  $\div$  100  $\times$  100%,可以看出,在这种情况下,认购者年收益率与债券票面利率是相同的。

如果,当国债是以高于票面价格(即溢价)或者以低于票面价格(即折价)发行时,则认购者的年收益率就不等于票面利率。例如,某一期国债票面利率为 10%,它的发行价格为 100.25 元,期限为 10 年,则

$$\text{认购者年收益率} = [10 + (100 - 100.25) \div 10] \div 100.25 \times 100\% = 9.95\% < 10\%$$

如果,上例中国债以 99.75 元的价格发行,这时的认购者年收益率是

$$\text{认购者年收益率} = [10 + (100 - 99.75) \div 10] \div 99.75 \times 100\% = 10.05\% > 10\%$$

(2) 国债发行时购买,中途卖出时的收益率,即持有期间年收益率。计算公式为:

$$\text{持有期间年收益率} = [\text{年利息} + (\text{中途售出价} - \text{发行价格})] \div (\text{持有天数} \div 365) \div \text{发行价} \times 100\%$$

该公式是针对净价交易下收益率计算而言的,在全息交易下我国的情况是,由于买卖价格中含有利息因素,而且又是平价发行,则计算收益率的公式就变为:

$$\text{持有期间年收益率} = (\text{中途售出价} - 100) \div (\text{持有天数} \div 365) \div 100 \times 100\%$$

假设,投资者甲在发行期内购买 3 年利率为 9.5% 的 1992 年度 3 年期国库券,持有两年之后在二级市场上以 116 元的价格卖出,这时的甲投资者收益是这样的:

$$\text{甲投资者持有期间国债年收益率} = (116 - 100) \div 2 \div 100 \times 100\% = 8\%$$

在净价交易方式下,如果国债是折价发行的,比如投资者以 98.6 元购买 3 年利率为 5.2% 的债券,两年之后以 100.2 的价格卖出,这时投资者持有期间年收益率 =  $[5.2 + (100.2 - 98.6) \div 2] \div 98.6 \times 100\% = 6.085\%$

(3) 在二级市场购买二手券后一直持有到期满时的国债收益率,即按到期年收益率计算。

目前,我国对二级市场的二手券收益的衡量指标均采取的是到期收益率,从严格的角度来讲,以到期收益率来涵盖整个二级市场收益率是不尽合理的。但是,它对发行主体确定新发债券的利率或比较一级市场与二级市场的收益率有帮助。因此,发行主体多采用该种收益率。到期年收益率的计算公式为:

$$\text{到期年收益率} = [\text{年利息} + (100 - \text{购买价格}) \div \text{待偿年数}] \div \text{购买价格} \times 100\%$$

举例解释,投资者甲以每百元面值 98.6 的价格,从二级市场购买了待偿年限为 8 年、票面利率为 5.2% 的一种国债,并一直持有到期满这时甲的收益率为:

$$\text{甲投资者到期年收益率} = [5.2 + (100 - 98.6) \div 8] \div 98.6 \times 100\% = 5.45\%$$

在我国目前进行的全息交易价格形式下,到期年收益率的计算公式为:

$$\text{到期年收益率} = (\text{到期本息之和} - \text{购买价格}) \div \text{待偿年数} \div \text{购买价格} \times 100\%$$

举例说明此种情况时的收益率计算。例如根据上海证券交易所 1994 年 8 月 23 日国债交易行情,1992 年 3 年期国债价格为 119.5 元,该种国债的票面利率为 9.5%,则该种国债的到期年收益率为:

$$\text{到期年收益率} = [100 + 100 \times 9.5\% \times 3 - 119.5] \div (308 \div 365) \div 119.5 \times 100\% = 8.93\%$$

(4) 在二级国债市场上买进并在未到期前又卖出时的收益率,即买卖年收益率计算。

大部分投资者经常在国债二级市场上买卖国债,或者赚取同一个市场上低买高卖的价差

或者赚取不同地区市场价格的差价,此时的收益率的计算公式为:

买卖年收益率 =  $[(\text{年利息} \div (\text{卖出价} - \text{买出价}) \div (\text{从购买至卖出的天数} \div 365))] \div \text{买进价} \times 100\%$

举例说明,投资者甲以 112 元的价格买进一种票面利率为 12% 的国债,半年之后以 116 元的价格卖出,这时的投资收益率为:

甲投资者买卖年收益率 =  $[12 + (116 - 112) \div 0.5] \div 112 \times 100\% = 17.86\%$

在我国目前进行的全息交易情况下,因价格里含有了利息因素,所以,这种情况下的买卖年收益率的计算公式为:

买卖年收益率 =  $(\text{卖出价} - \text{买进价}) \div (\text{从购买至买出的天数} \div 365) \div \text{买进价} \times 100\%$

## 第五节 国债投资市场的购买力风险与投资收益

在上一节的内容中已经分别介绍了国债投资无风险的情况下的国债投资收益率计算方法。作为投资方式中的一个主要内容的国债投资虽说无风险或者说其有低风险,但有时也会出现一些难以避免的风险。这种风险因素主要来自于国债投资市场之外,其中主要有通货膨胀率、物价水平等,还有由通货膨胀引起的购买力风险等等。

购买力风险主要存在于具有固定收益率的投资,如债券(主要是国债、企业债券)、优先股和储蓄账户。购买力风险是指通货膨胀率使固定收入购买力下降的程度。假设一种期限为 20 年的债券(面值 1000 元),每年付息 100 元,而当时的通货膨胀率是 7%,这样,对于每年所持有的该种债券来说,每 100 元利息收入的购买力要比前一年贬值 7%;到第 5 年末,此 100 元将只值 71.30 元的购买力;到第 10 年末,其购买力将下降为 50.83 元;当该种债券 20 年期满时 100 元利息和 1000 元本金的实际购买力将分别为 25.84 元和 258.4 元。上例说明了持有固定收益证券所面临的一个重要风险——购买力风险。此风险往往会被以下事实混合不清:在通货膨胀时期,市场利率一般会上升,而具有固定收益率的未清偿证券(如债券)价格则会下跌。因此,投资者常会在购买力上蒙受损失,在资本价值上也会遭到未实现的损失,如果证券到期前售出,这种资本价值上的损失就会发生。

因此,考虑投资收益时,不但要认真进行投资收益率的计算、分析、研究工作,而且还应密切注意宏观经济和微观经济的发展过程,要特别注意间接影响国债投资收益的通货膨胀率,物价上涨水平以及由此引起的购买力风险等。要做到优化组合证券投资,分散风险,降低风险,使国债投资收益得到预期的投资效果。

## 第七章 国债投资的技巧

### 第一节 国债价格走势

国债投资是为了收益。你既可以在国债一级市场以发行价格购入一定期限与利率的国债,到期领取本息,获得收益,也可以在国债二级市场上以一定价格购入国债,而在持有一段时间后以较高价格售出,获取价差收益。但你无论采取哪种方式,收益总是同风险联系在一起的,这种风险的存在,主要是由于你投资的机会成本大于你的国债投资收益而引起的。

例如:王先生于1992年5月买入一批按年支付利息的5年期国债,该国债于1990年5月发行,面值100元,票面利率10%。王先生以96元/百元面值价格买入,并于1994年5月以98元卖出,王先生的收益率为:

$$\frac{100 \times 10\% + \frac{98 - 96}{2}}{96} \times 100\% = 11.46\%$$

如果同期银行存款的利率水平为14%,则王先生的此项投资机会损失为:

$$96 \times 14\% \times 2 - 100 \times 100\% \times 2 - (98 - 96) = 4.88 \text{ 元}$$

国债与股票有所不同,股票的风险大,而国债的风险相对较小,这是由国债的特点所决定的。国债的发行期内,其价格走势主要受下列因素影响:

(1)金融市场其它投资工具的收益水平(投资于债券市场的资金一般都在金融市场流转,不太容易直接进入资本市场,如创办实业等,因而投资者在进行各种收益比较时,主要考虑金融市场各种投资工具的收益水平)。

(2)宏观经济环境(宏观经济环境的好坏直接影响国债持有者的投资需求,进而影响国债的需求。如在宏观经济环境较好时,投资需求增加,国债持有者往往售出国债,筹集资金用于投资,致使国债供给大于需求,价格水平呈下降趋势;反之,情况则相反)。

(3)居民和法人收入水平或积余资金水平(这是债券市场的需求力量,而市场债券价格是由供求力量最终决定的)。

(4)债券期限或待偿期(债券市场收益,来自于货币的“时间价值”和债券的风险收益,债券待偿期时间的长短不仅与货币时间价值大小成正比,而且也与债券的风险高低成正比,所以,

总的来说,债券的收益水平必须与债券期限或待偿期长短成正比)。

(5)投资者金融意识(投资者缺乏金融意识使难于形成健全的市场,从而难于形成正常的市场价格)。

(6)交易成本(投资者的交易成本经常是双重的,即金钱的和心理的。交易成本是债券交易价格的一个组成部分)。

(7)国债市场发育状况(这一因素与上述各项因素是互为因果、相互促动的,特别是它还影响到资金和债券的自由和正常流动及局部市场供求力量从而影响价格水平的变化、市场信息传播、交易成本的大小等)。

在一定的时间、地点等条件约束下,宏观经济环境、居民和法人收入水平或积余资金水平、投资者金融意识、交易成本及国债市场发育状况是既定的,而金融市场其它投资工具的收益水平及国债的待偿期限是不断变化的。因此,在一定条件下,对国债价格起决定作用的主要是其它投资工具的收益水平及国债的待偿期限。其中,对国债价格影响最大的是利率水平,当利率上升时,国债的价格趋于下降,当利率下调时,国债的价格趋于上升。

国债最终是要还本付息的,因此它的风险性较小,你购买国债肯定不会血本无归,但所面临的机会损失仍需要每一位进入国债转让市场的投资者认真分析国债的价格走势,选择恰当时期进入国债转让市场,以获取较高的收益水平。

## 第二节 国债投资策略

针对不同的国债投资动机,投资人应采取不同的投资策略,制定不同的投资计划。

### 一、追求投资收益的策略

如果你手中有部分节余资金,存入银行,则只能获取利息收入,投资于其它金融证券,如股票,不仅风险较大,而且每年能获取的现金收益较低(因我国上市股票年终大部分以派发红股形式分红,而现金则派发较少),因此,你想投资于国债,获取风险性小于股票,而收益率又大于银行存款的收益。你可采取的投资策略有:

#### 1. 等期投资法

所谓等期投资,就是每隔一段时间,在国债转让市场买入一批国债,接连不断,这样,投资人可以在以后的每段时间内稳定地获得一笔本息收入。

例如:张先生于1991年10月买入一批1991年发行、3年期国债,于1992年10月又买入一批1992年发行、3年期国债,于1993年10月继续买入一批1993年发行、3年期国债,这样,从1994年开始,每年张先生都可稳定地获得一笔国债的还本付息收入。如果1994年张先生继续此项投资,则将持续地获得国债的本息收入。

#### 2. 三角投资法

所谓三角投资法,是利用国债投资期限不同,所获本息收益不同的原理,如果投资者若干年后需一笔资金,则此笔资金的筹集可用三角投资法。方法是每年投资一笔国债,第一年最

少,然后每年逐年增加,至若干年后一次得到全部还本付息的收入,达到筹集资金的目的。

例如:李太太打算在3年后买一部高级音响,而其每年收入有限,为了在3年内筹集这笔资金。她采用三角形投资法。如果购买音响的资金需要3万元,那么她在第1年必须投入一笔资金购买国债,以保证3年后该批国债可得本息收入1万元,所需资金是(假设国债待偿期限为3年,利率为10%)

$$\frac{10000}{(1+10\%\times 3)}=7692.31(\text{元})$$

第2年投入一笔国债资金,购买2年期国债,以保证3年后该批国债可得本息收入1万元,所需资金是(假设所购国债待偿期限为2年,利率为11.5%)

$$\frac{10000}{(1+11.5\%\times 2)}=8849.56(\text{元})$$

第3年,李太太为保证1年后有1万元的国债本息收入,所需资金为(假设所购国债待偿期为1年,利率为12%)

$$\frac{10000}{(1+12\%)}=8928.57(\text{元})$$

这样,第4年,李太太所购的全部国债均如期偿付本息,她得到3万元本息收入,买到了心爱的音响。

这种投资方法之所以称为三角投资法,是因为投资额逐年递增,而国债待偿期限逐年缩短,优点是可获得较高的收益,又能保证到期获得资金,用于投资。

## 二、保证投资安全的投资策略

国债是以国家的信誉作为保证的,因此,一般如不发生特大的政治、经济事件,国债投资的安全性是绝对可以保证的,在比较正常的政治经济环境中,投资国债不安全的因素只是通货膨胀的影响。因为往往在经济高速发展过程中,总是伴随着一定程度的通货膨胀,因此,如果国债投资过程中不考虑通货膨胀因素的话,所投资金将遭到损失。如国债利率水平为10%,而通货膨胀率为20%,则实际上投资者每年损失10%。在这种情况下,投资者一般应采取分散投资的方法。因为在经济高速发展,通货膨胀水平比较高的时期,企业的效益一般较好,因此,在二级证券市场上,企业股票的价格水平基本上呈向上涨的趋势,即处于所谓的牛市过程中,这时投资者可利用分散投资的方式,一部分资金投于股市,一部分资金投于国债,这样,可使在国债投资中因通货膨胀因素所损失的收益在股票投资上弥补回来。

例如,孙经理现有10万元节余资金,他想购入一批国债,但由于目前通货膨胀率已基本上与国债利率持平,都达到了12%,为使自己的投资增加安全性,他将5万元用于购买国债,用另外5万元买进市价为10元的甲股票5000股。1年后,甲股票价格升至每股12元,而通货膨胀率也达到14%,这时,孙经理所获的名义收益是:

$$\text{国债收益: } 50000 \times 12\% = 6000(\text{元})$$

$$\text{股票收益: } 5000 \times (12 - 10) = 10000(\text{元})$$

即共收益:16000元。而此时其实际收益(扣除通货膨胀因素的收益)

$$\text{国债收益: } 50000 \times (12\% - 14\%) = -1000(\text{元})$$

$$\text{股票收益: } 5000 \times (12 - 10) \times (1 - 14\%) = 8600(\text{元})$$

即实际收益为 7600 元,收益率为

$$\frac{7600}{100000}=7.6\%$$

如果孙经理则资金全部用于购买国债,则将损失:

$$100000 \times (12\% - 14\%) = -2000(\text{元})$$

即孙经理将损失 2000 元

### 三、保持流通变现能力的投资策略

如果投资者进入国债转让市场,此时为了将其节余资金暂时以国债形式保存,当需要时即转换为现金,既为保持流通变现能力,此时他进行国债投资所应采取的策略是将节余资金购买流通方便的国债。

例如,赵先生有一笔节余资金,日后可能随时要用,这时(1991 年),他到上海证券交易所想买一批 1987 年发行的国债,但却没买到,原因一是 1990 年国债上市交易使 1987 年的国债受冷落,二是 1987 年国债发行量少,加上交易价格低,原投资者大部分持券不抛。

所以,如为保持流通变现能力而购买国债,则应尽量购买流通变现能力强、收益率较高、交易量较大的国债。

### 四、寻求买卖价差收益的投资策略

这类投资者是国债转让市场上的主体,由于影响国债价格的因素复杂多变,因此,投资者必须采取恰当的投资策略,以确保投资收益。

#### 1. 等级投资计划法

等级投资计划法由股票投资技巧而得来,方法是投资者事先按照一个固定的计算方法和公式计算出买入和卖出国债的价位,然后根据计算结果进行操作。其操作要领是“低进高出”,即在低价时买进、高价时卖出。只要要债价格处于不断波动中,投资者就必须机械地按照事先拟订好的计划来进行国债买卖,而是否买卖国债则取决于国债市场的价格水平。

等级投资计划法是公式投资计划法中最简单的一种,当投资者选定一种国债作为投资对象后,就要确定国债变动的一定幅度作为等级,这个幅度可以是一个确定的百分比,也可以是一个确定的常数。每当国债价格下降一个等级时,就售出一定数量的国债。

例如:周先生选择 1992 年国债作为投资对象,确定每个等级国债价格变动幅度为 2 元,第一次购买 100 张面值为 100 元的国债,购进价为 120 元,那么每当国债价格变动到 118、120、122、124、126 元等时,按照国债价格下降时买进,上升时抛出的原则,根据等级投资计划法,当国债价格下降到 118 元时,周先生再买进 100 张国债,当价格继续下降为 116 元时,周先生继续买进 100 张国债,当国债价格回升为 118、120 元时,周先生每次卖出 100 张国债(假设 1992 年国债期限为 5 年,利率为 10.5%),这一过程如表 5.7.1:

表 5.7.1

期次	价格(元)	买进或卖出	净持张数	累计投入资金 (元)
1	120	买进 100 张	100	12000
2	118	买进 100 张	200	23800
3	116	买进 100 张	300	35400
4	118	卖出 100 张	200	23600
5	120	卖出 100 张	100	11600

从表 5.7.1 中可看出,周先生最初投入 12000 元购买 100 张国债,价格为 120 元,经过一段操作调整后,虽然国债价格最后还是 120 元,周先生仍持有 100 张,但他的投入成本已经不是 12000 元,而是 11600 元了,也就是说,周先生在这一过程中取得了 400 元收益。

等级投资计划法适用于国债价格不断波动的短期过程。由于国债最终还本付息,因此,其价格呈缓慢上升。在运用等级投资法时,一定要注意国债价格的总体走势,并且,国债价格升降幅度即买卖等级的间隔要恰当。国债市场行情波动较大,买卖等级的间隔可以大一些;国债市场行情波动较小,买卖等级间隔就要小一些。如果买卖等级间隔过大,会使投资者丧失买进和卖出的良好时机,而过小又会使买卖差价太小。同时,投资人还要根据资金实力和对风险的承受能力来确定买卖的批量。

2. 逐次等额买进摊平法

如果投资者对某种国债投资时,该国债价格具有较大的波动性,并且无法准确地预期其波动的各个转折点时,投资者可以运用逐次等额买进摊平操作法。

逐次等额买进摊平法就是在确定投资于某种国债后,选择一个合适的投资时期,在这一段时期中定量定期地购买国债,不论这一时期该国债价格如何波动都持续地进行购买,这样可以使投资者的每百元平均成本低于平均价格。运用这种操作法,每次投资时,要严格控制所投入资金的数量,保证投资计划逐次等额进行。

例如,周先生选择 1992 年 5 年期国债为投资对象,在确定的投资时期中分 5 次购买,每次购入国债 100 张,第 1 次购进时,国债价格为 120 元,周先生购入 100 张;第 2 次购入时,国债价格为 125 元,周先生又购入 100 张;第 3 次购进时,国债价格为 122 元,周先生购入 100 张;第 4、第 5 次周先生的购入价格是 126 元、130 元。如表 5.7.2

表 5.7.2

期次	价格(元)	购入张数	所投资金	平均成本 (元/张)
1	120	100	12000	120

2	125	100	12500	122.5
3	122	100	12200	122.33
4	126	100	12600	123.25
5	130	100	13000	124.6

到整个投资计划完成时,周先生购买国债的平均成本为 124.6 元,而此时国债价格已涨至 130 元,这时如周先生抛出此批国债,将获得收益为:

$$(130 - 124.6) \times 500 = 2700 (\text{元})$$

因为国债具有长期投资价值,所以按照这一方法操作,可以稳妥地获取收益。

### 3. 金字塔式操作法

与逐次等额买进摊平法不同,金字塔式操作法实际上是一种倍数买进摊平法。当投资者第 1 次买进国债后,发现价格下跌,第 2 次加倍买进国债,以后在国债价格下跌过程中,每一次购买数量比前一次加倍,这样就成了倍地加大了低价购入的国债占购入国债总数的比重,降低了平均总成本,这种买入方法呈正三角形趋势,形如金字塔形,所以称为金字塔式操作法。

例如,王先生最初以每张 120 元价格买入 1992 年 5 年期国债,投入资金 12000 元;以后在国债价格下降到 118 元时,他投入 23600 元,购买 200 张国债,当国债价格下降到 115 元时,他投入 34500 元,购买 300 张国债,这样,他三次投入资金 70100 元,买入 600 张国债,每张平均购入成本为 116.83 元,如果国债价格上涨,只要超过平均成本价,周先生即为抛出获利。

在国债价格上升时运用金字塔式操作法买进国债,则需每次逐渐减少买进的数量,以保证最初按较低价买入的国债的购入国债总类中占有较大比重。例如,投资者最初以每张 116 元的价格购入国债 300 张;以后在国债价格上升过程中,他按金字塔操作法进行投资,当国债上升到每张 118 元时,他购入 200 张,当国债价格上升到每张 120 元时,他购入 100 张,这样他投入资金 70100 元,购入 600 张国债,平均成本为每张 116.83 元,如果国债价格不低于平均成本价,他就可以获益。

国债的卖出也同样可采用金字塔式操作法,在国债价格上涨后,每次加倍抛出手中的国债,随着国债价格的上升,卖出的国债数额越大,以保证高价卖出的国债的卖出国债总额中占有较大比重而获取较大盈利。

运用金字塔式操作法买入国债,必须对资金作好安排,以免最初投入资金过多,以后的投资无法加倍摊平。

## 第三节 国债投资组合策略

国债投资的风险小,相对来讲收益也较小,股票投资风险大,相对来说收益也大。如果投资者在进入国债转让市场后,采用国债、股票投资组合的方法,可获取较高的收益水平而又不必承担太大的风险。因此,投资者可以采取国债和股票投资组合的方式,既避免承担太大的风



险,又可获得相对较大的收益。国债、股票投资组合策略可包括以下几种:

一、固定金额投资计划法

固定金额投资计划法,顾名思义,即制定一个投资计划,投资者据以把一笔资金分别用来投资于国债和股票,并把投资于股票的金额按股票的市价总额确定一个固定的金额和一个百分比,当股价上升使持有股票市价总值超过固定金额的这一百分比时,就出售股票的增值部分购买国债;同时,还应确定另一个百分比,当股价下降使股票市价总值减少量达到固定金额的后一百分比时,则出售国债来购买股票。

一般情况下,股价变动比国债价格变动大得多,所以在使用固定金额投资计划法时,是以股票的价格作为操作目标,股价下跌至固定金额的百分比时,则作出售国债调整;反之则作买进国债调整。从而,在整个操作过程中,投资者将获得投资收益。原因就在于股价的波动往往与国债价格是反向运动(从长期投资过程来看),当公司盈利增加,股价上升,同时银行存款利率上升,则债券价格会下跌;反之,债券价格会上升。这样,使用这种方法,买卖股票和买卖债券加以配合就可以获得价格差额,使投资者获得收益。

例如,某甲投资者拥有一笔投资资金 500000 元,他采用固定金额投资计划法,分别以相同金额 250000 元投资于国债和股票。并确定购买国债时的百分比率为 20%,出售国债时的百分比率为 10%。

根据两个百分比率,当股价上升使所持股票市价总值达 300000 元时,投资者应出售股票的增值部分购买国债;当股价下跌使所持股票市价总值低于 275000 元时就应出售国债购买股票。表 5.7.3 列出了几种可能的调整线:

表 5.7.3

单位:元

期次	股价	股票市值	国债总值	证券总市值	调整操作
1	25	250000	250000	500000	
2	30	300000	250000	550000	卖出市值
		250000	300000	550000	50000 元的股票
3	27	225000	300000	525000	买入市值
		250000	275000	525000	25000 元的股票
4	24.3	225000	275000	500000	买入市值
		250000	250000	500000	25000 元的股票
5	21.87	300000	250000	550000	卖出市值
		250000	300000	550000	50000 元的股票

投资者把股票市值和国债总值的固定金额分别确定为 250000 元,总值为 500000 元。在

第 2 期股价上升至 30 元/股,股票市值 300000,升到固定金额的 20%,则卖出增值部分 50000 元(300000—250000)买入国债,则国债总值增加为 300000 元;从证券总市值来看,增加为 550000 元。在第 3 期股价下跌至 27 元/股,股票市值为 225000 元,降到固定金额的 10%,则买入贬值部分 25000 元(250000—225000)卖出国债,则国债总值减少为 275000 元,证券总值虽有减少,但仍高于证券总值的原值 500000 元。这样,使用同样的方法,投资者可以通过调整操作,避免风险,获得收益。

但须指出,这种方法只适用于股价上下波动的股票,对于股价持续上升或持续下跌的股票都不适用。因为如果股价持续上升,投资者总是出售股票购买国债,会减少股票投资金额在投资总金额中的比重,相应减少投资者应获得的收益;相反,如果股价持续下跌,投资者不断购买股票出售国债,会减少国债金额在总投资额中的比重,增大投资的风险。

二、固定比率投资计划法

与固定金额投资计划法不同,固定比率投资计划法是将持有的股票总值与国债总值维持在一个固定的比率上,并以此进行调整操作。该固定比率随投资者的意愿、特点而有所不同,如果投资者属于偏好收益而甘冒风险者,则其确定的固定比率中,股票金额在总投资额中所占的比重高,而国债总额占比重低;如果投资者属于稳健型厌恶风险者,则股票所占比重较低,国债所占比重较高。如果投资者只要求适中的收益,并愿承担适度风险,则其投资于股票和国债的金额在投资总额中所占比重可以相等。

在确定了股票和国债投资的固定比率后,当股价上涨,导致股票总值增加超过股票金额所应占的比重时,则卖出增值部分的股票,买入相应数量的国债,以保持固定比率不变。同样,当股价下跌,使股票总值减少低于股票金额所应占的比重时,则买入增值部分的股票,卖出相应数量的国债。

例如,某乙投资者有 500000 元资金进行投资。乙属于要求风险和收益适中的投资者,则其确定股票投资和国债投资金额的比重为 50 : 50。并决定在股价上涨幅度达到 20%,即股票总值上升至 300000 元时卖出股票买入国债;并在股价下跌幅度达到 10%;即股票总值下降至 225000 元时买入股票卖出国债。表 5.7.4 列出了几种可能的调整线:

表 5.7.4

期次	股价	股票市值	国债总值	证券总市值	调整操作
1	25	250000	250000	500000	
2	30	300000	250000	550000	卖出市值
		275000	275000	550000	25000 元的股票
3	27	225000	275000	500000	买入市值
		250000	250000	500000	25000 元的股票

4	32.4	300000	250000	550000	卖出市值
		275000	275000	550000	25000 元的股票
5	29.16	225000	275000	500000	卖入市值
		250000	250000	500000	25000 元的股票

还须注意,固定比率投资计划法同固定金额投资计划法一样只适于股价上下波动的股票,不适用于股价持续上涨或下跌的股票。

三、可变比例投资计划法

可变比例投资计划法与固定比率投资计划法的不同处在于投资于股票与国债的资金比重不固定,而随股价波动而有所变动。

投资者使用此种方法时,首先应按照以往几年的股价或股价指数的平均水平确定一个中央价值,当股价指数与中央指数相等时,持有股票的市价总值与债券总值的比率为 50 : 50。当股价波动,股价指数超过中央指数时,则降低股票金额所占比重,提高国债金额所占比重;当股价指数下跌低于中央指数时,则提高股票金额所占比重,降低国债金额所占比重。以上属于标准型投资计划,即以中央指数为标准,只有当股价上涨超过中央指数或股价下跌低于过中央指数时才开始调整。而另外一种非标准投资计划法,并没有任何标准,只要股价上涨。便减少股票所占比重,只要股价下跌,便增加股票比重,从而变动股票、国债投资组合的比率。例如表 5.7.5

表 5.7.5

股价 指数	持有股票市价总值与国债总值的比率		
	标准型计划		非标准型计划
	股价上升	股价下跌	
300		30 : 70	30 : 70
250		40 : 60	40 : 60
200	50 : 50		50 : 50
150	60 : 40		60 : 40
100	70 : 30		70 : 30

运用可变比率投资计划法进行投资,必须密切关注股票行市的变动情况,及时调整股票、国债的比率,低价买入股票,卖出国债;高价卖出股票、买入国债(对于标准投资计划法还应根据中央指数来调整操作)。

## 第八章 国债的兑付

俗话说“有借有还,再借不难”。国债发行作为一种信用融资活动,在其发行之后,经过一定期限,发行者不仅要偿还本金,而且还要按原券面规定的利息率支付利息,这就是国债的还本付息,或称国债的兑付。国债的兑付,既是国债运行过程的最后一个环节,也是另一轮国债运行过程的起点,做好这一环节,既是保证国债正常运行的需要,也是促进长期运用国债信用方式的需要。本章以我国现实的国债偿付为背景,并吸收国外有益经验,通过介绍国债本息的兑付方式、兑付时机的选择、资金来源及其运作方法,来揭示国债兑付的运动规则。

### 第一节 制度、方式与时机选择

#### 一、国债的兑付制度

国债的兑付是指国家按照举债条件到期还本付息以终止债权债务关系的行为。这种行为的发生,必须遵循一定的规程,这就是国债偿还制度。那么,国债偿还应采用何种制度为好?从普通的国债偿还来看,可分为“强制偿还”和“自由偿还”两种制度。

所谓强制偿还制度,是指有关国债的偿还时期、数额、场所、方法及其他各种偿债条件,均按国债发行时所颁布的法令和契约规定而执行,政府不得任意变更。强制偿还制度的优点是:①定期定额偿还国债,可以维持国家信用,为将来继续发行国债奠定良好的基础。②债权人可以按规定保证收回本金并取得收益,这就能吸引更多的认购者。③定期偿还还可以减少负债累积额,避免政府财政的过重负担。但强制偿还制度也有不足之外:①强制按时偿还,政府缺乏选择偿债时机的余地,在市场货币流通量不足时,不能多还也不能早还;而在市场货币流通量过多时,不能少还也不能迟还。因此,不能有效地调节货币流通。②严格遵守国债偿还的有关法规的经果,有时不免加重筹资成本。如遇到财政发生困难,偿债能力不足时,政府可能另募高息国债偿还低息到期国债,或者干脆增发通货,这必然会对经济稳定和增长产生消极影响。

所谓自由偿还制度,是指政府对于国债的偿还时期、数额、方式、场所等条件,可以不受法规或契约的约束,均能自由选择 and 决定。自由偿还制度的优点是:①政府有充分选择偿债时机

的余地,可以根据偿债能力的强弱和货币政策的要求决定是否偿还、偿还多少和怎样偿还,使国债对经济的调节作用得到充分发挥。②由于政府对偿债数额不受约束,因而可以避免通过发行高息国债偿还旧债,不致于使财政过重的国债负担。但自由国债制度也有不足之处:①由于偿债无定期,会使负债总额不断累积起来,这将增大政府将来的偿债困难。②政府如凭借其权力随意改变偿债办法,使国债偿还的方针、政策无可遵循,可能会影响到国家的债信。

总之,国债的自由偿还和强制偿还各有其利弊。如果一国政府已养成了严格遵守信用的习惯,则可以采用自由偿还制度,使国家财政有伸缩的自由,可以较充分地发挥国债自由偿还制度的优点;如果一国财政有困难,国债常常未能按期偿付,政府当局又缺乏按期偿还债务的习惯,反不如采用强制偿还制度,有一定的规矩,更容易规范政府的行为。

## 二、国债的兑付方式

国债偿还时,虽然偿还的本金和利息都是固定的,但作为政府来讲,何时偿还,采用何种方式为好,是有选择余地的。何种方式将会对国民经济的发展或是适应财政状况起到何种促进作用,是确定偿还方式时的主要立足点。现在总结我国历史上所采用的方法和借鉴外国经验做法的基础上,结合近几年的创新,对中外国债的几种偿还方式作一介绍。

### 1. 市场购销法

市场购销法,是指政府根据国债市场的行情,适时购进国债,以此在该债券到期之前逐步清偿的一种偿付方法。在资本主义国家,它是一种主要的国债偿还方法。具体是政府通过中央银行的公开市场业务在证券市场上陆续收购国债。当某种国债期满时,绝大部分已被政府所持有,债券的偿还只不过是政府内部的账目处理问题了。

需要说明的是,该方法只适用于各种期限的上市公债,并以短期公债为主。另外,政府在市场上收购国债也要看时机,一般选择在市价低于国债票面金额之时,这样做,不仅可以减少政府支出,而且可以维持国债价格稳定,甚至能促其上升。

### 2. 抽签偿还法

抽签偿还法,是指在国债偿还期内,分年度确定一定的偿还比例,由政府按国债号码抽签对号,如约偿付本息,直到偿还期结束,全部国债中签偿清为止的一种方式。抽签又可分为一次性抽签和分次抽签两种。前者是指对政府发行的某期国债,在它到期前的某个时间举行抽签仪式,集中把各年度每次还本债券的号码全部抽出,予以公告。例如,我国 1981—1984 年发行的四期国库券,就采用一次抽签法。在这四期国库券的条例中,明确规定:国库券的还本付息,自发行后的第 6 年起办理,个人购买的,于 1986 年一次抽签,按发行额分 5 年作 5 次偿还,每次偿还总额的 20%,后者是指对政府发行的某期国债,按分批还本的次数定期抽签,以确定还本债券的号码,分几批还本,就分几次抽签。如我国 1950 年发行的人民胜利折旧公债、1954—1958 年发行的国家经济建设公债就采用的分次抽签法。

抽签偿还法可以缓解当时偿债过于集中的矛盾,但银行办理还本付息时,手续不胜其烦,同时不便于持券者确认手持债券哪年中签,哪年可兑取本金利息。再则,手持债券期限过长,不利于调动群众购买债券的积极性。因此,我国自 1985 年以后发行的国库券,均不再采用该种方式办理兑付。1984 年以前发行的国库券采用抽签分次偿还方法,已于 1993 年全部兑付完毕。

### 3. 按次偿还法

按次偿还法,是指政府对发行的国债,按号码的先后顺序固定偿还期跟,并按号码到期日进行偿还的一种方法。所以它又称为号码顺序法。

这种偿还方法的缺点是不利于国债的流通。因为一种国债,其偿还期限长短不同,收益率也就不同,相应地在市场上的买卖价格也就不同,所以不利于债券市场的稳定。按次偿还法多用于地方公债,如美国各州及地方政府发行的公债多数采用这种偿还法。原因是地方政府的公债通常不能流通。另外,以此法还债,可以迫使地方政府在发行时就要为以后的偿还作通盘的规划,以免到时发生财政赤字。按次偿还法的优点是便于认购者灵活作出决定。因为公债的到期日与号码先后有关,凡是原意作长期投资的人,可以购买到期较晚的债券,而想让资金处于流动状态的,则可购买到期较早的债券。

### 4. 一次偿还法

一次偿还法,是指政府对发行的国债实行到期后按票面额一次全部兑付本息的方法。我国自 1985 年以后向个人发行的国库券及政府的其他债券(如国家重点建设债券、保值公债、特种国债等)一般采用这种方式办理还本付息。

这种偿还方式与分次偿还方式相比,一是持券人手持债券相对来说是缩短了;二是银行操作手续简便,对到期国债,一手收券一手付现,既方便了银行又方便了债权人。但是,一次偿还法更容易受到通货膨胀的干扰。在缺乏保值措施条件下,政府支付给债券持有人的利息及其归还本金,虽货币数量未减,但由于通货膨胀因素,使持券人所得利息收入的实际购买力下降,假如采用保持贴补措施(1989 年发行的保值公债就在原定利率基础上增加了一个贴补点),又会扩大政府支出。

### 5. 提前兑付法

提前兑付法,是指当政府发行的国债尚未到期,但所积累的资金已充分满足所需资金时,即可由政府提前偿还债务的一种方式。但有时非属上述情况,而是为了解决某些特殊问题,一国也会发生债务的提前兑付。如我国 1988 年以前的国库券由于不能进入市场流通,国债券的持有者感到国债的变现很不方便。同时,国家规定国债券不能携带出境。因此,1983 年财政部和中国人民银行联合发出通知,规定在下列情况下可以办理国债券的提前兑付:

其一,当购买国家债券者(包括我国公民、归国华侨、港澳同胞以及在我国工作和定居的外国人购买的国债券)因全家出国定居,国债券按规定不能携带出境时,允许将出国者本人手持的未到期国债券提前到银行兑付。银行办理提前偿还业务时,首先要确认是出国者本人购买的国债券,同时在审查持券人的有关出国定居的证明之后,方可办理提前兑付。提前兑付的国库券,按照国库券条例规定的年利率计算利息,满 1 年的付给 1 年利息,满半年不满 1 年的付给半年利息,不满半年不付息。

其二,由于持券人保管不慎,造成国债券残破污损,已无法继续保存至兑付期,原则上可办理提前偿还。

由于 1988 年建立国债券流通市场以后,已基本上解决了国债券变现的问题,因此,1990 年财政部,中国人民银行又联合发出通知,规定从 1988 年起不再办理国债券提前兑付工作。

以上各种国债的偿还方法各有利弊,应当运用哪种,则要看理财者的理财水平和运用是否得当。如果能因时制宜的灵活运用,则可获得较好结果;如果仅拘泥于某一种方法,则产生的结果可能就较差了。我国采用过抽签偿还法、提前兑付法和一次偿还法,并以后者为主。市场

购销法目前尚未尝试。

### 三、国债的付息方式

从目前各国的普遍做法来看,国债的付息方式主要有贴现法、定期支付法和息票法三种。

#### 1. 贴现法

贴现法是指政府发行时先以低于国债面值的价格出售债券,以后不再另行付息,债券到期时,债务人按面值偿还,面值与发行价格之差即为国债利息。该方法往往用于短期的国库券发行。例如,政府将面值 100 元的 1 年期国库券以 90 元价格发行,1 年以后支付给持券人 100 元,其中 10 元的差额即为持有人的利息。从形式上看,贴现付息方式类似于银行发行的贴水金融债券。

#### 2. 定期付息法

定期付息法是指政府在国债发行时就规定好每隔半年或 1 年支付一次利息。定期付息的期限有长有短,次数也有多有少,也可待国债到期后,息随本付,一次结清。该方法多用于中期国债的发行。定期付息类法似于银行的定期储蓄付息法。它的优点是手续简便,政府举债的成本较小。缺点是付息速度较慢,债权人不能灵活、自由地取得利息收入。

#### 3. 息票法

息票法是指政府在所发行的国债券上附有一张规定可以取得利息的凭据,即息票。国债持有人只要定期剪下息票,凭此便可在有关办理国债兑付业务的场所支取利息。这种方式对债权人而言,可避免通货膨胀的影响,因此,它多用于长期国债的发行。但就国家来说,手续较繁琐,国债付息的成本较高。

从我国的情况看,50 年代采用过息票法(经济建设公债),80 年代以来采用的是定期付息法,贴现法在我国尚未采用。随着我国国债品种的增多,特别是短期国债券的发行,应考虑尝试这种付息方法。

### 四、国债的偿还时机

何时偿还国债最为恰当?这就是国债偿还时机的选择问题。一般而言,国债的偿还时间是作为基本发行条件之一预先就规定了的,一旦期限届满,国家就应还本付息。但在实际生活中,可能由于各种原因促使政府提前或推迟国债的偿还,以期达到既有利于国,又有利于民,或有利于民而无损于国,或有利于国而无损于民的目的。

影响国家偿债时机选择的因素主要有两个方面:

其一是政府的偿债能力。所谓偿债能力是指一国在一定时期内可以清偿国债的财力。年度的偿债能力主要是由新增财政收入的多少决定的,但是新增财政收入并非全部是用于偿还国债的,所以偿债能力主要取决于一国财政收入的增长速度以及财政支出的分配结构。倘若偿债能力较强,自然是还本付息的好时机,而若政府偿债能力不足,那么对于即将到期的国债应尽可能地通过调换而延期或减息,否则就会对财政预算的编制和执行产生巨大的冲击力,从而影响财政收支平衡和经济的稳定。

其二是经济发展对货币政策和客观要求。与国债的发行相反,国债的偿还对于市场货币

流通具有扩张功能,因而国债偿还对于经济发展可能是雪里送炭,也可能是火上加油。当市场货币供应不足时,对到期国债进行还本付息,无疑对稳定利率,刺激经济发展有一定的作用;而在市场通货过多时,到期国债的偿还会进一步引起通货贬值,对国民经济的稳定造成不良影响。

结合考虑以上两方面的因素,即偿债能力与国债偿还效应综合影响,可以看出:经济开始回升之时,也就是偿债的最好时机。因为在这个时候生产发展,流通扩大,政府的税收收入有可能较快地增长,偿债能力有显著增强的趋势。同时,此时市场通货尚不充足,为促进市场供求关系的协调,应适当地刺激有效需求,所以正好可以利用国债偿还所带来的扩张效应。而在经济停滞与衰退之时一般不宜偿还国债,因为这时物价低落,信用呆滞,市场上游资充斥,有效需求过多,因而此时偿还国债显然是极为不明智的。况且,由于这一时期流通受阻,企业收入减少,若政府为偿还国债而加重税收,无疑是雪上加霜。即使这个时候政府有一点新增的财政收入,也应首先满足一般性开支增长的需要。所以,政府在选择偿债时机时,应密切注意经济发展的周期性变动。

## 第二节 资金来源与偿债额的计算

### 一、国债兑付的资金来源

国家债券无论采用何种兑付方式偿还,都必须有一定的资金来源。这种资金来源一般不外乎如下几种:

#### 1. 经常性预算收入

即在经常预算中用经常性预算收入安排当年应偿债务支出。由于税收是经常性预算收入的主要来源,以前发行的到期国债,要用现在的税收来偿还,现在发行的国债,需用以后征收的税收来偿还。因此,国家债券资金的实质是变相的税收,或延期的税收。偿债资金以经常性预算收入为源,虽能在一定程度上确保国债按期偿还,但因各年应偿债务量不同,甚至会出现骤升骤降的情况,很有可能影响经常性支出的稳定性,从而打破经常预算的收支平衡。于政府的社会管理职能的稳定履行不利。

#### 2. 预算盈余

即政府以上年预算收支的结余部分用于偿还国债的本息。结余多,则偿债亦多,结余少则偿还亦少,若预算执行无结余只好不偿还。可见,这种偿债来源很难保证国债偿还计划的顺利完成。上年预算有否盈余事先是不能测定的,且盈余数与国债偿还数也不一定一致。因此,用预算盈余偿还国债一般只适用于通过买销法偿还永久国债。况且从各国实际情况来看,由于政府职能的不断扩大,预算支出不断增加,预算有盈余者不多,即使有此盈余,也难以偿还规模不断扩大的国债数量。因此,从根本上说,预算盈余充其量只能作为偿还国债的一部分资金来源,而不能成为主要来源。



### 3. 举借新债

举借新债,就是政府通过发行新的国家债券来替换旧的国家债券。以新债收入作为偿还旧债的资金来源,往往是在政府财政拮据时使用。这种以新换旧,其新债往往要变更原有国债的发行条件,如利息率、偿还期限等。采用这种方法,能够推迟政府实际偿还时间,还有可能增加债务余额,延缓偿债负担,暂时度过偿债高峰。但是,它很难减轻债务,同时需要有良好的债信和比较发达的金融市场等社会经济环境。假如债信不高,则要以较高的利息支付作为以新换旧的代价,从而加重未来财政负担。

### 4. 偿债基金

偿债基金,是指由政府预算设置一种专项基金,专门用以偿还国家债务。即每年从财政收入中拨出一笔专款设立基金,交由特定机关管理,专作偿债之用,而且在国债未还清之前,每年的预算拨款不能减少,以期逐年减少债务。

设置偿债基金偿还国债,虽然操作程序复杂些,但却为偿还债务提供了一个稳定的资金来源,可以平衡各年度还债负担,使还债带有计划性和节奏性。从表面上看,设置偿债基金可能减少一定时期国家预算可以直接支配的收入,但是如果把国债发行当作一个较长时期的财政政策,从长远的角度看,偿还国债每年都会发生,偿债基金可以起到均衡偿还的作用。如果偿债基金有结余,国家可以在短期内暂时有偿使用它们而不会使之闲置,从而建立起一种“以养养债”机制。并且,设置债务基金可以把政府的正常预算收入和债务收入、使用、偿还分割开来,有利于掌握借入资金的投向和使用效果。随着我国国债运用的长期化和债务累计额的逐年增长,以及复式预算制度的不断完善,建立偿债基金制度将成为必要和可能。

除了上述四种偿债资金来源之外,发行纸币,用通货膨胀税来偿债,也是政府偿债资金的一种特殊来源。它虽然具有手续简便、成本最低的特点,但危害也最大。

## 二、西方各国的减债基金制度

关于政府如何清偿债务的问题,古典经济学派的代表人物亚当·斯密和大卫·李嘉图等都主张建立“减债基金”(Sinking Fund)。所谓减债基金,就是国家以法律规定,每年从预算中划出一个专用的部分设立一笔基金,作为偿债之用,由于在国债未完全清偿之前并不减少预算拨款,以期逐年减少债务,故称为减债基金。这个办法原是英国政府于1716年首先采用的。1786年,英国政府又根据理查·普莱斯(Richard Price, 1723—1791)的建议,用复利累积办法筹集减债基金。其内容是:政府每年从预算中拨付定额基金,在市场上回收国债,以逐年减少公债累积额。对已回收的国债仍计利息,此项利息连同次年新拨基金继续回收国债。当时的英国首相威廉·佩第对普莱斯的建议深信不疑,同年英国下院通过决议,举债100万英镑,并接着颁布了一条法律,规定积累25万英镑作为减债基金,并名之为佩第减债基金。这种减债基金法在18世纪末叶曾流行于其他资本主义国家。

目前世界上许多国家都实行减债基金制度,但现行的减债基金办法已与原来的大不相同,现行制度中只是每年由政府拨出一定数额资金,指定作为偿债之用,而不再对已收回的国债计储利息。下面分别对英、法、美、日等国减债基金制度作些简单的考察。

### 1. 英国的减债基金制度

如前所述,英国是世界上最早建立减债基金制席的国家,纵观其发展史,大致可发三个阶

段。第一阶段是 1716 年开始把暂时性税收改为永久性税收的方式筹信减债基金,并将原来发行的 5 分利国债以 6 分利计息,多出来的利息也并入基金。这一制度延续至 1735 年,最后以减债基金被挪用而告终。第二阶段是 1786 年威廉·佩第首相重建减债基金制度,直到 1829 年结束。第三阶段是现在所实行的国民公债基金制度。它是由 1966 年以前的所谓“线下预算”转化而来的,基金由收入与支出两部分组成,收入来源主要是每年的常规预算拨款和国库剩余。这显然与普莱斯建议制定的减债基金制席大不相同了,实际上已成为国家的第二预算。

## 2. 日本的减债基金制度

日本减债基金制度创建于明治十二年(公元 1880 年),当时制定的国债偿还办法规定,从一般会计中每年转入约 2000 万日元作为减债基金,用来回收国债。日本现行的减债基金制度是 1967 年设立的,国债整理基金主要来源于三个方面:一是从一般会计中按上年初国债余额提取 1.6% 的资金转作偿债之用;二是把一般会计决算中的财政结余按一定比例转入整理基金,比例的高低根据当时的情况而定,过去一般为 50%,近几年由于财政结余多被安排他用,很少用于补充整理;三是根据实际需要,一般会计预算每年还要安排一定款项充入整理基金。

## 3. 美国的减债基金制度

美国的减债基金制度开始于 1790 年,当时以吨税及入口税收为主要拨充基金。1792 年扩充后的基金来源有四部分组成:①若干数量的税收收入;②出售公地的收入;③在国会下次开会以前各年中所积存的各种经费;④美国各银行的政府官股除去该银行的借款利息后的股利。美国的减债基金制席使国家债务总额越来越大,直到 1802 年政府对减债基金制度作了一定修改后,情况才有所好转。

## 4. 法国的减债基金制度

法国于 1816 年开始设置减债基金,每年从邮政及印花登记的税收入中提取 2000—4000 万法郎用于回收国债。但由于国债价格因政府的购买逐渐上涨,甚至超过面值,造成政府负担加重。所以,1866 年法国不得不改革减债基金制度,其主要内容是扩大基金收入来源,即以森林收入、铁路运输税收入及减债基金本身拥有的国债利息的复利收入作为主要来源,以此继续收购国债。1971 年,法国政府为了维持信用,又制定了一个“国防公债偿还基金”,这是属于减债基金性质的,还规定每年在预算中确定 10 亿法郎,加上上年财政结余列作基金,用于回收国债。

西方各国建立减债基金制度后,主要在两方面发挥了作用:一是有利于国民对国债政策的理解和信赖,从而在一定程度上提高了国家偿债信誉;二是可以平衡各年度的还本付息负担。从而能避免偿债高峰的到来。这无疑对促进财政收支平衡和国民经济的稳定发展具有积极作用。

但各国的偿债基金制度也暴露出了两方面的问题:其一是设制减债基金偿还国债,实际上属于强制偿还制度,它不管国家财政状况如何,每年定额拨出一笔资金,这样做缺乏弹性,也无法对整个预算支出规模及其结构作出必要的调整;其二是政府以减债基金购买国债,固然有利于抑制国债价格的暴跌,但逐年回收国债,国债的平均价格则会上升,致使政府偿清预定国债的计划往往落空。

### 三、国债偿债额的计算

国债的偿还额主要取决于三个因素：即国债的本金、利息率和偿债期限。偿债额与这三个因素成正比例函数关系：国债的本金越大、利率越高、偿还期限越长，则偿债额越大，反之，偿债额则越小。

偿债额的计算方法有两种：一种是以单利计算，另一种是以复利计算。在我国，前者一般适用于政府对内发行的国债，后者则适用于我国对外举借的债务。

#### 1. 单利计息的偿债额的计算

单利，是指在计算利息时，不论期限长短，仅按本金计算利息，所生利息不再加入本金计算下期利息，其公式为：

$$s = P(1 + nr)$$

其中：s 代表本息之和（国债偿还额）；

p 代表本金（国债发行量）；

r 代表国债利息率；

n 代表年限（国债偿还期）。

〔例题〕：我国政府 1989 年发行保值公债 120 亿元，本金偿还期限为 3 年，利率为年息 14%，从交款之日开始计息，满 3 年连本带息一次偿还。试计息 1989 年保值公债到期的偿还额。

〔解〕 1989 年保值公债到期应偿还的本息之和（偿还额）为：

$$s = 120 \times (1 + 3 \times 14\%) = 170.4 \text{ 亿元}$$

#### 2. 复利计算的偿债额的计算

复利，是指计算利息时，按一定期限（如 1 年），将所生利息加入本金再计算利息，逐期滚算。其公式为：

$$s = p(1 + r)^n$$

式中字母含义与单利计算公式相同。

承上例，按复利计息方式，则 1989 年保值公债到期应偿本息之和为：

$$s = 120 \times (1 + 14\%)^3 = 177.79 \text{ 亿元}$$

由此可见，按复利方式计算的偿债额比采用单利方式计算的偿债额要大的多。

## 第三节 我国国债的兑付

### 一、国家债券的兑付规程

#### 1. 国债兑付机构、兑付期和兑付资金的拨付

（1）兑付机构。1990 年以前，国库券还本付息主要由各个专业银行的柜台进行。由于银

行系统的网点有限,出现了群众兑付难的问题。1990年国务院决定对国库券实行多渠道办理。即变银行一家兑付为财政、银行、邮政三家负责兑付。初步解决了兑付难的问题。目前国债的兑付工作由财政系统的证券公司、信托投资公司、国债服务部、国债事务所的网点;邮电部门、投资银行的国债兑付代办点和专业银行的代办点;专业银行、交通银行的柜台多渠道办理。为了适应工作量增加的情况和满足群众及时兑付的需要,各地一般要求凡是办理对外营业的办事处、分理处、营业所、储蓄所,以及城市信用社、信托证券部、邮政储蓄柜台等,都要办理兑付业务。

1994年,到期的国债有1991年发行的国库券和1989年发行的特种国债。国家规定1991年的国库券由银行和邮政部门的储蓄网点、财政部门的国债服务部,以及证券公司、信托投资公司的证券部、城乡信用社等机构和网点多渠道办理兑付;1989年特种国债由原来办理发行的财政部门办理兑付。

#### (2) 兑付期。

①集中兑付。由于兑付资金的结算应该和财政年度保持一致,国库券的兑付期一般为7月1日到9月30日,特种国债的兑付期为6月1日到9月30日。

②常年兑付。集中兑付结束以后进入常年兑付期。常年兑付期为10月1日到次年的6月30日。常年兑付发生的资金结算纳入下一年度管理。

(3)兑付资金的拨付。兑付资金的拨付,采取在兑付期前由财政部发文下达资金指标,随后以调度款的形式拨付。地方总会计收到资金款后,即拨付到国债主管职能处及下一级财政的职能部门。常年兑付资金的拨付通常晚于集中兑付资金的拨付。1989年规定由各地暂时垫付,次年一并结算,1992年后改为于下一年初另行拨付,当年已经拨付的常年兑付资金,在兑付期开始后纳入正常兑付资金渠道统一管理和核算。

(4)兑付资金的结算。兑付期结束后,各省、自治区、直辖市的国债主管职能处应在50天内将兑付账务结清,于次年1月20日前将全部剩余兑付资金缴省级预算总会计。财政部国债司根据省级总会计的账务结清报告下达当年国债还本付息决算。地方总会计根据财政部下达的决算冲转“与中央财政往来”科目。

### 2. 国债的兑付程序

(1)确定兑付政策。兑付政策通过在发行条件中事先确定。主要有利率水平、期限等基本规定。

(2)财政部发出还本付息公告。并制定具体的还本付息办法下达各地。

(3)兑付的组织形式。目前兑付组织工作的基本组织形式是:多渠道兑付;集体兑付;兑付小组深入基层兑付;常年兑付。

#### (4) 国家债券的兑付手续。

①个人购买国债到期兑付。持券人购买国债到期需办理兑付手续时,尽量在当年兑付期(每年7月1日到9月30日)内,根据银行或各兑付网点贴出的公告,认真核对手持的国家债券是否属于当年兑付的范围。对按交款日期计息的国债(如1989年的特种国债、保值公债),还要看签发日期是否已到可以兑付的日期,然后根据手持的国家债券,填写“个人国家债券兑付清单”一联,连同到期国家债一起交兑付机构经办人员。经办人员审核债券与所填“兑付清单”无误后,进行配款,并经复核后由初收人员将本息款交持券人,“兑付清单”留下做轧账凭证。

②单位购买国家债券的到期兑付。单位持国家债券到银行及其他网点兑付本息时,应填写“单位国家债券兑付清单”三联,与债券一并交经办专柜办理。经办专柜初收人员除应按有关规定清点金额,审查债券是否到期和鉴别真伪外,需按年利率计算应付利息金额,填入“兑付清单”的利息栏目中,同时由经办人员盖章后,连同债券交复核员。复核员审核后,在债券的正面加盖“付讫”戳记,在三联“兑付清单”上加盖“转讫”章和个人名章,将其中一联交专柜办理转账,一联退交单位,另一联留存。已兑付的国家债券并入个人已兑付的国家债券一起。

单位办理职工集体兑付国家债券时,只是在“兑付清单”上注明“现金付讫”,其他程序基本不变。

③国家债券收款单到期的兑付。收款单是国家债券的一种凭证形式。它一般对购买国库券在千元以上金额较大的个人或单位所签发的债券凭证。无论是个人或是单位持国家债券收款单必须到原签发银行兑取本息,应分别按个人或单位填写“××年度单位(或个人)××债券收款单兑付清单”一式三联,个人兑付时只填二、三两联,交经办专柜查验。经办银行首先应辨别是个人还是单位购买,其次确认是否本行签发的,然后抽出原留存的收款单位存根联与其核对,计算应付利息(即本金×年利率×期限),填入收款单位收据联和存根联的记录栏内(要求大写),然后由经办人员共同签章后交复核员审核。复核无误后,属于个人办理兑付的,均由复核员按本息合计金额配款,并在“兑付清单”、收据联和存根联上加盖“付讫”戳记和名章,将收据、存根联暂时留存,第三联“兑付清单”连同本息款通过初收人员交持单人,第二联“兑付清单”由初收人员留存。

对于单位购买国家债券的收款单,属于分期兑付的,按每次应兑付的比例,先计算还本金额;填入兑付结余栏。复核员对所有凭证复核盖章后,将“兑付清单”第一联交专柜办理转账,第二联留存;第三联与收据联一并退交单位。对于一次性还本付息(含分期兑付在最后一次兑付的)的收款单收据联、存根联正面加盖“转讫”戳记暂时留存;属于分期兑付的收款单存根联,余额与表外科目余额核对相符后,仍应专档妥善保管,待下次兑付。

(5)编写兑付报告。兑付报告主要是通过报告制席及时了解兑付中发现的问题,以便及时采取有效的措施加以解决,并以此来检查和验收各地兑付工作。它具体又分兑付进度报告(包括旬报和月报)和兑付收尾报告两种。

(6)兑付工作的检验。兑付本息支付额等于收回的国债总面值乘以利息率是兑付工作的基本检验。包括两个方面:一是还本付息数额应和券面值和利率存在对应关系。要求报告中还本付息的利息小计=本金×利息率;本息合计=本金小计+利息小计;二是《年度财政部门兑付国债券汇总清单》中本金数额应和《财政部门国债销毁情况表》中的销毁国家债券数额一致。

## 二、行政事业单位、地方政府兑付国家债券本息的会计账务处理方法

### 1. 事业行政单位用预算内资金购买的国家债券的兑付

(1)兑付的本金收入一律送存开户银行。实际限额拨款单位,冲减当年银行支出数;实行划拨资金单位,增加经费存款。会计分录为:

限额拨款单位:

收:经费限额

付: 有价证券(预算内)

划拨资金单位:

收: 经费存款

付: 有价证券(预算内)

(2) 兑付的利息收入, 纳入预算外资金管理。会计分录为:

收: 预算外收入

付: 其他存款

2. 地方政府用预算内资金购买国债的兑付

(1) 兑付本金收入, 财政机关总会计作恢复国库存款处理。会计分录为:

收: 国库存款

付: 库存有价证券

年终时, 冲转资金来源类“购入有价证券”科目, 作恢复结余处理。总会计分录为:

收: 预算结余

付: 购入有价证券

(2) 兑付的利息收入, 作为地方财政预算外资金, 由地方政府统一安排使用。会计分录为:

收: 预算外收入

付: 预算外存款

3. 行政事业单位和地方政府用预算外资金购买的政府债券

兑付的本金和利息收入, 作恢复和增加预算外存款的处理。

单位预算会计分录为:

收: 其他存款

付: 预算外收入

总预算会计分录为:

收: 预算外存款

付: 预算外库存有价证券

年终时, 总预算会计作如下分录:

收: 预算外结余

付: 预算外购入有价证券

以上主要介绍的是全额单位兑付国家债券的账务处理方法, 差额单位和自收自支单位的会计账务处理可以以此类推, 只是个别科目名称有些差异。

### 三、完善我国国债兑付机制的建议

我国自建国以来, 已多次发行国债。50 年代发行的国债本息均已于 1968 年全部还清。随着我国国债规模的扩大, 国债的偿还已成为一项重要的经济工作。但是, 由于我国在债务理财方面经验不足, 加上受客观条件的限制, 在债务偿还上还存在一些问题: ① 债务偿还期限过于集中。从我国国债发行期限看, 一是期限多为中期 3—10 年, 二是期限逐渐变短, 从 10 年缩短为 5 年, 又缩短为 3 年。这样 1991—1994 年成为偿债高峰期, 至少有 3 个年度发行的国债到期偿付本息, 使财政难以承受, 使办理还本付息的业务单位的工作量猛增, 难免出现一些兑

付难的现象。②还本付息方式单一。我国 1981—1984 年的国库券全实行比例偿还法,而从 1985 年开始发行的国债则一律实行一次偿还法。这种做法由于不能根据国债的期限、种类灵活选择偿债方式,就免不了出现偿债高峰,也不利于发挥国债调节经济的作用。再从付息方式看,不管何种国债,我国一律采用定期付息法,基本上是随本金一起支付的,由于付息速度较慢,债权人的利益难免受通货膨胀的影响。③偿债来源主要依赖于预算的直接拨款。由于国债偿还数额的不断增大,这对经常性预算的平衡冲击很大。

针对以上三方面的突出问题,结合世界各国国债偿还的经验教训,今后应从以下几方面完善国债的偿还机制:

(1)实施国债的调换政策,及时把握偿债时机,最大限度地错开和避免偿债高峰期。

在国家财政状况较为困难的条件下,对于集中到期的国债可通过发行转换债的形式延期偿还一部分债务。可把偿债高峰化解。当然从财政上看,实行调换政策可能会增加一些负担,但若从长远考虑,这样做还是可取的。另外,随着我国国债规模的扩大,国债种类的多样化以及国债二级市场的发展,及早运用调换政策也有助于政府在证券市场上进行公开市场业务的操作,这就从另一方面为国债的偿还创造了良好的市场条件。再有,为了避免偿债高峰期,政府也可选择在市场货币供给不足时或经济增长较快年份提前偿还一部分集中到期的国债。

(2)根据不同国债特点,采用多种还本付息方式,以满足不同认购者的需要。

从本金偿还方式上看,由于我国国债种类的日益增多,各种国债的发行目的、发行条件的不同等,可同时采用多种方法偿还国债(或以一种方法为主兼用其他方法)。与此同时,也应根据国债期限的长短,采用多种付息方式。可参照世界上多数国家的做法,即对长期国债实行息票制,对短期国债可实行贴现方式,对于中期国债仍然保留现行的定期付息法。以保护国债认购者的合法利益,充分发挥国债对国民经济的积极作用。

(3)建立国家债务基金预算,妥善安排稳定可靠的偿债财源,减弱国债偿还对预算的直接冲击力。

借鉴国外的经验,并结合我国的具体情况,通过建立国家债务基金预算,以均衡以后各年度的国债负担,加强还债的计划性,使国家财政不至于因为偿债高峰的到来而受到过大压力。这同时也有助于提高政府的债信。我们设想的偿债基金预算中的收入和支出项目可见下表所列示内容:

表 5.8.1 国债基金预算

收入项目	支出项目
1. 每年新发行的国债收入 2. 每年从国家预算中按国债余额的一定比例拨付一笔资金 3. 中央财政的特殊收入: ① 国有资产出售收入 ② 税收财务大检查收入 ③ 历年财政结余 ④ 其他一次性收入 4. 国家债务基金的贷款利息收入	1. 国债的还本付息 2. 用于生产性建设项目的贷款
余额	

## 第九章 国债的贴现和抵押

### 第一节 国债的贴现问题

#### 一、国债的贴现

国债贴现是指国债持有人在国家债券到期之前,以贴付利息的方式向银行或其他金融机构转让国家债券、兑取现金的融资活动。

国债贴现对于持有者来说,是出让国家债券提前收回投资;对于银行来说,则是对国家债券持有者提供银行信用。

当国债持有人急需资金时,他可做这样的选择:或者以手中的国家债券作为抵押物向银行或其他金融机构借款;或者转让国家债券,放弃国债的所有权来换取现金。如果选择了后一种办法,转让所持有的国家债券,那么又有两种转让的途径:

(1)到国债交易市场上卖出手中的国家债券。

(2)到银行或其他金融机构办理国家债券的贴现,由银行按照一定的贴现率从债券金额中一次预先扣除贴现利息,将其余额付给原持有人。

国债持有人以不同的途径转让国家债券,他所获得的利益可能是不同的。

在国债交易市场上卖出国家债券,获得现款的数额取决于国家债券的交易价格,即国家债券在市场上自由买卖的市场价格。国债交易价格与国家债券的名义价值并不一定一致,它往往高于或低于名义价值。其变动主要取决于两个因素:它能带来的利息收入和当时的银行存款利息率,计算公式如下:

国债交易价格 = 债息收入 / 银行存款利息率

即国债交易价格与债息收入成正比,与银行存款利息率成反比。

此外,国债交易价格还受供求关系的影响,当国家债券供不应求时,其价格会上涨;反之,供过于求,其价格将下跌。

国债贴现后所能获得的金额主要取决于贴现率。贴现率是贴现利息与国债到期时所得款项的比率,通常是由政府规定的,在一定的时期内基本固定不变。国债持有人以未到期国家



债券向银行申请贴现时,银行从债券面额中按一定的贴现利率扣除自兑现日起到期日止的利息,其余金额为实付的贴现金额。

即,实付国债贴现金额=国债至期应得款项-贴现利息

贴现利息=国债面额 $\times$ 贴现率 $\times$ 国债到期期限

由此可见,当国债持有者选择不同的变现途径时,会获得大小不等的利益。于是就需要进行一定的比较分析,来决定以何种方式转让国家债券更为有利。

## 二、国库券贴现的有关规定

在财政部已发行的几类国债中,只有国库券有过关于贴现的规定。

在 1988 年以前,我国国债的转让市场没有开放,为了解决持券人在国库券到期前急需资金的问题,中国人民银行制定了《1985 年国库券贴现办法》,其主要内容有:

### 1. 国库券贴现的对象和条件

国库券的贴现,限于个人购买的 1985 年发行的国库券。个人购买的 1985 年以前年度发行的国库券,以及单位购买的国库券不办理贴现。

同时,国库券必须由购券人保存 2 年后方可办理贴现。

### 2. 办理国库券贴现的机构

国库券的贴现业务,由中国工商银行、中国农业银行、中国银行的各省、自治区、直辖市分行指定所属分支行及城市办事处、分理处、农村营业所办理。

### 3. 国库券的贴现办法

持券人办理贴现,需持有本单位证明和足以证明本人身份的证件,并填写国库券贴现申请单,进行相关手续的办理。

### 4. 贴现率

贴现率由中国人民银行规定,1985 年国库券的贴现率为月贴现率 12.93%。各办理贴现业务的银行都必须按照统一的贴现率执行,不得自行变更。

### 5. 贴现期与贴现利息

贴现期从贴现月份算起,截至国库券到期月份止。贴现利息按月计算,不满 1 个月的,按 1 个月计收。

可以看出,这一办法将国库券贴现率定得很高,月贴现率为 12.93%,年贴现率为 15.516%,这就会使办理贴现的国库券持有人蒙受很大的损失。但是,在当时国债交易市场尚未开放的情况下,贴现是唯一合法的转让途径,可以解决国库券持有人资金周转的燃眉之急。

1988 年 4 月开始,我国开始进行开放国库券转让市场的试点。到 1990 年,国债转让市场全面开放,居民所持有的国债券基本上都可以上市转让。随着国债转让市场的发展,国库券已逐渐退出了贴现市场。显然,在国库券可以方便灵活地上市转让的条件下,贴现已不是最佳的变现途径。

## 第二节 国债的抵押问题

### 一、国债的抵押

抵押的原意是指在债务人向债权人借债时,由债务人向债权人提供一定数量 and 价值的财产作为到期清偿债务的物质担保。到期后,如果债务人不能偿还或无法按期偿还所欠债务,债权人有权处理债务人用作抵押的财产作为补偿。能够用于抵押的财产,包括所有权属于债务人的房屋等不动产、文物、生产设备和生产原材料、储蓄以及债券、股票等各种有价证券。

国债抵押是指国家债券持有人用所持有的国家债券作为抵押担保。

当国家债券持有人发生临时性资金周转困难,如企业不能及时收回货款,必须紧急支付一笔款项等情况,或者家庭里一时急需现金又难以临时筹集,而国家债券持有人又不愿以丧失所有权为代价售出自己所拥有的国家债券时,可以采取抵押方式,向抵押人办理抵押,取得急需的借款。这种情况在人们的日常生活中是经常发生的,国债抵押对于一般参加国债交易的公众提供了很大方便,可以把国家债券换成现金,免除了一旦需尽快售出取得现金,而国债市场近期行情不好时受损失的后顾之忧,也有利于国债市场的稳定和正常的国债交易。

从 1981 年起,我国开始发行国库券,当时国库券不允许流通和自由买卖,未到期以前也不能兑现。随着经济发展的需要,债券交易迅速崛起,从 1985 年起,国库券可以用于抵押贷款。1989 年起发行的特种国债,除向全民所有制企业职工退休养老基金管理机构、待业保险基金管理机构 and 交通部车辆购制附加管理机构发行的以外,可向银行抵押贷款。1988 年发行的财政债券可在银行和其他金融机构之间抵押,同时还规定:以这种债券为抵押的资金拆借,其拆借利率由拆借双方议定;以这种债券向人民银行申请短期抵押贷款,其贷款期限最长不得超过 4 个月,在中国人民银行总行下达的贷款限额内,抵押贷款数量和抵押率由当地人民银行分行根据银根松紧等情况加以确定。

### 二、抵押的办理

#### 1. 抵押程序

办理抵押时,应向抵押权人——证券交易所、银行或其他办理抵押业务的机构和个人出具身份证明,提出抵押要求,并将用作抵押担保的国债券交付证券交易所进行鉴证和估价,以证明债券的真实和确定一个基本合理又不损害抵押双方利益的价值。取得鉴证和估价的结果后,抵押双方应以抵押合同形式确认有关的协议。

#### 2. 抵押合同内容

抵押合同中一般应具备以下条款:

- (1) 抵押债券的名称、数量、种类、发行日期、号码及鉴证结果;
- (2) 抵押债券的偿还期、收益率和估价;

- (3) 抵押金额、抵押期限、抵押期间债券的保管;
- (4) 手续费;
- (5) 抵押到期后债券的收回和到期不能偿还全部款项时对抵押债券的处置;
- (6) 抵押双方及见证人应负的责任。

同时,抵押人还应向抵押权人出具委托书,作为抵押权人代为保管抵押债券的凭证。委托书的一般格式和基本内容如下:

“本人(本企业)向\_\_\_\_\_ (抵押权人)交付下列债券总值计\_\_\_\_\_元,作为从\_\_\_\_\_ (抵押权人)处获得借款\_\_\_\_\_元现金/支票的抵押担保。我对所接受的借款负全部按期无条件偿还责任。在抵押期间下述债券委托抵押权人或其委托的第三者全权保管。

债券总计\_\_\_\_\_张,类别:

总 值\_\_\_\_\_元,号码:

抵押人 签名\_\_\_\_\_

年 月 日”

如果办理抵押贷款时附有一定条件,在委托书中应一一列明。附加条件委托书格式如下:

“本人(本企业)向\_\_\_\_\_ (抵押权人)交付下列债券总值计\_\_\_\_\_元,作为从\_\_\_\_\_ (抵押权人)处获得借款\_\_\_\_\_元现金/支票的抵押担保。我接受抵押权人的下述条件:

.....

我对所接受的借款负全部按期偿还责任,抵押权人有权在抵押期满或抵押人违反上述条件时按自己的意志处分抵押债券,但以相等于借款额的债券实际价值为限。在抵押期间下述债券委托抵押权人或其他指定的第三者全权保管。

债券总计\_\_\_\_\_张,类别:

总 值\_\_\_\_\_元,号码:

抵押人签名\_\_\_\_\_

年 月 日”

### 3. 随同抵押规定

当抵押人仅用自己所持有的国家债券作抵押不足以筹集足够的资金时,就要用一部分其他财产随同债券同时用于抵押,随同抵押的办理基本与单一的债券抵押相同。但有些抵押物,如房产等,在抵押期间仍由抵押人保管或使用,而且有发生有意或意外毁损的可能性,因此,抵押合同中对此应作出具体规定。

### 4. 抵押国家债券的处理

由于用作抵押的国家债券在抵押期间的所有权并没有发生转移,仍归抵押人所有,因而抵押权人在抵押到期之前不能擅自处理抵押的国家债券,不论国债市场上该种债券的行情是否有利。抵押人到期清偿债务后,有权收回国家债券和取得抵押期间国家债券所获收益。但是,当抵押权人确知抵押人不能按照约定履行债务,如抵押人失踪、死亡、破产等情况发生时,抵押权人可以按照协议或向有关部门提出申请,提前卖出、转让或以其他适当方式处分抵押债券以维护自身利益。抵押国家债券处分后所得款项,扣除各种税费后不足抵偿债务的,抵押权人有权继续向抵押人或其财产继承人追索不足部分;如所得款项超过应抵偿的债务,则应将剩余部分交还给抵押人或其财产继承人。

抵押到期后抵押人不能或不愿履行债务时,意味着抵押国家债券的所有权将发生转移。

抵押权人可凭抵押合同及委托证明办理必要的过户手续,自行处分抵押债券。处分情况基本如前,但是除了双方另有约定的情况以外,抵押权人没有继续追索不足债务的权利和退还剩余收益的责任。

在抵押期间或抵押合同的履行中发生争议,可以协商解决、申请仲裁或向法院起诉。办理抵押手续或抵押期间的其他有关问题,应按照有关法律、双方协议或一般惯例处理。

### 三、抵押风险

#### 1. 与抵押相关的风险因素

从抵押双方的利益都应得到照顾的角度看,抵押人应尽力按照抵押合同规定的条款履行债务。但是,由于抵押人的经济条件和偿债能力是会发生变化的,抵押期满后,抵押人无力或无意清偿债务收回国家债券的情况有时会发生。这往往会对抵押人和抵押权人产生不同影响,造成一方较有利而另一方较不利,而这种情况的后果事先无法预知。因此,对抵押的国家债券进行估价时应充分估计到可能出现的风险情况。国债以国家财政收入作为还款保证,其抵押风险要小于其他抵押物,与国家债券风险直接相关的因素主要是银行利率和物价变动情况。在办理抵押时,虽然国债利息率高于当时原银行储蓄存款利率,但是在债券抵押期内却可能发生物价大幅度上涨和储蓄存款利率上调的情况,于是就存在着国家债券抵押到期时物价上涨幅度超过债券收益而使国家债券持有人受到损失的风险。

#### 2. 抵押债券的估价

对抵押的国家债券进行估价的主要依据有:国家债券的本金利息之和;国家债券的时间价值(贴现率);银行存款利率;国债市场行情等。

通常,从抵押权人的角度,总是力求将债券的估价定得偏低,以减少可能出现的风险。而抵押人则希望估价偏高些,以获得较多的借款。

也有时,抵押人自愿以较低的估价来抵押债券取得借款,这往往是抵押人迫切需要现金,愿意提供可靠的、对抵押权人有利的偿债保证,或抵押人确信抵押期满时可以履行债务。

对抵押债券估价偏低的风险在于,一旦抵押人在抵押期满后确实无法履行债务,则他所承受的损失除了办理抵押时必须支付的手续费和鉴证费之外,还包括所借款额与抵押期满后债券本息总金额的差额。如果抵押数额较大,抵押人承受的损失是相当严重的。因此,在估价低于抵押期满后债券本息总额时,除非抵押人无意继续在国债交易方面投资,或确定遭到破产清算等意外事件,他应尽可能履行债务。如果此时清偿债务确有困难而他又具有其他可以用作抵押的担保物品时,可以重新设定抵押,即抵押人在偿清前次债务收回国家债券的同时或在此前后,再向同一抵押权人或另外的抵押权人申请办理抵押手续。这样,在对抵押债券再次估价时,抵押人将会避免或相对减少损失。

如果前次债务尚未结清,国家债券还没有解除抵押,不能用于再次抵押。

### 四、抵押债券的处理

抵押到期后,抵押人没有按照抵押合同履行债务的,或者抵押虽未到期,但抵押权人有确实证据证明抵押人已经无继续履行债务的可能的,抵押权人可以处理抵押的国家债券。因为

按照抵押合同条款的规定,此时抵押债券的所有权已经属于抵押权人。

抵押权人首先应持抵押借款合同、付款凭证、委托证明、抵押权人身份证明和需要办理过户更名手续的抵押国家债券,办理过户手续,以取得合法所有权,然后才可以开始处理抵押债券。通常处理的方式主要有:

1. 抵押权人直接卖出抵押的国家债券

当抵押人确因无人履行债务而不能收回抵押的国家债券时,抵押权人可以直接卖出抵押的国债以取得现金。这样做的目的,一是在该种国债的市价高于原抵押估价时得到现实的收益,二是当该种国债行情看跌时能避免或减少损失。

2. 抵押权人自己买进抵押的国家债券

当该种国债收益较好时,抵押权人可以自己占有国家债券以获取收益。但这种收益可能是现实的,也可能是需要一段时间才能实现的未来收益,甚至会在未来出现损失,所以带有一定的风险性。如果当时的国债市场行情疲软,抵押权人也往往把抵押的国家债券握于手中,不急于卖出,以获得国债到期后的最终收益。

抵押权人如何处理抵押的国家债券,固然存在着某些风险因素,但是,由于在抵押国家债券估价时抵押权人一般都处于比较有利的地位,即用作抵押的国家债券价值总是高于他所付出的借款额,所以抵押权人承受的风险与抵押人相比要小得多。只要根据具体情况,掌握好时机采取行动,风险也能转化为收益。

## 第十章 国债的调换和整理

### 第一节 国债的调换

国债的调换是政府以发行新的国债来调换原有国债的一种做法,通常是指政府在国债尚未偿还以前,通过变更原来规定的发行条件,如国债的本金、利率、偿还期限等,使之成为一种新的国债。

#### 一、调换国债的原因

##### 1. 延长国债偿还期限

面对即将到期的原发行的国债,势必会出现某一时期的偿债高峰。若想如期偿清债务,政府必须备有足够的资金才行,但是,倘若此时政府财政困难,财力不足,无法拿出足够的资金偿还全部到期的债务,就会破坏国债的信誉。为此,政府就需要在偿债高峰到来之际,以变更发行条件来拖延国债的偿还期限,才不致于失信于民。一般做法是政府用发行新债券,并规定到期旧债券可按一定条件(通常较为优惠)来兑换新债券(如果原债券持有者不愿意调换,也可立即还本)。这种“以新替旧”的调换不但使到期债务后移,减轻了国库负担,而且保证了国债按时偿还,实为一种良策。

##### 2. 变更债券利率

政府进行国债调换同时也是为了变更债券利率。因为,大量到期债务的偿付,必然使国库财力支出增大,为了减轻财政负担,通过变更债券利率就可达到目的。变更利率主要包括两种情况:一是低利调换。即政府以低利新国债取代高利旧国债,以减轻政府债息负担。国债的大量发行往往发生在战争和财政困难时期,此时发行的债券一般利率都比较高。而当战争结束或财政困难渡过之后,金融市场银根开始趋向松动,利息率普遍下降。相比之下,以前发行的国债利息率就显得偏高,给国库支出增加了不应有的负担。这时政府若能大致按市场利率发行新债券,同时规定旧债券或者调换或者还本,显然可以使政府的债息负担有所减轻。二是增利调换,即政府为结合币制改革以高利新国债取代低利旧国债。增利调换多发生在通货膨胀时期,这是因为通货膨胀的出现往往需要政府通过进行货币币制改革来消除,如果因为币制改

革而引起原发行的国债贬值,则无疑等于剥夺了旧债券持有者的一部分利益。为了确保债券持有者的正当利益并维持政府债信,政府可根据货币贬值情况相应发行较高利率的国债来调换原发行国债,从而使债券持有者因币制改革而受到的损失得到某些补偿。

### 3. 变更国债的本金

政府进行国债的调换有时也为了变更国债的本金。因不同需要,政府既可以以低面额新国债调换高面额旧国债,也可以以高面额新国债调换低面额旧国债。我们把前者称为减本调换,后者称为增本调换。

### 4. 获取新的资金收入

在以低利新债替换旧债的减息调换过程中,不但减少了利息支出,而且具有增募的作用。所以政府在减轻财政利息负担的同时,还可获得一笔新的资金收入。

### 5. 保护国债持有者的利益

国债调换变更利息,若是在市场利息提高,物价上涨时,提高国债利率,增加国债利息,则可以维护国债持有者的利益,也有助于提高国债信用。

## 二、国债调换的方式

国债调换都是在国债到期前,预先采取措施才得以实行。纵观各国国债的调换,大多以变更利息、增减本金等为主要手段,具体国债调换的方法,可归纳为以下五种。

### 1. 减息增本法

减息增本法,是政府以低利率的新债券调换高利率的旧债券,并将新债券利息减少的部分折算为本金,加进新债券的本金中交付给债券持有者。这种调换,由于利率降低会使政府每年支付的利息减少,但是,从长远看,政府将来偿付的本金数额却不会减少,甚至会增加。若想使政府负担真正减轻,只有国债本金增加额小于利息减少数时才能做到。如果国债利息减少数与本金增加额相等,则政府新债负担并不会因此而减少,不过是将偿债负担延续到将来而已。这种调换实质上并未达到国债调换的目的。所以,从国债调换是否对国家有利出发,减息增本法就应将本金的增加程度控制在利息的减低程度以下,即减息程度必须大于增本程度,才能达到减轻政府负担的目的。

### 2. 减息增募法

减息增募法,是政府以低利新债券调换高利旧债券,因调换时利率减低,故政府每年财政的利息支出减少。这种调换使财政原定的债务费用支出中出现了剩余,于是政府将这些剩余用于扩大发行新债券。此时,政府应付的利息支出非但不增加,反而能获得新的国债收入。以减息增募法增发新债券,应当包括低利调换和新债发行两个过程。但由于害怕增加手续上的麻烦,就简化为一个过程完成,即由国债持有者加缴新本金,而不变更原来的利息总额,再由政府换成新面额的国债交给债券持有者。可见,这种调换实际上是将新旧两种国债的利息折算为两者本金数的差额,由债券持有者缴纳给国家,并由国家换成新面额的国债。例如,有旧债券 100 亿,利息率为年息 12%,现用年息为 10% 的新债调换。经计算得出,旧债年息额为 12 亿( $100 \text{ 亿} \times 12\%$ ),按新债利率 10% 计算,能达到 12 亿年息的新债本金应是 120 亿( $12 \text{ 亿} \div 10\%$ ),这样,新债本金与旧债本金相差 20 亿( $120 \text{ 亿} - 100 \text{ 亿}$ ),这 20 亿就成为债券持有者追加缴纳的本金数额。这种方法多在市场利率低落,且政府有必要发行新债券的情况下采

用。作为债券持有人在权衡了市场利息状况后往往也乐于接受这种调换。

### 3. 增息增募法

增息增募法,是政府以高利新债券调换低利旧债券,同时将新旧债券之间的利息差额折算成本金,由债券持有者追加缴纳。这种调换,和前述第二种方法一样,政府可以获得新的国债收入。但它与减息增募法的调换目的不同。在减息增募法下,是本金额增大而国家付息额不变,但在增息增募法下,由于利率提高,会使国家利息额支出增加,而本金额不变或者增多。这种方法应当在金融市场利率升高,原发行国债因利率过低而使国债的价格跌落于面额以下时采用。因为此时政府如果仍然按照面额偿还低利的到期债券,势必遭受一定损失。而一旦通过调换调高债券利率,则可使旧债券价格不下跌甚至上升。此时,旧债券持有者不但因证券价格升高而获得利益,国家也可利用增息之机通过加大利息额而使债券持有者增缴部分本金。这一做法的结果,对于国家来说,尽管由于提高旧债利息而蒙受一定的损失,但却可以挽救旧债下跌之势,以维持国债的信用,同时还可获得一笔新债收入。对于债券持有者来说,也可以免除旧债价格下跌而遭受的损失。

### 4. 减本调换法

减本调换法,是政府以低面额新债券调换高面额旧债券,但不变更对债券持有者的利息支付额。也就是调换债券时的按原旧债的规定付息,不损伤债券持有人的利益。例如,市场利率已由原来的 8% 降至 6%,而国债债息率仍维持在 8% 的水平,此时政府便可以 75 元面额的新债券调换 100 元面额的旧债券。这样做实际上是将由于市场利率下降而应减少的利息数额,转为通过减少本金数额来体现出来。如果在市场利率有下降趋势时,采用这种方法调换旧债,债券持有者就可以获得较高的利息收入。同时,由于每年的付息总额不发生变动,政府也可因此获得国债总额减少之利益,可谓一举两得。

### 5. 低利调换法

低利调换法,是政府以低利新债券调换旧债券,但不变动债券本金。这种调换只能在市场利率处于日趋跌落的时期实行。因为由于国家经济的发展,社会资金数额也会有所增加,为此很容易导致市场利率下降。在这种情况下,债券持有者往往不愿意较快偿付本金,而希望将到期国债延期转为更长期债券。此种情形正好给国家以低利新债券调换昔日高利旧债券提供了机会,这种低利调换,只减低利息支付额,不变更本金数额,只以新债券代替旧债券,或仅调换息票,实行起来手续甚为简便。就其结果来看,单纯的利息降低,政府可获得债息支出减少的利益,而债券持有者也不一定蒙受损失。这是因为在市场利率日趋跌落的情况下,即使债券持有者将该笔资本投向其他地方,也只能获得大致相同的利息,故而一般也较乐于接受这种低利率的调换。如自 19 世纪末期以来,市场利率趋向下落,于是西方很多国家多以这种方法调整国家债券。1932 年英国有 20 亿英镑的战时公债调换时由利率 5 厘降至为 3.5 厘,使得英国财政每年节省利息支出 3000 万英镑。这是英国国债调换最成功的一次。

## 三、国债调换的形式

### 1. 自愿调换

自愿调换是指在实行国债调换时,规定调换与清偿完全由债权人选择,也就是债券持有人有自由选择的权利。或是以其持有的旧债券调换新债券,或是要求偿还本金。这种调换,政府



只提供给债权人各种选择的机会和条件,但对债权人的选择不作干涉。对绝大部分国债,各国政府在调换时都尽量让其债权人自由选择,特别是在经济正常发展,财政收支平稳时期,更是以自愿调换为主或是完全的自愿调换。但对永久性国债或无期国债,如果没有政府的允许,其债权人就缺乏自由选择的权利。实施自愿调换,实际上是政府偿清旧债和发行新债的合并活动,对于债券持有者来说不会带来利益损失,反而可以根据自己的需要选择对自己有利的国债进行调换。

## 2. 强制调换

强制调换是在实行国债调换时,政府规定债权人必须以其旧债调换新债,没有选择还本与调换的权利,是强制原债权人承受的一种形式。这种调换,是政府凭借政治权力得以实施的。作为债权人只能无条件的接受调换新债的举措,故而常常在国家经济波动很大,财政严重困难时期,政府才有可能采取强制调换,或以强制调换为主的方法。实施强制调换,由于债权人无选择的余地,因而对其利益有可能会造成一定的损失。

## 四、如何看待国债的调换

综上所述,我们不难看出,国债的调换主要是政府所为,体现的是国家的意图,因此绝大多数情况下的国债调换都是从政府的利益出发,对国家是有利的。但有时,对债权人来说也不一定全是坏事。总起来说,国债调换是利大于弊,具体表现在:

第一,国债调换能够增进国家信用。西方国家之所以能比较普遍地实行国债调换,是由于国家经济情形好转或运转较正常,国家财政因国债调换而更加巩固,因此,可以说西方国家的国债调换是财政经济进步的表现。像前苏联等一些社会主义国家的国债调换,也基本上是在经济发展、政治比较稳定时期进行的,因而不能将国债调换视为不利。

第二,国债调换可以减轻国家财政的负担,从总体看也是减轻人民的负担。因为经过国债调换,可以使国家有更多的资金用来发展国民经济,人民也可以从中受益。因此对全体国民来说也是有利的。

第三,国债调换有利于安定金融和稳定经济。市场利率的下跌,都是由于社会资金充裕引起的。国债到期偿付的现金,又会增加社会资金的运转量,进而导致利息进一步下跌。市场利率低落将使投机者活跃。而政府偿付国债所付出的现金,必然增加投机活动,使一些人为追逐较高的利润而投资于利大但不确定的证券,或使资金外流,最终都将掀起金融市场的波动。同时利率的降低,还将减弱小额储蓄者的储蓄愿望。这些都是不利于经济发展的。国家在此时能够以新国债调换旧国债,实质是以新债券代替现金以偿付到期的旧债券,可起到维持市场利率,避免因偿还到期债券所引起的种种弊病,因而是安定金融和稳定经济的一个很好的办法。

但是也有人认为,国债的调换也有其不利之处,诸如,国债利率由于调换而低落,就使得一般的市场利率也随着降低,这对于经济社会总体的繁荣会产生极为不利的影响。此外,还有人认为国债利率减低,有害于财政收入。因为从国债调换所减少的利息支付费用,并不代表预算的一种净储蓄,而代表一种总储蓄,因此还得将附带的收入损失从其中减去,而国债持有人的利息所得的减少,则其所缴纳的所得税乃至间接税也随之减少,显然对于国家是不利的。但也有不同意上述看法的,反对者则认为,国债利率低落,不但不影响社会经济的繁荣,反而可以促进生产发展。因为,国债调换常常是在市场利率低落时进行,因此不可能对市场利率降低造成

影响。就算市场利率因调换国债而下降,也会使国债的利率高于对其他事业的投资收益率,使得投资者都乐于投资收益较大的国债而不投向产业界,这样就迫使产业界欲吸收资金非出高利不可。因此,如果国债利率减低之后使市场利率也随之低落,反而可以使从前社会资金集中到国债投资的部分,转到产业界而起到促进产业发展的作用。另外,对国债利率减低是否有损财政收入,一些人则认为,虽然国家岁入岁出双方都不免由于国债调换而减少,但总的看,岁入方面的减少数要少于岁出方面的减少数,这对于国家财政来说还是有利的。至于国家的国债利息所得税的减少,也因各国税制不同而不同,对有债息所得税的国家来说,其财政收入因国债的调换而减少的数额会多些,对于没有债息所得税的国家来说,减少数就小。所以国债调换对国家财政还是比较有利的。

## 五、国债调换应注意的问题

政府进行国债的调换,一般都是对国家有利,而对债券持有者则难免不无损失。因而对于调换的时机、技术以及条件的变更,必须慎重确定,不能贸然行事,以免引起不良后果。

那么,政府在进行国债的调换时有哪些方面需要注意呢?

(1) 国债调换应尽量选择在经济趋向高涨的初期以及市场利率低落之时进行。这是因为,在经济趋向高涨的初期,社会资金通常较为充裕。因此市场利率不高或下降,而国债调换的目的常常又是为了减轻债息负担,虽然还是进行国债调换的恰当时机。

(2) 如果调换国债的目的在于降低国债的利息负担,那么调换时不宜借此增加国债的本金。否则一方面降低国债利率,另一方面又增加国债规模,其结果仍然会增加政府以后的负担,而不能收到减轻国债负担的实效。

(3) 国债利率虽可通过调换降低,但不能低于当时的一般市场利率之下,因为国债利率过分下降,会使国债价格跌落,从而影响债券持有者的经济活动。特别是会引起持券者大量脱手债券,造成政府债信下降,进而影响政府以后的国债发行。

(4) 国债调换之前,必须保守秘密,预先公布时间不宜过早,以防投机。假如过早公布,若金融市场行情在此期间发生变动,势必会影响国债利率的调整。而若调换的目的又旨在减低利息,则持券人必会借此投机。在利率减低前将债券脱手,待利率减低后再行买入,获取投机利益。如果在减利调换之前债权人将大量政府债券出售,就加大了对资金的需求量而造成利率上升,这样便会增加调换国债的难度。因此,在国债调换之前,必须保守秘密,不可泄露风声,一旦公布国债调换,就该在短期内实施,不宜拖得太久。

(5) 明确规定调换国债的新债偿还期,以增强国家信用度。在国债调换时,不妨明确宣布在几年内偿还,以利持券人作长期打算,待新债到期时,应该严格履约偿还,不能多次减息调换,否则,会降低国家信用,损伤持券人的利益。

(6) 对接受国债调换者,是否考虑给予适当的利益。例如,对旧债的利息收入需课税的,则调换成新债后的利息收入可以免税或减税,或对持券人给予固定的利益,如英国 1932 年的国债调换,就曾规定对于接受调换者,予以一镑现金的利益。以上办法都有利于国债调换的顺利进行。

## 第二节 国债的整理

国债的整理,是指政府对尚未偿还的国债进行的整顿与清理。也就是将原发行的同类型的,条件不一的各种国债,统一归开成一种还本付息条件相同的新债券。

### 一、进行国债整理的原因

众所周知,发行国债由于时间先后不同,各个时期的政治经济以及财政和金融市场的状况不同,以至出现国债在种类、利率高低、偿还期限长短、付息方式和还本办法等方面呈现出混乱的状况,这不但有损于国家的信用,也有可能损害债权人的利益。甚至可能加剧证券投机而影响经济稳定。所以,政府有必要将原发行的国债的条件予以改进修正,使之成为原则相同,标准统一的债券,以加强政府对债务的管理。

### 二、国债整理的方式

国债的整理与国债的调换既有区别,又有联系。其区别在于国债的调换是一种债券与另一种债券的兑换,国债的整理则是一种债券与多种债券的兑换。其联系在于国债的整理必须通过国债的调换才能实现。所以,整理国债常常是与调换国债同时进行的,但两者的目的又不同。调换国债的主要目的是为了减轻国库负担,而整理国债则主要是为了保障债权人的权益,也为了提高国家的信用。因此,按照其目的不同,国债整理的方式,大致可以分为两种类型。

#### 1. 确定整理

所谓确定整理,顾名思义,就是政府为“确定”债券信用所进行的国债整理。换句话说,就是政府在大量债务到期而无偿还的资金来源,以致要停付逾期的情况下,为维持政府债信而对到期债券加以整理。

一般政府发行的国债必须有还本付息的条件规定。但有时也会由于国债数额累积太多,政府一时财力不足,从而导致国债本息的延期支付或停付的“赖债”现象;有时也因国债调换过于频繁,造成新旧债交替混杂的状况;有时也会因政府原定的偿还债券基金挪作它用,以致不能如约偿还债务。针对国债偿还中出现的种种现象,政府有必要根据国库财力,重新确定国债偿付条件,以纠正国债偿还上的混乱不定状态。一般做法是,从低统一利息标准,或从长统一还本期限标准,因而把确定整理又称之为本息偿付的整理。

可见,确定整理的特点在于延长国债的偿还期限。政府在财政困难时期,通过发行一种新债券将到期的各种债券统一调换整理,不但可以收到稳定民心,维持债信的效果,同时还可以把眼前的财政负担推迟、分解为以后若干时期的财政负担,这对于政府摆脱财政困境,不失为一种有效方法。因此,在各国国债发展史上屡见不鲜。我国在 1936 年,国民党政府因未偿还国债券达 30 余种,巨额本息无力支付,遂决定发行“统一国债”,以此种新债券调换到期的旧债券,从而延长了旧债券的偿还期限,便是一例。

## 2. 统一整理

所谓统一整理,顾名思义,就是政府为求得国债的“统一”而进行的国债整理。换句话说,就是政府在积欠国债的种类、内容、条件等杂乱无章,以致给国债的正常管理带来困难的情况下,为求得国债统一,加强国债管理而对原发行债券加以整理。

由于政府发行国债时所处的条件、时期以及决策人的知识、素质的不同,有可能使每次发行国债的种类、期限长短不一样,国债发行的时间一长,次数一多,就难免产生混乱现象。国债积欠到一定时期之后,极可能出现内容凌乱、期限参差不齐、利率高低不等,甚至各项条件与市场实际状况相距甚远的情况。这种情况一旦发生,势必会给国债的管理工作带来极大的不便。此时,政府若能通过将旧有的各种债券统一调换、整理为一种或几种类较为整齐、内容较为简单和条件大致相同的新债券,无疑可简化以至加强国债的管理工作。而且给人一种清新之感。对于提高、稳定政府债信也大有裨益。

可见,统一整理主要偏重国债种类的减少和长期国债的增加,故而把统一整理又称之为国债类别期限的整理。

综上所述,国债管理,统一划齐了国债的还本付息和种类期限等条件,克服了国债的混乱状况,对于国家和债权人都有好处。但反过来,如果过多地进行整理,意味着频繁地更换国债条件,也有损于国家的信誉。同时,国债整理通常伴随着国债的调换,又将引起各有关方面的利益变动。因此,进行国债调整,必须慎重决断,不可滥用,否则,将引起不良后果。

## 第六篇

# 公司债券与金融债券

## 第六篇

## 第一章 公司债券概述

公司债券是由公司或企业发行的有价证券,是公司筹措资金而公开负担的一种债务契约,表示公司借款后,有义务偿付其所借金额的一种期票。即发行债券的公司以债券为书面承诺,答应在未来的特定日期,偿还本金并按照事先规定的利率付给利息。

### 第一节 公司债券的一般特点

#### 一、契约性

作为一种有价证券,公司债券实际上代表着一种债权债务的责任契约关系。公司债券主要通过规定债券发行人在既定的时间内必须支付利息,在约定的日期内必须偿还本金,从而明确双方的权利、义务和责任。这一特点表现在两种方式中,一是公司债券持有人对发行人的特定资产(一般是指不动产)具有索偿权,一旦发行者的经营出了问题,公司债券持有者则可要求以已经指定的资产进行赔偿,这种债券实际上是抵押债券;另一种是公司债券的持有人不对公司持有资产索偿权,其索偿权是针对发行者的一般信誉而言的,这是公司债券中责任关系的通常形式。

#### 二、优先性

债券持有人只是公司的债权人,不是所有者,无权参与或干涉公司日常的经营管理决策。但债券持有人有按期收取利息的权利,其收入在分配顺序上要优先于股东的分红。而当发债的公司经营破产后清理公司资产时,债券持有人可优先于股东收回资本金。公司债券一般都在发行时便确定还本的期限,通常在 10 年以上,到期公司应还本金,赎回债券。

#### 三、通知偿还性

部分公司债券,附有通知偿还的规定,即发行者具有可以选择在债券到期之前偿还本金的

权利。通常当发行债券的公司准备降低债券的利率时使用这种权利,届时公司可以随时通知偿还一部分或全部公司债券。

## 四、可兑换性

部分公司债券,允许其持有者随意兑换成另一种金融交易工具。兑换条件在契约中已经明确,其目的也是为了增加灵活性和流动性从而降低利息的支出。

## 第二节 公司债券的种类

公司债券按不同的分类依据,可以分为以下一些种类:

(1)记名公司债券与不记名公司债券。这是按发行的方式来进行的分类。记名公司债券是在债券上记有持有人姓名的公司债券。这种债券只能偿付给债券票面上的记名人,要凭印鉴取本支息,转让时必须向公司登记。这种债券又可分为本息记名公司债和本金记名公司债。本息记名公司债的利息在支付时用支票支付,而本金记名公司债的利息则是根据附有的息票剪票支付。不记名债券是指债券上没有载明持有人姓名,还本付息时仅以债券为凭,债券付息方式一般是剪票付息的。

(2)参加公司债券和非参加公司债券。这是根据债券持有人的受益程度和方式进行的划分。参加公司债券的持有者除可以得到事先规定的利息外,还可以在在一定程度上参加公司的盈利分红。非参加公司债券的持有人则没有这种权利。参加公司债券的分配方式和比例在事前都必须有规定,一般来说这种债券的数量很少。

(3)有担保公司债券和无担保公司债券。这是按公司债券的信誉有无指定资产担保而言进行的划分。有担保公司债又可以分为三种,即不动产抵押公司债券、动产抵押公司债券和信托抵押公司债券。其中信托抵押公司债券是指以股份公司持有的其他有价证券作为抵押品而发行的公司债券。无担保公司债券是指发行债券的既不用不动产作抵押,也不用动产作抵押,而是用企业自身的信誉作担保而发行的公司债券,也叫“信用公司债”。采用这种发行方式时,为保护投资者的利益,发行者在使用债务资金时要有一些约束和限制,如公司债券不得随意增加,未清偿债券之前,股东的分红要有限制等。同时,要求发行公司必须以信托契约方式发行,并指定受托人对有关规定的实施进行监督。

(4)固定利率公司债券、浮动利率公司债券、分息公司债券和收益公司债券。这是按利率决定方式进行的划分。固定利率债的利率水平在发行之初便已确定。浮动利率债的利率水平在发行之初不固定,而是根据一种或几种特定的利率作为浮动的参考依据加以确定的。一般是根据银行业的同业拆放利率的平均水平,再加上一个既定的数额作为债券利息率。分息债券是指债券的利息,一部分实行固定,一部分随发行者的经营收益状况而变动。收益公司债券是指其利息收入取决于公司收益水平的非固定利息公司债券,举债公司的利润扣除各项固定支出并且有余时才支付利息,收益不足时只按既定利息率支付其中一部分,以后收益情况改善后再补发利息,直到所有应付利息全部付清后,公司的股东才能够分红。



(5)一次到期公司债券、分次到期公司债券和通知到期公司债券。这是按债券偿还期的确定方式来进行的划分。其中通知债券公司债券是指在债券预定的偿还期到来之前,公司随时张榜公布通知偿还债券的全部或一部分,如果偿还一部分,则要用抽签的方式来决定哪一部分可以先偿还;同时,也可在公司产生剩余资金时,提前归还资金,赎回债券时使用,这样做的目的是为了减少利息负担过高。发行通知到期公司债券的公司通常向此种债券持有人支付高一些的收益,因为这种公司债券在通知到期后便要停止支付利息。

(6)短期公司债券和中长期公司债券。这是按期限长短进行的划分。短期一般在5年以内,长期一般在5年以上。

(7)普通公司债券、改组公司债券、利息公司债券和延期公司债券。这是按公司发行债券的目的不同而进行的划分。所谓普通公司债券是指以固定利率、期限发行的公司债券,这种债券的筹资目的是为了扩大生产经营规模,公司债券中的绝大部分是这种债券。除了这种普通目的的公司债券以外,还有一些特殊目的的公司债券。其中,改组公司债券是指为清理旧债或旧公司债而发行的债券,也叫以新还旧公司债券,为收回到期债券而发行新的公司债券,既可用旧债券兑换,也可用现金购买;利息公司债券也叫调整公司债券,这是面临破产危机的公司在调整其资本结构时发行的一种收益公司债券,发行的目的是减轻公司改组时和改组后的利息支出负担,使公司尽快恢复元气,一般都有一些特殊的优越条件;延期公司债券是指,原有公司债券到期时公司无力偿还,又不能借新债还旧债,故此在征得债券持有人的同意后可将债券期限延长。

公司债券的种类还有一些更为具体的种类。上述这几种分类,并不是说是某一种独立的债券,而是指对公司债券从各种不同的方面去认识,从公司债券的发行和流通技术过程中的某一个侧面认识公司债券的某一种性质。一种具体的公司债券可以同时具备几种这样分类中所描述的性质。

## 第二章 中国的企业债券

### 第一节 1987 年的重点企业债券

#### 一、重点企业债券发行政策

我国的重点企业债券是从 1987 年开始发行的。1987 年 2 月 10 日国务院发出《关于发行国家重点建设债券和重点企业债券的通知》。为了更好地集中资金,保证国家重点建设的需要,进一步压缩固定资产投资,调整投资结构,增强国民经济发展后劲,决定在发行国家重点建设债券 55 亿元的同时,发行重点企业债券 45 亿元。这 45 亿元的重点企业债券,由中国人民建设银行代理电力、冶金、有色金属、石油化工等部门所属的企业和公司向企业和事业单位发行,项目主要是国家重点建设项目。债券到期由企业还本付息。这次发行的重点企业建设债券共分四种,即电力债券、石油化工债券、有色金属债券和冶金债券。为鼓励各有关部门对此积极支持,国务院规定了对债券利率高于现行银行基本建设贷款利率的部分由国家财政给予贴息;项目建成投产后,可以用所得税前利润归还债券本息等一系列的优惠措施。

#### 二、重点企业债券分类

##### 1. 电力类

电力重点企业建设债券总计 30 亿元,具体发行单位是各省、市、自治区电力局及电网管理局,由中国人民建设银行的各省、市、自治区分行代理发行和到期偿还本金工作。电力债券只对单位发行,不向城乡居民个人发行。各单位不印制债券,直接用“××电力局债券收款单”代替。

##### 2. 石化类

石油化工重点企业债券的发行单位是中国石油化工总公司所属的洛阳炼油厂、广州石化厂、北京燕山石化公司、大庆石化总厂、上海石化厂共 5 个单位,债券面向全国的企业和事业单位发行。债券发行时实行石油产品配额,每认购债券 10000 元,1987 年配售高价柴油和 70 号

汽油各 5 吨,1988 年和 1989 年配售 2.5 吨。债券的发行对象为全民所有制和集体所有制企业、联营企业、境内的合资企业、机关团体和事业单位,不对个人发行。期限 3 年,年利率 5.4%。债券可以转让、抵押。

### 3. 钢铁类

重点钢铁企业建设债券 1987 年的发行额度为 9 亿元,其中:宝钢 3.5 亿元、攀钢 1 亿元、武钢 0.6 亿元、唐钢 1.6 亿元、本钢 0.9 亿元、首钢水厂铁矿 1 亿元、包钢 0.4 亿元。这种债券每 10000 元面值带平价钢材指标 3 吨,从购买债券的第 2 年起分 3 年付清。9 亿元债券每年供应 9 万吨钢材,3 年供应 27 万吨钢材。从债券发行的第 6 年开始用项目投产后的利润在所得税前归还本息。平均分 5 年付清债券本息,债券的年利率为 7.48%,比当时基本建设贷款利率高 1%,超出部分由国家财政给予贴息。

### 4. 有色类

有色金属企业建设债券的发行总额为 2.5 亿元,发行单位是中国有色金属工业总公司所属的江西铜业公司、贵州铝厂、郑州铝厂、大冶有色金属公司、重庆西南铝加工厂、广西大厂矿务局、甘肃白银有色金属公司、河北华北铝加工厂等 8 个单位,由中国人民建设银行代理发行和办理到期偿付事宜。债券发行时也实行有色金属产品配额。每认购 10000 万元,配售平价铝锭或电解铜 1.4 吨,分 4 年等额配售,即从 1988 年到 1991 年每年配售 0.35 吨。债券利率 7.48%,期限 10 年。也不对个人发行。

## 第二节 1988 年以来的重点企业债券

1988 年 1 月 3 日国务院发出《关于按自筹投资一定比例购买重点企业债券的通知》,决定 1988 年继续发行重点企业债券;由各专业银行代理国家专业投资公司发行,各部门、地方、单位均应按当年自筹投资的一定比例认购。其中,自筹投资安排的基本建设项目,更新改造方面的新建、扩建工程,以及城镇集体所有制单位用自有资金安排的建筑工程,均按自筹投资额的 15% 认购重点企业债券,自筹投资安排的基本建设项目超过国家计划的部分按 30% 认购重点企业债券;债券由专业银行代理国家专业投资公司发行,期限 5 年,年利率为 6%,不计复利;同时规定有三类自筹投资免予购买重点企业债券。而后,1988 年 5 月 13 日,有关部门决定重点钢铁企业建设债券可以向个人发行,以求得更大的发行额。向个人发行额为 7.4 亿元,其中:宝钢 3.5 亿元、攀钢 1 亿元、唐钢 1.6 亿元、本钢 0.9 亿元、包钢 0.4 亿元。改向个人发行后,年利率为 10%,期限为 3 年,可以转让、抵押。重点钢铁企业债券原规定的每 10000 元面值带平价钢材指标 3 吨不变,但将钢材拨给发行券的企业,由企业自销,所获差价留给企业弥补债券高利息及有关费用的支出。执行结果,1988 年全国重点企业债券的发行额为 10 亿元。

1988 年 10 月 20 日,有关部门决定 1989 年继续实行按自筹投资一定比例购买重点企业债券,其办法是先确认购买券的数额,后下达自筹投资规模;发行额计划为 35 亿元,年利率提高到 7.2%;认购比例仍为 15%。执行结果,完成 7.94 亿元。加上 1990 年完成的 6.15 亿元,共计 14.05 亿元。

1990 年开始,我国重点建设项目和重点企业的资金基本上都采用地方企业债券筹集,重

重点企业债券的发行改为国家专业投资公司发行,加以前的余额,当年年末余额为 54.9 亿元。1990 年底,国家公司债券加上重点企业债券的余额达到 145 亿元。在这之后,发行重点企业债券的数字统计入国家投资公司债券。其自 1987 年到 1990 年的发行情况如表 6.2.1 所示(单位:亿元)。

表 6.2.1 我国重点企业债券自 1987 年到 1990 年的发行情况

年度	发行额	偿还额	年末余额
1987	30.00	—	30.00
1988	10.00	—	40.00
1989	7.94	—	47.94
1990	6.15	—	54.09

### 第三节 地方企业债券

地方企业债券是由我国全民所有制的工商企业发行的债券。我国企业发行债券大多是从 1985 年和 1986 年开始的,一般为 1~5 年的中期债券,利率略高于同期银行储蓄存款利率。发行对象主要为个人、不计复利,个人购买企业债券的利息收入要交纳 20% 的个人收入调节税。目前地方企业债券主要有:附息票企业债券、利随本清的存单式企业债券、产品配额企业债券和有奖债券等。

#### 一、附息票企业债券

附息票企业债券是在债券上附有各期息票的债券。我国发行的附息票债券是期限为 5 年左右的中期债券,大多每年支付一次利息。息票上编有与债券券面一致的号码,并载明付息日期及年息金额。息票到期时,由原代理发行债券的金融机构将其剪下并代为支付利息,债券到期时,持券人凭债券券面部分向代理发行的金融机构兑取本金。

#### 二、利随本清的存单式企业债券

利随本清的存单式企业债券是最为普通的一种债券。我国各地企业发行的大多为此种债券,期限一般为 1~5 年,债券上载明面额、期限、利率、还本付息日期等,按面额平价发行,到期一次还本付息。债券不记名不挂失,发行后可以转让和抵押。发行对象包括城乡个人和企事业单位。由投资者自愿认购,大部分企业委托银行或其他金融机构代理发行;少部分企业采用自销方式。如上海市锦江(集团)联营公司债券,期限 3 年,年利率 10%,平价发行,到期一次

还本付息。

### 三、产品配额企业债券

产品配额企业债券是由债券的发行企业以本企业产品等价清偿本息的债券,属于抵押债券。此种债券利率一般很低或没有利息,由发行企业根据投资人认购债券的数额,按期向投资人提供一定数量的本企业产品,债券期满后向投资人偿还本金。

### 四、有奖债券

有奖债券是由债券的发行企业用各种奖励形式清偿本息的债券,包括以奖代息债券、有奖有息债券和高奖低息债券等。因为其发行条件不清晰,有奖债券属于不规范债券。

此外,我国发行的不规范债券中还有以资带劳债券和以劳带资债券等。这些债券大都是1987年3月27日国务院发布《企业债券管理暂行条例》之前发行的;之后我国各地企业债券开始逐步规范化。

## 第四节 企业短期融资债券

### 一、发行目的

企业短期融资债券是1987年开始推行的一种企业债券形式,首先是从上海市开始的。这是为了缓和企业在银行抽紧银根后流动资金的供求矛盾而由企业发行的短期债券。1987年底在上海等大城市试点后,1989年开始在全国推开。

### 二、发行条件

发行企业短期融资债券条件如下:

#### 1. 发行单位

凡是在工商行政管理部门已经登记注册并独立核算的全民所有制和集体所有制企业,如确实发生短期流动资金的需要,向代理发行的金融机构申请后,经批准都可以发行此种债券。与企业债券的不同是,集体所有制企业也可以申请发行这种债券。同时,在资金的用途上,不能用于固定资产投资,也不能用于长期流动资金需要,只能运用于短期流动资金需要,如季节性、临时性的原材料采购和收购的需要。并且这种融资券是一种具有商业本票性质的有价证券。

#### 2. 发行限额

每次发行限额在100万元以上到3000万元以下,同时,企业已经发行的债券和这种短期

融资债券的总额不能超过企业固定资产净值。这里,为避免盲目滥发这种短期债券,以 100 万元为起点,以 3000 万元为上限,超此上限要由中国民人银行总行审批,实际上就是控制企业的过多发行。

### 3. 发行期限

分 3 个月、6 个月和 9 个月 3 种,亦即完全控制在一年以内。

### 4. 发行对象

单位和个人都可以购买。单位购买必须用自有资金。

### 5. 利率

一般融资债券的利率以低于 1 年期的定期储蓄存款利率为准。一次制定后,中途不再分段计息。

### 6. 债券分为记名与不记名两种

单位购买记名,个人购买不记名。可以在证券交易柜台上进行转让,但不能作为货币支付流通。

### 7. 利息的取得

债券持有人可向企业取得利息,但不得干涉企业经营管理,本息的完整由企业保证,不受破产等变动的影响。

## 第三章 美、日、欧公司债券

### 第一节 美国公司债券的发行特征及发售方式

美国工商企业以发行债券的方式向社会大众筹措资金,在第一次世界大战前为数不多。第一次世界大战以后,工商企业所需资本加速扩充,公司债券的发行数额逐年递增,到 1985 年公司债券的发行额达 1610 多亿美元。

#### 一、发行公司债券的原因

当美国政府不能以当前的税收满足其支出的时候,除了借款别无他法。另一方面,公司可以选择各种方法为其经营筹措资金。在运用其他一些方法时,它可以出售股票或从留利中增加财力。它们为什么要承担借款的风险呢?债券的运用有以下几个主要原因:

(1)降低资金成本。在用收益和市场价格之间的关系来衡量时,债券融资手段一般比普通股融资手段成本低。公司愿意承受债务风险以降低其资本部分的成本。

(2)获得杠杆利益。在金融界,杠杆作用指运用固定成本的资金以期获得比成本较高的收益,因此,如果公司能以 15% 的资金成本借款并运用此资金获得 200% 的收益,则公司所有者投资的收益增加了。反之,借款的杠杆作用会使公司所有者遭受损失。

(3)拓宽资金渠道。资金可以从个体投资者,特别是那些不愿意或不允许购买股票的投资机构吸收到。

(4)保持控制。由于债券一般不带有投票权,债券债务的增长并不干扰公司当前所有者的股东权益。

(5)避税作用。在计算公司应纳所得税时,债券的收益可以扣除,而股票的收入则不能。

#### 二、公司债券的认购情况

从 1979 年的情况看,公司债券主要由人寿保险公司、私人年金基金、州和地方政府退休基金以及家庭持有,共占全部债券(企业)持有的 84.7%,其中各占 38%、12.1%、18.9% 和

15.7%。近几年人寿保险公司持有的份额已经减少,主要原因是,其总资产的增长相对放慢了,而私人年金基金和家庭持有的份额有所增加。

### 三、公司债券资信等级的确定

为了鉴别公司债券的“质量”,通常都要为这些债券确定资信等级。美国有两家公司专门从事这一工作。边两家公司是穆迪投资服务公司和标准及蒲耳氏公司。评定债券等级主要根据发行人的历史、业务范围、财务状况和经营管理水平等。通过对这些方面的详细研究,给债券确定出适当的等级。等级越高,表示在债券上投资风险越小。

根据发行人提供的资料,两个公司都把债券分成三等九级,但在表示方式上略有差异。穆迪投资服务公司的等级(从高到低)是:A<sub>aa</sub>,A<sub>a</sub>,A,B<sub>aa</sub>,B<sub>a</sub>,B,C<sub>aa</sub>,C<sub>a</sub>,C;蒲耳氏公司的等级是:AAA,AA,A,BBB,BB,B,CCC,CC,C。一般来说,债券的等级越高,它的利率越低。

### 四、公司债券的发行条件

美国公司债券的期限种类很多,短期公司债券期限在10年以内,其中270天以内的公司债券在美国一般称为商业票据;中期公司债券期限为3年或5年;长期公司债券期限在10年以上。但是近年来美国公司债券的期限已经缩短,因为投资者在高通货膨胀和经济不稳定的情况下,不愿意从事长期投资。

美国公司债券的收益率一般要高于国债和地方债券的收益率,主要原因是,公司债券的风险较高,同时公司债券的利息收入要缴纳联邦所得税和地方所得税。另外不同质量的公司债券,其收益率差异较大,在美国几乎所有的公司债券都要经由美国的证券评信机构进行评级,由于债券的资信等级不同,收益率也不同。

### 五、公司债券的发售方式

#### 1. 私募发行

根据美国的证券法规定,采用私募发行方式,不必向证券管理委员会申报注册,也可以不向社会公众公布有关的信息,发行手续比较简单,发行费用也较低,因此美国有三分之一的公司采用私募方式发行债券。私募发行一般都采用自销方式,即由发行公司将债券直接销售给投资者,债券的发行条件由发行公司同投资者直接谈判决定。私募发行时,发行公司也可以请投资银行协助寻找投资者或拟定发行条件,但投资银行要收取一定的佣金。

#### 2. 公募发行

公募发行要通过承购团销售债券。承购团由数家投资银行组成。承购团承购债券时可以采用代销方式,也可以采用包销方式。

代销方式是由承销者代为推销债券,在约定期限内未售出的余额由承销者退还给发行公司,承销者不承担发行风险。这种方式,发行费用少,但对公司而言,销售风险大。

美国的公司发行债券,较多采用包销方式。包销方式是由众多的投资银行组成承购团,负责承购全部债券。承购团先按照一定的价格将发行公司的债券认购下来,然后再以略高的价



格向一般投资者出售,认购价格与销售价格之间的差额即是承购者的佣金或手续费。承购价格可以由发行公司同经理承购公司协商确定,也可以由众多的承购公司通过竞争投标确定。

如果发行的债券能够全部售出,总承销差价即由经理承购者、承购团成员和销售团成员分配。经理承购者要得到筹备费用,承购者得到手续费,销售者得到佣金。分配比例一般是,经理承购者的筹备费用占 20%,承购团的手续费占 25%,销售团的佣金占 55%。

如果债券未能全部售出,余额要由承购团成员自行认购。承购团成员认购可以按照最初的发行价格出售,也可以退出承购团,自行制定出售价格。

## 第二节 日本公司债券的发行特征及发售方式

日本商法规定,所有民间企业和股份公司在具备发债资格的情况下,均可发行公司债券。

### 一、发行公司债券的有关限制和规定

(1)日本政府规定,公司发行债券必须向大藏省申报,并要向投资者公开有关信息,但在商法规定的发行限度内,发行附担保公司债券,可转换公司债券及附新股认购权公司债券可以免除申报,只向通产省备案即可。

(2)发行公司债券及债券的各项内容必须要经过公司董事会讨论,并作出决议。

(3)为了将公司的债务负担控制在现有资产能力以内,保护投资者的利益。1985 年以前日本商法规定,一般公司债券的总额不得超过本公司资本金加上法定准备金之和;抵押公司债券、转换公司债券以及在国外发行的公司债券,其总额可为本公司资本金加上法定准备金之和的 2 倍。从 1985 年以后,大藏省放宽了对公司债券发行数额的限制,发行限额放宽到资本金加上法定准备金之和的 2 倍~6 倍。

(4)并不是所有的公司、企业都可以在商法规定的发行限额内发行公司债券。承销公司和受托公司针对一些债券分别制定了固定的发债标准。发债标准采用四个比率指标。首先要看公司纯资产(自有资金)和最近 3 年的分红情况;第二要测算过去的利润积累超过资本金多少的纯资产倍率;第三要看自有资金高低程度的自有资金比率;第四要看表示利润能几倍于支付本息的偿还倍率。此外对没有发债经验的公司首次发行债券时,需要达到的标准更严格一些。

(5)为了保护投资者的利益,一般公司、企业在发行债券之前,要由债券评信机构对其发行的债券给予评级。日本对公司债券的评级主要分为 AA,A,BB,B 四个等级,债券的级别也是依据发行公司财务报表中,计算纯资产倍率,自有资金比率、使用总资本事业利润率和偿还倍率等指标来确定。

(6)发行公司债券按照惯例需要附有担保,但如果发债公司具有一定的经营规模,财务收益情况比较好,也可以发行无担保公司债券。

## 二、公司债券的认购情况

从 1980 年~1985 年日本公司债券的认购情况来看,有 70%左右由个人和其他投资者认购,其余部分由银行和其他金融机构认购。几年的变化不是很大。

## 三、公司债券的发行条件

日本公司债券的期限有 6 年、7 年、10 年、12 年和 15 年 5 种,为付息债券,每年支付一次利息。公司债券的收益率参照国债和地方债券以及债券的级别确定,一般要高于国债和地方债券。公司债券除实行定期偿还外,还可以采用任意偿还和买入注销的偿还方式。

## 四、上市转让的有关规定

公司债券发行后,均可以自由转让。但可在证券交易所上市的公司债券只有以东京电力债券为首的 25 种债券,这只是已发行公司债券的一小部分,绝大部分公司债券只能在金融机构和证券公司的店头进行交易,并不是能够拿到证券交易所上市。

## 五、公司债券的发售方式

公司债券采用私募发行和公募发行两种方式;在私募发行的情况下,一般是由发行公司直接向投资者发售债券,自行办理发行债券的一切手续。但有时也采用委托方法,委托受托公司办理债券的销售业务,如果销售额未达到发行总额时,由受托公司认购未售出的余额。例如,日本电信电话公司委托日本劝业银业作为受托公司,办理电信电话债的发行业务,发行对象是电信电话公司的用户。

在公募发行的情况下,发行公司通过承购团向社会发售债券。承购团由数家证券公司组成,承购团各成员按照事先商定的承购额和承购条件承购债券,然后向社会销售,在约定时间内,未售出的余额由承购团负责认购。如果债券的发行额比较大,承购团就将其其中的一部分提供给公司债承购同友会和公司债委托销售团,由他们帮助推销。

# 第三节 欧洲公司债券的发行特征及发售方式

## 一、欧洲公司债券的发行特征

欧洲公司债券的发行,与日本、美国公司债券的发行相比较,有以下几个特征:

(1)对于公司债券的发行没有有关限制和标准,发行者不必向任何监督机关登记注册,发

行手续简单。公司债券由公司盖章发行,通常以公司资产作抵押,可分为记名债券和不记名债券。

(2)由世界各国有实力的承购公司组成辛迪加团负责承销债券(一般为40~120个公司)。

(3)如果债券在伦敦、卢森堡等证券交易所上场时,要按照交易所的规定,提交发行说明书。

(4)公募发行和私募发行没有明显的差别,只是在上场和非上场的区别或差别,然而大多数欧洲机构投资者都被禁止认购未在证券交易所上场的证券,所以几乎所有的公司债券都是上场的债券。

## 二、欧洲公司债券的发售方式

### 1. 发行条件

在欧洲发行公司债券,如发行固定利率债券,发行额通常在5000万美元至1亿美元之间;浮动利率债券的发行额通常在5000万美元至3亿美元之间。

固定利率债券的期限一般是5年至15年,浮动利率债券一般是5年至10年。可以实行定期偿还或任意偿还。

此外,欧洲公司债券的币别是各种各样的,但美元公司债券占70%左右,是大多数。随着欧洲市场的统一,以及货币的统一,美元债券的地位,有可能被欧洲元代替。

### 2. 发售方式

欧洲公司债券的发售,主要采取销售团和干事承购公司与承购公司。销售团的方式雷同于美、日的销售团的方式。而干事承购公司与承购公司,有它自己的特点。干事承购公司又分为主干事和共同主干事(由若干个副干事组成)。欧洲马克债券、瑞士法郎债券、法国法郎债券、荷兰盾债券及欧洲日元债券的主干事,按各国规定,须由当地银行担任。共同主干事一般是由几家国际大金融机构组成,它们是比利时、荷兰、德国、法国、英国、瑞士、日本、美国、中东等地区的国际性辛迪加集团。

### 3. 发行规定

发行债券时需制定如下有关文件:①发行说明书;②承购合同;③销售合同;④财务代理人合同;⑤支付代理人合同;⑥公证代理人合同。制定公证代理人合同是发行浮动利率债券时,由发行人同公证代理人共同签订的契约。合同中要写明票面利率的计算方法和票面利率的通知公告对方。

## 第四章 金融债券

### 第一节 金融债券概述

#### 一、我国金融债券发行的历程

##### 1. 金融债券的早期发行

广义地说,由金融机构发行的债券即为金融债券。现实生活中,金融债券多为中长期债券,是金融机构利用自身较好的资信筹集更多的中、长期资金的手段,一般要经特别的法律许可,由特殊的金融机构发行。发行金融债券的银行或财务公司对金融债券持有人作出债务承诺,在一定期间还本付息。

我国早在北洋政府时就发行过金融债券。后来国民党政府时曾数次发行过“金融公债”、“金融长期公债”和“金融短期公债”。

“金融公债”是政府以调剂金融、充实银行资金为名发行的。1935年4月,发行了“民国24年金融公债”,发行总额为1亿元,用作中央、中国、交通三家银行的基金,同时以新增关税为偿还本息的基金。这种债券年息六厘,分10年偿还。

“金融长期公债”是政府于1928年11月发行的,目的据称是整理汉口中央银行钞票及财政部在汉口所借的中国、交通两银行钞票之用,总发行额为4500万元,为不记名式,但“有请示记名者,亦得照准”。这种债券可以作为银行的保证金和对公缴纳保证金的担保品。其偿债基金从“关税余数内照拨”,交存指定银行保管,备付到期本息。

“金融短期公债”是政府为了维持庞大军事费用、战争赔款等而发行的金款债券。例如,1931年10月发行的金融短期公债,总额为8000万元,以停付对德国的庚子赔款余额(扣除已指定用作各项内债基金后的余额)为担保,由中央、中国、交通三家银行为还本付息的机关,原定年息八厘,分7年半偿还,后改为年息六厘,分10年偿还。

##### 2. 近年来金融债券的发行

中华人民共和国成立之后,在一个较长的时期中,没有运用金融债券形式筹集资金。进入80年代之后,随改革开放的逐步推进和国民经济的不断发展,我国的银行和金融机构开始发

行金融债券。首先是在国际市场上发行外国金融债券(外国债券,即甲国发行者以乙国货币面值单位在乙国发行的债券)。1982年1月,由中国国际信托投资公司(简称中信公司)率先在日本的东京证券市场发行了100亿日元的外国金融债券,年限为12年,利率为8.7%,按票面金额上市。从此,我国步入了国际债券市场。其后,中国银行和中信公司在东京、法兰克福、香港、伦敦等地陆续地多次发行外国金融债券。福建投资企业公司、上海国际信托投资公司、广东国际信托投资公司、天津市国际信托投资公司、交通银行等金融机构也在国外发行市场上先后发行了外国金融债券。据统计,仅在1982~1987年间,我国的银行和金融机构就先后在国外国外发行了23次金融债券,累计发行额为35亿美元。

1985年,中国工商银行、中国农业银行开始在国内发行人民币金融债券,以后的年度中又发行多次;中国人民建设银行、中国银行等也陆续发行了金融债券。至1991年年底,我国的各家银行已先后在国内发行了20余次人民币金融债券,累计发行额达300余亿元。

## 二、金融债券发行的种类和特点

### 1. 按发行主体划分

金融债券按发行者不同,分国家金融债券和地方金融债券。

(1)国家金融债券是各专业银行总行等金融机构向全国范围发行的金融债券。

(2)地方金融债券是专业银行在地方的分行等地方金融机构所辖范围内发行的一种金融债券,是以发展地方经济、活跃地方金融为目的而发行的。一般来说,地方金融债券的利率较定期储蓄利率为高,在求大于供的情况下利息还可以调高一些。同时,由于可以转让、买卖,投资者一旦需要用钱时,只要委托证券交易所便能较快实现转让,收回现金。因此地方债券具有“高于定期储蓄的利息,超于活期储蓄的方便”之优点,这是地方金融债券活力所在,使它成为广大投资者乐意购买的债券之一。

### 2. 按发行条件划分

金融债券按其发行的价格、利率和期限不同,又可分为普遍金融债券、累进利息金融债券、贴现金融债券(也称贴水金融债券)。

### 3. 按利息支付方式划分

根据利息支付方式的不同,一般分为付息金融债(也称剪息金融债)和贴现金融债两种。在日本随息金融债是期限为5年或3年的中期债券,每月发行,可采取公开出售的发行方式,每半年付息一次。利息收入享受免税待遇,原则上不在交易所上市;贴现金融债是期限为1年的短期债券,每月发行,可采取公开出售的发行方式,以折价发行的方法预先支付利息(即出售价格按一定的贴现率折成现价计算,到期时按票面偿还)。对利息收入按16%的税率单项课税。贴现金融债不在证券交易所上市,只能通过金融中介机构进行柜台交易。

### 4. 金融债券发行的特点

金融债券是由银行等金融机构发行的债券,作为债券的一种特殊类型,具有以下特点:

(1)金融债券表示的是银行等金融机构与金融债券的个人持有者之间的债权债务关系。

(2)金融债券一般不记名、不挂失,可以抵押和转让。

(3)在我国金融债券的发行对象主要为个人,利息收入免征个人所得税和个人收入调节税。

(4)金融债券的利息不计复利,不能提前支取,延期兑付亦不计逾期利息。

(5)金融债券的利率固定,一般利率都较高,高于同期储蓄利率。

(6)在我国发行金融债券筹集的资金专款专用,作为对企事业单位的特种贷款,主要用于解决部分企业流动资金的不足和国家计划内的、经济效益好的项目建成后所急需的流动资金。

### 三、金融债券发行的规定

我国金融债券的发行是为了增加信贷资金来源,更好地筹集社会闲置资金,支持城镇工商企业及乡镇企业中企业自有流动资金不足,某些产品为社会急需、经济效益好的项目建成后所急需的流动资金,并引导一部分社会消费基金转化为生产基金,提高社会资金的使用效益,活跃金融市场。金融债券是由各专业银行及其分支机构以及非银行金融机构发行的。金融债券的发行一般有以下规定:

(1)发行金融债券筹集的资金,全部用于特种贷款,不得挪作它用。

(2)各专业银行在各省、自治区、直辖市的分行发行金融债券,必须根据本地区实际情况,按量出为入的原则编制发行额度计划,报经中国人民银行分行审批同意后,和人民银行分行联合上报人民银行总行和专业银行总行核准其发行额度。

(3)发行条件。近几年已发行的金融债券分为普遍金融债券、累进利息金融债券和贴现金融债券三种。普遍金融债券的期限为1年、2年、3年三种,均以平价发行,债券到期后一次还本付息;累进利息金融债券的期限为1~3年或1~5年,采取分段累进的计息方式,平价发行。债券到期前满一年后,持券人可随时到发行银行要求偿还本息;贴现金融债券的期限为3年,以低于票面余额出售,到期一次按票面金融兑付。

(4)债券形式。均印制金融债券,债券面额分为100元、500元、1000元三种,不记名,不挂失,不得提前支取,不准流通,发行后即可上市转让和抵押,逾期不另计息。

(5)发行对象。金额债券的发行对象是城乡个人。

(6)征税的规定。认购金融债券的利息收入免征个人所得税和个人收入调节税。

(7)发售方式。金融债券发行时,由发售行在债券上加盖公章和经办人印章,填写出售当天日期,并逐日登记发行数量。金融债券全部由投资者自愿认购,大部分采用自销方式,由银行和其它金融机构在其柜台上直接向广大投资者销售。1988年中国新技术创业投资公司,首次采用承购包销的方式发行了金融债券。

(8)金融债券只能在原发售行兑付,到期兑付时要严格审查是否本单位发售债券,是否到期以及有无涂改和伪造。

## 第二节 几种主要的金融债券

### 一、普通金融债券

#### 1. 普通金融债券的特点

普通金融债券是定期存单式的到期一次还本付息的债券。比如,1989年中国工商银行发行的金融债券,定期1年,年利率9%,到期还本时,100元债券付给利息9元;1988年中国工商银行发行的3年期金融债券,利率为年息10%,到期还本时,100元债券付给利息30元。逾期兑付均不另计逾期息。

普通金融债券,除具有金融债券的特点外,最突出的特点就是形式上类似于银行储蓄中的定期存款;或者说基本上是保本保息的变相储蓄。但其本质已发生了根本性的变化。普通金融债券是金融机构对其借款承担还本付息义务所开具的凭证。普通金融债券的持有者是债权人。因此,普通金融债券的发行者与持有者是债权债务关系。从国民经济的角度上讲,普通金融债券的购买是一种投资注入行为,而储蓄中的定期存款是一种储蓄(漏出)行为。因此,在本质上普通金融债券与定期存款是不同的。

#### 2. 普通金融债券的收益

一般来讲,普通金融债券的预期收益要大于定期存款的预期收益。

普通金融债券收益率水平计算公式为:

$$\text{到期收益率} = \frac{\text{面额} + \text{利息总额} - \text{购买价格}}{\text{购买价格} \times \text{剩余年数}} \times 100\%$$

$$\text{持有期间收益率} = \frac{\text{卖出价格} - \text{面额}}{\text{面额} \times \text{持有年数}} \times 100\%$$

按实际天数计算利息。

例如,一张面额100元的普通金融债券,票面年利率9%,期限1年(1990年11月21日发行,1991年11月21日到期),到期一次还本付息,若于1991年9月24日以105.80元的价格买入,试计算其到期收益率。

距到期日还有58天,得

$$\text{到期收益率} = \frac{100 + 100 \times 9\% \times 1 - 105.80}{105.80 \times \frac{58}{365}} \times 100\% = 19.03\%$$

又如:某人1990年11月21日买入一张面额100元的普通金融债券,票面利率12%,期限3年,1992年1月10日因急需现金,以112元的价格卖出,试计算其持有债券期间的收益率。

持有债券1年零61天,得

$$\text{持有期间收益率} = \frac{112 - 100}{100 \times 1 \frac{61}{365}} = 10.28\%$$

## 二、累进利息金融债券

所谓累进利息金融债券是指由金融机构发行的浮动期限式、利率与期限挂勾的金融债券，其期限最短为 1 年，最长为 5 年。债券持有者可以在最短与最长期限之间随时到发行银行兑付，但不满一年不能兑付。

累进利息金融债券利息采取累进制，其特点是将债券的利率按债券的期限分成几个不同的等级，每一个时间阶段按相应利率计付利息，然后将几个等级部分的利息相加便得出该债券总的利息收入。比如发行 5 年期的金融债券，满 1 年兑付，利率按 9% 计算；满 2 年兑付，第 1 年利率仍为 9%，第 2 年则为 10%；满 3 年兑付，第 1、2 年同前，第 3 年利率为 11%；依此类推，满 4 年兑付，前 3 年同前，第 4 年利率为 12%，满 5 年兑付时，前 4 年同前，第 5 年利率为 13%；这种累进利息的平均利率分别为 9%、9.5%、10%、10.5%、11%。利息采取对年对月对日的计算方法，不足年的部分不计息，超过 5 年的部分不另计息。1987 年第四季度中国工商银行就发行了这种累进利息金融债券。

表 6.3.1 购买累进利率债券可得利息数额

债券面额(元)	债券期限(年)	可得利息(元)
100	1	9.00
	2	19.00
	3	30.00
	4	42.00
	5	55.00
500	1	45.00
	2	95.00
	3	150.00
	4	210.00
	5	275.00

累进利息金融债券的优点在于使投资者的收益根据其投资期限的长短而有所变化，投资期限越长，利息越高。这样有利于鼓励投资，对吸引和稳定社会闲散资金具有积极意义，使发行单位筹措的资金相对稳定。由于它有上述优点，因而它颇受投资者欢迎，且流通性亦较强。

累进利息金融债券收益率水平计算公式，可沿用普通金融债券收益率水平的两个计算公式，但应注意，这里计算的累进利息金融债券收益率是平均收益率，而累进利息金融债券的实际收益率是按照其利息分段计算的办法，利用上述公式进行计算的。只不过这里要记住，不足年的部分不计息，超过期限年的部分不另计息。这在计算累进利息金融债券收益率时是很重要的。



### 三、贴现(贴水)金融债券

贴现金融债券(也称贴水金融债券)是金融机构在一定的时间或期限内按一定的贴现率以低于债券面额的价格折价发行的债券。其券面上不附有息票,到期按面额还本,不再付息。贴现金融债券的发行价格与偿还价格之差即为利息。

所谓“贴现”就是拿没有到期的票据到银行去兑现或作为支付手段,并由银行扣除到期以前的利息。贴现利息的利率即贴现利率。贴现率一般由国家公布。

贴现金融债券的券面金融是到期兑付的本息合计金额,而债券的本金金额即发售价格,不反映在债券的券面上,其发行价格是根据债券的券面金额和债券的利率倒推出来的。例如:贴现金融债券3年期利率为10%(利率不印在票面上),只计单利。贴现金融债券的券面面额和发售价格为:券面面额为100元的债券,发售价为75元;500元的债券,发售价为375元;1000元的债券,发售价为750元。

贴现金融债券收益率水平计算公式为:

$$\text{到期收益率} = \left[ \sqrt[n]{\frac{\text{偿还价格}}{\text{购买价格}}} - 1 \right] \times 100\%$$

计算贴现金融债券收益率时,应使用复利到期收益率公式,按实际天数计算利息。

例如:1987年12月21日工商银行的贴现金融债券,期限为3年零3个月,折价发行。面额100元的债券,发行价格为75元,债券到期按票面额偿还,票面价格与发行价格的差额即是投资者的利息。此债券的年收益率是9.27%,计算公式如下:

$$\text{到期收益率} = \left[ \sqrt[3\frac{90}{365}}{\frac{100}{75}} - 1 \right] \times 100\% = 9.27\%$$

1988年中国新技术创业投资公司发行的贴现金融债券,期限为3年,面额为100元,发行价格为76元,债券的年收益率是9.579%:

$$\text{到期收益率} = \left[ \sqrt[3]{\frac{100}{76}} - 1 \right] \times 100\% = 9.579\%$$

又如:某人持有1988年2月1日发行的面额为100元的贴现金融债券,期限3年,发行价格76元,若于1988年7月1日以77元的价格卖出,这样它为购买2年贴现金融债券的投资人提供的到期收益率为10.47%。计算公式如下:

距到期日还有2年零228天。

$$\text{到期收益率} = \left[ \sqrt[2\frac{228}{365}}{\frac{100}{76.50}} - 1 \right] \times 100\% = 10.47\%$$

### 第三节 海外金融债券的情况

金融债券属国内债券,发行金融债券要求国内资本市场上资金比较充足,并且有比较活跃的二级市场。现在有许多国家发行金融债券,如美国、英国、日本等。它们虽然在发行数额、债

券种类和发行方式上有些差别,但基本内容还是相似的。

美国国内债券种类很多,但基本上可分为两大类:政府债券和公司债券。在美国,联邦政府主办的合作银行、农业信贷银行、住宅贷款银行所发行的债券归为政府代理机构证券一类,其它银行发行的债券归为公司债券一类;在英国,国内债券分为政府公债、地方当局债券和公司债券。从广义上讲,银行发行的金融债券也是公司债券的一种。

## 一、日本金融债券

### 1. 日本的金融债券与发行机构

在日本,金融机构发行的债券称为金融债券。金融债券是依据长期信用银行法、外汇银行法、农业中央金库法、商工组合中央金库法等法律而发行的,属于特殊债类型的债券。

金融债券在国债正式发行之前,属于中央银行公开市场管理的对象。其发行额和流通市场上的交易额都居于债券市场的中心地位。在民间债券中占有很大的比重。

截止 1987 年 3 月底,日本金融债券的发行余额已达 47.2 万亿日元,占各类债券发行金额的 17%,仅次于国债,居第二位。

在日本,并不是所有的金融机构都可以发行金融债券,只有根据《长期信用银行法》等特别法规予以认可的金融机构才有发行资格。目前,金融债券由日本兴业银行、日本长期信用银行、日本债券信用银行、东京银行、商工组合中央金库、农业中央金库六家金融机构发行。

日本兴业银行、日本长期信用银行、日本债券信用银行与日本其它的商业银行不同,它们是根据《长期信用银行法》而设立的,是以贷放长期资金为主要业务的银行。这些银行在吸收存款时受到一定限制,所以允许其通过发行债券筹措资金。东京银行是根据《外汇银行法》而设立的外汇专业银行,不能经营与贸易、外汇无关的贷放业务,它不能象普通银行那样吸收存款。从 1962 年起,日本政府批准其发行债券作为筹措资金的补充性手段。农业中央金库和商工组合中央金库是为了便于经营农木渔业、工商业金融而设立的,可以用发行债券的方式筹措资金。

按照《长期信用银行法》规定,日本兴业银行、日本长期信用银行和日本债券信用银行的发债限额是其实收资本加法定储备合计额的 30 倍;东京银行为 10 倍;农业中央金库和商工组合金库也可为 30 倍。这些银行被指定向日本的基础工业、小型企业以及对外贸易提供长期贷款。以上部门发行金融债券以前,要将发行额度和发行条件向监督机关呈报,呈报后即可发行。

### 2. 日本贴现金融债券

日本的金融债券分为贴现金融债券和付息金融债券。贴现金融债券的期限为 1 年,付息金融债券的期限为 5 年(东京银行债券为 3 年)。金融债券除了同其它债券一样募集发行外,还以出售方式发行。

#### (1) 贴现金融债券的特征

贴现金融债券是期限为 1 年的短期债券。其特征是以折价方式发行。由于贴现金融债券的偿还差益依照新的规定,仅需交纳 16% 的预提税即可,是一种很受个人投资者欢迎的债券。

① 每月发行。贴现金融债券每月都发行,一般将每月 28 日至下月 27 日作为出售时间,在出售期间,投资者随时可以购买。

②以公开出售方式发行。贴现金融债券按公开出售方式发行,出售价格按一定的贴现率折价计算。贴现率因时而异,购买得越早价格越便宜。例如,1987年2月发行的债券,如果出售期间的最后一天购买,到偿还期还有366天,1987年2月贴现率为3.85%,课征16%的源泉分离税,每1万日元面额以9676日元价格出售。计算方法如下:

$$\text{贴现额} = 10000 \times 0.0385 \times \frac{366}{365} = 386 \text{ 日元}$$

$$\text{发行价格} = 10000 - 386 = 9614 \text{ 日元}$$

$$\text{税款} = 386 \times 0.16 = 62 \text{ 日元}$$

$$\text{出售价格} = 9614 + 62 = 9676 \text{ 日元}$$

但是,如果在1月29日交款,即在出售期间最终日的前29天认购债券,则到偿还日还有395天,贴现率和纳税率不变,其出售价格为9650日元。

$$\text{贴现额} = 10000 \times 0.0385 \times \frac{395}{365} = 417 \text{ 日元}$$

$$\text{发行价格} = 10000 - 417 = 9583 \text{ 日元}$$

$$\text{税款} = 417 \times 0.16 = 67 \text{ 日元}$$

$$\text{出售价格} = 9583 + 67 = 9650 \text{ 日元}$$

也就是说,到了偿还日,不论购入时交款多少,都按面额金额偿还。

③期限为1年的短期债券。贴现金融债券是申报截止日到满1年后的偿还日期为止的短期金融债券。在债券中,长期债券居多。但是,贴现金融债券则是仅次于期限为60天的短期国债的短期债。

④面额为1万日元为单位。贴现金融债券最低面额为1万日元。所以少量购买也很方便。券种除1万日元券以外,还有5万日元、10万日元、50万日元、100万日元、1000万日元六种券面。

⑤单项课税。贴现债券的偿还差益,从所得税法上讲,不属利息收益,而属杂项收益,是不能享受小额储蓄免税待遇的,而代之以偿还差益的16%的税率在发行时作为预提税征收,从而就此结束课税关系。这时已经享受而无法再享受小额储蓄免税和特别小额储蓄免税优惠的个人投资者,是一种有利的金融方式。

⑥贴现金融债不在交易所上市。中途要出卖时,需请金融机构或证券公司购入。贴现金融债券的一些计算公式如下:

$$\text{贴现额} = \text{票面价格} \times \text{贴现率} \times \frac{\text{期限(计算头尾两头,即为366)}}{365}$$

$$\text{发行价格} = \text{票面价格} - \text{贴现额}$$

$$\text{税款} = \text{贴现额} \times \text{税率}$$

$$\text{出售价格} = \text{发行价格} + \text{税款}$$

$$\text{名义收益率} = \frac{\text{贴现额}}{\text{发行价格}} \div \frac{\text{期限(只计算一头,即为365)}}{365} \times \%$$

$$\text{实际收益率(税后收益率)} = \frac{\text{票面价格} - \text{出售价格}}{\text{出售价格}} \div \frac{\text{期限(只计算一头,即为365)}}{365} \times \%$$

例如:1987年2月发行的债券,如果在出售期间的最后一天购买,到偿还期还有366天(计算头尾两天),当月贴现率为3.85%,课征16%的预提税,按100日元券面计算如下:

$$\text{贴现额} = 100 \times 0.0385 \times \frac{366}{365} = 3.86 \text{ 日元}$$

$$\text{发行价格} = 100 - 3.86 = 96.14 \text{ 日元}$$

$$\text{税款} = 3.86 \times 0.16 = 0.62 \text{ 日元}$$

$$\text{出售价格} = 96.14 + 0.62 = 96.76 \text{ 日元}$$

$$\text{名义收益率} = \frac{3.86}{96.14} \times \frac{365}{365} \times \% = 4.0150\%$$

$$\text{实际收益率} = \frac{100 - 96.76}{96.76} \div \frac{365}{365} \times \% = 3.3485\%$$

## (2) 发行条件

贴现金融债券期限 1 年,折价发行,到期按面额偿还。票面价格与偿还价格的差额即是债券的利息。贴现金融债券的实际收益率按下列方法计算。

依照前述,最后一天购买时出售价格的例子:

$$\text{名义收益率} = \frac{\text{贴现额}}{\text{发行价格}} \div \frac{\text{期限}}{365} \times 100\%$$

$$= \frac{386}{9614} \div \frac{365}{365} \times 100\% = 4.015\%$$

$$\begin{aligned} \text{实际收益率(税后收益率)} &= \frac{\text{票面价格} - \text{出售价格}}{\text{出售价格}} \div \frac{\text{期限}}{365} \times 100\% \\ &= \frac{10000 - 9676}{9676} \div \frac{365}{365} \times 100\% = 3.348\% \end{aligned}$$

此外,贴现金融债券的发行条件与 1 年定期存款的利率相比较,贴现金融债券的认购者利率,在课税后比 1 年的定期存款有所下降。因此,若已经享受因而无法再享受小额储蓄免税优惠时,认购贴现金融债券是有利的;相反,若尚属享受小额储蓄免税对象时,则定期存款较为有利。

## (3) 贴现金融债券的认购情况

日本的贴现金融债券由个人认购的额度占全部发行额的 95% 多一点,剩余的一小部分由日本政府的资金运用部购买。

### 3. 日本的附息金融债券

#### (1) 附息金融债券的特征

附息金融债券是为期 3 年或 5 年的中期债券;其特征是债券上附有各期息票。息票每 6 个月为一期,息票到期时,从债券上剪下来凭此领取本期的利息。因此,附息金融债券也称剪息金融债券。

① 每月发行。同贴现金融债券相同,从上个月 28 日开始出售,每月 27 日为当月债券的最终截止日。

② 可按公开出售方式发行。在附息金融债券中,既有募集发行的,又有出售发行的。属于出售发行的,任何时候都可以买到。

③ 期限为 5 年(东京银行债券为 3 年)。除附息东京银行债券期限为 3 年外,其它附息金融债券期限为 5 年。附息金融债券属于中期金融债券。

④ 每年支付利息两次。附息金融债券每 6 个月支付年息的一半。

⑤ 面额以 1 万日元为单位。与贴现金融债券相同,面额为 1 万日元的是最低券种,其它还

有金额为 10 万日元券、100 万日元券、500 万日元券(日本债券信用银行债券和农林中央金库债券无 500 万日元券)。

⑥可享受小额储蓄免税待遇。在每人 300 万日元面额的限度内可享受小额储蓄免税待遇。

⑦原则上不在交易所上市。附息金融债券原则上不在证券交易所上市(1982 年 4 月,在东京证券交易所上市的附息金融债券只有 5 种债券)。

#### (2) 发行条件

1987 年,3 年期的附息金融债券的发行条件是:利率 4.6%,发行价格以 100 为单位,认购者收益率为 4.6%。5 年的附息金融债券的利率 4.8%,发行价格以 100 为单位,认购者收益率为 4.8%。从 1977 年至 1982 年看,长期优惠贷款利率高于附息金融债券认购者收益率 0.9%。

#### (3) 附息金融债券的认购情况

在 1970 年以前,附息金融债券大部分由银行和其它金融机构认购,1965 年其占 56.2%,个人及其它投资者认购只占 27.3%。这主要是由于 1970 年以前,日本设备投资需求量很大,为了满足这种需求,普通银行(例如长期信用银行和信托银行)通过认购金融债券,向有关企业间接地提供长期贷款。但 1970 年以后,银行认购金融债券的比例逐年下降,个人和其它投资者认购的比例逐年增加。主要原因是,从 1970 年以后日本大量发行国债,都市银行等金融机构承购国债的负担加重,加之贷款的需求也增加了,因此银行认购金融债券的额度逐年减少。而民间部门和个人的利率灵活偏好心理不断增强,资产选择也日益多样化,因此,认购额逐年增加。到 1985 年附息金融债券有 66.8%是由个人及其它投资者认购的,都市银行以及地方银行等合起来认购只有 17.2%(见表 6.4.1)

表 6.4.1 附息金融债券的消化情况

年度	全国银行持有%	相互银行、信用 金库持有%	保险公司持有%	农林协同组合 持有%	个人及其他 持有%
1965	56.2	13.1	2.3	1.1	27.3
1966	55.2	11.3	2.5	1.4	29.6
1967	52.5	13.3	4.8	0.5	28.9
1968	48.6	13.6	4.4	0.4	33.0
1969	47.6	16.3	5.0	0.3	30.8
1970	43.3	16.6	4.5	0.4	35.2
1971	33.6	21.1	3.9	0.3	41.1
1972	29.4	18.3	4.9	0.5	46.9
1973	31.5	17.7	5.3	0.2	45.3
1974	28.1	15.7	4.7	0.2	51.3
1975	26.1	15.6	4.3	0.7	53.3
1976	25.1	13.7	4.1	0.4	56.7
1977	23.6	16.0	4.8	0.3	55.3
1978	24.6	16.7	5.3	0.2	53.2
1979	25.0	14.7	5.7	0.1	54.5

## 债券投资

1980	21.9	13.1	5.1	0.2	59.7
1981	19.4	11.8	4.8	0.2	63.8
1982	17.2	10.9	4.8	0.1	67.0
1983	16.9	11.5	5.0	0.1	66.5
1984	19.4	11.9	6.3	0.1	62.3
1985	17.2	10.3	5.4	0.3	66.8

资料来源：日本公社债承购协会（公社年鉴）

注：全国银行包括都市银行、地方银行及信托银行

## 二、台湾地区金融债券

1982年12月，台湾颁发了《台湾银行金融债券发行办法》，执行至今。

这个办法是根据台湾银行法第80条及第90条规定制订的。各储蓄银行及专业银行，申请发行金融债券，都必须依照这一办法办理。

《办法》中规定：

(1) 申请发行金融债券的银行，必须符合下列条件：①申请发行前一年的年终决算之后，盈余占净值的比率必须达到10%以上。②申请发行前一年的年终决算，主要负债（指吸收存款与借入款，并包括已发行而未到期的金融债券）与净值比率，必须在25倍以下。③申请发行前一年的年终决算，逾期放款与催收款总计额占授信总额的比率，必须在5%以下。④最低资本额必须符合其“财政部”的规定。⑤最近一年内，业务经营未出现重大违规。负有政策性特殊任务并经“财政部”批准的银行，在申请发行金融债券时可以不受前述第①、②、③条的限制。

(2) 银行每一年度的金融债券发行额不能超过其发行前一年度的决算净值的2倍。

(3) 金融债券偿还期限，最长不得超过20年，最短不得低于3年，其开始偿还期限不得低于2年。

(4) 银行发行金融债券的面额分为新台币1万元、10万元、50万元、100万元共四种，均按债券面额发行，可以采取折价或溢价方式发售。

(5) 金融债券以无记名方式发行。但可以根据承购人或持有人的要求，改为记名式。

(6) 发行金融债券的银行在核付债券利息时，要依照税法规定代为扣缴所得税。

(7) 金融债券可以自由买卖、转让、抵押和提依担保。但是记名债券必须先向原发行银行办理过户手续。金融债券的时效及其遗失、被窃、灭失后的处理，依照民法的有关规定办理。

(8) 金融债券可充作台湾银行法第43条所规定之流动资产项目。但是，发行银行用以抵充流动资产时，以其自行发行的金融债券与其持有的其他银行发行的金融债券两者相抵后的借差净额为限。

(9) 金融债券的发行，应经过其他银行签证。

(10) 发行金融债券所筹集的资金，应当按照业务性质，全部用于专业投资和中长期放款。对于金融债券的发行和其筹得的资金的运用，应当专设会计处理。

(11) 银行申请发行金融债券，必须准备好下列文件，报请“财政部”洽商“中央银行”后核准办理：①每期债券发行的要点。应列明发行所得资金的用途、发行总额、面额、期次、日期、利

率、发行价格及本息偿还期限与方法等事项。②债券所筹得资金的运用计划。③前期发行债券尚未偿还的余额。④前一年度年终决算等资料。

## 第七篇

# 可转换公司债券



# 第一章 可转换公司债券的基本知识

## 第一节 可转换公司债券的一般概念

### 一、什么是可转换公司债券

#### 1. 五种金融工具

在资本市场中,有许多金融工具(Financia lassets),大体上可以分五大类:

(1)直接权益求偿权(direet equity ceaim),代表了所有权,包括股票,以及可以用来购买股票的认股权(warrants)和选择权(options)。认股权与选择权可以让所有人在未来以既定的价格购买特定数目的股票。每份认股权通常转换为一股普通股,本质上属于长期投资,选择权则通常以 100 股为单位,本质上属于短期操作。

(2)间接权益(indirect equity),是将资金投入共同基金等投资公司中。投资公司汇集许多投资人的资金,用以投资股票或其它投资组合。

(3)债权人求偿权(creditor ceaim),是由金融机构、公司或政府所提供的负债工具。这类金融工具的报酬率通常都已经事先设定,但是实际的获利率则可能随着市场的状况而有所变动。它包括储蓄账户、货币市场基金、商业本票、国库券、债券(普通债券及可转换公司债券)等。

(4)优先股(prefered stock),包括普通优先股和可转换优先股。这类金融工具是权益求偿权与债权人求偿权的混合体。

(5)商品期货(commodity future)包括小麦、玉米、大豆、铜、国库券或外汇等金融工具,种类繁多。它是在未来以既定价格买卖某种商品的契约。

由此我们可以看出可转换公司债券在金融资产种类中的地位,并可以得出这样的结论:可转换公司债券是指在发行时标明发行价格、利率、偿还或转换期限,持有人有权到期赎回或按规定的期限和价格将其转换为普通股票的债务性证券。可转换公司债券归入负债工具一类,属于债权人求偿权,但它转换为股票,则就归入直接权益求偿权。要理解可转换公司债券这一介乎于股票与债券二者之间的混合型金融工具,首先要弄清债券与股票的相同点,尤其是各自

的特征,以及可转换公司债券是如何产生的。

## 2. 债券与股票的相同点

①债券和股票都可以在证券市场上转让或买卖,并有市场价格。在还本期限到来之前,如果购买者需要资金必须转让或买卖,同样,股票所有者为了变现或取得投机效益也必须在市场上买卖。债券股票市场上的交易价格不同于面值,它主要取决于证券的预期收入和银行存款利率两个因素,此外还受政治、经济、心理等方面的影响。

②债券和股票的价格都是资本化了的收入,债券、股票都属于虚拟资本。

债券和股票不是劳动产品,没有价值,之所以有价格,是因为股票、债券的卖出等于出让了借此领取债券利息和股票股息的权利,能给人们带来收入。但是,它们并不能在生产过程中发挥实际资本的作用,故它们是虚拟资本。

③债券和股票的交易都具有双重作用。债券、股票交易既可以给债券、股票投资者提供变现的方便,又可以传递市场和企业的信息,引导资金的合理流向,有利于产业结构的调整和资金市场的培育。但由于股票价格易受国内外政治、经济因素的影响而大起大落容易为各类投机提供方便,引起市场上的虚假需求和混乱局面。

债券是代表借入资金,发行债券的公司必须有偿还债务的能力。当发行公司销售债券后,它就是向债券购买者借入了资金,而债券本身也就是一种债务的正式凭证。每一张债券是发行公司对债券持有者的一种契约,它必须依照面值按时归还本金,也必须自发行之日起至收回债券之日为止,按期支付定额利息。

## 3. 可转换公司债券的产生

债券与股票的差别之一就是,一个人购买发行所发行的股票,实际上就等于购买了发行公司的一部分产权;而购买发行公司的债券,则是将他的资金借贷给了发行公司。股东依据拥有股份的多少而从公司的利润中获得股息,而公司债券持有者只有从他的投资中获得利息,以作为他固定的投资报酬。

债券与股票的差别之二就是,如果发行公司经营业绩好,能获得短期经营利润,那么股东就可以分享实际的利益,因为这时的股票价格必定上升,红利也较高。而债券持有者却不敢有这种奢望。因为公司经营的好坏,一般都不会影响到债券持有人的利益,债券价格是很少变动的。当然,公司债券的投资与股票相比相对安全,因为债券构成了公司债务的一部分。假如公司经营不善而宣告解散,那么其资产分配顺序是公司债券所有者,其次是优先股股东,最后才是普通股股东。

但是债券也有它的局限性。从公司财务的观点看,债券与股票相比就具有一些缺点。债券的利息是固定的,不管公司经营情况如何,利息到期是必须支付的。普通股股东只是在公司赚钱的时候才获得股息的支付,而且对于公司极少有束缚性。利息的支付属于公司费用科目,在支付所得税之前,要从公司收益中扣除,而股息是从支付税金以后的公司净利中分配给股东的。

鉴于上述债券的局限性,因而,经投资银行专家的研究,为了引起投资者更多的关注,在发行公司信用债券的时候,附上一个转换的条款,这样,一个新的金融工具——可转换证券(Convertible security)便产生了。与股票相联的、可于日后置换股票的金融工具大致可分为两种:第一种是可转换公司债券或可转换优先股,两者笼统地讲,又可称为可转换证券(Convertible security)。转换一旦发生,原来的证券便不存在。第二种是配发认股权证的债券。

与可转换证券不同的是,认股权证是可以独立交易的,其债券部分不能转化为股票,而是在债券到期日由发行人还本赎回;认股权证持有人可在一定期限内行使认股的权力,以现金认股,从而增加发行企业之资本。

所谓可转换公司债券(Convertible Bond),就是根据投资者的意愿,将所持债券以市价转换为发行公司的股票,更多的则是以相应股票发行时的市价为基础,溢价转换。如果投资者行使转换权,转换后的债券持有者就变为股东,发行公司的债务栏减少,资本金栏增加。投资者也可以不行使转股权力,一直到债券期满为止。

可转换公司债券兼具债务和股本两种性质,二者密不可分。对投资者而言,该类债券提供了债券所能提供的稳定利息收入和还本保证,也提供了股本增值所带来的利益。对这类债券支付的券息或红利通常高于普通股红利收益,因而这种市场价值下跌潜在风险有限,具有固定收益的金融工具吸引了那些既渴望得到较高收益又不希望错过股票升值的潜在收益的投资者。对发行者而言,该类债券提供了在将来以高于现时股价的价格售出股票的可能性,并具有在债券转换前以低成本发行债券的吸引力。如果相应的股票价格没有达到现行的转换价格,可转换公司债券没有被转换,只要求发行人在到期日偿还发行的本金。这样,发行者的还本付息成本大大低于直接发行债券,同时有可能在股票价格下跌时以高于发行时的市场价格售出股票。所以说,对双方而言,可转换公司债券既非纯债券,亦非纯股本,而是一种混合金融工具。由于可转换公司债券具有和普通股双重特性,其价值也就是纯债券的价值加上股票部分期权价值两部分的总和。发行者可以根据不同的市场条件和投资对象来调节这两部分的价值,达到吸引不同投资者的目的(参见图 7.1.1)

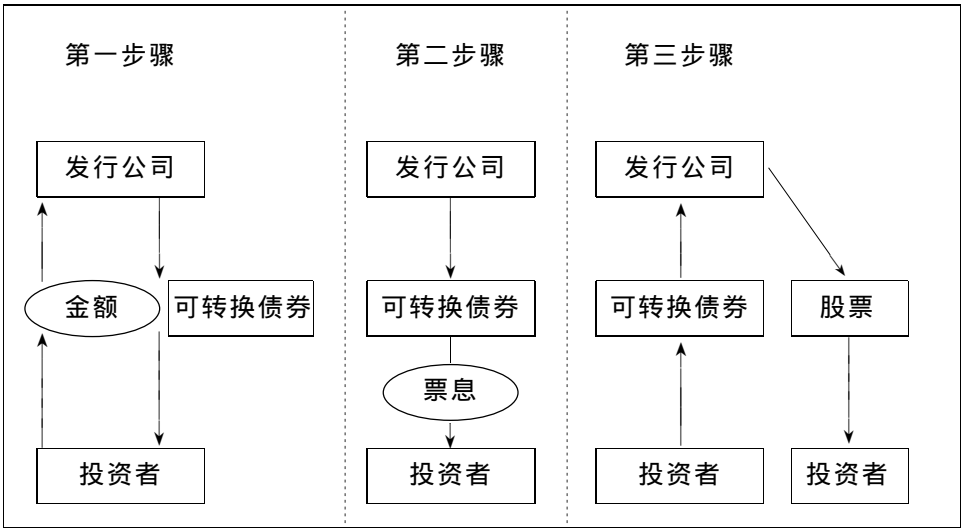


图 7.1.1 可转换公司债券原理

所有的可转换公司债券可按投资者的选择转换为指定数量的股票,此谓之所换股率。这一比率是在债券发行时依据由债券转换而来的股票的市价制定的债券发行时该股票的市价;而这价格通常高于债券发行时该股票的市价,高于部分即称为换股溢价。换股之权(亦称期权)通常在可转换公司债券期满前均可行使。转换时并无款项易手,而是由投资者将其转换为

一定数量的股票,或持有或出售。

由于该类债券的现金流与换股和赎回模式有关而且无固定规律可循,这一金融工具和风险无法用利率和汇市管理技术来对冲。债券一旦换股,股本即得到扩大,而企业的债务即下降。由于换股期限涵盖债券的整个生命期,假定换股溢价订于合理范围内,那么该类债券在期满前转换为股票的概率就会非常的高。

总之,经过上述分析,我们可以给读者一个简要的概念,可转换公司债券的性质介于股票与债券之间,在还未转换之前,与普通的公司债券没有区别,可以坐收固定利息,一旦发行公司的可转换公司债券摇身而变成股票,这就是“转换”的含义。正因为有这种特征,因此可以说可转换公司债券是兼具了债券与股票之长,在涨势中与股价连动,在跌势中则可收息保本,称得上是一种进可攻、退可守或者说,“上不封顶,下有保底”的投资工具。

## 二、可转换公司债券的种类

根据发行地和定值货币的不同,可转换公司债券可分为国内可转换公司债券、境外可转换公司债券、瑞士法郎可转换债券等。

### (1)国内可转换公司债券(Domestic Convertible Bond)

这种可转换公司债券是在本国境内发行并且以本国货币定值的,例如深圳宝安股份有限公司 1993 年发行的宝安可转换公司债券就属于这种类型,它是以人民币标明面值,仅限于国内投资认购,而且仅能转换成该公司的 A 种股票。

### (2)境外可转换公司债券(Foreign Convertible Bond)

这种可转换公司债券是指本国发行人在本国境内或境外发行的以某种外国货币标明面值的或者外国发行人在本国境内以本国货币或某一外国货币发行的可转换公司债券。

境外可转换公司债券又分为三种:瑞士法郎可转换公司债券、欧洲可转换公司债券和欧洲美元可转换公司债券。

### (3)瑞士法郎可转换公司债券

这种可转换公司债券是指以瑞士法郎定值的可转换公司债券。瑞士资本市场是欧洲债券发行公司通常的替代性市场,其安排新券出售的程度几乎和欧洲债券相同,运作方法也极类似。中国的第一例海外可转换公司债券就是瑞士法郎可转换公司债券。

中纺机发行的可转换公司债券就属于这种类型,它是以瑞士法郎标明面值,供海外投资者(主要是瑞士投资者)购买的。该债券的面值为 SFr. 50000,转换期限为 1994 年 1 月 1 日至 1998 年 12 月 11 日,投资者可以在此期限内任何时候将债券按每股 0.43 美元的转换价格(瑞士法郎与美元之间的汇率固定为 SFr. 1.150/USD1)转换成该公司的 B 种股票。

### (1)欧洲可转换公司债券(Eurconvertible Bond)

这种可转换公司债券是指由国际辛迪加同时在一个以上国家发行的以欧洲货币(包括美元、英镑、德国马克、日元、加拿大元、荷兰盾等 13 种货币)定值的可转换公司债券。欧洲可转换公司债券有记名和不记名两种形式,不记名的债券只要持有该债券就拥有其所有权,转换起来也很方便,只要像货币那样简单地进行交付即可;而记名债券则要在债券上注明所有人的姓名和号码,转让时必须通过背书,即由原所有人声明将该债券转让给新所有人,并在其上面注明新所有人的姓名。大多数欧洲可转换公司债券每年支付一次利息,而且其利息可免征所得

税。

## (2) 欧洲美元可转换公司债券

亚洲的发债人最欣赏的品种之一便是普通的以美元标价的欧洲可转换券。该债券支付一固定的利息,其利率在发行时便已确定。债券以面值 1,000 美元发售,到期仍以面值偿还。在债券到期以前,投资者可以按预先定好的转换价格将债券转换为发债人的股票。此“转换价格”在发行时就确定下来。且通常为溢价发行。欧洲可转换公司债券对于那些在欧洲市场上通过股权相关的产品融资的亚洲公司来说,一直是最主要的融资方式。该市场在 1993 年达到了一个新的高峰。

可转换公司债券的结构可以多种多样,以迎合发行者与投资者的需要。可转换债券位于融资系列的中间位置,我们可以使其带有更多的债券特点,亦可使其带有更多的股权特点。我们可以通过诸如加上卖出期权、变更票面息率或赎回价等手法设计不同的可转换公司债券。比如可退还债券是一种允许持有者在到期前的指定间隔期进行兑现的债券,它在亚洲深受欢迎。这种债券比普通可转换债券的票面息率低,但投资者通过溢价兑现而得到补偿。

另一种最近在亚洲流行的可转换债券是“升水可转换公司债券”。与可退还债券相近,这种债券票面息率很低,但溢价兑现所得回报率高于美国同期国债息率。

根据可转换公司债券的转换条件(如息率),它又可分为“上市”债券、无息可转换公司债券、传统息票可转换公司债券等。

### (1) “上市”债券

近几年在亚洲发展起来的另外一个品种是“上市”债券。或称上市前预售可转换公司债券(Going Public Bonds)。这是欧洲可转换公司债券的一种新的变形。它的特点是投资者将来可以用债券转换的,不是发债人自身的股票,而是发债人将来可能上市的子公司的股票。在香港,恒基实业首次发行“上市”债券,融资 4 亿 2 千万美元。这在当时是亚洲公司在欧洲市场上发行的最大的股权相关的债券。随后,Lai Fung 也发行了“上市”债券,该债券允许投资者将债券换成其在中国的一家地产公司的股票,从而使国际投资者可以间接地投资于中国的地产市场。

这些债券的特点是息票利率的“逐级增长”——即债券的利息按发行时定好的时间逐渐增长,以及赎回方式——即允许投资者溢价兑现该债券的收益,高于同期美国国债。

为了应付美国利率不稳定的情况,1994 年 10 月市场上又出现了另外一种变形。和记黄埔发行了一种“浮动利率上市可转换公司债券”,其转换是强制性的。若发行后 3 年内,公司未进行首资股票发行,则债券将要开始按浮动利率支付票息,直到期满。这个特点使得和记这家地产开发收入占据重要位置的综合性公司得以筹集资金来支持其在中国的基础设施投资。

### (2) 无息可转换公司债券

在众多的可转换公司债券结构中,无息可转换公司债券可称得上是最罕见的一种。虽然在欧洲市场也有少量专门发行给瑞士投资者的无息可转换公司债券,但其主要发行地及市场仍是在美国本土。

无息可转换公司债券的票面息率为零,并通常以大幅的票面折让发行,使其“到期收益率”保持在一个可接受的水平。此类债券的转让溢价一般较高。无息可转换公司债券可在到期时以票面值赎回。

相对于普通纯债项,无息可转换公司债券可于发行前期为企业节省一定的成本,因此较为

适合于发展初期的高增长企业。

### (3) 欧洲可转换优先股

1993年3月,怡和策略控股公司发行了3.59亿美元欧洲可转换优先股。这是香港公司首次利用这种发行,因此开创了市场之先河。接踵而来,有几家著名的香港公司如淘大置业、富豪酒店等纷纷发行可转换优先股。可转换优先股可转换为一定数量的普通股,付红利而不付息。在债权上,它排在可转换债券之后,但在普通股之前。与可转换公司债券不同,它通常无固定到期日,并在许多方面可被视为永久债券。这种产品迎合了香港公司的特殊需要,而且也因为这是一种具有保证的回报和有限的下跌风险的股权投资,因而广受外国投资者的欢迎。

根据可转换公司债券性和股权性双重特性,它又分为下列五种类型。从第一种类型到第五种类型,债券性从强到弱,呈递减性,而股权性从弱到强,呈递增性。

### (4) 零息票可转换公司债券

在欧洲市场上较少采用,通常是5年期证券(初次转换溢价一般为12—15%);95%为债券值;沽出机会为45—50%。

### (5) 溢价赎回可转换公司债券折扣可转换公司债券

混合零息票及传统息票的可转换公司债券,是高股息的理想结构,欧洲市场投资者的高度认同性;一般为10年期(10—12%初次转换溢价),通常是短期可转换公司债券(5—7年期),85—90%为债券值,赎回机会为25—30%。

### (6) 传统息票可转换公司债券

欧洲市场最流行的结构,对股利丰厚的股票来说较难设计结构,一般以10年为期(15—18%转换溢价),75—80%为债券值,赎回机会为15%,优先转换债券

永久性证券,转换溢价通常为15—18%,在美国已有巩固基础,在欧洲正日渐受欢迎,在世界各地以记名方式出售,65—75%为债券值。

必转换债券,基本上就是递延股本的出售,100%肯定转换,一般期限为5年(转换溢价一般为0—5%)。

## 第二节 可转换公司债券的基本要素

在了解可转换公司债券的基本要素之前,我们先了解普通公司债券的特征。

### 一、可转换公司债券的一般特征

#### 1. 公司债券的特征

公司债券是一种承诺偿还的特殊债务凭证,具有以下特征:

①定期偿还本金。公司债券发行时都注明到期日。债券到期,发行公司要按票面金额偿还所借款项,不得随意拖延。

②定期支付利息。债券发行公司债券发行条件中规定的固定利息率向债券持有者定期支付利息。付息时间通常在公司债约上规定,一般为每年两次。若发行公司未能按期履行支付

利息的义务,持券人有权诉诸法律来解决。

公司无论发行何种债券,其债券主要由以下基本要素组成:

①债券面值。债券面值亦称债券的到期值,它包括票面价值的币种和票面金额两个基本内容。票面价值的币种是指以何种货币作为债券价值的计量标准。它可以是发行公司本国货币,也可以为发行公司所在国以外国家、地区的货币。其选择依据则以债券发行对象和需要确定。债券票面金额是指票面所标明金额的大小。

②债券利率。债券利率是指债券利息票面价值的比率。它主要受银行利率、发行公司资信、偿还期限、利息计算方式以及资本市场上资金供求情况的影响。

③债券的价格。从理论上讲,债券的票面价值就是债券的价格,但实际并非如此,由于发行公司的种种考虑以及债券市场供求关系的不断变化,在发行债券时,有时可能低于票面价格出售,有时可能高于票面价格出售;有时可能按票面价值出售,债券的票面价值是固定不变,而债券的价格则随着市场的变动而不断变化。

(4)债券的偿还期限。债券的偿还期限是指债券从发行日起至偿还清本息之日止的时间。发行公司在确定债券偿还期限时,要考虑以下因素:①使用债券资金周转期长短;②未来市场利率的发展趋势;③债券流通市场的发达程度。若使用债券资金周转期长、市场利率呈上升趋势,加之债券流通市场发达、债券变现力强,应考虑发行中长期债券,反之,则应发行短期债券。

## 2. 可转换公司债券的特征

上述有关普通公司债券的论述有助于我们对可转换公司债券的理解。严格讲,普通公司债券的特征和基本要素,可转换公司债券同样具有,它同样需要定期偿还本金和支付利息,同样有债券面值、利率、价格、偿还期限等基本要素。因此可以说,可转换公司债券具有公司债券的一般特征,如果投资者在规定的期限内不进行转换,他仍可以向公司要求还本付息,从而获得债券上所注明的固定利息收入。

可转换公司债券的特殊性在于,持有人可以在一定期限内。按照一定条件将手中所持有的债券转换成公司一定数量的普通股股份。这种权利是一般的公司债券所不具备的。具体来讲,可转换公司债券具有下述几个典型特征:

较普通公司债券低的固定利息。

在换股之前,可转换公司债券一样产生固定利息。然而,其利息通常低于普通公司债券,其差额反映换股权的价值。

## 3. 投资者买入期权与卖出期权

可转换公司债券包含了一个股票的买入期权,因此投资者希望发行公司的股票价格能向上涨,这样,这种股票的买入期权就能升值。与股票相比,发行可转换公司债券可能会被更多的投资者所接受。因为,信用等级较低的公司发行股票会有一定的难度,但却可以发行可转换公司债券。因为,在对可转换公司债券的定价时,会考虑到这一信用因素。对于处于生命周期的成长期的公司和处于成长行业的公司来说,更适合于包含了股票买入期权在内的可转换公司债券这种新的金融工具。同时,投资者也希望发行公司能多少支付红利。通常情况下,投资者希望可转换公司债券的利息能够等于或高于红利水平。因为,假如收益率不能高于原来的股票,投资者将不会对通过一种工具以溢价购买股票感兴趣。

卖出期权是投资者将可转换债券还给发行公司的权利。它使投资者有机会在债券到期之前,在某一指定日期将债券出售给发行人——通常是(但并非总是)以一定溢价售出。因此,卖

出期权也可以称为投资人之期前回售权。是否附回售期权或卖出期权,以及何时行使该权力,要视可转换债券发行时的市场情况而定。这条权力对投资者和发行公司均各有利弊。由于通常卖出总以一个高于面值的价格行使,故对发行公司来说,卖出期权的行使是一件令人痛苦的事情。另一方面,由于投资者拥有卖出期权而使投资受到额外保护,与没有卖出期权的债券相比,发行公司亦相应享有支付低息和制定较高换股溢价的好处。因此,附有卖出期权或出售期权的可转换公司债券发行已为越来越多的企业所接受。在卖出期权条款下,公司究竟以什么样的高于面值的溢价被动地赎回可转换公司债券,这通常取决于可转换公司债券被卖还给公司时所需要的收益率。投资人一般是在股票表现不佳或公司经营并不如管理层在推销可转换公司债券时所描述的那样可观时才会行使卖出权或回售权。卖出收益率保护了投资者的利益。卖出收益率和公司的债券收益率密切相关,因此,公司的信用等级越低,可转换公司债券发行时市场所要求的为卖出收益率也越高,反之,公司的信用等级越高,可转换公司债券发行时市场所要求的为卖出收益率也越低。投资人卖期权的获得是以较低的利息收入为代价的。

#### 4. 发行人赎回期权

由于所有的可转换公司债券具有债券的一般特性,因而可转换公司债券有一个预定的赎回期。但与可转换公司债券相关的赎回权则是指发行人在可转换公司债券最终期满之前赎回债券的权利。由于发行人支付低于普通公司债券的利息,因此它通常只会在股价大幅高于换股价的情况下行使赎回权以迫使投资者将债券转换为股本。可转换公司债券的赎回期权一般有两种:一是硬性赎回期权,即公司有权但非一定在事先确定的时间按事先确定的价格赎回发行的可转换公司债券。强行赎回一般在进入转换期方可执行。这里还有一个期满赎回。如果转换没有实现,可转换公司债券与纯债券一般在期满时将被赎回。投资者本金的安全由此得到保证(前提是公司仍有清偿能力)。如果发行公司之股票价格上升,投资者可将其债券转换为股票以收股价长期上升之利。二是软赎回期权。这种期权与它的股票表现有关,通常是当股价连续数日(一般为30天)达到事先确定超过转换价水平(一般是有效换股价的130—150%)时,发行公司可以行使但并非一定赎回其发行的可转换公司债券。事实上,当股票价格在上述价格水平上停留30天以上,很少有投资者仍将可转换公司债券保留在手中,而不实现转换,换句话说,这时,债券持有人更愿意将手中债券转换成有关的股票。由于软赎回期权加速了转换而被称为加速条款。

#### 5. 转换溢价

可转换公司债券通常是以百分之百的面值销售,即通常所说的“以面值发行”。但实现转换时通常是有个溢价比例。转换溢价是可转换公司债券所包含的期权的特征。转换溢价是以百分比表示,以可转换公司债券发行时股票价格为基础的,它是目前市场价格与转换值的差,用公式表示为:

$$C_p = V_m - V$$

其中  $C_p$  代表转换溢价,

$V_m$  代表可转换公司债券的市场价格,

$V$  代表转换价格。

为了将一种其它的可转换公司债券进行比较,一般转换用百分比表示,称为转换溢价率,用公式表示为:

$$C_r = C_p / V$$



其中  $C_r$  代表转换溢价率。

可转换公司债券的换股溢价一般在 5% 至 20% 幅度之间,也有例外,具体的溢价比例则视债券期限、利息及发行地而定。换股溢价越低,即换股价越接近于债券发行时的股价,投资者尽快将债券转换为股票的可能性越大。

这里需要说明的是,换股溢价是资本市场成熟的国家的一般经验,它包括了债券的期权特征。但在资本市场处于初级阶段的我国,对于可转换公司债券的这一期权特征则不能有过高的期望。在发行可转换公司债券的试验阶段,为了保证这一金融品种发行与转换的成功,换股溢价要尽可能地低一些,要尽可能的接近债券发行时的股价。对有些发行公司而言,可转换公司债券的发行甚至有可能低于当时的股票价格。

## 二、可转换公司债券的基本要素

在弄清可转换公司债券的特征后,下面我们讨论它的基本要素或基本条件。

可转换公司债券的设计巧妙与否,对确定发行和转换成功起着十分重要的作用。除了一般公司债券的基本要素外,可转换公司债券有自己特定的要素或条件。具体讲有这样一些基本要素:基准股票、票面利率(conpenrate)、转换比率(conversion ratio)、转换价格、转换期、赎回条件、转换调整条件等。

### 1. 基准股票

基准股票是债券持有人将债券转换成发行公司的股票。发行公司的股票可能有多种形式,如普通股票、优先股,就中国公司而言,还有 A 股、B 股、H 股,ADR 等多种形式。如果中国公司发行以外币定值的可转换公司债券,就要求该公司具有 B 股或 H 股的上市资格,这样基准股票可以是 B 股或 H 股,有 ADR 的还可以是 AOR。确定了基准股票以后,就可以进一步推算转换价格。

### 2. 票面利率

确定合适的票面利率有利于降低发行时的风险。可转换公司债券票面利率可参照同期一般公司债券和政府债券的利率来定,一般来说,可转换公司债券的票面利率都低于其它不可转换公司债券,如前所述,这是因为其中包括了一个股票期权,但票面利率低多少,发行公司有一定的选择权,一般来讲,它会受制于两方面的因素:一是公司现有债权人对公司收入利息倍数等财务比率的约束,据此付计利率水平上限;二是转换价值收益增长及未来水平,据此付计利率水平下限。无论如何,最终还要取决于公司业绩预期增长状况。转换价值预期越高,利率水平相应可设置更低;反之,转换价值预期越低,利率水平相应可设置更高。

在其它条件相同的情形下,较高的票面利率对投资者更具吸引力,成功发行的把握较大,但转换前需支付的利息却相对较多,更为重要的是有可能影响到转换的比例。反之,较低的票面利率使债券的吸引力下降,相应加大发行的风险,优点在于转换前需支付的利率相对较少,在股票价格持续上扬的情况下,低票面利率更有利于债券的转换。

发行公司通常会根据证券市场的实际情况,确定合适的票面利率,使公司的风险和收益组合达到最优化,既有利于发行,又确保可转换公司债券的转换成功。

### 3. 转换比率

可转换公司债券与普通债券的最大区别在于“转换”二字,而转换能否成功,核心的要素则

是转换比率和转换价格。转换比率就是可转换公司债券在实际转换时,一个单位的债券能换成的股票数量,其公式是:

转换比率=单位债券 $\times$ 固定汇率 $\div$ 转换价格

这个比率一般在债券发行时明确规定,这意味在可转换公司债券发行时,发行公司给予债券购买者以如下价格购买普通股的权利。

票面换算价格=可转换公司债券的票面价格 $\times$ 转换比率

但是,在实际生活中,这个比率不可能不随股价变动而随时调整。前面我们曾讨论过换股溢价,即可转换公司债券在实现转换时有一个溢价比例,通常这个溢价比例在5%至20%之间。换股溢价构成了可转换公司债券价格的基础。

#### 4. 转换价格

转换价格是指在可转换公司债券整个有效期间债券可以据此转换成基准股票的每股价格,其计算公式为:

转换价格=基准股票价格 $\times$ (1+转换溢价)

可见,转换价格的确定与股票发行的定价原理与过程相似。实际上,转换价格的确定反映了公司现有股东和投资者双方利益预期的某种均衡。

从投资者角度看,他们当然希望得到较低的转换价格,到时能转换成较多的普通股,以获取较高的收益。但公司现有股东不会接受很低的转换价格(除非发行的可转换债权的比重很小),因为转换后的普通股越多,股权稀释程度越大,对现有股东的控制是相当不利的。

转换价格通常随公司股票拆股和股利政策变化而相应作出调整。如公司宣布股票一股拆两股,公司的转换价格需自动调整为原定价格的一半。如公司公布的分配方案导致公司股价变动超过一定比例,也需相应调整转换价格。

事实上,设计科学合理的转换价格及调整措施并不能有效降低转换的风险(但可有效降低发行风险)。一旦转换前的公司业绩增长及股价水平并不如愿,转换价格高于股票价格,大部分可转换公司债券没有转换成公司普通股,导致的直接后果是:公司的债务(尤其是长期负债)负担过重,资本结构失调,公司面临过高的财务风险和经营风险,对公司今后的发展是十分不利的。

当然,公司在债券合同中可附加一些条款,如加速条款、赎回条款等,控制转换的风险,以避免出现上述对公司不利的局面。

#### 5. 转换期

公司发行的可转换公司债券在何时进行债权向股权的转换工作,通常有两种方式。一种是发行公司制定一个特定的转换期限,只有在该期限内,公司才受理可转换公司债券的换股事宜。这种情况又分为两种类型:(1)发行后某日至到期日前;(2)发行后某日至到期日。发行公司制定一个特定的转换期限,是不希望过早地将负债变为资本金,从而过早地稀释原有股东权益。另一种方式是没有限制转换的具体期限,只要可转换公司债券没有到还本付息的期限,投资者都可以任意选择转换的时间。这里也有两种类型:(1)发行日至到期前日;(2)发行日至到期日。由于转换价格通常高于公司当前股价,因此投资者一般不会在发行后立即行使转换权。之所以将转换期做此设计,主要也是为了吸引更多的投资者。无论是何种方式,在发行可转换公司债券时,发行公司都已经和投资者约定。

### 6. 赎回条件

可转换公司债券中的一个重要条件就是有关赎回的附加条款,这是为了避免金融市场利率下降使公司承担较高利率的风险,同时还迫使投资者行使其转换权。赎回条件分为二种类型。一种是无条件赎回,即直接设定赎回起始时间相应提前,反之则推后。另一种是有条件赎回,即发行公司设定股价水平上限和转换价值持续超过债券面值的比例。这是为了减少股权稀释程度,迫使投资者行使转换权。期限在 5 年左右的可转换公司债券大多只设置有条件赎回条件,而长期限的可转换公司债券则常常二类赎回条件并存。

### 7. 转换调整条件

发行公司在发行可转换公司债券后,可能会对公司包括子公司进行股权融资、重组或发生并购等重大资本或资产调整行为。这种行为如果引起公司股票名义价格上升,则有前述“赎回条件”来对投资者进行约束;如果引起公司股票名义价格下降,那就必须对转换价格进行调整。否则,在公司名义不断下跌的情况下,原定转换价格就会大大高出公司当前的股价,这样将使可转换公司债券持有者根本无法进行转换,公司因此会蒙受损失。因此,转换调整条件是可转换公司债券设计中至关重要的保护可转换公司债券投资者利益的条款。

上市公司在发行可转换公司债券时附加的转换条件主要包括下列内容:

(A)股利分配对可转换公司债券转换的影响,包括股票的分割、并股、分红利或送股等;

(B)增资扩股对可转换公司债券转换价格的影响,包括认股权证、直接发行或配售价低于转换价格或新股发行时公司股票市价的一定比例,转换价格将会自动下调;

(C)公司及下属于公司的资产重组、融资行为、并购等导致公司股价持续下跌时,转换价格相应下调。

可转换公司债券的转换调整条件也称为“向下修正条款”。在股票价格表现不佳时,这一条款允许在预定的日期里,将转换价格向下修正到原来转换价格的 80%。这在瑞士市场被广为使用,在某一特定情况下,也可以对外汇率作某些特定的调整。在某一特定时间,也就是被定为调整转换价格的同时,发行公司可以同时调整转换价格的汇率。当然,这时股票的平均价格等于或高于转换价格,则只对固定的汇率按照特定的公式作出调整即可。如果汇率没有变动或变动的方向有利于发行公司,那么或许只对转换价格向下的调整。如果平均股票价格低于转换价格,而且汇率发生了不利于发行人的变化,则转换价格和汇率可同时按特定的公式作出调整。

## 第三节 可转换公司债券的优缺点

### 一、发行公司“不用还本的贷款”

随着我国资本市场的完善,越来越多的金融品种出现在企业面前,可转换公司债券就是继公司债券和股票之后,可供企业选择的一种新的融资手段。可转换公司债券的发行和上市交易,为企业在低成本融资、改变公司资本和债务结构、推迟公司的偿债期限、吸引长期稳定的投

资者等方面起着重要的作用。

### 1、为什么选择可转换公司债券

具体而言,可转换公司债券对于发行公司有下列几方面的有利之处:

(1)可转换公司债券使发行公司可以获取成本较低的资金,尤其是在换股之前得以低廉费用集得额外资金

由于可转换公司债券附带了企业的股票期权,作为补偿,债券票面利率一般比普通的公司债券为低。在一些资本市场、发达国家,可转换公司债券的利率一般比同类不可转换的债券低20%。而且,投资人对该可转换公司债券价值预期越高,利率水平可相应更低。这样,公司在可转换公司债券发行后至转换前,可减轻利息负担,提高收入—利息倍数,增加低成本资本。

此外,当上市公司的股票市值与公司盈利水平相比,相对偏低,或者相对于公司预期的收益水平来说,股份相对偏低时,公司的一般筹资决策是暂延发行任何证券而待公司股票市价上涨时再予发行,但是,如果公司因项目经营所迫不得不增发证券来融资时,发行可转换公司债券无疑是一种明智的筹资决策。因此,对于那些业绩良好,有很好的经营项目,而股份又偏低的公司,尤其是对那些处于成长有良好的获利前景的公司,可转换公司债券具有更多的便利条件。

融资的首要目的,是公司选择证券发行品种的首要目的,可转换公司债券的低债息无疑是它的最大优点,对发行公司来说是最具诱惑力的地方。尤其是那些处于成长期的企业,更可以利用自己股票的吸引力,通过发行可转换公司债券,大幅降低资本成本,使公司获得更多的廉价的资本供给。

### (2)可转换公司债券使发行公司可以获取长期稳定的资本供给

公司债券通常都有到期日,而股票则是没有期限的。而具有到期日的可转换公司债券却由于可以转换为没有到期的普通股,可转换公司债券转换后,该笔债务因转为股权而消失或减少,股权资本增加,固定偿还的债务本金转为永久性资本投入,降低了公司债务比例,明显减少了公司税后现金流量。因而,可转换公司债券的发行能为公司提供长期、稳定的资本供给。可转换公司债券是延期的股权融资,如果股市不利于发新股,或者公司不愿意发行新股而引起股市的震荡,而公司又需要长期资本,这样自然就会想到发行可转换公司债券。尤其是当可转换公司债券期限较长时,投资者可以在较长时期内将债券转为普通股并出售或持有。这样,鼓励投资者长期持有公司债券并最终长期持有所换普通股,以增强公司财务强度及今后偿债能力。

(3)可转换公司债券使发行公司改善股权结构和债务结构,可在多数情况下延长债务的有效期限

事实上,可转换公司债券由于其具有债券和股票的双重特征,在转换前,它构成公司负债,而在转换后则构成了公司的资本金,因此,它成为调节公司股权比重和债务比重的调节器。如果公司的股权比重过高,可以通过发行可转换公司债券募集资金来回购股权以提高每股收益。这时,发行公司的总股本在一定时期内会发生减少,负债比率会上升,但可转换公司债券全部转换为总股本又会恢复到转换前的水平。当然,通过发行可转换公司债券而募集的资金并非全部要用来收购公司股权。如果公司的债务比重过大,尤其是短期债务过多,那么,可以发行可转换公司债券来替换短期债务,推迟公司的偿债期限,保证公司发展的连续性不受更多瓶口的制约。当公司效益良好,股价持续上升时,投资者会踊跃实现转换,从而导致公司总股本增加,公司的负债比率降低。短期债务→长期债务(可转换公司债券)→普通股。这就是可转换

公司债券调节公司债务结构的流程。

### (4)可转换公司债券使发行公司获得长期稳定的股票价格,有利于证券的销售

可转换公司债券的市场价格与股票价格的联动影响。当股票价格上涨时,可转换公司债券的市场价格也必然会提高,反之,当股票价格跌落时,可转换公司债券的市场价格也会下降。但反过来,可转换公司债券也会影响股票的市场价格。通常可转换公司债券的转换价格要高于公司当前股价,因此,在当前股权融资时机不佳时,发行可转换公司债券可以延迟当前低价股权融资,从而避免了进一步降低公司股票市价,并减少对公司现有股权的稀释程度。同时,可转换公司债券转换期较长,即投资者,可以在较长的时期内将债务转换为普通股并持有或出售,因此,对公司股价的不利影响不会像一次发售新股那样明显或剧烈。

此外,发行可转换公司债券与发行普通公司债券相比,对投资者可能会更有吸引力。有时,公司为换取公司债券的持有人在一些方面的让步,例如较低的资本报酬率,给予公司债券的持有人可转换普通股的权利,这样使其发行的证券有更大的吸引力,有利于证券销售。

(5)可转换公司债券使发行公司实现多元化筹资,并为国际筹资打下良好的基础。除所发行股票和普通公司债外,被上市公司普遍采用的另一种融资方式是配股融资方式。但随着股票市场的完善和发展,广大投资者已不满足于配股这种投资方式,一些上市公司也不愿仅仅通过配股达到增资的目的,企望有更多更新的筹资方式。可转换公司债券正是适应资本市场发展需要的一个新的金融品种。同时,由于可转换公司债券在国际上已是一个非常成熟的金融品种,在我国仅仅是试行,那么通过可转换公司债券在国内资本市场的发行,积累经验,为发行公司将来在国际资本市场融资打下良好的基础。

总之,对发行公司来讲,公司如果业绩不断增长,发行可转换公司债券后,股价会上升,公司也不需要还本。因此,对高速发展的公司来说,可转换公司债券实际上是“不用还本的贷款”。

### 2. 对发行公司的不利之处

可转换公司债券对发行公司为说并不都是有利的,也有一些不利之处,而这些不利之处正是发行公司需要慎重考虑和积极防范的。这些不利之处具体有下列几个方面:

#### (1)可转换公司债券有可能增加发行公司还本付息的压力

作为债券,就要承担到期还本付息的责任。可转换公司债券尽管票面利率一般低于同期银行存款利率,但这一低幅是很难确定的。利率高,成功发行的可能性大一些;利率低成本低一些,但有可能丧失吸引力。同时,即使低于同期银行利率,仍会承受利率波动的风险。可转换公司债券显然存在较长时间和机会转换为股票,甚至附加有回售条件,但总存在一次性偿付本息的压力。尤其是,一旦出现到期兑付,即意味着可转换公司债券的转换失败,债券持有者的不信任很可能造成公司的商誉危机,而这还是发行人不愿看到的。

#### (2)可转换公司债券有可能增加发行公司对股市预期的压力

通常来说,可转换公司债券的发行比公司新股的发行应该更为顺利,这是由它的性质决定。可转换公司债券这一金融工具的设计初衷,应当是对发行人和投资人都相当有利:对投资人而言,只有股市好,短期内可转换公司债券就可转换为股票,市场不好,到期即可还本付息;同样,对发行人来说,股市好公司债务可迅速变成股东权益,而在未转股以前,只需支付较低的利息。但这一设计有时也避免不了使发行人陷入尴尬的境地。除了发行人自身的素质外,这里关键是发行人对股市是否有个合理的预期,即发行时机是否能选择准确。从理论上说,可转

换公司债券发行的最佳时机是利率高企、股市相对低迷期。利率下调有利于可转换公司债券的发行,利率下调,则可转换公司债券的价格上涨,对投资人较为有利。可见,判断市场利率大势,以制定正确的发行价格和发行计划,对发行公司来说是首要的防范条件。

#### (3)可转换公司债券有可能恶化发行公司的债务结构

可转换公司债券在发行时会提高发行公司资本结构中的负债比率,降低股东权益比率。如果转换成功,负债比率便会下降,股东权益比率重新上升。令发行人头痛的往往是另一种情况,即如果发行的股价表现不好或股市低迷,股价低于转换价格,投资者就会宁愿受利息的损失要求还本付息,放弃转换权,这样会直接导致公司的财务负担过重,债务结构恶化。因此,发行公司在决定是否发行可转换公司债券时,必须注意本公司的资本结构,例如公司现行资本结构是否有进一步提高负债比率的资源,净资产收益率是否高于债券发行利率等。当公司负债比率过高,超过70%时,发行可转换公司债券就极其危险了,因为一旦转换失败,公司在还本付息时就出现现金流严重不足的危险。

#### (4)可转换公司债券有可能增加公司的经营压力

如果发行公司决定选择可转换公司债券融资,就要保证可转换公司债券的偿还期限和公司融资项目现金流规划以及公司整体的现金流规划相匹配。为了保证按时还本付息,发行公司筹资项目的收益率应高于可转换公司债券的发行利率,甚至高于在发行人使用赎回条款时,投资人可得到的可转换公司债券的投资回报率。要实现上述这些条件,发行人就必须保持公司的经济效益稳定和较高的增长率。

## 二、投资者：“有保证本金的股票”

### 1. 最具灵活性的金融品种

对投资者来说,可转换公司债券是一种最具灵活性的金融品种,它包含了多种选择权,这些选择权与股票相比具有很多优点:

#### (1)可转换公司债券使投资者获得最低收益权

可转换公司债券与股票最大的不同就是它具有债券的特性,即便当它失去转换意义后,作为一种低息债券,它仍然会有固定的利息收入;这时,投资人以债权的身份,可以获取固定的本金与利息收益。如果实现转换,则会获得出售普通股的收入或获得股息收入。可转换公司债券对投资者具有“上不封顶,下可保底”的优点,当股价上涨,持券人可将债券转为股票,享受股价上涨带来的盈利;当股价下跌时,则可不实施转换而享受每年的固定利息收入,待期满时偿还本金。因此,最低收益权是可转换公司债券持有者所享有的初级权利,投资者能够在股票价格波动的市场环境中获得保值和增值的目标,换句话说,可转换公司债券是投资者“有保证本金的股票”。

#### (2)可转换公司债券使投资者获得转换权

转换权是可转换公司债券是重要的性质,转换权实质上也是一种选择权,是该类金融品种赋予投资者的一种无可替代的权利。一旦进入转换期,投资人就可以随时行使债券转换为股票的选择权,一旦换成股票,投资者就改变了债权人的身份而成为公司的所有者——股东,开始分享公司的增长利益,原固定利率收益也就被公司的不固定的收益增长所代替。一方面,股东可以在不断增长的股票交易价格中随时兑现,另一方面也可在公司年终分享红利。由于转

换权跨越整个债券有效期间,股票价格的不确定性联动影响可转换公司债券价格的不确定性,而可转换公司债券又反过来影响正股价格,从而使持有者在行使转换权时要充分考虑市场走势、时机、固定收益率、公司预期收益等因素。正是这一系列可知而又不可求的因素,使可转换公司债券为投资者提供了广阔的选择空间。

### (3)可转换公司债券使投资者获得回售权

回售权是发行人为吸引更多的可转换公司债券投资者而在事先约定的一种旨在保护投资者利益的附加条款,并不是所有的(但却是大多数)发行公司都有这样的附加条款。根据这种回售选择权,发行人承诺在某一个时间内,如果股票的价格达到一定价位,此时实现转换,投资人可以获得远高于票面利率的收益;如果市场行情没有如期所约,则投资人按照指定利率回售可转换公司债券于发行人,发行人无条件接受自己发行的可转换公司债券。显然,根据这一条款,投资者有更多的保护性选择权利。

### 2. 投资者的防范之处

可转换公司债券对投资者也不全都是有利之处,操作不好,也有许多弊端。具体讲,投资者在投资可转换公司债券时下列几个方面需要防范。

#### (1)可转换公司债券由于转换失败给投资者造成的损失

因为可转换公司债券的票面利率一般低于同期银行利率,所以,在不能转换时,会有利息损失。例如,1993年1月10日发行的宝安可转换公司债券的利率是年息3%,则投资10000元三年后兑换可换本息10900元,而同期三年期银行利率为8.28%,通过两次加息,以及1993年7月1日以后的保值贴补,则投资10000元可获本息17333.5元。可转换公司债券的收益为9%,存款的收益为73.3%。二者相差甚大,若买同期的三年期国债,收益更高。实际上,9%的收益和1993年以来三年的通货膨胀相比是负收益,损失极大。

#### (2)可转换公司债券给投资者可能造成差价损失

即使是可转换公司债券能转换成股票,但由于公司的经营业绩不佳或者是宏观经济影响股价下跌,转换后也会造成差价的损失。当然,投资者在上述情况下,有可能放弃转换权,这样一来,同样有利息损失。

#### (3)可转换公司债券给投资者可能造成二级市场损失

在可转换公司债券的二级市场交易中,投资者同样面对和股票市场同样的风险,如果投资者在转换后,对股票市场走势判断发生失误,就会遭到损失。当然,严格讲,这不是可转换公司债券自身带来的,这是股票交易的一般风险。

#### (4)可转换债务给投资者可能带来条款陷阱

所谓条款陷阱是指可转换公司债券的发行公司有可能通过债券合同中的附加条款,如赎回条款,把财务风险和经营风险转嫁给投资者。因此,投资者对那些承诺较高的票面利率的可转换公司债券需特别小心,特别是含有赎回条款的可转换公司债券。

### 3、如何选择可转换公司债券

由上所述,可转换公司债券对投资者来说,风险与收益并存。既然有风险,那么投资者在选择此类金融品种时就要多方比较、全面考虑。就可转换公司债券而言,投资者在投资之前,应考虑下列几个因素:

#### (1)公司信用与资产比率

可转换公司债券属于中长期无担保公司债,利率又低于普通公司债,因此,在债券期限内

如果发行公司经营很差,财务状况急剧恶化,那么就有可能危及到债权人的利益。投资者要选择那些上市时间相对较长,信用良好的发行公司,其中尤其是要注意资本结构是否合理。一般来讲,发行公司的负债率不宜过高,应该低于 50—60%。投资者必须考虑到如果转股失败,公司所发行的转换债券将对公司现金流失造成很大的冲击,在公司负债比率过高而股东权益比率偏低的情况下,甚至有可能导致公司破产。

### (2) 公司基本面的前景

可转换公司债券介于债券和股票之间,属于混合型金融品种,这样就决定了发行公司必须是一家股份有限公司,或者即将发行股票的公司,为规范起见,最好是一已经发行并上市交易的股份公司。因此,股票发行与上市交易的基本条件,应该成为发行可转换公司债券的基本前提条件。发行公司的经营能力、产业前景、财务状况等,这些会影响未来股价的因素,同时也是可转换公司债券能否实现转换和能否获得高利的关键。投资者有必要对发行公司的基本面的前景给予充分的分析研究。

### (3) 投资计划与资值潜力

可转换公司债券不仅票面利率要低于普通公司债,而且其转换价格通常要高于当前的正股价格,其溢价部分隐含了一种期权成分。正是这种期权性质,决定了可转换公司债券的发行公司必须是一种具有潜在成长力的公司,最直接的就体现在公司的投资计划中。投资者应考虑其投资计划是否良好,因为如果投资计划良好,未来将反映在企业的盈余以及股价上,否则,可转换公司债券的持有者可能受损。

### (4) 发行时机

可转换公司债券最终要实现转换,即转换为发行公司的普通股,这是发行人和投资人共同的心愿。转换能否顺利完成,除了其它一些因素外,转换价格的高低颇为关键,从投资者的角度来说,必须将转换价格与发行时机结合起来考虑。在股价的谷底期,发行公司所订转换价格较低,股价上升顺利,转换的机会也较大;反之,在股价的巅峰期,所订转换价格较高,则转换的可能性就很小了。总体而言,投资者要选择那些转换价格高于正股价不太多,甚至在一些特殊条件、特殊市场环境下,转换价格低于正股价的可转换公司债券,选择这种债券会给投资者带来更高的回报。

### (5) 利率走势

可转换公司债券无论是在转换前作为普通债券还是实现转换而成为普通股,都会受到利率走势的直接影响,利率的走势,与可转换公司债券的价格息息相关。利率走势与债券价格成反比,利率越低,越有利于可转换公司债券的价格,可转换公司债券的价格呈上升,可为债券持有者带来更多的获利机会。相反,在利率走势趋于上升时,投资者选择可转换公司债券则一定要慎重。



## 第二章 可转换公司债券的发行

### 第一节 发行人的条件

#### 一、发行可转换公司债券的独特优势

从有着近二百年历史的西方发达的证券市场看,可转换公司债券这一新金融品种的推出也才不过近二十年的历史,70年代后期推出,80年代盛行。至80年代末90年代初才广泛为亚洲国家所采用。我国首家发行可转换公司债券的企业是1992年深圳宝安发行的五亿元人民币的三年期可转换公司债券。之后是中纺机和深南玻分别于1993年11月和1995年6—7月在海外发行的3500万瑞士法郎和4500万美元的五年期B股可转换公司债券。

可转换公司债券是一种仅凭发行人的信用而发行的无担保无追索权的债券,其信用等级较低,所评定等级一般比公司发行的不可转换公司债券要低,因而当公司破产时,其对资产的索赔权一般都后于其他债券,仅先于公司优先股。另外,可转换公司债券的市场价格波动较大,对投资人的风险相对公司其他债券持有者要高。加之可转换公司债券这一新型的融资手段和投资工具本身所固有的设计上的高难度和操作中的高风险,所以不是任何上市公司都可以轻易尝试的。

但可转换公司债券这一融资工具因其独特的优点,对上市公司从资本市场直接融资有一定的诱惑力。在特定的经济周期和市场条件下,甚至会成为上市公司首选的融资手段。

首先,可以绕开发行一般公司债券时须涉及到人民银行关于企业债券额度控制的申请和审批的难题,其中大多中小型上市公司几乎是没有什么可能获准发行企业债券的。即使少数大型公司或有产业政策扶持项目的中型企业发行债券,但由于企业债券的信用较低,所需支付的利率较高,一般须高于政府发行的国债利率水平,且到期必须还本付息。相比之下,可转换公司债券因含有预期转股套利的机动功能,利率水平一般都较低,大多为同期银行储蓄利率的一半左右,资金使用成本低,财务费用支出少。

其次,当股市低迷时,公司在资本市场拟通过增资配股等发行新股的市场条件不利,且由于公司股票市价相对较低,发行溢价不高,所筹得的资金也相对地较少。同样,股市不振期间

往往也是宏观经济形势偏紧,银行贷款利率居高且资金紧张,企业产品市场销售不畅之时,尚难以承受高成本的贷款。此时,便是上市公司发行可转换公司债券的冲动期,也会较为集中。

再次,可转换公司债券在转换成公司普通股以前的若干年里,公司所支付的债息可作为固定开支,打入企业成本,避免交纳公司所得税;而募股后的分红则必须是在交纳公司所得税后净利润中支付。且可转换公司债券一旦转换成公司的股票后,公司则用不着再付债息,省去了一笔固定的资本支出。虽说股票也要分红,但可视公司盈利情况而定,而没有责任必须支付多少数额。另外,可转换公司债券的成本也要比发行股票的成本要低,而日后又可逐步转换成公司股本。

对发行人来说,可转换公司债券的发行并转换成功可获得如下的预期利好效应:

(1)当年市场股权融资时机不佳时,发行可转换公司债券可以延迟当前低价股权融资,从而避免公司股票的市价因市场预期的除权效应而下跌,并减少对公司现有股权的稀释程度。

(2)由于可转换公司债券的利率明显低于普通的公司债券,所以公司在可转换公司债券发行后至转换前,可减轻利息负担,从而降低了公司的财务费用。

(3)由于可转换公司债券的转换期限较长,投资者在较长的时期年内将债务转换为普通股或出售或持有,对市场正股的利空影响不像一次发售新股那样明显和剧烈。

(4)可转换公司债券转股后,原先的债务因转为股权而消失或减少,股权资本增加,固定偿还的债务本金转为永久性资本投入,降低了公司资产负债比例,增强了公司财务强度及其举债的能力。

## 二、《公司法》及有关法规中有关可转换公司债券的发行人条件

虽说管理层提出了 1996 年内可选择部分有条件的企业进行可转换公司债券的试点,但在政府关于可转换公司债券试行办法出台之前,有关发行公司的选择还只能依据《公司法》中的相关条件。

《公司法》第五章第 172 条中规定:“上市公司经股东大会决议可以发行可转换公司债券”,但“应当报请国务院证券管理部门批准”。发行可转换公司债券的公司“除具备发行公司债券的条件外,还应当符合股票发行的条件”。

即便可转换公司债券试行办法出台,其内容也只不过是对《公司法》中相关的原则性条款进行进一步的细化而已,而不会于“大法”相左或者背离。所以就具体条件而言,也只会严于《公司法》而不会宽于之。

至于公司债券的发行条件,《公司法》第五章中已有较为详尽的规定;至于公司发行股票的要求,中国证监会每年对上市公司增资配股(即增发新股)都有明确的规定。具体分述如下。

《公司法》中关于发行公司债券的基本条件

(1)股份有限公司的净资产额不低于人民币 3000 万元。由于《公司法》规定了上市公司的股本规模不得少于 5000 万元,所以上市公司当无此问题。只是对一些准上市公司拟发行可转换公司债券形式转换新股后上市有实际制约作用。

(2)累计债券总额不超过公司净资产额的百分之四十。这除对个别已发行了企业债券和 B 股可转换公司债券的公司有一定的参照意义外,目前境内绝大多数上市公司尚无此问题。

(3)最近三年平均可分配利率足以支付公司债券一年的利率。对照沪深两上市公司 1993

年—1995年的平均可分配利率,约有80%以上的上市公司是符合这一条件的。

(4)债券的利率不得超过国务院限定的利率水平。企业债券与政府国债相比,因其信用等级低,所以利率水平较之稍高。而公司可转换公司债券因其附有转股期权,所以利率水平则较一般企业债券和政府国债要低得多。

(5)筹集的资金投向符合国家产业政策。这对从事政府产业政策倾斜和扶持的以能源、交通、原材料、高科技和基础设施等为主导产业的公司则更为有利。

(6)筹集的资金必须用于审核机关批准的用途,不得用于弥补亏损和非生产性支出。这就为发行人的筹资动机打了预防针,并对其专项资金企图挪作他用作了限制。

(7)前一次发行的公司债券已募足的。此条的制约对象如同前款第二条。

(8)对已发行的公司债券或者其债务未有违约或者延迟支付本息的事实,且已不处于继续状态。由于可转换公司债券是一种无担保和无索回权的低级债券,所以对发行人资信状况作相应的审核是必要的。

(9)国务院规定的其他条件。等等。

证监会关于上市公司1996年增资配股的条件

(1)公司章程符合《公司法》的规定。

(2)配股募集资金的用途必须符合国家产业政策的规定。这一条等同发行企业债券条件中的第五条。

(3)前一次发行的股份已经募足,并间隔一年以上。间隔时间是指从公司前一次募足股份后的工商注册登记日或变更登记日,至本次配股说明书公布日,其间不少于十二个月。这一条也类似于发行企业债券条件中的第六条。

(4)公司在最近三年内净资产税后利润每年都在10%以上,属能源、原材料、基础设施类的公司可以略低,但不低于9%。这一条更严于发行企业债券条件中的第三条。

(5)本次配股募集资金后,公司预测的净资产税后利润率应达到同期银行个人定期储蓄利率。这样就要求发行人对支付公司债权人的债息和股东的红利作一定的信用保证。

(6)公司在最近三年内财务会计文件无虚假记载或重大遗漏,这一条也如同发行企业债券条件中的第七条,是对发行人的信用状况作必要的调查和把关。

(7)配售的股票限于普通股,配售的对象为股权登记日登记在册的本公司全体普通股股东。但可转换公司债券作为集债务性和股权性于一身的混合金融品种,一般都要面向社会公众公开发行的。当然,公司股东通过股东大会决议要求有优先认购权的话,那就必须是先股东后社会。

(8)公司一次配股发行股份总数,不得超过该公司前一次发行并募足股份后其普通股股份总数的30%;公司将本次配股募集资金用于国家建设项目和技改项目的,在发行人承诺足额认购其可配股份的情况下,可不受30%比例的限制。在可转换公司债券试点初期,由于发行额度控制较紧,不妨先可利用发行人当年总股份30%比例的可配股数乘以每股的转换价格的方法来确定可转换公司债券的发行额度。

### 三、可转换公司债券发行公司的选择

目前我国上市公司的筹资渠道有增发新股(包括配股)、发行企业债券和向银行贷款等几

种形式。由于增发新股一方面受规模与条件的限制,另一方面会扩大企业的股本,降低每股收益;发行企业债券同样受到限额控制,而且筹资成本高,会使企业背上较重的债务包袱,向银行借款需要相应资产作抵押,同样与企业债券筹资一样,也存在较高的利息负担。而可转换公司债券却具有不增大企业股本、不用资产抵押、筹资成本较低,以及在一定条件下可以转变为长期使用资金等几大优点。因此,可转换公司债券就会成为企业筹集资金的理想渠道而受到上市公司的欢迎。特别是面对目前较高的资金成本,许多公司对能通过发行可转换公司债券获取较低成本的资金会有较高的热情。但现阶段可转换公司债券尚处于试点阶段,“有条件的选择”发行公司又是必须的,而且可以说选择优秀的上市公司作为发行可转换公司债券的试点是确保试验成功的首要问题。中国证监会常务副主席李剑阁先生在 1996 年 5 月接受香港《文汇报》记者采访时说:中国正在制定企业发行可转换公司债券的有关办法,可望在年内出台。他说,可转换公司债券将在上市公司(包括 H 股及国内企业)率先试点。他还说,可转换公司债券的好处很多,但风险也很大。而中国的企业对此知之甚少,所以需要对其加强研究,稳步发展,不可一哄而上。

由于公司发行了可转换公司债券后最终是还本付息还是转股成功,其或然性很大,因此证券管理部门如将发行可转换公司债券的条件设定得过于严格,以致超出了配股条件,那么,绝大多数上市公司可能会倾向于花更多的精力去获取配股资格,而不考虑公司具体的资本结构和股东利益去申请发行可转换公司债券。如果证券管理部门将可转换公司债券的发行条件设定得过于宽松,以致低于公司发行企业债券的条件,那么,可转换公司债券的发行有可能过滥,对发行公司未来的长远发展会造成不利的影响。而且这样的可转换公司债券上市交易后,也会对市场造成冲击,降低市场交易品种的质量,给投资者带来损失,从而降低投资者参与市场的信心。

根据《公司法》的规定,发行可转换公司债券的发行人首先必须是上市公司,而不是一般的股份有限公司,不同于普通的企业债券。其次,发行人又必须同时具备债券和股票的发行条件,其中特别是对发行人的经营业绩和盈利能力有量化的指标。因此,那些因公司业绩不佳而未获准配股的公司,企业绕道通过发行可转换公司债券来筹资的认识其实是一种误解。果真那样,不仅债权人的收益、甚至股权人的权益也会得不到保障,甚至还会使可转换公司债券的试点中途夭折。

这里值得一提的关于发行可转换公司债券公司的资产负债情况,应该说,将可转换公司债券引入市场,一方面为证券市场提供了一种新的投资工具,另一方面其转换性将加深人们对负债和股权的理解,债务向股权的转化这一思想。

从一家公司的资产负债表来看,资产负债与股东权益之间有一条界线,在传统的财务分析中,这条界线是相当明显的,界线两边泾渭分明;但在现代新型的公司资产结构中,虽然报表上的界线依然存在,但实际意义上的界线已变得模糊不清了。一种新型的公司融资工具,其风险越大就呈现出越多的股权特性;其安全性越高就越接近纯债务特性。

公司发行可转换公司债券的最终目的是为了实实现股权融资,以增加股权资本形式来降低公司负债比重,从而增强公司财务强度。从这个意义上说,资产负债率较高的公司与其发行企业债券不如发行公司可转换公司债券更适宜。但可转换公司债券首先又应视为一种债券,虽发行人真正需要的是股权融资,但预期中的转换功能能否实现其不确定性很大,因此,对负债比例偏高的公司而言,其负债规模是比较敏感的,对发行可转换公司债券应慎而又慎;否则,一

旦因公司经营业绩不佳,或因市场原因导致转换失败,会使企业处于转为过度的负债境地,面临更高的负债风险,陷入财务困境。单纯从这个角度分析,与其发行可转换公司债券还不如直接增发新股融资。

所以讲,一般获准发行可转换公司债券的公司,都应有着较大的经济实务和股本规模,具备稳健安全的财务结构和较高企业资信,具有较好的产品市场占有率和企业业绩增长能力,以及良好的企业发展前景。特别是主业突出、于政府产业倾斜政策一致的朝阳行业可优先考虑以此方式融资。

具体地说,对发行公司的市场形象和财务状况应有如下的要求:

(1)公司股票上市已有一定的历史,拥有较大的流通盘子,股性较为活跃,股价不易被人为操纵。业绩和股价长期来总体呈稳步趋升走势,能提高可转换公司债券上市后的交易价格稳定程度,同时,投资者在可转换公司债券到期前进行转股的可能性也有望提高。

(2)公司管理规范,无重大违规事件,注重维护投资者的利益。公司董监事持股积极稳定。公司属于国家产业政策倾斜或支持范畴,将这样的公司可转换公司债券引入证券市场,可以充分发挥这一金融工具的资源优化配置功能。

(3)公司业绩良好,总资产收益率、净利润和每股收益处于市场同板块的中上水平,以免可转换公司债券成为劣绩公司在配股以外的又一种圈钱工具;净资产收益率高于同期银行储蓄利率,这样在高负债的情况下才能有效地应用财务杠杆提高每股收益。

(4)在公司资产结构中,资产负债比例适中一般企业不低于 50%,金融类及公用事业类公司可适当放宽,但以不低于 30%为好。以免出现转换失败时对公司财务和经营造成巨大的冲击,甚至出现破产的威胁。

在可转换公司债券的发行公司选择上,为确保成功,在试点初期应侧重发行人的经营业绩和盈利能力,特别是主业明确、行业前景看好的绩优企业。在获得成功积累了一定经验后,再优先向国家产业政策扶持的能源、交通、原材料和基础设施等行业倾斜,特别是一些具有一定资产规模、股本较大、股价走势相对平稳的公司,以配合政府产业政策的调整和社会资源的优化配置。

## 第二节 发行时机的选择

上市公司如因企业发展或新立项目须筹措资金时,除可采用一般企业向银行贷款或发行企业债券等办法外,还可通过非上市公司所不能为的从资本市场直接融资的渠道,如增资配股和发行可转换公司债券。但什么时期采取那种融资手段则是大有讲究的。这不仅涉及到公司能否顺利足额筹到急需的资金,筹资成本是高是低,而且还关系到公司的市场形象和日后再筹资的企业信用。

### 一、股市高涨时宜直接增资配股

当经济处于发展周期的高涨时期,往往股市也正是牛气十足的时候。具体表现在股指冲

高,股价高挂,成交活跃。此时上市公司如有筹资计划,与其发行可转换公司债券,不如直接实施增资配股。一来此时正股市价居高,相对配股溢价才有条件相应抬高,公司可在一定的配股额度内筹得最多的资金,二来二级市场交投活跃,配购新股也会趋于踊跃,公司可以在短时间内便捷地筹得所需资金。

相反,如此时发行可转换公司债券,由于事前对若干年后的市场发展难以把握,且日后因股指大幅下调而导致转股功能丧失的风险概率也较大。果真这样,那么不仅一级市场债权人损失了债息差,二级市场的投资者也将损兵折资,而且发行公司届时还得再筹资还本付息,既扰乱了企业的经营秩序,又损害了公司的社会形象。

### 二、股市低迷时宜发行可转换公司债券

股市低迷时往往也是经济周期的相对萧条期,社会资金紧缺,银行利率高,股市交投清淡。此时如想进行增资配股,由于正股市价较低,配股溢价不过,一定的配股额所能筹集的资金较少;而且市场交投不活,普通看淡后市,股东配股热情不高,公司即便是低溢价也未必能筹到预计的资金额,使得稀缺的股本资源未得到充分的利用。

如此时向银行申请贷款,如前所述,由于贷款利率偏高,公司资金使用成本较高,此时往往又恰逢公司产品销售市场疲软。如此不利因素相伴而至,由于筹资代价太大,公司一般较难承受。

而此时如改用发行可转换公司债券的手段进行融资,则往往容易被市场所认同而接受,公司筹资计划一般容易实现。因为,此时的市场投资者因股市损失惨重,为保存仅有的资金实力,会退守观望,继而寻求一种相对安全的投资渠道,伺机再作动作。而可转换公司债券正是这种既便捷又具有一定安全因素的投资品种。由于其进能攻,退能守的特点,被公认为是一种防守—进攻型的投资工具。既有在正股市价下跌时获取本金和利息收入的安全性,又有在正股市价上涨时转股套利增加资本价值的机会,还有在公司分红水平高于债息率时选择转股(即从债权人角色变换为股权人身份),分享高收益的权利。

加之投资者对股市的周期变化认识普遍会形成若干月或若干年后股市终会盘出低谷和股价走高的心理预期,因此这时发行可转换公司债券,投资者乐于接受,市场容易认同,甚至会出现热销。而且此时市场正股价相当降低,转换价格设定也降低,一旦大势回缓走牛,股价上扬,股价超过转股价格,转换的机会就增多,转换成功的概率就高。

如此时出现利率下调,也有利于投资者,因为利率同可转换公司债券市价呈反比关系。利率下调,则可转换公司债券价格就会上涨。当然,发行人在拟定发行可转换公司债券计划时,也要判断市场利率走势,以制定科学的券面利率和转换价格。

### 三、为转股成功选择合适的发行时机

当然,就像任何事情都有其利弊两个方面一样,对投资人来讲,或为了当时发行顺利并确保日后转股成功而言,股市越低迷似乎越有利。但对发行人来讲,正股市价越低,则转股溢价也就越低,所筹得的资金也相对较少;或者说在核定的集资额度内,转换溢价越低,可转股数量就越多,发行人日后的股本扩张压力就越大,对今后每股的盈利要求也就越高。特别是出现股

市回缓走牛,持券的债权人会因出现暴利套现的机会而过早地集中实施转换,其对发行人的盈利压力等负面影响会更明显。何况股市低迷时的银行储蓄利率水平往往也较高,此时发行可转换公司债券的票面利率水平也会相对较高,对发行人不利。因此,从发行人角度分析,发行可转换公司债券的理想时机也并非股市最低迷的时期。

一般来讲,可转换公司债券的发行以宏观经济由谷底开始启动、股市由熊走牛为最佳时机。因为此时投资者对股票正开始由逃避、害怕转向靠近、欢迎,并对股价预期看好,作为与股票紧密关联的可转换公司债券也因此而受到青睐,所以可转换公司债券在此时发行会较为顺利。之后,随着经济启动的加快,股市也逐步进入牛市,股价高涨,此时可转换公司债券的持有人便会纷纷将可转换公司债券转为股票。当然,当经济处于紧缩、股市处于低迷的时期发行可转换公司债券也是可以的,但应避免在经济处于高涨,股市处于牛市顶峰时发行可转换公司债券。否则,将很可能导致可转换公司债券在到期前转换为股票的困难。深圳宝安可转换公司债券的最终转换率仅为发行总额的 2.7%,其主要原因也在于此。

所以说,在兼顾债权人、股权人和发行人三方利益的基础上,在考虑发行顺利的同时更要考虑日后转股的成功。因此应选择一个股指(股价)位于历史上中偏下的次低区域作为发行可转换公司债券的时段,则较为适宜和理想。

我们知道,只有发行和转换双双获得成功的可转换公司债券方案,才称得上是真正意义上的成功设计。而要获得这双双成功,发行时机的选择不能不说是至关重要的。发行时机选择不当,要么造成可转换公司债券发行的困难。要么造成可转换公司债券在到期之前转换为股票的困难。不管发生以上哪一种情况,无论对市场还是对投资者或筹资人来讲都会产生不利的影响。可以这么说,有的可转换公司债券方案由于发行时机的选择不佳,从一开始就便注定了其日后转换失败的命运。我国的宝安 A 股可转换公司债券的“发行成功,转换失败”就是一个典型个案。同样中纺机 B 股可转换公司债券 1993 年发行至 1995 年底,由于正股市价远低于转换价格而一股未有转换,也与当时时机选择不当而 B 股指数现已跌去一半直接有关。

证券市场瞬息万变,所以一旦发行人和承销商选定了可转换公司债券的发行时机,就应立即设计发案,抓紧申报程序,尽快组织实施,以避免贻误良机,世界很多行内人士就曾将 1994 年初由高盛公司和美林证券作合伙牵头行为盘谷银行发行四亿美元可转换公司债券的失败作为一个典型,在 1993 年泰国市场看好的情况下已获准并已定价,但由于官僚和程序上的拖延,直至 1994 年初才得以发售,虽然所发的可转换公司债券被誉为蓝筹债券,但发行时正值泰国股市下跌(发售前的年初已显紧张预兆,股指几天急跌了 7%),使得发售工作进展缓慢,进行困难,这一“没想到的失败”使得牵头行不得不将 80% 的销售余额长久地搁在账上,发行后不久,可转换公司债券上市交易价已跌至券面的 97%,三个月后又跌至 86.7%。

总之,过去我们在将一些国有大中型企业改组成境内或境外上市公司时,为优化上市指标,增强投资者的投资积极性,有时也考虑负债重组的方式,但往往受这样一个问题的困扰,即债务通过什么样的形式进行重组从而完成债权向股权的转移。可转换公司债券是实现这一转移的方法之一。当然,利用可转换公司债券来降低国有企业的过度负债也有其局限性,首先它只对那些准备发行股票上市交易的公司适用,否则可转换公司债券就没有可“转换”的基础。其次,发行可转换公司债券对于已经股票上市的公司来说尤为新鲜,国家政策也只允许进行试点而将其推进到尚未上市的公司,在政策上恐一时难以认可。最后,即使是允许非上市公司在上市前利用发行可转换公司债券进行负债重组,对发行公司和投资者来说都有很大的风险,例

如,监察问题和信息披露问题等。这些风险能否有效的规避,除了发行公司加强管理,提高资产盈利率外,在可转换公司债券的设计上,与上市公司的可转换公司债券的发行设计相比,难度也会更大。

但话说回来,如果能进行这样的尝试,其好处也是显而易见的。首先,通过发行可转换债务进行负债重组,最快、最大的受益者就是国有企业的主要债权人银行和非银行金融机构。这样可以保护债权人的利益,同时也保护了广大储户的利益。此外,企业之间的债权债务关系一部分也可以通过这种方法解决。其次,通过发行可转换公司债券进行负债重组可以使一批效益好,有发展潜力而又受高负债拖累而不能上市的国有企业上市,使更多的国有企业通过这种方式进入资本市场。第三,通过发行可转换公司债券进行负债重组,缓冲了债权向股权的直接转换中带来的种种矛盾和问题,同时也不会造成由于股市的急速扩容而给证券市场带来的振荡。最后,通过发行可转换公司债券进行负债重组,可以避免国有企业先债务重组后改制的种种弊端,使企业在改制的同时卸掉了一部分债务包袱。

### 第三节 可转换公司债券发行前的准备

上市公司发行可转换公司债券,应该在发行前作好充分的准备工作。主要包括以下五个方面:

#### 一、将发行可转换公司债券的议案提交董事会和股东大会批准

上市公司发行可转换公司债券,应该先获得股东大会和董事会的批准。因为发行可转换公司债券一般数额较大,对公司发展和对股东权益影响也较大,所以,发行可转换公司债券须召开股东大会,股东大会投票通过以后,方可进行发行的实施。

公司发行债券一般要经过三分之二以上董事出席的董事会半数赞成通过(公司章程另有规定除外)。由于可转换公司债券具有债券和股票的双重性质,是一种混合证券,其复杂程度要比债券和股票大。《公司法》第一百七十二条规定:上市公司经股东大会决议可以发行可转换公司债券。发行可转换为股票的公司债券,应当报请国务院证券管理部门批准。公司债券可转换为股票的,除具备发行公司债券的条件外,还应当符合股票发行的条件。从此条规定看,其批准的复杂程度大于债券和股票,并特别要求发行可转换公司债券要经股东大会的批准。这就要求上市公司一定要进行充分的准备,不仅要使提案获得股东的理解,最终获得通过,而且将来使股东在可转换公司债券的流通市场上获得满意的回报。要使议案在股东大会上获得通过,发行公司作好初步的方案是必要的。一般来说,发行公司要将筹资的必要性、筹资的可行性、资金的用途要对股东作出解释,而且还必须对发行可转换公司债券的发行金额、发行时间、存续的年限、到期时间、票面利率、转换的价格、回售及赎回条款、上市的地点作出初步的估计,向股东作出说明,必要的话,公司还需作出一定的承诺,承诺发行可转换公司债券不会损害老股东的利益,使发行能够顺利地获得股东大会和董事会的批准。



## 二、成立发行办公室(或发行小组)制定工作方案和工作流程图

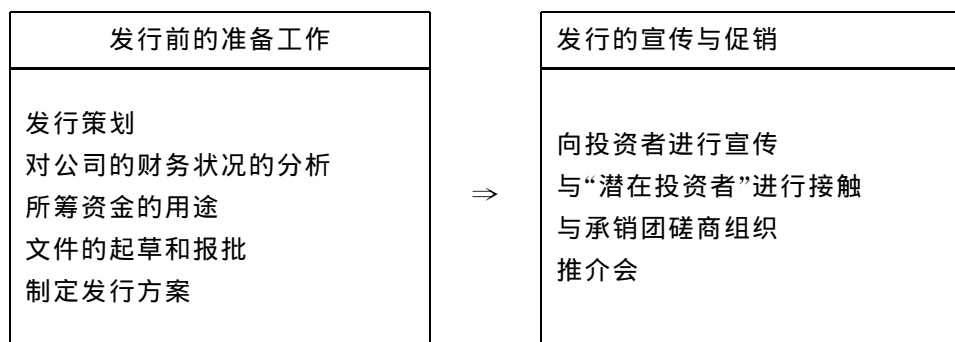
发行公司应该成立发行领导小组,并制定工作方案和工作流程图,以便顺利按时完成发行工作。

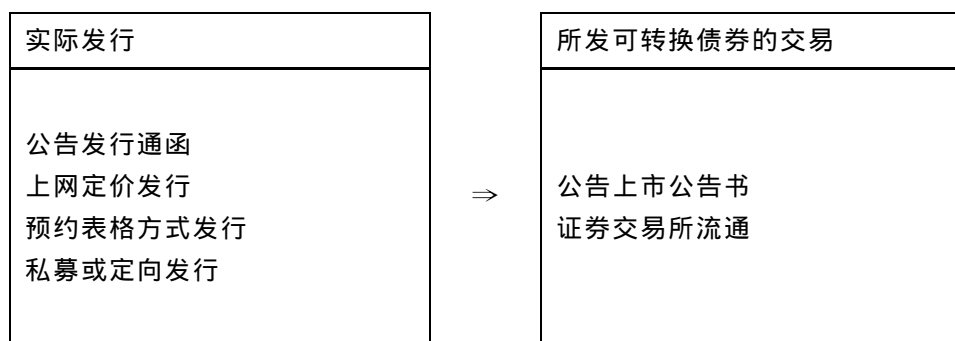
发行可转换公司债券得到股东大会的批准后,即进入正式的筹备阶段,鉴于向批准机关申请的复杂性和难度,以及发行工作的繁杂程度,发行公司应该成立发行办公室或发行小组,并制订工作方案和工作流程图,做到专人负责,按计划的进度顺利完成各项工作。

成立的发行办公室或发行小组应该由公司一位副总级领导人担任负责人,并由若干成员组成。整个发行工作包括申报、发行,由该办公室或发行小组进行总体策划,并进行适当的分工,由文字熟练的人担任文字工作,外向型人员进行文件的报批与公关工作,另外,也应配备适当人员进行打字、文件的印刷和装订等工作,使成立的办公室和发行小组成为一支分工负责清楚,工作效率高的精明强壮队伍。

成立的发行办公室或发行小组应该制订详细的工作方案,并初步确定发行的准备和发行完成的各项工作时间表,并画成详细的流程图,使工作能够按时按计划完成。制订的工作方案和时间表,应该包括:何时组织召开股东大会和董事会会议;何时与投资银行取得联系,并选定主承销商;何时起草完申报的文件,包括资金用途说明书等;何时完成会计师事务所验资和审核意见书、法律意见书;何时完成包括发行通函在内所有文件,并向审批机关上报;何时公告发行;何时进行适当的宣传和促销;最后预计在什么时间完成整个发行工作并安排发行的可转换公司债券的上市等等。

发行工作的流程图大致如下:





### 三、选择主承销商

发行公司应该就发行的可行性、发行的方式、发行的程序进行初步的调查、咨询,并适当地与政府有关部门及承销债券的投资银行、财务顾问进行初步的接触。

一次发行的成功与否,与主承销商有很大的关系,如果主承销商挑选不好,很可能造成发行的失败。即使是包销的情况下,如果是由于主承销商及组织的承销团的推销不力,或者对投资的宣传引导不力,造成公司所发可转换公司债券的销售不畅,发行不佳,对公司形象也是一个较大的打击,很可能造成投资者对公司的发展前景发生疑问。因此,在挑选主承销商的时候,发行公司应该挑选信誉卓著、业绩良好的投资银行作为主承销商。主承销商一般负责协调发行公司的各项发行工作,包括负责组织编写发行的文件,组织发行债券的推介和销售,推荐发行的证券的上市交易等。选择策划水准高、公关能力强、配售技术好、行业经验丰富的投资银行,就为发行公司的顺利发行奠定了基础,不但能够顺利地为公司筹集到所需资金,而且还能为发行公司发行的证券在上市交易后获得良好的信誉。选择不好的话,情况则相反。我们看到,有时候,市场对某一证券发行的冷漠反应往往不是由于筹资企业本身的问题,也不应责怪市场,而往往是由于主承销组织表达和推广上处理不当。市场反应不够热烈对证券销售会产生不利影响。为了使发行的证券顺利进行,并能创造出一个活跃而成功的二级市场,认真挑选主承销商就显得极为重要。

### 四、发行的宣传、公关与促销

配合发行的需要,发行的公司应当进行适当的宣传和介绍,并适当地对投资者进行调查和询问,以了解投资者对发行的可转换公司债券的态度,以便将来设计发行方案时,能够充分考虑投资者的要求。

公司要发行可转换公司债券,进行筹资活动,在我国现阶段,不但要获得政府有关部门的批准,而且要赢得社会和公众媒介的支持,而且更重要的是筹资者活动要赢得投资者的认可。顺利地将发行的证券销售出去,必须使公司在筹资的同时,尽可能地扩大公司的声誉,并有效地进行一系列的宣传公关活动。

在向政府申请发行时,要在充分准备的基础上,全面进行公关活动,必要的话,要把公司的筹资活动与当地发展联系起来,要充分宣传公司的筹资给当地的经济建设、财政收入、就业、社

会发展带来的影响,以促使当地政府的支持,进而获得更高一级政府的支持。总的来说,要使公司的各项公关活动渗透到各级政府,以便最终使公司的筹资活动得到批准。

在向投资者进行宣传活动时,应当充分利用广播、电台、报纸等公共媒介及时地报道公司的动向和意图,向投资者展示公司的发展潜力,必要的话,还应该聘请专家、学者就公司发行可转换公司债券举行研讨会,在充分吸收专家、学者意见的基础上,认真改进公司的各项工作,或者,也可以聘请专家和学者为潜在投资者作投资分析报告,以使投资者获得专家的指导。如果是发行可转换为B股、H股或N股的债券时,由于投资于B股、H股、N股的投资者一般为境外人士,所以发行可转换为上述几种股票的债券时,其宣传公关活动就应该适合于境外投资者乐于接受的形式,如采取展示会、巡回推介会、午餐会等进行宣传促销活动。需要注意的是,如果发行可转换为B股、H股、N股的债券,采取私募时,一般不能采取广告等形式的公开宣传,也不宜在公共媒介上进行推广活动,应当采取路演或专题会等推介活动的形式。

### 五、编制主要申报及发行文件,并精美印刷

发行公司应对各种资料作全面的搜集,并在发行前起草完全部发行文件,并印刷出来,重要文件等材料更应精美印刷出来。

在发行前,应该将申报的文件及发行的文件准备齐全,一方面满足批准机关批准时用,另一方面则将向投资者展示和公告用。起草文件时,发行人要与主承销商及有关中介机构、财务机构紧密配合起来,应该按照工作进度、按计划予以完成。起草的文件不但包括申报和发行的总文件,还应该包括发行通函或章程及发行办法的实施细则。如果采取公募时,例如采取利用证券交易所的电脑系统进行发行,则应该就所申购的资金如何清算、如何确定申购的中签比率等具体办法等文件一并准备。如果是采取以申购表的形式进行预约申请,则应该将申请表及网点安全保卫工作的措施等一系列文件都事先准备好。假如是采取私募的方式,则应将推介会或演示会的宣传材料和申购的预约申请表准备好。值得提醒的是,那些重要文件报告应该很好地打印、印刷、装订好,千万不能马虎,必要的话,应该请专门的印刷商进行统一的设计、印刷和制版。特别是用预约申请表进行抽签以确定中签表时,则必须请印钞厂进行制版,并规定统一的防伪标记、防伪油墨及纸张,采用先进的防伪技术进行印刷,以确保发行工作顺利、公正、安全地进行,防止出现假表和假号的现象。

## 第四节 发行可转换公司债券的文件

发行可转换公司债券相当于发行一次债券和发行一次新股(经过转换)的情况,根据《公司法》第一百六十五条规定:公司向国务院证券管理部门申请批准发行公司债券,应当提交下列文件:①公司登记证明;②公司章程;③公司债券募集办法;④资产评估报告和验资报告。同时,《公司法》第八十四条规定:公司发行股票,必须向国务院证券管理部门递交募股申请,并报送下列主要文件:①批准设立公司的文件;②公司章程;③经营估算书;④发起人姓名或者名称,发起人认购的股份数、出资种类及验资证明;⑤招股说明书;⑥代收股款银行的名称及地

址;⑦承销机构名称及有关的协议。如果是发行可转换为外币计价股票的债券时(如B股、H股、N股),还应该遵守《股份有限公司境内上市外资股规定》及其实施细则的规定,还应提供各省、自治区、直辖市人民政府或者国务院有关企业主管部门向国务院证券委推荐的有关文件,如果是境外发行和上市的,还应准备境外管理机构所需的文件。综合以上几方面,发行可转换公司债券,大致所需的文件主要有:批准设立公司的文件;股东大会及董事会决议;公司章程;发行可转换公司债券申请书;发行可转换公司债券的可行性报告(或资金的用途报告);招募通函或发行章程;最近三年的财务会计报表及附属明细表;会计师事务所的验资评估报告及经济效益预测报告;律师事务所意见书;承销协议;前次募集资金使用情况;偿债措施和担保协议等。

## 一、批准性文件

### 1. 批准设立公司的文件

包括公司的营业执照和经过国务院授权的部门或者省级人民政府批准成立公司的文件,以及部分行业的经营许可证文件。发行可转换公司债券的公司必须是股份公司,而现阶段,我国限于上市公司。《公司法》第一百七十二条规定,发行可转换为股票的债券的主体为可以发行股票的上市公司。所以,不能上市的股份公司则不能发行可转换为股票的债券。从以上的要求来看,公司的设立应该是由国务院授权的部门或者省级人民政府批准设立的。假如上市公司是属于特殊行业的话,还需要提供法人代表的批复文件。如现阶段,我国金融企业的法人代表则需中国人民银行的批准。另外批准设立的文件有时还有必要补充公司的历史沿革和发展情况等。

### 2. 股东大会及董事会决议

发行可转换公司债券既是一次筹资活动,又是公司投资活动的重大变动。《公司法》第一百零三条第九款规定,股东大会对公司发行债券作出决议,同时,第一百零六条规定,股东大会作出决议,必须经出席会议的股东所持表决权的半数以上通过。原因是发行可转换公司债券,有可能对股东权益造成重大影响。如发行的可转换公司债券转换的价格过低,则有可能对原有股东的权益进行摊薄,严重损害股东的利益。因而,为发行可转换公司债券而召开的股东大会应该于会议召开三十日以前或更长时间通知股东,以便使股东有足够的时间对所议的事项作出全面判断。股东大会必须依照法定的程序召开并作出决议。决议通过后,须将决议交董事会具体负责实施,在具体执行过程中,董事会可以根据股东大会的决议作出发行可转换公司债券的具体办法,这些文件都可视为申报和发行文件的要件,一并呈报审批机关和供投资者查阅。

## 二、有关发行人情况的文件

### 1. 公司章程

发行可转换公司债券,在申报的文件中,还须有公司章程。公司章程详细列明了公司名称和住所;公司的经营范围、注册资本;主要股东的姓名和名称;股东的权利与义务;股东的出资额和出资方式;股东转让出资的条件;公司的机构及产生办法、职权、议事规则;公司的法定代

表人;公司的解散事由与清算办法。章程是公司的基本规范,它一经登记即具有约束力。公司章程是公司内部的根本大法,在申请发行可转换公司债券的申报文件中,公司章程则为公司证明其内在本质的必然要件,是必不可少的文件。

### 2. 发行可转换公司债券申请书

发行可转换公司债券,发行公司应该向主管部门或证券管理部门提出申请,申请书就申请发行的理由、发行的数额、发行时间、利率、债券存续的期限、发行的办法或方式、资金的用途等进行初步的说明,将申请书连同其它有关的文件一并上报。

### 3. 发行可转换公司债券的可行性报告(或资金用途报告)

发行可转换公司债券的可行性报告是申报文件中的重要文件,可行性报告撰写的好坏,是发行是否获得批准的关键。发行公司应该在调查分析、研究的基础上,对所筹资金运用的项目进行深入、广泛的论证,并且应着重对所筹资金运用的项目所产生的经济效益进行评估与预测,对公司发展前景的影响和带来的社会效益都应作出正确的评价。所撰写的可行性报告应该就发行的重要性、必要性、可能性作出综合的阐述,所投资的项目或产品的市场前景,也应以发展的眼光进行适当的预测,同时,所投资项目的批准书也应作为可行性报告的附件一并上报。

一般来说,可行性报告应包括以下几个方面的内容:发行公司的名称、住所、设立状况;发行公司的生产经营状况、资信状况和投资情况;经济效益状况;发行公司的资产、负债情况;发行公司的股本构成状况;固定资金与流动资金状况;所筹资金所投入项目的建设周期及投资概算;所筹资金所开发产品的市场前景及所带来的经济效益,以及按照滚动投资所带来的经济效益等等。以下是某公司发行可转换公司债券的可行性报告例文。

#### 某药业股份有限公司发行可转换公司债券所筹集资金运用的可行性报告

##### (一)公司概况

根据××省人民政府××字第×号《关于设立丽华药业股份有限公司的批复》,本公司依法成立,并于1992年5月1日召开创立大会,于1992年5月1日办理工商登记,领取法人营业执照。

本公司的经营宗旨是充分吸收境内外资金,积极开拓国际国内两个市场,充分发挥我国中成药的资源优势,依靠先进的科学技术,以质取胜,以优取胜,使公司的全体股东获得较好的回报。

本公司的经营范围是:开发研制、制造中成药,引进西药,进行生产和贸易,生产经营营养滋补保健品等。

##### (二)公司的股本状况、经营状况和资金负债状况

公司1995年末的股本总额(注册资本)为200,000,000元,其中:国家股120,000,000元,占股本总额60%,法人股30,000,000元,占股本总额的15%,公众股50,000,000元,占股本总额的25%。

公司的经营状况和资产状况如下表:

单位:元

指标	1993	1994	1995
主营业务收入	200,000,000	400,000,000	500,000,000
净 利 润	50,000,000	86,000,000	100,000,000
每 股 收 益	0.48	0.6	0.5
总 资 产	1,100,000,000	1,800,000,000	2,600,000,000
总 负 债	950,000,000	1,500,000,000	2,100,000,000
资 产 净 值	150,000,000	300,000,000	500,000,000
(股东权益)			
净资产收益率	30%	26.67%	20%

### (三)所生产的产品市场需求状况

作为人们越来越注意健康的药业,在行业发展中,具有得天独厚的优势,它一直保持稳步发展的态势。80年代,世界药业增长的平均速度为9.3%,预测未来20年内,药业仍可保持这个增长速度。其根本的原因是随着世界人口和福利水平的提高将导致对药业的总需求规模持续扩大,特别是发展中国家的市场需求规模将有较大的增长。另外,药业市场结构的调整将扩大市场容量,如预防性用药的作用越来越被重视,以及保健营养药品市场迅速发展。同时,生物高新技术的产业化既可能使许多传统市场产品得到改造而增加其有效市场需求,又可以提供许多高效创新药品,发掘与开拓新的市场需求。

### (四)所募集的可转换公司债券的资金用途和经济效益预测

本次发行可转换公司债券预计可募集资金2亿5千万元,主要用于生物和基因工程的3个品种的开发与生产相关生产线的建设,以及本公司全球销售网络的建设。

待开发与生产的生物工程与基因工程的3个品种主要是:1. ××生成素和××因子,主要用于治疗慢性肾衰竭贫血患者,估计该产品到2000年,应有一百亿美元以上的市场需求量。2. ××抗体,主要用于癌症的早期诊断和治疗药物监视,爱滋病及多种传染病的检测,到2010年,其市场需求将达到二百亿美元。3. ××抑制剂,主要用于预防和治疗器官移植时的排斥反应,以及类风湿性关节炎、糖尿病等。到本世纪末市场需求量将达到50亿美元。

以上三个品种的开发与生产线的建议,共需投资人民币2亿元,项目投产后,年创利润1亿元。

为了扩大市场的规模,本公司将建设全球销售网络,主要着手以下三个方面:1. 国内9大销售区的建设,将本公司产品的国内市场覆盖率由目前的80%提高到98%。2. 欧美销售中心的建设,主要在美国、英国、法国建立销售公司,并建设覆盖全欧洲的销售网络。3. 建立东南亚销售网络,并逐步在马来西亚、新加坡、泰国等国建立分公司和直销队伍。上述三大销售网络的建设共需投资5千万元,预计可形成无形资产1亿元左右。

产品投产后三年主要经济效益指标预测表见附件(略)。

#### 4. 前次募集资金使用说明

发行公司应将上一次募集资金的用途、项目、效益等情况详细予以说明,特别是说明上次所募资金是否与所募说明书的规定用途是否相符,资金使用的效益如何。

## 5. 招募通函或发行章程(或募集说明书)

可转换公司债券的招募通函是所有申报或发行文件中最重要的文件。由于可转换公司债券具有债券和股票的双重特性,其招募通函或发行章程有其特殊性。它不但牵涉到发行的溢价、折价、股东权益的保护和稀释等问题,而且还牵涉到利润、股息的分配,转换价格的制订、债券的回售与赎回条件等众多问题,这些问题都会对公司产生较大的影响。因此,发行公司如何配合主承销商编写招募通函就显得极其重要。由于发行公司对招募通函负直接的法律责任,所以招募通函所揭示的每一项内容,必须经过仔细验证,以确定正确无误,在确定整个招募通函内容没有遗漏任何要点,没有任何误导成分的情况下,发行人才可以批准招募通函。

招募通函应包括以下几方面内容:

①绪言。主要是揭示本招募通函系根据什么法律和规定而编写,并揭示已获什么机关的批准。在绪言中,包括发行人对招募通函的真实性、准确性、完整性所作的承诺,以及对信息披露所作的承诺。

②术语的释义或定义。包括用颇为简单的词语来界定招募通函内一些常用词汇的意思,使招募通函全文的术语可使用简易参照来解释词义。

③发行人情况:包括发行人名称、注册地点,发行人的成立情况、成立背景和企业历史沿革,企业的业务情况,公司的组织结构及高级管理人员和员工的构成情况。

④公司的股本结构及前10名股东名称及所持股份数。

⑤发行人最近三年主要财务状况及收益分红状况。

⑥本次发行可转换公司债券的主要要素,包括发行金额;可转换公司债券的面值;债券的票面利息率;发行的年限;转换的价格;转换的比例;付息的方式;兑付的时间;债券与股票转换起讫时间;转换的调整价格;可转换公司债券的赎回条件,可转换公司债券回售的条件;可转换公司债券交易的时间及地点;转换后股票交易的时间及地点,可转换债券的交易费用;转换时不足一股金额的处理。

⑦与发行有关的当事人,包括发行人承销商、会计师事务所、法律事务所、资产评估事务所、资产评估确认机构、可转换公司债券及股票的登记清算机构的名称、联系电话及负责人,如有担保则保持担任人的情况。

⑧发行的方式:包括发行的时间、发行的地区、发行的对象、发行承销的方式和估计上市的时间和地点,及达不到上市条件的处理方式。

⑨会计师事务所所作的审核报告和效益预测报告。

■ 发行可转换公司债券的相关法律问题。

■ 募集资金的运用,包括资金所投资的项目及预计所取得的经济效益。

■ 风险因素及对策,包括所面临的经营风险、政策风险、股票市场风险以及相应所采取的对策。

■ 公司的发展规划及展望。

■ 备查文件。

招募通函大致包括以上部分。

招募通函的格式和样式见书后所附中国南玻股份有限公司发行可转换公司债券招募通函和中纺机股份有限公司发行可转换公司债券招募通函。

### 三、有关鉴证性文件

#### 1. 最近三年的财务会计报表及有关明细表

发行可转换公司债券是一项重要的筹资活动,特别是债券转成股票后,一般来说,会对股东的权益产生一定的影响,有时候是非常大的影响,严重的话,会严重稀释股东的权益或造成发行人的财务损失。所以,在申报和发行文件中,应该将最近三年的财务报表作为必然的要件供证券管理机关审批和供投资者审阅。当然,在招募通函里,也会将三年的主要财务指标列示出来供投资者参考,但详细的财务报表在申报和发行时是不能少的。财务报表应该包括资产负债表和损益表,必要的话,还应包括现金流量变动表,同时也应包括重要经济合同或财务重大事项的说明。值得注意的是,如果发行可转换成外币形式的股票时,如B股、H股、N股时,提供给投资者审阅的报表应该是经境外会计师事务所和境内有国际会计审计、评估业务的会计师事务所所审核的报表,这样的报表应该是符合按国际会计准则和发行所在国的会计惯例所作出的报表,这样才能供发行所在国的投资者审阅和参考。

#### 2. 会计师事务所的验资报告及盈利预测表

投资者在投资于可转换公司债券时,所要考虑的是只投资于债券,可以获得稳定的利息,但同时要受到比一般债券利率低的损失;还是购买债券转换成股票,将来获得公司资本增值或在预计将来以高于现时股价之价格售出股票获取溢价。投资者在投资之前,特别是大的投资机构或投资基金经理人,应该详细审阅会计师事务所所作的验资报告及盈利预测,验资报告给投资者揭示的是投资的风险和资本的真实性,而盈利预测则是一方面给投资者展示将来的收益和发展前景,一方面作为计算转换价格的重要依据。在进行盈利预测时,会计师事务所应该说明计算盈利的会计准则和计算方法,所作的预测应该与发行人的发展情况相一致,使发行人能够达到,这一点可以说至关重要。如果发行人实际业绩达不到预测的业绩,造成公司的股票价格下跌,一方面会使发行人的形象受到影响,另一方面也会使债券转换成股票发生困难,使转换失败,使公司面临还本付息、遭受巨大资金压力的困境。

#### 3. 律师事务所意见书

律师事务所意见书一般作为备查文件放在申报和发行的文件中。律师事务所意见书以第三者的意见为投资者提供了一种公证。其意见书必须对筹资的活动、申报或发行前后通过所有必需的决议进行法律界定和公证,使投资者能够放心。律师事务所通常需要在编制招募通函或发行章程的初始阶段参与工作,并且参与上市建议,安排起草文件、税务安排等工作。特别是在起草招募通函时,律师必须给予意见,协助企业按法律条例的要求作出适当的披露,并且在意见书中概括企业章程、重大合约,并对企业公布文件的事实作出验证并承诺。如果发行可转换公司债券是相对于境外投资者,则可能需要聘请境外地区或国家的律师事务所提供法律意见书。

### 四、承销协议

承销协议是发行人与主承销商(代表承销团)签订的明确双方权利与义务的销售合同。根据承销方式的不同,双方的权利与义务不同。目前,在我国,承销的方式主要是采取包销和余



额包销的方式,在国外,也有采取代销的方式。

发行人在与主承销商签订的承销协议中,一般包括:

- ①签约双方的名称、注册地址、联系电话、法定代表人;
- ②本次发行的依据(批准单位和文号);
- ③发行证券的种类、数量、金额;
- ④承销的方式和承销费用;
- ⑤付款的方式;
- ⑥双方的权利与责任、义务;
- ⑦协议生效与终止的条款;
- ⑧违约和责任;
- ⑨承销的保密事项;
- 适用的法律;
- 附则。

发行人在与主承销商签订承销协议时,应该将权利与义务用简明、清楚的文字表述出来,不能有引起歧义的内容,并且就适用的法律和法律管辖权作出明确的规定,特别是发行境外的可转换公司债券时,更应就法律的管辖权作出明确的规定。另外,发行的可转换公司债券的数额较大时,按照规定需组织承销团承销时,承销商之间的承销团协议也应作为申报文件的必备文件之一一并上报,作为管理机关批准的依据之一。

以上是发行可转换公司债券必要的文件,但是,如果发行的是担保的可转换公司债券时,应该将担保书一并准备。有时在公布招募通函同时,还同时就发行可转换公司债券的申购规则、就申购数量的摇签配号、以及中签号码公布的时间、申购款多余部分如何退回等细节发布一个发行公告。这些文件也应视作准备的文件。目的是使投资者更清楚地了解购买的细节,以免发生不必要申购困难。在发行可转换成B股、H股、N股的债券时,相应地会增加我国外债的数额、则还应准备向国家外汇管理局申请的文件及发行完毕的说明文件等。

## 第五节 可转换公司债券的承销与发行方式

可转换公司债券的承销与发行方式是发行可转换公司债券的审核制度及相应的发行程序紧密联系在一起的,由于审核方式的不同,发行程序也不一样,导致承销与发行方式也不尽相同。

### 一、发行可转换公司债券的审核和发行程序

发行可转换公司债券一般要向证券管理机关提出申请,管理机关依照有关的法律和法规对发行进行审核。世界上对发行可转换公司债券审核一般采取两种制度,一种是核准制,一种是注册制。核准制即是发行人必须经过证券主管机关审核批准以后,方可发行的制度。注册制则是发行人按照发行条件只要将全部发行的材料如实向公众投资者公布,并在证券主管机关进行申报注册即可发行的制度。目前,我国发行可转换公司债券主要是采取核准制。

采取核准制发行可转换公司债券,发行的程序如下:

(1)股东大会、董事会决议。

公司发行可转换公司债券,必须由股东大会作出决议,而且必须经出席会议的股东所持表决权半数以上通过。并且就可转换公司债券发行的总额、票面利率、付息方式、发行价格、转换价格、赎回与回售的条件、存续期限、发行方式、发行日期、资金的用途等做出决定,并授权董事会具体执行其方案。如果发行可转换公司债券与公司章程有冲突时,应通过决议修改公司章程。

(2)选定主承销商并制订发行有关文件。与主承销商一道制作第二节所介绍的各项文件。

(3)向证券主管机关提出申请。发行人提出申请时,应向证券主管机关提供第二节所述之文件及证券主管机关另外要求之文件。

(4)与主承销商签订承销协议。发债公司与主承销商签订的承销协议应该就发行人与承销商双方的权利与义务、承销的佣金与费用负担、缴款的日期、或者上市的推荐、违约的责任等达成一致意见。

(5)签订其它有关协议。如发行可抵押的可转换公司债券应签订信托合同,如果是发行可担保的可转换公司债券则应签订担保协议。另外,还应与交易所签订上市的协议与登记结算公司就登记、清算等代理签订有关协议。

(6)制作认购书、簿记卡或债券。认购书应该包括认购的金额、认购者的姓名、电话、地址、债券的名称、票面金额、票面利率、付息方式、偿还日期、转股的选择,发行人的印章及法人代表的签字,政府批准文号等栏目。

(7)公布募集通函和募集办法。包括刊登发布募集公告,进行发行说明和宣传,公告发行通函或发行章程,发布、取消申购、缴款、中签摇号的具体操作方法。

(8)正式向投资者出售。

(9)缴款。承销商将款项划给发行人。

(10)向有关机关呈报发行情况,发行人募集完可转换公司债券后,应该在一定时间将有关情况向证券管理机关呈报发行情况。

(11)向证券交易所申请上市

## 二、可转换公司债券的发行方式

发行可转换公司债券一般采取公募与私募两种发行方式。根据各国对发行可转换公司债券的管理方式不同,发行的方式也不尽一样。但一般来说,公募发行方式是发行人公开向非特定的、范围广泛的投资者募集资金的发行方式,我国发行可转换 A 股债券的发行方式应该采用公募的发行方式。

私募发行是指发行人向少数特定的投资者发行的方式。一般来说,主要是仅将与发行人、或承销商具有某种关系的投资者作为发行对象。不过,上述所说的“少数”在不同的国家,有不同的规定,如美国要求 35 人以下少数,日本则要求 50 人以下则为少数,欧洲国家对公募、私募人数没有具体的规定。

私募发行与公募发行相比,有如下特征:

(1)私募发行一般不必向证券管理部门办理发行的注册手续,可节省费用开支和发行时间,降低了发行的成本。

(2)投资者比较确定。由于私募发行一般事先确定好投资者,投资者与发行人与承销商具有某种特定关系,所以私募发行额容易得到保证,发行的时间也较短。

(3)由于私募发行不用进行注册登记,一些财务状况不很理想,难以满足公募发行条件资格的发行人也能筹集资金。

(4)私募发行一般不能公开上市交易,但日本则允许私募债券上市交易。

(5)私募发行,投资者持券转让受到许多限制,发行人一般要向投资者提供较优惠的条件,比如较高的利率及较好的回售条款等,使发行人增加较大的成本。

(6)私募发行也不利于发行人提高信誉和知名度。

我国目前发行可转换成B股或外币计价的股票时,由于一些原因,一般采取私募发行的形式。

### 1. 公募发行

鉴于我国公司法的规定,发行可转换公司债券的发行人应为上市公司,所以,在我国发行可转换A股的债券时,一般应主要采取公募的形式。由于我国发行可转换公司债券为审批制,即必须经过证券主管机关的批准方可发行,故我国发行可转换公司债券即使是向老股东定向配售可转换债务时,也应视为公募发行。公募发行的几种形式如下:

#### (1)通过证券交易所的电脑系统上网定价发行

主要是通过证券交易所的电脑系统,承销商作为唯一的卖者将可转换公司债券进行挂盘,投资者通过电脑系统进行申购,然后通过证券交易所的登记清算系统进行债券登记、过户及申购款的划拨,最后完成对可转换公司债券的发行。如果是对老股东进行配售,则通过电脑中的股东资料进行配售,发行程序与上述相同。

#### (2)以认购申请表的方式预约申购发行方式

主要是在发行地区或全国主要地点设置申购的网点,投资者先填写认购申请书,就申购的数量等进行预约认购,承销商根据申请认购的数量摇号确定其认购比例,直接销售给投资者,并将投资者认购的数量向上市的证券交易所进行登记、过户,完成发行过程。这种发行方式也可以让投资者按照其认购的数量先预交其认购证券数量的款项,再根据投资者认购的总数摇号决定投资者认购的比例认购其证券,多余的款项在一定期限内退还给投资者。这种方式较通过证券交易所电脑系统认购方式,所耗时间较长,成本也较高,组织的工作与难度也较大,但一个特点是能够扩大投资群。

此外,在通过证券交易所上网定价发行和以申请表预约申请的方式下,采取招标的方式来决定可转换公司债券的投资者和可转换公司债券的发行条件的发行方式对发行人来说,有可能获得较满意的结果。招标的方式主要采取竞价发行或利率竞标两种方式。

可转换公司债券的竞价发行,主要是发行人确定票面利率和可转换公司债券的发行总数量,发行价格和认购额由投资者以竞标的方式进行,从最高报价顺序往下选定投资者,直到预定的发行额或允许超过的最高发行额。中标的投资者则以其竞投的数量按统一的价格认购。

可转换公司债券发行也可采取利率竞标的方式进行发行,这种发行方式主要是发行人事先确定发行可转换公司债券的总金额,而票面利率则通过投资者竞标的方式确定。发行人通过投资者所申报的利率选定最低利率作为发行可转换公司债券的利率,并从投资者选定的最低利率依次选定投资者及其投资金额,直至达到预定发行可转换公司债券的总额为止。

值得一提的是,在选择主承销商时,发行人根据发行的初步条件通过竞标的方式来选定主

承销商或承销团,也不失为一种有效率、公正的方式。

## 2. 私募发行

在目前条件下,我国上市公司发行可转换 B 股、H 股或 N 股的债券时,应该适当采取公募的方式发行,这样的话,一方面可以扩大企业的信誉和知名度,提高我国企业的国际竞争力;同时,另一方面,对扩大我国企业的融资范围、融资数量,并促使我国企业的筹资逐渐走向国际资本市场形成重要的影响。

私募发行主要是通过承销商向预定的投资者进行销售。一般来说,承销商主要通过自己的销售网络进行全球配售,也可以采取以路演或推介会的方式进行宣传,邀请专业的投资机构、投资人,如基金经理、大的财团,举办座谈会,进行现场的推介活动,或者直接现场进行销售。承销商也可以先行向发行人一次性买断或全部包销,然后分次销售给投资人。

发行可转换成外币计价的股票的债券时,主要是以两种货币进行计价,一种是美元,一种是瑞士法郎,并相应地称做欧洲可转换公司债券和瑞士可转换公司债券。

从目前情况看,按照瑞士国家银行的要求,瑞士法郎标价的可转换公司债券只有在瑞士发行,并由瑞士的银行作为主承销商承销的可转换公司债券才被认为是合法的,并被称做瑞士可转换公司债券。

以美元计价在欧洲发行的可转换公司债券则被称做欧洲可转换公司债券。不过,最近几年,出现了一种以美元标价、受瑞士监管、在瑞士发行并主要在瑞士配售的新的可转换公司债券,称做“Alpine”(阿尔派)。

可转换公司债券的国际发行中心主要有两个,一个是瑞士,一个是伦敦,前者的特点是:(1)除了日本以外,具有全世界最低的利率水平;(2)具有较低的发行成本;(3)有众多的金融机构。后者的特点是:全球的金融中心和投资中心,是国际大型的投资基金或金融管理公司聚集之地。

在国际上发行可转换公司债券时,企业应根据企业自身的情况和条件以及其它目的,选择发行瑞士可转换公司债券,还是欧洲可转换公司债券,还是 Alpine 方式发行。例如,我国南方玻璃股份有限公司于 1995 年 7 月,选择了 Alpine 方式发行可转换公司债券,共发行了 4500 万美元的可转换公司债券,这种方式成本较低(节省了律师费用和路演推介开支),利率适中(略高于瑞士债券的利率),是一次比较成功的发行。总之,如果是私募发行,特别重要的是选择实力规模大、信誉较佳、有丰富的发行经验和较强的策划能力,以及有较强的销售网络和筹资能力的投资银行作为主承销商,是一次成功发行的基础,否则的话,容易导致发行的失败。

## 三、可转换公司债券的评级

在国际市场上,发行债券,一般要对债券进行评级,债券的价格与利率跟信用评级有密切的关系。所谓债券评级是指具有独立性的评级机构对发行人发行的债务的风险程度进行评定,并将发行者的信誉和偿债能力的可靠性等公诸于众,从而保护投资者的利益,使投资免遭由于情况不明或判断失误而造成的损失。没有经过评级的债券,在市场上,一般不被广大投资者所接受,也很难有销路。所以,发行人发行债券一般都自愿向证券机构申请评级。而且许多国家也要求对发行的债券、特别是以公募方式发行的债券进行评级,以指导投资者进行投资。

债券的等级一般分为以下几个级别:AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C 九个级别。一般情况称 AAA、AA、A、BBB 四个等级的债券为投资级债券,风险较小;称 BB、B、CCC、CC 四

个级别的债券为投机级债券；C 级债券为高投机债券，风险很大。

可转换公司债券作为债券的一种，是不是要经过评级，各国处理情况不一样。一般来说，采取私募形式发行可转换公司债券时，一般不对可转换公司债券进行评级，因为私募主要是针对大的投资机构，以及专门的基金管理机构，其自身一般对发行的可转换公司债券投资价值能够作出适当的评估。而采取公募的形式发行可转换公司债券则要求对发行的可转换公司债券进行评级，以便指导投资者进行投资。如在美国，公开发行的可转换公司债券，并通过证券交易场所进行交易时，一般对可转换公司债券进行评级，而且一家公司发行不同的债券（包括可转换公司债券），一般还有不同的级别。

在日本，公开发行债券，一般要满足适债标准。所谓适债标准，即政府规定的可以公募发行债券的一系列标准和要求。不符合要求的则不能公募发行。在 1988 年前，公募发行可转换公司债券必须符合适债标准。从 1988 年以后，由于适债标准与债券评级统一进行，因此，只要对可转换公司债券进行了信用评级，即可发行，不必再适用以前的适债标准。

在日本发行可转换公司债券的评级，分两种情况：一种情况是，发行有担保的可转换公司债券，一般评级的级别要求在 BB 级（含 BB 级）以上，且每股红利在 5 日元以上，每股税后经常利润在 7 日元以上；另一种情况是，发行无担保的可转换公司债券，则要求在 BBB 级以上（含 BBB 级），并且要求相当于 BBB 级且净资产额不足 200 亿日元的公司必须保留作为财务限制条款的特定担保物。

在处理公司债券的级别时，另外还有些国家规定公司发行的一般债券作为一级债券，而发行可转换公司债券作为次级债券。一级公司债券一般以公司的资产作为担保，在迫不得已的情况下，可以出卖公司的财产作为偿债，而次级债券（如可转换公司债券）则没有公司的资产作为担保，但只是其权利仍优先于股票持有者，持有次级债券的人要等一级债券本息付清以后，或者是在不影响一级债券偿还的情况下，才能获得本息。

所以，发行可转换公司债券，是否申请评级，要考虑是采取公募还是私募的形式，是否在证券交易场进行流通，以及发行所在地区和国家是否要求进行评级，分别处理，不能一概而论。

### 四、可转换公司债券的承销方式

可转换公司债券的承销方式主要有三种：包销、余额包销、代理销售三种形式。

#### 1. 包销

全额包销，又称“一次性买断”销售。这种承销形式，主要是指发行人与主承销商（或承销团）签订包销协议后，发行人发行的全部证券由主承销商（或承销团）一次性全部收购，并且按照事先约定的缴款日期付款，然后由主承销商（或承销团）自行销售的一种承销形式。这种承销方式主要有以下几个特点：①发行人能及时、全额取得所发行证券的全部资金，使发行人能尽快地使用所筹集的资金。②销售的风险全部由承销商承担，如果销售不出去，承销商必须自己购买。③承销机构对发行人的发行要求较高，同时，也要求承销机构本身的销售能力强，销售网络广。④采取此种承销方式，承销的费用较高。

此种方式适用于那些资金实力强、信誉好、销售网络广、推销能力强的承销机构，同时也适合于那些发行数额较大，又急需使用资金，以及希望严格按计划使用资金的发行人所采用。例如，美国摩根士丹利公司于 1995 年 10 月 18 日为香港德昌电机公司承销 1.3 亿美元的可转换公司债券，及 11 月 15 日为香港另一家公司承销 3 亿美元的可转换债券时，都是采取与另一家

承销商“一次性买断”两家公司的可转换公司债券进行销售的承销方式的。

## 2. 余额包销

此种承销方式的特点是：发行人与主承销商（代表承销团）签订承销协议，委托承销商发行证券，如果在规定的发行期内不能将全部证券销售出去，剩余部分则由承销商全部收购，并由承销商按规定的划款时间，将款项全部划给发行人。这种承销方式，一般来说，发行的风险仍由承销商承担，发行人发行证券所筹集的资金仍能得到充分的保障，而且发行的费用也相对于包销的方式为低廉，因而，目前我国企业发行可转换公司债券、股票等，一般都采用此种方式，同时，对我国的证券经营机构来说，一般也大都采取这种方式，这种方式在我国现阶段是一种比较理想的方式。

## 3. 代理销售方式

这种承销方式是指发行人委托证券商在一定时间内代理销售其证券的一种方式，到期证券商未能将发行人发行的证券售完，将剩余证券退回给发行人的一种方式，这种方式在国外称为“尽力而为”销售方式。也就是证券商通过自己的销售网络、尽力进行宣传、推介，尽力将证券销售出去。这种方式的特点是：承销的手续费较为低廉，承销商对发行的风险不承担责任，也不担当发行失败的责任，发行人在一定期限内难于保证所需筹集的资金，而且还要冒发行失败的风险，这种方式一般在我国目前不为发行可转换公司债券的企业所采用。

# 第六节 转换价格与转换条件

转换价格(Conversion Price)是指可转换公司债券转换为每股股票所需可转换公司债券的票面金额。如转换价格是4元，即是说4元券面值可换一股普通股股票。转换价格是转换公债券要素中最为重要的，它决定着发行与转换成功与否的关键，深刻影响着投资人的收益、股票价格的变动等等，因此，转换价格是发行人和投资者最为关注的要素。

## 一、转换价格的决定因素

决定转换价格的因素很多，但主要有以下因素：

(1)股票价格。股票价格是最为重要的影响因素。股票的市场价格和价格走势直接主导着转换价格的确定，股价越高，转换价格也越高。由于股票价格是公司经营业绩和综合素质的全面反映，转换价格也是公司业绩和素质的综合体现，而且更重要地体现中长期公司前景，因此转换价格是同股票价格息息相关的。

换股溢价比率(Conversion Premium Ratio)是表示转换价格与债券发行时的股价接近程度的指标，公式为： $(\text{转换价格} - \text{股票时价}) \div \text{股票价格}$ ，如果可转换公司债券发行时股票价格10.8元，转换价格为12元，则换股溢价比率为11.1%。换股溢价比率越大，表明二者差距越大，越不容易转换，反之，则二者价格接近易于转换。换股溢价比率经验数字一般在5%—20%之间。

制定转换价格有时以发行前一段时间的股票市场时价的均价上浮一定幅度作为转换价

格,通常上浮 5%—20%,这一点同上述的换股溢价比率。在此可以看出,转换价格与股票价格密切相关。

(2)债券期限。显然可转换公司债券的期限越长,则相应的转换价格也越高,可转换公司债券期限越短,转换价格越低,这是由于股票价格随着公司经营发展使得业绩逐步提高,每个股份所占有的利润逐步增加所致。值得注意的是可转换公司债券发行后到可以行使转换权利的时期直接影响着转换价格,这个滞后的时期通常需要一个月到一年不等,等待转换的时滞越长,转换价格也就越高。但一般不超过一年。

(3)利息率。一般地说,利息率高则转换价格也高,利息率低则转换价格也低。息率是同可转换公司债券的期限长短相一致的,期限越长,息率越高,转换价格就高,反之,转换价格就低。美国的 USX 公司 80 年代初发行的 20 年期的可转换公司债券不仅成为时间最长的可转换公司债券,而且利率高达 5.75%,成为可转换公司债券家族中利率最为丰厚的可转换公司债券之一。

(4)发行地点。发行地点总是同投资人联系在一起的,每一个发行地域的投资人对可转换公司债券的产业性质、经营业绩、市场的价格比较、利润期望等都有一定的判断取向,同时,发行地对发行可转换公司债券的要求适用的法律环境、信息披露等,也影响着发行的成本,从而影响了转换价格。转换价格的高低总是投资人以发行地的市场背景、横向比较分析做出判断的,因此,不同的发行地,会产生不近相同的转换价格。

(5)上市地点。根据上述情况,上市地点的技术条件、交易制度条件、市场活跃程度、市场规模、投资群结构等都影响可转换公司债券的转换价格。

## 二、转换价格的种类

转换价格存在着许多不同的种类,但主要有以下几种:

### 1. 直接定价和时价

公司发行可转换公司债券公告中直接约定的价格,如转换价格规定为 12 元,就是公众将可转换公司债券换为股票的价格。这种价格通常需要对股票市场走势做出较为准确的判断,可转换公司债券的主管部门及其有关机构对可转换公司债券发行申请能做出迅速的批复,使得转换价格与市场波动趋势基本一致才有可能实行直接定价的办法。相比较直接定价,时价具有更好的灵活性和适应性,它是以一段时期相应股票价格的简单算术平均数为基础,上浮一定比例作为转换价格。通常发行前(公告前)以一个月或一周的收盘价的平均价为基础的,这样的转换价格仅仅依赖于市场状况,使得转换价格合理、适度。当然,正是由于过分的市场行情依赖,也使转换价格拘泥于市场的短期变动,不能全面反映未来的市场大势,尤其是可转换公司债券着力强调的是公司未来的长期增长,可转换公司债券行使转换权利还存在一定的时滞,所以,完全使用时价也有一定的局限性。一个合理、适度的转换价格总是需要直接定价和时价的综合考虑来完成的。

非上市公司的转换价格在本质上是同上市公司的转换价格是一致的,都是以公司的经营业绩为基础的。但由于没有可比的股票价格,就以相同或相似行为、经营业绩、资信的公司为参考依据计算。通常以参考公司的市盈率,计算出参考股票价格,然后进行股票价格基础上的溢价设计,即非上市公司的转换价格。也可依据下列公司计算:

转换价格 = (参考市盈率 × 上市前税后利润 - 发行可转换公司债券面值) ÷ 公司现有股份  
 假设通宝公司现有股份总额为 6000 万股, 预计 1996 年底税后利润为 3000 万元, 公司拟于 1996 年 6 月 1 日发行可转换公司债券面值 15000 万元, (利率 4.5%, 7 年期) 预计将在 1997 年 6 月前上市, 同类公司的参考市盈率为 18, 那么, 通宝公司的转换价格为:

$$(18 \times 3000 - 15000) \div 6000 = 6.5 (\text{元})$$

## 2. 分阶段的转换价格

上述转换价格通常对于期限较短的可转换公司债券适用, 如 5—7 年的可转换公司债券, 而对于大于 10 年的以上的长期可转换公司债券使用一个发行时制定的转换价格兑换股票不能适应不断变化的市场发展和公司增长, 减少股权稀释, 促进转换, 因而, 就产生了分阶段的转换价格。出于发行人的目的, 使用分阶段的转换价格也有利于公司可转换公司债券的尽早转换。分阶段的转换价格有两种分类:

(1) 分期递增的转换价格。在可转换公司债券期内, 转换价格分期递增, 如 20 年期的可转换公司债券可以有以下不断递增的转换价格:

第一个五年的转换价格为 6.5 元

第二个五年的转换价格为 8.5 元

第三个五年的转换价格为 10.5 元

第四个五年的转换价格为 12.5 元

(2) 以数量递增的转换价格。在转换期内, 转换为股票的可转换公司债券数量分别以不同的转换价格进行转换, 如:

以 6.5 元转换价格可以转换 25% 的可转换公司债券

以 8.5 元转换价格可以累计转换到 50% 的可转换公司债券

以 10.5 元转换价格可以累计转换到 75% 的可转换公司债券

以 12.5 元转换价格可以转换剩余的全部可转换公司债券

## 3. 转换价格的调整

以上所述的转换价格都是在公司权益不变的情况下制定的, 但当公司发生股份拆细、公司合并、配股或发行新股、增发新可转换公司债券、送红股和分派股息、出售资产等情况下, 转换价格因公司的每股权益而发生变化, 上述转换价格应做出适当的调整, 尤其在公司净资产稀释的情况下, 投资人的利益降低的条件下, 调整转换价格是必须的。为区别调整前和调整后的转换价格, 我们称调整前的转换价格为基准转换价格, 调整后的转换价格为调整转换价格。

除了可转换公司债券自身转换为股票的情况之外, 只要在可转换公司债券发行后, 公司股份发生变动时, 发行人就应当调整基准转换价格, 并且在新股发行除权基准日进行调整和公告, 以保证投资人的利益。由于调整转换价格发生的条件是多种多样的, 在此仅就部分情况的调整转换价格 P 进行计算如下:

### (1) 派送红股

设公司的基准转换价格为  $p_0$ , 公司股份总额为  $n_0$ , 送红股  $n_1$ , 则调整后的转换价格为  $p = p_0 \times (n_0 + n_1 / p_0) \div (n_0 + n_1)$

如公司已发行股份为 5000 万股, 基准转换价格为 6.5 元, 年终分红股 10 送 3, 这时的调整转换价格

$$P = 6.5 \times (5000 + 1500 / 6.5) / (5000 + 1500) = 5.23 (\text{元})$$



## (2) 发行新股或配股

假如上述条件由送红股改为配股  $n_1$ , 配股价为  $a$  元, 这时的

$$p = p_0 \times (n_0 + a \times n_1 \div p_0) \div (n_0 + n_1)$$

假如按 10 配 2 的比例进行配股, 配股价为 2.5 元, 那么, 调整的转换价格为

$$p = 6.5 \times (5000 + (1000 \times 2.5 \div 6.5) \div (5000 + 1000)) = 5.83(\text{元})$$

也可依照股票时价计算  $p$ ,

$$p = p_0 \times (n_0 + a \times n_1 / p_c) / (n_1 + n_0)$$

这时的  $p_c$  为配股除权前一定交易日该股票收盘价的平均价, “一定的交易日”可以选择一周五个交易日或 10 个交易日, 也可更长的时间如 30 个交易日。假设我们选择 30 个交易日计算出的股票收盘价  $p_c$  为 5.5 元, 则调整的转换价格为

$$p = 6.5 \times (5000 + 1000 \times 2.5 / 5.5) / (5000 + 1000) = 5.23(\text{元})$$

## (3) 送、配同时

当送红股、配股同时进行, 可由上述两个公式计算出调整的转换价格

$$p = p_0 \times (n_0 + (n_1 + a \times n_2) / p_0) / (n_0 + n_1 + n_2)$$

如果公司以 10 配 2 送 3, 配股价为 2.5 元, 则调整的转换价格

$$p = 6.5 \times (5000 + (1500 + 1000 \times 2.5) / 6.5) / (5000 + 1500 + 1000) = 4.86(\text{元})$$

## (4) 低于基准转换价格, 增发可转换公司债券

公司发行可转换公司债券后, 如果以低于基准转换价格增发新的可转换公司债券, 如新可转换公司债券的转换价格为  $p_n$ , 可转换公司债券可转换为股票的总量为  $n_1$ , 则调整的转换价格为

$$p = p_0 \times (n_0 + p_n \times n_1 / p_0) / (n_0 + n_1)$$

假设新发行可转换公司债券总量为 10000 万元, 转换价格为 5 元, 则可转换成 2000 万股, 调整的转换价格

$$p = 6.5 \times (5000 + 2000 \times 5 / 6.5) / (5000 + 2000) = 6.0(\text{元})$$

当然, 也可以一定交易日的股票收盘价的平均价  $p_c$  来计算上述调整的转换价格

$$p = p_0 \times (n_0 + p_n \times n_1 / p_c) / (n_0 + n_1)$$

## (5) 派息

公司分派股息稀释每股权益, 股票价格降低, 从而影响转换价格。我们假定  $v$  为公司支付的股息总额, 调整的转换价格

$$p = p_0 \times (n_0 - v / p_0) / n_0$$

如果公司以 0.2 元/股派息,  $v = 0.2 \times 5000 = 1000$  万元, 则

$$p = 6.5 \times (5000 - 1000 / 6.5) / 5000 = 6.3(\text{元})$$

## 三、我国转换价格制定的思考

可转换公司债券作为一个新的金融品种引入中国, 必须结合我国的实际情况, 建立适应我国市场的可转换公司债券制度和设计理论, 这种新品种才能“攻玉”, 才能为我国广大投资者所接受, 才能为我国经济建设更好地服务。从目前市场讨论的情况看, 有两种截然不同的观点值得关注, 一种观点认为, 在我国目前市场条件下, 发行有溢价的可转换公司债券难度和风险程

度很大,现在的时机尚不成熟,只能折价发行(低于股票的价格市场)。另一种观点则认为完全可以发行含有溢价的可转换公司债券。由于转换价格制定的依据是相同的,我们有必要了解价格的高低的明显分歧,这对于我们的投资和发行都是重要的。

### 1. 折价发行的依据

(1)我国股票市场是个不成熟的市场,投机性强、股票波动剧烈。见下图 7.2.1,在这样一个投机性极强的市场上,股票价格波动难以估计,

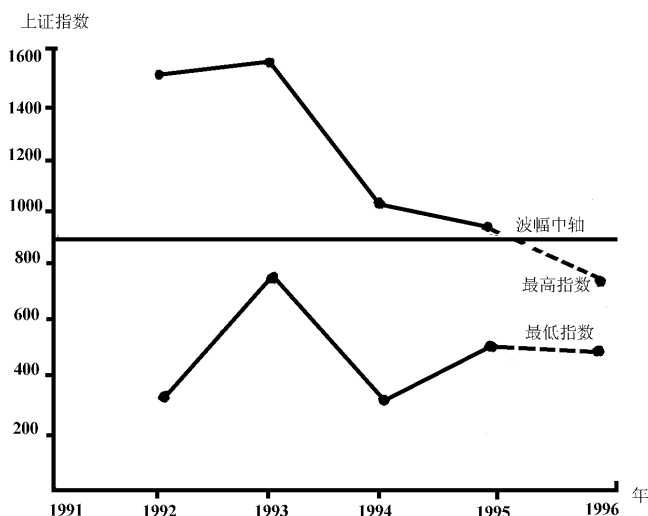


图 7.2.1 上证指数年落差波幅图

大多数人认为,股票价格不能反应或不能完全反应公司经营业绩及其它市场条件,以股票时价为依据来转换价格,不能形成准确的增长预期,转换价格又以未来股票价格的增长为转换的条件,就更不能保证转换的顺利成功。对发行人和投资人来说,转换能否成功都将面临极大的风险。因此,设计较低转换价格的可转换公司债券对双方来说降低风险、实现转换都是有利的。

(2)利率调整的市场化程度低。由于我国中央银行在决定利率变动时,更多地考虑了国民经济建设的计划规模和政府倾向,国家在管理经济活动时较少使用市场化的货币政策和财政政策,使得可转换公司债券所依赖的股票市场的变动方向难以正确地判断。

(3)我国股票的市盈率高,不具有投资价值。

(4)到目前为止,我国发行的宝安可转换公司债券、在瑞士发行的中纺机可转换公司债券,南玻可转换公司债券尚没有一个良好的市场股价表现。宝安可转换公司债券的转换基本上是失败的,中纺机和南玻的转换条件的前景不容乐观(见表 7.2.1)。

显然,转换价格同股票价格的差距越来越大,转换条件能否存在新的转机,前途未卜。

### 2. 溢价发行的依据和措施

针对上述观点,存在截然相反的判断,并结论:在我国市场上不仅可以发行溢价可转换公

司债券,而且转换也能够成功。

(1)同国际若干新兴市场相比,我国股票市场的公司价值被低估了。就目前股票指数上海交易所为 600—700 点,深圳交易所为 1300—1600 点,市场平均市盈率为 18—20 倍,同南亚、南美国家相比,市盈率偏低。可以得出结论,中国股票市场具有投资价值。目前的市场情况有利于发行和未来转换成功。

(2)从国际惯例看,可转换公司债券所设计的转换价格一般都是溢价发行的。可转换公司债券的优势之一就是“发行价格高”,尤其是在不利于高价配股的条件下,发行人通过可转换公司债券可以在同等股权扩张的情况下募集到更多的资本。如果公司以低于现行股票价格发行可转换公司债券,性质雷同“配股”,失去了可转换公司债券应有的意义。

表 7.2.1:境内公司已发的 CB 概况

项目	宝安 A 股	中纺机 B 股	南玻 B 股
发行数额	50000 万元	3500 万瑞士法郎 (约 2333 万美元)	4500 美元
发行时间	1992 年 10 月	1993 年 11 月	1995 年 6—7 月
到期时间	1995 年 12 月 31 日	1998 年 12 月 31 日	2000 年 7 月 17 日
年限	3 年	5 年	5 年
券面利率	3%	1%	5.25%
转换价格	RMB \$ 23/股(调整后为 19.392/股)	US \$ 0.43/股(调整后为 0.33/股)	HK \$ 5.15/股)
正股均价	RMB \$ 28/股	US \$ 0.408/股	HK \$ 4.90/股
转换溢价	89.3%	105.4%	105.1%
最新正股价	RMB \$ 2.84(95.12.31 摘牌价)	US \$ 0.162(96.5.6 收盘价)	HK \$ 3.83(96.5.6 收盘价)
回售溢利		96.9.15—96.10.15	98.8.31
赎回条件	期满 2.5 年至到期日前的半年随时可按 3%的溢价赎回须提前 60 天公告	正股连续 30 天高于转换价 150%	正股连续 60 天高于转换价 160%时;连续 60 天每日成交量在 100 万美元之上
已转换股	69.16 万股(1350.7 万元)至兑付前		275 万股 141 万美元(至 95 年底)
占数比例	2.7%		3.1%
主承销商	中银深圳国际信托	瑞士银行	瑞士银行
上市地	深交所	瑞士银行柜台交易	瑞士银行柜台交易

(3)折价发行时,发行方式只有向原有股东配售的方式,以避免损害老股东的利益。否则,低于市场现行股价的转换价格向社会公开发行人必然侵害原股东的利益。向原有股东配售,投资人范围小,未来进一步融资可能造成困难。

(4)溢价发行是发行人对公司的未来经营业绩看好、股价看涨的信心表示。折价发行至少对投资人来讲意味着对公司股票上涨潜力信心不足。况且,只有具备发行公司债券标准和发行股票双重标准的公司才可能达到可转换公司债券发行的条件,应当说,发行可转换公司债券的公司是和前景看好的公司,未来股票价格上涨的趋势理应是肯定的,不应当制定较低发行价格的转换价格。

(5)针对溢价发行影响投资人的购买力和转换压力的担心,完全可以通过以下几个方面的措施加以回避:

①选择市场价位相对较低,并在未来预期内有长期上扬趋势的时期发行可转换公司债券,这对发行人、承销商和管理机构都是重要的。此时,制定的溢价转换价格相对较低,未来市场看涨机会较多。当然,当发行人来说,在股价相对低迷时期发行可转换公司债券比配股的有利因素多。

②选择质量、业绩上乘的公司作试点,避免因公司业绩不佳影响转换。从我国上市公司的质量来看,的确存在一些质量低的公司向社会公开募集资本,上市后,经营业绩不佳,影响了上市公司应有的社会地位和损害了上市公司的形象。证券主管机构应该对可转换公司债券的发行公司的经营业绩、管理水平、领导素质等方面严加考核,把最优秀的公司选拔出来作为可转换公司债券的试点单位,在发行主体上确保公司的合格。只有这样,才能保证投资人的权益,才能保证未来可转换公司债券的发行和转换成功。

在可转换公司债券要素的其它方面,设计出相对灵活的方案以充分考虑市场的波动性。特别是在转换价格调整的设计、赎回条件的设计等注意其灵活性。

## 第七节 赎回条件和回售条件

可转换公司债券所具有的复杂性,包括可转换公司债券的市场价格同股票价格的联动、转换价格的调整、可转换公司债券对市场的依赖和敏感特征都增强了可转换公司债券的魅力和饶有兴趣的可变机理。随着市场的发展,为进一步保护了发行人和投资人的利益,可转换公司债券设计要素中引入了赎回条款和回售条款,使得可转换公司债券的市场变化气象万千,成为资本市场上的一只成熟的、有吸引力的不可替代的金融品种。

### 一、设定赎回条款的目的和特征

赎回在可转换公司债券概念中是指发行人在发行一个时期后,可以提前赎回未到期的发行在外的可转换公司债券,早赎的价格一般略高于面值。人们经常使用赎回条款、赎回条件、赎回选择权等概念,实际上三者都是与赎回行为相联系的,只是强调的角度和主体不同而已。可以这样说,赎回条件是指赎回行为发生的市场具体条件,赎回条款仅限于发行可转换公司债

券时,公司向投资人所做出关于赎回的书面约定。赎回选择权是发行人拥有在赎回条件出现时的赎回权力。

赎回具有以下几个特征:

①赎回是一种偿还方法。可转换公司债券偿还一般有四种方法,即到期偿还、到期前偿还、赎回条件下偿还和投资人回售条件下偿还,赎回和回售是偿还方法之一,只不过是到期前偿还的、强制性的特定方法。

②赎回条款是绝对有利于发行人的条款。因为它更多地考虑了发行人如何避免利率下调风险、还本压力以及财务风险,投资人在赎回条件下无法选择,迫使在赎回条件生效前做出不是最优投资选择的选择。

③相对应的,赎回限制了所可能取得的投资人的利益。在长期牛市过程、利率下调等情况出现时,发行人的赎回权削减了可转换公司债券持有人的潜在收益。

设计赎回条款的主要目的是:其一,避免市场利率下调所带来的利率损失。由于可转换公司债券大多期限较长,有的长达 20 年,发行可转换公司债券后,发行人不可避免地遇到市场利率下降或贴现率下调的情况,有时下调幅度较大。对发行人来说,当进行新的市场融资的成本比发行在外的可转换公司债券所支付的成本低时,发行新债券或以其它金融工具进行市场融资就更为合算,那么,赎回旧有的可转换公司债券,再组织新的融资活动是十分有利于发行人的。这就产生了可转换公司债券设计中的赎回条款。假如没有这样的条款保护发行公司的利益,发行人将会面临很大的市场风险。其二,加速转换过程,赎回条件通常是不利于投资人的,赎回条款的制定,加速了可转换公司债券转换为普通股的过程。当赎回条件出现时,发行人按照事先约定,发布公告,迫使投资者在赎回日前的若干交易日内转换。尤其在牛市过程中,发行人按照事先的约定在未达到股市更高峰前,要求赎回,从而避免了转换因股市的突然下跌转换受阻的风险,也为了避免回售条件和到期兑付本金的情况发生。

## 二、赎回条款的要素

标准的赎回条款一般包含以下陈述:

“发行公司有义务和权利赎回本次发行在外的可转换公司债券,但应在‘赎回通告’上向全体可转换公司债券持有人发出赎回申请,通告时间不少于 30 天,但最长不超过 60 天。可转换公司债券持有人可以在以下任何时间和价格(价格表示的是发行的面值的百分比)出售所持有的可转换公司债券的一部分或全部数量于发行公司,赎回时间为从一月一日开始的全部 12 个月,赎回价格为:

1990 年	106%	1993 年	103%
1991 年	105%	1994 年	102%
1992 年	104%	1996 年	101%

以后直到到期前,赎回价格等于面值。可转换公司债券到赎回日的总价值可以按照上述分期价格加总计算,发生以下情况时:

①1992 年 1 月 1 日前,除非公司股票收盘价达到或超过转换价格的 150%,并持续 30 个

交易日。

②1992年1月1日之后到1996年1月1日之前,如果公司收盘价达到或超过转换价格120%,并持续30个交易日。”

以上是赎回条件的一般表述,应当看到发行公司的条件和时机不同,所制定的赎回条件也是有区别的,但赎回条件一般应包含以下要素:

①不赎回时期。这是指发行后到开始第一次赎回的时间长短,当然,这个时间越长,股票增长的可能性也就越大,赋予投资者转换的机会也就越多,越有利于投资者。不赎回时间一般定为三年。有的可转换公司债券没有不赎回时期,可转换公司债券发行后即存在赎回的可能性,这种情形常给予较高的赎回价格,对投资人来说风险不大。

②赎回时间。可转换公司债券结束不赎回时期后,可转换公司债券即进入赎回时期。具体的赎回时间一般分两种,不限定时间和有限定时间内的赎回。

③赎回价格。一般规定赎回价格为面值的3%—6%,随发行后的时间越长,则价格越低。如美国GENERAL SIGNAL公司1992年发行的2002年到期的可转换公司债券,其赎回价格规定为:

1995年6月1日	103.59
1996年6月1日	102.88
1997年6月1日	102.16
1998年6月1日	101.44
1999年6月1日	100.72
2000年6月1日	100.00
2001年6月1日	100.00

以上价格是以百分比表示的,越接近到期日,赎回的价格就越低,最后只是面值赎回。

④赎回条件。这个因素是最为重要的,一般规定股票价格发生何种情况发行人可以行使赎回权利。这里有两种情况的赎回条件的设定:其一,无条件赎回,规定可转换公司债券发行后通过不赎回时期,至到期日之前,发行人按照约定的价格,比如③中列示的价格表,进行可转换公司债券赎回。由于不赎回时间是由公司未来成长业绩和股票价格上涨幅度决定的,考虑了投资者的利益,因此,赎回的起迄时间并非有很大的随意性。但发行人可以根据“加速转换”和财务安排的实际情况,设计无条件赎回的时间跨度。

其二,有条件赎回,是指设定股票价格的上限,即当股票价格上涨到一定的程度时,要求转换,负责按照约定的条件赎回。一般规定当可转换公司债券相应的股票价格达到或超过转换价格的一定幅度时,并持续一定的时间后,发行人的赎回权可以行使。国外通常把股票价格达到或超过100%—150%作为涨幅界限,同时在该价格水平上维持一定期限如30个交易日作赎回条件。如中纺机1992年发行的五年期可转换公司债券的赎回条件为:

- 当股票价格上涨超过150%并持续30天,1994年12月31日赎回日的价格为104%,以后每年减一个百分点。

- 无特殊原因,1996年12月31日赎回日的价格为110%,1997年12月31日为101%,以后每年减一个百分点。

- 由于税收原因,1995年12月31日赎回日的价格为103%,以后每年减一个百分点。

其中,第一条就是有条件的赎回。

根据我国目前的市场状况,股票上涨的上限可以适当提高些,而持续的时间可以适当降低。以上两种情况在实际设计中通常被混合使用了,赎回条件既包含一般股票市场情况的无条件赎回,也包含加速转换约束力强的有条件赎回,这是可转换公司债券设计达到比较完美的一个标志。

在有条件赎回中,还有以转换价值/可转换公司债券面值为标准的设计,当公司的转换价值持续超过可转换公司债券价值一定比例超过 130% 时,并持续若干个交易日,则发行人行使赎回权。其实这个比率与上述的股票价格/转换价格的比率在本质上是一致的。两个比率的分子都是以股票价格为核心的,分母都是固定的。因而在实际发行设计中,经常共同使用,以提高赎回权的约束能力。

在赎回条件中,经常有硬赎回与软赎回条件的区别。

当赎回条款生效时,发行人可以有两种方式支付债券本金和利息,一种是以现金支付,另一种不是直接支付现金,而是以发行新的认股权证、可转换公司债券或其它工具来实现赎回。前一种赎回需要发行人储备大量的现金,可能造成公司财务困难、还款压力,尽管这是一次低成本的融资和偿付,但对于公司长期使用和占用资金的需求愿望来说,赎回不能不产生一定的消极影响。而后一种则明显缓解了上述压力,资金的暂时占用,可能使尚未产生经济效益的可转换公司债券投资项目产生新的利益。软赎回也是对设计公司长期的股权增长战略,建立健康、合理的资产结构有积极意义的。

硬赎回和软赎回实际上是公司长期发展和短期利益的辩证选择,前者是建立在公司目前的经营和财务情况良好的状态下的设计,为未来公司的长期发展奠定良好的股权和资产发展基础。而后者是未来公司利益的提前透支,它保证了当前的经济利益和企业的持续发展,但未来股权扩张的压力增大。

⑤ 赎回条件下的利息计算。赎回日前,赎回价格按照给定的赎回价格,如 105% 的票面价格,然后再计算出应计利息,即当年的利息率到赎回日的利息。举例如下:公司发行的可转换公司债券的票面利率为 5.75%,赎回价格为 105%,赎回日是 6 月 1 日,这时投资人得到的可转换公司债券价值为:

$$105 + 5.75 \times 150 / 360 = 107.39 (\text{元})$$

⑥ 赎回日期和地点。赎回情况下的赎回日期总是事先在公告书中约定好的,一般的赎回日期是在每个应计利息年后进行。赎回地点可能临时通知也可能同赎回日期一样在公告书中载明。作为投资人能够容易得知这些信息的变动情况。

### 三、回售条件

与回售条件相关的概念有回售条款、回售选择权等。在公司股票价格表现欠佳时,投资人有权利要求发行人收回发行在外的可转换公司债券,并在指定日期内以高于面值的一定的溢利率出售给发行人。1975 年日本的东芝公司发行了第一只含有回售条款的可转换公司债券。当时,东芝公司规定的票面利率为 6.57%,1990 年到期,回售条件是投资人可以要求公司 1980 年 9 月底以 112 元的价格赎回其可转换公司债券,五年的收益率为 8.93%。此次发行在日本获得巨大成功。产生回售条款的直接原因在于发行人为使可转换公司债券发行顺利和筹资成功。回售主要有以下几个因素:

①回售价格:回售价格是事先规定的,一般比市场利率稍低,但远高于可转换公司债券的票面利率。中纺机发行的 1993 年—1998 年的可转换公司债券的回售条件为:

“1996 年 9 月 15 日—10 月 15 日登记的公司债权人有权回售公司可转换公司债券,回售时间为 1996 年 12 月 31 日,价格为面值的 110%。”

在这里的价格为 110%,这时的收益率为 4.108%。

②回售时间是事先约定的,一般定在整个可转换公司债券期限的 1/3 时间为回售时间。对于十年期以上的可转换公司债券,大多定在五年以后为回售时间。

③回售选择权,发行人承诺到达回售时间时,股票的价格要应达到一定价位,此时如果发生转换,投资人可以获得远高于票面息率的收益。如果市场行情没有如期所约,发行后较长时间内,股票价格没有良好的表现,转换无法实现。股票价格达不到应有的行情的原因可能很多,包括市场利率的上涨、后续发行的证券具有更好的价值、公司不景气、其它因素等,则投资人按照指定息率回售可转换公司债券于发行人,发行人无条件接受可转换公司债券。如一家公司可转换公司债券的票面息率为 4.25%,公司承诺在指定的日期可转换公司债券收益率达到 10%的话,公司将在指定日期接收回售的可转换公司债券。欧美市场通常以美国国库券的利率另加几个点来计算投资人的收益率的。

回售条件有以下主要特征:

①回售条款不经常使用,发行人容易接受的方案通常是未来判断准确、融资成本确定、不需要更多附加条件如回售条件支持等发行的方案,况且,在发行方案的制定过程中,发行人的作用一直起重要作用,能使用回售条款的发行方案不多。

②假如使用了回售条款,那么票面利率将更低。回售条款是随着市场的不断发展而推出的更有利于投资人的保护性条款。相对于发行人具有的赎回条款,回售条款利益保护偏向于投资人。正是可转换公司债券具有回售条款使得该品种更具有吸引力。但是,附加了回售条款的可转换公司债券,发行人就更有理由支付更低的息率和规定更高的转换价格。投资人在回售条件下购买可转换公司债券所支付的成本提高。

③包含回售条款的可转换公司债券对投资者更具有吸引力。可以说,发行后所有的市场风险都由发行人来承担了,发行人的压力增大。

④投资者慎重选择包含回售条款的可转换公司债券,因为必须估计到当公司业绩不佳、市场长期低迷时,公司无力支付本金和利息的可能性。

#### 四、赎回选择权和回售选择权在我国市场的实现

具备赎回选择权和回售选择权(以下简称“赎回权”、“回售权”)的可转换公司债券能够保护投资人和发行人的利益,投资人可能获得高于股票和债券的收益,也可保本保值,能够促使投资理念化、长期化,使得可转换公司债券及其相应股票的市场表现复杂多样,更具有挑战性,也才能吸引众多的投资者。但是,在目前我国市场条件下,把含有赎回权和回售权的可转换公司债券引入我国证券市场应注意以下几个问题:

(1)作为一种金融新品种,有关利益各方的利益应当同等对待,赎回权和回售权的利益保护是相背的,有必要一开始在尝试引进这一品种时,赎回权和回售权不可取一使用。尤其是注意不要单独保留赎回权,否则投资人的利益无法得到有效的补偿。



(2)加大市场监管力度,保证合理公平的市场价格存在。赎回权和回售权是一种期权,防止发行人、证券公司操纵市场,造成不适当的赎回条件和回售条件的出现。

(3)加强上市公司的信息披露制度,及时准确地披露信息,及时调整因股份变化而造成的转换价格。

(4)建立证券交易登记管理制度和发行人证券登记制度是保障可转换公司债券转换和承兑的重要条件,在目前的登记制度基础上提高运作效率和较好市场透明度是必要的。

## 第三章 可转换公司债券的流通、转换和承兑

### 第一节 可转换公司债券交易概况

#### 一、可转换公司债券流通市场的组织

可转换公司债券一经发行后,就进入了流通市场,流通市场就是指买卖已发行债券的市场。可转换公司债券流通市场一般由证券交易所交易和柜台交易所构成。

##### 1. 证券交易所交易

证券交易所交易通常称为场内交易,它是一种经过证券主管机构批准,专门进行证券集中交易的场所。证券交易所的组织形式为公司制和会员制;公司制交易所是由投资者组织的以盈利为目的的股份有限公司;会员制交易所是以自然人或法人为会员的不以盈利为目的的组织机构。目前,在我国只有上海证券交易所和深圳证券交易所两家,其组织形式均为会员制的非盈利性社会法人,只有交易所会员才能在其市场从事交易活动,投资者只能以委托的方式通过会员参加交易。

从证券交易所交易的结构看,能够在交易所直接买卖可转换公司债券的,只限于交易所的会员。因此,一般人如果需要买卖上市可转换公司债券,须委托具有会员身份的证券公司,由接受委托的证券公司在交易所寻找买主或卖主,促成证券交易。可转换公司债券的交易所交易的结构如下所示:

证券交易所交易的特点有以下三点:

(1)是有严密组织和管理规则的交易。

证券交易所必须按照有关法令,经政府特许才能成立。证券交易所是一个自律性的管理机构,有严密的组织性,有明确的责任分工和健全的内部管理制度,并且对上市证券的标准及审批、进场交易的人员、上市交易的证券都有严格的规定。

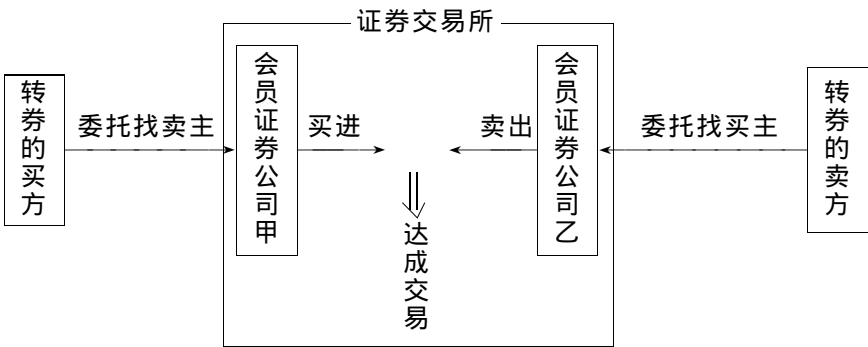


图 7.3.1

(2)是证券买卖完全公开的交易。

证券交易所采用公开竞价的方式进行交易。在这种竞买竞卖的过程中,当买卖双方对某一彼此都能接受的价格表示同意时,才拍板成交。证券交易所随时公布股票价格指数,随时提供上市证券的交易情况;同时,证券交易所要求上市公司必须定期真实公布其财务状况和经营成果,便于投资者的证券买卖和投资选择。

(3)为证券买卖双方提供公正交易。

由于证券交易所本身既不持有证券,也不参与证券买卖,更不能决定证券的价格。交易所中的证券买卖价格是根据买卖双方限定的价格范围,通过公开竞价而形成的,交易所只为证券买卖双方成交创造条件,提供服务,并对双方进行监督。

2. 柜台交易

在证券交易所以处的市场所进行的证券交易,叫柜台交易,也称场外交易或店头交易,由证券公司之间或证券公司与客户之间所形成的买卖中心面对面进行。目前,世界各国债券柜台交易业务量大大发展。在日本,1985 年债券交易额 2672 兆日元,其中柜台交易额为 2515 兆日元,占了整个债券交易量的 94.1%。

从柜台交易的结构看:

柜台交易和交易所交易不同,原则上没有特殊的固定规则,根据买卖当事人自由洽谈来决定买卖条件。可转换公司债券的柜台交易的结构如下图所示:

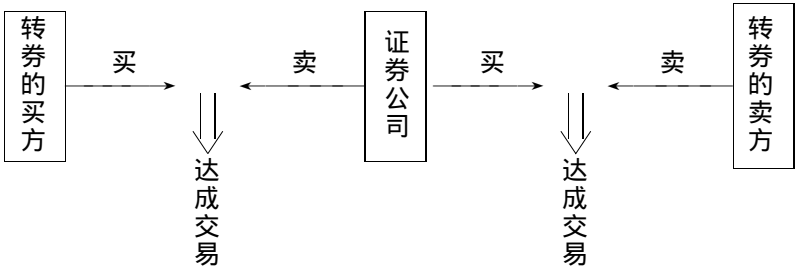


图 7.3.2

柜台交易的特点包括：

主要从柜台交易与交易所交易的不同之处来说明。

#### 第一，市场场所

证券交易所一般有集中、固定的交易场所，有完善的交易设施和较高的操作效率，并设有中央市场。柜台交易是不固定交易场所，没有中央市场，而由分散在各地的、规模大小不等的证券交易市场构成。

#### 第二，交易对象

证券交易所交易的证券必须是批准上市的证券，未经批准上市的证券不得在证券交易所上市交易。柜台交易的证券大量的是未在交易所登记上市的证券，未上市交易的原因是多方面的：有因不够上市交易资格而未上市的；有够上市资格而不愿上市，有一些零股买卖只能在场外交易等，少量上市证券也可在柜台交易进行买卖。

#### 第三，交易价格方式

证券交易所的价格是由买卖双方竞价拍卖方式而形成，柜台交易是由买卖双方协商议定。投资人可直接与证券公司议价买卖，也可以委托经纪人与证券公司议价买卖，即先报价后还价来协商定价。

#### 第四，交易规则

证券交易所交易有严格的交易规则，手续复杂，证券交易所交易的证券必须有一定数额为一个单位，即最低交易额。柜台交易规则较灵活，手续较简便，从而为证券买卖的双方提供了直接进行交易的便利条件，此外，柜台交易中没有起点限制，零星的小额交易也可成交。

从以上分析中可以看出，股票交易大部分都在证券交易所交易，债券交易大部分在柜台交易，而几乎所有可转换公司债券都在证券交易所上市交易，因为可转换公司债券是转换前属债券，转换后属股票的特殊债券，如转换成功，可转换公司债券都成为股票，它的买卖交易与一般债券以柜台交易为中心的结构不同，而是与股票一样，即在证券交易所进行的交易占大部分，中国第一家发行可转换公司债券的宝安集团，其宝安 A 股可转换公司债券曾在深圳证券交易所上市，于 1995 年 12 月 31 日到期。

## 二、可转换公司债券的上市制度

可转换公司债券不是都可以自由上市交易的，要能够上市交易，世界各国都有一定的审批制度，符合条件和制度要求的上市公司的可转换公司债券才能够上市进行自由买卖。同样，中国也不例外。

### 1. 可转换公司债券上市的一般条件和要求

可转换公司债券的上市首先需上市公司提出可转换公司债券上市申请，然后，交易所根据上市审查标准审核后，决定其是否可以上市，所以，上市审查标准一般分为对上市公司的审查和对申请上市可转换公司债券的审查。

#### 第一，对上市公司的审查。

主要是看该公司是否属于证券交易所的上市公司。

#### 第二，对申请上市的可转换公司债券的审查。

其中审查标准一般包括：(1)发行总面额；(2)该可转换公司债券的公布状况；(3)可转换公

司债券的样式。

## 2. 可转换公司债券申请上市的程序

可转换公司债券上市买卖,必须有一个申请报批的过程,以确保投资者的利益,申请上市的程序各地不一,但一般来说有以下步骤:

提出书面上市申请,并提交有关文件接受审查:①上市申请书;②上市报告书—说明主要业务状况、财务状况、债券发行和转换状况;③企业登记注册的证明文件;④批准发行债券的文件;⑤债券发行章程;⑥债券实际发行数额的证明;⑦债券过户事项的说明等等。

证券交易所初审和证券主管机关的核定。

证券交易所收到上述申请及有关文件后,依照规定的上市标准进行审核。对符合上市条件的可转换公司债券,由证券交易所报经证券主管机关核准,如果合格,则通知证券交易所允许上市。

订立上市契约。

证券交易所收到证券主管机关的核准文件后,与上市公司订立契约,要求上市公司向社会公众公布上市报告书,同时定期向交易所报告和向社会公众公布经会计师事务所注册会计师审核的会计报告。

缴纳上市费。

确定上市日期。

挂牌买卖。

## 3. 可转换公司债券终止上市的标准

可转换公司债券上市不是一劳永逸的,如果上市公司发生了变化,不能达到上市规定的条件,其上市资格就会被取消,证券交易所将停止该可转换公司债券的交易,这叫停牌。终止上市资格的审查也分为对上市公司的标准和对上市可转换公司债券的标准。

上市公司的标准,主要包括:

上市公司违反可转换公司债券的上市合同;

发行的股票符合终止标准的任何一条规定。

一旦符合终止标准,该上市公司发行的所有可转换公司债券都将随之被取消上市资格。

对于上市可转换公司债券的审查,主要包括:

上市总面额;

转换期已满(含由于中间提前偿还而使得转换请求权失效);

买卖交易额;

三个月内没有达成买卖等。

一旦符合其中任何一项,该可转换公司债券的上市资格即被取消。

#### 4. 可转换公司债券上市后的流程

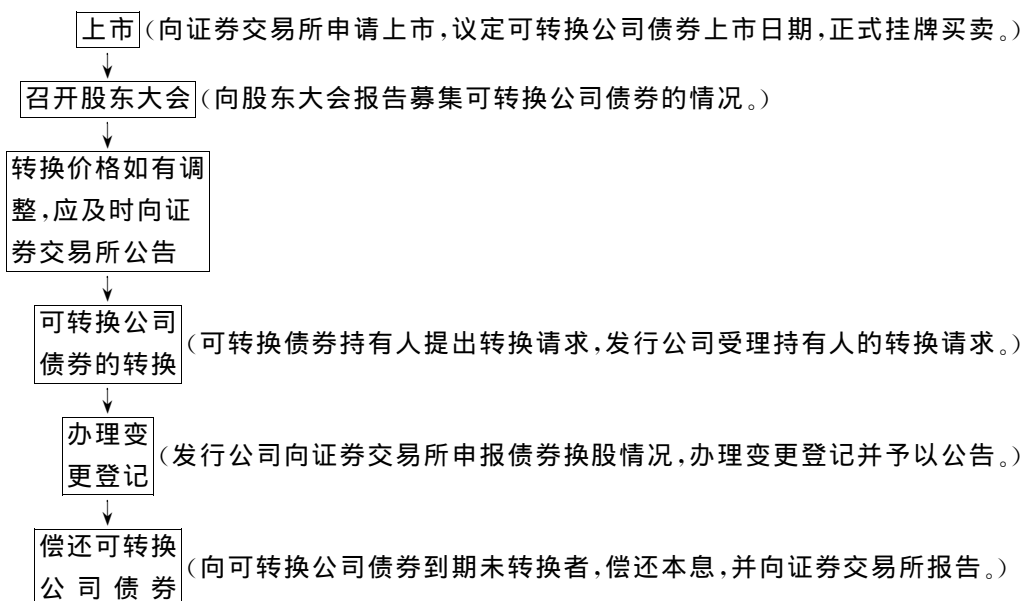


图 7.3.3

### 三、可转换公司债券交易的操作程序

可转换公司债券上市后,便进入流通市场,可转换公司债券的交易程序与股票交易程序是相似的,以下以上海证券交易所为例,其交易程序如下:

#### 1. 办理开户手续

投资者凭本人身份证到证券交易所开立股票账户,领取股票账户磁卡和密码。开设股票账户,能在交易中体现公正、公平、公开原则,并为实现电脑自动交易过户系统和股票无实物交割制度铺平道路。

#### 2. 开立存款账户

已开立股票账户的投资者,到上海工商银行的任何网点办理股东存款账户的开户手续,开户起点金额为 100 元,存款金额按银行后期存款计息。

#### 3. 办理委托买卖手续

投资者有证券交易所的会员单位柜台提出委托买卖要求,首先需填写“可转换公司债券买卖委托单”,以票面 1,000 元为“1 手”,进行整手委托;其次,投资者的股票账户磁卡和存款账户存折经柜台业务员确认其是否有效;最后,在确认投资者股票账户有相应股票或存款账户有足够资金的前提下,接受买卖委托。

#### 4. 传达委托指令

证券商业业务员用电话及电脑与证券商派驻交易所场内交易员进行联系,传达投资者委托买卖的指令。

#### 5. 配对成交

场内交易员接到委托指令后,向电脑传输委托买卖信息,在电脑按“时间优先、价格优先”

的原则下配对成交。

#### 6. 通知委托人

委托买卖成交后,场内交易员立即通过电话和电脑将成交信息传递给柜台业务员,然后再由柜台业务员通知委托人。

#### 7. 清算与交割

清算由证券交易所进行,在核对无误的基础上在各证券商的清算账户上进行划拨,办理交割。证券交易所通过电脑自动在投资者的股票账户和存款账户上进行清算交割以及过户。

## 第二节 可转换公司债券价格的市场表现

可转换公司债券价格同股票价格、转换价格、溢价水平等以及外在环境市场利率、公司经营状况、经营环境等存在着密切的相关关系,可转换公司债券价格的市场表现也是十分复杂的。本节所讨论的价格表现只关注股票价格的变动对可转换公司债券的影响,至于有关因素的影响也分别在其它章节中分析到了。我们的问题是:随着股票价格的波动,可转换公司债券价格是如何变化,可转换公司债券价格与股票价格的协同联动的关系。

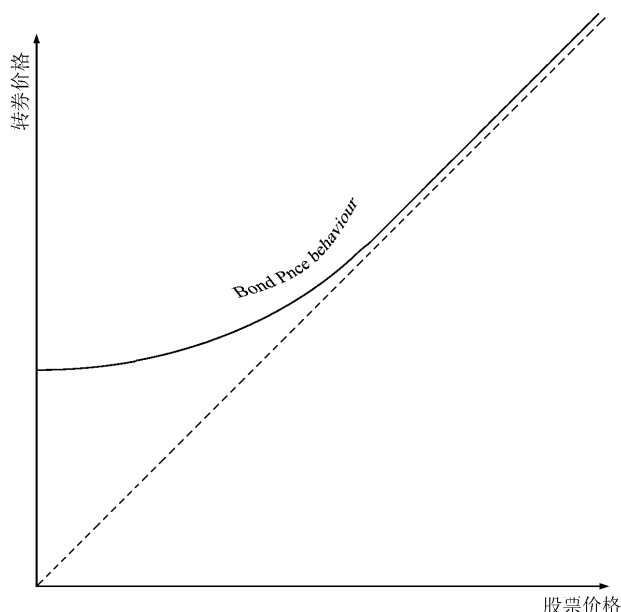
### 一、上涨行情下的可转换公司债券价格表现

#### 1. 价格变动关系

股票价格同可转换公司债券价格的联动变化存在一般的规律,即起初时,股票价格迅速增长,其增长率大于可转换公司债券,但到达一定位置时每个1%的增长变化都带来可转换公司债券1%的增长变动。我们以Gould公司发行的1987年到期票面利率为5%可转换公司债券的实际价格情况(转换比率为39.66):

股票价格	可转换公司债券价格( \$ )	转换价值
22.750	995	902.3
18.375	920	728.8
14.625	830	580.0
12.125	720	480.9
10.250	620	406.5

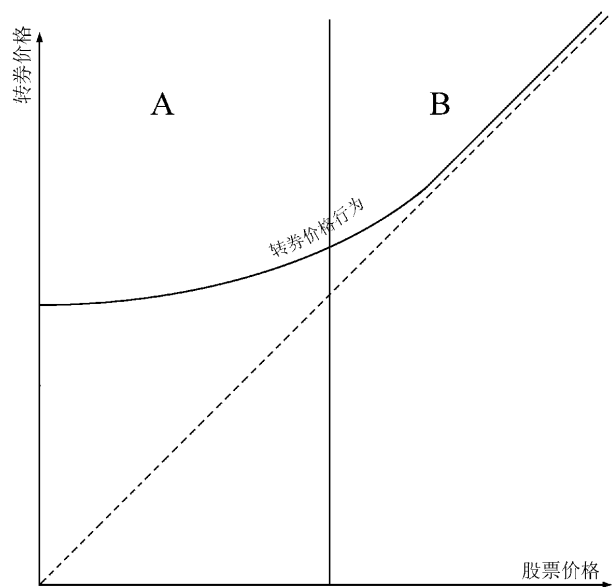
根据上述数据我们可以得到下面的价格表现的经验理论。



当股票价格大幅下跌时,可转换公司债券价格只下跌到一半,而当股票价格上涨时,可转换公司债券最多只上涨  $2/3$ 。这种特性在以后的章节中还会详述。在股票大幅上涨的情况下,可转换公司债券的有限上涨似乎影响了其吸引力,但有两点值得注意,第一,由于可转换公司债券的发行量小,同股票市场占有量相比微不足道,其结果,使得可转换公司债券具有独立于股票创造市场的特性,使得投资人对可转换公司债券情有独钟。当股票价格开始走强时,可转换公司债券溢价会强劲增长,反映出投资人对可转换公司债券的需求增加。第二,在可转换公司债券交易过程中,可转换公司债券的价格增长会带动股票价格的增长,这是因为可转换公司债券本身最终也是股票。

从下图可转换公司债券和股票价格的理论图示,可以看到,在股票价格增长的过程中(B区内),可转换公司债券价格几乎同股票价格同步增长,增长率相似。而在A区内,股票价格沿对角线方向变化,可转换公司债券价格变化迟缓,在较低价位上,可转换公司债券价格几乎是水平的。这就是说,当股票价格从低价位开始增长时,可转换公司债券价格反应很慢。随着股价的迅速攀升,可转换公司债券价格便迅速活跃起来,可转换公司债券价位从A区移动到B区时,股价同可转换公司债券价格的变动速率同步。同时,随着股票价格的增长,转换价值比可转换公司债券价值的增长速度更快,导致转换溢价的降低,这时,持有可转换公司债券的投资人都会认为转换的机会到了。





2. 可转换公司债券价格表现的经验数据

我们援引国外的资料,分析可转换公司债券价格的市场行为。从 1970 年~1983 年的 13 年中,美国经济从战后的第一次复苏到发展的整个过程中的四个相对增长时期,可以看到有关价格的市场变动。

道·琼斯工业指数

	开始	结束	平均数	持续 月数	平均 变动
1970.6~1971.4	683.53	941.75	811.36	10	-10.08
1974.12~1975.6	616.24	878.99	765.69	6	-11.13
1980.3~1980.7	785.75	935.32	852.25	4	-14.97
1982.7~1983.6	808.60	1222.96	1059.27	11	-7.85

①1970.6~1971.4 股票价格增长期

以下有关数据均选自 1968 年~1971 年发行的有代表性的 8 只可转换公司债券,下表是这个时期的基本情况

## 债券投资

表 7.3.1

	普通债券收益率 (投资资信级)	可转换公司 债券平均价格	平均转 换溢价	道·琼斯 指数(月末)
1970 年 6 月	9.32	80.28	46.50	683.53
1970 年 7 月	9.04	88.38	46.50	734.12
1970 年 8 月	8.91	87.69	35.63	764.58
1970 年 9 月	8.54	92.00	34.56	760.68
1970 年 10 月	8.57	89.25	34.38	755.61
1970 年 11 月	8.50	90.88	31.25	794.09
1970 年 12 月	8.18	96.00	25.50	832.92
1971 年 1 月	8.11	101.94	25.81	868.50
1971 年 2 月	8.19	100.50	21.88	878.83
1971 年 3 月	8.25	101.75	19.00	964.37
1971 年 4 月	8.37	107.25	13.88	941.75

②1974 年 12 月～1975 年 6 月 由于石油危机而引发的一轮经济衰退后股票价格由下跌开始恢复盘升。

表 7.3.2

	普通债券收益率 (投资资信级)	可转换公司 债券平均价格	平均转 换溢价	道·琼斯 指数(月末)
1974 年 12 月	9.35	72.19	167.17	616.24
1975 年 1 月	8.74	82.00	119.39	703.69
1975 年 2 月	8.52	83.25	120.83	739.05
1975 年 3 月	8.55	85.88	117.16	768.15
1975 年 4 月	8.87	85.13	105.51	821.34
1975 年 5 月	8.62	85.63	81.65	832.99
1975 年 6 月	8.62	83.88	73.88	878.99

③1980 年 3 月～1980 年 7 月 1980 年联邦储备银行于预市场,利率下调,贝可·胡特操纵白银期货失败,股票市场从危机中走出。

表 7.3.3

	普通债券收益率 (投资资信级)	可转换公司 债券平均价格	平均转 换溢价	道·琼斯 指数(月末)
1980 年 3 月	11.61	75.38	42.42	785.75
1980 年 4 月	10.98	77.22	39.43	817.06
1980 年 5 月	10.39	82.50	39.51	850.85
1980 年 6 月	9.83	82.89	39.78	872.27
1980 年 7 月	9.99	84.55	29.90	935.32

④1982 年 7 月~1983 年 6 月 1982 年 7 月,为消除通货膨胀而提高利率,使得经济衰退和失业增加,股票市场低迷。八月份,石油价格下跌,很多银行投资于墨西哥的石油股票,这些国家的债务负担加重,美联储为削减这些国家的债务,降低利率,又刺激股票价格的上涨。

表 7.3.4

	普通债券收益率 (投资资信级)	可转换公司 债券平均价格	平均转 换溢价	道·琼斯 指数(月末)
1982 年 7 月	11.33	78.69	40.82	808.60
1982 年 8 月	13.04	82.60	30.51	901.31
1982 年 9 月	12.92	86.00	34.73	906.27
1982 年 10 月	11.63	90.97	26.29	981.72
1982 年 11 月	11.32	97.95	24.82	1039.28
1982 年 12 月	11.28	98.02	31.27	1046.54
1983 年 1 月	10.46	100.86	31.35	1075.70
1983 年 2 月	10.24	103.13	33.07	1112.62
1983 年 3 月	10.09	105.80	29.87	1130.03
1983 年 4 月	9.90	109.89	26.66	1226.20
1983 年 5 月	10.03	109.88	22.34	1199.98
1983 年 6 月	9.98	111.61	12.37	1222.96

3. 可转换公司债券的转换机会

显然,在股票价格和可转换公司债券价格同步上涨的过程中,存在着确定的转换机会。溢价比率可以表达可转换公司债券的转换时机。随着股票价格的上涨,溢价比率倾向于 0 甚至是负值。股票价格涨幅已经超过转换价格时,应当是转换的时机。

在股价上涨时期,当可转换公司债券价格在理论上不能同股票上涨的趋势同步时,投资人不会再持有股票,即使不满意可转换公司债券的市场的表现,也会出手转换成股票。1982年8月,ITT公司股价增长到17.7%,1989年到期的6.5%利率的可转换公司债券转换溢价从53.0%下降到38.5%,可转换公司债券价格上涨只有6.1%。在九月和十月期间,股票和可转换公司债券增长量相同,转换溢价不变。到了11月份,股票增长8.7%,而可转换公司债券反而领先增长9.8%,转换溢价上涨到40.1%。同样的情况出现在JC Penney公司,当时的八月份,股票价格增长了9%,而1989年到期的6%利率的可转换公司债券只增长3.6%,到了9、10月份股价连续增长到15%,可转换公司债券却领先增长了20.0%,进入11月份,股价增速加快,增长5.6%而可转换公司债券这时不进反退,低降了1.3%。从中可以看到,在8月份转换股票是个十分有利的时机。

在每个时期,可转换公司债券的市场波动总是小于其对应的股票,这一点在市场处于跌势或盘整时对可转换公司债券投资是有利的,而在上涨行情下是不利的。然而,大牛市过程中,波动性的差异已显得不那么重要了,两者的市场表现的相似性比其差异性更为重要。这是因为随着股票价格的上涨,可转换公司债券的价格也在上涨,虽然达不到股票的幅度,但常常可以达比肩的程度。

## 二、下跌行情下的可转换公司债券价格表现

从风险组合管理理论知道,一个投资者是不会“把所有鸡蛋放在一个篮子里的”,当股票市场人气回落、股价节节走低时,投资者一定认为可转换公司债券具有相当好的抗风险能力,通过后文的最小价值原理知道,可转换公司债券价值不能低于其直接价值,而且,可转换公司债券的发行量比股票的发行量要小得多,流动性和波动性也小得多,从而使得可转换公司债券的下跌风险程度也小。

### 1. 可转换公司债券价格同可转换公司债券溢价的关系

前图是可转换公司债券同股票价格走势的一般图示,图中A部分,可转换公司债券价格低于股票价格,随着股票价格的下跌,可转换公司债券价格也随之下跌。但不是直线下跌趋势。经验理论有这样的结论:即当股票价格下跌时,可转换公司债券的溢价比率存在上涨的趋势。我们以Contimemtal电话公司发行的1988年到期、利率为5.5%的可转换公司债券为例,观察以下可转换公司债券价格同溢价比率的关系。1968年12月可转换公司债券价格为118%,溢价比率为7%,当到了1969年7月时,可转换公司债券价格跌至95%时,溢价比率为25%,见下图。

以下我们仍以美国八种具有代表性的公司可转换公司债券为例,观察四个时期股票价格下跌行情中可转换公司债券价格与溢价的关系。

①1968年11月~1970年5月,1968年年末美国经济过热、越战带来的通胀压力、经济超常运转的副作用越来越明显,10S组织建立了影响国际资本市场的地位,但运转困难,干预股票市场的能力在减弱,从而出现这段长达18个月的下跌行情。

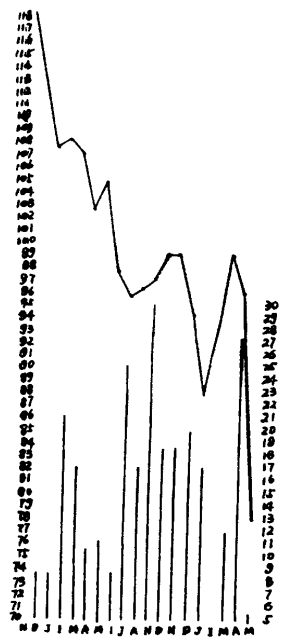


表 7.3.5

	普通债券收益率 (投资资级)	可转换公司 债券平均价格	平均转 换溢价	道·琼斯 指数(月末)
1968 年 11 月	6.90	115.00	11.50	985.08
1968 年 12 月	6.93	111.00	15.50	943.75
1969 年 1 月	7.00	106.50	15.50	946.05
1969 年 2 月	7.13	105.50	21.00	905.21
1969 年 3 月	7.12	103.50	19.00	935.48
1969 年 4 月	7.08	101.67	16.67	950.18
1969 年 5 月	7.25	102.92	13.33	937.56
1969 年 6 月	7.49	96.17	13.17	973.19
1969 年 7 月	8.19	93.50	19.00	815.47
1969 年 8 月	7.49	98.08	21.33	836.72
1969 年 9 月	7.74	98.33	21.00	813.09

## 债券投资

	普通债券收益率 (投资资信级)	可转换公司 债券平均价格	平均转 换溢价	道·琼斯 指数(月末)
1969 年 10 月	7.51	100.00	16.17	855.99
1969 年 11 月	7.67	98.88	17.17	812.30
1969 年 12 月	7.94	98.12	15.75	800.36
1970 年 1 月	7.92	91.00	16.63	744.06
1970 年 2 月	7.97	98.25	18.88	777.59
1970 年 3 月	8.04	97.88	20.00	785.57
1970 年 4 月	8.01	91.75	31.88	736.07
1970 年 5 月	8.64	80.88	35.12	700.44

②1973 年 10 月~1974 年 9 月,1973 年 10 月 4 日石油危机冲击了股票市场,一夜之间石油价格狂涨四倍,使得风险投资的基金和相关股票失去投资信心,同时,工业化国家的出口价格疯涨,而消费者的储备收入在急剧下跌,这对公司股票及其收益力的影响是不言而喻的。

表 7.3.6

	普通债券收益率 (投资资信级)	可转换公司 债券平均价格	平均转 换溢价	道·琼斯 指数(月末)
1973 年 10 月	8.12	94.88	37.60	956.58
1973 年 11 月	8.27	90.56	52.55	822.25
1973 年 12 月	8.26	88.50	56.89	850.86
1974 年 1 月	8.21	90.81	52.20	855.55
1974 年 2 月	8.29	90.56	51.36	860.53
1974 年 3 月	8.79	86.19	56.20	846.68
1974 年 4 月	8.74	82.06	57.65	836.75
1974 年 5 月	9.01	78.38	65.06	802.17
1974 年 6 月	9.34	77.38	67.63	802.41
1974 年 7 月	9.78	72.69	81.69	757.43
1974 年 8 月	10.05	71.06	91.18	678.58
1974 年 9 月	10.12	61.50	112.55	607.87

③1976 年 12 月~1978 年 2 月,这段时期是市场比较平静的,由于利率上调,公司利益相对下降,道·琼斯工业指数平稳地下滑。

④1981 年 3 月~1981 年 9 月,1981 年春天利率大幅下调,应当说对股票价格上行是有利的。在道·琼斯工业指数中石油股票占有重要的地位,但由于 1981 年初少数石油公司的股票过度投机使得价格上行受阻,再加上年初市场利率高达 16%—18%,即使调低利率,刺激股票上涨的动力也是有限的。在这种情况下,引起市场的激烈震荡。

表 7.3.7

	普通债券收益率 (投资资信级)	可转换公司 债券平均价格	平均转 换溢价	道·琼斯 指数(月末)
1976 年 12 月	7.39	96.22	43.39	1004.65
1977 年 1 月	7.63	95.97	47.16	954.37
1977 年 2 月	7.72	93.09	43.52	936.42
1977 年 3 月	7.72	96.30	48.12	919.13
1977 年 4 月	7.59	96.63	42.66	926.90
1977 年 5 月	7.73	96.64	41.77	898.66
1977 年 6 月	7.64	98.64	36.37	916.30
1977 年 7 月	7.48	97.78	42.32	890.07
1977 年 8 月	7.47	96.19	48.09	861.49
1977 年 9 月	7.53	95.68	49.14	847.11
1977 年 10 月	7.83	94.07	55.90	818.35
1977 年 11 月	7.85	95.33	51.27	829.70
1977 年 12 月	7.95	94.14	52.24	831.17
1978 年 1 月	7.99	90.55	58.61	769.92
1978 年 2 月	7.94	90.94	59.78	742.12

表 7.3.8

	普通债券收益率 (投资资信级)	可转换公司 债券平均价格	平均转 换溢价	道·琼斯 指数(月末)
1981 年 3 月	12.46	84.56	15.60	1003.87
1981 年 4 月	12.51	85.00	17.38	997.75
1981 年 5 月	12.64	85.55	18.89	991.75

## 债券投资

1981 年 6 月	12.32	84.86	20.88	976.88
1981 年 7 月	12.67	82.83	21.85	952.34
1981 年 8 月	13.33	79.52	25.13	881.47
1981 年 9 月	13.36	96.22	22.82	849.98

### 2、股票下跌行情中的可转换公司债券价格表现的几个结论

①可转换公司债券价格随股票价格下跌而下跌,但下跌到一定位置时,下跌的幅度小于股票价格的下跌幅度。而且,可转换公司债券价格不会跌到其直接价值。

②通过上述的四个时期分析,普通债券的收益率增长,可转换公司债券价格下跌,伴随可转换公司债券的下跌,转换溢价呈增长趋势。

表 7.3.9

	普通债券 收益率增幅	转换价格 变 动	转换溢价 变 动	道·琼斯 指数变化
第一期	+174	-29.67	+23.62	-28.89
第二期	+200	-26.66	+74.95	-26.45
第三期	+55	-5.49	+17.39	-26.13
第四期	+90	-9.80	+7.22	-15.33

③可转换公司债券价格的波动性比其对应的股票要小,上述四个时期的变动结论是股票价格每下跌 1%,可转换公司债券价格只下跌 0.5%或更低些。见下表:

表 7.3.10

	第一期	第二期	第三期	第四期
可转换公司债券波动性(%)	8.38	11.07	3.52	5.52
股票波动性(%)	13.38	21.26	7.76	7.82

④可转换公司债券的损失率要低于股票,收益率高于股票,下表为百分比数据。

表 7.3.11

	转 券 损失率	股 票 损失率	可转换公司 债券票面 利率—股息	普通债券 收益损失	道·琼斯 指 数
第一期	-14.82	-35.36	3.14	-10.33	-15.86
第二期	-22.09	-45.85	2.34	-11.66	-25.16
第三期	-10.15	0.87	2.16	-3.46	-18.20



第四期	-12.96	-22.77	0.68	-4.76	24.46
-----	--------	--------	------	-------	-------

⑤大熊市时期是购买可转换公司债券进行投资机会。

以下是 Gonld 公司的实际资料：

表 7.3.12 Gonld 公司在 1972~1976 年市场情况

时间 (每月末)	股票 价格	可转换公司 债券 价格	转换 价值	转换 溢价(%)	到期 收益率	市场 收益率
1972.12	22.750	99.5	902.3	10.27	5.05	7.62
1973.2	18.375	92.0	728.8	26.23	5.81	7.77
1973.6	14.625	83.0	580.0	43.10	6.88	8.53
1974.6	12.125	72.0	480.9	49.72	8.53	9.34
1974.12	10.250	62.0	406.5	52.52	10.42	9.35
1975.4	17.125	78.0	679.2	14.84	7.77	8.87
1975.10	19.375	87.0	768.4	13.22	6.58	8.80
1976.6	24.750	100.0	981.5	1.880	5.00	8.11
1976.12	30.0	118.9	1189.8	-0.09	2.96	7.39

1974 年~1975 年是美国的大熊市时期,道·琼斯平均指数在 600 点的低位,市场利率高达 9.3%。这时的可转换公司债券价格也下降到表中的历史最低点,到期收益率为 10.42%,显然,此时为投资可转换公司债券的最好时机。当时,发行的欧洲美元债券如印第安那通用石油公司、加利福尼亚通用石油公司、埃索公司、通用摩托公司等收益率都达到 9.35%,十种自由流通的欧洲美元可转换公司债券(AAA 级)包括 Carnation、Federal Department stores、通用电器公司的收益率为 8.99%,意味着可转换公司债券的转换期权价值为 0,只具有直接的投资价值,此时购买可转换公司债券等待预期的增值,这种机会对投资者来说是不可多得的。

第三节 可转换公司债券的投资价值与风险

一、可转换公司债券的价值

### 1. 投机性与投资性

任何一种金融投资工具都具有风险性,可转换公司债券也不例外,可转换公司债券是在一定条件下可转换为发行公司股票的特殊债券,本质上属于一种股票期权,即可转换公司债券的持有人在投资债券的同时,也获得了按一定条件获得股票的股票期权。这正是可转换公司债券区别于其他一般性债券的根本特征。期权就是一种可用于保值又可用于投机的金融工具。因为可转换公司债券的持有者既可获得可转换公司债券本金和利息的安全承诺,又可以在发债公司股价攀升时将债券转换为股票,获得股票价差收益的好处,因此,可转换公司债券同样兼具投资和投机的双重特性。

但对于可转换公司债券的投机性与投资性,孰大孰小,看法是不尽一致的。有人认为它的投机性要超过投资性,因而将之归入投机性金融工具一类。这主要是考虑到可转换公司债券一般利率都很低,再考虑到通货膨胀风险和利率风险,有的时候,可转换公司债券几乎没有什么投资价值。而人们购买可转换公司债券主要是看在它能转换为股票的特性上。也有人认为,与股票相比,可转换公司债券的风险并不更大,因为可转换公司债券的利息尽管较低,但毕竟是有保证的,持有人至少可以有三种选择,一是在流通期,可以卖出可转换公司债券,取得收益;二是可以按照事先约好的转换价格转换为股票;三是在转换股票不合适时,其持有人还可以不予转换而作为债券使用,到期取本拿息。此外,在可转换公司债券的发行时,往往要有一些附加条款,例如“回售条款”等,以保护投资人的利益。因此,可转换公司债券的风险并不比股票的风险大。

无论如何,可转换公司债券的风险是存在的,而风险与收益又是并存的。

### 2. 收益率

我们先讨论一下可转换公司债券的收益。通常可转换公司债券的收益由两部分构成:(1)转换前获得的较低的固定债息收入;(2)转换后出售普通股的收入或获得的股息收入。如果债券持有人在转换前出售可转换公司债券,那么其收益包括获得的债息收入加上差价收入(支出)。

可转换公司债券的收益率可以通过对它的价值和市场价格的分析来深入了解。可转换公司债券如果在发行后立即转让,那么它的转换价值就是它的实际价值。作为不具有股票期权的同等条件下的公司债券价值,称为普通价值。普通价值的确定是以具有相同的质量评级及类似投资特点的普通债券的一般收益率为基础的。可以按照这一收益率计算出该债券的现金流量现值。如果投资者购买可转换公司债券,然后立即转换成股票,他为这每股股票实际支付价格,就是市场转换价格。这是一个重要的分析指标,一旦股票市价上涨到这个市场转换价格水平,任何进一步的股价上涨都必然会引起可转换公司债券价格上升。投资者购买可转换公司债券,一般会支付超过股票市值的溢价。作为对转换溢价的部分补偿,投资者从可转换公司债券获得的本期利息收入一般会高于相当于转换比率数的股票所得的红利收入。有限的损失和极大的获利潜力,构成其收益率的最大特点。

从理论上说,可转换公司债券的收益率应比不可转换公司债券为高,因为债券持有人有权通过行使转换权来分享公司良好的业绩增长。但实际上,如果公司的业绩增长和股价上涨不如愿,可转换公司债券的收益反而可能低于普通债券。就可转换公司债券的理论价格而言,它取决于市场利率水平和股票价格。债券的理论价格是根据现值理论计算出来的。现值理论认为:由于时间和利率等因素的存在和影响,人们今天手中掌握的一定数量的现金作为本金会

不断升值;不同的投资方式,时间和利率等因素的不同影响程度,决定了本金升值额也各不相同。因此,人们必须要计算在目前这种市场利率水平下,未来的货币收入额在现在要值多少钱,哪种投资方式升值更多,充分比较后做出投资决策。这个货币收入未来额对于今天的投资者来说即期终价值,简称期值或终值,而用当前的市场利率将终值折算成现在的价值,就叫未来货币收入的现在价值,简称现值。对债券投资者而言,债券所能够带来的未来货币收入便是债券的期值,而投资者为获取这些未来收入而购买债券时所支付的价格即投资者的投资额便是现值,实际上即是债券的理论价值。

### 3. 理论价值

可转换公司债券的价值由两部分组成:(1)债券价值,它为投资者提供价格下挫保护;(2)换股价值(认股权证),它为投资者提供主要的价格上升潜力。

决定债券价值的要素主要有:期限,票息,贴现率(借贷成本),赎回条款。

债券价值的评估参数以及对价值评估的影响:票息——较高的票息=较高价值;借贷成本——较高的借贷成本=较低价值,期限——视收益曲线形状而定;赎回限制——较长赎回限制=较高价值;沽出期权——较高沽出期权收益率(或到期回报率)=较高价值。

决定换股价值(认股权证)的要素主要有:期限,赎回条款,转换溢价,股息收益,股价变化,无风险贴现率,临时股票价值。

换股价值(认股权证)的评估参数以及对价值评估的影响:转换溢价——较高溢价=较低价值;当前相对股票的波动性——较大多变性=较高价值;当前相对股票的股息回报——较高股息=较低价值;无风险贴现率——较高无风险贴现率=较高价值;期限——较长期限=较高价值;赎回限制——较长赎回限制期=较高价值。

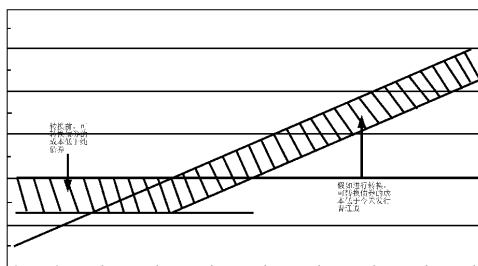


图 7.3.2 可转换公司债券、股票及纯债券比较

### 4. 可转换公司债券的风险

普通债券与股票一样,会受到市场利率的直接影响。当利率水平上升时,债券价格下跌,股票价格也会下跌;当利率水平下跌时,债券价格会上涨,股票价格也会上涨。而可转换公司债券的价格主要还是受本种股票价格的影响要大些,这是由可转换公司债券的可转换特性决定的。股票价格上扬,可转换公司债券价格也会有相应程度的上扬,反之亦然,可转换公司债券的价格和股票价格的波动几乎是一致的。由此可见,可转换公司债券的风险仍然是存在的。

尤其是带有赎回条款的可转换公司债券,由于发行公司可通过这些条款把部分经营风险

和财务风险转嫁给债券持有人,因此,风险可能会更大些。为了降低利率风险,公司通常在发行前就订立赎回条款,规定公司有权在市场利率低于票面利率一定程度后赎回可转换公司债券。投资者在购买可转换公司债券时一定不能简单地看其票面利率的高低。因为,尽管有些可转换公司债券的票面利率较低,但由于公司对未来的市场利率的预测有一定难度,因此相对而言,低利率使公司承担的风险就相对较小,对投资者来说,其收益率可能会较稳定。相反,投资者对公司允诺的较高的票面利率则要格外注意,因为较高的收益率意味着需相应承担较大的风险。风险与收益总是相伴随的。

## 二、影响可转换公司债券价值的因素

对于投资人来说,可转换公司债券的价值是决定投资者是否购买可转换公司债券、是否出让可转换公司债券、是否转换为股票等投资决策的重要判断指标。

可转换公司债券的价值是由两个部分构成的:债券价值+转换为股票的买入期权价值。债券价值是为投资者提供的保底价值。转换为股票的期权价值是指公司增长、股票上涨的潜在价值。影响债券价值的因素主要有:债券的期限、票面利率、市场平均利率、赎回条款等。买入期权价值影响因素包括:可转换公司债券的期限、赎回条款、转换溢价、股息收益、股票变动程度等。可见,影响可转换公司债券价值的因素很多,我们主要分析以下七种因素,了解它们如何影响可转换公司债券价值的。

### 1. 公司经营业绩

可转换公司债券作为发行公司向社会公众筹集资金的有价证券的凭证,代表了公司获取利润的能力增长潜力,这同股票一样,公司的经营业绩是最本质地影响可转换公司债券价值的因素。

发行可转换公司债券时所制定的转换价格即体现了公司经营业绩,也代表着可转换公司债券的投资价值。通常的转换价格是其股票价格附加 5—50% 的溢价水平,溢价水平的高低取决于公司未来增长预期、利润回报和过去的经营业绩,绩优股的可转换公司债券价格的溢价水平可能更高些,效益差的可转换公司债券溢价水平会设计得低些,这样才能符合投资人投资价值的标准,也才能顺利地实现发行和转换成功。当然,也有极个别的转换价格低于其股票价格的情况,这就是通常所说的折价发行。折价发行除出于技术方面的考虑,如为了顺利实现发行,或是因为股市行情处于较长期的熊市过程之外,也能表明公司的经营成果,尤其可以表明公司未来的经营增长潜力不佳或前景信心不足。

转换价格一般是同股票价格相比较而制定出来的,因此,溢价水平的高低还应当考虑股票价格在整个股票市场中是否真实地、合理地反映了公司的投资价值。在目前国内股票市场上,经常出现股票价格严重背离其公司业绩的情况,包括投资人投资行为偏好所造成的,这种因素可能会影响转换价格过高或过低地制定。因此,投资人在投资决策时要正确地分析溢价水平是否代表了股票价格的中长期趋势,是否包含了投资偏好甚至过度的人为操纵“陷阱”,是否反映了公司经营成果和投资价值,从而制定出正确的投资决策。

### 2. 市场的利率水平

市场平均利率水平是同可转换公司债券的投资价值成反比例关系的,市场利率越高,可转换公司债券的投资价值越低,市场利率越低,则可转换公司债券的投资价值也越高。显然,在

资本市场上,市场利率水平提高,对投资人来说,意味着投资可转换公司债券的收益降低了,反之,如果市场利率水平降低,相对来说,可转换公司债券的投资价值就提高了。

### 3. 票面利率

票面利率是可转换公司债券投资价值中的保底价值指标,从目前国际市场看,票面利率明显低于银行利率,一般是银行利率的  $1/10$  至  $1/2$  不等,台湾市面上发行的可转换公司债券多在  $3.5\% \sim 6\%$ ,在欧美市场的票面利率会更低些,最低只有  $1\%$ ,最高在  $5\% \sim 6\%$ 。我国宝安公司的可转换公司债券的票面利率为  $3\%$ ,中纺机(ALPINE 发行)为  $1\%$ ,南玻为(境外发行)  $5.25\%$ 。票面利率的高低虽然影响可转换公司债券的投资价值,但投资人更关心可转换公司债券能否有足够的转换为股票时的获利空间,能否顺利地实现转换,因此,票面利率较转换而言更为投资者所关心。当然,当时机不能满足转换条件时,票面利率也是值得欣赏的,它毕竟带来了基本的投资回报。

票面利率的制定与发行要素的其它条款是相关联的,当其它条款更有利于发行人时,可转换公司债券的票面利率也可能适当高些,如果转换价格的溢价水平高,票面利率适当高些应当是合理的,如果回售条件中承诺了较高的收益率,那么,票面利率肯定应适当调低。从这里也可以看到,票面利率的数字大小,并不是可转换公司债券投资价值的重要指标,分析投资价值,需要综合其它因素来判断。

### 4. 有关的赎回条件、回售条件

可转换公司债券的主要要素中多含有赎回条件、回售条件,这是可转换公司债券能进一步保护投资人利益和发行人利益与信用的发展成就。赎回条件一般更有利于发行人,而回售条件更有利于投资人。赎回条件、回售条件对于可转换公司债券的投资价值具有较大的影响。

赎回条件在最大程度上限制了可转换公司债券的回报率。一般赎回条款规定“当期股票价格连续 30 天(或者 60 天)高于转换价格的  $150\%$ (一般在  $150\% \sim 250\%$ )时,公司要求以一定的价格赎回”,依照这规定,投资人在享受股票价格长期且大幅上扬时,只获得了有限的增长利润。实际上从国际市场看,一旦出现上述股票价格的条件,投资人已经获得了  $50\%$  以上的回报,投资人更愿意转换为股票。就我国市场看,股票价格上涨超过转换价格有  $50\%$  以上的回报率也是一个令投资者欣喜的获利良机,但对于我国市场波动性大的特点而言,可能还不足以满足投资者的“大赚一笔”的期望。实际上,赎回条件已成为“软赎回条款”,是发行人最低限度转移到期承兑风险的加速转换条款。其前述的表面含义是不足为训的。

回售条件对可转换公司债券投资价值至关重要,回售条件通常许诺当公司的股票价格跌至何种程度,可转换公司债券已经“生长”了多少年尚无转换的机会,或公司出现不利于现有持券人利益的举措等等,公司有义务按高于票面利息率的利率赎回可转换公司债券。回售条件一旦发生,投资人的利益就能得到更好的保护,其收益率远高于票面利率,有的高达  $10\%$ 。回售条款的出现大大提高了可转换公司债券已有的魅力,成为投资者竞相购买的重要指标。当然,投资人对回售条款所付出的代价获得的票面利率更低,即在转换之前或回售条件出现之前,所得到的收益更低。

### 5. 期限

可转换公司债券一般都是中长期债券,期限在 5 年以上,7 年和 10 年不等,最长可达 20 年。美国 USX 公司曾发行 20 年期票面利率为  $5.75\%$  的可转换公司债券,成为可转换公司债券史上最长的可转换公司债券。我国的宝安可转换公司债券只有 3 年期限。期限越长,可转

换公司债券票面利率越高,期限越短,其票面利率也越低。可转换公司债券的期限越长,获得转换的机会以及股票增长的机会就越大,投资的价值也就越大。期限越短,尤其是在长期熊市过程中,也就难以找到转换升值的适当机会。可转换公司债券的转换机会应当发生在较短的时间内,比如在三年之内,就可以转换获利,长时间内不能达到转换目的的可转换公司债券,由于长时间只分享很低的利息率,即使转换了,其平均回报率也因时间而摊薄了。期限是可转换公司债券投资价值的一项指标,其重要性也没有市场利率和公司的经营业绩等那么直接影响投资价值所有的重要性。

#### 6. 股票的波动性

可转换公司债券所对应的股票的波动性是提高可转换公司债券投资价值的一个决定性因素。价格波动大,其股票价格同转换价格就会存在一个较大差别,也就是说,转换的投资价值较大,而且,波动性大,转换的机会就多,从而增加了可转换公司债券的投资价值。显然,股票的波动性是与整个股票市场相关的,通常使用贝塔系数( $\beta$ 系数)来衡量。 $\beta$ 系数是某种股票与股票市场的其它股票相关性的协方差。把标准普尔公司 500 种股票指数的  $\beta$  系数定义为 1, $\beta$  系数高于 1 的股票其市场波动性要比市场的大,而  $\beta$  系数小于 1 的股票的波动性要比市场的小。

#### 7. 发行时机

发行时机中已经包含了可转换公司债券的投资价值,在熊市过程中,可转换公司债券的投资价值相对高些,这是因为在制定转换价格时,总是依照其股票的现行价格,熊市中股票价格相对处于较低的状态,那么赋予未来价格上涨的空间就可大些,购买可转换公司债券、套期获利的机会就多。反之,市场处于牛市过程中,转换价格可较之熊市要高些,从而更多地体现了可转换公司债券的投资价值,其转换成股票的获取利益的机会就相对小些。但是,发行时机的选择是一组综合因素,发行时机、市场利率水平、行情处于牛或熊市趋势、发行的难易等都是密切相关的,有利于可转换公司债券投资价值的因素,可能对冲了可转换公司债券的其它优势。我们说,在熊市过程中,可能是市场利率居高不下的时期,也可能造成发行困难,发行成本加大,但这时的投资价值更丰厚。当然,牛市过程是会出相反的情形。

通过以上的表述,可以这样说,影响可转换公司债券的投资价值的因素很多。而且因素之间是相互影响的,可转换公司债券的投资价值最终是投资人和发行人利益通过市场状态相互制约和妥协的结果,这个结果会使投资人满意的。

### 三、可转换公司债券价值一般特征

#### 1. 可转换公司债券价值图示

我们把股票的市场价格 $\times$ 转换比率称之为转换价值。即依照市场上股票的价格进行可转换公司债券所能得到的价值。图 7.3.4 表达了在不同股票价格水平上的可转换公司债券价格表现以及可转换公司债券的价值。图中 45 度的对角线表示股票在不同价格上应具有的转换价值。转换价值用公式表示为:

$VC=RC \times PS$ ,其中,VC 为转换价值,

RC 为转换比率,是定数,

PS 为股票价格,那么,转换价值与股票价格成正比。虚线表示可转换公司债券的实际价格走势,可以看出:

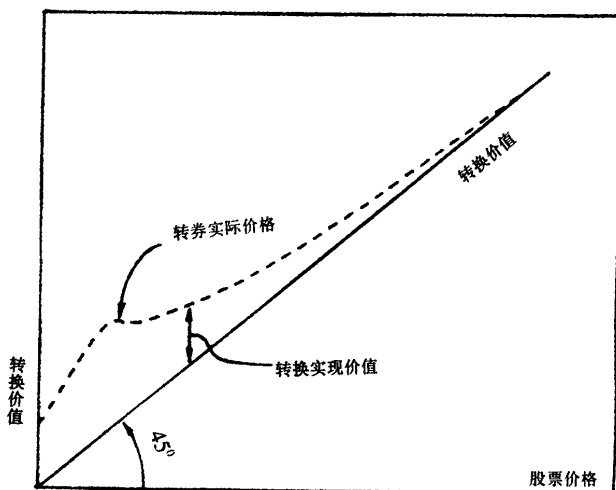


图 7.3.4 转券价值图示

①股票价格与可转换公司债券价格的走势一致,但股票价格低,可转换公司债券价格也低;股票价格上升,可转换公司债券价格也在上升。

②当股票价格处于较低行情时,可转换公司债券的价格增长幅度明显大于转换价值的增长幅度。但达到一定程度时,两者价格差别达到最大,以后随着股票价格的继续增长,差别越来越小,直到差别为0。

③转换价值线与可转换公司债券价格线之间的垂直距离为转换价值。

当股票价格处于较低行情时,可转换公司债券所具有的转换价值增长幅度很大,随着可转换公司债券价格达到最大值时,可转换公司债券转换所取得的价值也达到极大,其后,可转换公司债券价格的增高,转换价值的增加,股票价格的的增长,可转换公司债券转换所取得的价值最终趋近于0。

## 2. 可转换公司债券的基本特征

可转换公司债券可以在某种程度上看成是债券和股票的混合产品,其价值取决于债务和股权的两种成分的影响,我们用图 7.3.5 来表示可转换公司债券的价值行为。坐标的横轴表示股票的价值,纵轴表示转换价值。 $45^\circ$ 度直线 ODS 表示可转换公司债券的转换价值,即股票价格 $\times$ 转换比率。

ADS 直线是可转换公司债券的作为债券的价值,它是常量。

CV 代表了可转换公司债券的价值。从理论上讲,可转换公司债券包含可以转换为股票的权利,其价值应等于或大于债券价值和转换价值的较大的一个。

图中 CV 部分等于或大于 AD 部分,此时,债券价值大于转换价值。图右上部分,CV 等于或大于 DS,这时的转换价值超过债券价值。

CV 与 ODS 的垂直距离称之为转换价值的剩余利益,定义为:

$$\text{剩余利益} = (\text{可转换公司债券价值} \div \text{转换价值} - 1) \times 100$$

根据剩余利益的大小,可以把上图划分为三个区域,每个区域代表着不同的可转换公司债券价值的性质。

低剩余收益区(区域1):该区剩余收益较低,股票价格相对较高,可转换公司债券价值的变化几乎同转换价值的变化一致。由于债券价值已小于可转换公司债券价值和转换价值,债券的利率对可转换公司债券价值影响很小。

中等程度收益区(区域2):是一种过度或混合的情形。尽管转换价值仍是主要因素,但可转换公司债券价值也受到利率变化的影响。该区有利于可转换公司债券的发行,这是因为股

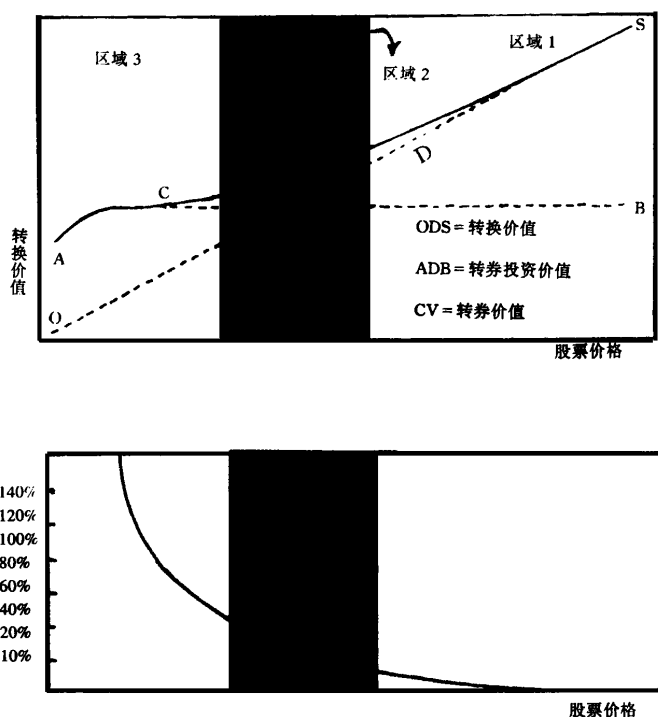


图 7.3.5 债券转换价值的实现

票价格处于相对较低的时期,又有较大的上升空间。

高收益区(区域3):股票价格最低的时期,可转换公司债券的价值行为同非转换的债券相似。如果发行者的借贷风险不变,则可转换公司债券同股票价格变动的敏感程度将会很低。另一方面,如果拖欠风险提高,那么,其普通股价格、债券价值、可转换公司债券三者成密切相关的关系。

#### 四、可转换公司债券的最小价值原理



### 1. 直接价值

如果投资人购买了公司的可转换公司债券,如果按可转换公司债券的票面收益率计算未来期限内的现金流入量的市场利率贴现值,我们称之为可转换公司债券的直接价值。计算可转换公司债券的直接价值通常是以本公司发行的公司债券的价值,或者是以相似经营业绩,资信等级的公司的公司债券的价值作参考的。

确定直接价值,首先要确定相同经营业绩、相同资信等级的公司债券的收益率,如果没有可比较的公司债券率,也可以用市场平均利率来计算。然后将可转换公司债券的未来现金净流入量按该收益率贴现求得。假如通宝公司发行的五年期、票面利率为 6% 的可转换公司债券的可比的预期收益率为 14%,那么其直接价值就是:

$$6 \times (P/A, 14\%, 5) + 100 \times (P/S, 14\%, 5) \\ = 6 \times 3.4331 + 100 \times 0.5194 = 72.53$$

市场的利率变化影响可转换公司债券的价值是很明显的,如果上述的市场预期的收益率下降为 10% 时,其直接价值为 84.89 元,同转换价值 83.25 元比较,这时的投资人更愿意以直接价值进行交易。

转换价值很容易理解,其意义就是以当前股票价格转换时所能得到的价值。如果通宝公司的转换比率为 12.5,市场价格为 6.5 元,则转换价值应为 83.25 元。

投资人总是以转换价值和直接价值二者较大的一个价值进行投资和交易(最小价值原理)

显然,投资者总是以转换价值和直接价值两者较高的一个为交易标准,我们把这个原理称之为可转换公司债券的最小价值原理。如果市场上的转换价值高于直接价值,那么投资人一定会以转换价值进行交易,不会放弃较高的利益回报而以直接价值反映的债券价格进行交易;如果转换价值低于直接价值,投资人会以直接价值进行交易。当转换价值高于直接价值时,转换价值就是投资人所依照的投资价值,反之,直接价值就是可转换公司债券的投资价值。假如不是以这种理论来进行交易的话,如果转换价值大于直接价值,如果有人仍以直接价值出让可转换公司债券,一定有人十分乐意购买、转换并卖出套利,股票供应增加,自然会降低股票的市场价格,从而使转换价值和直接价值趋于一致。

同时,这种价值的趋向一致性使得决定转换价值的股票价格和表现直接价值的市场可转换公司债券价格会产生明显的联动特征。两个价格的波动和及其价差总是依照最小价值原理的内在机制运行的。

### 2. 可转换公司债券的收益与风险小:同股票相比

我们举例说明可转换公司债券同股票相比收益和风险的特征。假设某股份有限公司发行可转换公司债券时的股票价格为 7.5 元,而转换价格为 8 元,面值 100 元等值发行,直接价格为 72.53 元。经过一段时期后,如果出现两种极端情况:

①股票价格增长到 15 元,股票购买者的回报率达到 100%,可转换公司债券投资者通过转换的价值为 187.5 元,因为

max 转换价值为 187.5 元,直接价值为 72.53 元 = 187.5 购买成本以 100 元计算,则可转换公司债券的收益率为 87.5%。

②假定股票价格经过一个时期后,下降到 2.5 元,即下降幅度为 2/3,这时股票投资者净损失为 75%。而可转换公司债券投资者的可转换公司债券价值为:

$$\max\{\text{转换价值为 } 31.25, \text{直接价值为 } 72.53\} = 72.53 \text{ 这时,可转换公司债券投资人的净损}$$

失为 27.47%。

事实上,当可转换公司债券价值跌至 72.53 元时,股票价值可能还会贬值,但可转换公司债券的市场价格会稳定在 72.53 元的价位上,投资人的损失只在 27.47% 的程度上止住了。实际上,可转换公司债券的流通交易价格由于发行时的溢价影响,这种最大程度的损失很难发生。

上述情况是在可转换公司债券发行时投资者进行投资所取得的收益和风险的情况。在流通市场上,如果投资者购买了已经上涨了的可转换公司债券,即不是面值 100 元,也许可转换公司债券价格是 105 元,那么上述特征是否依然如故呢?转换价格同当时股票时价相比,会产生一个溢价。可转换公司债券流通过后,市场上的可转换公司债券价格会伴随着可转换公司债券的上市交易和股票价格的上涨也会增长,股票价格的下跌而下跌,这时,作为一个新的可转换公司债券购买者,此时的可转换公司债券价格波动与股价波动存在着溢价的约束制衡机制。可转换公司债券价格同股票价格存在密切相关关系。因此,不论是发行时或是流通中的可转换公司债券的上述表现特征是一致的。

## 五、可转换公司债券的投资特征

随着股票价格的变动,使得可转换公司债券的投资特征偏向债权方向抑或是偏向股权方向,这是因为可转换公司债券所具有的债券和股票的混合特征来决定的。

当股票价格走低时,直接价值大大超过转换价值时,投资人更愿意把可转换公司债券视为纯粹的债券,并依照债券的属性进行流通交易。当股票价格上扬转换价值大大高于直接价值时,投资人会主动地将可转换公司债券兑换成股票,按照股票的特征来实现股价带来的上涨收益。当然,当股价处于二者之间的话,投资者是选择持仓可转换公司债券静等转换时机或是出让可转换公司债券等投资方式,这就由投资者的综合判断和投资偏好决定的了。

投资人为什么愿意支付较高溢价购买可转换公司债券?

投资人为什么愿意付出较高价格(通常是溢价)购买可转换公司债券,原因主要有三个方面:

第一,如果公司的股票没有股息分配时,可转换公司债券还有一个固定的利率收入,对投资人有利。为了清楚地理解有关概念,我们举例说明:假定某公司在发行时制定如下的发行要素:

发行价格:100%

转换比率:12.5

转换价格:8.0 元

发行时的股票价格:7.5 元

这时,发行时的转换溢价为

$$8.0 - 7.5 = 0.5 (\text{元})$$

溢价比率为  $0.5 \div 7.5 = 7\%$

而在市场上,由于可转换公司债券同股票价格的市场联动特征,在购买可转换公司债券时,需要付出一定的成本,如果不考虑交易的佣金费用,投资人愿意支付购买可转换公司债券的总成本我们定义为可转换公司债券的市场价格。即市场可转换公司债券价格与转换比率的比值称

之为市场转换价格。如果说某公司的可转换公司债券市价为 105 元,其转换比率为 12.5,则市场转换价格为

$$105 \div 12.5 = 8.4 (\text{元})$$

市场转换溢价 = 市场转换价格 - 股票现时价格

市场转换溢价通常以比率形式表示,即市场转换溢价比

$$= \text{市场转换溢价} \div \text{股票市场价格}$$

根据上述数据,市场转换价格为 8.04 元,此时,市场转换溢价为  $8.04 - 7.5 = 0.54$  元,市场转换溢价比为 7.2%。

这样的溢价水平在票面利率 5%—6% 上只要一年多的时间即可收回。如果溢价水平高达 15%—20%,按上述的票面利率,需要大致三年时间收回溢价。

溢价回收期是我们通常分析的重要指标。投资人支付了比股票时价更高的价格购买了可转换公司债券,那么,只有投资者能抵消溢价支出,对投资人才会有利。其直接原因是,对投资者来说,购买可转换公司债券所得到的直接利益是票面利率,票面利率比股票的红利更具有吸引力和具有投资价值。溢价回收期是个有用的指标(Premium payback period)(也称为盈亏平衡期),用来衡量投资人支付溢价的成本大小,不考虑资金的时间价值,其计算公式为:

$$\text{溢价回收期} = \text{市场转换溢价} \div \text{收益差}$$

收益差是指购买可转换公司债券同购买股票在利息上的差别,收益差 = [票面利息 - (转换比率 × 每股股息)] ÷ 转换比率根据前述的例子,如果股息为每股 0.3 元,则

$$\text{转换比率} \times \text{每股股息} = 12.5 \times 0.3 = 3.75$$

$$\text{票面利息} = 100 \times 6\% = 6 (\text{元})$$

$$\text{收益差} = (6 - 3.75) \div 12.5 = 0.18 (\text{元})$$

$$\text{溢价回收期} = 0.54 \div 0.18 = 3 (\text{年})$$

显然,溢价成本需要在三年内由于票面利率支付收回。纯粹从分红角度考虑的话,投资股票的市盈率远远高于溢价回收期 3(年)的,当有的公司的市盈率为 20 倍以上甚至更高,其股票的长期投资价值就很小了,相比较而言,投资可转换公司债券就有意义了。

第二,可转换公司债券具有抗跌风险的属性是很有吸引力的。当股票价格上扬时,可转换公司债券价格也会上升。但股价下跌时却有限。通过上述可转换公司债券的最小价值原理的分析可以知道,随着股票价格的下跌,其可转换公司债券价格也在下跌,但可转换公司债券价格不会跌至直接价值以下。实际上,直接价值成为可转换公司债券价格的保底价格。只要市场的平均利息率不变,投资人投资可转换公司债券可以清楚地知道在下跌风险中所购买或持有可转换公司债券的损失大小。如果股票价格下跌,可转换公司债券的价格也在下跌,先根据股票时价计算出可转换公司债券的转换价值,然后同可转换公司债券时价、直接价值进行比较,就可以得知可转换公司债券投资的风险大小。这个保底的可转换公司债券价值就是投资人购买可转换公司债券的成本。另一方面来说,从买入期权的角度考虑,所支付的溢价风险被控制在这个投资人购买公司股票期权的价格,购买者的未来风险被控制在这个期权价格上,因此,投资人之所以愿意支付溢价来购买可转换公司债券,这是购买风险被控制在一定数量上的代价。上例中的下跌下限为 27.5%(计算见后)。

第三,发行可转换公司债券公司所对应的股票总是波动性大的股票。波动性越大,其溢价比率也越大。由于股价波动性大,说明估计上涨的机会也越大,可转换公司债券的价值也就会

提高。

当然,从投资者的角度来看,购买溢价的可转换公司债券可能还有看好公司未来业绩增长、股市行情看涨等其它综合和本质的因素。

## 六、可转换公司债券投资的风险评述

我们通过本节的上述讨论,可以大致看到投资可转换公司债券在获得收益的同时是存在风险的,而且风险因素很多,这些风险因素已经在讨论收益的过程中涉及到了,这里不在赘述。我们在以下主要说明风险的下限、赎回条件和收购风险对投资的影响。

### 1. 可转换公司债券的风险下限

投资者经常使用直接价值作为衡量可转换公司债券风险的下限标准,这是由如前所述的可转换公司债券的市场价格不会跌破直接价值的。所以我们用“跌价风险”来计算可转换公司债券的最大风险:

跌价风险 =  $(1 - \text{直接价值}) \div \text{可转换公司债券市价}$

如果直接价值为 72.5 元,以现行时价等于面值 100 元,即跌价风险 =  $(1 - 72.5) \div 100 = 27.5\%$

这就是说,股票价格下跌时,可转换公司债券价格下跌的最大幅度为 27.5%。不同时期购买的可转换公司债券价格是不同的,见下表:

表 7.3.13

可转换公司债券价格	100	105	110	95	80	72.5
跌价风险	27.5%	31%	34%	23.7%	9.4%	0

可见,直接价值是可转换公司债券市场价格的最低价格,当可转换公司债券等于直接价值时,其投资风险为 0,价格越高,风险就越大。如以 105 元的价格购买可转换公司债券,显然比 95 元购买可转换公司债券的风险要大很多。

值得注意的是,直接价值风险程度是随着市场利率的变化而变化的。如果利率提高,直接价值就降低,可转换公司债券的同等价格其风险程度就会提高。反过来,如果利率降低,直接价值提高,可转换公司债券的同等价格其风险程度就会降低。我们仍用前面的例子,当市场利率从 14%降低到 10%时,其直接价值也从 72.52 元提高到 84.89 元,同样的 105 元的可转换公司债券市场价格其直接价值风险程度也从 45%降低到 12%。

### 2. 赎回风险

赎回条件生效时,投资人可能得到的利益将会蒙受损失。赎回条件的不同,投资人的风险也不同。

①赎回时间,发行后第一次赎回,以及两次赎回之间的时间长短,决定了风险程度大小。有的公司规定发行后即可赎回,这种明显不利于投资的赎回条件一般规定的赎回价格要远高于可转换公司债券的市场价格。即使这样,也限制了投资人潜在利益。举例美国 GENERAL SIGNAL 公司 1992 年发行的可转换公司债券的赎回情况:

发行日期:1992 年 6 月 1 日

到期日:2002年6月1日

票面利率:5.75%

不赎回时间:1995年6月1日之前

赎回价格:

1995年6月1日	103.59
1996年6月1日	102.88
1997年6月1日	102.16
1998年6月1日	101.44
1999年6月1日	100.72
2000年6月1日	100.00
2001年6月1日	100.00

可以看到,不赎回时间越长越有利于投资人。该公司不赎回时间为发行后三年,发行者希望在这三年中投资者的可转换公司债券能够顺利转换为股票。作为十年期的可转换公司债券,三年的不赎回时间基本上是合理的。如果在第一次赎回时间赎回,发行时以面值等额发行,那么,投资人收回103.59元,收益率为3.5%,若加上两年的票面利率,三年平均不过是3.95%。而当时在1993年10月7日的市场可转换公司债券价格已经为106.5元,投资人的利益损失是明显的。从1995年开始,以后每年赎回一次,而且每次的赎回价格低于前一次,最后是以面值赎回,这些条件足以说明赎回条件对投资者的不利。

②特定情况下的赎回,主要是在股票持续上涨超过转换价格一定幅度时,发行人以较低的价格赎回可转换公司债券。发行人为提高公司净资产和降低负债比率,当达到赎回条件特定情况时(股票价格达到一定程度),加速投资人转换,以避免未来股票下跌造成还本付息的压力。如前所述的中纺机发行的1993—1998年五年期可转换公司债券规定:

当股票价格上涨超过150%并持续30天,1994年12月31日赎回日的价格为104%,以后每年减一个百分点。

这种情况出现时,大多投资者也是愿意转换的,此时的利益相当可观,投资者至少获得40%以上的回报,因此这种特定情形下的赎回条件对投资人的风险并不大。

### 3. 收购风险

收购风险包含两种情况,其一,如果发行公司被其它公司收购,我国规定只要达到30%,收购者即开始发出收购要约,可转换公司债券的发行公司股票停牌,如果收购成功,股票不再上市流通。即使收购的价格足以令可转换公司债券持有人获得高收益,如果在法律规定上在收购情况下可转换公司债券转换受阻的话,那么可转换公司债券投资人的利益无法得到应有的保障。其二,发行公司的管理层通过发行可转换公司债券杠杆收购发行公司的,那么该公司的股票不会被投资者看好的,可转换公司债券投资的风险就很大。这种情况是西方国家出现的情况。

### 4. 可转换公司债券本身所固有的风险

不论任何投资决策都是有代价的,“没有免费的午餐”对投资人的可转换公司债券投资理念也是适用的。在投标上涨的强劲期,购买可转换公司债券的利益没有购买股票大,没有充分分享公司股票的上漲行情,由于事先支付了溢价的成本。在风险规避方面,如果在相当高的价格上购买可转换公司债券,原有抗跌的风险下限将没有意义了。如果以150元的价格购买可

转换公司债券,虽然低价为 72.5 元可能的损失将达到 77.5 元,损失率为 51%。同时利率上涨,则风险扩大。此外,投资人所承担的溢价、票面利率低于市场利率都是不利的方面。

对机构投资人来说,许多可转换公司债券发行量小,使其成交量小,流通性差,影响机构投资人参与的深度。

### 5. 投资可转换公司债券的几点忠告

除非你认为发行公司前景很有希望,否则不要购买可转换公司债券。

可转换公司债券溢价比不可超过 20%,否则,不要购买可转换公司债券。

可转换公司债券的收益应高于股票 3%,否则,不要购买可转换公司债券。

购买可转换公司债券价格偏低(在面值或直接价值附近)的可转换公司债券,能够在股票价格低迷无法转换的情况下最终可以面值兑付。

## 第四节 可转换公司债券的承兑

大多数公司债券的发行人都给投资人两个承诺:第一承诺是在规定的日期支付一定的利息;第二承诺是到期偿还本金。但是可转换公司债券的发行人给投资人三个承诺,除了上述两个承诺外,还承诺允许投资人将可转换公司债券按照事先规定的转换价格,在一定期限内转换成固定数量的普通股。所以可转换公司债券可以称为“混合”证券,即既具有债券性质,又具有股票性质。购买了可转换公司债券后,投资人可以有以下几种做法:

- (1)持有可转换公司债券直至到期日偿还本金;
- (2)将购买的可转换公司债券在市场上出售;
- (3)将可转换公司债券转换成普通股;
- (4)将转换成的普通股在市场上出售。

相对于投资人购买可转换公司债券的 4 种做法,发行人对于可转换公司债券的承兑一般有 4 种方式:即到期偿还;提前偿还;赎回条件下偿还和回售条件下偿还。

### 一、到期偿还

所谓到期偿还,就是按照可转换公司债券发行时约定的偿还期限,到债券期满时,将应付偿还的金额一次全部偿还完毕。可转换公司债券到期偿还,即意味着转换失败。宝安 A 股可转换公司债券期限 3 年,至兑付前只转换了 69.16 万股,占总数比例的 2.7%,虽然可转换公司债券利率较低,宝安 A 股可转换公司债券票面利率为 3%,但可转换公司债券在转换成股票之前是一种债务,而不是一种股权,所以宝安集团在兑付时颇感拮据。

### 二、提前偿还

所谓提前偿还,即在债券到期之前便开始分次偿还发行额,到债券期满时已全部偿还完毕,可转换公司债券提前偿还,也意味着转换的失败。发行者为了分散到期偿还债务负担,在

到期偿还之前按一定时间和一定比例分次偿还,或也可以自由确定时间分一次或几次来偿还。发行人可以委托证券公司从证券持有者手中,以双方都认为合适的价格将债券再买回来,从而解除双方债权债务关系,并可提高债券的流通性,当然,发行人应积极买进部分债券,并尽可能减少损害债券持有者的利益。

### 三、赎回条件下偿还

发行人通常在以下两种情况下才行使期前赎回权:一是在可转换公司债券发行一定时期后,当市场正股价格大幅上涨到事先限定的一定高度(国外一般是在达到换股溢价的130%~140%)时,且在这警戒水平之上维持一定时期(国外一般设定为20~30天),发行人可行使该权力,目的在于迫使债权人提前将可转换公司债券转成公司股票,从而以增加公司股本形式来降低公司的负债,达到调整发行人财务结构的目的,使发行人既可进行新的筹资活动,也避免再因送配股增股行为相应作出转换价格调整而进一步稀释公司股权;二是在可转换公司债券发行一定时期后,市场利率下降至债券票面利率之下一定程度时,发行人为降低利率风险,也可行使该权力,以降低公司巨大财务费用。从以上两种情况可看出,赎回情况下的利益绝对偏向于发行人,对投资者而言无利可图。

### 四、投资人回售条件下偿还

期前回售条款赋予投资人有机会将可转换公司债券在到期前的某一指定时期内退售给发行人,发行人则须以一定的溢价(往往高于原券息)还本付息给投资人。如果适逢股市低迷或发行人股票持续走软,特别是正股价跌至转换价格之下时,因投资人集中行使回售权,会对发行人构成较大的财务威胁和经营压力。期前回售条款是随着市场的不断发展而推出的更有利于投资人的保护权力。相对于发行人具有的赎回条款,含有期前回售条款的可转换公司债券因使投资人得到了一份额外保护,所以,发行人所定可转换公司债券票面利率往往要低于不含回售条款的可转换公司债券利率和规定更高的转换价格。

## 第四章 境外可转换公司债券市场

境外可转换公司债券市场包括两个部分,其一是我国境外的国家(或地区)公司在本国(或本地区)发行可转换公司债券的市场;另一是指境外的国家(或地区)的公司在本国以外国家(或地区)发行可转换公司债券的市场。我们把前者称之为境外国内可转换公司债券市场,后者被称之为国际可转换公司债券市场,它是国际债券市场的重要组成部分,其习惯上也被分为两个部分:欧洲可转换公司债券市场和外国债券市场。欧洲债券是指发行人在本国之外的市场上发行,不是以发行所在国的货币为面值的,而是以其他一自由兑换的货币为面值的债券。外国债券是指外国发行人在一国国内发行的,以所在国的货币为面值的债券。

可转换公司债券由于其所具备的不同于直接公司债券的特征,已成为国际资本市场中一种重要的中长期混合型的融资工具,在欧美等地已流行多年。其最早期的出现及运用已较难考据。本世纪六七十年代,由于欧美等国利率不断趋于上扬,一些公司为应付其所面临的日趋高攀的资金成本,逐渐青睐于以可转换公司债券形成筹资。从那时至今的这段时期,可转换公司债券受欢迎程序虽因时因地有所差异,但总体上来说,可转换公司债券在各国及国际资本市场上的吸引力是毋庸置疑的。从1992年至今的四年半时间里,全球可转换公司债券市场的发行规模已达到800亿美元(见图7.4.1)。

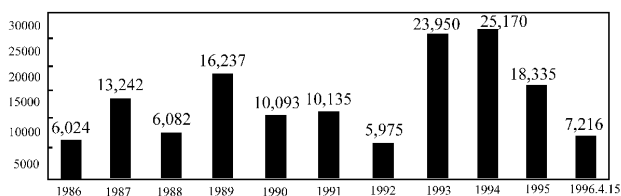


图 7.4.1 1980~1996 可转换公司债券市场的发行总额  
(百万美元)

着眼于我国企业的实用性,本节着重介绍可转换公司债券的国际市场,但亦涉及一些亚洲国家的国内可转换公司债券市场的介绍。



## 第一节 可转换公司债券的国际市场

可转换公司债券的国际性市场主要有三个,即以伦敦为中心的欧洲市场,以瑞士为中心的瑞士市场和主要按 114A 规则运作的美国市场。由于伦敦是欧洲最重要的投资中心,它自然成为可转换公司债券的国际性发行市场;而瑞士是国际大基金的聚集中心,大量的资金被存在瑞士的银行,瑞士的机构管理着巨大的资金,因而瑞士成为在欧洲的伦敦以外的另一个可转换公司债券的国际性发行市场。美国市场上关于证券发行方面的规则的规定比前两者更为严格,可转换公司债券的外国发行人对美国市场的利用相对较少。

国际可转换公司债券的投资者通常来自伦敦、苏黎世、日内瓦、东京、纽约和香港。由于在一般情况下,可转换公司债券为无记名证券,没有关于投资者的登记记录,难以确切得知投资者的由来分类和构成。从投资于可转换公司债券的币种角度来看,一般国际可自由兑换的货币都可以进行可转换公司债券的标价,但在实际上,八九十年代所发行的可转换公司债券主要标价货币通常为美元,瑞士法郎及英镑三种。见图 7.4.2。

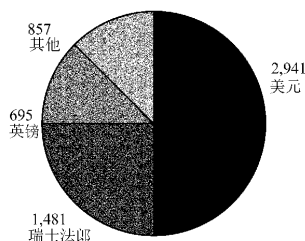


图 7.4.2 1992 年不同货币新券发行量比较

以下对可转换公司债券的三个国际市场的特性及运作作简要的介绍。

### 一、欧洲可转换公司债券市场

无论是新券发行量还是按市场深度、专业程序来衡量,欧洲市场都是世界上最重要的国际债券市场之一。欧洲可转换公司债券的发行总值已由 1990 年的 43 亿美元增至 1993 年的 174 亿美元,1994 年全球股市下跌,但可转换公司债券市场仍保持相当的活力,发行总值刷新了 1993 年的纪录,达到 186 亿美元。与其它市场相比,欧洲市场的可转换公司债券发行具有以下系列特征。

#### 1. 特征

①欧洲市场不属于单一国家,国外发行者不必向任何证券监管机关登记注册,发行手续相对较简单。

②欧洲市场是世界上最可自由进入的市场。对于新券的发行,基本上不存在有关限制性的法规与标准,也没有诸如像美国证券委员会(SEC)或日本大藏省这样的机构的干涉行动。

③欧洲市场可转换公司债券的承销需要由国际著名的证券承销商组成的辛迪加承销团承担,通常需要在各国作巡回推介加以促销。

④大多数的欧洲可转换公司债券(简称 ECD)是以公募形式发行,并要求在伦敦的国际证券交易所或卢森堡证券交易所上市,因此发行人需按交易所的规定,提交发行说明书。但上市要求相对简单,通常指接受发行公司本国市场所惯用的披露形式。大多数欧洲投资机构都禁止认购未上市的债券。但需要指出的是,这种上市要求主要目的并非在于提供债券持有者一个债券交易的市场,而是在于为欧洲的机构投资者绕过上述禁止其购买未上市证券的一种折衷。

⑤交易方式主要是从电话方式的柜台交易(OTC)着手,价格显示与散发通过通讯系统(一般由路透社 Reuters)进行。所报价格不包括累计利息。清算则由两个主要清算所——布鲁塞尔的欧洲清算所和卢森堡的 Cedel(一种欧洲货币清算系统)——中的一个在交易日之后的七天内完成。

具体来说,在欧洲市场发行可转换公司债券的有关规定及发行程序简概如下:

## 2. 发行条件

①债券的发行额:欧洲可转换公司债券市场的首次发行要求在 5000 万美元以上,但随后的发行可以以较小的规模(1 千万美元)。一般来说,欧洲可转换公司债券市场典型的发行规模在 3 千万到 2 亿美元左右。近年来,平均规模有扩大的趋势,反映了欧洲市场不断适应大规模发行的能力以及投资者对于大规模的、相应流动性更强的债券交易的偏好。

②债券的期限:欧洲可转换公司债券的期限一般是 5 到 15 年,但由于投资者的卖出期权,许多欧洲可转换公司债券的实际到期日通常都有所缩短。

③债券的币种:欧洲市场理论上适用于任何可兑换货币,但实际上欧洲美元可转换公司债券占到 70% 以上,其余币种一般有英镑、德国马克、日元以及欧洲货币单位。

## 3. 发行程序

欧洲可转换公司债券发行一般需要二个半月时间,基本程序如下:

①发行公司可转换公司债券发行决策及初步发展条件设计。

②指定一个国内主干事和一个国外总干事,制作并向总干事提供有关发行文件,包括发行说明书、承销协议书草案等。

③举行由发行人、审计师、主干事及法律顾问等参加的听证会,评定协议草案与发行说明书。

④正式向本国证券管理机构登记备案。

⑤由主干事牵头安排组织国际辛迪加承销团。

⑥正式议定发行条件,签定承购合同和财务代理人合同。印制正式的发行说明书。

⑦向承销团成员分派可转换公司债券的销售额度,签定销售合同,分发给其正式的发行说明书样本。

⑧由承销团成员在各国进行巡回推介。

⑨正式发行,并在约定时间向发行者交付债券款项。

#### 4. 债券发行所涉及的单位

##### ① 发行者

② 干事承销公司及承销公司,其中总干事的主要职责包括:制定设备的承销战略;债券投资价值及市场需求评估;组织安排承销团并协调控制其承销活动;分配承销额度。

③ 销售团,它们是受承销团的委托,向投资者推销债券的机构,无认购责任,不承担发行风险,未能推销的债券将退还承销公司。

④ 律师,一般需要两名律师,由发行人和总干事承销公司各指定一名分别负责其所属国的有关法律事宜,并协助起草发行说明书及各种协议,并提供法律咨询。

⑤ 财务代理人,其职责是监督财务合同的履行,对违约行为采取必要行动。一般由发行人指定并支付其费用。

⑥ 支付代理人,其职责是为发行人代理支付募集款项及债券利息、偿还本金、股票转换等业务,一般由财务代理人兼任。

#### 5. 债券发行所备文件

##### ① 发行说明书

##### ② 承销合同

##### ③ 销售合同

##### ④ 财务代理人合同

##### ⑤ 支付代理人合同

##### 发行费用

债券发行所涉及的有关费用,主要根据债券发行额、发行条件由当事双方协定确定,通常包括:

① 承销手续费及其它实报实销费用。

② 印刷费用。

③ 律师费用。

④ 证券交易所上市费用。伦敦交易所上市需 2—3 万美元,卢森堡证券交易所上市需 5 千至 1 万美元。

⑤ 利息支付,偿还本金等手续费。

## 二、瑞士可转换公司债券市场

瑞士市场通常被欧洲债券发行者视为一个替代性市场,新券发行程序安排以及运作方式仅仅是指有差异,而且在近年来更是日趋相同。

### 1. 特征

瑞士可转换公司债券的一些特点主要表现在:

① 按瑞士国家银行的要求,可转换公司债券若以瑞士法郎标价,只能在瑞士发行,并且只能由在瑞士注册的投资银行为总干事承销公司。但近来这一限制逐步放松,特别是 1993 年,瑞士国家银行采用新的辛迪加条款,允许外国投资银行承销瑞士的外币债券,瑞士财政部还取消了外币债券首次发行的印花税。这些措施使得瑞士债券市场更具流动性和国际性。

② 从债券发行额来看,其平均发行额为 5 千万到 2 亿瑞士法郎,但其最大发行额与欧洲债

券市场相当。对于瑞士投资者来说,流动性要求相对不是很高,因而,瑞士可转换公司债券市场是唯一提供较小规模筹资的市场。

③瑞士市场对于可转换公司债券发行无上市要求,大多都是以私募发行。

④从币种来看,瑞士市场主要采用瑞士法郎。但近年来出现以双币形计价的新的可转换公司债券形式,称为“Alpine”,采用美元或其它货币标价但受瑞士法律监管,并在瑞士发行和配售。

⑤在期限上,瑞士市场上可转换公司债券大多为短期债券,外国发行公司的瑞士法郎可转换公司债券期限通常是 4 至 5 年。

⑥瑞士法郎可转换公司债券的清算通常由欧洲清算所、Cedel 和通过 SEGA、瑞士国民证券清算系统进行。

⑦在瑞士发行的可转换公司债券通常配售给以瑞士为基地的国际投资机构而不像欧洲可转换公司债券那样全球配售。

另外,从国际范围来看,瑞士的利率水平较低,仅次于日本,因此,瑞士市场可转换公司债券的票面利息相对较低,可降低发行公司的资金成本,其次,瑞士法郎可转换公司债券的发行费用相对较低,如五年期债券发行费用通常只是发行总额的 1.75%,而在欧洲市场则要达到 2.5%。再加上由于在瑞士市场无须上市以及全球巡回推销,这些都有助于发行公司节省费用。

不过,值得指出的是,对于亚洲国家和地区的发行公司业说,其本国一般并无经常性的瑞士法郎收入,若到期赎回债券,需用另一种国际性货币兑换成瑞士法郎,因此,发行纯粹的瑞士法郎可转换公司债券,将更多地面临汇杂风险及其它不可控因素。

瑞士可转换公司债券市场的发行程序类似于欧洲市场,这里不再介绍。

## 2. 欧洲市场和瑞士市场的一个比较

从以上可以看出,欧洲可转换公司债券市场的流动性和国际性都高于瑞士市场,因而有很高的国际知名度,但其操作难度也相应较高,这样提高了发行公司的发行成本。从两个市场的规模来看,欧洲可转换公司债券市场的发行量是瑞士市场的数倍(见图 7.4.3)。自 90 年代,欧洲可转换公司债券市场的规模和深度都达到了极大的扩展,其发行量从 1990 年的 43 亿美元增长到 1994 年的 184 亿美元。

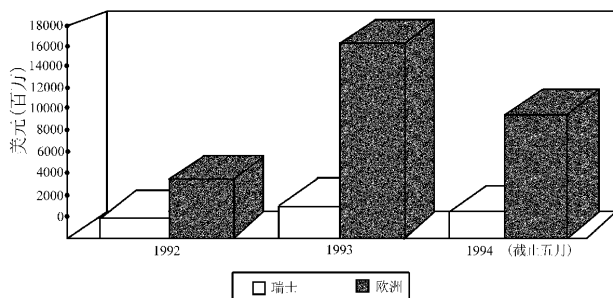


图 7.4.3 欧洲可转换公司债券市场与瑞士市场发行量的比较

资料来源: Bondware/Euromoney

下表则对上述两个可转换公司债券国际市场进行一个简明的概括(见表 7.4.1):

表 7.4.1 欧洲市场与瑞士市场特征比较

	欧洲市场	瑞士市场
币种	理论上,任何币种均可, 但多数是美元	主要有瑞士法郎、美元或可以美元清偿之瑞士法郎(即双币形式)
价格制订	类似	类似
还本期限	较长,通常是以 7 年到 10 年为期	较短,通常是 以 5 年到 7 年为期
发行量	较大(5000 万美元以上)	较少(2000 万美元以上即可)
挂牌上市	要求在伦敦或 卢森堡上市	无此要求
管制法规	英国法	瑞士法
发行说明书	要求有	要求有、但资料披露有限
发行之操作速度	较慢	较快
操作难度	较大	较小
知名度	较高	较低
投资者分布	瑞士(散户或机构投资者)、 英国、欧洲其他国家,以及 亚洲、美国(如有此意 欲,可循 144A 条例)	主要在瑞士(散户或机构 投资者)亦有来自英国、 欧洲其他国家和亚洲者

资料来源 Euromoney

3. 灰色市场(Gray Market)

在欧洲市场与瑞士市场的债券发行程序中,债券定价受到灰色市场价格的很大影响。所谓灰色市场,指的是在债券承销期间,潜在的销售商和承销商对有关本次债券发行的最终条件尚未确定,市场条件亦具有某种不确定性时,由于一些承销商已决定要购买债券而导致人们就这些债券进行远期交易所形成的市场。

灰色市场出现在 1977 年左右,实际上灰色市场能够反映出对债券发行潜在需求与供求之间的均衡,因此往往就能够对新券发行的正式价格确定起指导作用,一般来说,灰色市场的债券价格往往比正式发行价格低 1 个基准点。

有时,新债券的灰色市场交易甚至在宣布发行日之前就会开始,这意味着进行灰色市场交易时,不仅债券发行的最终条件尚未确定,甚至于债券是否发行都没有正式宣布。因此这种交易具有很大的风险。例如,1983年10月,伦敦的 Ress 证券合伙公司和 GuyBatler 国际有限公司,曾对一些最终并没有发行的债券进行这种交易,最终造成了损失。

### 三、美国可转换公司债券市场

由于美国证券市场在国际资本市场中的显赫地位与知名度,近十几年来,越来越多的外国发行公司进入美国证券市场进行直接融资。其中,可转换公司债券的融资占了相当的比重。在美国发行可转换公司债券可采用公募和私募两种形式。

#### 1. 美元公募债券的发行

外国发行公司在美国公募发行债券要按照 1933 年证券法的规定,向美国的证券委(SEC)办理申报注册手续,并要取得美国证券评级机构的一定等级的信用评级。公募发行条款须根据美国 1939 年“信托约款法”(Trust Indenture Act)规定的约款发行。通常要求指定一美国商业银行的信托人,并规定债券的形式、发行条件、登记、转换、付款、违约事件及补救措施和发行人的承诺担保等。约款内还必须包括有关信托人独立性以及信托人与债券持有人无得益冲突的条款。此外,如债券只在某个州内发行,还须遵循有关州的法律规定,向其证券监管部门申报注册。

由于美国证券法律及证券管理机构的严格规定与限制,在美国市场公募发行可转换公司债券的手续比较复杂,从开始决策到正式发行至少需要六个月时间。具体发行程序介绍如下:

- ①发行公司董事会决定公募债券发行,选择主干事、会计师和律师等。
- ②填报证券发行申请以及评级申请等各类有关资料。
- ③向评级机构提出评级申请并取得债券的信用评级。
- ④与总干事、律师确认证券发行申请书并提交给美国证券委员会。
- ⑤由总干事安排债券承销团,发出承销要约与非正式的发行说明书。
- ⑥接受美证券委对发行申请书的审查,回答其疑问,必要时对申请书作补充修改。
- ⑦正式确定债券发行条件,并向美证券委提交修正后的发行申请书。

⑧发行公司与总干事承销公司以及承销公司签署各类协议,向销售团成员发送正式的发行说明书样本。进行债券发售的前期事宜。

- ⑨接受美证券委发行申请生效的确认。

■ 债券正式发行。

■ 承购公司以约定时间向发行公司支付募集款项。

美国证券法规对发行公司发行申请及发行说明书的提交与审查和债券评级要求旨在保证投资者对所募集的债券作出明智判断,发行公司必须向投资者提供发行债券的财务及其它资讯。

发行公司须向证券委公布详细的公司财务资料,由于许多国家的会计准则与美国公认会计准则(GAAP)存在着差异,使得这些财务资料的编制面临越来越大的难度,费时亦多。发行公司需选定由证券委承认的国际会计师,由其协作编制各种财务报表,并负责监查财务工作。发行公司若按本国会计准则提供报表,则须提交一份按(GAAP)编写的对照说明书,以解释并

以数量说明按 GAAP 的编制方法与报表所采用的编制方法的实质性的区别。

按照美国信托约款法指定的信托人,充当保护债券持有者利益的机构,一般由美国商业银行的信托部担任,负责对债务合同的履行。另外,信托人还担负发行公司的债券印刷、接收缴款等职责。

公募债券可在美国各交易所挂牌交易,也可以在场外市场通过 NASAQ 或 OTC 进行交易。但仍需符合有关交易所及交易系统的有关规定。

从上可以看出,在美公募发行可转换公司债券受到极为严格的规定,所涉及美国证券管理部门的手续也较为繁琐,其发程序相当复杂,并要求公开的信用评级,因此往往都是一些国际著名的外国公司采用公募发行进入美国市场,大多数的外国发行公司则是通过以 114A 规则运作的私募市场发行可转换公司债券,对于亚洲的一些国家及地区的公司而言尤其如此。因此,以下着重介绍通过私募市场和 114A 规则发行可转换公司债券的运作。

## 2. 美元私募债券的发行

与其它国际债券市场不同,在美国进行可转换公司债券和附认股证的债券这一类与股权相关的债券被认为是合理的,也是非常普遍的。据估计,美国的与股权相关的债券在私募市场发行总额的比例达 10%。

如上文所述,由于公募债券发行涉及到复杂的发程序以及公开信用评级要求,而信用评级过程本身亦要耗费大量的时间与财务成本,这些都可能阻碍与延误债券的发行,发行的费用也相对较高。一些无信用等级或者仅仅只需要小规模资金的外国公司转而依赖于私募市场。

传统的美国私募债券市场是指发行公司不需向美国证券委注册,亦不需公开信用评级而直接通过私下协商发售给特定对象的债券市场。

根据美国 1933 年证券法的有关规定,任何由发行人要约或出售不涉及公开募集的证券可豁免注册登记。在援用此豁免条款时,着重考虑下列因素:

- ①承销公司和购买者的数目必须是有限的。债券发行不可采用广告形式。
- ②发行公司须向债券承销公司和投资者提供与公募发行说明书相类似的资讯信息书面资料。
- ③承销公司与投资者须具备识别该债券潜在收益与风险的能力。
- ④证券的购买者以投资为目的,而非以转售为目的。

此外,美国证券委也颁布了规则 D,以私募的豁免规定提出了较详细的条件。规定私募债券可以出售给人数不受限制的“合格投资者”,包括符合各项净资产值以最低收入的各类机构投资者、发行公司的高级经理人员及个人,在“合格投资者”以外,债券购买者不得超过 35 人,因发行公司的私募一般就是采用 D 规则的豁免规则。

由于 D 规则要求发行公司确保债券购买者不会转售债券,而按美国证券法的规定,私募证券持有两年以后,方可转让,传统美国私募市场的流动性受到严重的限制。为了弥补这一缺陷,加强美国证券市场的国际竞争力,1990 年 4 月,美国证券委颁布了 114A 规则。

该规则规定:豁免注册登记的私募债券的购买者,可以转售原经豁免注册登记的债券。按 114A 规则,债券购买者在一定情况下可以作出债券出售要约,或转售给“合格的机构投资者”(QIBs, Qualified Institutional Buyers),这些合格的机构投资者是指最低限度拥有或自行策划投资相当于总值 1 亿美元的投资机构,必须是为自己或是代理其它的合格的机构投资者买卖债券。114A 强调,对于任何准备进入美国私募证券市场的外国投资机构均可得到与国内投资

机构同等待遇,给予登记豁免。任何合格机构投资者都可在两年内将其所持有的私募证券转售给其它机构投资者。

外国债券发行人只要符合 114A 规则规定的下列条件,均可以进入 114A 市场发行私募债券:

- ① 证券是不可转证券及非在 NASDAQ 和各证券交易所上市的证券。
- ② 销售对象仅限于合格的机构投资者。
- ③ 发行公司须确保使购买者明白所买债券是未经注册的合法私募证券。

同时,全美证券商协会还提出建立通过自动设施进行私募发行、转售、交易的系统(PORTAL)的方案,进一步提高了 114A 市场的效率。

外国发行人利用 114A 市场发行私募债券时,应向美国证券委提交必要的资料信息,以取得豁免登记资格。发行公司须遵循美国证券法的反欺诈条规,对这些资料的正确性和全面性,发行公司负绝对责任,如被美国证券委发现错漏,投资者有赎回债券的权利。

114A 市场的合格机构投资者主要是美国的养老基金、共同基金以及保险公司等,据美国证券委估计,美国至少有 5000 个这样的合格机构投资者。114A 市场虽要求发行证券的信用评级,但仍可为发行公司节省大约 2.5 个基点的注册及其它费用,并在很大程度上提高了私募证券的流动性。原则上,114A 是一个包括股票和债券的私募证券市场,但实际上债券发行额占到其中的 95% 以上。虽然 114A 市场仍存在着许多的限制,但总体上来说,不失为外国发行公司在美国发行可转换公司债券的捷径。

## 第二节 亚洲的可转换公司债券发行

对于亚洲的公司来说,欧洲的可转换公司债券市场是其主要的发行市场。事实上欧洲可转换公司债券国际市场汹涌的发展趋势并非单单来自欧洲公司和美国公司的发行,亚洲的可转换公司债券发行在其中占了重要的一席之地。即使不算入日本,其发行量也已超过 200 亿美元,占有发行量的四分之一以上(见图 7.4.4)。亚洲可转换公司债券的发行量从 1990 年的 3 亿美元增长到 1994 年的 85 亿美元。仅香港的公司 1994 年发行量就达 11 亿美元。无论以新债券的发行量还是市场深度来衡量,欧洲可转换公司债券市场已成为亚洲公司最重要的国际筹资途径之一。可转换公司债券和与股本相联的融资工具在亚洲的增长速度已超过纯债券与股票发行的速度(见图 7.4.5)。亚洲企业发行托管凭证的情况(见表 7.4.2)。



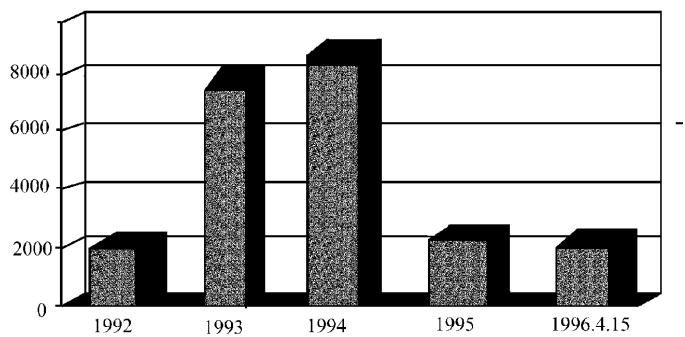


图 7.4.4 1992—1996 亚洲可转换公司债券发行量(不包括日本)

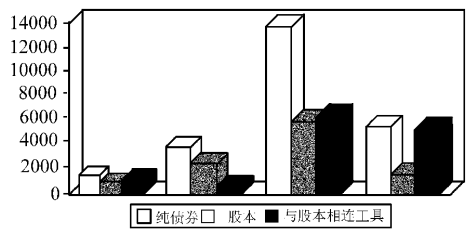


图 7.4.5 亚洲企业(除日本外)在国际资本市场的发行

资料来源:欧洲货币

表 7.4.2 亚洲企业发行托管凭证的情况  
(1994 年至 1996 年 5 月 31 日)

国家和地区	发行次数	平均发行金额 百万美元	发行总量百万 美 元	发行总量 %
印度尼西亚	9	1,007	9,063	28%
韩国	43	145	6,246	20%
中国	17	268	4,556	14%
印度	51	81	4,118	13%
香港	3	560	1,680	5%
泰国	4	337	1,347	4%
菲律宾	5	239	1,196	4%
台湾省	15	79	1,191	4%
巴基斯坦	3	391	1,173	4%
新加坡	3	311	932	3%
斯里兰卡	1	33	33	1%
总计	154		31,535	100%

来源: Bondware

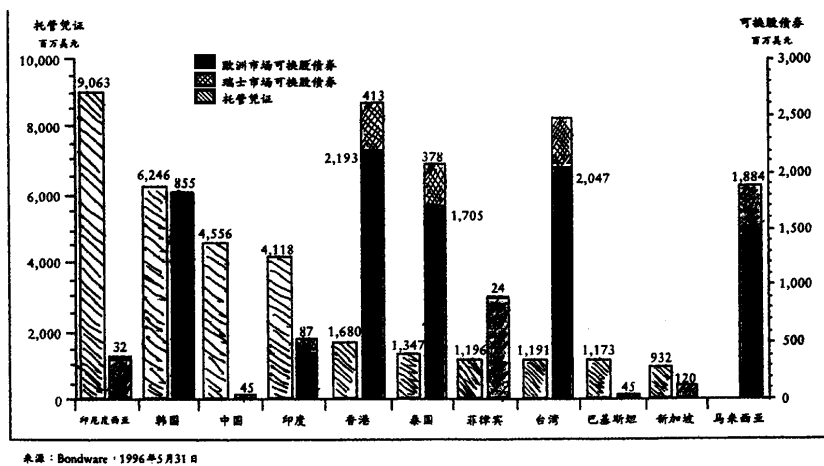


图 7.4.6 亚洲国家和地区企业利用托管凭证和可换股债券的融资量

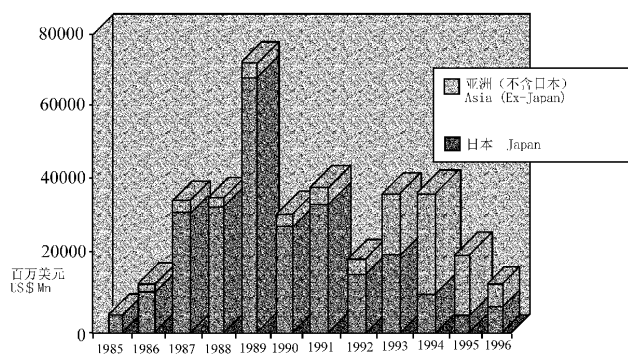


图 7.4.7 1985年至1995年日本和亚洲(不含日本):股权与股权相关发行

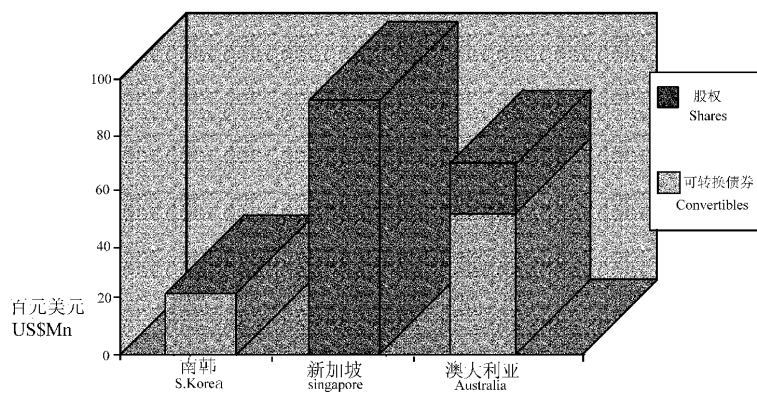


图 7.4.8 1985 年亚洲(不含日本)根据国家划分的股权及股权相关发行

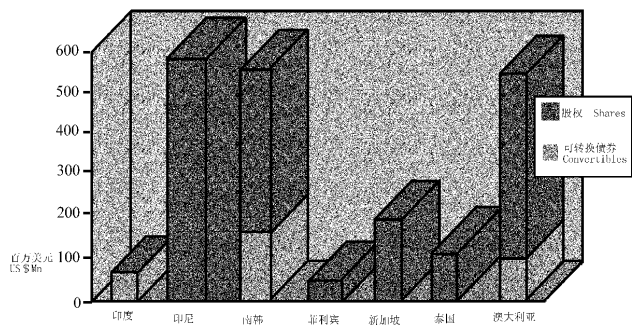


图 7.4.9 1990 年亚洲(不含日本)根据国家划分的股权及股权相关发行

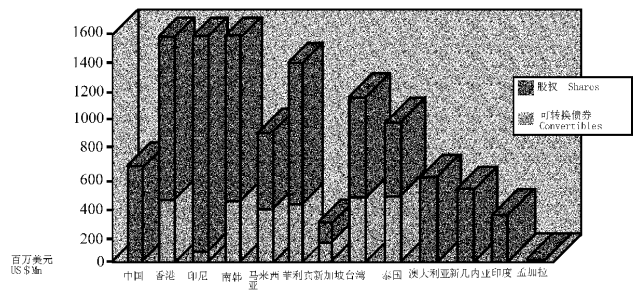


图 7.4.10 1995 年亚洲(不含日本)根据国家和地区划分的股权及股权相关发行

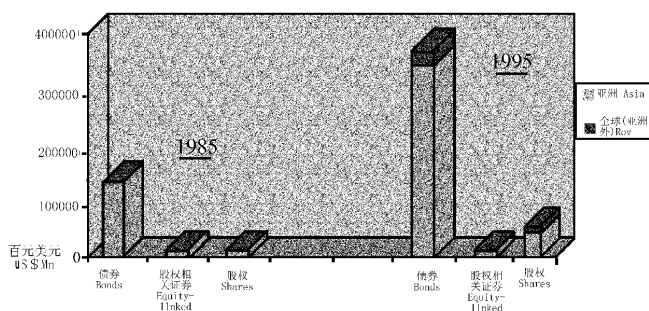


图 7.4.11 1985 年及 1995 年亚洲(不含日本)及全球全部发行

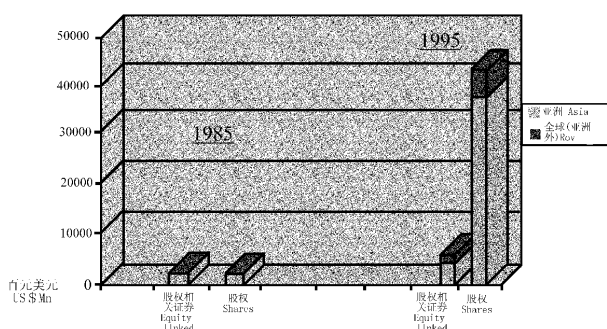


图 7.4.12 1985 及 1995 年亚洲(不含日本)及全球股权及股权相关发行

可转换公司债券与配发认股证的债券同为与股本相关联的金融工具,迄今为止的市场反应表明,除非发行公司有良好的信用评级,国际投资者一般偏好可转换公司债券。亚洲企业多数没有优等的信用评级,所以发行时较多选择发行可转换公司债券。可转换公司债券越来越多地为亚洲企业所选择,而配发认股证的债券则日益减少,1990 年两者在总的发行中所占比重为 84%和 16%,1992 年分别为 93%和 7%,1993 年为 99%和 1%,1994 年 1—5 月份为 100%和 0%。亚洲企业股权及股权相关发行情况见图 7.4.6 至图 7.4.12。

亚洲公司所发行的可转换公司债券受到国际投资者普遍欢迎的原因在于:首先,近几年来亚洲国家经济的持续强劲增长,使国际投资者急于参与亚洲股票市场,以期获得其潜在的巨大的资本收益,同时,他们又不愿意承担本币汇率经常大幅波动的风险,而可转换公司债券则能为债券本金提供一定的保障。因此,无论是欧洲的投资基金还是瑞士法郎市场的国际投资机构,都越来越倾向于可转换公司债券这一金融产品。亚洲企业在欧洲市场和瑞士市场发行可转换公司债券见表 7.4.4、表 7.4.5。其次,在伦敦及纽约管理的以个别国家为对象的专门基金,数量日益增加,成为亚洲公司可转换公司债券的重要投资者。第三,美国互惠基金管理日趋国际化,他们通过对亚洲公司可转换公司债券的投资,分散其投资风险,最后,在香港及新加坡管理的欧美及日本投资机构日渐庞大。

亚洲公司的可转换公司债券发行,日本可说是绝对的冠军,不论是发行数量还是发行金额,均远远超过其他亚洲国家(或地区)发行量的总和(见表 7.4.3)。韩国的发行次数位居其后,继 1985 年三星电子首次在国际市场发行可转换公司债券以后,可转换公司债券迅速为韩国公司所采用。1990 年韩国公司的可转换公司债券发行额为 1.8 亿美元,1991 年迅速上升到 5.9 亿美元,至 1996 年 4 月,韩国累计在国际市场可转换公司债券的发行金额达到 25.36 亿美元。

表 7.4.3 亚洲可转换公司债券的发行情况  
(截止 1996 年 3 月 29 日)

国家和地区	发行数量	发行金额(亿美元)
日本	385	2748.7
香港	46	68.2
泰国	42	39.8
台湾省	32	26
韩国	71	25.3
马来西亚	9	15.4
菲律宾	12	15.1
印度	11	10.1
印度尼西亚	10	7.4
中国	2	0.7

由于日本在亚洲的可转换公司债券市场所处的特殊重要地位,在下节我们将专门介绍一下日本的可转换公司债券市场。此外我们还专节介绍韩国企业的可转换公司债券发行。

表 7.4.4 亚洲企业在欧洲市场发行可转换公司债券数量  
(1994 年至 1996 年 5 月 31 日)

国家和地区	发行次数	平均发行金额 百万美元	发行总量 百万美元	发行总量 %
台湾省	16	128	2,047	20%
香港	13	169	2,193	21%
马来西亚	11	171	1,884	17%
泰国	19	90	1,705	16%
韩国	33	30	982	9%
菲律宾	11	80	880	8%

国家和地区	发行次数	平均发行金额 百万美元	发行总量 百万美元	发行总量 %
印度	4	115	460	4%
印度尼西亚	5	69	344	3%
新加坡	1	120	120	1%
巴基斯坦	1	45	45	1%
总计	114		10,660	100%

来源: Bondware

表 7.4.5 亚洲企业在瑞士上市发行可转换公司债券数量  
(1994 年至 1996 年 5 月 3 日)

国家和地区	发行次数	平均发行金额 百万美元	发行总量 百万美元	发行总量 %
韩国	45	19	856	38%
台湾省	10	43	432	19%
香港	8	52	413	18%
泰国	3	126	378	17%
印度	2	44	87	4%
中国	1	45	45	2%
印度尼西亚	1	32	32	1%
菲律宾	1	24	24	1%
总计	71		2,267	100%

来源: Bondware

### 第三节 日本的可转换公司债券市场

#### 一、日本可转换公司债券发展概况

日本的第一个可转换公司债券是日本特快公司于 1966 年发行的 10 年期债券。在这之后的两年内没有可转换公司债券发行,一直到 1969 年 8 月,日本的第二个可转换公司债券日立钢铁发行之后,日本的可转换公司债券作为一项融资手段,开始被公司广泛采用。由于受 1987 年日本股市牛市刺激,日本可转换公司债券的发行急剧增加,并通过债券的转换成股票

使股市扩大容量。1973年1月,市场上出现一种由储备不动产作支持的非抵押可转换公司债券,这种无抵押的债券在必要的时候可由发行公司以某种不定产或资产作资赎回。1979年的4月日本市场上开始出现完全无抵押的可转换公司债券,发行完全无抵押可转换公司债券的适用标准经过数次放宽(1983年1月、1984年4月、1985年7月、1987年2月、1988年11月)之后,1990年11月起信贷评级成为发行该类债券的唯一标准。

近年来,可转换公司债券的到期形式经常有所变化。随着1966年发行的10年期可转换公司债券的到期,一个15年期的可转债首次附有在到期前赎回的权力,随后一个1985年到期的12年期可转债和一个8年期的可转债,1986年12月发行了一个9年期的可转债,1987年4月发行了一个7年期的可转债,1988年4月发行了一个4年期的可转债。自从1985年10月开始,财政部允许符合条件的10年和12年期可转债在到期时可以大额赎回,这一规定自1986年5月起也适用于15年期的可转债。从1984年到1992年,各年期的可转换公司债券到期数1988年最多(见表8.7.6)为333个,1987年居次,为302个,进入90年代逐渐减少。

表 7.4.6 日本各年到期的可转换债务

(总额:亿日元)

到期财年	15年	12年	10年	9年	8年	7年	6年	4年	合计
1984	—	—	(45)9015	—	(4)550	—	(76)8550	—	(125)16115
1985	—	(18)3740	(64)7555	—	(4)445	—	(56)4115	—	(142)15855
1986	(43)14195	(38)6100	(55)5710	(10)2725	(28)2575	—	(30)3375	—	(204)34580
1987	(102)22710	(27)4260	(13)2080	(115)15510	(10)975	(15)2680	(19)2035	(1)200	(302)50550
1988	(58)18660	(20)4700	(4)900	(132)23470	(5)550	(45)5960	(38)7105	(31)8700	(333)69945
1989	(40)20790	(16)3430	(3)520	(132)34625	(11)1390	(65)11320	(19)2550	(9)1770	(295)76395
1990	—	—	—	(1)120	(6)2520	(7)1350	(23)3200	(6)1820	(47)9110
1991	—	—	—	(22)4510	(4)750	(46)5445	(7)720	(7)1365	(86)12790
1992	—	—	(1)500	(9)1290	(2)250	(17)2485	(1)50	(9)1175	(39)5750

日本的可转换公司债券一般期限较长,从4年到15年都有,除非该债券的正股在市场上跌势惨重,一般可转换公司债券均在到期之前转换成股票。在转换债券的转换过程中有两种选择:允许持有人在债券发行之后到被赎回前的任何时刻转债,或规定在债券发行之后的某一段时间转换。可转换公司债券的票息一般较其他债券低,而它的转换价格一般定得比它在发行前的正股的市场价格稍高。名义票息率和溢价率(即转换价格和转换时正股的市场价之间的差异)决定了该债券的市场需求和它在市场的交易价格。目前,可转换公司债券转换价格的设立一般都比正股的市场价格高约5%。

二、日本可转换公司债券发展现状

在日本各交易所上市各类债券中(见图 7.4.13),可转换公司债券的数量占有很大比例,(见表 7.4.7)一般都在 75%以上。如 1993 年底在东京证券交易所上市的 1305 个债券中(不包括以外币标价的外国债券),可转换公司债券为 1052 个,占总数的 80.6%。而同期大阪交易所的 1022 个债券中,可转换公司债券有 883 个,占 86%。在日本的各类债券的交易额中,政府债券即国债稳居第一,占市场份额的 90%以上,第二位的是金融债券,一般占市场总交易额的 2%以上,接下来就是可转换公司债券,从现有资料来看,从 1990 年到 1992 年,可转换公司债券在日本债券市场的交易份额正在下降,不过还是处于第三的位置(见表 7.4.8)。如 1992 年政府债券交易额占总数的 94%,银行金融债券为 2.7%,可转换公司债券为 0.7%。

表 7.4.7 日本的上市债券截止 1993 年 3 月 31 日

债券种类	上市债券数		
	东京	大阪	名古屋
政府债券	104	104	104
当地政府债券	1	1	1
政府信用债券	1	1	1
其它专门债务	2	1	0
付息金融债券	5	5	4
公司债券	10	6	6
可转换公司债券	1052	883	406
NTTH 征订债券	0	2	2
(NTT 用息债券)	(0)	(2)	(2)
(NTT 贴现债券)	(0)	(0)	(0)
日元标价的外国债券	124	14	10
权证债券	6	5	4
总计	1305	1022	538
外币标价的外国债券	5	1	0

可转换公司债券占上市债券 80.813027 86.39922 75.46468401

表 7.4.8 日本各类债券的交易项

亿日元

债券种类	1990		1991		1992	
	金额	%	金额	%	金额	%



债券种类	1990		1991		1992	
	金额	%	金额	%	金额	%
政府债券	33161988	94.8	26649238	94.4	28722142	94.7
政府信用保证债券	152695	0.4	218325	0.8	275411	0.9
地方政府债券	83860	0.2	106345	0.4	184551	0.6
金融债券	502678	2.6	772918	2.7	750618	2.5
公司债券	87464	0.3	90770	0.3	91148	0.3
可转换公司债券	53602	1.5	314163	1.1	232477	0.2
其它	58070	0.2	71787	0.3	65116	0.2
总计	34985357	100	28223546	100	30327463	100

其它包括日元标价的外国债券,权证债券和其它私募的债券。

日本东京证券交易所出版的东证统计月报将在该证券交易所上市的债券分为普通债券、可转换公司债券和权证债券三类(见表 7.4.9),包括在普通债券类中的在东证上市交易的国债交易额相对较小,大部分国债是在东证的场外交易。可转换公司债券在东证的日均交易额从 1993 年到 1995 年分别为 619 亿日元、519 亿日元和 618 亿日元(见表 7.4.10),同期的普通债券的日均成交额(不包括在东证交上市但在场外交易的国债成交额)分别为 213 亿日元、140 亿日元和 205 亿日元,可转换公司债券的日均交易额比普通债券高出数倍,而同期在场外交易的国债金额则甚为巨大,是可转换公司债券成交金额的 30 倍、30 倍和 28 倍。如综合在场外交易的国债金额,国债在所有东证的债券交易中占约 96%。可转换公司债券位于国债之后,约占 3%左右,居第 2 位。从 1993 年到 1995 年东证的所有债券的交易额分别为约 489 万亿日元、410 万亿日元,可转换公司债券的交易额分别为 15 万亿日元、12 万亿日元和 15 万亿日元。

表 7.4.9 东京证券交易额比较

百万日元

	普通债包括:上市国债交易额	权证债券	可转换债	上市国债场外交易额	总计
1993	5249432(5176549)	175	15246290	469373773	489869670
1994	3470811(3400232)	308	12839084	394163051	410473252
1995	5106028(4972734)	48	15400681	440555665	461062422

省略:地方债、政府担保债、金融债、事业债、日元标价的外国债等普通债

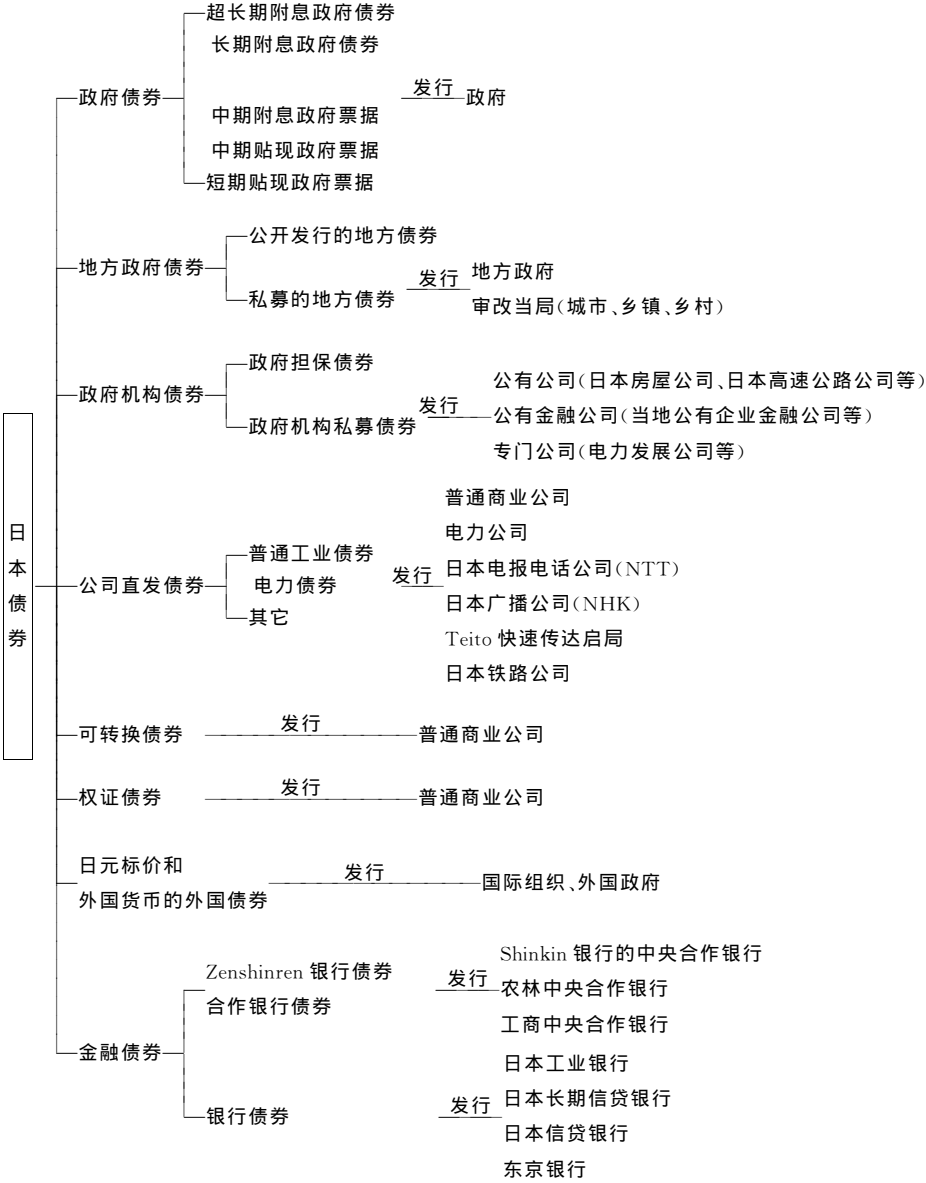


图 7.4.13 日本的债券种类

表 7.4.10 日本东京证券交易所可转换债市场数据

百万日元

年份	公司数	上市只数	上市总额	转换额	赎回额	交易额	换手率%	市价总额	日均交易额
1993	566	1102	17450604	140488	58069	15246290	92.94	16821344	61976.789
1994	582	1148	18815795	311974	31180	12839084	70.06	17630708	51980.097
1995	570	1096	18501771	145335	125052	15400681	83.42	18995049	61850.124

### 三、日本公司发行海外可转换公司债券

日本企业从 60 年代开始在海外发行可转换公司债券和认股权证债券等工具筹措资金,而这种趋势自 80 年代以后就更为普遍。

当时虽然日本企业已经可以在国内发行日元可转换公司债券,但是因为其发行(1)手续复杂;(2)需要担保等不方便之外,所以日本企业不能方便地筹措资金。

又因为当时日本经济进入了“高度成长期”,国家外汇储备急剧增加,日本政府也不希望日本企业在海外筹集外汇。

然而 1972 年日本发生“石油危机”,随之外汇储备开始减少,日本政府也就允许企业在将海外筹集的资金控制在海外使用——换句话说,以不许外资进入国内为条件进行海外筹资。过了 2 年以后,以上限制条件也被取消了。

日本企业在海外集资,当然信用度不比政府机构高,所以最好要发行带着股票性质的债券作为吸引,其中之一就是可转换公司债券。

日本在海外发行可转换公司债券,虽然有外汇风险,但是①发行手续简单,②无抵押,所以对于日本企业还是很好的集资方法。

实际上日本企业的集资金额是随着日本股市上升而增大的,也就是说海外投资者看着日本股价上升,而非常愿意购买可转换公司债券。所以在日本一段时间出现了一个很有趣的现象。某个公司发表可转换公司债券发行的消息后,此股马上上升。按道理来讲,发行可转换公司债券意味着利润的摊薄,所以股价应该下降。但是投资者是看好公司,公司集资后,公司的发展计划可以实现,所以股价上升。日本企业在海外发行可转换公司债券时主要考虑以下两点因素:

第一,如在海外有具体项目,考虑以该项目的货币发行(由于有外汇风险);

第二,考虑主要投资家所在,哪里的发行条件最好。

日本公司发行可转换公司债券可以选择在日本国内市场以日元货币发行,也可以选择在欧洲市场发行,以美元为主要货币。两个市场除了在转换条款、交易标价形式等方面存在一定的不同以外,别的主要方面都是大体相同的。这里主要比较日本公司与欧美公司在发行上的不同之处。在欧洲美元市场上,日本公司的可转换公司债券有以下特点:

票息期间:绝大多数的日本可转换公司债券的票息都是半年付一次的,并且票息都是按天计算。投资者在转换其债券时一定要考虑他会损失的累积票息,因为一旦转换成股票,已累积的票息将不会支付。

票息计算:绝大多数日本可转换公司债券的票息计算都是以 360 天为准的。一年有 360 天,每一个月有 30 天。利率是按票面价值以美元支付和表示的。

登记形式:日本公司可换股债券都是以不记名形式发行的,因此投资者是不需要登记的。但是一旦转换成股票时,这些股票一般是要登记的。

回购保护:这主要保护债券投资在一次时期以内不受发行公司强行回购的影响,除非股票价格上升到了某一价位。日本公司发行的欧洲可转换公司债券通常有 3—5 年期的所谓“完全回购保护条款”。解除这一条款的前提条件是股票价格比转换价高 30%—50%。

税收:所有日本公司的欧洲可转换公司债券都不需在未来支付任何税收或持有扣除,除非

日本税收制度以后发生变化。日本的税收条款是以发行公司所在国的有关条款为基准的。

管辖法律:所有的日本公司欧洲可转换公司债券的管辖法都是英国法。

年期:日本可换债券的年期并没有一个统一的规定,但通常是4—7年。

由于欧洲市场的深度和流通性,许多日本公司都选择在该市场发行可转换公司债券融资。

图 7.4.14 总结出自 1985 年以来的日本公司发行的欧洲可转换公司债券的金额。

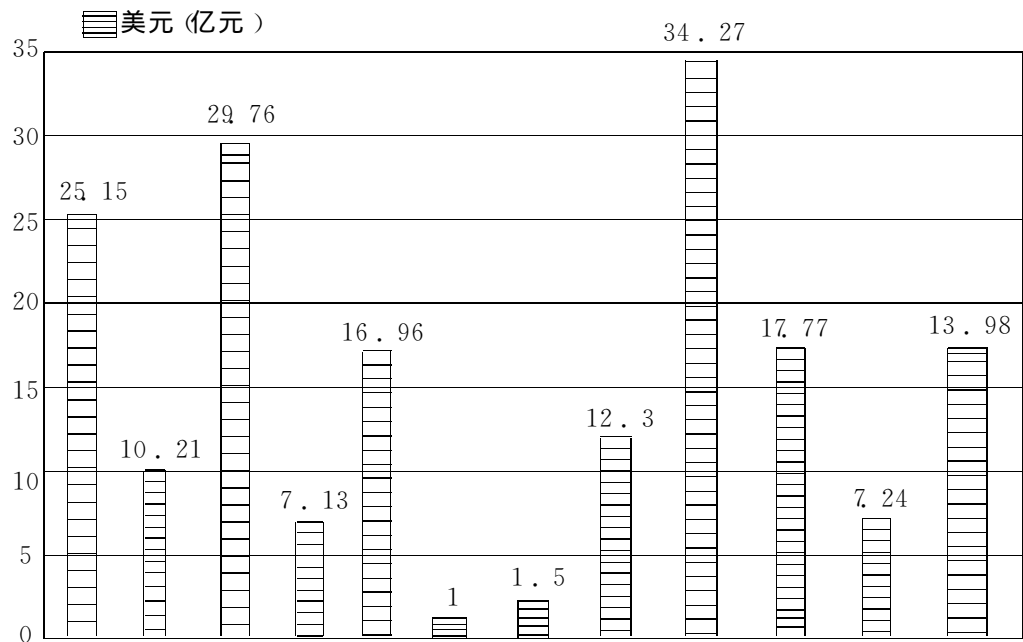


图 7.4.14 1985 年以来的日本公司发行的欧洲美元可转换公司债券的总额

表 7.4.11 说明的是从 1985 年至今主要货币在日本可转换公司债券中所占的比重,它不再仅仅代表欧洲美元市场的情况了。

表 7.4.11

瑞士法郎	美 元	日 元	马 克	其 它
68.36%	18.55%	10.76%	2.24%	0.09%

四、日本公司发行可转换公司债券的特征

日本公司发行的可转换公司债券最大的一个特征就是它们的股票成分非常地大。可转换公司债券的价值是纯债券部分的价值加上股票部分(即期权)的价值。发行公司可以根据不同的发行情况调整这二部分价值的分配。日本公司的可转换公司债券的股票部分非常大,已成为一个鲜明的特征,并吸引了众多的股票投资者。股票大部分主要表现在低票息率和低溢价率这二个方面。

票息率对于债券投资者来说是最重要考虑因素之一,就相当于贷款利率对于银行的重要程度。低票息率不仅可以降低发行公司的融资成本,也使得债券投资者对于日本可转换公司债券兴趣减退。所以说它是专门针对股票投资者的。

溢价率的计算方法是:

$$\text{溢价率} = \left( \frac{\text{可转换价格} - 1}{\text{现价}} \right) \times 100\%$$

它表示是购买可转换公司债券的期权部分比直接在市场上购买该股票要贵多少。日本可转换公司债券发行时的溢价率是非常接近当时的股票价格(通常在5%以下),任何一点股票价格上涨都有可能使溢价部分消失,因此,低溢价率对于股票投资者来说是非常有吸引力的,其期权价值自然就很高。事实上,许多人士都认为日本可转换公司债券比“股票更像股票”。在这种情况下,日本可转换公司债券的溢价率有一些竟然为负数。理论上说是投资者可以购买这些债券,转换成股票,然后马上在市场上卖掉以取得收益。但是在实际交易过程中,套利行为以及债券价格上涨都会使这种获利机会短时间内消失。负溢价率在欧美公司发行的可转换公司债券中一般不多见。

表 7.4.12 中列出了 1989 年野村公司牵头主经办的日本公司可转换公司债券,说明其低票息率和低溢价率。可以计算出相当一部分溢价率都是很低的。因此日本可转换公司债券受股市的影响十分大,基本上是随着股市而波动的。

为什么日本可转换公司债券会存在这样一个特征?其中的一个原因是日本经济在 70、80 年代的快速增长以及股票市场的持续上涨,吸引了大量的投资者以各种方式投资于股市。他们都着眼于可转换公司债券的期权部分未来可能会给他们带来的资本升值收益,因而对于纯债券部分的收益就显得不是特别注重了。当然随着日本整体经济进入成熟期、稳定期,日本可转换公司债券的这一特征有可能会逐渐消失。当然这只是一种想法。表 7.4.13 列出了 1995 年野村公司牵头主经办的日本可转换公司债券的情况。和 1989 年相比,1995 年发行的可转换公司债券不论在数量上,还是金融上都有较大幅度的下降。这是与日本股市 90 年代初以来的不景气有很大的关系。从另一个侧面反映了可转换债券与股市之间的密切关系。

表 7.4.14 中列出了 1996 年,日本公司发行可转换公司债券的情况。从总体上看,随着日本经济的复苏以及股票市场的回升,可转换公司债券发行重新开始受到投资者和发行公司的欢迎。一些大的日本公司又回到了可转换公司债券市场,希望能借投资人信心的恢复而便宜融资。这是值得重视的一个动向。

## 五、可转换公司债券对日本公司发展的作用

为什么要发行可转换公司债券?我们知道企业融资大体上可以分为直接融资和间接融资二种渠道。间接融资一般是指从银行取得贷款,而直接融资是指企业在公开市场上发售证券(如股票、债券和可转换公司债券)等形式取得融资。不同的公司在不同的发展时期和市场条件下会根据具体情况决定融资方式。但中心的一点是如何取得成本低廉的资金支持企业发展。

在其它条件同等的情况下,一般来说可转换公司债券的成本会低于该发行公司纯债券本身。对于日本公司发行的可转换公司债券而言,这一低廉成本的优势就显得尤其明显。以前

还曾有过有票面息率为零的可转换公司债券,在这种情况下,债券部分的收益就几乎没有了,发行公司的成本就相当低了。

相当一部分的可转换公司债券在转换时是发新股的。在这种情况下,发行公司实际上是靠部分摊薄其它股东的权益来满足可转换公司债券投资者的折扣要求,并不需要公司拿出现金来补偿。因此,从这个意义上来说,可转换公司债券的股票部分对于发行公司来说成本也是较低的。

值得提醒的是,虽然可转换债券有许多优点,尤其是在成本方面,但是在发行上对公司来说要具备一定的条件,如公司信用、上市市值及上市流通量等。

为了进一步比较可转换公司债券在融资成本上的优势,以川崎重工 1994 年发行的可转换公司债券作为一个例子。在这次以野村证券为牵头经办人的发行中,总金额为 2.02 亿美元,票息率为 0.5%,溢价率为 2.685%,发行时的融资成本为 1.12%。而川崎重工同期限的另一笔直接债券的金额为 1.19 亿美元,票息率为 6.15%,发行时的融资成本为 6.1570%。因此我们可以看到可转换公司债券的成本比直接债券的成本要低。

表 7.4.12 野村公司 1989 年主经办的日本可换股债券

发行公司	票息率 (%)	到期日	发行金额	发行时间	转换价格 (日元)	发行时股价 (日元)	发行价格
Asakawagumi Co Ltd	0.6250	30 Sep 1993	23.470	22 Jun 1989	840	800	100.0000
Fujikura Rubber Ltd	0.5000	31 Mar 1994	18.474	04 Oct 1989	952	906	100.0000
Hokuriku Electric Industry Co Ltd	0.5000	31 Mar 1994	83.626	25 May 1989	1,050.00	1,000.00	100.0000
Japan Chemical Co Ltd	0.2500	31 Mar 1994	45.945	24 Nov 1989	1,113.00	1,060.00	100.0000
Japan Foundation Engineering Co Ltd	0.2500	31 Mar 1994	30.179	28 Sep 1989	1,722.00	1,640.00	100.0000
Kawasumi Laboratories Inc	0.3750	31 Mar 1994	24.426	11 Aug 1989	1,796.00	1,710.00	100.0000
Komai Tekko Inc	0.2500	31 Mar 1995	37.585	12 Dec 1989	1,565.00	1,490.00	100.0000
Mandom Corp	0.2500	31 Mar 1995	49.125	26 Oct 1989	3,675.00	3,500.00	100.0000
Miura Co Ltd	0.5000	30 Apr 1994	36.423	04 Apr 1989	1,176.00	1,120.00	100.0000
Nomura Securities Co Ltd	0.5000	31 Mar 1994	156.544	15 Mar 1989	3,595.00	3,430.00	100.0000
Ohbayashi Road Construction Co Ltd	0.6250	31 Mar 1994	41.558	27 Jun 1989	1,407.00	1,340.00	100.0000
Sankei Building Co Ltd	0.5000	31 Mar 1994	39.268	14 Apr 1989	1,418.00	1,350.00	100.0000
Seitetsu Kagaku Co Ltd	0.5000	31 Mar 1994	50.097	10 Feb 1989	839	799	10.0000
Sekisui Jushi Corp		31 Mar 1994	49.838	01 Dec 1989	1,523.00	1,450.00	100.0000
Shinobu Foods Product Co Ltd	0.5000	31 Mar 1994	18.456	31 Mar 1989	2,037.00	1,940.00	100.0000
Somar Corp	0.2500	31 Mar 1995	37.488	05 Dec 1989	2,048.00	1,950.00	100.0000
Sonton Food Industry Co Ltd	0.5000	31 Mar 1994	23.011	18 May 1989	1,502.00	1,430.00	100.0000
Takamisawa Electric Co Ltd	0.5000	31 Mar 1995	21.277	13 Oct 1989	1,187.00	1,130.00	100.0000
Toyo Engineering Works Ltd	0.2500	30 Sep 1993	18.132	07 Jul 1989	1,197.00	1,140.00	100.0000
Toyo Exterior Co Ltd	0.2500	30 Sep 1994	58.476	06 Sep 1989	5,210.70	5,450.00	100.0000
Tsubakimoto Machinery & Engineering Co Ltd	0.2500	30 Sep 1993	30.386	27 Jul 1989	1,082.00	1,030.00	100.0000
Viva Home Co Ltd	0.2500	31 Aug 1994	118.758	29 Aug 1989	4,830.00	4,600.00	100.0000
Yuasa Shoji Co Ltd	0.5000	31 Mar 1994	57.627	02 Jun 1989	1,166.00	1,110.00	100.0000

表 7.4.13 野村公司 1995 年主经办的日本可换股债券

发行公司	票息率 (%)	到期日	发行金额	发行时间	转换价格 (日元)	发行时股价 (日元)	发行价格
Alinco Inc	0.3750	20 Mar 200	26.378	20 Nov 1995	1,148.00	1,120.00	100.0000
Aseed Co Ltd	0.1250	31 Mar 2000	17.575	09 Nov 1995	SFR 2,542.00	SER 2,480.00	100.0000
Consec Corp	2.2500	31 Mar 1999	19.380	07 Feb 1995	1,364.00	1,330.00	100.0000
Fuji Soft Incorporation	0.3750	31 Mar 2000	26.288	30 Nov 1995	3,619.00	3,530.00	100.0000
Katakura Chikkarin Co Ltd	3.0000	27 Apr 1999	47.531	11 Apr 1995	815	795	100.0000
Kato Denki Co Ltd	13.750	30 Sep 1999	43.399	04 Jul 1995	2,050.00	2,000.00	100.0000
Konami Co Ltd	0.7500	31 Mar 2000	148.002	28 Nov 1995	3,014.00	2,940.00	100.0000
Kuraya Corp	0.6000	25 Sep 1999	113.813	01 Sep 1995	1,784.00	1,740.00	100.0000
Maruko Co Ltd	2.0000	31 Aug 1999	34.798	19 Apr 1995	5,494.00	5,360.00	100.0000
Matsumotokiyoshi Co Ltd	0.0000	08 Dec 1999	49.652	15 Nov 1995	2,563.00	2,500.00	100.0000
Sanwa — Daiei Electric Con- struction	0.8750	30 Sep 1999	309.598	22 Aug 1995	4,336.00	4,230.00	100.0000
Sega Enterprises Ltd	0.0000	07 Sep 1999	309.598	22 Aug 1995	4,336.00	4,230.00	100.0000
Yamada Denki Co Ltd	2.0000	31 Mar 1999	31.776	22 Feb 1995	1,448.00	1,412.00	100.0000

表 7.4.14 日本公司 1996 年发行的可换换债券

发行公司	票息率 (%)	到期日	发行金额	发行时间	转换价格 (日元)	发行时股价 (日元)	发行价格
Cowboy CoLtd *	0.3750	30 Sep 2000	39.968	23 May 1996	1,548.00	1,510.00	100.0000
daito Mechatronics CL Ltd	0.3750	31 Oct 2000	16.090	08 May 1996	1,353.00	1,320.00	100.0000
Daiwabo Information System CoLtd *	0.3750	31 Mar 2000	60.303	17 Jan 1996	2,768.00	2,700.00	100.0000
Gantan Beauty Industry Co Ltd	0.3750	30 SP 2000	31.974	23 May 1996	1,692.00	1,650.00	100.0000
I—Net Corp *	0.3750	31 Mar 2000	20.510	06 Feb 1996	1,968.00	1,920.00	100.0000
Intec Inc	0.3750	31 Mar 2000p	50.463	21 Feb 1996	1,507.00	1,470.00	100.0000
Kanematsu Electronics Ltd	0.1250	30 Sep 2000	47.435	30 May 1996			100.0000
Kato Denki Co Ltd *	0.2500	30 Sep 2000	23.717	30 May 1996			100.0000
Kito Corp *	0.3750	30 Sep 2000	54.462	28 Mar 1996	1,671.00	1,630.00	100.0000
NEC Corp *	0.3750	30 Sep 2000	54.462	28 Mar 1996	1,671.00	1,630.00	100.0000
Nippon MIC Co Ltd	0.3750	30 Sep 2011	281.030	28 Mar 1996	1,375.00	1,250.00	100.0000
Nippon Soda Co Ltd	0.0000	30 Sep 2000	112.360	02 Apr 1996			100.0000
San—Ai Oil Co Ltd	0.3750	31 Mar 2000	49.855	12 Mar 1996	724	706	100.0000
Sugimoto &-Co Ltd *	0.3750	30 Sep 2000	25.199	19 Mar 1996	1,876.00	1,830.00	100.0000
Sumitomo Bank International Finance Nv		31 May 2001	937.647	24 May 1996			
Sumitomo Special Metals Co Ltd	0.0000	24 May 2000	66.839	08 May 1996	1,784.00	1,740.00	100.0000
Takara Printing Co Ltd *	0.3750	31 Mar 2000	16.090	09 May 1996	1,528.00	1,490.00	100.0000
Trancom Co Ltd *	0.3750	31 Mar 2000	16.620	05 Mar 1996	1,538.00	1,500.00	100.0000
Vitec Co Ltd	0.3750	30 Sep 2000	33.329	06 Mar 1996	1,610.00	1,570.00	100.0000
Yamada Denki Co Ltd *	0.2500	31 Mar 2000	42.412	29 Feb 1996	2,317.00	2,260.00	100.0000

## 第四节 韩国的可转换公司债券

### 一、韩国企业可转换公司债券发展纵览

过去韩国企业极大地依赖间接融资,很长一段时间银行和短期融资公司一直是韩国企业资本来源的主要提供者。但是,进入八十年代中期,证券市场活跃,股票价格上涨极大,企业融资来源开始逐渐改变。1986年以来,从证券市场上筹集的资金总额有了巨大的飞跃。虽然一些人士批评无理性的大量配股融资引起股市狂演,但是股市给韩国企业筹资带来极大好处的事实是不容置疑的。

随着韩国经济发展,直接筹资成为韩国企业最重要的资本来源。然而,韩国企业对资金筹集来源不再满足于局限在本国市场。因为韩国严重的资金短缺和高利率,筹资转向国际市场是必然的,许多企业可从国际市场上找到远胜于国内市场的发行条件来满足自己的筹资要求。与国内资本市场较大的利差极大地刺激了韩国企业开拓国际资本市场,许多大企业都向财经院申请,希望能到国际资本市场筹资。

韩国企业在国际资本市场的出现可以解释为国际化在这一阶段的自然发展。自80年代以来,韩国企业通过寻找获利更高的业务迅速地扩展他们的国际业务,由此形成对资本的需求也远远超过本国资本市场的能力。所以,拥有丰富资金和各种筹资方法的国际资本市场成为满足韩国企业不断增长的资金需求和增强国际竞争能力的唯一来源。

在证券市场繁荣之前,海外直接筹资的主要来源局限于银团贷款、浮动利率债券和少量的纯粹债券。在证券市场初始阶段,政府对货币增长实行严格控制,限制海外银团贷款的资金筹集数量。规定浮动利率债券只能用于海外的投资。为了防止对通货膨胀的负面影响,流入国内市场的资金受到严格控制。虽然纯粹债券限制较少,但是由于国际资本市场对韩国企业缺乏了解,这一方法只被有限地用于一些重要企业,主要是国营企业。韩国企业自然地将注意力转向了与股票关联的证券,即股联证券,包括可转换公司债券和托管凭证等。

自从1985年11月韩国企业被允许在国际市场上发行可转换公司债券,截止1996年5月,海外发行的总金额(包括托管凭证)已达到86.2亿美金。到目前为止,可转换公司债券的发行可划分为三个阶段,每一阶段都带有韩国证券市场和国际资本市场变化发展的特征。

#### 1. 第一阶段(1985年~1988年)

1985年三星电子发行了2千万美金可转换公司债券,由此开创了韩国企业在国际股联证券市场发行的先例。随后的四年中,断断续续地发行了另一些股联证券。例如1986年,大宇集团的子公司大宇重工业和韩国最大的石油精炼公司油公有限公司分别发行了4千万美元和2千万美元的可转换公司债券。这些可转换公司债券拥有较好的发行条件,如50%~55%的转换溢价和3%的票面利率。承销商先前担心转换溢价太高,但是由于对韩国股票的极大需求和预计的高增长潜力,在配售时没有任何问题。由于韩国股票稀少和股票市场的牛市造成可转换公司债券价格的上涨,一些可转换公司债券在二级市场的价格上升到原发行价



格的 10 倍。这种狂热导致随后激烈的发行竞争。

伴随以上空前的转换溢价,以后发行的可转换公司债券溢价也达到一个意外的程度。例如,乐金公司发行的可转换公司债券在灰市上的交易价格是 150%,而它的转换溢价和票面利率分别为 115%和 1.75%。这给主承销商和承销商带来巨大的利润,被国际财经杂志描述为“承销团的天堂”。国际证券公司为赢得发行者的委托而纷纷提供非理性的条款和条件,使竞争达到白热化的程度。

### 2. 第二阶段(1989 年~1990 年中期)

这一阶段可描述为韩国股票市场在 1989 年 4 月达到最高峰后的下跌阶段。由于主承销商为赢得发行者委托而进行的狂热竞争,导致非理性的韩国企业可转换公司债券发行条件,投资者的投资热情开始冷却下来。在这一阶段前期发行的企业如三美钢铁、瑞通集团和东亚建筑等公司,采用了非正常的 70%~105%的转换价格和 1.25%的票面利率,但还是找到了最终投资者。由于外国投资者的需求极大减少,随后的发行者面临艰难时期。例如,三星电子几次试图发行附认股权债券,但最终还是取消了计划。不良的市场状况导致一级市场股价不稳定,一些可转换公司债券低于发行价格进行交易。

### 3. 第三阶段(1990 年下半年~1992 年)

韩国企业的股联证券对欧洲市场的变化比较敏感和合理,表现在三星贸易公司发行第一个托管凭证和进道公司发行第一个瑞士法郎可转换公司债券。由于受到财经院政策支持,韩国企业的发行数量急速增加。1991 年达到一个新纪录:15 家韩国企业发行了总金额为 9 亿美金的可转换公司债券、附认股权债券和托管凭证的美元股联证券。还有 5 个总金额为 2.3 亿瑞士法郎的瑞士法郎债券。因为 1992 年上半年困难的市场状况,发行活动在 1992 年开始减缓。虽然努力保护投资者的利益,但是沉迷的证券市场对一些发行带来了很大的压力,票面利率的范围在 4%至 6%,到期收益率的范围在 6.75%到 10%。韩国股联证券发行的供大于求和韩国股票市场开放前的股联证券投资益处的减少,使海外投资者对投资更有选择性。

### 4. 第四阶段(1993~1994 年)

从 1993 年下半年开始,对国内经济繁荣的期待、韩国股票市场复苏以及美金利率降低。因此,许多企业特别是一些缺乏国际知名度的韩国企业在海外发行了股联证券。对可转换公司债券发行者来说,没有卖出期权的发行变得很平常。更有一些发行者如大宇公司和大隆精密公司发行了票面利率为零的可转换公司债券。像这种典型的卖方市场一直持续到 1994 年初期。

1994 年 10 月,浦项钢铁公司成为第一家在纽约证券交易所发行和上市美国托管凭证的韩国企业。在集资阶段,由于宣布了外国投资者在二级市场上购买限制放宽 2%,使当时已经发行在海外的韩国股联证券的溢价降低。但是,浦项公司的美国托管凭证仍然拥有 35%的溢价,而且发行非常成功。

1994 年 4 月,海外股联证券发行的事先批准制度改为证券业协会每季度对发行总额事先调节的制度。这种改变使中小型企业可以从财经院的年度分配额度内获得从海外筹资的机会。1994 年发行市场的主要特征是中小型企业发行可转换公司债券以及大型企业发行托管凭证。在上述市场情况下,海外股联证券发行数量达 34 个,总金额为 18 亿美金,是韩国历史上的最高水平。

### 5. 第五阶段(1995~现在)

从对国际资本市场的普遍不确定性和国内证券市场的僵化性,对到期收益率的期望值上升。就中小型企业发行的小规模、无流动性的债券来说,由于主要购买者是韩国机构投资者,所以市场是扭曲的。然而,具有足够发行数量和相对较高内在价值的债券发行后在市场上拥有良好的声誉,也引起国外投资者对这一类韩国股联证券的需求。

1995年4月以后,由于制定了中小型企业海外发行的特别优惠政策,这些缺乏国际知名度的企业在国际市场上发行了股联证券。由于到期收益率高,发行规模小、高溢价以及票面利率和市场情况不匹配,降低了其上市后的流动性。而且,承销商经常保留其承销份额。在这一阶段,市场分化现象开始出现。随着瑞士市场的复苏,由于可以发行规模较小的债券的优势使瑞士市场的重要性开始增加。

## 二、韩国证券市场的逐步开放

### 1. 降低海外筹资要求(1989年)

在过去,企业只有在把筹集的资金用于海外投资和减少外币贷款的情况下,才被允许从国际市场筹集资金。然而,1989年11月,政府把这种限制放宽到可以用于进口与高技术工业有关的机器设备。因此,更多国内企业开始在海外发行可转换公司债券。这些放宽的限制包括以下内容:

- 进口设备
- 进行海外投资和海外业务
- 进口生产出口设备所需的零部件,设备出口至少三年时间方可收回贷款。
- 支付与前几项业务有关的技术服务费
- 其他如偿还贷款等由财经院批准的项目

### 2. 允许外国人对韩国企业可转换公司债券进行柜台交易(1990年)

韩国政府规定韩国企业在海外发行的可转换公司债券可以自发行日后的预先指定期限内进行转换。但是原始股不能卖给其他外国人或者用于购买其他韩国股票。这些政策阻碍了外国人拥有韩国可转换公司债券。因此,政府允许在海外对兑换所得股票进行柜台交易,以促进可转换公司债券的转换。但进行柜台交易时,必须有详细的报告系统来随时统计提供外国人拥有的韩国股票。

### 3. 市场开放措施(1991)

按照修订的财经院计划,允许外国人直接投资的第一种范围是:用售出可转债兑换的股票所得资金投资。从1991年起,外国投资者只要遵守韩国政策规定的拥有行业和公司股票数量的上限,就可以把债券转换成股票、卖出兑换股票并用此收入购买韩国其他股票。财经院对单个外国人拥有韩国股票和所有外国人在一家公司或行业拥有股票的数量进行限制。然而,财经院明确表示只在下列条件满足的前提下,以上业务才能进行:

- 有关贸易和外汇兑换的开放必须达到成熟阶段
- 韩币和国内利率必须稳定
- 间接货币政策必须有效地控制国家的货币供应
- 遵循金融业务国际化和重组化的要求,韩国金融业必须稳步发展(利率开放)

## 4. 原始股票市场开放(1992)

无论从何处获得资金,财经院都允许外国人直接投资。换句话说,与1991年不同的是,外国人可以用卖出可转换公司债券兑换成的股票所得以外的资金购买韩国的证券,但是和1991年相近的是,政府强调上限,禁止外国人拥有超过国家企业股票发行总量的10%。

## 三、个案介绍 :三星电子可转换公司债券发行

## 1. 简介

1960年到1970年,韩国经济快速增长。80年代初期,韩国政府认识到开放国内资本市场的必要性。1981年1月,政府发布了资本市场开放的长期规划,逐步开放市场以加速经济增长,包括允许国内企业到国际市场进行海外融资。到国际资本市场融资对企业而言,在较高的吸引力。企业可以节约融资成本、运用多种可行的融资方式如在国际市场发行15年到期债券等。企业也通过进入和开拓国际市场建立起自身形象。股联证券发行可以有助发行者利用更广阔的融资工具。

在上述环境下,三星电子,韩国的蓝筹股之一,于1985年踏入了欧洲可转换公司债券市场,这是韩国企业首次进入这一市场。由于韩国没有可转换公司债券发行先例,采用30%~100%的转换溢价,5%的票面利率和15年到期年限,三星电子的可转换公司债券发行未能取得令人满意的效果。但自1986年起,韩国股票市场高涨,最终投资者欢迎更多可转换公司债券发行。因此随后发行的大宇重工和油公,提供了优惠的条款,如50%~55%的转换溢价、3%的票面利率等。以上的发行先于韩国证券市场的繁荣,当时发行可转换公司债券的股票股价较低。因此,尽管其发行时转换溢价高、票面利率低,但投资者认为其行业发展前景良好,企业自身基础优秀,愿意为其发展前景。

## 2. 三星电子可转换公司债券发行条款条件

发行人	三星电子有限公司
发行金额	2,000 万美金
发行日	1985 年 12 月 3 日
到期日	2000 年 12 月 31 日
票面利率	5.0%
发行价格	100.0%
转换价格	转换价格依据如下公式计算: [(当天股票价格的 130%+转换前 1 周内的交易日收盘价平均值)/2] 转换价格不得低于当天股票价格的 130%,但也不得高于当天股票价格的 200%(最终定价 15,784 韩币)
转换溢价	30%~100%(最终定于 100%)
转换期间	1987 年 10 月 19 日~2000 年 12 月 1 日
买入期权	114.0%以上
卖出价格	117.0%

卖出收益率 8.2%

### 3. 解释

#### (1) 适用法律和法规；

1985 年,韩国关于海外市场的证券发行有两个法律。第一个是韩国财经院发布的“外汇控制法规”。“外汇控制法规”主要针对在海外发行的外币证券,因此,可转换公司债券、附认股权债券、托管凭证等海外发行都依据“外汇控制法规”。第二个是 1985 年 9 月的“证券委员会法”。这两项法规为可转换公司债券的国内发行人和境外投资者提供了一系列重要的适用条款。

#### (2) 发行人；

根据“证券委员会法”,任何有意发行外币证券如可转换公司债券、附认股权债券和托管凭证的企业必须是上市公司,注册资本不得低于 100 亿韩币,过去三年连续盈利。三星电子,作为世界上一体化电子产品的制造者之一,其 1984 年底注册资本达 550 亿韩币,是可转换公司债券发行人的首先考虑对象。

#### (3) 发行价；

从法律上来看,债券可以高于或者低于票面价值的价格发行。但为了决定可转换公司债券的发行股数,以票面价值除以转换价格决定。因此,为避免不必要的混淆,可转换公司债券的发行价格通常就是它的票面价值。

#### (4) 转换价格；

“证券委员会法”要求转换价格须按高于或等于发行价格 110% 的标准设定。由于韩国没有可转换公司债券发行的先例,三星电子的转换价格设置规定十分复杂。发行后 18 个月,其转换价格才确定。这种价格制定的复杂性和部分公开性在一定程度上导致了投资者的投资兴趣减退。

#### (5) 转换期间；

除非证券交易委员会对法规有特别改动,转换期间必须是可转换公司债券发行后 18 个月和或转换债券到期前一天之间。即使在转换期间的开始日,对外国投资者直接投资韩国股票市场的禁令尚未解除,政府政策也允许海外发行可转换公司债券转换。

#### (6) 转换溢价；

三星电子的转换溢价为 30%~100%,这在一定程度上反映了外国人在韩国投资渠道稀少。因为,可转换公司债券在股票市场繁荣之前发行,发行人认为当时股票价格过低。但是,作为韩国第一家发行的可转换公司债券,发行 18 个月之后确定 30%~100% 的转换溢价范围减少了投资首次发行可转换公司债券的益处。

#### (7) 卖出收益率；

在韩国股票市场有限的投资机会下,国际投资者会寻找债券年息率在 5% 以及五年以后卖出收益率 8% 左右(1985 年底,5 年债券的收益水平在 10% 左右)的投资机会。这些投资倾向使得三星电子选择对自己有利的利率发行。

#### (8) 买入期权；

这些债券具有可赎回性。只要在 1989 年 1 月 1 日当天或者以后,以 104% 为起点提前 30~60 天通知,发行人有权全部或部分买回债券。一般而言,在 1992 年 1 月 1 日以前,债券不能被赎回,除非在债券赎回通知发布之前的 30 天内,债券在连续 20 个交易日中最后一天交易

的收盘价不低于转换价格的 140%。

### (9) 卖出期权；

债券持有人有权在 1990 年 12 月 31 日将手中持有的债券卖给发行人。债券卖出收益约为 8.2%，卖出价为发行价格的 117%。如果在 1987 年 10 月 9 日转换价格尚未给定，债券持有人有权提前 30~60 天申明，在 1987 年 12 月 31 日卖出债券。

### (10) 市场表现；

三星电子宣布了其发行欧洲可转换公司债券的计划后，给欧洲债券的投资者提供了投资韩国优秀企业难得的机会，从而吸引了相当一部分的市场注意力。1985 年 12 月，三星电子率先进入了欧洲可转换公司债券市场，但没能激起投资者更大的热情。与所有的预测相反，三星电子可转换公司债券市场需求少，发行后仅在 96.5%~101% 左右有清淡交易。

以上情况一部分归因于主承销商没能提供足够的市场，但主要是受三星电子可转换公司债券发行时有关条款影响。对国际投资者而言，三星电子的发行条款与常规不同。如转换溢价 30%~100%，1987 年 10 月才确定了转换价格等。虽然韩国股票市场前景良好，可是有关转换价格、转换溢价等条件决定，减弱了发行对投资者的吸引力。

三星电子可转换公司债券发行时，现行股票价格过低但不久可持续上升，但投资者害怕冒一定的风险，并且不愿支付市场上少有的高达 100% 的溢价。随着韩国股票市场的逐步开放，投资者期待有更多的新的债券发行。

## 第五章 可转换公司债券的有关法律问题

可转换公司债券的研究和试点在我国刚刚开始,主管部门正在制定有关实施办法,可望这一品种在不久的将来能够试点成功。应当看到,可转换公司债券是一种新的金融品种,是明显区别于股票和普通债券的,过去的一些法规和制度不能适应可转换公司债券的市场要求。况且,我国资本市场的建立只有 15 年的历史(如果从八十年代初发行国库券开始计期的话),其中进行股票及股票市场的试验不足 10 年,在这种极其有限的试验期间,难以形成十分奏效的市场管理制度和高层次的法律规范,虽然也积累了一些管理经验,但市场监管的力度和反应力不如人意。另外,我国经济体制改革和市场经济环境的制度建设进程似有进退维谷、举步维艰之困,历史的进步依然任重道远。在这种环境下,我国证券管理机构又提出进行可转换公司债券的试点,应当说这是对市场的创造和贡献,是令人振奋的选择。当然,在可转换公司债券试点中,我们会面临许多问题和困难,尤其是法律和规定等制度规范方面的问题,但这些问题都是可以解决的。以下的讨论就是从可转换公司债券发行到交易至最终到期所可能出现的法律问题,并希望能找到解决问题的方法。

### 第一节 可转换公司债券发行准备过程中的法律问题

#### 一、重叠交叉管理的矛盾和解决办法

可转换公司债券的管理主要集中在市场管理和额度管理两个方面,目前,我国资本市场的管理格局基本上是依照 1992 年国务院的 68 号文件执行的:

“(一)证券委是国家对证券市场进行统一宏观管理的主管机构,……

(二)证监会是证券委的监管执行机构,由有证券专业知识和实践经验的专家组成,按事业单位管理,主要职责是:根据证券委的授权,拟订有关证券市场管理的规则;对证券经营机构从事证券业务,特别是股票自营业务进行监管;依法对有偿证券的发行和交易以及对向社会公开发行股票的公司实施监管;对境内企业向境外发行股票实施监管;会同有关部门进行证券统计,研究分析证券市场形势并及时向证券委报告工作,提出建议。

(三)国务院有关部门和地方人民政府关于证券工作的职责分工是:国家计委根据证券委

的计划建议进行综合平衡,编制证券计划;中国人民银行负责审批和规口管理证券机构,同时报证券委备案……”

“其它证券发行的管理职责分工如下:国债由财政部负责;金融机构债券、投资基金证券由人民银行负责审批;国家投资债券、国家投资公司债券由国家计委负责审批;中央企业债券由中国人民银行和国家计委负责审批;地方投资公司债券由省级或计划单列市人民政府负责审批。”

从市场管理的主体看,股票的市场管理是国家证券委员会。可转换公司债券的主管机构应当是证券委及其证监会,这一点似乎没有争议。这不仅是因为证券委是全国证券市场的统一管理机构,而且也因为可转换公司债券的性质,包括其可转换性、发行条件同股票发行条件的一致性决定的。

我国股票和债券的发行实行严格的额度管理制度。在这种额度控制制度下,可转换公司债券额度对于证券委和发行企业以及地方政府都是十分重要的。在此,在可转换公司债券试点的初期阶段,实际上没有必要挖掘“额度”的另外渠道,如果需要,获得相关部门的特许额度是行得通的。在这里所讨论的额度问题主要是针对从少数几家企业进行可转换公司债券试点结束后,到可转换公司债券真正成为市场化的产品和走向成熟的发展时的额度问题。

考虑到1992年之前股票市场处于较为混乱的状态,国务院平衡分配了证券市场的管理权力,也就是形成上述的“68号文件”。国家计委每年在同有关部门的合作下,在国民经济综合平衡的原理下制定有关计划指标,作为各部门的工作任务。随着市场经济的建设,国家计委的这种职能进行了很大程度的调整。权利在减弱,指标范围在缩小。股票发行既然涉及国民经济综合平衡,影响金融政策和国家调控能力,那么,每年发行多少股票自然成了额度问题、计划问题,自然应当由熟悉计划管理方式的计委来负责审定,以避免国家金融秩序的紊乱,影响国家经济建设。当然,在制定“额度”时,中央银行起到了十分重要的作用,中央银行的意见总是很值得考虑的。一般理论表明,银行储蓄和股票发行量有相互消涨的机理,如果股票发行过多,必然影响银行储蓄量,进而会带来一系列不良后果:储蓄减少,影响商业银行在国民经济建设中的主力调控的地位,而这种地位是近半个世纪形成的,为我国建设和人民生活水平的提高起着不可替代的历史作用;影响国家对经济建设的倾斜政策,无法体现政府对产业政策的干预和指导,而这种干预有利于国家政策的迅速实现和有效倾斜,保证国家重大建设的顺利完成;更重要的,储蓄减少有可能造成我国商业银行的信用危机,长期以来,银行贷款在计划管理的体制下造成了无法收回的放贷损失,国有企业大面积长期亏损,经济效益连续下降,新的不良贷款继续形成,造成银行信贷资产质量严重下降。如果储蓄减少,可能引发信用危机,造成社会矛盾,影响国民经济的建设进程。考虑到诸多问题,实行股票发行的额度管理是现实社会条件的必然选择。正如有人描述额度管理制度为“在最市场化的市场中,实行了最计划化的计划管理”,这正是中国的国情。

当然,额度管理也明显存在着弊端的。其一,不能把最优秀的企业筛选出来走向股票市场,从而降低了上市公司的质量。额度管理的直接后果是,层层审批制度包括证监会的审批程序,不能推荐出最优秀企业,也不能淘汰质量次的企业。发行股票是企业筹资方式中最有利可图、责任最小、风险最小的融资方式。发行公司重视申报程序和公关力度,不重视经营管理和股东回报,最终可能导致投资人利益和投资热情的损害以及股票市场的信任危机。其二,不利于调整政府机构对市场由直接管理到间接管理的转变;不利于提高政府管理水平、管理效率和

对社会发展的责任感;不利于廉政建设和防止市场操纵、内幕交易;不利于“三公原则”成为职业规范和道德标准。其三,额度制度不利于市场化的管理模式。企业的融资决策应当由企业全面负责,证券管理机构应当走向标准管理。如果能允许所有企业都有发行股票的参与机会,那么政府的偏好和企业非经营行为对市场公平原则的损害社会减小,市场的自律体系也会真正形成,主管机构对市场管理的权利争夺也会平息,这有利于最终建立统一的管理体系。

从额度管理上,一种意见认为,可转换公司债券的额度应视同股票额度,统一由计划部门制定下发。理由是,可转换公司债券从本质上说是股票,它吸收社会资金,影响资本市场。计划部门在制定未来股票(包括B股)发行额度时可一并考虑。或者,所下发的股票额度已经包含了可转换公司债券额度,给定总量,可以在不超出总量的控制下,自由制定股票和可转换公司债券的发行量。另一种意见认为,可转换公司债券主要是对上市公司来说的,上市公司的年度分红派息过程基本上是企业行为,只要配股量不超过原股本的30%即可。可转换公司债券发行可以视同企业配股的另一种形式。如果可转换公司债券的发行在“配股”的范畴上考虑的话,就不再有额度问题了,但要遵循上述“30%”的概念限制。同时,考虑到公司扩股规模不能膨胀过快,可转换公司债券的转换价格高于现行股票价格,同等扩股程度可以得到至少一倍以上的资金,发行可转换公司债券完全可以满足企业的资金需求。

我们认为,额度仅仅是目前中国证券市场的一个过渡概念而已,它不会有长期存在的理由和经济基础。在不久的将来,“额度”将会随制度的民主化和市场经济的确立而让位于标准审批制度,这个过程也许很快。但目前,习惯性的额度管理制度要求股票和可转换公司债券得到额度批准是合适的,第一种观点正是本文采用的观点。而且,额度应没有必要向地方和部门的分派,有证监会统一管理使用。在证监会职能范围内实行标准审批制度。我们说,股票同配股存在本质上的区别,其一,可转换公司债券应当是有较高的发行价格,一般高于当前股票价格的5%以上,配股价格通常低于股票价格,有些幅度大些,有些幅度小些。其二,可转换公司债券应视为新的发行,应面向全体社会公众,这样才能保证发行的成功,也保证发行的公平性。其三,可转换公司债券发行不受时间的限制,而配股只能一年一次,只是在年度分红派息过程中的一项内容。其四,可转换公司债券作为一种新的上市品种,还需要市场管理者及投资者的正确认识,对市场的影响还需进一步验证,这些都要求可转换公司债券的管理应当在主管机构统一的指导和审批之下进行。鉴于上述区别,想把可转换公司债券列入配股的范畴上,企业有相对较大的发行自主权,可能不大现实。

可转换公司债券的债券和股票的混合特征,使它很容易走向多机构管理、重叠审批的误区。目前,企业债券的直接管理权在中央银行,额度仍然是计委控制的。那么可转换公司债券的管理机构至少有中央银行、国家计委、证监会三家。实际上,参与其中的机构可能还包括地方政府,这可能造成发行时机的延误,发行成本提高,给企业带来更大的压力和风险。因此建立一个审批可转换公司债券的简明程序是十分必要的。

简明的报批程序如下:

①额度有证监会、中央银行、国家计委联合制定,并由计委下发至证监会。(如果额度制度不存在的话,那么直接进入第二步)

②上市公司向证监会提出发行可转换公司债券的申请。

③得到批复后,即可进入发行、上市的程序。

我们说,可转换公司债券的发行应当减少的步骤有:①属地管理的批准或行业批准。理由



是上市公司经营监督管理已经由地方管理变为股东管理,况且,政府对企业的管理也已经不合时宜了。上市公司要面对分散全国的投資人监督,要面对交易所、证监会的更严格、更有深度的市场管理。这些都决定了上市公司已经不是属地概念和“税收”概念,更不是地方政策的“保护”的企业。②国家计委、人民银行、财政部、国家经贸委、国资局等国家机关的批准。因为有关部门在额度制定上已经发过言了,已经在国家宏观管理上负了责任,已经在该公司上市前发挥了各自的作用,那么,发行企业的遴选、发行和交易事宜是证监会的事情。③交易所对上市公司的情况也是比较熟悉的,可转换公司债券发行企业可以得到交易所的推荐,也可能在一些企业发行资格上具有很值得借鉴的意见,但可转换公司债券毕竟是公开发行,对社会投资人所负的责任较大,统一的市场管理主体和审批主体应当是唯一的。④证监会在受理程序上应当尽量简明,没有必要依照股票发行的受理和审批程序执行。考虑到可转换公司债券的发行条件应当远高于股票发行,那么制定一个严格标准的发行人条件,就可以保证发行人质量、减少受理工作量。比如可以制定以下的条件:

①投资项目符合国家产业政策。

②建立“股份有限公司”至少三年以上,上市时间至少在一年以上。

这是衡量公司具有现代企业制度的素质标准,避免公司的“换牌”不换本质的问题,使公司真正考虑公司的增值目标、长期发展目标、实现公司机制的根本转变目标。

③公司三年来股东现金分红至少在 0.25 元/每股以上,公司连续三年来税后利润为 25% 以上。

这保证公司未来有足够的偿还本金和利息支付能力。避免大多数上市公司的送、配股做法,损害股东利益,隐瞒公司的财务危机。

④公司的资产负债率在 50% 以下,速动比率在 1:1 以上。

保证公司有足够的扩股空间、较小的财务风险和足够的偿还能力。

⑤转换价格应高于发行前一周股票平均价格的 10% 以上,可转换公司债券票面利率不低于 6%。

这是保证公司应有足够的经营增长的潜力和信心,保证发行不损害原有股东的利益,保证发行公司有足够的付息压力。

⑥在制定赎回条款的同时,必须制定相应的回售条款,进一步保证投资人的利益。

这是保证发行人为减少还本付息的压力,制定绝对偏向发行人自身利益的条款,加速转换而损害投资人的利益。

## 二、发行人条件的不同约定和设定较高发行条件

可转换公司债券的发行条件首先应符合发行公司债券的条件。我国《公司法》对企业发行公司债券给予了清楚的界定条件。在《公司法》中规定的发行公司债券的条件主要包括:

《公司法》第一百六十一条:

(一)股份有限公司有净资产额不低于人民币三千万元,有限责任公司的净资产额不低于六千万元;

(二)累计债券总额不超过公司净资产额的百分之四十;

(三)最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息;

(四)筹集的资金投向符合国家产业政策;

(五)债券的利率不得超过国务院限定的利率水平;

(六)国务院规定的其它条件;

凡有下列情形之一的,不得再次发行公司债券:

(一)前次发行的公司债券尚未募足的;

(二)对已发行的公司债券或者其它债务有违约或者延迟支付利息的事实,且仍处于继续状态的;

《公司法》第一百六十一条还规定:

“发行公司债券筹集的资金,必须用于审批机关批准的用途,不得用于弥补亏损和非生产性支出。”

《企业债券管理条例》第十六条还规定:

“企业发行债券的总面额不得大于企业的自有资产净值”。

根据《公司法》第一百三十七条明确规定,“发行可转换为股票的公司债券,应当报请国务院证券管理部门批准,公司债券可转换为股票的,除具备发行公司债券的条件外,还应当符合发行股票的条件”。

《公司法》的第八十四条至第九十条作了原则规定:如《公司法》第八十四条规定:

“发行人向社会公开募集股份时,必须向国务院证券管理部门递交募股申请,并报送下列主要文件:……”

而在第一百三十七条对发行新股作了较为明确的规定:

“公司发行新股,必须具备下列条件:

(一)前一次发行的股份已募足,并间隔一年以上;

(二)公司在最近三年内连续盈利,并可向股东支付股利;

(三)公司在最近三年内财务会计文件无虚假记载;

(四)公司预期利润率可达同期银行存款利率。

公司以当年利润分派新股,不受前款(二)限制”。

显然,发行可转换公司债券必然符合上述要求,但这些规定原则性强,不足以实施操作,在《股票发行与交易管理暂行条例》第八条、第九条、第十条有较为细致的条件要求:

第八条规定如下:

“设立股份有限公司申请公开发行股票,应当符合下列条件:

(一)其生产经营符合国家产业政策;

(二)其发行的普通股限于一种,同股同权;

(三)发起人认购的股本数额不少于公司拟发行的股本总额的百分之三十五;

(四)在公司拟发行的股本总额中,发起人认购的部分不少于人民币三千万元,但是国家另有规定的除外;

(五)向社会公众发行的部分不少于公司拟发行的股本总额的百分之二十五,其中公司职工认购的股本数额不得超过向社会公众发行的股本总额的百分之十;公司拟发行的股本总额超过人民币四亿元的,证监会按照规定可以酌情降低向社会公众发行的部分的比例,但是最低不少于公司拟发行的股本总额的百分之十;

(六)发起人在近三年内没有重大违法行为;

(七) 证券委规定的其它条件。”

第十条规定如下：

“股份有限公司增资申请公开发行股票，除应当符合条例第八条和第九条外，还应当符合下列条件：

(一) 前一次公开发行股票所得资金的使用与其招股说明书所述的用途相符，并且资金使用效益良好；

(二) 距前一次公开发行股票的时间不少于十二个月；

(三) 从前一次公开发行股票到本次申请期间没有重大违法行为；

(四) 证券委规定的其他条件。”

一般来说，达到上述发行公司债券和发行股票条件的公司并不困难，即使同时具备证监会 1996 年配股的条件，也有足够多的上市公司具备发行可转换公司债券的条件。

但应当认识到，可转换公司债券试点的成功和长期发展，有赖于发行人健康成长的经营业绩以及相伴随的转换的成功，有赖于投资人对可转换公司债券品种的认识和投资信心，因此，选择最优秀企业和适合可转换公司债券属性的企业是十分重要的。这要求监管部门必须严格审批可转换公司债券发行人条件，在发行人选择上形成一套有效的鉴别体系。我们认为上述债券发行条件和股票发行的条件是基本条件，发行可转换公司债券的条件在以下几个方面的基本观点是重要的：

① 稳定的、较高的和增长的经营业绩。

经营业绩对于上市公司实在太重要了，关系到整个证券市场的成败，甚至改革的成败。综观我国的上市公司的经营业绩的低水平以及持续下降的状态不能不令人担忧。过去，我们在筛选上市公司时广泛存在着一个难题，就是国家审批机关无法把不符合上市条件的公司从地方和部门推荐的名单上剔除出去，审查来审查去，最终都在交易所挂牌，只不过把文件修改到要求的规范程度。这种状况，使得许多企业只重视筹集资金，不重视股东回报，不重视股东，不重视企业的长期发展，盲目决策效益低下，企业资金周转困难，每年只好向股东筹资，连年都是配股、送股，甚至连送股的利润也没有，股东拿不到实际现金红利。过去，一些公司大比例配股，继续从股东方面筹集资金，根本不考虑企业的恶性膨胀，股本扩张远远超过效益增长速度，使企业进入不良循环状态：在公司效益不能达到股本扩张速度的情况下，配股价格就会低于上一次的配股价格，在同等股权扩张的情况下，公司所筹的资本量就少些。第二年在进行配股时，由于效益低，股本大，每股的回报更低，股票价格也就更低，这时的配股价格就可能更低，股本扩张的资本筹集量就更小，企业所面临的资金困难就更大。如果继续进入第三年配股，那么企业所面临的财务危机将会更加严峻，当然，股东所面临的投资风险将会很大。所以，为保证可转换公司债券试点工作的全面成功，必须严格控制发行人的业绩指标。可以有如下指标作为甄选标准：

税后利润在 20% 以上。考虑到我国市场的利率水平较高，况且我国经济处于发展中国家的高速发展时期，没有 20% 的利润率是不足以使投资人相信有利可图，不足以保证股票价格的稳定和增长，不足以保证可转换公司债券的顺利转换，不足以降低高转换价格所具有的市场风险的。

公司连续三年来至少有 0.15 元的现金分红。现金分红的企业能够说明企业财务状况、资金周转状况良好，企业发展战略稳健，对股东权益具有足够的重视和珍视。也只有这样的公司

才可能获得公众的信任,可转换公司债券的长期特点更需要一个稳健的成熟的企业发展业绩。

②公司是真正具有现代企业机制和较高质量的公司。上市公司的质量是关系我国股份制改革和股票市场发展成败的关键,是保证股票市场健康、稳定发展的基础。我国管理层也一再强调要提高上市公司的质量和转换经营机制。上市公司从产权关系和法律体系看已经成为自主经营、自负盈亏、自我发展、自担风险的商品生产者和经营者。上市公司既要建立健全的领导体制,也要有成熟的发展思路、经营思想。但我们有些上市公司领导制度不健全,不设立监事会制度,即使有,也形同虚设,小股东没有权利发表意见,忽视股东利益,信息披露不充分,资金投向偏离原计划。据统计上市公司至少有 30% 的资金使用同计划投向背离,有的高达 70%。有些公司从股东身上募集到充裕资金而不思发展,或者不尽力谋求发展,继续走国营企业的老路,有的利用大量资金盲目投资、效益极差。筛选可转换公司债券发行企业必须切实考察现代企业制度是否健全(尤其从国有企业改组的上市公司),经营机制是否转变,公司管理质量是否提高,企业整体素质是否提高。为此,我们希望发行可转换公司债券的公司至少有三年以上的股份有限公司的经营历史,至少有一年以上的上市经历,且股权相对分散。这里的时间要求旨在保证现代企业制度的确立和完善,股权相对分散的企业,现代企业制度也才有建立、健全和发展的经济基础。

③公司行业方向和资金投向。当然,发行公司的资金投向应当符合国家产业政策,资金投向是国家扶持和鼓励发展的行业。值得注意的是,可转换公司债券期限比较长,投资项目的市场风险就相对较大,因此,投资项目要估计到中国加入世界贸易组织后的国际市场变化,中国经济环境的变化和市场变化。要考虑到市场利率的变化,要结合我国金融改革的趋势考虑投资项目的市场风险。发行人要尽可能保证未来投资项目的盈利性。

④公司规模大且稳定。可转换公司债券毕竟是无担保长期债券,尽管在企业清算中优先分得破产资产,但投资人的风险是很大的。这要求可转换公司债券发行人具有资产质量较高,规模较大的经营实体。这是保证投资人利益、降低风险的一个基本条件,另一方面,公司规模也是公司获得较高投资回报的经济条件。

⑤公司股票价格有一定的波动性。根据可转换公司债券的一般原理,股票价格的波动性是公司可转换公司债券获得转换时机的重要条件。我国股票市场价格波动比较剧烈,出现转换时机的可能性就比较大。但为了保证转换的顺利实现,寻找较大波动性的股票的公司发行可转换公司债券是比较合理的。

### 三、有关法律文件应具备的主要内容

根据公司发行公司债券和发行新股的上报文件的基本要求,我们认为公司申请发行可转换公司债券的申请程序包括:

- ①向证监会提出申请。
- ②在得到批复后,向交易所提出申请发行和上市计划。
- ③发行和上市。

这一种简明过程,有利于发行人抓住发行时机,降低成本,也有利于市场的统一管理。目前的实际情况可能达不到,但这不妨碍今后可能实现这个目标,也不妨碍我们对问题的分析。

通过前面的分析知道,设立一个“高门槛”的发行条件是十分必要的。假如某公司期望发

行可转换公司债券,那么,该公司就应当对自身的条件认识清楚,并自信自己是较好公司的代表,是能够获准发行的。由于监管机构对上市公司比较熟悉,对可转换公司债券的审批可能会更快些,这样,监管机构能够在效率上积极配合企业的发行时机。

上报的文件主要包括:

- ①可转换公司债券发行申请书。
- ②发行可转换公司债券说明书。
- ③有关证明性文件和授权文件。

《可转换公司债券发行申请书》是发行公司向证监会提出发行申请的书面文件,其主要内容包括应当简明陈述发行人的基本情况,发行可转换公司债券的目的、公司条件(历年经营业绩及分红情况、财务资产结构等)、资金投向等,具体包括:

①公司简要情况(公司名称、住所、法定代表人、公司股份制过程和上市过程、经营状况、财务状况等)。

②公司发行的条件(历年分红派息情况、历年经营业绩、资产和财务情况、产业性质和投资方向、公司管理水平和企业综合素质等)。

③拟发行可转换公司债券的主要要素(可转换公司债券数量、面值、发行价格、转换价格、赎回条件和回售条件、反稀释条款、可转换公司债券期限、票面利率等)。

④提出申请的时间、法定代表人签名和公司盖章。

《发行可转换公司债券说明书》是最为重要的主体文件,它是向社会公众发行可转换公司债券就有关方面做出的书面具有法律约束的声明和承诺。根据《企业债券管理条例》第十三条的规定,企业发行债券应当制定发行章程,发行章程应当包括下列内容:

- (一)企业的名称、住所、经营范围、法定代表人;
- (二)企业近三年的生产经营状况和有关业务发展的基本情况;
- (三)财务报告;
- (四)企业自由资金净值;
- (五)筹集资金的用途;
- (六)效益预测;
- (七)发行对象、时间、期限、方式;
- (八)债券的种类及期限;
- (九)债券的利率;
- (十)债券总面额;
- (十一)还本付息方式;
- (十二)审批机构要求载明的其他事项。

考虑到可转换公司债券具有的股票特征,《可转换公司债券发行说明书》还应包含以下内容:

①公司基本情况,包括:公司资产沿革、近三年经营业绩与成果、近三年分红派息情况、公司主要负责人董事、监事、经理情况。

②与本次发行有关的要素:发行日期、可转换公司债券种类和期限、每张面值、发行总量、票面利率、付息日期和付息方式、有无担保等。

③承销方式、承销商及其约定的有关事项。

④在非付息方式下的偿还办法,包括:到期偿还、到期前偿还、赎回条款和回售条款下的约定等。

⑤可转换公司债券的上市:上市承诺、及其上市后的交易事项。

⑥转换程序:转换申请表或相关指令、转换到转换后的股票交易所历经的时间、证券主管机构对转换股票的上市承诺等、转换后的权利与义务。

⑦转换条件与转换价格的调整:转换基准价格、转换比率、转换条件发生情况下的转换价格的调整(包括年度分红派息、配股、发行新股、公司合并、股票拆细等涉及公司权益变动情况下的各种因素)方法以及信息披露和公告。

⑧其他需要约定的发行和交易事项,如转换年度有关利息、股利的计算,转换价格若低于股票面值的处理办法,转换时不足一股股份时的处理办法等。

⑨本次筹集资金的投资方向及效益评价。

⑩预计未来年度公司的盈利。

《承销方案》和《承销协议》是上报的又一份重要文件,前者是要表示本次承销的可行性分析。后者是承销商同发行人签定的就本次发行可转换公司债券双方权利和义务的约定。这两项内容和股票发行相似,券商具有很完备的标准合同和格式。以下是其简要内容:

《承销方案》的主要内容:承销人资格与条件,发行方式(上网定价发行、与储蓄结合的认购抽签等),发行日期、地点,发行的资金、人力安排,承销方式,紧急问题的处理,工作人员组成等。

《承销协议》主要包括的内容有:当事人双方,权利与义务,承销金额、价格、承销方式,承销费用及付款方式等。

有关证明性文件和授权文件主要有:

①证明性文件:有关会计师事务所出具的关于“公司财务状况、经营成果、现金流情况的审计报告”(前三年)以及未来一年公司盈利情况的预测,股东大会关于“分红派息”决议,法律事务对本次发行可转换公司债券的法律事务所出具的“法律意见书”等。

②授权性文件:股东大会关于同意申请发行可转换公司债券的决议和有关授权文件,证监会的批复,交易所的上市承诺等。

## 第二节 可转换公司债券上市交易过程中的法律问题

### 一、注册资本制与变更登记的矛盾

依照我国有关法律,股份有限公司的注册资本是公司发起成立时的实收资本。《公司法》第七十八条明确规定“股份有限公司的注册资本为在公司登记机关登记的实收股本总额。”可转换公司债券上市交易后,随着股票价格的增长出现投资人认为是转换时机时,可以申请转换,并登记为公司股东。这种从债权转换为股权的过程产生以下问题。

《中华人民共和国公司登记管理条例》的规定:

第二十三条 公司变更登记事项,应当向原公司登记机关申请变更登记。未经核准变更登记,公司不得擅自改变登记事项。

第二十八条 公司变更注册资本的,应当提交具有法定资格的验资机构出具的验资证明。

公司增加注册资本的,应当自股款缴足之日起 30 日内申请变更登记。股份有限公司增加注册资本的,应当提交国务院授权部门或者省、自治区、直辖市人民政府的批准文件;以募集方式增加注册资本的,还应当提交国务院证券管理部门的批准文件。

根据上述规定,公司一旦发生注册资本变动时就应当及时在规定的时间内进行工商变更登记。

关于股东变更,《中华人民共和国公司登记管理条例》对此并没有要求。只是在第三十一条对发起人作了规定:“有限责任公司的股东和股份有限公司的发起人改变姓名或者名称的,应当自改变姓名或者名称之日起 30 日内申请变更登记。”由于上市公司上市流通部分的股票的流动性,股票的换手率很高,不可能就其即时的变动情况给予变更登记,因此,对股票流通过程的股权更易在法律上没有规定,事实上是豁免了“股权身份的变更登记”。那么,当可转换公司债券转换为股票之后,同原来流通的股票没有实质上的区别,也可以遵照上述事实上的“豁免”原则进行交易流通。在证券实务中,以股东大会召开前一定时间内持有公司股票的股东构成的“股东名册”为法定股东,这个股东名册就是登记备案的公司股东。个人股东也可以持股权登记证明参加股东大会,也可以以有效股东身份参与公司的年终分红派息。股份一旦形成,即不可退股或公司收回、注销(一般情况下),但是上市流通的股票不管易手多么频繁,总能找到持有人,因而,豁免变更登记并不影响公司作为独立法人对外以其全部资产所承担的债务责任、抵押责任或其他责任,股东以全部股份承担的责任。

公司的注册资本是公司股东分配收益、对外承担责任的依据,也是公司进行经济活动的资信表现。当可转换公司债券转换为股票后,所有者权益增加,公司的注册资本也就相应增加,进行工商管理登记是必须的。但考虑到可转换公司债券产生转换的随机性,公司不可能即时申请变更新登记的不断增长的注册资本,因而,要求有关对注册资本管理登记应当给予豁免。西方一些国家实行“授权资本制”的工商管理登记制度,公司资本分为实缴资本(Paid up Capital)和授权资本(Authorited Capital)。前者是公司股东必须到位的资本数额,相当于我国的注册资本;后者是公司法律核准的开始资本总额。公司根据公司章程要求和为了减少税收、支出,往往不会足额发行被核准的全部股票,而是按最低限度保留部分额度,以供未来增资时使用。公司可转换公司债券转换为公司股票时,授权资本制成功地避免了公司频繁变更登记之要求,只需要在适当时候,比如年终进行一次性的变更登记。我国没有这样的法律设定(除少数金融机构外),在这种情况下,只能申请豁免变更登记。由于我国上市公司执行每年两次的财务及经营情况的信息披露制度(常规的),公司可以在公告中期财务报表和年终报表时一并申请变更注册资本,变更工商登记事项。这种做法,有利于公司实际操作简便,且披露信息的公告也是符合法规规定的时间间隔要求,基本上可以满足公众要求。

## 二、信息披露的要求

可转换公司债券的交易转换过程中的另一个法律问题就是如何及时、准确地向公众披露可转换公司债券转换信息。转换不仅使公司的注册资本发生变化,而且也影响了公司的财务

结构,每股权益随着转换数量的增加而逐步下降,影响原有股东的利益,降低股票的价格,所以,对这样的变化情况是否需要及时地做出信息公告,根据《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》有以下的要求:

“第十七条 公司发生重大事件,应当编制重大事件公告书向社会披露。重大事件是指可能对公司的股票价格产生重大影响的事件,包括(但不限于)以下情况:

(一)《条例》第六十条所列事项;

(二)公司章程的变更、注册资金和注册地址的变更;

.....

(五)公司公开发行的债务担保或抵押物的变更或者增减;

(六)股票的二次发行或者公司债到期或购回,可转换公司债依规定转为股份。”

对可转换公司债券的转换事件应当做出信息披露是肯定的,但如何披露,有关法规没有明确规定。其难点在于:其一,转换发生的随机性,使得公告难以即时公告。因为随时都有可能发生转换,一旦转换,如果负转换义务的话,那么,不论多少数量,也不论多少股东,也不论在什么时候,披露工作将不胜披露。其二,如果依照股份数量大小有影响股价的事实时,即判断出作为“重大事件”才做出公告,那么,“量”的概念也难以把握。究竟以当天多少股份或者占原有发行在外的股份的多大比例,可作为公告依据,的确难以计量。其三,按照《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》第十八条的要求,“公司在发生无法事先预测的重大事件后一个工作日内,应当向证监会做出报告;同时应当按其挂牌的证券交易所的规定及时报告该交易所。公司在重大事件通告编制完成后,应当立即报送证监会十份供备案,并备置公司所在地、挂牌交易所的证券交易场所、有关证券交易机构及其网点,供公众查阅。”显然,这种时间上的要求和公告方式的要求对于可转换公司债券也是不可操作的,这种工作量和繁琐程度是不适用于发行公司和监管机构的。

为此,可转换公司债券的转换交易过程必须得到法规上的豁免,或者,同前述一样,在每年两次的定期报告中做出信息披露,其中的变动情况一律不再披露。这样做可以有两点理由:一是在可转换公司债券的发行公告中,已经阐明本次的发行数量、转换价格和转换比率,那么投资人应当清楚地知道公司未来股东权益的稀释程度,股价的影响,以及自身投资收益。在转换过程中,公司每股权益的变动是事先知道的,只不过不能准确地确定收益的变动,因此,即使股票价格的因转换而发生剧烈变动也不应是信息披露的理由。二是根据披露的难度,对即时的股权变动情况的及时公告在技术上和工作量上不可行的。因此,每年做两次公告是比较合适的。

在可转换公司债券交易过程中,可能出现需要公告的事件还有:每年付息公告;当出现赎回条件和回售条件时,公司必须做出公告,以便使广大投资者及早做出选择;另外就是出现反稀释条款后,如公司的年度分红、配股等影响了可转换公司债券持有人的利益,需要就转换价格和转换比率做出应有的调整,这时要做出公告。以上所述的公告要求,在过去的有关法律和法规中,没有具体规定,但可以比照有关信息披露的法定要求,对以上事件进行披露。

### 三、尚未登记的公司股份问题

可转换公司债券转换为公司股票,实质上是新增了公司股份,但尚未登记在公司注册资本



中,这时新增部分的股份是否对公司负债应承担相应的责任呢?比如公司突然发生极端情况,出现财务危机、宣告破产、进行破产清算时,就可能出现这样的问题。与此相关联的,公司对外发行新的公司债券,申请新的银行贷款时,公司所依据的资产基础或抵押资产应当如何界定呢?

如果把这部分新股份完全视同一般意义的股份,界定为公司的法定资产,去承担应有的债务责任,显然该部分资产并没有明确的法律认定,违背了现行的有关法律、法规。《公司法》第七十八条规定“股份有限公司的注册资本为登记机关登记的实收股本总额”,并说“股份有限公司注册资本的最低限额为人民币一千万元。股份有限公司注册资本最低限额需高于上述这一限额的,有法律、行政法规另行规定。”由此可见,公司的注册资本是由各股东缴纳并在公司登记机关登记的财产总额,即是企业法人必须在公司登记时予以注册申报的财产总额。企业法人有多少资本,不仅是它从事经营活动所必须具备的条件,也是企业法人清偿其债务的保证,这是依据《公司法》第三条规定而得出的结论,规定称“有限责任公司和股份有限公司是企业法人。股份有限公司,以其全部资本分为等额股份,股东以其所持股份为限对公司承担责任,公司以其全部资产对公司的债务承担责任。”因此,把新增的股份直接视同法定股份是缺乏法律依据的。

但是,如果作为公司债务,而非公司资本,显然不能显示可转换公司的理论和实践价值。事实上,可转换公司债券一经转换,性质就已经完全转变,不可能再具有债权特性,不可能分享票面利率,也不可能优先享有分配剩余财产的权利,只是法律上缺乏规范而已。应当看到,我国的《公司法》已经注意到可转换公司债券这一金融品种,并在第五章公司债券一章中涉及到可转换公司债券,但还是在这个法律问题上忽视了其特殊性,因而在市场操作上缺乏法律依据。

解决问题的办法看来只能是通过“法律豁免”的途径解决这个矛盾。可转换公司债券的发行是通过法定渠道审批过的,一经批准发行,即应赋予了可转换公司债券一经转换就视同股票的法律指定,无论登记与否,新增股份就享有公司股东权益,并以其股份额承担相应的债务责任。相对应的,公司的净资产或者所有者权益就应包含新增部分,在对外申请贷款、提供担保等需要公司“股份总额”这一法定数据时,都以新股份为法律依据。

当然,还存在一个问题是“上述的豁免处理”与最高法律效力的《公司法》的矛盾,因为发行可转换公司债券是证监会的事,做出上述“豁免”,最多是国家证券委第三层次上的、规章上的“豁免”,低层权利机关是无权解释或制定与最高层次的法律相矛盾的规章。这个问题更复杂了,在此不再作更为详细地说明。

### 四、与可转换公司债券相关的收购问题

企业债券的发行数量是有一定限制的,如果被限制的发行数量很小,其转换为股票的数量微不足道,也就不存在收购问题了。但根据有关法律、法规,发行的数量的法定限制并不排除联带的收购可能性。限制企业债券上限的法规条文有:《公司法》第一百六十条规定“累计债券总额不超过公司净资产额的百分之四十。”《企业债券管理条例》第十六条规定“企业发行企业债券的总面额不得大于该企业的自由资产净值”。显然,上述法律、法规条文所限制的企业债券发行量是完全存在收购可能性的。

可转换公司债券在没有转换之前是纯粹的债权与债务关系,持有人是债权人,公司有义务按期支付利息、到期还本,持有人无权分享公司的所有权和参与公司的经营管理,因此,作为债权人购买公司债券是没有数量限制的。一经转换,性质发生了根本变化,债权人变成了公司的股东,这时股东购买股票却有明确的数量限制。当债券持有人购买足够多的债券,再转换为公司股票,即使存在一定时间内的信息披露制度的要求,但已无法对收购行为进行有效的预防。这是因为可转换公司债券购买属于债权的范畴,没有数量的限制,可转换公司债券进行股票转换也是按合法程序完成的,因此,与可转换公司债券相关联的收购行为是存在的。

关于自然人收购,《股票发行与交易管理暂行条例》第四十六条规定,“任何个人不得持有上市公司千分之五以上的发行在外的普通股;超过的部分,由公司在征得证监会同意后,按照原买入价格和市场价格较低的一种价格收购。但是,因公司发行在外的普通股总量减少,致使个人持有该公司千分之五以上发行在外的普通股的,超过的部分在合理期限内不予收购。”假如个人通过大量购买可转换公司债券,然后转换为股票,达到收购目标。为防止收购,比照前述的个人收购规定,只要在转换过程中,进行及时的信息披露即可有效防止收购行为。购买可转换公司债券可以不作任何限制,但在转换过程,当持有股票数量达到千分之五发行在外普通股时,应当向社会公告该信息,并停止将可转换公司债券转换为股票,这种市场管理的作法也是合理的。

公司的收购问题会复杂些,因为原则上公司购买上市公司的股票是没有数量限制的,直至完全达到控股而收购的目标。显然,依照《股票发行与交易管理暂行条例》第四章“上市公司的收购”,收购行为达到收购目标是需要很高的收购成本,实际上很难顺利实现收购。当收购人持有上市公司发行在外的普通股的百分之五时,即开始信息披露,信息披露的直接后果是股票价格增长,收购成本提高。以后,每变动百分之二,即履行公告义务。第四十七条的规定如下:

“第四十七条 任何法人直接或间接持有一个上市公司发行在外的普通股达到百分之五时,应当自该事实发生之日起三个工作日内,向该公司、证券交易所和证监会作出书面报告并公告。但是,因公司发行在外的普通股总量减少,致使法人持有该公司百分之五以上发行在外的普通股的,在合理预期内不受上述限制。

任何法人持有一个上市公司百分之五以上的发行在外的普通股后,其持有该种股票的增减变化每达到该种股票发行在外总额的百分之二时,应当自该事实发生之日起三个工作日内,向该公司、证券交易所和证监会作出书面报告并公告。

法人在依照前两款规定作出报告并公告之日起二个工作日内和作出报告前,不得再行直接或者间接买入或者卖出该种股票。”

那么,从百分之五比例开始到百分之三十发出收购要约止,历时至少三十六天,这对收购人来说其收购成本将会剧幅增长。一般来说,通过二级市场的收购行为总是不太成功的。当然一旦成功,收购将进入第二层次,即第四十八条所作出的规定:

“第四十八条 发起人以外的任何法人直接间接持有一个上市公司发行在外的普通股达到百分之三十时,应当自该事实发生之日起四十五个工作日内,向该公司所有股票持有人发出收购要约,按照下列价格中较高的一种价格,以货币付款方式购买股票:

(一)在收购要约发出前十二个月内要约人购买该股票所支付的最高价格;

(二)在收购要约发出前三十个工作日内该种股票的平均市场价格。

前款持有人发出收购要约前,不得再行购买该种股票。”

第四十九条同时还规定,“收购要约的有效期限不得少于三十个工作日,自收购要约发出之日起计算。自收购要约发出之日起三十个工作日内,收购要约人不得撤回收购要约。”

发出后的收购要约在三十日内是否达到收购目的,即收购的股份至少达到百分之五十以上。第五十一条就发出收购要约后的出现的几种结局作了规定:

“收购要约期满后,收购要约人持有的普通股未达到该公司发行在外的普通股总数的百分之五十的,为收购失败;收购要约人除发出新的收购要约外,其以后每年购买的该公司发行在外的普通股,不得超过该公司发行在外的普通股总数的百分之五。”

收购要约期满,收购要约人持有的普通股达到该公司发行在外的普通股总数的百分之七十五以上,该公司应当在证券交易所终止交易……”

可以看到,在二级市场进行收购不论如何困难,通过可转换公司债券可以顺利绕过上述层层限制,实现收购目标。首先,购买可转换公司债券是没有法律约束的,收购人可以在可转换公司债券发行市场或者直接通过二级市场购买,在股票市场上转换。只有当持有的股票数量超过百分之五的比例时,才应向公众公告并向有关部门报告。即使以后转换股票每增加百分之二,只要履行公告义务,就并不妨碍其收购行为。因为其持有足够的可转换公司债券筹码,只要按规定的时间间隔,逐步递增百分之二的转换股票,并作信息披露即可。况且,从市场行为看,如果出现公司的收购概念,收购人的转换过程将伴随“收购”概念股票价格的持续增长,而实现顺利转换。因此从法律、有关法规和市场行为看,通过可转换公司债券实现收购目标是一条便捷、灵活的途径。

那么,如何制定《公司法》和《股票发行与交易管理暂行条例》相吻合的控制收购行为的意图呢?有两种意见可资参考:

第一,对重要的可转换公司债券购买行为作信息披露。可转换公司债券发行以及未来调整过的转换价格和转换比率是衡量持有人可以预期获得股份数量的指标。从发行市场看,一个法人要通过公开的可转换公司债券发行市场获得足以达到预期获得股份的可能性是极小的。可转换公司债券发行时,要面对众多购买人,一个法人难以购买到足够的可转换公司债券数量。可转换公司债券的二级市场进行必要的信息披露是十分正常的,可以比照《股票发行与交易管理暂行条例》的有关规定,比如当某公司持有的可预期获得股份数量加上已持有的该公司的股份总计为“百分之五”时,就应当向社会公众进行公开披露,这样,企图进行收购的公司的收购成本必须提高。当然,鉴于对债券购入的数量限制和强加的披露义务有损债券购买人的权益,那么,在作出百分之五事件信息公告后,可以把每增加2%的比例和时间间隔三天作些放大调整。比如可以在每增加5%预期股份时必须进行信息披露和向有关部门报告;时间间隔可以变动为“可转换公司债券持有人在按照规定作出报告并自公告之日起四个工作日内,不得再行直接或间接买入或卖出该种债券。”值得注意的是,我国有关法规对二级市场的收购行为是严加控制的,收购很难完成。为体现这种法规的倾向性,做出可转换公司债券的披露义务是有违债务与债权通常做法的,因此,在要求信息披露和报告时,适当放宽条件是合理的。

第二,对转换过程的信息披露。在这个阶段履行披露义务,实质上是无法遏止收购行为的。只要有足够可转换公司债券筹码,转换过程如何进行及时的公告信息,也不会影响收购的成本,这时的股票价格与收购无关。显然,只有控制转换数量才能作到控制收购行为。那么,通过一个只适用于可转换公司债券的法规,来限制一个法人可以转换的持有股票数量就会产生一个问题,即一个持有人当其持有的股票数量或可转换数量是5%合适呢?还是25%,30%

合适呢？这就是说，其一，本来法人持有被收购公司的股份数量在法律上是不受限制的，只是为了防止收购，人为地限定了一个界限，这个人为界限是同有关法规极其相矛盾的。其二，这作法损害了公众投资人的利益。因为，当某法人持有足够的可转换公司债券数量时，可以按上述限定比例如 25% 或 30% 的比例进行转换，这时，公众投资人对占流通市场大量股票的影响力无法左右，对可转换公司债券市场的影响力也无法预测、控制和规避。因此，我们认为，第二种作法缺乏操作基础和法律基础。

另外，还有一个值得注意的问题是，对上述概念使用中的“发行在外的普通股”数量是如何计算，才能得到正确的“5%”或者“30%”的概念。因为，在没有可转换公司债券的二级市场上进行股票买卖，其数量与“发行在外的普通股”的总量是确定的。可转换公司债券转换的随机性，使得公司的股份数量不断的增加，发行在外的普通股的数量也在不断变化，同时，转换的部分是发行在外的普通股的新增部分，因而这个计量略显复杂。根据前述，没有进行工商管理登记的新增股份应视同法定股份，那么，转换部分占发行在外的普通股总量的百分比应当计算为：

$$\% = \text{新增股份(转换的股份)} \div (\text{原已发行在外的普通股} + \text{新增股份})$$

如某公司已有股本为 5000 万股，一法人将可转换公司债券 5000 万元以 10 元换一股的比率进行转换，可转换股票为 500 万股，此时该法人持有的股份占发行在外普通股的比例为  $500 \div (5000 + 500) = 9\%$ 。这种作法是符合《股票发行与交易管理暂行条例》的要求的。

## 第六章 我国现行法规中与“可转换公司债券”有关的条款

### 第一节 《中华人民共和国公司法》有关条款

第三条 有限责任公司和股份有限公司是企业法人。

有限责任公司,股东以其出资额为限对公司承担责任,公司以其全部资产对公司的债务承担责任。

股份有限公司,其全部资本分为等额股份,股东以其所持股份为限对公司承担责任,公司以其全部资产对公司的债务承担责任。

第四条 公司股东作为出资者按投入公司的资本额享有所有者的资产受益、重大决策和选择管理者等权利。

公司享有由股东投资形成的全部法人财产权,依法享有民事权利,承担民事责任。

公司中的国有资产所有权属于国家。

第十一条 设立公司必须依照本法制定公司章程。公司章程对公司、股东、董事、监事、经理具有约束力。

公司的经营范围由公司章程规定,并依法登记。公司的经营范围中属于法律、行政法规限制的项目,应当依法经过批准。

公司应当在登记的经营范围内从事经营活动。公司依照法定程序修改公司章程并经公司登记机关变更登记,可以变更其经营范围。

第七十七条 股份有限公司的设立,必须经过国务院授权的部门或者省级人民政府批准。

第七十八条 股份有限公司的注册资本为在公司登记机关登记的实收股本总额。

股份有限公司注册资本的最低限额为人民币一千万元。股份有限公司注册资本最低限额需高于上述所定限额的,由法律、行政法规另行规定。

第七十九条 股份有限公司章程应当载明下列事项:

- (一)公司名称和住所;
- (二)公司经营范围;

- (三)公司设立方式;
- (四)公司股份总数、每股金额和注册资本;
- (五)发起人的姓名或者名称、认购的股份数;
- (六)股东的权利和义务;
- (七)董事会的组成、职权、任期和议事规则;
- (八)公司法定代表人;
- (九)监事会的组成、职权、任期和议事规则;
- (十)公司利润分配办法;
- (十一)公司的解散事由与清算办法;
- (十二)公司的通知和公告办法;
- (十三)股东大会认为需要规定的其他事项。

第八十四条 发起人向社会公开募集股份时,必须向国务院证券管理部门递交募股申请,并报送下列主要文件:

- (一)批准设立公司的文件;
- (二)公司章程;
- (三)经营估算书;
- (四)发起人姓名或者名称,发起人认购的股份数、出资种类及验资说明;
- (五)招股说明书;
- (六)代收股款银行的名称及地址;
- (七)承销机构名称及有关的协议。

未经国务院证券管理部门批准,发起人不得向社会公开募集股份。

第八十七条 招股说明书应当附有发起人制订的公司章程,并载明下列事项:

- (一)发起人认购的股份数;
- (二)每股的票面金额和发行价格;
- (三)无记名股票的发行总数;
- (四)认股人的权利、义务;
- (五)本次募股的起止期限及逾期未募足时认股人可撤回所认股份的说明。

第八十八条 发起人向社会公开募集股份,必须公告招股说明书,并制作认股书。认股书应当载明前条所列事项,由认股人填写所认股数、金额、住所、并签名、盖章。认股人按照所认股数缴纳股款。

第一百三十三条 公司向发起人、国家授权投资的机构、法人发行的股票,应当为记名股票,并应当记载该发起人、机构或者法人的名称,不得另立户名或者以代表人姓名记名。

对社会公众发行的股票,可以为记名股票,也可以为无记名股票。

第一百三十七条 公司发行新股,必须具备下列条件:

- (一)前一次发行的股份已募足,并间隔一年以上;
- (二)公司在最近三年内连续盈利,并可向股东支付股利;
- (三)公司在最近三年内财务会计文件无虚假记载;
- (四)公司预期利润率可达同期银行存款利率。

公司以当年利润分派新股,不受前款第(二)项限制。

第一百三十八条 公司发行新股,股东大会应当对下列事项作出决议:

- (一)新股种类及数额;
- (二)新股发行价格;
- (三)新股发行的起止日期;
- (四)向原有股东发行新股的种类及数额。

第一百三十九条 股东大会作出发行新股的决议后,董事会必须向国务院授权的部门或者省级人民政府申请批准,属于向社会公开募集的,须经国务院证券管理部门批准。

第一百四十条 公司经批准向社会公开发行新股时,必须公告新股招股说明书和财务会计报表及附属明细表,并制作认股书。

第一百四十一条 公司发行新股,可根据公司连续盈利情况和财产增值情况,确定其作价方案。

第一百四十二条 公司发行新股募足股款后,必须向公司登记机关办理变更登记,并公告。

第一百四十三条 股东持有的股份可以依法转让。

第一百四十四条 股东转让其股份,必须在依法设立的证券交易场所进行。

第一百四十六条 无记名股票的转让,由股东在依法设立的证券交易场所将该股票交付给受让人后即发生转让的效力。

第一百五十二条 股份有限公司申请其股票上市必须符合下列条件:

- (一)股票经国务院证券管理部门批准已向社会公开发行;
- (二)公司股本总额不少于人民币五千万元;
- (三)开业时间在三年以上,最近三年连续盈利;原国有企业依法改建而设立的,或者本法实施后新组建成立,其主要发起人为国有大中型企业的,可连续计算;
- (四)持有股票面值达人民币一千元以上的股东人数不少于一千人,向社会公开发行的股份达公司股份总数的百分之二十五以上;公司股本总额超过人民币四亿元的,其向社会公开发行股份的比例为百分之十五以上;
- (五)公司在最近三年内无重大违法行为,财务会计报告无虚假记载;
- (六)国务院规定的其他条件。

第一百五十三条 股份有限公司申请其股票上市交易,应当报经国务院或者国务院授权证券管理部门批准,依照有关法律、行政法规的规定报送有关文件。

第一百五十九条 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,为筹集生产经营资金,可以依照本法发行公司债券。

第一百六十条 本法所称公司债券是指公司依照法定程序发行的、约定在一定期限还本付息的有价证券。

第一百六十一条 发行公司债券,必须符合下列条件:

- (一)股份有限公司的净资产额不低于人民币三千万元,有限责任公司的净资产额不低于人民币六千万元;
- (二)累计债券总额不超过公司净资产额的百分之四十;
- (三)最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息;

- (四)筹集的资金投向符合国家产业政策;
- (五)债券的利率不得超过国务院限定的利率水平;
- (六)国务院规定的其他条件;

发行公司债券筹集的资金,必须用于审批机关批准的用途,不得用于弥补亏损和非生产性支出。

第一百六十二条 凡有下列情形之一的,不得再次发行公司债券:

- (一)前一次发行的公司债券尚未募足的;
- (二)对已发行的公司债券或者其债券有违约或者延迟支付本息的事实,且仍处于继续状态的。

第一百六十三条 股份有限公司、有限责任公司发行公司债券,由董事会制订方案,股东会作出决议。

国有独资公司发行公司债券,应由国家授权投资的机构或者国家授权的部门作出决定。

依照前二款规定作出决议或者决定后,公司应当向国务院证券管理部门报请批准。

第一百六十四条 公司债券的发行规模由国务院确定。国务院证券管理部门审批公司债券的发行,不得超过国务院确定的规模。

国务院证券管理部门对符合本法规定的发行公司债券的申请,予以批准;对不符合本法规定的申请,不予批准。

对已作出的批准如发现不符合本法规定的,应予撤销。尚未发行公司债券的,停止发行;已经发行公司债券的,发行的公司应当向认购人退还所缴款项并加算银行同期存款利息。

第一百六十五条 公司向国务院证券管理部门申请批准发行公司债券,应当提交下列文件:

- (一)公司登记证明;
- (二)公司章程;
- (三)公司债券募集办法;
- (四)资产评估报告和验资报告。

第一百六十六条 发行公司债券的申请经批准后,应当公告公司债券募集办法。

公司债券募集办法中应当载明下列主要事项:

- (一)公司名称;
- (二)债券总额和债券的票面金额;
- (三)债券的利率;
- (四)还本付息的期限和方式;
- (五)债券发行的起止日期;
- (六)公司净资产额;
- (七)已发行的尚未到期的公司债券总额;
- (八)公司债券的承销机构。

第一百六十七条 公司发行公司债券,必须在债券上载明公司名称、债券票面金额、利率、偿还期限等事项,并由董事长签名,公司盖章。

第一百六十八条 公司债券可分为记名债券和无记名债券。

第一百六十九条 公司发行公司债券应当置备公司债券存根簿。



发行记名公司债券的,应当在公司债券存根簿上载明下列事项:

- (一)债券持有人的姓名或者名称及住所;
- (二)债券持有人取得债券的日期及债券的编号;
- (三)债券总额,债券的票面金额,债券的利率,债券的还本付息的期限和方式;
- (四)债券的发行日期。

发行无记名公司债券的,应当在公司债券存根簿上载明债券总额、利率、偿还期限和方式、发行日期及债券的编号。

第一百七十条 公司债券可以转让。转让公司债券应当在依法设立的证券交易场所进行。

公司债券的转让价格由转让人与受让人约定。

第一百七十一条 记名债券,由债券持有人以背书方式或者法律、行政法规规定的其他方式转让。

记名债券的转让,由公司将受让人的姓名或者名称及住所记载于公司债券存根簿。

无记名债券,由债券持有人在依法设立的证券交易场所将该债券交付给受让人后即发生转让的效力。

第一百七十二条 上市公司经股东大会决议可以发行可转换为股票的公司债券,并在公司债券募集办法中规定具体的转换办法。

发行可转换为股票的公司债券,应当报请国务院证券管理部门批准。公司债券可转换为股票的,除具备发行公司债券的条件外,还应当符合股票发行的条件。

发行可转换为股票的公司债券,应当在债券上标明可转换公司债券字样,并在公司债券存根簿上载明可转换公司债券的数额。

第一百七十三条 发行可转换为股票的公司债券的,公司应当按照其转换办法向债券持有人换发股票,但债券持有人对转换股票或者不转换股票有选择权。

## 第二节 可转换公司债券管理暂行办法

(国务院 1997 年 3 月 8 日批准,国务院证券委员会 1997 年 3 月 25 日发布)

### 第一章 总 则

第一条 为了加强对可转换公司债券的管理,规范可转换公司债券的发行、上市、转换股份及其相关活动,保护当事人合法权益,制定本办法。

第二条 本办法适用于中华人民共和国境内符合本办法规定的上市公司和重点国有企业(以下统称发行人),在境内发行的以人民币认购的可转换公司债券。

第三条 本办法所称可转换公司债券,是指发行人依照法定程度发行、在一定期间内依据约定的条件可以转换成股份的公司债券。

第四条 可转换公司债券的发行、上市、转换股份及其相关活动,应当遵循公开、公平、公

正和诚实信用的原则。

第五条 可转换公司债券在转换股份前,其持有人不具有股东的权利和义务。

第六条 可转换公司债券可以依法转让、质押和继承。

## 第二章 可转换公司债券的发行

第七条 发行可转换公司债券,必须依照本办法规定报经批准。未经批准,不得发行可转换公司债券。

第八条 上市公司发行可转换公司债券,应当经省级人民政府或者国务院有关企业主管部门推荐,报中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)审批;重点国有企业发行可转换公司债券,应当由发行人提出申请,经省级人民政府或者国务院有关企业主管部门推荐,报中国证监会审批,并抄报国家计划委员会、国家经济贸易委员会、中国人民银行、国家国有资产管理局。对符合本办法规定条件的,中国证监会予以批准。

第九条 上市公司发行可转换公司债券,应当符合下列条件:

(一)最近3年连续盈利,且最近3年净资产利润率平均在10%以上;属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低,但是不得低于7%;

(二)可转换公司债券发行后,资产负债率不高于70%;

(三)累计债券余额不超过公司净资产额的40%;

(四)募集资金的投向符合国家产业政策;

(五)可转换公司债券的利率不超过银行同期存款的利率水平;

(六)可转换公司债券的发行额不少于人民币1亿元;

(七)国务院证券委员会规定的其他条件。

第十条 重点国有企业发行可转换公司债券,除应当符合本办法第九条第(三)、(四)、(五)、(六)、(七)项条件外,还应当符合下列条件:

(一)最近3年连续盈利,且最近3年的财务报告已经具有从事证券业务资格的会计师事务所审计;

(二)有明确、可行的企业改制和上市计划;

(三)有可靠的偿债能力;

(四)有具有代为清偿债务能力的保证人的担保。

第十一条 申请发行可转换公司债券,应当向中国证监会报送下列文件:

(一)发行人申请报告;

(二)股东大会作出的发行可转换公司债券的决议或者国有企业主管部门同意发行可转换公司债券的文件;

(三)省级人民政府或者国务院有关企业主管部门的推荐文件;

(四)公司章程或老企业组织章程;

(五)可转换公司债券募集说明书;

(六)募集资金的运用计划和项目可行性研究报告;

(七)偿债措施、担保合同;

(八)经会计师事务所审计的公司最近3年的财务报告;

- (九)律师事务所出具的法律意见书;
- (十)与承销商签订的承销协议;
- (十一)中国证监会要求报送的其他文件。

第十二条 股东大会作出的发行可转换公司债券的决议或者国有企业主管部门同意发行可转换公司债券的文件,应当包括以下内容:

- (一)可转换公司债券的发行总额;
  - (二)票面金额;
  - (三)可转换公司债券利率;
  - (四)转股价格确定方式;
  - (五)转换期;
  - (六)募集资金用途;
  - (七)可转换公司债券还本付息的期限和方式;
  - (八)赎回条款及回售条款;
  - (九)股东大会决定的或者国有企业主管部门同意的其他事项。
- 股东大会决议还应当包括股东购买可转换公司债券的优先权的内容。

第十三条 可转换公司债券采取记名式无纸化发行方式。

第十四条 可转换公司债券的最短期限为3年,最长期限为5年。

第十五条 有下列情形之一的,不得发行可转换公司债券。

- (一)前一次发行的债券尚未募足的;
- (二)对已发行的债券有延迟支付本息的事实,且仍处于继续延期支付状态的。

第十六条 发行可转换公司债券,发行人必须公布可转换公司债券募集说明书。募集说明书应当包括下列内容:

- (一)发行人的名称;
- (二)批准发行可转换公司债券的文件及其文号;
- (三)发行人的基本情况介绍;
- (四)最近3年的财务状况;
- (五)发行的起止日期;
- (六)可转换公司债券票面金额及发行总额;
- (七)可转换公司债券利率和付息日期;
- (八)募集资金的用途;
- (九)可转换公司债券的承销及担保事项;
- (十)可转换公司债券偿还方法;
- (十一)申请转股的程序;
- (十二)转股价格的确定和调整方法;
- (十三)转换期;
- (十四)转换年度有关利息、股利的归属;
- (十五)赎回条款及回售条款;
- (十六)转股时不足1股金额的处理;
- (十七)中国证监会规定的其他事项。

第十七条 上市公司发行可转换公司债券的,以发行可转换公司债券前 1 个月股票的平均价格为基准,上浮一定幅度作为转股价格。重点国有企业发行可转换公司债券的,以拟发行股票的价格为基准,折扣一定比例作为转股价格。

第十八条 可转换公司债券的发行,应当由证券经营机构承销,证券经营机构应当具有股票承销资格。承销方式由发行人与证券经营机构在承销协议中约定。

第十九条 发行人应当在承销期前 2 至 5 个期日内,将可转换公司债券募集说明书刊登在中国证监会指定的至少一种全国性报刊上。证券经营机构应当将可转换公司债券的募集说明书置于营业场所,并有义务提醒认购人阅读可转换公司债券募集说明书。

可转换公司债券募集说明书的有效期为 6 个月,自可转换公司债券募集说明书签署之日起计算。可转换公司债券募集说明书失效后,可转换公司债券的发行必须立即停止。

第二十条 发行人和证券经营机构应当在可转换公司债券承销期满后的 15 个工作日后,向中国证监会提交承销情况的书面报告。

### 第三章 可转换公司债券的上市

第二十一条 可转换公司债券在发行人股票上市或者拟上市的证券交易所上市。证券交易所应当与发行人订立上市协议,并报中国证监会备案。

第二十二条 发行人应当在可转换公告债券上市前 5 个工作日内,将上市公告书刊登在中国证监会指定的至少一种全国性报刊上,并将上市公告书置备于发行人所在地拟上市的证券交易所,证券经营机构的营业场所,供公众查阅,同时报中国证券会备查。

第二十三条 可转换公司债券上市公告书应当载明下列事项:

- (一)可转换公司债券在证券交易民上市的起止日期;
- (二)可转换公司债券发行的情况;
- (三)证券交易所要求载明的其他事项。

第二十四条 可转换公司债券上市交易期间,公司发布有关股份变动涉及调整转股价格的信息,应当暂停交易 1 天。

第二十五条 可转换公司债券上市交易期间,未转换的可转换公司债券数量少于 3 000 万元时,证券交易所应当立即公告,并在 3 个交易日后停止其交易。

可转换公司债券转换期结前的 10 个工作日停止交易。

可转换公司债券停止交易后、转换期结束前,不影响持有人依据约定的条件转换股份的权利。

### 第四章 可转换公司债券转换股份及债券偿还

第二十六条 上市公司发行的可转换公司债券,在发行结束 6 个月后,持有人可以依据约定的条件随时转换股份。重点国有企业发行可转换公司债券,在该企业改建为股份有限公司且其股票上市后,持有人可以依据约定的条件随时转换股份。

第二十七条 可转换公司债券转换为股份后,发行人股票上市的证券交易所应当安排股票上市流通。

第二十八条 发行人应当在每一季度结束后的 2 个工作日内,向社会公布因可转换公司债券转换为股份所引起的股份变动情况。转换为股份累计达到公司发行在外普通股的 10% 时,发行人应当及时将有关情况予以公告。

第二十九条 因可转换公司债券转换为股份引起股份变动时,发行人应当根据有关法律、行政法规的规定,于每年年检期间,向工商行政管理部门申请办理注册资本变更登记。

第三十条 可转换公司债券发行后,因发行新股、送股及其他原因引起公司股份发生变动的,发行人应当及时调整转股价格,并向社会公布。

第三十一条 可转换公司债券持有人请求转换股份时,所持债券面额不足转换 1 股股份的部分,发行人应当以现金偿还。

第三十二条 法人因可转换公司债券转换为股份,直接或者间接持有上市公司发行在外的普通股达到 5% 时,应当在 3 个工作日内,向中国证监会、证券交易所和上市公司作出书面报告,并向社会公告。

第三十三条 重点国有企业发行可转换公司债券、转换期时仍未转换为股份的,利息一次性支持,不计复利。

第三十四条 可转换公司债券到期未转换的,发行人应当按照可转换公司债券募集说明书的约定,于期满后 5 个工作日内偿还本息。

## 第五章 法律责任

第三十五条 未经中国证监会的批准,擅自发行可转换公司债券的,由中国证监会责令停止发行,退还所募资金及其利息,处非法所募资金金额的 5% 以下的罚款。构成犯罪的依法追究刑事责任。

第三十六条 在可转换公司债券的发行、上市、转换股份的过程中,作出虚假、严重误导性陈述,遗漏重大信息或者未按规定履行信息披露义务的,由中国证监会责令改正,给予警告,没收违法所得,并处 20 万元以下的罚款。构成犯罪的,依法追究刑事责任。

第三十七条 可转换公司债券发行人未按期偿还本息的,除支付本息外,应当按每日 1‰ 的比例向债权人支付赔偿金。

第三十八条 可转换公司债券发行人在发行、上市和转换股份的过程中有其他违法行为的,依照有关法律、行政法规的规定处理。

## 第六章 附 则

第三十九条 本办法下列用语的含义:

(一)赎回:是指公司股票价格在一段时间内连续高于转股价格达到某一幅度时,公司按事先约定的价格买回未转股的可转换公司债券。

(二)回售:是指公司股票价格在一段时间内连续低于转股价格达到某一幅度时,可转换公司债券持有人按事先约定的价格将所持债券卖给发行人。

(三)转股价格:是指可转换公司债券转换为每股股份所支付的价格。

(四)转换期:是指可转换公司债券转换为股份的起始日至结束的期间。

第四十条 本办法由中国证监会负责组织实施。

第四十一条 本办法自发布之日起施行。

### 第三节 企业债券管理条例

(1993 年 8 月 2 日国务院发布)

#### 第一章 总 则

第一条 为了加强对企业债券的管理,引导资金的合理流向,有效利用社会闲散资金,保护投资者的合法权益,制定本条例。

第二条 本条例适用于中华人民共和国境内具有法人资格的企业(以下简称企业)在境内发行的债券。但是,金融债券和外币债券除外。

除前款规定的企业外,任何单位和个人不得发行企业债券。

第三条 企业进行有偿筹集资金活动,必须通过公开发行企业债券的形式进行。但是,法律和国务院另有规定的除外。

第四条 发行和购买企业债券应当遵循自愿、互利、有偿的原则。

#### 第二章 企业债券

第五条 本条例所称企业债券,是指企业依照法定程序发行、约定在一定期限内还本付息的有价证券。

第六条 企业债券的票面应当载明下列内容:

- (一)企业的名称、住所;
- (二)企业债券的面额;
- (三)企业债券的利率;
- (四)还本期限和方式;
- (五)利息的支付方式;
- (六)企业债券发行日期和编号;
- (七)企业的印记和企业法定代表人的签章;
- (八)审批机关批准发行的文号、日期。

第七条 企业债券持有人有权按照约定期限取得利息、收回本金,但是无权参与企业的经营管理。

第八条 企业债券持有人对企业的经营状况不承担责任。

第九条 企业债券可以转让、抵押和继承。

### 第三章 企业债券的管理

第十条 国家计划委员会会同中国人民银行、财政部、国务院证券委员会拟订全国企业债券发行的年度规模和规模内的各项指标,报国务院批准后,下达各省、自治区、直辖市、计划单列市人民政府和国务院有关部门执行。

未经国务院同意,任何地方、部门不得擅自突破企业债券发行的年度规模,并不得擅自调整年度规模内的各项指标。

第十一条 企业发行企业债券必须按照本条例的规定进行审批;未经批准的,不得擅自发行和变相发行企业债券。

中央企业发行企业债券,由中国人民银行会同国家计划委员会审批;地方企业发行企业债券,由中国人民银行省、自治区、直辖市、计划单列市分行会同同级计划主管部门审批。

第十二条 企业发行企业债券必须符合下列条件:

- (一)企业规模达到国家规定的要求;
- (二)企业财务会计制度符合国家规定;
- (三)具有偿债能力;
- (四)企业经济效益良好,发行企业债券前连续三年盈利;
- (五)所筹资金用途符合国家产业政策。

第十三条 企业发行企业债券应当制订发行章程。

发行章程应当包括下列内容:

- (一)企业的名称、住所、经营范围、法定代表人;
- (二)企业近三年的生产经营状况和有关业务发展的基本情况;
- (三)财务报告;
- (四)企业自有资产净值;
- (五)筹集资金的用途;
- (六)效益预测;
- (七)发行对象、时间、期限、方式;
- (八)债券的种类及期限;
- (九)债券的利率;
- (十)债券总面额;
- (十一)还本付息方式;
- (十二)审批机关要求载明的其他事项。

第十四条 企业申请发行企业债券,应当向审批机关报送下列文件:

- (一)发行企业债券的申请书;
- (二)营业执照;
- (三)发行章程;
- (四)经会计师事务所审计的企业近三年的财务报告;
- (五)审批机关要求提供的其他材料。

企业发行企业债券用于固定资产投资,按照国家有关规定需要经有关部门审批的,还应当

报送有关部门的审批文件。

第十五条 企业发行企业债券应当公布经审批机关批准的发行章程。

企业发行企业债券,可以向经认可的债券评信机构申请信用评级。

第十六条 企业发行企业债券的总面额不得大于该企业的自有资产净值。

第十七条 企业发行企业债券用于固定资产投资的,依照国家有关固定资产投资的规定办理。

第十八条 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%。

第十九条 任何单位不得以下列资金购买企业债券:

(一)财政预算拨款;

(二)银行贷款;

(三)国家规定不得用于购买企业债券的其他资金。

办理储蓄业务的机构不得将所吸收的储蓄存款用于购买企业债券。

第二十条 企业发行企业债券所筹资金应当按照审批机关批准的用途,用于本企业的生产经营。

企业发行企业债券所筹资金不得用于房地产买卖、股票买卖和期货交易等与本企业生产经营无关的风险性投资。

第二十一条 企业发行企业债券,应当由证券经营机构承销。

证券经营机构承销企业债券,应当对发行债券的企业的发行章程和其他有关文件的真实性、准确性、完整性进行核查。

第二十二条 企业债券的转让,应当在经批准的可以进行债券交易的场所进行。

第二十三条 非证券经营机构和个人不得经营企业债券的承销和转让业务。

第二十四条 单位和个人所得的企业债券利息收入,按照国家规定纳税。

第二十五条 中国人民银行及其分支机构和国家证券监督管理机构,依照规定的职责,负责对企业债券的发行和交易活动,进行监督检查。

## 第四章 法律责任

第二十六条 未经批准发行或者变相发行企业债券的,以及未通过证券经营机构发行企业债券的,责令停止发行活动,冻结并责令退还非法所筹资金,处以相当于非法所筹资金金额 5% 以下的罚款。

第二十七条 超过批准数额发行企业债券的,冻结并责令退还超额发行部分或者核减相当于超额发行金额的贷款额度,处以相当于超额发行部分 5% 以下的罚款。

第二十八条 超过本条例第十八条规定的最高利率发行企业债券的,责令改正,处以相当于所筹资金金额 5% 以下的罚款。

第二十九条 用财政预算拨款、银行贷款或者国家规定不得用于购买企业债券的其他资金购买企业债券的,以及办理储蓄业务的机构用所吸收的储蓄存款购买企业债券的,责令收回该资金,处以相当于所购买企业债券金额 5% 以下的罚款。

第三十条 未按批准用途使用发行企业债券所筹资金的,责令改正,没收其违反批准用途使用资金所获收益,并处以相当于违法使用资金金额 5% 以下的罚款。



第三十一条 非证券经营机构和个人经营企业债券的承销或者转让业务的,责令停止非法经营,没收非法所得,并处以承销或者转让企业债券金额5%以下的罚款。

第三十二条 本条例第二十六条、第二十七条、第二十八条、第二十九条、第三十条、第三十一条规定的处罚,由中国人民银行及其分支机构决定。

第三十三条 对有本条例第二十六条、第二十七条、第二十八条、第二十九条、第三十条、第三十一条所列违法行为的单位的法定代表人和直接责任人员,由中国人民银行及其分支机构给予警告或者处以一万元以上十万元以下的罚款;构成犯罪的,依法追究刑事责任。

第三十四条 地方审批机关违反本条例规定,批准发行企业债券的,责令改正,给予通报批评,根据情况相应核减该地方企业债券的发行规模。

第三十五条 企业债券监督管理机关的工作人员玩忽职守、徇私舞弊的,给予行政处分;构成犯罪的,依法追究刑事责任。

第三十六条 发行企业债券的企业违反本条例规定,给他人造成损失的,应当依法承担民事赔偿责任。

## 第五章 附 则

第三十七条 企业发行短期融资券,按照中国人民银行有关规定执行。

第三十八条 本条例由中国人民银行会同国家计划委员会解释。

第三十九条 本条例自发布之日起施行。1987年3月27日国务院发布的《企业债券管理暂行条例》同时废止。

## 第四节 国家计委、中国人民银行 《关于发行企业债券实行额度审批办法的通知》

(1989年国家计委、中国人民银行发布)

各省、自治区、直辖市、计划单列市计委(计经委)、经委、人民银行分行,国务院有关部门:

为了认真贯彻治理整顿精神,集中有限资金用于国家急需的经济建设,严格控制固定资产投资规模,加强企业债券的计划管理,决定从1990年起,对企业发行债券实行额度申报审批办法,现将有关事项通知如下:

一、本通知中的企业债券,是指企业面向社会公开发行和向企业内部发行的债券。

二、企业发行债券必须在发债上一年度的七月底前,向所在地的省、自治区、直辖市和计划单列市人民银行分行、计委(计经委,下同)申报债券发行计划。人民银行分行和同级计委共同商定编制年度企业债券发行计划,并填制《企业债券发行计划申报表》(见附表一、二),于当年十月底前报中国人民银行总行和国家计委。由中国人民银行总行和国家计委综合平衡后提出全国的企业债券年度发行计划,报国务院批准。

三、全国的企业债券年度发行计划确定后,由中国人民银行总行和国家计委联合将年度企业债券发行控制额度下达到各省、自治区、直辖市和计划单列市人民银行分行、计委。各省、自治区、直辖市和计划单列市要严格执行,不得突破。其中用于固定资产投资的企业债券,必须

纳入国家下达的年度固定资产投资计划规模之内。

四、企业债券发行时的审批程序按国务院的有关规定执行,由企业填报发行企业债券申请表(见附表三、四),报中国人民银行统一审批。其中用于固定资产投资的企业债券(填报附表四),按照现行固定资产投资审批权限规定,属于小型和限额以下的项目,申请表应先报省、自治区、直辖市和计划单列市计委,由各地计委提出审查意见后送同级人民银行分行审批;属于大中型和限额以上的项目,经省、自治区、直辖市和计划单列市计委、人民银行分行签署意见,报国家计委审查后送中国人民银行总行审批。

五、在治理整顿期间,企业不得以发行债券作为筹集新开工项目的资金来源。

企业发行固定资产投资性质的债券,只限于国家计划内、符合产业政策、经过批准的续建项目因各种合理因素造成的资金缺口。

六、为了严格控制固定资产投资的规模,根据目前情况,用于单个技改项目的固定资产投资性质企业债券,发行总额不得超过其投资总额的百分之三十;基建项目不得超过百分之二十,并一律不得超过其自筹投资和国家预算内投资之和。

七、鉴于本通知下达较晚,1990年企业债券发行计划申报表可由各地人民银行分行、计委在1990年2月底前,上报中国人民银行总行和国家计委。附表:

一、一九九 年企业债券发行计划申报表(限额以上、大中型项目)

二、一九九 年企业债券发行计划申报表(限额以下、小型项目)。

三、发行企业债券申请表(一)

四、发行企业债券申请表(二)

表一:一九九 年企业债券发行计划申报表(限额以上、大中型项目)

名 称	发债总额 (万元)	期限(年)	利率 年息	发行对象		备注
				对单位	对个人	
一、企业债券						
其中:						
用于固定资产投资						
①地方企业						
×××						
×××						
②中央企业						
×××						
×××						
用于流动资金						
①地方企业						
×××						
×××						
②中央企业						
×××						
×××						
二、企业内部债券						
其中						
用于固定资产投资						

①地方企业 ××× ×××						
②中央企业 ××× ×××						
用于流动资金						
①地方企业 ××× ×××						
②中央企业 ××× ×××						

表二：一九九 年企业债券发行计划申报表(限额以下、小型项目)

名 称	发债总额 (万元)	期限(年)	利率 年息	发行对象		备注
				对单位	对个人	
一、企业债券						
其中						
用于固定资产投资						
①地方企业						
×××						
×××						
②中央企业						
×××						
×××						
用于流动资金						
①地方企业						
×××						
×××						
②中央企业						
×××						
×××						
二、企业内部债券						
其中：						
用于固定资产投资						
①地方企业						
×××						
×××						
②中央企业						
×××						
×××						
用于流动资金						
①地方企业						

名 称	发债总额 (万元)	期限(年)	利率 年息	发行对象		备注
				对单位	对个人	
×××						
×××						
②中央企业						
×××						
×××						

## 第五节 《中华人民共和国工商企业登记管理条例》有关条款

第二十三条 公司变更登记事项,应当向原公司登记机关申请变更登记。

未经核准变更登记,公司不得擅自改变登记事项。

第二十四条 公司申请变更登记,应当向公司登记机关提交下列文件:

(一)公司法定代表人签署的变更登记申请书;

(二)依照《公司法》作出的变更决议或者决定;

(三)公司登记机关要求提交的其他文件。

公司变更登记事项涉及修改章程的,应当提交修改后的公司章程或者公司章程修正案。

第二十五条 公司变更名称的,应当自变更决议或者决定作出之日起 30 日内申请变更登记。

第二十六条 公司变更住所的,应当在迁入新住所前申请变更登记,并提交新住所使用证明。

公司变更住所跨公司登记机关辖区的,应当在迁入地公司登记机关申请变更登记,迁入地公司登记机关受理的,由原公司登记机关将公司登记档案移送迁入地公司登记机关。

第二十七条 公司变更法定代表人的,应当自变更决议或者决定作出之日起 30 日内申请变更登记。

第二十八条 公司变更注册资本的,应当提交具有法定资格的验资机构出具的验证书。

公司增加注册资本的,应当自股款缴足之日起 30 日内申请变更登记。股份有限公司增加注册资本的,应当提交国务院授权部门或者省、自治区、直辖市人民政府的批准文件;以募集方式增加注册资本的,还应当提交国务院证券管理部门的批准文件。

公司减少注册资本的,应当自减少注册资本决议或者决定作出之日起 90 日后申请变更登记,并应当提交公司在报纸上登载公司减少注册资本公告至少三次的有关证明和公司债务清偿或者债务担保情况的说明。

第二十九条 公司变更经营范围的,应当自变更决议或者决定作出之日起 30 天内申请变更登记;变更经营范围涉及法律、行政法规规定必须报经审批的项目,应当自国家有关部门批准之日起 30 日内申请变更登记。

第三十条 公司变更类型的,应当按照拟变更的公司类型的设立条件,在规定的期限内向

公司登记机关申请变更登记,并提交有关条件。

第三十一条 有限责任公司变更股东的,应当自股东发生变动之日起 30 日内申请变更登记,并应当提交新股东的法人资格证明或者自然人的身份证明。

有限责任公司的股东或者股份有限公司的发起人改变姓名或者名称的,应当自改变姓名或者名称之日起 30 日内申请变更登记。

第三十二条 公司章程修改未涉及登记事项的,公司应当将修改后的公司章程或者公司章程修正案送原公司登记机关备案。

第三十三条 公司董事、监事、经理发生变动的,应当向原公司登记机关备案。

第三十四条 因合并、分立而存续的公司,其登记事项发生变化的,应当申请变更登记;因合并、分立而解散的公司,应当申请注销登记;因合并、分立而新设立的公司,应当申请登记。

公司合并、分立的,应当自合并、分立决议或者决定作出之日起 90 日后申请登记,提交合并协议和合并、分立决议或者决定以及公司在报纸上登载公司合并、分立公告至少三次的证明和债务清偿或者债务担保情况的说明,股份有限公司合并、分立的,还应当提交国务院授权部门或者省、自治区、直辖市人民政府的批准文件。

第三十五条 变更登记事项涉及《企业法人营业执照》载明事项的,公司登记机关应当换发营业执照。

## 第六节 《证监会关于上市公司送配股的暂行规定》

(1993 年 12 月 17 日 证监上字[1993]128 号)

各上市公司:

为加强证券市场管理,使上市公司的运作规范化,现根据《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称“条例”)及有关法规,对上市公司向股东以股票的形式分配股利(即送股)和配售发行股票(即配股)做如下规定:

### 一、上市公司向股东配股应符合以下条件

1. 距前一次发行股票的时间间隔不少于 12 个月;前次发行包括配股等其他发行方式,间隔计算以前次的招股说明书或其他招募文件公布日期到本次配股说明书公布日期的间隔为准;

2. 前一次发行股票所募集的资金用途与当时该公司的《招股说明书》、《配股说明书》或股东大会有关决议相符;

3. 公司连续两年盈利;

4. 近三年无重大违法行为;

5. 本次配股募集资金的用途符合国家产业政策规定;

6. 配售的股票限于普通股,配售的对象为根据股东大会决议而规定的日期持有该公司股票的全体普通股股东。

7. 本次配售的股份总数不超过公司原有总股本的 30%；发行 B 股和 H 股的上市公司，还应遵守有关该类别股份的其他法规的规定；

8. 配售发行价格不低于本次配股前最新公司财务报告中每股净资产值。

## 二、上市公司向股东送股应符合以下条件

1. 已按规定弥补亏损(如果有的话)、提取法定盈余公积金和公益金；

2. 动用公积金送股后留存的法定盈余公积金和资本公积金不少于股本的 50%；

3. 发送的股票限于普通股,发送的对象为根据股东大会决议而规定的日期持有该公司股票的全体普通股股东；

4. 因送股增加的股东额与同一财务年度内配股增加的股本额两者之和不超过上一个财务年度截止日期时的股本额。

## 三、上市公司向股东送、配股按以下程序和要求披露有关信息

1. 董事会制定方案,表决通过之日后两个工作日内通知该公司股票挂牌上市的交易所；七个工作日内在中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)指定的报刊和交易所指定的报刊上公布该次董事会决议,并必须载明“该项决定尚须经股东大会表决”字样。向股东发出的召开股东大会通知的公告日期距股东大会召开之日的间隔不应少于三十天,不多于六十天。

2. 召开股东大会审议并表决发行方案,修改公司章程；发行方案可以根据持股超过 50%以上(或公司章程规定的比例)的股东的意见修改,但必须符合本规定的要求；持该公司 5%以上普通股的主要股东应就接受或放弃配股权利做出声明,并在有关文件中公布；该公司股东大会期间其股票停牌及复牌事宜,应按其股票上市所在的交易所有关规定办理。

3. 上市公司在与交易所协商关于本次送配股的业务安排时,应出具省、自治区、直辖市或计划单列市人民政府根据本规定和国家有关法规做出的复核意见；并在其后三个工作日内在与本规定本条款第一项规定的相同报刊上公布《送配股说明书》(或《配股说明书》、《送股说明书》)。该说明书应包括送配股方案、承销机构与承销方式、送股办法与配股缴款办法、到期未配售的剩余股票的处理办法、股份增加后的资金用途等内容。

4. 上市公司于配股缴款结束之日(只有送股的公司除权除息日)后十五日内在与本规定本条款第一项规定的相同报刊上刊登《股本变动公告书》,载明实际配售和(或)股份划拨结果,包括新增股份总数、配股筹集资金总额、发行费用以及前十名股东名单、董事与高级管理人员持股变动情况等。

## 四、上市公司应在缴款结束之日(只有送股的公司除权除息日)

后三十个工作日内向地方人民政府、其股票上市的证券交易所、

证监会呈报或补足以下材料备案

1. 修改后的公司章程正本；

2. 董事会决议和股东大会决议；

3. 经有从事证券业资格的会计师事务所审计后的年度财务报表,若申请日期距最近的财务年度截止日期超过六个月,还应附经审计的中期财务报表;已呈报过的材料免报;
- 4.《送、配股说明书》(或《配股说明书》、《送股说明书》);
5. 前次发行股票后募集资金使用说明;
- 6.《股本变动公告书》;
7. 地方人民政府、其股票上市的证券交易所、证监会要求的其他材料。

五、在境内发行人民币特种股票(即 B 股)并上市的公司,在决定向股东送配股时,应参照《到香港上市公司章程必备条款》中的相关规定

六、交易所根据本通知的要求对上市公司的送、配股方案进行复核,凡不符合本规定的,有权拒绝办理有关的业务活动

各上市公司及有关单位应认真按以下要求履行自己的义务。对违反本规定的任何单位或个人,证监会将根据《条例》第七章第六十八条至第七十八条的规定进行调查和处罚。

## 第七节 上海证券交易所 可转换公司债券上市交易规则

### 第一章 总 则

第一条 为加强对可转换公司债券上市和管理,规范可转换公司的债券交易、转换股份及其相关活动,促进可转换公司债券交易市场的健康发展,保护投资者的合法权益,根据《可转换公司债券管理暂行办法》等有关法律、法规,制定本规则。

第二条 本规则所称可转换公司债券,是指发行人依据法定程序发行,在一定期间内依据约定的条件可以转换成股份的公司债券。

第三条 本规则所称可转换公司债券上市,是指可转换公司债券经批准在上海证券交易所(以下简称本所)交易市场挂牌买卖。

第四条 本规则所涉专门用语,同《可转换公司债券管理暂行办法》和《上海证券交易所股票上市规则》。

第五条 可转换债券在本所上市,应当遵守本规则。本所依据国家证券法规的规定和本规则对可转换债券发行人及上市推荐人进行监管。

第六条 可转换公司债券的发行参照 A 股的有关规定执行,但上网发行费为可转换公司

债券面值的 0.2%。

## 第二章 可转换公司债券的上市申请

第七条 申请上市的可转换公司债券必须符合下列条件：

- (一)经证券主管部门批准并公开发行人；
- (二)可转换公司债券的实际发行额在 1 亿元以上；
- (三)可转换公司债券的期限在 3 年以上,但不超过 5 年；
- (四)可转换公司债券的利率不超过国家限定的利率水平；
- (五)国家法律、法规及本所规定的其他条件。

第八条 发行人申请可转换公司债券上市,应当向本所提交下列文件；

- (一)上市申请书；
- (二)发行可转换公司债券的批准文件；
- (三)本所会员署名上市推荐书；
- (四)上市公告书；
- (五)可转换公司债券发行结束报告；
- (六)可转换公司债券发行资金到位验资报告；
- (七)报送中国证监会审核的全套文件；
- (八)本所登记公司出具的可转换公司债券托管情况证明；
- (九)本所要求的其他文件。

第九条 发行人向本所申请可转换公司债券上市,其提交的文件应当内容真实、资料完整,不存在虚假或其他可能产生误导的陈述。

第十条 发行人在提出申请至债券获准上市前,未经本所同意不得擅自披露有关信息。

第十一条 本所在收到发行人申请及全部申报文件后 20 个工作日内提出审核意见。

第十二条 本所将审核意见及拟定的上市时间会同相关审批文件一并报中国证监会批准。

第十三条 对符合条件并经复审批准上市的可转换公司债券,由本所出具上市通知书。

第十四条 可转换公司债券上市前,发行人应与本所签定上市协议书,并报中国证监会备案。

第十五条 获准可转换公司债券上市的发行人,须于上市首日前 5 个工作日内至少在中国证监会指定的报刊上公布上市公告书。上市公告书的内容和格式遵照中国证监会规定。

## 第三章 持续性义务

第十六条 获准可转换公司债券上市的发行人,遇有下列情况时,须即向本所报送有关文件,并依规定在至少一种中国证监会指定的报刊上公告。

- (一)新的可转换公司债券或企业债券发行；
- (二)发行人因发行股票、送股等引起股本变动；
- (三)发行人进行收购、兼并或改组等活动；



- (四)发行人召开股东大会、董事会；
- (五)发行涉及发行人的重大诉讼案件；
- (六)本所和发行人认为须报告的其他事项。

第十七条 可转换公司债券上市期间,发行人应在每个会计年度的前 6 个月结束后的 60 日(相当于连续 2 个月)内,向本所提交公司中期报告,在每个会计年度结束后 120 日(相当于连续 4 个月)内向本所提交经注册会计师审计的年度报告,并在至少一种中国证监会指定的报刊上公布。

第十八条 在任何公共传媒中出现的消息可能对可转换公司债券的市场价格产生误导性影响时,当发行人获悉后应立即对该消息作出公开澄清。

第十九条 发行人在定期报告、临时报告公告后,对未表达清楚的事项或含糊的内容,应社会或证券管理部门的要求,发行人应公开说明解释。

第二十条 发行人的信息在正式披露前,公司董事会及董事会全体成员及其他知情人,有责任确保将该信息的知悉者控制在最小范围内。

第二十一条 本所根据有头法律、法规、规定,对发行人的信息进行形式审查,但对其内容不承担责任。

## 第四章 上市费用

第二十二条 获准可转换公司债券上市的发行人须按规定缴纳上市初费和上市月费。

第二十三条 获准可转换公司债券上市的发行人,最迟在上市日的 3 天前缴纳上市初费,并自上市的当月起至终止上市的当月止,按年预缴上市月费。

第二十四条 可转换公司债券上市初费的标准,按上市可转换公司债券总额 0.01% 缴纳,起点 10000 元,最高不超过 30000 元。上市月费按年计收,每月 500 元。

## 第五章 暂停交易及停止交易

第二十五条 可转换公司债券上市交易期间,因披露以下信息一律暂停交易半天。如在交易日内披露,则见报当天暂停交易半天;如在非交易日披露,在见报后第一个交易日暂停交易半天。

- (一)公布本规定第三章第十六条、第十七条信息；
- (二)公布股东收益分配方案；
- (三)其他重要原因。

第二十六条 可转换公司债券上市交易期间,公司分布有关股份变动涉及调整转换价格的信息,暂停交易一天。

第二十七条 可转换公司债券上市交易期间,公司在交易日召开股东大会,暂停交易一天。

第二十八条 可转换公司债券上市交易期间出现下列情况之一时,将停止交易:

- (一)可转换公司债券流通面值少于 3000 万元时,本所立即公告并在 3 个交易日后停止交易；

(二)可转换公司债券转换期结束前的 10 个交易日停止交易;

(三)中国证监会和本所认为必须停止交易。

## 第六章 可转换公司债券的交易、清算

第二十九条 可转换公司债券上市后的交易利用本所股票交易系统进行,投资者买卖上市的可转换公司债券段凭本人股票账户方可办理。

第三十条 可转换公司债券采用记名式无纸化方式发行,投资者持有的可转换公司债券份额在上市前由本所登记公司记入其股票账户内,实行无纸化交易。

第三十一条 可转换公司债券适用于本所的全面指定交易制度。

第三十二条 可转换公司债券交易以 1000 元面值为一交易单位,简称“一手”,实行事手倍数交易。计价值单位为每百元面额。

可转换公司债券申报价格的升降价位 0.01 元,每次申报最低不少于一个价位。

第三十三条 可转换公司债券交易实行 T+1 交收,投资者与券商在成交后的第二个交易日输交割手续。

第三十四条 投资者委托券商买卖可转换公司债券须缴纳手续费,上海每笔人民币 1 元,异地每笔 3 元。成交后在办理交割时,投资者应向券商缴纳佣金,标准为总成交金额的 0.2%,佣金不足 5 元的,按 5 元收取。

券商在本所交易市场从事可转换公司债券交易,须向本所缴纳交易经手费,标准为成交金额的 0.01%。

## 第七章 可转换公司债券的转换股份

第三十五条 可转换公司债券依据招募说明书的约定条件和有关规定,在发行人的普通股股票上市后,可随时转换成发行人的股份。

第三十六条 投资者根据持有的可转换公司债券的面值,按照当时转换价格,向其指定交易的证券经营机构申报转换成公司股票的股份数量。本所登记公司根据托管券商的有效申报,对投资人账户的股票和可转换公司债券的持有数量作相应的变更登记。

第三十七条 投资者申请转换股份的债券面值须是交易单位手的整数倍,申请转换成的股份须是整数股(每股面值 1 元),不足转换 1 股的债券金额,到期还本付息。

第三十八条 转投申请不能撤单。

第三十九条 如投资者申请转换为公司股份的数量大于投资者实际持有的可转换公司债券能转换的股份数,本所确认其最大的可转换股标部分进行转股,申请超过部分予以取消。

第四十条 可转换公司债券申请转换公司股票,投资者在申请的第二个交易日办理交割并确认后,其债券转换成功的股票便可上市流通。

第四十一条 发行人因配股、资本公积转增股本、分红派息而调整转股价格、确定股权登记日期间,本所暂停该可转换公司债券转股,并依据公告信息对其转投价格进行调整。股权登记日后的第一个交易日恢复转股申请,转股价采用经调整的转股价格。

第四十二条 强制性转股的,当达到强制性转股条件时,本所依据发行人公告将持有人可

转换公司债券自动转换成发行人股票,并进行股份登记。

## 第八章 可转换公司债券的赎回和回售

第四十三条 赎回条件满足时,发行人可以全部或按一定比例赎回未转换为股份的可转换公司债券,也可以不行使赎回权。

第四十四条 当可转换公司债券赎回条件满足发行人刊登公告行使赎回权时,本所于赎回日暂停该可转换公司债券的交易和转股。

第四十五条 发行人根据暂停交易后登记在册的债券数量,于赎回日后 3 个交易日将赎回债券所需的资金划入本所指定的资金账户。

第四十六条 本所于赎回日后第 5 个交易日办理因赎回引起的清算、登记工作。

第四十七条 未赎回的可转换公司债券,于赎回日后 1 个交易日恢复交易和转股。

第四十八条 可转换公司债券存续期间,可转换公司债券持有人只能在每一年度回售条件首次满足时行使回售权。

第四十九条 当回售条件每年首次满足时,发行人应当在 2 个工作日内公告。发行人公告后,可转换公司债券持有人可以全部或部分回售未转换为股份的可转换公司债券,也可以不行使回售权。

第五十条 可转换公司债券持有人行使回售权时,应当在公告后的 10 个交易日内以书面形式正式通知发行人。发行人应当在接此通知后的 10 个交易日内,按事先确定的价格及支付方式买回要求回售的可转换公司债券。通知发出后,股价变化不影响回售决定。

第五十一条 当可转换公司债券的回售条件生效后,持有人依公告时间,通过本所交易系统以规定的价格申报卖出。在回售终止日后,由本所统计回售量并通知发行人。发行人根据本所汇总的回售申报量和约定的价格将资金划入本所指定的资金账户。在资金到账后,本所登记公司负责与申请回售的投资者进行资金清算和债券登记。

## 第九章 可转换公司债券的本息兑付

第五十二条 根据本所与发行人签订的上市协议,可以通过本所清算系统代理支付可转换公司债券的本息兑付。

第五十三条 可转换公司债券的本息兑付是指设置强制性转股条件的发行人每年向未转换为股票的可转换公司债券的持有人支付利息,非强制性转股的可转换公司债券发行人向到期未转换股份的可转换公司债券持有人还本付息。

第五十四条 债券持有人领取债券本息,可以像买卖股票一样,向本所会员的营业柜台办理委托领取手续,委托金额为到期实际本金加利息之和。

## 第十章 附 则

第五十五条 本规则未尽事项,本所将及时修订、补充。

第五十六条 本规则解释权属于本所理事会。

第五十七条 本规则经本所理事会讨论通过,并报经中国证监会批准后实行,修改时亦同。

## 第七章 可转换公司债券与中国资本市场

### 第一节 可转换公司债券在我国的尝试

随着我国经济转型的不断推进、深入,中国资本市场受到了充分的重视和积极的培育,在不到十年的时间里,已获得初步的成长,并在我国经济资源配置中发挥着越来越重要的作用。对于可转换公司债券这种已在国际资本市场风行数十年的金融产品,在中国的资本市场,却仍是比较新颖而相对陌生的筹资工具。值得欣慰的是,进入到 90 年代,中国的企业逐渐开始尝试运用可转换公司债券来拓展资金来源渠道,解决资金短缺的问题,从 1991 年 8 月起,先后有琼能源、成都工益、深宝安、中纺机、深南玻等企业在境内、外发行了可转换公司债券。其中,琼能源、成都工益两家公司是用其发行新股,前者获得 3000 万元中的 30% 的转股成功,并于 1993 年 6 月在深圳证券交易所上市;后者于 1993 年 5 月实现转股,于 1994 年 1 月 3 日在上海证券交易所上市。深宝安、中纺机、深南玻则是发行针对已上市的 A 股或 B 股股票的可转换公司债券。这三家可转换公司债券的发行、交易与转股等情况各有不同,对三家公司所筹资金的运用效果产生了不同的影响。更有深远意义的是,可转换公司债券在中国资本市场的初步尝试为其在今后进一步的试点与推广,提供了极为有价值的教训与经验。本节主要将介绍上述三家上市公司可转换公司债券的发行与运作情况,并试图揭示其留给人们的种种启示及其所反映的有待今后加以解决的问题。

#### 一、宝安可转换公司债券:发行成功,转股失败

中国宝安企业(集团)股份有限公司是一个以房地产业为龙头、工业为基础、商业贸易为支柱的综合性股份制企业集团,为解决业务发展所需的资金问题 1992 年 10 月,经公司特别股东大会审议通过,并经中国人民银行总行、深圳市人民政府同意及有关主管机关的批准,由中国银行深圳信托咨询公司为总包销商,招商银行等七家机构为分销商向社会发布公告将发行可转换公司债券。1992 年底,发行获得成功,并于 1993 年 2 月 10 日在深圳证券交易所挂牌交易。宝安可转换公司债券成为迄今为止我国资本市场第一张也是唯一的一张 A 股上市可转换公司债券。

宝安可转换公司债券的主要发行条件是：发行总额为伍亿元人民币，向国内公开发行；期限 3 年（1992 年 12 月—1995 年 12 月）；票面利息率为年息 3%，每年付息一次；按面值每张 5000 元人民币发行；规定债券持有人可在 1993 年 6 月 1 日起至债券到期日前将可转换公司债券转换为该公司人民币普通股，并享有该公司原有股份的同等权益。转股价格为每 25 元面额的可转换公司债券可转换宝安普通股 1 股；若在 1993 年 6 月 1 日前该公司增加新的人民币普通股股本，按下列公司调整转换价格：

$$\text{调整价格} = \frac{(\text{调整前转换价格} - \text{股息}) \times \text{原股本} + \text{新股发行价} \times \text{新增股本}}{\text{增股后人民币普通股总股本}}$$

同时还规定，该公司有权在可转换公司债券发行期满两年半后至到期前的半年内，以每张 5150 元的价格随时赎回可转换公司债券。

宝安可转换公司债券发行时有关情况是：

由中国人民银行规定的三年期银行储蓄存款利率为 8.28%，三年期企业债券利率为 9.94%，1992 年发行的三年期国库券的票面利率为 9.5%，并享有规定的保值贴补。据其发行说明书，可转换公司债券所募集的 5 亿元资金主要用于：①支付购买武汉南湖机场及其附近工地 270 万平方米的土地款及平整土地费用，开发兴建高中档商品住宅楼。②购买上海浦东陆家嘴金融贸易区土地 1.28 万平方米，兴建综合档的宝安大厦。③投资开发深圳盐田港区卫星城基础设施及商用土地。海口秀英街的商业街改造工程，投资平盐铁路。④开发生产专用集成电路，生物工程基地建设，仓储区的扩建与企业的技术改造等。可见资金运用主要以房地产开发与工业项目投资，而当时全国正处于房地产开发热潮之中。

宝安可转换公司债券发行条件具有以下几个特征：

①溢价转股：可转换公司债券发行时宝安 A 股市价为 21 元左右，转换溢价为 20% 左右。

②票面利率较低：3% 的票面利率相对于同期的企业债券利率低了近乎 7 个百分点，可使宝安公司的资金利率成本下降了 200% 多。比较国外企业可转换公司债券票面利率段比同质的普通公司债券利率低 1 到 2 个百分点的做法，宝安可转换公司债券设计的票面利率是偏低的。

③期限较短：宝安可转换公司债券的期限设计为 3 年，而其资金投向却主要是超过三年的中长期项目。若债券到期时未能实现转股，而资金投入却尚未能有产业回报，发行公司将可能面临偿还巨额本金的资金压力。

④未规定债券赎回的转股价格上限：虽然，按宝安可转换公司债券的发行条件，公司有权在最后半年内以 5150 元的溢价赎回债券，但在转股价格上无上限规定，因此在理论上说，债券持有人在两年的可自由实现转股的期限内，随公司股票价格上涨所能获取的收益不受限制。

⑤转股价格的合理调整规定时间限制：按国际惯例，可转换公司债券的转换价格在当基准股票受诸如分送红股、低价配股、股票拆细与合并等情形下的人为稀释时，可按既定的规则调整股票价格，然而，宝安可转换公司债券的设计条件规定，在可转换公司债券发行的半年内（即 1993 年 6 月 1 日之前），公司增发新股可按给定的调整公式进行价格调整，而对此段期间以后新发股票的价格调整，发行公告书则未予说明与规定。实际上，宝安公司在 1993 年上半年曾派股利每股 0.09 元并按 1:1.3 送红股，因此按上述公式，可转换公司债券的转换价格调整为：

$$[(25 - 0.09) \text{元} \times 26403 \text{万股} + 1 \text{元} \times 0.3 \times 26403 \text{万股}] \div (1.30 \times 26403 \text{万股}) = 19.392$$

元,而在 1993 年与 1994 年度宝安公司的公红方案分别是 10 送 7 股派 1.22 元和 10 送 2.5 股派 1 元,其可转换公司债券的转股价格则没有作相应调整。

宝安公司可转换公司债券的上述高溢价转股、低票面利率、短期限以及不完全的转股价格调整等设计特点,应该说归因于当时的股票市场持续的大牛市行情和高涨的房地产项目开发的热潮以及宝安可转换公司债券设计者对转股形势和公司经营业绩过于乐观的估计,但是,若考虑到中国经济在相当长的时期内将处于转型期,经济前景与股票市场将不可避免地存在着不确定性与异常波动,宝安可转换公司债券作为我国针对上市股票的首次可转换公司债券尝试,它的发行条件与设计特点就并非没有值得商讨和进一步完善的余地。当 1993 年下半年和 1994 年起,出现了宏观经济紧缩,大规模的股市扩容及由此引起长时间的低迷行情、房地产业进入调整阶段等一系列的形势变化,宝安可转换公司债券在后来所面临的转股困难就不能说是完全在意料之外。因此,从现在看来,宝安可转换公司债券在设计方面存在的缺陷是最终导致其转股失败的根本性原因。当然,处于发展时期的中国股票市场出现那样的激烈波动,也的确是任何人所意料不到的。

宝安可转换公司债券于 1993 年 2 月 10 日在深交所正式挂牌上市,此时正值股市处于高度投机之中,面值一元的宝安可转换公司债券在上市当天的开盘价就高达 1.50 元/张(相应的宝安 A 股转股价为每股 37.5 元),并迅速被炒高至 2.67 元/张的历史天价。宝安 A 股在 2 月 8 日亦曾升至 33.95 元的最高纪录,随后,宏观紧缩、股市的高速扩容、大规模的国债发行等因素触发了股市的长期低速行情、宝安 A 股市价一路下跌,1993 年 7 月宝安股价跌至 13.70 元,后来甚至一度跌进每股五元以内。到 1995 年 12 月 29 日,宝安可转换公司债券摘牌的前一天宝安 A 股的收盘价更降至 2.84 元。由于此时转股已失去实际意义,宝安可转换公司债券,随之一路下跌,1993 年 7 月 20 日跌至 0.81 元,最低曾跌到 0.78 元,直至最后在到期日以 1.02 元摘牌。其间的可转换公司债券价格已完全与宝安股价及转股价格失去关联,而由其作为普通公司债券的预期收益率来决定。宝安可转换公司债券与 A 股价格走势参见(图 7.7.1 与图 7.7.2)。

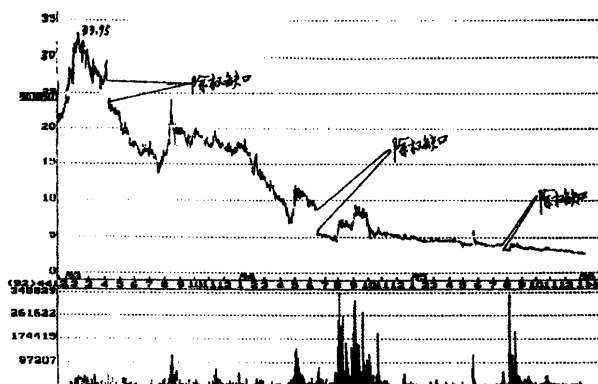


图 7.7.1 宝安股票 1993 年 1 月 3 日——1996 年 1 月 26 日日线图

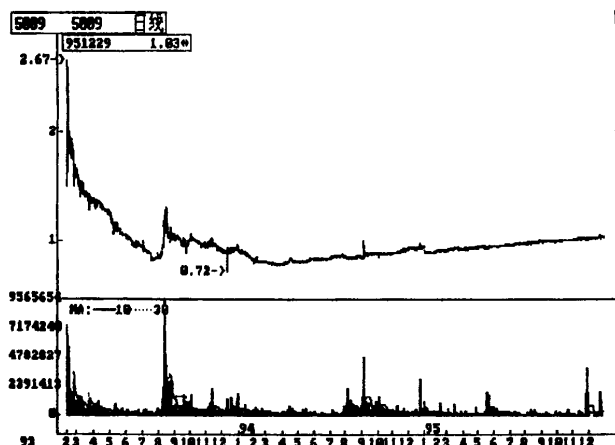


图 7.7.2 宝安可转换公司债券 1993 年 2 月 10 日——1995 年 12 月 29 日日线图

宝安可转换公司债券的最终转股情况因此就不难想象,到宝安转债摘牌,转换为股票的共计 1350.75 万元。按每股 19.392 元的转换价格计算,转换为宝安 A 股 691584 股,实现转换部分占发行总额的 2.7%。如此低的比率恐怕大大出乎当初宝安可转换公司债券发行决策者的意料,亦是与宝安公司经营者的意图和愿望背道而驰。毫无疑问,宝安可转换公司债券的转股结果是一个彻底的失败。

转换失败以及由此带来的巨额资金的偿还给宝安公司经营带来的压力和负面影响是不言而喻的。在短期内,要一个企业一下子拿出近 5 亿元的现金的确是困难的。据宝安公司 1995 年度的财务报告反映,为了这笔巨资的偿还,该公司不得不提前一年着手准备,确保资金到位,其间不得不放弃许多的投资获利机会。宝安公司在经营上也被迫作出了很大的调整。这些都成为宝安公司该年度经济利润下降的直接原因。值得庆幸的是,宝安公司最终还是经受住了这场考验,顺利完成了可转换公司债券的还本付息工作,按期将现金兑付给了宝安可转换公司债券的持有人,避免了任何的债券违约纠纷的出现。这对于该公司的企业信誉,是有着积极意义的。

对于宝安公司是否应该在后来继续对宝安可转换公司债券的转股价格作出调整,以促进转股,存在过一些争议。有人认为,宝安可转换公司债券的发行说明书并没有明确 1993 年 6 月 1 日以后不作调整。宝安公司因而就可以随发行新股继续调低转换价格。事实上,这个问题远非如此简单和随意,而是牵涉到一系列严肃而又复杂的问题。首先,这涉及到可转换公司债券的发行规范问题,宝安可转换公司债券的发行说明书只说明 1993 年 6 月 1 日之前进行转换价格调整,相应就产生了排除此期间以后的价格调整可能性的默认,这是有法律意义上的严肃性的。因此,在约定的调整期限之后就不能再对转换价格作出调整。按照国际惯例,换转价格也可事先确定向上调整,但宝安可转换公司债券的发行说明书并无类似的规定,因此当股价大幅上涨超过转换价格时,发行公司就无权将转换价格上调。同理,当股价下跌时,发行公司也不能在发行说明书没有规定的情况下,向下调整转换价格。

其次,宝安可转换公司债券事先已在 1993 年 2 月 20 日在深交所上市交易,撇开投机因素不谈,主要是因为可转换债券持有人在以发行说明书所规定的各项要素的基础上形成了对可转换公司债券的投资价值预期,在二级市场上进行交易和投资。如果在 1993 年 6 月 1 日以后再按股价情况对转换价格作调整,势必意味着对发行说明书既定内容的调整和修改,而这种修改就直接是宝安可转换公司债券本身投资价值的变动。这个变动对在此之前已着手在二级市场进行交易的投资者是不公平的。现在的可转换公司债券持有者会因获利而乐意接受转换价格调整,而那些事先低价转让了可转换公司债券的投资者就会不满,因为他们事先不知道转换价格居然还会再作调整,从而使他们事先所估计的可转换公司债券的投资价值产生了变动。所以,这是一个极其敏感易引起纠纷的问题,必须慎重对待。

最后,即便仅仅从技术角度来看,以价格调整来促使转股也是行不通的。根据宝安公司 1993 年度和 1994 年度的分红派息方案,按照既定的(也是规范的)转换价格调整公式,宝安可转换公司债券的转股价格可以继续被下调为 10.6894 元/股(1994 年)和 7.515 元/股(1995 年)。但比较宝安 A 股在 1994 年与 1995 年的市价(基本维持在 5 元左右)还是相距甚远,换股仍是不合算的。前面已经提及,其间宝安可转换公司债券的市价已由可转换公司债券作为普通公司债券的预期收益来决定。继续下调转股价格仍然无法改变这种情形,因此,促进转股的希望还是会落空的。

宝安可转换公司债券的转股虽然是失败的,但是,对于宝安公司而言,从总体上来看,这次发行可转换公司债券的尝试也并不意味着导致完全的损失。毕竟宝安可转换公司债券为该公司提供了利息仅为 3% 的三年期资金来源,如果不是完全投资于那些长期性的项目,应该能从这笔低成本资金获得较高的投资收益回报。但对于宝安可转换公司债券的投资者来说,损失是确定无疑的。对于以面值认购的投资者,持有宝安可转换公司债券就有直接的利息损失,而对于那些在宝安可转换公司债券上市初期从市场上以高于面值甚至以两倍以上价格购买可转换公司债券的投资者,损失就更大。这种结局的原因,除了前文所涉及的诸如股市异常波动、可转换公司债券设计的缺陷等因素,投资者本身对可转换公司债券性质的认识不足也是其一。对于当时的证券市场,任何能够上市的金融新品种(比如认股权证),在投资者“抢先”心理的趋使下,无一例外地受到热烈的推崇。在宝安可转换公司债券的上市初期,不断被人为炒高至极高的价值。投资者在近乎疯狂的投机气氛中,根本不顾及可转换公司债券本身特定的收益与风险特征,当然也不可能理会宝安可转换公司债券设计存在的缺陷。那样所谓“活跃的市场表现”,不如说成是非理性的投机。股市下跌风潮渐息之后,随即便是所蒙受的投资损失,直接反映了投资者投资理念和金融知识的不足。

## 二、中纺机境外可转换公司债券:不尽人意

中国纺织机械股份有限公司是以生产纺织机械、通用机械等为主业的股份制公司,在国内外久负盛名。1992 年发行股票时 A 股发行价 3.8 元,B 股发行价折算人民币则达到 4 元,是当时唯一一家 B 股发行价超过 A 股的公司。中纺机于 1993 年 11 月 19 日在瑞士发行了 3500 万瑞士法郎的 B 股可转换公司债券,成为我国首家尝试以可转换公司债券在国际资本市场筹措资金的企业。

中纺机瑞士法郎可转换公司债券的主要发行条件如下:发行总额为 3500 万瑞士法郎,在



瑞士债券市场和私募发行;债券期限为5年(1993年12月——1998年12月);票券面额为每张50000瑞士法郎;债券持有人在1994年1月1日至1998年12月11日期间内可按每股0.43美元的转换价格转换成中纺机的B股股票,转换以1美元兑1.50瑞士法郎的固定汇率进行;债券持有人有权在从1996年9月15日至1996年10月15日的期间内作出通知的情况下,要求发行公司于1996年12月31日提前买回债券,回售价格为面值的110%;发行公司也可以在B股股价持续30个交易日为转换价格150%以上的情况下,以票面的101%到104%的价格在1997年12月31日之前赎回债券。

本次可转换公司债券发行由瑞士银行为总干事承销公司,上海申银证券公司为副总干事承销公司,其他承销公司包括摩根斯坦利、瑞士信贷银行、获多利财务公司等海外投资机构。

由中纺机的可转换公司债券发行条件来看,可转换公司债券设计有以下一些特点:

①以溢价转股:1993年11月19日前5个交易日中纺机B股平均收盘价为0.408美元,而可转换公司债券规定的转换价格为每股0.43美元,升水比率为5.4%。

②无转股限制期:可转换公司债券于1993年11月起发行,1994年1月1日即可进行转股,基本上不存在着对转股的期限限制。

③规定有转股的价格上限:即当中纺机B股价格连续30日高于转换价格的150%时,发行公司有权以一定的价格赎回债券,此规定旨在促使转股。

④附有债券持有人的期前回售期权:债券持有人在所规定期间内发出通知时,有权在1996年12月31日前以溢价将债券回售给发行公司。

⑤票面利率较低:一方面由于瑞士国内本来就有较低的利率水平,另一方面则由于上述债券持有人的期间回售期权,因而中纺机可转换公司债券的票面利率仅为年息1‰。若债券持有人行使期前回售期权,发行公司则需以110%的溢价支付,这可使债券的收益率提高至4.108%。

中纺机B股瑞士法郎可转换公司债券基本上是根据国际通行的惯例及当时瑞士债券市场的基本情况来设计的发行条件,应该说是能被发行公司与投资者所愿意接受的。事实也证明了这一点。由于中国经济的成功发展以及当时中纺机的经营业绩,瑞士投资者对来自中国企业首次发行的可转换公司债券反应非常热烈。分别在日内瓦和苏黎世举行的发行推介会都收到良好的效果,认购数大大超出了发行总量。正式发行签约前在“灰色市场”的交易也十分看好,当日开盘就上涨12%,至收盘时则上涨了19%。到11月19日的正式签约,中纺机的B股可转换公司债券发行获得巨大成功。这对中国企业不断开拓新的融资途径和融资市场的探索,无疑具有一定的积极意义。

然而,时至今日,中纺机境外可转换公司债券的转股情况却不如人意,看来已必定将不幸地重蹈宝安A股可转换公司债券的覆辙。

中纺机公司近三年来受行业不景气,原材料价格上涨的影响以及经营管理上存在的问题,效益急剧下降,1995年度的利润则降到历史最低点,境内审计净利润仅为每股1厘2毫。再加上中国B股市场本身所存在的一系列问题,目前中纺机B股市价已跌到0.160美元以下,1996年6月14日更降至0.126美元。虽然其转股价格已根据送股情况调整为0.33美元/股,但两者仍有相当的距离,投资者转股已不可能(中纺机可转换公司债券和B股价格走势见图7.7.3与图7.7.4)。而按照可转换公司债券的发行条件,债券持有人可于今年9月起行使期前回售权,预计这将是绝大多数可转换公司债券持有人的选择。因此,中纺机今年下半年将

面临偿还债券本金并支付溢价的巨大压力。

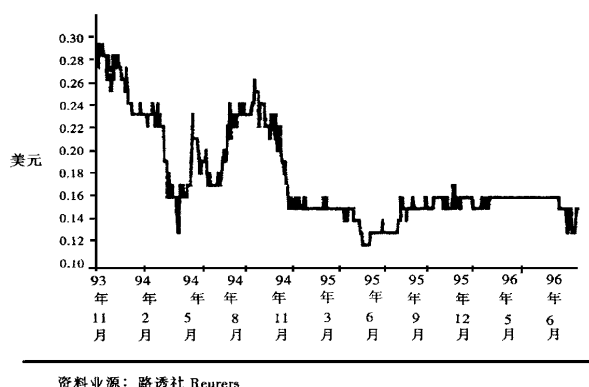


图 7.7.3 中纺机 B 股走势

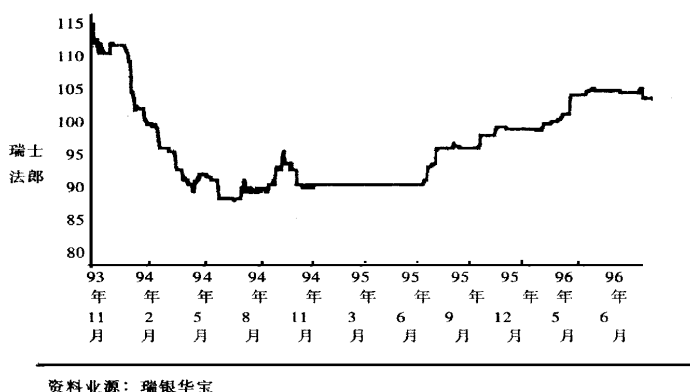


图 7.7.4 中纺机可转股债券走势

更为严重的是,中纺机因发行可转换公司债券而产生了巨额损失。中国企业往往都没有经常性的瑞士法郎收入,中纺机偿还瑞士法郎债务只能通过美元兑换,然而,1993 年底发行可转换公司债券时瑞士法郎兑美元约为 1.5:1,目前则上升至 1.2:1,根据中纺机财务报告反映,1993 年底债券折合 1.37 亿元人民币,1995 年底则升至 2.22 亿元人民币。仅在 1995 年,根据

境外审计应提取可转换公司债券赎回费用准备 1703 万元,可转换公司债券汇兑损失为 3236 万元,总计因可转换公司债券损失近 5000 万元。这种损失对于中纺机已不断下滑的业绩状况无异于雪上加霜。

当然,这种汇兑损失在很大程度亦归因于 1994 年的汇率并轨。至于中纺机对所筹资金的运用情况受资料限制尚不得而知,据报载该公司有关财务人员称,可转换公司债券所募资金实际上并未动用,而是兑成美元一直存在银行。虽然这种作法可以免除还本时的资金困难,但花费财力发行海外可转换公司债券,却未能取得资金运用的效益,白白遭受巨大损失,的确是令人遗憾的。

### 三、南玻集团:初见转股成功的希望

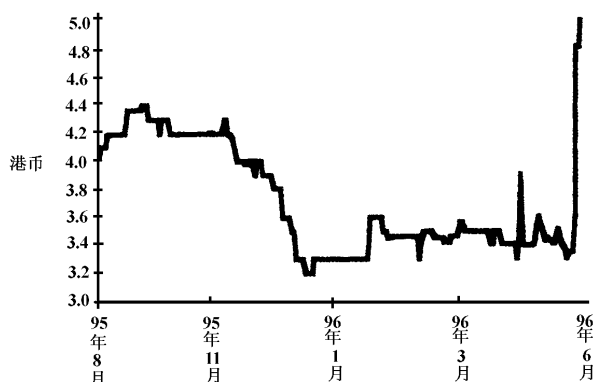
1995 年 6 月 30 日至 7 月 6 日,中国南玻集团股份有限公司在瑞士资本市场发行了 4500 万美元的 B 股可转换公司债券,这是我国首家经政府管理部门正式批准的海外可转换公司债券发行。在此之前的中纺机的类似发行则未经过国家的有关规定,因而在 1993 年底受到国家外汇管理局以及中国证监会的通报批评。南玻集团早在 1993 年下半年即开始准备可转换公司债券的发行事宜,并与国家有关主管部门进行了协商,于 1994 年 3 月在北京召开“B 股可转换公司债券”研讨会,明确了可转换公司债券对于我国企业的作用与意义。三家国家主管机构对发行可转换公司债券共同担负审批责任,即国家计委管立项,国家外汇管理局管发行价格,中国证监会管理转股。1994 年 10 月经国务院批准,选择并确定南玻集团作为瑞士资本市场的试点,上海轮胎橡胶集团被同时确定为欧洲资本市场的试点企业。同月,南玻集团正式发函邀请瑞士银行担任此次发行的总干事承销公司。与中纺机所发行的 B 股瑞士法郎可转换公司债券有所不同,南玻集团本次在瑞士债券市场发行的是以美元标价的可转换公司债券。南玻 B 股美元可转换公司债券的主要发行条件为:发行总额是四千五百万美元,在瑞士以私募形式发行;债券期限规定为 5 年(1995 年 7 月 17 日—2000 年 7 月 17 日);票面利率为年利率 5.25%,每年 12 月 31 日以美元计息,第一次为 1995 年 12 月 31 日,最后一次为 2000 年 7 月 17 日;债券面值为每张一万美元;初始转换价格为每股 5.15 港元,此价格是由债券发行前在深圳交易所 7 个连续交易日内南玻 B 股平均收盘价的 5.1%的溢价确定;转换 B 股的初始汇率为 1 美元兑 7.736 港元;转换价格及汇率都可依据债券发行有关条款所规定情形加以修正和调整;转换期限规定在 1995 年 8 月 2 日至 2000 年 6 月 29 日;债券持有人期前回售权规定的 1998 年 8 月 31 日以 108.625%的溢价(此时债券收益率为 7.79%);如在 60 个交易日内,股价为转换价格的 160%以上,每日交易量在 100 万美元以上,则发行公司有权以一定溢价提前赎回债券,此溢价随上述情形发生的时间及税收情况而有所不同。

值得一提的是,南玻集团参与国际资本市场在时机选择上有一定的成功之处。90 年代以来,欧洲及瑞士的可转换公司债券市场有了很大的发展,随着“新兴市场热”的出现,许多亚洲及南美洲新兴市场的发行人开始涉足瑞士可转换公司债券市场。另一方面,1993 年底美元利率降至 30 年来的最低水平,到 1994 年,美联储为了对其国内通货膨胀的扼制,连续六次提高利率,然其时南玻集团发行美元可转换公司债券尚处于立项审批阶段。到了 1995 年 7 月初,美联储作出决定,将联邦储备利率下调 0.25 个百分点,此为 1992 年 9 月以来美联储首次降低短期利率,被认为是美国货币政策在近阶段的重大变化。而在此之前,人们对美联储的降息亦

早有预期,一些新兴市场的股市因墨西哥金融危机的调整期结束后,亦有所回转,国际可转换公司债券市场有所复苏。南玻集团密切关注了这些情况,采取有力措施,最终促成其可转换公司债券的发行时间安排在 1995 年 7 月 15 日之前。

此次发行由瑞士银行担任总干事承销公司,德意志银行瑞士分行担任副总干事承销,另外包括美林集团及摩根建富集团在内的 14 家外国投资银行担任分销公司。南玻集团分别于 1995 年 6 月 30 日和 7 月 3 日在香港和苏黎世举行了两次发行推介会,着重对其所投资的超薄浮法玻璃项目建设情况、财务安排、市场预测作了说明和介绍,收到良好效果。7 月 4 日至 5 日可转换公司债券正式发行,首日由瑞士银行告知,债券已被以发行总量 1.5 倍超额认购,在灰色市场的交易价格亦升至 100.5 美元。南玻可转换公司债券的最终包销安排是:瑞士银行包销 3260 万美元,德意志银行包销 400 万美元,其余 14 家投资银行各包销 60 万美元。从南玻可转换公司债券的发行情况来看,上述该债券的价格设计是接受市场需要的,其资金成本亦能够控制在南玻集团可承受的范围内。

从目前来看,南玻集团 B 股可转换公司债券的转股情况是比较乐观的。截止 1995 年底,已有涉及 141 万美元的债券持有人提出转股申请并成功转股,占发行总额的 3.1%,而此时距债券持有者的回售期(1998 年 8 月 31 日)尚有至少两年半的时间。南玻可转换公司债券的转股价格经合理调整为每股 3.96 港元,而在 1996 年 6 月 14 日,南玻 B 股的成交价已达到 4.53 港元,债券投资人若进行转股所获得的收益可以说是丰厚的。随着目前深圳市旨在活跃 B 股市场的有关措施的出台,深交所 B 股市价应有进一步的回升(南玻可转换公司债券和 B 股价格走势见图 7.7.5 与图 7.7.6)。因此可以断言,南玻集团 B 股美元可转换公司债券实现成功转股是极有可能的。若真如此,可转换公司债券这种金融工具在中国企业的尝试,可以说已取得了第一次的成功。



资料来源: 讯流Datastream

图 7.7.5 南玻 B 股走势

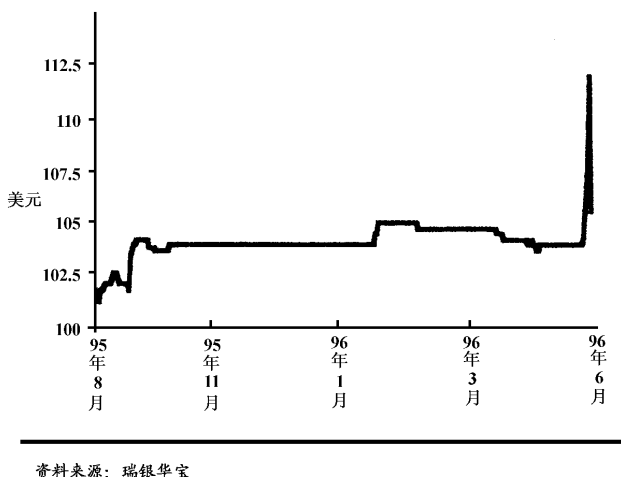


图 7.7.6 南玻可转股债券走势

#### 四、经验与教训的总结

在中国引入可转换公司债券这种金融工具,无论对于企业还是我国证券市场的发展都有着重要的意义。对于企业而言,发行可转换公司债券有助于其拓宽资金来源渠道,获取较低成本的资金,实现企业多元化筹资。传统的依靠国家拨款与银行贷款等融资方式,由于没有形成出资人对企业经营的有效制约机制,使资金使用效率低下,不利于我国经济走集约型的发展道路。而企业资金短缺的情况仍然普遍存在,在国家宏观紧缩的情况下尤为严重。利用可转换公司债券,可以在国际、国内资本市场筹集到较低成本的资金。特别是对于一些上市公司,以往的配股增资的方法近来已被广大投资者视为一种“圈钱”运动而加以抵制,而采用可转换公司债券融资则开辟了新的资金来源渠道,缓解其资金不足的困难。在另一方面,发行公司能在规定期限内,合理有效地利用所筹资金,不仅能创造良好的经济效益,还可吸引投资人最终把可转换公司债券转换为股票,增加公司的自有资本,促进企业的扩大和发展。因此,可转换公司债券对于促进上市公司的经营效率也有一定的积极作用。

对于我国年轻的证券市场,可转换公司债券可为投资者增加投资机会,更好地满足投资者以最小风险获取尽可能高收益的投资目标、也为证券市场增加了可交易的金融品种,可以起到活跃市场,促进其发展的作用。通过在海外对发行可转换公司债券,还有助于我们了解、掌握国际证券市场的运作,加速我国证券市场与国际的接轨。

然而,上述这些作用与意义最终依赖于可转换公司债券在我国资本市场的成功实践,不论可转换公司债券在国外是如何地流行,如何的有效,要把它成功地纳入我国资本市场的融资工具体系,需要我们正确地“拿来”。因此,从这个角度来说,以上所介绍的三家上市公司在利用

可转换公司债券方面,无论其最终的运用效果如何,都是极有意义的。他们的教训与经验,将为可转换债券在我国的试点和推广提供有益的启迪。事实上,单单从宝安集团、中纺机、南玻集团这三个案例中,我们已经能够看到由失败不断走向成功的进程。

考察和分析三家上市公司运用可转换公司债券的案例,至少在以下几个方面有助于我们有更深刻的认识:

### 1. 发行条件的合理设计是成功运用可转换公司债券的关键

可转换公司债券发行条件的设计是其能否成功发行与转股的关键,也是发行公司以期所筹措的资金能否取得最佳经济效益的重要因素。发行条件设计不仅要使可转换公司债券具备一定的投资吸引力,还要符合发行公司提高经营业绩、保证其财务结构的安全性,最终有助于发行公司实现其既定的筹资目标。

影响可转换公司债券收益与风险结构的参数较为复杂,因此发行条件的设计也较一般债券与股票的设计远为复杂,其中不仅包括利率、期限、转换价格、转换时间等,还包括对转换价格进行必要调整的条款。宝安集团的 A 股可转换公司债券在设计中对送配股情况下对转换价格的合理调整,进行了一定的限制,不能不说这种设计存在着一定的缺陷。

按照国际惯例,可转换公司债券还可以规定诸如发行公司早赎权条款、早赎保护期、投资者期前回信条款、期前回售期限等,对可转换公司债券融资双方的收益与风险作一定的调整,即使这两者之间保持合理的“宽度”,保证可转换公司债券这种金融产品所特有的灵活性,又有利于融资双方积极性的保护与可转换公司债券市场长远发展的维护。这也正是可转换公司债券能在全世界广为接受并日趋流行的重要因素。我国今后的可转换公司债券发行设计中,也应利用和规定这些条款。我们注意到,中纺机与南玻集团的境外可转换公司债券设计有类似的条款,而宝安可转换公司债券则没有这样的规定,事实上强化了投资者的利益损失,因而是比较令人遗憾的。

总的来说,可转换公司债券设计需要针对市场利率状况及趋势、股价以及汇率的波动情况甚至国内通货膨胀、政府经济政策动向、公司的长远经营业绩趋势等一系列复杂多变的因素进行评估,在权衡投资者的收益要求、公司的债务风险承受能力、公司原股东的权益三个方面的基础上。对发行条件进行谨慎的论证和确定。

### 2. 选择有利的发行时机是可转换公司债券发行与转股成功的重要因素

实际上,对可转换公司债券发行时机的选择可以被视为隐性的发行条件,虽然它不会明确体现在可转换公司债券的发行条款内,但可转换公司债券发行时特定的基准股票的股价水平和市场利率水平对投资者的预期收益和风险结构所产生的影响与明文确定的发行条件对其所起的影响是一样的。一般来说,当股市处于由低迷趋于上升的时期明显有利于可转换公司债券的发行与转换,而当人们普遍处于市场利率下降时也更有助于投资者对可转换公司债券的认同。

宝安可转换公司债券发行时正值中国股市处于持续的牛市阶段,虽然在投资者狂热的投机心理驱使下,发行时取得了成功,但当股市不断趋于下跌的情况下,注定了宝安可转换公司债券的转股遭到彻底的失败。从总体上来说,宝安可转换公司债券在发行时机上的失误是其转股失败的根本原因。

南玻集团在发行时机选择上的可取之处在于,一方面国际投资机构从 1995 年起逐渐走出了墨西哥金融危机的阴影,对新兴市场的投资信心有所恢复。另一方面,由于美元利率在连续

上扬之后,人们逐渐对美联储降低利率形成预期。南玻集团充分抓住了这两个有利时机,从而在一定程度上消除了由于中纺机B股瑞士法郎可转换公司债券不尽人意的市场表现给国际投资者带来的消极心理影响,一举取得在瑞士债券市场的发行成功。

从更完整的意义上来说,可转换公司债券发行时机还应包括发行公司内部的一些因素。例如公司所处的成长阶段、负债水平以及所投资项目的产品市场需求等等。如果本企业所处的行业处于衰退阶段、负债比例过高、产品市场处于竞争期和饱和阶段,就不应该采取可转换公司债券来进行大规模的资本扩张。这方面中纺机可转换公司债券筹资的案例就是一个很好的教训。五年来,纺织行业以及纺织机械行业一直处于不景气或者说处于调整时机,以致该公司所筹资金一直未能找到合适的投资机会而白白闲置,最终因各种因素造成了亏损。

### 3. 发行公司的选择是运用可转换公司债券筹资取得效益的有效保证

可转换公司债券首先是一种无担保、无追索权的公司债券,对于投资人来说存在债权的违约风险。再加上由于可转换公司债券的票面利率一般低于同等资信质量的普通的公司债券利率,这部分收益损失需通过可转换公司债券中的股票期权的价值来补偿,为了保证基本的公平性,对发行公司的股票潜在增值能力有一定的要求。因此,国家的证券监管部门应对可转换公司债券发行公司进行严格的资格审查。而目前我国企业普遍面临着经营效益不佳、负债沉重等问题,建立与完善企业经营机制工作几年来也一直未能取得明显进步,这些问题也存在于一些上市公司。因此,尽管许多上市公司由于目前较高的资金贷款利率,对通过可转换公司债券发行获取低成本的资金会有很高的热情,但现阶段的可转换公司债券发行试点,“有条件地选择”是必须的。首先需要考察发行公司是否有有效的约束机制,还要考虑到该公司的规模经营业绩、偿债能力、外汇收支平衡能力、企业股票的市场表现、已筹资金的使用情况、投资项目的可行性报告等方面的情况。如果发行公司对其所筹资金经营不当而导致还债困难,将导致信用危机的产生。这最终将会使可转换公司债券的后续发行或是无法进行,或是市场反映冷淡,严重时则会影响我国企业的海外声誉,阻碍我国企业进一步参与国际资本市场,还会使可转换公司债券在我国的推广中途夭折。

另外,选择可转换公司债券还可以同国家的产业政策结合起来,对于一些国家重点扶持产业、成长性较好的企业,比如公用事业企业、高科技行业企业,可优先考虑以此方式融资。

另外,三家上市公司在境内外发行可转换公司债券的探索在关于我国的证券监管及证券市场的规范发展等方面提出了一些新的问题。可转换公司债券在我国资本市场的出现,根本上应归因于我国改革开放的不断深入,社会主义市场经济的实际活动日益多元化和国际化的发展。这在客观上要求我国的经济、金融法律体系与监管方式日益健全与完善,不断与国际惯例接轨。由于可转换公司债券兼具债券和股票的双重特性,是一种混合性的金融工具,我国上市公司对可转换公司债券的利用实践,已突破了我国现有的证券及外汇外资管理框架,对我国证券市场规范化和国际化的发展,提出了进一步的要求与挑战。在宝安可转换公司债券发行之后,沪深两地都曾有家上市公司提出可转换公司债券的发行方案,如深华源和琼民源分别在1994年和1995年提出的可转换公司债券发行申请,均因缺乏现行的管理办法而被迫搁浅。具体来说,我国可转换公司债券试点所牵涉到的有关证券监管、立法与规范问题表现在以下几个方面:

(1)关于可转换公司债券管理的协调与衔接。当前我国对债券的管理由中国人民银行实施,股票管理则属中国证监会的“辖区”,若在境外发行外币可转换公司债券所涉及的外汇外

债,则须国家外汇管理的审查和批准。对可转换公司债券这种似债非债,似股非股的混合型金融工具,在管理上需要协调和统一。1994年3月,在北京召开的B股可转换公司债券小型研讨会明确了由中国证监会、国家计委和国家外汇管理局三家国家主管机关共同管理境外可转换公司债券的发行,从而决定了在现行试点阶段,境内企业发行B股可转换公司债券只能由多部门综合管理的特点。通过南玻集团的发行试点和探索,已基本形成一定的管理制度和管理办法。国务院已确定轮胎橡胶和二纺机作为再次境外发行的试点。

(2)关于如何界定使债券转为股票而产生的新股发行。根据我国《公司法》第137条,“可转换公司债券的发行,既要符合债券发行的条件,又要符合股票发行的条件”。按照股票的发行条件,若将转股视为一次发行,则由于在债券存续期内,每次的转股价格都可能不同,这将与《公司法》“周次发行的股票,每股的发行条件和价格应相同”的规定相抵触;若将可转换公司债券到期前的转股视为多次发行,则按《公司法》的要求,两次发行的时间间隔至少为一年,意味着债券每年只能转股一次,这使债券无法根据市场状况来随时进行转股,使可转换公司债券丧失其特有的灵活性,难以吸引投资者。

由于因上述问题对《公司法》做出修改的可能性似乎不大,根据其他国家和地区的经验以及我国的实际情况,可行的做法是明确转股行为,将可转股债券发行视为转股权的实现,允许在第一批可转换公司债券发行中,其转股价格依照发行条件进行调整。

(3)关于我国现行的公司注册登记制度与可转换公司债券转股行为的真空。我国目前实行的是注册资本实收制,公司注册资本的增减要通过一系列复杂程序,如股东大会的批准、《公司章程》的修改、验资机构的证明、报上级主管部门审批、工商部门的变更登记等等。如果可转换公司债券的每一次转股都视为一次增资,很可能在转换期开始后,每天都会有若干次转股,那么按照现行的管理规定,转股将因这些繁琐程序而延迟,给实际操作带来相当大的难度。变通的做法是,在工商登记管理部门可以做一个可转换公司债券的专项登记,每半年或一年登记一次,或每年变更注册资本一次,在债券到期的一定期限内,进行最后的股本登记注册,同时取消原来设立的专项登记。

中国证监会国际业务部于1995年3月在上海召开过境外发行可转换公司债券有关转股专题的研讨会,会议对这个问题作了很好的建议,寻找到了与《公司法》及现行注册登记制度相衔接的法律途径,为此中国证监会曾发出《关于在境外发行可转股债券有关转股问题的通知》,使得可转换公司债券发行在管理上得到了衔接和补充,也为投资者提供了法律保障。

(4)关于我国证券市场的进一步发展与规范。因为可转换公司债券的投资价值不仅有赖于公司业绩的成长,还要求这种业绩增长能够反映到股票价格上来。近三四年以来,我国的股市相当不稳定,随着政策经常变化,股价经常大起大落,公司的业绩情况与股价没有形成相应的联系,甚至经常出现两者之间相背离的现象,这种情形对投资者实现可转换公司债券中股票期权的增值价值是极为不利的。尽量避免“政策市”,清除股市异常的剧烈波动,实为证券监管工作的当务之急,也需要长时间的不懈努力。针对发行以B股为基准股票的境外可转换公司债券而言,我国的B股市场在长时间内一直处于低迷状态,市场萎缩,交易清淡。这也需要国家证券监管部门采取切实有效的措施,活跃我国的B股市场,以增强境外投资者对可转换公司债券的投资信心。

值得引起注意的是,1996年四五月份的沪深股市因为一些上市公司在其董事会通过发行可转换公司债券决议而出现了所谓的“可转换公司债券概念股”,成为市场炒作的题材。例如



通化东宝,其股价在三个交易日内迅猛上涨了 23.5%。实际上,这种现象将有可能不利于有关公司可转换公司债券的发行与试点。由于股价已被市场炒作非正常地高抬,这将使有关公司在真正发行可转换公司债券时面临确定转股价格的困难。如果其可转换公司债券的转股价格在股价已经上涨的情况采用溢价法发行,势必进一步提高转股价格,使可转换公司债券的投资价值难以被投资者认同,从而会影响可转换公司债券的发行。若采取折价法确定转股价格,意味着可转换公司债券持有人将以较低的成本获取发行公司的股权,参与公司的股利分配,这又不利于公司原股东的利益。因此折价转股会被股市视为利空,引起发行公司股价的剧烈波动,有可能在转股期间内使股价下跌,反而更不利于实现转股。

(5)关于对证券投资者进行金融投资知识的普及和投资理念的引导。由于可转换公司债券具有股票期权的性质,对可转换公司债券的交易与投资涉及较为复杂的投资技术,对我国广大投资者金融投资知识的提高提出了进一步的要求。另外,投资于可转换公司债券亦需要对发行公司的经营业绩有更多的关注和重视。

## 第二节 可转换公司债券与中国资本市场的发展

### 一、中国为何要进行可转换公司债券试点

国务院证券委员会第六次会议提出要选择有条件的公司进行可转换公司债券的试点。证委会议之后,上海证券交易所第五次会员大会,出台了一系列的措施以求活跃市场。措施之一就是积极开发交易品种,包括可转换公司债券、备付权证等,并力争在 1996 年底实现。显然,国务院证券委的试点精神和交易所的政策出台,目的都在于形成市场新热点,激发人气,发展和壮大我国的资本市场。

国务院证券委有关可转换公司债券试点的提出,并非偶然,它是我国资本市场发展的必然产物。目前我国资本市场的现状和现有的金融体制,完全具备了发行可转换公司债券的试点条件。

我国资本市场是在 80 年代后期、十一届三中全会以后,随着对内搞活、对外开放政策的贯彻执行以及经济体制改革的不断深化逐步发展的,尤其是 1992 年邓小平同志南方讲话发表以后,更给我国证券市场注入了新的活力和强大动力,使得我国证券市场在较短时间内完成了西方发达国家需要长达一个多世纪所走的路程。概括地说,我国资本市场主要由债券市场、股票市场和期货市场三部分构成。

80 年代初,以国库券为发端奠定了债券市场(一级市场)的雏形。但当时发行品种单一,行政色彩浓厚,社会集资比较混乱。进入 90 年代,我国政府有关部门开始对证券市场进行规范化管理。1990 年将企业债券列为国家计划内固定资产投资资金正式来源,并纳入国民经济和社会发展计划序列进行管理。“八五”期间,我国发行计划内企业债券大致 810 多亿元,其中,中央企业债券约为 320 亿元,地方企业债券约为 490 亿元。1995 年发行地方企业债券 150 亿元,其中用于基建 50 亿元,用于技改 50 亿元。1995 年岁末,总金额达 56.8 亿元的铁道、石

化、电力三大行业的3种债券陆续推出亮相,将企业债券发行又推向了一个新的高潮。企业债券的发行有力地支持了国家经济建设,也逐步成为企业走向市场,在市场中自谋生路、自求发展、自担风险、自行偿还的一条重要渠道,对缓解企业资金紧张、减轻银行压力起到了积极作用。同时,将一些社会闲散资金转化为市场资金,一定程度上降低了通货膨胀的压力。

我国的股票市场公开发行始于1984年,至1992年底,历时8年,初步形成了股票市场基础,同时也积累了大量的经验。为促进证券市场健康发展,国务院于1992年12月17日发出了《关于进一步加强证券市场宏观管理的通知》,标志着国内证券市场的管理开始步入规范化的轨道。1993年我国开始编制国内股票发行计划,对股票市场发展速度和规模进行了有效的控制和引导,当年国家首次下达了总额为50亿元的股票发行计划。全国各地约180家企业取得股票发行额度,尔后的两年间公开发行并上市交易。沪深证交所的市价规模、上市公司数、会员数、投资人数都有突飞猛进的增长。1994年,《公司法》等重要法规的制定实施,使我国股票市场的发展与运行进一步规范,开始由探索阶段逐步向规范阶段发展。

从目前经济发展状况和金融体制改革进程来看,积极发展资本市场,扩大直接融资,具有良好的基础条件。目前我国经济处于较快增长时期,社会主义市场经济理论的建立,为资本市场发展提供了理论依据,经济规模的迅速扩大,为资本市场发展创造了广阔的空间;国内稳定增长的巨额储蓄和居民投资多样化的需求,为资本市场发展提供了重要的资金来源;国家资本市场存在大量游资和许多国际投资者看好中国,为吸引外资,发展资本市场提供了运作空间。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展“九五”计划和2010年远景目标的建议》提出要坚持间接融资为主,适当扩大直接融资,积极稳妥地发展债券、股票融资,进一步明确了我国资本市场长远发展的方向。

“积极稳妥地发展债券、股票融资”,成为当前企业债券在设计条件与量化控制中的主旨。可转换公司债券这一新的金融品种的推出,完全符合中央制定的大政方针。与普通企业债券比起来,可转换公司债券可以弥补普通债券的许多不足。

首先,可转换公司债券一定程度上可以解决短期资金的长期占用问题。绝大多数的企业债券都是一年期的,当初筹资的用途都是用于弥补企业的短期性流动资金不足,但现在大部分企业改变了资金用途,85%的债券资金被用于上新项目或固定资产扩建、技改项目等。可转换公司债券通常都比普通企业债券周期长,尤其是在宏观经济环境正常、股市相对稳定的情况下,可转换为普通股,因此,发行公司对这笔债券融资的使用弹性要比普通债券融资的使用弹性大得多,相对而言,发行公司不必担心到期全部还本付息(当然也有例外)。

其次,可转换公司债券一定程度上可以解决企业信用的市场评估问题。过去大多数的普通企业债券,都是在国家有关部门的指定性计划的“倡导”下进行的,哪些产业、哪些企业应该发行债券,完全由政府部门来决定,而这些产业部门和企业并非有信用、一定符合市场的需求。而发行可转换公司债券的公司往往都是上市公司,而这些上市公司往往都是各行各业中效益很好的企业,其财务报表是完全公开的,其信用程度是有市场评估根据的。这样就避免了过去一些虚盈实亏、还债能力差的企业,钻政策的漏洞,在明知偿债无望的情况下,饮鸩止渴,铤而走险发债集资,甚至发债额度远远超过企业自身资产净值。

第三,可转换公司债券在一定程度上可以解决企业经营管理不善的问题。过去一些发行普通债券的企业,由于内部经营管理不善,致使企业产品结构调整力度不强,产品滞销、平销比重较大,高投入,低产出,造成企业偿债资金异常紧张,对预期债券的兑付资金准备不足,难以

一次性兑付集中到期的债券。发行可转换公司债券的公司由于是公众公司,企业的内部管理善与不善,随时可以通过股市价格反映出来,随即也会影响到可转换公司债券的转换比率和转换价格,通常不至于将矛盾和问题全部集中在事后。

最后,可转换公司债券在一定程度上可以改良现有的债券发行管理体制。从近年来的实践来看,正发行的企业债券半数以上都不能确保到期兑付本息,其中大多数是国有企业。按照现有的债券发行体制,所谓企业债券当然绝大多数是国有企业债券。既然是这样,到期企业债券或者发新债还旧债,或者转换到国家银行信贷上。由于地方的保护主义政策,更多的到期企业债券还是转换到国家银行信贷上,因而最终将企业对居民的负债转化为对银行的负债,也有相当一部分转化为对其它金融机构的负债。因此,“国有企业债券”运作的结果,“企业”两字就不复存在,成为“国有债券”。可转换公司债券在一定程度上就可解决这一问题。其一,发行公司不是单一的国有企业,而是股份公司;其二,可转换公司债券没有担保,投资者只能自己承担投资风险;其三,转换失败或出现亏损,发行公司只能用自有资金,甚至动用资本金来还本付息,而非将损失转嫁给银行。

### 二、对证券市场发展的作用

可转换公司债券对中国证券市场的发展将发挥越来越重要的作用。

(1)可转换公司债券有利于激活和发展证券市场。可转换公司债券是一种成熟的国际金融品种,它在我国的引入和发展,可望变成证券市场新的热点,并给证券市场带来新的活力。可以预计,可转换公司债券在未来中国的资本市场中将发挥不可替代的重要作用。

(2)可转换公司债券为企业筹资提供了一条新渠道。在股票发行实行额度管理的当前条件下,能马上发行股票只是少数企业,可转换公司债券对那些准备发行股票的企业无疑是一种很好的补充。另外,那些不能达到配股条件的企业,或因股市低迷不能进行配股的企业,也可以考虑选择可转换公司债券这一金融品种。

(3)可转换公司债券作为缓冲工具,可以减小对市场的冲击。可转换公司债券是合理控制上市节奏,达到均衡上市和稳定市场的有效工具。特别是在市场不利于股票发行时,可转换公司债券的作用将会更加明显。

(4)可转换公司债券也许能为解决国家股、法人股的转配找到一条出路。今后国家股、法人股的配股部分均可通过可转换公司债券(或备兑权证的方式)转让给其他投资者,这样可以使国家股东、法人股东因资金不足无法足额认购并导致上市公司配股资金不足的普遍问题得以缓解,满足上市公司的正常生产经营资金需求。

(5)可转换公司债券可以进一步锻炼投资者的投资理念。可转换公司债券包含了期权特征,因而说到底它也是一种金融衍生产品,其市场化程序、风险都是比较高的。投资者由于对可转换公司债券的操作运用,可以进一步锻炼自身的投资理念,对未来开辟指数期权和其它新品种奠定良好的心理基础。

### 第三节 可转换公司债券与国有企业债务重组

#### 一、传统的债务理论与合理的负债比例

企业经营离不开负债。按照传统理论,企业借贷的好处在于贷款能够放大销售增长所带来的企业盈利。现代企业理论则认为,借贷真正的,也是唯一的好处在于合理避税。因为在大多数国家,企业用于支付贷款利息的财务费用是免税的。无论是按照传统理论还是按照现代理论,借贷对于企业经营都有不可替代的重要作用。问题的关键在于,是否企业的借贷越多越好呢?负债与自有资产之比,称为资产负债率。资产负债率多高视之为合理呢?在理论上,有个最佳负债比例,即企业负债所带来的经济效益是不对称抛物线形,抛物线的最高点就是最佳资产债比例。这里,有一个衡量企业是否过度负债的标准,即所谓“代理成本”(agency costs),企业贷款增加,有关贷款的各种抵押、担保、限制、要求势必会更加复杂。企业因此要在监管贷款实施、保证对银行履约方面花费大量人力、物力,其费用支出是很大的。当企业每多借一块钱所带来的财务压力,超过它所实现的节税效益时,就意味着企业已进入过度负债区域了。

当然,理论终归是理论,在现实经济中,资产负债率究竟多高为佳,这要视行业和每个企业的经营状况来定。一般来说,企业的最佳负债率是由三方面的因素决定的:一是企业的商业风险的高低。商业风险越高,它所能承受的债务就越低;二是企业利润率或资产盈利率的高低。企业利润率和资产盈利率越高,它的最佳负债比例也就越高;三是企业贷款利息率高低。贷款利息率越高,企业的负债比例就应该越低。在国与国之间,行业与行业之间,企业与企业之间,由于环境与条件不同,因而,负债比例的评价标准也就有所不同。但也有一些“惯例”可供参考借鉴。例如在美国,像 Merck 生物制药公司,负债比例大约在 20%—30%之间;Mobil • Exxon 这样的石油公司,负债率一般在 25%—35%之间,P&G 等消费品公司的负债率可以达到 40%—50%,而 AT&T、MCI 这类电讯公司及各州的电力公司的负债比例往往会达到 50%左右。另据一些统计数字显示,世界工业化国家企业的资产负债率大体如下:日本企业的负债率约 62%,债务与股本的比例约为 1:1;欧美国家资产负债率,第一产业是 20%左右,第二产业是 50%左右,第三产业 70%左右;新加坡、马来西亚等国上市公司的负债率现在普遍降至 40%左右。从世界主要工业化国家企业的资本结构来看,企业的负债率一般保持在 45%—60%,大型上市公司的负债率更低一些,股本与债务的比例一般保持在 1:1 左右。

通过国际上用来测算工业化国家企业债务与资本合理比例的经验数据来看,我国国有企业的负债应保持在占资产的 50%左右,资本金占总资产的 50%,即企业的债务与资本金之比可为 1:1,自有流动资金占到全部资金的 25%—30%。但目前我国国企的实际负债情况如何呢?

十几年以来,国有企业的资产负债率是不断上升的。1980 年,国有工业企业的资产负债率仅为 18.7%,其中流动资产的负债率为 48.7%,而到了 1993 年,国有工业企业的资产负债

率迅速上升为 67.5%，其中流动资产的负债率为 95.6%，企业的生产周转资金几乎全部靠贷款。1994 年底，国有资产管理局对 2 万户国有工业企业清产核资的结果表明，企业的资产负债率为 79%。1995 年上半年，预算内国有企业负债率高达 95.1%。目前，我国的国有经济总资产为 4.13 万亿元，而总负债为 3.10 万亿元，资产负债率总体已达 75.1%。

如前所述，衡量企业资产负债率的高低，还要看它的资产盈利率和贷款利息率。1995 年我国国有企业的资产盈利率为 6%—7%，贷款的平均利息率为 12%。对比这几个数字，可以清楚地看出，对资产盈利率仅 6%—7%，资产负债率超过 75% 的国有企业而言，要支付 12% 的利息，显然是非常困难的。改革开放十余年来，我国全社会固定资产投资总额达到 6.9 万亿元，但是，到 1994 年底，全国各类企业加总的资本金只有 1.8 万亿元，两者相差达 5.1 万亿元。从固定资产投资资金来源的统计上看，直接的银行贷款也只有 28% 左右，但是，从实际情况来看，那些被统计在“自筹”和“其他”项目下的资金，大多数还是迂回地来自银行信贷。在这种融资格局下，如果按照 3 年期贷款利率计算，企业每年应偿还的利率近 4000 亿元；如果企业要在 3 年之内还本付息，则每年的收益率要达到 50%，才能获取利润。显然，这是不可能的，与 6%—7% 的资产盈利水平相差甚远。

结论已很明确：我国国有企业的资产负债率过高。降低国企负债率就成为国有企业改革的题中之义。考虑到我国国有企业与工业化国家企业相比，资本周转速度慢，效率低，资本运作质量差，还债能力弱，因此，我国国有企业的合理负债率还应略低于 50% 这一国际经验数据。

如何降低国有企业资产负债比例呢？有同志曾做过测算，若实现 50% 的负债目标，有两种方法，一是采取增加资本金的办法，大约需要投入近 3 万亿元，二是采取债权转化为资本金的办法，则需要投入近 2 万亿元。要增加新的资本金投入显然可能性不大，关键还要从存量资产上下功夫。目前已经实行的几种降低债务的方法是：(1)“贷改投”。国务院已明确规定将“拨改贷”改为“贷改投”，这项政策目前已首先在 18 个试点城市中的困难企业中进行试点。根据这一政策，1984 年至 1988 年国家贷款给国有企业的 660 亿人民币将全部改为国家对企业的投资。(2)直接核销企业部分债务。由银行减免应收未收利息，用呆账准备金予以冲销。(3)以税还贷，鼓励兼并。允许收购(兼并)方在一定期间内实行以税还贷，以鼓励企业间兼并进行，解决负债问题。(4)税收优惠。国家体改委决定在统一实行 33% 的所得税率后，对部分经济效益和利润水平较低的企业，两年之内按 27%、18% 两档税率给予优惠。(5)债权变股权。上海市已率先通过吸收社会资金的办法降低国企资产负债率。但更多的思路是如何将金融机构在国企中的债权变为股权。

这些方法在一定程度上均可缓解企业的过度负债问题，但也都不是彻底的解决办法。化解目前企业的过度负债只能依靠现有资产存量产权结构的调整，即通过将负债资产股份化来解决企业的过度负债。在负债资产与股份之间应有一个桥梁，而可转换公司债券可以承担这一职责。如果有可转换公司债券这一金融品种的存在和合理运用，“债权变股权”也许可以成为现实。当然，我们并不认为可转换公司债券是解决企业过度负债的唯一办法。

以往所提“债权变股权”思路的最大障碍有两方面：一是根据《商业银行法》，商业银行的直接投资比例应有一定的限制，这一方面是为了保护储户的利益，另一方面也是为了防止垄断。二是在目前我国的几大专业银行都存在着大量不良银行资产的情况下，将银行债权变为股权，会继而导致股权质量下降，何况，由银行持有企业股权这一制度安排与传统的国有企业的产权

制度相比,也未见得有什么合理之处。因此,与其企业对银行高负债,银行对储户高负债,不如企业直接对居民负债,如果这种负债有可能转换为股票,则不仅增加资产的流动性,从而吸引更多的投资者,而且最终会优化债券发行公司的资产结构,降低资产负债率。

## 二、非上市公司的可转换公司债券融资

在讨论利用发行可转换公司债券降低企业负债前,我们先介绍一下国际上通用的非上市公司债券融资的几种方法,尤其是准备上市的公司,如何利用“上市前预售可转换公司债券”来尽快地获得低成本的资金。为非上市公司融资的债券大概可分为三大类:

- (1)普通公司债券。
- (2)可转换公司债券(CB)。
- (3)上市前预售可转换公司债券(Going Public Bonds)。

普通公司债券主要包括不同的企业融资债券,固定利息或浮动利息票据等等银行贷款工具。

非上市公司的可转换公司债券也可再分为上市的可转换公司债券或非上市可转换公司债券两种。在国际资本市场上为未上市的企业发行不上市的可转换公司债券比较困难。首先投资者不容易取得非上市公司的背景资料,投资一家非上市的企业风险也相对地提高。如果企业发行的可转换公司债券就会和一个普通的公司债券或长期贷款一样而完全失去它的特有投资价值。因为在投资者换取股票后,股票亦不能在市场上流通。股票的价值也不能反映公司的盈利前景。

非上市的公司理论上可以发行可转换公司债券并安排可转换公司债券在交易所挂牌交易,但这种上市安排在信息披露以及上市监管的要求都相当严格,基本上与安排公司的股票上市相同。有不少的可转换公司债券是非上市的集团公司以“可交换股票债券”(Exchangeable Bonds)的方式发行,EB发行上市后可在将来交换集团公司拥有的上市公司股票。近期的例子有泰国石油化工以及印尼 Mulia 集团的可交换股票债券。这类 EB 因为能够在将来交换已上市的股票,在交易所审批时手续较为宽松,投资者的兴趣也因 EB 及上市股票的高流通性及完善的信息披露而大大提高。发行 EB 和发行 CB 的程序和手续方面都无大差异,所需时间与文件亦大致相同。

“上市债券”主要适用于在短期内有计划上市的企业。债券首先由未上市的公司发行,在三年内股票上市时可按约定之方法转换为上市股票。当然“上市债券”的风险比普通可转换公司债券为高,但仍不失为一吸引投资的工具。

“上市债券”的条款和一般的可转换公司债券条款相近,但利率通常因为股票还未上市的风险而较一般可转换公司债券为高。利率亦采用渐进式提升方法,反映上市延误对投资者的影响。此外上市公司的规模及盈利、资产以及定价等都有相当的限制。如企业的股票上市不符合原先议定的“合格上市”要求,投资者才有权要求企业以市场价赎回债券以保障投资者的利益。

在投资者方面,“上市债券”的投资价值不及普通可转换公司债券。因为企业未能肯定将来可以上市而有较高的风险,投资者只能以较优惠的利率以及其他条件来弥补,而且因为公司的股票未上市,公司的市值而未能确定,企业的信贷等级及还款能力是主要的考虑因素。

投资“上市债券”吸引投资者的地方主要是在投资一些预计上市时极受欢迎的股票。投资者因为在未上市前已投资了可转换公司债券而在上市时可以享受优先认购,以及较低认购价的优惠。但在股票还未上市前,企业的行为不受交易所的监管,可能是投资这类债券的最大风险。

企业可能因为希望能尽早筹集资金发展而希望发行“上市债券”。但在发行前仍应考虑企业预计的上市安排是否配合“上市债券”的年限要求,在不能上市时企业清还本金的能力,以及是否应在上市前数年就先行决定上市的股价、资产规模等等。发行“上市债券”后必定令企业的行动受到一定的限制。这限制与资金需求方面的平衡是企业发行“上市债券”前所必须考虑的。

“上市债券”在国内的审批可能比国外公司在这方面遇到的问题为多。国内因为上市申请受额度的控制,发行“上市债券”的企业可能无法在预计的年限上市而导致过去国内法人股无法流通买卖的问题。

此外,亦有可能在发行“上市债券”以后,而间接股票“后门上市”。这两方面都对国内资本市场的发展有一定的影响。最后要考虑的是在股票还未上市时如何监管企业及如何保障散户投资者的利益。

### 三、可转换公司债券与企业负债重组

受上述非上市公司可转换公司债券融资的启发,将我国国企的负债重组与发行“上市前预售可转换公司债券”结合起来,是完全可能的。采用发行可转换公司债券的方法降低国企过度负债问题的前提是公司改制,即将负债率高的国有独资企业改为股份有限公司,设法人股,由其它一些法人企业参股。考虑到可转换公司债券的期权性质,因此在选择负债率高的企业的同时一定要考虑到该企业所处的行业效益和发展前景。在公司改制的过程中,将原国有企业中的一部分债务设计成可转换公司债券,由其它法人企业或社会公众或内部职工认购。这部分认购资金可以用来归还银行的贷款。这样第一步先实现企业由对银行的负债转为对其它法人的企业或社会公众的负债。接下来是第二步,即改制并发行可转换公司债券的公司要力争在一定时期内发行股票并使其尽快上市,股票发行和上市的时间,必须与可转换公司债券发行时所设定的转换和交易时间相吻合。只有这样,所发行的可转换公司债券才有可能转换为股票,从而达到降低企业负债比例的目的。但无论如何,发行公司对可转换公司债券持有者的负债部分,只能通过以后的生产经营利润偿还,无论是偿还到期未实现转换的可转换公司债券的本金和利息,还是承受可转换公司债券转换为股票后对原有股权和资本金的稀释。

显然,这种利用发行可转换公司债券来替换原有企业债务的方式也属于负债重组,即企业原有的应该在某一时期偿还的债务变成了企业的股权,或者转移到了其它债务持有者手中,企业对债务的偿还责任没有了。所不同的是,这一过程并不是即刻完成或者随重组的完成而完成,甚至也不是随着股票的发行和上市而完成,而会持续一个时期。这个时期的长短取决于可转换公司债券期限的长短。其结果无非有三种情况:(1)按照设计,可转换公司债券在转换期内全部转换为股票。从企业内部来看,实现了负债向资产的转移,达到了优化资产结构的目的。(2)可转换公司债券在转换期内并未全部或只有极少部分转换为股票。这样,从企业内部来看,并未实现负债向资产的转移,仅仅是在企业外部实现了所有者权益的变化。(3)可转换公司债券在转换期内有一部分转换为股票,另一部分仍然以债券形式存在。这种情形将上述两种都结合起来了。

## 第八章 可转换公司债券文书实例

### 第一节 可转换公司债券发行公告实例

#### 吴江丝绸股份有限公司可转换公司债券发行公告

##### 重要提示

1. 吴江丝绸股份有限公司(以下简称“吴江丝绸”)本次可转换公司债券(以下简称“可转债”)发行及发行方案已获中国证券监督管理委员会[证监发字(1998)223号]文和[证监发字(1998)224号文]批准。

2. 吴江丝绸可转债由主承销商南方证券有限公司通过深圳证券交易所(以下简称“深交所”)交易系统进行上网定价发行。

3. 本次可转债上网定价发行并非上市,有关上市事宜另行公告。

4. 投资者务请注意有关发行申购程序、申购价格、数量和次数的限制以及认购量的确定。

5. 本公告仅对发售吴江丝绸可转债的有关事宜向社会公众作扼要说明,投资者如欲了解吴江丝绸的一般情况,请详细阅读《吴江丝绸股份有限公司可转换公司债券募集说明书》,该说明书已刊登在1998年8月26日《中国证券报》、《上海证券报》和《证券时报》上。

6. 本次发行人获得可转债额度20,000万元人民币,每张面值100元,共计200万张。全部面向社会公众上网发售。

7. 投资者不得非法利用他人账户或资金进行申购,也不得违规融资或帮助他人违规融资申购。

##### 一、发行基本情况

1. 本次向社会公众公开发行200万张吴江丝绸可转债,每张面值100元人民币,发行价格为每张100元人民币。

2. 发行时间:1998年8月28日深交所正常交易时间进行,如遇重大突发事件影响本次发行,则在下一个工作日继续申购。



3. 发行地点:全国所有与深交所联网的各证券营业部。
4. 发行对象:凡已办妥深交所股票账户的境内自然人、法人(法律、法规禁止购买者除外)。
5. 本次发行的可转债募集说明书已刊登在 1998 年 8 月 26 日的《中国证券报》、《上海证券报》及《证券时报》上,供投资者阅读。
6. 可转债简称为:“丝绸转债”;申购代码为:“5301”。

## 二、发放方式

吴江丝绸可转债的发行采用上网定价发行方式,即利用深交所交易系统,在指定的时间内进行定价发行,由主承销商南方证券有限公司将 200 万张吴江丝绸可转债输入其在深交所设立的股票专户,主承销商作为唯一“卖方”以发行价作为卖出价。投资者在指定的时间内通过与深交所联网的证券交易网点的柜台,以公布的发行价格和符合本公告规定的申购数量交足申购款,进行申购委托。

## 三、申购单位

本次上网定价发行申购单位为 1 手(1 手相当于 10 张或 1000 元面值可转债)。

## 四、申购数量

1. 每个股票账户只准申购一次,委托一经办理即不得撤销。多次申购的(包括在不同的证券交易网点各进行一次申购的情况),视第一次申购有效。
2. 每个股票账户的申购数量最少不得低于 1 手,超过 1 手的必须为 1 手的整数倍。
3. 每个股票账户申购数量上限为 200 手。

## 五、确认有效申购

申购结束后,由深交所的交易系统主机统计有效申购总量和有效申购户数,并根据发行数量、有效申购总量和有效申购户数确认有效申购。确定方法是:

1. 当有效申购总量等于 200 万张时,投资者按各自的有效申购量认购可转债。
2. 当有效申购总量小于 200 万张时,投资者按各自的有效申购量认购可转债后,余额部分由承销团包销。
3. 当有效申购总量大于 200 万张时,则由深交所交易系统主机自动按每手(10 张)有效申购量确定为一个申报号,顺序排号,然后通过摇号抽签办法确定中签申购号,每一个中签申购号认购“丝绸转债”1 手(10 张)。

## 六、申购程序

### 1. 办理开户登记

凡认购本次“丝绸转债”的投资者,必须持有深交所股票账户卡。尚未办理开户登记手续的投资者,须在公开发行日(8 月 28 日)之前办好深交所股票账户的开户手续。

### 2. 存入足额申购资金

凡参加此次上网定价发行的投资者,必须在 8 月 28 日(含该日)之前根据自己的申购数量

存入足额申购资金。

已开立深交所资金账户但没有存入足够资金的投资者应根据自己的申购数量在 8 月 28 日(含该日)之前存入足额申购资金。

尚未开立资金账户的申购者,必须在 8 月 28 日(含该日)之前在与深交所联网的证券交易网点开立资金账户,并根据申购数量存入足额申购资金。

### 3. 申购手续

申购手续与在二级市场买入深交所挂牌交易的股票的方式相同。

(1) 申购者当面委托时,填写好申购委托单的各项内容,持本人身份证、股票账户卡和资金账户卡到申购者开户的与深交所联网的证券交易网点,办理委托手续。柜台经办人员查验投资者交付的各项凭证,复核无误后即可接受委托。

(2) 申购者通过电话委托时,应按各证券交易网点的规定,委托交易网点输入股票账户号码、密码、“丝绸转债”申购代码和申购价格及申购数量等资料。

(3) 投资者的申购委托一经接受,不得撤销。

## 七、配号与抽签

### 1. 申购配号确认

申购当日为 T 日(8 月 28 日),投资者凭股票账户卡申请认购可转债。T+1 日(8 月 31 日)各证券营业部将申购资金划至清算银行申购资金专户,确因银行结算制度而造成申购资金不能及时入账的,须在 T+1 日提供通过人民银行电子联行系统汇划的划款凭证,并确保 T+2 日上午申购资金入账。

申购后的第二个工作日,即 T+2 日(9 月 1 日)进行核算、验资、配号,由主承销商会同深交所核资确认有效申购,由具有证券从业资格的会计师事务所对申购资金验资并出具验资报告,深交所实际到账资金作为有效申购顺序配号,每手(10 张)配一个申报号,号码不间断,直至最后一笔申购,并将配号结果传送至各证券交易网点。凡资金不实申购,均为无效申购并不予申购配号。T+3 日(9 月 2 日)投资者到原委托申购的交易网点确认申购配号。

### 2. 计算并公布中签率

T+3 日(9 月 2 日)在指定的报纸上公布中签率,每一个中签号码代表 1 手(10 张),发行量为 200 万张,故应有 200,000 个中签号,则中签率=200,000/配号总数 $\times$ 100%。

### 3. 摇号抽签

T+3 日(9 月 2 日)在有关部门和公证部门的监督下,由主承销商负责组织摇号抽签,并于次日在指定的报刊上公布中签结果。

### 4. 确认认购数量

申购者根据中签号码,确认认购数量,每一个中签号仅能认购 1 手(10 张或 100 元面值)。

## 八、清算与交割

1. 在申购期内,即 T+1 日(8 月 31 日)到 T+3(9 月 2 日),全部申购资金由深交所冻结在唯一指定清算银行的申购资金专户内,所冻结资金的利息按企业活期存款利率计息部分(计

息三天)全部归发行人所有。

2. T+3 日(9 月 2 日),在当天摇号抽签结束后,由深交所进行认购张数的确定和可转债持有人登记,并将有效认购结果通过深交所发给各证券交易网点,各证券交易网点接到配号结果后,应立即张榜公布,并根据抽签结果清算交割和债权登记。

3. T+4 日(9 月 3 日),由深交所对未中签的申购款项予以解冻并向各证券交易网点返还未认购部分的申购款及定价发行手续费,并将中签的认购款在代扣发行手续费后划至主承销商指定账户。

4. 主承销商在收到深交所的投资者认购款后,按承销协议规定将认购款划入发行人指定账户。

## 九、发行费用

1. 本次上网定价发行对投资者不收取佣金、过户费和印花税等费用,委托手续费按各地原有标准由各证券交易网点自行收取,不得随意涨价。

2. 上网定价发行手续费以实际成交金额的 0.2%提取。根据各参与上网定价发行的证券交易网点的实际认购量,由主承销商委托深交所将此费用自动转至各证券交易网点账户。

## 十、发行人和主承销商

1. 发行人:吴江丝绸股份有限公司

法定代表人:董东立

地址:江苏省吴江市盛泽镇舜新中路

联系电话:(0512)3552172

传真:(0512)3552272

联系人:沈志祥

2. 主承销商:南方证券有限公司

法定代表人:沈沛

地址:深圳市嘉宾路 4028 号太平洋商贸大厦 20-28 层

电话:(0755)2318227

办公地址:南京市中山南路 238 号天京大酒店 11 层

联系电话:(025)4209818-1107

传真:(025)4204284

联系人:王涛、王天寿、偶海荣、周姝、刘曼

南方证券有限公司

1998 年 8 月 26 日

## 第二节 可转换公司债券募集说明书实例

### 吴江丝绸股份有限公司可转换公司债券 募集说明书 200,000,000 元

主 承 销 商:南方证券有限公司  
上市推荐人:南方证券有限公司  
江苏证券股份有限公司  
担 保 人:永鼎集团公司

#### 重要提示

发行人保证本募集说明书的内容真实、准确、完整。政府及国家证券管理部门对本次发行所做出的任何决定,均不表明其对发行人所发行的可转换公司债券的价值或者投资人的收益作出实质性判断或者保证。任何与之相反的声明均属虚假不实陈述。

(单位:人民币元)	票面金额	发行价	发行费用	募集资金
每张	100	100	3.33	96.67
合计	200,000,000	200,000,000	6,660,000	193,340,000

可转换公司债券期限 5 年,1998 年 8 月 28 日开始计息,2003 年 8 月 27 日到期。第 1 年利率 1%,第 2 年利率 1.2%,第 3 年利率 1.4%,第 4 年利率 1.6%,第 5 年利率 1.8%。

设置有到期无条件强制性转股条款和回售条款。到期未转股的可转换公司债券,将实行强制性转股,不足转换一股的可能换公司债券,发行人将于到期日后 11 个交易日内偿还本金。详见可转换公司债券的主要条款。

转股价格为拟发行股票价格的折扣,折扣率和转换价格的调整详见可转换公司债券的主要条款。

转换期为本公司股票上市日至可转换公司债券到期日。

发 行 方 式:上网定价

发 行 期:1998 年 8 月 28 日-1998 年 9 月 3 日

拟上市证券交易所:深圳证券交易所

募集说明书签署日期:1998 年 8 月 18 日

#### 一、释义

本募集说明书中,除另有说明外,下列简称具有如下意义:

本公司、发行人      指吴江丝绸股份有限公司  
主发起人              指江苏吴江丝绸集团有限公司

其它发起人	指江苏省丝绸集团有限公司、中国丝绸工业总公司、中国服装集团公司、苏州市对外发展总公司
元	指人民币元
国家股	指由主发起人以部分经营性净资产折股形成的股份
法人股	指由其它发起人以现金出资折股形成的股份
证监会	指中国证券监督管理委员会
江苏省证管办	指江苏省证券期货监督管理办公室
主承销商	指南方证券有限公司
承销机构	指以南方证券有限公司为主承销商组成的承销团
公司章程	指本公司的公司章程
可转债	指可转换公司债券
本次发行	指本次向社会公众发行 2000 万元可转换公司债券

## 二、绪 言

本募集说明书(以下简称本说明书)是根据《中华人民共和国公司法》、《可转换公司债券管理暂行办法》等国家法律、法规以及发行人的实际情况编写而成,以便为投资者提供吴江丝绸股份有限公司的基本情况。本公司全体董事已批准该募集说明书。确信其中不存在重大遗漏或者误导,并对其真实性、准确性、完整性负个别和连带责任。

本次发行的可转换公司债券是根据本说明书所载明的资料申请发行的。除本发行人和主承销商外,没有委托和授权任何其他人提供未在本说明书中刊载的信息和本说明书作任何解释或者说明。

投资者须自行承担买卖本发行人可转换公司债券所应支付的税款,主承销商、上市推荐人和发行人对此不承担责任。

本次发行业经中国证券监督管理委员会〔证监发字(1998)223〕号文和〔证监发字(1998)224〕号文批准。

## 三、发行可转换公司债券的有关当事人

发行人:吴江丝绸股份有限公司

法定代表人:董东立

住所:江苏吴江盛泽镇舜新中路

电话:0512-3552172

传真:0512-3552272

联系人:沈志祥

主承销商:南方证券有限公司

法定代表人:沈沛

住所:深圳市嘉宾路 4028 号太平洋商贸大厦 20-28 层

电话:(0755)2318221

办公地址:南京市中山南路 238 号天京大酒店 1107 房

联系电话:(025)4204284,4209818—1107.1108

传真:(025)4204284

联系人:王涛、王天寿、偶海荣、周姝、刘曼

副主承销商:联合证券有限责任公司

法定代表人:党五喜

住所:深圳市福田区华强北路盛庭苑酒店 B 座 22 层

电话:(0755)2076688-239

传真:(0755)2075586

联系人:余方伟

分销商:佛山证券有限责任公司

法定代表人:刘学民

住所:佛山市汾江南路 83 号

电话:(010)64935098

传真:(010)64939987

联系人:成东卫

分销商:长城证券有限责任公司

法定代表人:李仁杰

住所:深圳市八卦岭三路平安大厦四楼

电话:(0755)2276719

传真:(0755)2273677

联系人:文仲宜

分销商:江苏省国际信托投资公司

法定代表人:赵国桢

住所:南京市上海路 5 号

电话:(025)6656065

传真:(025)6507794

联系人:吴加林、朱俊

分销商:常州证券有限公司

法定代表人:刘京亭

住所:常州市和平南路 100 号

电话:(0519)6637746

传真:(0519)6631446

联系人:沈亚波

上市推荐人:

南方证券有限公司

江苏证券股份有限公司

法定代表人:张开辉

住所:南京市管家桥 85 号

电话:(025)4521352  
传真:(025)4523777-5200  
联系人:施佶、安雪梅  
发行人的律师事务所:泰和律师事务所  
法定代表人:马群  
住所:南京市北京西路 12-1 号  
电话:(025)3709922  
传真:(025)3709933  
经办律师:马群、刘向明  
会计师事务所:江苏会计师事务所  
法定代表人:张淳  
住所:南京市白下区正洪街正洪里东宇大厦 8 楼  
电话:(025)4511188  
传真:(025)4546882  
经办注册会计师:仇成福、狄云龙  
资产评估机构:苏州资产评估事务所  
法定代表人:王稼铭  
住所:苏州市十梓街 257 号  
电话:(0512)5246063  
传真:(0512)5212217  
经办评估人员:李峰、姚雪勇  
资产评估确认机构:中华人民共和国财政部  
住所:北京市西城区三里河南三巷 3 号  
电话:(010)68551888,68552220  
传真:(010)68533983  
担保人:永鼎集团公司  
法定代表人:顾云奎  
住所:吴江市芦墟汽车站东  
电话:(0512)3255578  
传真:(0512)3254177  
联系人:莫林弟  
收款银行:中国工商银行吴江支行  
单位负责人:吴军  
住所:吴江市松陵镇流虹路 32 号  
电话:(0512)3422452  
传真:(0512)3421514  
联系人:吴军  
上市交易所:深圳证券交易所  
法定代表人:桂敏杰

地址:深圳市深南东路 5045 号

电话:(0755)2083333

可转换公司债券登记机构:深圳证券登记结算公司

法定代表人:黄铁军

住所:深圳市红岭中路 25 号

电话:(0755)5585543

#### 四、可转换公司债券的主要条款

##### 1. 发行规模、票面金额及期限

本次向社会公众公开发行的可转换公司债券规模为 200,000,000 元人民币,每张面值 100 元,共计 2,000,000 张。

本次可转债通过深圳证券交易所交易系统上网按面值定价发行。

可转债期限为五年,由 1998 年 8 月 28 日起,至 2003 年 8 月 27 日止,若 2003 年 8 月 27 日非可转债上市交易所的交易日,则于该日的下一个交易日止。

##### 2. 利率及付息

###### (1)利率及利率调整

可转债按票面金额由 1998 年 8 月 28 日起开始计算利息,可转债发行首年票面利率为 1.00%,以后每年增加 0.2 个百分点。可转债期限内每年票面利率如下:

1998 年 8 月 28 日至 1999 年 8 月 27 日,票面利率为 1.00%;

1999 年 8 月 28 日至 2000 年 8 月 27 日,票面利率为 1.20%;

2000 年 8 月 28 日至 2001 年 8 月 27 日,票面利率为 1.40%;

2001 年 8 月 28 日至 2002 年 8 月 27 日,票面利率为 1.60%;

2002 年 8 月 28 日至 2003 年 8 月 27 日,票面利率为 1.80%;

上述起止日均为计息日。

###### (2)付息

在可转债发行周年日(即每年 8 月 27 日)及到期日后的 11 个交易日内完成付息工作。利息计算公式为:

$$I=B \times i$$

I:为支付的利息额

B:为可转债持有人持有的可转债票面总金额

i:为按上述第 2 条第(1)款所规定的执行利率

###### (3)付息债权登记日

每年 8 月 27 日(即可转债发行周年日及可转债到期日)为付息登记日,对当日深圳证券交易所收市后登记在册的可转债,本公司将按第 2 条第(2)款的利息计算公式在 11 个交易日内支付利息。若 8 月 27 日并非深圳证券交易所的交易日,则以该日的下一个交易日收市后登记在册的可转债为基准。已转换为股票的可转债不再支付利息,但根据下述第 6 条,于到期日当日被本公司强制转股的可转债,仍可获得当年利息。



## 3. 申请转股的程序

## (1) 转股申请的手续及转股申请的声明事项

转股申请通过深圳证券交易所交易系统以报盘方式进行。

可转债持有人可将自己账户内的可转债全部或部分申请转为本公司股票。转股的最小单位为一股。不足转换一股的可转债按本条款第 8 条处理。转股申请一经确认不能撤单。

## (2) 转股申请时间

自愿申请转股时间为下述第 5 条规定的可转债转换期内深圳证券交易所的交易时间。

## (3) 可转换公司债券的冻结及注销

深圳证券交易所对转股申请确认有效后,将记减(冻结并注销)投资者的债券数额,同时记加投资者相应的股份数额。

## (4) 股份登记事项及因转股而配发的股份所享有的权益

可转债经申请转股或强制性转股后所增加的股票将自动登记入投资者的股票账户。因可转债转换而增加的本公司股票享有与本公司原股票同等的权益,并可于转股后下一个交易日与本公司已上市交易的股票一同上市交易流通。

## 4. 转股价格的确定和调整办法

## (1) 初始转股价格的确定

初始转股价确定为本公司将来公开发行人民币普通股(即 A 股)时发行价的一定比例的折扣(发行价将根据中国证监会当时规定的计算方式确定)。设定股票发行价为  $P$ , 初始转股价为  $P_0$ , 如本公司股票在:

1999 年 8 月 28 日(含此日)至 2000 年 8 月 27 日(含此日)间发行,则  $P_0 = P \times 98\%$ ;

2000 年 8 月 28 日(含此日)至 2001 年 8 月 27 日(含此日)间发行,则  $P_0 = P \times 96\%$ ;

2001 年 8 月 28 日(含此日)至 2002 年 8 月 27 日(含此日)间发行,则  $P_0 = P \times 94\%$ ;

2002 年 8 月 28 日(含此日)至 2003 年 8 月 27 日(含此日)间发行,则  $P_0 = P \times 92\%$ ;

一旦本公司 A 股发行并上市,初始转股价格将按照上列条件之一计算确定,在以后的可转债存续期内不再根据折扣率逐年变化。

## (2) 转股价格的调整

## ① 转股价格调整的计算公式

当本公司初次发行 A 股后,每送红股、增发新股或配股时,本公司将及时调整转股价格。调整转股价格计算公式如下( $P_0$ —初始转股价格, $P_1$ —调整后的转股价格, $N$ —原发行的股票数):

a. 公司送红股,转股价格作如下调整:

$N_1$ —送红股数

则:  $P_1 = P_0 \times N \div (N + N_1)$

b. 公司增发新股、配股时,转股价格作如下调整:

$N_2$ —配股数(新股数)

$V$ —配股价(新股价)

$P$ —除权前 30 个交易日股票平均收盘价

则:  $P_1 = P_0 \times (N + V \times N_2 \div P) \div (N + N_2)$

c. 二项同时进行

$P_1 = P_0 \times (N + V \times N_2 \div P) \div (N + N_1 + N_2)$

## ②转股价格调整的手续

因送红股、配股或增发新股而调整转股价时,本公司将公告确定股权登记日,并于公告中指定从某一交易日开始至股权登记日止暂停可转债转股。从股权登记日的下一个交易日开始恢复转股并执行调整后的转股价。

## 5. 转换期

本公司可转债的自愿转换期为本公司股票上市日至可转债到期日之间的交易日内,但本公司股票因送红股、增发新股、配股而调整转股价格公告暂停转股的时期除外。

## 6. 到期无条件强制性转股条款

(1)在可转债到期日(即 2003 年 8 月 27 日)前未转换为股票的可转债,将于到期日强制转换为本公司股票,若 2003 年 8 月 27 日并非深圳证券交易所的交易日,则于该日之下一个交易日强制转换为本公司股票。在此之前 10 个交易日,本公司将在中国证监会指定的上市公司信息披露报刊上刊登公告 3 次提醒可转债持有人。可转债持有人无权要求本公司以现金清偿可转债的本金,但转股时不足一股的剩余可转债,本公司将兑付剩余的票面金额。

## (2)转股价的调整

实施到期无条件强制性转股时,转股价将进行调整,即以可转债到期日前三十个交易日股票收盘价的平均值及当时生效的转股价格两种较低者作为实际转股价格。若重新计算的转股价格低于当时生效的转股价格的 80%,则以当时生效的转股价格的 80%作为实际转股价格。

## 7. 回售

### (1)回售条件

如本公司股票未能在距可转债到期日 12 个月时上市(即 2002 年 8 月 27 日时),则可转债持有人有权将持有的可转债全部或部分回售予本公司。

### (2)回售价

回售价为可转债面值加上按年利率 5.60%(该利率为单利)计算的四年期利息,再减去本公司已支付的利息。

计算公式如下

$$P_r = v \times (1 + 4 \times I_r) - V \times \sum I_0$$

$P_r$ :回售价

$V$ :可转债面值(即 100 元)

$I_r$ :回售所适用的利率(即年息 5.60%)

$\sum I_0$ :本公司已支付的利息(即可转债发行后前四年的利息之和)

因此,  $P_r = 100 \times (1 + 4 \times 5.6\%) - 100 \times (1.0\% + 1.20\% + 1.40\% + 1.60\%) = 117.2/\text{张}$

### (3)回售手续

在第 7 条第(1)款回售条件满足后 5 个交易日内,本公司将在中国证监会指定的上市公司信息披露报刊上刊登公告提醒可转债持有人。如可转债持有人决定行使回售权,应当在公告后 10 个交易日内以书面形式通过托管券商正式通知本公司,本公司在接到回售通知后 10 个交易日内,按第 7 条第(2)款规定的价格买回要求回售的可转债。深圳证券交易所将根据本公司的支付指令,记减并注销可转债持有人的可转债数额,同时记加可转债持有人相应的交易保证金数额。

可转债持有人的回售通知经确认后不能撤销,且相应的可转债数额将被冻结。

## 8. 转股时不足一股金额的处理

可转债持有人申请转股或强制性转股后,所剩可转债面额不足转换一股股份的部分,本公司将于到期日后 11 个交易日内兑付这部分可转债的票面金额。

## 五、可转换公司债券担保事项

担保人:永鼎集团公司

法定代表人:顾云奎

法定地址:吴江市芦墟汽车站东

联系电话:(0512)3255578

## 1. 担保人简况

永鼎集团是以苏州通信电缆总厂为龙头建立起来的国家级集团公司,创立于 1978 年,注册资金 6000 万元,主营电缆、通信器材、包装制品等生产销售,资产总额 8.14 亿元,净资产 5.52 亿元,年销售额达 8.79 亿元,利润总额 8229 万元,实力雄厚,信誉卓著,1998 年 5 月企业资信等级经江苏国际咨询评估公司评为 AAA 级。

## 2. 担保人财务状况

担保人主要财务指标一览表

指 标	资产负债率	净资产收益率	流动比率	速动比率
一九九五年	66.2%	27.2%	0.81	0.86
一九九六年	54.6%	26.6%	0.83	0.72
一九九七年	32.3%	14.9%	2.25	1.80

## 六、风险因素及对策

投资者在评价本发行人此次发售的可转换公司债券时,除募集说明书提供的其他的资料外,应特别认真地考虑下述各项风险因素。

## 1. 风险因素

## (1)经营风险

## ①原材料供应及价格风险

公司原材料主要是白厂丝、聚酯切片,原材料价格占产品制造成本约 77%。白厂丝主要从国内四川、云南、安徽、湖北、江苏等地市场采购,白厂丝受农业影响较大,不排除气候异常变化、政府调控等因素的影响,导致价格波动;聚酯切片直接从国内市场采购,受市场供求关系影响较大。

## ②对主要客户的依赖

公司的丝绸产品 80%以上外销,主要依赖香港、深圳、江苏等地专业外贸公司,公司对主要客户的销售收入占丝绸销售收入 80%以上,公司与这些主要客户在长期的合作中形成了稳

定的合作伙伴关系,具有一定的依赖关系。

③能源与交通的制约

公司的能源消耗主要是煤和电,煤从公司外部采购,公司虽然有配套发电能力,但必须上网,公司用电须由国家电网供应,因此能源供应具有一定的制约性;公司所在地吴江市盛泽镇,主要依赖公路运输,因此交通具有一定制约性。

④产品价格的限制

公司主导产品价格水平取决于供求状况、生产成本、产品质量、产品档次、市场竞争等多种因素,企业自主定价受到一定制约;公司配套的发电设备生产的电力须上网销售,不能直接供应公司电力消耗,其价格由政府有关部门核定。

⑤产品外销的限制

公司目前尚未取得自营出口权,只能通过专业外贸公司代理出口。

⑥产品生产与销售补贴

产品生产与销售过程中没有政府补贴。

⑦产品或业务结构过度集中的风险

公司主要业务与丝绸紧密相关,一旦丝绸行业不景气,对公司的影响较大。

⑧主要产品所采用技术的先进程度以及同类的最新产品、最新技术和替代产品的简况

公司主要产品重绉类、乔其类、素绉缎类、丝绒类真丝绸、特种纺丝等,生产技术在全国处于领先水平,拥有双螺杆复合纺丝机、倍捻机、剑杆织机、分条整经机等一批先进生产设备,但仍然有 40% 的国产设备有待更新;国外已开发出抗皱、超厚的高档丝绸产品,虽尚未投入批量生产,但对公司外销可能构成一定威胁;受原材料技术革新和服装潮流等影响,一些新型流行面料冲击部分真丝绸产品,对公司丝绸产品的增长带来一定的风险。

⑨融资能力的局限性

公司目前所需资金绝大部分为银行借款,少量为利润补充,直接融资受多种因素限制,因此融资能力具有一定的局限性。

10 外汇风险

公司丝绸产品 80% 以上外销,主要市场为日本、欧美、香港等国家和地区,人民币汇率对美元、日元等货币的波动,将影响公司生产经营的稳定。

(2) 行业风险

① 产业政策的限制

丝绸行业是我国传统纺织行业的重要组成部分,受国家纺织及丝绸产业政策的影响较大。

② 环保因素的限制

公司虽属于轻纺行业,污染很小,但公司在生产过程中,不可避免会产生少量的废气、废水、噪声等环境污染,虽然目前全部符合国家排放标准,随着公众环保意识增强,不排除国家可能进一步提高环保标准的可能性,因此将来可能受到国家和地方环保政策、法规一定限制。

③ 严重依赖其他行业风险

公司为纺织行业上游企业,主要为服装业提供面料,一旦服装业不景气或服装潮流变化,可能造成公司生产经营的不稳定,因此存在对服装行业的一定依赖性。

④ 行业内部竞争的情况

由于国内消费市场不成熟,丝绸消费市场主要集中在西方发达国家和发达地区,使我国丝

绸行业内部竞争异常激烈。

(3) 市场风险

① 商业周期影响

公司的主要产品中,真丝产品市场主要在国外,纺丝、电绣产品市场主要在国内,因此公司生产经营好坏与国外、国内商业周期循环有较大关系,商业周期的低谷将直接影响公司的销售。

② 市场容量限制

随着技术的进步和消费观念的变化,各种新面料不断涌现,真丝产品在竞争中扩大市场占有率,具有一定的难度。

(4) 政策性风险

丝绸是我国在国际市场上唯一保持垄断地位的传统出口产品,但由于地方利益等因素,丝绸企业迅速增多,有的属于盲目发展,争夺原料导致多次爆发蚕茧大战,在国际上争相压价也造成了我国丝绸出口价格、数量较大下滑,影响了我国丝绸行业的形象。国家提出对丝绸行业进行产业政策调整,虽然公司为我国最大的丝绸企业之一,但国家的宏观调控政策可能对公司发展产生一定的影响。

(5) 可转换公司债券市场风险

公司发行的可转换公司债券是我国证券市场新的金融品种,其市场价格受到公司经营状况、投资者心理预期、可转换公司债券的供求关系、国家宏观经济状况及其他因素如政策、经济、金融等的影响,同时其市场价格与公司发行的股票价格具有联动关系,投资者应对可转换公司债券的价格波动有较充分认识。

提请投资者注意因股票上市延误或在可转换公司债券存续期内未能上市而导致的投资风险。

(6) 其他风险

① 本次募集资金投向新项目风险

虽然本次募集资金主要投向公司技术改造项目,市场前景较好、投资收益较高,但不能完全排除市场条件变化、技术更新使项目投产后达不到预期目标的可能性。

② 控股股东的控制

公司主发起人江苏吴江丝绸集团有限公司作为控股股东,通过行使投票权或其他方式对公司经营决策、人事等方面的控制,可能会对公司经营活动造成一定影响。

2. 风险因素对策

(1) 经营风险对策

① 原材料供应及价格风险对策

虽然白厂丝产量受农业因素影响较大,但随着养蚕的工业化和喂养技术提高,产量受农业影响逐渐减小,而且公司计划建设万亩蚕桑基地,保证了公司部分高品质白厂丝稳定供应;另外公司所需聚酯切片数量占市场供应量极小部分,供应不成问题。

② 对主要客户的依赖对策

公司利用自身的技术优势,巩固在国内高档丝绸产品生产优势地位,并逐步实施大部分产品直接定单制,减少对主要客户的依赖;公司在与老客户保持良好关系的同时,将积极拓展其他国内外的销售渠道。

③能源和交通的限制对策

公司用电从国家电网供应,煤炭直接从国内市场购买,因此能源供应可以保证;公司计划充分运用储运中心的陆路、水路运输潜能,进一步发挥公司在交通运输方面的区域优势。

④产品外销的限制对策

公司作为国内最大的丝绸生产企业之一,争取在近期取得各类丝绸产品的自营出口权。

⑤产品或产业过分集中的风险对策

公司将实施“控制开发上游资源,整饬拓展下游市场,科工农贸一体化”发展战略,分散产品或产业过于集中的风险。

⑥融资能力的局限对策

公司以发行可转换公司债券为契机,争取尽快发行股票,加大直接融资比例;同时将继续搞好银企关系,加强银企合作,提高融资能力。

⑦外汇风险对策

由于公司的产品主要是间接出口,外汇风险主要体现为国际市场对产品需求风险。公司将进一步加强科研开发力量,不断推出市场热销新品,确保公司在市场领先地位。

(2)行业风险对策

①产业政策

为扶持我国传统的丝绸产业,国家专门成立了茧丝绸协调领导小组,控制国内白厂丝的暴涨暴跌,同时重点扶持几个大企业集团,因此对本公司的发展非常有利,国家的丝绸产业政策对公司发展不构成障碍。

②环保因素限制的对策

公司非常重视环保,由于公司目前主要为织造和纺丝、电绣等轻纺产品生产,生产过程中产生的环境污染极少;热能供应分厂已按国家有关环保标准配备先进环保设备。公司将进一步提高环保意识,严格执行国家和地方环保政策、法规等。

③行业内部竞争对策

公司的高档次、高质量、高附加值的产品在市场竞争中有一定的优势,今后进一步利用公司在信息、储运、科技开发等方面的强大实力,巩固公司在竞争中的优势地位。

(3)市场风险对策

①商业周期的影响对策

公司产品中高档真丝产品出口需求弹性小,受国内外商业周期影响小;同时公司市场交易服务、仓储运输、热电供应等收益相当稳定。公司会尽快落实科工农贸一体化发展战略,使商业周期对公司生产经营的影响降低到最低限度。

②市场容量的限制对策

虽然争取市场占有率的较大提高难度很大,但公司计划在巩固原有市场基础上,开辟新市场,同时利用公司的质量优势、成本优势、资金优势,可以争取到更大市场份额。

(4)政策风险对策

丝绸行业前三年经过了一次前所未有的低谷运行后,国家为扶持丝绸行业采取了有力政策,如纺织品出口退税率不断提高。公司将充分利用国家的优惠政策,加快发展。

(5)可转换公司债券市场风险对策

公司努力提高经济效益,进一步改善公司的基本面。同时严格按照《公司法》、《可转换公

司债券管理暂行办法》及中国证监会有关规定及时披露公司信息,注意保护投资者的利益,减少可转换公司债券市场价格的大幅度波动的可能性。

(6)其他风险对策

①本次募集资金投向新项目风险对策

公司一方面在科学论证的基础上,加强新项目的全过程的管理,另一方面利用市场信息的优势,建立市场快速反应机制,一旦新项目的市场条件有较大变化,立刻对项目重新评判,及时进行相应调整,确保预定目标完成。

②控股股东的控制

针对来自控股股东方面的影响,公司将严格按照现代企业制度规范运作,以减少不利影响。

同时,公司控股股东江苏吴江丝绸集团有限公司承诺放弃从事与本公司直接竞争的业务。

## 七、募集资金的运用

### 1. 募集资金的计划用途和立项批文

公司本次计划发行可转换公司债券 20000 万元,扣除有关发行费用,预计实际募集资金 19334 万元。主要用于:

(1)强捻重磅抗皱真丝绸技改项目。项目总投资 4015.76 万元,其中固定资产投资 2980.65 万元,配套流动资金 1035.11 万元。该项目已经江苏省计划与经济委员会苏计经技发[1998]636 号文批准。

(2)真丝乔其绒织造及印染后整理技改项目。项目总投资 4291 万元,其中固定资产投资 2991 万元,配套流动资金 1300 万元。该项目已经江苏省计划与经济委员会苏计经技发[1998]733 号文批准。

(3)改性型复合花色合股丝技改项目。项目总投资 3261.88 万元,其中固定资产投资 2779.42 万元(含用汇 138 万美元),配套流动资金 482.46 万元。该项目已经江苏省计划与经济委员会苏计经技发[1997]2266 号文批准。

(4)多功能新奇纺生产线技改项目。项目总投资 3792.6 万元,其中固定资产投资 2960 万元(含外汇 105 万美元),配套流动资金 832.6 万元。该项目已经江苏省计划与经济委员会苏计经技发[1998]737 号文批准。

(5)余额 3972.76 万元将用于偿还部分以前年度技改项目贷款。

### 2. 项目简介

#### 项目一【强捻重磅抗皱真丝绸技改项目】

##### (1)项目背景

目前无梭化织造真丝绸是丝绸织造工业的发展趋势。无梭织机广泛采用先进的电子技术,以其高速、阔幅、优质、泛用性、低耗、低噪音等优越性能远远胜于有梭织机。无梭织机克服了有梭织机织物容易产生横档、稀密路等缺点,同时又解决了有梭织机在织造特薄、特厚、特宽织物等中的一些薄弱环节,使织物质量明显提高,对织物的品种具有更大的适应性。特别是采用剑杆织机织造真丝绸,不仅织物品种适应性好,而且织物丰满、产品质量好,同时劳动生产率可提高 3—3.5 倍。这不仅将大幅度提高企业产品质量档次和国际竞争能力,还将给企业带来

良好的经济效益。

## (2) 项目内容

该项目拟选用 60 台新型剑杆织机及 39 台套前道配套设备,逐步实现重磅真丝织造无梭化,达到减少用工、提高效率的目的。同时在真丝织造前道工艺上进行研究开发和大胆创新,改变传统工艺,采用新型物理结构工艺,使真丝的强度和张力大幅提高,达到防皱、抗缩的效果,从而提高产品附加值,实现产品的升级换代。

## (3) 产品市场分析

就国际真丝绸消费市场而言,崇尚自然、追求个性消费正成为国际市场的主流。丝绸产品满足了人们追求天然、舒适、保健的需要,同时,人们又要求丝绸产品增加抗皱性和防缩性,因而丝绸消费热点已从一般轻薄型的真丝绸转向高档强捻重磅真丝绸。本项目产品 12023 重绉、9408 斜乔绉等是经纬加强捻的真丝绸织物,是九十年代国际纺织品市场的高档产品,欧、美、日纺织品市场的需求量日趋扩大。

就国内市场而言,我国城乡居民的消费水平明显提高,对纺织服饰的要求无论是数量、质量还是消费结构上都有很大的变化,高档丝绸面料已经成为人们的现实需要。除用于外衣以外,高档强捻重磅真丝绸已越来越多地用作内衣面料。据统计,我国城镇内衣销售每年的增幅在 20% 以上,这说明对高档真丝绸的需求也日益增多。

从上述国内外真丝绸市场的分析来看,市场对高档强捻真丝绸产品持续增长的需求为该产品的发展提供了广阔的天地。

## (4) 项目效益预测

项目投资回收期 4.46 年(含建设期 0.5 年),正常投产年每年新增重磅真丝绸 200 万米,新增销售收入 10260 万元,新增利润 1288.33 万元,新增税后利润 863.18 万元,新增出口创汇 1000 万美元以上。财务内部收益率 20.9%,平均投资利润率 26.03%。

## 项目二【真丝乔其绒织造及印染后整理技改项目】

### (1) 项目背景

目前世界上绝大多数国家对丝绸出口没有配额限制,这对扩大丝绸出口十分有利。但我国丝绸及其制品出口中一个突出问题是,初级产品和中低档产品多,创汇水平低。因此,丝绸企业要加强产品开发,增加花色品种,提高加工深度,合理调整产品结构,重点抓好创汇高、效益好、市场容量大、有发展前途的拳头产品,增强我国丝绸及其制品在国际市场上的竞争能力,使我国丝绸在数量上、质量上、品种上都属世界领先地位。

### (2) 项目内容

该项目瞄准市场热点,淘汰 150 台旧的有梭织机,淘汰 230 万米/年的低档化纤产品高丽麻,新增 200 台丝绒织机,年产 157 万米乔其坯绒。并从国外引进丝绒印花设备,辅以国产成熟可靠的丝绒专用设备,采用新的印染工艺,大幅度提高丝绒后整理水平,开发具有发展前途的高附加值的高档乔其绒系列产品,形成年产 200 万米的生产能力,提高企业出口创汇能力。

### (3) 产品市场分析

丝绒是一种采用特殊的织物组织和整理加工,使表面形成绒毛或绒圈的织物,具有光泽柔和典雅、手感柔软、抗皱性、保暖性、耐磨性好的特点。作为一种传统的面料,丝绒有它独特的优点:豪华、高贵、飘逸、柔软、不起皱,成衣着装高雅,一直是人们心目中理想的礼服面料和室内装饰面料。随着消费水平的提高,丝绒产品用途的不断挖掘,真丝乔其绒将拥有更为广阔的



发展前景,成为本公司新的利润增长点。

#### (4)项目效益预测

项目投资回收期 5.94 年(含建设期 1 年),正常投产后将形成年产 200 万米乔其绒系列产品的生产能力(新增 141 万米),每年新增销售收入 3666 万元,新增利润 789 万元,新增税后利润 529 万元。财务内部收益率 18.18%,平均投资利润率 22.5%。

### 项目三【改性型复合花色合股丝技改项目】

#### (1)项目背景

七十年代以来,我国合成纤维发展迅速,目前聚酯纤维生产量约 180 万吨,占合成纤维总量的 70%以上。但是,其中常规产品较多,细旦产品较多,而复合类产品相对较少。尤其是近期单丝差别化纤维的发展较快,但使用上还是必须与常规丝网络复合丝使用,生产成本相对较高。为此纺织总会多次强调:要限制常规抽丝及过剩的细旦丝抽丝项目,加速发展差别化特种纤维、复合纤维的生产。纺织工业“九五”科技发展战略中也指出:在发展化纤生产的同时,要协调纤维品种结构比例,重视质量、提高档次。其目的都在于使我国的合纤工业朝着协调、良好的方向发展。

#### (2)项目内容

该项目围绕丝绸品种的更新换代,从公司实际出发,充分利用公司的原有条件:厂房、公用工程依托原有基础,车间空调、除尘均利用原有设施。项目不新增建筑面积,在不增加生产能力的情况下对原有 VC406 24 个部位进行改造,淘汰 VC406 纺丝机 24 部位,引进国外高速卷绕机与国产高速纺丝机进行嫁接,生产改性型复合花色合股纤维。从而节省投资并缩短工期,做到投资省,见效快。

#### (3)产品市场分析

随着世界经济的发展和人口的不断增长,对合成纤维的需求日益增加。其中聚酯纤维以其独特的性能、生产原料易得及广泛的用途而成为发展最快、产量最大的合成纤维品种。随着聚酯纤维产量的不断增加,各国都非常注意开发具有高附加值的差别化纤维,以增强市场的竞争能力。目前,日本、韩国已成为主要的差别化纤维生产国和输出国。

差别化纤维工业的飞速发展,也推动了服装工业的发展,据对目前市场大量进口面料的分析,大部分是采用差别化复合丝加工而成。另据报道,最近欧美推出的高档服装面料中有许多是采用复合纤维制造的。

七十年代以来,我国合成纤维发展迅速,但由于品种的供需不平衡,不能满足纺织工业的需要,每年仍有部分原料需要进口,尤其是生产中高档产品的复合丝,1996 年聚酯纤维长丝进口量达 45.58 万吨。此外,从全国各大面料市场来看,大多数市场畅销的面料所用原料都是配合有色、改性经网络复合后再织造使用的,复合纤维使用率达 95%以上。而且随着人民生活水平的提高,对合成纤维的要求也从单一的仿真,到逐渐要求新颖独特且超过任何一种天然纤维。

从上述国内外市场的分析看来,发展差别化纤维、复合丝产品势在必行,并有着良好的市场发展前景。

#### (4)项目效益预测

项目投资回收期 4.88 年(含建设期 0.75 年),正常投产后将形成年产 5000 吨 200D 特种花色合股丝的生产能力,每年新增销售收入 3550 万元,新增利润 845.51 万元,新增税后利润

566.49 万元。财务内部收益率 25.41%，平均投资利润率 20.93%。

#### 项目四【多功能新奇纺生产线技改项目】

##### (1)项目背景

化学纤维自 1889 年问世以来,得到了快速发展,并迅速地在衣着、装饰等方面代替了天然纤维。但化纤生产能力大幅度提高的同时,普通常规的化纤产品在有些国家和地区已出现了供过于求的局面。因此,为了进一步提高化纤档次和应用领域,在 90 年代一些发达国家开始研制“新合纤”(所谓新合纤,就是在一定的设计思想指导下,将从聚合物改性到织物后加工等各环节的基本技术以某种方式高度有机地组合起来,使产品表现出特定的特性,新生合纤因组合技术的不同而产生种种变化)。和发达国家相比,我国新合纤在化纤总量中所占的比例还相当低,新合纤(差别化产品)的种类还不够,差别化纤维的档次也以细旦、异形等常规产品居多,而对于一些高技术含量的多功能产品,还远远没有开发或仅仅限于实验室开发而未批量生产。因此,在合纤长丝的差别化方面,我国还有很多工作要做。

##### (2)项目内容

该项目采用国际先进的生产工艺及大连合成纤维研究所最新研制的多功能新奇纺(CDP-POY+FDY)生产技术,引进国外先进高速卷绕机,与大连合成纤维研究所最新研制的生产工艺设备嫁接(该生产技术属国内首创),开发“新合纤”,积极发展有市场前景的高仿真、多品种、多功能、高技术纤维,提高差别化纤维的档次,增加产品附加值,符合“九五”期间产业政策。

项目设计规模为一条 18 部位新奇纺(CDP-POY+FDY)花色合股丝生产线,设计生产能力 222—278dtex5200 吨/年,也可生产常规细旦丝、粗旦丝、改性丝、花色丝等不同品种、不同规格的产品。另外根据市场需要,该装置也可单独生产 POY 或 FDY 涤纶长丝,使该装置能充分发挥效能,为企业创造效益。

##### (3)产品市场分析

新奇纺花色复合丝(CDY-POY+FDY)采用复合纺丝技术,使两种以上不同品种、不同性能、不同色泽的织物共纺丝、共拉伸、共网络、共卷绕为 POY、FDY 产品,在国内尚属空白。产品既柔软又有优雅的光泽,织物有丰满感,洗涤方便、耐穿,不需熨烫,以花色纤维织造的进口面料酷似纯羊毛制品,可以达到以假乱真的效果。

根据市场调研,新奇纺纺丝生产新技术目前已成为诸多化纤与纺织企业的技术先导。其产品不仅适用于服装面料,而且在医药、卫生、农业、航空、太空、海洋等范围均有应用。花色纤维由于具有许多特殊优越性能,市场竞争力强,附加值高,已成为纺织企业竞相开发的品种。

##### (4)项目效益预测

项目总投资回收期 4.3 年(含建设期 0.83 年),正常投产后将形成年产 5200 吨新奇纺复合丝的生产能力,每年新增销售收入 4261 万元,新增利润 1134 万元,新增税后利润 759 万元。财务内部收益率 30%,平均投资利润率 29.9%。

#### 【偿还部分以前年度技改项目贷款】

股份公司目前有 1.34 亿元长期借款,主要用于以前年度技改项目固定资产投资,利率偏高(年利率约为 10%),偿还本息压力大,企业负担重。本次发行的可转换公司债券的利率较低,为了减少财务费用,优化公司长期借款结构,提高股份公司的经营业绩,本次发行可转换公司债券募集资金,投资于上述技改项目后的余额 3972.76 万元将用于偿还部分以前年度技改项目贷款。有关技改项目情况如下:

### 【引进倍拈机等配套前道设备技改项目】

#### (1) 项目投资概况

项目投资 2962 万元,固定资产投资 2300 万元,配套流动资金 662 万元。该项目已经江苏省计划经济委员会苏计经技[1995] 338 号文批准。

#### (2) 项目内容

从国际情况看,世界丝绸正转向一个技术和资金密集发展的新时期。反映在丝绸产品贸易上已不再是单纯数量和价格的竞争,而是转向高附加值、深加、精加工方向发展,主要表现为质量和品种档次的竞争。为了提高丝绸产品档次、品位,充分发挥企业织造高档真丝绸的优势,必须改善织机与加拈机比例 1:58 的不充分配置(最佳配比为 1:100)。

该项目引进的 18 倍拈机及 1 台高速分条整经机,运转效益高,设备故障率低,丝线加拈质量及卷绕质量稳定,价格适中,工艺技术方面对品种更新有较强的适应性,通过实施该项目,企业织机与加拈机比例达到了较为合理的 1:80 配比水平。该项目为引进国外先进设备进行内部技术改造,提高现有设备配套整体水平,用于生产高档强拈真丝绸,提高了产品附加值,实现产品升级换代,符合我国丝绸行业产业政策,项目被列入国家“双加”工程。

产品方案为:年产 210 万米高档强拈真丝绸,其中 12023 双绉 50 万米,12776 双乔绉 65.5 万米,9405 斜乔绉 74.5 万米,12785 采新绉 20 万米。

#### (3) 项目实施情况

该项目实际投资 2301.27 万元,1995 年 12 月开始实施,1996 年 6 月竣工,1996 年 8 月达产。项目实施后达到预期目标。

### 【引进八台(套)自动梭式绣花机技改项目】

#### (1) 项目投资概况

项目总投资 3395.5 万元,固定资产投资 2900 万元,配套流动资金 495.5 万元。该项目已经江苏省计划经济委员会苏计经技[1995]1093 号文批准。

#### (2) 项目内容

超薄水溶绣花绸具有与众不同的显著特点,一是透气性好,二是弹性好,做成内衣穿着舒适,三是适应性广。最近几年来,经服装设计师精心设计和不断改进,品种花色繁多,富有立体感和柔软舒适感,受到广大消费者的喜爱。我国绣花企业虽然较多,但绣花产品多为装饰花边,档次较低,质量一般,不能满足国内外对高档绣花产品的需求。为了充分发挥企业在绣花设计、生产规模等方面的优势,满足国内外市场大批量、大匹料加工超薄型水溶绣花绸的需要,必须进行技术改造,增强企业发展后劲,提高经济效益。

该项目引进 8 台自动梭式绣花机、1 台电脑打卡机、15 台套国内配套设备。其特点是自动化程度高,花型精密准确,生产效率高,质量稳定,技术性能好。

产品方案为:年产匹料绣花 5428.42 万针,折装饰花 305.08 万米,产品质量按国家标准或客户要求执行。

#### (3) 项目实施情况

该项目实际投资 2730.54 万元,1996 年 11 月开始实施,1997 年 8 月竣工,1997 年 11 月达产。项目实施后达到预期目标。

### 3. 募集资金年度投资计划

根据国家茧丝绸产业发展政策和本公司的发展战略,本次可转债募集资金主要用于真丝

绸和特种纺丝技改项目。投资项目的轻重缓急为,首先保证真丝绸技改项目,即项目一(强捻重磅抗皱真丝绸技改项目)和项目二(真丝乔其绒织造及印染后整理技改项目);其次,募集资金将投向特种纺线技改项目,大力开发新型仿真丝绸原料,如改性型复合花色合股丝(项目三)、多功能新奇纺复合丝(项目四)等,为改变国内仿真丝绸产品低档次、无特色、依赖进口的现状作出努力。具体年度投资计划和效益情况见下表:

募集资金年度投资计划

(单位:万元)

项目名称		强捻重磅抗皱真丝绸技改项目	真丝乔其绒织造及印染后整理技改项目	改性型复合花色合股丝技改项目	多功能新奇纺技改项目	合计
固定资产投资		2980.65	2991	2779.42	2960	11711.07
年度资金使用计划	1998 年	2483.88	1246.25	1544.12	1480	6754.25
	1999 年	496.77	1744.75	1235.30	1480	4956.82
投资回收期(年)		4.46	5.94	4.88	4.30	
项目效益产生时间		1998 年	1999 年	1998 年	1999 年	

## 八、承销

1. 承销方式:本次公开发行的 20000 万元可转换公司债券采用余额包销的承销方式。
2. 承销期:1998 年 8 月 28 日—1998 年 9 月 3 日
3. 发行方式:上网定价
4. 发行地区:全国各地与深圳证券交易所交易系统联网的证券交易网点
5. 发行对象:持有深圳证券交易所股票账户卡的境内自然人、法人(法律、法规禁止购买者除外)
6. 发行面值:每张面值 100 元
7. 发行数量:2000 万元,全部向社会公众公开发行
8. 发行价格:按面值发行
9. 本次发行预计实收金额:19334 万元
10. 承销机构及其承销量:

承销商	承销金额(万元)	承销比例
南方证券有限公司	9600	48%
联合证券有限责任公司	6000	30%
佛山证券有限责任公司	1400	7%
长城证券有限责任公司	1400	7%
江苏省国际信托投资公司	800	4%
常州证券有限公司	800	4%

共 计	20000	100%
11. 发行费用		
承销费用	300 万元	
上市推荐费	30 万元	
注册会计师费用	135 万元	
律师费用	28 万元	
资产评估费用	90 万元	
上网定价发行手续费	40 万元	
上市初费	2 万元	
其它费用(含差旅费、登记费、公证费等)	41 万元	
合 计	666 万元	

## 九、发行人情况

### 1. 公司概况：

发行人法定名称：吴江丝绸股份有限公司

英文名称：WuJiang Silk Co., Ltd.

注册资本：313,000,000 元

法定代表人：董东立

成立日期：1998 年 7 月 16 日

发行人住所：吴江市盛泽镇舜新中路

### 2. 公司历史情况简介

吴江丝绸股份有限公司是在江苏吴江丝绸集团有限公司(以下简称集团公司)所属九个核心企业重组改制基础上,由江苏吴江丝绸集团有限公司、江苏省丝绸集团有限公司、中国丝绸工业总公司、中国服装集团公司、苏州市对外发展总公司共同发起设立、集团公司以从事高档真丝绸、特种纺丝、电脑绣花生产的原新联丝织分厂、新华丝织分厂、新达电绣分厂、辽吴纺丝分厂、新生纺丝分厂以及从事丝绸市场交易服务、仓储运输管理、热能供应、丝绸贸易的东方丝绸市场、储运中心、热能供应分厂、外贸分公司的优质经营性资产出资,其他发起人以现金出资,共同组建本公司。本公司所在地吴江市盛泽镇,是中国古代著名的四大绸都之一,有“日出万匹,衣被天下”的美誉,现为国家级丝绸星火技术密集区,具有几千年的丝绸生产历史。

集团公司持有本公司 93.34% 的股份,为第一大股东。

### 3. 公司股份的结构

注册股本：313,000,000 元

股权结构：国家股 29,216.6 万元,占股份公司 93.34% 股权

法人股 2,083.4 万元,占股份公司 6.66% 股权

每股净资产：1.54 元/股

公司股东及持股比例：

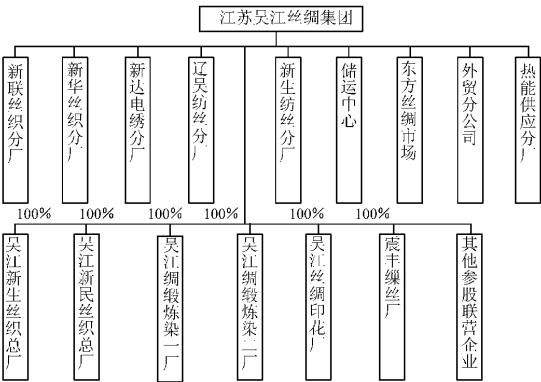
江苏吴江丝绸集团有限公司 持股比例 93.34%

江苏省丝绸集团有限公司 持股比例 3.54%

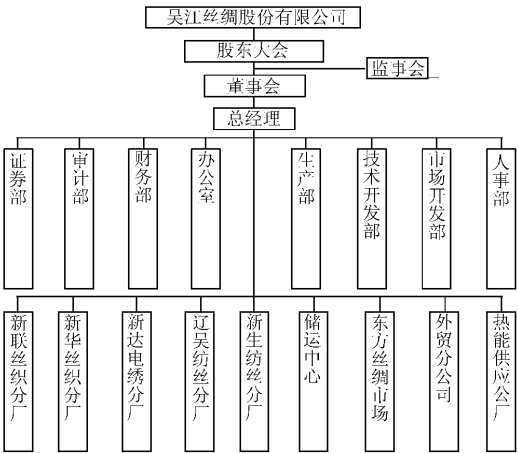
中国丝绸工业总公司	持股比例 2.08%
中国服装集团公司	持股比例 0.83%
苏州市对外发展总公司	持股比例 0.21%

4. 公司组织结构、内部管理机构、关联企业

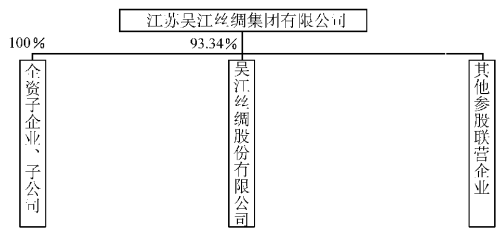
(1)重组前江苏吴江丝绸集团有限公司组织结构简图



(2)吴江丝绸股份有限公司组织结构简图



(3)重组后集团公司与股份公司关系简图



(4) 关联企业

本公司主要发起人江苏吴江绸缎集团有限公司,1991 年成立,1998 年经江苏省政府苏政复[1998]34 号文批准授权为国有资产投资主体,并改制为国有独资的有限责任公司,注册资本 33205 万元,法定代表人孙幼帆,注册地址吴江市盛泽镇舜新路 24 号。集团公司 1997 年被国家经贸委列为 1000 家重点国有大中型企业中首批 512 家之一,是丝绸行业中规模最大的企业之一。

国营吴江丝绸炼染一厂是集团公司的全资子公司,注册资金 2633 万元,法定代表人董必红,注册地址吴江市盛泽镇升平桥堍,该企业向股份公司提供少量印染加工业务,并由本公司提供水、汽等服务。

国营吴江绸缎炼染二厂是集团公司的全资子公司,注册资金 1735.89 万元,法定代表人潘镜铭,注册地址吴江市盛泽镇庄基湾,该企业向股份公司提供少量印染加工业务,并由本公司提供水、汽等服务。

国营吴江绸缎印花厂是集团公司的全资子公司,注册资金 3163 万元,法定代表人潘永祥,注册地址吴江市盛泽镇庄基湾 19 号,该企业向股份公司提供少量印染加工业务,并由本公司提供水、汽等服务。

吴江新民丝织总厂是集团公司的全资子公司,注册资金 5470 万元,法定代表人柳维特,注册地址吴江市盛泽镇五龙路 22 号,由本公司提供供汽等服务

5. 公司的职工人员情况

- (1) 本公司职工总人数 5513 人,其中正式职工 4476 人,外来工、本地农村工 1037 人; 管理人员、业务人员、技术人员占 5.97%,生产工人占 94.03%; 大专以上人员占 2.60%,高中、中专以上人员占 19.75%,初中以下占 77.65%; 30 岁以下人员占 79.57%,31—40 岁人员占 15.60%,41 岁以上占 4.83%。

(2) 本公司执行国家有关规定给予职工住房、医疗、劳保、失业保险和养老保险待遇;公司每年按职工工资总额的 14%从成本、费用中提起福利费,用于职工福利;本公司目前无离退休人员,将来公司离退休人员将由吴江市社会劳动保险局统筹安排。

6. 公司的经营范围

资产经营、纺织原料(皮棉除外)、针纺织品生产、销售、电脑绣花,房地产开发、经营,仓储,公路运输,技术咨询、实业投资,国内贸易(国家有专项规定的,办理许可证后经营)。

7. 公司实际从事的主要业务

高档真丝绸织造、特种纺丝生产、电脑绣花、丝绸出口贸易、储运、丝绸市场交易服务、水电

汽生产供应等。

8. 公司的主要产品品种、生产能力、主要市场及其市场占有情况

主要产品品种	生产能力	主要市场	市场占有率	销售额(万元)	销售方式
高档真丝绸	1200 万米/年	日本、欧美、香港	江苏省 48%	24850	代理、自营、批发
电绣产品	2430 亿针/年	华东、华南	40%	2016	定单
纺 丝	4 万吨/年	华东	—	42362	批发

9. 公司业务收入构成

(单位:万元)

业务构成	1995 年	1996 年	1997 年	三年平均比重
纺 织	52229	56039	78615	79.89%
贸 易	9455	3432	5326	7.79%
电 力	8012	7538	8773	10.40%
其 他	1644	1345	1507	1.92%
合 计	71340	68354	94221	100.00%

10. 公司原材料的供应、自然资源的耗用情况

公司主要原材料白厂丝、聚酯切片等从国内市场采购,由于公司属轻纺企业,没有直接占有耗用矿藏等自然资源。

11. 工业产权等无形资产情况

公司除拥有“茶花”、“骏花”、“舜星”、“龙桥”商标所有权外,无其它重要工业产权等无形资产。

12. 新产品、新项目研究开发的情况

公司积极开发生产市场看好、技术含量高和附加值高的产品,真丝绸向厚重、经纬加捻类发展;纺丝由常规纺丝纤维向特种纺丝纤维发展;开展真丝与其他纤维纺丝交织技术的准备工作;开发蚕桑种养加工一条龙技术等。

13. 投资项目、技术改造等情况

有关情况详见前述(七)募集资金的运用

14. 本公司所享受的政策优惠情况

根据江苏省人民政府苏政复[1998]95 号文批准,本公司自 1998 年起按 33% 税率缴纳企业所得税后,由吴江市财政返还 18%,因此本公司实际企业所得税税负水平为 15%。如遇国家或地方政策调整,按新的政策规定执行。

15. 关联交易情况

1 本公司为关联企业供水、供汽

(单位:万元)

关 联 方	定价政策	1995 年	1996 年	1997 年
-------	------	--------	--------	--------



江苏吴江丝绸集团有限公司	市场统一价	—	447.29	776.29
吴江绸缎炼染一厂	市场统一价	—	300.25	282.75
吴江绸缎炼染二厂	市场统一价	—	60.25	849.21
吴江丝绸印花厂	市场统一价	—	494.96	617.39
吴江新民丝织总厂	市场统一价	—	89.04	165.01
合 计		—	1392.38	2691.11

(2)关联公司为本公司提供印染加工

(单位:万元)

关联方	定价政策	1995 年	1996 年	1997 年
吴江绸缎炼染一厂	市场价	167.95	139.89	64.58
吴江绸缎炼染二厂	市场价	60.91	18.05	—
吴江丝绸印花厂	市场价	42.15	60.30	32.45
合 计	市场价	271.01	218.24	97.03

(3)本公司与江苏吴江丝绸集团有限公司签订的关联交易协议和合同

①土地使用权租赁协议

本公司向集团公司租赁土地 364,959 平方米,1998 年至 1999 年按每平方米 3 元计,年租金 1,094,877 元;以后则按国家土地管理部门颁布的土地租金调价涨幅调整该年租金金额。本协议有效期自签署之日起至 2048 年 2 月 26 日止。

②综合服务协议

江苏吴江丝绸集团有限公司因向本公司有偿提供集体宿舍、医疗、幼儿入托、食堂、宾馆等服务,本公司按所提供的服务支付实际发生的费用,支付价格不高于市场价格。本协议自签署之日起生效。

③能源供应合同

江苏吴江丝绸集团有限公司及下属有关单位依赖本公司供应水、汽等能源,本公司按约定的质量标准进行供应,供应价格与市场统一价相同。本协议自签订之日起生效。

16. 大股东放弃竞争承诺

江苏吴江丝绸集团有限公司作为股份公司的大股东,为了保障股份公司的良好发展前景和其他股东的利益,进一步承诺放弃从事与股份公司竞争的业务。

## 十、董事、监事、高级管理人员及重要职员

### 1. 董事

董事长兼总经理,董东立先生。42岁,大专文化,高级经济师,历任吴江新生集团副总经理、党委委员、吴江市丝绸工业公司经理、江苏吴江丝绸集团有限公司党委书记、董事、总经理。

副董事长,徐世元先生。48岁,大专文化,历任吴江盛泽镇人民政府副镇长、镇党委委员、盛泽镇镇党委副书记、盛泽镇农工商总公司副董事长、总经理,现任东方丝绸市场党委书记、管委会主任。

副董事长,华建平先生。51岁,中专文化,高级会计师,历任吴江印染厂副厂长、吴江市丝绸工业公司副经理,现任江苏吴江丝绸集团有限公司总经理、党委委员。

董事,李斐勇先生。38岁,大专文化,会计师,历任江苏省丝绸进出口集团股份有限公司财务科科长,服装分公司副总经理,现任江苏省丝绸集团有限公司计财部总经理。

董事,刘永健先生。39岁,大学文化,历任中国丝绸工业总公司香港华友投资有限公司副总经理,现任中国丝绸工业总公司总经理助理。

董事,蒋衡杰先生。48岁,大学文化,历任中国丝绸工业总公司副处长,中国服装总公司总经理,现任中国服装集团公司党委书记、副总经理。

董事,汤荣龙先生。50岁,大专文化,历任苏州市人民政府外事办公室副科长,科长,现任苏州市对外发展总公司总经理。

董事,吴敏连先生。43岁,大专文化,历任吴江同里交管所所长,吴江汽车维修作业管理处主任,现任吴江市交通运输管理处主任。

董事,杨俊峰先生。44岁,大专文化,经济师,历任吴江丝绸印花厂副厂长、党总支书记,现任外贸分公司经理。

董事,宋晓平先生。36岁,大专文化,历任吴江市梅堰镇农工商总公司副总经理,现任新达电绣分厂党委书记、厂长。

董事,姚颂伟先生。40岁,大专文化,历任吴江新华丝织厂党委委员、副厂长、现任新联丝织分厂党委副书记、厂长。

董事,王志方先生。55岁,高中文化,历任吴江新联丝织厂党委委员、副厂长,现任新华丝织分厂党委书记、厂长。

董事,王勋忠先生。48岁,中专文化,历任吴江辽吴化学纤维厂党委副书记、副厂长,现任新生纺丝分厂党委书记、厂长。

董事,徐兴祥先生。45岁,大专文化,历任吴江发电厂盛泽热电分厂副厂长,现任热能供应分厂总支书记、厂长。

董事,汪钰平先生。50岁,大学文化,历任吴江辽吴化学纤维厂党委委员、副厂长,现任辽吴纺丝分厂党委副书记、厂长。

### 2. 监事

监事会主席,潘镜铭先生。45岁,中专文化,高级经济师,历任吴江印染总厂党委副书记、厂长,现任吴江绸缎炼染二厂党委书记、厂长。

监事,范淦群先生。53岁,大学文化,高级经济师,历任吴江市丝绸工业公司副经理,现任

江苏吴江丝绸集团有限公司党委副书记、纪委书记。

监事,张为民女士。41岁,大专文化,工程师,历任江苏省丝绸进出口集团股份有限公司蚕丝分公司财务科副科长,计财部总经理助理,副总经理等职,现任江苏省丝绸集团有限公司审计部副总经理。

监事,杨建明先生。43岁,大学文化,助理政工师,现任公司技改科科长。

监事,申金元先生。36岁,大学文化,助理经济师,现任公司办公室副科长。

3. 高级管理人员

沈志祥先生。53岁,大专文化,经济师,历任吴江绸缎炼染二厂副厂长、吴江市丝绸工业公司副经理,吴江丝绸集团有限公司副总经理、党委委员。现任本公司副总经理、董事会秘书。

曹永兵先生。31岁,大专文化,会计师,曾任新达电綫分厂财务科科长,现任公司财务负责人。

十一、债 项

发行人主要借款如下:(截止日:1998年2月28日)

单位:万元

债项类型		金额	年利率(%)	债务期间	抵押及担保的情况	其他限制
银 行 借 款	短期 借款	11147	8.42—11.70	1997.04—1999.02	抵押	—
		600	10.37—14.40	1997.09—1998.06	担保	—
	长期 借款	9539.59	7.90—9.90	1992.05—2000.11	担保	—
		3075.00	9.90—10.98	1996.11—2001.08	抵押	—
		545	9.90	1996.11—1998.11	抵押	—
		20	9.36	1995.10—1998.04	担保	—
		305.49	10.98	1996.10—1998.09	信用	—
	小计	25232.08				
非银行 金融机 构借款	短期 借款	4350	8.42—14.40	1997.09—1998.09	担保	—
	长期 借款	869.36	9.61	1993.05—1999.12	担保	—
	小计	5219.36				
合计		30451.44				

注:(1)截止到1998年2月28日,公司无企业债、对内部人员及关联企业负债以及有关合

同承诺；

(2)截止本募集说明书签署之日,本公司所有到期债务均已偿还；

(3)或有负债:截止 1998 年 2 月 28 日,公司用于抵押贷款的资产总额 16,308 万元。

## 十二、财务会计资料

### (一)审计报告

苏会所二审字(98)154 号

吴江丝绸股份有限公司：

我们接受委托,审计了贵公司 1995 年 12 月 31 日、1996 年 12 月 31 日、1997 年 12 月 31 日、1998 年 2 月 28 日的资产负债表和 1995 年度、1996 年度、1997 年度、1998 年 1—2 月份利润表及 1997 年度的财务状况变动表。这些会计报表由贵公司负责,我们的责任是对这些会计报表发表审计意见。我们的审计是依据中国注册会计师独立审计准则进行的。在审计过程中,我们结合贵公司的实际情况,实施了包括抽查会计记录等我们认为必要的审计程序。

我们认为,上述会计报表符合《企业会计准则》和《股份制试点企业会计制度》的有关规定,在所有重大方面公允地反映了贵公司 1995 年 12 月 31 日、1996 年 12 月 31 日、1997 年 12 月 31 日、1998 年 2 月 28 日的财务状况和 1995 年度、1996 年度、1997 年度、1998 年 1 至 2 月的经营成果及 1997 年度的资金变动情况,会计处理方法的选用遵循了一贯性原则。

江苏会计师事务所

中国·南京

中国注册会计师:仇成福

中国注册会计师:狄云龙

1998 年 5 月 20 日

### (二)财务报表(附后)

### (三)股份公司主要财务指标

项 目	1995 年	1996 年	1997 年	98 年 2 月
流动比例	1.08	0.94	0.91	0.93
速动比例	0.51	0.31	0.39	0.41
应收账款周转率	7.99	11.59	19.69	11.58
存货周转率	3.75	3.29	4.39	4.05
资产负债率	63.04%	62.19%	61.21%	59.23%
净资产收益率	3.47%	12.48%	17.80%	0.06%
每股净利(元)	0.027	0.10	0.18	—

### (四)吴江丝绸股份有限公司会计报表附注

#### 1. 公司一般情况

吴江丝绸股份有限公司(以下简称公司)是主要发起人江苏吴江丝绸集团有限公司在所属的新联丝织分厂、新华丝织分厂、辽吴纺丝分厂、新生纺丝分厂、新达电绣分厂、外贸分公司、储

运中心、东方丝绸市场、热能供应分厂等九家分厂(公司)的基础上,联合发起人江苏省丝绸集团有限公司、中国丝绸工业总公司、中国服装集团公司、苏州市对外发展总公司共同发起设立的股份有限公司。公司经营范围:高档真丝绸织造、特种纺丝原料生产、电脑绣花、丝绸出口贸易、储运、丝绸市场交易服务、水电汽生产供应。

## 2. 会计报表编制基础

公司三个年度又一期的会计报表是在假设公司经重组后的现时体制结构于 1995 年 1 月 1 日业已存在,并持续经营的基础上,以江苏吴江丝绸集团有限公司所属的新联丝织分厂、新华丝织分厂、辽吴纺丝分厂、新生纺丝分厂、新达电绣分厂、外贸分公司、储运中心、东方丝绸市场、热能供应分厂等九家分厂(公司)的会计报表为基础,根据公司重组方案,对资产、负债、损益有关项目进行分离,按《股份制试点企业会计制度》及有关补充规定编制的。其中:

(1)资产负债表:以江苏吴江丝绸集团有限公司所属的新联丝织分厂、新华丝织分厂、辽吴纺丝分厂、新生纺丝分厂、新达电绣分厂、外贸分公司、储运中心、东方丝绸市场、热能供应分厂等九家分厂(公司)的会计报表为基础,依据公司拟定的资产、负债重组方案和人员重组方案将相关的资产及负债分离后编制。

(2)利润表:以江苏吴江丝绸集团有限公司所属的新联丝织分厂、新华丝织分厂、辽吴纺丝分厂、新生纺丝分厂、新达电绣分厂、外贸分公司、储运中心、东方丝绸市场、热能供应分厂等九家分厂(公司)的会计报表为基础,根据相关性及配经性原则,按公司拟定的资产重组方案和人员重组方案将相关的收入、成本、费用分离后编制。

## 3. 公司采用的主要会计政策

(1)会计制度:公司执行《股份制试点企业会计制度》。

(2)会计期间:以公历 1 月 1 日起至 12 月 31 日止为一个会计年度。

(3)记账本位币:人民币。

(4)记账原则和计价基础:以权责发生制为记账原则,以历史成本为计价基础。

(5)外币核算方法:对所发生的非记账本位币经济业务,均采用业务发生日的市场汇价折合为人民币记账,期末各种外币货币性资产及负债账户余额按市场汇价调整,除为工程项目而筹措的外币借款折算差额,在项目完工并交付使用前计入工程成本外,其余折算差额均计入当期损益。

(6)坏账核算方法:采用备抵法,按应收账款期末余额的 5%计提坏账准备。

(7)存货核算方法:

公司存货包括:原材料、低值易耗品、在产品、产成品;

公司对原材料按实际成本计价,转出成本采用加权平均法核算;低值易耗品采用领用时一次摊销法;在产品按实际消耗的材料成本保留;产成品按实际成本计价,转出成本采用加权平均法核算;

(8)长期投资核算方法:

①债券投资:按实际支付的款项记账。债券存续期内应计利息,以及出售时收回的本息与账面成本及尚未收回应计利息的差额计入当期损益;

②股权投资和联营投资:投资额占被投资单位权益性资本不足 20%的以成本法核算;投资额占被投资单位权益性资本 20%至 50%的采用权益法核算;投资额占被投资单位权益性资本 50%以上的,采用权益法核算,并以合并报表方式反映。

(9)固定资产核算方法:固定资产按实际成本计价;固定资产标准为单位价值在 2000 元以上,并且使用年限超过一年;固定资产折旧采用平均年限法,并按固定资产预计使用年限和预计 4%的净残值率确定其折旧率。各类固定资产折旧率如下:

固定资产类别	折旧年限(年)	年折旧率
房屋建筑物	20—45	4.80%—2.13%
专用设备	10—14	9.60%—6.86%
通用设备	10—14	9.60%—6.86%
其他设备	12—20	8.00%—4.80%

(10)在建工程核算方法:

公司的在建工程系购建安装的机器设备、房屋建筑物等;

在建工程以实际成本计价,在工程已经完工并交付使用时,按实际发生的全部成本转入固定资产核算。

(11)递延资产核算方法:以实际成本计价,并按受益期平均摊销。

(12)收入确认原则:以产品已经发出,产品的所有权已经转移,收到货款或取得收取货款的证据时,确认营业收入的实现。

(13)产品成本核算方法:

公司产品成本核算实行品种法。期末在产品成本,按其实际消耗的原材料成本保留。

(14)利润分配:

根据公司章程,公司税后利润的分配按下列顺序进行:

- ①弥补以前年度亏损
- ②提取法定盈余公积金 10%
- ③提取法定公益金 5%
- ④提取任意公积金
- ⑤支付普通股股利

#### 4. 税项

(1)流转税:

- ①增值税:销项税额按销售收入的 17%计缴;
- ②营业税:按劳务或租赁收入的 5%计缴。

(2)所得税:

根据江苏省人民政府苏政复[1998]95 号文批准,公司自 1998 年起按 33%税率缴纳企业所得税后,由吴江市财政返还 18%,因此公司实际企业所得税税负水平为 15%。

(3)地方税及附加:

- ①城市维护建设税:按流转税额的 5%交纳;
- ②教育费附加:按流转税额的 4%交纳。

#### 5. 会计报表主要项目附注

(如无特别说明,本附注货币单位均为人民币元)

(1)货币资金:截止 1998 年 2 月 28 日货币资金金额为 24,615,684.22 元,其明细项目列示如下:

项 目	币 别	原币金额	汇 率	人民币金额
现 金	人民币			51,312.76
银行存款	人民币			24,553,596.46
银行存款	港币	10,000.00	1.0775	10,775.00
合 计				24,615,684.22

(2)应收票据:截止 1998 年 2 月 28 日应收票据余额为 1,954,000.00 元,其主要情况列示如下:

①主要单位列示如下:

出票人	出票日	到期日	金 额
绍兴县江桥轻纺产品经营部	97.11.25	98.04.26	990,000.00
宁波东兴羽绒公司	97.09.27	98.02.28	964,000.00
合 计			1,954,000.00

②本账户余额中无持公司 5%以上股份的股东单位欠款。

(3)应收账款:截止 1998 年 2 月 28 日应收账款余额为 83,982,991.87 元,其主要情况列示如下:

①账龄分析:

账 龄	金 额	比 例
一年以内	78,066,602.17	92.96%
一至二年	4,182,551.27	4.98%
二至三年	1,057,490.36	1.26%
三年以上	676,348.07	0.80%
合 计	83,982,991.87	100.00%

②本账户余额中无持公司 5%以上股份的股东单位欠款。

(4)预付货款:截止 1998 年 2 月 28 日预付货款余额为 10,073,560.51 元,其主要情况列示如下:

①账龄分析:

账 龄	金 额	比 例
-----	-----	-----

## 债券投资

一年以内	9,723,475.11	96.52%
一至二年	302,624.56	3.00%
二至三年	17,351.00	0.18%
三年以上	30,109.84	0.30%
合 计	10,073,560.51	100.00%

②本账户余额中无持公司 5%以上股份的股东单位欠款。

(5)其他应收款:截止 1998 年 2 月 28 日其他应收款余额为 9,665,244.38 元,其主要情况列示如下:

①账龄分析:

账 龄	金 额	比 例
一年以内	5,566,408.25	57.59%
一至二年	2,303,468.75	23.83%
二至三年	1,789,867.38	18.52%
三年以上	5,500.00	0.06%
合 计	9,665,244.38	100.00%

②主要单位列示如下:

单位名称	金 额	备 注
盛泽红安丝织厂	1,000,000.00	一年期无息借款
吴江华生纺机厂	1,800,000.00	一年期无息借款

③本账户余额中无持公司 5%以上股份的股东单位欠款。

(6)待摊费用:截止 1998 年 2 月 28 日待摊费用余额为 16,851,993.68 元,其明细项目列示如下:

项 目	期初数	本期增加	本期摊销	期末数
企业财产保险费	308,336.68	40,349.26	112,126.39	236,559.55
车辆保险费		55,800.44	10,000.00	45,800.44
期初存货进项税额	17,321,572.65		807,938.96	16,513,633.69
其 他	91,962.62		35,962.62	56,000.00
合 计	17,721,871.95	96,149.70	966,027.97	16,851,993.68



(7) 存货:截止 1998 年 2 月 28 日存货余额为 184,319,966.31 元,其明细项目列示如下:

项 目	金 额
原材料	43,846,249.65
低值易耗品	158,267.49
在产品	21,514,947.55
产成品	118,800,501.62
合 计	184,319,966.31

(8) 固定资产及累计折旧:截止 1998 年 2 月 28 日固定资产原值为 619,568,505.66 元,累计折旧为 166,867,691.19 元,固定资产净值为 452,700,814.47 元,固定资产及累计折旧 1998 年 1—2 月期间增减变动及固定资产被抵押情况列示如下:

① 固定资产原值增减变动情况:

类 别	期初余额	本期增加(注)	本期减少	期末余额
房屋及建筑物	128,517,431.33	37,956,686.73	—	166,474,118.06
专用设备	412,816,433.54	8,559,731.28	—	421,376,164.82
通用设备	30,415,810.22	1,302,412.56	—	31,718,222.78
合 计	571,749,675.09	47,818,830.57	—	619,568,505.66

(注):其中在建工程转入:

类 别	金 额
房屋及建筑物	36,917,070.34
专用设备	1,303,594.02
合 计	38,220,664.36

② 累计折旧增减变动情况:

类 别	期初余额	本期增加	本期减少	期末余额
房屋及建筑物	28,364,896.34	822,158.25	—	29,187,054.59
专用设备	122,216,065.12	5,261,126.46	—	127,477,191.58
通用设备	9,881,788.72	321,656.30	—	10,203,445.02
合 计	160,462,750.18	6,404,941.01	—	166,867,691.19

## 债券投资

③截止 1998 年 2 月 28 日用于抵押贷款的固定资产金额 16,308 万元,其中:房屋 6,460 万元、设备 9,848 万元。

(9)在建工程:截止 1998 年 2 月 28 日在建工程余额为 57,379,134.64 元,其明细项目列示如下:

工程名称	预算数(万元)	期初余额	本期增加	本期减少	期末余额	资金来源	工程进度
丝绒技改项目	2,991	2,150,059.70	1,071,688.77	1,303,594.02	1,918,154.45	自筹	6.4%
绣花技改项目	1,000	5,926,406.59	114,951.10		6,041,357.69	自筹	60%
储运中心房屋	3,500	33,162,391.29	2,500,881.40	35,663,272.69		自筹	100%
热电工程	6,000	16,466,942.16	12,439,782.96	609,861.00	28,296,864.12	自筹	47%
化纤技改项目	1,700	14,022,658.74	2,684,164.04		16,706,822.78	自筹	98%
工程物资		831,778.33		644,477.05	187,301.28	自筹	
其他项目		2,907,105.72	1,965,465.25	643,936.65	4,228,634.32	自筹	
合 计		75,467,342.53	20,776,933.52	38,865,141.41	57,379,134.64		

注:在建工程无利息资本化。

(10)递延资产:截止 1998 年 2 月 28 日递延资产余额为 3,033,833.33 元,其明细项目列示如下:

项 目	原值	期初数	本期摊销	期末余额
供电线路使用权(注)	4,120,000.00	3,091,000.00	57,166.67	3,033,833.33

(注):为投资建设电厂至吴江市电网的线路成本,其所有权归吴江市供电局,公司具有使用权,未归定使用年限。其使用权,公司按 12 年摊销。已摊销 3 年 2 个月,摊余年限 8 年 10 个月。

(11)短期借款:截止 1998 年 2 月 28 日短期借款余额为 160,970,000.00 元,其主要情况列示如下:

借款类别	借款日	到期日	月利率	金 额	借款条件
银行借款				153,970,000.00	
其中:					
工行盛泽办事处	97.09.22	98.07.22	9.24‰	32,000,000.00	抵 押
工行盛泽办事处	97.05.21	98.05.22	8.82‰	10,910,000.00	抵 押
工行盛泽办事处	97.05.21	98.05.22	8.29‰	3,520,000.00	抵 押

第七篇 可转换公司债券

工行盛泽办事处	97.12.04	98.06.28	7.92‰	3,390,000.00	抵 押
工行盛泽办事处	97.11.18	98.07.25	7.56‰	12,290,000.00	抵 押
工行盛泽办事处	97.11.20	98.07.22	8.415‰	4,100,000.00	抵 押
工行盛泽办事处	97.05.28	98.05.22	8.25‰	5,210,000.00	抵 押
工行盛泽办事处	97.10.31	98.05.22	8.4‰	4,900,000.00	抵 押
中行盛泽办事处	97.10.22	98.09.20	7.0125‰	37,000,000.00	抵 押
建行盛泽办事处	98.02.16	98.08.11	8.415‰	3,000,000.00	抵 押
建行盛泽办事处	97.12.11	98.08.18	7.0125‰	8,000,000.00	抵 押
建行住房信贷部	98.02.17	98.05.16	7.99‰	900,000.00	抵 押
交行盛泽办事处	97.11.17	98.03.17	9.24‰	500,000.00	抵 押
交行盛泽办事处	97.12.03	98.07.22	7.92‰	5,500,000.00	抵 押
中行吴江支行	97.11.11	98.11.11	7.92‰	1,900,000.00	抵 押
中行吴江支行	98.02.11	98.08.11	7.92‰	500,000.00	抵 押
中行吴江支行	97.12.25	98.03.25	7.0125‰	1,000,000.00	抵 押
中行吴江支行	97.04.08	98.04.08	9.24‰	2,800,000.00	抵 押
交行吴江支行	97.12.08	98.05.12	7.92‰	4,300,000.00	抵 押
交行吴江支行	97.10.06	98.04.06	9.24‰	2,400,000.00	抵 押
建行吴江支行	98.01.13	98.04.12	9.24‰	1,350,000.00	抵 押
江苏省建设银行	97.10.18	98.04.18	10‰	2,500,000.00	抵押
小计				147,970,000.00	
工行盛泽办事处	97.12.26	98.06.25	7.92‰	2,000,000.00	担 保
建行盛泽办事处	97.05.12	98.05.11	9.24‰	2,000,000.00	担 保
建行盛泽办事处	97.09.15	98.09.14	9.743‰	2,000,000.00	担 保
小计				6,000,000.00	
非银行金融机构				7,000,000.00	
其中：					
吴江市农村信用社	97.10.20	98.09.19	11.76‰	1,000,000.00	担 保
吴江信托投资公司	97.11.25	98.03.21	8.64‰	1,500,000.00	担 保
吴江信托投资公司	97.12.06	98.06.17	9.24‰	2,000,000.00	担 保

## 债券投资

省中行信托投资公司	97.07.06	98.06.22	10‰	2,500,000.00	担 保
合计				160,970,000.00	

(12)应付票据:截止 1998 年 2 月 28 日应付票据余额为 29,870,000.00 元,本账户余额中无应付持公司 5%以上股份的股东单位的款项。

(13)应付账款:截止 1998 年 2 月 28 日应付账款余额为 60,936,186.80 元,本账户余额中无应付持公司 5%以上股份的股东单位的款项。

(14)未交税金:截止 1998 年 2 月 28 日未交税金余额为 3,247,202.65 元,其明细项目列示如下:

税 种	金 额
应交增值税	1,965,012.48
应交城市建设维护税	680,797.73
应交企业所得税	601,392.44
合 计	3,247,202.65

(15)其他应付款:截止 1998 年 2 月 28 日其他应付款余额为 54,293,552.72 元,其明细情况列示如下:

①主要往来列示如下:

项 目	金 额	备 注
应付工资	16,989,475.66	
吴江平望电厂	15,920,000.00	往来款、不计息
筒管押金	6,375,200.00	押金
职工教育经费	1,357,807.76	
吴江供电局	3,524,450.16	往来款、不计息

②本账户余额中无应付持公司 5%以上股份股东单位款项。

(16)预提费用:截止 1998 年 2 月 28 日预提费用余额为 9,640,757.04 元,其明细项目列示如下:

项 目	金 额
预提利息	3,438,458.45
电 费	801,569.24
大修理费	5,279,958.41

其 他	120,770.94
合 计	9,640,757.04

(17)一年内到期的长期负债:截止 1998 年 2 月 28 日一年内到期的长期负债余额为 8,704,900.00元,其明细项目列示如下:

借款类别	借款日	到期日	年利率	金 额	借款条件
银行借款:					
建行盛泽支行	95.10.25	98.04.04	9.36%	200,000.00	担保
建行盛泽支行	96.11.27	98.11.00	9.90%	2,100,000.00	抵押
建行盛泽支行	96.12.31	98.11.00	9.90%	350,000.00	抵押
工行盛泽支行	96.12.30	98.08.26	9.90%	3,000,000.00	抵押
工行盛泽支行	96.10.30	98.09.29	10.98%	3,054,900.00	信用
合 计				8,704,900.00	

(18)长期借款:截止 1998 年 2 月 28 日长期借款余额为 134,839,474.98 元,其主要情况列示如下:

①明细项目列示如下:

借款类别	借款日	到期日	年利率	金 额	借款条件
银行借款:				126,145,914.98	
中行盛泽支行	95.05.12	2000.11.26	7.90%	82,295,914.98	担保
工行盛泽支行	97.12.30	2000.11.26	7.90%	13,100,000.00	担保
工行盛泽支行	97.09.27	2000.09.27	9.15%	10,000,000.00	抵押
工行盛泽支行	97.12.30	2000.11.26	9.90%	5,000,000.00	抵押
建行盛泽支行	96.11.27	2001.08.28	9.90%	15,750,000.00	抵押
非银行金融机构:				8,693,560.00	
吴江人行信托投资公司	93.05.19	1999.12.15	9.61%	8,693,560.00	担保
合 计				134,839,474.98	

②其中外币借款列示如下:

银行名称	币 别	期末原币数	汇 率	人民币金额	年利率	借款期限	借款条件
------	-----	-------	-----	-------	-----	------	------

## 债券投资

吴江中行	美元	7,751,057.60	8.2789	64,170,230.80	7.90%	五年	担保
吴江工行	美元	1,519,531.49	8.2789	12,580,049.25	7.90%	三年	担保
合 计		9,270,589.09		76,750,280.05			

(19)主营业务收入:各期主营业务收入对比列示如下:

项 目	1998 年 1—2 月	1997 年度	1996 年度	1995 年度
纺 织	124,753,965.44	786,153,332.50	560,390,087.98	522,287,310.26
外 贸	5,237,725.40	53,263,969.77	34,316,451.80	94,550,224.71
电 力	10,223,806.13	87,728,758.29	75,383,151.71	80,117,409.45
小 计	140,215,496.97	927,146,060.56	670,089,691.49	696,954,944.42

(注):根据吴江市计委、吴江市物价局《关于同意调整吴江丝绸集团公司热能供应分厂供电价格》的批复,公司热能供应分厂原对外供电价格因未考虑还本付息等因素,同意将1995.1996.1997 及 1998 年的供电价格分别调整至 0.57 元/度、0.48 元/度、0.50 元/度、0.53 元/度(含税价)。由于电价调整三年又一期累计增加营业收入 46,017,864.11 元。

(20)财务费用:各期财务费用对比列示如下:

项 目	1998 年 1—2 月	1997 年度	1996 年度	1995 年度
利息支出	7,434,342.92	38,736,456.41	41,372,746.30	39,753,270.83
减:利息收入	188,682.52	2,296,416.58	2,155,149.48	3,840,099.21
手续费	1,994.14	178,257.38	268,552.50	483,278.39
汇兑损失	2,179.83	—82,676.91	—50,458.62	—1,504,085.65
合 计	7,250,374.37	36,535,620.30	39,435,690.70	34,892,364.36

(21)其他业务利润:各期其他业务利润对比列示如下:

项 目	销售材料	加工绣品	房 租	其 他	合 计
1998 年 1—2 月收入	9,188.55	—	2,365,067.86	19,144.82	2,393,401.23
支出	9,162.91	—	1,233,899.25	26,291.67	1,269,353.83
利润	25.64	—	1,131,168.61	—7,146.85	1,124,047.40
1997 年度收入	297,987.61	248,582.41	13,537,654.95	982,142.00	15,066,366.97
支出	272,202.95	256,895.04	6,427,127.53	238,068.36	7,194,293.88

第七篇 可转换公司债券

利润	25,784.66	-8,312.63	7,110,527.42	744,073.64	7,872,073.09
1996 年度收入	413,905.54	451,056.85	11,779,687.68	809,867.56	13,454,517.63
支出	417,433.75	417,818.07	5,576,635.55	193,986.10	6,605,873.47
利润	-3,528.21	33,238.78	6,203,052.13	615,881.46	6,848,644.16
1995 年度收入	1,088,286.11	422,468.26	14,190,073.15	741,315.03	16,442,142.55
支出	1,073,163.98	391,348.65	4,455,020.82	292,938.29	6,212,471.74
利润	15,122.13	31,119.61	9,735,052.33	448,376.74	10,229,670.81

(22)营业外收入:各期营业外收入对比列示如下:

项 目	1998 年 1—2 月	1997 年度	1996 年度	1995 年度
罚没收入	56,742.98	200.00	2,000.00	50.00
其 他	111,268.25	478,836.22	199,978.35	26,857.74
合 计	168,011.23	479,036.22	201,978.35	26,907.74

(23)营业外支出:各期营业外支出对比列示如下:

项 目	1998 年 1—2 月	1997 年度	1996 年度	1995 年度
捐赠支出	64,600.00	11,974.30	78,394.60	4,646.10
防洪保安基金	44,000.00	560,996.15	592,682.04	560,688.37
物价调节基金	—	233,430.44	159,763.65	228,099.95
其 他	106,025.83	597,236.14	377,688.06	158,693.48
合 计	214,625.83	1,403,637.03	1,208,528.35	952,127.90

(24)所得税:

根据吴江市人民政府“关于吴江丝绸集团等企业享受所得税优惠政策意见”,公司 1995 年至 1999 年所得税实际税赋为 15%。因吴江丝绸集团公司纳入改制范围的各分厂(公司) 1995 年至 1998 年 2 月均为独立的纳税主体,所得税均单独计缴。本次根据公司拟定的重组方案将相关的收入、成本及费用分离,如各企业分离入股份公司的利润总额大于其分离前利润总额,则所得税均留在股份公司;如各企业分离入股份公司的利润小于分离前的利润,则所得税按比例在股份公司与改制后存续的非股份公司进行分摊。各期所得税的计提情况列示如下:

年 份	各纳税主体	利润剥离	剥 离	计入股份公司
-----	-------	------	-----	--------

	合计应计所得税	金额	所得税	所得税
1995 年度	5,471,724.21	2,625,397.63	393,809.65	5,077,914.56
1996 年度	3,775,588.63	1,343,181.26	201,477.19	3,574,111.44
1997 年度	5,524,859.20	449,237.25	67,385.59	5,457,473.61
1998 年 1—2 月	653,396.60	—	—	653,396.60

## 6. 关联方关系及其交易

### (1) 存在控制关系的关联方：

企业名称：江苏吴江丝绸集团有限公司

注册资本：3.3205 亿元

注册地址：江苏省吴江市盛泽镇舜新路 24 号

主营业务：资产经营；生产销售：丝绸、化纤织物，丝绸复制品、服装等；出口企业自产的染色、印花绸缎、电脑绣花、服装

与本公司关系：母公司

经济性质或类型：有限责任公司（国有独资）

法定代表人：孙幼帆

### (2) 不存在控制关系的关联方

①企业名称：国营吴江绸缎练染一厂

注册地址：江苏省吴江市盛泽镇升平桥堍

主营业务：丝绸炼染、化纤布轧光花加工

与本公司关系：同一母公司

经济性质或类型：国有企业

法定代表人：董必红

②企业名称：国营吴江绸缎练染二厂

注册地址：江苏省吴江市盛泽镇庄基湾

主营业务：丝绸炼染、化纤布轧光花加工

与本公司关系：同一母公司

经济性质或类型：国有企业

法定代表人：潘镜铭

③企业名称：国营吴江丝绸印花厂

注册地址：江苏省吴江市盛泽镇庄基湾 19 号

主营业务：生产出口印染绸缎、服装、复制品

与本公司关系：同一母公司

经济性质或类型：国有企业

法定代表人：潘永祥

④企业名称：吴江新民丝织总厂

注册地址：江苏省吴江市盛泽镇五龙路 22 号



品  
 主营业务：生产销售丝绸化纤织物、出口印染真丝、合纤绸、砂洗真丝化纤绸、服装、丝绸制

与本公司关系：同一母公司

经济性质或类型：国有企业

法定代表人：柳维特

(3)关联方交易披露如下

①公司为关联公司供水、供汽收入：

(单位：人民币万元)

关 联 方	1998 年 1—2 月	1997 年度	1996 年度	1995 年度
江苏吴江丝绸集团有限公司	97.66	776.75	447.29	—
国有吴江绸缎炼染一厂	31.62	282.75	300.25	—
国有绸缎炼染吴江二厂	110.28	849.21	60.84	—
国有吴江丝绸印花厂	71.95	617.39	494.96	—
吴江新民丝织总厂	25.03	165.01	89.04	—
合 计	336.54	2,691.11	1,392.38	—

②关联公司为公司提供印染加工：

(单位：人民币万元)

关 联 方	1998 年 1—2 月	1997 年度	1996 年度	1995 年度
国有吴江绸缎炼染一厂	8.23	64.58	139.89	167.95
国有绸缎染吴江二厂	—	—	18.05	60.91
国有吴江丝绸印花厂	—	32.45	60.30	42.15
小 计	8.23	97.03	218.24	271.01

#### 7. 约定资本性支出

截止 1998 年 2 月 28 日，热电厂及化纤技改项目合同金额 3,760 万元，已执行 2,400 万元，尚有 1,360 万元未履行。

#### 8. 或有负债：

截止 1998 年 2 月 28 日公司用于抵押贷款的固定资产金额 16,308 万元，其中：房屋 6,460 万元、设备 9,848 万元。

#### 9. 期后事项：

截止报告日，公司到期的应收票据计 195.40 万元，已全部收回；到期的短期借款计 1,925 万元，已办理了展期手续；到期的应付票据计 567 万元已全部兑付。

### 十三、资产评估

#### 1. 资产评估情况

根据苏州资产评估事务所 1998 年 6 月 18 日出具的苏资评字(98)第 016 号《评估报告书》、并经中华人民共和国财政部确认,截止 1998 年 2 月 28 日,资产评估结果如下:

(单位:人民币万元)

项 目	账面原值	账面净值	调整后净值	重置价值	评估值
流动资产	33104.35	33104.35	33104.35	32961.36	32961.36
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	5737.91	5737.91	5737.91	5737.91	5737.91
建筑物	16572.00	13652.38	31652.38	26966.95	20974.24
机器设备	45384.85	31617.70	31617.70	51926.90	33187.11
土地使用权	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产*	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
递延资产	303.38	303.38	303.38	1495.15	1495.15
资产总计	101102.49	84415.72	84415.72	119088.27	94355.77
流动负债	—	35669.08	35669.08	—	35148.59
长期负债	—	14332.09	14332.09	—	14332.09
负责合计	—	50001.17	50001.17	—	49480.68
净资产	—	34414.55	34414.55	—	44875.09

\*:该表“无形资产”栏不包括“土地使用权”价值。

#### 2. 各类资产增(减)值及其原因

项 目	增加值(万元)	增加率(%)	增(减)值主要原因
流动资产	-142.99	-0.43	存货积压、售价下降造成贬值
长期投资	0.00	0.00	
在建工程	0.00	0.00	
建筑物	7321.86	53.63	建筑物历史成本偏低,现建造成本大幅上升
机器设备	1569.41	4.96	

土地使用权	0.00	0.00	
无形资产 *	0.00	0.00	
递延资产	1191.77	392.83	水、电增容费评估增值
资产总计	9940.05	11.78	
流动负债	-520.49	-1.46	设备已根据现状进行评估,故预提设备修理费评为0元
长期负债	0.00	0.00	
负债合计	-520.49	-1.04	
净资产	10460.54	30.40	

\* :该表“无形资产”栏不包括“土地使用权”价值。

### 3. 本次资产评估的主要方法:

本次评估采用重置成本法评估,即以重置各项生产要素为假设前提,根据分项资产的具体情况选用相适宜的方法分别评定估算企业各分项资产的价值并累计求和,再扣减相关的负值核实值,得出净资产的评估值。

本次股份公司在设立时已按评估结果进行相应账务处理。

## 十四、盈利预测

鉴于盈利预测所依据的种种假设的不确定性,发行人提醒投资者进行投资判断时不应过于依赖该项资料。

公司编制的盈利预测报告,业经江苏会计师事务所审核,并出具苏会所二专(98)第15号盈利预测审核报告。摘录如下:

### 1. 盈利预测编制基础与基本假设

#### (1)编制基础

吴江丝绸股份有限公司(以下简称公司)盈利预测是以业经审计的1997年度和1998年1至2月的经营业绩为基础,根据公司拟定的资产重组方案、负债重组方案和人员重组方案、1998年度生产经营计划、各项业务收支计划及其他有关资料,依据下列基本假设,经过分析研究而编制的。在编制过程中所采用的各项会计政策与公司实际采用的相关会计政策一致。

#### (2)基本假设

- ①公司遵循的我国现有法律、法规、政策和所在地经济环境无重大变化;
- ②公司遵循的税收制度和有关税收优惠政策无重大变化;
- ③公司经济业务所涉及的国家 and 地区目前的政治、法律、经济政策无重大变化;
- ④现行外汇汇率、银行信贷利率在正常的范围内变动;
- ⑤公司生产、经营计划能如期实现;
- ⑥公司拟发行的债券资金能如期募足,且主要投资项目能在预定的时间内实施并取得预

## 债券投资

计收益；

⑦无其他不可预见因素和人力不可抗拒因素造成重大不利影响。

### 2. 一九九八年度盈利预测表

(单位:人民币万元)

项 目	附注	1998 年 1—2 月	1998 年 3—12 月	1998 年度	1997 年度
		实际数(已审)	预测数	预测数	实际数(已审)
(1)主营业务收入	A	14,021.55	87,908.30	101,929.85	92,714.61
减:营业成本	A	12,417.15	75 113.44	87,530.59	78,259.47
销售费用	B	365.37	2,151.05	2,516.42	2,104.16
管理费用	B	498.28	2,400.67	2,898.95	2,901.84
财务费用	B	725.04	1,944.69	2,669.73	3,653.56
营业税金及附加		37.06	442.40	479.46	336.35
(2)主营业务利润		-21.35	5,856.05	5,834.70	5,459.23
加:其他业务利润	C	112.41	1,080.03	1,192.44	787.21
(3)营业利润		91.06	6.936.08	7,027.14	6,246.44
加:投资收益				0.00	12.56
营业外收入		16.80		16.80	47.90
减:营业外支出		21.46	97.96	119.42	140.36
(4)利润总额		86.40	6,838.12	6,924.52	6,166.54
减:所得税	D	65.34	1,025.72	1,185.11	545.75
(5)净利润		21.06	5,812.40	5,739.41	5,620.79

单位负责人:董东立

财务负责人:朱小星

编制人:李天麟

### 3. 盈利预测附注

(1)主营业务收入及营业成本明细项目列示如下:

(单位:人民币万元)

产品名称	营业收入		营业成本		毛 利 率	
	1997 年度	1998 年度	1997 年度	1998 年	1997 年度	1998 年度
丝 绸	37,196.61	40,507.82	33,129.85	36,590.77	10.93%	9.67%
化 纤	38,752.21	44,212.74	32,194.53	37,781.91	16.92%	14.55%
绣 品	2,666.52	3,589.24	1,740.70	2,673.96	34.72%	25.50%

第七篇 可转换公司债券

电、汽	8,772.87	7,441.33	5,994.42	4,908.66	31.67%	34.04%
外贸销售	5,326.40	6,178.72	5,199.97	5,575.29	2.37%	9.77%
合 计	92,714.61	101,929.85	78,259.47	87,530.59	15.59%	14.13%

预测说明：

①主营业务收入：1998 年度比 1997 年度增长 9.94%，其主要原因为：

1998 年度真丝技改项目（强捻重磅抗皱真丝绸、斜乔绉丝绒织造及印染后整理项目）以及化纤技改项目（花色合股丝项目，多功能新奇纺项目）在 1998 年下半年部分完工后增加新品生产能力。其中丝绸和化纤产品营业收入分别增加 3,311.21 万元和 5,460.53 万元，较 1997 年度分别增长 8.90%和 14.09%。

②1998 年度产品销售毛利率变动分析：

1998 年度产品综合销售毛利率比 1997 年度下降了 1.46 个百分点，其主要原因为：

a. 化纤：1998 年度销售毛利率比 1997 年度减少了 2.37 个百分点，其主要原因为：产品品种结构变动及市场价格下降所致；

b. 绣品：1998 年度销售毛利率比 1997 年度减少了 9.22 个百分点，其主要原因为：1998 年度绣品的单位售价下降幅度大于原材料的下降幅度；

c. 电、汽：1998 年度销售毛利率比 1997 年度增加 2.37 个百分点，其主要原因：热电厂对外供汽价格上涨所致；

d. 外贸销售：1998 年度销售毛利率比 1997 年度增加 7.40 个百分点，其主要原因：外贸收购成本下降所致。

（2）公司费用预测是根据公司年度费用计划编制的，并假定公司现行的费用支出控制制度得以严格执行，其有关情况列示如下：

（单位：人民币万元）

项 目	1997 年度 实际数（已审）	1998 年 1—2 月 实际数（已审）	1998 年 3—12 月 预测数	1998 年度 预测数
①销售费用	2,104.16	365.37	2,151.05	2,516.42
②管理费用	2,901.84	498.28	2,400.67	2,898.95
③财务费用	3,653.56	725.04	1,944.69	2,669.73
合 计	8,659.56	1,588.69	6,496.41	8,085.10

公司 1998 年度费用预测数比 1997 年度减少 6.63%，其主要原因分析如下：

a. 销售费用：

1998 年度比 1997 年度上涨 19.59%，其主要原因为：公司销售收入增加相应增加销售费用；为加大销售力度、扩大销售网点等增加销售费用。

b. 管理费用：

1998 年度与 1997 年度基本持平。

c. 财务费用：

1998 年度比 1997 年度下降 26.93%，其主要原因：公司成立后通过加强内部管理使资金得到有效使用，减少资金需求量，另银行贷款利率下调、公司发行债券使资金成本下降从而减少财务费用。

③其他业务利润：1998 年度比 1997 年度增加 69.85%，其主要原因：公司所属储运中心自 1998 年度起托运站点及运输线路增加，另公司 1998 年度将对所有储动网点实行集中统一管理，并采取招标发包方式，使储运收入大幅度增加。

④根据江苏省人民政府苏政复[1998]95 号文批准，公司自 1998 年起按 33% 税率缴纳企业所得税后，由吴江市财政返还 18%，因此公司实际企业所得税负水平为 15%。

## 十五、公司发展规划

### 1. 公司发展战略

公司将借新一轮快速发展的契机，重点实施“控制开发上游资源，整顿拓展下游市场，科工贸一体化”的发展战略，重塑我国丝绸国际形象，振兴丝绸民族工业，使公司成为具有国内、国际较高声誉的大型现代丝绸企业。

### 2. 公司发展和规模

(1)成为国内最大高档真丝绸生产基地和国内丝绸交易集散地，到 2000 年，年高档真丝绸产量超过 2000 万米，年丝绸市场交易量 150 亿元；

(2)成为国内最大特种纤维纺丝生产基地之一，到 2000 年，年特种纤维纺丝产量达到 10 万吨。

(3)加大印染后整理、高档丝绸服装等高附加值产品比重，到 2000 年，形成年 1500 万米真丝印染加工能力，100 万件真丝服装出口生产能力；

(4)建成万亩优质蚕桑种养加工一条龙示范基地，到 2000 年年产优质（引进蚕种）鲜茧 25000 担，100—150 吨高品质厂丝，50—100 吨真丝交织复合丝；

(5)建成国内领先丝绸科技开发中心，每年研究开发一批丝绸新品精品。

### 3. 公司的市场发展计划

公司将坚持“巩固国外市场，拓展国内市场，紧跟消费潮流，占领市场高点”的营销策略，依托进出口专业公司、香港、日本、欧美窗口公司，巩固提高国际市场占有率；国内建立名品名店销售网络，在北京、上海、广州等地建立地区销售中心；拓展民族贸易渠道，争取在新疆、黑龙江、云南等省市建立民贸销售基地。

### 4. 公司的销售计划目标

公司到 2000 年，销售总额计划达到 16 亿元，到 2005 年达到 30 亿元，年均增长 18%。

### 5. 公司生产经营计划

#### (1)依托技术进步，调整产品结构

公司将充分利用现有的技术、管理、人才和营销优势，真丝绸产品全部调整到厚重、经纬加捻产品上，常规纺丝逐步调整到特种纺丝上，开发丝绸原料、丝绸印染后整理及服装等产品市场，使公司产品结构进一步优化。

(2)实施资本运营,发展规模经济

公司将利用自己在国内、国际市场上的竞争优势,积极推进资本扩张步伐,采取兼并、收购、托管等多种有效手段,对区域丝绸企业分散的生产格局进行有效重组,实现国家对丝绸行业建立几个大集团的设想,达到公司规模经营、规模效益的目的。

6. 公司固定资产投资计划和设备更新计划

(1)真丝织造无梭化改造计划:淘汰 300 台有梭织机,增加无效织机 160 台,淘汰 K091 老式加捻机 200 台,增加真丝倍捻机 200 台;

(2)真丝乔其绒织造及印染后整理技改计划:配备 200 台丝绒织机及配套前道织准设备、印花设备、剪毛、梳毛、染色设备。

(3)特种纺丝设备改造计划:淘汰 VC406 纺丝机 48 位,引进 40 位和 34 位卷绕头,与国内设备配套。

(4)蚕桑种养加工一条龙示范基地建设计划;建设万亩蚕桑基地、配备自动缫丝设备及包复丝设备。

(5)兼并下游企业并改造计划:计划兼并改造一家印染厂、服装厂、和服绸专业厂,形式 1500 万米高质量印染加工能力、100 万件丝绸服装设计加工能力、200 万米和服绸生产能力。

7. 公司的人员扩充计划

(1)强化技能培训,提高职工队伍素质,计划每年举办各类技能培训班 20 期,培训职工 20%,争取几年内每位员工都得到一次或多次教育学习机会。

(2)引进吸收各类专技人员,重点引进高级开发、设计、营销及管理人才,使原有专技人员比例由 5.97%提高到 10%以上。

8. 公司资金筹措和运用计划

公司投资项目所需资金,计划由向社会公开发行可转换公司债券和股票来筹集,不足部分由公司自筹。预计可筹措 6 亿元左右,资金运用计划如下:

(1)计划投资 2 亿元真丝无梭化改造,5 年左右时间完成。

(2)计划投资 3000 万元真丝乔其绒织造及印染后整理技改,1 年左右时间完成。

(3)计划投资 1.1 亿元特种纺丝设备改造,3 年左右时间完成。

(4)计划投资 8000 万元蚕桑种养加工一条龙示范基地建设,4 年左右时间完成。

(5)计划投资 7000 万元兼并和改造下游企业,计划 4 年左右时间完成。

(6)偿还以前年度[引进倍捻机等前道设备技改项目]和[引进八台(套)自动梭式绣花机技改项目]的部分技术改造贷款。

## 十六、重要合同及重大诉讼事项

1. 重要合同

截止本募集说明书签署之日,本公司有以下重大合同:

(1)本公司与江苏吴江丝绸集团有限公司签订了《土地使用权租赁协议》,该协议自签署之日起至 2048 年 2 月 26 日止。

(2)本公司与江苏吴江丝绸集团有限公司签订了《综合服务协议》,根据该协议,集团公司向本公司有偿提供集体宿舍、医疗、幼儿入托、食堂、宾馆等服务,本公司按所提供的服务支付

## 债券投资

实际发生的费用,支付价格不高于市场价格。

(3)本公司与江苏吴江丝绸集团有限公司签订了《能源供应合同》,本公司将按约定的质量标准,向集团公司及其下属有关单位供应水、汽等能量,价格与市场统一价相同。

(4)1998年7月16日本公司与南方证券有限公司签订了2000万元可转换公司债券承销协议。

### 2. 重大诉讼事项

截止本募集说明书签署之日,本公司未涉及任何诉讼事项,本公司董事、监事、高级管理人员也未涉及任何刑事诉讼。

## 十七、其它重要事项

1. 江苏吴江丝绸集团有限公司作为吴江丝绸股份有限公司的控股股东,为公平保障股份公司、股份公司其他股东及股份公司债权人的正当权益,集团公司承诺:集团公司及集团公司全资子公司、控股子公司不从事与股份公司构成同业竞争的业务。

2. 根据中国证监会有关精神,江苏吴江丝绸集团有限公司承诺98年度内以现金或评估后经营性资产置换吴江丝绸股份有限公司递延资产中水电增容费1191.77万元。

### 资产负债表

编制单位:吴江丝绸股份有限公司

单位:人民币元

资产	附注	1998年2月28日	1997年12月31日	1996年12月31日	1995年12月31日
流动资产:					
货币资产	1	24,615,684.22	29,590,359.31,	10,433,580.86	12,658,078.27
短期投资		—	—	—	—
应收票据	2	1,954,000.00	2,954,000.00	1,200,000.00	1,700,000.00
应收账款	3	83,982,991.87	,61,349,127.19	32,823,979.76	87,272,458.69
减:坏账准备		419,914.96	306,745.64	164,119.90	366,145.79
应收账款净额		83,563,076.91	61,042,381.55	32,659,859.86	86,906,312.90
预付货款	4	10,073,560.51	15,131,829.49	7,377,580.09	4,125,946.66
其他应收款	5	9,665,244.38	13,312,513.96	16,930,941.41	22,128,101.53
待摊费用	6	16,851,993.68	17,721,871.95	18,131,033.76	19,107,103.60
存货	7	184,319,966.31	183,938,827.78	172,927,099.91	165,554,928.08
待处理流动资产净损失		—	—	—	—
一年内到期的长期债券投资		—	—	300,000.00	—
其他流动资产	—	—	—	—	
流动资产合计		331,043,526.03	323,691,784.04	259,960,095.89	312,180,471.04



第七篇 可转换公司债券

长期投资：					
长期投产		—	—	—	343,200.00
固定资产：					
固定资产原价	8	619,568,505.66	571,749,675.09	499,547,728.66	428,385,637.40
减：累计折旧	8	166,867,691.19	160,462,750.18	126,768,612.33	98,103,514.30
固定资产净值		452,700,814.47	411,286,924.91	372,779,116.33	330,282,123.10
在建工程	9	57,379,134.64	75,467,342.53	36,108,106.51	19,790,452.34
固定资产清理		—	—	—	—
待处理固定资产净损失	—	—	—	—	
固定资产合计		510,079,949.11	486,754,267.44	408,887,222.84	350,072,575.44
无形资产及递延资产：					
无形资产		—	—	—	—
递延资产	10	3,033,833.33	3,519,771.15	4,692,998.00	4,814,691.00
无形资产及递延资产合计		3,033,833.33	3,519,771.15	4,692,998.00	4,814,691.00
其他长期资产：					
其他长期资产					
递延税项：					
递延税项借款					
资产合计		844,157,308.45	813,965,822.63	673,540,316.73	667,410,937.48
流动负债：					
短期借款	11	160,970,000.00	161,370,000.00	110,140,000.00	123,150,000.00
应付票据	12	29,870,000.00	29,160,000.00	19,550,000.00	12,620,000.00
应付账款	13	60,936,186.80	67,656,172.32	47,439,432.26	51,710,521.47
预收货款		15,148,627.51	19,914,913.91	23,944,809.13	22,794,466.71

## 债券投资

应付福利费		11,678,626.13	11,772,744.93	10,536,653.49	9,403,336.28
未付股利		—	—	—	—
未交税金	14	3,247,202.65	—594,854.06	—2,814,449.48	—6,864,593.63
其他未交款		2,200,991.70	2,119,568.25	947,469.09	603,291.07
其他应付款	15	54,293,552.72	48,930,667.82	58,249,076.90	72,667,264.98
预提费用	16	9,640,757.04	6,506,014.76	4,725,593.77	2,665,601.87
一年内到期长期负债	17	8,704,900.00	8,650,000.00	4,000,000.00	—
其他流动负债					
流动负债合计		356,690,844.55	355,485,227.93	276,718,535.16	288,749,888.75
长期负债：					
长期借款	18	134,839,474.98	134,340,847.16	134,212,670.87	125,543,797.44
应付债券		—	—	—	—
长期应付款		—	—	—	—
其他长期负债		8,481,416.43	8,442,171.08	7,963,253.08	6,463,703.22
长期负债合计		143,320,891.41	142,783,018.24	142,175,923.95	132,007,500.66
递延税项					
递延税项贷项					
负债合计		500,011,735.96	498,268,246.17	418,894,459.11	420,757,389.41
股东权益：					
股本		344,145,572.49	315,697,576.46	254,645,857.62	246,653,548.07
资本公积		—	—	—	—
盈余公积		—	—	—	—
其中：公益金		—	—	—	—
未分配利润		—	—	—	—
股东权益合计		344,145,572.49	315,697,576.46	254,645,857.62	246,653,548.07
负债及股东权益总计		844,157,308.45	813,965,822.63	673,540,316.73	667,410,937.48

## 财务状况变动表

1997 年度

编制单位: 吴江丝绸股份有限公司

单位: 人民币元

流动资金来源和运用	金额	流动资金各项的变动	金额
一、流动资金来源		一、流动资产本年增加数:	
1. 本年净利润	56,207,896.34	1. 货币资金	19,156,778.45
加: 不减少流动资金的费用和损失		2. 短期投资	—
(1) 少数股东本期损益		3. 应收票据	1,754,000.00
(2) 固定资产折旧	33,694,137.85	4. 应收账款净额	28,382,521.69
(3) 无形资产, 递延资产及其他资产摊销	1,173,226.85	5. 预付货款	7,754,249.40
(减其他负债转销)		6 其他应收款	—3,618,427.45
(4) 固定资产盘亏(减盘盈)		7. 待摊费用	—409,161.81
(5) 清理固定资产损失(减收益)		8. 存货	11,011,727.87
(6) 递延税款		9. 待处理流动资产净损失(减收益)	—
(7) 其他不减少流动资金的费用和损失		10. 一年内到期的长期债券投资	—300,000.00
小 计	91,075,261.04	11. 其他流动资产	
2. 其他来源:			
(1) 固定资产清理收入(减清理费用)			
(2) 增加长期负债	12,229,094.29		
(3) 收回长期投资			
(4) 对外投资转出固定资产			
(5) 对外投资转出无形资产			
(6) 资本净增加额	4,843,882.50	流动资产增加净额	63,731,688.15
小 计	17,072,916.79	二、流动负债本年增加数:	
流动资金来源合计	108,148,177.83	1. 短期借款	51,230,000.00
二、流动资金运用		2. 应付票据	9,610,000.00
1. 利润分配:		3. 应付账款	20,216,740.06
(1) 提取法定公积金		4. 预收货款	—4,029,895.22
(2) 提取法定公益金		5. 应付福利费	1,236,091.44
(3) 提取任意公积金		6. 未付股利	—
(4) 已分配股利		7. 未交税金	2,219,645.42
小 计		8. 其他未交款	1,172,099.16
2. 少数股东利润分配		9. 其他应付款	—9,318,409.08
3. 其他费用:		10. 预提费用	1,780,420.99
(1) 固定资产和在建工程净增加额	111,561,182.45	11. 一年内到期的长期负债	4,650,000.00
(2) 增加无形资产, 递延资产及其他资产		12. 其他流动负债	—
(3) 偿还长期负债	11,622,000.00		
(4) 增加长期投资			

## 债券投资

小 计	123,183,182.45		
流动资金运用合计	123,183,182.45	流动负债增加净额	78,766,692.77
流动资金增加净额	-15,035,004.62	流动资金增加净额	-15,035,004.62

## 利 润 表

编制单位：吴江丝绸股份有限公司

单位：人民币元

项 目	附注	1998 年 1—2 月	1997 年度	1996 年度	1995 年度
一、主营业务收入		140,215,496.97	927,146,060.56	670,089,691.49	696,954,944.42
减：营业成本		124,171,490.49	782,594,698.38	556,962,585.42	620,231,906.44
销售费用		3,653,763.50	21,041,593.06	18,702,109.24	11,942,318.40
管理费用		4,982,746.03	29,018,366.27	23,215,069.21	23,306,079.37
财务费用	19	7,250,374.37	36,535,620.30	39,435,690.70	34,892,364.36
进货费用		—	—	—	—
营业税金及附加		370,605.29	3,363,524.88	2,268,233.00	2,302,314.79
二、主营业务利润		-213,482.71	54,592,257.67	29,506,003.92	4,279,961.06
加：其他业务利润	20	1,124,047.40	7,872,073.09	6,848,644.16	10,229,670.81
三、营业利润		910,564.69	62,464,330.76	36,354,648.08	14,509,631.87
加：投资收益		—	125,640.00	—	50,096.00
营业外收入	21	168,011.23	479,036.22	201,978.35	26,907.74
减：营业外支出	22	214,625.83	1,403,637.03	1,208,528.35	952,127.90
加：以前年度损益调整		—	—	—	—
四、利润总额		863,950.09	61,665,369.95	354,348,098.08	13,634,507.71
减：所得税	23	653,396.60	5,457,473.61	3,574,111.44	5,077,914.56
五、净利润		210,553.49	56,207,896.34	31,773,986.64	8,556,593.15

第七篇 可转换公司债券

资产负债表(评估后)

编制单位:吴江丝绸股份有限公司

评估基准日:1998年2月28日

单位:人民币 元

项 目	金 额	项 目	金 额
资产		负债及股东权益	
流动资产:		流动资产:	
货币资金	24,615,684.22	短期借款	160,970,000.00
短期投资		应付票据	29,870,000.00
应收票据	1,954,000.00	应付账款	60,936,186.80
应收账款	83,982,991.87	预收货款	15,148,627.51
减:坏账准备	—	其他应付款	54,293,552.72
应收账款净额	83,982,991.87	应付工资	—
预付账款	10,073,560.51	应付福利费	11,678,626.13
其他应收款	9,665,244.38	未付股利	—
待摊费用	16,978,627.68	未交税金	3,247,202.65
存货	182,343,452.28	其他未交款	2,200,991.70
待处理流动资产净损失	—	预提费用	4,435,798.63
一年内到期的长期债券	—	一年内到期长期负债	8,704,900.00
投资	—	未付利润	—
其他流动资产	—	其他流动负债	—
内部往来	—	流动负债合计	—
流动资产合计	329,613,560.94	流动负债合计	351,485,886.14
长期投资			
长期投资	—	长期负债:	
固定资产:	—	长期借款	134,839,474.98
固定资产原价	788,938,515.00	应付债券	—
减:累计折旧	247,325,021.00	长期应付款	—
固定资产净值	541,613,494.00	其他长期负债	8,481,416.43
在建工程	57,379,134.64	长期负债合计	143,320,891.41
固定资产清理	—	负债合计	494,806,777.55
待处理固定资产净损失	—		
固定资产合计	598,992,628.64	股东权益:	
无形资产及递延资产:		股本	448,750,885.36
无形资产	—	资本公积	—
递形资产	14,951,473.33	盈余公积	—
无形资产及递延资产合计	14,951,473.33	其中:公益金	—
其他长期资产		未分配利润	—
其他长期资产	—	股东权益合计	448,750,885.36
资产合计	943,557,662.91	负债及股东权益合计	943,557,662.91

## 债券投资

### 资 产 负 债 表

编制单位:永鼎集团公司

单位:人民币元

资 产	行次	1997 年 12 月 31 日	1996 年 12 月 31 日	1995 年 12 月 31 日
流动资产:				
货币资金	1	48478558.20	6548946.34	6877307.06
短期投资	2	73626972.05		
应收票据	3			
应收账款	4	243625535.55	82958513.05	24884686.44
减:坏账准备	5	454099.13		
应收账款净额	6	243171436.42	82858513.05	24884686.44
预付货款	7	49392808.96	15629560.64	9120562.16
其他应收款	8	12405568.33	35537363.09	123576570.80
待摊费用	9	—12469639.51	4851992.00	6129438.97
存货	10	99932070.39	5316561.97	—10459943.02
待处理流动资产净损失	11	—13218814.48	441863.95	
一年内到期的长期债券投资	12			
其他流动资产	13			
库存商品	14	287805.99	62773.44	
流动资产合计	15	501606766.35	80272848.30	160128622.41
长期投资:				
长期投资	16	129282023.96	52633335.79	52553670.79
固定资产:				
固定资产原价	17	185221253.22	153944241.10	142015901.31
减:累计折旧	18	49468250	34462231.53	22726033.52
固定资产净值	19	135753003.22	119482009.57	119289867.79
在建工程	20	43903493.29	15601233.15	13994090.90
固定资产清理	21			
待处理固定资产净损失	22			
固定资产合计	23	179656496.51	135083242.72	133283958.69
无形资产及递延资产:				
无形资产	24	2821147.56	3033492	3033492
递延资产	25	814714.52	—151944	415643
无形资产及递延资产合计	26	3635862.08	2881548	3449135
其他长期资产:				
其他长期资产	27		96355818.21	74638853.76
递延税项借项	28			
资产合计	29	814181148.90	367226793.02	424054240.65
流动负债:				
短期借款	30	21400000	24406773	31540153

第七篇 可转换公司债券

应付票据	31	15800000	11600000	7000000
应付账款	32	100903584.23		
预收货款	33			
应付工资	34	5027591.85	3675051	9666451
应付福利费	35	2233423.34	715737.13	57737.13
应交管理费	36	4857248.11	3783769.22	1058667.22
未付股利	37			
未交税金	38	18677095.02	16589959.53	7242330.80
其他未交款	39	2541186.71	3001306.88	1402063.11
其他应付款	40	51059537.92	32717470.04	139417291.90
预提费用	41	91280.29	97384.85	
一年内到期长期负债	42			
其他流动负债	43			
流动负债合计	44	222590947.47	96587451.65	197384694.16
长期负债：				
长期借款	45		9000000	9000000
应付债券	46			
长期应付款	47	40000000	94762818.21	74480853.76
其他长期负债	48			
长期负债合计	49	40000000	103762818.21	83480853.76
递延税项：				
递延税项贷项	50			
负债合计	51	262590947.47	200350269.86	280865547.92
所有者权益：				
实收资本	52	214666326.85	96249136.55	94390636.55
资本公积	53	260298931.23	9017533.55	5761068.55
盈余公积	54	18759286.61	13165237.25	10703241.61
其中：公益金	55			
未分配利润	56	58613367.74	48444615.80	32333746.02
所有者权益合计	57	551590201.43	166876523.16	143188692.73
负债及所有者权益总计	58	814181148.90	367226793.02	424054240.65

利 润 表

编制单位：永鼎集团公司

单位：人民币元

项 目	行次	1997 年度	1996 年度	1995 年度
一、主营业务收入	1	879456914.99	695646248.35	431749328.45
减：营业成本	2	761641508.30	600622993.86	384168061.80

债券投资

销售费用	3	31036301.45	19657127.18	10421447.08
营业税金及附加	4	1761834.63	2426243.77	1114580.47
二、主营业务利润	5	85017270.61	7293883.54	36045239.10
加：其他业务利润	6	74585.99	37521.40	—
减：管理费用	7	34542835.04	23174688.73	15494292.01
财务费用	8	5307695.62	6116149.81	4869245.81
三、营业利润	9	45241325.94	43686566.40	15681701.28
加：投资收益	10	24380002.43	1303023.87	10161554.73
补贴收入	11	14383896.78	—	—
营业外收入	12	1123942.80	30219.60	763199.80
减：营业外支出	13	2837259.01	648763.00	932884.32
加：以前年度损益调整	14			
四、利润总额	15	82291908.94	44371046.87	25673571.49

第三节 可转换公司债券上市公告书实例

南宁化工股份有限公司可转换公司债券上市公告书  
(广西壮族自治区南宁市)

上市推荐人：光大证券有限责任公司

一、要览

可转换公司债券流通量：150,000,000 元



证券简称:南化转债

证券编码:100001

上市地点:上海证券交易所

上市起止时间:1998年9月2日——2003年8月2日

上市推荐人:光大证券有限责任公司

债券登记机构:上海证券中央登记结算公司

## 二、绪 言

本上市公告书依据《中华人民共和国公司法》、《可转换公司债券暂行管理办法》、《上海证券交易所可转换公司债券上市交易规则》等国家现行有关证券管理法规而编写,旨在为投资者提供本公司情况及相关资料。

本公司本次可转换公司债券(下简称“可转债”)发行及发行方案经中国证券监督管理委员会证监发字[1998]208号、证监发字[1998]209号文批准。已成功向社会公众公开发行1,500,000张每张面值为人民币100元之可转债,每张发行价为100元。本公司可转债上市申请经上海证券交易所上证上字(1998)54号文审核批准,将于1998年9月2日在上海证券交易所上市挂牌交易。

本公司本次上市流通的1,500,000张可转债为本公司通过上海证券交易所交易系统公开发行的可转债。

本公司于1998年7月30日在《中国证券报》上刊登了《南宁化工可转换公司债券募集说明书》,距今不足6个月,故相同内容不再赘述,敬请投资者查阅本公司《南宁化工可转换公司债券募集说明书》。

本公司董事会成员已批准该可转债之上市公告书,并确信不存在任何重大遗漏或者误导并对其真实性、准确性、完整性负个别的和连带的责任。

## 三、公司概况

1. 本公司名称(中文):南宁化工股份有限公司

(英文)NANNING CHEMICAL INDUSTRY CO. LTD

2. 注册资金:11,225.77万元

3. 法定代表人:曾代宏

4. 本公司成立日期:1998年6月15日

5. 经营范围

公司的经营范围为氯碱化学工业及其系列产品、农药、消毒剂等无机和有机化工产品,化工设计、科研、技术咨询、设备制造,国内贸易(国家有专项规定的除外)。

6. 所属行业:氯碱化工

7. 注册地址及公司联系电话

注册地址:广西壮族自治区南宁市亭洪路80号

公司联系电话 0771—4821223

8. 本公司改制及组建过程:

本公司是由南宁化工集团有限公司(下称“南化集团”)作为主要发起人,联合南宁统一糖业有限责任公司、南宁味精厂、邕宁县纸业公司及广西赖氨酸厂共同发起设立之股份有限公司。南宁化工集团有限公司将其拥有的生产氯碱化工及其系列产品和农药等产品的核心经营性资产以及部分辅助生产车间中的资产投入本公司。这部分资产为:烧碱车间、合成氨车间、氯加工车间、农药车间、强氯精车间、聚氯乙烯车间、电气车间、水汽车间的生产经营性资产。

经评估,南化集团投入本公司的主要经营性净资产总计 17040 万元,共折为本公司股份 11076 万股,占本公司总股本的 98.67%,未进入股份公司的资产,包括部分辅助生产车间、土地、非生产经营性资产将仍由集团公司持有,并本着有偿使用的原则,为本公司提供服务。其他四家企业以现金投入本公司,占全部股份的 1.33%。

1998 年 6 月 8 日,广西壮族自治区人民政府以桂政函[1998]57 号文正式批准本公司设立。

1998 年 6 月 15 日,本公司在广西南宁市办理工商登记注册并正式成立。

9. 本公司股权结构及大股东持股情况

本公司注册股份总计 11,225.77 万股,每股净资产 1.54 元,各股东持股情况如下:

股东名称	股数 (万股)	占总股本比例 (%)
南宁化学工业集团有限公司	11076.27	98.67
南宁统一糖业有限责任公司	65	0.58
南宁味精厂	32.5	0.29
邕宁县纸业公司	32.5	0.29
广西赖氨酸厂	19.5	0.17
合 计	11,225.77	100.00

## 四、可转换公司债券发行及承销

1. 可转换公司债券的发行

发行数量:1,500,000 张

发行价格:100 元

可转债面值:100 元

募集资金总额:150,000,000 元

发行方式:上网定价

有效申购户数:1219200

有效申购手数:110328489

中签率:0.13595763%

配售户数:144660

发行费用总额:4,680,000 元

## 2. 可转换公司债券承销

本次公开发行的 1,500,000 张可转换公司债券已全部由社会公众认购,故承销团成员包销数量为零。

## 3. 验证报告

### 验证报告

深同证验字[1998]第 005 号

南宁化工股份有限公司全体股东:

我们接受委托,对南宁化工股份有限公司截止 1998 年 8 月 11 日止发行可转换公司债券募集资金的真实性和合法性进行了审验。在审验过程中,我们按照《独立审计准则》的要求,实施了必要的审验程序。南宁化工股份有限公司的责任是提供真实、合法、完整的验证资料,保护资产的完全、完整,我们的责任是按照《独立审计准则》的要求,出具真实、合法的验证报告。

南宁化工股份有限公司申请的发行可转换公司债券 150,000,000 人民币元。根据我们的审验,截止 1998 年 8 月 11 日止,南宁化工股份有限公司已收到投资者投入的资金 150,000,000 人民币元(人民币壹亿伍千万元整),扣除发行费用后的实际可使用募集资金为 145,320,000.00 人民币元。

深圳同人会计师事务所

中国注册会计师 胡三忠

中国注册会计师 周荣铭

中国·深圳

1998 年 8 月 11 日

## 五、新增的公司财务会计资料

### (一)审计报告

南宁化工股份有限公司全体股东:

我们接受委托,审计了贵公司 1998 年 6 月 30 日的资产负债表,1998 年 1 月至 6 月利润及利润分配表,1998 年 1 月至 6 月的现金流量表。这些会计报表由贵公司负责。我们的责任是对这些会计报表发表审计意见。我们的审计是依据《中国注册会计师独立审计准则》进行的。在审计过程中,我们结合贵公司实际情况,实施了包括抽查会计记录、审核有关证据等我们认为必要的审计程序。我们认为,上述会计报表符合《企业会计准则》和《股份有限公司会计制度》的有关规定,在所有重大方面公允地反映了贵公司 1998 年 6 月 30 日的财务状况及 1998 年 1 月至 6 月的经营成果和资金变动情况,会计处理方法的选用遵循了一贯性原则。

深圳同人会计师事务所

中国注册会计师:胡三忠

中国注册会计师:周荣铭地址:广东深圳市华富

路 5 号南光大厦三楼

1998 年 8 月 20 日

### (二)南宁化工股份有限公司会计报表附注

单位:人民币(元)

## 1. 公司简介

本公司系经广西壮族自治区经济体制改革委员会于 1998 年 6 月 8 日以桂府函[1998]57 号文批准,由南宁化工集团有限公司(以下简称南化集团)、南宁统一糖业有限责任公司、南宁市味精厂、邕宁县纸业有限公司、广西赖氨酸厂共同发起设立的股份有限公司。本公司已于 1998 年 6 月 15 日办理工商登记注册手续,企业法人营业执照号为 19823308—7。

本公司主要从事氯碱化工及其系列产品的开发与生产。

## 2. 主要会计政策

### (1) 会计制度

本公司重组设立前执行《企业会计准则》和《工业企业会计制度》,基于编报的目的和用途,在编制本会计报表时已按《股份有限公司会计制度》的有关规定进行了调整。

### (2) 会计报表表达基准

本公司正式成立于 1998 年 6 月 15 日,本会计报表之表达系假设本公司正式设立时的现时结构,在自 1998 年 1 月 1 日起至 1998 年 6 月 30 日止会计期间(以下简称“有关期间”)业已存在且无转变。

### (3) 会计期间

会计期间采用公历年度制,即自公历每年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止。

### (4) 记账原则和计价基础

本公司的记账原则为权责发生制,计价基础为历史成本法。

### (5) 外币核算方法

本公司以人民币为记账本位币,年度内发生的非本位币经济业务,按业务发生当月 1 日中国人民银行公布的市场汇价的中间价(市场汇价)折合为人民币记账。月份终了,货币性项目中的外币余额概按当日市场汇价进行调整,由此产生的折合人民币差额,业已计入当年度损益。

### (6) 坏账核算方法

坏账核算采用备抵法,决算日,坏账准备按应收账款余额的 3‰计提,并计入当年度损益。

### (7) 存货核算方法

本公司的存货分为原材料、产成品等 7 大类,各类存货的取得以实际成本计价,发出存货的成本以加权平均法计算确定。

低值易耗品于领用时采用一次摊销法摊销。

本公司未计提存货跌价准备。

存货的细节在三.7 中表述。

### (8) 长期投资核算方法

本公司对被投资公司的长期投资采用下列会计处理方法:投资额占被投资公司资本总额不足 20%时,以成本法核算;投资额占被投资公司资本总额 20%至 50%时,以权益法核算;投资额占被投资公司资本总额 50%以上以及投资额虽占被投资公司资本总额 20%至 50%,但本公司对其实质上拥有控制权者,采用权益法核算并对会计报表予以合并。

截至 1998 年 6 月 30 日止,本公司无拥有 50%以上权益的子公司。

本公司未计提长期投资减值准备。

长期投资的细节在三.8 中表述。

(9) 固定资产及其折旧

① 固定资产标准：指使用期限超过一年的房屋建筑物、机器设备、运输工具及其它与经营有关的工器具等，以及不属于经营的主要设备但单位价值在人民币 2,000 元以上，使用期限超过二年的物品。

② 固定资产计价：固定资产以实际成本计价。

③ 固定资产折旧方法：固定资产折旧采用直线法平均计算，并根据固定资产类别的原值、估计经济使用年限和预计残值（原值的 5%）确定其折旧率。各类折旧率如下：

类 型	预计使用年限(年)	年折旧率(%)
房屋及建筑物	20—40	2.375—4.75
机器设备	10—12	7.92—9.5
运输工具	5—10	9.5—19
电子设备及其他	5—14	6.79—19

固定资产及其折旧的细节在三.9 中表述。

(10) 收入实现的确认

本公司已将产品、商品所有权上的重要风险和报酬转移给买方，不再对该产品、商品实施继续管理权和实际控制权，相关的收入已经收到或取得了收款的有效凭据，并且与销售该产品、商品有关的成本能够可靠地计量时，确认收入的实现。

(11) 产品成本的核算方法

本公司采用平行结转分步法核算产品成本，不综合计算半成品的制造成本，按生产工序分步归集材料、人工及制造费用，并按规定比例扣除联产品成本；期末在产品成本按约当产量法计算。

(12) 税项

① 本公司适用的税种和税率

税 种	计税依据	税率
增值税	销售收入	17%
房产税	房产原值的 70%	1.2%
营业税	运输服务收入、租金收入	5%
城市维护建设税	应交增值税、消费税及营业税额	7%
企业所得税 *	应纳税所得额	33%

\* 本公司企业所得税采用应付税款法核算。

② 优惠税率及批文

根据广西壮族自治区人民政府以桂政函[1998]61 号文批准，本公司自成立之日起 3 年内按 33% 的税率征收企业所得税，其中 18% 的税负由南宁市财政部门予以返还。因此，本公司实际企业所得税负为 15%。

(13)利润分配方法

根据本公司 1998 年 8 月 19 日董事会决议,本公司 1998 年中期利润暂不分配。

利润分配的细节在三.22 中表述。

3. 会计报表主要项目注释

(1)货币资金

截至 1998 年 6 月 30 日止,货币资金余额为人民币 2,444,998.31 元,其中现金人民币 43,433.37 元,银行存款为人民币 2,401,564.94 元。

(2)应收账款

应收账款的账龄分析列示如下:

账 龄	1998—6—30		1997—12—31
	金 额	占该账项金额的百分比	金 额
1 年以内	92,869,235.86	90.5%	82,770,315.66
1 年至 2 年	7,484,683.87	7.29%	1,582,364.80
2 年至 3 年	2,217,142.11	2.21%	6,761,201.92
3 年以上	— —	— —	2,598,652.49
	102,571,061.84	100%	93,712,534.87

上述款项均系应收销货款,持有本公司 5%以上股份的股东本顶欠款为人民币 9,009,747.91 元,均系应收南化集团的款项。应收账款主要明细项目列示如下:

单 位	1998—6—30
南化集团	9,009,747.91
新安化工股份有限公司	2,629,182.90
柳江造纸厂	4,625,498.14
荔浦造纸厂	2,866,229.91
平果铝业公司	4,954,831.06
广东茂名纸厂	2,017,819.59
老河口石化股份有限公司	2,238,291.81
衡阳南方物资供应站	2,326,520.64
广州天河福达化工公司	2,874,616.44

(3)坏账准备

本公司以 1998 年 6 月 30 日的应收账款余额 3‰提取的坏账准备计人民币 307,713.19 元。

(4)其他应收款

①其他应收款的账龄分析列示如下:

账 龄	1998—6—30		1997—12—31
	金 额	占该账项金额的百分比	金 额

第七篇 可转换公司债券

1 年以内	39,133,786.34	98%	27,996,370.04
1 年至 2 年	404,883.21	1%	3,304.60
2 年至 3 年	5,500.00	—	321,641.87
3 年以上	404,204.74	1%	—
	39,950,374.29	100%	28,321,316.51

②其他应收款的主要明细项目列示如下：

单 位	1998—6—30
南化集团	35,843,220.23
中国人民保险公司南宁分公司江南办事处	2,204,698.28

该账项中所含南化集团余额临时性往来款。

(5)预付账款

账 龄	1998—6—30		1997—12—31
	金 额	占该账项金额的百分比	金 额
1 年以内	—	—	3,113,045.47
1 年至 2 年	1,014,060.03	100%	992,320.40
	1,014,060.03	100%	4,105,365.87

上述款项均系预付材料款,持有本公司 5%以上股份的股东无此项欠款。

(6)待摊费用

	1998—6—30	1997—12—31
期初待扣进项税	1,195,029.40	1,493,786.76

期初进项税额系 1994 年按国家税制改革规定计算并经主管税务机关批准后由存货中调出挂账的进项税额计 3,734,466.84 元,由税务部门核准在 5 年内摊销。

(7)存货

	1998—6—30	1997—12—31
原材料	21,790,264.27	13,221,801.37
包装物	141,571.54	417,955.13
低值易耗品	—	1,759,474.07

## 债券投资

在途材料	868,597.07	4,752,830.66
在产品	9,057,197.62	8,932,798.84
自制半成品	—	471,283.12
产成品	20,105,884.66	12,098,524.36
	51,963,515.16	41,654,667.55

### (8) 长期投资

#### ① 长期投资明细项目列示如下：

	1998—6—30	1997—12—31
长期债权投资	734,800.00	734,800.00
长期股权投资	1,420,398.80	1,263,700.00
	2,155,198.80	1,998,500.00

#### ② 长期债权投资的明细列示如下：

债券种类	面值	年利率	购入金额	到期日	1998年1—6月利息	累计应收或已收利息
国家重点企 业债券*	无	7.20%	50,000.00	1994.11.20	3,600.00	28,800.00
广西电力建 设债券**	无	无	656,000.00	1997至2001年	—	—

\* 到期未兑现,1989年购入。

\*\* 1997年7月11日购入820,000.00元,1997年开始兑付,均系无息债券。

#### ③ 长期股权投资的明细列示如下：

被投资公司 名称	投资 期限	投 资 金 额	1998—6—30 占被投资公司 注册资本比例	期末按权益法调整 所有者权益增(减)额
交通银行	—	1,420,398.80	0.01%	—

### (9) 固定资产及折旧

	1998—1—1	本期增加	本期减少	1998—6—30
固定资产原值：				
房屋及建筑物	59,990,175.57	20,766,907.31	—	80,757,082.88
机器设备	104,262,001.06	77,022,852.86	—	181,284,853.92



第七篇 可转换公司债券

运输工具	3,616,146.47	—	—	3,616,146.47
电子设备及其他	24,224,458.46	227,497.64	—	24,451,956.10
	192,092,781.56	98,017,257.81	—	290,110,039.37
累计折旧:				
房屋及建筑物	21,284,866.11	3,087,900.07	—	24,372,766.18
机器设备	39,574,041.69	17,416,493.68	—	56,990,535.37
运输工具	2,379,255.73	137,551.86	—	2,516,807.59
电子设备及其他	17,015,423.17	598,566.99	—	17,613,990.16
	80,253,586.70	21,240,512.60	—	101,494,099.30
固定资产净值	111,839,194.86			188,615,940.07

1998 年 6 月 30 日的固定资产原值较 1997 年末增加 51%，主要系由在建工程转入已基本完工的离子膜工程及资产评估增值入账所致。

(10)在建工程

工程名称	原预算数	批准文号	期初数	本期增加	本期减少	期末余额	资金来源	工程进度
年产 8 万吨	177,510,000.00	国经贸改	120,290,555.48	43,878,350.86	59,325,500.73	104,843,405.61	自筹	部分完工

烧碱扩建工程 (95)613

本期减少数系将已基本完工的离子膜工程预估转入固定资产所致。

(11)短期借款

银行借款	1998—6—30	1997—12—31	借款期限	月利率
其中:信用借款				
交通银行南宁分行	4,000,000.00	2,000,000.00	98.1.13—98.8.23	7.92‰
交通银行南宁分行	2,000,000.00	1,000,000.00	98.2.24—98.9.24	7.92‰
交通银行南宁分行	2,000,000.00	2,000,000.00	98.3.2—98.9.12	7.92‰
交通银行南宁分行	5,000,000.00	2,000,000.00	98.3.11—98.10.21	7.92‰
交通银行南宁分行	1,000,000.00	2,000,000.00	98.6.5—99.6.4	7.92‰
交通银行南宁分行	4,000,000.00	2,000,000.00	98.6.19—98.10.18	5.85‰
交通银行南宁分行	2,000,000.00	2,000,000.00	97.10.17—98.11.10	9.24‰
交通银行南宁分行	2,000,000.00	3,000,000.00	98.1.22—98.9.1	7.92‰
交通银行南宁分行	—	2,000,000.00	97.8.21—98.3.22	9.24‰
交通银行南宁分行	—	2,000,000.00	97.11.14—98.6.15	9.24‰
	22,000,000.00	20,000,000.00		

## 债券投资

担保借款：

南宁城市合作银行	2,000,000.00	2,000,000.00	97.12.15—98.7.8	7.92‰
中国建设银行南宁分行	5,000,000.00	5,000,000.00	97.9.23—98.9.22	9.24‰
中国建设银行南宁分行	—	3,800,000.00	97.3.6—98.3.6	9.24‰
中国建设银行南宁分行	5,000,000.00	—	98.6.24—99.6.23	7.26‰
中国工商银行南宁分行	3,000,000.00	—	98.6.26—99.1.10	7.26‰
中国工商银行南宁分行	5,000,000.00	—	98.5.10—99.2.10	7.26‰
中国工商银行南宁分行	5,000,000.00	—	98.5.20—98.10.20	6.435‰
	25,000,000.00	10,800,000.00		

其他单位借款：

南宁市资金管理局	—	404,000.00		
	47,000,000.00	31,204,000.00		

### (12) 应付账款

截至 1998 年 6 月 30 日止, 本公司应付账款余额为 107,049,471.29 元。主要系期末根据仓库的收料情况暂估入账形成, 因有关单据未收妥, 故未能按照债权单位作明细分类。该账项中无占本公司 5 % 以上(含 5 %)股份的股东款项。

### (13) 预收账款

截至 1998 年 6 月 30 日止, 本公司预收账款余额为 843,134.08 元, 均系预收销货款, 该账项中无占本公司 5 % 以上(含 5 %)股份的股东款项。

### (14) 其他应付款

截至 1998 年 6 月 30 日止, 本公司其他应付款余额计 10,676,963.71 元, 主要明细项目列示如下：

单位	1998—6—30
中国化工供销公司华南分公司	2,000,000.00
南宁市劳动保险所	2,000,000.00

### (15) 税项

未交税金明细项目列示如下：

	1998—6—30	1997—12—31
增值税	15,219,310.69	14,720,876.07
营业税	114,971.81	123,184.17

城市维护建设税	970,264.41	468,250.30
所得税	4,908,844.04	1,510,720.68
印花税	—	127,667.74
房产税	455,232.31	349,108.17
土地使用税	109,326.42	159,326.42
	21,777,949.68	17,459,133.55

(16)预提费用

截至 1998 年 6 月 30 日止,本公司预提费用余额为 18,021,473.73 元,均为预提的电费支出。

(17)一年内到期的长期负债

银行借款	1998-6-30	1997-12-31	借款期限	月利率
中国工商银行	20,000,000.00	20,000,000.00	95.12.28-98.12.31	12.60‰
中国工商银行	10,000,000.00	10,000,000.00	95.12.28-98.12.31	12.60‰
中国工商银行	10,000,000.00	10,000,000.00	96.6.3-98.12.31	12.15‰
中国工商银行	13,000,000.00	13,000,000.00	96.6.19-98.12.31	12.15‰
中国工商银行	12,000,000.00	12,000,000.00	95.12.28-98.12.10	12.60‰
交通银行	—	4,000,000.00	95.8.10-98.2.10	11.25‰
国家开发银行	—	1,000,000.00	95.12.31-97.12.31	10.98‰
	65,000,000.00	70,000,000.00		

(18)长期借款

	1998-6-30	1997-12-31		
借款单位	金 额	金 额	借款期限	月利率
① 银行借款				
其中:担保借款				
中国工商银行	15,000,000.00	15,000,000.00	96.6.19-2000.11.30	12.15‰
中国工商银行	11,000,000.00	11,000,000.00	96.9.11-2000.11.30	9.75‰
国家开发银行	220,000.00	220,000.00		
② 其他单位借款				

## 债券投资

其中:担保借款	4,000,000.00	4,000,000.00
	30,220,000.00	30,220,000.00

### (19)应付债券

本公司经中国人民银行广西壮族自治区分行及广西壮族自治区经济贸易委员会同意,于1997年上半年向社会公开发行地方企业债券,专项用于年产八万吨烧碱扩建技术改造项目,期限为三年,年利率为11.60%,实际发行金额为人民币10,000,000.00元,1998年上半年应计利息为580,000.00人民币。

### (20)股本

1998—6—30

#### ① 尚未流通股份

发起人股份	112,257,795.00
其中:国家拥有股份	110,762,795.00
境内法人持有股份	1,495,000.00

#### ② 已流通股份 — —

#### ③ 股份总额 112,257,795.00

上列股本总额业经广西会计师事务所(97)验字第120号验资报告验证在案。

### (21)资本公积

1998—6—30

年初余额	— —
本期增加	60,446,519.82 *
本期减少	— —
期末余额	60,446,519.82

本期增加数系本公司五家发起人的投入资本均按65%的比例折股后形成的资本溢价总额。

### (22)未分配利润

1998—6—30

年初余额	— —
加:本年净利润	6,946,208.91

减:利润分配

— —

期末余额

6,946,208.91

## (23)主营业务收入

	1998 年 1—6 月	1997 年度
液碱	40,406,590.52	83,850,020.73
氯乙酸	19,647,620.60	43,132,930.95
聚氯乙烯	30,519,745.76	108,789,791.57
敌百虫	19,532,393.00	42,419,619.74
强氯精	14,001,601.78	35,963,565.83
其他	33,555,475.97	69,647,718.94
	157,663,427.63	383,803,647.76

## (24)销售费用

	1998 年 1—6 月	1997 年度
工资	159,585.66	587,539.16
福利费	21,530.54	74,545.67
业务招待费	58,719.10	650,760.53
运输费	334,822.31	1,078,153.60
装卸费	862.60	168,830.64
包装费	100,256.81	68,405.90
展览费	3,000.00	10,920.00
广告费	33,000.00	136,916.00
差旅费	143,654.84	208,047.90
租赁费	7,200.00	8,000.00
推销产品奖励支出	340,941.42	773,684.79
其他	133,375.17	218,904.53
	1,336,948.45	3,984,708.72

## (25)管理费用

## 债券投资

	1998 年 1—6 月	1997 年度
工资及福利费	1,346,175.20	7,151,412.05
折旧费	670,800.11	2,524,479.95
修理费	582,081.21	218,198.58
保健费		262,179.42
劳动保护费	614,745.69	4,495,002.90
办公费	262,965.34	820,052.50
差旅费	207,623.93	873,684.91
排污费	1,726,943.00	3,159,292.00
工会经费	150,977.25	740,400.65
职工教育经费	27,664.28	151,374.99
税金	157,524.14	772,855.02
保险费	501,931.34	639,616.44
水电费	--	2,364,738.93
坏账损失	(61,518.23)	149,464.81
待业保险费	118,698.02	399,007.80
咨询费	9,450.00	431,471.40
存货盘亏	--	620,809.41
其他	998,937.48	454,534.51
	7,314,998.76	26,228,576.27

### (26) 财务费用

	1998 年 1-6 月	1997 年度
利息支出	2,349,348.58	10,693,677.57
减:利息收入	101,594.28	459,031.49
汇兑损益	--	41,477.82
手续费支出	9,967.70	24,012.45
	2,257,722.00	10,300,136.35

## (27) 主营业务税金及附加

	1998 年 1-6 月	1997 年度
营业税	--	18,580.76
城建税	554,406.57	771,863.46
教育费附加	237,602.82	432,321.86
	792,009.39	1,222,766.08

## (28) 其他业务利润

	1998 年 1-6 月	1997 年度
租金	145,087.60	371,512.33
灌检费收入	318,796.77	53,434.42
专线费收入	--	164,590.18
槽车使用费	--	(1,732,758.30)
其他	(58,213.14)	(338,396.95)
	405,671.23	(1,481,618.32)

## (29) 营业外支出

	1998 年 1-6 月	1997 年度
捐赠支出	--	69,582.86
罚款支出	51,602.45	31,783.44
固定资产盘亏处理	--	270,248.79
其他	--	593,490.78
	51,602.45	965,105.87

## 4. 关联方及其交易

## (1) 存在控制关系的关联方:

企业名称	注册地 址	主 营 业 务	与本企业 关 系	经济性质或 类 型	法定代 表 人
南化集团	南宁市	氯碱化学工业及其系列产品 和木薯综合利	母公司	国有独资	曾代宏

用及其产品的  
开发

(2)存在控制关系的关联方的注册资本及其变化

企业名称	1998-6-30	1997-12-31
南化集团	119,840,000.00	119,840,000.00

(3)存在控制关系的关联方所持股份或权益及其变化

	1998-6-30		1998-12-31	
	金 额	%	金 额	%
南化集团	110,762,795.00	98.67%	140,903,879.63	100%

(4)不存在控制关系的关联方关系的性质

企业名称	与本企业的关系
南宁市味精厂	本公司之股东
邕宁县纸业有限公司	本公司之股东
广西赖氨酸厂	本公司之股东
南宁市糖纸厂	本公司之股东之子公司
广西兰怡精细化工有限责任公司	本公司之控股公司之子公司
广西骏业包装材料有限公司	本公司之控股公司之子公司
珠海经济特区海宁化工有限公司	本公司之控股公司之子公司

(5)关联公司交易事项

	1998 年 1—6 月		1997 年度	
	金 额	占本期购(销) 货的百分比	金 额	占本期购(销) 货的百分比
购入原材料 *	9,417,477.37	10.30%	15,189,745.79	4.31%
销售收入 * *	27,013,788.55	17.13%	21,230,511.33	5.18%

\* 1998 年 1-6 月,本公司向南化集团按市场价购入化工原料 2325.19 吨,计人民币 9,417,477.37 元。

\* \* 1998 年 1—6 月,本公司向南化集团等关联单位按市场价销售化工产品收入的明细列示如下。

企业名称	1998 年 1-6 月
南化集团	11,800,170.28



广西市赖氨酸厂	7,395,007.53
南宁市味精厂	1,322,265.70
邕宁县纸业有限公司	1,695,902.17
南宁市糖纸厂	4,049,909.20
广西南宁精细化工有限责任公司	271,163.25
珠海经济特区海宁化工有限公司	479,370.42
	27,013,788.55

## (6) 关联方应收应付款项余额

	企业名称	1998-6-30
应收账款	南化集团	9,009,747.91
其他应收款	南化集团	35,843,220.23
	广西骏业包装材料有限公司	406,204.74
		36,249,424.97

## 5. 承诺事项

本公司根据可转换公司债券募集资金运用的承诺,计划在 1998 年下半年完成的项目投资列示如下:

项目名称	金额
年产 8 万吨烧碱技改工程	51,460,000.00
三氯异氰尿酸扩建工程	15,070,000.00
年产 2 千吨 AC 发泡剂技改工程	9,750,000.00
偿还 1998 年度到期借款	69,000,000.00
	145,280,000.00

## 6. 期后事项

1998 年 8 月 3 日,经中国证券监督管理委员会证监发字[1998]208 号文批准,本公司向社会公开发行可转换公司债券人民币 150,000,000.00 元,成功募集资金人民币 150,000,000.00 元,扣除发行费用后,本公司实际收到债券认购款人民币 145,320,000.00 元。

## 7. 对比数据

基于可比性原则,由于本公司自 1998 年 1 月 1 日起按《股份有限公司会计制度》的规定编制会计报表,故本公司已对有关同期对比数据作出必要的重分类调整。

## 六、董事会上市承诺

本公司董事会将严格遵守《中华人民共和国公司法》、《可转换公司债券管理暂行办法》和其他有关法律、法规的规定,并自可转换公司债券上市之日起作出如下承诺:

1. 按照法律、法规的规定程序和要求披露重大的信息、并接受证券主管机关、上海证券交易所的监督管理。
2. 及时、真实、准确地公布中期报告和年度报告,并备置于规定场所供投资者公众查阅。
3. 在任何公共传播媒介中出现的消息可能对本公司的可转换公司债券的市场价格产生误导性影响时,本公司知悉后将及时对该消息予以公开澄清。
4. 本公司的董事、监事及高级管理人员将认真听取社会公众的意见和批评,不利用已获得的内幕信息和其他不正当手段直接或间接的从事可转换公司债券的买卖活动。
5. 本公司的董事、监事及高级管理人员将尽力工作,争取本公司股票尽早上市。
6. 本公司没有无记录负债。

## 七、重要事项揭示

(一)本次共向社会公开发行可转换公司债券 1,500,000 张。

(二)根据广西装族自治区人民政府以桂政函[1998]61 号文批准,本公司自成立之日起 3 年内按 33%征收企业所得税,其中 18%的税负通过南宁市财政部门予以返还。因此,本公司实际企业所得税税负为 15%。

(三)由于本公司聘请的深圳中诚会计师事务所经财政部、中国证券监督管理委员会以财会协字[1998]40 号文批准变更为深圳同人会计师事务所。故本公司此次新增的财务资料由深圳同人会计师事务所审计。

(四)根据深圳中诚会计师事务所深诚证盈字[1998]第 035 号盈利预测审核报告审核,本公司 1998 年按 15%的所得税税率计算的盈利预测为 1833 万元。

(五)截止本上市公告书刊登之日,本公司及本公司的董事监事和高级管理人员并无涉嫌任何未了结或可能发生的诉讼。

## 八、备查文件目录

1. 上海证券交易所上市通知书;
2. 审计报告;
3. 资产评估报告;
4. 可转换公司债券募集说明书;
5. 验资报告;
6. 国家证券主管部门批准上市的文件;
7. 其他备查文件。

## 九、上市咨询机构

## 1. 可转债发行人:南宁化工股份有限公司

法定代表人:曾代宏

法定地址:广西壮族自治区南宁市亭洪路 80 号

电话:0771—4821223

传真:0771—4821093

联系人:高莹

## 2. 主承销商及上市推荐人:光大证券有限责任公司

法定代表人:惠小兵

法定地址:上海市浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦

电话:0755——378877

传真:0755——3788946

联系人:覃东宜、陈军、罗浩

南宁化工股份有限公司

1998 年 9 月 1 日

## 南宁化工股份有限公司

## 资产负债表

单位:人民币元

	附注	1998-6-30	1997-12-31
流动资产:			
货币资金	三.1	2,444,998.31	20,455,632.09
应收账款	三.2	102,571,061.84	93,712,534.87
减:坏账准备	二.6,三.3	307,713.19	281,137.60
应收账款净额		102,263,348.65	93,431,397.27
预付账款	三.5	1,014,060.03	4,105,365.87
其他应收款	三.4	39,950,374.29	28,321,316.51
待摊费用	三.6	1,195,029.40	1,493,786.76
存货	二.7,三.7	51,963,515.16	41,654,667.55
流动资产合计		198,831,325.84	189,462,166.05
长期投资:			
长期股权投资	二.8,三.8	1,420,398.80	1,263,700.00
长期债权投资	二.8,三.8	734,800.00	734,800.00

债券投资

长期投资合计		2,155,198.80	1,998,500.00
固定资产：			
固定资产原价	二.9,三.9	290,110,039.37	192,092,781.56
减：累计折旧	二.9,三.9	101,494,099.30	80,253,586.70
固定资产净值		188,615,940.07	111,839,194.86
在建工程	三.10	104,843,405.61	120,290,555.48
固定资产合计		293,459,345.68	232,129,750.34
资产合计		494,445,870.32	423,590,416.39
流动负债：			
短期借款	三.11	47,000,000.00	31,204,000.00
应付票据		--	453,000.00
应付账款	三.12	107,049,471.29	96,667,005.63
预收账款	三.13	843,134.08	2,968,671.20
应付工资		1,612,346.03	2,604,969.03

	附注	1998-6-30	1997-12-31
应付福利费		652,892.88	610,798.50
应交税金	二.12,三.15	21,777,949.68	17,459,133.55
其他应交款		394,448.52	179,299.61
其他应付款	二.14	10,676,963.71	10,445,783.32
预提费用	三.16	18,021,473.73	8,907,209.25
一年内到期的长期负债	三.17	65,000,000.00	70,000,000.00
流动负债合计		273,028,679.92	241,499,870.09
长期负债：			
长期借款	三.18	30,220,000.00	30,220,000.00
应付债券	三.19	11,546,666.67	10,966,666.67
长期负债合计		41,766,666.67	41,186,666.67

第七篇 可转换公司债券

负债合计		314,795,346.59	282,686,536.76
股东权益：			
股本	三.20	112,257,795.00	
资本公积	三.21	60,446,519.82	
盈余公积		--	
其中：公益金		--	
未分配利润	三.22	6,946,208.91	
股东权益合计		179,650,523.73	140,903,879.63
负债及股东权益总计		494,445,870.32	432,590,416.39

南宁化工股份有限公司  
利润及利润分配表

单位：人民币元

	附注	1998 年 1-6 月	1997 年度
一、主营业务收入	二.10,三.23	157,663,427.63	383,803,647.76
减：营业成本	二.11	135,948,341.82	319,665,163.25
主营业务税金及附加	三.27	792,009.39	1,222,766.08
二、主营业务利润		20,923,076.42	62,915,718.43
加：其他业务利润	三.28	405,671.23	(1,481,618.32)
减：销售费用	三.24	1,336,948.45	3,948,708.72
管理费用	三.25	7,314,998.76	26,228,576.27
财务费用	二.26	2,257,722.00	10,300,136.35
三、营业利润		10,419,078.44	20,920,678.77
加：投资收益		--	201,001.20
补贴收入		--	847,971.23
减：营业外支出	三.29	51,602.45	965,105.87

债券投资

四、利润总额		10,367,475.99	21,004,545.33
减：所得税		3,421,267.08	6,865,169.56
五、净利润		6,946,208.91	41,139,375.77
加：年初未分配利润		--	--
六、可分配利润		6,946,208.91	14,139,375.77
减：提取法定公益金		--	--
提取法定公积金		--	--
七、可供股东分配的利润		6,946,208.91	14,139,375.77
减：提取任意公积金		--	--
上交南化集团利润		--	14,139,375.77
八、未分配利润		6,946,208.91	--

南宁化工股份有限公司  
现金流量表

单位：人民币元

	1998 年 1-6 月
一、经营活动产生的现金流量：	
销售商品、提供劳务收到的现金	91,618,742.90
收到的租金	145,087.00
收到的增值税销项税额和退回的增值税款	23,367,532.46
现金流入小计	115,131,362.36
购买商品、接受劳务支付的现金	54,267,445.66
支付给职工以及为职工支付的现金	9,121,396.28
支付的增值税款	22,969,884.15
支付的所得税款	23,143.72
支付的除增值税、所得税以外的其他税费	371,439.61

支付的其他与经营活动有关的现金	40,610,706.07
现金流出小计	127,364,015.49
经营活动产生的现金流量净额	(12,232,653.13)
二、投资活动产生的现金流量：	
处理固定资产、无形资产和其他长期资产而收到的现金净额	15,884.30
收到的其他与投资活动有关的现金	3,560,000.00
现金流入小计	3,575,884.30
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	17,800,516.37
现金流出小计	17,800,516.37
投资活动产生的现金流量净额	(14,224,632.07)
三、筹资活动产生的现金流量：	
借款所收到的现金	52,000,000.00
现金流入小计	52,000,000.00
偿还债务所支付的现金	41,204,000.00
偿还利息所支付的现金	2,349,348.58
现金流入小计	43,553,348.58
筹资活动产生的现金流量净额	8,446,651.42
四、汇率变动对现金的影响额	— —
五、现金及现金等价物净增加额	(18,010,633.78)
附注：	
1. 将净利润调节为经营活动的现金流量：	
净利润	6,946,208.91
加：计提的坏账准备或已转销的坏账	26,575.59
固定资产拆旧	6,236,345.30

债券投资

存货的减少(减:增加)	6,746,944.46
经营性应收项目的减少(减:增加)	(9,320,807.86)
经营性应付项目的增加(减:减少)	(8,924,061.82)
增值税增加净额(减:减少)	498,434.62
其他	(14,442,292.33)
经营活动产生的现金流量净额	(12,232,653.13)
2. 现金及现金等价物净增加情况:	
货币资金的期末余额	2,444,998.31
减:货币资金的期初余额	20,445,632.09
现金及现金等价物的净增加额	(18,010,633.78)



## 第八篇

# 国际债券市场

## 第八篇

## 第一章 国际债券市场导论

1000 美元,如果每年获 8% 的利息,那么 400 年后可以变成 23000 万亿美元,但是最初的 100 年将是最艰难的。

——西尼·霍玛(Sidney Homer)

与存在一个单一的外汇市场和欧洲货币市场不同,不存在一个单一的国际债券市场。就外汇而言,一般的主要可兑换货币对美元的交易发生在不受外汇管制、交易成本低的环境中,因而造就了一个广泛的统一的市场。因此,正是从这个意义上说,外汇市场是一个“市场”。欧洲货币“市场”也可以这样解释:从即期和远期的外汇市场看,多数欧洲货币可以毫无困难地互相交换,因此,很自然地,在大多数情况下就把它们看作是一篮子相似的、可以替代的货币。但是,对于国际债券交易来说,把它们看作是发生在一系列不相干的个体市场上的交易似乎更合适。每一个这样的个体市场通常是和其相关的国内债券市场而不是另一个国际债券市场关系更密切。

国际债券市场可以分为两大部分:外国债券(foreign bonds)和欧洲债券。外国债券是指国外借款人在一国国内资本市场发行的以该国货币标价的债券。外国债券与普通的国内债券不同之处在于各国对于本国居民发行的债券和对外国人发行的债券作了法律上的区分。这种区分包括:不同的税率、发行时间和金额的不同管制;债券发行前对发行者应该披露的资料信息种类和数量的不同要求;不同的注册要求;以及对于购买者的不同限制。

最重要的外国债券市场包括:苏黎世、纽约、东京、法兰克福、伦敦和阿姆斯特丹。在国际金融中某些外国债券市场有其常用的名字。比如,在美国发行的外国债券被称为扬基债券,相应的市场就是扬基债券市场;在日本发行的外国债券被称为武士债券;在荷兰发行的外国债券被称为伦布朗债券;在伦敦发行的外国债券被称为大狗债券。外国债券也可以包括由外国人在一国债券市场发行的以外币定价的债券,比如在东京发行的外币债券——将军债券及在纽约发行的扬基欧洲货币单位债券都是很好的例子。

欧洲债券与外国债券的区别在于:以一种特定货币标价的欧洲债券通常同时几个国家的资本市场发行,而在欧洲债券发行前,不需要在市场所在国提前注册,也没有披露信息资料的要求,而且,如果发行的欧洲债券是以外币标价的,对于其发行时间与数量也没有什么限制。然而,有些国家,如德国、日本、法国,对于那些以其本币标价的欧洲债券的发行,在时间上和数量上都会作出限制。与此相对的是,美国和加拿大对于以其本币美元和加元标价的欧洲债券发行不作任何限制。欧洲债券市场上最常用的标价货币就是美元,但是也有其他一些规模不

大但十分重要的以其他货币标价的欧洲债券市场,如以德国马克、欧洲货币单位、英镑、加元及荷兰盾标价的欧洲债券市场。日本在 1986 年取消金融管制后,日元欧洲债券市场成为最重要的非美元的欧洲债券市场。

## 第一节 欧洲债券特点

多数的欧洲债券是不记名债券,你持有这张债券就表示你拥有这张债券的所有权,正如你口袋里装着一张美元现钞就表示你对这张美元现钞的所有权一样。不记名债券是和记名债券相对的。记名债券按其序号对应着所有者的姓名,只有被登记的姓名被正式转让后这张债券才能转让给新的所有者。比如,扬基债券就是记名债券。欧洲债券是不记名债券这一情况就意味着它对于那些因为避税或其他原因而不愿具名的投资者很有吸引力。

欧洲债券利息支付通常是免税的。如果一国对借款人的利息支出征收预扣税,那么债券合同就规定利息支付也必须增加,从而征税后利息的净支付还是和未征税时一样。比如,某债券利息是每年 100 美元,而且加 20% 的预扣税,那些借款人就要付出 125 美元的债券利息。因此,付给债券持有者的净值为:

$$125 - 0.2(\$125) = \$100$$

和以前一样。

欧洲债券和欧洲贷款的不同之处在于,债券购买者并不介入借款人的财务活动。在一份欧洲借贷合同中,借款人要承诺维持某个资本/资产比率或遵从国际货币基金组织的约定,否则,无论借款人是否偿还贷款,都会处于技术性违约。但是就欧洲债券来说,由于投资者并不在意借款人的财务活动,违约条款规定只有借款人不支付债券的本息时才算违约。这当然意味着投资者不会购买那些财务状况不佳的公司发行的债券。因此,欧洲债券的发行被限于那些信用风险较低的借款人。这一简单事实可以通过表 8.1.1 看出来:表 8.1.1 展示了按借款人地区划分的国际债券发行,比如在 1989 年,日本一国的借款人在国际债券市场发行了总额达 967 亿美元的债券;英国借款人发行了 230 亿美元。与此相对照的是发展中国家在国际债券市场发债总数才仅有 26 亿美元。

表 8.1.1 按发行人国籍划分的国际债券新发行量

单位:亿美元

	1986	1987	1988	1989
日本	318	427	508	967
美国	416	225	166	164
加拿大	179	90	131	133
法国	134	85	165	135
其他发达国家	748	605	770	682
发展中国家	30	22	39	26
东欧	6	6	12	20
国际组织	191	199	206	231
总值	2224	1770	2260	2587

资料来源:国际清算银行,1990 年年报。

发行欧洲债券的细节我们将在下一章讨论。简单地说,这一过程是由几个步骤组成的。经过协商后,借款人将债券卖给几家主承销商,主承销商接着把债券卖给其他一些银行,这些银行被分为承销商和销售商。承销商和销售商接着把债券卖给交易者和最终投资者。承销商与普通的销售商不同的是他们必须以商定的最低价格买进债券,即使债券在市场上不能以更高的价格出售。主承销商自己也是承销商或销售商。

欧洲债券有几种主要形式。普通债券以固定的间隔,通常是一年,支付固定票面利息,与一般的国内债券市场的6个月间隔付息不同。选择每年付息是因为向全球的投资者发放债券利息的成本较多的缘故。

#### 例 1

目前公认的世界上第一次欧洲债券的发行是在1963年。意大利高速公路发行了60 000张债券,每张面值250美元。每张债券在每年的7月15日付5.5%的固定利息。这次发行以伦敦的商人银行——华宝银行为主承销商,布鲁塞尔银行、德意志银行及鹿特丹银行为副承销商,债券在伦敦证券交易所上市。这笔欧洲债券的发行是随着1963年7月18日美国总统肯尼迪颁布的对扬基债券征收利息平衡税而产生的(对以前和未来都有法律效力)。利息平衡税税率是长期债券的购买价格的15%,这就使欧洲借款人到纽约市场发债的成本增加了约1%。(背景资料见1984年克尔(Kerr)中所述的高速公路债券发行)

浮动利率票据(floating-rate notes)与普通债券不同,付息更频——通常是每6个月付息一次。浮动利率票据的利率是在参考利率——通常是伦敦同业拆借利率之上加一个差价。当然,浮动利率债券的展期定价特征对于利率不稳定的反应,利率发展变化得越快,所付债券利息越能反映最新货币市场利率,最早的浮动利率票据出现在利率不断提高的1969年和1970年。大多数的浮动利率票据是以美元标价的,日元和德国马克标价的浮动利率票据直到1985年才出现。

#### 例 2

1984年2月,瑞典在欧洲债券市场发行了5亿美元的浮动利率债券。这笔债券到期日为2024年3月,利率为6个月的伦敦银行同业拆借利率加上 $\frac{1}{8}\%$ 的差价,每半年付一次息。发行的,6个月伦敦银行同业拆借利率是 $10\frac{3}{16}\%$ 。所以第一次付息时,瑞典所付利率为:

$$10\frac{3}{16}\% + \frac{1}{8}\% = 10\frac{5}{8}\%$$

以后,每过6个月,该笔债券的利率都会调整变动以反映美元的伦敦银行同业拆借利率。40年的期限(1984—2024)是欧洲债券发行历史上最长的一次。(然而,不久之后,国民西欧银行发行了一笔永久的浮动利率票据。也就是说,该浮动利率票据永远不会到期。)

#### 例 3

伦敦同业拆借利率并不总被用作参考利率。1984年2月,世界银行发行了一笔10年期,总额为2.5亿美元的浮动利率票据。每季度付一次息,利率为美国91天国库券收益率基础上加35个基本点。世界银行第一个季度付息为9.65%,比伦敦同业拆借利率低了30个基点(0.3%),世界银行所支付的低息反映了世界银行是一个风险很低的借款人。

零息票债券是给那些不附任何息票的债券起的怪名字。(国库券和商业票据也不附息票,但并不是“零息票”。)这种纯贴现债券或者是折价发行,以面值归还,或者是以面值发行,归还时加以适当升水。购买价和偿付价之间的差额即为回报。日本投资者很喜欢零息票债券,因为在日本,随着债券到期日临近,债券价格的升高被看作资本收益,是不用付税的。

#### 例 4

1981 年 6 月,百事可乐公司发行了 3 年期零息票欧洲债券。发行价是面值的 67.25%。由于债券是 3 年后按 100%的面值归还,其每年利率收益率即为:

$$(100/67.25)^{1/3} - 1 = 14.14\%$$

与此相对照的是,德意志银行荷兰财务公司在 1985 年按面值发行了一笔零息票债券,1995 年到期,以面值的 287%偿还。

可转换债券(convertible bonds)是欧洲债券市场中又一种常见的债券类型。特别是日本公司发行了大量的可转换美元欧洲债券。如果一种债券在付息基础上还是可转换的,那就意味着该债券可转换为其他资产。较普通的转换就是允许把该债券转化为其债券发行公司所发行的普通股股票。但是,也发行过一种债券,可以允许转化为其他资产诸如黄金、石油或有不同偿付特征的其他债券(比如浮动利率债券在一定条件下可以转化为固定利率债券,反之亦然)。一些债券按借款人的选择,在还本或付息时,可以选择用两种货币中的一种支付。也就是说,允许按照约定好的固定汇率将债券从一种货币转换为另一种货币。无论是哪种类型的可转换债券,多数都可以被看作是期权,可以用给外汇或股票期权定价的方式给其定价。第五章中,我们将深入讨论债券的期权特征。

#### 例 5

一家加拿大公司曾经发行过利率为 8%,面值为 \$1 000 的欧洲债券。债券的本金按照债券持有人的意愿选择可以在到期日时转换为母公司的普通股,转换价为每股 \$22 $\frac{1}{8}$  加元。其美元对加元转换汇率为固定汇率:1.200 7 加元=1 美元。

#### 例 6

1983 年 5 月塞普米(CEPME)发行了 3 500 万英镑的可由固定利率转化为浮动利率的债券。每张 12 年期的 1000 英镑付固定的息票 11.25%,但是也可以依债券持有人的意愿选择转换为 12 年期 1550 美元的浮动利率票据,每半年按 6 个月伦敦同业拆借利率支付等值的美元。

1984 年欧洲债券又出现了一种新鲜有趣的形式:抵押担保欧洲债券(mortgage-backed)。这种债券以抵押、信托契据或其他债券作担保。由于多数情况下只有那些信用风险低的借款人才能成功地发行欧洲债券,一些机构,如地区储蓄机构就被关在欧洲债券市场的大门之外。抵押担保美元欧洲债券就是一些美国储蓄机构发明的美国政府作担保的债券。一种做法就是金融机构把一些已有美国政府国民抵押协会(Ginnie Mae)作担保的债券收集在一起作为发行欧洲债券的担保。

#### 例 7

1984 年 3 月,美国储蓄贷款协会通过以所罗门兄弟为首的投资银行集团发行了 1.25 亿

美元的欧洲债券。同时,作为担保,美国储蓄贷款协会投资了 1.875 亿美元于评级为 AAA 的政府国民抵押协会发的债。这笔美国储蓄贷款协会所拥有的抵押协会债券,将在其欧洲债券违约时,用于偿还欧洲债券的持有者。除了抵押担保外,这笔欧洲债券本身即是利率为 12% 的欧洲美元债券。当美国储蓄机构破产时,政府国民抵押协会的信用强化作用的重要性就突显出来了。

双重货币债券(dual-currency-bonds)是指以一种货币购买而到期时以另一种货币偿还的债券。正如第五章所述,这种债券代表了一种普通债券和一份或几份远期合同的组合。

例 8

1985 年 8 月,联邦国民抵押协会——一家美国政府发起的私人公司,发行了一笔双重货币的日元标价的欧洲债券。这笔债券是用日元购买,并以日元付每年 8% 的固定息票。然而,到期时,是以美元偿还的。债券的日元面值将按 1 美元=208 日元的汇率转换为美元。同一年移动电话公司发行了面值为 2475 美元的欧洲债债,但是所付息票为 350 瑞士法郎,这笔债券以美元偿还。

表 8.1.2 显示了 1989 年在总额为 2587 亿美元的国际债券发行中,有 1501 亿美元是普通固定利率债券,近一半的债券发行是以美元定价的。与股权相关的债券发行主要是以美元和瑞士法郎标价的,而浮动利率债券主要是以美元和英镑标价的,与此相对的是固定利率债务是以很多种货币标价的(如表 8.1.3 所示)。

表 8.1.2 按债券种类划分的新发行的国债债券

	1986	1987	1988	1989
普通固定利率债券	1474	1213	1613	1501
浮动利率债券	477	121	226	234
与股权相关的债券发行	274	436	421	852
总 计:	2224	1770	2260	2587

资料来源:国际清算银行,1990 年年报。

表 8.1.3 以货币划分的新发行的国际债券 单位:各个种类的百分比

	1986	1987	1988	1989
普通固定利率债券	100	100	100	100
美元	46	25	29	36
日元	15	18	12	15
瑞士法郎	11	14	11	4
德国马克	8	11	13	6
欧洲货币单位	4	6	7	8
英镑	4	8	7	8
其他	12	18	21	23
浮动利率债券	100	100	100	100
美元	80	32	29	35
英镑	11	18	45	31
其他	9	50	26	34
与股权相关的债券发行	100	100	100	100
美元	61	68	69	76
瑞士法郎	22	16	20	16
其他	17	16	11	8
总债券发行	100	100	100	100
美元	55	36	37	49
其他	45	64	63	51

资料来源:国际清算银行,1990 年年报。

## 第二节 美国对欧洲美元债券发行的法律规定

正如我们在表 8.1.3 中看到的,许多欧洲债券都是以美元标价的。(美元标价的欧洲债券通常被称为欧洲美元债券,这个名字是缩写的,与欧洲货币市场无任何关系。)下面我们就看一下影响这个重要市场特征的因素:

首先,美国政府对外国人发行以美元定价的欧洲债券不加任何管制。但是,美国也有一些措施对美元欧洲债券的经营和销售进行管制。原来的《格拉斯-斯蒂格尔法案》禁止美国商业银行从事证券交易。因此,在美国的公司中,只有投资银行或商业银行的附属商人银行子公司可以参与欧洲美元债券的发行。而且,有一些重要的法律条文对美国公民购买欧洲美元债券,美国公司发行欧洲债券及美国公司参与未注册债券发行作出限制。有三点特别重要:销售限制,私募豁免和无记名债券的预扣税。



## 一、销售限制

1933 年的美国证券法要求在美国公开发行的新的证券要到美国证券交易委员会注册。因此,没有在美国注册的美元欧洲债券(或其他货币的欧洲债券)就不能在首次发行时向美国公民销售。美国公民只能购买在二级市场上市 90 天以后的这些债券。

而且,1933 年的法案禁止美国投资银行参与未注册欧洲债券或外国债券的发行,即使这些债券的发行是在伦敦,而且债券是销售给非美国的公民和机构。但是,自本世纪 60 年代早期市场开始,美国的投资银行已经作为主承销代理了许多美元欧洲债券的发行。这是因为,1964 年 7 月 9 日,美国证券交易委员会放松了 1933 年法案管制,允许证券的公开发行“可以不向证监会注册,只要这种公开发行的销售或再销售不是面向美国公民或在美国国内进行。”

实现 1964 年的放松法案的要求意味着投资银行家直接面临着一个问题:怎样使得无记名债券的第一次销售不落到美国公民手中。新发行债券的典型处理方法是这样的:首先,承销团签订协议不将债券卖给美国公民;其次,当购买债券的货币或信用已经收到时,债券并不发放,取而代之的是借款人发行一种全球债券,即一种代表债券发行全部金额的债券凭证。那些购买债券的人拥有对全球债券的所有权,但并不拥有面值为 \$1 000 的无记名债券。经过 90 天的等待,个人投资者如果愿意的话可以从发放机构拿到他们购买的债券。这时,他们必须出具证明他们不是美国公民或者进一步签署声明说他们不代表美国公民购此债券。这个程序被叫做搁置程序(look-up),它使得投资银行家能够规避美国证券交易委员会的规定,从而得以脱离困境。

## 二、私募豁免

如果一笔欧洲债券发行正好属于 1933 年证券法规定的“私募”豁免范围内,那么这笔欧洲债券就可以在首次上市销售中销售给美国公民或机构——例如美国银行的国外分支机构——即便是这笔债券没有在美国证券交易委员会注册。私募豁免适用于有如下特征的债券购买者:

- (1)他们在数量上有限制。
- (2)他们是很“老练的”。
- (3)他们能够经受债券发行者违约带来的损失。
- (4)他们购买债券是为了投资(即不是炒作)。
- (5)他们很容易获得类似于注册募资说明书中包含的信息。

## 三、预扣税和无记名债券

随着 1984 年夏天美国管制法规条例的变化,对于持有美国政府债券或公司债券的外国人已不再计收收入预扣税,而且,美国公司被允许直接发行无记名债券给非美国公民。这些变化减少了美国国内债券和美国公民或机构发行的欧洲美元债券的区别。在 1984 年以前,许多美国公司从欧洲债券市场以低于美国政府借款利率的利率获得借款。现在这种情况将不再可能

发生,而且最近变化的结果是:与美国政府的借款利率相比,美国公司的借款利率要高得多。如果我们比较一下以前的制度,我们就能看出这种变化的重要性。

1984年以前,每当美国公司在美国国内市场发行债券时,美国政府就要向付给非美国居民的利息征收30%的预扣税,这也同样适用于美国公司发行欧洲债券:一般情况下对发放息票都征收30%的预扣税(因为购买者一般都是非美国居民)。实际中,这意味着那些来自美国的发行欧洲债券的美国公司要比那些欧洲美元债券市场的其他借款人支付更高的债券利息,因为那些发行欧洲美元债券的外国借款人就不必交纳同样的30%的美国预扣税。然而,有两种方法可以使美国公司避免交纳这30%的利息预扣税:

第一种,如果债券发行是由一家符合国内税务法“80/20”条件(第861条)的国内财务子公司进行的话,就可不必交预扣税。一家公司的国内财务子公司如果只有小于20%的总收入来自美国国内的话,即符合这一条款。然而,多数美国公司的母公司并不拥有这样的国内财务子公司。

第二种,如果债券发行是由一家美国公司的海外财务子公司进行的,也不必交纳预扣税。对于发行欧洲债券的美国公司来说,这样的海外财务子公司通常都位于荷属安提斯岛(Netherlands Antilles)。原因是美荷税收协定允许母公司冲销须在美国要支付的但已在荷兰付的大部分税。也就是说,一家公司不仅可以免去发放外国投资者息票时要交的预扣税,还可以舍去在美国再去付那些已在荷兰付过的税。一家海外财务子公司要想符合税法要求,必须是独立的(即不能是空壳公司),要有自己的账册,而且资本不能太薄弱。最后一项要求的含义不是很明确,但是一家海外财务子公司的债务股本比率高达2.5/1时,在发行欧洲债券上也不会有任何问题。

1984年,美荷税收协定并没有续签,而是30%的美国预扣税被取消,而且允许公司直接向外国人发行无记名债券。这些方案使一些公司(不是全部)失去了利用海外财务子公司的热忱,这些变化同时对那些精于美国国内投资银行业务的投资银行和经纪人公司大有好处。因为一些原来的欧洲债券业务现在成为国内债券业务。美国财政部赞成这一变化的目的在于减少美国政府对外借款的成本;据称,美国政府债券因需求增加而导致的利息减少净额要大于利息预扣税收入的损失。同样的,在美国及其他地方发行美元债券的发行者的成本提高了。因为债券购买人发现没有了30%预扣税的美国政府证券与以前相比,要比公司债券更具吸引力了。

然而,差别还是存在的。美国国会并不赞成以无记名方式发行美国政府债券,而且,一些传统的欧洲债券购买者(例如瑞士的一些银行),对于税收减免变化是否长久持怀疑态度;美国政府既然能给你,当然也可以再拿走。结果,国内债券和欧洲债券在外国购买者眼中成了相似的替代物,但是它们显然不是完全相同的。预扣税变化的长期效果即是使欧洲美元债券市场和国内美元债券市场更紧密结合起来,而且将会使得美国政府借款利率成为欧洲美元债券借款利率的底线。

### 第三节 扬基债券

许多年以来,扬基债券市场一直是最大最重要的外国债券市场。但是近年来,它已被瑞士法郎外国债券市场超过。扬基债券市场的发展一度被 1963 年—1974 年的美国利息平衡税所阻碍。利息平衡税使欧洲借款人在纽约发债所付利率高于市场利率,从而使欧洲借款人在扬基债券市场上大大减少。(其他外国借款人,如加拿大;世界银行这样的国际机构及像巴西、墨西哥这样的发展中国家免于征收利息平衡税。)

在 1933 年的证券法下,扬基债券是必须注册的,要达到美国证券交易委员会的信息披露要求。如果该债券是上市的(一般在纽约证券交易所),那么就必须还在 1934 年的证券交易法下注册。通常的长达四星期的注册期可以通过搁架注册(shelf registration)而加快。在搁架注册中,借款人先准备好下一年将要借款的募资说明书文件,然后等到发行债券时,借款人只需加上一些补充说明,这样大概一周时间就可以完成注册。

扬基债券发行通常是需要标准普尔和穆迪这样的债券评级机构来评级的。如果债券是卖给一些特定的美国机构投资者,评级就是十分必要的了。扬基债券市场曾经仅限于信用评级为 AAA 的借款人使用。对于支付给购买扬基债券的外国人的息票,并不征收预扣税,息票一般是每半年支付一次。

扬基债券的二级市场要比欧洲美元债券市场流动性强,买卖价差也小一些。扬基债券的发行成本要比欧洲债券低(扬基债券约为  $\frac{7}{8}\%$ ,而欧洲美元债券为  $2\%$ ),较低的发行成本和更频繁的息票支付次数意味着在比较扬基债券市场利率和欧洲美元债券市场利率时要格外谨慎。扬基债券每半年支付一次利息相当于比欧洲债券每年支付一次利息的利率略高一些。相反,欧洲债券相对较高的前端费用导致其实际借款成本增加的程度也要比扬基债券高。

### 第四节 德国马克欧洲债券与德国马克外国债券

在德国,并没有像美国一样的投资银行与商业银行的分离,德国马克国际债券市场上是由德国商业银行占统治地位。1984 年 10 月以前,欧洲债券和外国债券在法律上与德国国内债券的不同之处在于:对于购买德国国内债券的非德国居民要征收  $25\%$  的息票收入税,而对于购买德国马克欧洲债券和德国马克外国债券的非德国居民则不征收此税。这就意味着如果价差大于税率差异的话,外国人就可以在德国马克国内债券和德国马克国际债券间进行套利活动。然而,对于那些想从双重税收协议上获取好处的人来说,税收差别却是很小的。德国居民购买各种债券所获利息收入的付税是相似的。实际上,这意味着各种债券对德国居民来说都是免税的,因为不存在利息预扣税。没有支付息票的报告要求,而且,国内债券通常是以无记名方式发行的。自从 1984 年夏天美国政府撤销了对外国人购买美国国内债券征收的  $30\%$  的预扣税后,德国政府也相应地撤销了德国国内债券的预扣税。

在法律上,德国马克欧洲债券与德国马克外国债券没有什么区别。如果销售德国马克国际债券的银团仅由德国银行组成,那么它们所发的债券就被定义为德国马克外国债券。如果银团中包括非德国银行,那么其发行的债券就被称为德国马克欧洲债券。通过德国中央银行和其他德国主要商业银行的协议,1985 年以前,德国马克欧洲债券的发行通常由一家德国银行担当主承销商。由于德国马克欧洲债券和德国马克外国债券没有什么不同的经济特征,无论是作为外国债券还是欧洲债券,这笔德国马克债券交易时都是同一个价格。

德国马克欧洲债券起源于 1964 年征收的 25% 的利息税(注意:利息税与当时的美国利息平衡税不同,利息平衡税是以债券购买价格为基础进行计算的)。外国购买者购买德国马克债券用以对美元投机(即他们期望德国马克升值)。征收利息税即是用以限制对于德国马克国内债券的购买(“资金流入”),因此德国马克国际债券就被创造出来用以避税。

1985 年以前,德国马克欧洲债券和德国马克外国债券的发行总量和发行时间是要受到(德国)中央资本市场委员会的下属国外(证券)发行委员会管理的,该委员会由 6 家德国银行组成并由德国中央银行作为观察员。这 6 家银行设定发行份额并在它们 6 家银行间分配。这种卡特尔联盟安排的目的是通过对国外竞争的资金数量管制来控制国内资本成本。1985 年,发行份额被取消了,国外承销商的附属子公司被允许作为承销商代理新的债券发行。国际德国马克债券在德国以外的城市发行,但是在德国的证券交易所上市,并且通过设在法兰克福的特殊清算系统进行清算(关于清算的解释见第十四章)。

浮动利率债券是近几年才在德国马克欧洲债券市场上出现的。德国中央银行通过禁止债券利率盯住短期利率的做法将货币市场和资本市场分离。放松金融管制的压力促使官方在 1985 年取消了反对,德国商业银行就创造浮动利率债券的参考利率达成一致:即法兰克福同业拆借利率(FIBOR)。12 家银行每天上午 11:00 至 11:30 向私人贴现银行(Privat-Diskont-Bank)报告它们 3 月期和 6 月期的拆借利率,去掉最高的和最低的之后,其余的经过平均后公布,即为法兰克福同业拆借利率。

## 第五节 武士债券和日元欧洲债券

日本的国内债券市场已经是世界第二大的了,而且其国内储蓄基础雄厚,从而使日本有潜力使东京成为国际上领先的资本市场。然而,许多年来,外国人对于日本债券市场的接触却十分有限。直到 1977 年,第一笔日元欧洲债券才发行(通过欧洲投资银行),而且严格的管制限制了其后的发展。武士债券市场起步较早,在本世纪 70 年代末就开始出现了,但仅仅限于对国际机构和外国政府开放。第一笔由外国公司希尔思及罗布克(Sears, Roebuck)发行的债券直到 1979 年才出现。对进入债券市场的管制甚至蔓延到日本公司,这些日本公司按传统发行债券必须以其全部公司资产作抵押,从而被拒于债券市场之外。多数国内债券发行或者是由政府,或者是由长期信贷银行之一(日本信贷银行,日本长期信用银行,日本兴业银行),或者是由信托银行,或者是由作为商业银行而有着特殊地位的东京银行进行。(这里提到的各个银行反过来又为日本工业提供营运资本、工厂和设备贷款。)

1980 年以前,日本的证券公司在其大藏省管制下每年只允许在国际市场发行 4 次~6 次

证券,每次发行金额最大不超过 150 亿日元(对世界银行来说是 200 亿日元),每次最长期限是 10 年。欧洲日元债券的发行只能由那些以前曾经发行过不止一次武士债券的跨国机构进行,或者是由那些有过 3 次武士债券发行经验,而且被美国债券评级机构评为 AAA 的政府借款者进行。一笔新债的发行必须由一家日本证券公司作主承销商。结果从 1977 年—1984 年间,只有 11 个政府和国际金融机构到欧洲日元债券市场来筹资,其中最频繁的是世界银行(IBRD)、亚洲发展银行以及欧洲投资银行。

起初,武士债券市场的借款人必须将其获得的日元转换为外国货币。由于许多武士债券的购买人是外国人(至少在二级市场上是这样),实际上,日元只是用来给债券标价的。债券发行的金额并不必然代表日本储蓄者所提供的贷款。

为了说明这一点,让我们来假设一家美国公司通过发行 20 亿日元的欧洲日元债券来借款,并且假设这笔债券由美国投资者购买。这样其效果是美国投资者贷款给美国的借款者。同样的等值交易也可以在纽约完成,借款人可以在纽约发行价值为 20 亿日元的债券,需要强调的是日元仅仅是标价货币(正如欧洲货币单位和特别提款权一样)。投资者可以通过支付美元来购买此日元债券,并且在息票到期时收到与日元息票等值的美元现值。比如,如果当时债券发行时汇率为 200 日元=1 美元,那么一笔 200000 日元的债券就可以用 1000 美元来购买。如果每张债券的息票为 5%,半年支付一次,那么每 6 个月支付的价值为 ¥5000。若首次付息时汇率为 ¥210=\$1,那么支付的美元数为 \$23.81。对美国投资者而言,这样一张债券的价值等于一张普通美元债券,再加上一系列关于息票付息日和本金付款日的远期合同价值,合同中的“远期汇率”为购买债券时的即期汇率,那么,如果到每次息票支付时,即期汇率与最初价值相比发生变化,就有可能发生收益或损失;同样,如果远期合同到期时,市场即期汇率与所定远期汇率不同,远期合同也会发生收益或损失。如果日元对美元升值,那么债券持有人拥有的债券的名义美元价值将会增加。与此相似,借款人的名义美元负债也可能增加。也就是说债券的名义美元价值将随着美元对日元的汇率的波动而波动,但是却没有直接的日元借贷行为介入。从技术上讲,只有 25%的武士债券可能在发行时被外国投资者购买,但是对于二级市场的购买却没有限制。结果外国购买者对武士债券的购买往往超过设想的 25%。

1984 年 5 月,美国和日本宣布,作为日本放松金融管制协议的一部分,欧洲日元的融资限制也被放松。欧洲日元市场将第一次放宽允许日本和非日本公司公开发行欧洲日元债券,而且外国银行被允许可以充当主承销商。债券市场于 1985 年允许外国银行发行债券,同样双重货币债券,零息票债券和浮动利率债券也获得同意可以发行。尽管仍有一些复杂的规章制度保留着,但随着欧洲日元债券的发行在 1988 年上半年就超过了欧洲德国马克债券的发行,放松管制的效果不久就变得十分显著。欧洲日元债券一般是在卢森堡或伦敦上市,而武士债券一般是在东京证券交易所上市。

## 第六节 瑞士法郎国际债券

像瑞士这么小的国家只有 600 万人口,却拥有世界上最大的外国债券市场是很令人惊讶的。然而,我们从上一节所述的日元债券市场中可以看出其中的原因。当瑞士法郎标价的债

券在瑞士发行时,并不必然是向瑞士国内存款人或机构借款。更普遍的是瑞士国外的存款者贷款给外国借款者,债务额以瑞士法郎来固定表示。瑞士法郎被选作记账单位是因为其相对稳定的购买力,以及瑞士银行一般是作为政治上中立的国际金融中介机构。

1984 年以前,瑞士国民银行对瑞士法郎债券发行的数量加以管制,这就使得许多发行债券计划都被搁置下来。证券发行通常是由三大银行之一作为主承销商的:瑞士银行、瑞士联合银行或瑞士信贷银行。借款人收到的瑞士法郎的一定比例必须转换为其他货币。尽管非瑞士居民购买瑞士法郎国内债券要交 35% 的预扣税,他们购买瑞士法郎外国债券却不必交预扣税。瑞士法郎外国债券是无记名债券,按年进行息票支付,最小票面金额是 5000 瑞士法郎。外国债券通常是在瑞士证券交易所上市并进行交易。

在 1963 年哥本哈根市发行第一笔瑞士法郎欧洲债券之后,瑞士法郎欧洲债券市场于 1963 年—1982 年被关闭,也就是说,瑞士政府禁止发行瑞士法郎欧洲债券。当然,从法律上瑞士不能停止外国人发行的瑞士法郎标价的欧洲债券。但是,实际中,招惹这一主要的中央银行不高兴要付出沉重的代价——瑞士法郎的支付必须通过瑞士商业银行系统进行——因此没有一国当局的明确同意,没有人愿意发行以该国货币标价的欧洲债券。

近年来,瑞士法郎债券市场因其金融自由化步伐缓慢而进一步停滞,例如,公开和私募的外国债券从 1990 年的 327 亿瑞士法郎锐减到 1992 年的 278 亿。但是,最近的变化也许会扭转这一趋势:新发行费用被降低了;对发行承销团要求也放松了;允许非瑞士银行参加外国借款人发行瑞士法郎债券的承销活动;而且外国债券交易商之间交易的印花税被取消了。

## 第二章 欧洲债券市场发债程序

当飞机最终停下来时,它立刻就被等在那里的全副武装的警察和电视台的摄像记者包围住……安迪为这些安全措施和电视摄像机向人们致歉,解释说这也是他第一次到卢森堡发债。

——鲁伯特·汉伯诺(Rupert Hambro),1963 年从伦敦到卢森堡来发债

传统上发行新的欧洲债券的程序十分复杂。近来,竞争的压力使得发债程序趋于简化为“包销”,这一方式在欧洲债券上仍是标准化的。特别是最近发债的微薄利润又导致了债券市场上的“固定价格再发行”。为了全面了解这一改革进程让我们首先来看一下作为近年来约束背景的传统发债程序。

### 第一节 传统的欧洲债券银团组织结构

欧洲债券是通过银团承销来发行和销售的。参加这一银团的有投资银行、商人银行和商业银行的附属商人银行。传统的欧洲债券银团各组成部分如图 9.2.1 所示。一个未来的借款人——一家公司、一个国际组织或一家政府——会去寻找一家投资银行并请他代表自己成为这笔欧洲债券发行的主承销商(lead manager),这家主承销商接着会邀请其他的银行组成银团来协助与借款人的商谈、进入市场以及组织发行工作。这一银团,包括主承销商在内即为承销团(managing group)。另外,还有两类银行——承销商(underwriters)和销售团(selling group)——也将被邀请参与将债券推向市场。不同种类的银团反映了债券发售的不同阶段步骤。

借款人将债券卖给承销团,然后根据银团组织的不同形式,承销团或者直接将债券卖给承销商和销售团或者将债券卖给承销商再由承销商卖给销售团,然后销售团成员将债券卖给最终投资者。承销商与纯粹的销售团的不同之处在于,承销商自己先提前承诺按照约定的最低价从主承销商处买下债券,即便将来这笔债券不能以比约定的最低价更高的价格卖给销售商或最终投资者。(正如下面将讨论的一样,“承销商”在欧洲债券市场的用法与在国内市场用法不同。)欧洲债券银团中参与者角色是重叠的:主承销商也是承销商和销售商,而承销商通常也是销售商。

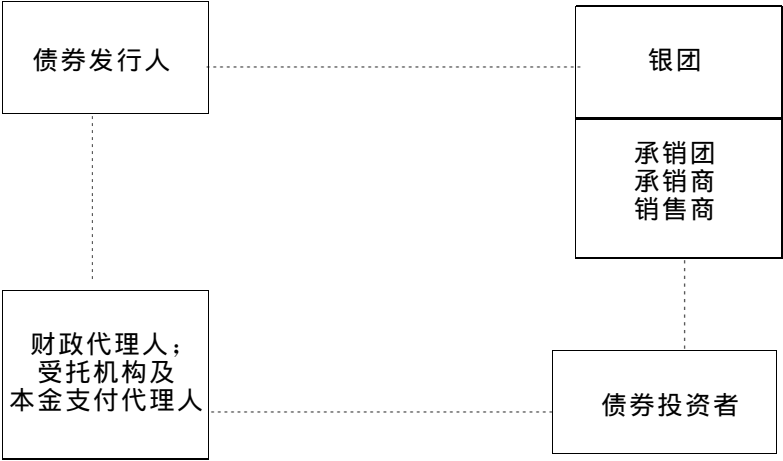


图 8.2.1 欧洲债券市场发行新债的主要参与者

欧洲债券发行中的本金支付代理人(principal paying agent)是一家负责从借款人那里收取利息和本金并发放给最终投资者的银行。当一笔新债发行用到财政代理人(fiscal agent)时,这个财政代理人与本息支付代理人指的是同一家机构。一家财政代理人就是被委认代表借款人,负责债券验证机制并将债券发放给投资者;同时也作为本息支付代理人。一种可以替代财政代理人的选择是受托机构(trustee)。一家受托机构不像财政代理人一样代表借款人,而更代表投资者利益。一家受托机构在债券条款违约事件发生时,作为全部债券持有人的代表采取法律行动。若在新债发行中使用受托机构,那么,一家独立的本息支付代理人将被任命代表债券发行人。

表 8.2.1 列示了近年来欧洲债券发行中的领先的主承销商,这一排名是依据市场上所占美元金额百分比来决定的。该表显示一直处于欧洲债券发行领先地位的瑞士信贷第一波士顿银行和德意志银行已经受到如野村证券、大和证券、山一证券及日兴证券的挑战,后者在与股权有关的欧洲债券发行中处于主宰地位。

表 8.2.1 在欧洲债券发行中领先的经办银行

排名	1985		1986		1987		1988		1989	
	经营单位	%	经营单位	%	经营单位	%	经营单位	%	经营单位	%
1	瑞士信贷第一波士顿	14.3	瑞士信贷第一波士顿	11.4	野村证券	13.0	野村证券	9.9	野村证券	15.4
2	美林	6.0	野村证券	8.0	瑞士信贷第一波士顿	7.0	瑞士信贷第一波士顿	7.8	山一证券	7.8
3	摩根保证公司	5.9	德意志银行	6.6	德意志银行	6.0	德意志银行	6.7	大和银行	7.7
4	所罗门兄弟	5.8	摩根保证公司	5.4	日兴证券	5.7	大和	5.3	日兴证券	7.1
5	德意志银行	5.7	大和银行	4.9	山一证券	5.2	山一证券	4.3	德意志银行	4.7
6	摩根·斯坦利	5.0	摩根·斯坦利	4.9	大和银行	5.1	日兴证券	4.0	瑞士信贷第一波士顿	4.4
7	高盛证券	4.1	所罗门兄弟	4.3	摩根·斯坦利	3.6	巴黎巴银行	3.4	摩根保证公司	3.5
8	野村证券	3.8	巴黎巴银行	4.0	摩根保证公司	3.4	美林	3.4	摩根·斯坦利	3.3
9	瑞士联合银行	2.8	美林	3.2	所罗门兄弟	3.1	摩根保证公司	3.3	巴黎巴银行	3.1
10	巴黎巴银行	2.5	日兴证券	2.9	巴黎巴银行	3.0	日本兴业银行	3.2	美林	3.0

资料来源:证券数据公司。



## 第二节 欧洲债券发行的费用结构

在欧洲债券市场上,费用是通过以折价把欧洲债券卖给银团成员来收取的。例如,假设 1000 美元的债券按 1000 发行,即债券的发行价是债券面值的 100%。(如果债券是按面值的 100%发行,就被称做平价发行。与此相对,如果发行价格是面值的 99.5%,就叫折价发行,等等。)然而,发行者得到的金额并不和发行价格相关。比如,主承销商也许只同意每 1000 美元债券付给借款人 975 美元,这 25 美元,即每一张 1000 美元债券的 2.5%就是“发行成本”或者叫“投资银行差价”。

然而,只有在债券确实以 100%的发行价(1000 美元)零售给顾客时,银团成员才能收到全部的 2.5%或每张债券 25 美元的手续费。而这样的情况一般不存在。一旦债券是在承销商或零售商手中(签署最后条款后),并没有一个合同强迫他们必须在市场上按发行价或更高的价格出售。这样,如果债券销售低于 100%的发行价,这一减少的部分相应地就成为银团成员手续费收入的减少部分,但从债券购买人的角度看,是增加了债券的真正收益。

相反,在美国的国内债券市场,除非债券银团解散,否则承销商必须使销售债券的市场价格与债券发行价在同一水平或更高。这种要求的实行是因为美国国内债券是记名的,因此,那些进行特殊交易的交易者的身份是很容易被查出来的。起初,欧洲债券市场上的“承销商”含义与国内市场上的含义相同,但是由于那些想要以低价来出售无记名债券的银团成员可以通过第三方进行而不被银团其他成员发现,法律合同中要想维持发行价格就是不可行的。因此,依据银行所用价格的不同,任何或者所有的费用都转给了债券的买者,而且与美国的国内市场债券不同,销售时存在着对最终投资者的价格歧视。由此,银团销售成员就会通过发行价的打折来将他们一部分手续费转移到最终的投资者身上,结果是不同的投资者买到不同价格的债券。一些有购买力的机构,如掌握大量信托基金的保险公司和银行就会得到大量的折扣。

下面列示了按 2.5%投资银行差价发行的欧洲债券的费用结构,以及费用中各部分的名称。

主承销商每 \$1000 债券付借款人 \$975

主承销商以 \$980 价格将债券卖给承销商

主承销商以 \$985 价格将债券卖给销售商

$\$1000 - \$975 = \$25$ “发行成本”或“差价”

(差价的 100%)

$\$1000 - \$985 = \$15$ “销售费用”

(差价的 60%)

$\$985 - \$980 = \$5$ “承销费用”

(差价的 20%)

$\$980 - \$975 = \$5$ “管理费用”

(差价的 20%)

我们可以看出,对一般销售商,债券可以按 985 美元以上的任何价格出售,而且会有边际

利润(在销售费用付出之前)。承销商在很大程度上就是可以以比销售团中的一般成员更低的价格获得债券的特权销售,那些同时是销售商的承销商不仅获得承销费用而且还获得销售费用。而既是承销商又是销售商的主承销商就会获得全都差额手续费收入。

在上述例子中,总的 2.5% 的发行成本是假定的。对于期限为 10 年或更长的欧洲美元债券来说,一般的差额是折价前的 2%,期限短些的差额就更小些。一些外国债券市场的差额一般如下:扬基债券,0.5%~1%;武士债券和德国马克外国债券,2%~2.5%;伦布朗债券,2.5%;瑞士法郎外国债券,2.5%~3%。(瑞士外国债券不同寻常的差额,是由于购买大部分该债券的是瑞士具有寡头垄断购买力的三大银行。)

### 第三节 欧洲债券发行的传统时间安排

图 8.2.2 列示了欧洲美元债券发行的传统时间安排中几个重要的日期,下面是对这一程序的简述:在图上端显示宣布日之前的大约 2 个星期,主承销商与借款者就要开预备会讨论。他们将讨论债券发行的一些条件(即息票,金额和发行价格),除了包销(在以后讨论)外,这些条件在发行日之前都可以变化。一家财政代理人或受托机构或本息支付代理人将被选出,如果这些债券发行是在交易所上市的话(通常是在卢森堡或伦敦),那么,一家上市代理机构也要被选出。准备工作从一些法律文件开始,这些法律文件要由银团成员与借款人之间以及银团成员之间签署。准备工作还包括提供发债说明书,这种说明书暂时的形式叫做说明书初稿。说明书将介绍借款者及其历史。对于一个公司借款者来说,其经审计后的财务报表将包括在说明书中;而对政府借款者来说,发债说明书中将包含相关的国民生产总值及中央银行统计数据。说明书还包括债券发行初步条款的说明。

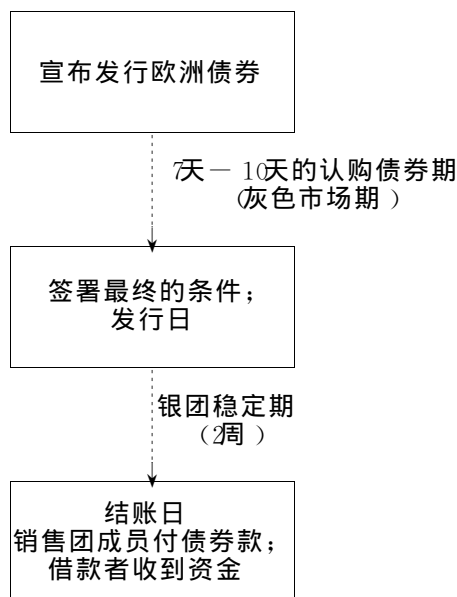


图 8.2.2 包销前的欧洲债券发行时间程序

主承销商开始组织承销团进行债券发行,并列出一些可能参加承销或销售的银团成员名单,在宣布发债日那天(见图 8.2.2 上方)举行新闻发布会,宣布发债,并且有许多邀请函通过传真发出,邀请其他银行参加银团。可能的参与者将有 7 天~10 天时间来考虑并作出答复(发行期或认购债券期)。可能的承销商和销售商也会被寄去一份发债初步说明书,一张债券发行的时间安排表以及相关的法律文件。如果他们愿意参与发行即可在法律文件上签字。如果借款者不是很有名,那么他将要开始在主要金融中心进行巡回旅行宣传,也叫做“路演”,以把自己的信息情况介绍给潜在投资者。

同时,主承销商要设立银团簿记,记录债券发行的总需求。当各方表示了对发债的兴趣后,主承销商就要开始在银团成员间初步分配认购额并等待收到签署好的承销和销售团协议。那些不能完成销售他们所有的认购额的销售团成员真正可以把没有卖出的债券交还给主承销商,而承销商则有义务以约定好的最低金额买下所有的未售出债券。虽然承销商也许会面临市场条件变化的大量风险。他们签署的承销协议却给了主承销商相当的可自行斟酌的控制债券发行的权力。承销团将与借款者一起决定债券的最终发行价,这一价格在承销协议生效前可能得到承销商的同意,也可能没有得到承销商同意。而且主承销商通常有相当大的自由在承销商负责的最大债券数量范围内来决定分配给各个承销商和销售商的债券数量。

在认购期期末,主承销商和借款者决定了最终的债券价格。然后承销商通常有一天的时间来决定是接受或拒绝这一价格,如果假设他们有事先赞成权的话。接着当借款者和主承销商签署债券认购协议,定下债券发行的最终条款时,债券就正式发行了(即在发行日)。从这一点来看,尽管借款人要等到结账日才能收到资金,银团已经实际在这一天按照约定价从借款人处购买了这笔债券。最终的发债说明书被印制出来,主承销商通知承销商和销售商来取分配给他们的认购额,主承销商分配给他们的认购债券数量可以超过,也可以小于当初的认购额(见下面的稳定市价一节),然后,销售商在一定天数之后必须通知主承销商他们的分配认购额卖完了没有。同时,新发行的债券在柜台上进行买卖交易,尽管并没有真的钱(或债券)在换手。

在银团稳定期末(结账日),银团成员通过将钱存到主承销商的账户上来交纳他们已购买的债券的钱。这时,最终投资者也在其债券账户上获得了贷记(尽管他们并没有真的收到一张张的无记名债券)。随之,借款人收到认购协议中规定条件的相应资金,银团解散。不久,这一发行债券的消息将见诸于各种金融时报和期刊上。

对于那些想要购买债券的人,90 天以后,个人无记名债券就可以从本息支付代理人的各办公地点买到。同时,还有一种全球债券,即代表整个债券发行的暂时债务凭证。全球债券是用于美元欧洲债券发行的,投资银行由此可以证明它们的确努力做到了没有让债券落到美国公民手中。

### 第四节 灰色市场

在债券认购期,当潜在销售商和承销商表明其愿意从主承销商处接受分配的认购债券数量时,最终分配的债券的价格还不确定,而且在债券分配认购被确定后,债券销售的时间、市场

条件如何变化也不知道。如果一个销售商知道他将从主承销商处获得分配的认购债券(分配数量还不清楚),而且还知道他将从债券发行价中获 1.5% 的差价,他就会作如下推理:“我将会从一定数量的债券中获 1.5% 的差价。如果,我可以立即以更小的折扣,如 1% 卖掉它,那么我就会锁住 0.5% 的利润,而且可以避免利率变化(从而引起债券价格变化)带来的风险。”然而,债券本身还不存在,最终条款还没决定,关于发行的文件还没有签署。即使这样,也没能阻止一个远期市场的形成。在这一远期市场上,人们签订合同,一旦债券发行便按事先约定的价格进行交易。这样的欧洲债券新债发行市场出现于 1977 年,它被称做灰色市场或前期市场。

灰色市场始于新债发行的宣布日。债券在灰色市场中以未来的未知发行价的折价进行交易。比如,一个“减 1”的价格意味着如果债券以 99.75% 发行的话,该债券交易价即为 98.75%。一笔 1 000 美元的债券将会在两方之间以面值的 98.75% 进行交易,即 987.50 美元。

灰色市场的出现提出了一个十分有趣又实际的问题。如果债券可以在灰色市场中买到,比如以“减 1.5”买到,为什么会有最终投资者以比这高的价格去向销售商购买?而且,如果有人愿意出比在灰色市场更高的价格购买债券,那么在认购期末,借款人和主承销商决定债券发行的最终价格时,灰色市场的价格将会支配债券的最终价格。实际上,没有理由为了迎合主承销商而去进行市场调查来决定适宜的债券价格,债券会通过灰色市场进行市场实际定价。

事实上,依据传统的时间表对新发行的欧洲债券进行定价受到了灰色市场价格的严重影响。随着这一市场的发展,灰色市场价格——或远期价格将代表潜在需求与潜在供给平衡的价格。这很容易预见:在欧洲债券市场的未来演变中,传统的主承销商的作用在不断下降,而新债发行将由更有效率的市场机制定价。然而,直到最近,债券市场的信息流动还是不对称的。一个投资银行家斯坦利·罗斯(Stanely Ross)从 1978 年起开始把灰色市场的价格放到路透社屏幕上,但是能看到它的仅限于在国际债券交易者协会(AIBD)注册为造市者的成员。但是在 1982 年债券经纪人公司盖·巴特勒(Guy Butler)开始使得这些价格更容易为人所知(安德森,1982)。尽管有一些传统的主承销商反对,这种市场定价方法还是继续发展起来。

有时候,宣布日之前,灰色市场的新发行债券交易就开始了。也就是说,这时,不仅债券最终价格没有形成,连这笔未来债券的出现还没有公开宣布。这种做法有时候很危险。1983 年 10 月,根据加拿大和世界银行将要发行 7 亿美元欧洲债券的报道,两家证券公司:罗斯—帕特那(Ross & Partners)和盖·巴特勒(Guy Butler)开始为这笔尚不存在的债券出价、要价,并且交易了一天,直到被证实根本不存在这笔债券要发行。

## 第五节 稳定市价

稳定市价是指主承销商通过努力来影响发行日和结账日之间的债券价格。主承销商会在银团中挑出一个小团体,准备好在必要时买进债券以维持价格。其基本原则是债券市场的债券价格不能下降低于销售费用(通常是债券发行价的 1.5%)。承销团对债券所出的价通常被称为“银团出价”。稳定市价的动机有很多,其中之一和主承销商的声望有关。如果债券市场的价格在费率协议签署后立即上升,就说明主承销商并没有很好地调查市场,因为借款人本可以以更低的利率发行债券借来资金。那么借款人会很不高兴,下一次再发债时就会选择另

外一家主承销商。相反,如果债券价格在二级市场迅速下跌的话,以原价或接近原价购买债券的投资者也会很不高兴。

如果利率在债券销售期间上升了,那么债券价格将会下跌,因此主承销商就要从债券市场上回购债券以稳定债券价格;如果利率在销售债券期间下跌了,债券价格将会上升,更多的债券不用压价就能销售出去。举个例子来说,如果主承销商认为利率在稳定市价期内将会上升,那么在发行协定签署时,将会分配给销售商比实际存在的债券数量更多的认购数,这被称为银团空头。主承销商将不得不在结账日前购回一些债券,从而当债券和资金真正进行交换时,债券数量会恰好合适,这种主承销商在债券市场上回购债券的行为就会支持债券的价格。另一种情况是,如果利率预期下降,那么主承销商将会采取银团多头,即少分配要发行的债券认购数量。

## 第六节 发债程序的变化

传统的欧洲债券发行步骤已发生了许多变化,这些变化是对竞争压力和利率风险的反应。包销就是一个很好的例子,它开始成为欧洲债券发行的新标准。在包销中,主承销商在宣布日前从借款人处按设定的金额、息票和发行价买下全部债券。投资银行间争取借款人委托的竞争促使事先设定的债券价格不断提高。投资银行间是通过一揽子报价进行竞争的。较早的包销始于1980年4月,瑞士信贷第一波士顿银行一夜间从通用汽车承兑公司处买下了全部的1亿美元的发行债券,然后才组织了银团,这种后期银团造成了销售团成员和承销商作用的削弱。包销是否能比传统发债方式减少利率风险很难讲,其最终的价格决定也不用经过向市场调查需求的认购期。然而,债券从发行到上市的总时间缩短了。因此,一些投资银行用包销来发挥“窗口”的作用——所谓窗口主要是在短期内利率的随机下降(或债券需求的随机上升)。有了这样的预期,投资银行家就可以把将包销带向市场的较短时间看作是上升的利率中暗含较低的风险。在任何情况下,当银团成员通过卖出远期合同来将风险套期保值时,预先设定的债券价格就会导致更加活跃的灰色市场的交易。

收益定价(yield pricing)是又一种处理宣布日设定价格的与认购期末决定签署价格之间可能出现不一致的一种方式。在收益定价中,没有预备价格,取而代之的是,债券的息票发行价和手续费金额都在认购期末决定,而且设定的发行价格与二级市场的交易相似。收益定价在美国国内债券市场中被广泛运用,但是近年来也被用于欧洲债券市场。

另一种不同的方法是拍卖发行(auction issue),即借款者公布新发行债券的期限和息票利率,邀请投资者竞价,感兴趣的投资者——那些希望再销售债券的经纪公司或银行,给出如99.3%这样的债券平价的百分比以及它们愿意在此价下发行的金额,然后,借款者从出价最高的竞价者开始依次往下卖出其债券直至分配完认购数量。拍卖制度在国内市场使用十分广泛,比如美国政府证券就是通过拍卖制度卖出的。拍卖制度消除了管理费和银团费用,并且对一些非常知名的欧洲债券市场借款者如欧洲投资银行很有用。然而,对一些不太知名的借款人,投资银行组成的银团的一部分工作就是公布和宣传借款人及其要发行的债券的资料、信息,对于这样的借款人,给银团支付债券市场专家费用是十分必要的。

在固定价格再发行(fixed price reoffer)中,主承销商(账簿安排行)和副承销商签署协议从法律上规定禁止从销售价格中扣取费用。因而,机构购买者不能以发行价的折价购得债券,主承销商在每笔债券发行后,只能保证得到边际回报(marginal return)。它与美国国内债券市场承销方式是一样的。固定价格再发行 FPRO 的方法是由摩根·斯坦利在 1989 年为世界银行在欧洲债券市场发债时发明的,是对当时新欧洲债券的低回报或负回报的反应。在 1990 年的前三个季度,有 20% 的欧洲债券的新债发行是通过固定价格再发行的方法进行的。固定价格再发行的差额不是 2%,而是 31.25%~37.5%。

然而,固定价格再发行未来的命运未卜。它的有利的一面是那些从不盈利的公司正在不断放弃欧洲债券的发行这一事实;而不利的一面则是固定价格再发行对主要银行的联盟协议依赖过大,而主要银行中的任何一个成员都可能转而选择发行欧洲债券,如果允许给购买者打折的话。

## 第三章 欧洲债券的定价和套期保值

由利率上升引起的潜在损失可以通过在期货市场进行适当的交易而减小。这种风险的转换使得承销商原来仅仅集中在债券发行人的注意力有所分散。

——F. G. 弗舍 III,《欧洲债券》

你应该明白真理,因为真理会给你自由。

——刻在弗吉尼亚中央情报局总部大楼中心大厅墙上兰利的一段话

当一笔新的欧洲债券在发行日正式发行时,这笔债券就开始在二级市场上市交易。在我们对二级市场的讨论中,我们要区别开交易和清算,前者是以协商的价格进行债券买卖,后者是债券交易结束后债券所有权在交易双方间的转移。在欧洲债券市场中,交易与清算是两个不同的职能。

### 第一节 交易

欧洲债券交易的主要中心是伦敦的场外市场,尽管其他的中心如法兰克福、阿姆斯特丹和苏黎世也同样重要。场外市场是指交易者并不是集中在一个像股票交易所或期货交易所这样的固定地点进行交易,而且这场外市场是通过美国经纪人公司、美国跨国银行和主要的欧洲银行及日本银行的电讯系统形成的。(德国马克欧洲债券是一个例外:多数的二级市场交易通过德国股票市场发生。)

买入或卖出债券的指令可以通过市场参与者进行。这些参与者可以是经纪人或造市商。经纪人接到买入或卖出债券的指令并努力找到一家合适的交易对象。他们通常向提出交易的人收 0.0625% 的手续费,而且,欧洲债券市场的经纪人也可以用自己的账户进行自营买卖。但是,一般经纪人不能报双向价格,一般也不能和零售顾客交易。他们是欧洲债券造市商间的中介。而交易者可以报双向价格(买价和卖价)给零售顾客而且可以进行任何一个方向的交易。造市银行把自有资本投入债券存货中,而且可以通过卖出其资产组合中的债券或买进其债券而成为交易对手方。

除了经纪费用外,二级市场参与者不必再付其他费用。造市商的收益来自于债券买卖的价格差。但是,如第四章所讨论的,和外汇市场上的造市商一样,债券造市商只有善于调节价格

以使买单数量和卖单数量相匹配,才能获得买卖价差。债券的价格是以面值的百分比来报价的。因此,如果买入报价和卖出报价是 95.5~96,就意味着对一张面值为 1000 美元的债券,其买进报价是 955 美元,而卖出报价是 960 美元。一般而言,固定利率债券的买卖差价是 0.5%(即对一张面值为 1000 美元的债券而言是 5 美元),但是依据市场条件的不同,也会有不同的差额范围。在新债发行后的最初几天里,当交易十分活跃时,价差可以低到 0.125%,而其他时候债券交易清淡时,价差可以达到 1.5%,标准交易量是 100 张债券为一手(或是面值为 100 000 美元),而且通常只有标准的交易量才能获得最好的报价。浮动利率债券流动性更强,因而与固定利率债券和可转换债券相比,价差更小些。

在交易完成时,交易中所涉及价格已定,但是钱和债券要直到价值日才易手,一般定为交易发生后一个星期。因此,如果 7 月 23 日星期一交易了 100 张债券,那么购买者要到 7 月 30 日星期一才真正付款并得到债券。欧洲债券是在二级市场上买进或卖出的附息票债券。购买债券的交易商将会把自上个付息日起累计的利息补偿给债券卖方。应付利息的计算是债券市场上时间的函数,这问题将在下面的章节中讨论。

## 第二节 利率市场的时间测度

正如前面所述,利率通常是年利率,即每年每单位货币的利息率。然而在计算日期及相应年份时,有不同的算法,列示如下。

**实际天数/360** 这种年基数用于美国货币市场和欧洲美元市场。利率计算是以日历上两月之间的实际天数除以 360。1995 年 2 月 15 日和 1995 年 3 月 15 日之间的年率 10% 的利息为:

$$0.10 \times 28 / 360 = 0.007778$$

**实际天数/365** 这种年基数用于英国和澳大利亚的货币市场和债券市场以及英镑欧洲货币市场。日历上的实际天数除以 365。1995 年 2 月 15 日和 1995 年 3 月 15 日之间的年率为 10% 的利息为:

$$0.10 \times 28 / 365 = 0.0076712$$

**30/360** 这种年基数用于多数欧洲债券市场和美国的公司债券。每个月被算作 30 天,这样 2 月 15 日和 3 月 16 日之间就有 31 天。2 月 15 日和 3 月 15 日之间的年利率为 10% 的利息为:

$$0.10 \times 30 / 360 = 0.0083333$$

还有一些关于日期计算方法的其他惯例。在欧洲债券市场与美国国内市场上有所不同。

**美国市场** 如果起始日是 31 日,那么就要变成 30 日。由于从 1 月 30 日到 2 月 15 日共计 15 天,因此从 1 月 31 日到 2 月 15 日也是 15 天。但是如果结束日是 31 日,那么 31 日不变,除非起始日是 30 日或 31 日(这种情况下,结束日变为 30 日)。在第二条规则下,从 1 月 15 日到 1 月 31 日,我们算作 16 天;从 12 月 30 日到 1 月 31 日,我们算作 30 天;从 12 月 31 日到 1 月 31 日也是 30 天。

**欧洲市场** 在这个市场上执行的是国际债券交易商协会的规则,即无论是起始日,还是



结束日,都把 31 日变为 30 日。因此从 1 月 15 日到 1 月 30 日有 15 天,从 1 月 15 日到 1 月 31 日也是 15 天。

如果我们按照上述规则来改变日期,那么日期 1(年,月或日)到日期 2(年,月或日)之间的天数即为:

$$\text{天数} = (\text{年 } 2 - \text{年 } 1) \times 360 + (\text{月 } 2 - \text{月 } 1) \times 30 + (\text{日 } 2 - \text{日 } 1)$$

实际/实际 这种算法用于美国和澳大利亚的政府债券市场,它是两个日期间的实际日历天数与一年(也可能是不到一年)的实际天数相比。1995 年 8 月 13 日与 1996 年 8 月 13 日之间,日历天数是 366 天。这两个日期之间的 10%的年息票利息即为:

$$0.10 \times 366 / 366 = 0.10$$

然而,在这种计算方法下,年基数并不总是 365 天或 366 天。如果是一年付两次息的 10%的息票,每张息票代表 5%,在每半年的息票付息期,应付利息是以半年实际天数的利率计算的。比如 1996 年 7 月 1 日和 1997 年 1 月 1 日间有 184 天,那么如果 7 月 1 日和 1 月 1 日支付息票利息的话,从 7 月 1 日到 8 月 1 日的应付利息计算如下:

$$0.05 \times 31 / 184 = 0.0084239$$

注意原本为 10%的息票,可以认为是 368 天的年基:

$$0.10 \times 31 / 368 = 0.0084239$$

小结:实际/实际的方法是用实际的日历天数计算天数,但是年基根据两个付息日间的年实际天数而定。具体如下:

每年付息次数	付息间天数	年基
1	365	365
1	366	366
2	181	362
2	182	364
2	184	368

例 1

1995 年 9 月 14 日,一个交易商买进了每张面值为 1000 美元的 100 张欧洲债券,息票是 12%,二级市场价格为 93。债券在每年 2 月 10 日付息,这个交易商总共付出多少美元?

债券于 9 月 21 日支付。就有  $(9 - 2) \times 30 + (21 - 10) = 221$  天的应收利息,按照 30/360 年基来计息的话,因此应收利息为:

$$100 \times \$1000 \times 0.12 \times (221 / 360) = \$7366.67$$

除去应计利息后的支付额为:

$$100 \times \$1000 \times 0.93 = \$93000$$

因此总的支付金额为:

$$\$93000 + \$7366.67 = \$100366.67$$

### 第三节 清算

清算的主要目的是减少与债券交易相关的成本,也就是说使实际债券本身尽可能少地周转。与此类似,想一想外汇和欧洲货币存款是如何在国际间进行交易的。钱(存款)只是作为一个数字放在数据银行中,同时还有户主的记录。因此国际间货币交易十分简单。如果 100 万美元从 A 方转移到 B 方,银行只是将 A 方的名字转成 B 方的名字。纽约和伦敦之间发送电子信号的成本非常小。相反,想象一下,如果把 100 万美元存款现金从纽约带到英国伦敦,成本将是怎样的:一个大箱子要装满 20 美元的钞票,一个信差要从肯尼迪机场飞往英国的黑斯罗(Heathrow),然后把箱子送到适当的伦敦银行去。同样的道理也适用于债券。只有把债券存于某保险库中,而所有权的转移只是通过簿记形式进行时,清算的成本才是低的。

大多数欧洲债券是通过以下两种主要清算系统中的一种进行清算的:欧洲票据清算所或塞地尔系统(Cedel)。欧洲票据清算所是低于布鲁塞尔的清算系统,它为银团所有,但自 1968 年摩根保证公司建立该系统以来一直由其操作。塞地尔系统是处于卢森堡的清算系统,它是 1971 年由一些欧洲银行组建而成。欧洲票据清算所占两个系统总清算债券量的  $\frac{2}{3}$ ,塞地尔清算量为  $\frac{1}{3}$ 。清算系统每年的营业额超过 1 万亿美元。每一个清算系统都拥有几家保存和托管实体债券的托管银行。清算系统成员在系统中保有债券和现金账户。当发生债券买卖时,就会有相应的账户清算,在 10 个清算系统成员间划拨债券或现金。债券本身,即使有,也很少发生转移。欧洲票据清算所和塞地尔都有一个可以通过其系统进行清算的证券名单。(在美国,也有一个相似的系统清算进行场外交易的美国政府证券。政府债券存放在联邦储备银行的保险库中,政府债券交易者通过联邦储备通讯系统进行物权和货币的转移。国库券更加简单:它只以会计账目形式存在,因而储存成本极小。)

欧洲票据清算所和塞地尔也可以用于新发行债券从借款人到承销团成员和最终购买债券的投资者之间的发行分销。印制好的债券凭证成批地被运往清算系统。然后由清算系统收集认购费用,贷记债券新的所有者的账户,并把资金汇给欧洲债券承销团。清算系统同样也可以用于借款人支付息票利息。借款人把资金支付给清算系统,清算系统随即把资金支付给对借款者的债券拥有债权的清算系统成员。托管费用(在保险库中债券保管的费用)根据参与者账户上债券交易金额的大小而定,交易金额高者费用为零。

尽管大多数欧洲债券是通过欧洲票据清算所或塞地尔进行的,德国马克欧洲债券却是一个例外。德国各银行是德国马克欧洲债券的大交易商,而且它们通常更愿意把债券存放于由国内的保管银行组成的银团——卡桑维因(Kassenvereine)中,并且通过配套的证券清算系统(Effektengiro system)进行债券清算。

## 第四节 利率与附息票债券的价格

附息票债券可以通过与纯贴现债券(零息票债券)比较来定价。假设当年是  $t$  年,考虑某一附息票债券  $p(t, T)$  支付息票利息的时间为  $t+1, t+2, \dots, t+T$ , 以美元(或其他货币)金额  $C(t, 1), C(t, 2), \dots, C(t, T)$  支付。如果每次所支付的金额相同,那么对所有的  $n$  来说  $C(t, n) = C$  [比如,对于一张面值为 \$1 000 的债券,10%的息票就是  $C(t, n) = \$100$ ]。该债券在  $t+T$  时,应要偿还本金  $K(t, T)$ 。

假设,息票从债券中剥离出来,每张息票和债券本金是分开销售的。(这在美国国库证券中较为普遍。比如,无息票政府证券凭证(CATS)——就是由公开的特别到期日的息票或本金组成的。)由于息票  $C(t, n)$  不涉及到  $t+n$  时间前的现金流量,息票的现在金额就是  $B(t, n)C(t, n)$ , 其中  $B(t, n)$  是纯贴现发行债券的当前价格,即在  $t+n$  时间时支付 1 美元(或 1 个单位其他货币)。 $B(t, n)$  在前文中作过定义。由于息票将涉及到  $C(t, n)$  美元的支付额,因此,它将拥有 \$1 的纯贴现发行债券的  $C(t, n)$  倍的价值,即  $B(t, n)C(t, n)$  的价值。

整个附息票债券  $P(t, T)$  的价值为:

$$P(t, T) = B(t, 1)C(t, 1) + B(t, 2)C(t, 2) + \dots + B(t, T)C(t, T) + B(t, T)K(t, T) \quad (1)$$

等式(1)将附息票债券价值  $P(t, T)$  与同期或更短到期日的贴现发行债券  $B(t, 1) \dots B(t, T)$  联系起来。如果所有的息票  $C(t, n)$  都有相同的价值,即对于所有  $n$  都有  $C(t, n) = C$ , 那么(1)式可以简化为:

$$P(t, T) = C[B(t, 1) + B(t, 2) + \dots + B(t, n)] + B(t, T)K(t, T) \quad (2)$$

与附息票债券价格相关的利率有好多种相关说法。一种是息票收益率,即息票与偿还本金的比率:

$$\text{息票收益率} = C/K(t, T) \quad (3)$$

另一种说法是当前收益率,即息票与当前债券价格的比率:

$$\text{当前收益率} = C/p(t, T) \quad (4)$$

比如,一张面值 \$1 000 的 10% 利率的附息票债券,当前卖价为 \$975, 当前收益率即是  $\$100/\$975 = 10.26\%$ 。

最后,还有一种到期收益率,它对未来每一个时期都使用统一的贴现率。为了计算年息票的到期收益率,假设  $B$  是一虚拟债券价格,这样,对于不同时间  $1, 2, \dots, T$ , 有:

$$P(t, T) = C(B + B^2 + \dots + B^T) + B^T K(t, T) \quad (5)$$

这样,到期收益率(以分数计算)即为:

$$\text{到期收益率} = (1/B) - 1 \quad (6)$$

比如,某一年利率为 10% 的附息票债券,每张面值为 \$1 000, 5 年到期,其到期收益率为 11.11% (即  $B = 1/1.1111 = 0.9$ ), 那么当前价格  $P(t, 5)$  为:

$$\begin{aligned} P(t, 5) &= \$100(0.9 + 0.9^2 + 0.9^3 + 0.9^4 + 0.9^5) + 0.9^5 \times (\$1000) \\ &= \$100(3.6856) + 0.59(\$1000) \\ &= \$368.56 + \$590.00 = \$958.56 \end{aligned}$$

11.11%的到期收益要高于  $\$100/\$958.56=10.43\%$  的当前收益。

这些收益率中的每一个在特定环境下都有其经济含义。息票利息率只代表付出息票的规模,尽管它通常也表示债券第一次发行时代表债券风险等级的债券市场利率,假设该债券是平价发行。当前收益率表示在每年支付一次息票时,如果债券以当前市场价值买进并在第二年后以同样价格卖出的收益。到期收益率对那些在未来使用统一的贴现率的个人和机构有意义,因为在这种情况下,与到期收益率较低的债券相比,到期收益率较高的债券就是一种更有吸引力的资产。对于那些对未来不使用统一贴现率的个人和机构来说,用到期收益率评价债券投资就会起到误导。

然而,到期收益率由于将价格和相应收益率联系起来,确实有其吸引人的地方。给定一个收益率,我们就可以计算出债券的价格,反之亦然。因此债券通常是按收益率来报价的。然而,与给定收益率相关的债券价格也是时间计算标准和债券所在的具体交易市场的函数,时间计算标准会影响应收利息和现金流量的折现方式。考虑一个在3月15日和9月15日付息的票面利率为8%的附息票债券,其到期日为2001年3月15日。那么在1995年1月3日,收益率为9.403%的情况下,不同类型债券的价格如下:

市 场	天数计算	价格
美国公司债券	30/360	93.497
美国政府债券	实际/实际	93.500 927
欧洲债券	30/360	93.497 782
英国政府债券	实际/365	93.535 11
澳大利亚政府债券	实际/实际	93.501

注意除了有不同的贴现惯例外,还有不同的截头去尾方法。

## 第五节 欧洲债券的定价

欧洲债券是中长期资产,其定价取决于短期利率与债券息票利率的关系。今天市场上的利率,加上市场参与者对未来利率的预期,使得交易的策略越来越多,执行不同的交易策略将对债券的价格产生不同的影响。下面是一些例子。

### 一、套利

当债券到期时,短期借入或借出与买进卖出债券就有直接的盈利机会。如果利润可以确实被锁住,那么,这就是一种套利形式。(如果债券是以外币标价的,那么为了固定整个交易的本币价值,必然还会有外汇交易。)套利的过程会带来价格调整,从而使套利机会被消除,套利机会的不复存在就可以确定债券价格与短期利率之间的关系。

#### 例 2

某一在伦敦场外市场的交易员发现一种年息票率为4%,面值1000德国马克,1年后到期的欧洲债券的报价为买入/卖出要价95.5~96,他接通银行同业市场,并注意到1年期欧洲美

元存款利率是 10.5%~10.625%，即期汇率报价为每美元 2.478 3 马克~2.4798 马克，而一年的远期汇率是每美元 2.395 4~2.398 1 马克。如果他买任何数量债券，通过欧洲票据交易所的清算费用为 1.50 美元。有了这些价格，这个交易员还会买德国马克欧洲债券吗？

一年后，德国马克债券将支付 1000 马克本金再加上 40 马克利息。该德国马克债券收益为  $1040/960=1.083\ 3$  或 8.33%。德国马克可以按 DM2.4783/US\$ 的即期价值买进并以 DM2.3981/US\$ 的远期价格卖出，因而 1 美元的总收入为：

$$(1.083\ 3)(2.478\ 3/2.398\ 1)=1.119\ 5$$

或 11.95%。这就要比交易员 10.625% 的借款利率高，因此，交易员会买该债券。对于 100 张债券，交易员将要支付 96 000 马克，这意味着他必须借款：

$$\$38\ 736=(DM96\ 000)/(DM2.478\ 3/US\$)$$

并在一年后还：

$$\$42\ 851.70=(\$38\ 736)(1.106\ 25)$$

如果他现在把一年后将收到的德国马克卖出远期，他就卖出远期 DM104 000 马克，得到

$$\$43\ 368=(DM104\ 000)/(DM2.3981/US\$)$$

一年后的利润为 \$516.30，但其中要扣欧洲票据清算所清算费用 \$1.50，再加上 \$0.16 的利息，这个利息是提前 1 年支付 \$1.50 费用的机会成本。或者，也可以在交易发生时，将利润折算成现值：

$$\$516.30/1.10625-\$1.50=\$465.21$$

当然，在实际中，上例中的过程会被简化。汇率风险，如果存在的话，会通过证券组合来消除，而不是通过单个交易。如果以德国马克计算的总回报高于德国马克的借款利率时，套利者将会购买该债券。

## 二、驾驭收益率曲线

如果利率的期限结构是向上倾斜——即，如果短期利率低于长期利率——那么这种策略就涉及到通过短期借款投资债券组合。如果债券的利息支付水平高于借款利率支付水平，而超过部分又足以支付管理费用，那么这种策略就能获得利润。当然，这时面临的风险是短期利率可能会上涨超过长期利率。如果收益率曲线反过来成为这种走势，投资债券组合的成本将会超过来自债券组合的利息和本金收入。不仅如此，这种情况下，如果不愿承担较大的资本损失，债券组合将很难变现。因为随着短期利率上涨，债券价格将会下跌。如果有一个欧洲债券期货市场存在的话，这种资本损失可能会很容易地控制住。遗憾的是，目前还没有这样的期货市场存在（然而，后面我们将会看到债券期货）。

大多数欧洲债券交易商通过向上述两个清算系统借贷来为债券投资组合融资。清算系统贷给交易商的金额可达到交易商存在清算系统内的债券价值的 90%。因此，债券投资组合中只有一小部分必须用交易商的自有资本融资。

## 三、对资本收益和损失的投机

随着短期利率的上升和下降，债券价格会随之下降和上升（见 11 式），债券投资者根据当

前利率和对未来短期利率的预期来对未来息票收入进行折现,当前短期利率的变化通常也会导致未来预期利率的变化。结果,当新的当前利率和未来预期利率被用来贴现债券的远期息票和本金收入时,债券的价值——市场价格——就会发生变化。[当然,从定义上看,债券价格也会随着长期利率(债券收益率)的变化而相应变化。]

在这种情况下,如果投机者预期利率会上涨,就会卖出债券,因为如果这种预期被证明是正确的,那么,债券现在的卖出价就会比其再买入价高很多。如果投机者预期利率将下降,其策略就是现在买入债券,并等待利率下降债券价格上升后再卖出债券。这种策略的实施随着最近的制度创新变得更加简单。两个债券清算系统都提供债券借贷便利。这就使得卖空债券成为可能,因为可以按事先约定的利率和约定的期限从清算系统中借到债券并将其卖出。

## 第六节 付息票债券的远期价格

远期外汇价格是由即期价格和短期利率来决定的。通过相似的方法,我们可以来确定付息票债券的远期价值。为了简便起见,我们这里忽略买入/卖出的价差。同样为了简便,我们把远期合约到期日之前债券支付息票利息次数限定为一次。但只要愿意该分析很容易被扩展到包含多重息票支付的情形。

考虑下面的交易:以  $r_2$  的利率短期借款  $T_2$  天,以  $P$  的价格买入某一付息票债券并附带  $A_1$  的应收利息,在  $T_1$  天后收到息票  $C$ ,并在  $T_2$  天后以远期价格  $F$  卖出该债券,并收到  $A_2$  的应收利息。

借款人必须为  $T_2$  天的  $P + A_1$  金额支付借款利息,但是在  $T_2 - T_1$  天后,会收到  $C$  的利息。如果  $T_1$  天的利息是  $r_1$ ,如果此时贷出息票收入  $C$ ,那么就存在一个隐含的远期利率  $f$ ,满足:

$$1 + f \frac{(T_2 - T_1)}{360} = \frac{1 + r_2 T_2 / 360}{1 + r_1 T_1 / 360}$$

为了避免套利利润,借款人在  $T_2$  结束交易时所收到的现金量必须少于所付出的。即:

$$(P + A_1)(1 + r_2 T_2 / 360) - C \frac{(1 + r_2 T_2 / 360)}{(1 + r_1 T_1 / 360)} \geq F + A_2$$

$F$  必须足够低以避免套利发生。但是如果  $F$  太低了,那么债券人就会卖出债券,将现金投资于短期利率市场,并在远期购回债券获取利润。所以  $F$  也必须高到足以避免发生这种反向套利,因此,忽略买入/卖出价差(即以上式中以等号代替不等号),我们得到远期债券价值  $F$  为:

$$F = (P + A_1)(1 + r_2 T_2 / 360) - C \frac{1 + r_2 T_2 / 360}{(1 + r_1 T_1 / 360)} - A_2 \quad (7)$$

### 例 3

某一国库债券以 84'17(即 84 17/32)的价格交易,并在 7 月 15 日和 1 月 15 日支付 11% 的息票。5 月 23 日 2 个月期的短期利率是 8% 或更低,3 个月期的短期利率是 8.25%,那么 8 月 23 日远期债券价格是如何计算的?

在这个例子中,  $T_2 = 92$  天(5 月 23 日到 8 月 23 日),  $T_1 = 53$  天(5 月 23 日到 7 月 15 日),

在 5 月 23 日按实际/实际计时法计算有 128 天的应收利息。

$$\frac{11\%}{2} \times \frac{128}{181} = 3.8895\%$$

在 8 月 23 日,按实际/实际计时法,应有 39 天的应收利息(7 月 15 日到 8 月 23 日):

$$\frac{11\%}{2} \times \frac{39}{184} = 1.16576\%$$

因此,把 84'17 的债券价格转化为小数等值:84.53125%,我们可以计算远期价格如下:

$$F = (84.53125 + 3.8895) [1 + 0.0825(92/360)]$$

$$- 5.5 \frac{[1 + 0.0825(92/360)]}{[1 + 0.08(53/360)]} - 1.16576$$

$$= 83.5686$$

这大致符合 83'18 的远期价格。注意在上述计算中半年期  $5\frac{1}{2}\%$  的息票收入被以远期利率用于再投资。

## 第七节 债券期货

债券交易者经常利用期货合约来控制其债券组合的风险。如何操作取决于特定的期货,并不是所有债券期货都是相似的。我们将讨论 3 种类型:名义债券期货,最低价交割债券期货及指数基础期货。

### 一、名义债券期货

名义债券期货代表一种假定的、具有固定本金、息票和到期日的债券。比如,一个期货合同的基础债券是息票率为 8%,每半年付息一次,面值为 \$100 000 的 20 年到期的政府债券。实际上,也许并没有这样的债券存在。但是这样的债券可以通过市场上交易的其他债券来定价,并且该名义债券的期货合同可以用来为交易的实际债券套期保值。

名义政府债券在巴黎的国际金融期货交易所、德国期货法兰克福交易所(Terminborse)、阿姆斯特丹的期货交易所(FTA)、巴塞罗那的期货交易所(MEFF)以及伦敦的国际金融期货交易所进行交易。

### 二、最低价交割债券期货

在芝加哥期货交易所和东京证券交易所广泛交易的债券和票据期货都允许以某一种规定的债券进行期货合约的实际交割。债券期货合约的空方可以选择用于交割的债券,其中某些债券在特定时间会比其他一些便宜。期货合约的卖方会选择那些成本最低的债券进行交割。因为债券期货交易者知道这一点,所以,期货价格会随着实际可用以交货的最便宜的债券一起波动。

芝加哥期货交易所的期货合约面值 \$100 000,拥有在 3 月、6 月、9 月和 12 月交割的不同

的期货合约,期货价格按面值的分数来报价,以百分数和 $\frac{1}{32}\%$ 来表示。比如,一个 61'07 的价格表示平价的 61  $\frac{1}{32}\%$ 。如果价格从 61'07 上升到 61'08,国库债券期货合同的多方会赚取:

$$1/32 \times 0.01 \times \$100\,000 = \$31.25$$

而空方会损失 \$31.25。如果价格从 61'07 下跌到 60'31,那么每张合约的多方会损失:

$$8/32 \times 0.01 \times \$100\,000 = \$250$$

而空方每张合约会获取 \$250 的利润。

美国政府证券市场的交易者可以通过卖出国库债券期货,而对由于利率上涨给其债券组合带来的资本损失风险进行套期保值。如果利率上涨,国库债券期货价格将下跌,而且期货头寸的任何利润都会抵偿债券组合的资本损失。某一债券的短头寸可以通过国库债券期货长头寸来套期保值。这种套期保值的精确性将由国库债券期货合同价值的变动与政府证券头寸价值变动比较决定。如果两种价值的变动并不能正好抵偿,那么这种套期保值就不是完美的。然而,这样的价值变动是完全可以预测的,因而国库债券期货在实践中被证明是套期保值的有用方式。

在最低价交割债券期货中并没有像名义债券期货那样的特定的价格—收益关系。其价格—收益的关系是当时以最低价交割的某一特殊现货债券的价格—收益关系。

在芝加哥期货交易所,可用以期货合约交割的国库债券,如果不能提前赎回,那么其到期日至少为 15 年;如果是可以赎回的国库券,那么,从期货交割月的第一天到第一个赎回日之间至少必须相隔 15 年的时间。交割由债券期货合约的卖方在交割月的任何一个工作日或前一个月的最后 2 个工作日提出。交割过程需 3 天。在第 3 天,即交割日,买方(多方)支付债券款给卖方,随之收到通过联邦储备银行的电报交换系统记账国库债券。尽管现货债券交割直到月底才发生,可交割的期货合同本身在交割月的倒数第 8 天就停止交易。

可交割的国库债券期货的平衡价格是多少?在交割月中,交易者会连续地将现货市场中可交割的现货债券价值与期货合约要求的等值债券的价值进行比较。当债券期货合约的多方交割时,他支付发票价格(I),是以面值百分比表示的现货价格,而且还要支付现货债券的应收利息。发票价格是期货价格(Z)与某一转换因子(cf)的乘积:

$$I = Z \cdot cf$$

同样的债券在现货市场中可以按当前市场价格(P)再加上应收利息来购买。使两种获得现货债券的方法相等,我们可得到:

$$P = Z \cdot cf \quad (8)$$

芝加哥期货交易所的转换因子(cf)是通过将可交割债券的到期(或如果可以提前赎回的话,到第一次赎回日)收益率设置为 8%,并用 100 来除所得一个季度。比如,1995 年 3 月,于 2016 年 11 月 15 日到期的 7.5% 的美国国库券付息票债券还有 21 年零 8 个月到期。计算到最近的一季度,我们得到还有 21 年零 6 个月的到期日,将债券的到期收益设为 8%,就得到 94.91 的价格。再通过 100 来除,得到转换因子  $cf = 0.9491$ ,因此,如果期货价格是 75,发票价格即为:

$$I = 75 \times 0.9491 = 71.1825\%$$

这一价格应用于金额为 \$100 000 的本金,那么实际现金支付为 \$71182.5。

这时读者也许会问为什么可交割的现货债券比其他债券便宜。现货债券的价格和收益应该调整并达到平衡,从而没有任何套利机会,从而不会有更便宜的债券。答案就在交易所的转



换因子。转换因子(cf)通过 8% 的到期收益率来给债券定价。但是在现货市场中,根据其期限和息票的不同,可交割的以债券不同的收益率保持均衡。期货转换因子通过强制所有债券收益为 8%,使得债券被转换后的价值偏离其相关的市场价值。

假设收益在 9% 处达到平衡,通过把收益降到 8%,转换因子对于低息票、期限长的债券的价值的提高要大于其对高息票、期限短的债券的价值的提高。从而,低息票、到期日长的债券交割更便宜。因为它们对于其现货市场价值来说转换价值更高。由于类似的原因,如果市场收益低于 8%,息票高,到期日短的债券交割更便宜。

最低价交割期货即使在交割月也可以按现货市场折价进行交易,因为其交割过程具有期权特征。一种是交割上的选择权,因为债券期货合约的空方有权选择用于期货合约交割的现货债券,只要这些债券满足交易所的交割标准;另一种是野牌选择权(wild card option)。由于芝加哥期货交易所期货交易在下午 2:00(芝加哥时间)关闭后,从而锁住了当天期货的结算价,而空方一直可以等到晚上 8:00 才宣布其交割意图。由于现货市场还要继续交易 6 个小时,现货价格 P 就会继续调整,即使期货的发票价格 I 已经固定了。

交割上的选择权给那些买入可交割的现货债券并卖出债券期货的人带来了好处。为了弄清原因,假设他对他的头寸 V 已经完全套期保值了:

$$V = P - Z \cdot cf = 0$$

如果收益发生了变化,其他一些债券的交割就更便宜了。抛空期货合约就将补偿收益变化给交易者带来的价值损失。同时,交易者通过卖出相对较贵的现货债券,买入变得更便宜的可交割债券来替代它,而实现其利润。

野牌选择权是一个 6 小时卖出期权。该卖出期权的执行价格是下午 2:00 期货结算时所固定的发票价格。当现货债券价格在晚 8:00 前下降到发票价格以下时,债券期货合约的空方就可以执行其卖出期权并收到更高的发票价格。

交割选择权和野牌选择权都有正的价值。因此,在市场平衡时,期货的价格就会压低相应期权的价值,即:

$$Z = P / cf - \text{期权价值}$$

所以,总而言之,在最低价交割债券期货市场中,我们可以看到:

$$P > Z \cdot cf \quad (9)$$

现货市场中的债券会以比其期货市场等值债券更高的价格进行交易,但是只有当期货的折现值大于期权价值时才意味着在交割月中有套利机会。

债券的现货价格与其等值期货价格之间的差额被称为基价(basis):

$$\text{基价} = p - cf \cdot Z \quad (10)$$

8 式表示在交割月中,除了那些具有期权特征的债券以外,基价都应是零。

9 式考虑到了期权的作用,表明即使在交割月中基价也应是正的。

那么,交割月之前又如何呢?在这种情况下,交易者不能购买现货债券立即进行交割,而必须等到可以交割时再投资购入现货债券。因此,他们要比较的不是当前的现货债券价格与等值的期货债券价格,而是债券的远期价格(F)与等值的期货价格。债券远期价格已经考虑到短期借款成本和现货债券的息票利息。定义持有后基价(BAC)为:

$$BAC = F - cf \cdot Z$$

基价 BAC 表示以远期价格买入现货债券并进行期货合约交割的成本。交易者希望将他卖出

的每一个期货合约的成本降为最低,因此我们可以将最低价交割债券描述为持有后基价最小的债券。

例 4

表 8.3.1 和表 8.3.2 给出了确定用于 1990 年 6 月芝加哥期货交易所债券期货合约交割的最低价的国库债券的有关计算。计算在 4 月 6 日进行,是针对第 1 个交割日 6 月 1 日的。从表 8.3.2 中,我们可以看到如果假设短期利率为 8%,那么 7.5%的到期日为 2016 年 11 月 15 日的债券有最小的持有后基价(0.21962),因此在所列债券中是交割价最低的。

让我们看一下其中某一债券主要的有关计算步骤。以列在第一位的债券,息票利息为 14%的为例。即使这一债券实际到期日是 2011 年,但该债券从 2006 年 11 月 15 日起可以被赎回。因此在 1990 年 6 月 1 日,离第 1 次赎回还有 16 年零 5 个月多一点,为了获得交易所转换因子,我们把它划到最近的一季度,因此从 1990 年 8 月 15 日起计算债券价格。设定到期(第一次赎回)收益为 8%,那么价格是 154.00,因而,交易所转换因子是 1.5400。

表 8.3.1 可交割的国库债券转换价值(部分)  
(1990 年 4 月 16 日)

到期日 (或第 1 次赎回)	息票率 (%)	转换因子 (cf)	6 月期货 (Z)	发票价格 (Z×cf)
2006 年 11 月 15 日	14	1.5400	92'03	141.82438
2015 年 8 月 15 日	10.625	1.2820	92'02	118.0641
2016 年 11 月 15 日	7.500	0.9453	92'03	87.05622
2016 年 5 月 15 日	7.250	0.9185	92'03	84.58811

6 月份期货价为 92'03 即 92.09375。因此发票价格为:

$$92.09375 \times 1.5400 = 141.82438$$

同时,现货市场价格为 143'15 即 143.46875。在 4 月 16 日,从 1 月 15 日起的应收利息计息如下:

$$A_1 = 14/2 \times 152/181 = 5.87845$$

从 5 月 15 日到 6 月 1 日有 17 天的应收利息:

$$A_2 = 14/2 \times 17/184 = 0.64674$$

表 8.3.2 可交割的国库债券远期价值  
(计算自 4 月 16 日至 6 月 1 日,短期借款利率 8%)

到期日 (或第一次赎回)	价格 (P)	应收利息 (4 月 16 日)	息票率 (5 月 15 日)	应收利息 (6 月 1 日)	远期价格 (6 月 1 日)	持有后基价 (BAC)
2006 年 11 月 15 日	143'15	5.87845	7.0000	0.64674	143.20085	1.37647
2015 年 8 月 15 日	118'13	1.76105	0	3.11119	118.28449	0.22030
2016 年 11 月 15 日	87'10	3.14917	3.7510	0.34647	87.27584	0.21962
2016 年 5 月 15 日	84'27	3.04420	3.6250	0.33492	84.81283	0.22472

假设短期利率为 8%,5 月 15 日的 7%的息票收入可以按远期利率 f 进行再投资:

$$1+f(17/360)=\frac{1+0.08(46/360)}{1+0.08(29/360)}$$

代入(7)式计算远期债券价格,我们可以得到:

$$\begin{aligned} F &= (143.46875 + 5.87845)[1 + 0.08(46/360)] \\ &\quad - 7.0 \times \frac{1 + 0.08(46/360)}{1 + 0.08(29/360)} - 0.64674 \\ &= 143.20085 \end{aligned}$$

代入 11 式中,我们可得到持有后基价:

$$BAC = 143.20085 - 141.82438 = 1.37647$$

其他债券的计算与此相似。注意债券到期日为 2015 年 8 月 15 日的债券是唯一一种在 5 月 15 日没有支付息票的债券。

三、指数基础期货

有许多债券期货合约都属于这一种类。某一期货可以以现货债券价格平均值构成的指数为基础或目标资产。也可以以到期收益率(YTM)为基础或目标资产。悉尼期货交易所的 10 年期和 3 年期澳大利亚政府债券合约就是以指数价格 Q 报价的,指数价格 Q 定义如下:

$$Q=100-YTM$$

因此一个 87%的报价与 13%的到期收益率相对应。给定到期收益率 YTM,债券合约即和名义债券期货一样,因为到期收益率 YTM 与用面值百分比表示的名义债券价格 Z 有一一对应的关系。澳大利亚 10 年期期货以 12%的政府债券为目标资产,每年付两次息票,债券票面价值为 100 000 澳元。令  $B=1/(1+YTM/200)$ ,则作为面值百分比的 Z 为:

$$Z=6 \times (1-B^{20})/(YTM/200) + 100 \times B^{20}$$

若 YTM=12,则 Z=100;若 YTM=13,则 Z=94.4907。因此,Q=88 与 Q=87 间的价值变化约为 5509 澳元。

## 第八节 债券期货套期保值

债券期货套期保值是建立在基本点价值(basis point value, bpv)的概念之上的。债券的基本点价值即收益率每变动一个基本点,债券价格的变动。对现货债券和名义债券期货中的名义债券,这一价值的计算是十分简单的。对于最低价交割债券期货,要计算期货的基本点价值,我们可以首先计算最低价交割债券的基本点价值,然后(见 8 式)用转换因素去除:

$$\text{bpv}_{\text{期货}} = \text{bpv}_{\text{最低价交割债券}} / \text{cf} \quad (12)$$

假设我们有两种债券,一种  $\text{bpv}=2$ ,另一种  $\text{bpv}=1$ ;假设债券的收益是平行变动的,即收益率差额为常数。那么,要创造一个套期保值头寸,很明显对于每一美元我们买进的  $\text{bpv}=2$  的债券,我们要卖出 2 美元  $\text{bpv}=1$  的债券。对于收益率每上升一个基本点,我们买进的债券价格会下降 2,而卖出的债券价格会下降 1。因此我们需要卖出 2 单位的债券以使总价值变化为零。

如果我们把债券 A 的套期保值率定义为为了建立对另一个债券 B 的保值头寸而需要的债券 A 的数量,那么就有:

$$\text{A 的套期保值率} = -\frac{\text{bpv}_B}{\text{bpv}_A} \quad (13)$$

类似地,债券期货的套期保值率(用来建立套期保值头寸所需的期货合约数量)即为:

$$\text{期货套期保值率} = -\frac{\text{bpv}_{\text{债券}}}{\text{bpv}_{\text{期货}}} \quad (14)$$

比较 12 式和 14 式,我们可以看到最低价交割(CTD)期货的套期保值率为:

$$\text{CTD 期货套期保值率} = -\frac{\text{bpv}_{\text{债券}}}{\text{bpv}_{\text{期货}}} \cdot \text{cf} \quad (15)$$

以上每一个式子我们都假设收益率差额是常数。如果我们改变这个假设,并假设某一个系数  $k$  满足:

$$\text{B 收益率的变化} = k \cdot \text{A 收益率的变化}$$

$$\text{那么公式 13 应修正为: A 的套期保值率} = -\frac{k \cdot \text{bpv}_B}{\text{bpv}_A}$$

例 5

表 8.3.1 和表 8.3.2 中的可交割债券的基本点价值如下:

债券	息票	bpv(基本点价值)
2006 年 11 月 15 日	14	0.113 3
2015 年 8 月 15 日	10.625	0.116 2
2016 年 11 月 15 日	7.500	0.091 9
2016 年 5 月 15 日	7.250	0.089 4

注意其含义:如果收益率下降 10 个基点,14%息票 2006 年 11 月 15 日到期的债券价格就会上升 1.133%,从 143.469 上升到 144.602,而且 0.1133 的基本点价值还意味着对于每 1 个基本点变动,这种面值为 100 000 美元的债券在市场上的价值变动为 113.30 美元。

考虑一个  $bpv=0.145$  的欧洲债券。根据 15 式,1990 年 4 月 16 日,如果用芝加哥期货交易所的国库债券期货为 \$100 000 面值的这种债券进行套期保值,那么所需国库券期货合约数量如下:

$$\text{套期保值率} = -\frac{0.145}{0.0919} \times 0.9453 = -1.4915$$

因此,要为 \$10 000 000 的上述债券进行套期保值,就必须卖出 149 张国库债券期货合约。如果在 2015 年 8 月 15 日到期的债券随后成为最低价交割的,那么还需多卖出大约 11 张期货合约。

通过美国国库券期货来为欧洲债券组合进行套期保值所获得的风险减小程度,将小于直接使用以标准的欧洲债券为目标资产的欧洲债券期货合约进行套期保值所获得的风险减小程度,如果存在着这种欧洲债券期货的话。一些期货交易所正在考虑引入欧洲债券期货合约。同时,一些市场参与者已经通过私人远期合约创造出欧洲债券期货合约的等价形式。

1983 年 10 月,威尔豪瑟资本公司(Weyerhaeuser Capital Corporation)发行了价值 0.6 亿美元的 7 年期,息票为 11.5% 的欧洲债券。同时,威尔豪瑟与摩根·斯坦利投资银行就 7 个月内利率走势打下了赌:如果 7 个月内欧洲债券利率下降,摩根·斯坦利就要支付给威尔豪瑟公司一笔现金,从而使其 0.6 亿美元的借款成本降低到利率降低后的水平;反之,如果欧洲债券利率上升,威尔豪瑟公司 0.6 亿美元的借款成本就会上升到升高后的利率借款的水平上。

这笔交易可以看作是欧洲债券的远期合同,摩根·斯坦利是空头一方,而威尔豪瑟公司是多头一方,如果利率下降,欧洲债券远期合约多头方的价值就会上升,那么合约的空头方就应付款给多头方;如果利率上升,那么反向的交易就会发生。

据报道当时(1983 年 11 月 28 日的经济周刊)摩根·斯坦利同时又通过建立国库债券期货头寸来抵偿其和威尔豪瑟的合约的风险。如果是这样,对于在欧洲债券远期合同中空头的摩根·斯坦利来说,买入国库债券期货是比较合理的。那么,如果利率下降了,国库债券期货的收入就可以用以抵偿欧洲债券远期合约的损失;而如果利率上升了国库券期货的损失就可以通过欧洲债券远期合约的收入来抵偿。但是,摩根·斯坦利仍然面对国库债券期货合约的收入或损失与欧洲债券远期合同的损失或收入不匹配的风险。这就要由套期保值的有效性来决定。

## 第四章 利率掉期和货币掉期

抵消两次意味着没有抵消。

—G·斯潘塞·布朗(G. Spencer Brown):《形式的法则》(Laws of Form)

不管形式如何,我的确不想把这本百科全书缩略到 200 页。

——爱兹瑞·庞德(Ezra Pound):《文明指南》(Guide to Kulchur)

这一章讨论的主题不应该与第五章混同起来,在外汇同业银行市场中,我们看到一个掉期合同就是一笔即期买进或卖出货币与一笔远期卖出或买进同种同金额货币的交易的结合。然而,在这一章中“掉期”一词的含义略有不同。一笔掉期是双方以一定的时间间隔用一笔货币换另一笔货币的合同。这两笔货币可能是以不同货币标价的(货币掉期),也可能是以同种货币标价,但一种是固定利率,另一种是浮动利率(利率掉期);再或者是两种不同货币,一种固定利率,另一种浮动利率(交叉货币利率掉期)。还有可能是固定对固定或浮动对浮动的掉期,可以是同种货币也可以不同货币。

货币互换与一般利润掉期不同之处不仅在于利率以不同种货币表示,而且本金也要进行掉期。在货币掉期中,首先双方将以一种货币表示的本金掉期成等值的按市场流行的即期汇率转换的另一种货币。继而,在付息日时,利息按相应的货币付出;到期时,再将本金交换回来。

### 第一节 掉期的经济目的

从经济角度看,大多数的货币掉期和利率掉期可以用以下三个动机来解释:风险共担,套利或市场的完善。许多货币掉期和利率掉期只是简单地出于共担风险。一家公司(或其他主体)拥有的以外币表示的现金流量,或者与浮动利率负债相对应的浮动利率资产在比例上不相匹配。这家公司就找到第二家也面临着互补性不匹配问题的公司并且和它签署互换协议,从而使其外币现金流量收支能匹配得更好(货币掉期);或使其浮动利率的资产负债之间匹配得更好(利率掉期)。然而,有些情况下,货币掉期和利率掉期也可以用来套利或完善市场。在套利机会存在的条件下,可以进行掉期交易。这些套利机会产生于外汇或资本管制、税收管制或者固定利率债券与浮动利率债券市场价格不一致,以及不同货币债券价格的不一致。最后,掉期也可以被称为市场的完善,如果掉期代表了风险分担的新兴市场的出现,增加了有益的交

易,而这种交易在以往的市场和市场交易成本不是不可能存在的。

某些货币掉期和利率掉期涉及到套利这种现象是十分显然的。假设一家日本公司希望拥有日元负债,那么它至少有两种方法:

(1)发行日元债券。

(2)发行美元债券并把它掉期成日元债券。

为什么一家公司可以采取第二种发行美元债券的方法呢?答案是:发行美元债券并通过掉期来转化成日元债券要比直接发行日元债券便宜。如果是这样,那么这家日本公司就从套利机会中获得了好处。过去,曾有几家日本公司通过掉期以低于同期日本政府借款利率水平的利率借得资金。当然,这样的机会只有在很少的公司知情的情况下才成为可能。

同样地,在有些情况下,通过发行浮动利率负债并与固定利率负债作掉期来获得固定利率资金会更便宜些。例如,有时市场上两家企业固定利率筹资成本之间的差异与其浮动利率筹资成本之间的差异可能不一致,在这种情况下,两家公司可以进行掉期交易,从而利用当前市场的不一致性。如果这种不一致性很大,足以支付一家银行或中介机构安排两家公司的联系费用并使其获利,那么,债务掉期就出现了。

在某些情况下,掉期可以用来完善市场。一家公司也许想发行法国法郎债券,却无法进入法国市场。那么,它可以与另一家拥有法国法郎负债的公司作交易,承担该公司付法国法郎本息的义务,而反过来该公司为其承担支付另一种货币表示的本息的义务。通常这两家公司也互不相识,而是由一家中介银行来安排并为双方担保这笔掉期交易。

## 第二节 货币掉期的种类

“掉期”一词现在被更广泛地用于代表各种交易。以下交易类型被认为是货币掉期的例子。

### 一、长期远期合同

在银行同业市场中,这种合同与外汇远期合同没有太多区别。然而,一些交易较少的货币的远期合同在银行同业市场上并不存在,而且一些交易广泛的货币的远期合同的到期日有时是很短的,这样对于有些货币和有些到期日的远期交易就存在着市场缺口。因此,长期远期合同主要是一种易货交易,一家公司或机构找到另一方签署合同,约定未来某一天按当前约好的价格来交换两种货币。这从某种程度上减少了市场的空缺。商业银行或投资银行充当经纪人来代表一家公司找到与其交易相配的另一方,它们会谨慎地保存(并保护好)作为特定交易的潜在交易对手的特定机构名单。因此,从某种意义上说,这一系列机构通过经纪人的中介作用就组成了一个市场。

## 二、普通的货币掉期

普通的货币掉期是指两种货币按照当前的汇率进行交换,但交易双方同意在未来的某一天以同样的汇率进行反向交换。其中的一方要付另一方年利息,这种利息支付通常是在利息平价关系的基础上签订的协议。如果以货币 A 标价的资产的利率高于货币 B,那么接受货币 A,付出货币 B 的一方就要向另一方支付利息差价。例如,100 万美元与 1.8 亿日元的掉期交易,美元利率比日元高 5 个百分点,那么收到美元的一方就要付给另一方年利息金额 50 000 美元。

## 三、背靠背贷款和平行贷款

背靠背贷款是不同国籍的两个公司之间的贷款安排,规定每一方都提供给另一方相应的自己国家货币的贷款。平行贷款是不同国籍的两个公司,每一方都有一个子公司在另一方的国家中,而且每一方都贷款给另一方的子公司。例如,一家美国公司可能将美元贷款贷给一家巴西公司在美国的子公司,而这家巴西公司同时贷款给该美国公司在巴西的子公司。平行贷款兴起的原因与欧洲美元兴起的原因相同:即英格兰银行的管制。当时,如果一家英国公司到伦敦外汇交易市场去换美元为其国外子公司融资,它必须支付高于美元市场利率的成本。为了避免购买美元的高成本,它们就安排其外国子公司从美国公司处获得美元贷款,而这些英国公司再提供英镑贷款给那些美国公司的英国子公司。

平行贷款交易的每笔贷款的各期利息支付和本金偿付通常在时间上定为两国同时支付,而且每个公司都有权从另一国的所欠款项中扣除本国尚未收到的部分。这种贷款安排常常包括了准远期合同:如果一种货币对另一种货币贬值,那么贷出贬值货币的一方就应增加其贷款额以补偿由于汇率变化带来的贷款价值的变化。然而,这种情况下,远期合同一般都不会因每一次小的汇率变动而改变现金流量。与此相反,它是一个阶段性函数:只有在汇率变动达到一定限制点以上时(例如,在 US\$ 1.60/£ 以上或 US\$ 1.40/£ 以下时),才会发生附加的贷款或偿付。因此,该合同属于第一关期权(见第七章附录)。

## 四、债务偿付掉期

在这种类型的货币掉期中,每一个公司(或其他方)都发行了自己能够发行的某种货币的固定利率债券,然后,两个公司就其发行债券的收入作掉期交易并承担为对方支付利息和归还本金的义务。一家公司可能发行 1 000 万美元的债券,而另一家公司发行 8 000 万法国法郎的债券。这两家公司进行货币掉期并承诺为对方支付利息和归还本金的义务。发行美元债券的公司定期支付法国法郎利息,而法国法郎发行者定期支付美元利息。利息支付时间上设定为一致。支付可以是两家公司间直接进行,也可以通过一家商业银行或投资银行作为中介机构将金额转到另一方公司手中。中介机构可能会在转给另一方金额前扣去一部分,也可能不会。当法国法郎债券发行者从对方收到其支付的法国法郎利息,他就再将它付给债主。同样地,当美元债务发行公司从对方收到美元利息时,它将其再转给美元债券持有人。任何一公司的债



权人都不会在意其货币掉期交易。

较早的一个不同货币债务偿付掉期的例子发生在 1981 年 8 月 IBM 和世界银行之间,由所罗门兄弟公司担任中介机构。在这之前,IBM 从原联邦德国和瑞士的国际资本市场借了德国马克和瑞士法郎的固定利率的债务。当 1981 年美元对这两种货币急剧升值时,IBM 从其外币负债美元价值的减少中获得了资本利得。例如,德国马克价值从 1980 年 3 月的 DM1.93/US\$ 下跌到 1981 年 8 月的 DM2.52/US\$。因此 DM100 的息票支付的美元成本从 \$51.81 下跌到 \$36.68,通过外币利息和美元利息的掉期,IBM 可以立即实现其资本收入。这和外汇远期合同在实现利润后平仓是一样的道理。IBM 选择了从这场含蓄的对汇率变动方向的打赌中退出的做法。这次掉期发生于世界银行发行两笔欧洲美元债券之时,其中一笔和 IBM 的德国马克债券到期日相配;另一笔和 IBM 的瑞士法郎债券相符。世界银行同意支付 IBM 德国马克债券和瑞士法郎债券的未来所有的利息和本金,而 IBM 则同意支付世界银行美元债券的利息和本金。

第三节 利率掉期

在典型的利率掉期中,一方发行固定利率债券而另一方发行浮动利率债券,双方在名义本金的基础上进行利率调整。例如,一家银行想要浮动利率美元债,而一家公司想要固定利率美元债。假设这家银行可以以 11.5% 的固定利率或伦敦银行同业拆借利率的浮动利率来借债,而这家公司可以以 14% 的固定利率或伦敦银行同业拆借利率+1% 的浮动利率来借债。这家银行和这家公司可以签订利率掉期协议。包括以下措施:该银行以 11.5% 的利率发行 5 000 万美元固定利率债券,而该公司以伦敦银行同业拆借利率+1% 发行 5 000 万美元浮动利率债券。接下来该公司付给银行 12% 的固定息票,而该银行付给公司伦敦银行同业拆借利率利息(如图 8.4.1 所示)。这家公司债券的净利率支付为:

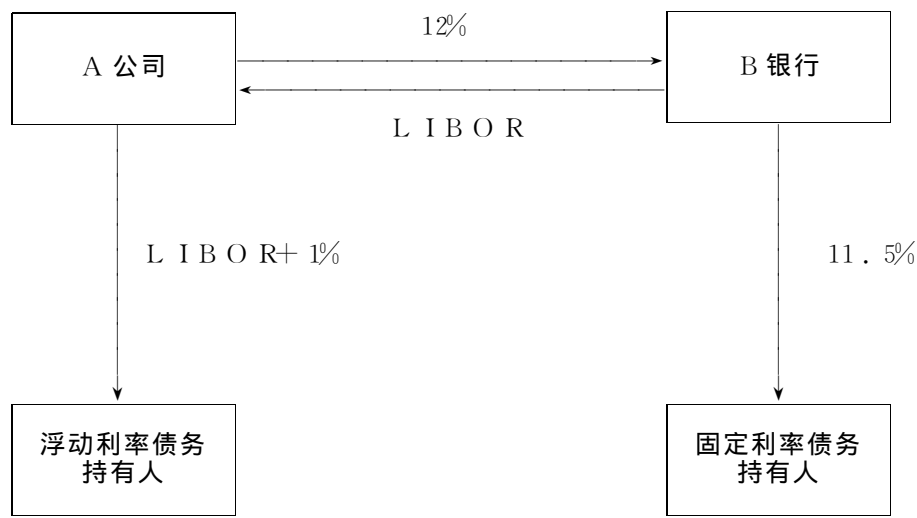


图 8.4.1 通过利率掉期减少借款成本

$$(\text{LIBOR} + 1\%) + (12\%) - (\text{LIBOR}) = 13\%$$

这家银行的净利率支付为：

$$(11.5\%) - (12\%) + (\text{LIBOR}) = (\text{LIBOR} - 0.5\%)$$

双方都降低了其借款成本：该银行以  $\text{LIBOR} - 0.5\%$  而不是  $\text{LIBOR}$  获得了浮动利率资金，而该公司以  $13\%$  而不是  $14\%$  获得了固定利率资金。

在这笔掉期交易中并没有什么魔法。比如，银行 B 承担了比其以伦敦银行同业拆借利率借款更大的风险，因为如果公司 A 违约（在这种情况下银行 B 也可停止向公司 A 支付利息），那么银行 B 还要支付  $11.5\%$  的固定利率。这样，银行 B 就得不到它原来想要的浮动利率债务。因此，银行 B 的融资成本从  $\text{LIBOR}$  减少为  $\text{LIBOR} - 0.5\%$  只是用来补偿其巨大的融资风险。只有  $0.5\%$  的融资费用减少足以弥补风险增大时，该银行才会受益。也就是说，如果把这笔交易看成是套利交易的话，那么，只有当公司 A 的固定利率债务相对于银行的债务而言的风险溢价与其浮动利率债的风险溢价不一致时，双方才能在掉期中得到好处。

在上一章中，我们看到利率和利率预期的变化会给诸如长期债券这样的资产带来资本利得或损失，从债务发行者的角度来看也是一样的。如果利率上升，公司债券的市场价值就会下跌。因此这家公司就可以通过以当前市价对其当期债务进行适当操作来实现资本利得。一种做法就是该公司去二级市场购回自己发行的债券；另一种途径是将其利息和（或）本金与另一方作掉期。

正如刚刚所指出的，一交叉货币利率掉期是在一笔以某种货币标价的浮动利率债务与另一笔以另一种货币标价的固定利率债务之间进行。曾经有这样的掉期发生在雷诺公司（Renault）（一家法国汽车公司）和山一证券公司（Yamaichi）（一家日本证券公司）之间。雷诺希望发行固定利率日元债券，但是因受到法规约束，使其不能直接在国际资本市场直接发行固定利率日元债券。此时，一项由信孚银行安排的掉期交易就出现了。该交易有以下组成部分：山一证券购买美元浮动利率债券，将债券的美元收入（利息和本金）通过信孚银行转给雷诺，雷诺用这笔美元来支付其自己的浮动利率美元债。为了回报这笔浮动利率本利支付，雷诺通过信孚银行向山一证券支付日元的固定利息和本金。因此，雷诺就将其浮动利率美元负债转变为固定利率的日元负债。山一证券拥有美元资产但随后又进行了外汇风险的套期保值，因为它现在收到的是雷诺公司支付的日元。

## 第四节 掉期市场

掉期市场是由市场造市商组成的，造市商通常是大的商业银行，它们充当任何合理的掉期交易的对方。与某一方作的掉期交易先被积聚起来，直到有另一方接手为止。掉期价格是按一个标准掉期来报价的。标准利率掉期的报价如表 8.4.1 所示，利息支付是由名义本金（notional principal amount）确定的，而名义本金本身并无收付发生。

在交易日当天，对方同意进行掉期交易，利率从生效日（effective date）开始计收。（当进入互换的双方开始有净现金流量发生时，双方之间还有一个结算日。但结算日通常与生效日相同。）

掉期的价格,其完全成本(all-in-cost)是按固定利率债务付款人支付给浮动利率债务付款人的利率来报价的。每半年报价一次,可以是按绝对水平(如“9.00%固定利率对6个月LIBOR”),也可以是以高于美国国库券收益曲线的基本点利差来报价(国库券收益加上57个基本点对6个月LIBOR)。

固定利率付款人收到浮动利率,被称为“多头”或买下了掉期。多头方在概念上购买了浮动利率债务(因为他收到浮动利息)并发行附息票债券(因为定期付出固定利率利息)。

浮动利率付款人被称为“空头方”或者卖出掉期。空头方在概念上购买了附息票债券(因为它收到固定利息),并发行浮动利率债券(因为他支付浮动利息)。

表 8.4.1 标准美元利率掉期的条件

一般性条件:	
期限:	1年—15年
生效日:	交易日后5个工作日,与新的固定利率和浮动利率计息期的起始日相对应
完全成本:	掉期的价值,以固定息票半年的到期收益率对浮动指数来报价
固定利率一方:	
固定息票:	当前市场利率,按高于国库券利率或掉期差价来报价
利息支付频率:	半年或一年
日期算法:	30/360
浮动利率一方:	
浮动指数:	LIBOR,国库券,商业票据,联邦基金或优惠利率
差价:	无
报价来源:	公开报价
利息支付频率:	按浮动指数期限
日期算法:	实际/360(对于国库券是实际/实际)
利息调整频率:	和浮动利率指数条件一样(除了国库券是每周调息)
第一次息票:	相应指数的当前市场利率

掉期是按收益率的买入/卖出差价来报价的,一个“74 买入,79 卖出”的报价意思是固定利率付款人(潜在多头方)愿意以高于美国国库券利率74个基本点(或更低)的价格买进浮动利率,而固定利率接受者(潜在空头方)愿意以高于国库券利率79个基本点(或更高)来付出浮动利率。一个互换交易员将设法卖出一个掉期以得到79的要价差价并以74的买入差价买回该掉期。从而他会为公司赚得5个基本点的差价利润。

掉期也可以通过经纪人来安排。一个经纪人将会把愿意支付高于国库债券利率76的一方和愿意接受高于国库券利率76的另一方搭配在一起,然后,这个经纪人向掉期的每一方收取每年1个基本点。所有的经纪费用都是提前支付的。

表 8.4.2 和表 8.4.3 给出了近年来利率掉期市场的情况。1991 年卖出的大部分互换(超过 57%)都是美元利率掉期,达 1.622 万亿美元价值的名义本金。还有数量可观的未结清的掉期是德国马克和日元的。1991 年卖出的大部分货币互换(超过 57%)也是两种非美元货币之间进行的,掉期的本金价值为 3 280 亿美元。在 1991 年卖出的利率掉期和货币掉期中,有 8 650 亿美元(44%)为造市商之间进行的掉期,其他的则有零售用户参与。

一种单一货币利率掉期的文件和银团贷款文件十分相似,但并不像银团贷款那么精细。

因为其所包含的风险仅限于利息而不涉及本金,但是许多方面是十分相似的。必须要有一个协议,说明浮动利率计算方法,什么情况下用另一个参考利率,何时支付利息及支付方法。以及发生纠纷时适用哪种政府法规。标准的掉期文件是由英国银行家协会(BBA)和国际掉期交易商协会创造出来。

表 8.4.2 按货币划分每年卖出的利率掉期和货币掉期 单位:亿美元

种类	1987	1988	1989	1990	1991
利率掉期					
美元	2 870	3 660	5 450	6 760	926
德国马克	220	330	410	1 060	103
日元	320	430	620	1 370	194
其他	470	1260	1 850	3 450	399
总计	3 880	5 680	8 330	12 640	16 220
货币掉期					
日元/美元	240	350	530	480	800
其他/美元	300	350	400	330	600
非美元	320	540	860	1 320	1 880
总计	860	1240	1 790	2 130	3 280
卖出合计	4 740	6 920	10 120	14 770	19 500
未结清量合计	8 670	13 280	19 520	28 900	38 720

资料来源:国际掉期交易商协会。

表 8.4.3 按参与者划分的每年卖出的利率掉期和货币掉期 单位:亿美元

参与者	1987	1988	1989	1990	1991
在与最终使用者相关的交易者间	1 440	2 220	3 680	5 460	8 650
金融机构	2 030	2 820	3 700	4 720	5 910
公司	860	1 270	1 860	2 860	3 620
政府	350	520	630	980	1 110
其他	60	90	250	750	210
总计	3 300	4 700	6 440	9 310	10 850
卖出总计	4 740	6 920	10 120	14 770	19 500
未结清量总计	8 670	113 280	19 520	28 900	38 720

资料来源:国际掉期交易商协会。

第五节 掉期定价

掉期中固定利率付款方或多头方,从概念上讲是发行了付息票债券并购买了浮动利率债券。如果掉期在到期日之前中止,那么该固定利率付款人将作下面的反向交易:卖出浮动利率债券并重新购买其原来的付息票债券。因此,对于这个固定利率付款人来说,二级市场上掉期的价值就是浮动利率债券价值减去付息票债券价值。如果浮动利率债券价值高于付息票债券那么掉期的多头方就从空头方收到差价,如果浮动利率债券价值低于付息票债券,多头方就要支付给空头方那部分差价。

浮动利率债券的价值等于其未来偿付值的现值。(可参见下面的差价处理。)

例 1:

如表 8.4.5 中所示,表 8.4.4 中的掉期交易于 1990 年 7 月 1 日结束。已知浮动利率参数在当前付息期间固定为 8.75%,但市场利率为 8.65%,那么未来偿付值(167 天后收到)的现值就是:

$$\frac{1+(0.0875)(183/360)}{1+(0.0865)(167/360)}(\$10\,000\,000)=\$10\,041\,848.55$$

有 16 天的应计利息,因此,这笔金额中的应计利息为:

$$(0.0875)(16/360)(\$10\,000\,000)=\$38\,888.89$$

因此,这个浮动利率债券的价值可以分为两部分:应计利息 \$38 888.89,扣除应计利息的浮动利率债券现值: \$10 002 959.66。

表 8.4.4 美元利率掉期实例

一般条件:	
名义本金:	\$10 000 000
交易日:	1990 年 6 月 8 日
生效日:	1990 年 6 月 15 日
到期日:	1995 年 6 月 15 日
完全成本:	9%
固定利率债券一方:	
固定利息:	9%
付息期:	半年
日期算法:	30/360
浮动利率债券一方:	
浮动利率指数:	6 个月 LIBOR
差价:	-0.25%
报价来源:	路透社货币利率服务
付息期:	半年
日期算法:	实际/360
调息期:	半年
第一次付息利率:	8.75%

表 8.4.5 表 8.4.4 中的掉期若 1990 年 7 月 1 日停止执行时价值  
(完全成本=9.25%,5.5 个月的 LIBOR=8.65%)

固定利率支付的现值(包括名义“偿付”):	\$ 9 901 500.0
固定利率方的应计利息:	\$ 40 000.00
调整流量的现值:	\$ 100 134.97
固定利率支付总值:	\$ 10 041 634.97
浮动利率支付现值(包括名义“偿付”):	\$ 10 002 959.66
浮动利率方的应计利息:	\$ 38 888.89
浮动利率支付总值:	\$ 10 041 848.55
多头方应付净值(负数表示空头方付给多头方):	\$ -213.58

掉期中的付息票债券或固定利率部分的定价与三章中讨论的债券一样。但是,也有一些与互换市场相关的惯例。首先,掉期的完全成本(AIC)通常是以半年利率提出的。如果固定利率支付不是以半年为期,那么这一报价必须根据有关年付息次数进行调整,从而给出调整后的到期收益率(YTM):

$$YTM = [(1 + AIC/200)^{2/N} - 1](100)(N) \quad (1)$$

例 2:

如果完全成本在市场上以 8.75% 报出,那么用于计算每年付息一次的固定利率债券的等价的到期收益即为 8.941 406%。

完全成本通常是针对浮动利率指数报价的。而在表 8.4.4 中,与 LIBOR 还有 0.25% 的差价。按市场惯例,应计算调整流量,将浮动方转为指数报价,公式如下:

$$\sum_{i=1}^n \frac{(\text{差价})/(Di/360)}{[1 + AIC/(100N)]^{Pi}} \quad (2)$$

这里,n=从当前日期到到期日之间浮动利率债券的利息支付次数;Di=在第 i 个浮动利率期的实际天数;Pi=从当前日期到第 i 个付息日之间相隔的全部付息期数。

例 3:

在表 8.4.4 的互换中,1990 年 7 月 1 日调整流量后现值可以计算如下:

$$\frac{0.25(183/360)}{(1+9.25/200)^{164/180}} + \frac{0.25(182/360)}{(1+9.25/200)^{1+164/180}} + \dots + \frac{0.25(182/360)}{(1+9.25/200)^{9+164/180}} = 1.001\,349\,6\%$$

以美元来表示,就是:

$$(1.001\,349\,6/100)(\$10\,000\,000) = \$10\,134.96$$

$$\text{由于该浮动期已经过了 16 天,调整现金流量中的应计利息部分可以计算为:} (16/360)(0.25/100)(\$10\,000\,000) = \$1\,111.11$$

有了这些调整,我们可以很容易地为表 8.4.4 中那个利率掉期的实例定价。如果付息票债券(固定利息)的完全成本,或到期收益在 1990 年 7 月 1 日为 9.25%,这就说明其价值是

99.015%或\$9 901 500.00。而且,还有  
 $(16/360)(9/100)(\$10\,000\,000) = \$40\,000$

的应计利息。因而所有固定利率支付额的总价值就是债券的价值,包括应计利息,再加上调整流量价值,即10 041 634.97(如表8.4.5所示)。由于它低于浮动利率债券价值,因此,对于固定利率支付者来说,它通过停止执行掉期,“卖出”浮动利率债券,它(多头方)将从浮动利率付款人(空头方)处收到\$213.58。

如果我们考虑到货币因素,这一计算也并不是十分复杂。

例4:

表8.4.6中列出了固定利率瑞士法郎与浮动利率美元之间交叉货币利率掉期的详细细节。固定利率付款人承诺每年支付瑞士法郎息票,并在到期日偿还本金1 500万瑞士法郎,浮动利率付款人承诺每半年支付美元浮动利息,并在到期日偿还本金1 000万美元。我们用和上例相同的方法给固定利率一方定价,从而获得瑞士法郎现值。美元价值就是按当前即期汇价将瑞士法郎转换为美元的价值(如表8.4.7所示,这里,即期汇价为SF1.47/US\$1)。将此美元价值与浮动利率债券美元支付价值相比,我们可以看到美元浮动利率债券价值低于瑞士法郎附息票债券。因此,要结束交易,掉期的多头方(固定利率瑞士法郎付款人,即卖出固定利率债券并买进浮动利率债券的一方)将要付给掉期空头方差价,在表8.4.7中,多头方将支付\$59 308.26或等值的瑞士法郎。

表 8.4.6 交叉货币利率掉期实例

一般条件	
交易日:	1990 年 6 月 8 日
生效日:	1990 年 6 月 15 日
到期日:	1995 年 6 月 15 日
完全成本:	6%
汇率:	SF1.50/US\$1
固定利率一方	
本金:	SF15 000 000
固定利率:	6%
付息频率:	每年一次
日期计算方法:	30/360
浮动利率一方	
本金:	\$10 000 000
浮动指数:	6 个月 LIBOR
付息频率:	每半年一次
日期计算方法:	实际/360
第一次付息利率:	8.375%

表 8.4.7 表 8.4.6 中的掉期在 1990 年 8 月 15 日停止执行时的价值  
(完全成本=7.00%,5.5 个月 LIBOR=8.5%,汇率=SF1.47/US\$1)

固定利率支付现值:	SF 14 833 500.00
固定利率方应计利息:	SF 150 000.00
固定利率方支付瑞士法郎总值:	SF 14 983 500.00
固定利率方支付总值的美元价值:	\$ 10 192 857.14
浮动利率支付现值:	\$ 9 991 909.16
浮动利率方应计利息:	\$ 141 909.72
浮动利率支付总值:	\$ 10 133 818.88
多头方支付净值:	\$ 59 038.26(或 SF86 786.24)

## 第六节 上限、下限和上下限

上限是一系列欧式利率买入期权,下限是一系列欧式卖出期权,上下限是一系列范围远期——包括在一个执行价格下买入上限并在一个较低的执行价格下卖出下限。表 8.4.8 中显示到 1991 年年底,未结清的上限有 3 170 亿美元,下限有 1 290 亿美元,上下限有 230 亿美元。

表 8.4.8 利率上下限实例

名义本金:	\$ 165 000 000
上限卖方:	纽约银行
下限卖方:	—美国公司
上限买方:	—美国公司
下限买方:	纽约银行
生效日:	1989 年 7 月 24 日
到期日:	1992 年 7 月 24 日
上限执行利率:	9%
下限执行利率:	7.65%
上限保底指数:	由美联储 H—15 决定的一个月商业票据的每日平均收益(转化为货币市场收益)
上下限的期权费:	\$ 0.0
利率固定日期:	每个月第 24 日
上下限支付日:	下个月的第 24 日
上限技术:	如果任何利率确定日,上下限指数超过上限的执行利率,那么纽约银行就以实际/360 日期算法计算日期来付给美国公司上下限指数和执行利率间的差价
下限技术:	如果任何参考日,上下限指数下降到下限的执行利率以下,那么,美国公司付给纽约银行上下限指数与执行利率间差价,同样以实际/360 日期计算为基础



例 5:

在表 8.4.8 的利率上下限中,银行是卖出一个上限,买进一个下限;而公司是买进一个上限,卖出一个下限。这种情况下,问题中的指数是一个浮动指数,一个月变动一次。如果在 1991 年 12 月 24 日,利率固定为 9.25%,那么 1992 年 1 月 24 日,银行就应付给公司:

$$\$165\,000\,000 \times (9.25 - 9.00) / 100 \times 31 / 360 = \$35\,520.83$$

注意这种情况下上限是一系列欧式买入期权,到期日为 1 个月,2 个月,……,2 年零 11 个月。每一个这样的欧式看涨期权执行利率均为 9%。与此相似,下限可以看作是一系列欧式卖出期权,每一个的执行利率为 7.65%,上下限在刚开始时,上限和下限是相等的,因而上下限的净期权费就为零。

如果利率重置日,当浮动指数超过上限执行价格中的固定利率时,此时上限要支付一定金额。实际的现金支付要到该利息期末才能收到,但是支付金额在重置日就知道了。如果利率重置日当浮动指数低于保底执行价格中的固定利率时,同样下限要支付一定金额。注意这些期权的支付与利率掉期的相似之处:当重置期内浮动指数超过固定利率时,掉期的固定利率付款人(多头方)获得收益;而在浮动指数低于固定利率时,将发生损失。也就是说掉期的多头方买进了上限并卖出下限,而且上限和下限的执行价格设定与掉期的固定利率相等。

$$\text{以固定利率} \times \text{买入掉期} = \text{以执行价} \times \text{买入上限} + \text{以执行价} \times \text{卖出下限} \quad (3)$$

如果在重置期多头方发生损失,那么浮动利率付款人(空头方)将获得收益;反之亦然。因此:

$$\text{以固定利率} \times \text{卖出掉期} = \text{以执行价} \times \text{卖出上限} + \text{以执行价} \times \text{买入下限} \quad (4)$$

## 第七节 掉期期权

与掉期相关的期权常被定义为掉期期权。掉期期权合同给予了一种在特殊费率和条件下进入或退出一个掉期合同的权利。表 8.4.9 显示到 1991 年年底未结清的掉期期权为 \$1 090 亿。

表 8.4.9 与掉期相关的金融衍生产品市场

(未结清金额)

单位:亿美元

年底	1989	1990	1991
上限			
美元	1770	510	2 250
非美元	770	680	920
合计	2 540	3 190	3 170
下限			
美元	540	760	730
非美元	320	340	560
合计	860	1 100	1 290
上下限			
美元	350	330	130
非美元	40	50	100
合计	390	380	230
掉期期权			
美元	510	630	570
非美元	210	310	520
合计	720	940	1 090
综合起来			
美元	3 170	4 230	3 680
非美元	1 340	1 380	2 100
总计	4 510	5 610	5 780

资料来源:国际掉期交易商协会。

一个掉期买入期权使买者获得以固定利率  $X$  (买入期权执行价格) 为基础的固定收入, 并得到支付浮动利息的权利 (但不是义务)。也就是说, 掉期买入期权给予买方卖出掉期合同的权利, 因为空头方或掉期的卖方获得的是固定利率的支付。把这种合约定义为“买入期权”看起来让人有些迷惑不解, 但是这个名字来自债券市场。债券的买入期权赋予一种在执行价格  $P$  下买入某一债券的权利, 这个执行价格  $P$  是到期收益  $X$  的函数。如果你买了一笔债券, 你就会收到固定息票收益。如果你考虑通过按照与债券付息周期对应的时间跨度进行短期借款, 来为持有债券融资, 那么购买这种债券从效果上与进入掉期交易并获得固定利息支付浮动利息是等价的。我们可以总结如下,

$$\begin{aligned}
 &\text{执行价格为 } X \text{ 的} \\
 &\text{掉期买入期权} = \text{以利率 } X \text{ 收到固定收入的权利} \\
 &\quad = \text{以固定利率 } X \text{ 卖出一个掉期合同的权利} \\
 &\quad = \text{执行价格 } P = P(X) \text{ 的附息票债券买入期权} \\
 &\quad = \text{通过短期借款来进行长期贷款的权利}
 \end{aligned} \tag{5}$$

掉期买入期权的卖方有义务在买入期权的买方执行时买入掉期, 如果一个掉期期权可以在期权到期日前任何时间执行, 那么就是美式期权; 如果只能在到期日执行, 即为欧式期权。掉期期权一般是在掉期开始时到期, 但并不是一定如此。掉期期权的到期日也可以是在其他时间, 甚至是其基础资产掉期的到期日。

掉期卖出期权给予其购买者支付固定利率并获得浮动利率的权利 (但不是义务) (即买入

掉期的权利)。这种情形与付息票债券发行人(卖方)支付固定利息十分相似。我们可以假设这种支付的款项就是来自于通过以发行债券获得的资金进行短期贷款得到的,而且这一贷款在每次息票支付日后就滚动一次。因此我们可以总结如下:

$$\begin{aligned}
 & \text{执行价格为 } X \text{ 的} \\
 & \text{掉期卖出期权} = \text{以固定利率 } X \text{ 支付的权利} \\
 & \quad = \text{以固定利率 } X \text{ 买入掉期的权利} \\
 & \quad = \text{执行价格为 } P=P(X) \text{ 的付息票债券卖出期权} \\
 & \quad = \text{通过长期借款发放短期贷款的权利}
 \end{aligned} \tag{6}$$

假设  $I$  代表当前掉期市场固定利率或完全成本,  $i$  代表当前市场浮动利率,多头方的掉期当前价值可表示为  $Q(I, i, t)$ , 由于掉期的多头方(固定利率付款人)在概念上发行了付息票债券并购买了浮动利率债券,我们可以这样表述:

$$Q(I, i, t) = F(i, i^*, t) - B(I, I^*, t) \tag{7}$$

这里,  $F(i, i^*, t)$  是在当前浮动利率期支付利息  $i^*$  的浮动利率债券价值;  $B(I, I^*, t)$  是支付固定利息  $I^*$  的固定利率债券价值。(7)式可以简化,如果我们假设浮动利率  $i$  总是以此方式设定从而使浮动利率债券价值  $F$  等于平价。如果当前日期是在掉期的开始日期之前,或者当前日期与浮动利率  $i$  的重置日相对应(这种情况下  $i^*$  被重新设置为  $i$  的当前价值),那么这种假设就是成立的。从而,以百分数来表示  $Q, F$  和  $B$  并设  $F=100$ , 我们就可以得到:

$$Q(I, i, t) = 100 - B(I, I^*, t) \tag{8}$$

注意,

$$\Delta Q / \Delta I = -\Delta B / \Delta I > 0 \tag{9}$$

债券价值随着  $I$  的提高而降低,而掉期的符号正好相反,因此其价值变化就是正向的。即使当  $I$  上升,掉期多头方仍继续按  $I^*$  支付固定利息,因而这一权利有正值。

现在让我们考虑执行价格为  $X$  的美式掉期买入期权  $C(t)$ 。当执行时,它给掉期的空头方固定利率  $I^* = X$ 。因此,由式(8),  $C(t)$  在执行时的价值即为:

$$C(t) = B(I, X, t) - 100 \tag{10}$$

注意,只要  $I < X$ , 那么  $C(t) > 0$ , 因为获得更高的固定利率  $X$  的权利必定具有正的价值。掉期卖出期权只有在当期债券的市场收益率( $I$ )小于债券的息票利率(买入期权的执行价格  $X$ )时才能执行。这就意味着掉期买入期权与收益率相关的  $\delta$  值是负的。在执行时  $\delta$  值为:

$$\Delta C / \Delta I = \Delta B / \Delta I < 0 \tag{11}$$

与此类似:

$$\Delta C / \Delta X = \Delta B / \Delta X > 0 \tag{12}$$

式(12)简要地说明了获得固定利息支付的权利是固定息票率或执行价格  $X$  的递增函数。

对于掉期卖出期权的执行,公式与式(10)~(12)相似,只是方向相反:

$$P(t) = 100 - B(I, X, t) \tag{13}$$

$$\Delta P / \Delta I = -\Delta B / \Delta I > 0 \tag{14}$$

$$\Delta P / \Delta X = -\Delta B / \Delta X < 0 \tag{15}$$

由于掉期期权的期权费是提前支付,就存在着利息的机会成本。假设一个买入期权的购买者支付  $C^*$ , 并在时间  $t$  执行期权,此时,期权费产生了  $rC^*$  的机会成本。那么,整个交易的回报额为正的条件是:

$$C^*(1+r) > B(I, X, t) - 100 \quad (16)$$

也就是说,如果一个买入期权购买者要获得净利润,  $I$  还必须低于  $X$ , 以足以支付期权费的机会成本。

买入期权的购买者用不同的方法来实现其买入期权的执行价值。可以把这个买入期权卖回给卖方, 获得现金支付  $C(t)$ ; 或者, 买入期权的购买者可以执行这一期权, 因而成为互换的空头方, 再以  $C(t)$  的现金价格将这个互换的空头转给另一方; 再或者, 这个买入期权的购买者可以执行这一期权, 因此成为掉期的空头方并收到固定利率  $X$ , 然后他再买入一个等值的掉期并支付当前市场固定利率  $I$ 。在后一种情况下, 获得的掉期价值将是一段期间的一系列现金支付(相当于年金), 代表了两种掉期间固定利率的差额  $X - I > 0$ 。

掉期买入期权具有收到固定利率  $X$ , 并付出浮动利率的权利, 因此, 一旦执行, 在随后浮动利率  $i$  低于  $X$  的任何利息期间内, 其所有人都会得到好处。这就使得掉期买入期权与执行价格为  $X$  的“下限”十分相似, 因为下限是当本利息支付期的浮动利率低于执行水平  $X$  时获得回报的。然而, 掉期买入期权与下限之间也有些差异, 正如我们在第 10 章中所看到的, 下限是一系列欧式利率卖出期权的组合。任何一个这样的期权被执行(下限获得回报), 只有它在利息期开始时到期, 而且此时该利息支付期的浮动利率小于执行价格  $X$ 。与下限相对应的是, 一个掉期买入期权只能一次全部执行。因此, 即使这个掉期买入期权在当前利息期间获得回报, 也不保证它在未来利息期间能获得回报。这表明, 同样的执行价格下, 掉期买入期权的价值低于同样的下限:

$$\text{掉期买入期权价值} \leq \text{下限价值} \quad (17)$$

一个掉期卖出期权给予了支付固定利率  $X$  的权利, 因此, 如果被执行的话, 只要在本利息支付期内浮动利率  $i$  高于固定利率  $X$  就可以获得好处。因此, 掉期卖出期权与上限(欧式卖出期权的组合)十分相似, 除了掉期卖出期权只能执行一次之外。

$$\text{掉期卖出期权价值} \leq \text{上限价值} \quad (18)$$

简而言之, 上限可以做到任何你通过掉期卖出期权可以做的, 而且给你更多选择。所以, 只要有众多选择来使用这些工具, 上限就是最有价值的一个。行使一个掉期卖出期权和行使上限中的所有欧式买入期权是等价的, 尽管如果执行而不是放弃的话一些买入期权会带来负的价值。

另一种掉期期权是可以给予持有人终止掉期合约的权利的期权。其产生与可提前赎回债券有关。假设一家公司发行一笔有提前赎回性质的债券, 如果收益下降, 债券价格上升超过一定上限, 债券的提前赎回特性就允许该公司收回债券——即提前偿还本金。假设这家公司在发行债券时还出售了掉期, 在掉期中这家公司收到固定收入(这笔固定收入再传递给债券持有人)并支付浮动利率, 这家公司现在就相当于有了等值的浮动利率债务。但是如果因收益下降而使这家公司选择赎回这种固定利率债券, 那么它也许会终止其从掉期中获得的相匹配的固定收入。因此这家公司所做的就是卖给买方即掉期的多头方一个期权以结束掉期。如果多头方执行期权, 终止给这家公司的固定支付, 这家公司就会提前赎回其债券并中止给债券持有人的固定支付, 与掉期买入期权中实际收到的固定收入不同, 这里的执行结果是中止支付固定利息的义务。

那么, 这种类型的掉期期权等同于付息票债券的提前赎回特性。购买了一个掉期并同时购买了可提前赎回债券进行套期保值(固定支付相抵)的一方将会愿意购买一个带有终止权的

掉期期权,从而在债券被提前赎回时保护自己。〔具有这种类型期权的掉期有时被称做可卖出掉期(puttable swap),暗指多头方有权取消(卖出)这一掉期而不付退出费的事实。但是,在我们的专用术语中,这一特性是与掉期买入期权十分相似的。〕

## 第八节 掉期期权的定价

如等式(5)和等式(6)中指出,掉期买入期权就是一个附息票债券的买入期权。而掉期卖出期权就是附息票债券的卖出期权。买入期权给予一种权利,通过发行浮动利率债券来购买某一债券或获得固定收入。如果选择浮动利率债券的利率 $i$ 使其定价为平价( $F=100$ ),那么掉期买入期权可以看作是给予一种权利来以100的价格〔见等式(10)〕买入这个债券。因此,掉期买入期权就是一个执行价格(以债券价格表示)为100的附息票债券买入期权:

$$\text{掉期买入期权价值} = \text{执行价设为平价的附息票债券买入期权} \quad (19)$$

与此类似,一个掉期卖出期权有一种权利来卖出或发行某一债券以换来支付(购买)浮动利率债券的价值。因此,可以通过平价的浮动利率债券来为其定价:

$$\text{掉期卖出期权价值} = \text{执行价设为平价的附息票债券卖出期权} \quad (20)$$

附息票债券期权的定价主要在第五章中介绍。然而,许多与此有关的期权的原则可以用下列类似于第七章的讨论来确定。例如,一个欧式掉期买入期权的多头与一个欧式掉期卖出期权的空头等价于一个远期债券的多头,而该远期债券是以100的价格购买的。〔这个债券的远期价格在公式(7)中给出,或者等价于多次息票支付。〕

## 第九节 掉期协议的风险

掉期包括两种风险:市场风险和信用风险。掉期交易商(或相似方)的市场风险(market risk)就是汇率或利率可能发生变动从而使掉期的价格发生不利于交易者的变化。在这种情况下,交易者如果选择在二级市场上退出掉期交易就要再支付一定金额。交易者的信用风险(credit risk)是指在掉期对交易者来说具有正的价值时,其对手一方可能会违约。那么该交易者就会损失掉期的累加净利中的部分或全部。从某种意义上讲,这些风险是互相对应的,当市场变动有利于交易者时,那么他将面临信用风险。如果市场变动不利于交易者,那么交易者的对手方将面临信用风险。

如果利率下降,固定利率付款人(多头方)将会面临损失。因为其债务值增加了。这个固定利率付款人就构成了浮动利率付款人的信用风险。如果利率上升,固定利率付款人就会有资本利得,因为债务值下降了。(固定利率付款人在市场利率提高的情况下依然付同样的固定利率,从而获得资本利得。)这种情况下固定利率付款人面临来自浮动利率付款人的信用风险。所以,从交易者的角度来看:

### 1. 利率下降

→支付固定利率给交易者的一方成为信用风险来源。

### 2. 利率上升

→支付浮动利率给交易者的一方成为信用风险的来源。

因此,信用风险首先取决于利率波动,因为利率上升或下降的可能性反映掉期价值将会正向或负向变动的可能性。其次,一旦一个掉期,如掉期 A,已经具有正的价值变动,信用风险就是在该利率环境下,掉期 A 的对手方违约可能性的函数。

设固定利率将变为利率水平  $i$  的可能性为  $P(i)$ ,掉期价值(对于交易者来说)在利率水平  $i$  下为  $Q(i)$ ,掉期 A 的对手方在利率水平  $i$  下违约的可能性为  $PA(i)$ 。那么对于交易者来说,对手 A 的信用风险为:

$$\text{信用风险 } A = \sum_i P(i) PA(i) \max[Q(i), 0]$$

对于掉期风险的估量可以通过像表 8.4.10 中的步骤获得。假设固定利率呈对数正态分布,时间跨度为 1 年、3 年、5 年、7 年和 10 年的年波动性(对数变化的标准离差)分别为 0.195, 0.166, 0.160, 0.148 及 0.142。考察一个为几组互换配对的交易者,也就是说,对于每一个付出一定的固定利率并收到浮动利率的掉期,都有另一个收到该固定利率并付出浮动利率的掉期相对应。那么这个交易在某一个时间只会面临两个掉期中的一个掉期的信用风险敞口。最后,假设最初固定利率为 9%。利用这些假设,我们可以得到不同时间跨度  $j=1, 3, 5, 7$  和 10 年的概率函数  $p(i, j)$  并计算变量  $R$ :

$$R(j) = \sum_i p(i, j) |Q(i, j)|, \text{第 } j \text{ 年}$$

注意  $R$  与前面定义的信用风险敞口稍有不同。首先,我们令  $pA(i, j)=1$ ,即我们假设违约一定会发生。其次,既然我们考虑了相配对的掉期,无论利率上升还是下降,总有一方会有违约风险敞口。因此,我们对于每个利率水平  $i$  下的  $Q$  取绝对值。任何一年的价值  $R(j)$  当然是由实际的概率  $p(i, j)$  决定的。由于我们不知道这些实际概率是什么,对于每一年  $j$ ,我们将对利率进行  $N$  次模拟(通过上面的假设进行),并计算每一个  $N$  次模拟的  $Q(i, j)$ 。我们把它按顺序从  $|Q(i, j)|=0$  到最大的  $|Q(i, j)|$  的价值排列。我们还得到我们预期的  $R(j)$  的均值:

$$\bar{R}(j) = \sum_{i=1}^N |Q(i, j)| / N$$

表 8.4.10 一对相匹配的掉期的平均有效期中的信用风险  
(以名义本金的百分比表示)

置信度	掉期到期日				
	10 年	7 年	5 年	3 年	1 年
99%	12.99	9.46	7.81	3.92	0.780
95%	9.54	6.99	5.21	2.78	0.010
90%	8.01	5.81	4.31	2.29	0.005
75%	5.66	4.14	3.01	1.61	0.003
50%	3.80	2.78	2.04	1.08	0.002
平均预期有效期 风险 $\overline{R}(j)$	4.50	3.27	2.41	1.27	0.002

资料来源:凯特瑞娜·赛门(katerina Simons):《利率掉期中的信用风险计量》,载《新英格兰经济观察》,波士顿联邦储备银行,1989 年 10 月/11 月。

3. 在 9%的利率模拟上计算

在表 8.4.10 中,对于每一年  $j$ ,利率被模拟了  $N=5\,000$  次。例如,我们可以从表中看出,一个 7 年期互换有 90%的置信度取为 5.81,这里 5.81 是作为掉期名义本金值的百分比来测度的。它的含义是在满足对数正态分布的模拟抽样中,利用前述波动假设,对于 5 000 次抽样中的 90%(即 4 500 次抽样),掉期的信用风险( $|Q(i,7)|$  的价值)都没有超过互换名义本金的 5.81%。对于另外 10%的抽样(即 500 次抽样),掉期给交易者带来高于名义本金 5.81%的取值。因此,如果对手(相配的一对的另一方)违约,将会有超过名义本金 5.81%的损失。然而,这个假设违约概率  $pA(i)$  是确定的预期损失,是以  $|Q(i,7)|$  的均值的形式给出的。这一数字,正如表中最后一行所示,为  $R(7)$  = 相配对的掉期中的一个掉期名义价值的 3.27%,也就是说,在这些假设下,平均信用风险是一对相配的掉期的名义价值的 3.27%。

## 第五章 具有期权性质的国际债券的定价

认股权证通常和债券或优先股一起发行,作为给予投资者的附加诱饵。

——国内税务署:《特别机构手册》,1983

“这些横放在膝盖上的伞究竟有什么用呢?”,“在小雨中”,教授说,“它们也许没有太大的作用。但是一旦雨水横扫过来,你知道,它们就会有价值了,而且十分有价值!”

——刘易斯·卡罗尔(Lewis Carroil),西尔维与布罗诺(Sylvie and Bruno)

### 第一节 概述

国际债券发行契约中经常包含与普通债券不同的带有创造性的或然性条款。这些契约的大多数带有一些选择权的性质。由于大多数种类的期权可以通过其他市场资产给出其明确价值,因此,对债券契约这种或然性也可以给出一个明确价值。从而债券的总价值就不是由通常方法来决定的了。例如,一个具有期权特性的附息票债券的价值不再用第三章中的(1)式的套利关系给出。(1)式以未来利息和本金支付的贴现价值的形式来表示附息票债券的当前价值(这里以在各付息日到期的折价债券的市场价格作为贴现因子)。但是,如果债券契约条款具有在债券本息支付基础上再加上附加的期权特性,那么其期权特性就应单独处理。期权还可以在国内债券契约中发现,但是它还是在国际债券中更流行。

在这章中,我们将看到一些例子。在这些例子中一种债券可以分两部分进行定价,其价值为:①具有现金流量特性的普通债券价值;②一种或更多种期权的价值的和。也就是说,许多具有期权特性的债券可以分为两个不同部分。一部分就是普通债券  $X$ ;另一部分是一种期权(或许多种期权) $Y$ 。每一部分均单独定价。由于债券契约规定包括了这两部分,债券的价值  $W$  是这两部分价值的和:

$$W = X + Y$$

注意:并不是所有债券都可以这么简单地定价。有些情况下,普通现金流量是以期权是否执行为条件的。这种情况下,债券价值  $W$  并不是简单地把两个组成部分相加,而是有更复杂的构成:

$$W = W(X, Y)$$

这里  $W(X, Y)$  表示  $X$  和  $Y$  的一般函数。



## 第二节 确定债券的期权特性

在试图给一个具有期权特性的债券实际定价之前,我们首先练习一下确定究竟是什么期权特性。在期权特性确定以后,通过标准公式和步骤来给期权特性定价就十分容易了。

### 一、附加期权

债券的期权特性的最明显的例子就是明显地标有“附加期权(认股权证)”的债券。认股权证是给由公司发行的期权合约所起的名字。这里有两个股票期权的例子,其中的第2个从期权购买者的角度看包含了外汇因素(但并不是外汇期权)。

例 1:

1983 年 11 月,谨慎海外筹资有限公司(Prudential Overseas Funding Corporation NV)发行 1.5 亿美元债券。每一张  $10\frac{1}{8}\%$  的 10 年期票据附加了 7 张认股权证。这些认股权证给予债券持有人购买 10 股美国电报电话公司(重组以后)股票以及 7 家美国地方电话公司的各一股份的权利,认股权证的执行价格定为债券发行时股票的市场价格再加一定溢价。

因此一个债券的公平价值就取决于①10 年期债券的一系列利息为  $10\frac{1}{8}\%$  的息票支付和本金偿还,加上②7 个认股权证的公平价值。每一个认股权证均代表一个美式的股票买入期权。它们之所以是买入期权是因为它们被赋予了按预先设定价格购买股票的权利。它们之所以是美式期权是因为它们可以在任何时间执行。

例 2:

1982 年 2 月 19 日,BASF 海外有限公司(BASF Overzee NV)以平价发行了一笔 1.65 亿的 6 年期利率为 11% 的美元债券,每一张债券附带 3 个认股权证(这些认股权证可以与债券分离并从 4 月 19 日起可以单独交易),分别可以以每股 136 马克的价格认购 1 股、9 股或 10 股 BASF 公司的无记名股票。

每 1 000 美元债券的公平价值是①以平价发行的 6 年期息票为 11% 的普通的 1 000 美元债券价值加上②3 个认股权证价值,3 个认股权证的价值各不相同。很容易看出,9 股股票的认股权证价值是一股股票认股权证价值的 9 倍。而 10 股股票认股权证的价值是 1 股股票认股权证价值的 10 倍。

考虑以 DM136 购买 BASF 一股股票的认股权证价值。从一个德国消费者角度来看,这正好是一个执行价为 DM136 的 BASF 股票美式买入期权的德国马克现值。它可以通过股票期权的期权公式来定价。将这一价值表示为  $V(t)$ 。同样,这个期权,如果从一个并不十分富有并只关心美元消费的美国消费者的角度来说,其现值为  $S(t) V(t)$ ,这里  $S(t)$  是 1 德国马克的即期美元价格。例如,如果

$$V(t) = \text{DM}5 \quad \text{并且} \quad S(t) = \text{US\$ } 0.42/\text{DM}$$

那么,

$$S(t) V(t) = (\text{US\$ } 0.42/\text{DM}) (\text{DM}5) = \$2.10$$

按照同样的假设,购买 9 股股票的认股权证价值即为:

$$9(\$2.10) = \$18.90$$

而购买 10 股股票的认股权证价值就为:

$$10(\$2.10) = \$21.00$$

## 二、对本金偿付附加有期权的债券

现在让我们来看一些债券,这些债券根据其持有人的意愿选择,其偿付的本金价值可以采取两种方法之一来定价。债券持有人选择了一种价值也就必然放弃了另一种,因此,对于两种定价方法的选择就代表一个欧式买入期权。这种选择之所以是买入期权是因为它给予了一种通过“付出”(放弃)另一个价值而来“购买”债券的一种价值的权利。它代表欧式买入期权是因为交换如果发生的话,只发生在债券的到期日。(同样的定价特性也可用卖出期权解释,但在这里不做详细讨论。)

例 3:

1980 年,当纳尔逊·班克·亨特抬高白银的市场价格时,一个叫做阳光矿产(Sunshine Mining)的公司发行了 15 年期利息为  $8\frac{1}{2}\%$  的债券,每 1000 美元的债券在到期日(1995 年)都可以以平价或 50 盎司(1417.475 克)白银的市场价格两者之中的较高者赎回。

获得白银市场价格(并放弃 \$1 000)的期权等价于执行价格为  $x = \$1 000$  的 50 盎司(1417.475 克)白银的欧式买入期权。如果白银的市场价在 1995 年高于每盎司(28.349 5 克)20 美元,那么该期权就会以赚头终止,因为在这种情况下 50 盎司(1417.475 克)的价格将大于 [50 盎司(1417.475 克)][ $\$20/\text{盎司}(28.349 5 \text{ 克})$ ] = \$1000。该欧式期权的到期日为 T,  $T = 15$  年,因为在债券偿还前这个期权不能被执行。

因此阳光矿产公司的债券价值就是与该公司处于同样风险等级的 15 年期息票为  $8\frac{1}{2}\%$  的普通债券,再加上一个执行价格  $x = 1 000$ ,期限  $T = 15$  年的 50 盎司(1417.475 克)白银的欧式买入期权的价值。

例 4:

一家日本公司在欧洲债券市场以平价发行了面值为 \$1 000 的债券。利息率为 5%,每年用美元支付,到期日为 2000 年 5 月。到期日时债券可以根据所有人决定以美元或汇率为 JP ¥120/US\$ 的日元来偿还。这笔债券的价值将是多少呢?

假设债券所有人对美元消费感兴趣,那么如果在 2000 年 5 月每美元的日元数低于 120 日元,他就会选择以日元支付的本金。例如,如果汇率是 JP ¥100/US\$,债券持有者可以得到偿还的债券:

$$(\$1 000)(\text{JP ¥}120/\text{US \$}) = \text{JP ¥}120000$$

并卖出日元,得到:

$$(\text{JP ¥}120 000)/(\text{JP ¥}100/\text{US \$}) = \$1200$$

因此,这一欧洲债券的价值可以看作是①5%利息率的 \$1 000 普通债券与②执行价  $X = \$1 000$ ,到期日为 2000 年 5 月的 JP ¥120 000 的欧式买入期权价值之和。如果 2000 年 5 月每美元的日元数是 120 或更高,那么期权就没有价值,也就不会执行。债券持有人只会收到 \$1 000,但是如果每美元的日元数低于 120,债券所有人就会通过放弃收到 \$1000 的权利而

接受¥120 000 的支付额来执行期权。

例 5：

一家公司发行了利息为 8% 面值为 \$ 1 000 的债券，其本金可以在到期日时按固定汇率 Can \$ 1.200 7/US \$ 转化为其母公司的普通股股票。每股转换价格 Can \$ 23<sup>1</sup>/<sub>8</sub>。债券该如何定价？

首先要注意固定的转换价和固定的汇率意味着债券可转换为固定数量股票。具体讲，债券可以转换为：

$$(\$ 1\,000)(\text{Can } \$ 1.200\,7/\text{US } \$)/(\text{Can } \$ 23\frac{1}{8})=51.92 \text{ 股}$$

例如，假设在到期日股票市价为每股 25 加元，市场汇率为 US \$ 0.80/Can \$。那这些股票的加元价值即为：

$$(\text{Can } \$ 25)(51.92)=\text{Can } \$ 1\,298.05$$

这时，股票的美元价值(转换价值)为：

$$(\text{US } \$ 0.80/\text{Can } \$)(\text{Can } \$ 1\,298.05)=\$ 1\,038.44$$

因此，按原来的股价和汇率将债券转换为股票对于债券持有人来说要比只是接受 \$ 1 000 的本金偿付更有利。在原来的股价和汇率下，转换期权将以赚头到期。

总的来说，债券的价值为①利率为 8% 的普通债券与②母公司 51.92 股普通股美元价值的欧式买入期权之和。期权的执行价是 \$ 1 000，到期日与债券的到期日相对应。

三、息票期权

在下面的例子中，本金和息票的支付都可以在两种货币中选择，两种货币间的转换按事先约定的汇率进行。结果，每一次息票的支付和本金的偿付都带有欧式外汇期权特性。由于各次的付息都在不同时间进行，与其相关的期权到期日也各不相同。

例 6：

一家英国公司发行了一笔 5 年期面值为 \$ 1 000 的债券，每年付息 10%。债券的持有人有权以美元或英镑收到付息或本金。如果收到英镑的期权被选择，那么支付的美元就要按 US \$ 1.50/£ 的汇率转换为英镑。债券如何定价？

每一笔支付的年息 \$ 100 都可以按 US \$ 1.50/£ 转换为英镑，这就说明债券持有人可获得：

$$(\$ 100)/(\text{US } \$ 1.50/\text{£})=\text{£ } 66\frac{2}{3}$$

而不是 \$ 100。到期日时，债权持有人有权收到本金价值为：

$$(\$ 1\,000)/(\text{US } \$ 1.50/\text{£})=\text{£ } 666\frac{2}{3}$$

而不是 \$ 1 000。因此我们可以把转换特性的定价作为 6 个外汇期权价值：

	执行价	到期时间	英镑数
期权 1	\$ 100	1 年	66 <sup>2</sup> / <sub>3</sub>
期权 2	\$ 100	2 年	66 <sup>2</sup> / <sub>3</sub>
期权 3	\$ 100	3 年	66 <sup>2</sup> / <sub>3</sub>

期权 4	\$ 100	4 年	$66\frac{2}{3}$
期权 5	\$ 100	5 年	$66\frac{2}{3}$
期权 6	\$ 1000	5 年	$666\frac{2}{3}$

因此,债券的总值就是无权转换为英镑的普通债券,加上 6 个外汇期权的价值之和。注意,每一个期权都可以独立于其他期权而定价。因为执行任何一个期权的决定都不影响执行(或不执行)任何以后到期的期权的决定。另一方面,由于期权 5 和期权 6 有同样的到期日,而且由于期权 5 只有在期权 6 执行时才能执行,因此,它们可以看作是一个期权。如果期权 5 和期权 6 用这种方法结合起来,那么结合起来的期权的执行价就为:

$$\$ 100 + \$ 1\,000 = \$ 1\,100$$

结合起来的期权的英镑价值即为:

$$£ 66\frac{2}{3} + £ 666\frac{2}{3} = £ 733\frac{1}{3}$$

结合起来的期权的价值与期权 5 和期权 6 的价值之和相等。

第三节 具有期权性质的债券定价:数字实例

在这以前,我们已经熟悉把债券分割为普通的现金流量特性和期权特性,但是我们还没有正式地给期权特性本身定价。下面的数字实例将说明如何定价。有一个例子涉及到欧式外汇期权,其他例子涉及欧式股票期权,还将给出如何将欧式外汇期权公式转化为欧式股票期权公式的解释。

例 7:

一家英国公司发行了一笔 5 年期,面值为 \$ 1 000 的债券,年利息为 8%。同时它给予债券持有人期权,可以以 US\$ 1.60/£ 的汇率,以英镑或美元来收取支付的利息或偿付的本金。当前即期汇率为 US\$ 1.55/£,5 年内每一年的远期汇率分别为 US\$ 1.627 5/£,US\$ 1.692 6/£,US\$ 1.743 4/£,US\$ 1.778 2/£ 以及 US\$ 1.796 0/£。在过去的 5 年中,远期汇率对数的年平均即时标准离差为  $v=0.15$ ,而且预计这 5 年也不会有什么变化。5 年中的每一年纯贴现证券的美元利率都是每年 9%。每张 \$ 1 000 债券的公平价值是多少?

每一个息票和本金支付都可以单独作为欧式外汇期权。(比较例 6)息票支付或者是 \$ 80 (\$ 1 000 的 8%),或者是 £ 50,即  $[\$ 80 / (\text{US } \$ 1.60 / \text{£})]$ ,本金偿付或者是 \$ 1 000 或者是 £ 625。欧式外汇期权的定价公式在第七章的(22)式中给出。一个外汇单位(这里是 1 英镑)的欧式买入期权的定价公式所需输入的变量有  $X, F(t, T), B(t, T), T$  以及  $v$ 。将上面讨论的问题代入这一公式,我们将得到:

X	F(t,T)	B(t,T)	T	v	英镑数	1 英镑 买入期权价值	买入期权 总价值
---	--------	--------	---	---	-----	----------------	-------------

\$ 1. 60	US \$ 1. 627 5/£	1/(1. 09)	1	0. 15	50	\$ 0. 101 7	\$ 5. 09
\$ 1. 60	US \$ 1. 692 6/£	1/(1. 09) <sup>2</sup>	2	0. 15	50	\$ 0. 160 1	\$ 8. 01
\$ 1. 60	US \$ 1. 743 4/£	1/(1. 90) <sup>3</sup>	3	0. 15	50	\$ 0. 196 0	\$ 9. 80
\$ 1. 60	US \$ 1. 778 2/£	1/(1. 90) <sup>4</sup>	4	0. 15	50	\$ 0. 214 5	\$ 10. 73
\$ 1. 60	US \$ 1. 796 0/£	1/(1. 90) <sup>5</sup>	5	0. 15	675	\$ 0. 219 3	\$ 148. 03

总的期权价值

这个债券契约的期权价值是 \$ 181. 66,再加上普通现金流量。按下表中所给的贴现债券价格 B(t,T)贴现,我们得到这些息票的现值:

年	1	2	3	4	5
现金流量	\$ 80	\$ 80	\$ 80	\$ 80	\$ 1 080
现值	\$ 73. 39	\$ 67. 33	\$ 61. 77	\$ 56. 67	\$ 701. 93

现金流量总现值: \$ 961. 08

因此,具有外汇期权性质的 \$ 1 000,利息为 8%的附息票债券价值就是 \$ 961. 08 + \$ 181. 66 = \$ 1 142. 74。

例 7 给出了一个固定利率为 8%的债券的定价。在实践中,大多数公司和投资银行在确定息票时都愿意选择债券发行时得以平价卖出。在前面的例子中,这就需要对债券的一个或多个不同契约特性进行调整。例如,可以改变外汇期权的执行价格,或者息票的利率。下面的例子给出了在其他特性不变的条件下,如果调整息票利率,从而使例 7 中的债券公平价值为平价 \$ 1 000。

例 8:

在例 7 中,债券可以按平价卖出的合适的息票利率应是多少呢?假设未知的息票支付是 \$ Q,那么,债券的现金流量的现值就是:

年	1	2	3	4	5
现金流量	\$ Q	\$ Q	\$ Q	\$ Q	\$ Q + \$ 1 000
现值	\$ Q/(1. 09)	\$ Q/(1. 09) <sup>2</sup>	\$ Q/(1. 09) <sup>3</sup>	\$ Q/(1. 09) <sup>4</sup>	(\$ Q + \$ 1 000)/(1. 09) <sup>5</sup>

外汇买入期权的价值可以计算为:

英镑数	1 英镑的买入期权价值	买入期权总值
Q/1. 6	\$ 0. 101 7	\$ 0. 101 7(Q/1. 6)
Q/1. 6	\$ 0. 160 1	\$ 0. 160 1(Q/1. 6)

$Q/1.6$	\$ 0.196 0	\$ 0.196 0( $Q/1.6$ )
$Q/1.6$	\$ 0.214 5	\$ 0.214 5( $Q/1.6$ )
$(Q+1\ 000)/1.6$	\$ 0.219 3	\$ 0.219 3( $Q+1\ 000$ )/1.6

债券的价值就是现金流量价值和 5 个买入期权价值之和。我们希望债券总值等于 \$ 1 000,从而使债券得以平价售出。因此我们设定上面的金额等于 \$ 1 000,并求解未知的  $Q$ 。

$$\begin{aligned} \$1\ 000 = & \$Q[(1/1.09) + (1/1.09)^2 + (1/1.09)^3 + (1/1.09)^4 \\ & + (1/1.09)^5] + \$1\ 000(1/1.09)^5 + \$Q/1.6(0.101\ 7 + 0.160\ 1 \\ & + 0.196\ 0 + 0.214\ 5 + 0.219\ 3) + (\$1\ 000/1.6)(0.219\ 3) \end{aligned}$$

解  $Q$ , 我们得到  $\$Q = \$47.90$ 。\$47.90 的息票支付对应的利率是 4.79%。因此,要使债券按平价卖出,债券息票利率应降为 4.79%,如果这个利率使人觉得太低,另一种使得债券平价的调整方法是改变期权的执行价格。

下一个例子将涉及股票期权。为了将式中给出的欧式外汇期权定价公式转化为欧式股票期权定价公式,我们需要稍微改变一下解释。我们用符号  $S(t)$  来表示以本币表示的一股股票的价格。例如,  $S(t) = \$40/\text{股}$ , 如果股票是一家外国公司发行的,那么外币价格就需按即期汇率转换为本币形式,  $B^*(t, T)$  不再代表一外国债券的价格,而且将  $B^*(t, T)$  解释为在到期日付 \$1 的债券的当前价格,债券平均收益率与股票的平均股息收益率相等。例如,如果 \$40 的股票每年分股息 \$2,那么股息收益率就是  $\$2/\$40 = 0.05$ 。这与  $B^*(t, 1)$  的价值相对应。

$$B^*(t, 1) = 1/(1.05) = 0.95238$$

相同的年股息收益率对应的  $B^*(t, 2)$  价值为:

$$B^*(t, 2) = 1/(1.05)^2 = 0.90703$$

以此类推,其他变量还是一样的。 $X$  是执行价格,  $v$  是对数函数  $F(t, T)$  的平均即时标准离差,这里

$$F(t, T) = S(t)B^*(t, T)/B(t, T)$$

$B(t, T)$  是在到期日支付一个单位本币的贴现债券的市场价格。

例 9:

一个加拿大公司发行了一笔 7 年期,年息为 6%,面值为 \$1000 的债券。到期时该债券本金可以按固定汇率 Can \$ 1.2007/US\$ 转换为其母公司的普通股股票。每股转换价格为 Can \$ 23 $\frac{1}{8}$ 。当前即期汇率是 US\$ 0.80/Can\$, 当前股票的市场价格为 Can \$ 18。当前 1 年到 7 年的美元贴现债券的年收益率为 8%。股票不付股息。如果这些股息的美元价值的年标准差率是  $v = 0.25/\text{年}$ ,那么一个债券的公平价值是多少?(注意:按股息的美元价值变化计算的  $v$  值与按股票的加元价值计算的  $v$  值不同。因为美元表示的波动性包括了加元/美元的汇率的波动性以及协方差因素。)

债券转换为:

$$\$1000(\text{Can } \$1.2007/\text{US } \$)/(\text{Can } \$23\frac{1}{8}) = 51.92 \text{ 股股票}$$

这 51.92 股股票的当前美元价值为:

$$S(t) = (51.92)(\text{Can } \$18)(\text{US } \$0.80/\text{Can } \$) = \$747.648$$

$B^*(t, T)$  价值 = 1.00, 因为股票不支付股息。购买 51.92 股股票的期权执行价格为  $X = \$1000$ , 即债券的面值。到期日  $T = 7$  年,  $V = 0.25/\text{年}$ 。因此一个买入期权的价值就是:

$$\begin{aligned} c(t) &= S(t)B^*(t, T)N(d_1) - XB(t, T)N(d_2) \\ &= (\$747.648)(1.00)N(d_1) - (\$1000)[(1/1.08)^7]N(d_2) \\ &= (\$747.648)N(d_1) - (\$583.49)N(d_2) \end{aligned}$$

解  $d_1$  和  $d_2$ , 我们得到:

$$d_1 = 0.70552 \qquad d_2 = 0.04408$$

因此,

$$N(d_1) = 0.75974 \qquad N(d_2) = 0.51759$$

所以,

$$\begin{aligned} c(t) &= (\$747.648)(0.75974) - (\$583.49)(0.51759) \\ &= \$266.01 \end{aligned}$$

现金流量价值为:

年	1	2	3	4	5	6	7
现金流量	\$ 60	\$ 60	\$ 60	\$ 60	\$ 60	\$ 60	\$ 1060
现值	\$ 55.56	\$ 51.44	\$ 47.63	\$ 40.10	\$ 40.83	\$ 37.81	\$ 618.50

现金流量的总现值为 \$ 895.87, 因此, 该债券价值为  $\$895.87 + \$266.01 = \$1161.88$ 。

第四节 债券现货的期权

我们已经知道关于欧洲美元期货价格符合对数正态分布的假设是有些问题的, 因为它隐含了价格可以有超过 100 的可能性, 意味着利率可以取负值。债券现货的期权也存在着同样的概率分布问题。债券现货价格有三个边界限制: 任何时候都存在一个较低的价格界限; 任何时候都存在一个较高的价格界限; 以及在债券到期日存在着一个会合点。

(1) 债券价格的最低界限为零。在这一点上, 债券价格与外汇及股票价格没什么区别。

(2) 债券价格的上限是债券的到期收益率下降为零时出现的。如果到期收益率下降为零, 未来的现金流量就不必再折现。例如, 一个 10 年期面值为 \$ 1000 的债券每年付息 \$ 100, 如果到期收益率为零, 那么其价值为  $\$1000 + 10(\$100) = \$2000$ 。所以在这种情况下, 在任何时候债券的价格都必须在  $\$0 \sim \$2000$  之间进行交易 (其价格必须在 0 到 200 间进行交易)。然而, 注意债券价格的  $(0, 200)$  的范围是与债券到期收益率  $(-\infty, 0)$  的范围相对应的。因此, 这一债券价格的最高界限限制并不适用于到期收益, 并不排除到期收益满足对数正态分布。

(3) 到期日时, 债券价格变为平价。除了一些零息票债券外, 平价通常都设为 100, 因此债券到期价格为一, 即 100, 且概率为 1.0。我们在期权到期时的即期汇率符合对数正态分布的假设前提下给欧式外汇期权进行定价。很显然, 如果期权在债券到期时到期, 这种同样的假设对于欧式债券现货期权没有什么意义。执行价格为 100 的欧式买入期权将会以期权平价到

期,因此,总是没有什么价值的。同样的道理适用于执行价格为 100 的欧式卖出期权。一个执行价格为 95 的欧式买入期权到期价值为  $100 - 95 = 5$ ,因此,这个期权的当前价值就是将 5 按照相关的折现率折现的当前价值。

然而,同样地,债券到期日时的点分布并不排除到期收益满足对数正态分布的假设。假设我们有一债券现货还有不到 6 个月到期。我们可以(忽略市场习惯差异)将其价格表示为: $P = 100/[1 + YTM(T/360)]$ ,这里  $T$  是到期日前的日子, $YTM$  是以小数表示的。 $T \rightarrow 0$  时, $P \rightarrow 100$ ,不论  $YTM$  如何分布。

上述三点表明如果我们想使用以债券价格  $P$  作为目标随机变量的期权定价模型,我们必须注意其界限限制。但是,如果用  $YTM$  作为目标随机变量, $P$  以  $YTM$  实现的价值来计算,我们就可以使用  $YTM$  符合对数正态分布的标准的近似假设。

特别是,如果我们把  $P$  作为目标随机变量,那么很显然  $P$  的变化将随其到期日临近而变小,因为它不能离 100 太远。这种方法曾被希弗和舒瓦茨采用(Shaefer and Schwartz,1987)。他们按债券的到期期限对债券收益的变动性作了调整(从现在到债券到期时现金流量的平均时间),而且,我们可以用当前利率期限结构来限制债券价格变动[豪-列克(Ho and Iec),1986]。

很容易写出零息票债券欧式期权的定价公式。假设一个零息票债券  $B(t, T)$  到期日为  $t + n$ ,到期日时债券价格为  $B(t + n, T - n)$ 。那么,它可以被看作是今天远期价值  $B(t + n, T - n)$  的期权,即,由 3 式定义的远期债券价格的期权  $H(t + n, T - n)$ 。由于  $H$  是远期价格,将  $H$  代替期权价格公式中的  $f$ ,并将期权到期日从  $t + T$  调整为  $t + n$ ,我们可以得到:

$$c(t, n) = B(t, n) [H(t + n, T - n)N(d_1) - XN(d_2)] \quad (1)$$

这里,

$$d_1 = \frac{\ln(H/X) + 0.5v^2n}{v\sqrt{n}}, d_2 = d_1 - v\sqrt{n}$$

但是,因为远期债券价格  $H$  随着  $n \rightarrow T$ ,限制于平价的范围内(这时定义为  $H = 1$  或 100%),因此即使单位时间方差  $v^2$  可以看作是常数,表达式  $\ln[H(t + n, T - n)] - \ln[H(t + n - 1, T - n + 1)]$  中的每单位时间的平均移动仍是一个随机变量。这里的  $H$  被认为遵守布朗运动过程(Brownian bridge process)。关于布朗运动过程的详细解释可以在波尔和特罗斯(Ball and Torus,1983)的论述中找到。

例 10:

根据等式 1,一个以 3 年期零息票债券为目标资产的 3 年期欧式买入期权的价值是多少?

在这种情况下,期权到期日与债券到期日相同。也就是说, $n = T, H(t + T, 0) = 1$ (或平价的 100%)。由于  $H$  这时是常数,那么很显然,波动性  $v = 0$ ,如果期权的执行价格  $X$  在债券价格  $H$  以上(即  $X > H = 1$ ),那么  $d_1, d_2 = -\infty$ ,且  $N(d_1) = N(d_2) = 0$ ,因此, $c(t, n) = 0$ 。如果执行价格在平价以上,该买入期权无价值。另一方面,如果  $X < H$ ,那么  $N(d_1) = N(d_2) = 1$ ,且  $c(t, n) = c(t, T) = B(t, T)(1 - X)$ ,该买入期权的价值就是债券平价和买入期权执行价格之间的折现差价。因此,即使到债券到期日债券价格为一固定点时,期权公式(1)都给出了一致的期权价格。

例 10 考虑了期权到期日与零息票债券到期日相等时的极端情况。但是对于一个 3 年期零息票债券的 2 年期买入期权来说, $H$  就是一个随机变量,其波动性  $v$  就会大于零。因此,买



入期权的价值就会大于债券平价与买入期权执行价格之间的折现差价。

## 第五节 债券期货的期权

在芝加哥期货交易所,期权交易主要是针对芝加哥期货交易所的中长期国库债券期货合约进行的。对长期债券来说,其期权的执行价格是以两个基本点递增的(84,86,88,90等)。对于中期债券,其期权价格是以一个基本点递增的(89,90,91,92等)。一个买入期权给予期权购买人买进一个期货合约的权利;而卖出期权给予期权购买人卖出一个期货合约的权利。这些期权是美式期权,在期货交割日之前到期。例如,1991年9月23日和1991年10月18日之间共有4个国库债券期权交易:1991年12月期货的1991年11月期权;1991年12月期货的1991年12月期权;1992年3月期货的1992年3月期权,以及1992年6月期货的1992年6月期权。1991年11月期权从9月23日开始交易,10月18日停止交易;1991年12月期权1991年2月18日开始交易,于1991年11月里12月期货第一个通知日之前5个营业日停止交易。

这些期货是最低价交割(CTD)的期货,因为期货合约要对成为最低价交割的债券进行交易,所以,如果另一个不同的债券成为最低价交割时,期货合约的波动性就会改变。因此,期货期权的波动性就是其基础工具可交割债券的波动性的加权平均。权数取决于转换因子及其概率。如果交割名单上的某一债券成为最低价交割的概率很小,那么该债券的波动性就不会对期权构成很大影响。相反一个刚刚成为最低价交割的债券的波动性将对期权的波动性产生很大影响。

## 第六节 可提前赎回债券

可提前赎回债券根据法律合同(债券契约)中有关条款,允许债券发行人在债券到期日前购回债券。债券提前购回时的价格通常设定为债券到期支付价值加上溢价。也就是说,债券通常可以由发行者以高于平价的价格提前赎回,比如以102.5的价格。

如果提前赎回债券价格是102.5,发行者通常只有在债券市场价格为102.5或更高时才会提前收回债券。因为如果市场价格低于102.5,对于公司来说,直接从市场上购回债券要比提前赎回债券更便宜。因此,公司拥有的提前赎回债券的权利就是对目标债券现货的买入期权,其执行价格为102.5,债券持有人(他必须以此价格卖出债券)已经将这个买入期权卖给了该公司,因此,对于债券持有人来说,债券价值(V)就是一个不具有可提前赎回特性的普通债券价值(B)减去债券买入期权的价值Call。

$$V = B - \text{Call}$$

让我们将这种关系阐述得更明确些。令 $V(n, T)$ 代表T年到期但可在第n年( $n < T$ )提前赎回的债券。把在n年和T年到期的普通债券价格分别表示为 $B(n)$ 和 $B(T)$ 。最后,令

$Call(n, T)$ 和  $Put(n, T)$ 代表  $T$  年债券的欧式买入期权和卖出期权的价格, 期权在  $n$  年到期, 其执行价格均为提前赎回价格(我们假设只有一个提前赎回价格), 这些工具的关系见下式:

$$B(T) - Call(n, T) = B(n) - Put(n, T) = V(n, T) \quad (2a)$$

$$\begin{aligned} B(T) - B(n) &= Call(n, T) - Put(n, T) \\ &= V(n, T) - B(n) + Call(n, T) \end{aligned} \quad (2b)$$

$$\begin{aligned} B(T) + Put(n, T) &= B(n) + Call(n, T) \\ &= V(n, T) + Call(n, T) + Put(n, T) \end{aligned} \quad (2c)$$

第一个等式(2a)只是说明可提前赎回债券的价值可以用普通债券价值减去一个买入期权表示(这里普通债券到期日与可提前赎回债券的到期日都是时间  $T$ ), 或者可以用普通债券价值减去一个卖出期权价值(这里普通债券到期日为可提前赎回日期  $n$ )。另两个公式是第一个公式的变形。例如, 第二个等式(2b)说明不同到期日的两种债券的价差可以用两个期权的价值差来表示: 即一个以期限较长的债券为目标资产的买入期权和一个以期限较短的债券为目标资产的卖出期权, 但两个期权的到期日则与期限较短的债券的到期日相同。

为什么这些关系成立呢? 考虑  $V(n, T) = B(T) - Call(n, T)$ 。假设一种债券  $B(T)$  的主人容易卖出该债券的买入期权, 这个买入期权  $n$  年后到期。在  $n$  年末利率也许上升, 也许下降, 如果利率下降了, 那么债券  $B$  的价值提高了, 买入期权的持有人将会执行期权, 从买入期权的出售者处购买债券  $B$ 。因此,  $T$  年期债券与出售买入期权的组合的结果就是, 当利率下降时债券只持有了  $n$  年。但是, 可提前赎回债券  $V$  也会发生同样的情况, 因为如果利率在第  $n$  年下降, 并且债券价格上升超过提前赎回价格, 那么发行公司就会以提前赎回价来收回债券。

另外, 假设利率在第  $n$  年上升, 那么, 债券价格将下降并且买入的期权  $Call(n, T)$  到期将毫无价值。因此  $B$  的所有者将在整个的  $T$  年都持有该债券。可提前赎回债券  $V$  也会发生同样的情况。债券的价值将下跌, 发行公司也不会提前赎回, 从而其所有者将继续持有该债券  $T$  年。

## 第九篇

# 美国债券市场借鉴

## 第九篇

## 第一章 沿着殖利曲线走

许多人投资于序列号为 EE(Series EE)的美国储蓄债券(Saving Bonds——这是一种长期债券——译者注),这种债券同序列号为 E 的储蓄债券相类似,在第二次世界大战期间被称为战争债券。

如果你买了这样一种储蓄债券,那么你已经把钱借给了美国政府。例如,当你买了一张面额 25 美元的债券的时候,你正在许诺政府对这笔钱至少使用 6 个月的时间。作为回报,政府给你一个作为欠条(IOU)的凭证。在凭证背面的协议中,财政部答应到期付给你两倍的款项,本例的到期付款金额是 50 美元。要得到这笔回报款项,你必须持有该债券数年的时间;由于在债券的有效期内(life of bond)利息率是变动的,所以这里的日期是不确定的。但是,你被保证在 17 年内可以获得这笔回报款项。在公司和市政债券(Municipal Bond)的情况下,这种协议被称为信托协议(trust agreement),并且可能被含括在一个被称为契约(indenture)的单独的文件中。

序列号为 EE 的储蓄债券具有贷款的各种构成要素。从发行之日起到最初偿还期(original maturity)是 17 年,到最后偿还期(final maturity)是 30 年。贷款的本金数额不是如你所想的是 25 美元,而是 50 美元,即最初偿还期到期时的金额(债券是按折扣发行的)。同时,6 个月后可以由根据购买价格和应计利息(accrued interest)兑现这笔债券。

这里可能让人迷惑不解,下面给出解释。几乎对于所有的贷款,借款者必须向放款者支付利息。利息的支付有以下几种方式:

1. 就住宅抵押贷款而言,绝大多数的住宅抵押贷款要按月支付包括部分本金和部分利息在内的款项。通常,抵押贷款早期支付的绝大多数是利息。在这种情况下,利息是按月支付的。值得注意的是,每月的支付中还包括不动产税和保险费(insurance premiums),当然这些款项并不构成贷款偿还计划的组成部分。

2. 在贷款期间,利息同样可以分期支付。例如,美国政府的序列号为 HH 的储蓄债券,每年支付两次利息,直到期满——财政部偿还了所有者的全部本金。

在偶然的情况下,序列号 HH 储蓄债券只能用序列号 EE 债券和美国储蓄票据(United States Saving Notes)兑换取得,而不能直接用现金买入。这些债券的面额(denominations)是从 500 美元开始的。新近发行的 HH 长期债券的利息率将随市场的变动而变动;但是,序列号 HH 债券一旦发行,利息率在前 10 年内是固定的。如果 HH 债券延期,利息率可能发生变化。

所有销路好的中期国债和长期国债的利息是按照半年期支付的。

3. 利息也可以直接从本金面额中扣除,这也是序列号 EE 债券的运作方式。债券的本金或面额实际上是 50 美元;但财政部不是半年发送一次利息结算支票,而在债券发行之日就把该付的利息给提前扣除了。于是,债券的购买者仅需支付面额  $1/2$  的款项,但在期满时却偿还全部的面额本金。这种类型的债券被称为折扣债券。

## 第一节 什么是债券(Bond)

长期债券(bond)即指期限较长的债券。由于债券的购买者事实上把等于债券面额的资金借给了债券的发行者,所以债券表示一种债务。债券凭证(如果有凭证的话)自身成为借贷关系(alender—creditor relationship)的一种证明。由于债券可以在公开市场(open market)上买卖,所以它是一种证券(不同于汽车贷款或房屋修缮贷款)。事实上,债券是一笔旨在买进和卖出的贷款。它被定义为长期债券,或将之称为债券,一般说来它的期限在 5 年以上。偿还期限在 5 年以下的债券通常被称为短期债券(bill)、中期债券(notes)或其他术语。

由于债券是打算用来买卖的,发行的所有的债券凭证中包含一个主贷款协议(如果这些凭证存在的话)。这个主贷款协议是在债券发行者和债券投资者(也即借款人与放款人)之间订立的,被称为债券契约(hond indenture)或信托凭证(deed of trust),这个契约中包含着在任何贷款协议中你都希望看到的信息,主要内容如下:

1. 债券的数额。债券的数额即面额、面值或本金,也即指债券发行者答应债券到期时偿还的数额,典型的面额是 5000 美元,尽管美国政府或其他发行者发行的债券的票面价值可能高于这个数额。

2. 利息率。发行的债券附有特定的息票利率(coupon rate)或叫名义利率(nominal rate),利率的高低很大程度上取决于债券初始发行(primary offering)时的市场状况。利率一旦被确定,在债券的有效期内便通过合同把利率规定下来。不过,在有效期内一些债券的利息率是波动的,这些债券被称为可变利率债券和可变利率即期债务。

通过利息率与面额相乘,债券的利息支付额可以比较容易地推算出来。例如,面额 1000 美元、利息率 8%的债券每年需支付给债券持有者 80 美元的利息(用 1000 美元乘以 0.08)。

3. 利息的支付时间或方式。多数美国债券的利息支付以 6 个月为时间间隔,通常在一个月的 1 号或 15 号支付。在许多欧洲国家是 1 年支付利息一次。在其他地方,可能以其他的时间间隔来支付利息。在美国,前例中的每年 80 美元的债券利息是通过每半年支付 40 美元的方式分两次支付的。

4. 期限。债券的到期期限,即直到本金被全部付清的时间区间是有很大的差异的,但在通常情况下是 5 年以上。期限少于 1 年的债券是货币市场上的有价证券,诸如美国的短期国债(bill)、商业票据、存款凭证和银行的乘兑票据等。较短期限的债券的到期期限大约是 5 年;中期债券的到期期限大约是 7 年到 15 年;长期债券的期限可以长达 30 年。而一些公司 1995 年发行的债券的期限长达 100 年。任何债券的到期期限都是规定好的,并且写到债券凭证或债券契约(如果有这种凭证或契约的话)上。

5. 赎回特别条款(call feature)(如果需要的话)。赎回特别条款(如果在契约中载明的话)

允许债券发行者在债券到期之前收回债券,并按预定的价格偿还借款。债券发行者使用此款来保护自己免付过多的利息。当市场上的一般利息率低于债券的利息率时,发行者会赎回债券,以便退出高成本的负债,而以较低的利息率再次融资。当房产抵押贷款的利息率下降时,房产拥有者也会作同样的事情,即再次筹措房产抵押贷款。于是,前次发行的债券被偿还,或者说进行一次再集资(借新债还旧债——译者注)。

例如,让我们假使面额 1000 美元、利息率 10% 的债券的现行的收益率整整高于一般市场利息率(支付给其他证券的利息率)两个百分点,发行者想要利用契约中规定的赎回特别条款将债券收回。在这种情况下,假使收回的价格是 110(这里的 110 表示债券面值的 110%,这是债券的报价方法——译者注),也就是说,以 1100 美元收回面额 1000 美元的债券。在发行者以 1100 美元的价格将债券收回的同时,又以 8% 的利息率发行新的债券。发行的新债券收益可用来偿付旧债。这时,发行者的借款成本大大降低。

一些债券提供收回的保护条款,也即说,债券在 5 年或 10 年内不被收回。由于把收回价格作为债券的最高价格,收回条款可以影响债券的价值。投资者一般不愿意高出“收回价格”购买债券,除非到债券回收期(发行者可能将债券收回的日期)有相当长的时间;这是因为他们意识到发行者可以用较低的价格把债券收回。如果债券发行者行使收回债券选择权(option),将给债券持有者带来不便;为弥补因此给债券持有者带来的不便,债券持有者将被支付超过本金的一定数额的溢价(premium)。在前例中,收回的价格是 110,收回时让渡给债券持有者的溢价是 10。

有时,如果债券的市场价格低于它们的面额,债券的发行者可以进入公开市场买回自己的债券。这种交易被称为“公开市场收购”(open market purchase)。

6. 卖出债券的选择权(The Put Option)(如果需要的话)。有时债券所有者有一种把债券归还给发行者而索回本金的权力。这种权力被称为卖出债券的选择权,因为债券持有者可以把债券出卖给债券发行者。自然,只有当债券持有人有可能在投资回报率更高的领域进行再投资的时候,他才可能这样做。序列号 EE 储蓄债券有卖出选择权,也即说,债券所有者可用成本价加上累计利息向债券发行者兑现(redeem)债券。

7. 再集资(refunding)。当债券到期而发行者手头又没有足够的现金偿还债券持有人的时候,债券发行者可以发行新的债券;用这笔收益或者偿还旧债、或者行使购买选择权(a call option)。以上这样一种过程被称为再集资,也即借新债还旧债。

8. 抵押(collateral)。如果一种债券通过抵押被担保(secured),这正如住宅抵押贷款用住宅进行担保一样,这样一种契约将载明抵押的性质。有时,抵押品是不动产,诸如楼房和土地;或者是无形资产,诸如股票、债券和其他有价证券。

## 第二节 收益率的不同类型

尽管契约中载明了债券所有权的有关条款,但它并未能说明有价证券的价值。要对此有进一步的了解,必须理解收益率(yield)的三种基本类型。

1. 息票收益率或名义收益率。正如我们所看到的,如果债券的面额为 1000 美元,利息率

为 8%，那么息票收益率或名义收益率为 8%。每年的收益将是 80 美元(用 1000 美元乘以 0.08)。由于在贷款的期限内，息票利息率和本金的数额不再发生变化，所以息票收益也不发生变化。但是，第二种情形的收益率可能发生变化。

2. 本期收益率(current yield)。你可能用 800 美元购入一张面额 1000 美元、利息率 8% 的债券。不论你是怎样支付的，你每年有权获得 80 美元的利息。但是 80 美元代表了一种高于息票利息率 8% 的收益率。这是因为你只支付了 800 美元(而不是 1000 美元)却每年仍能获得 80 美元的回报，所以实际的收益率是 10%(80 美元除以 800 美元)。这就是债券的本期收益率。

因为这种债券低于面额出售，被称为折扣出售。这种折扣出售债券的报价(quote)是 80，意思是说用 800 美元可以购买面额 1000 美元的债券，更通俗他说，这种债券的价格是面额(par)的 80%。为了把报价换算成购入面额 1000 美元的债券需要支付的美元价格(a dollar price)，用报价数字同 10 美元相乘即可。于是，报价 80 1/2 的美元价格是 805 美元，即用 80.5 乘以 10 美元。类似的报价 90 7/8 的含义是购入面额 1000 美元的该种债券，其购入价格是 908.75 美元，即用 90.875 乘以 10 美元。正如你所看到的，在债券报价中的每一个八分之一(1/8)等于 1.25 美元，而在股票报价中的每一个八分之一(1/8)等于 12.5 美分(在股票报价中，1 表示 1 美元——译者注)。于是有如下对应关系：

债券报价中的累计 1/8 同美元价格的对应关系

1/8	1.25 美元
1/4	2.50 美元
3/8	3.75 美元
1/2	5.00 美元
5/8	6.25 美元
3/4	7.50 美元
7/8	8.75 美元

如果某种债券高于面值发行，被称为溢价发行。例如，面值 1000 美元，利息率 8% 的债券的报价为 110(其美元价格为 1100 美元)。在这种情况下，债券的本期收益率为 7.3%(用 80 美元除以 1100 美元)——低于息票上的利息率。一般说来，折扣发行可提高本期收益率，溢价发行将降低本期收益率。

3. 到期收益率(Yield to Maturity—YTM)。本期收益率不能说明债券的购买价格同到期时得到偿还的本金数额之间的差别。某人以 800 美元购入面额 1000 美元的债券，到期时收到偿还的本金 1000 美元，有 200 美元高出当时的购买价格。这 200 美元可以看作收入或收益，因此在计算收益率时必须把它包括进去。例如，以 800 美元购入一张到期满还有 5 年时间、利息率为 8%、面额 1000 美元的债券，这便是我们要讨论的计算实例。为了在计算收益率的时候，把 200 美元的折扣额包括进去，可用剩余的到期年份数除以折扣额 200 美元。可用桑泊公式规则(a rule of thumb formula)来计算收益，这种收益被称为到期收益率或直接称为 YTM(实际上，到期收益率计算公式比下面给出的公式更为复杂)。

$$\text{到期收益率} = \frac{\text{息票收益额} + \text{年均折扣额}}{(\text{债券面额} + \text{购买价格})/2}$$

在这种情况下，唯一一项不能直接利用现有信息的是年均折扣额(Prorated Discount)。



为了得到这个数字,可用到期的年限数除以折扣额。在本例中,200 美元用 5 去除,年折扣额为 40 美元。让我们把这个数字加入上式算出到期收益率:

$$\begin{aligned}\text{到期收益率} &= \frac{\text{息票收益额} + \text{年均折扣额}}{(\text{债券面额} + \text{购买价格})/2} \\ &= \frac{80 \text{ 美元} + 40 \text{ 美元}}{(1000 \text{ 美元} + 800 \text{ 美元})/2} \\ &= \frac{120 \text{ 美元}}{900 \text{ 美元}} \\ &= 13.3\%\end{aligned}$$

于是,这种债券具有:

- 息票收益率为 8% (80 美元除以 1000 美元)
- 本期收益率为 10% (80 美元除以 800 美元)
- 到期收益率为 13.3% (120 美元除以 900 美元)

到期收益率公式同样适用于溢价交易时的情况,只需有两处较小的变动:

$$\text{到期收益率} = \frac{\text{息票收益额} - \text{一年均溢价额}}{(\text{债券面额} + \text{购买价格})/2}$$

假使利率 8%、面额 1000 美元债券的出售价格是 1100 美元,债券的期限是 5 年,代入以上公式:

$$\begin{aligned}\text{到期收益率} &= \frac{\text{息票收益额} - \text{一年均溢价额}}{(\text{债券面额} + \text{购买价格})/2} \\ &= \frac{80 \text{ 美元} - (100 \text{ 美元}/5)}{(1000 \text{ 美元} + 1100 \text{ 美元})/2} \\ &= \frac{80 \text{ 美元} - 20 \text{ 美元}}{1050 \text{ 美元}} \\ &= 5.70\%\end{aligned}$$

这种按溢价发行的债券具有:

- 息票收益率为 8% (80 美元除以 1000 美元)
- 本期收益率为 7.3% (80 美元除以 1100 美元)
- 到期收益率为 5.7% (60 美元除以 1050 美元)

到期收益率是当债券交易者谈到“收益”时所指的“收益率”。它是上述三种收益率中评价本金价格、息票利率和到期期限实际收益效果的唯一有效的指标。

### 第三节 债券的价格是由什么决定的

到期收益率指标虽然能够使债券的交易者和投资者对不同息票利率和不同期限的债券收益进行比较,但是它并不能说明债券的价格。

债券的发行价格取决于多种因素,诸如发行者的创利和还本能力,以及债券是如何抵押的等。后面的章节将涉及到同发行者有关的影响价格的因素。

影响债券价格的首要因素是占主导地位的利率水平的高低。在前例中,息票利率为 8%

的债券所取得的不同的收益率是由债券是折扣发行还是溢价发行决定的。但这并不能解释债券为什么高于或低于面额发行,其原因同利息率有关。

假设票面利息率为 8% 的债券是 5 年前发行的,当时的主导利息率大约是 8% (指其他投资领域的利息率)。同时假设现行的主导利息率大约是 9%。当投资者能够买到新近发行的利息率为 9% 的债券时,为什么去购买这种 5 年前发行的利息率仅为 8% 的债券呢? 因此,票面利息率为 8% 的债券持有者只有折扣出售才有可能找到买主;因为只有这样,该种债券的收益率才能同新近发行债券的票面利息率相一致。

例如,假设利息率从 8% 增长到 10%,对于到期期限 15 年、票面利息率 8% 的债券必须折扣定价发行,以便通过把折扣额分摊到各年收益中去的办法,使该种债券到期收益率达到 10%。该债券的折扣额可以略低于 200 美元(即面额 1000 美元的债券可以按照 800 美元出售——译者注):

$$\begin{aligned}\text{到期收益率} &= \frac{\text{息票收益额} + \text{年均折扣额}}{(\text{债券面额} + \text{购买价格})/2} \\ &= \frac{80 \text{ 美元} + (200 \text{ 美元}/15 \text{ 年})}{(1000 \text{ 美元} + 800 \text{ 美元})/2} \\ &= \frac{93.33 \text{ 美元}}{900 \text{ 美元}} \\ &= 10.4\%\end{aligned}$$

票面利息率为 8%、期限 15 年的债券必须按略高于 800 美元的折扣价出售,才能同新发行的票面利息率为 10% 的债券相抗衡。

利息率变动可能引起的流通中(未偿还的)债券(outstanding bond)贬值的可能性被称为利息率风险。

但是,还有一种与此风险相反的情形。如果对于流通中利息率为 8% 的债券,因在 5 年的期限内主导利息率下跌,债券的持有者可以溢价出售,以便使该债券的到期收益率同新近发行债券的较低的收益率相一致。

例如,如果主导利息率下降到 7%,15 年期限的、票面利息率为 8% 的债券可以溢价 100 美元:

$$\begin{aligned}\text{到期收益率} &= \frac{\text{息票收益额} - \text{一年均溢价额}}{(\text{债券面额} + \text{购买价格})/2} \\ &= \frac{80 \text{ 美元} - (100 \text{ 美元}/15 \text{ 年})}{(1000 \text{ 美元} + 1100 \text{ 美元})/2} \\ &= \frac{73.33 \text{ 美元}}{1050 \text{ 美元}} \\ &= 7.0\%\end{aligned}$$

若其他因素暂不考虑,当利息率下降的时候,债券的价格趋于上升;当利息率上升的时候,债券的价格趋于下降。

作为一种推论,对于相同的利息率变动,长期债券的价格波动幅度要比短期债券的价格波动幅度大。例如,票面利息率 8%、期限 15 年的债券必须对其价格进行 200 美元幅度的调整,以便同主导利息率上升到 10% 相适应。

在相同的情况下,票面利息率 8%、5 年期限的债券只需折扣一个较小的数额——80 美

元。

$$\begin{aligned}\text{到期收益率} &= \frac{80 \text{ 美元} + (80 \text{ 美元}/5)}{(1000 \text{ 美元} + 920 \text{ 美元})/2} \\ &= \frac{96 \text{ 美元}}{960 \text{ 美元}} \\ &= 10\%\end{aligned}$$

于是,到期期限越短,对于同一利息率的变动而言,价格的调整幅度越小。

债券的定价将涉及到众多的因素,正如我们将要在后面的章节中所要看到的那样。但是,债券价格与利息率的基本关系是我们理解债券价格形成的一把钥匙。当美国财政部、州、地方政府、公司或其他发行者进行债券发行的时候,在考虑其他因素的同时,必须对利息率影响加以权衡。

当债券初始发行后并在二级市场上交易时,这些债券同样会受到现行利息率变动风险的影响。也即说,债券的价格会对影响利息率变动的因素作出相应的反应。这些因素通常被认为包括以下几个方面:

1. 商业周期(The Business Cycle)。在商业繁荣时,美国的商人开始为购买机器设备、原材料、建造工厂和拓展服务项目而借钱。于是,借钱方(需求方)为日益减少的资金(供应方)而进行竞争,致使资金的使用成本(cost of money)上升(利息率提高)。银行开始提高它们的借款利息率。为了把资金吸引到债券市场上来,债券的收益率必须提高。因此,可以接受的一般规则是,当经济繁荣时利息率趋于上升。

2. 通货膨胀。当货物的交易成本上升的时候,放款者(lender)必须提高他们的利息率来抵消货币的贬值(loss of purchasing power)。借款者之所以愿意借款,是因为他们期待着以这笔资金赚大钱,并设想以未来贬值的钱偿付这笔借款。于是,利息率的确定被认为包含了借款者对通货膨胀的预期。不论这种假设是否有效,绝大多数经济学家认为利息率(钱的使用成本)随着通货膨胀率的提高而上升。

3. 资金流动(Flow of Funds)。在许多经纪人公司,经济学家分析资金是怎样在经济活动中流动的,并且试图预期未来的借款数量。当做这项工作的时候,他们试图对利息率的供方(可利用的贷款数额)和需方(未来的借款数额)作出测定(gauge)。如果他们的分析是正确的,他们或许能对未来的利息率作出预测。

在确定利息率方面,美国联邦储备银行体系起着重要的作用,正如在制定和执行美国的财政政策时所起的作用一样(参看第三章“联邦储备银行体系及其影响”)。

利息率的波动同样影响总收益(total return),这里的总收益是以利息支付款项的再投资为基础的。

直到 20 世纪 60 年代,包括大学、捐款基金会在内的许多债券所有者,只不过是想要得到利息付款并把利息消费掉。那时,许多的债券凭证附有息票,即一张能得到利息支付的凭证。为了从这种类型的债券(被称作不记名债券)获得利息付款,你可以把息票剪下来交给债券的发行者,而这种付息活动的完成往往是通过诸如银行和经纪人公司等金融中间机构进行的。这样一种活动(被称为剪息票活动)便同富有的投资者相联系,因为这些投资者有钱买入足够的债券而靠获得的利息过富裕的生活。

“剪息票”同样反映了一种单利(simple interest)投资形式。如果某个人买了一张债券且

不对得到的利息付款再投资,那么,不论购入债券时的价格是按面额购入、折扣购入或溢价购入,债券的本金数额是保持不变的。前面的剪息票利息率和本期收益率的实例都是“单利”的例子,因为这些例子都假定利息不再进行投资(即指不计算复利——译者注)。

不过,一旦利息被用来计算再投资,债券持有者便可以获得利滚利(interest on interest)收入。例如,假设一家养老基金会证券公司的经理持有 25 张面额 1000 美元、利息率 8% 的债券。这些债券每年能够获取 2000 美元的利息(0.08 乘以 1000 美元再乘以 25)。这位经理用这 2000 美元的利息又买了两张同样的债券。由于这样做,这位经理已经把 2000 美元的利息变换成了 2000 美元的本金,因为这 2000 美元同样能够得到利息。现在的 27 张有价证券已经包含 27000 美元的面额,下年的利息将达到 2160 美元(0.08 乘以 27000 美元)。如果用 2160 美元的利息再去买同类债券,那么下年的本金将变成 29160 美元。当然,本例中没有考虑佣金、其他的支出和税收,并假设这位经理是按面额购买债券的。

利滚利是复利的一种形式。复利能够大幅度提高债券持有者的总收益,有时复利收入能够占到总收益的一半以上。例如,假设我们的一张面额 1000 美元、利息率 8% 的债券是在发行时按面额购买的,并且持有年限为 20 年。如果债券的持有者只是在这 20 年间获得剪息票的收入,那么总是利息回报将是 1600 美元(0.08 乘以 1000 美元再乘以 20 年),这是一种单利的例子。从另一方面看,如果同样期限的债券持有者,将每半年获得的利息再投资到利息率为 8% 的债券上,总的收益将会大幅度提高。在这里我们不涉及复杂数学计算,20 年间多出来的收益将达到 2201 美元,总的复合收益是 3801 美元(1600 美元的单利收入加上 2201 美元的利滚利收入)。

这并不是说利息只能再次投资到相同的债券。如果有其他更好的投资机会,当然可以利用。例如,如果 1600 美元的利息收入按照半年期的方式陆续投资到一种利息率为 10% 的有价证券上,那么总的复合收益将是 4832 美元,其中 3232 美元是利滚利的收入。

显然,利滚利的价值随着债券期限的缩短而下降。在前例中,利息率 8%、期限 20 年的利滚利收入占总收入的比率是 53%(2201 美元除以 3801 美元)。如果在相同情况下,债券的持有年限是 10 年,利滚利收入占总收入的比例为 33%,800 美元的单利收入加上 394 美元的利滚利收入,总收入 1194 美元。若期限为 5 年,总收入为 482 美元,其中 400 美元的单利收入加上 82 美元的复利收入。如果是一年的话,利滚利的收入只有 1.6 美元,或者复利收入只占总收入的 2%。

正如你所看到的,总的复合回报(the total compound return)或总的回报率(total rate of return)与到期收益率(yield to maturity)并不是一个概念。到期收益率可以从债券的购买价格、息票利息率和到期期限中推算出来,它只表示在设定的利息率条件下的当前的现金流入值(the present value of the bond's cash flow)。总回报率是从本金、息票利息率和利滚利中推算出来的,它假定利息收入将被用来继续赚钱。虽然这两种方式计算的收益率可能有区别(往往如此),但在具备下述条件之一(或多个)的情形下,算出的回报率是相同的。

第一,假设债券是零息票类型,利息已经从债券面额中扣除,正如序列号 EE 储蓄债券的情形。由于在债券到期之前没有利息收入,所以也没有将利息进行再投资的机会。在这种情况下,零息票债券的到期收益率将同总回报率在数值上是一致的,因为在事实上,到期收益率已经包括了复利计算。

第二,如果在计算中只有一个利息支付期,没有机会进行利息的再投资。如果你对只有 6

个月期限债券(也即说,只有一个利息支付期限)的到期收益率进行计算的话,情形将是如此。

第三,如果所有的利息按照到期收益率再投资,显然到期收益率将等于总的回报率。虽然总回报收益额将高于到期收益额,但是二者的比率是相等的。

一些人认为,用总回报率推测市场价值要比用到期收益率推测为好,其理由来自两个方面:

首先,在说明未来再投资的利息率变化方面,总回报率指标更能符合实际。例如,如果未来利息的再投资收益率低于到期收益率,那么总回报率将下降;如果未来利息的再投资收益率高于到期收益率,那么总回报率将会上升。但到期收益率并不能对此作出任何说明。

其次,总回报率能够使投资者、交易者对未来利息的再投资收益率给出一个合理的假定,并对总回报作出更精确的预见。例如,一位有价值证券的经理预期在未来的年份债券的利息率会下降,于是决定投资一些到期收益率为 8% 的有价值证券。在对再投资的利息率作出上述假定的情况下,这位经理知道实际的回报率将会低于 8%,于是他便会预期收入作出合乎实际的调整。

#### 第四节 殖利曲线

假定在给出再投资利息率的条件下,债券职业交易者和有价值证券的经理应当如何作出买入和卖出的决策呢?在处理收益、价格和风险上,他们将运用什么样的一般原理呢?简言之,他们的所作所为都基于对殖利曲线(yield curve)的分析。

为了说明殖利曲线及有关假定,我们设想在到期期限内再投资的利息率将固定在 8%。在以上假定的条件下,到期收益率可用下面的图形来描绘(见图 9.1.1)

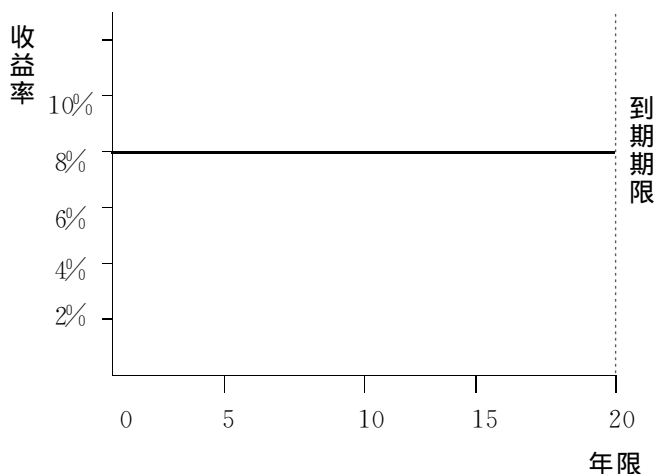


图 9.1.1

从收益率标志点 8% 延伸出来的水平线表示这种债券的预期收益曲线(我们把它称为曲线,尽管这条线是一条直线)。如果在 20 年的期限内,利息收入连续投资到利息率为 8% 的债券上,到债券期满时,实际的收益曲线将同这条线非常相似。同时,实际的总回报率同到期收益率将完全一样,因为所有再次投资的利息所赚得的利息率都是 8%。但是,当将利息再次投

向不同利息率的债券时,情形将是怎样呢?如果这种情形出现,总回报率曲线将从到期收益率曲线那里岔开。如果利息再次投向利息率高于到期收益率的债券,总回报率曲线将在到期收益率曲线的上方;如果利息再次投向低于到期收益率的债券,总回报率曲线将会低于到期收益率曲线。不同回报率的曲线可以通过下面的图形来描述(见图 9.1.2):

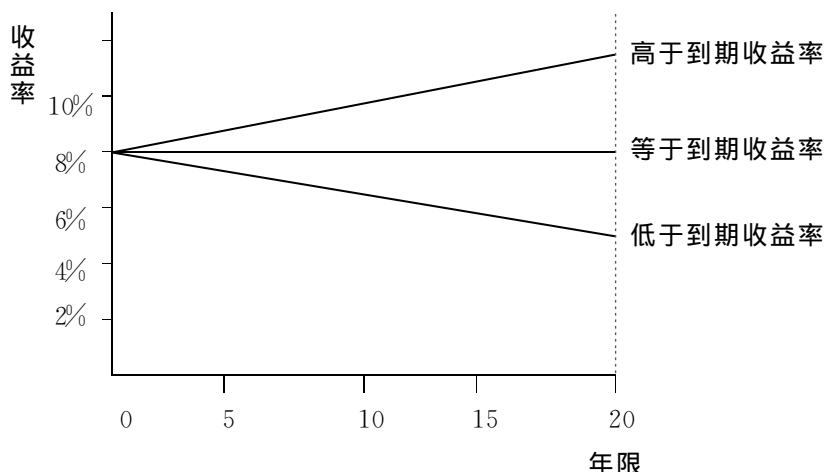


图 9.1.2

在这个图形中,高于预期到期收益率曲线的那条线,是假定债券持有者能够把利息投向利息率高于 8% 的有价证券上。或许其他的债券或优先股股票的收益率能够高于 8% 的到期收益率。把利息投到其他的有价证券上并不会降低复利的投资效果。

如果债券持有者不能把利息再次投向到期收益率为 8% 的债券上,较低的那条线则表示总回报率只能维持在较低的水平上。也许一些利息不得不用在诸如汽车的预付定金上,在此种情况下,这些钱的利息率将降为零。也许一些利息被投向利息率只有 5% 到 6% 的存款上,以使用这笔钱支付未来的学费。在诸如上述情况下,总回报率曲线将在到期收益率曲线的下方岔开。

因此,收益率曲线是对一定时期的债券市场利息率的描述。这条曲线被看作市场上债券买卖的最后结果,因此它也反映了供求作用力相互作用的最后效果。这种曲线同样形象地表明什么类型的市场参与者愿意购买短期债券、中期债券和长期债券。

正常的收益曲线如下图所示(见图 9.1.3):

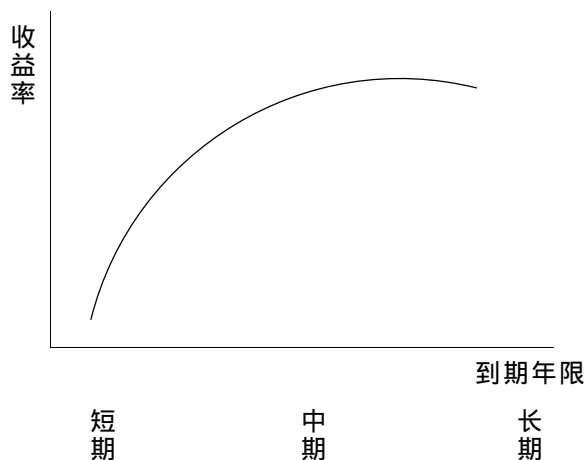


图 9.1.3

这条曲线也被称为无差异曲线(indifference curve),因为这条线表明在给定的若干到期期限的条件下,市场将同时无差异地接受相应的收益率曲线。这种不同期限收益率曲线的共存被称为利息率的期限结构(the term structure of interest rates)。

作为一个实例,让我们给前面的收益率曲线加上一些数值(见图 9.1.4):

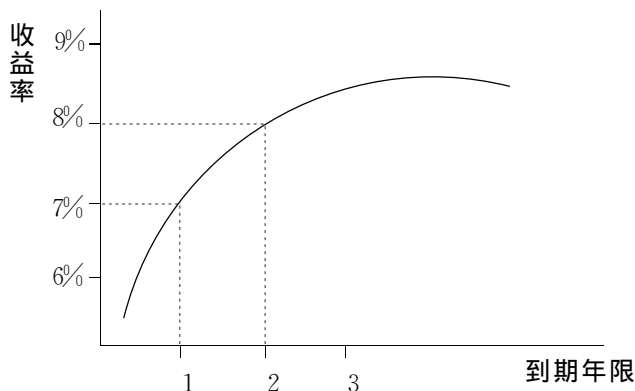


图 9.1.4

在上面的图示中,1 年期的债券的收益率为 7%,2 年期的债券收益率为 8%。在同一债券市场上,市场对 1 年期利息率 7% 的债券和 2 年期利息率 8% 的债券是无差异的。

这看起来似乎有点奇怪,但有一种理论试图从消费者的角度对此作出解释。预期假定理认为,殖利曲线是投资者对未来利率预期的结果。在上述例子中,1 年期的利息率 7% 的证券持有者是满意的,因为他预期到利息率会上升,相应地他有可能将利息再投向另一种利息率为 9% 的 1 年期的债券上。因此,这样一种投资的两年的收益率为:

$$7\%(1 \text{ 年}) + 9\%(1 \text{ 年}) = 8\%(2 \text{ 年})$$

殖利曲线自身体现着这样一种预期,1 年期的债券持有者期望着将 1 年到期的利息再次投向 1 年期的利息率为 9% 的债券上。这就是为什么把此种分析称为预期假定分析的缘故。

一般说来,短期债券的收益同长期债券相比容易发生变化。在给定债券数年期限的情况下,由于债券收益率一定程度的变化而带来的价格的变化并不明显,但是相对较小的价格的变动将意味着收益率的较大变动。

一条上升的倾斜的收益曲线反映出了未来利息率的上升。基本的推论是投资者卖出长期的有价证券,而买入短期的有价证券。这种情形无非是说投资者对债券的流动性有较大的偏好。流动性偏好理论的基本含义是投资者热衷于短期债券的主要原因是短期债券容易变现(closer to cash)。

平行的收益率曲线受到来自对短期债券的购买(需求)和对长期债券的出售(供应)两方面力的作用。如下图所示(见图 9.1.5):

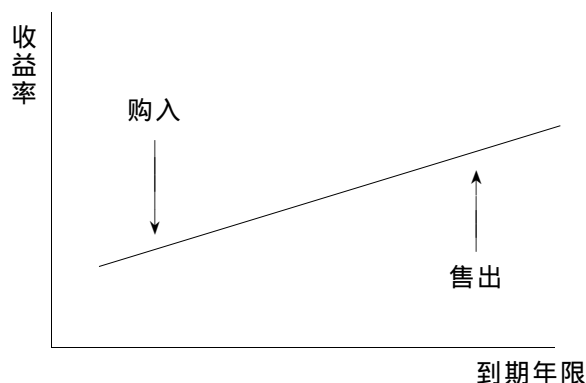


图 9.1.5

这条曲线在购入和卖出的作用力下旋转,直到均衡状态得以恢复。因此,这条直线状的收益曲线代表了投资者对未来利息率的预期和对高周转的短期投资偏爱的结果。

但这并不能表明投资者对投资风险的效果作出了评价。就风险而言,其运作原理是随着到期期限的增加债券的价格会变化无常。于是为了反映出这样一种风险,在假定利息率上升的条件下,同短期债券相比,长期债券的价格会趋于下降。由于较低的债券价格增加了债券的到期收益率,所以较长期限的债券价格低、到期收益率高。

另外,价格变动对长期债券收益率的影响较小。例如,当价格变动幅度为 100 美元时,对 1 年期的债券而言必须全额分摊到 1 年收益当中去。对于 2 年期的债券而言,对年收益的影响仅仅是 50 美元。随着债券期限的增加,价格变动的影响将被分摊到较多的年份当中,就每 1 年而言,这种影响被冲淡了。因此,对长期债券而言,价格必须发生巨大的变化,才可能对债券的收益率有较大的影响。因此,实际上的正常的收益曲线是下面这样一条曲线(将数学推理省去)(见图 9.1.6):

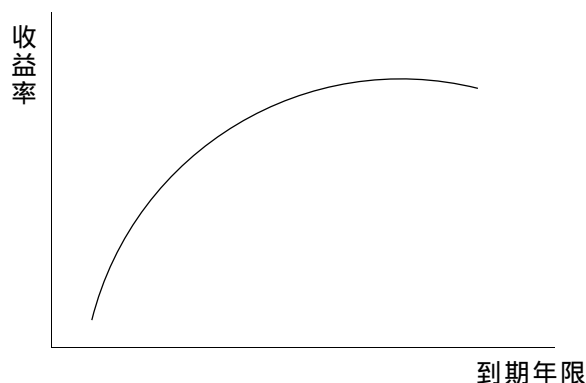


图 9.1.6

但是,这并不是说所有的收益曲线都是向上倾斜的。在前面所有的例子中我们都假定随着债券期限的延长,利息率将逐年上升。当未来的利息率被认为下降时,收益曲线将会变得向下倾斜,并且显得平滑或倒立(flatter or even inverted)(见图 9.1.7)。



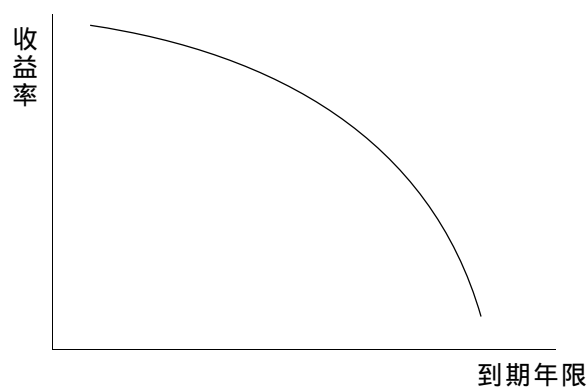


图 9.1.7

在此例中,再投资的利息率和总回报率将会下降。

殖利曲线的技术分析远远不止这些入门概念。职业交易者和有价证券的经理必须更深入地了解收益率、价格、周转性和风险之间的复杂关系。他们必须学会“沿着殖利曲线走”,即通过买卖债券获得最大的回报率。

在“沿着殖利曲线走”的时候,职业交易者必须对发挥作用的多种因素保持灵敏的嗅觉。他们不但应当对未来利息率的变动有充分的了解,而且应当对可利用市场上的非债券(non-bond)的回报率有清醒的认识。第二章将简明地介绍大量的固定收入的有价证券,第三章将阐明联邦储备银行体系在规范利息率方面的作用。

## 第二章 固定收入市场

固定收入市场是如此之巨大和如此频繁的变动,以致它的实际覆盖面难以估量。每年,美国公司向市场投放成万上亿美元的公司债券。1994年,他们向市场上发行了4970亿美元的公司债券。而当年的普通股股票的发行销售量只有850亿美元。这个数字并没有考虑诸如商业票据之类的短期公司债券,以及诸如银行承兑票据之类的银行券(bank issues)。

州和地方政府已经发行了1万多亿美元的市政债券,每年大约向市场投放1500亿美元。1994年,他们发行了1540亿美元的长期债券,其中1060亿美元用的是新货币。

美国财政部已经发行了4万多亿美元的直接的美国国债,联邦代理机构发行得更多。

欧洲债券市场和国际债券市场上每年发行成万上亿的新债券,仅1992年就发行了3440亿美元的债券。

### 第一节 资本市场和货币市场

这个全球性的大市场(在这个市场上债券发挥着重要的作用),主要由两部分组成:资本市场和货币市场。

#### 一、资本市场

在资本市场上,长期债券与股票(包括普通股和优先股)一道进行交易。通过这些金融工具资本得以筹措。在资本市场上交易的债券可能由以下单位发行:

- 美国财政部——通过作为财政部代理人的美国联邦储备银行体系代为发行
- 联邦代理机构,诸如联邦住宅贷款银行(the Federal Home Loan Bank),联邦国家抵押贷款协会(the Federal National Mortgage Association)
- 州和地方政府,它们的代理机构及其授权机构,这些债券被称为市政债券
- 公司债券,包括国内公司发行的债券和国外公司发行的债券
- 外国政府

从第四章到第九章将详细讲解资本市场,其他的章节主要讲解货币市场。

## 二、货币市场

货币市场由短期的、固定收入的金融工具(vehicles)组成,一般说来,到期期限不超过 1 年。这个市场上包括到期期限不到 1 年的债券,以及下述的其他一些债券:

- 美国财政部的短期国债
- 美国政府代理机构的票据
- 地方政府票据
- 银行存款单(CDs)
- 商业票据
- 联邦基金(federal funds)
- 回购协议(“repos”)
- 活期贷款
- 银行承兑票据(BAs)

## 三、货币市场的参与者

货币市场没有固定的场所,相反,它是由以下机构组成的市场的集合:

- 金融中心所在地的银行,包括纽约、东京、伦敦和其他一些大城市
- 大约有 38 家美国国家证券交易商,这些交易商被称为初级交易商
- 大约 12 个商业票据交易商
- 几家银行承兑票据交易商
- 一大批货币经纪人,他们专门寻求货币市场上的短期资金的借出者(lenders),然后把这批资金借给货币市场上的借入者(borrowers)

绝大多数货币市场上的经纪人是以纽约为基地的,他们主要从事余额储备(surplus reserves)交易——这里的余额储备是指超出银行所必需的联邦储备银行规定的法定准备金数额的部分。对短期贷款而言,这些基金是可以利用的,通常用来隔夜拆借。

货币市场的参与者可能是任何的政治或经营实体,这些实体的共同特征是,需要手头有足够的现金来满足本身开支、正常营运和独立的现金流通的需要。随时需要现金的市场参与者可以从现金超出其当前需要者的手中借入。于是,货币市场提供了一个现金蓄水池(a pool of cash),通过它的市场交易机制,现金流入需求方。由于这样一种金融工具几乎没有违约的风险,所以货币市场被认为是非常有价值的市场。

有一个时期,只有大的金融机构和商业机构才能利用货币市场进行投资。但是,由于 20 世纪 80 年代初期的利息率较高,人们难以将货币市场予以忽略(too good to ignore)。通过互惠信托基金(mutual funds),个人投资者可以享受来自货币市场的期限短、高周转和低风险的好处。另外,美国财政部通过对国债的周期性拍卖,使个人投资者对国债投资变得容易起来。通过联邦储备银行体系,绝大多数货币市场的个人投资者可以不费吹灰之力买到他们所需数额的美国短期国债。

## 第二节 货币市场产品

在货币市场上交易的各类金融产品有一个共同的特点：即它们的到期期限都不超过 1 年。让我们来分析一下在这个市场上交易的多种多样的短期的有价证券(instrument)。

### 一、美国短期国债(Treasury Bills)

也许在货币市场上,最有名的国债是美国短期国债,或称为 T-1,这是一种美国财政部发行的短期折扣债券(discount obligations)。这些债券不支付定期的利息,而是按折扣价发售的。当债券到期或者为了牟利而出售时,因折扣买入而带来的增加额便是利息(指债券面额同折扣买入价的差额——译者注)。对一些机构来讲,由于短期国债的期限短和即期畅销性(ready salability)而成为受欢迎的投资。短期国债的市场是如此之大和有效率,及其高周转性,以致人们通常把它作为现金的等价物来看待。

我们将在第四章对美国短期国债作进一步的讨论。

### 二、市政票据(Municipal Notes)

这些市政债券通常期限不超过 1 年,在极为罕见的情况下,到期期限可能是 2 年甚至是 3 年。州和地方政府,以及它的代理机构或授权机构,运用这种债券弥补资金上的缺口,用作税收收入库之前的支出,或者说预先使用债券发行者所属企业应缴纳的税收款项。尽管有时这类票据是折扣发行的(正如短期国债一样),但绝大多数情况下是以面额和生息(bear interest)的形式发行的。

这类票据通常是属于以下类型:

● 税收预期票据(TANs):通过票据发行预先使用税收收入

● 岁入预期票据(RANs):通过票据的发行预先使用岁入(revenue),这种岁入可能来自政府或政府的代理机构所经营的企业,或者来自政府的授权机构;或者预先使用联邦政府和州政府的援助

● 税收及岁入预期票据(TRANs):票据的发行以税收和岁入的预期收入为基础

● 债券预期票据(BANs):票据的发行以未来债券发行收入为基础(以未来债券的发行收入来偿还票据发行而带来的债务——译者注)

● 工程票据:票据由美国住宅与城镇开发部发行(the United States Housing and Urban Development Department)。这些票据的发行被用来为当地住宅建设和城镇工程筹措资金,该票据发行以工程的收入、政府的信誉和贷款为后盾。由于这些保证,这种票据被认为是非常安全的投资。

### 三、存款证(CDs)

这种凭证是由商业银行和储蓄机构发行的。它们代表了在特定期限内能赚得固定利息收入的一笔存款(funds deposited)。多数银行使用这种规范的存款证(description CD)作为面额适中的储蓄凭证(savings certificates);当存款人遇到困难时,通常可以转让这些储蓄凭证(如果他们需要的话)。

在货币市场上,存款证是可以流通的证券,最低的发行面额(denominations)是 100 000 美元或者更多。当货币市场上的存款证交易的时候,每手(round lot)的最低交易额是 1 百万美元或者更多。存款证的报价是以应计利息为基准(on an accrued interest basis)的。

存款证最短的期限是 7 天,但绝大多数的存款证有较长的期限。对存款证的到期期限没有限制,多数存款证的期限是 1 年或少于 1 年,但也有到期期限多于 1 年的情况。目前,一些银行发行利率变动的存款证,期限达 5 年之久。

### 四、商业票据

这种无担保的本票(promissory note)主要是由需要融通大量应收款的股份公司发行的。汽车融资公司,诸如通用汽车票据承兑公司,是最大的商业票据发行者。商业票据的出售以折扣为基准,票据的到期期限从 3 天到 270 天,但通常的期限是 30 天到 50 天。在这个期限范围内,票据的购买者有较大的选择余地,可以说,购买者可以选择任何的期限来满足自身的需要。

事实上,所有的商业票据将有一家大型的评估公司进行评等分级,诸如穆迪投资者服务公司(Moody's Investors Service)和标准普尔公司(Standard & Poor's Corporation)。这种债务形式通常被认为是一种安全的投资,尽管不如短期国债和银行承兑票据安全,当然,短期国债和银行承兑票据的回报率较低。非常罕见的违约(未能如期承兑的——译者注)商业票据之一是陪尼中心公司(the Penn Central Corporation)1970 年发行的商业票据。

### 五、联邦基金券(Fed Funds)

作为联邦储备银行体系成员的银行持有法定的准备金(required Reserves),以便作为区域性联邦储备银行的存款余额。由于联邦储备银行自身不对存款储备基金(deposited reserves funds)支付利息,所以准备金超出存款业务需要的银行可以把多余的部分全额或部分地借给为达到法定准备金而需要借入资金的银行。于是,联邦基金业务产生。由于对此种基金存在着动态供求机制,所以在这个领域的市场得以形成。

联邦基金券的销售被称为直接交易,并且通常是以当天的信用(无担保——译者注)为基准的(on a one-day unsecured basis),尽管一些较长期限的交易也被进行。出售基金券的银行通知联邦储备银行体系减少它的账户的金额,同时增加买入或借入银行,账户的金额。第二天此笔交易被冲销抵账。这种金额的增减变化是通过联邦储备银行体系的电子通信网络(被称为联邦银行网络)自动完成的,不需要手工传递与划拨。

## 六、回购协议

除了无担保贷款外,货币市场参与者还可以从事回购协议业务。在这种协议中,证券持有者把证券卖出去,同时规定在商定的未来时期内、按商定的价格把这笔证券购回。为了同应计利息相联系(如果需要的话),证券的回购价格被规定下来,以便使证券购买者获得合理的回报。在货币市场上的这种交易,通常的期限为几天的时间,但是一些回购协议也可能规定较长的时间。

因此,回购协议是对自己拥有的债券进行融资或将债券兑现成现金的一种方式。用经济学术语讲,债券的购买者把钱借给债券的出售者,以短期为基准,通常是隔夜拆借。当最初的出售者把债券回购过来之后,事实上原出售者已经偿还了借款。

虽然从经济学上讲,回购协议是一种借款,但从逻辑上讲是一种销售。因为,如果说另一方不守约,最初的购买方不得不拥有这笔债券,所以说,另一方的信誉是至关重要的。债券的购买方同样必须确保债券值得购买;在过去,回购协议的购买方,由于出高价购入了低价值的债券而赔了钱。

回购协议的利息率同联邦基金的利息率相联系,因为银行可以从这两个市场上借钱。但由于回购协议被担保,所以联邦基金的利息率往往较高。

反向回购协议是从购买者的角度来看的一种协议,是指证券的购买和销售。它的目的是把钱借给债券的出售者,或者将债券短时间借入。这种运作的目的或许是短期销售或其他的目的。

## 七、活期贷款(通知贷款)

这是一种银行给债券交易商或债券经纪人的短期贷款。这种贷款被认为是安全的,因为经纪人公司对证券进行了抵押。经纪人公司或者将本公司拥有的证券作为抵押(诸如交易中的存货),或者将它们的客户拥有的证券作为抵押。当然,这些客户先前同意这样使用它们的证券。多数这种被抵押的客户的证券被存在客户的保证金账户上(in customer margin accounts)。在保证金账户上,客户频繁地通过将证券作为抵押品而借入资金。

这种贷款的名称(指通知贷款)衍生于以下的事实:不论是款项的借入方或借出方都有权提前一天通知对方结束这笔交易。

## 八、银行承兑票据(BAs)

这种信用票据被用来在国内外对能够迅速还本生利的交易进行融资。

下面是银行承兑票据产生的一个例子。美国的进口商从国外的出口商那里购买原材料。假如没有银行承兑票据,负责运送这批货物的出口商只有当货物运到时才能得到货物的付款。相反,付款还可以按照以下方式进行:进口商以出口商的名义安排一家商业银行发行一张不可撤消的信用证(an irrevocable letter of credit),在这张信用证上详细载明货物运达的细节。那么,出口商便可以在这家美国的银行开出一张汇票(draw a draft),并把这张汇票带到国外的

那家银行进行即期兑付(immediate payment)。一旦出口商的款项被支付,国外的这家银行便把这张汇票传递到美国,要求发出信用证的这家美国银行承兑。美国的这家银行在汇票上加盖“承兑”的字样,于是这家银行有了当汇票到期时支付款项的责任。至此,银行承兑票据业务得以产生。

通过一个信托收据,运货的有关文件退还给美国进口商,这些文件使进口商有获取和出售这批货物的权力。于是,进口商有义务把销售收益存到这家承兑银行一定的期限,以便支付到期承兑,这个期限通常为 90~180 天。

一般说来,承兑银行在贴现国外银行新的承兑票据的同时,将增加这家外国银行的账户收益。承兑融资的成本包括支付给承兑银行的贴现费用和佣金。这笔费用可由交易的任何一方支付。

承兑银行可以把承兑票据出售给承兑票据交易商,也可自己作为有价证券持有。因为银行承兑票据是承兑银行不可撤消的直接债务,所以它被认为是一种非常安全的投资方式。银行不仅受到客户付款协议的保证,而且受到证明所有权的所有文件的担保。事实上,银行承兑票据在美国已经使用了 70 多年的时间,尚未听说过投资者的本金损失的情形。

美国长期国债市场仅仅是广阔的、多种金融工具参与交易的全球性证券市场的一部分。支配美国固定收入交易市场的中心环节——在某种意义上也是对世界证券市场产生影响的中心环节——是美国联邦储备银行体系。这个重要的角色,其绰号为“凡得”(Fed),是下一章讨论的主题。

## 第三章 联邦储备银行体系及其影响

联邦储备银行体系(即“凡得”),作为美国的中央银行,在国家货币供应管理方面扮演着极其重要的角色。在决定利息率水平、债券的价格和商业活动方面起着重要的作用。本章将着重介绍联邦储备银行体系在经济活动中的作用,以及同管理你的投资有关的一些活动。

### 第一节 1907 年富人的恐慌及其结果

在 1900 年,美国的银行几乎不成体系和不规范。在经营一家或几家银行的情况下,没有中央银行给它们提供储备资本和帮助它们平息金融市场的震动。那时,存款者常常丢失存款;尽管经过长时间的努力,通过采取提供贷款帮助等措施,使银行得救了,并且存款者也不再丢失款项。但是,在 1907 年,出现了富人的恐慌,因为受到证券市场大崩溃影响的只有富人。当时的情况是如此之严重,致使美国国会通过了法案。1913 年,美国国会建立了联邦银行储备体系,其目标是,通过使国家银行持有同存款相适应的储备资本来确保银行体系完善性;从而创建出一个更完备的、安全的和灵活的货币体系。于是,从那时起至今,联邦银行储备体系的实力、地位和影响逐步占据了中心位置。

联邦银行储备体系几乎影响债券的每一个方面,尽管有些方面的影响并不显而易见。如果你要对债券进行投资,就应当对联邦银行储备体系有所了解,诸如要了解它是干什么的?它是如何运作的?它的所作所为同你的债券的投资和管理有什么联系?等等。

### 第二节 什么是联邦银行储备体系

联邦银行储备体系即美国的中央银行。尽管联邦银行体系被认为是独立的,但是,它在美国国会的监督之下。因为美国宪法的第一条款第 8 部分给了美国国会调整货币供应和控制币制的权力。联邦银行储备体系的工作必须为政府的经济和金融政策提供全方位服务,但它的决定并不需要总统和其他任何人批准。



### 第三节 联邦储备银行体系的功能

联邦储备银行体系的主要功能是：

1. 保持金融体制的稳定。
2. 制定货币政策。
3. 监督和管制银行机构。
4. 为美国政府、公众、金融机构和国家驻外机构提供金融服务。

所有这些在某些方面都会给你带来影响,同其他方面相比,一些方面的影响可能比较明显。保持货币体系的稳定是任何投资体制和投资政策的先决条件。金融服务会对你的投资活动带来直接的影响,因为你可以拍卖市场上直接购买国债。有关投资和交易政策的制定,同样会对你产生影响。当你同一家国家银行做生意的时候,银行的规定和监督办法会对你产生影响。

### 第四节 保持货币体系的稳定

联邦储备银行体系通过给银行业务经营提供所需要的资金来保证金融货币体制的稳定性。确保货币体制的稳定是联邦货币政策的目标之一,其手段是规范公开货币市场的运作,规定贴现利息率和法定准备金额等。

保持货币体制的稳定或许是联邦储备银行最重要的作用之一,而当你作为一个投资者时,这种作用会表现的更明显。

### 第五节 联邦储备银行体系是如何制定货币政策的

货币政策包括根据需要增加或减少货币的供应量,其任务是实现政府的目标服务。通常这些目标由三部分组成:一是币值稳定;二是利息率合理;三是保证全国贸易的运转有足够的资金供应量。

联邦储备银行体系通过三种方式制定货币政策:

1. 通过公开市场运作的方式(买入和卖出美国国债)。
2. 通过制定贴现率的方式。贴现率是指当商业银行或存款机构向联邦储备银行借款时,支付给联邦储备银行的利息率。
3. 通过给国家银行和其他储蓄机构制定法定准备金的方式。

## 一、联邦储备银行体系的公开市场运作

联邦储备银行常常通过公开市场运作的方式来管理货币的供应,而公开市场运作这一活动是由联邦公开市场委员会(FOMC)组织的。公开市场委员会由理事会组成,理事会主席由纽约联邦储备银行的主席和其他联邦储备银行的主席轮流担任。公开市场的运作是买卖证券,常常是在证券市场上买卖国债。

公开市场委员会每两星期开一次会,若需要的话可以增加开会的次数。会议 6 星期后,公众可以利用每次会议的详细记录。公开市场委员会监督公开市场的运作,并利用这种市场运作来保证货币政策的执行,进而确保货币市场的状况、货币和信贷的供应量最适合国家的经济发展。绝大多数公开市场的运作是对美国短期国债的买卖。

联邦储备银行卖出国债可以减少货币的供应量,因为买者为购买国债必须支付款项;联邦储备银行购入国债可以增加货币的供应量,因为联邦储备银行必须为购入国债而付款。因此,联邦储备银行可以通过出售国债,来回笼货币市场上的货币进而抽紧银根供应(即减少货币供应量——译者注);可以通过买入国债来放松银根供应,因为这一举措增加了货币市场上的货币供应量。抽紧银根可以稳定价格甚至可以使价格回落,同时会引起利息率的上升,这是因为借款方为购入商品或劳务所需要的资金供应量减少。增加货币供应会引起价格上升和利息率下降,这是因为用来购买商品或劳务的借贷资金量得到了增加。联邦储备银行试图通过抽紧银根来抑制通货膨胀或经济的过度增长,并试图增加货币的供应量来刺激经济的发展。

联邦储备银行所从事的绝大多数交易是短期证券,尤其是对美国短期国债的交易。公开市场运作对货币市场供应的影响是立杆见影的,因为这种交易必须在三个交易日内达成。

联邦储备银行对市场操作不事先公布,但是,会议 6 星期后公开市场委员会将向公众公布会议的细节,以消除公众的疑虑。操作的措施和会议细节将被记者反复报道。不过,证券市场的灵通人士,尤其是美国国债市场灵通人士对联邦储备银行的市场操作几乎能够马上知晓。证券交易者一直在相互转告,几乎所有的证券交易消息灵通者在几分钟内便对此事了如指掌。主要的新闻媒体也将马上报道联邦储备银行市场操作的情况。

联邦储备银行还运用证券回购协议来进行公开市场操作。有时也偶尔使用反回购协议(回购和反回购协议已经在第二章作过讨论)进行操作。

当联邦储备银行需要临时吸收准备金的时候,它可以运用证券买卖记账操作(a matched book operation),该操作由即期证券销售和随后按照协议回购两部分组成。证券的即期销售回笼了银行系统的准备金;当回购协议执行后这些准备金又得以复位。通常,证券买卖记账操作的期限不超过 7 天,并且该操作中出售和回购的都是美国短期国债。联邦储备银行召集交易商进行竞争性投标,然后裁决出最佳的投标商。

## 二、贴现率调整的运作

实施货币管理政策的第二种方式是调整贴现率,贴现率是指联邦储备银行向借款银行(即向联邦储备银行借款的银行)和其他储蓄机构收取的利息率。提高贴现率便增大了银行向联邦储备银行的借款成本,因此,在经济兴旺时趋于提高利息率。这样做的结果是抑制了经济活

动,其原因是由于借款成本的提高降低了对货币的需求。

降低贴现率便是在相反的方向进行的一种操作。这种操作可以降低银行的借款成本,同时也将相应降低个人和企业的借款成本。结果是增强了经济活力,这是由于资金容易取得和借款成本低廉的缘故。

贴现率的调整是不提前公布的,虽然人们往往对此众说纷纭。直到国家交易截止日期(the close of United States trading)确定后,贴现率的调整才被公布;与此同时,各主要媒体对此进行详细报道,尤其是商业新闻栏目。

### 三、银行准备金调整的运作

实施货币管理政策的第三种方式就是调整国家银行的法定准备金数额。银行储备一定的准备金是为了确保各种特殊情况的资金需要,比如紧急情况的急需等。银行同时被要求在联邦储备银行存有特定的准备金,联邦储备银行将决定准备金的规模,并代管这笔准备金且不付利息。因此,通过准备金措施将从货币供应方抽去资金,从而使这笔资金不能被用来借贷和开支。如果增加法定准备金数额将会减少可利用的资金数量,进而出现银根抽紧和利息率上升的趋势。如果降低法定准备金数额将会增加货币供应量,进而出现货币供应宽松和利息率下降之趋势。有过多准备金的银行可将多余的部分借出去,需要准备金的银行可将这部分资金借进来(这便是联邦基金,在第二章已经作过讨论)。

联邦储备银行调整法定准备金数额的情形较为罕见,如果要调整的话,新闻界将会对此作大量的报道。在法定准备金的调整过程中,通常和贴现率一并调整,并且往往伴随大量的分析评论性文章。

## 第六节 保持贴现率和法定准备金调整的协调一致

如果你在固定收入市场上进行投资的话,你应当密切注意贴现率和法定准备金调整。几乎各大媒体的商业栏目会对这种调整提供详细的报道。这些媒体也将会在“债券市场每日报道”栏目里对联邦储备银行的公开市场操作情况进行报道。你应当在熟悉这类报道的情况下,或至少了解大致背景的前提下来管理你的证券投资。

## 第七节 货币政策同财政政策的不同之处

不要将财政政策和货币政策混淆在一起。财政政策主要由税收政策和支出政策组成,其目标是控制经济活动和通货膨胀。货币政策由增加和降低货币供应量组成,其目标同财政政策的目标相同。例如,当美国政府提高或降低税收的时候,或者增加或削减政府支出的时候,这都是财政政策。当美国联邦储备银行购买或销售国家证券的时候,这就是货币政策。

## 第八节 联邦储备银行对储蓄机构的监督和规制

联邦储备银行监督和规制某些银行机构。监督和规制(regulation)并不是一个概念。监督是指对银行机构的实际业务运作进行监视,目标是确保它们遵守适用的法律和规定,以使它们的业务活动沿着正确的道路运行。规制是指制定法律和规则,其目标是当这些法律和规则被遵守的时候,整个银行体系在金融上能够保持完善,并能使银行业满足国家的要求。当联邦储备银行颁布一项我们必须遵守的银行规定的时候,我们将此行为称为规制。当联邦储备银行派代表到一家银行进行监视,以确保所颁布的法律和规则被遵守,确保银行在金融上的完善性,确保银行手续的完整性,以上行为被称为监督。联邦储备银行的各项规定适用于所有的银行。联邦储备银行实际上只监督大约 1000 家国家银行,这些银行虽是被所在地的州特许的,但却是联邦储备银行体系的成员。这些银行被称为“国家成员”(state member)。

联邦储备银行还制定和负责解释顾客保护条例,并强制这些保护性法律得以执行。

## 第九节 联邦储备银行对政府和公众的作用

联邦储备银行为国家、投资公众和其他成员提供众多的金融服务。当你作为一个投资者的时候,作为美国财政部代理机构的联邦储备银行提供的服务是十分重要的。联邦储备银行作为美国财政部的代理机构销售、拍卖和发行新的国债。联邦储备银行提供国债直销系统,该系统为各类国债投资者提供便捷的投资方式,并且价格合理,费用低廉(有时甚至不需要任何费用)(国债直销系统将在第四章“美国政府证券市场:国债”部分进行讨论)。该系统让投资者在证券拍卖市场上购买国债,此时的价格是由投标竞争决定的。投资者可以直接进入投标或通过代理人进入投标的行列,这里的代理人通常是一家银行或经纪人。如果你利用国债直销系统,那么你就正在利用联邦储备银行提供的服务。

联邦储备银行的其他服务包括:纸币和铸币的发行,银行支票的兑付和清算服务,资金的电子划拨服务,自动清算所服务(另一种资金电子划拨服务),网络清算服务,以及国际结算服务。

## 第四章 美国政府证券市场 :国债

在美国政府证券市场上,每天都作出一些世界上最有影响的货币决策。成万上亿美元的转手是在交易电话不停地传递、自动报价交易系统反复更新和电话指示灯不断闪烁的背景下进行的。

不过,在了解这个广阔的市场如何运行之前,你必须对政府证券市场这个大舞台有所了解。政府证券可划分为三个类型:

1. 国家证券
2. 政府代理机构发行券
3. 衍生金融工具

政府为了正常营运总是需要借钱。这并不是说政府人士比我们其他任何人更加挥霍浪费;他们无非是这么一大批人,或者是他们选出来的代表,业已意识到为了公众的利益借债筹资比强行增加税收更容易。在过去,作为政客和投资银行家的弗格斯(Fuggers)和罗斯柴尔德(Rothschilds)以私人的名义融集了公共的债务,并因此使他们有了无限的政治权利。在向公众融集资金方面,美国现已采取了不同的方针。

在美国(其程度将超出任何国家),政府的债务凭证已经成为法定的投标书,成为存款的蓄水池,成为世界上最大的证券交易市场基地。为了维护政治的稳定,为了给联邦储备银行监督政府债券的权力,美国政府已经把自己规定在作为债券初始发行者的这一令人羡慕的位置上,尽管美国政府无须证明自己有能力偿还以及在它的身后是否还有担保。美国国债的交易市场遍布世界各地。你可以在一天 24 小时的任何时间交易国债,并且只同向你最优价格和最低成本提供者进行交易。

不知道是什么原由,在每一个新的国债发行年度都能够发行成万上亿的国债,同时能够偿还多于这一数字的国债,但其收益率总是比营运状况最好的公司债券的收益率低。为了把发行工作做好,财政部不得不采用定期拍卖的方式,以便为市场能够依次吸收每次的发行做好准备。在国债市场上,国债的定期拍卖是最重要的内容之一。

财政部发行各种各样的债券,到期期限从几天到 30 年。按照传统的做法,国债被分为三类:短期国债、中期国债、长期国债。

## 第一节 美国短期国债(Treasury Bills)

短期国债(T-bills)是一种到期期限 1 年或少于 1 年的债券。短期国债不附带息票,而是按照“面额的折扣价格”发售的。当短期国债到期时按照面额或者按照高于当时购买价的价格兑付时,便获得了利息。短期国债是按照“折扣收益率”进行交易的,折扣收益率决定了折扣值的大小和短期国债的价格。折扣的数额随发行期的不同而不同。

例如,投资者斯娜尔购买了一张面额 100000 美元的、到期期限 13 周的短期国债,是按照“折扣收益率”6%的价格购买的。为得到这张债券她大约要支付 98500 美元。13 个星期后,该短期国债的到期兑付额为 100000 美元。这 1500 美元的收益则代表了年获利息 6000 美元。如果投资者斯娜尔持有面额 100000 美元、折扣收益率 6%的债券 1 年的时间,那么她将获得 6000 美元的利息(用 100000 美元乘以 6%)。由于她持有该债券的时间仅仅为 1 年的 1/4(13 个星期),她只拥有获取 1 年收益 1/4 的资格(6000 美元乘以 0.25),也就是说只获取 1500 美元的收益。

如果给你一个折扣收益率,你可以算出折扣额来。为了进行这样一种理论计算,交易商将以 360 天为基础,使用准确的到期期限天数进行计算。其公式如下:

$$\text{每百美元到期兑付额的折扣金额 } D = \frac{\text{到期期限天数}}{360} \times \text{利息率} \times 100$$

等式中的利息率是指折扣收益率。为了计算出购买价格,可以运用下列公式:

$$\text{购买价格} = 100 \text{ 美元} - \text{每百美元到期兑付额的折扣金额 } D$$

作为一个例子,让我们算一下到期期限为 147 天、折扣收益率为 5.32%的美国短期国债的购买价格。

首先算出折扣金额 D:

$$\begin{aligned} D &= (\text{到期期限天数 } M / 360) \times \text{利息率} \times 100 \\ &= (147 / 360) \times (0.532) \times 100 \\ &= 2.1723 \text{ 美元} \end{aligned}$$

用另一句话说,投资者每 100 美元的到期兑付额,将收到 2.1723 美元的折扣金额。面额 100000 美元的折扣金额为 2172.30 美元(2.1723 乘以 1000)。

下一步是计算价格 P:

$$\begin{aligned} P &= 100 \text{ 美元} - D \\ &= 100 \text{ 美元} - 2.1723 \text{ 美元} \\ &= 97.8277 \text{ 美元} \end{aligned}$$

这种美国短期国债的美元价格是:每一百美元的面额价格为 97.8277 美元。于是,面额 100000 美元的短期国债的购买价格是 97827.70 美元,在 147 天后,将按照 100000 兑付。

到期收益率体现了短期国债的定价机制。例如,折扣收益率 6%、到期期限为 1 年的短期国债的价格大约是 94 美元(100—6),但是 13 个星期的同样折扣率的短期国债的价格大约是 98.5 美元(100—6/4),这是因为到期期限是 1 年的 1/4。

真正的收益率,也即债券实际收益率将高于每种债券的折扣收益率,因为债券的购买者所支付的金额少于债券的面额。例如,刚才我们假定的到期期限为1年、折扣收益率为6%的债券的实际收益率为6.383%(=6/94),这是因为债券持有者是用94美元的投资赚得6美元的收益的。在假定国债的到期期限为13个星期的情况下,实际的年收益率大约是6.094%(=1.5/98.5×4),这是因为投资者赚得1.5美元是以投资98.5美元和以3个月为期限的。这种真正的收益率也称为“债券等值收益率”,这是因为这种收益率是折扣收益率的等价收益率。值得注意的是,在现行的计算过程中,1年期的短期国债收益率是6.2843%,原因是债券营业的最终报价是以年利息率计算的,但这里按半年期进行了复利计算。

看表9.4.1,该表是美国纽约联邦储备银行对短期国债在1996年5月28日的报价。该债券的发行期是1996年5月28日,到期期限是1996年11月21日,其报价如下:

	投标 (Bid)	要标 (Ask)	变化 (Change)	收益率 (Yield)
折扣 (Discount)	5.12	5.10	— .00	5.30
价格(美元)	97.4969	97.5067		

纽约联邦储备银行

第三页

表 9.4.1 美国政府债券 1996 年 5 月 28 日下午 3 : 30 综合报价指数美国短期国债十 +

已发行债券的到期期限 (ISSUE)	投标价 (BID)	要标价 (ASK)	变化幅度 (CHG)	收益率 (YLD)
05/30/1996	5.08	4.98	+ .03	—
06/06/1996	5.06	4.96	+ .02	5.05
06/13/1996	5.06	4.96	+ .02	5.05
06/20/1996	5.06	4.96	+ .01	5.06
06/27/1996	5.03	4.93	0	5.03
07/05/1996	5.02	4.98	0	5.09
07/11/1996	5.00	4.96	0	5.07
07/18/1996	4.80	4.76	— .02	4.87
07/25/1996	5.00	4.98	+ .01	5.10
08/01/1996	5.02	5.00	+ .01	5.13
08/08/1996	5.03	5.01	0	5.14
08/15/1996	5.03	5.01	0	5.15
08/22/1996 * *	5.04	5.02	0	5.15

债券投资

08/29/1996	5.02	5.00	0	5.15
09/05/1996	5.03	5.01	0	5.15
009/12/1996	5.02	5.00	－.01	5.14
09/19/1996	5.03	5.01	－.02	5.17
09/26/1996	5.03	5.01	0	5.17
10/03/1996	5.06	5.04	0	5.20
10/10/1996	5.06	5.04	0	5.21
10/17/1996	5.08	5.06	0	5.25
10/24/1996	5.09	5.07	－.01	5.25
10/31/1996	5.09	5.07	－.01	5.24
11/07/1996	5.11	5.09	－.01	5.28
11/14/1996	5.13	5.11	0	5.32
11/21/1996 * *	5.12	5.10	0	5.30
12/12/1996	5.13	5.11	＋.01	5.33
01/09/1997	5.17	5.15	＋.01	5.38
02/06/1997	5.18	5.16	＋.01	5.40
03/06/1997	5.21	5.19	＋.02	5.43
04/03/1997	5.24	5.22	＋.01	5.48
05/01/1997	5.28	5.26	0	5.54
05/29/1997WI	5.33	5.31	＋.01	5.61

资料来源:纽约联邦储备银行

表 9.4.1(续)

存款证 #

1 个月	3 个月	6 个月
5.30%	5.34%	5.44%

商业票据 # #

30 天	60 天	90 天
5.37%	5.37%	5.37%



联邦基金 ### (5月24日)

有效利息率	交易范围
5.14%	5—5 3/8%

为了获取最新利息率信息,请打电话(212)720—6693

注释:

- ++ 短期国债的报价是以折扣利息率为基础的。收益率是以要标利息率和息票等值利息率为基准的。
- \*\* 指3到6个月的比尔国债。

WI 指当债券发行时。

# 存款证:这里的利息率是指主要货币市场上的银行在二级交易市场上发布的早市利息率的平均数。

## 商业票据的利息率是指:五大交易商上午11点以后发布的利息率的平均数。

### 联邦基金券:有效利息率是根据联邦基金经纪人安排的隔夜拆借利息率的平均值计算出来的。

@ 利息变化幅度是相对拍卖市场上的平均数而言的。

以上信息是根据美国纽约联邦储备银行搜集的资料整理的,目的仅仅是向市场的参与者提供信息和实例。所获取的这些资料被认为是可靠的,但是这家银行不保证它的精确性、完整性和准确性。

资料来源:纽约联邦储备银行

就金额1百万美元的一手短期国债而言,在投标价和要标价之间有一个98美元的差价。理解这种作价制度的关键是“基本点制度”。每一个百分点包含100个基本点,也即说1个基本点是百分之一的百分之一。例如,如果到期期限为13星期的短期国债的折扣价从5.17降到5.10,收益下降了7个基本点,那么1百万美元面额的短期国债的价格将下降175美元( $0.0007 \times 0.25 \times 1000000$ )。

财政部通常按照三种期限发行美国短期国债:13星期、26星期和52星期。第一批被发行的国债是期限3个月的短期国债,第二批是6个月的短期国债,第三批是1年期的短期国债,而实际上这些国债的期限被精确到天。

13星期的短期国债债券和26星期的短期国债,通常在每星期的星期一拍卖。投标价将由所有的联邦储备银行、其分支机构(蒙拿大州的海伦娜市除外)以及位于华盛顿特区的公众国债事务局(the Bureau of the Public Debt)发出。投标必须在东区时间(Eastern time)中午12点以前发出。所有的短期国债在星期一拍卖,在下星期的星期四必须交割和支付,并且到期期限将在今后的某个星期四。如果银行星期四休假,短期国债的交割或办理到期结算手续将向后顺延到下一天,即星期五。这样一种发行程序已经持续了许多年,在市场上已经根深蒂固。

52星期的短期国债每月拍卖一次,交割和到期(星期四)的程序同13星期和26星期的短期国债一样。

偶尔,财政部发行的短期国债在其他的时间到期,通常是预期税收入库的时间。这些债券被称为“现金管理短期国债”(cash management bills)。对于这类国债尚无固定的发行规则。

短期国债的购买者并不收到一张证书。国债所有权的转移被购买者结算银行的电脑所记录,结算银行的所有权将被联邦储备银行体系的电脑所记录。这种体制被称为“账面记录制度”(a book entry system)。这意味着虽然每天成交价值成万上亿的短期国债,但并不需要对无数张的债券实物进行转移。其做法是,联邦储备银行记录每笔短期国债的销售,并且新的债

券所有者的开户银行将作为债券的保管人。当然,每位债券所有者将从他们的银行得到定期的清账,以便确认他们所拥有的短期国债的数额。

鉴于对短期国债的强烈的兴趣,在被财政部发行之前,短期国债实际上已经开始交易。在国债被拍卖之前,大约从这星期的星期二的下午4点钟开始,此时,下星期短期国债拍卖的金额已经宣布,他们便以发行时基准(when issued basis)进行交易。这些“发行时基准”的短期国债非常重要,因为短期国债市场上的交易者可以用这些债券来抵消在业已发行的短期国债市场上所处的不利地位。“发行时基准”短期国债在另一点上也是十分重要的,这是因为这些债券直到下星期四才需要支付。借助在初级交易商那里开设的保证金债户,“发行时基准”的短期国债为参与高水平的市场借贷提供了机会。

短期国债是在拍卖市场上销售的,可能是竞争性方式,也可能是非竞争性方式。竞争性投标中的投标者按照自己所想得到的短期国债的数额和愿意支付的价格进行发标。非竞争性投标者,只是在达到法定金额的前提下,确定想要购买的短期国债的数额,然后按照竞争性投标的平均价格进行购买。

当投标结束的时候,联邦储备银行已经确定出它希望出售多大数额的短期国债。随后,联邦储备银行所收到的非竞争性投标的数额,并从所出售的短期国债的总额中减去这一数额。于是,剩余的短期国债的数额便将是竞争性投标所出售的数额。

至此,联邦储备银行开始对短期国债的竞争性投标者进行决标,价格最高者(收益率最低者)将被首选。联邦储备银行将保证竞标的供应,直到决出它想竞争性出售的所有短期国债。不成功的投标可能只实现部分决标,而这个数字可能小于竞标金额的1%,也可能大于竞标金额的99%。

此后,联邦储备银行计算成功的竞争性投标者所支付的平均价格,按照投标者购买的金额进行加权平均。下一步,联邦储备银行对非竞争性投标者进行决标,在决标过程中,将以竞争投标产生平均价格和非竞争性投标者的投标金额(不超过法定的最高限额)。对于短期国债而言,在1996年初,这个法定的金额是面额1000000万美元。

如果你是一位个人投资者,你可以在拍卖市场上购买短期国债。如果你愿意的话,可以进入竞争投标的行列,但绝大多数的短期国债的个人投资者将进行非竞争性投标。如果是这样的话,你将以竞争投标的平均价格和你所希望的数额购入短期国债。如果你不能亲临联邦储备银行,你可以采用邮件的办法,或者由你的当地银行或经纪人代为办理,通常的服务费用是50美元。

许多个人投资者使用国债直销系统购买拍卖时的国家债券。国债直销系统是由联邦储备银行经管的,国债的购买者在联邦储备银行有一个账户,用来在拍卖时购买国债。利息收入和到期收益被直接寄往投资者开户银行的账户。债券的投资者可以在任何时候核查自己账户的收益情况。这种系统使投资者在拍卖市场上购买国债变得尽可能地容易。

就多数投资者而言,相对货币市场上的基金券和银行存款证而言,购买短期国债是非常有吸引力的。其原因是,短期国债的利息收入不但免缴美国州政府所征收的所得税,而且短期国债容易出售或者在到期时容易转换成新的短期国债(如果愿意这样做的话)。

从传统上看,短期国债通常由较大的投资者购买或者交易,这些投资者或者是机构单位,或者是非常富有的个人。他们的交易数额往往是巨大的。在1996年初,经初级交易商交易的国家债券日成交额大约是2000亿美元,在这个成交额中大约有一半是短期国债。另外,每一

笔的单独交易额都是十分巨大的。事实上,短期国债市场上的每一整批(bound lot)的交易额通常为 5000000 美元。但是,短期国债的最低发售额是 10000 美元,对面额 1000 美元短期债券进行多次购买便可以达到或超过这个限度,这些零星散股债券仍然有一定的市场,但同整批债券交易相比,这些零星债券在价格上处于不利的地位。按成批债券获取报价的投资者又试图按零星债券购买,这或许让人有点吃惊。不过,零星债券(即便金额降到 10000 美元的最低限额)容易交易且交易成本适中。

## 第二节 美国中期国债(Treasury Notes)

美国财政部发行的到期期限从 1 年到 10 年的债券被定义为美国中期国债。和短期国债不同,中期国债附有息票,并且半年支付一次利息。所有中期国债都是到期偿还的债券(即该类债券中途不能赎回——译者注)。市场上有各种各样的未兑付的中期债券,期限从几天到 10 年。在 1996 年初,息票利息率从 4.25% 到 9.25%。

财政部按照一定的周期发行中期国债,和短期国债一样,但发行的频度较低。在 1996 年中期,财政部在每月的月底发行了 2 年和 5 年期的中期国债,在 2 月、5 月、8 月和 11 月的 15 日发行了 3 年和 10 年期的中期国债。正如对短期国债进行投资一样,对于中期国债而言也有竞争性和非竞争性投标两种方式。作为财政部代理机构的联邦储备银行按照从低价到高价顺序决出竞争性投标的标底,出价最高者将被选中。非竞争投标者按照批量决标,在 1996 年上半年所允许的最大的批量决标金额是 5 百万美元,相当于竞争性决标的平均水平。

如果你想购买中期国债,你可以在拍卖市场上方便、容易地买到。你可以亲临现场投标或通过邮寄的方式投标;也可以让你的银行或经纪人代你投标,通常的费用是 50 美元。对于多数投资者而言,中期国债是一种便捷的投资,并且国债的收入免收州政府的所得税。几乎所有的投资者参加非竞争性投标,尽管也可以参加竞争性投标。如果你进行非竞争性投标,你将得到的中期国债的最高金额是 5 百万美元(以 1996 年上半年为例),相当于竞争性投标的平均水平。正如购买短期国债一样,购买中期国债时也可以利用“国债直销系统”。

与美国长期国债一样,中期国债的报价将在金融新闻媒体上公布。多数重要的媒体至少刊登一些主要国债的报价,部分媒体刊登所有的市场报价。表 9.4.2 展示了纽约联邦储备银行对 1996 年 5 月 28 日的美国政府证券市场的每日报价情况。在金融媒介上对中期和长期国债的报价与上述的报价有类似之处。

中期国债的报价是以百分点和一个百分点的  $1/32$  表示的。这些数字表示了国债面额的百分率。尽管价格是用带小数点的数字写成的,但是在小数点右边的数字表示的是  $1/32$  (32nds)。于是,若价格表明为 98.16,则表示价格是  $98 \frac{16}{32}$ ,也即面额的  $98 \frac{1}{2}\%$ ,即购买面额 1 百万美元的债券的价格是 985000 美元。对于每一百万美元的面额而言,每一个  $1/32$  表示 312.50 美元。偶尔,发行者以  $1/64$  报价,此时  $1/64$  相对 1 百万美元的面额而言等于 156.25 美元。

例如,在表 9.4.2 左栏的底部,你可以看到一种年利息率 5%、到期期限为 1998 年 1 月 31 日的中期国债(在到期日期的后面由字母 N 标明)。报价单上标明了出价 98.14 和要价 98.

16。它的意思是说,该类国债的买进出价(bid price)是 98 14/32,相应的价格是 98.4375;它的卖出要价(ask price)是 98 16/32,相应的价格是 98.5。

相对中期国债而言,面额 1 百万美元被认为是一手,正如在短期国债市场上 5 百万美元的面额被认为是一手一样。但是,中期国债每手的面额越小越利于买卖,并且支出的成本也较低。对于到期期限 2~3 年的中期国债而言,最低的交易额是 5000 美元;对于 4 年或到期期限更长中期国债而言,最低的交易额是 1000 美元。这两种类型的中期国债均可以按照 1000 美元的倍数进行交易。与短期国债一样,目前中期国债也实行记账交易方式(in book entry form)。

你会发现中期国债的投资起点比较适合你的投资需要,即便你是一个较小规模的投资者。多数投资者认为中期国债是一种适中的短中期债务。可以在拍卖市场上或二级市场上获取这种国债,并且容易出手,交易费用中等,利息收入免交州政府所得税。

表 9.4.2 美国政府证券 1996 年 5 月 28 日下午 3:30 综合报价表  
证券种类:美国中期国债和长期国债 \*

债券种类	出价	要价	变动幅度	到期收益率
5 7/8 05/31/1996-N	100.00	2	0	—
7 5/8 05/31/1996-N	100.00	2	-1	—
6 06/30/1996-N	100.01	3	-1	4.78
7 7/8 06/30/1996-N	100.08	10	0	4.06
7 7/8 07/15/1996-N	100.11	13	0	4.51
6 1/8 07/31/1996-N	100.04	6	-1	4.92
7 7/8 07/31/1996-N	100.14	16	-1	4.79
4 3/8 08/15/1996-N	99.26	28	0	4.91
6 1/4 08/31/1996-N	100.05	7	-1	5.29
7 1/4 08/31/1996-N	100.14	16	0	5.15
6 1/2 09/30/1996-N	100.13	15	0	5.03
7 09/30/1996-N	100.18	20	0	5.05
8 10/15/1996-N	100.31	1	0	5.16
6 7/8 10/15/1996-N	100.19	21	0	5.24
4 3/8 11/15/1996-N	99.17	19	0	5.27
7 1/4 11/15/1996-N	100.26	28	0	5.28
6 1/2 11/30/1996-N	100.16	18	0	5.35

7 1/4 11/30/1996-N	100.28	30	0	5.34
6 1/8 12/31/1996-N	100.12	14	0	5.36
7 1/2 12/31/1996-N	101.05	7	0	5.36
8 01/15/1997-N	101.16	18	0	5.43
6 1/4 01/31/1997-N	100.16	18	0	5.39
7 1/2 01/31/1997-N	101.09	11	0	5.44
4 3/4 02/15/1997-N	99.14	16	0	5.47
6 3/4 02/28/1997-N	100.27	29	-1	5.51
6 7/8 02/28/1997-N	100.30	0	0	5.50
6 5/8 03/31/1997-N	100.25	27	-1	5.58
6 7/8 03/31/1997-N	101.00	2	0	5.56
8 1/2 04/15/1997-N	102.13	15	0	5.58
6 1/2 04/30/1997-N	100.24	26	0	5.58
5 5/8 01/31/1998-N	99.14	16	0	5.94
7 1/4 02/15/1998-N	101.31	1	-1	5.98
8 1/8 02/15/1998-N	103.13	15	-1	5.97
5 1/8 02/28/1998-N	98.18	20	0	5.96
5 1/8 03/31/1998-N	98.16	18	0	5.96
6 1/8 03/31/1998-N	100.06	8	-1	5.98
7 7/8 04/15/1998-N	103.08	10	0	5.98
5 1/8 04/30/1998-N	98.13	15	0	5.98
5 7/8 04/30/1998-N	99.23	25	-1	6.00
6 1/8 05/15/1998-N	100.05	7	0	6.01
9 05/15/1998-N	105.12	14	-2	6.02
5 3/8 05/31/1998-N	98.24	26	0	6.01
5 1/8 06/30/1998-N	98.07	9	0	6.01
8 1/4 07/15/1998-N	104.09	11	0	6.04
5 1/4 07/31/1998-N	98.11	13	+1	6.04
5 7/8 08/15/1998-N	99.17	19	0	6.07

# 债券投资

9 1/4 08/15/1998-N	106.13	15	-1	6.08
4 3/4 08/31/1998-N	97.06	8	-1	6.07
4 3/4 09/30/1998-N	97.03	5	0	6.07
7 1/8 10/15/1998-N	102.07	9	-1	6.08
4 3/4 10/31/1998-N	96.30	0	0	6.10
3 1/2 11/15/1998	97.23	23&	+2	4.05
5 1/2 11/15/1998-N	98.16	18	-1	6.14
8 7/8 11/15/1998-N	106.04	6	-1	6.13
5 1/8 11/30/1998-N	97.20	22	-1	6.14
5 1/8 12/31/1998-N	97.17	19	-1	6.15
6 3/8 01/15/1999-N	100.15	17	-1	6.15
5 01/31/1999-N	97.04	6	0	6.16
5 02/15/1999-N	97.03	5	0	6.15
8 7/8 02/15/1999-N	106.18	20	-2	6.19
6 7/8 04/30/1997-N	101.02	4	0	5.60
6 1/2 05/15/1997-N	100.24	26	0	5.62
8 1/2 05/15/1997-N	102.19	21	0	5.62
6 1/8 05/31/1997-N	100.12	14	0	5.67
6 3/4 05/31/1997-N	101.00	2	0	6.65
5 5/8 06/30/1997-N	99.28	30	0	6.69
6 3/8 06/30/1997-N	100.21	23	0	5.68
8 1/2 07/15/1997-N	102.30	0	0	5.72
5 1/2 07/31/1997-N	99.22	24	0	5.72
5 7/8 07/31/1997-N	100.03	5	0	5.74
6 1/2 08/15/1997-N	100.26	28	+1	5.74
8 5/8 08/15/1997-N	103.09	11	+1	5.73
5 1/8 08/31/1997-N	99.24	26	0	5.78
6 08/31/1997-N	100.05	7	0	5.82
5 1/2 09/30/1997-N	99.19	21	+1	5.77

5 3/4 09/30/1997-N	99.28	30	0	5.80
8 3/4 10/15/1997-N	103.24	26	0	5.83
5 5/8 10/31/1997-N	99.21	23	0	5.83
5 3/4 10/31/1997-N	99.27	29	0	5.82
7 3/8 11/15/1997-N	102.00	2	0	5.88
8 7/8 11/15/1997-N	104.03	5	-1	5.86
5 3/8 11/30/1997-N	99.06	8	-1	5.90
6 11/30/1997-N	100.05	7	+1	5.85
5 1/4 12/31/1997-N	98.31	1	0	5.90
6 12/31/1997-N	100.03	5	-1	5.90
7 7/8 01/15/1998-N	102.30	0	-1	5.91
5 01/31/1998-N	98.14	16	-1	5.96
5 1/2 02/28/1999-N	98.08	10	-1	6.18
5 7/8 03/31/1999-N	99.05	7	-1	6.18
7 04/15/1999-N	102.02	4	-1	6.18
6 1/2 04/30/1999-N	100.24	26	-1	6.19
6 3/8 05/15/1999-N	100.13	15	-2	6.20
9 1/8 05/15/1999-N	107.22	24	-1	6.22
6 3/4 05/31/1999-N	101.12	14	-2	6.22
6 3/4 06/30/1999-N	101.13	15	0	6.22
6 3/8 07/15/1999-N	100.10	12	-2	6.24
6 7/8 07/31/1999-N	101.22	24	-1	6.26
8 08/15/1999-N	104.29	31	-2	6.27
6 7/8 08/31/1999-N	101.23	25	-1	6.26
7 1/8 09/30/1999-N	102.14	16	-2	6.28
6 10/15/1999-N	99.09	11	-1	6.22
7 1/2 10/31/1999-N	103.19	21	-1	6.29
7 7/8 11/15/1999-N	104.24	26	-2	6.31
7 3/4 11/30/1999-N	104.13	15	-2	6.31

## 债券投资

7 3/4 12/31/1999-N	104.16	18	—1	6.31
6 3/8 01/15/2000-N	100.03	5	—2	6.33
7 3/4 01/31/2000-N	104.16	18	—2	6.34
8 1/2 02/15/2000-N	107.00	2	—2	6.34
7 1/8 02/29/2000-N	102.16	18	—1	6.35
6 7/8 03/31/2000-N	101.23	25	—2	6.34
5 1/2 04/15/2000-N	97.06	8	—1	6.31
6 3/4 04/30/2000-N	101.09	11	—2	6.36
8 7/8 05/15/2000-N	108.21	23	—3	6.35
6 1/4 05/31/2000-N	99.17	19	—1	6.37

说明:收益率是指 1996 年 5 月 30 日的交割收益率

注:

\* 中期债券和长期债券:N—表示中期债券。小数点右边的数字和变动幅度栏的数字均表示一个百分点的 1/32。债券的后面标有 &, #, 和 = 时, 分别表示出价和要价之间的价差等于 1、2、3 个百分点或者高于 1、2、3 个百分点。收益率是以要价为基础的。对于到期之前可以回购的长期债券而言, 凡是在最早回购时的报价高于面额的债券的收益率以及在到期时的报价低于面额的债券的收益率将被计算出来。WI 表示当发行的时候。@ 表示拍卖市场上的价格平均变化幅度。

以上信息是以纽约联邦储备银行收集的资料为基础的, 这些资料来自市场构成的一个样例, 并以提供信息为目的。从资料来源所获取的这些信息被认为是可靠的, 但是这家银行并不保证该资料的精确性、完整性和正确性。

资料来源:纽约联邦储备银行。

纽约联邦储备银行

第二页

表 9.4.2(续) 美国政府证券 1996 年 5 月 28 日下午 3:30 综合报价表

证券种类:美国中期国债和长期国债 \*

债券种类	出价	要价	变动幅度	到期收益率
5 7/8 06/30/2000-N	98.06	8	—1	6.37
6 1/8 07/31/2000-N	99.01	3	—1	6.38
8 3/4 08/15/2000-N	108.18	20	—2	6.38
6 1/4 08/31/2000-N	99.14	16	—2	6.39
6 1/8 09/30/2000-N	99.00	2	—1	6.38
5 3/4 10/31/2000-N	97.17	19	—1	6.38
8 1/2 11/15/2000-N	108.00	2	—2	6.39



5 5/8 11/30/2000-N	96.31	1	-2	6.39
5 1/2 12/31/2000-N	96.14	16	-1	6.39
5 1/4 01/31/2001-N	95.18	20	-2	6.35
7 3/4 02/15/2001-N	105.10	12	-2	6.41
11 3/4 02/15/2001	121.13	17	-3	6.39
5 5/8 02/28/2001-N	96.24	26	-2	6.41
6 3/8 03/31/2001-N	99.23	25	-2	6.43
6 1/4 04/30/2001-N	99.07	9	-3	6.42
8 05/15/2001-N	106.17	19	-3	6.43
13 1/8 05/15/2001	128.03	7	-3	6.40
7 1/8 08/15/2001-N	106.05	7	-3	6.45
8 08/15/1996-01	100.12	16	-5	5.48
13 1/8 08/15 2001	130.09	13	-3	6.42
7 1/2 11/15/2001-N	104.20	22	-2	6.47
15 3/4 11/15/2001	142.08	12	-3	6.43
14 1/4 02/15/2002	136.18	22	-8	6.47
7 1/2 05/15/2002-N	104.30	0	-3	6.48
6 2/8 08/15/2002-N	99.10	12	+1	6.50
11 5/8 11/15/2002	126.13	17	0	6.53
6 1/4 02/15/2003-N	98.11	13	-1	6.55
10 3/4 02/15/2003	122.10	14	-1	6.56
10 3/4 05/15/2003	122.28	0	-2	6.58
5 3/4 08/15/2003-N	95.07	9	-1	6.58
11 1/8 08/15/2003	125.15	19	-3	6.61
11 7/8 11/15/2003	130.15	19	-4	6.61
5 7/8 02/15/2004-N	95.16	18	-1	6.62
7 1/4 05/15/2004-N	103.23	25	-1	6.63
12 2/8 05/15/2004	134.28	0	-4	6.64
7 1/4 08/15/2004-N	103.23	25	-2	6.65

# 债券投资

13 3/4 08/15/2004	144.04	8	—7	6.67
7 7/8 11/15/2004-N	107.22	24	—2	6.66
11 5/8 11/15/2004	131.18	22	—4	6.66
7 1/2 02/15/2005-N	105.11	13	—3	6.67
12 3/4 11/15/2005-10	141.00	4	—9	6.79
13 7/8 05/15/2006-11	150.14	18	—4	6.80
14 11/15/2006-11	153.01	5	—5	6.81
10 3/8 11/15/2007-12	127.04	8	—2	6.90
12 08/15/2008-13	141.14	18	—2	6.91
13 1/4 05/15/2009-14	153.12	16	—4	6.93
12 1/2 08/15/2009-14	147.18	22	—3	6.93
11 3/4 11/15/2009-14	141.27	31	—3	6.91
11 1/4 02/15/2015	144.09	11	—1	6.97
10 1/8 08/15/2015	138.03	5	—3	6.99
9 7/8 11/15/2015	130.08	10	—4	7.00
9 1/4 02/15/2016	123.22	24	—3	7.01
7 1/4 05/15/2016	102.14	16	—4	7.02
7 1/2 11/15/2016	105.06	8	—1	7.01
8 3/4 05/15/2017	118.22	24	—4	7.03
8 7/8 08/15/2017	120.05	7	—4	7.03
9 1/8 05/15/2018	123.07	9	—3	7.03
9 11/15/2018	122.00	2	—3	7.03
8 7/8 02/15/2019	120.21	23	—3	7.03
8 1/8 08/15/2019	112.09	11	—4	7.04
8 1/2 02/15/2020	116.21	23	—4	7.04
8 3/4 05/15/2020	119.20	22	—4	7.04
8 3/4 08/15/2020	119.23	25	—3	7.04
7 7/8 02/15/2021	109.21	23	—4	7.04
8 1/8 05/15/2021	112.20	22	—5	7.04

8 1/8 08/15/2021	112.22	24	—4	7.04
8 11/15/2021	111.09	11	—4	7.04
7 1/4 08/15/2022	102.16	18	—6	7.03
7 5/8 11/15/2022	107.02	4	—5	7.03
7 1/8 02/15/2023	101.05	7	—5	7.02
6 1/4 08/15/2023	90.24	26	—3	7.01
7 1/2 11/15/2024	106.05	7	—4	6.99
7 5/8 02/15/2025	107.29	31	—3	6.98
6 7/8 08/15/2025	99.13	15	—4	6.92
6 02/15/2026	89.08	10	—5	6.85
6 1/2 05/15/2005-N	98.26	28	—2	6.67
8 1/4 05/15/2000-05	105.22	26	—1	6.56
12 05/15/2005	135.07	11	—5	6.69
6 1/2 08/15/2005-N	98.23	25	—2	6.68
10 3/4 08/15/2005	127.11	15	—3	6.71
5 7/8 11/15/2005-N	94.13	15	—1	6.67
5 5/8 02/15/2006-N	93.02	4	—4	6.59
9 3/8 02/15/2006	119.03	7	—4	6.66
6 7/8 05/15/2006-N	101.16	18	—3	6.66
7 5/8 02/15/2002-07	104.05	9	+1	6.71
7 7/8 11/15/2002-07	106.17	21	0	6.59
8 3/8 08 15/2003-08	109.18	22	—2	6.66
8 3/4 11/15/2003-08	111.09	13	—3	6.78
9 1/8 05/15/2004-09	114.03	7	—2	6.78
10 3/8 11/15/2004-09	122.21	25	—4	6.79
11 3/4 02/15/2005-10	132.04	8	—5	6.79
10 05/15/2005-10	121.01	5	—3	6.81

说明:收益率是指 1996 年 5 月 30 日的交割收益率

注：

\* 中期债券和长期债券：N-表示中期债券。小数点右边的数字和变动幅度栏的数字均表示一个百分点是  $1/32$ 。债券的后面标有 &，#，和=时，分别表示出价和要价之间的价差等于 1、2、3 个百分点或者高于 1、2、3 个百分点。收益率是以要价为基础的。对于到期之前可以回购的长期债券而言，凡是在最早回购时的报价高于面额的债券的收益率以及在到期时的报价低于面额的债券的收益率将被计算出来。WI 表示当发行的时候。@表示拍卖市场上的价格平均变化幅度。

以上信息是以纽约联邦储备银行收集的资料为基础的，这些资料来自市场构成的一个样例，并以提供信息为目的。从资料来源所获取的这些信息被认为是可靠的，但是这家银行并不保证该资料的精确性、完整性和正确性。

资料来源：纽约联邦储备银行。

绝大多数中期国债由商业银行、联邦储备银行、美国政府代理机构和政府信托基金组织所有。这些国债允许持有人在一定期限内自主地安排息票利息率和到期期限，以便实现国债的自动流转和获取有吸引力的收益率。

中期和长期国债都是半年向持有者支付一次利息，基本上是以发行日期的周年为根据的。在两次利息支付期间应当计算利息。当债券被出售的时候，中期或长期国债的购买者应当支付应计利息，出售者应当收到应计利息。于是，在利息支付日期之后购入中期或长期国债且又在下一次利息结算日期之前卖出中期或长期国债的投资者，应当收到他所持有该类债券这段时间的利息。

例如，在 6 月 15 日你购入一张面额 1 百万美元、年息 5% 的中期国债，结息日期是 5 月 15 日和 11 月 15 日，你持有该张债券到 10 月 15 日。当你购入该种中期国债时，你应当支付 31 天的应计利息（从 5 月 15 日到 6 月 15 日有 31 天的时间，按天计算），每天的利息金额是 135.87 美元，从 5 月 15 日到 11 月 15 日有 184 天，即在这 6 个月的时间，这张中期国债将获得 25000 美元的利息； $25000/184 = 135.87$  美元，这就是每天获取的利息数。于是全部的应计利息为 4211.96 美元（ $4211.96 = 135.87 \times 31$ ——译者注）。

当你出售这张中期国债的时候，你应当收到 153 天（从 5 月 15 日到 10 月 15 日——译者注）的应计利息，每天的应计利息仍然是 135.87 美元，应计利息总额是 20675.68 美元。从你手中购入这张债券者，并假使此人持有该张债券到 11 月 15 日的结息日，将收到一张 25000 美元的支票，即半年的利息。

你可以看到，不论你何时购入一张中期或长期国债，你将收回在买入这张中期或长期国债时所支付的利息，并且收到你所持有中期或长期国债某一时段的应计利息。

### 第三节 美国长期国债(Treasury Bonds)

从发行到承兑的期限超过 10 年的各种国债被称为长期国债，也即“T-bonds 国债”。这种债券同中期债券相似，但也有一些重要的区别。

长期国债按照与中期国债相似的拍卖程序进行销售，它的交易以美元价格为基础，应计利息的计算方式与中期国债相同。国债直销系统正如可用于短期国债和中期国债一样，也可以用于长期国债。新发行的长期国债仅采取记账的形式，但是一些数年前发行的老的长期国债

可能采用持票人或注册登记的形式。

第一个不同点是最低金额。长期国债的最低金额是 1000 美元,可采用 1000 美元倍数的形式累计购买。

一些长期国债具有收回的特性,这些债券可能提前 5 年按面额被财政部收回。于是,如果一种长期国债的交易价格远远高于 100,你可能能够猜到这种债券具有收回的特性,即说它的有效到期期限将比票面上印刷的期限短 5 年。这种到期期限的变化将会影响债券价格营运,使价格呈现较小的波动。

例如,在 1996 年上半年,财政部有一种流通中的年利息率 8% 的长期国债,到期期限是 2001 年 8 月。不过,这种债券同样有收回特性,财政部可以按照面额在 1996 年 8 月份收回。这将意味着这种债券在 1996 年上半年,可能按照略高于面额的溢价进行交易,而不是按照高于面额 10% 以上的价格进行交易(如果没有赎回特性的话,情况可能会如此);由此可以看出,长期债券的收回特性大约降低了 10 个百分点的价格,长期国债所有者持有的国债也许已经在 1996 年 8 月被收回。

财政部发行长期债券有一个固定的周期,在 2 月份和 8 月份拍卖期限 30 年的长期国债。在过去,财政部同样发行 20 年限的长期国债,但近期并没有这样做,1996 年初也是如此。

可以用较低的交易成本将长期国债快速、便捷地出售,这一点可以通过报价单上的出价与要价之间的较小的价差得到证明。长期国债与中期国债一样,是以美元价格进行报价的,并采用一个百分点的  $1/32$  格式。例如,1000 美元的长期国债的报价是 96.6,这将意味着它的价格是  $96\frac{6}{32}$  个百分点,即面额的 96.1875%。

长期国债的报价被刊登在金融新闻媒体上,纽约联邦储备银行每天编制报价表(见表 9.4.2)。长期和中期国债的报价通常被放在一起,凡在到期日期的后面加上 N 的债券即表示中期国债。在报价单上同样有出价、要价、同前一天收盘时相比的价格变化幅度,最后标明长期国债的到期收益率。

由报价单可以看出,每一次发行都有不同的价格和到期收益率,其目的是用来同其他国债或其他固定收入债券进行比较。

例如,在表 9.4.2 中右栏的底部,你可以看到年利息率 6%、2026 年 2 月 15 日到期的长期债券,在这一天它的报价是:出价 89.08,要价 89.10。意思是说,买进出价是  $89\frac{8}{32}$  或 89.25;卖出要价是  $89\frac{10}{32}$ ,或 89.3125。

## 第四节 STRIPS 国债

STRIPS 国债是指“把利息同本金交易相分离的注册证券”(Separate Trading Registered Interest and Principal Securities),该种债券是美国财政部 1986 年为满足零息票债务的需求而设计的。零息票债券在债券的有效期内不支付利息,其做法是在债券到期时,所有的利息被一次性付清。最著名的零息票债券是美国储蓄债券。

美国财政部并不发行 STRIPS。相反,财政部公布符合 STRIPS 的计划要求的长期或短期国债。这些中期或长期国债(而不是其他的债券)可以将本金和利息分开支付,每次支付交

易均看作“分离性债券”(separate security)交易。这种分离或分离性债券是由政府的债券交易商或其他的机构实施的,而非财政部本身。每一种分离性债券将收到一个标志债券性质的 CUSIP 数字(这个数字表示了该种债券的唯一性)。为了再一次进行初始发行,对 STRIPS 国债可以进行重新评估。

零息票的债券将所获得的利息将自动转存到初始投资的那种债券上,由于这种特性确保了复利的计算,所以具有足够的吸引力使投资者愿意付较高的价格(得到较低的收益率)购买零息票债券而不去购买通常的息票债券。不过,国内税务局(Internal Revenue Service)的规定可能要求零息票债券的所有者报告他的利息收入(而不是支出),并按照适用税率缴纳所得税。因此,此种债券的购买者通常是免交联邦所得税者。它们包括养老基金会、个人养老基金账户组织,诸如 IRAs 组织和凯偶夫计划组织(Keogh plans)。你至少应当把国债 STRIPS 看作一种值得考虑的投资,因为你不必担心对利息的再次投资,你所获取的利息将被自动投到你最初购买的 STRIPS 债券上。

## 第五节 初始发行折扣债券、市场折扣债券及其税务处理

这种债券被称为“初始发行折扣”(OID)债券。OID 债券以较大的折扣幅度发行。在债券的有效期内,折扣部分作为应计收入,并且要根据联邦所得税报税单申报纳税。国内税务局已经发布了有关初始发行折扣债券的税收处理的规则,以及初始发行折扣债券的有关界定。任何折扣发行的债券(不论是否附有息票)可能是初始发行折扣债券,并且每年的应计折扣收入应当交纳联邦所得税。例如,息票利息为 3% 的长期债券,最初的发行价格是 50,可能是初始发行的折扣债券。如果你有一些这样的债券的话,你应当请教你的律师或会计师,以便进行妥善的税务处理。

有时,你在市场上购入一张债券,购买价格不但低于票面价格而且低于原始发行价格。这种折扣可能被认为是“市场折扣”,在债券到期这段时间的市场折扣收入可能要申报并交纳利息所得税。如果你手头有这样的债券,你应当请教你的税务律师,以便对这些债券进行正确的税务处理。

## 第六节 同 STRIPS 债券相类似的债券

较老的零息票(这种债券由财政部担保和信托人持有)现在仍然存在,但自 1980 年中期以后没再发行,主要是因为 STRIPS 计划的实施。许多这种债券的名字被称为“泰咯斯”(TIGDS)(意思是指国库投资的自然增息票据)、茨茨(CATS)(意思是国债自然增息票据)以及其他类似的名称,多数这种债券具有“猫一样奸诈”的特性。这些债券同样可能是初始发行的折扣债券,绝大多数这种债券现在已经到期。

STRIPS 债券交易以长期债券的收益率为基准。多数(非全部)著名的报纸报道所有

STRIPS 债券的价格,但绝大多数报纸至少报道几种 STRIPS 债券的价格。

## 第七节 收益率不同的原因

是什么原因导致不同的债券具有不同的收益率呢?最基本的原因是预期信用质量的高低,预期的信用质量愈高,收益率愈低。于是,人们将会预见到美国财政部所发行的债券的收益率将会低于美国政府代理机构(诸如联邦住宅贷款银行)所发行债券的收益率;美国政府代理机构发行的债券的收益率将低于三 A 级公司发行的债券收益率;三 A 级公司发行的债券将低于更低级公司发行的债券收益率。

不过,有时只用对信用质量的预期来解释收益率的差异并不十分有效。于是我们必须说明同一发行者所发行的债券为什么有不同的收益率,诸如财政部发行的债券。在以上情况下,我们必须分析其他的原因。

原因之一是债券的到期期限不同。这种原因是如此的普通,以致人们引出了“收益率曲线”这样一个概念,该曲线描绘了随着到期期限的延长收益率的变化情况。当随着到期期限的延长收益率增加时,这种收益率曲线被称为正常曲线。当随着到期期限的延长,收益率下降时,这种曲线被称为反向曲线。一些交易商是如此地关注收益率曲线的形状以及不同到期期限收益率的差异,以致使到期收益率成了支配他们交易的唯一的因素。

另一个可以解释收益率差异的因素(尤其是在债券的到期期限完全相同或基本相同的情况下)是利息和美元价格。一般说来,利息越高,美元价格越高,收益率越高。这种情形部分是因为该类因素能够使税后收益同税前收益的差距变小,部分是因为出于对复利计算的考虑,而实际情况也大致如此。

收益率差异的最后一个原因是债券市场的技术条件状况。对于某种债券而言,试图补进巨额空头的交易商将以较低的收益率进行交易;相比之下,处于多头地位的交易商将以较高的收益率进行交易,因为他正在出售债券。

作为市场技术状况产生影响的一种特例,在国债拍卖市场上可略见一斑。财政部并不把销售国债的特权出售给初级交易商,而是要求初级交易商对所有的国债拍卖进行投标。由于此种缘故,在拍卖的前几天,交易商试图卖空到期期限同即将被拍卖的债券相接近的债券。这种空头地位允许交易商向他的客户提出就刚刚卖空的并期望在拍卖市场上买入的债券从事掉期业务的建议(掉期业务是指卖出一种债券的同时,再买入相类似的债券)。这同样能够套期保值,即当整个市场价格下跌时,由于他的买入导致的多头地位而给他带来的损失将被刚刚卖出的空头地位所得的收益所抵消。就暂时的情况来看,这种运作能够产生使现有债券收益率上升的效果。

市场上的初级交易商和客户之间的大量交易,是以两种债券之间的收益率差额趋于平衡这样一种思想为基础的。当差幅失去了平衡,一种债券将被卖出,而另一种债券将被买入。随后,交易商等到这种差幅趋于平衡。这是一种很好的交易战略,只要平衡的差幅不处在反复无常的变化过程之中。如果情况是这样的话,人们将能够减少损失,增加利润。

## 第八节 国债的税收

投资者获取的国债利息收入,应当交纳联邦所得税,但可以免除州、地方所得税。不过这种免除只适用于“美国政府的直接债务”。多数联邦代理机构的债务将要交纳州和地方所得税(参看第五章,该章对此进行了充分的讨论)。

虽然国债有巨大的市场,但它们并不是同联邦政府有关的唯一的债券。形形色色的交易市场包含了联邦政府代理机构发行的债券、抵押基金会担保的债券、以及金融期货和期权。这些内容将在下一章解释。



## 第五章 美国代理证券、抵押 证券、债券期货和期权市场

美国的投票人、以及美国政府要对几个经济单元长期承担义务。这些部门包括家庭农场主、家庭房产主和学生。若不是从长远角度来处理这件事,而是采取相反的做法,即由政府直接资助这些经济单元和其他的任何单元,这将是不公平的,也是不理想的。这两种观点的对立带来了一类证券的产生——这类证券是由联邦政府的代理机构发行或担保的。

代理机构并不总是联邦政府的一个部门,有时这些机构属于它们所服务的全体选民。但是当它们为这些选民提供援助和规范时,将起到政府的作用。

代理机构分为两类。第一类是与联邦政府职能有关的机构。事实上这些机构是联邦政府的助手,但一般说来,它们并不直接向市场投放证券。相反,它们常常向“联邦融资银行”借款,该银行是 1973 年为了加强贷款能力由一批较小的贷款机构联合创建的,原先的这些小额贷款机构的贷款成本较高。不过,“田纳西峡谷管理当局”(Tennessee Valley Authority)偶尔向公众借款。它的证券不被美国政府担保,一般说来也不免除州所得税。“政府国家抵押贷款协会”(GNMA)是一个拥有“住房与郊区开发部”的代理机构,该代理机构的详细情况将在下一章讨论。该机构发行一种比例付清的抵押贷款债券。

第二种类型的代理机构由“政府债券实体发行机构(GSEs)”组成。有八种这类机构发行两种类型的债券:长期债券和折扣中期债券。发售的长期债券的到期期限为 2 年以上,折扣中期债券的到期期限为 1 年以内。这八类代理机构是:

- 联邦农业信贷银行系统
- 农业信贷融资资助公司
- 联邦住宅贷款银行
- 联邦住宅贷款抵押公司(通常被称为 Freddie Mac)
- 联邦国家抵押贷款协会(通常被称为 Fannie Mae)
- 学生贷款市场营销协会(通常被称为 Sallie Mae)
- 融资公司
- 决议信托公司(Resolution Trust Company)

联邦农业信贷银行系统(FFCBS)向农业部门提供贷款和相关的服务。它由三部分组成:联邦土地银行、联邦居间信贷银行和合作银行。在 1979 年以前,这三家银行各自发行自己的债券。现在债券由联邦农业信贷银行系统按照统一的基准发行。联邦农业信贷银行同样发行折扣中期债券。在 1996 年上半年,市场上流通着 FFCBS 发行的到期期限由 1996 年的 5 月到

2002 年的 4 月的债券。

农业信贷融资资助公司(FACO)是 1987 年创建的,其作用是协助联邦农业信贷银行系统,这是因为联邦农业信贷银行系统面临着农民无力偿还贷款的难题。农业信贷融资资助公司的债券由美国财政部担保,与其他的联邦债券发行机构所发行的债券不同。在 1996 年上半年,市场上流通着该公司到期期限从 2003 年到 2005 年的债券。

联邦住宅贷款银行系统(FHLBS)是一个独立的联邦代理机构。绝大多数的债券是由该系统的成员——12 家联邦住宅贷款银行按照统一的基准发行。在 1996 年上半年,市场上流通着该系统的到期期限从 1996 年到 2004 年的债券。

联邦住宅贷款抵押公司(FHIMC 或者称为 Freddie Mac)有联邦许可证(它接受联邦政府的监督),被认为是联邦机构。但是,事实上它是一家股票持有者所拥有的公共公司,它的任务是发行和担保抵押债券。

联邦国家抵押协会(称为 Fannie Mae)也有联邦许可证,在某些方面受联邦政府的监督,同样被认为是联邦机构。它同样是由股票持有者所拥有的公司。与联邦住宅贷款抵押公司一样,他发行和担保抵押债券,联邦国家抵押协会和联邦住宅贷款抵押公司的债券在纽约股票市场上进行交易。

学生贷款市场营销协会,又被称为 Sallie Mae,它为以下机构的所属实体提供贷款,这些机构包括:联邦担保学生贷款计划组织,健康教育资助贷款计划组织和 PLUS 贷款计划组织。学生贷款市场营销协会已经发行了折扣中期债券、浮动利息率债券、长期固定利息率债券和零息票长期债券。在 1996 年上半年,学生贷款市场营销协会已经发行了到期期限从 1996 年到 2012 年的附息票债券,以及到期期限从 2014 年到 2022 年的零息票债券。

融资公司(FICO)是 1987 年由国会成立的,它的任务是帮助解决因许多存贷机构的失误而面临的难题,以及由此引起的“联邦存款与贷款保险公司”所遇到的困难。融资公司在 1987 年首次发行债券,在 1996 年上半年,市场上流通着该公司的到期期限从 2017 年到 2019 年的债券。

决议信托公司(RTC)是 1989 年组建的,其任务是继续帮助融资公司处理由于存贷机构的失误而遇到的难题。RTC 从“决议基金公司(REFCORP)”那里得到资助,决议基金公司可以发行长期债券。决议基金公司已经发行了 30 年期和 40 年期的债券,在 1996 年,正在流通着到期期限从 2019 年到 2030 年的债券。

## 第一节 代理机构是如何帮助它们的选民的

代理机构通过两种方式帮助它们的选民。一些机构通过在市场上发行债券借入款项,然后再把所获得的收益借给选民。当它们这样做的时候,它们用较高的借款信誉替代了家庭农场主、家庭房产主和学生较低的借款信誉。

其他的一些代理机构确保及时支付为它们的选民借款所发行的债券的本息,以便提高它们的信誉。一些代理机构既发行债券,又负责债券的偿付。一些债券不但由代理机构担保,而且由美国财政部担保,而另一些则不是这样。

在多样性、质量、数量和交易金额方面,代理债券面临着单一的国债和多种多样公司债券之间的选择。当农业代理机构在“联邦农业信贷系统”(已经组成了“联邦农业信贷基金公司”,位于纽约,是财政部的代理人)的保护伞下联合发行债券的时候,代理债券的一些多样性将消失。

代理债券在发行方式上还有所不同。一些债券直接由代理机构发行,遵循国债的拍卖程序或公司债券的包销程序。几家代理机构发行和担保的抵押债券是以较少约束的程序发行的。

## 第二节 代理债券是如何报价和交易的

代理债券是在场外市场进行交易的,和美国国债一样,并且常常由同一交易商进行交易。不过,利息差稍微大一些,其原因是在该市场上的交易费用比国债要高。

代理折扣债券与短期国债相似,与短期国债一样以折扣收益率为基准进行报价,并根据到期期限支付利息,到期期限通常要超过 1 年。

长期代理债券是附息票债券,与美国国债中期债券和长期债券相类似,半年支付一次利息,并以美元为基准进行报价。

代理债券不属于美国国债,只有几种情况例外。不过,几乎没有人相信美国政府会允许它的联邦代理机构借债不还。代理债券被认为是十分安全的投资。这些债券的利息收入需要交纳联邦所得税,但一般说来可以免交州所得税。

如果你购买了代理债券,你所购买的债券在安全程度上不如美国国债,如果交易的话,往往不易出手,成本也比较高。报价单在某种意义上说不容易获得。为了兑换这些债券,你应当获得较高的收益率。只要你理解了这些特性,代理债券应当是相当满意的投资。一定要请教你的税收顾问,以便了解利息的税收状况。

## 第三节 抵押债券

自 20 世纪 70 年代以来,政府和其他债券市场上最壮观的发现是抵押债券的创造。为了理解这些债券,我们必须首先看一下优先抵押合同以及它的特性是如何影响所有的抵押债券的。这些特性带来了某些类型的抵押债券,甚至带来了某些特种抵押债券的开发。

## 第四节 住宅抵押债券的运作

这里的抵押是指由不动产担保的一笔贷款。在我们所考察的抵押贷款中,不动产是指一

个四口之家的房产,所有者在这里居住。通常这些是单独的家庭住宅,为了购买其他的资产,住宅的所有者获取了抵押贷款。不过,抵押贷款将被再筹集,尤其是在利息率下降的时候。当获取抵押贷款的房产主发现利息率较低的贷款可以利用时(同现在的抵押贷款的利息率相比),他会再筹资。例如,一个房产主可能有一笔年息 9% 的抵押贷款。假如利息率下降,他可以借到利息率 7% 的抵押贷款。自然的,房产主会这样做,假如他现在具备贷款条件的话。房产主借到一笔新的贷款,并用这笔收益还清旧的贷款。会节省年息 2%,降低了借款成本。200000 美元的抵押贷款每年将节约利息 4000 美元(2% 乘以 200000),对多数个人投资者而言是十分值得的。

在 20 世纪 30 年代的大萧条期间,一些房产主甚至不能支付抵押贷款的利息,有时甚至失去了自己的房产。在多数情况下,他们要居住自己的房产多年,如果他们能够定期偿还一定数额的贷款(即便是较小的数额),他们的抵押贷款也会被还清。于是产生了按月分期偿还抵押贷款的创造。目前几乎所有的房产抵押贷款都是这样一种类型,并且这种贷款具有以下特征:

1. 房产主按月支付利息和本金,有时还要支付税收和保险费。抵押贷款一般的到期期限是 15 年和 30 年;这将意味着要进行 180 次和 360 次支付。

2. 抵押贷款每月的本息将支付给一家公司(这家公司被称为抵押贷款服务公司),在扣除服务费用之后,这家公司将把这笔本息款项支付给贷款的所有者。抵押贷款的所有者可能是该公司自身,但在多数情况下,这笔贷款已经出售给了贷款的永久持有者(投资者)。

3. 税收和保险费的支付将进入代管账户,服务公司将据此进行适当支付。这些支付并非本章讨论的范围。

4. 贷款者有权全部和部分提前付清抵押贷款,几乎在所有的情况下都没有对此种预付作出罚款的规定。这同长期债券的提前赎回的特性相类似,从而使抵押贷款(这种抵押贷款可以投放到任何集合基金中去)具有不确定性(其他固定收入的投资将没有这种不确定性)。

5. 借款者在抽回抵押贷款的时候要支付“点数”。“点数”是从抵押贷款收益中的一种扣除。可被认为是提前付清贷款的赎回溢价,这是因为虽然抵押贷款的整个面额被付清,但由于是按照“点数”计算,借给贷款者的金额并未减少。即便借款者在很短的时间内付清贷款,比如说在 1 到 2 年内,情况也是如此。

6. 部分抵押贷款的提前支付缩短本金偿付的到期期限,但并不减少每月的固定支付数额。相反,需要支付的金额减少了,抵押贷款将会比计划提前还清。

7. 抵押贷款常常以美国政府代理机构提供的某种计划为基础进行的。复员军人管理局(VA)和联邦住宅管理局(FHA)为符合条件的房产购买者提供抵押贷款;为了最终偿清贷款本金,代理机构为抵押贷款提供担保。

## 第五节 抵押贷款的运用

最初得到抵押贷款的公司并不将抵押贷款保留在自己的手中,而是将其转手。许多这种抵押贷款被放到一起,称为抵押贷款集合基金。归类在某一专门集合基金的所有抵押贷款将有相同的利息率、到期期限、相同类型的保险(如果有保险的话)、相同类型的房产(就我们所考

虑的情况而言,通常是指单户房产),以及其他相同的特征。这些其他相同的特征包括相对贷款者的收入而言的还款比率相同,就房产价值而言的抵押贷款比率相同,以及事实上的抵押贷款规模相同。有时除了集合基金中的每种抵押贷款被保险外,抵押贷款集合基金作为整体也被保险。

于是抵押贷款集合基金同基本的抵押贷款具有相同的特征,诸如有息票利息率、最后的到期日期、或许还有某种形式的保险和其他特征。

于是,每种抵押贷款集合基金形成了债券的基础,因为集合基金形成债券到期支付的源泉。原始借款者按照某种可能的方式将付款寄送给债券的持有者。这笔集合基金被指定一个号码(同时,基于集合基金所发行的债券被指定一个 CUSIP 号码),如其他的债券一样。

虽然几种不同的集合基金有相同的特性,诸如相同的利息率、相同的到期期限等,但由于抵押贷款存放在不同集合基金的借款者可能进行不同的预先偿付,所以不同集合基金的支付总是不同的。抵押贷款的个人借款者预先偿付的不确定性带来了抵押贷款集合基金付款的不确定性。我们将要讨论这种情况会对集合基金产生怎样的影响,在此之前我们将讨论两种不同类型的由集合基金产生的债券。

## 第六节 集合基金能够产生何种类型的债券

从这些集合基金中能够创造两种不同类型的债券:比例偿还的债券和逐一偿还的债券(提供抵押的债务 CMOs)。比例偿还债券是指债券所有者将按照其所持有的股份比例收到还款,并按照集合基金特定的利息率进行支付。例如,如果一个所有者拥有 1% 的集合基金,那么该所有者将获取本金和利息支付总额的 1%。

逐一偿还的债券是指根据预定的支付时间表向个人债券持有者偿还本息。按照预先商定的时间表,一些债券持有者将比另一些债券持有者提前收回本息。

下面的例子将说明这两种债券的主要特征及其运作方式:

假设比尔以自己的房产作抵押借了 4800 美元的抵押贷款,他同意每月偿还 100 美元的本金,并从某个月开始,按年息 6% 支付利息。比尔已经作出了每月偿还 100 美元、48 个月还清借款的偿还计划。其中利息支付计划是,在第一个月支付 24 美元的利息,尔后每月少支付 0.5 美元的利息。于是,比尔在某一个月第一次偿还时将支付本息 124 美元;最后一次支付是在第 48 个月,将支付 100.50 美元,并将还清全部贷款。每次均将款项支付给信托人,信托人再按照规定支付给债券持有者。

当然,在现实生活中,比尔每次还款将是相同的,而不是逐月下降;信托人也将收取一定的手续费。但在本例中,为了便于理解将事情给简化了。

假设比尔的抵押贷款有 4 个放款者(债券持有者——译者注):约翰、玛丽、萨蕾和吉穆。并假设他们平均分摊比尔每次的还款。信托人将每次还款的 1/4 分别支付给它们 4 位。这样每一位第一次将收到还款 31 美元,也即比尔第一个月还款数额 124 美元的 1/4;在第 48 个月,也即最后一个月每个人将收到 25.13 美元,即比尔最后一次还款数额 100.50 美元的 1/4。

现在假设比尔在第 3 个月多偿还了 40 美元的本金。信托人收到这笔额外的还款之后,将

平均寄给 4 位投资者,即每位投资者多收回 10 元的本金。在今后的月份每位投资者的利息收入每月将减少 0.05 美元。由于比尔每月继续偿还 100 美元的本金,于是每位投资者每月将收回 25 美元的本金,直到最后一个月份,比尔只需支付 60 美元(假设比尔没有再比计划提前偿还借款),每位投资者将收到 15 美元的本息。

这就是比例偿还债券。每次还款(包括额外偿还金额),将根据投资者在集合基金中所占的比例平均支付给 4 位投资者。

现在假设投资者不这样做。假设每位投资者仍然投资 1200 美元,但是约翰想让他的本金在第 1 年内还清,玛丽想让她们的本金在第 2 年内还清,萨蕾想让他的本金在第 3 年内还清,吉穆想让他的本金在第 4 年也即最后一年还清。这笔贷款可以按照以下方式偿还:每位投资者根据未抽出的本金数额得到利息,但本金先支付给约翰,约翰的本金收回之后再支付给玛丽,玛丽的本金全部收回之后再支付给萨蕾,萨蕾的本金全部收回之后再支付给吉穆。于是,在第 1 年,约翰每月收回 100 美元的本金,其他三位投资者只得到他们每月 6 美元的利息。约翰收到的利息从每月 6 美元开始,但逐月减少 0.5 美元。在第 13 次支付时,约翰的本息已经全部被付清,而玛丽开始收到她每月 100 美元的本金和她相应的利息(第一个月 6 美元,以后每个月减少 0.5 美元)。两年之后,玛丽的本息全部收回,萨蕾开始收到每月 100 美元的本金和相应的利息。在第 4 年也即最后一年,吉穆将每月收到 100 美元的本金和相应的利息。于是,逐一支付债券的支付方式被创造出来,其中 4 种不同所有权的类型在本例中被 4 个不同的所有者所代替,这些所有者被称为“纯撒斯”(tranches)。

值得注意的是在第一例中,每位所有者持有同样的债券,并获取同样的还款。如果每种债券有相同的规格和相同的 CUSIP 编号,将会收到相同比例的本息。在第二例中,4 种不同的债券被创造出来,每一种债券有不同的本金支付计划。这 4 种债券的每一种将有不同的规格和不同的 CUSIP 编号。

现在假设比尔在第 3 个月多还了 40 美元。所有这些多还的款项都将支付给约翰,原因是约翰第一个收回本息。约翰每月将继续收回 100 美元的本金,但由于第 3 个月约翰多收回本金 40 美元,约翰每月得到的利息将减少 0.20 美元。在第 12 个月,约翰将只能收到 60 美元的本金(因为提前得到了 40 美元的本息),剩余的 40 美元将要支付给玛丽,因为玛丽紧接着要收回她的本息。在第 24 个月,玛丽也将收到 60 美元的本息,与此同时萨蕾将收到 40 美元的本息。在 36 个月中,萨蕾将只收到 60 美元的本息,与此同时,吉穆将收到 40 美元的第一笔本息支付。在第 48 个月,吉穆将收到 60 美元的最后一笔支付,因为他在第 36 个月已经收到了 40 美元。

当然,在逐一偿还债券的现实世界中,到期期限可能是以年为单位,而不是以月为单位;推后收回本息的债券持有者(比如萨蕾和吉穆)应当比较早收回本息的债券持有者(比如约翰和玛丽)收到较高的利息。例如,约翰和玛丽将收到 5.5% 的利息,萨蕾和吉穆将收到 6.5% 的利息。不过,上面的例子只不过是来说明逐一偿还债券的一般原理。

你或许已经看到由于比尔的预先偿还,导致了对每一个债券持有者的还款发生了变化。这种情形被称为“扑林沃尼拉”(plain vanilla)或“顺序支付”的预付制度。于是,你同时可以设想出更复杂的偿还制度。例如,比尔 40 美元的预先支付款可能还给吉穆,相应的比尔依次进行预付。在这种情况下,流入约翰、玛丽和萨蕾的现金将保持不变,除非比尔在头 3 年的预先支付金额超过 1200 美元,此时吉穆偿还计划也会发生较大的变化。如果比尔的 40 美元的预

先付款支付给萨蕾,于是对约翰和玛丽的偿还计划将不发生变化,但对萨蕾和吉穆的偿还计划将会发生变化。非常巨大的预先支付款项可以被设想出来,即便是在这个简单的例子中。在现实生活中,还款计划会变得相当复杂。

你同样可以看出,比尔预先支付 40 美元的决定至少改变对一个债券持有者的还款计划,也可能改变对全部债券持有者的还款计划。因此,被放入集合基金的抵押贷款的预先还款会对债券持有者本息的偿还产生巨大的影响。下面就考察一下预付款项的测定及预付款项比例对抵押贷款的影响。

## 第七节 预付款项的比例及其测定

人们预先偿还抵押贷款出于多种多样的原因。这些原因包括从一个地点迁居到另一个地点;不期而遇的资金来源,诸如中彩、遗产继承等,这将使他们能够多偿还或全部还清抵押贷款;简单的增加储蓄的想法,也会使他们增加每月本金的偿还;以及其他一些原因。

## 第八节 抵押贷款的再筹集

抵押贷款的再筹集可能是提前还清贷款的一个重要原因。再筹集抵押贷款在很大程度上取决于利率水平的高低,因为再筹集贷款不需要有更多的支付(要实现较大利息节省的情况除外)。

即使在利率下降的情况下,并非所有的人能够再次筹集到抵押贷款。主要的原因可能是借款者不再具备取得抵押贷款的资格;诸如家庭收入的下降,其他的家庭贷款增加,因故借款者自身可能不再具备贷款的资格等。在这种情况下,借款者只能按部就班地偿还借款,并等待着现有状况的好转。房产的价值可能下降了,致使现有房产不能抵押到足够数额的新贷款来偿还旧贷款也是重要的原因。在 1986 年到 1996 年期间,不动产价格下跌,使一些不幸的房产所有者受到损害。

## 第九节 预先偿还的比例及其模型

就单个借款者而言,预先偿还的借款往往不容易预测,但就大批的借款者而言可以作出合理的推断。这种情形导致了预先偿还计划及其思想的提出。如果你知道在某一集合基金中的抵押贷款的预先偿还比例,你就可以知道现实的基金流动,就可以对抵押债券有较合理的评价(因为你对基金向何处流动有足够的了解)。

在 1996 年上半年,标准的预先偿还模型由公共债券协会(PSA)发布。公共债券协会是从

事债券市场交易的协会,它由从事各种债券业务的若干公司和银行组成。这些债券包括美国政府债券、联邦代理债券、抵押债券、市政债券、公司债券和其他多种债券。

公共债券协会,坐落在纽约城,它提供各种债券在教育与信息等方面的服务,发布有关债券的统计数据,并在营业大厅从事债券交易。任何对债券有兴趣的人士,均可以从该协会获取相应的信息。

公共债券协会模型以第 1 个月份的预先还款比例 0.2% 开始,随后逐月上升 0.2%,在第 30 个月的预先还款比例达到 6%。于是,在第 10 个月预先还款的比例将达到 2% ( $0.2\% \times 10$ )。公共债券协会模型取代了以前广泛使用的模型。先前的模型包括 12 年预付期模型 (GNMA 债券曾广泛使用的模型)、固定预付率模型 (CPR) 和联邦住宅协会 (FHA) 模型。绝大多数华尔街经纪人公司也开发了他自己的经济模型,由他们的客户和自己使用。

在 1996 年,抵押贷款预先还款比例由相当于公共债券协会模型的百分率来确定。例如,100% 是指与公共债券协会模型规定的比例完全相同;200% 是指预先还款比例是公共债券协会模型规定比例的 2 倍,也即说起始月份的预先还款比例为 0.4%,按每月 0.4% 的速度递增,30 个月时增加到 12%,并在此点稳定下来。在另一个例子中,150% 意味着预先还款比例是公共债券协会模型规定比例的 1.5 倍。

## 第十节 比例抵押债券及其运作

同上面的例子相比较,比例抵押债券有基本相同的结构。放置于集合基金的抵押贷款(所有的抵押贷款均具有相同的特征)被给予一个集合基金编号,债券被给予一个 CUSIP 号码。集合基金中的抵押贷款现金流按照债券持有者所占的股份流入债券持有者手中,当然,需要将抵押贷款的服务费扣除。不过,三种联邦代理机构、私人公司和其他代理机构发行的各种各样的比例偿还债券有一定的差别。

发行的比例偿还债券的三种联邦机构是:“政府国家抵押贷款协会”(GNMA),它是住宅与郊区开发部(HUD)的一个分支机构;联邦国家抵押贷款协会(FNMA);以及联邦住宅抵押贷款公司(FHLMC 或 Freddie Mac)。

“政府国家抵押贷款协会”的集合基金由 FHA 或 VA 保险的抵押贷款组成。这些集合基金由私人企业的项目所组成(这些项目要被政府国家抵押贷款协会所证明),并将其出售给公众。政府国家抵押贷款协会的债券可由美国财政部为利息和本金的支付提供担保,联邦国家抵押贷款协会和联邦住宅抵押贷款公司的集合基金在绝大多数情况下由传统的抵押贷款组成,尽管在少数情况下由 FHA 或 VA 提供保险。同时,联邦国家抵押贷款协会和联邦住宅抵押贷款公司的集合基金没有财政部的支付担保。不过,代理机构本身为债券的支付负责担保,从整体上看,该类债券的质量无须置疑。每种集合基金的基本抵押贷款在进入基金之前要进行严格的质量把关。由于财政部对 GNMA 债券的担保,GNMA(政府国家抵押贷款协会)证券要比 FNMA(联邦国家抵押贷款协会)和 FHLMC(联邦住宅抵押贷款公司)比例付清债券的收益率为低,尽管没有理由怀疑后两种债券的完好性。FHA 和 VA 公司为这些抵押贷款的偿付提供担保;但在抵押贷款推迟支付或者无法支付时,它们不能确保利息的如期支付。



所有的利息和本金均按月支付。随着本金的偿还,利息的支付金额逐步减少,并且各月本金的支付额可能是波动的。一般说来,随着利息支付的减少(因为计付利息的本金数额逐月下降),本金的支付金额应当增加;但是本金的支付额将取决于预先支付比例和常规分期付款比例两个因素。由于预先支付款项的存在以及每月的本金支付可能存在的较大波动,所以每一位个人债券持有者都应当对自己收到的支付款项作好记录。

## 第十一节 提供抵押的债券(CMOS)及其运作

上面的例子已经说明了 CMOS 运作的一般原理。抵押贷款被存放在集合基金中,以抵押贷款的偿还为源泉的这笔基金将由信托人按照先前发售时达成的协议进行分配。集合基金收到一个编号,基金中抵押贷款债券收到一个 CUSIP 编号,虽然大量的各种不同类型的债券能够以此基金为基础发行,但就比例偿还债券而言,只有一种债券被按此种方式发行。

集合基金中各种各样的可以利用的债券,为包销商寻求广泛的投资者提供了可能。在上例中,约翰想在 1 年内把自己的债券完全兑现,而吉穆想在第 4 年兑现自己的债券。在构造贷款的偿还方式时,包销商可以同时满足约翰和吉穆(也包括玛丽和萨蕾)的要求。用这种方式,包销商可以扩大抵押贷款债券的销售市场。从整体上看,这种“抵押贷款债券”品种的多样性可以使市场扩大。在理论上(在实践的一定程度上),这种市场扩大对每个人都有好处:债券发行者能有较宽阔的发行市场,投资者为满足自身的需要可在较大余地内作出选择,包销商(中间人)能够赚得较多的利润。

这种品种繁多的债券减少了偿还时间的不确定性,但增加了其他方面的不确定性。为债券多样性付出的另一个代价是这些债券非常复杂,在许多情况下难以理解和难以评价。

首先值得考虑的、最简单的是抵押贷款债券是单个投资者,正如上例所概括的。在上例中,4 个投资者被创造出来,第一个投资者的本金被支付完以后,第二个投资者的本金开始被支付。不过,每位投资者收到的利息数额是以尚未收回的本金数额为根据的。于是,由于约翰是第一个被支付者,所以他的本息首先被付清;但是,其他的投资者在本金被付清以前将陆续得到利息。这种制度被称为“朴林沃尼拉纯撒”(a plain vanilla teanche)制度。

值得注意的是每个投资者都有可能获得计划规定的本息偿还期,但是预先偿还将会影响整个本息偿还日期。在最初的抵押债券发行时,所有的债券都有“朴林沃尼拉纯撒”计划,但是在 1995 年,只有 25% 的债券属于这种情况。

### 一、Z 债券及其运作

“朴林沃尼拉纯撒”债券从整体上发生变化的起点是 Z 债券的引入。Z 债券并不是零息票债券,而是以额外的债券形式作为利息的收入。只有当具有优先权的债券投资者的本息被付清后,Z 债券才开始以现金的形式收到它的利息支付以及预先规定的本金的分期偿还金额。这种情形使利息得以流动,在正常情况下,这些利息将流入具有优先权债券的持有者的手中;于是,在此种情况下,这些投资者的本息将被提前付清。在我们所举的例子中,如果吉穆的债

券是 Z 债券,他将收不到利息付款,他的债券所赚得的利息将抵销约翰、玛丽和萨蕾的债券,也即说吉穆将收到另外的债券而顶替利息。只有当萨蕾的债券被支付(位于吉穆之前的最后一张债券被支付),吉穆才开始收到他的利息与本金。吉穆的利息将按照他的应计本金总额来计算,这里的应计本金总额包括作为利息付给他的债券。在 1995 年,提供抵押债券的 4% 是 Z 债券。

发展后的 Z 债券可用来支付其他类型的投资者,这将使这些投资者有较确定的到期期限;于是,这种投资者被称为“精确界定到期期限(VADM)的投资者”。

## 二、有计划分期偿还债券的类型及其运作

有计划的分期偿还债券(PACs)是另一种用来构筑抵押债券交易的 CMO 债券。PACs 建立的主要目标是使本金的偿还有较高的可靠性。首先,偿还基金被确定下来,也即说,即便在预先偿还金额发生较大的变化时偿还基金也不会发生较大的变化。第二,同其他类型的提供抵押的债券一样,有计划分期偿还债券能够即时支付本金。因此,有计划分期偿还债券总是能够根据计划得到偿还,而不论其他类型债券的状况如何。这种现金流入确定性的提高,使这种债券更具有吸引力。

但是不确定性并不是离我们而去,它只不过是对其他类型的提供抵押债券的再分配。在前例中,如果用第一年发生的预先偿还款项支付玛丽的贷款本金(而不偿还约翰的本金),我们便能够使约翰本息의 偿还按原计划实现。如果是这样的话,约翰的本息将按原计划收回,而 40 美元的预先偿还款项将冲减玛丽的本金。

要做到这一点,还可以把约翰的放款(即指约翰是债券的购买者,是投资者,是款项的借出者,故这里用放款字样,目的是同借款相区别——译者注)分为两个部分,即每部分 600 美元。设想约翰拥有 600 美元,兆斯特拥有另外 600 美元,并且所有的预先偿还款项都用来冲减兆斯特的本金,而不冲减约翰的本金。当比尔在第 3 个月预先偿还 40 美元时,兆斯特除了按计划得到本金的偿还外,还得到了这 40 美元的预先偿还款项,而约翰只得到按计划应当得到的本金偿还额。于是,兆斯特吸纳了第 1 年中预先偿还的不确定性。兆斯特的这种债券有多种称谓,比如:非-PAC、伴侣债券(companion)和超纯撤债券(super tranche),由于这种债券吸纳了部分或所有预先偿还款项的不确定性,所以这种债券的回报率和有效期的变化性较大。当抵押债券的交易被建立以后,通过适当安排基金的流动,任何类型的债券都可以作为对纯撤债券的一种支持。例如,兆斯特的伴侣债券有一个预先计划好的 4 年偿还期,但是他将吸纳所有债券的预先支付款项(直到兆斯特的债券本息被全部偿清)。在此种情况下,谁又能预测出兆斯特债券的实际到期期限呢?

有计划的分期偿还债券可以根据预先偿还水平建立起来。为了使分期偿还计划不发生变化(预先偿还款项在 PSA 比率中占到一定比例时的情况除外),可以构筑某种债券结构。例如,可以作出这样的安排,只有在债券的预先偿还款项达到 PSA(公共债券协会模型)比率的 200% 时,额外的本金偿还才发生。也可以作出这样的安排,只有预先偿还的款项从占 PSA 比率的 75% 到占 275% 时,额外的本金偿还才会发生。另一种有计划的分期偿还债券可以作出如下 100% 浮动幅度的安排,即从占 PSA 比率的 100% 到占 200%。显然,第二种情况不如第一种情况安全,因为预先偿还款项比较容易达到 100% 的范围,而不易达到 200% 的范围。第

一种情况被称为 PAC I,第二种情况被称为 PAC II。PAC I 债券的到期期限计划要比 PAC II 债券的有更强的确定性。其他种类的 PAC 债券的出现也是有可能的。

### 三、其他提供抵押的债券

如果预先偿还款项保持在规定的比率,“目标性分期偿还债券”(TAC)将按计划收回本息。如果预先偿还款项达到不同的比例,TAC 债券将会提前或迟后(均同计划相比)收回本金。

只收利息债券(IO)和只收本金债券(PO),正如它们的名字所暗示的那样,当着债券被支付的时候,只收回利息或本金部分。如果利息不被支付,IO 债券将一无所获;无限制的预先偿还(同还款计划相比)势必导致 IO 债券的利息损失。当被支付的时候,PO 债券将收回本金;预先偿还对 PO 债券持有者有利,因为 PO 债券持有者能够早于计划收回本金。这两种债券是按照本金面额(相对 PO 债券持有者而言)和名义面额(相对 IO 债券持有者而言)的较大的折扣幅度发售的。

有时,Z 债券的利息会被较早地支付,往往基于某些启动事件,诸如较高的预先偿还比率或债券收益率的较大变化等。这些债券被称为“漳泼-Zs”(Jump-Zs)债券。即便是启动事件停止以后,继续按较早的时间被支付利息的漳泼-Zs 债券称为“粘贴”漳泼-Zs 债券;若返还到预先规定的偿还计划,则被称为“非粘贴”漳泼-Zs。最近,这种债券发行得差不多了(指 1996 年 5 月),但是一些这类债券仍然在市场上流通。

余值(residuals)是指其他的债券被全部偿清后所剩余的债券部分。这使剩余的债券的价值有较大的不确定性。

## 第十二节 抵押债券的投资

这些债券比较复杂,并不适于所有的人进行投资。即便是最简单的债券也需要花费额外的精力去理解;多数债券需要对本息的收回进行额外的计算;税收处理更是复杂;交易起来不但不容易,而且交易时的收益差变化较大。这种债券的相当大部分有较大的市场风险。那么为什么有的人还购买这种债券呢?

有钱,这就是原因所在。同标准的国债相比,这种债券能够获得较高的回报率,并且在多数情况下这种债券也能获得同等的担保。例如,GNMA<sub>s</sub> 债券本息的支付得到美国财政部的担保,其他一些类型的债券由美国政府代理机构提供保险,诸如由复员军人协会(VA)或联邦住宅协会(FHA)提供担保。从历史上看,GNMA 债券获得的回报率比美国期限相当的国债高出 0.8%~1.5%,是一种值得考虑的收入增加。GNMA<sub>s</sub> 债券全部要交纳州所得税,但是如果投资基金是免税的,比如 IRAs 基金,凯偶夫(Keogh)计划基金,以及其他分期付款或退休基金账户。用这些基金对 CMOs 债券进行投资,是十分有价值的。

不过,如果你用这些基金进行投资,你必须有一份此种债券的详细说明,并将该说明适当保存;在官方债券发行表或募债表中将有这种详细的说明,因此你一定要买一份这样的表格。

债券发行信托人同样能够回答你提出的其他问题。在你作出有目的的投资之前,你也许应当请教你的税收顾问。

对于绝大多数的个人投资者而言,应当投资抵押债券的较普遍或较简易的种类。这些债券包括 GNMA 债券、比例偿还抵押债券和较标准的 CMOs 债券。避免对别出心裁的 CMO 债券的投资,这或许是较明智的选择;就多数等级较高的经纪人公司而言,它们将不经营这类 CMO 债券业务。

## 第十三节 金融衍生工具

自 20 世纪 60 年代后期以来,固定收入市场上的一个重要特征之一就是过高的利息率的波动。这种现象产生的原因是一个从未停止争论的话题——甚至由此发生了数次政治运动——但是市场只能适合这样一种波动状况。其结果是,这种波动性带来了大规模的财政赤字和大量国债的发行。

初级交易商行业(这个行业包销新发行的国债),限制了资本对债券的大规模分配;而资本的短缺又被利息率的大幅度变动所加剧。显然,这些交易商在某种程度上降低了债券的极高的市场风险。

结果解决的办法是产生了“金融衍生工具”,也即指它的价格运作是从另一种金融工具衍生出来的投资产品(investment products)。对于一般投资者而言,最有名的衍生工具是普通股票的购买期权(选择权)(call option)和出售期权(选择权)(put option),这种选择权具有以股票价值为基础的价值。就债券而言,各种各样衍生工具被开发出来。最有名的是金融期货和期权,这些金融工具既可以在交易所交易(场内交易)又可以在场外交易。总之,由于这些衍生工具的产生,彻底改变了固定收入市场的面目,尤其是对美国政府债券市场带来了难以估量的影响。

### 一、金融期货

固定收入市场上最初的衍生工具是金融期货合约。期货合约在农产品和矿产品领域已经交易多年。这些合约是双边协议,在协议中规定在未来的某一约定的时间、按约定的价格对实物进行交割。最初,农产品和矿产品在未来某一时间交割是在场外进行的。不过,由于可以预见的农产品的季节性供需,远期交割的数量同即期交割的数量之间的差距变得愈来愈大。为了规范混乱的远期交易市场和提供标准化的合约,期货交易所被建立起来。这样一来,使想“出售期货”的购买者不必找到原始的出售者也可以完成此种交易。这种“出售期货”(unwinding of a position)被称为处于“停止进货地位”(closing out a position)。一种期货的进货,不论是多头或空头,均被称为“未结清期货”(open position)。如果某个人购入了期货,也即已经答应购买交易中的商品,此人被称为“多头”(long),并处于多头地位(long position)。如果某个人已经把商品卖掉,被称为空头(short),并处于空头地位(short position)。显然,多头和空头地位应当相互抵销。所有的未结清期货的数量表示为对合约的流动性和交易活动范围进行

测量的一种指标。

期货市场存在于小麦、玉米、大麦、可可、棉花、咖啡、锡、金、银、石油、猪肉等多种多样的商品中。这些商品的市场情况在绝大多数主要日报的金融专栏里有报道。

既然能对小麦和玉米的交易发挥作用,对债券的交易也能发挥作用。在 1970 年,芝加哥贸易委员会(CBT)开始对 GNMA 比例偿还债券进行期货交易;在 1975 年,这家交易所开始交易国债期货。既然国债的交易额远远高于 GNMA 债券的交易额,那么又为什么从 GNMA 债券开始交易呢?简言之,GNMA 债券已经有一个远期交割的流动性市场,并且 CBT 设想这种交易方式能够一开始便获得成功。

交易非常成功,远远超出人们预料。在 1996 年,债券期货合约的交易额比其他任何金融期货的交易额都大,并且截止到目前为止也是最重要的一种金融期货。如果用美元金额来表示,债券的交易额超过了任何一种场内交易的金融工具。股票指数期货和期权,这两种工具是 20 世纪 80 年代引入的,每天交易相当多的合约,但是,每种合约只代表 CBT 合约本金和风险的一小部分。CBT 债券交易室的交易者提供的债券周转性对于债券自身的良好运作有至关重要的作用。

CBT 合约交易成功的主要原因是 CBT 作为全部长期国债的总代理人。也即说,在期货合约期满时,几乎所有的到期期限在 20 年以上的长期国债都能以满意的合约被交割。而且,与商品(如小麦和铜)的交割不同,长期国债的交割非常便捷,是通过电子转账完成的。显然,为了计算各种待交割的债券(包括不同种类的息票、到期期限和收益率),需要一种相应的运作机制。

CBT 所选中的运作机制是代表期货合约的一种假想的长期债券的产生:一种年息 8%,期限 20 年的长期债券。于是,期货合约的交易价格就是当合约期满时年息 8%、期限 20 年的长期债券的交割价格。其他利息率和期限的债券可通过“换算系数”同假想的债券进行换算,这些换算系数可调整待交割债券的本金金额。如果债券的利息率高于 8%、期限长于 20 年,则换算系数大于 1。当 100000 美元被换算系数去除的时候,可交割的债券数额被确定下来,也即说,这部分数额可按照期货价格进行交割。

对应的交割价格和现行的债券价格往往是不相同的,即便是交易成本最低的债券。为什么呢?当长期债券价格盈利的时候,期货价格总是低于相应的交割价格;但当殖利曲线呈反向时,期货合约的价格总是较高。这种现象被称为“收敛”(convergence),是经营成本发生作用的结果。

如果你能够买到一张收益率 12% 的长期债券,按照年利息率 8% 进行融资,3 个月后以即日价格将这张债券卖掉,你似乎可以锁住每年 4% 的利润,也即每季度 1% 的利润。在此例中,期货合约的价格会逐季下降,下降幅度大约是经营成本被换算系数去除。如果你买了一张长期债券,把它融资,卖掉期货合约,到期后进行交割,你应当实现 8% 的年利息率,即短期收益率。这种关系(这是期货市场的基础)仍然不能被长期债券市场参与者所理解,他们认为既可以买债券,又可以卖期货,并能获得全部债券的收益率。

## 二、其他债券期货

其他债券期货同样被交易。市政债券期货在 CBT 被交易,但在此却没有债券被交割。市

政债券期货是以对新近发行债券的评估结果(这种评估以对期货指数中所包含要件的满足程度为依据)为基础的。当这样一种新的债券被发行以后,期货指数中先前的债券被取代。由于期货指数仅仅以评估为基础,以及指数中所包含的债券是容易变化的,所以在清算日的任何债券的实际交割是不可能的。假如在清算日之前尚未关闭的话,所有的期货交易在清算日将被停止。虽然市政债券期货交易额不到长期国债期货交易额的 1/10,但是市政债券期货是十分活跃的期货指数。

期货交易同样存在于中期国债、短期国债和联邦基金中。

### 三、利息率期权

如果有关金融期货的理论是相对简单的话,那么有关期权的理论则比较复杂。期货合约是指双方到期履行的双边协议,而期权是指在到期之前的任何时间实施某种交易的权利。更精确地说,期权所有者有到期之前或在到期日实施某种交易的权力,但没有必须履行的义务。例如,你有在 3 月 15 日或 3 月 15 日之前以每股 65 美元的价格购买 100 股 AT&T 股票的期权,这种选择权被称为购买选择权(a call option)。如果你愿意的话,你可以在 3 月 15 日或 3 月 15 日之前购买 AT&T 普通股股票。类似地,出售选择权(a put option)是指期权的所有者有出售正在流通的证券的权力,这里的证券可能是股票、债券和其他证券;所有者可以在商定的日期之前以商定的价格出售证券。

如果说某种期货合约的购买者和出售者具有同等的地位,那么期权购买者的地位要比期权出售者的地位优越。

不必惊讶的是,期权的购买者将以对自己有利的价格支付给期权的出售者,这种价格被称为溢价,将取决于以下几个因素:

- 成交价格:是指期权购买者能够实施交易的价格
- 期限:是指期权到期需要的天数
- 投资收益率:是指基于期权的证券持有者所获取的收益率
- 可替换收益率:是指一种证券持有者在证券到期时(与期权的到期日期相同)所获得的收益率
- 价格的变动性:是指从历史或潜在的角度看,基于期权项目的价格变动性

根据以上信息你可以计算(或购买一种计算机系统计算)出任何期权的“理论价值”。理论价值是指一种溢价水平,在这种溢价水平的条件下,投资者拥有期权与拥有相应证券处于同等的地位。就证券购买期权(选择权)而言,其同等地位(equivalent position)是指投资者拥有这些债券(也即说,拥有期权与拥有这些债券在收益上是无差别的)。出售期权(选择权)是指出售证券的权力,其同等地位是指投资者的债券处于空头地位(即债券已经出售)。

显然,即便根据以上的基本信息,这两种地位所孕育的风险也是极为不同的。当你购买的债券价格下降了 10 个百分点的时候,你将损失整整 10 个百分点,如果你购买了价格幅度 2% 的购买选择权,你可能只损失 2 个百分点,不论债券本身的价格如何下跌。从另一个角度说,如果价格保持基本相同,期权的价值可能会下降,直到 2% 的价格幅度消失(在期满或到期之前)。

期权所引起的这种特性被称为“浪费资产”(wasting assets),其含义是说这种特性的存在

是没有价值的。期权常常被业内人士称为“投机”(speculative)性投资工具或固有弱点的投资工具。其原因来自两个方面:

●期权同普通股票相比,需要付出较高的借贷机会;但同政府债券相比往往付出较低的借贷机会。其原因是,同政府债券相比,对普通股票投机获利需要较高的要件

●期权在浪费着资产

以上的描述,也许我们能对期权有更深入的理解。期权和期货的实质在于,它们能够改变现行流通证券的性质,并且给有价证券的经纪人更宽广的管理工具。这些工具既可以用到套期保值,也可以用到投机目的。

同流通中证券的地位相联系,衍生工具可以增加或减少变动性、增大或降低风险、以及提高或减少总的回报率。在期权职业人员中,综合性地位(combined position)愈来愈为人们所接受:

●销售“购买期权”(选择权)(covered call):这是指相对所持有的正在流通的证券而言,出售购买这种债券的权力。在此,经纪人为了换取现金正在出售未来可能获取的潜在利益

●购买“出售期权”(选择权)(married put):是指相对现行流通的债券而言,购买出售这种债券的权力。为了防备债券市场的暴跌,经纪人购买一种保险,所花费的成本从债券总回报中冲减

●销售“出售期权”(选择权)(cash-secured put write):是指将所持有的相当于现金的债券的出售选择权的销售。经纪人为了换取现金正在出售因利息率上升而带来的潜在的利益

●货币市场上的购买期权(选择权)(90/10)(money-market call):这是指将所持有的货币市场上债券的购买期权的购买。这里的术语 90/10 是指 90% 的投资基金投资到短期债券, 10% 的基金购买期权,不过该募债说明有些过时。这样经纪人将会大大减少所持有的正在流通债券的风险,风险减少的成本是对短期有价证券总回报的一种扣除

根据经纪人对期权市场前景的判断和不同期权的相对成本,其他的期权策略也可能被运用。要对此作出明智的选择,需要对期权和期货市场的基本规则有所了解:

期权的理论价值由两部分组成:

●期权的固有价值:是指期权随时履行的价值

●时间价值:是指推迟决定是否履行期权而带来的价值

如果购买期权的成交价格低于市场上流通证券的交易价格,期权的固有价值将是积极的。例如,如果成交价格是 101,而债券的交易价格是 102,期权的固有价值将是积极的(因为可以做到贱买贵卖)。如果成交价格高于市场交易价格,期权的价值将是负面的。具有积极价值的期权被称为盈钱(in-the money);固有价值是零的期权被称为保本;具有负面固有价值的期权被称为损钱(out-of-the money)。

时间价值是由扣除固有价值的溢价组成的。显然,当期权处于损钱状态时,负面的固有价值被加到溢价中,并产生时间价值。

记住以下几点是十分重要的:

●期权的固有价值越高,时间价值越低。用另一句话说,溢价高的期权,固有价值越高;因此,同溢价低的期权相比,这种期权一段时间之后价格会变得更具有优势

●除非在溢价非常高的情况下,期权的变动不如流通中的债券的变动速度快。流通中债券变动的比率带来的期权的变动被称为变动量或套期保值率。保本期权的变动量大约是 0.

5,并且随着固有价值变动而变动

●期权溢价的增长不如时间价值增长得快。就保本的期权而言,溢价将按照时间增加量的平方根增长。也即说,如果3个月期权的溢价是1个百分点,你可以预期到6个月期权的溢价将是1.414

购买和出售期权存在于长期国债和其他几种中期国债中。在长期国债中,期权交易最活跃。这种交易在芝加哥贸易理事会中进行,并且在主要的金融新闻媒体上有这方面的报价。

根据以上信息,再加上数日埋头钻研,你就可以运用多种期权策略。



## 第六章 市政证券

在 1975 年,纽约城似乎要发生大爆炸。随着 10 多年来大量流通中的债务快速增加,这个城市已经无力偿还中期债券,尽管这种情形并未发生在长期债券身上。突然之间,原先被评定为 A 级债券的市场价格急剧下降,这个城市陷入一片混乱之中。这不仅使固定收入市场上的现有债券发生贬值,而且隐约可见的银行倒闭的阴影笼罩着整个市政债券市场。大约经过了 10 年左右痛苦的挣扎之后,这个城市在此回到先前的繁荣,并继续成为证券交易中心。但是,这段痛苦的时期,使人们对地方债券的质量不容置疑的说法发生了动摇。

不过,纽约城并不是第一家遇到困难的债券发行者。据历史资料记载,大约在 2000 年前就遇到过债券违约的情况。

### 第一节 市政证券的定义

市政证券是指州、城市、城镇、县、政治实体的分支机构、美国的领地、以及它们的授权机构或代理机构所发行的债券。通常这些债券筹集的资金被用到以下项目,诸如建设新中学、建设水净化工厂、加长途经乡村的高速公路、建造城市体育中心、以及用来偿还旧债。市政证券为地方政府的经济增长和提供一般收入进行融资。

在美国,市政证券的历史几乎同国家的历史一样长。在 19 世纪 20 年代,城市的大规模建设需要大量的资金,他们便提高发行债券进行筹集资金。到 1843 年,第一次记录被保存下来,此时流通中的市政债务大约是 25000000 美元。在国家经济高速增长的推动下,尤其是在铁路建设和西部开发的推动下,州和地方政府发行着愈来愈多的债券。由于 1873 年的“金融恐慌”和 1893 年的经济萧条,致使这种势头在几年内暂时有所收敛。尽管如此,到 1900 年流通中的市政债务水平达到了 20 亿美元记录。

1913 年,联邦所得税的实行给美国人生活的方方面面带来了重大影响。就市政债券而言,给州政府的权限提出了疑问:联邦政府的所得税是否向州和地方政府发行的债券征收?19 世纪的两个具有里程碑意义的案例为该领域的决定提供基本的框架:这两个案例是最高法院受理的麦卡罗 (McCulloch) 对玛丽兰 (Maryland) (1819 年) 案例以及波洛克 (Pollock) 对农业贷款信托公司 (1895 年) 案例;通过这两个案例使州几乎不受联邦政府的干预。由于这些先例,购买市政债券所获得的利息全部免交联邦所得税;直到《1986 年田纳西改革法案》通过后,

此项免除才被取消。

不过,甚至在那时也有一些人(甚至包括市政债券律师)认为,市政债券利息收入从联邦所得税中免除是缺少宪法依据的,至少应当回到大萧条时期的征税状况。在 20 世纪 30 年代的罗斯福政改时期,试图对这种利息进行征税,但失败了。

在 1983 年,国会要求市政债券就免除联邦所得税的利息部分进行记账。南卡罗来纳州提出诉讼,声称这是违反宪法,侵犯了州的权力。该州败诉了,最高法院指出,如果国会愿意的话,国会有权对市政债券的利息收入征税。迄今为止国会尚未这样做,但是国会有这样一种权力确实是明确无误的;就目前来看,市政债券的利息收入被免除联邦所得税已经没有宪法依据了。

不过,《1986 年税收改革法案(TRA)》确实提出对部分市政债券征收利息收入所得税——“联邦选择性最低税收”。

这个法案把 1986 年 5 月以前发行的市政债券同 1986 年 5 月以后发行的市政债券区分开来,除了几种情况可以例外。在这个日期之前发行的债券仍然保留其先前承诺的免税特性。在这个日期之后发行的市政债券依照其目的不同被分成以下几类:

公共目的债券——直接由州和地方政府发行的债券,所筹措的资金被用到传统的建设项目上,诸如新学校建设项目、高速公路改善项目、以及其他一些明确无误地要由政府负责承建的项目。这些市政证券的利息收入是免税的。

私人项目债券——尽管这些债券是由州、地方政府或其代理机构发行的,但为“私人”项目筹措资金,诸如体育场地建设、购物中心建设或城市中心建设等。这些债券被征收联邦所得税,但是可能免除债券发行所在州的州所得税或地方政府所得税。值得注意的是,即便债券在很大程度上是为了公共目的,只有一小部分为了私人目的,同样将其看作私人目的的债券。当私人企业(concern)使用部分公共设施的时候,这种情形便会发生。例如,一个学校被建立,学校中包含一个为孩子们服务的咖啡厅,一个提供食品的私人企业性餐馆,这便有足够的理由使债券的发行变为私人目的的发行。

非政府目的的债券发行——这些债券的发行是非政府目的的,也不是私人目的的,比如住宅与学生贷款。这些债券是免税的;但是 TRA 对这类债券的发行数量给予了一定的限制,并且利息收入被作为选择性最低税收的优先项目处理。

因此,市政债券与税收豁免并非是同义词。虽然免税的市政债券的利息支付款项(以半年为结算基准)被豁免联邦所得税,但是任何购销利润是不免税的。同样,投资者并不被免除个人财产所得税和不动产税。

由于免税特性,市政债券的利息率要比公司债券和国债的利息率低。需要交纳较高税收的投资者如果购买市政债券,虽然到期收益率较低,但是能够获得较高的总的回报。究竟选择何种投资方式,取决于对以下问题的回答:当公司债券的收益率是多少时,同免税的市政债券收益率相等?要回答这个问题,必须把免税收益率换算成纳税收益率。公式如下:

$$\text{纳税等值收益率} = \frac{\text{免税收益率}(\%)}{100\% - \text{纳税等级率}(\%)}$$

例如,投资者的纳税等级率是 28%。她正在准备购买免税的利息率 6% 的市政债券,同时在考虑购买一家公司的收益率 7.5% 的公司债券。那么,哪种债券在税后能够提供较高的收益率呢?

$$\begin{aligned}
 \text{纳税等值收益率} &= \frac{\text{免税收益率}(\%) }{100\% - \text{纳税等级率}(\%) } \\
 &= \frac{6\% }{100\% - 28\% } \\
 &= 8.33\%
 \end{aligned}$$

为了得到和市政债券一样的收益率,公司债券必须提供 8.33% 的收益率。因此,投资者应当购买市政债券。

在一些实例中,利息收入同样免除州和地方政府的所得税,通常的条件是债券持有者必须在发行债券的州居住。不过,有几个州对它们自己发行的债券征税。这种三重免税是一些地方债券的特征,诸如波多黎各岛(拉丁美洲)、维尔京群岛(拉丁美洲)和其他的一些领地发行的债券。

如果有的话,所得税引入美国生活已经起到了市政债券繁殖利息的作用。尽管 20 世纪 30 年代大萧条时期使市场发生了衰退,但情况并不如 1873 年后的局势严重。在第二次世界大战期间,流通中的市政债券的规模的确下降了,其原因是国家的资源被用来赢得战争。不过,战后新的债券发行激增。从 1945 年的 140 亿美元的未偿还债务,到 20 世纪 80 年代的 4000 亿美元的可见债务水平,再到 1996 年初期的免税债务超过 10000 亿美元。

## 第二节 初级市场

当市政当局需要的资金超过税收和其他固定岁收收入时,它有预借未来税收款项的选择权。借款的取得是通过债券的发行实现的。事实上,州或地方政府,或它们的授权机构和代理机构答应应用未来的税收或其他岁收款项按照债券的面值(借款的本金数额)在到期时偿还。如果市政当局选择此种借款方式,这种交易活动又应当如何安排呢?

美国联邦储备银行通过初级交易商将长期国债投放到市场。在此种情况下,这样一种交易商对州或地方政府发行的债券所发挥的作用是否是同样的呢?如果没有代理机构,专门从事市政债券包销业务的经纪人公司将把债券投向市场。

### 一、市政债券交易商

多种多样的新发行的债券或初级发行的债券已经养育了一个规模庞大的债券包销行业。在数千家已于 SEC 注册的证券交易商和商业银行中,只有 1/3 是积极活跃的包销商。多数包销商是区域性包销商,它们经营区域性业务,有时甚至经营其他大州发行的债券。同时,市政债券包销额的一半以上是由纽约、芝加哥和西海岸的不到 30 家公司完成的。

市政债券交易商团体是各种各样的。大的经纪人公司有专门的部门从事包销和经营市政债券业务。其他一些专门从事市政债券业务的小公司,有时只经营一些专门类别的市政债券,诸如住宅债券。一些零售交易商主要或专门同个人投资者从事交易。从事债券交易的商业银行(同时是交易商团体的成员),根据《格拉斯-斯蒂格尔法案(Glass-Steagall Act)》,必须只局限

于只包销一般债务的债券,但只有几种例外的情况。

这些交易商和交易银行通过它们的销售部门负责新发行债券的分销,并把这些市政债券销售给传统的投资者。住宅、财产、灾害保险公司和商业银行占市政债券购买总额的 90% 以上。养老金不用来购买市政债券,因为这些资金已经免税,所以可用来购买收益率更高的公司债券或长期国债。

## 二、金融顾问

债券发行者的第一步工作可能是寻求金融顾问提供的服务。如果不征求这类“局外人”的意见,绝大多数州和地方政府将没有足够专业人员和实践经验来发行新的债券。这些政府人士很少来到市场,也没有更多的理由来发展这方面的能力。对于小的地方性包销商而言(同大的包销商相比),金融顾问的角色更为重要。较小的交易商将雇佣金融专家作为顾问,该顾问在此领域提供有偿服务。

金融顾问为发行者提供的第一步帮助是确定应当发行何种类型的债券。市政债券可以分为两大类:

- 一般债务债券(GO),该类债券包括限制性征税债券和特种地价税债券
- 岁收债券,这类债券包括产业开发债券,特种税收债券和公共住宅机构债券

以上债券的任何一种可能免税,也可能不免税,这要看发行的日期和目的。

一般债务债券可能由州、城市、城镇或县发行。所有的 GO 债券均以发行者的税收能力为后盾(以一种或几种方式的税收)。因此,只有具有税收能力的发行者才能发行一般债务债券。于是,这些债券也被称为“信心与信誉完备债券”(full faith and credit bonds)。违约的情况是极为罕见的,本金和利息是定期支付的。

一般说来,州同它的下属机构相比有较强的征税能力,这些下属机构包括城市、城镇、村庄、学校政区(shool district)和县;州除了征收个人和公司所得税之外,还征收销售税、汽油税和高速公路使用税等以作为偿还债务的保证。对于没有征税能力的州或地方政府的债券发行者,只能依靠财产税来偿还债务。这种税收(通常是偿债的最一般的来源)通常以“密尔”(mill)为单位对评估的财产进行征税(1 密尔等于 1 美分的 1/10)。例如,如果财产的评估价值为 100000 美元,税率为 8 密尔,那么到期税收应当是 800 美元( $100000 \times 0.008$ )。

当法律对债券发行者的征税能力予以限制的时候,此时的一般债务债券被称为限制性征税债券;用另一句话说,用来还债的税款的筹集具有不确定性。没有这方面限制的债券,被称为非限制性征税债券。

特种地价税债券是由直接从该工程受益者的税款担保的。例如,如果人行道是用债券发行的收益筹建的,那么该区域的受益者将要纳税。

岁收债券是指为了建造某一基础设施而依法成立的代理机构、委员会和授权机构所发行的债券。这些基础设施包括收费桥、收费高速公路、医院、大学宿舍、供水设施、污水处理设施、区域电气化设施(electric district)或港口等。这些设施有偿使用带来的收入最终用来偿还债务。有征税能力的政府同样发行岁收债券,不过只能把筹集到的资金用到能够带来岁收收入的政府企业,政府自身并不用自身的信用贷款来偿付债务。

由于政府自身并不为此类债券的偿还进行担保,这些债券的风险往往比一般债务债券的

风险要大,但得到的利息率往往较高。到期后债券难以偿还的情形可能发生,虽然这种情况并不常见。

在一些情况下尤其是针对污水处理和电力系统发行的特种地价税债券,如果工程项目的收入不足以偿还债务,主要的市政当局和州将承担还本付息的责任。同岁收债券相比,这种债券更像一般债务债券(GO),我们把此种债券称为有双重收入做保证的债券(double-barrelled issues)。

产业岁收和产业开发债券在 20 世纪 60 年代比较时髦,但在一定程度上法律已经对此种债券予以限制。如果进行这样一种债券发行,市政当局创办的发行机构将发行一种免税债券,用发债收入建造工厂,并与该家公司签定长期租约协议。这些租金将通过该机构支付给免税债券的持有者。事实上,公司为了建设新工厂,通过市政债券而实现的借款利息率将低于公司的一般借款利息率,其原因是市政债券利息收入具有免税的特性。较小规模(面额低于 1000 万美元)的市政债券仍然在发行,这种发行对在二级市场上流通的债券并不产生影响。这些债券的利息收入可能作为优先项目被征收联邦选择性最低所得税。新发行的债券基本被限制在一些市政服务设施上,诸如飞机场、港口、公共交通设施和污染控制设施等。产业岁收或开发债券是由发行者与公司签定的租约协议和公司自身的偿债能力作为担保的。

市政中期债券(不同于中期国债——译者注)是指短期的金融工具,到期期限通常不超过 1 年。在第二章即货币市场投资工具这一章已经对此进行了讨论。同长期债券相比,中期债券所依据的法律是不相同的。有时,证券以长期的形式比以中期的形式会更好。例如,当纽约市在对中期债券违约时,但仍然对长期债券支付本息。

参股凭证(COPs)通常由使用不动产和设备的租金收入来支付。这些不动产和设备包括办公大楼、卡车和电子设备等。债券本息的支付需要发行者所属实体一年一度的拨款,如果拨款没有保证,本息的偿还则难以兑现。这便使 COPs 债券具有了正常债券所没有的风险。

特种税收债券通常由一些项目的消费税偿还,这些项目包括酒类消费税和烟草消费税。

公共住宅机构债券(PHA)或新开发住宅机构债券(NHAB)由美国政府担保、地区性发行的住宅建设债券,发行债券所得的收入主要用来建造低档的住宅。该项目所获得的岁收(租金)用来偿还债务,如果岁收不足以偿还债券的本息,美国政府将通过住宅与城镇开发部(HUD)提供最后的担保。因此,投资者不但得到了免税的利息收入,而且还得到了政府的担保。PHA 或 NHA 债券是在微乎其微的几种免税债券中由政府提供担保的一种。自 1974 年以来,这种债券没有继续发行,但由于这种债券的到期期限达 40 年之久,这种债券在二级市场上仍然可以获取。

除了要决定债券的发行类型以外,金融顾问还必须帮助市政当局建立还款计划。发行者在还款计划方面有三种选择:序列债券、期限债券以及序列与时期相混合的债券。

通常,一般债务债券是按照序列债券的形式发行的。这些债券分阶段到期,通常是以年为单位。发行者的目的通常是把偿债规模维持在一定的水平上。

当着序列市政债券发行到市场时,总包销商将发布一个新的标准,其内容包括:(1)每年到期的本金数额,(2)每种到期期限的发行价格,通常是以本金的百分率或基本价格的百分率标明在债券上,当然也可能有其他的价格表示方法。如果短期债券的收益率低于长期债券收益率,则被称为正常标准;正如殖利曲线上升时被称为正常收益率曲线一样。如果短期的收益率高于长期的收益率,这个标准则被称为“倒转标准”。

期限债券是指所有的债券都在同一时间到期,并且往往有一笔提前部分或全部还清债务的法定还债基金。期限债券通常以美元价格报价,而不是以收益率报价,因而也称为“美元债券”。有时,新发行的期限债券有多个的偿还日期。

混合债券是指在单一的债券发行中,包括了序列债券和期限债券的特性。

不论何种类型的债券,所有的市政债券都是可以在到期之前赎回的,通常有 10 年的赎回保护期。例如,在 20 世纪 90 年代中期,通常的赎回特征是:在 10 年时的赎回价格是 102,在 11 年时的赎回价格是 101,在 12 年时的赎回价格大约是 100。如果不是将全部债券赎回,通常按照反向的到期期限部分地赎回,即说,期限长的债券首先被赎回。如果不是把某一到期期限内的所有债券都赎回,将在此到期期限内挑选出需要赎回的批次(lot)。

除了金融顾问之外,发行者通常还要请教其他方面的专家以求帮助,诸如工程、建筑、生态等方面的专家。

### 三、债券的律师

法律专家被称为债券的律师,他负责处理几乎每次市政债券发行都必须办理的法律意见书(见表 9.6.1~9.6.3)。在拟定的意见书中,债券顾问必须载明两个关键的法律需求:一是符合地方法律、州宪法、司法条例及其程序的要求。二是根据联邦法律和规定,指明利息收入免交联邦所得税(如果可以免除的话);根据州的法律,指明应当免除州利息收入所得税(如果可以免除的话)。最后,还应当有这样的暗示,债券律师业已做了大量的工作,确保无一重要事项被遗漏,并且确保各种表格上的材料都是真实的和正确的。

债券律师搜集各种文件确保债券发行的合法性,并把这些文件转换成律师的称谓:即诉讼文本(transcript of proceedings)。在债券发售给投资者之前,该文本被递交给包销商。律师同样要确保债券依照法定程序适当发行,通常还要对最后发行债券的签名和有关条款进行审查。

几年前,绝大多数债券律师的工作是由若干家公司完成的;现在许多的法律事务所做这项工作。一般说来,这项工作并不为个人投资者所重视,但对机构投资者而言,它们通常要对法律意见书及其法律事务所进行核查。

表 9.6.1

---

#### 发债联合报告书

尊敬的克里斯廷·托德·瓦特曼

新泽西州州长阁下:

尊敬的布赖恩·W·克莱玛

州财政厅厅长阁下:

尊敬的伊丽莎白·L·普夫

国库督监与预算部主任阁下:

新泽西州州府

特伦顿,新泽西

尊敬的瓦特曼州长, 克莱玛财长, 普夫督监与主任:

我们业已审查了宪法、新泽西州(以下简称本州)的状况、有关发行和销售下述债券的活动记录及有关证据材料。这些债券包括本州用来偿还债务的总额 526800000 美元的一般债务债券, 序列号 E, 即偿债债券; 还包括本州总额 270000000 美元一般债务债券, 即新货币债券, 该类债券又包括如下 16 类债券, 它们是: 总额 2000000 美元的水保护债券(1969)(序列号 T), 总额 3000000 美元的本州娱乐活动与土地保护、开发债券(1974)(序列号 M), 总额 2000000 美元的水处理债券(1976)(序列号 G), 总额 10000000 美元的本州土地获取与开发债券(1978)(序列号 L), 总额 15000000 美元的交通设施修复与改善债券(1979)(序列号 M), 总额 3000000 美元的国家资源债券(1980)(序列号 I), 总额 3000000 美元的公害排除债券(1981)(序列号 B), 总额 4500000 美元的商品开发债券(1982)(序列号 K), 总额 1000000 美元的海岸保护债券(1983)(序列号 G), 总额 4500000 美元的人文设施建设债券(1984)(序列号 G), 总额 27000000 美元的公害排除债券 1986(序列号 B), 总额 75000000 美元的就业、教育和竞争债券(1988)(序列号 D), 总额 51000000 美元 1989 新泽西空间保护债券(序列号 E), 总额 10000000 美元桥梁修复改善与铁路通行权保护债券(序列号 D), 总额 48000000 美元绿地、净水、农田与历史景点保护债券(序列号 B), 总额 11000000 美元的发展中的伤残人待任命名单缩减与人文服务设施建设债券(1994)(序列号 A)。偿债债券与新货币债券统称为“债券”。

债券从 1996 年 4 月 15 日开始计息, 1996 年 7 月 15 日即可支付; 此后按照各自的年息每半年支付一次利息(每年的 1 月 15 日和 7 月 15 日结息); 在每年的 7 月 15 日到期, 并以本金金额为依据, 如下表所示:

总额 526800000 美元的偿债债券计划表

年份	本金额(美元)	利息率%	年份	本金额(美元)	利息率%
1996	15170000	4.50	2004	55100000	5.00
1997	35520000	4.50	2005	40235000	6.00
1998	27310000	5.00	2006	40065000	6.00
1999	41575000	5.00	2007	24160000	6.00
2000	31625000	5.00	2008	20825000	6.00
2001	38095000	5.50	2009	20760000	6.00
2002	35370000	5.50	2010	20685000	6.00
2003	79305000	6.00			

总额 270000000 美元新货币债券计划表

年份	本金额(美元)	利息率%	年份	本金额(美元)	利息率%
1997	8330000	5.000	2007	14515000	5.000
1998	8760000	5.000	2008	15270000	5.125
1999	9205000	5.000	2009	16080000	5.250
2000	9680000	5.000	2010	16960000	5.375

## 债券投资

年份	本金额(美元)	利息率%	年份	本金额(美元)	利息率%
2001	10175000	5.000	2011	17905000	5.500
2002	10695000	5.000	2012	18930000	5.600
2003	11305000	6.000	2013	20025000	5.625
2004	12035000	6.500	2014	21180000	5.625
2005	12840000	6.500	2015	22405000	5.625
2006	13705000	6.500			

说明:

每类新货币债券在每年的 7 月 15 日到期,时间从 1997 年到 2015 年,无一例外。

所发行的债券全是注册债券,没有息票,一旦发行便以凯德公司(Cede&Co.)的名义注册,并由它所持有。该公司是信托基金公司(Depository Trust Company)的授权机构,是证券的自动信托人和证券交易的自动清算机构。债券的购买将以记账的形式(dook entry form),票面金额是 5000 美元和它的倍数。

偿债债券将不提前赎回。在 2006 年 7 月 15 日或在该日期之前到期的新货币债券将不提前赎回。到期期限在 2007 年 7 月 15 日或该日期之后的债券可以提前赎回,也即说,本州可以在 2006 年 7 月 15 日或者该日期之后的任何日期将新货币债券部分或全部赎回;当然,在作出这种选择时必须以情况许可为条件。

偿债债券的授权与发行是以《1985 年偿债债券法案》的有关条款、《1985 年新泽西法案》第 74 章、以及《1992 年新泽西法案》第 182 章修正案为依据的。

水保护债券的授权与发行是以《水保护债券法案》的有关条款、《1969 年新泽西法案》第 127 章、《1979 年新泽西法案》第 86 章修正案为依据的。

本州娱乐活动与土地保护、开发债券的授权与发行是以《1974 年新泽西州绿化、娱乐机会法案》的有关条款以及《1974 年新泽西法案》第 92 章为依据的。

水处理债券的授权与发行是以《1976 年水处理债券法案》的有关条款、《1976 年新泽西法案》第 92 章为依据的。

本州土地获取与开发债券是以《1978 年新泽西州绿化区域债券法案》有关条款、《1978 年新泽西法案》第 118 章为依据的。

交通设施的修复与改善债券是以《1979 年新泽西州交通修复与改善债券法案》的有关条款、《1979 年新泽西法案》第 165 章为依据的。

国家资源债券的授权与发行是以《1980 年国家资源债券法案》的有关条款、《1980 年新泽西州法案》第 70 章、《1985 年新泽西州法案》第 331 章修正案为依据的。

公害解除债券的授权与发行是以《公害解除债券法案》的有关条款、《1981 年新泽西州法案》第 275 章、《1986 年新泽西州法案》第 29 章修正案、《1989 年新泽西州法案》第 182 章为依据的。

社区开发债券的授权与发行是以《1982 年社区开发债券法案》的有关条款、《1981 年新泽西州法案》第 486 章为依据的。

海岸保护债券的授权与发行是以《1983 年海岸保护债券法案》的有关条款、《1983 年新泽西州法案》第 356 章为依据的。

人文服务设施建设债券的授权与发行是以《1984 年新泽西州人文服务设施建设债券法案》的有关条款、《1984 年新泽西州法案》第 157 章为依据的。



“公害解除债券 1986”(这里的 1986 是债券名称的组成部分——译者注)的授权与发行是以《1986 年公害解除债券法案》的有关条款、《1986 年新泽西州法案》第 113 章、《1989 年新泽西州法案》第 182 章修正案为依据的。

就业、教育与竞争债券的授权与发行是以《1988 年就业、教育与竞争法案》的有关条款、《1988 年新泽西州法案》第 78 章为依据的。

1989 新泽西空间保护债券的授权与发行是以《1989 年空间保护债券法案》的有关条款、《1989 年新泽西州法案》第 183 章为依据的。

1989 桥梁修复改善与铁路通行权保护债券的授权与发行是以《1989 年新泽西州桥梁修复改善与铁路通行权保护债券法案》的有关条款、《1989 年新泽西州法案》第 180 章为依据的。

新泽西绿化、净水、农田和历史景点保护债券的授权与发行是以《1992 年绿化、净水、农田和历史景点保护债券法案》的有关条款、《1992 年新泽西州法案》第 88 章为依据的。

发展中的伤残人待任名单缩减与人文服务设施建设债券的授权与发行是以《1994 年发展中的伤残人待任名单缩减与人文服务设施建设债券法案》的有关条款、《1994 年新泽西州法案》第 108 章为依据的。

据前所述,我们得出以下结论:

1. 债券的销售与发行是以宪法、新泽西州的状况、发行理事会(采用债券法案所给出的定义)在 1995 年 12 月 18 日、1996 年 4 月 17 日和 1996 年 5 月 1 日通过的决议为依据的。

2. 这些债券是有效的,是受法律约束的,是本州的一般债务;本州将以充分的信誉与信用确保利息的支付,确保本金到期时偿还;如果需要的话,当债券溢价时将按照规定的到期期限或规定的赎回期限将债券赎回。

我们已经审查了各种业已签名生效的债券,在我们看来,这些债券的组成与运作都是符合规定的,也是适当的。

敬上!  
黛博拉·T·泊瑞兹  
新泽西州司法部部长  
麦卡特·英吉利公司  
里泊夫·兰穆·格林 & 麦卡瑞·LLP 公司

表 9.6.2

里泊夫·兰穆·格林 & 麦卡瑞·LLP 公司报告书

尊敬的克里斯廷·托德·瓦特曼

新泽西州州长阁下:

尊敬的布赖恩·W·克莱玛

州财政厅厅长阁下:

尊敬的伊丽莎白·L·普夫

国库督监与预算部主任阁下:

新泽西州州府

特伦顿,新泽西

尊敬的瓦特曼州长,克莱玛财长,普夫督监与主任:

我们业已审查了宪法、新泽西州(以下简称本州)的状况以及有关销售与发行下述债券的程序记录。这些

债券投资

债券是本州的本金总额 796800000 美元的一般债务债券,它包括以下 17 种类型的债券:总额 2000000 美元水保护债券(1969)(序列号 T),总额 3000000 美元的本州娱乐活动与土地保护、开发债券(1974)(序列号 M),总额 2000000 美元的水处理债券(1976)(序列号 G),总额 10000000 美元的本州土地获取与开发债券(1978)(序列号 L),总额 15000000 美元的交通设施修复与改善债券(1979)(序列号 M),总额 3000000 美元的国家资源债券(1980)(序列号 I),总额 3000000 美元的公害排除债券(1981)(序列号 B),总额 4500000 美元的商品开发债券(1982)(序列号 K),总额 1000000 美元的海岸保护债券(1983)(G),总额 4500000 美元的人文设施建设债券(1984)(序列号 G),总额 27000000 美元的公害排除债券 1986(序列号 B),总额 75000000 美元的就业、教育和竞争债券(1988)(序列号 D),总额 51000000 美元 1989 新泽西空间保护债券(序列号 E),总额 10000000 美元桥梁修复改善与铁路通行权保护债券(序列号 D),总额 48000000 美元绿地、净水、农田与历史景点保护债券(序列号 B),总额 11000000 美元的发展中的伤残人待任命名单缩减与人文服务设施建设债券(1994)(序列号 A),最后还有总额 526800000 美元的偿债债券(序列号 E)。这些偿债债券的内容包括:(i)套利及收益证的使用(套利证书)部分;(ii)偶内斯特扬(Ernst&Young)公司 1996 年 5 月 16 日报告中的计算结果所涉及的有关偿债债券部分;(iii)以及根据以上提出的理由,我们认为按照法律规定应当偿还的部分。

《1986 年的国内岁收法案》及其修正案(简称《法案》)规定了在债券发行之后必须满足的某些条件,其目的是债券的利息收入不包括在债券持有者的毛收入之内,也不征收联邦所得税。本州套利证书(现在该套利证书正随着债券的发行同时发行)包含了《法案》所要求的条款与程序。为了落实套利证书中的有关规定,本州已经指出将在法定的范围内行事,并将遵守套利证书中的有关条款,并将尽力所及使债券的利息收入不包括在毛收入内(根据《法案》103 款)以及使债券的利息收入不作为税收的优先项目(根据《法案》的 57 款)。如果本州不能按照《法案》的要求行事,便会使自发行之日起的债券利息收入被计入到毛收入中去。在提出以上理由时,我们已经假定本州是严格按照套利证书行事的。

根据现行的法律,即《法案》的 103 条款,我们的观点是,本债券的利息收入不包括在持有者的毛收入内,也不征收联邦所得税。根据现行的法律我们同时认为,债券的利息不作为“联邦选择性最低税收”的优先项目,因为《法案》规定,该种税收是向个人和公司征收的。不过,在计算联邦选择性最低税收时,要在“调节现行收益”项目下对债券的利息收入予以考虑。

我们还认为,根据《新泽西所得税法案》,债券的利息收入和债券销售所获得的任何收益均不计入毛收入之列。

此致

敬礼

表 9.6.3

麦卡特英吉利公司报告书

尊敬的克里斯廷·托德·瓦特曼  
新泽西州州长阁下:  
尊敬的布赖恩·W·克莱玛  
州财政厅厅长阁下:  
尊敬的伊丽莎白·L·普夫  
国库督监与预算部主任阁下:  
新泽西州州府

特伦顿,新泽西

尊敬的瓦特曼州长,克莱玛财长,普夫督监与主任:

我们业已审查了宪法、新泽西州(以下简称本州)的状况以及有关销售与发行下述债券的程序记录。这些债券是本州的总额 796800000 美元的一般债务债券,它包括以下 17 种类型的债券:总额 2000000 美元水保护债券(1969)(序列号 T),总额 3000000 美元的本州娱乐活动与土地保护、开发债券(1974)(序列号 M),总额 2000000 美元的水处理债券(1976)(序列号 G),总额 10000000 美元的本州土地获取与开发债券(1978)(序列号 L),总额 15000000 美元的交通设施修复与改善债券(1979)(序列号 M),总额 3000000 美元的国家资源债券(1980)(序列号 D),总额 3000000 美元的公害排除债券(1981)(序列号 B),总额 4500000 美元的商品开发债券(1982)(序列号 K),总额 1000000 美元的海岸保护债券(1983)(序列号 G),总额 4500000 美元的人文设施建设债券(1984)(序列号 G),总额 27000000 美元的公害排除债券 1986(序列号 B),总额 75000000 美元的就业、教育和竞争债券(1988)(序列号 D),总额 51000000 美元 1989 新泽西空间保护债券(序列号 E),总额 10000000 美元桥梁修复改善与铁路通行权保护债券(序列号 D),总额 48000000 美元绿地、净水、农田与历史景点保护债券(序列号 B),总额 11000000 美元的发展中的残疾人待任命名单缩减与人文服务设施建设债券(1994)(序列号 A),最后还有总额 526800000 美元的偿债债券(序列号 E)。这些偿债债券的内容包括:(i)套利及收益证的使用(套利证书)部分;(ii)偶内斯特扬(Ernst&Young)公司 1996 年 5 月 16 日报告中的计算结果所涉及的有关偿债债券部分;(iii)以及根据以上提出的理由,我们认为按照法律规定应当偿还的部分。

《1986 年的国内岁收法案》及其修正案(简称《法案》)规定了在债券发行之后必须满足的某些条件,其目的是债券的利息收入不包括在债券持有者的毛收入之内,也不征收联邦所得税。本州套利证书(现在该套利证书正随着债券的发行同时发行)包含了《法案》所要求的条款与程序。为了落实套利证书的有关规定,本州已经指出将在法定的范围内行事,将遵守套利证书中所规定的条款,并将尽力所及使债券的利息收入不包括在毛收入内(根据《法案》103 款)以及使债券的利息收入不作为税收的优先项目(根据《法案》的 57 款)。如果本州不能按照法案的要求行事,便会使自发行之日起的债券利息收入被计入到毛收入中去。在提出以上理由时,我们已经假定本州是严格按照套利证书行事的。

根据现行的法律,即法案的 103 条款,我们的观点是,本债券的利息收入不包括在持有者的毛收入内,也不征收联邦所得税。根据现行的法律我们同时认为,债券的利息不作为“联邦选择性最低税收”的优先项目,因为法案规定,该种税收是向个人和公司征收的。不过,在计算联邦选择性最低税收时,要在“调节现行收益”项目下对债券的利息收入予以考虑。

我们还认为,根据《新泽西所得税法案》,债券的利息收入和债券销售所获得的任何收益均不计入毛收入之列。

此致

敬礼

以上资料数据(包括表 9.6.1、表 9.6.2、表 9.6.3)来自新泽西州公共金融办公室

四、市政债券的保险

市政债券的保险始于 20 世纪 70 年代,当时 AMBAC 和 MBIA 开始发行带保险单的市政债券,但到 20 世纪 80 年代中期,市政债券的保险开始变得重要起来,此时带保险的新发行的债券比例已高达 20%。

如果发行者在债券到期时无力偿还债务,通过市政债券的保险,便能够保证债券到期时发行者对所保险的债券还本付息。发行者因故不能偿还债务并不成问题,成问题的是发行者不准备偿还债务。保险公司将准备一笔法定的偿债基金,以便在发行者无力偿还债务时使用。这是保险公司唯一需要支付的款项。

绝大多数债券保险被作为新债券发售的一个部分。债券在发行时被保险,并且保险事项在募债说明中作出了规定。保险单被印在债券凭证上(如果有债券凭证的话),当新债券交割时,保险费被支付。

债券保险已经成为新债券发行以及债券交易的一个重要组成部分。在 1995 年,大约 43% 的债券被保险;在 1996 年上半年,被保险债券的比率仍然达到这一水平。由于一些债券的质量是如此之高,进行保险似乎不经济;另一些债券的质量如此之低,似乎无法保险;这种情形意味着新发行债券的合格率愈来愈高。

对市政债券的投资者而言,债券保险有以下几种优点:

- 由于保险公司的作用,使债券的安全性得以提高
- 质量等级评定机构使债券的发行达到三 A 的信用水平(Aaa/AAA)
- 由于保险使市场具有统一性

几乎所有的债券保险商(包括了所有最大的保险商),至少有来自一家质量等级评定机构的三 A 级证书(AAA);所有的保险公司至少达到了 AA 级水平。债券保险的购买者能够使债券的信用等级达到较高的水平。

保险债券的购买者通常不关心债券的发行者,他们所关心的只有保险。保险债券的购买者持有“保险单”,该保险债券的保险单是可以在自己的市场上进行交易的。在此种情况下,该债券成了多种类似债券的集合基金,增加了它的理想性和稳定性。当着需要将债券出售时,保险单的持有者可能收到一个较好的价格。

债券保险商同样为二级市场交易的债券提供保险,但是这笔业务仅占总业务的一小部分,在 1996 年初大约占到 14%。

债券保险通常被债券零售或个人投资者购买,没有人确切知道个人投资者购买的新发行的保险债券的比率,不论是直接购买还是通过投资信托基金或互助基金购买;但是据消息灵通人士估计这一比率大约达到 80%。20 年来,债券保险在市政债券的新发行业务中发挥了重要的作用。

## 五、市政债券的辛迪加包销商

不过,既不是金融顾问也不是债券律师把债券发售到市场。而这工作正是由包销商或者说是辛迪加联合包销商完成的。辛迪加是在一位高级经理领导下的交易商临时联合体。它的建立是为了包销或出售某种特定的债券。辛迪加的生命期通常是 30 天,尽管在销售任务提前完成或者在包销不成功的情况下,该联合体可能提前被解散。

辛迪加的类型是多种多样的。例如,某个合伙经纪人可能是分支机构遍布全国的大的交易商,另一个合伙经纪人可能是一家在债券发行地有广泛分销渠道的地方性公司;另一个交易商或辛迪加成员可能专门负责向机构客户推销债券,又一成员可能是主要负责向个人出售债券。

具有竞争性的辛迪加多有历史基础。也即说,同一个集团,相同的成员,不论将某种债券在何时投放市场,该辛迪加在出价方面都具有较强的生命力。市政债券交易商包销部门的成员将通过邀请债券购买商洽谈未来的投标标底,其目的是探明购买商是否抬高了辛迪加的标底。如果是这样做的话,他们便通过签发辛迪加证书和向有希望的辛迪加客户寄发资料的方式开始了再一次推销的进程。同时,他们也常常电话通知客户。有时,老的客户退了出来,即不再从事这方面的交易;而一些新的客户有可能加入辛迪加。在偶然的情况下,一些成员可能要求增加参股程度。

加入竞争性投标辛迪加的交易商每天可能参加 5 个或者 5 个以上的投标活动,而事实上每星期会参与许多中标活动。有关工作人员保持较快的工作节奏和随时作出应付瞬息万变情况的决定。

辛迪加可以有两个成员,甚至多达 100 个成员以上。辛迪加可能有不只一个经理(也即说,他们有共同的经理),但是只能有一个高级经理,由他来统管“账户的登记业务”。

辛迪加是通过辛迪加信用证或契约而联合在一起;该证书规定了成员的条件及承担的责任和义务,并详细载明了包销的有关细节:债券的金额,投标与发行的条款,经理的名称及其成员,认购的优先顺序以及类似的信息。根据市政债券管理委员会(MSRB)规定,辛迪加证书同样规定了债券认购的优先顺序。通常这种优先认购顺序如下:

预售认购——在实际投标之前辛迪加进行的认购。

集团账户认购——顺次要满足的是辛迪加作为整体需要的认购。这些债券通常按照净发行价格购买,并根据各成员的参股程度分发给(以信贷的形式)有关成员。

特定认购——顺次要满足的是特定辛迪加成员的认购的需要。通常以净发行价格认购,只有客户指定的成员和指定的面额才允许以信贷形式认购。

成员记账认购——成员认购的目的是把债券销售给自己的顾客。这些债券可以以记账价格取得,成员的债券销售收入也全部以记账形式计入。

在账户中有股份的每一位账户成员被称为参股,并根据每位成员的参股程度分享利润和亏损(如果有的话)。辛迪加的每位成员负责销售债券,当把债券全部销售出去后,辛迪加的成员将依据各自的参股程度分得利润。有时,账户中的债券被分发给每个成员,其分配数额也是以成员的不同参股程度为依据。这种债券,尤其是期限债券,被称为“在成员中分摊的债券”。

辛迪加可能涉及到两种类型的包销机制:竞争投标与协商发行。

在这两种包销方式中,基本的业务结构是相同的。辛迪加以一定的价格从发行者手中把债券买进,仍然再将其以稍高一些的价格售出以获取利润。这些公司根据债券的销售情况收取佣金,因为他们起着“证券商”或“主理公司”的作用。“证券商”和“主理公司”的含义均是指为他们自己的账户买进和卖出债券。只有他们代理客户进行经营的时候,他们可能收取佣金,也即说,他们起到了“经纪人”或“代理商”的作用。

辛迪加买进债券的价格与卖出价格之间的差额被称为价差或者市政债券包销的最大经营毛利。辛迪加经理按照记账价格把债券分配给其成员。典型的记账价格大约折扣  $3/4$  个百分点,或者每 1000 美元面额的债券大约低于发行价格 7.50 美元。此后债券被出售给公众。

作为一个实例,辛迪加均以每种债券发行价格的折扣一个百分点的价格购入。对于面额 1000 美元的债券而言,支付给发行者的价格是 990 美元。因此,价差是 1 个百分点,即 10 美元。如果记账价格是  $3/4$  个百分点,每个辛迪加成员按照 992.50 美元( $1000 - 7.50$  美元)的

价格购入债券,然后按照 1000 美元的面额发行给公众。于是,总包销商在它的账户中保持了 1/4 个百分点的毛利,而其成员则保持了 3/4 的毛利(见图 9.6.1)。

有时,非辛迪加成员从辛迪加成员那里购入债券用来满足其客户认购的需要。非成员得到的补偿是销售特许权或简称为特许权。这一点在记账价格中得到体现。例如,在成员与非成员交易商之间的分类明细账中,如果记账价格是 3/4 个百分点,那么销售特许权是 3/8 个百分点;也即说,非成员交易商获取 3.75 美元的价差,成员则获得另外 3.75 美元的价差。

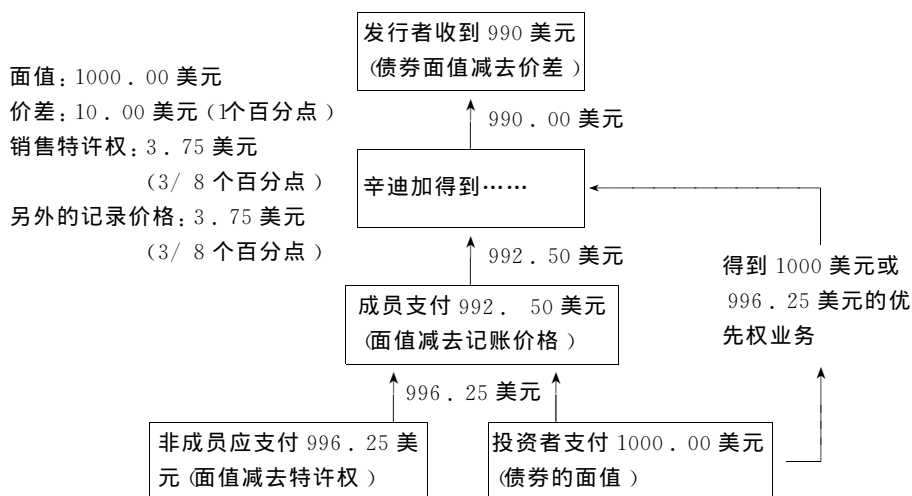


图 9.6.1 记账与其他的辛迪加销售程序表

在协商发行中,发行者直接同包销商打交道;一个竞争性的包销将涉及到众多的步骤,对于发行者来说,要做的第一步工作是使有希望的包销商了解发行者的意图。

从法律角度看,多种一般债务债券的销售必须采取竞争投标的方式。为了征集投标者,债券发行者将在金融媒体和一些公开刊物上发布“正式发售通知”。积极主动的债券发行者还会将通知的复印件寄送给过去有业务关系的交易商。

在市政债券专业报纸——《债券购买者》上做广告是必须的。同市政债券有关的任何人员都读这张报纸,尤其是辛迪加经营公司部门的人员。这张报纸在以下三个栏目中刊登有关协商发行与竞争性发行的债券,这三个栏目是:“密封投标邀请专栏”、“协商发行专栏”和“官方债券销售通知广告专栏”。该报纸同样提供新债券发行服务栏目:“债券购买者服务专栏”,该专栏长期以来已经被整个债券业所接受。预售栏目(黄颜色)刊登即将新发行的债券,包括到期期限和投标信息。售后栏目(绿色)刊登再发售的规模及有关信息,包括整个包销辛迪加的情况及竞争性发行中的竞标情况。协商发行服务栏目同样是可以利用的,该类债券销售报告刊登在“协商债券销售”和“竞争债券销售”两个栏目上。

随着竞争性投标舆论的成熟,其余工作的进展将有交易商决定。不过,要了解交易商是如何进行竞争性投标的,必须弄清市政债券部门内部的分工协作情况。

### 第三节 市政债券交易商内部的分工情况

在交易商内部,市政债券部门通常由 6 个部门组成:

1. 包销部门或辛迪加部门:该部门由 1 人或多人组成,其任务是决定或指导债券的包销活动。这些人制订新发行债券的价格和收益,参加定价会议,协调同其他交易商的立场,使公司内部的业务或销售人员掌握即将发行的债券的最新情况。

2. 贸易商:该贸易商并不直接参加新债券的发售,他所做的工作是在债券初始发行完成以后,在二级市场上买进或卖出债券。不过为在以后交易中保持适当的债券库存,贸易商在债券发行之前必须是一位消息灵通者。大的贸易部门有专门人员从事市政债券贸易。小公司或大公司的地方分支机构的债券贸易和包销通常由同一个人来完成。

3. 销售人员:在债券初始发行过程中,需要大量的销售人员。在辛迪加工作人员对销售业绩和价格情况进行评定的同时,债券的促销和实际销售工作均是由销售人员来完成的。销售人员还将有价值的销售信息传递给辛迪加包销人员,包括谁将购买新发行的债券,他们将准备以什么样的价格购买,他们希望得到多长期限的债券等;在某些情况下,销售人员还可能提出新发行债券的结构安排,比如序列债券和期限债券各占的比例,以及受欢迎的新发行债券的息票利息率等。

拥有零售机构和个人投资机构的大的经济行甚至专门设立一组人员从事债券营销和联络工作,该类工作人员被称为销售联络组织,他们在主交易厅设有工作台。分支机构的销售人员用电话向在主交易厅的销售联络组织进行订购,而后订购单顺次传递给贸易商以便实施。在另外一些公司,不是在主交易厅设立销售联络组织,而是在每个分支机构设立贸易商。

辛迪加销售和贸易人员在装备精良的交易大厅里工作。他们的面前有不断闪烁的统一公债电子报价牌和同客户、其他市政债券交易商联合体成员取得联系的电话系统。如果债券价格适当,销售往往走红,在几天之内便会销售一空。

4. 公共金融组织:该组织的任务是为协商债券的发行擂鼓助威。偶然地,他们也可能为了收取费用而提供金融咨询服务,但他们的主要目标是得到债券的包销业务。要做到这一点,将需要召集有希望的债券发行商进行商讨,并需做大量的工作。

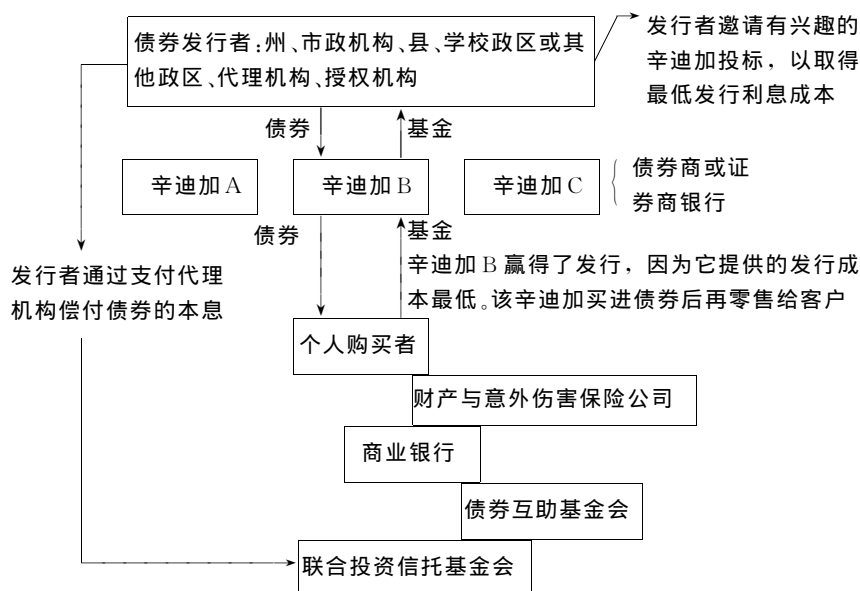
商业银行也可能有公共金融组织,但他们的主要任务是从事金融咨询服务。不过,他们也可能承担行情看好的一般债务债券的协商包销工作,这些债券通常是住宅和教育岁收债券。

5. 市政债券调查机构:当市政债券发行者的违约性变得愈来愈明显的时候,市政债券调查机构的工作会显得更加重要。在一个时期,等级评定机构是州或地方政府债券信誉信息的唯一源泉,但就目前情况看,市政债券调查机构的意见对包销的成功与否至关重要。一般说来,在证券商承诺包销协商发行的债券和竞争投标发行的债券之前,市政债券调查机构要发布一个简明的意见书。与其他的调查意见书一样,公司的客户也可以了解该意见书的内容。

除了贸易商之外,六个部门中的其他部门在协商包销和竞争包销中也起到重要的作用。

## 第四节 竞争性包销的运作

当公司对即将发行的债券投标时,辛迪加人士使销售人员处于完全“现代化”状态,他们通常在星期一的上午与会。在这些会议上,对受理的每种债券进行讨论,并设计出销售战略。通常,销售人员面对即将包销的协商发行债券,会感到有较大的工作压力,这是因为他们的公司将要直接推销这些债券,图 9.6.2 表明了竞争性投标的运作程序。



某一特定债券的实际投标过程是从调查人员的意见书开始的。在发行商邀请等级评定机构对他的债券进行评定的时候,经纪人公司的辛迪加员工也要求对其作出独立的评价。如果对辛迪加员工的评价有较强的说服力,公司便可以大胆投标;假使公司能够将发行的全部债券包销,他们便能够为发行者降低发行成本。当然,如果调查部门的分析较弱,证券商可能无法参与投标。

为了征集竞争性投标的意见和建议。辛迪加成员举行若干次价格商讨会,每次会议都有高级经理参加。这些会议通常是实际的定价会议,其他的一些会议也不断举行;但是绝大多数商讨是通过电话进行的,尤其是对于较小的辛迪加而言。为了获取其他的信息,辛迪加高级经理可以利用《债券购买者》报所经营的电子网络与他的成员取得联络,并可以用此网络向特定的客户发送服务信息。

初始发行价格会议或电话洽商会议(这些会议通常在债券销售的前一天召开)通常确定最低的包销价格。辛迪加成员将讨论即将发行债券的畅销性——价差、价格、收益率和其他的信息。其中最重要的话题之一是“再发售规模”,这里是指每种不同期限债券批量发售价格和收



益率。表 6.4 是一份最近发行债券的官方偿债表格,其中包括了再发行债券的价格和收益率。这些价格和收益率被刊登在《债券购买者》报的预售栏目里,这些信息是为公司销售人员的分销服务的。

达成协议的总体目标是使新发行债券的两个目标实现平衡。第一个是,为了使债券畅销,应使债券保持尽可能高的、能对投资者有吸引力的收益率。为了达到这一目标,辛迪加的销售人员和贸易人员将向辛迪加集团及时反馈信息,并告知投资者喜欢得到怎样的收益率。第二个目标是,为了赢得投标,要使发行成本尽可能的低。对发行者而言,债券的利息代表了成本,因此利息愈低愈好。这就是为什么竞争性投标的裁标是以利息成本为基础的。也即说,哪一个辛迪加发出的利息成本最低则将中标。

有两种不同的测算标准,一种是“净利息成本”(NIC)和“实际利息成本”(TIC),实际利息成本又称为“加拿大利息成本”(CIC)。对于发行者而言,两种测算标准都被使用,只不过采用不同的计算方法。

在投标前一个小时,高级经理将举行最后的定价会议或电话洽商会议,在这个时候,气氛往往比先前更紧张。会议通常以建议的包销规模、价差开始,并对购进情况和近期的市场发展情况作出报告。这时的讨论是公开的。成员会提出另外的包销规模,通常意见不一致,甚至有的成员会中途退出辛迪加。随着订购者的不断加入,有些债券在会议结束前可能被订购一空,成员们可能就要求较高的价差或降低发行规模而争吵。另一个要讨论的话题是“订购者期限”,该期限是指所有的订购者有同样的优先执行权。这个期限通常是一个小时。

在投标截止期限的最后几分钟,最后的包销规模被公司的计算机计算出来,并将标底发送给市政债券发行负责人和其顾问。高级经理将负责确保密封的标底被传送到位,通常是亲手传递给市政债券发行部门。随着投标的进行需要交纳一笔信用押金,通常是总的债券面值的 2%。如果证券商不能交割销售收益和获取债券,市政当局将动用这笔信用押金。这种情况是极少发生的。

在投标截止日期后,发行者计算出每一投标者的利息成本,并决出中标者。直到发行者把债券裁定给中标者,中标者才真正拥有这笔债券。实际的决标可能在几小时后或几天后进行,但通常是马上进行决标。

由于进行竞标的辛迪加互通信息,所以在投标截止日期的几分钟内,最有希望的中标者便为大家所知晓(在绝大多数情况下,最有希望的中标者也即实际的中标者,但由于偶然的错误,诸如在发标或利息成本计算中的错误等,最有希望的中标者并没有最后中标情形也可能出现)。

如果他们的辛迪加是最有希望的中标者,销售人员便马上进行销售。在债券正式销售开始的时候,辛迪加的高级经理会向其成员发出一个有关此种债券的说明书,其内容包括:利息率、再发售的收益率、销售特别权和其他信息。高级经理同样在市政证券销售网络和其他服务网络上发送信息。

根据辛迪加证书中载明的优先权决定订购顺序。所有的订购者都被认为是“当债券发行时”的订购者,并且债券的实际的交割是有条件的。绝大多数市政证券的发行日期被定在发行月份的 1 日或 15 日。发行日期也即向公众发售的日期。就竞争性发行而言,这个日期同时是销售日期。但是,在实际交割之前,债券必须被印刷(如果有债券凭证的话),储蓄信托公司(Depository Trust Company)必须对此作出安排,以及其他的各种法定手续必须进行等。这些

手续的完成大约需要一个月的时间,于是当对债券进行发售或在二级市场进行交易的时候,都是以债券发行的“当时”、“当刻”和“如果发行”为基准的。当债券发行的时候,或者债券发行的时刻,或者如果债券被发行的时候,公司将出售和交割债券。通常,债券在发行日期后的大约 4 周被交割。发售者的计息期从发售之日起(不包括该日)到结算之日止。

在发售期间,高级经理负有一系列的责任。包括对辛迪加的账户进行登记,订购日期之后电话核实订购的实施情况等。

热销的债券——即指所发行的债券有巨大的市场需求——在数小时内便有可能售完。不过,通常在发行期过后债券仍然有剩余,债券的订购通常以先来先办理(first-come, first-served)为基准。当债券发售完成之后,辛迪加将被解散。绝大多数辛迪加要营运大约 30 天的时间,但如果需要的话,这些成员可以重建辛迪加。不过,极少的债券发行需要持续这么长的时间。如果债券在 30 天内不能售完,辛迪加可能变更发行期限。如果这样做的话,将需要征得大多数辛迪加成员的同意,表决将根据参股程度进行。

如果债券仍然不能售出,这些债券可以在成员之间分销或出让给“债券经纪人”。

债券经纪人(或者称为经纪人的经纪人)只同其他的证券商进行交易。这些经纪人公司不直接同投资者进行交易。在全国大约有 8~10 家这类公司,并且几乎全都坐落在纽约。

市政债券交易商为了对自己的债券存货进行买进和卖出,他们将指望这些经纪人;同时,这些经纪人也可能是投标和出标者。当这些经纪人做发售业务的时候,他们将搜集来自其他债券经纪人和市政证券商的投标(购买),这被称为“愿意投标”(bidwanted)交易。当做购买业务的时候,这些经纪人将广泛传递这样一种信息,即他们打算以某种收益和价格购买某些特定的债券。

当债券确实被证明难以发售时,剩余的债券可以出让给经纪人和经纪人联合体。随后,经纪人“对这些债券进行招标”。辛迪加的成员,与其他的证券商一样,可以参加竞标。谁的投标被选中,便得到了这笔债券,尽管经理可以否决所有的投标。因为组织完成了这一交易,经纪人可能得到高达 1/8 个百分点的佣金(每张债券 1.25 美元),但在通常情况下要比这一数字低。

## 第五节 协商包销的运作

竞争性发行提供了激动人心的、浪漫和具有魔力的场面,但是许多新债券是通过另一种方式投放到市场的,这种方式就是协商包销方式。在 20 世纪 90 年代初期,协商包销大约占新发行市政债券总额的 2/3 左右。图 9.6.3 表明协商包销的运作程序。

在协商包销发行中有一个辛迪加包销和销售债券,但是这是一种与竞争性包销完全不同的方式。在协商包销的情况下,高级经理或其他经理和辛迪加的成员都有可能被发行者选中。

市政债券投资银行将竞争这笔生意。他们将同有潜力的新债券发行者取得联系,并希望当债券发售时,发行者将选他们的公司把债券投放到市场。在债券被投放到市场之前,投资银行或许已经同债券发行者进行了数年的联系,但直到最后投资银行也不一定得到这笔生意。

当发行者决定发售债券时,通常要邀请有希望的投资银行参加洽谈,而后决定由哪一家银行把债券投放到市场。以洽谈的结果为基础,发行者将选择高级经理、联合经理、甚至一些辛迪加成员。在选择过程中,要进行以下几点考虑,包括:先前发行的销售记录,包销商的地理位置(包销商是否在发行者的所辖区域内),在先前的发行中该公司曾提过何种建议,在过去若干

年内建立起来的人事关系,以及其他一些因素。

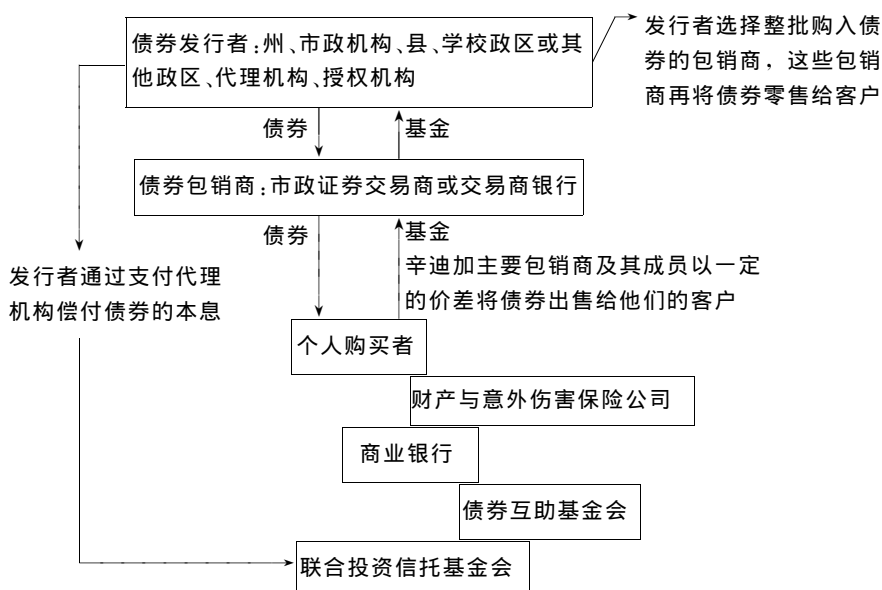


图 9.6.3 协商发售程序图

当辛迪加被建立起来以后,辛迪加证书(包销商之间的一种协议)为这种业务运作提供了协议基础。

高级经理和联合经理同发行者就债券发行的条款、期限、结构和安排进行洽商。他们将向发行者建议债券投放市场的最适宜的时间;如果市场处在不利的状态,他们会建议发行者暂时不把债券投放市场。他们还会就采用序列债券、期限债券,还是采用二者的结合形式而提出建议。在诸如是否对全部或部分债券进行保险,息票利息率和再发售的收益率应当是多少,是否发行零息票债券,以及其他的债券特性等方面他们也会提出建议。他们同样还要洽谈债券总的价差及其构成:包括记账价格、总的支出、包销费用和管理费用等。管理费用仅仅在经理之间分享;高级经理通常要分摊较大的份额。正是由于这个原因,投资银行首先竞争这笔业务(即高级经理职位)。

当发行期限被确定下来以后,由包销商把债券发售到市场。根据市场对本债券的反应,他们可能更改发行的日期。如果债券发行的市场前景看好,包销商可能提高债券的发行价格(即降低债券的收益率)。如果债券的市场销路不好,包销商可能会降低债券的价格。在通常情况下,包销商对债券定价可能不止一次。

当主要的包销商对债券销售业绩满意时,他将向发行者报告情况,并力求再争取一些包销业务。如果发行者反映积极(这正是包销商所希望的),包销协议便非正式的定了下来。这种情形被称为“握手承诺”。但是,“握手承诺”并不受法律的约束。只有当发行者将标正式裁决给该包销商时,该包销商才拥有这笔债券。通常,这个过程要持续较长的时间。

包销商公布新发行的债券及其期限,利用新闻媒体和其他通讯手段进行广泛宣传。销售部门对债券进行大张旗鼓的营销。高级经理使辛迪加成员对债券的市场销售情况了如指掌。在这一点上,协商包销的诸多方面同竞争性包销有相似之处。

## 第六节 债券发行之后

从债券第一次投放到市场到债券的实际交割与支付大约需要 1 个月的时间。在这段时间,凭证需要印刷(如果债券的发行是以注册的形式并有凭证的话),储蓄信托公司(DTC)需要对发行结构作出安排(如果债券的发行采用纯计账形式的话)。还有其他的信托人,但几乎所有的信托业务都将由储蓄信托公司来承担。DTC 是一个被其成员所拥有的合作机构,其经营的目的是获取利润。法定工作被完成以后,法律意见书和债券保险单(如果债券被保险的话)将被印刷。

与此同时,经理必须把以上文件整理好,并随同一封载明“再发售条款”的信函把这些文件寄发给辛迪加成员;这里的再发售条款是指,根据该条款将把债券再发售给投资者或其他的购买者。再发售条款的内容包括:价差、计账价格和销售特权价格。在这封信函里同时说明将怎样对债券发行作广告以及不同的辛迪加成员将以怎样的身份出现(这里的身份是指辛迪加成员在广告中的排列顺序,这种顺序通常以股权的大小为依据,也即说,股权愈大者将靠近广告的上段)。

当债券准备交割时,所有的支付工作业已完成。为了支付发行者,辛迪加的经理从商业银行中安排贷款。如果这位经理或辛迪加的其他成员本身就是银行,他们自己可以提供这笔贷款。根据协议给发行者签发的支票金额要低于“信誉保证金”。债券被交割和分发给已经支付款项的成员。这些成员顺次满足购买者的需求并相应收回债券购买款项。经理最后收回自己投入的贷款,并在辛迪加成员中分配利润;同时,向其成员寄发一张有关参股、支出和利润的决算表。

上述各项工作是在几天内完成的。

大约在相同的时间,发行者发布一张新债券发行的报告书,该表被称为“官方报告书”(OS)。这个文件不被联邦法所要求,但是大多数发行者要提供一种这样的文件。市政金融机构协会(MFOA)提倡州和地方政府公布有关债券初始发行的信息。而且,证券交易委员会(SEC)现在要求包销商要确保发行者同意在它们想继续包销的时候能够提供信息,这种做法与前述的做法有相同的目的。较大规模的债券发行通常不断发布“初始发行官方报告书”,该决算表在债券销售以前分发给有希望的债券购买者,其内容与最后的官方报告书大同小异(当然最后的发行期限不同)。表 9.6.4 说明了官方报告书的内容与格式。

表 9.6.4

债券发行官方报告书

新债券发行	债券的信用等级:标准普尔公司:AA+
只采用记账形式	穆迪公司:Aa1
	菲持公司:AA+

债券律师委员会的意见书指出,本州将继续遵守“套利证书”的规定;按照现行法律——《联邦国内岁收法案》103 款及其修正案之规定,债券的利息收入不应包括在债券持有者的毛收入内而计征联邦所得税。根据该法案的 57 款,在计算调节性最低税款时,债券的利息收入不作为优先计征项目。不过,在计算向公司征收的联邦调节性最低税款时,债券的利息收入应当作为现行收益的调节项目来考虑。债券律师委员会同时指出,根据现行的《新泽西州毛收入税收法案》(见税收豁免一节),债券的利息收入及其债券销售收益不包括在债券持有者的毛收入中。

526800000 美元  
新泽西州一般债务债券  
偿债债券(序列号 E)  
及其  
270000000 美元  
新泽西州一般债务债券  
(各种不同用途的债券)

开始发行期:1996 年 4 月 15 日      截止日期:7 月 15 日,详见内页

面值总计 526800000 美元的一般债务债券即偿债债券(序列号 E)的利息以及面值总计 270000000 美元的 16 种特别用途的一般债务债券即新货币债券(以下新货币债券和偿债债券同称为债券)的利息的计征,将从 1996 年 4 月 15 日开始,而在 1996 年 7 月 15 日支付。自此以后,每隔半年即每年的 1 月 15 日和 7 月 15 日支付利息,并且该时间包括指定的到期日期和赎回日期。这批债券将全部作为注册债券发行;当这些债券发行之后,将以凯得公司的名义注册并为其所持有,该公司是储蓄信托公司(DTC)的代理公司,是一家债券自动托管与清算的公司。为获取利息而购买的债券将采用记账的形式(没有凭证),购买的面额应当为 5000 美元及其倍数。在某些情况下,一种或多种有相同的面额、序列号和到期期限的记账债券是可以被交换的,这些债券的面额是 5000 美元或其倍数。如果新泽西州财政部(作为债券偿付代理人)提出的话,本金是可以提前偿还的,债券也是可以溢价赎回的。利息的支付可用支票、汇票和电子转账,注册记账簿由本州在 1 月 1 日和 7 月 1 日(在偿付利息日期之前)结存。只要 DTC 或它的代理人凯得公司(它们是注册债券的所有者)支付本金和赎回溢价(如果有的话),债券的利息将直接由 DTC 及其代理人凯得公司支付,这笔利息款项将被支付给 DTC 的参股者,最后被寄给债券受益者。见下面的“记账债券系统的运作”部分。

本债券是新泽西州直接的和一般性债务,本州以其信誉和信用予以担保。

偿债债券不提前赎回。到期期限在 2006 年 7 月 15 日及其以前的新货币债券不提前赎回。到期期限在 2007 年 7 月 15 日及其以后的新货币债券可以提前赎回,该赎回日期在 2007 年 7 月 15 日及其以后。更多的情形在下面的“债券赎回选择权”部分作了说明。

本前言只包括一些简明扼要的信息,只供人们大致参考。为了获取信息的精华部分并据此作出明智的投

债券投资

资决策,还必须全面阅读整个“官方报告书”。

当包销商收到债券,以及收到以下人员或单位的认同书的时候,这些债券将被发行。认同书来自以下人员或单位:新泽西州司法部部长、位于新泽西纽瓦克的麦卡特英吉利公司、位于新泽西纽瓦克的里波夫·兰穆·格林 & 麦卡瑞公司以及债券律师委员会。新泽西州希望该债券能够大约在 1996 年 6 月 16 日向位于纽约的 DTC 交割。

526800000 美元的偿债债券发行表

到期期限	本金总额(美元)	年利息率%	价格/收益率%
1996	15170000	4.50	NRO
1997	36520000	4.50	NRO
1998	27310000	5.00	4.10
1999	41575000	5.00	4.30
2000	31625000	5.00	4.50
2001	38095000	5.50	5.65
2002	35370000	5.50	4.75
2003	79305000	6.00	4.85
2004	55100000	5.00	4.95
2005	40235000	6.00	5.05
2006	40065000	6.00	5.15
2007	24160000	6.00	5.20
2008	20825000	6.00	5.25
2009	20760000	6.00	5.30
2010	20685000	6.00	5.40

270000000 美元新货币债券发行表

到期期限	本金总额(美元)	年利息率%	价格/收益率%
1997	8330000	5.00	3.90
1998	8760000	5.00	4.20
1999	9205000	5.00	4.30
2000	9680000	5.00	4.45
2001	10175000	5.00	4.60
2002	10695000	5.00	4.70
2003	11305000	6.00	4.80
2004	12035000	6.50	4.95
2005	12840000	6.50	5.05
2006	13705000	6.50	5.15
2007	14515000	5.00	5.20
2008	15270000	5.125	5.30
2009	16080000	5.25	5.40
2010	16960000	5.375	5.50
2011	17905000	5.50	99.078
2012	18930000	5.60	99.566
2013	20025000	5.625	99.276

到期期限	本金总额(美元)	年利息率%	价格/收益率%
2014	21180000	6.625	98.693
2015	22405000	5.625	98.082

资料来源：以上资料来自新泽西州公共金融办公室

官方报告书包括了所有的法律的、金融的以及投资者就购买新发行债券作出明智决策所需要的其他信息。官方报告书的前言部分对本此债券的发行进行了概括。所提供的信息包括：债券的信用等级、债券发行的授权机构，债券交割的时间和地点，债券的保险，以及到期金额，时间，息票利息率，再发售的收益率和价格等。该文件同时被寄送到市政债券信息储存与检索中心。

MSRB 规则要求最后的官方报告书必须寄送给新发行债券的每一位购买者，寄送的时间是包销期间，一般是指从债券向公众最初发行之日到债券被交割和支付之日。该报告书必须寄送，即便是购买者并没有从辛迪加成员那里购买债券；同时债券购买者的经纪人有责任向购买者寄送最后官方报告书(OS)。

当辛迪加被解散的时候，债券可以在“二级市场上”进行交易。这是第八章要讨论的主题。下一章我们将讨论公司债券是如何产生及如何将其投放到市场的。

## 第七章 公司债券

公司筹集资金有多种方式。就短期筹资而言,可以通过商业银行贷款、约定支付的票据(本票)和存款证等渠道取得(不论这些款项是公共机构提供的还是私人机构提供的)。不过,绝大多数银行不愿使贷款的期限超过 5 年,因为如果这样的话,银行将要承担固定收入市场利息变动的风险。例如,银行按年息 8% 发放出去的贷款超过了 5 年的期限,而在贷款期限内市场利息率超过了 8%,这将会给银行的岁收带来机会损失,原因是银行的这笔钱本应得到更高的回报。

为了筹集 5 年期以上的资本金,公司可能寻求其他的来源,而不去求助于商业银行。从其他的金融机构借款,诸如年金基金会和保险公司,这是一种可能性。另一种替代渠道是股票和债券市场。

对公司而言,发行债券比发行股票有一些的优点。发行股票,即所有权共享,可能会削弱公司创始人在决策和政策制定方面的控制权。从另一角度看,债券的发行将不削弱现有股份持有者的相对平衡的权力。

同银行贷款相比发行债券也是可取的,因为债券利息率往往低于贷款的利息率。商业银行从它们的储户那里得到存款,需要向储户支付一定的利息,而后再把这笔钱借给它们的客户——需要资本的公司。当公司直接向投资者发售债券的时候,将避开作为中间人的银行,从而减少了一层利息支出。不难看出,公司的这一借款过程是高效率的和节省的。

债券发行的更有效之处还表现在:通过发行债券,可以省去同所有可能的放款者达成贷款协议的艰苦的谈判过程。仅仅通过发行债券这一单一的、统一的融资工具,便可以从成千上万的投资者那里筹措到大笔的资本。

### 第一节 协商性公司债券的包销

当公司理事会决定发行债券的时候,公司总是要利用投资银行的服务,也即说,这一证券商在公司债券初始发行过程中将起到包销商的作用。

就包销商在发行者与投资公众之间发挥中介作用而言,公司债券的包销与市政债券的包销有类似之处,但也有以下几点重要区别。第一点是,在竞争性投标中,公司债券不需要托管机构(mandate)(而许多市政债券需要这种托管机构)。于是,几乎所有的公司债券都是协商



发行的。第二点是,不同于市政债券,公司债券受《1933 年证券法案》条款的约束。因此,公司债券的包销过程与协商性市政债券的发行过程也是完全不同的。

《证券法案》在这方面的规定是简明扼要的:除非任何被归类为“豁免”的证券,州际间销售的证券在公开发行之之前必须到 SEC(证券交易委员会)注册(表 9.7.1 和 9.7.2 列举了被豁免的证券及其交易)。尽管提到证券通常想到的是股票和债券,但该法案把债券定义为各种票据:股票、债券、债务凭证、利息证或参股证、投资契约、投票信托证、对石油、天然气和矿产等的权益份额证书以及如前所述的各类凭证。有时该法案被称为《企业决算完全公开法案》,其目的是对任何证券的投资者予以保护,其保护办法是对于违反该法案者将被处以 10000 美元的罚款和判刑 5 年。

表 9.7.1 根据《1933 年证券法案》可豁免注册的债券一览表

1. 美国政府证券,包括它担保的证券
2. 州或市政机构的证券,包括它们担保的证券
3. 国内银行或信托公司的证券(但非公司持股)
4. 到期期限在 9 个月内的商业票据和银行承兑票据
5. 建筑与土地协会证券
6. 农场合作社的证券
7. 公共或契约运输行证券,诸如铁路运输行
8. 法庭裁定的收据和信托基金凭证
9. 小型商业投资公司的凭证
10. 州内部的证券(参见 SEC“私人安排”部分 147 条规则)
11. 宗教的、教育的、慈善的和非赢利性的证券
12. 保险单或混合年金合约(不包括可变年金或可变人寿保险单)
13. 符合《1933 年证券法案》条例 A 要求的证券。在分销方式比较经济的情况下,条例 A 容许公司的年发行额不超过 1500000 美元的证券发行及其所属成员年发行额不超过 100000 美元的证券发行免于注册登记,但是该法案要求发行程序必须是高度透明的。
14. 符合《1933 年证券法案》D 要求的证券。根据条例 D,SEC 制定的 501~506 条规则确定了特定的债券免于注册登记的期限与条件,这里的特定债券是指向有限投资者(或作为认可的人)发行的一定数额以下的债券。在多数地区这种非注册发行被称为“私人安排”。

表 9.7.2 根据《1933 年证券法案》可以豁免注册的交易

1. 除发行者、交易者和包销者之外的任何人所从事的证券交易
2. 非顾客所要求的经纪人的交易(换句话说,顾客应当是积极主动的)
3. 私人安排(同公共发行是相对应的)
4. 证券商所从事的交易(交易商继续经营已注册的新发行债券的未售配额、继续经营 90 天内的初始公开发行的债券、继续经营 40 天内的新发行债券的后续发行业务等情形除外)

## 一、发行的冷却期(等待期)

除非证券及其交易被划分为可以豁免的类别外,所有新发行的证券必须在 SEC 注册。在注册时,必须填写一张“注册表”,该表包含公司的有关信息及文件,以及与发行有关的问题。如果发行者漏填或者谎报有关事实,投资者可以向发行者、包销者或者其双方就包赔部分或全部投资提出诉讼。

公开发行的正式日期通常定在填写 SEC 注册表后的 20 天。在这 20 天的冷却期期间,正如所谓的那样,SEC 要对注册表进行审查,以决定是否有明显的遗漏或误填。如果发现有缺陷,SEC 将给公司寄去一封“缺陷信函”,发行日期将被推迟,直到各种缺陷被更正为止。

在某些情况下,发行者可能要求提前发行。如果公司在先前的发行中有良好的记录,如果公司向 SEC 报告的设备比较现代化,如果公司答应提前发行期 48 小时提交一份初始发行募债说明书,公开发行可在填写注册登记表后的 48 小时进行。在收到注册登记表或收到提前发行申请表后,SEC 将给公司下达发行通知,除非因其他原因发行日期未被批准。

不论发行日期被定在什么时间,都必须严格遵守发行日期。无论在什么情况下也不能提前发行。如果提前发行将是违法的。从另一个角度看,如果发行者或包销商在发行日期之后的 3 天内仍然不能如期发行,SEC 必须马上向他们发出通知。

如果是“全有和全无发行”(指若全部的债券均未售出,将一无所获的发行),可能有几个星期或几个月的不确定期。在这种情况下,注册登记表可保持在 9 个月内有效;在债券或股票由公共持股的公司大量发行的时候,这个时间段可以持续两年的时间,只要公司本身没有发生实质性的变化。

只要是发行者——为了筹集资金的公司、信托基金会和协会等——都应当向 SEC 注册。

虽然注册表生效了,但对投资者提供保证的只有募债说明书中所提供的合法的信息,也即说,尽管 SEC 同意了注册表,但它并不保证发行者的信誉,不保证债券的可购买性,甚至不保证表中所提供信息的正确性。

于是,投资者作出购买决定只能以募债说明书中所看到的信息为依据。法律同时规定募债说明书是适用于新债券发行的唯一的书面文件,同时指出募债说明书必须与认购书一起寄发给购买者(以最新的版本)。投资者可以根据募债说明书中出现的发行者或者包销商的名称提出起诉。销售人员如果对募债说明书进行错误的解释,同样会受到起诉。

《1933 年信托契约法案》对 1933 年的法案进行了补充,凡在 SEC 注册的债券,在注册表中也应当提供相关的事实。

美国政府债券和市政债券不受《信托契约法案》的约束,但发行面额达到或超过 1 百万美元的公司债券发行者必须向 SEC 登记“契约合格登记表”,以便明确发行者的责任和信托人的义务。法律同样要求必须有一个或几个信托人监督契约中条款的执行。信托人之间不一定有利益冲突,他们每年必须向 SEC 进行资格注册,并起到债券发行信用人的作用。

合格契约登记表只有经 SEC 注册登记后才有效。一般说来,这是债券发行注册登记的一个部分。如果债券不要求注册,这类表格将分别填写。

公司债券发行者或许不能满足该法案所提出的要求,这种发行被称为“私人发行”。与受制于多种约束与限制的发行不同,“私人安排”的债券发行将不受 SEC 的限制。由于这种发行

不需要注册登记和发行募债说明书(因为投资者在近期不准备再将债券卖出),私人安排比公开发行的成本要低。不过,这些投资者必须向发行者提交“投资信用证”,该信用证应当载明投资者不打算再出售债券。如果它们转手出售未注册的债券,按照《1933 年证券法案》规定,这些投资者将被视为“法定的”包销商。每一笔非注册债券的转手,必须伴随一张投资信用证,该信用证载明债券被转手给私人所有者,该所有者的目的是将债券作为有价证券保存而不是再出售。每一张未注册的债券必须印刷上警告持有者要依法转手的戳记。因为私人安排代表着《1933 年证券法案》的豁免,尽管该法案对债券的发行有众多的约束与限制。当然,私人安排并不是所有发行者的可行选择。

绝大多数的公司不选择公开发行,这里的公开发行是指新债券被直接大批量地发行给投资者(这一过程在以后章节将进行描述)。在私人安排中,债券的发行局限于一定范围的购买者,这些购买者通常是机关团体购买者。债券由公司直接发售给投资者,通常不经过投资银行,由于节约了公开发行成本,故总的发行成本较低。

## 二、投资银行

一旦公司选定了作为包销商的证券商,投资银行可能作为主理公司或者代理公司。作为主理公司,它从公司购进债券,承担销售债券的金融责任,并把债券销售给公众。不论把债券公开销售是否成功,包销商必须按协议价格向发行者付款。一般说来,只有其债券具有成功发行历史的著名公司才可能得到如此的安排。为了实现这样一种承诺,投资银行比作为代理公司会收到更高的佣金。事实上,由于这种承诺的风险太大,以至于一些包销商求助于“合同终止条款”,即在某种市场条件下可以减轻包销商的责任。当包销商对发行者作出这样的保证的时候,这种情形被称为完全承诺;也即说,它们答应出售完所有的债券,如果债券有剩余,将保留所有的剩余债券,并保证发行者的全部收益。实际上,它们吸收了未能发出去债券的所有亏损。需要注意的是,这同市政证券发行时的竞争性投标相似;就是说,在这样一种投标过程中,中标的包销商将拥有所有的债券,不论它是否能以初始发行价格全部售出。

作为代理公司,投资银行只承担销售尽可能多债券的责任。该银行将不对未售出的债券承担任何责任。自然,提供这种服务的佣金较低,这种情形被称为“尽力承诺”。名气较小的公司或者没有历史记录的公司也只能对此种安排表示满意。在某些情况下,如果企业得不到完全承诺,公司可能会采取“全有或全无”发行,也即说,如果所有的债券不能被销售,公司也将一无所获。这样,整个发行便被取消了。

在新债券发行过程中,投资银行也可以通过“认购特权”起到“余股包销”的作用。该权力是指在新发行债券向公众发行之前,使现有的债券持有者在一个固定的时期(通常是 30 天到 60 天)优先购买新发行债券。在这种情况下,发行者可能要求包销商对“认购特权”发行后剩余的债券进行包销。作为主理公司的包销商同意在认购特权发行阶段在一旁旁观。这种协议被称为“旁观协议”或“余股包销”。

在向 SEC 就发行的证券注册以后,发行者和包销商还有其他一系列的工作要做:

- 初始发行募债说明书必须被发行
- 到期共勉会议(信息交流会议)要举行
- 蓝天发行(是指发行的证券要通过法律审查关)

- 包销商之间的协议要被签订
- 包销商与发行者之间的协议也要签订

以上事项被妥善处理以及注册登记表经过 SEC 审查后,最后募债说明书将向公众发行。让我们来看每一步要做的工作:

### 三、初始发行募债说明书

新发行债券的订购请求直到发行期才得以发生,在此之前募债说明书提供若干书面的信息。法律允许包销商将募债说明书寄给投资者,并由此得到投资者是否对新发行债券感兴趣的标志。募债说明书又被称为“红鲱鱼”,这是在向有希望的购买者提醒:该文件不是最后文件,也不是订购请求书。尽管“红鲱鱼”包含了大量的适中的信息,通常包括最高发行价格(目的是对债券的价值使投资者有一个一般的了解);这些信息是不完全的,有时甚至是不准确的。对新发行债券感兴趣的客户可直接同经纪人或交易商联系,而经纪人或交易商通常利用客户反馈过来的是否感兴趣的情况决定是否加入包销集团。

### 四、到期共勉会议(信息交流会议)

所有的辛迪加参股者及公司的官员在发行期之前必须举行一次到期共勉会议(信息交流会议)。会议的目的是审查和讨论它们之间的正式文件将包含的项目,诸如注册登记表将包含哪些项目,什么样的条款被写入最后募债说明书(该说明书用来征集订购者),发行者同投资银行之间包销协议的谈判要点。虽然对发行价格进行讨论,但为了同当时的市场价格相协调,最后发行价格直到发行期的前一天晚上或发行期当天的凌晨才确定下来。

在竞争性投标的情况下,竞争性包销集团并不同公司商讨价格,只是在竞争性包销集团内部讨论,这样使任何集团也不能拥有因不平等而带来的优势。在此种意义上,到期共勉会议又被称为信息交流会议。

### 五、蓝天发行(指发行的债券要通过法律审查关)

为确保债券的发行符合州的法律,包销商律师要对债券发行所覆盖州的法律进行审查。该过程被称为“蓝天发行”(早在 20 世纪初,当堪萨斯州立法会通过全国性的第一部证券法时,一位立法员风趣地说,“现在,堪萨斯州的公民在做投资决定时,同依据蓝天的影子作决策相比有了更多的依据”)。如果由于法律的迷宫使包销商的业务难以实行,它们往往取消这笔交易。

### 六、包销商之间的协议

在到期共勉会议之后,参与债券分销的包销商之间将马上签订一份协议,其内容包括经理的责任及其他事项,具体内容是:

1. 组成辛迪加。一旦成为辛迪加的一个份子,投资银行公司将同该集团未来的整个包销活动相联系,这样,作为投资银行公司便起到了经理的作用。事实上,一旦被确立为债券的主

要分销商,投资银行便被视为一级参与者,该银行的名字将靠近证券发行广告的上方。它承诺包销的比例也同其他的一级包销商相同。辛迪加中的其他一些投资银行可能被归类为二级、中级和低级包销商,这要根据它们的参股比例。

一旦某位包销商表明了兴趣并决定参加辛迪加,它便必须遵守 SEC 的 10b-6 条规则。该规则禁止包销商从市场上为自己的账户购入债券或者在债券分销悬而未决时纵容其他的人购买。

2. 委任销售集团。经理同时委任其他的经纪人公司或交易商公司作为包销商的代理,以便把债券发行给它们的客户。这些公司被称为“销售集团”。每一位销售集团成员均坐落在债券销售的一个区域。尽管根据包销协议的规定,销售集团的成员并不获取包销商的全部价差,这是因为它们并不对发行公司承担独立的金融责任。它们的“销售特权”大约是价差的 25%~75%,该数字要依据债券的销售难易而定。

证券公司戴两顶帽子的情形并不罕见,即证券公司既是包销商又是销售集团的成员。根据包销商的承诺以及销售集团委托人的配销比例,这些公司的双重身份不仅使它们能够享有较大的债券发行参与权(当债券畅销时),而且拥有满足其客户需要的优势。即便是债券发行并不太抢手,包销商也会利用销售集团;这是因为今天的销售集团成员可能成为明天的主要包销商。

3. 确定包销商的保留额(集合基金)。经理从发行总额中拿出一部分(大约占到总额的 25%)向销售集团和机关团体发售,因为它们将购买相当大的部分。这部分保留的配额被称为“集合基金”。事实上,由于每一位成员只能获取它所承诺比例的 75%,经理骗取比例是一个棘手的问题;或者说,使所有的人都满意仅仅是这个游戏的名字。辛迪加的参股者及其客户将各取所需,包销商的运作原理是比较容易理解的:“如果我们承担发行的金融责任,我们应当享有债券畅销发行的收益,并首先满足自身客户的需要”。

4. 进行集团销售。这里的集团销售并不是指销售集团的销售,而是指集合基金的销售。如果一个机关团体想购买价值 1000000 美元的债券,经理将从集合基金中满足他们的订购,而不是从 10 家包销商中取得这些债券。除非购买者有特别的指定,否则辛迪加成员的“利益优先权”将根据参股程度确定。在这方面,集团销售与市政债券的辛迪加销售相似。集团销售是债券畅销的刺激因素。当着经理宣布,“集合基金用完了”的时候,发售者会发现订购单接踵而来,这是因为机关团体认为购买该债券是一笔良好的投资。

5. 稳定市场。不论是在债券发行期,还是在发行期后的数天内,包销商开始公开发行债券。大约与此同时,债券开始在市场上公开交易。这种交易活动被称为“后期市场交易”。由于包销商受他们与公司签订的协议的约束,他们不能让市场价格过度的低于原定的发行价格。于是,除了债券马上被销售一空外,总包销商被授权保持后期市场的出价等于或者略低于公开发行价格,以代表辛迪加的利益。这一辛迪加出价需要维持一定的时间,一般说来,这一价格要维持在两星期以上。

在这一时期,操纵市场价格是合法的。但在通常情况下,某人若被发现操纵市场价格将被告发,其根据是《1934 年证券及其交易所法案》所规定的条款。如果稳定市场是为了促进善意的债券分销,将不受该法案的制约。但是,交割通知必须经 SEC 和适当的交易所备案。

在稳定后期市场价格的时候,辛迪加经理并不打算购回全部的债券。经理往往告知其参股公司要按“稳定价格”出售,否则要进行罚款。在此种情况下,它们的客户不应当进入“发行

后市场”以“稳定价格”购买这种新发行的债券。成员公司若违背此项规定,或者是将失去它们的价差或者失去销售特权(这将作为对每张债券的处罚),或者不让它们参加未来的发行。

“辛迪加惩罚性价格条款”被写入包销商与销售集团之间所订立的协议中,以确保把债券销售给有价证券投资者,而不是同急功近利的投机商作交易。

尽管辛迪加成员必须为维护公开发行的价格而尽力所为,但当完成这项任务变得没有希望时,辛迪加成员有权予以放弃。于是,证券的价格将会波动到由市场决定的实际水平,尽管包销商在金融方面最终要对发行者负责。

6. 分配热销债券。辛迪加成员不需要为维持“热销债券”的公开发行价格而担心,因为这种债券在发行后市场上能够获得即期收益。这种态势是令人乐观的,同时也是比较娇嫩的。根据它们的经验判断,经理可以合法地多销售相当于原发行额 15% 的债券,这是因为它们可能得到一些被解除的合同。

虽然它们可以不这样做,但它们可以用以下两种方式来补进自身的空头地位。这两种方式是:经理可以进入发行后市场将证券购回。这种选择并不被认为有稳定市场的作用,因为辛迪加将支付发行价格或比发行价格还要高的价格。这一过程中遭受的任何损失与稳定市场中遭受的损失一样,将被分摊到每一位成员的预支定额中(prorata)。这是一种方式。

对公司而言,另一种方式是同意包销商的选择权(期权)或者说批准以低于公开发行的价格购买债券。这种安排被称为“绿色海岸特权”,通常在发行期后的 30 天内有效,并按照包销商担保的价格进行交易。这种权力被认为是一种债券,需要在 SEC 注册,即填写在原注册登记表基础上的修订表。经理如果行使这种期权,便可以抛售空头,并把获取的利润添加到每位成员的预支定额中。

7. 包销商与公司之间的协议。这种正式的合约被称为“包销协议”或“购买协议”,它确定了公司的发行价格。该协议在发行期的前一天晚上或发行当天的凌晨签署,并经 SEC 注册后而成为修订后注册登记表的一个组成部分。这个协议同样反映了辛迪加对发行者承担的责任,也即说,作为分列的账户(西部)或不分列的账户(东部)。

## 七、公开发行

一旦公开发行被允许开始,包销商便开始向投资者征集订购,不论这些投资者是否看到了募债说明书。包销商征集债券购买的唯一的合法的方式是发行最后说明书,该说明书对注册登记表所包含的信息进行了全新的(并经过修正的)概括。在最近,要求发行者必须把最近说明书连同批准书一起寄给投资者。该规定是如此的严格,以致未看到最后说明书而购买了债券的投资者可以取消购买,即便购买业已被批准也可以这样做,这并不带来任何的处罚或损失。

债券分销商在发行期或自此以后的 30 天内不能向新发行债券的投资者加大价差。证券发行广告也大约在此阶段被刊登。

一旦通过包销商销售人员的努力债券被全部分销,该债券将随同美国政府债券、联邦代理机构债券、市政债券和其他公司债券一起在二级市场上交易。

## 第二节 公司债券的类型

对公司债券发行者而言较低的利息率是至关重要的,这是因为发行公司债券的目的不同于美国政府债券或市政债券。各种类型的市政证券筹集资金的目的是提供公共服务,但是公司经营的目标是为了获取利润。当公司向公众借钱的时候,利息将组成经营成本的一个部分。它们的盈利率必须高于包括利息在内的费用率。使用借来的钱赚取利息率更高的回报率,这种情形被称为“杠杆作用”。这便是公司债券发行的特点,同国债或市政证券发行有明显的区别。

公司债券与市政债券不同之处还在于,公司债券发行者的偿债能力必须被严格审查,以及国债和市政债券的偿还由税收能力担保,而公司债券的偿还必须由其他方式担保。因此,公司债券通常根据其担保方式分类。公司债券在分类方面是多种多样的。如果公司有较强的财力,所需要的募债数额也是合情合理的,公司对它发行的债券可以通过其自身的一般信用担保。相反,如果公司的财力不强,投资者将只对提供有形财产担保的债券感兴趣。

“抵押债券”是指,按照法律要求,由发行者特定的有形财产进行担保或抵押。这些特定的财产是指诸如办公大楼、工厂等不动产。如果公司不能偿还到期的债券,债券持有者直接要求用被担保的资产进行赔偿。

如果债券契约所规定的协议是开口的(不受限制的),公司还可以使用该财产作为其他借款的担保或抵押。开口抵押债券通常按序列发行。所有的序列债券持有者对普通的抵押有同等的索赔权或“优先权”,也就是没有某个持有者有超过其他持有者的优先索赔权。

序列债券的不同之处还在于利息率不同及其他一些特征。第一点不同是,根据契约中规定的偿还计划,债券的到期是分阶段的。发行公司是根据全部长期资本的需要而发行债券的,并且债务被分期偿还,而不是一次还清。

如果债券是闭口的(有限制的),第一位借款者具有“优先地位”,也即说,有权对抵押的资产要求优先偿还。其他的借款仍然可以用同一资产进行抵押,但是,他们的索赔权低于优先债券持有者。

有时,如果公司面临重组或破产,公司将要求优先债券持有者把优先地位让给新的资本借出者。这位新的资本借出者依次成了优先债券持有者。此时新发行的债券被称为“优先扣押债券”,是一级抵押债券;相应地,前次发行的债券则成为二级抵押债券。

所有的公司债券的投资者都应当意识到,债券通过抵押被担保并不意味着扣押抵债的过程是快速的和顺利的。事实上,在企业重组过程中,抵押债券必须接受新的担保。另外,被抵押的财产通常只有特定的用途,这些财产可能已经被用在某些生意中,也或许只有在这些生意中这些财产才有用。使用这些财产所营运的生意可能业已困难重重,这也正是债券被调整的原因。例如,用来担保铁路债券的资产可能是铁路资产,而这些资产只对步履维艰的铁路生意有用。

“信用债券”是指由发行者一般信用支持的债券。购买信用债券的投资者成为公司的一般债券人。与抵押债券持有者不同,他们受发行者全部财产的保护,而不仅仅是特定的财产。通

常,只有财力雄厚且有极高信誉的公司才有可能发售这类债券,否则财力较弱的公司只能借助特定的财产作为抵押。

信用债券可能是优先的,也可能是从属的。优先债券对公司的财产有优先索赔权,从属债券对同一债券有第二位的索赔权。

“设备信托证”是一种由特定类型的设备作担保的债券。通常由火车的部件作担保(诸如火车头、车厢等等),但是卡车、飞机及其他类似的设备也将通过“设备信托证”的形式被用来融资。这些债券是比较安全的,这是因为当公司违约的时候,债券持有者受到设备价值的担保。在偿还设备信托证过程中,债券持有者还受到另外的保护,即债券的偿还被安排在设备贬值以前进行。还有,设备多是易于转手的和标准化的,正如几乎所有的铁路机构都可以使用的各种火车部件一样。这便使债券的信托人(该信托人通常有设备的实际所有权)容易通过大量的潜在的购买者把设备变现,这也正是一旦企业陷入困境时,同抵押债券相比设备信托证的优势所在。

典型的设备信托证是按照以下要求安排的。设备购买者:

- 支付设备购买价格的 20% 的定金

- 把设备的占有权出让给独立的信托人(通常是一家银行),该信托人负责从公司的账户上筹集款项以支付债券持有者。在公司无能力支付的情况下,信托人有权将抵押的设备卖掉,用此笔款项来支付债券持有者。信托人这种采取断然的、有效的措施保护债券持有者的能力(正如保护任何法定权力一样),事实上保护了投资者的利益

当全部的债务被还清以后,设备的所有权从信托人手中转移到正在使用这种设备的铁路、飞机或交通公司的手中。事实上,设备的使用者是按照分期付款计划支付设备款项的。

这种类型的债券通常被构造为序列债券,因为这种债券可以自动清偿。也即说,该类债券要求一年一度地对债券的本金进行偿还。由于在头几年较小的金额被回笼,这使得设备使用者有时间利用新设备赚取利润。一段时间之后,需要偿还的金额增加。这种还款规模的大幅度增加被称为“气球效应”。

“收入债券”并不常发行,但在公司即将破产的情况下,可以兑换其他类型的债券。只有在公司支付得起的情况下,公司才承诺利息的支付。如果公司赔了钱,他们便可能得不到利息的支付。当然,如果公司经营情况良好,正如债券契约所规定的那样,他们仍然将支付利息。

如果公司不能对收入债券支付利息,过期未付的利息可能按照预定的利息率累计计算,在红利支付给普通股和优先股持有者之前可能被付清。如果公司只支付了收入债券的利息,而其他债券持有者的利息未被支付,债券持有者有权迫使公司破产以保护他们的利益。不过,收入债券持有者不能因为自己的利息未被支付而迫使公司破产。作为失去这种权利的一种交换,收入债券持有者在公司支付利息时将会得到较高的利息回报。债券契约决定了对收入债券利息条款的规定。有时规定,在有一定收益的情况下利息必须被支付,但有时不这样规定;有时规定,若利息不能被支付必须累计计息,但有时不这样规定。收入债券的分析家会仔细地审查债券契约,以便确定可能投资的价值。



### 第三节 公司债券的定价

与国债、市政债券和其他固定收入投资工具一样,公司债券的价格反映了利息率的波动和通货膨胀率的变动情况。不过,在公司债券定价过程中,发行公司的信用价值(发行者的偿债能力)是十分重要的因素。支付利息和最终偿清债务的能力大小将以债券的信用等级为标志。较高信用等级的债券同较低信用等级的债券相比,投资风险小,但利息率低。

债券信用等级是对债券投资业绩的一种评价。债券是由债券信用等级评定机构进行评定的。两个最大的和最著名的评级机构是穆迪投资服务公司(隶属于旦 & 布瑞吹特公司)和标准普尔公司(隶属于麦卡古—西尔公司)。两个其他较小的公司(也是有名的评级公司)是菲特投资服务公司(Fith Invest Servise)和达夫 & 菲里普公司(Duff & Phelps)。级别的高低代表了他们对绝大多数公司债券、市政债券、中期债券、商业票据和其他债券的现行评价。为了减少广告的迷惑,投资者将仔细查看债券的等级。

为了对债券进行评价,投资公司最感兴趣的是发行者的财力状况,而财务报表是最好的证明。由于评级是不断更新的,债券的信用等级将随着发行者的财力状况的变化而变化。在对债券评定信用等级的时候,评级机构同样要考虑发行者的业务经营状况和经济环境状况,比如说,是正在改善,稳定或下降。

在 20 世纪 60 年代以前,评级机构在对债券进行评级时,并不收取发行者的费用。相反,他们向投资者提供有偿信息服务,并从该费用中获取利润。不过,在 20 世纪 60 年代,评级机构开始向发行者收取评级费用;就目前来看,所有的发行者(不论是公司还是市政机构)都必须支付此类费用。如果评级是不必要的,评级机构将不对债券进行评级。有时候,发行者和投资银行将选择某一特定的评级机构对他们发行的债券进行评级,这是因为他们认为特定的评级机构对其债券的评级有一定的经验,有可能把债券的等级评定得高一些,这样将在很大程度上节约利息的支出。

表 9.7.3 再现了以上四个评级机构发布的评级结果。所有评级机构的等级记号大同小异。穆迪公司的级别范围是 Aaa, Aa, A, 直到 C, 且 C 是最低的等级。S&P 公司评定的等级是从 AAA 到 D, D 是最低的等级。菲特公司和达夫 & 菲里普公司追随 S&P 公司的评级制度。穆迪公司评定的等级可以在某一个级别范围内通过加 + 和 - 加以修正。例如, AA +、AA 和 AA - 都在 AA 级范围内。穆迪有时对 Aa, A, Baa 和 Ba 级的债券加上 1, 2 或 3, 这同样表示该债券仍然属于原有的级别。在原级别范围内, 1, 2, 3 分别表示较高、中等和较低的等级。有时, 穆迪公司在市政债券的 Aa, A, Baa 和 Ba 级别上加 1 表示较高市政债券等级。有时加上 1 表示在 Aa, A, Baa, Ba 和 B 的级别范围内是信用等级最强的债券。其他的评级机构有时加上 + 或 - 表示在指定的级别范围内的相应的等级。

表 9.7.3

穆迪公司	标准普尔公司(S&P)	菲持公司	达夫 & 菲里普公司	级别的含义
Aaa	AAA	AAA	AAA	最高级别
Aa	AA	AA	AA	极高级别
A	A	A	A	较高级别
Baa	BBB	BBB	BBB	适中级别
Ba	BB	BB	BB	有一定风险
B	B	B	B	较大风险
Caa	CCC	CCC	CCC	有极高的风险
Ca	CC	CC		
C	C	C		
	D	DDD,DDD	DD	可能违约或破产

注：以上资料来自穆迪服务公司、标准普尔公司、菲持公司和达夫 & 菲里普公司。

用一两个字对级别含义的描述，并不如每一家债券信用等级评定机构所作的整段描述详细具体。但是，这些字符所表示的含义是基本准确的。例如，S&P 公司和菲持公司认为 A 级的含义是“强大”，而穆迪公司和达夫 & 菲里普公司认为 A 级是“适中”。如果需要对每一评级机构不同级别的含义作进一步的了解，可参照这些公司的正规出版物。

债券业一般认为相同的债券信用级别有相同的含义。当发行者让多个机构对其发行的债券评级时，所得到的结论往往相同。不同的评级机构对同一债券评定出不同级别的情形是罕见的，如果出现这种情形，将被称为“分割等级”。所评定的级别通常只差一级，差距在一级以上的情况是极其罕见的。

前四类，从 Aaa(AAA)到 Baa(BBB)被称为“可投资级别”。许多信托投资公司的经理被限制在对“可投资级别”的债券进行投资；它们只能拥有这些级别的债券。Aaa 级或 AAA 级的债券反映了发行者具有极强的偿还债务的能力，与此相对应，级别为 Baa 债券将意味着公司的偿债能力低于平均水平，但仍然被视为“可投资级别”。对于机关团体购买者，虽然并没有严格的限制，但它们往往只购买前四种级别的债券。

低于“可投资级别”的债券(Ba, B, Caa, Ca, C 和 D)，被称为“投机性”债券，这意味着发行者的偿债能力缺少可信性。这些债券通常被称为“垃圾债券”，因为这类债券收益率高但风险大。

有些债券并不经过特定的评级机构评级，评级机构对这类债券注明 NR，其意思是说“没有注册”。通常，这些债券将经过另外的评级机构注册。没有评级的债券并不意味着是低等级的债券，它只意味着特定的评级机构未有对该债券评级。许多 NR 债券都是优级债券。不过，想获取较高信用级别的发行者一般说来要对所发行的债券评级，这是因为较高级别债券带来

的利息节省将会大大超过由此发生的成本。鉴于此种原因,投资者应当仔细审核未评级的债券。

为了增加债券的吸引力,发行者往往赋予其若干特征来增加公司的信用度和债券自身的吸引力。

第一种提高信用度的办法是债券保险,尤其是市政债券的发行者往往如此(债券保险在第六章已经进行了广泛的讨论)。不过,一些公司也可以购买债券保险;但在一些情况下公司也可以使用其他提高信用度的方法,比如信用证方式(LOC)。信用证将作出如下保证,在必要的时候,信用证的发行者将借款给公司以偿还债务。当然,公司从信用证发行者那里借款,最终还必须偿还。

另一种提高信用度的方式是设立“偿还基金”。在偿还基金账户中,债券发行公司将留出一部分现行收益专门用来偿还债券本息。偿还基金给债券持有者提供了巨大的保护。为了反映这种额外的保险,由偿还基金担保的债券价格要比未担保的债券价格高,而收益率会相应降低。收益率低的原因之一是由于偿还基金担保债券的偿还期限较短,这是因为就正常的收益曲线而言,期限越短对应的适用利息率越低。另外一点是,由于债券的巨大的安全性,同样会导致债券收益率下降。

## 第四节 可兑换债券

提供债券信用度的另一种方式是债券的可兑换性。可兑换债券是指可以按照预定的价格兑换一定数量的发行公司的普通股股票。这种债券不但可以获取利息收入,而且为债券持有者提供了享有公司财产股份的机会(通过把债券兑换成普通股股票)。可兑换债券的收益率通常低于不可兑换债券的收益率,这也正是债券持有者放弃可兑换特性的缘故。

在契约中,发行公司将规定出可兑换债券的兑换价格。“兑换价格”是指债券可以兑换的普通股股票的价格。兑换价格应当制定在这样的水平上,即在股票价格达到可兑换价格以前,债券持有者若进行兑换的话将不会有额外的收益。例如,假定在债券契约中规定,面额 1000 美元的债券可兑换每股 40 美元的股票。这就意味着每张面额 1000 美元的债券将能兑换 25 股普通股股票(面额 1000 美元被 40 美元去除)。直到普通股股票的价格超过每股 40 美元时,债券持有者进行兑换才可能受益,这里假定债券最初是按 100 元发行的。如果债券的最初发行价格低于 100 美元,在股票每股价格 40 美元时进行兑换便可受益。

一般说来,当股票的价格上升到可兑换价格时,债券的价格也上升了。

可兑换债券持有者在兑换时所收到的股票数量取决于“兑换比率”,该比率是用兑换价格去除债券的面额。在前例中,兑换比率是 1000 美元除以 40 美元,等于 25 股。

在股息分摊与股票分割时,债券的可兑换价格必须下调。例如,假使债券的可兑换价格是 40 美元,此时股票被分割为“一分为二”;于是 40 美元的兑换价格将被调到 20 美元,收到的股票数量(兑换比率)将会翻番(1000 美元除以 20)到 50 股。

针对公司的股本均减,这些调整保护了债券持有者的利益。当公司增加发行普通股股票时,现有股票持有者占有的公司财产股份将会减少,在此种情况下,股本均减现象便会发生。

“兑换平价(比价)”是一个点,在这一点上,可兑换债券的市场价格与相应的普通股股票相等。兑换平价可用以下公式计算:

$$\frac{\text{债券面值}}{\text{兑换价格}} = \frac{\text{债券市场价格}}{\text{股票市场价格}}$$

现举一例:一种债券可以兑换每股 20 美元的股票,而该种股票的市场价格是 35 美元。计算公式如下:

$$\frac{\text{债券面值}}{\text{兑换价格}} = \frac{\text{债券市场价格}}{\text{股票市场价格}}$$

$$\frac{1000 \text{ 美元}}{20 \text{ 美元}} = \frac{\text{债券市场价格}}{35 \text{ 美元}}$$

$$1750 \text{ 美元} = \text{债券市场价格}$$

当债券以 175 进行交易时,即面值 1000 美元的债券在以 1750 美元销售时,它的价值与每股价格 35 美元的普通股股票等价(即处于平价点)。

当股票价值与可兑换债券价值之间的差距增大时,投资者可以在债券和股票市场上,通过买进一种证券的同时卖出另一种证券而赚取利润。这种活动被称为“套利”,通常由专业交易商即套利商来完成。

## 第五节 了解债券的报价

作为买卖股票的投资者,只需要了解发行者的姓名和股票的现行价格。作为债券投资者还需要了解更多的信息:债券的息票利息率和到期期限。表 9.7.4 是公司债券在有组织的交易所交易时的报价实例。并非所有的报纸都登载这些报价,但许多主要报纸将予以刊登。

让我们看一下第一种债券,是一种到 2001 年到期的 ATT 5 1/8 01 债券。这里的符号(ATT 5 1/8 01)的含义是发行者是 AT&T,债券的息票利息率是 5 1/8%,债券的到期期限是 2001 年。债券的投资者将会把这些符号读作“五又八分之一和零一”。这些信息告诉你两件事情:第一,这种债券每年每张(面值 1000 美元)将收到利息 51.25 美元,按半年期支付,每半年支付利息 25.625 美元;第二,债券的到期期限是 2001 年。

越过标有“Cur Yld”符号的这一栏,往下看。

以 Vol 打头的这一栏说明了这些 AT&T 债券昨天交易的数量。在本例中交易的数量是 20 张债券(交易额是 20000 美元)。

以 Price 打头的这一栏说明了昨天所交易债券的收盘价。在本例中债券的收盘价是 92 1/2,也即说面值 1000 美元债券的市场交易价是 925.00 美元。作出这种标记,并不指最高交易价格或最低交易价格,而仅仅是指收盘价格。

需要记住的是债券的报价含义与股票的报价含义并不相同。在股票交易中,“92 1/2”的含义是每股的交易价格是 92.50 美元;而在债券交易中,“92 1/2”的含义是面值的 92.50%,于是面值 1000 美元债券的交易价格将是 925 美元。用另一句话说,在股票价格中 1“点”代表 1 美元,但在债券价格中 1“点”表示债券面值的 1%,或者在面值 1,000 美元的债券中,表示 10 美元。

Chg 打头的这一栏表示了昨天的收盘价格与前天收盘价格的变动(指净变动)情况。ATT 5 1/8 01 债券昨天的收盘价同上一次收盘价相比上升了 1/4 点。相对面值 1000 美元的债券而言,这一数字相当于 2.5 美元。

表 9.7.4 交易所公司债券的典型报价

公司	当前收益率 (Cur. Yld)	昨天交易量 (Vol)	收盘价格 (Price)	变动幅度 (Chg)
ATT 5 1/8 01	5.5	20	92 1/2	+1/4
AMR 8.10s98	7.9	40	102	-1/2

现在让我们回过头来看“Cur Yld”(即当前收益率)这一栏。由于债券的价格低于面值,我们将把此种状况称为“贴水”(折扣)交易。由于投资者支付的款项低于债券的面额,所以投资收益率上升了。如果用公式计算该债券的当前收益率,你就会发现这个收益率就是 5.5%,同该表所显示的数字一样。

当债券按高于面额的价格出售时,正如第二种到期期限为 1998 年的债券 AMR 8.10s 所示,这种状况被称为升水(溢价)交易。价格升水意味着投资者购买债券时价格上升,同按照面值购买债券相比,投资者将会获得较低的回报。在本例中,如果用公式计算该债券的当前收益率,便会发现这个数字就是 7.9%,与该表所示的数字相同。

公司新债券投放市场几乎总是采用协商包销的方式。当债券售完和辛迪加解散以后,绝大多数公司债券将与美国政府债券(国债)、联邦代理机构债券和市政债券一道进入场外市场进行交易。这个市场就是所谓的“二级市场”,这将是下一章要讨论的主题。

## 第八章 二级市场

一旦一种债券——不论是公司债券、市政债券、国库券。还是联邦机构债券，能够在市场上为人们所购买，这种债券就开始了二级市场交易。现已被解散的证券辛迪加组织或主要券商在有色证券的供应上已不再担当重要角色，取而代之，债券的买卖主要在投资者（包括个人投资者和机构投资者）之间进行。

总之，在二级市场上，债券的买卖既容易又方便。大多数债券，尤其是那些由评级较高的公司、美国联邦政府、评级较高的市政发行的债券，很容易在市场上转售。债券交易既可在场内交易市场（证券交易所内）进行，也可在场外交易市场（证券交易所以外）进行。这类债券之所以被当做流动性投资工具，是因为它们易于变现。

二级市场包括场内交易市场和场外交易市场（OTC）两部分。事实上，除部分债券在纽约证券交易所进行交易外，绝大多数债券交易主要是在场外交易市场进行的。几乎所有的美国联邦政府债券、所有的联邦机构债券、所有的市政债券以及大部分公司债券都集中在场外交易市场（OTC）进行。所以，当提及债券交易时，我们实际是在谈论场外交易市场上的债券交易。

### 第一节 证券经纪商

场外交易市场并不是固定在某一个场所，它是由成千上万的遍布全国的经纪人和交易商组成，并通过电话委托系统进行交易。在场外交易市场上从事交易的公司中，一些公司仅从事场外交易，一些公司则专门从事特种证券的交易，如国库券或市政债券等。还有一些公司则既从事场内市场交易又从事场外市场交易。

我们称这些公司为证券经纪商，因为这些公司既可以作为客户的经纪人（代理人）代客户从事证券买卖，又可作为委托人（或本人）从事证券买卖自营。作为代理人代客户买卖证券，它们只向客户收取佣金，买卖风险由客户承担。作为委托人，它们从事证券自营，而不是代客户买卖，买卖风险由自己承担。当它们向客户或其他经纪人、券商出售证券时，赚钱与否取决于市场操作是否成功及为此所做的努力。从事自营业务时，经纪商不是赚取佣金，而是通过低买高卖获取收益。

在一笔交易中，经纪商只能或者作为经纪人或者作为证券商，但不能同时既是经纪人同时又是证券商。它们必须明确告诉客户，自己是经纪人还是证券商。作为经纪人，它们必须公开

所收取的佣金比例。

经纪商所从事的场外交易都是通过电话委托进行的。如果经纪公司是证券做市商,客户便可以通过电话向经纪商下达指令,只要该证券的市场价格与客户的委托价格相接近,经纪商就按照客户的指令代客户买进该证券。或者,经纪商也可以委托作为该证券做市商的另一家经纪商代客户买进该证券。

许多经纪商是证券做市商,也就是说,它们专门从事某种证券的买卖,并且愿意长期大量买卖某种证券。大多数公司债券的交易单位是 10 手。

因为这种交易方式易于变通,所以场外交易市场又叫转售市场。转售交易也可以在相当于拍卖市场的证券交易所进行。在交易所里,买卖收益实际上是通过拍卖实现的,因为证券交易价格是由最高买价和最低卖价决定的。

作为做市商,经纪商面对着多种客户。作为批发商的经纪商只与其他证券经纪人在通常被称作“内部市场”的市场中进行交易。另外一些经纪商则仅与一些大的机构,如养老基金组织、保险公司等进行交易。还有一些小经纪公司从批发商那里买进证券,再将买入的证券卖给客户。

## 第二节 场外交易市场运作

不论是作为代理人还是作为委托人,证券交易商总是试图尽可能地使自己持有的证券获取收益。像许多商业活动一样,持有证券要占用资金,而占用资金经纪商每天要负担利息成本。其次,因持有证券,公司还要承受市场风险。有时为了规避风险,两个或多个经纪人便在一个共同账户上共同持有某种证券。接下来,经纪商便将持有的证券进行换手,即在可获利的情况下,及时地买进或卖出证券。

作为做市商的经纪商,或者接受客户的指令,或者代经纪公司的投资人进行交易。场外交易市场的证券交易价格的形成取决于以下几种信息:

- 证券商全国协会自动报价系统。

- 全国报价协会清单。

对于市政债券,交易商可以从以下地方获取信息:

- 热门证券清单。

- 债券购买者。

- 证券电讯网络。

- 卖主和经纪商的供给量。

成立于 1971 年的证券商全国协会自动报价系统向做市商、投资人及证券业监管者提供电讯网络咨信服务。做市商们可通过该系统定期地获取市场报价信息。

通过证券商全国协会自动报价系统可获得三个层次的服务。已注册的会员可获得第一层次的服务,包括获取最终屏幕显示系统内证券的最高买价和最低卖价。为零售商所获取的第二层次的服务,不仅提供当前报价,而且标明做市商。对于每一个证券,系统提供当前报价和所有该证券的做市商。第三层次的服务允许用户进入,退出或翻新做市证券的报价。证券商

全国协会的成员作为第三层服务的主要用户,必须具有一定的净资本及具备其他资格。

经纪商也可以使用全国报价协会清单,又叫“黄色清单”,清单中含有关于公司债券供应量的信息。

有关二级市场上作为零售债券的信息在州政府提供的信息目录——蓝色清单中可以查阅,这些信息包括:债券供应量、发行商、到期日、附息利率、价格、做市商供应量,债券评级不包括在内。目录中还包括一些新发行债券的发行日期、提前收回债券、新住宅债券(也叫公共住宅债券)、票据、工业发展和污染控制债券以及一些主要的市政债券。清单所列示证券总市值也叫浮动供应量,揭示出了二级市政债券市场的市场容量大小和市场流动性。

债券购买者——除提供上述有关的重要信息外,还可提供未来市政债券供应量、官方债券售卖通知以及以下统计信息:

●20—债券目录——这一目录包括由市政债券商做出的关于20年期最高级(Aaa级)债券和中级(Baa级)债券的假设复合报价信息。在市政债券交易中称此为“债券买方目录”。

●11—债券目录——这一目录中只包括Aa级及Aa以上债券,这些债券具有较高的评级,其收益率低于20—债券所列示的债券。

●存放率(也称认购率)——即上周新发行债券的售卖率。较高的存放率(90%或更高)揭示出公众对新发行债券的认购情况,同时也揭示出承销商的风险和当前的市场状况。

●30日有形供给量——即未来30天债券供给量,可用来预测未来一定时期的市场供给量。有形供给量不包括短期供应量,如市政债券供应量。

●市政债券目录——目录中所列示的债券的期货交易主要在芝加哥期货交易所进行,但这一信息却大范围地在“债券买方目录”中列示,有关市政债的期权交易在市政债券目录中列示。

●各种债券市场交易信息,包括近期发行债券交易价格、国库券和其他债券目录及其他对投资者和交易商有价值的信息。

电讯服务是一种向债券购卖方提供的电讯咨询服务,这一服务与其他信息服务如Dow-Jones, Reuters, Telerate及Bloomberg等服务相似,不同之处在于这一服务主要针对从事市政证券交易的券商。

随着私人市政证券投资者的产生,20世纪中期市政债券业的电讯服务范围不断扩大。服务范围的扩大不仅有利于市政债券机构投资者,也有利于个人投资者。

对于债券交易商来说,最好的信息源来自于交易活动中。其他交易商中谁持有某种债券?持有某种债券对谁有利?今天上午谁提供了某债券的优惠报价?谁试图转手一种发行不利的债券?等等。这些信息是瞬息万变的,即使是高度自动化的报价系统,如证券商全国协会自动报价系统也难以捕捉到。这类信息是在无数的电话委托中收集而却在一瞬间被使用的。



第三节 债券报价

一、公司债券

当进行公司债券交易时,券商及经纪商必须详细说明:

- 发行商的姓名
- 付息月、日
- 债券的付息利率(债券的名义利率)
- 债券的到期月和到期年

例如,某公司债券可描述如下:“IBM—JJ15—7% of '010”。这一简短描述的含义是:债券由 IBM 公司发行,付息日为每年的 1 月 15 日和 6 月 15 日,付息年利率为 7%,2010 年到期。

让我们再进一步看一看上述描述。几乎所有公司债券的付息日都为每年中相隔 6 个月的两个月的 1 日或 15 日,每半年付息一次,这样就有 12 种可能:

付息月	1 日	15 日
1 月——6 月	1 月或 6 月	1 月或 6 月
2 月——8 月	2 月或 8 月	2 月或 8 月
3 月——9 月	3 月或 9 月	3 月或 9 月
4 月——10 月	4 月或 10 月	4 月或 10 月
5 月——11 月	5 月或 11 月	5 月或 11 月
6 月——12 月	6 月或 12 月	6 月或 12 月

注:为了方便起见,如果债券的付息日为某月的 1 日,日期通常省略不写。

债券的付息利率通常描述为债券面值的百分比。债券的最后一个构成要素——到期年在表述时通常将表示年的前两位数字省略不写,这样 1998 年就表述为 '98,2018 年就描述为 '18。

在公司债券的交易中,债券价格以债券面值的一定百分比表示,以百分点和百分点的 1/8 表示。这样,面值 1000 美元的债券,每一百分点为 10 美元。例如,面值为 1000 美元价格为 863/8 的债券,意味着其价值为:

$$(1000 \text{ 美元} \times 0.86375) = 863.75 \text{ 美元}$$

面值 1000 美元价格为 1231/8 的债券,其价值为:

$$(1000 \text{ 美元} \times 1.23125) = 1231.25 \text{ 美元}$$

OTC(场外交易市场)的报价由买价和卖价构成,这是 OTC 的主要特征。例如,如果市场报价中买价为 9.40%,卖价为 8.25%,那么,交易商便愿意以 9.40%的价格买入,以 8.25%的价格卖出。

在二级市场上,价格差幅不是取决于承销商的买卖价差,而是取决于市场报价中的买价和卖价之差。

如上所述,价格差幅的大小取决于债券的发行质量、债券的期限、债券的供求状况。该债券的期货状况及其他债券的期货状况、债券的附息率以及其他一些市场因素。

差幅也称之为券商的价格标高和价格标低。在 OTC 市场上,当一位券商从做市商那里买进某一证券,再以高于买价的价格卖给客户,我们将这种价格差异称之为价格标高。当券商从客户那里买进某一证券,再以高于买价的价格卖给做市商,我们称这种价格差异为价格标低。总之,价格标高和价格标低取决于差幅的大小。这里我们不再详细讲述有关客户的交谊情况(当进行交易报价时,券商总是一遍又一遍地重复着报价,以便确认所获得的信息是否精确,如果对获得的信息有怀疑,交易商会撤消交易指令)。

## 二、市政债券

市政债券的报价与一般债券的报价相似,交易单位也与一般债券相似。与之不同的是,当机构交易商说“一单位债券时”,意味着“面值为 1000 美元的债券”。虽然自 1960 年起市政债券的交易单位就以面值 500 美元或 500 美元以上为主,但券商们仍以面值 1000 美元为一交易单位。为什么会这样呢?主要是习惯使然。对于市政债券机构券商而言,“一交易单位债券,仍然代表面值 1000 美元的债券。

用于描述市政债券的语言是比较精练的。让我们看一看下面的例子:“\$ 20000 of New York, 3.40% of June 1200, at a 4.60% yield。”表示该债券的面值为 20000 美元,由纽约州发行,票面附息率为 3.40%,到期日为 6 月 1 日,到期交易价格为面值的 4.60%。

与小额购买相比,大额购买易于获得价格优惠。对于零股而言,25000 交易单位的购买量可获得较高的收益。有时,二级市场的报价采取全报价或无报价方式(AON);这种报价方式只被几种特殊债券所采用。

市政债券的价格差幅波幅较大,销售情况不太好的新发行的市政债券,其价格波幅为 1/4 百分点~2 个百分点,市政中期债券的价格波幅为 1/8 百分点~1/2 百分点。

## 第四节 街道购买

当经纪商查到了某债券的做市商时,接下来所要做的便是给该债券的交易商们打电话,以期获得优惠价格。经纪商的这种交易行为,我们称之为“街道购买”。通过同做市商们通电话,经纪商可获得几种报价中的一种报价:

1. 公司出价或要价是指经纪商愿意买卖大量债券的目标价位,虽然有时经纪商并不一定在此价位进行交易。有时公司报价对长期投资有利;有时对整个交易来说,此报价是比较好的价位;有时仅仅在电话委托时,该价位是比较好的价位。公司报价究竟对小数量的交易有利还是对大批量交易有利还有待进一步研究。

第二位券商如何知道某公司报价对其最为有利呢?总的来说,一位经纪商允许另一位向他咨询的经纪商有 1 个小时的时间作出交易决定,在这期间,假如另一位经纪商愿以该报价成交,则第一位经纪商有 5 分钟的时间作出是否交易的决定。

让我们看一看下面的例子。交易商 A 打电话给作为 Belliup 公司债券做市商的交易商 B 询问报价情况,交易商 B 回答“公司报价 97 1/2 1 小时,5 分钟”这一指令有时可被看作是一种期权指令。交易商挂上电话并继续向其他交易商咨询有关报价情况,这时交易商 A 仍有 1 个小时的时间对此标价作出决策。这时,我们称 Belliup 公司债券为“走出公司”。

有时,这一期权指令可以提前撤消。例如,交易商 C 打电话给交易商 B 愿意以交易商 B 的报价成交。在这种情况下,交易商 B 会打电话给交易商 A,提请交易商 A 在 5 分钟内作出交易与否的决策,否则,将同交易商 C 进行交易。

黄色清单报价和证券商全国协会自动报价系统所列示的报价不是公司报价。黄色清单报价和证券商全国协会自动报价系统只是为了使买主和卖主便于发现彼此并向他们提供价格提示,公司报价有时又叫实际市场价,通常是通过电话从做市商那里获得,而且整个交易都通过电话进行交易。

2. 如果经纪商提出报价,并说明该报价是其愿意成交目标价位,那么,经纪商将以该目标价位进行交易。通常,交易商在作出报价之前需要收集许多信息。

对目标报价可作出多种解释:

“目前的报价是 85(这一价位,我没有报价)”

“刚才的报价是 85,我刚刚看到的报价”

“报价为 85,即目标价位”

3. 有时经纪商的报价差幅很大,并在报价之后附上“workout”。“workout”报价不属于公司报价。这种报价只为交易商确定目标价位提供了参考范围。这种报价主要用于交易比较活跃的证券。

## 一、出价或愿意购买的要价

有时,经纪商打算买卖证券,却得不到出价或要价。这时,该交易商便在全国报价协会清单或蓝色清单上打出写有“出售(for sale)”的广告。“出价(BW)”一词意在告诉其他经纪商做广告的经纪商将销售某债券,并且在寻求买方报价。“要价(OW)”则表明经纪商打算购买某一债券,并且正在准备报出要价。

“出价”业务是典型的经纪商业务。当交易商的某一债券卖不出去时,他就会委托经纪商替他卖,该经纪商向买方经纪商报出最高出价,由买方经纪商决定是否愿意接受该价位。

有时,经纪商会委托其他经纪商从债券持有者那里收集信息,虽然有时这些信息会泄漏出去。未经允许,经纪人一般不会泄漏其委托人的姓名。经纪人一般要求他的经纪人保守秘密。

经纪人通常会与其他经纪人保持密切联系,密切关注诸如谁持有债券,谁打算买进或卖出债券。这是债券市场的一个“写照”。经纪商的这一做法使他们能够获得许多信息。通常,与交易商相比,经纪商能够获得更多的信息,经纪人完成一笔交易通常可得到交易额 1/8 百分点的佣金或完成一个交易单位得到 1.25 美元的佣金。一般情况下,这一佣金比例是较低的。

## 二、OTC 指令的执行

顾客在场外交易市场上最常用的指令是市场指令(market order)和限价指令(limited or-

der)。市场指令必须以最佳价格并以最快的速度执行。限价指令规定了交易必须按照此价进行。限价指令只在一个交易日内有效,在一个交易日结束之前,该指令如果未被执行,则该指令自动失效;顾客也可对此指令作出“取消前有效(GTC)”的特别说明,这时的限价指令表示该指令在被经纪人执行前或被客户取消之前,指令一直有效。

还有一些常用的指令,如“全部执行或者不执行(AON)”指令。该指令表示指令必须全部执行或者全部不执行。大批量的债券买卖通常使用此指令,尤其是那种分批销售较困难债券的交易。例如,某位券商持有 25 单位的市政债券,如果采用分批销售的方式就会使部分债券难以销售出去,这时该券商就会使用全部执行或全部不执行指令。fill or kill (FOK) 指令是 AON 指令的一种变型,这一指令的含义是假如不及时填报就撤消该指令。

其他一些指令这里不再一一列举。总之,经纪人必须以最佳价格完成客户下达的指令。

在交易过程中,经纪商如何获取收益取决于在二级市场上券商是作为代理人还是作为委托人。作为客户的代理人,券商取得佣金;作为做市商,券商赚取买卖价差。大多数 OTC 交易是机构交易,经纪商的收益来自于买卖价差。作为客户的代理人,美国证券交易商协会(NASD)的成员必须明确告之客户所收取的佣金数量,并在合同中明确列出。

有时,在一笔交易中经纪商会接受来自不同客户的买卖指令,我们称这一交易为“风险交易”,因为经纪商对交易不承担任何风险,但却向买卖双方收取佣金。

经纪商收取佣金时必须遵守公平、合理的原则,并遵守 NASD 制定的价差的 5% 的规定(这里不详细讲述)。

作为做市商,经纪商从买卖价差中取得收益,与赚取佣金不同,经纪商不必向客户公开买卖价差情况,而只须告诉客户,公司在交易中是自营商。

NASD“价差 5% 的规定”直接影响着价差的大小。NASD 做出上述规定的目的是为了使其成员的收益公平,合理并与市场价格相配称。5% 的比例只是一个指导比例而并非硬性原则。做出上述规定目的主要是为了使买卖价差保持合理的比例。如果券商自己持有某种债券且持有期很长,并且在卖出该债券时是以市场价格而不是以成本计算价差,在这种情况下,价差超过 5% 也是合理的,如果经纪商将某客户委托其卖出的债券以较高的价格为另一客户买进,换句话说,从事互换交易,则价差超过 5% 就是不合理的。

经纪商如何确定价差是否合理呢? NASD 认为可根据下列因素衡量:证券的类型,证券的流动性,证券的价格,交易量的大小,价差形成的因素,成员交易的实质等。例如,新发行国库券大批量交易的价差低于零股市政债券小批量交易的价差。

## 第五节 美国证券交易商协会(NASD)

NASD 是在《莫罗尼法案(Maloney Act)》下组建的,作为对《1934 年证券交易法(SEC)》的补充。虽然 NASD 由国会组建并受证券交易法的监督,但是 NASD 不是政府的代理机构而是一个独立的协会。

NASD 有权制止其任何成员的不道德或不规范的交易活动。因为 NASD 拥有价格特许权,贴现权,折扣权,优先清偿权及制止不正当竞争的权力。除此之外,经纪商的交易活动不受

任何限制。

NASD 通过两个原则对其成员施加影响:公平原则和规范原则。上述原则对 NASD 成员在日常交易活动中必须遵守的原则和承担的责任作出了规定。

对于那些交易活动规范的经纪人或券商,不论其在美国的任何地方从事投资银行业务或证券业务,NASD 大门都为他们敞开。规范地讲,经纪人是一个法人实体(个人,集体或公司),既可以从事代理业务,也可从事自营业务。根据上述定义,银行不是经纪商,作为 NASD 的成员是不合适的。

## 第六节 市政债券管理条例制定委员会(MSRB)

1933 年和 1934 年的《证券法》没有包括市政债券,在大约 40 年里,市政债券的运作一直不规范。然而,债券市场却急待规范。市政债券管理条例第 10 条第五款规定,在市政债券交易不得有欺诈行为,欺诈顾客是违法的。此外,根据《格拉斯—斯蒂格尔法案(Glass Steagall Act)》,银行可以从事市政债券业务,但不能长期承销市政收益债券或其他市政债券的交易活动。作为市政债券券商的银行,我们称之为券商银行(dealer bank)。从事这种业务部门作为银行的一个独立部门或独立的附属机构。券商银行不是 NASD 的成员,因为 NASD 的规则不适用于券商银行所从事的市政债券交易活动。相反有关市政债券的特殊规则却适用于券商银行及从事市政债券的经纪商。

20 世纪 70 年代早期,市政债券市场上发生了几件令人记忆犹新的事件。纽约市发行的四种债券有误,同时又发生了市政债券泄密事件。泄密事件的发生缘于当纽约市的券商打算卖出所持有的市政债券时缺乏充分的信息。几乎在同时又发生了证券法委员会对几个市政债券机构的欺诈行为并对售卖活动做出了错误的判定。

因为这些事件,1975 年国会通过了证券补充法,作为规范市政债券业的自律性法规,并组建市政债券管理条例制定委员会(MSRB)作为监管系统的一个组成部分。MSRB 的经费来自经纪商及券商银行缴纳的管理费,为新发行的两年期或更长期限的债券做评估的收费,以及向刚刚从事市政债券交易活动的新手收取的管理费。

市政债券的实际监管是非常复杂的。MSRB 提出管理办法后,广泛征求业内人士的意见,并参考业内人士的意见,对提出的管理办法进行修改。管理办法制定的最终决定权不在 MSRB,而是由证券法委员会最后决定。

制定出的管理办法既不由证券法委员会(SEC)也不由市政债券管理条例制定委员会具体实施,而是由美国证券交易商协会(NASD)及银行的管理机构负责具体实施。作为 NASD 的成员的经纪商,NASD 便于对它们施加影响。对于券商银行,则可委托其上级监管机构对其施加影响。

虽然 MSRB 不像 NASD 那样有诸如 5% 的硬性规则,但同样要求在交易中任何人都不能有欺骗、欺诈、或不公正行为。NASD 成员的报价只有符合市场状况,其报价才是公平合理的报价,并且必须提供真实的出价或要价,市场上出价或要价已经标明的除外。MSRB 成员收取或缴纳的会费每年不超过 100 美元。

## 第七节 债券交易与清算

### 一、公司债券

当两位投资者打算进入二级市场进行债券交易时,他们必须达成两个协议。一是交易以什么价格成交?二是何时进行交易清算。例如,来自不同地区的两位投资者打算在星期一进行债券交易,他们不仅要商定成交价格,而且要商定在何时实现清算,星期二?星期三?还是下个星期一?可能卖方得从保管箱里取出债券,买方在付款之前必须贴现一些市场投资工具。

简而言之,交易的发生和清算不外乎以下五种方式,每种方式涉及不同的日期。这些日期我们称之为清算期权(settlement options)。

1. 规范交易,清算时间在交易后的第三个交易日(注意:国库券交易的清算时间是在交易的次日)。只有交易日不分周末或节假日。除了交易双方在交易中自行决定清算时间外,规范的清算方式适用于所有的公司债券交易,这就意味着规范的清算方式适用于绝大多数公司债券交易。

2. 现金清算,清算时间在交易的当天。显然,交易双方必须商定,并为现金结算做准备。总之,任何以现金结算的交易,如果交易发生在下午两点或两点以后,清算时间都为下午两点半。任何一笔发生在下午两点的交易,清算时间都在交易后半小时。

3. 次日清算,清算时间在交易后的第一个交易日。

4. 卖方期权清算,当卖方不能按照其他清算方式的时间要求按时交付债券时,卖方通常选用此清算方式。例如,当卖方正在休假时打算卖出持有的债券,如果债券保存在他(她)家里的保险柜里,这时,他(她)就可采用此清算方式。休假结束后,他(她)可以在期限内的任何一天向买方交付债券。与采用任何一种其他的清算方式相比较,采用这种清算方式,卖方得到的卖价通常较低。

5. 买方期权清算,买方期权清算给买方以决定收到证券的日期的权力。

除国库券以外,三天交割或规范交割方式适用于大多数场外交易市场的证券交易及证券交易所内列出的证券的交易。所有的公司债券,大多数联邦机构债券交易都采用规范清算方式。国库券的交割通常采取现金交割、规范交割、交易后的第一个交易日交割及卖方不少于两天但不超过 60 天的期权清算方式。

每一笔交易之后,经纪商双方之间将互相发送通知,确认有关交易的具体细节。如果交易双方对交易确认无疑,就用“确认(confirmed)”或“核实(compared)”表示。如果交易双方的一方收到确认通知后向对方发回的通知上写有“DK”,则表明,该经纪商对交易确认或不知道被咨询的交易。

如果假定交易发生的两天后,交易双方的一方向另一方发出确认该交易的通知,而对方对此没有作出任何答复,发出确认通知的一方应该怎么做呢?遇到这种情况,发出确认通知的一方可在交易后 15 天内向对方发出写有“DK”的通知给对方。对方收到此通知后有两个交易日

的时间决定是否确认此交易。如果在两个交易日结束之前,发出确认通知的一方仍未收到对方的回复,则发出确认通知的一方就可以认为,对方对该交易不予确认,而且对该交易不承担任何责任。

## 二、所有权的转让

债券是可转让的,债券可以很容易地从一方转移到另一方。转移的方式取决于所有权的方式。债券的所有权方式有三种:即登记式、无记名式、记账式。登记式债券将所有者的姓名和住址印在债券上,并登记在发行商的账户里。利息直接发送给债券持有者。如果某登记式债券要卖出,经纪人就将此债券送到某个转让代理那里,由转让代理以债券新持有人的身份卖出。

记账式债券没有有形债券,而是先由保管人将其委托人的债券数额记录在自己的账户上,这类委托人包括:经纪商、银行及其他一些机构。再由委托人相应地将债券持有者的债券数额登记在自己的账户上,这种债券的转让只是变更债券的账户记录。通常这种债券不发行任何凭证,有时除了个别在世界范围内发行写有“纯记账式(pure book entry)”字样的债券,在整个发行期间发行全球通用债券凭证(global certificates)外,不再发行任何形式的债券凭证。

无记名式债券现在已经很少发行,因为发行登记式债券已不再像过去那样费时费力。新发行的市政债券必须以记名式或登记式形式才能得到免交联邦收入税的优惠。然而,市场上仍有一些无记名式债券在流通。因为这种债券在发行时没有进行登记,所以一般都认为这种债券属于持票人所有,相应地这种债券具有完全的流动性,就像现金一样。在转让时,债券持有人一般都将从事债券面值中扣除债券到期时应付的债券利息,待到债券到期时支付。每一张息票代表一次支付。

为了便于更清楚地确认所有权,NASD 要求所有的交易必须良好交割(good delivery),换句话说,证券必须以适当的形式发行,以使得证券的所有权易于转让。为了促进所有权的转让,NASD 还对良好交割的要求作了进一步规定。

## 三、市政债券

市政债券的交易清算同其他公司债券的交易相似。大部分交易的清算采用标准清算方式,也有一部分交易采用现金清算方式。这样也存在买方和卖方的清算期权。此外,对于新发行债券的“即期交易(即何时、何种方式、何种条件都确定的交易方式)”的清算,可以在第三个交易日到交易确认日之内的任何地方进行。

市政债券的清算与一般公司债券的清算也有不同之处,不同之处在于法律意见是交易的组成部分。自 1960 年以来发行的债券,法律意见都印刷在债券凭证上,而在此之前发行的债券,法律意见是一个单独的凭证(single document)。这些过去发行的债券在出售时很少不附有法律意见,否则债券被视为非法。如果买方接受这一条件,则交易就是合法的,否则,交易就不被市场接受。

如果债券的内容不完整(也就是说,债券的某一部分不可读),那么经纪商就必须具有能为委托人、登记人、交易代理、支付代理、发行人、或者发行人的权威代理人认可的凭证。经纪公

司或销售代表不能使债券凭证生效。不完整的凭证必须由发行人或商业银行出具担保。已取消的付息必须由发行人、发行代理、受托人或支付代理出具担保。虽然用支票支付 30 日之内到期的债券付息可以替代这种特殊的付息方式,但是为了确保交易顺利交割,所有的付息必须印刷在息票上。

在债券由卖方经纪商向买方经纪商的交割过程中,如果债券凭证的形式不符合良好交割的形式,买方经纪商拥有拒付权。如果交割之后券商发现债券凭证的形式与良好交割的形式不符,则买卖双方拥有追索权(退回或要求退回证券)。拒付一般发生在交割之前,追索发生在交割之后。

购买方可以接受部分交割,交易成本由卖方承担。附有所有潜在信息的确认通知必须在交易之后的次日发送给对方。

## 第八节 应计利息

在交易交割之前,对卖方而言,债券的付息称之为应计利息。如果在两个债券付息日之间卖出债券,则部分利息属于卖方,其余利息部分属于买方。然而发行人的支付代理却只以一张支票向债券持有人或债券持有人的代理支付债券利息。卖方如何获得属于自己的应计利息呢?由买方先付给卖方属于卖方的利息,然后买方在下一个付息取得全部利息。

接下来要做的事是计算应计利息的量。规范的交易清算方式的清算日在交易后的第三个交易日,但是如果交易采用现金清算则清算日就在交易发生的当天。为了避免利息付息日与计息日在同一天,计算应计利息计算到交易的前一个交易日。

让我们来看一个例子。一手附息率为  $103\frac{1}{4}\%$  的 Awac 债券,债券价格为  $98\frac{3}{4}$ ——也就是说,面值为 1000 美元的债券售价为 987.5 美元。买方须支付卖方 987.5 美元,加上从一个付息日到购买日为此期间的应计利息。假定买卖发生在付息期的中间(如交易恰好发生在付息期为 180 天的第 91 天),上述债券的半年期的应计利息额为 53.75 美元( $103\frac{1}{4}\% \times 1000 \text{ 美元} / 2$ )3 个月的应计利息为 26.88 美元。买方须支付卖方  $987.5 + 26.88 = 1014.38$  美元。在下一个付息日,买方可获得整个半年期的债券应计利息 53.75 美元。

当然,并不是所有的债券交易都发生在付息期中间。为了精确计算债券的应计利息,在忽略不计债券卖出日的情况下,可用下面的公式计算应计利息:

应计利息 = 债券年息  $\times$  债券持有期 / 360 天

对于公司债券、市政债券及一些市政中长期债券的应计利息计算,规定 1 个月为 30 天,1 年为 360 天,我们称之为“30 天 1 个月,360 天 1 年”。例如,债券持有人马瑟斯上一结息日为 4 月 1 日,收到利息 53.75 美元,她的下一个结息日为 10 月 1 日。在 6 月,她将债券以  $97\frac{1}{2}$  的价格卖给里德蒙特,清算日为 6 月 28 日。忽略佣金和费用,里德蒙特应支付马瑟斯 975 美元,加上应计利息:

应计利息 = 债券年息  $\times$  债券持有期 / 360 天  
 $= (2 \times 53.750 \text{ 美元}) \times (30 \text{ 天} + 30 \text{ 天} + 27 \text{ 天}) / 360 \text{ 天}$   
 $= 107.5 \text{ 美元} \times 87 \text{ 天} / 360 \text{ 天}$



=25.98 美元

注意:4 月和 5 月按 30 天计,6 月计算 27 天。

支付给马瑟斯的支票金额为 1000.98 美元,等于购买价格 975 美元加上 25.98 美元的应计利息。

一些债券,如一些收息债券及一些违约交易的债券没有应计利息。这些债券的交易我们称之为“浮动交易”。

这种应计利息的计算方法对于市政债券、公司债券和一些市政中长期债券同样适合。国库券和一些市政中长期债券则采用按实际天数计算的方法,按照这种方法,半年的付息期以实际发生天数计算,除以从上一个结息日到交易清算日之间的实际发生天数,这样,一个月以 28 天、29 天、30 天、或 31 天计算,取决于债券的实际持有期。半年期以 180 天~185 天计算也取决于债券的实际持有期。

每天都有大量的公司债券、市政债券、国库券和联邦机构债券在二级市场进行交易。然而,尽管美国的债券市场交易量大而交易活跃,它也仅仅是包括海外发行和政府发行债券在内的世界固定收益债券市场的一个组成部分。那将是下一部著作要讨论的主体。

## 第九章 投资组合管理

如果你拥有一手债券或一手共同基金或者一手信托投资工具时,你就会面临一个被叫作投资组合的问题。这一投资组合的管理,有开拓型管理和保守型管理之分。即使你不作任何交易,你也会间接地作出投资组合决策。采用保守型管理,你将决定什么都不作。这一章将向你介绍如何最好地管理你的债券投资组合与其他投资组合,如何管理你的债券和其他投资工具的一些方法。这三个研究领域包括:多样性、投资结构及债券互换。

现在还没有很多针对一般投资者的关于投资组合管理的入门的书。我们试图通过这一章来弥补这一缺憾。

### 第一节 多样化的定义

多样化投资是指进行投资时投资于多种不同的证券。这样做的目的是为了避开大的损失。通过投资于多种不同的证券,你在一个证券投资上的损失对于整个投资组合的影响将会非常小,或者可从其他证券的收益中得到弥补。

你支付某一价格以避免大的损失;但你也可能因此而错过一次获取大的收益的机会。获取最大收益的最佳途径是挑选某个表现最好的证券并将你所有的资金投资到这个证券上。因为很少有人能做到这一点,所以,绝大多数投资者在投资中还是通过多样化投资来保护自己,以避免大的损失。

### 第二节 为什么投资多样化是重要的

多样化实际上包括你生活的方方面面,包括你的工作、住所、其他投资,如房地产,及其他可能的投资,如投资于珠宝。假如某人在某个公司工作,与公司其他雇员一起在某一城镇拥有自己的住所,并且主要投资于该公司的股票,他如何进行多样化投资呢?如果他所在的公司时运不佳,公司股票的价格就会下跌,他可能会因此而少拿薪水甚至会失业,他的住宅的价格也会因此而受到影响。

例如,一个世界著名的大制造公司,以向员工提供良好的待遇而闻名,却最终失去了自身辉煌的时期。几年间,该公司的股票价格从 175 美元跌至 40 美元,虽然最终股票价格又恢复到了 100 美元。该公司历史上第一次解雇了一批员工。这些被解雇的员工居住的区域是目前为止拥有最大雇主区域,这一区域曾是其他雇主所拥有的中心区域。这些被解雇的员工在此区域内很难找到工作;他们的以公司股票所代表的存款因公司股票价格的下跌而耗空,他们的住宅价格也因卖者活跃买者清淡而价格急跌。住宅价格的下跌使他们的住所很难迁移,即使他们拥有技术本可以找到工作。对于大多数公司员工来说,他们所具有的技术大都相似,而且技术比较单一。在人类文明中他们是悲惨的。用投资多样化的观点看,主要是因为他们没有进行多样化投资。他们的工作、住宅及储蓄都集中在他们所在的公司。过去他们可以怎么做呢?至少他们可以尽可能少地投资所在公司的股票,以便公司股票大幅下跌时不至于遭受如此重大的损失。

让我们再看一看下面的例子。有关银行的灾难性报道中讲述了这样一件事情:在过去的几年中,该银行的雇员将他们的大部分或全部退休基金投资于该银行的股票。该银行在过去几年中频繁地被接管,人员流动性很大,导致该银行股票价格下跌,使银行雇员的退休金存款的实际价值大幅度减少。相似的例子讲述了一个有关经纪公司的事情:该公司将员工的退休金全部投资于其母公司的股票,后因该经纪公司业务经营不善,导致该公司员工的退休金存款全部损失。

正如以上例子中提到的,投资多样化是及其重要的,有利于避免巨大的投资损失。放弃一次收益巨大的投资机会(保持中等程度的收益)而避免一次重大的损失是值得的。

### 第三节 投资多样化

投资多样化起源于资金在债券和股票之间的分配,其他的投资,如房地产,通常不考虑投资多样化,除在最初投资时考虑多少资金用于金融投资外。

这是典型的个人投资决策。它既包括感情因素又包括理性因素。一些私人投资者只是不喜欢拥有大量相同的股票,另一些投资者只是不喜欢拥有固定收益的投资工具。虽然关于如何去操作没有一个统一的规则,但是这方面的指导性原则却已经有所发展了。

近年来较为流行的观点是按各占 50% 的比例分别投资于股票和证券,或者 75% 投资于债券,25% 投资于股票或者相反。许多投资顾问建议:随着退休年龄临近,投资者应增大债券的投资比例,而另一种观点则认为:鉴于通货膨胀的增大和赚钱能力的减弱,应增大股票的投资比例。随着作者年龄的增大,作者认为不应该减少普通股票的投资比例。虽然随着通货膨胀的增大公共证券对收益率作了调整(公共债券自身也遇到了问题),但养老金却并没有随着通货膨胀的增大而增加。对于大多数投资者而言,普通股票是规避通货膨胀损失的较好的投资工具。然而,1996 年的普通股票却未能给投资者带来丰厚的固定投资收益。例如,1996 年 5 月初,中长期国库券的投资回报率为 6.90%,而普通股票的投资回报率却只有 2.16%,或者低于中长期国库券回报率的 1/3。这就是说,普通股票的回报率每年增加 5% 才能等于中长期国库券的回报率。或许,投资于固定收益投资工具,才是存款规避通货膨胀损失的较好方法。

关于市场变化是否会引起投资组合的改变也存在着不同的观点。假如在市场呈牛市的情况下,50:50 投资于股票和债券的比例是否还会保持?你是否会卖出部分债券而使股票和债券的投资比例改变为 65:35?关于这种情况,专家们的观点有所不同。绝大多数投资者不会卖出债券,随着股票价格的下跌,投资比例还会到 50:50。

### 第四节 资产配置模型

许多经纪公司对如何在不同的投资工具之间分配资金提出了观点,这些观点称之为资产配置模型。他们通常建议将资金分别投资于现金、债券和股票。例如,一种资产配置模型为,10%投资于现金,40%投资于债券,50%投资于股票。经纪人也向私人投资者提出了一些关于如何在这些领域进行投资的特别建议。

资产配置模型为投资者提供了如何看待自己的投资组合的方法,使投资者能够回答诸如“what if?”之类的问题。例如,“假如利率上升应该做什么?”,“假如股票价格下跌应该做什么?”等等。这些问题的回答对于投资者制定投资计划是非常有用的。

### 第五节 你是一位开拓型的投资者还是保守型的投资者

多年来,投资顾问们建议投资者在投资前首先弄明白,自己是开拓型投资者还是保守型投资者。这一建议首先由本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)在他的名为《天才投资者》一书中提出,这本书首版于 1949 年,这本书迄今仍是一本关于个人投资策略的最好的书籍之一。开拓型投资者一般愿意花费时间和精力管理他的投资,保守型投资者一般只愿意花费很少的时间和精力管理他的投资,通常他的投资回报率也相应地较低。投资的金额大小无关紧要,问题的关键在于愿意花费多少时间和精力管理自己的投资。对于大多数投资者来说,都没有采用开拓型管理方法,因为他们缺少时间和缺乏必要的有关这方面的训练。因此,绝大多数投资者属于保守型投资者。

### 第六节 如何制定债券投资组合

建立一个投资组合意味着为投资组合确立一个目标,然后针对这一目标相应地在投资组合中选择债券。这一目标包括投资组合到期日,投资组合中投资者愿意持有的债券,税收及其他一些因素。

有三种类型的投资组合结构:梯形投资组合、弹形投资组合、扇形投资组合。我们将分别分析以上三种类型。最重要的类型是梯形结构,因为绝大多数投资者采用这种结构。

希望获取固定收益的投资者们将投资于共同基金债券和单位信托投资工具以实现投资组合目标。我们将在本章的后面部分分析这一问题。

第七节 梯形投资组合是如何运作的

假定你得到了一笔 100000 美元的遗产，你决定进行梯形投资组合。你决定你的投资 10 年到期，每年投资 10000 美元，从 1996 年开始投资，到期为 2005 年。你也决定投资国库券，所有投资到期月为 8 月。你的投资组合结构如下：

到期年	价值	年收益
1996	10025	625.00
1997	10088	650.00
1998	9950	587.50
1999	10175	687.50
2000	9950	625.00
2001	10613	787.50
2002	9925	637.50
2003	9513	575.00
2004	10363	725.00
2005	9863	650.00
总计	100465	6550.00

正如上面所提到的，所有的投资到期月都为 8 月，所有的投资面值都为 10000 美元，所有的价值都基于 1996 年 5 月初的市场价值。

在 1996 年 8 月，你投资的第一批证券将到期。你将用这笔到期的钱购买 10 年期面值为 10000 美元，到期日为 2006 年的中长期债券。也可能你会在拍卖市场上购买国库券，在拍卖市场上，你或许能很容易地购买到国库券。如果买不到这种证券，你或许会购买到期日接近 2006 年 8 月的其他证券。

现在让我们看一看自 1996 年第一次购买之后，你已经做了些什么。你仍然拥有 10 年期的投资组合，只是投资组合的到期日为 1997 年 8 月~2006 年 8 月。你没有在很大程度上改变投资组合结构。你保持着梯形投资组合结构，并且以较低的交易成本购买了一些新的证券以替代到期的证券。你仍然拥有国库券，因此，你没有降低你的投资组合质量。你的投资组合结构仍然同到期之前和购买新证券前相同。只要你不断地用每年到期的证券购买 10 年期的国库券，你的投资组合结构就会与你原先选择的投资组合结构相同。

让我们来看一看假如市场发生了急剧的变化,价格上升或者下降,对投资组合的价值和收益会产生什么影响。首先,假设在 1996 年 5 月至 8 月期间债券收益率下降,票据的收益率仅为 4.5%。收益率的下降幅度是巨大的,将近 200 个百分点,这意味着在短期内债券市场将大幅上扬。这种情况对投资组合收益会造成什么样的影响?你购买的票据的年收益为 450 美元,这些票据替代原有证券的收益却为 625 美元。你的年收益会因此而降低 175 美元。与前期的投资组合总的年收益 6550 美元或者市场发生变化后的年收益 6375 美元相比,年收益的减少量是非常小的。

你的多样化投资的到期,有助于你避免因利息率下降而导致的收入减少的损失。如果利息率继续降低,你可以将已到期的投资再做新的投资,这样,你损失也不会太大。近几年里,通过这种方法,你的投资都相应地得到了保护。同时要指出的是:这样一来,随着货币利率的下降,你的投资组合的价值会增大。

90 年代早期,随着利息率降低,许多退休人员发现,他们的固定收益投资的收益在急剧下降。主要原因在于他们主要投资于货币市场基金。货币市场基金对于短期利率的变动非常敏感,因而,随着利率的降低,其投资收益就会急剧下降。仅仅持有这些基金的人们,不仅投资收益遭受损失,有时甚至会严重影响日常开支。这主要是由于他们没有进行多样化投资,如果他们进行了多样化投资,即使投资收益会下降,但问题也不会如此严重。

现在,我们假定债券市场利率下跌,而 10 年期的国库券利率不但没有降低反而上升了 200 个百分点。对于债券市场来说,下跌幅度是很大的,尤其是在如此短的时间内。在这种情况下,你的投资组合要如何相应地做出调整呢?

期限最长的债券的市场价值将下降 15%,债券的投资收益也将以这一幅度下降。5 年期债券市场价值将下降 8%。短期债券的市场价值下降幅度不大,它可作为应急资金的来源。你的多样化投资会使你免于遭受因债券市场利率下跌而遭受损失。你于 1996 年投资的 10 年期债券的年收益为 850 美元,这样,你的投资年收益将每年增加 225 美元,你的投资总收益将达 6775 美元。

需要指出的是,采用梯形投资组合,你将到期的投资本利再投资于 10 年期的证券。从收益曲线上看,在整个投资期内,采用梯形投资组合方法所获得的收益率最高。梯形投资结构的使用结果证明:采用梯形投资结构进行投资,所获得的长期回报率最高,这就会促使你在最初投资时选择梯形投资结构方法。

归纳起来说,采用梯形结构的资产管理你取得了哪些收获呢?在整个投资期内,你用到期的债券进行多样化投资,可使你避免因市场波动而遭受损失,不论是市场价格上扬还是下跌。你的投资组合的市场价值在市场波动中将基本保持不变,在短期内,你的收益率也不会大幅度改变。这种投资组合方法每年只进行一次投资(8 月),你可在拍卖市场上买到这些证券。在整个梯形投资期中,你所购买的证券或许是你所购买的证券中收益率是最高的。实行多样化投资将使你的管理成本相对较低,也使交易成本相对较低,尤其是到期债券可为你提供现金却不用支付任何交易成本。

### 一、你所做出的建立梯形投资组合的决策

当你第一次进行梯形投资时,你要做出以下两个决定:即梯形投资的投资期及投资哪些证

券。

对于证券的选择,你已决定投资国库券。假如你只投资国库券,将来进行多样化投资时就不用再选择发行商,因为国库券是没有信用风险的。假如你购买了其他证券,如公司债券或市政债券,你就必须考虑发行人及其他因素。关于这一点,我们在后面的章节中讲述。

你也可以选择 10 年期的梯形投资组合,也可以选择其他期限的投资组合。例如,你选择了 20 年期的投资组合,每两年有 10000 美元的证券到期,你用最早到期的证券又购买了一种新的 20 年期的证券。你也许选择了 5 年期的投资组合,你用每年到期的证券购买新的 5 年期证券。只要能购买到国库券作为投资组合,你可以选择任何期限的投资组合。

投资期限的长短的选择取决于你愿意承担的市场风险的大小。投资期限越长,你所承担的风险越大,因为长期债券的价格波动大于短期债券,因而其收益波动也大于短期债券。

## 二、如何衡量市场风险

当你以梯形投资期限的长短来决定你所愿意承担的市场风险的大小时,你是以投资期的长短来衡量市场风险的,换句话说,投资期的长短是衡量市场风险的重要依据。几乎所有的机构投资者投资组合管理者都以期限的长短衡量市场风险,我们将此称之为“债券易变性的衡量”。

较著名的时间衡量法是投资期平均衡量法。可采用以下计算方法:

1. 对于每一个到期的债券,根据到期的证券量相应地增加时间量。
2. 在 1 中增加证券的量。
3. 除以证券的到期总量。

例如,假定你的投资总量为 3000 美元,第 2 年,第 3 年,第 4 年中每年的到期量为 1000 美元,投资的平均期限为多少呢?

我们可这样计算:

$$\begin{aligned} & (1000 \text{ 美元} \times 2 \text{ 年}) - (1000 \text{ 美元} \times 3 \text{ 年}) + (1000 \text{ 美元} \times 4 \text{ 年}) \\ &= 2000 \text{ 美元} + 3000 \text{ 美元} - 4000 \text{ 美元} \\ &= 9000 \text{ 美元} \end{aligned}$$

$$\text{投资的平均期限} = 9000 \text{ 美元} / 3000 \text{ 美元}$$

所以,这样一来,投资的平均期限就为 3 年。

对于 10 年期的投资组合,如果用到期的证券在购买新的 10 年期证券投资的平均期限就是 5 1/2 年。

对于较复杂的投资组合,管理者们通常对平均期限概念作出修改,我们称之为修改后的期限。修改后的期限包括到期证券的利息收入,其他证券的现值收入。然而对于大多数较为保守的投资者来说,平均期限的计算比较简单,也易于理解,并且,这种计算风险的方法适合于这类投资者。

## 第八节 扇形投资结构和弹形投资结构是如何运作的

在承担相同风险的情况下,有没有比梯形投资组合结构更好的投资组合结构呢?弹形投资组合结构和扇形投资组合结构就是两种较好的方法。

弹形投资组合是在平均投资期内只购买一种证券,并管理这一证券。这样,投资者会在1996年8月购买面值100000美元、5.5年期的证券,所购买的证券将在2002年2月到期。随着时间的推移,投资者将卖出到期的旧证券而买入5.5年期的其他证券。

可以看出,这种投资方法所需要的交易量大,对投资组合管理的要求较严格。然而,与梯形投资组合相比,这种投资组合为频繁的交易提供了可能性。从收益曲线的形状看,投资收益比较高。总的来说,梯形投资组合仍然是较常采用的方法。

弹形投资组合的另一种管理方法是只选择投资期,比如选择风险较小的5年期的投资组合。证券持有3年后,卖出这些证券,买入5年期的其它证券。从受益曲线上看,将会增加两年期的投资收益,也会增加下一个两年期的投资收益。采用这种投资方法可获得较好的回报。

第二种方法是购买两年期的证券,投资的平均期限也为两年。这样投资组合由一年期和两年期的证券组成。从收益曲线的形状看,这种投资组合可增加投资回报。当然,这种投资组合也要求较为严格的投资管理。

## 第九节 投资证券的多样化选择

到目前为止,我们所分析的投资组合只由国库券组成。我们也只分析了在这种情况下投资期限选择的多样化。

对于仅由国库券组成的投资组合来说,我们无需对发行商做多样化选择,因为国库券没有信用风险,而对于由其他证券组成的投资组合,如公司债券或市政债券,则需要对发行商做出多样化选择。这里我们通过一些实例试图说明:为什么我们的上述考虑是重要的。

加利福尼亚的橙县(Orange County)发行的债券过去被摩迪公司评定为Aa级。这一级别是债券所能获得的次高级评级。除了提前购回债券外,几乎没有那种市政债券能够达到Aa级,因此,橙县的债券是国内信用评级最高的债券之一。橙县所在地的居民生活得都很好,这个县是世界上最富裕的县之一。如果你打算购买市政债券,你很自然地会想到购买橙县债券。

然而,1994年橙县却陷入了财务困境,并于1995年被迫宣布延期偿付债券本息,公司几乎濒临破产。为什么会出现这种情况呢?橙县在金融期货上损失了近16亿美元。造成这种情况的原因主要在于该地区的政府及政府实体。其他政府机构则发表声明谴责橙县不归还原欠它们的债务。橙县拒绝用增加税收的办法归还这一债务,最后以向债券持有人发行新债的办法归还旧债。县政府开始减少政府开支,甚至决定出售部分政府财产,包括机场。在这以前,很难找到一种比橙县债券信用评级更好的债券,然而现在该公司却陷入了严重的财务困境。



这一经典例子说明:在任何一个由债券组成的投资组合中,债券的多样化选择是极其重要的。

公司债券的情况与市政债券大致相同。例如,RJR Nabisco(经营较好的国内饼干公司)的债券在过去一直是较好的投资工具,该债券的销售价格也较低。1998年年末,该债券成了被杠杆收购的目标,债券的收益率很快就提高了,与该债券过去的收益率及可比的国库券的收益率相比,收益率上升了100个百分点~350个百分点。对于该债券的持有者来说,过去他们持有的是信用评级很高的债券,突然之间,他们持有的却是信用评级很低的债券。这也说明投资债券多样化选择的重要性。

我们将公司债券和市政债券的这种情况称之为“突发事件风险”。“突发事件”的经常发生,促使我们在进行市政债券和公司债券的投资时必须对投资债券做出多样化选择。

在一个投资组合中应该选择多少种债券呢?对此有许多不同的观点。个人投资者对此有自己的观点。如果你有20种债券可供选择,假如其中之一已售完,那么,在你的投资组合中,你只失去了5%的选择余地。个人投资者将考虑,如此多的选择是否已很充分。

在20种债券中做出多样化选择(有关这些债券之间的差别我们将在以后的章节中讨论)对于大多数保守型投资者来说,已满足了他们的需要。对如此多个品种的债券进行投资,需要有充足的投资资本。共同基金和单位投资信托可为相对较小的投资提供多样化投资选择。

## 第十节 投资多样化应考虑的其他因素

投资多样化应考虑的因素包括:债券发行人从事的业务类型(对于公司债券),收益来源(对于市政债券),债券发行人的地理位置。

假定你对20个不同发行人发行的20种不同的债券(市政债券或公司债券)进行投资,并且这些公司都从事电力供应(或公共电力)业务,你就很难真正做出多样化投资选择;如果发生了对电力供应不利的事件,你就会遭受巨大的损失;假如你投资于公司债券,你可以根据公司的行业类型做出多样化投资选择;如果你投资于市政收益债券,你可以根据收益的类型做出选择。对于市政一般债券的投资,可根据发行人的地理位置做出投资选择。对于市政收益债券的投资可根据发行人的地理位置做出选择,而对于公司债券的投资,则可根据发行人所从事业务的地理位置做出选择。

## 第十一节 对债券共同基金和单位 投资信托的多样化投资及管理

多样化投资可通过投资于共同基金和单位投资信托(UIT)来完成(关于这些方面的研究已超出了这本书的研究范围,许多新出版的书专门进行这方面的研究,《美国资本市场运作译丛》系列包括这一方面的研究),你可通过一些方法进行多样化投资。

每一种共同基金或单位投资信托(UIT)都有自己的投资目标,关于这一点会在共同基金的说明书和报告书中加以说明。这些目标包括:债券的类型、期限和投资目标。这些目标投资者所进行的固定收益投资的目标相同。

基金也为投资人提供了投资组合管理,这一管理是指基金的自身管理。单位投资信托不涉及管理,因为它自身不从事债券交易,只是卖出债券而不买入债券。单位投资信托的经营范围是固定的和有限的,有关这一点在最初的说明书中已提到。

大部分基金和单位投资信托可根据对发行人的选择进行多样化投资。根据对到期期限的选择进行多样化投资难度相对较大,但可通过对基金的选择解决这一问题,因为不同的基金具有不同的期限。

## 第十二节 债券互换交易及为什么 投资者要进行债券互换交易

债券的互换交易是指在卖出一种债券的同时买入另一种债券的经营活动。买入和卖出是两个独立的交易,但买入和卖出的交易量及交易金额大体相同。

进行互换交易的原因主要有四点,并不是每种原因都适应于投资组合管理的需要。这些原因一部分适应于投资人个人情况发生变化的需要,一部分适应市场变化的需要。

进行互换交易的 4 个原因是:

1. 市场变化
2. 投资者的个人情况变化
3. 债券的特征变化
4. 投资组合的提高

在进行互换交易时,一定要牢记:互换交易贯穿于整个投资组合管理的始终。千万不要为了进行互换交易而进行互换交易,或者为了与投资组合管理无关的目的而进行互换交易。你的互换交易要围绕你的投资组合管理目标和计划而进行,而不能围绕其他目标和计划而进行。

例如,在早些时候我们给出的梯形投资组合的例子中,当债券到期时,你以新的 10 年期债券取代旧债券,也就是说,你每年进行一次互换交易。在投资组合中,这是唯一的一个互换交易计划。在那个计划框架中,许多其他的因素也被考虑进去。例如,你不会以 5 年期到期的债券去买入 20 年期的债券,因为这样做将超出你的投资组合期限结构计划。

债券价格的大幅度变动,价格自身的变动,不是进行互换交易的原因。如果你已决定在你投资组合中债券投资占用一定的比例,即使市场发生了变化,只要你不打算改变你的资产配置计划,你就不必进行互换交易。

### 一、市场变化时的税金互换交易

如果市场状况每况愈下,你就应该考虑所谓的税金互换交易。税金互换交易是指以低于卖价的价格买入相似的债券,这些债券仍然满足国内收益服务准则的要求,买入这些债券的目

的是为了以税收收益来弥补低价卖出的损失。依据税收的可推测性,假如你卖出了债券同时又买入了相似的债券,那么,你的交易活动仍然没有超出你最初的投资组合计划的范围。当你决定进行税金互换交易时,你一定要提前同你的税务顾问商量。

## 二、投资者个人情况的变化

个人情况的变化可能会成为你进行互换交易的原因之一,但是首先你要重新检查你的投资组合管理方案。例如,个人情况发生变化可能包括:退休、迁居他处尤其是迁往其他州、财务状况突然发生了变化,比如,得到了一大笔红利或一笔遗产,或者其他个人情况的较大的变化,比如,离婚或家人的死亡。退休会带来资产分配的变化,并导致可能的债券投资组合的变化,进而导致可能的互换交易。假如在投资者的投资组合中有市政债券,而投资人从一个州迁往另一个州居住为了避免在新的州缴纳州所得税,投资者就会以原来居住的众多市政债券“互换”现在居住的市政债券。

## 三、债券特征的变化

债券特征的变化可能引致互换交易。在梯形投资组合中,由于债券的到期,债券的特征每年都会发生变化。我们假定投资者有一个6年~15年的投资组合。每年投资者都卖出期限为5年的短期债券然后买入新的期限为15年的债券,新买入的债券是投资组合中期限最长的。这时互换交易的目的是为了保持原有投资组合的特征。其他的特征变化包括:债券的提前收回及债券信用评级的较大的变化。提前收回的债券必须在收回日以收回价格支付本金,这一变化不在投资者的投资组合计划之中。这样,这一债券很可能要进行互换交易。

## 四、投资组合提高的互换交易

投资组合的提高可能导致互换交易,但是,这些交易要求投资者必须始终注意捕捉市场机会。大多数保守型的投资者可能没有时间或兴趣那样做,对于个人投资者来说,进行互换交易所要支付的费用可能会使他们丧失已有的优势。有时,投资者们有机会以一种债券“互换”另一种债券,这时的互换交易仍没有超出最初的投资组合计划,而且投资收益可得以提高(我们称之为收益选择的互换交易),或者也使投资组合质量得以提高。有时以提高投资收益为目的的互换交易要求扩展债券的期限。如果新的债券的期限符合投资组合计划,那么互换交易就是可行的。事实上,我们通过互换交易买入的新债券的期限会超出梯形投资组合的期限,而且,如果需要债券展期,那么新买入的债券的期限就会超出投资组合的期限结构计划。

任何种类的互换交易都会引致有关联邦所得税及州所得税问题,因此,在进行互换交易之前,首先要同你的税务顾问商量。但是,最重要的是,你首先要确定:互换交易没有超出你的投资组合计划。

### 第十三节 近三个月梯形投资组合的情况

这一节中关于梯形投资组合的研究写于 1996 年 5 月上旬。对 1996 年 9 月交易情况的回顾,为作者提供了一个了解 1996 年 8 月交易情况的机会,一些债券在 8 月到期,这些到期债券的本息又将进行新的投资。在前 3 个月里,时常已开始低迷,这使得投资组合的市值也有一定程度的降低。8 月拍卖市场上没有通常可买到的 10 年期国库券,这样,投资者在拍卖市场上就买不到新的债券。但可购买到 2006 年 6 月到期,付息率为 7%,包括佣金在内价格为 100 1/2 到期,收益率为 6.94% 的中长期债券。投资者们可能会以与此相同的价格在拍卖市场上买入新发行的债券。这就显示出投资国库券的优势之一:在未来 30 年里,国库券是一种几乎可以满足你任何投资组合期限的债券。但是,这样一来,你得额外支付 50 美元,外加 60 美元的应计利息;也就是说,在 8 月上旬,你必须从你的利息收入中支出 3200 美元。

假如投资者买入了这些债券,投资组合情况将会是:

到期年	金额	年收益
1997	10050	650.00
1998	9925	587.50
1999	10100	687.50
2000	9836	625.00
2001	10475	787.50
2002	9825	637.50
2003	9400	575.00
2004	10213	725.00
2005	9713	650.00
2006	10038	700.00
总计	99602	6625.00

正如前面曾提到的,除了 2006 年 6 月外,所有的债券都在 8 月到期,所有的票面价值都是 10000 美元。债券的市值是以 1996 年 8 月的市场价格计算得来的。

2005 年到期的债券的价值下降了 1.5 个百分点,或者说,减少了 150 美元。但是,债券的总市值减少了 863 美元,或者说,降低幅度仅为长期债券降幅的一半。梯形投资组合使你免遭市场低迷的损失。同时,因为新债券的付息率比到期债券的付息率高,年投资收益增加了 75 美元。当然,这种情况不会每年都发生,尤其是当高付息债券到期的时候。但是,梯形投资组合使你免遭市场低迷的损失,并在一定程度上带来了较高的收益。你的投资组合的平均期限仍然相同,你仍然持有短期证券作为应急资金的来源。

## 第十篇

# 附录

## 第十篇

## 附录一 国债市场大事记

- 1981年1月28日 国务院发布《中华人民共和国国库券条例》(国发〔1981〕15号)
- 1981年7月 财政部改革开放以来首次发行国库券48.6亿,揭开了中国证券市场新发展的序幕。
- 1982年1月8日 国务院常务会议通过《中华人民共和国1982年国库券条例》(国发〔1982〕14号)并于82年1月18日公告
- 1982年9月21日 国务院常务会议通过《中华人民共和国1983年国库券条例》(国发〔1982〕123号),并于1982年9月27日公告
- 1982年12月24日 财政部发布了关于禁止买卖、流通和携带、邮寄国库券出境的通知。
- 1983年5月10日 财政部、中国人民银行发布了关于个人用国库券抵缴赃款、罚款、补税和抵还职工借欠公款的规定。
- 1983年9月23日 国务院发布了《中华人民共和国1984年国库券条例》(国发〔1983〕150号)。
- 1984年11月27日 国务院发布了《中华人民共和国1985年国库券条例》(国发〔1984〕68号)。
- 1985年1月2日 银行对个人购买的1985年国库券开办贴现业务。
- 1985年11月22日 国务院发布了《中华人民共和国1986年国库券条例》(国发〔1985〕132号)。
- 1986年1月3日 中国人民银行、财政部、中国工商银行、中国农业银行关于国库券残破污损的兑付处理方法。
- 1987年6月29日 财政部、中国人民银行《关于坚决制止用非法倒买的国库券抵还、抵押贷款》的通知。
- 1987年7月17日 财政部、国家工商行政管理局发布了《关于对倒卖国库券的单位和个人进行惩处的规定》。
- 1987年9月 国务院发布了《中华人民共和国1987年国库券条例》。
- 1988年3月28日 中国人民银行、财政部关于转发《关于开放国库券转让市场试点实施方案的请示报告》及国务院批示的通知。
- 1988年3月 国务院发布了《中华人民共和国1988年国库券条例》。
- 1988年4月21日 上海、沈阳、哈尔滨、武汉、重庆、广州、深圳等城市率先开放国库券市场。

- p>1988年9月3日 中国人民银行发布了《关于开办人民币长期保值储蓄存款的公告》。
p>1989年3月2日 国务院发布了《关于中华人民共和国1989年国库券条例》(国务院30号令)。
p>1989年6月1日 国务院发布了关于1989年保值公债的通知。
p>1990年 国务院发布了《中华人民共和国1990年国库券条例》及《中华人民共和国1990年特种国债条例》。
p>1990年12月 中国人民银行、财政部允许所有未到期的对个人发行的国库券上市转让,我国国债转让市场(二级市场)正式形成。
p>1991年4月20日 我国首次采用承销包销方式发行国债。
p>1991年7月19日 1991年国债第一笔非实物券分销在STAQ系统国债转账结算中心完成交割结算,开始了我国国债发行的无纸化进程。
p>1991年8月1日 中国国债协会在北京成立。
p>1992年3月14日 我国首次竞标承销国库券的结果揭晓。
p>1993年7月10日 财政部发布了关于调整国库券发行条件的公告。
p>1993年10月 上海证券交易所率先开通国债期货业务,成为第一家开通国债期货交易的交易所。
p>1993年12月25日 北京商品交易所推出国债期货交易。
p>1994年1月31日 35家金融机构与财政部签定了94年首批50亿元半年期和100亿元一年期国库券的承销协议,采用包销和无纸化的发行方式,十几家银行直接参加承销,在我国国债发行史上尚属首次。
p>1994年1月 财政部、中国人民银行及证监会联合制定了国债一级自营商管理及资格审查与确认办法。
p>1994年6月 武汉证券交易中心推出了18个品种的国债期货交易。
p>1994年8月9日 深圳证券交易所、深圳证券登记公司联合发布了《深圳证券交易所国债期货业务暂行办法》。
p>1994年9月12日 深圳证券交易所开办了国债期货业务。
p>1994年10月 广东联合交易所开办了国债期货业务。
p>1994年10月12日 深圳证券交易所开办场内国债回购交易。
p>1994年10月 财政部、中国人民银行、证监会商定国债期货管理框架。财政部国债司内债二处成立,专门负责对国债二级市场的监管与开发。
p>1995年2月9日 根据财政部安排,上交所开始1994年一年期无纸国债兑付,该券种到期本息和111.98元。
p>1995年2月13日 深交所决定增加93年期国库券1996年2月份交收的期货新品种F933602,代码6316。
p>1995年2月22日 中华人民共和国财政部就发行1995年三年期凭证式国库券和1995年三年期无记名国库券发布了第一号和第二号公告。
p>1995年2月23日 沪市国债期货市场出现特大异常波动,F92306(327)品种在临收市前,被空方以千万口发盘,涉逾十亿金额,由151.50打压至147.50元收市。尾市打压被上交所定为蓄意违规,该品种自当日下午十六



- 时二十二分三秒以后的所有成交无效,不纳入计算当日结算价、成交量和持仓数量范围以内。
- 1995年2月24日 上交所发出了《关于加强国债期货交易监管工作的紧急通知》。
- 1995年2月24日 财政部发布95年第3号公告对95年到期国债还本付息作出规定。
- 1995年2月24日 深交所决定自2月24日,深圳国债期货市场实行涨跌停板制,涨跌幅度均为1.00元。
- 1995年2月26日 中国证监会和财政部联合颁布了《国债期货交易管理暂行办法》。
- 1995年2月26日 深交所发出《加强国债期货交易风险管理》的通知。
- 1995年2月27日 上交所慎重研究并征询中国证监会有关部门意见后,决定自2月27日暂停所有国债期货品种的自由竞价交易,改为在场内协议平仓交易。
- 1995年2月底 经财政部、人行总行和中国证监会审查确认的50名国债一级自营商资格证书颁发仪式及1995年三年期无记名国库券承购包销仪式在京举行。
- 1995年3月7日 上交所发布关于95年无记名国债场内分销有关事宜的通知。  
上交所决定除“327”品种外,全部恢复自由竞价。价格涨停幅度为±0.5元。
- 1995年3月9日 深交所就95年上市国债充抵国债期货交易保证金发出通知。
- 1995年3月13日 上交所决定自即日起开办“综合债券回购”新品种。上交所决定自3月13日起将国债期货价格的涨跌停幅度从±1.00元调整为±1.50元
- 1995年3月14日 财政部通过NETS系统按面值发行1995年三年期无记名国库券2亿元,发行期为3月14日至3月20日。
- 1995年3月16日 深交所发布调高国债期货交易保证金的通知,决定自3月20日起将国债期货交易保证金由每口合约金额的5%提高到10%。
- 1995年3月18日 上交所95年三年期无记名国债场内分销如期完成,参与承销商十九家,分销总量逾三十三亿元。
- 1995年3月20日 上交所决定将国债期货价格的涨(跌)停幅度由原来的±1.50元调整为±1.00元。
- 1995年3月21日 1995年三年期无记名国库券在上交所挂牌上市,该券上市后,可用于上交所国债回购和期货合约的混合交收。
- 1995年3月22日 1995年三年期无记名国债在深交所挂牌上市。
- 1995年3月27日 深交所国债期货交易涨跌停板幅度由原来不超过上一交易日结算价±1.50元,调整为±1.00元。  
深圳证券登记公司公布《国债券代保管凭证托管办法》。
- 1995年4月3日 中国证监会发出紧急通知,要求严格执行期货交易保证金规定,保证金不得低于交易额之百分之十,违规场所按规定严处。
- 1995年5月17日 中国证监会发出紧急通知,暂停国债期货交易试点。
- 1995年5月18日 深交所决定暂停所有国债期货竞价交易,上交所决定暂停所有国债

- 期货竞价交易。
- 1995年6月15日 人总行有关负责人就1995年国家债券还本付息问题答记者问。
- 1995年6月20日 上海证券交易所国债回购总金额达8.24亿元,首超股票交易量。
- 1995年7月1日 1995年国债兑付工作开始,预计将办理的到期国债本息款约700多亿元,是历史上国债兑付的高峰年。
- 1995年7月17日 中国人民银行上海市分行发出通知,重申禁止向个人开办国债回购交易。
- 1995年7月24日 武汉多家券商因从事国债卖空惨遭损失的事件被曝光。
- 1995年7月27日 中国人民银行公布了对金融机构证券回购的专项稽核结果,发现当前金融机构证券回购违规问题较为突出,并表示将依据有关法规作出处理。
- 1995年7月28日 上海证券交易所发出通知,自7月31日起,停止182天国债及企业债券回购品种交易。
- 1995年8月16日 1995年一年期记账式国库券开始发行。计划发行100亿,年利率11.98%,发行期限为8月16日至9月16日。
- 1995年11月22日 1995年第二期凭证式国库券60亿元并始发售。其中35亿元由中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国人民建设银行和交通银行承购后,面向部分省市发行。
- 1995年12月1日 中华人民共和国财政部国债司司长高坚在一高级研讨会上指出,中国的国债市场应向发行方式市场化、期限品种多样化、市场管理现代化、政策法规完善化方向发展,并提出了建立全国统一国债市场,争取早日恢复国债期货交易,建立国债投资基金等具体目标。

## 附录二 国债期货交易管理暂行办法

中国证券监督管理委员会 中华人民共和国财政部

(一九九五年二月二十三日)

### 第一章 总则

第一条 为加强国债期货市场的管理,规范国债期货交易行为,保护国债期货交易当事人的合法权益,制定本办法。

第二条 本办法所称国债是指财政部代表中央政府依照法定程序发行的、约定在一定期限还本付息的有价证券。

第三条 本办法所称国债期货交易是指以国债为合约标的物的期货合约买卖。

在中华人民共和国境内从事的国债期货交易和相关活动以及对其的监督管理,适用本办法。

第四条 国债期货交易及其相关活动必须遵守有关期货交易法律、行政法规,遵循公开、公平、公正和诚实信用的原则。

第五条 中国证券监督管理委员会(简称“中国证监会”,下同)是国债期货交易的主管机构。中国证监会会同财政部依照法律、行政法规对全国国债期货市场实施监督管理。

### 第二章 国债期货交易场所和国债 期货经纪机构的资格条件

第六条 本办法所称国债期货交易场所是指中国证监会会同财政部批准进行国债期货交易的交易场所。

未经中国证监会会同财政部批准,任何交易场所不得开展国债期货交易。

第七条 申请上市国债期货的交易场所必须向中国证监会和财政部提交下列文件:

- (一)申请报告;
- (二)交易场所章程;
- (三)国债期货交易管理规则及其实施细则;

- (四)拟参加国债期货交易的会员名单；
- (五)拟聘任国债期货交易管理人员的名单及简历；
- (六)中国证监会和财政部要求的其他文件。

第八条 前条第(三)所述国债期货交易管理规则应当载明下列事项：

- (一)有关国债期货合约的说明；
- (二)交易地点和时间；
- (三)交易的中止；
- (四)交易程序和交易方式；
- (五)结算和交割方法；
- (六)保证金的交纳和管理方法；
- (七)交易手续费的收取比率；
- (八)会员收支账户的审计办法；
- (九)对可进行国债期货交易的会员资格的规定；
- (十)出市代表管理规定；
- (十一)交易中的禁止行为；
- (十二)违约处理及罚则；
- (十三)其他需要说明的事项。

第九条 国债期货交易场所制定和修改国债期货交易管理规则必须报中国证监会会同财政部审核批准。

第十条 国债期货交易场所设计国债期货合约必须经中国证监会会同财政部批准后方可上市交易。

第十一条 国债期货交易场所不得设立分支交易场所。

未经中国证监会会同财政部批准，国债期货交易场所不得通过与未经批准进行国债期货交易的交易所或者交易中心联网直接接受其会员的交易指令和直接与其会员进行资金清算。

第十二条 国债期货经纪机构是指经中国证监会批准的、主要接受客户委托进行国债期货交易并提供相关服务的期货经纪公司和有证券经营权的金融机构。

未经中国证监会批准，任何机构不得从事国债期货经纪业务。

第十三条 国债期货经纪机构必须同时具备下列条件：

- (一)有中国证监会核发的《国内期货经纪业务许可证》或者有中国人民银行核发的授予证券经营权的《经营金融业务许可证》；
- (二)注册资本金在人民币 1000 万元以上；
- (三)有国债期货交易场所的会员资格；
- (四)有三名以上取得中国证监会授权机构颁发的《期货经营机构从业人员资格证书》的从业人员；
- (五)无违法和重大违章经营记录，信誉良好；
- (六)中国证监会要求的其他条件。

### 第三章 国债期货交易、 结算及交割业务管理

第十四条 国债期货交易必须在国债期货交易场所内通过集中竞价的方式进行。

第十五条 国债期货交易场所应当建立国债期货交易的涨跌停板制度,确定国债期货的每日价格最大波动幅度,设定客户投机头寸的最大持仓限量和交割月份持仓量限额,并报中国证监会核准。

客户因保值需求持仓量超过国债期货交易场所规定的持仓限额时,必须向该交易场所提出报告,得到该交易场所的许可。否则,该交易场所所有权根据事先制定的规则对会员的超额持仓进行强制平仓,由此造成的损失由会员承担。

第十六条 国债期货交易场所所有权了解其会员代理交易的客户的账户情况。同一客户在同一交易所的不同会员处分别设立账户者,其总持仓量以各账户持仓量总和为准。

第十七条 国债期货交易场所应当向会员公布即时行情,并制作国债期货日交易行情表,向社会公布国债期货的成交量、持仓量、最高和最低价、开盘和收盘价、结算价等交易信息。

第十八条 国债期货交易场所因不可预料的偶发事件导致停市、或者为维护国债期货交易的正常秩序采取技术性停市措施,必须立即向中国证监会和财政部报告。

第十九条 国债期货交易实行保证金制度,对有经营国债期货业务资格的会员设立国债期货交易保证金专项账户。从事国债期货交易会员必须按照规定交纳保证金。

前款所称保证金包括会员为开户进行交易必须支付的基础保证金、按每笔交易金额的一定比例必须支付的初始保证金和为维持国债期货交易场所规定的一定的保证金水平所必须支付的追加保证金。

第二十条 国债期货交易的场所向会员收取的交易保证金不得低于交易金额的10%。进入交割月后,应将保证金比率提高到20%以上。在最后交易日前的第三营业日,空方应交纳价值不低于其空头净持仓额85%的国债券,多方应交纳不低于其多头净持仓额85%的现金。

中国证监会有权根据市场情况对前款所列保证金比率作出调整。

第二十一条 国债期货交易场所的结算机构应对会员的国债期货交易实行每日结算制度,并承担交易履约的责任和风险,保证期货合约的履行。当日成交合约的结算和资金划转必须在下一个交易日开市前完成,并将结算情况通知会员。

会员保证金不足时,国债期货交易场所应当要求其及时补足保证金,否则有权将其所持合约强行平仓,由此造成的损失由会员负责。

第二十二条 国债期货交易场所不得以任何方式允许会员透支进行期货交易。

第二十三条 国债期货合约的每日结算价应为当日全天交易加权平均价。

第二十四条 国债期货交易场所应当收取相当于交易手续费20%以上的金额建立风险基金。风险基金由国债期货交易场所统一管理,专款专用。

第二十五条 国债期货的交割为国债券所有权的转移,交割的具体程序由交易场所的结

算机构制定。

第二十六条 国债期货的交割可实行有纸国债交割和无纸国债转账交割两种交割方式,不得实行现金交割。

实行有纸国债交割的,可以交割国债实物和财政部确认的托管机构开具的国债代保管凭证。实行无纸国债转账交割的,国债期货交易场所的结算机构必须向财政部授权的记账系统确认交易当事者确实存有相应数量的无纸国债,并通知财政部授权的记账系统进行无纸国债的转账,券款的具体划转程序和时限由国债期货交易所规定。

第二十七条 国债期货交易所对进行有纸国债交割的国债实物必须设专门库房保管,对无纸国债的交割必须通过财政部指定的国债记账系统进行。

第二十八条 国债期货交易所应当建立符合期货监督管理和实际监控要求的信息系统,并根据中国证监会和财政部的要求向其提供国债期货市场信息。

第二十九条 中国证监会有权随时派员检查国债期货交易所及其会员单位的有关国债期货交易的业务、财务状况、各种交易所记录、文件以及会计账簿等有关资料。

第三十条 国债期货交易所应当在每一财政年度终了后三个月内,将经会计事务所或者审计事务所审计的资产负债表和损益表报送中国证监会和财政部备案。

## 第四章 国债期货经纪业务管理

第三十一条 国债期货经纪机构从事国债期货经纪业务应当履行下列职责:

- (一)建立和保管账簿、交易记录和其他业务记录;
- (二)将自营业务与经纪业务严格分开;
- (三)未经客户允许不得擅自挪用、出借客户保证金;
- (四)及时客观地向客户披露信息,为客户保守商业秘密;
- (五)在营业场所向客户提供风险说明书;
- (六)如实记录、及时执行客户指令并通过成交结果;
- (七)中国证监会规定的其他职责。

第三十二条 国债期货经纪机构应当为客户开设“国债期货交易专项账户”。国债期货经纪机构在接受客户办理开户手续时,应当提供国债期货风险说明书,在国债期货经纪机构从业人员对国债期货的风险和交易程序进行充分解说后,交客户签字并注明签字日期。国债期货风险说明书的格式由国债期货经纪机构制定,报中国证监会备案。

国债期货经纪机构应当就其营业范围内的国债期货交易场所的交易规则规定的有关事项准备说明书,供顾客参考。

第三十三条 国债期货经纪机构接受客户委托从事期货交易前,应当先与客户签订交易委托书,并对其填写的事项进行详细核对,检查是否有错误或遗漏,在签定交易委托书以前,不得接受客户委托。

第三十四条 交易委托书至少应当包括以下内容;

- (一)开户日期;

(二)委托人姓名、年龄、性别、出生地、职业、地址、电话、身份证号码(法人应当载明企业名称、法人代表、企业所在地);

(三)委托人委托国债期货经纪机构从事期货交易的方式及双方联系方式;

(四)国债期货经纪机构执行委托方式;

(五)国债期货经纪机构因故无法开展业务时的客户账户处理办法;

(六)保证金或其他款项的收付方式;

(七)保证金专户存款的利息归属;

(八)国债期货交易手续费及其他相关费用的规定事项;

(九)通过追加保证金的方式及时间;

(十)国债期货经纪机构应当提供咨询服务事项的范围;

(十一)纠纷处理方式;

(十二)解除委托契约的手续;

(十三)其他与当事人权利义务有关的必要记载事项。

第三十五条 国债期货交易的委托人是自然人的,应当由本人持身份证原件办理开户手续,并当场签字;国债期货交易委托人是法人的,被授权开户者应当出具法人登记证明文件复印件、法人授权书及被授权人身份证原件办理开户手续,开户手续完成以前,不得接受委托。

第三十六条 国债期货经纪机构不得为有下列情况之一者开设账户:

(一)不具有完全民事行为能力的;

(二)法人开户但未能提出法人授权开户证明书的;

(三)期货监管人员和国债期货从业人员;

(四)违反有关证券、期货、外汇交易等的法律、行政法规,受到主管机构处罚未满三年的;

(五)中国证监会规定的其他情况。

国债期货经纪机构对于已经开户而有上述情况之一者,应当立即停止接受其新的交易指令,但为清理原有持仓所下的指令除外。

国债期货经纪机构在上述客户结清其债权债务后,应当立即撤销其国债期货交易账户。

第三十七条 国债期货经纪机构可以通过下列方式接受客户委托:

(一)客户当面委托;

(二)书信方式委托;

(三)传真方式委托;

(四)电话方式委托。

以前款(一)、(二)、(三)项规定的方式接受委托,应当有客户签字;以前款(四)项规定的方式接受委托,应当予以录音,并事后补办书面委托手续。

第三十八条 国债期货经纪机构接受客户委托从事国债期货交易,应当根据客户的资信情况和投资经验等评估其从事国债期货交易的能力,如果判定客户的信用状况和财产没有从事国债期货交易的能力,有权拒绝其委托。

第三十九条 对于开户后连续六个月未从事国债期货交易的客户,如欲继续进行国债期货交易,必须按照本办法第三十二条和三十三条的规定的程序重新在风险说明书和交易委托书上签字。

第四十条 国债期货经纪机构接受客户委托进行国债期货交易,应当向客户收取交易保

证金。国债期货经纪机构对客户收取的交易保证金不得低于本办法第二十条规定的比例。

第四十一条 除下列情况外,国债期货经纪机构不得从客户保证金账户中提取款项:

- (一)按照客户的指示交付结余保证金;
- (二)客户应当支付的实际交易亏损;
- (三)客户应当支付给期货经营机构的手续费和其他费用;
- (四)经与客户协商达成书面协议的可提取款项。

第四十二条 国债期货经纪机构不得允许客户透支从事国债期货交易。

第四十三条 国债期货经纪机构接受客户委托进行交易时,应当由客户逐项明确授权,不得接受客户全权委托。

第四十四条 国债期货经纪机构不得出借自己的名称供他人从事国债期货经纪业务。

第四十五条 国债期货经纪机构应当对客户资金来源进行严格审查,不得允许法人客户以自然人名义或者自然人客户以法人名义开户。

第四十六条 国债期货经纪机构及其从业人员不得以任何方式向客户保证盈利或者分担交易中的损失,不得以任何方式与客户分享期货交易中的利润,因期货经营机构操作失误导致客户损失而给予赔偿的除外。

第四十七条 国债期货经纪机构受委托从事国债期货业务,应当在成交后立即将结果通知委托方,并在闭市后向委托方提供交易报告书。交易报告书应当列明下列事项:

- (一)账号及户名;
- (二)成交日期及时间;
- (三)交易所名称;
- (四)成交合约、数量及交割月份;
- (五)成交价格;
- (六)买入或卖出;
- (七)开仓或平仓;
- (八)所需保证金数额;
- (九)交易手续费;
- (十)税款;
- (十一)其他需要载明的事项。

第四十八条 国债期货经纪机构应当按月编制客户交易月报,交客户确认。客户交易月报应当至少保存五年以上。客户交易月报应当列明下列事项:

- (一)委托人的姓名(或名称)及账号;
- (二)当月所有成交的国债合约、买卖、数量、价格和交割月份;
- (三)月底未平仓国债期货合约总量;
- (四)当月保证金存款的提存情况和余额;
- (五)交易盈亏数额;
- (六)交易手续费和税款数额;
- (七)其他需要载明的事项。

第四十九条 国债期货经纪机构的所有国债期货成交情况应当有完整记录,并至少保存至合约到期日后五年,国债期货经纪机构对客户委托买卖的账目至少保存五年。



第五十条 在国债期货经纪机构任职,从事国债期货交易的开户、受托、执行交易指令、咨询、保证金收付、结算、业务稽核等的从业人员必须取得中国证监会授权机构颁发的《期货经营机构从业人员资格证书》。未取得资格证书者不得从事国债期货交易的经纪业务及其相关业务。

国债期货经纪机构应对其所聘用的从业人员的经纪行为承担全部民事法律责任。

第五十一条 国债期货经纪机构应当从人员、账目、执行交易指令的通道等方面严格将自营业务和经纪业务分开。

第五十二条 证监会有权随时派员检查国债期货经纪机构有关国债期货交易的营业、财务状况、各种交易记录、文件以及会计账簿和其他有关材料。

第五十三条 国债期货经纪机构应当按照中国证监会和财政部的规定,按时报送有关国债期货交易的业务报表,并在每个会计年度结束后的三个月内提交营业报告书和下列由会计师事务所或者审计事务所审计的财务报告:

- (一)资产负债表;
- (二)损益表;
- (三)财务状况变动表。

## 第五章 法律责任

第五十四条 对违反本办法的单位和个人,由中国证监会进行调查和处罚,必要时会同有关部门进行调查和处罚。

第五十五条 国债期货交易场所违反本办法规定,有下列行为之一的,根据不同情况,单处或并处警告、通报、没收违法所得、人民币十万元以上三百万元以下的罚款、暂停或停止其从事国债期货交易的资格。

(一)不依照本办法第八条的规定制定国债期货交易规则,或者不将制定或修改的上述文件报送中国证监会核准的;

(二)不按规定公布市场信息,或者故意公布虚假信息,对市场产生误导并造成不良后果的;

(三)不按规定提取风险基金或者擅自使用风险基金的;

(四)不按制定的有关规定管理会员的国债期货交易行为的;

(五)擅自挪用会员交纳的保证金的;

(六)不按规定保存有关交易记录的;

(七)拒绝协助中国证监会、财政部及有关部门查处国债期货交易违法行为的;

(八)泄露会员的交易秘密的;

(九)涂改、伪造交易记录、财务报表、账册或者其他有关期货结算、担保的文件、资料的;

(十)组织虚假交易或者内幕交易的;

(十一)允许会员透支进行国债期货交易的;

(十二)使用不正当手段诱导会员或者其入市代表过量下单的;

(十三)其他违反本办法的行为。

对前款所列行为负有直接责任的主管人员和其他责任人员,根据不同情况,单处或并处警告、通报、处以一万元以上十万元以下的罚款;情节严重的,责令国债期货交易所解除其职务。

**第五十六条** 国债期货经纪机构有下列行为之一的,根据不同情况,单处或者并处警告、通报、没收违法所得、处理人民币五万元以上一百万元以下罚款、责令停业整顿、暂停或取消其国债期货经纪业务资格:

(一)违反本办法第四十一条规定,擅自挪用客户保证金或套用不同账户之间的资金的;

(二)私下对冲的;

(三)与客户私下约定分享利益或者共同承担风险的;

(四)未按照规定将经纪业务与自营业务分开的;

(五)利用客户账户或者名义为自己从事交易的;

(六)故意制造、散布虚假信息的;

(七)伪造、涂改、买卖各种交易凭证和文件的;

(八)泄露客户的委托事项或者与之有关的信息的;

(九)接收客户的全权委托的;

(十)不按客户交易指令从事交易的;

(十一)制造虚假交易或者进行场外交易的;

(十二)通过合谋,集中资金优势,联合买卖,操纵国债期货交易价格,获取不正当利益或者转嫁风险的;

(十三)拒绝协助中国证监会查处期货交易的违法行为的;

(十四)允许客户透支参与国债期货交易的;

(十五)允许以自然人名义为法人开户或者以法人名义为自然人开户进行国债期货交易的;

(十六)为未办理开户手续的人从事交易的;

(十七)其他违反本办法的行为。

对前款所列行为负有直接责任的主管人员和直接责任人员,单处或者并处警告、通报、没收违法所得、人民币一万元以上十万元以下的罚款;情节严重的,责令国债期货经纪机构予以除名,并吊销其《期货经营机构从业人员资格证书》。

**第五十七条** 对未经中国证监会同财政部批准,擅自上市国债期货合约的交易场所限期停止国债期货交易,没收全部违法所得、处以十万元以上三百万元以下的罚款。

对前款所列行为负有直接责任的主管人员和其他直接责任人员,根据不同情况,单处或并处警告、通报、处以一万元以上十万元以下的罚款;情节严重的,责令上述机构解除其职务。

**第五十八条** 对未经中国证监会批准,擅自开展国债期货经纪业务的机构,限期停止国债期货经纪业务,没收全部违法所得、处以十万元以上一百万元以下的罚款。

对前款所列行为负有直接责任的主管人员和其他直接责任人员,根据不同情况,单处或并处警告、通报、处以一万元以上十万元以下的罚款;情节严重的,责令上述机构解除其职务。

**第五十九条** 国债期货交易所的会员单位及其上市代表违反国债期货交易规则,国债期货交易所可以依据章程、业务规则及会员管理办法予以处分。

第六十条 违反本办法规定,给他人造成损失的,应当依法承担民事赔偿责任。

第六十一条 违反本办法规定,构成犯罪的,移交司法部门依法追究刑事责任。

## 第六章 附则

第六十二条 本办法实施后,现行的有关国债期货交易的规定和管理办法与本办法不一致的,以本办法为准。

第六十三条 关于中华人民共和国境内的外资企业参加中国国债期货交易的管理办法,由中国证监会会同有关部门另行制定。

第六十四条 本办法由中国证监会负责解释。

第六十五条 本办法中规定的国债期货交易场所和国债期货经纪机构除接受本办法管理以外,还必须遵循国家有关期货市场、证券市场的法律、行政法规的规定。

第六十六条 本办法自下发之日实施。

## 附录三 深圳证券交易所国债期货业务 暂行办法(修订稿)

### 第一章 总 则

第一条 为发展我国国债市场,完善资本市场结构,规范国债期货交易,特制定本办法。

第二条 本办法中所称交易所和登记公司,分别指深圳证券交易所和深圳证券登记有限公司。

第三条 本办法中所称合约,指按照标准合约规格,买卖双方约定于未来某一既定的日期以既定的价格进行清算交割的国债期货合约。

第四条 本办法中所称平仓,指对买入或卖出的合约,进行交收月份和数量相同的反向交易。

第五条 本办法中所称开仓,指买入或卖出国债期货的合约而该交易并非平仓的交易行为。

第六条 本办法中所称持仓,指开仓后未平仓。

第七条 本办法中所称国债期货商,是指在交易所自营或代理国债期货交易的法人机构。

第八条 本办法中所称保证金,指投资者或国债期货商在买卖合约时,按规定交纳给国债期货商或交易所的资金。

第九条 本办法中所称每日按市计算,指每日收市后以当天期货市场价格计算持仓合约的浮动盈亏。

第十条 本办法中所称最后交易日,指某个交收月份的合约最后交易的日期。

第十一条 本办法中所称最后结算,指合约到期后,对持仓合约进行结算。

第十二条 除本办法另有规定外,国债期货的委托、交易及清算等事项,均按交易所及登记公司现行有关业务规则办理。

## 第二章 国债期货商的资格及业务管理

第十三条 交易所会员自营或代理交易所国债期货交易的,必须向交易所申请并获批准。

第十四条 国债期货商必须具备下列资格要求:

1. 能够严格履行国家及交易所关于证券及期货交易的一切规定,具有良好的经营信誉和经营业绩;
2. 资本金在 1000 万元人民币以上;
3. 设有专门的业务部门,且至少有叁人通过交易所国债期货业务的资格考核;
4. 有完善的组织结构、健全的财务管理制度;
5. 无违法和重大违章经营记录,信誉良好;
6. 交易所规定的其他条件。

第十五条 国债一级自营商具有优先获得交易所国债期货商资格的权利。

第十六条 国债期货商可通过现有席位开展国债期货交易,也可向交易所申请使用债券特别席位开展交易。

第十七条 债券特别席位仅用于债券现货(不含可转换债券)及期货交易,不得用于股票及其衍生证券的交易。

第十八条 国债期货商须就每个债券特别席位(有形或无形席位)向交易所一次性缴纳席位费 20 万元人民币,并每年交管理费 1 万元。

第十九条 债券特别席位经交易所同意后可以转让。

第二十条 国债期货商必须将国债期货自营业务与代理业务严格分离,自营业务的资金必须与代理客户的资金分账管理,同时,国债期货业务的资金也必须与其他业务的资金分账管理。

第二十一条 凡国家法令允许参与国债期货交易的自然人和法人(以下简称投资者),均可通过交易所国债期货商买卖在交易所挂牌的国债期货。

第二十二条 投资者买卖国债期货,事先须选定某一国债期货商作为其经纪商,并向该经纪商申请开立“国债期货账户”。

“国债期货账户”用于逐日记载投资者存入的资金余额、利息收入、国债期货品种以及开、平、持仓合约、保证金数额及保证金追缴等情况。

第二十三条 投资者向国债期货商申请开设“国债期货账户”时,国债期货商必须如实向投资者提供自己的资信和业务状况。

第二十四条 投资者在申请开户时,须提供身份证或营业执照原件等证明文件,填写登记公司统一制作的“国债期货开户登记表”。国债期货商须对上述证明文件及投资者的资信情况进行审查,并向投资者充分揭示期货交易的风险,然后在双方自愿的基础上签署“国债期货交易委托协议书”。

“国债期货委托协议书”至少应包括下列内容:

1. 揭示和知晓国债期货买卖的风险;

2. 遵守国家关于国债期货交易的一切管理规定；
3. 遵守交易所和登记公司关于国债期货交易及清算的一切管理规定；
4. 缴付交易所和登记公司规定的一切费用；
5. 遵守国债期货商制订的各项风险管理措施，其中包括投资者不能按时缴付保证金时，国债期货商有权处置投资者所有或部分持仓合约；
6. 双方的其他权利与义务；
7. 违约责任及纠纷解决办法。

第二十五条 国债期货商须在双方签署“国债期货交易委托协议书”后，方可按登记公司有关规定为投资者开户。投资者的“国债期货账户代码”由登记公司统一发放。国债期货商根据登记公司发放的代码区间为客户办理开户手续并设置账户，国债期货商须保证为不同客户设置不同的“国债期货账户代码”。

国债期货商须按登记公司有关规定每月五日前向登记公司报送上一月投资者的开户资料。开户资料内容须包括：姓名、身份证号（或营业执照号）、联系地址等。

第二十六条 国债期货商对投资者存入“国债期货账户”的资金须分账管理，不得挪作投资者自身买卖国债期货之外的用途。

第二十七条 国债期货商须于每月五日以前，向投资者提供“国债期货账户”变动的“月核对表”。

第二十八条 国债期货商必须建立严密的账户管理制度，定期向交易所提交财务状况变动表、损益表和资产负债表，交易所所有权随时审查各期货商的财务状况、各种交易记录、会计账簿等。

第二十九条 国债期货商对所有的国债期货业务，必须保存完整的档案资料，与交易有关的档案资料至少保存二年。

第三十条 国债期货经纪业务之间、自营业务与经纪业务之间的交易，必须通过交易所进行，不得私下对冲。

第三十一条 国债期货经纪业务不得发生下列行为：

1. 泄露客户的委托事项或与之有关的信息；
2. 利用客户账户、名义为自己或他人从事交易或擅自挪用客户资金；
3. 夸大宣传或故意提供不真实的信息；
4. 为未办理申请开设“国债期货账户”手续或手续不健全的客户从事交易；
5. 有损于公正、公平、公开交易以及有损于客户利益、国债信誉的其他行为。

第三十二条 交易所按照国债期货商的资信及风险承受能力，对国债期货商订立持仓合约的最高限额，其中单个客户的最高持仓额不得超过交易所对该期货商核定的最高总持仓量的30%。

第三十三条 交易所对国债期货交易实行大户申报制度。各期货商须加强对客户的持仓管理，在交易所核定的持仓限额内，对于每日新增持仓超过3万口或累计持仓超过5万口的客户，各期货商须在第二日开市前向交易所报告其期货交易情况。必要时，期货商还须向交易所报告其自营与代理的全部交易状况及所有开户资料。

### 第三章 交 易

第三十四条 交易所可根据上市国债的情况,确定国债期货交易的品种。

第三十五条 国债期货交易的集中开市为上午 9:30—11:30,下午 1:40—3:40。

第三十六条 每一国债期货合约的标的为合计 10000 元面值的国债,投资者委托买卖国债期货,必须是一口合约或其整数倍。

第三十七条 国债期货商代理或自营买卖国债期货时,须申报国债期货账户代码,登记公司据此为每一合约进行登记。

第三十八条 国债期货合约交收的月份为 3 月、6 月、9 月、12 月,交易所还可根据各券种的具体情况制定相应的交收月份。

第三十九条 国债期货交易以面额百元为一报价单位,价格升降单位为 0.01 元人民币。

第四十条 国债期货交易实行涨跌停板制度,交易所可根据市场状况确定涨跌停板幅度。

第四十一条 每个交收月份的最后一个交易日,除本办法第四十二条的规定外,为该月份交收的国债期货合约的最后交易日。

第四十二条 如遇有国债现货到期兑付的情况,同品种国债期货合约的最后交易日自然提前五个交易日。

第四十三条 国债期货的最后交收日为合约最后交易日后的第四个营业日。

### 第四章 保证金与结算

第四十四条 登记公司为国债期货成交合约的登记结算机构,其相应的资金交收由交易所进行。

第四十五条 投资者开仓时,每口合约须向国债期货商交纳初始保证金不少于 1550 元人民币。

第四十六条 国债期货商对投资者和自营的所有开仓合约,须在开仓时按每口合约 1550 元向交易所交纳结算保证金。

第四十七条 在最后结算前,登记公司和国债期货商须对每口持仓合约进行每日按市计算,以便计算出浮动盈亏。浮动盈亏衡量持仓合约的市场价格风险。不管客户当天是否参与交易,国债期货商每天必须计算其客户持仓合约的浮动盈亏。

第四十八条 在每日按市计算时,如因国债期货价格发生不利波动而出现浮动亏损,致使投资者交纳的保证金低于期货商规定的最低维持保证金时,国债期货商应立即向投资者追收至不少于 1550 元。如追收保证金失败,国债期货商有权进行强制平仓。强制平仓所引起的损失及有关费用由投资者承担。前述追收保证金失败,如系通信等原因造成,其责任由国债期货商和投资者自行商定。

第四十九条 在每日按市计算时,如因国债期货价格发生有利波动而出现浮动盈余,致使保证金高于初始保证金时,投资者可支取超出初始保证金以上部分的资金。

第五十条 在每日按市计算时,国债期货商向交易所交纳的保证金,如因国债期货价格发生波动而出现浮动盈亏,致使保证金低于或高于每口合约 1550 元时,交易所即向国债期货商追收至 1550 元,或将高于 1550 元的部分划转给国债期货商。如国债期货商未能按时补足保证金至每口合约 1550 元,交易所所有权实施部分或全部强制平仓。强制平仓所引起的损失和有关费用由该国债期货商承担。

第五十一条 进入交割月份以后,国债期货保证金提高至每口合约 3000 元。在最后交易日前的第七个营业日,多空双方应交纳价值不低于其多空净持仓额 50% 的现金或国债;在最后交易日前的第三个营业日,多空双方应交纳价值不低于其净持仓额 85% 的现金或国债。交易所所有权根据市场状况和国家有关规定调整上述保证金比率。

第五十二条 本办法第四十八条和第五十条所指的强制平仓,除必须全部平仓的情况以外,原则上仅以满足维持保证金需要为限。平仓顺序一般应从风险大、期限长的合约开始平仓。

第五十三条 本办法所指每日按市计算,其计算的价格,即当日结算价,为当日同品种国债期货全天交易的加权平均价(精确到 0.01 元人民币)。如果该日无成交,则以该品种的昨日结算价作为结算价。如果发生特殊事件,造成结算价不能真实反映价格变动趋势时,交易所所有权对其进行调整。

第五十四条 对于已平仓的合约,交易所将相应的保证金划转给国债期货商,国债期货商也须将相应的保证金划转给投资者。在划转保证金时,将增加或扣减平仓合约的买卖盈亏。

第五十五条 国债期货实行每日结算制。各期货商每日收市后如发生清算头寸透支,须于当日补足。

第五十六条 国债期货商可根据市场状况对个别或全体客户提高开仓保证金和维持保证金的征收标准,但不得低于交易所规定的标准。

第五十七条 国债期货的最后结算参照国债现货的清算方式进行清算交割。最后交易日收市后,登记公司即向国债期货商发出最后交收通知。各国债期货商应于最后交易日后的二个营业日内办妥应付国债的托管手续,并将其空方客户的现券托管余额明细数据申报登记公司,否则视为空方违约。对违约客户实行强制平仓,强制平仓价为深圳、上海、武汉三地国债市场该品种期货最后五个交易日内对应的国债现货所有交易的加权平均价格的算术平均价加 0.03 元。

即:

$$P = \frac{\frac{\sum p_A Q_A}{\sum Q_A} + \frac{\sum p_B Q_B}{\sum Q_B} + \frac{\sum p_C Q_C}{\sum Q_C}}{3} + 0.30$$

其中  $p$  为强制平仓价,  $p_A$ 、 $p_B$ 、 $p_C$  分别为深圳、上海、武汉该品种最后五个交易日内国债现货成交价格,  $Q_A$ 、 $Q_B$ 、 $Q_C$  分别为  $p_A$ 、 $p_B$ 、 $p_C$  价格条件下的成交量。

如遇国债现货到期兑付,国债期货最后交收期与同品种国债到期兑付期重合,则国债期货强制平仓价以财政部公布的到期兑付价为准。

在最后交收日(即最后交易日后的第四个营业日),登记公司根据多方客户持仓量由小到



大排序,按照持仓量最小的投资者优先获得现券的原则完成账面交收,直到现券分配完为止,其余的用强制平仓价结算。如在最后交收中发生资金透支行为,按交易所有关规定予以处罚。在最后交收日后的第一个营收日,国债期货商须完成与投资者的清算交割。

第五十八条 国债期货商经交易所和登记公司同意后可委托其他国债期货商或深圳市本地金融机构代为办理与交易所和登记公司之间的每日资金清算和最后结算。

第五十九条 非交易所会员的国债期货商须于开始营业前向交易所一次性缴存清算头寸及交易保证金各 10 万元。交易所根据市场状况、国债期货商的资信及营业状况,对个别或全体国债期货商的清算头寸及交易保证金征收标准进行调整。

第六十条 经交易所同意,国债期货商可用国库券或金融债券来充抵部分保证金。

## 第五章 费用

第六十一条 投资者(不论法人和自然人)向国债期货商申请开立“国债期货账户”时,须缴纳开户费 40 元人民币,其中 20 元交纳给登记公司。

第六十二条 投资者在买卖国债期货时,须按每一口合约(单边)2.5 元的标准向国债期货商交纳佣金。

第六十三条 对投资者到期未平仓合约,在最后结算时,国债期货商按每一口合约收取最后结算费 2.5 元。

第六十四条 国债期货商买卖国债期货(不论经纪业务和自营业务),须按每一口合约(单边)向交易所交纳 0.02 元经手费和 0.50 元的风险基金。每一口合约的最后结算费及风险基金亦为 0.30 元及 0.50 元。交易所和登记公司按 A 报相关比率分配经手费。

## 第六章 附则

第六十五条 各国债期货商在有关业务中均应遵守国家有关法律、法规及交易所和登记公司的规章制度。

第六十六条 国债期货商为保证履行交收义务,可依据本办法自行制订各种风险管理措施。对于违约客户,国债期货商有权追究其责任。

第六十七条 交易所根据市场状况,有权对某期货品种采取临时停牌措施或暂停整个期货交易,对期货商采取包括调整持仓限额、强制平仓、暂停期货交易等各种风险管理措施,强制平仓交易由交易所责令期货商在指定期限内执行。否则,由交易所指定其他期货商代理执行。

第六十八条 本办法由交易所和登记公司解释、修订,本办法的修改补充构成本办法的组成部分。

深圳证券交易所  
深圳证券登记有限公司  
一九九五年四月三日

## 附录四 上海证券交易所国债期货业务试行细则

### 第一章 总 则

第一条 为了发展国债市场,活跃国债交易,特制定本细则。

第二条 本细则中所称合约,指按照标准规格,买卖双方约定于未来一既定的日期以既定价格进行结算交割的国债买卖合同。

第三条 本细则所称开仓,指买入或卖出期货合约。

第四条 本细则所称平仓,指对前所买入或卖出的合约,进行交收月份和数量相同的反向卖出或买入的交易。

第五条 本细则所称跨期买卖,指对前所买入或卖出的合约,进行交收月份不同但数量相同的反向卖出或买入的交易。

第六条 本细则所称持仓,指买入或卖出合约后未平仓。

第七条 本细则所称保证金,指投资者或证券期货商在买卖合约时,按规定数额交纳给证券商或本所的资金。

第八条 本细则所称按市计算,指每日收市后以当天期货市场价格计算持仓合约的浮动盈亏。

第九条 本细则所称最后交易日,指某个交收月份的合约最后交易的日期。

第十条 本细则所称最后结算,指合约到期后,对持仓合约结算。

第十一条 除本细则的规定外,本所国债期货的委托、交易及清算等事项,皆按《上海证券交易所交易市场业务试行规则》的规定办理。

### 第二章 证券期货商

第十二条 本所从事国债现货经纪业务的会员,同时具备下列条件,可在本所交易市场经

营国债期货的经纪业务：

- 一、能够严格履行本所国债期货交易的一切规定,具有良好的经营信誉;
- 二、证券经营连续盈利二年以上;
- 三、设有专门的业务部门和人员;
- 四、拥有独立的期货交易席位;
- 五、至少有二人通过本所国债期货业务资格的考核。

第十三条 本所从事国债现货自营或兼营自营与经纪业务的会员,具备前条所列条件,并资本金在一千万元以上(含一千万元),可在本所交易市场从事国债期货的自营业务。

第十四条 具备本细则第十二条、第十三条规定条件的会员,向本所提交申请,本所审核同意后,方可从事国债期货业务。

第十五条 会员从事国债期货业务,若因经营管理不善,严重违反本所国债期货交易业务的规定,不能充分保障公正、公平交易,本所可暂停或取消其国债期货业务的资格。

### 第三章 开 户

第十六条 凡国家法令允许参与证券交易的自然人和法人(以下简称客户),均可通过证券期货商在本所交易市场买卖国债期货。

第十七条 客户买卖国债期货事先须选定某一证券期货商为特定经纪人,并向该证券商申请开立“期货买卖账户”。

第十八条 客户在申请开户时,须提供身份证或营业执照原件等证明文件,填写本所统一制作的“期货开户登记表”(一式三份)。

第十九条 证券期货商在接受客户开户申请时,须向客户充分揭示期货交易的风险性,并双方签署协议书,协议书至少应包括下列条款:

- 一、揭示和知晓期货买卖的风险;
- 二、遵守本所关于期货交易及清算的一切规定;
- 三、缴付本所规定的每一宗期货交易所需的任何费用;
- 四、保证金不能按时缴付时,证券期货商有权处置客户所有或部分开(持)仓合约。

在签署前述协议书后,证券期货商方可接受客户的开户申请。

第二十条 证券期货商须将客户的“期货开户登记表”一份送还本所备案,本所在查核无误后,统一按会员的编号向每个客户提供“期货账户”的号码。

第二十一条 “期货账户”交由客户持有,证券期货商留存底卡,账户和底卡用于逐日同步记载客户存入的资金余额、利息收入、国债期货品种和开、平、持仓合约数量、保证金数额和保证金追收等情况。

第二十二条 证券期货商对客户存入“期货账户”的所有资金,须分账管理,不得挪作客户自身买卖国债期货之外的用途。

第二十三条 证券期货商须于每月五日以前,向客户提供“期货账户”变动情况的“月核对表”。

## 第四章 委 托

第二十四条 证券期货商必须完成本细则第十七条至第二十一条规定的事项后,方可接受客户买卖国债期货。

第二十五条 客户委托买卖国债期货,须按本细则第三十五条至第四十条的规定,向证券期货商交纳保证金。

第二十六条 客户委托买卖国债期货,必须是一个合约或其整倍数。

## 第五章 交 易

第二十七条 本所可根据上市国债的情况,确定国债期货交易的品种。

第二十八条 每一国债期货合约的标的为 20,000 面值的国债。

第二十九条 国债期货交易申报价的变动价位为 0.02 元人民币。

第三十条 国债期货合约交收的月份,为每年的三、六、九、十二月份。

第三十一条 国债期货的最后交收日为最后交易日后第四个营业日。

第三十二条 每个交收月份的最后一个营业日,除本规则第三十三条的规定外,为该月份交收国债期货合约的最后交易日。

第三十三条 如遇有国债现货到期兑付的情况,同品种国债期货合约的最后交易日自然提前至该交收月份的第二周的星期五。

第三十四条 本所可按照国债期货品种订立持仓合约的最高数额,任何客户和证券期货商持仓的合约数不得超过该限额,证券期货商亦可按照客户承受风险的能力和资信,订立客户的最高持仓数额。

## 第六章 保证金

第三十五条 客户开仓时(跨期买卖除外),每个合约须向证券期货商交纳保证金 500 元人民币。

第三十六条 证券期货商须在本所开立“保证金”账户,对客户和自营的所有开仓合同(跨期买卖除外),须按每个合约 200 元向本所交纳保证金。

第三十七条 在每日按市计算时,如因国债期货价格发生不利波动而出现浮动亏损,致使交纳的保证金低于每个合约 300 元的最低维持保证金时,证券期货商应立即向客户追收至 500 元。如追收保证金失败,证券期货商有权强行平仓。前条所述追收保证金失败,如系通信

原因造成,其责任由期货商和客户自行商定。

第三十八条 在每日按市计算时,如因国债期货价格发生有利波动而出现浮动盈余,致使保证金高于 500 元时,客户可支取超出 500 元上部分的资金。

第三十九条 在每日按市计算时,证券期货商向本所交纳的保证金,如因国债期货价格发生波动而出现浮动盈亏,致使保证金低于或高于每个合约 200 元时,本所即向证券期货商追收至 200 元,或将高于 200 元的部分划转证券期货商。如证券期货商未能按时补足保证金至每个合约 200 元,本所有权强行平仓。

第四十条 本细则第三十七条、第三十八条、第三十九条所述每日按市计算,计算的价格为当日同品种国债期货合约的加权平均成交价格,如当日无成交,则延用最近一日的加权平均成交价格。

第四十一条 本所对跨期买卖实行“总额保证金”办法,即当客户进行跨期买卖后,客户对跨期的合约不需交纳保证金,证券期货商也不需向本所交纳保证金。

第四十二条 对于已平仓的合约,本所将相应的保证金划转证券期货商,证券期货商也须将相应的保证金划给客户。在划转保证金时,将增加或扣减所平仓合约的买卖盈亏。

第四十三条 本细则第三十五条、第三十六条、第三十七条、第三十八条、第三十九条所述保证金的追收、划转,于成立当日完成。

第四十四条 对客户交纳的保证金,证券商须统一按银行活期利息率计息,客户的应收利息由证券期货商按月结算支付给客户。

## 第七章 最后结算

第四十五条 本所国债期货的最后结算采用实物结算方式,即合约期满后,按持仓合约的价格进行实物清算交割;买进方按以买入价格计算的持仓合约金额向本所划款和领取国债券,卖出方按以卖出价格的持仓合约金额向本所缴存国库券和领取款项。

第四十六条 最后交易日收市后,本所即向证券期货商发出每个账户的交收通知,应付资金和国债券的证券期货商、在收取应付客户的券、款后,须于最后交收日的上午将资金和国债划交本所。所有到期合约保证金和累计浮动盈亏的清算亦在同日上午完成,本所于当天下午向应收方划拨资金和国库券,在最后交收日后的第一个营业日,证券期货商须完成与应收客户的清算交割。

第四十七条 证券期货商须保证履行交收义务,对违约客户证券期货商有权追索其责任。

第四十八条 客户向证券期货商申请开立“期货账户”,须缴纳开户费 50 元人民币,其中 20 元交纳给本所。

第四十九条 客户在买卖国债期货时,须按每一合约(单边)向证券期货商交纳佣金,佣金标准为每一合约最高不超过 10 元。

第五十条 对客户到期未平仓合约,在最后结算时,证券期货商按每一合约收取最后结算费 10 元。

第五十一条 证券期货商买卖国债期货合约(不论经纪业务和自营业务),须按每一合约

(单边)向本所交纳一元经手费,最后结算费每一合约亦为一元。

## 第九章 附 则

第五十二条 本细则如有未尽事宜,本所可及时修订补充。

## 附录五 中华人民共和国国库券条例

1981年1月28日 国发[1981]15号

第一条 为了调整与稳定国民经济,适当集中各方面的财力,进行社会主义现代化建设,逐步提高人民物质和文化生活水平,确定从1981年开始,发行中华人民共和国国库券。

第二条 国库券主要向国营企业、集体所有制企业、企业主管部门和地方政府分配发行。机关、团体、部队、事业单位和农村富裕的社队,可以适当认购。个人也可以自愿认购。

第三条 国库每年发行的数额由国务院确定,并从当年1月1日开始发行,6月30日交款结束,7月1日起计息。

第四条 国库券利率定为年息四厘。国库券利息在偿还本金时一次付给,不计复利。

第五条 国库券以人民币为计算单位。国库券票面额分为10元、50元、100元、500元、1000元、1万元、10万元、100万元八种。

第六条 国库券自发行后第六年起,一次抽签,按发行额分五年作五次偿还本金,每次偿还总额的百分之二十。

第七条 国库券的发行和还本付息事宜,由中国人民银行及其所属机构办理。

第八条 国库券筹集的资金,由国务院根据国民经济发展和综合平衡的需要,统一安排使用。

第九条 国库券不得当作货币流通,不得自由买卖。

第十条 伪造国库券或破坏国库券信用者,依法惩处。

第十一条 国库券条例的解释,国务院授权财政部办理。

附:

### 中华人民共和国1982年国库券条例

1982年1月18日 国发[1982]14号

第一条 为了调整和发展国民经济,适当集中各方面的财力,进行社会主义现代化建设,逐步提高人民物质和文化生活水平,确定发行1982年中华人民共和国国库券。

第二条 国库券的发行对象是:国营企业、集体所有制企业、企业主管部门和地方政府;机关、团体、部队、事业单位和农村富裕社队;城乡人民个人。

第三条 国库券每年发行的数额由国务院确定,并从当年1月1日开始发行。交款期限,单位交款6月30日结束,个人交款9月30日结束。

第四条 国库券的利率,单位购买的,年息定为 4%,个人购买的,年息定为 8%。

国库券计息,一律从当年 7 月 1 日算起,提前交款的不贴息。

国库券利息在偿还本金时一次付给,不计复利。

第五条 国库券以人民币为计算单位。单位购买的,发给国库券收据,可以记名,可以挂失;个人购买的,发给国库券。国库券票面额,分为 1 元、5 元、10 元、50 元、100 元和 1000 元六种。

第六条 国库券的还本付息,自发行后的第六年起办理。个人购买的,一次抽签,按发行额分五年作五次偿还,每次偿还总额的 20%;单位购买的,不举行抽签,按单位购买总额平均分五年作五次偿还。

第七条 国库券的发行和还本付息事宜,由中国人民银行及其所属机构办理。

第八条 国库券筹集的资金,由国务院根据国民经济发展和综合平衡的需要,统一安排使用。

第九条 国库券不得当作货币流通,不得自由买卖。

第十条 伪造国库券或破坏国库券信用者,依法惩处。

第十一条 国库券条例的解释,国务院授权财政部办理。

## 中华人民共和国 1983 年国库券条例

1982 年 9 月 27 日 国发[1982]123 号

第一条 为了适当集中各方面的财力,进行社会主义现代化建设,确定发行 1983 年中华人民共和国国库券。

第二条 国库券的发行对象是:国营企业、集体所有制企业、企业主管部门和地方政府;机关、团体、部队、事业单位和农村富裕社队;城乡人民个人。

第三条 国库券发行的数额由国务院确定,并从当年 1 月 1 日开始发行。交款期限,单位交款 6 月 30 日结束,个人交款 9 月 30 日结束。

第四条 国库券的利率,单位购买的,年息定为 4%;个人购买的,年息定为 8%。

国库券计息,一律从当年 7 月 1 日算起,提前交款的不贴息。

国库券利息在偿还本金时一次付给,不计复利。

第五条 国库券以人民币为计算单位。单位购买的,发给国库券收据,可以记名,可以挂失;个人购买的,发给国库券。国库券票面额,分为 5 元、10 元、50 元和 100 元四种。

第六条 国库券的还本利息,自发行后的第六年起办理。个人购买的,一次抽签,按发行额分五年作五次偿还,每次偿还总额的 20%;单位购买的,不举行抽签,按单位购买总额平均分五年作五次偿还。

第七条 国库券的发行和还本付息事宜,由中国人民银行及其所属机构办理。

第八条 国库券筹集的资金,由国务院根据国民经济发展和综合平衡的需要,统一安排使用。

第九条 国库券不得当作货币流通,不得自由买卖。

第十条 伪造国库券或破坏国库券信用者,依法惩处。



第十一条 国库券条例的解释,授权财政部办理。

## 中华人民共和国 1984 年国库券条例

1983 年 9 月 23 日 国发[1983]150 号

第一条 为了适当集中各方面的财力,进行社会主义现代化建设,确定发行 1984 年中华人民共和国国库券。

第二条 国库券的发行对象是:国营企业、集体所有制企业、企业主管部门和地方政府;机关、团体、部队、事业单位和农村富裕社队;城乡人民个人。

第三条 国库券发行的数额由国务院确定,并从当年 1 月 1 日开始发行。交款期限,单位交款 6 月 30 日结束,个人交款 9 月 30 日结束。

第四条 国库券的利率,单位购买的,年息定为 4%;个人购买的,年息定为 8%。

国库券计息,一律从当年 7 月 1 日算起,提前交款的不贴息。

国库券利息在偿还本金时一次付给,不计复利。

第五条 国库券以人民币为计算单位。单位购买的,发给国库券收据,可以记名,可以挂失;个人购买的,发给国库券。国库券票面额,分为 5 元、10 元、50 元和 100 元四种。

第六条 国库券的还本付息,自发行后的第六年起办理。个人购买的,一次抽签、按发行额分五年作五次偿还,每次偿还总额的 20%;单位购买的,不举行抽签,按单位购买总额平均分五年作五次偿还。

第七条 国库券的发行和还本付息事宜,由中国人民银行及其所属机构办理。

第八条 国库券筹集的资金,由国务院根据国民经济发展和综合平衡的需要,统一安排使用。

第九条 国库券不得当作货币流通,不得自由买卖。

第十条 伪造国库券或破坏国库券信用者,依法惩处。

第十一条 国库券条例的解释,授权财政部办理。

## 中华人民共和国 1985 年国库券条例

1984 年 11 月 27 日 国发[1984]168 号

第一条 为了适当集中各方面的财力,进行社会主义现代化建设,确定发行 1985 年中华人民共和国国库券。

第二条 国库券的发行对象是:国营企业、集体所有制企业、企业主管部门和地方政府;机关、团体、部队、事业单位和农村富裕社队;城乡人民个人。

第三条 国库券发行的数额由国务院确定,并从当年 1 月 1 日开始发行。交款期限,单位交款 6 月 30 日结束,个人交款 9 月 30 日结束。

第四条 国库券的利率,单位购买的,年息定为 5%;个人购买的,年息定为 9%。

国库券计息,一律从当年 7 月 1 日算起,提前交款的不贴息。

国库券利息在偿还本金时一次付给,不计复利。

第五条 国库券以人民币为计算单位。单位购买的和个人购买在 1000 元以上的,发给国库券收据、可以记名。可以挂失;个人购买在 1000 元以下的,发给国库券。国库券票面额,分为 5 元、10 元、50 元和 100 元四种。

第六条 国库券本金的偿还期定为五年,在发行后的第六年一次偿还本息。

第七条 国库券的发行和还本付息事宜,由中国人民银行及其所属机构办理。

第八条 国库券筹集的资金,由国务院根据国民经济发展和综合平衡的需要;统一安排使用。

第九条 国库券可以在银行抵押贷款,个人购买的,可以在银行贴现,具体办法由中国人民银行制定。

第十条 伪造国库券或破坏国库券信用者,依法惩处。

第十一条 国库券条例的解释,授权财政部办理。

## 中华人民共和国 1986 年国库券条例

1985 年 11 月 22 日 国发[1985]132 号

第一条 为了适当集中各方面的财力,进行社会主义现代化建设,确定发行 1986 年中华人民共和国国库券。

第二条 国库券的发行对象是:国营企业、集体企业、企业主管部门和地方政府;机关、团体、部队、事业单位;个体工商户;城乡人民。

第三条 国库券发行任务,采取合理分配的办法。对单位,按预算外资金或集体企业税后留利的一定比例分配任务;对城乡人民,一般按其收入的一定比例分配购买任务。对国家分配的购买任务,单位和个人应当按期完成。

第四条 国库券发行的总额由国务院确定,并从当年 1 月 1 日开始发行。交款期限:单位交款 6 月 30 日结束,个人交款 9 月 30 日结束。

第五条 国库券的利率、单位购买的国库券,年息定为 6%;个人购买的国库券,年息定为 10%。

国库券计息,一律从当年 7 月 1 日算起,提前交款的不贴息。

国库券利息在偿还本金时一次付给;不计复利。

第六条 国库券以人民币为计算单位。单位购买的和个人购买在 1000 元以上的,发给国库券收据,可以记名、可以挂失;个人购买在 1000 元以下的,发给国库券。国库券票面额,分为 5 元、10 元、50 元和 100 元四种。

第七条 国库券本金的偿还期定为五年,在发行后的第六年,一次偿还本息。

第八条 国库券的发行和还本付息事宜,由中国人民银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行及其所属机构办理。

第九条 发行国库券筹集的资金,由国务院根据国民经济发展和综合平衡的需要,统一安排使用。

第十条 国库券可以在银行抵押贷款,个人购买的国库券,可以在银行贴现,具体办法由

中国人民银行制定。

第十一条 对伪造国库券或破坏国库券信用者,依法惩处。

第十二条 本条例由财政部负责解释。

## 中华人民共和国 1987 年国库券条例

第一条 为了适当集中各方面的财力,进行社会主义现代化建设,确定发行 1987 年中华人民共和国国库券。

第二条 国库券的发行对象是:国营企业、集体企业、企业主管部门和地方政府;机关、团体、部队、事业单位,个体工商户,城乡人民。

第三条 国库券发行任务,采取合理分配的办法。对单位,按预算外资金或集体企业税后留利的一定比例分配任务;对城乡人民,按其收的一定比例分配购买任务。对国家分配的购买任务,单位和个人应当按期完成。

第四条 国库券发行的总额由国务院确定,并从当年 1 月 1 日开始发行。交款期限:单位交款于 6 月 30 日结束,个人交款于 9 月 30 日结束。

第五条 国库券的利率:单位购买的国库券,年息定为 6%;个人购买的国库券,年息定为 10%。

国库券计息,一律从当年 7 月 1 日算起,提前交款的不贴息。

国库券利息在偿还本金时一次付给,不计复利。

第六条 国库券以人民币为计算单位,票面额为 5 元、10 元、50 元和 100 元四种。单位购买和个人购买在 1000 元以上的,发给国库券收据,可以记名,可以挂失;个人购买在 1000 元以下的,发给国库券。

第七条 国库券本金的偿还期定为五年,在发行后的第六年一次偿还本息。

第八条 国库券的发行和还本付息事宜,由中国人民银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国人民建设银行及其所属机构办理。

第九条 发行国库券筹集的资金,由国务院根据国民经济发展和综合平衡的需要,统一安排使用。

第十条 国库券可以在银行抵押贷款,个人购买的国库券,可以在银行贴现,具体事项按中国人民银行制定的贴现办法执行。

第十一条 对伪造国库券或破坏国库券信用者,依法惩处。

第十二条 本条例由财政部负责解释。

## 中华人民共和国 1988 年国库券条例

第一条 为了适当集中各方面的财力,进行社会主义现代化建设,确定发行 1988 年中华

人民共和国国库券。

第二条 国库券的发行对象是：国营企业、集体企业、企业主管部门和地方政府；机关、团体、部队、事业单位；城乡人民个人、个体工商户、私营企业。

第三条 国库券发行任务，采取合理分配的办法。对单位，按预算外资金或集体企业税后留利的一定比例分配认购任务；对城乡人民个人，一般按其收入的一定比例分配认购任务。对国家分配的认购任务，单位和个人应当按期完成。

第四条 国库券发行的数额由国务院确定，并从当年 1 月 1 日开始发行。交款期限：单位交款于 6 月 30 日结束，个人交款于 9 月 30 日结束。

第五条 国库券的利率：单位购买的国库券，年息定为 6%；个人购买的国库券，年息定为 10%。

国库券计息，一律从当年 7 月 1 日算起，提前交款的不贴息。

国库券利息在偿还本金时一次付给，不计复利。

第六条 国库券以人民币为计算单位，票面额分为 5 元、10 元、50 元和 100 元四种。单位购买的和个人购买在 1000 元以上的，发给国库券收据，可以记名，可以挂失；个人购买在 1000 元以下的，发给国库券。

第七条 国库券本金的偿还期定为三年，在发行后的第四年一次偿还本息。

第八条 国库券的发行和还本付息事宜，由人民银行组织工商银行、农业银行、中国银行、建设银行及其所属机构办理。

第九条 发行国库券筹集的资金，由国务院根据国民经济发展和综合平衡的需要，统一安排使用。

第十条 国库券可以转让，但不得作为货币流通。国库券转让办法由国务院另行制定。

第十一条 国库券可以在银行抵押贷款。

第十二条 伪造国库券或破坏国库券信用者，依法惩处。

第十三条 本条例由财政部负责解释。

## 中华人民共和国 1989 年国库券条例

1989 年 3 月 2 日 国务院 30 号令

第一条 为了集中社会资金，进行社会主义现代化建设，决定发行 1989 年中华人民共和国国库券。

第二条 国库券的发行对象是：公民个人和个体工商户。

第三条 国库券发行的数额为 55 亿元。

第四条 国库券本金的偿还期为三年，从 1992 年 7 月 1 日起一次偿还。

第五条 国库券的利率为年息 14%。

国库券从当年 7 月 1 日起计息。国库券利息在偿还本金时一次付给，不计复利。

第六条 国库券以人民币为计算单位。票面额分为 5 元、10 元、50 元和 100 元四种。

第七条 国库券从当年 3 月 10 日开始发行，9 月 30 日结束。

第八条 国库券发行实行分配认购的办法，按公民个人和个体工商户收入的一定比例分

配认购任务。对分配的认购任务,公民个人和个体工商户应当按期完成。

第九条 国库券发行和还本付息事宜,由中国人民银行组织各专业银行及其他金融机构办理。

第十条 国库券可以转让,可以在银行抵押贷款,但不得作为货币流通。

第十一条 发行国库券筹集的资金,由国务院统一安排使用。

第十二条 对伪造国库券或者破坏国库券信用者,依法惩处。

第十三条 本条例由财政部负责解释,施行办法由财政部制定。

第十四条 本条例自发布之日起施行。

## 中华人民共和国 1990 年国库券条例

第一条 为了集中社会资金,进行社会主义现代化建设,决定发行 1990 年中华人民共和国国库券。

第二条 国库券的发行对象是:公民个人和个体工商户。

第三条 国库券发行的数额为 55 亿元。

第四条 国库券本金的偿还期为三年,从 1993 年 7 月 1 日起一次偿还。

第五条 国库券的利率为年息 14%。

国库券从当年 7 月 1 日起计息。国库券利息在偿还本金时一次付给,不计复利。

第六条 国库券以人民币为计算单位。票面额分为 5 元、10 元、20 元、50 元和 100 元五种。

第七条 国库券从当年 6 月 10 日开始发行,11 月 30 日结束。

第八条 国库券发行实行认购的办法。公民个人和个体工商户按收入的一定比例认购,并应当按期完成认购任务。

第九条 国库券发行和还本付息事宜,由各级人民政府统一领导,银行、财政、邮政部门多渠道办理。

第十条 国库券可以转让,但不得作为货币流通。国库券转让的具体事宜,根据国家有关规定办理。

第十一条 发行国库券筹集的资金,由国务院统一安排使用。

第十二条 对伪造国库券或者破坏国库券信誉者,依法惩处。

第十三条 购买国库券的利息收入享受免税待遇。

第十四条 本条例由财政部负责解释,施行办法由财政部制定。

第十五条 本条例自发布之日起施行。

## 中华人民共和国国库券条例

(1992 年 3 月 18 日中华人民共和国国务院令第 95 号发布)

第一条 为了筹集社会资金,进行社会主义现代化建设,制定本条例。

第二条 国库券的发行对象是:居民个人、个体工商户、企业、事业单位、机关、社会团体和其他组织。

第三条 国库券以人民币元为计算单位。

第四条 每年国库券的发行数额、利率、偿还期等,经国务院确定后,由财政部予以公告。

第五条 国库券发行采取承购包销、认购等方式。

国家下达的国库券发行计划,应当按期完成。

第六条 国库券按期偿还本金。国库券利息在偿还本金时一次付给,不计复利。

第七条 国库券的发行和还本付息事宜,在各级人民政府统一领导下,由财政部门 and 中国人民银行组织有关部门多渠道办理。

第八条 国库券可以用于抵押,但是不得作为货币流通。

第九条 国库券可以转让,但是应当在国家批准的交易场所办理。

第十条 发行国库券筹集的资金,由国务院统一安排使用。

第十一条 对伪造国库券的,依法追究刑事责任。

对倒卖国库券的,按照投机倒把论处。

第十二条 国库券的利息收入享受免税待遇。

第十三条 本条例由财政部负责解释。实施细则由财政部和中国人民银行制定。

第十四条 本条例自发布之日起施行。

## 附录六 中华人民共和国财政部公告

### 中华人民共和国财政部公告(第 1 号)

根据《中华人民共和国国库券条例》，现就发行一九九五年三年期凭证式国库券公告如下：

一、一九九五年三年期凭证式国库券从三月一日起开始发行，七月三十一日结束。

二、凭证式国库券从购买之日起开始计息，到期一次还本付息，持满三年的，年利率为百分之十四，并实行保值贴补。

三、凭证式国库券可以记名、可以挂失，不上市流通。发行期结束后，持券人可以随时到原购买网点提前兑取。

四、凭证式国库券面向全社会公开发售，居民个人和其他投资者可到中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国人民建设银行、交通银行、邮政部门的储蓄网点和财政部门的国债服务部购买。

五、凭证式国库券采取单利方式计息，不计复利。

有关具体办法另行颁布。

特此公告。

中华人民共和国财政部

一九九五年二月二十二日

### 中华人民共和国财政部公告(第 2 号)

根据《中华人民共和国国库券条例》，现就发行一九九五年三年期无记名国库券公告如下：

一、一九九五年三年期无记名国库券，票面年利率为百分之十四点五，从三月一日开始发行，三月二十日结束。

二、无记名国库券由证券经营机构承购包销后向社会公开销售，各类投资者均可购买。

三、无记名国库券发行结束后可以上市流通，但不记名，不挂失。

四、无记名国库券从三月一日起开始计息、采取单利方式,不计复利,到期一次还本付息,不实行保值贴补。

特此公告。

中华人民共和国财政部  
一九九五年二月二十二日

## 中华人民共和国财政部公告(第 3 号)

按照国债发行的有关条例和规定,现将 1995 年到期的各类国债的还本利息事宜公告如下:

1. 根据《中华人民共和国 1985 年国库券条例》和《关于发行 1990 年转换债的通知》(国发〔1990〕48 号),1985 年向单位发行的国库券于今年 7 月 1 日到期,计算期 10 年,计算本金不变,利息分段计付;1985 年至 1990 年年利率 5%,1990 年至 1995 年年利率 8%。

2. 根据《关于发行国家重点建设债券的规定》(银发〔1987〕91 号)和《关于发行 1990 年转换债的通知》(国发〔1990〕48 号),1987 年向单位发行的国家重点建设债券于今年 7 月 1 日到期,计算期 8 年,计算本金不变,利息分段计付;1987 年至 1990 年年利率 6%,1990 年至 1995 年年利率 8%。

3. 根据《关于发行 1988 年财政债券的通知》(银发〔1988〕110 号)和《关于延期偿还 1990 年到期财政债券的通知》(〔90〕财国债字 94 号),1988 年向银行等金融机构发行的两年期财政债券,于今年 7 月 15 日到期,计算期 7 年,计算本金不变,年利率 8%。

4. 根据财政部、中国人民银行《关于发行 1990 年财政债券的通知》,1990 年向银行等金融机构发行的财政债券于今年 8 月 15 日到期,计息期 5 年,年利率 10%。

5. 根据《中华人民共和国 1990 年特种国债条例》,1990 年向单位发行的特种国债从今年 6 月 10 日起陆续到期,持满 5 年(按日计算)予以偿还,年利率 15%。

6. 根据 1993 年财政部《关于调整国库券发行条件的公告》的规定:1992 年向社会发行的三期国库券在今年 7 月 1 日至 1993 年 6 月 30 日,按年利率 9.5% 计付,不实行保值贴补;1993 年 7 月 1 日至 1995 年 6 月 30 日,按年利率 12.24% 加人民银行公布的今年 7 月份保值贴补率计息。

另外,1981 年至 1984 年向单位发行的国库券,从今年 3 月 1 日起可继续到原经办银行办理兑付;其他已到期还本付息但尚未办理兑付的国债,今年仍可继续办理兑付。

特此公告。

中华人民共和国财政部  
一九九五年二月二十四日



## 中华人民共和国财政部公告(第 4 号)

一、1995 年一年期记账式国库券(以下简称本期国库券)计划发行 100 亿元,年利率 11.98%,从 8 月 26 日起计息,1996 年 8 月 26 日起一次还本付息,不计复利。

二、本期国库券从 1995 年 8 月 16 日开始发行,9 月 16 日结束,发行结束即可上市流通。

三、本期国库券由国债一级自营商及其他证券经营机构承购包销后,通过上海证券交易所、深圳证券交易所、武汉证券交易中心、天津证券交易中心的证券交易系统,以记账的方式向社会公开发售。

中华人民共和国财政部

一九九五年八月七日

## 中华人民共和国财政部公告(第 5 号)

一、1995 年第二期凭证式国库券(以下简称“本期国库券”)计划发行 60 亿元,期限 3 年,以 11 月 21 日开始发行,12 月 16 日结束。

二、本期国库券从购买之日起开始计息,到期一次还本付息,不计复利。持满 3 年的,年利率为百分之十四,并实行保值贴补。

三、本期国库券可以记名,可以挂失,不上市流通;发行期结束后,持券人可随时到原购买网点提前兑取,利率分档设定。

四、本期国库券由中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国人民建设银行、交通银行和各地国债服务部承购后,面向社会销售。居民个人和其他投资者可到上述机构办理购买事宜。

中华人民共和国财政部

一九九五年十一月七日

## 附录七 深圳证券交易所债券 回购交易暂行办法

一、为了进一步发展债券市场,活跃债券交易,特制定本办法。

二、凡在本所拥有会员席位和债券特别席位的债券交易商均可办理债券回购交易的自营及代理业务。有关债券特别席位的规定参照债券现货交易有关办法执行。

三、本办法所指回购交易是指买卖双方在债券现货成交(下称初始交易)的同时,约定于未来一既定的日期以既定的价格实行反向成交的交易方式。以上所指买方和卖方是根据交易双方在回购到期日的买卖地位而言。

四、每一回购合约的标的为 20000 元面值的国库券。债券回购业务以面额百元为报价单位,以 0.01 元人民币价格升降单位。

五、本所债券回购期限暂定为七日、十四日、三十日、六十日、九十日、一百八十日、二百七十日七种。若到期日为非交易日,则顺延到下一个交易日。具体交易品种和回购期限由本所根据市场状况确定。

六、本所对债券回购交易的到期购回价实行电脑竞价。其报价及竞价撮合原则同债券现货。当日实时回报成交价即当日清算价为前一交易日该种回购交易的基础债券的现货收盘价,本所在到期日按到期购回价自动进行反向成交并清算。

七、对于金额较大的回购交易(包括非上市回购期限)可由债券交易商之间自行协议成交,或由本所协助,代为寻找买卖对手进行协议成交,再通过本所进行集中清算。每笔协议成交的申报必须包括以下内容:债券交易商的双方代码、合同序号、交易品种、初始交易成交价、到期购回价、数量及成交金额。该协议成交的价格不计入即时行情,其成交金额计入当日成交总额。

八、债券回购交易的清算分两步进行。第一步,进行回购初始交易当日的清算,其清算价格统一定为前一交易日该种基础债券的现货收盘价;第二步,进行回购到期日的清算,其清算按以前竞价产生的到期购回价进行。以上每一步的清算均按债券现货清算办法执行。

九、在回购交易中,证券商不得允许客户及自身进行卖空,每一债券交易商的卖出净额(卖出总额—买入总额)不得超过其库存债券总额。

十、所有债券交易商必须在每月五日前向本所报送上一个月的债券回购二级清算明细表及其他有关资料。

十一、回购交易中,债券交易商对客户的手续费按最高不超过回购初始交易日的成交金额的 3‰收取。本所和登记公司对债券交易商的经手费按回购初始交易日的成交金额的 0.1‰收取。回购交易到期日的反向交易成交金额不再计入当日成交总额并不计算手续费。

十二、对于违反本办法的债券交易商,本所将根据现行交易清算的有关规定予以处罚。情节严重的,本所有权停止该债券交易商在本所的债券交易业务。

十三、除本办法规定外,与债券回购业务有关的交易、存管、登记及清算均按现行债券现货交易清算办法执行。

十四、本办法由本所负责解释、修订。

十五、本办法自颁布之日起生效。

深圳证券交易所  
一九九四年八月十五日

## 附录八 深圳证券交易所债券 回购场外交易实施细则

第一条 为维护买卖双方在深交所内从事债券回购交易的合法权益,保障深交所回购场外交易业务的正常进行,特制定本细则。

第二条 本细则仅适用于本所债券交易商(含本所会员及在本所拥有债券特别席位的非会员)之间所进行的回购业务。对于非本所债券交易商,可通过本所债券交易商进行场外回购业务,但须以本所债券交易商的名义进行委托买卖。本所不承担本所债券交易商与客户之间因代理而产生的一切风险。

第三条 债券回购场外交易一次买卖额须在面额五十万元以上。

第四条 场外回购业务交易双方可以通过两种方式向本所提出回购意向:交易双方可以私下协商达成成交意向,然后双方以口头或书面形式报本所债券与期货部;交易双方也可以通过口头或书面形式向本所债券与期货部提出回购成交意向,由本所债券与期货部协助寻找买卖对手并协议成交。以上成交意向,须包括回购交易期限、买卖类别、金额及价格等。

第五条 交易双方在提出前条所述成交意向后,按要求填写成交申报书,并由双方法人代表(或授权代表)签字并加盖公章。本所债券与期货部对成交申报书核准无误后,通过交易所场内对敲方式完成成交。

第六条 成交申报的格式由交易所统一制定,其内容包括买卖双方的名称及代码、合同序号、成交的债券品种、成交的日期、初始交易成交价、到期成交价、成交数量、成交金额、回购反向交割时间、提券与否、公司的印签和公司法人代表(或授权交易员)签名及深交所债券与期货部意见(盖章)等。

第七条 本所按成交申报书内容进行场内对敲后,即依照目前本所结算系统规则进行清算交割。

第八条 进行回购场外交易的债券包括国家债券(含非上市国债)、地方政府债券、金融债券及企业债券。另外,经买卖双方协商同意,债券代保管单银行存单等其他资产也可做为抵押来进行回购业务操作。

第九条 买卖双方必须保证:

1. 对每笔已入系统对敲的交易负有履行和完成的全部责任。
2. 在进行回购交易的过程中,均未违反国家有关法律、法规和条例的规定。
3. 遵从深交所债券回购交易暂行办法的有关规定。

第十条 对于回购交易中出现的违约,均按本所现行的交易和清算有关规定进行处罚。因违约而造成的一切损失由违约方承担。

第十一条 回购场外交易成交确认后,交易双方不得因承办人或法定代表人的变动而变更或解除履约责任。

第十二条 本细则由本所负责解释、修订。

第十三条 本细则自颁布之日起生效。

深圳证券交易所  
一九九四年八月十五日

# 附录九 国债经营有关规定

## 财 政 部

## 中 国 人 民 银 行

## 中国证券监督管理委员会

### 关于印发《中华人民共和国国债一级自营商管理办法》和《国债一级自营商资格审查与确认实施办法》的通知

(1993 年 12 月 31 日 (93)财国债字第 100 号)

各省、自治区、直辖市、计划单列市财政厅(局),中国人民银行各省、自治区、直辖市、计划单列市分行,各专业银行、商业银行,各证券公司、信托投资公司:

为健全国债一级自营商制度,完善我国国债发行与流通的市场机制,推动国债市场发展,财政部、中国人民银行、中国证券监督管理委员会联合制定了《中华人民共和国国债一级自营商管理办法》和《国债一级自营商资格审查与确认实施办法》,现发给你们,请遵照执行。

附:1.《中华人民共和国国债一级自营商管理办法》

2.《国债一级自营商资格审查与确认实施办法》

附件:

## 中华人民共和国国债一级自营商管理办法

(试行)

### 第一章 总则

第一条 为建立健全中华人民共和国国债一级自营商(以下简称“国债一级自营商”)制度,完善我国国债发行与流通的市场机制,推动国债市场的发展,特制定本办法。

第二条 本办法所称国债一级自营商,是指具备一定资格条件并经财政部、中国人民银行和中国证券监督管理委员会共同审核确认的银行、证券公司和其他非银行金融机构。国债一级自营商可直接向财政部承销和投标国债,并通过开展分销、零售业务,促进国债发行,维护国

债市场顺畅运转。

第三条 本办法所称“国债”,是指由财政部代表中央政府发行的国内公债。

## 第二章 国债一级自营商的资格条件

第四条 中国人民银行批准设立的下列金融机构,可以申请成为国债一级自营商:

1. 除政策性银行以外的各类银行。
2. 各证券公司、可以从事有价证券经营业务的各信托投资公司。
3. 前列 1、2 项之外的可以从事国债承销、代理交易、自营业务的其他金融机构。

第五条 申请成为国债一级自营商的金融机构需符合的条件:

1. 具有法定最低限额以上的实收货币资本。
2. 有能力且自愿履行本办法第四章规定的各项义务。
3. 在中国人民银行批准的经营范围内依法开展业务活动,在前二年中无违法和违章经营的记录,具有良好的信誉。
4. 在申请成为国债一级自营商之前,有参与国债一级市场和二级市场业务一年以上的良好经营业绩。

## 第三章 国债一级自营商享有的权利

第六条 直接参加每期由财政部组织的全国性国债承购包销团。

第七条 享有每期承销合同规定的各项权利。

第八条 享有在每期国债发行前通过正常程序同财政部商议发行条件的权利。

第九条 企业发行股票一次超过 8000 万股的,在同等条件下,优先由取得国债一级自营商资格的证券经营机构担任主承销商。

前款所称的证券经营机构,不包括各专业银行及其他无权经营股票业务的金融机构。

第十条 优先取得直接与中国人民银行进行国债公开市场操作的资格。

第十一条 自动取得同中国人民银行进行国债回购交易等业务的资格。

第十二条 优先取得从事国债投资基金业务资格。

## 第四章 国债一级自营商须履行的义务

第十三条 必须连续参加每期国债发行承购包销团,且每期承销量不得低于该期承销团总承销量的 1%。

第十四条 严格履行每期承购包销合同和分销合同规定的各项义务。

第十五条 承购包销国债后,通过各自的市场销售网络,积极开展国债的分销和零售业务。

第十六条 维护国债二级市场的流通性,积极开展国债交易的代理和自营业务。

第十七条 国债一级自营商在开展国债的分销、零售利进行二级市场业务时,要自觉维护国债的声誉,不得利用代保管凭证超售国债券而为本单位筹集资金。

第十八条 国债一级自营商有义务定期向财政部、中国人民银行、中国证券监督管理委员会提交有关国债承销、分销、零售以及二级市场上国债交易业务的报表、资料。

第十九条 已获得国债一级自营商资格的金融机构参加某期国债承销后被取消一级自营商资格的,仍须履行该期承销合同规定的各项义务。

第二十条 国债一级自营商有办理到期国债本息兑付业务的义务。

## 第五章 申请、审查和确认

第二十一条 凡具备本办法第二章所列资格条件的金融机构均可向财政部提出成为国债一级自营商的书面申请,并提交有关报表资料。

第二十二条 财政部会同中国人民银行和中国证券监督管理委员会共同负责国债一级自营商资格审查确认事宜。凡经审查批准成为国债一级自营商的,由财政部、中国人民银行和中国证券监督管理委员会联合颁发《中华人民共和国国债一级自营资格证书》,并通过大众传播媒介公布其名单。

第二十三条 财政部会同中国人民银行和中国证券监督管理委员会每年对国债一级自营商的资格进行一次复审。

## 第六章 罚款

第二十四条 国债一级自营商因未履行承购包销合同的,按每期承购包销合同规定的处罚办法执行。

第二十五条 对利用国债代保管凭证等手段,超售国债为本单位筹资的,没收其全部超售金额,并处以超售额 30—100% 的罚款。

第二十六条 国债一级自营商违背本办法有关规定或未履行规定义务,情节严重者,经财政部、中国人民银行和中国证券监督管理委员会三方共同裁定,有权在一定时间内停止或永久性地取消其国债一级自营商资格及与其相关联的权利,并通过新闻媒介予以公布。

## 第七章 附则

第二十七条 本办法颁布后,有关国债一级自营商资格标准及确认等的一切管理事项,皆以本办法为准。

第二十八条 本办法适用于申请成为国债一级自营商的国内金融机构。外资或中外合资的金融机构申请成为国债一级自营商的办法另行制定。

第二十九条 本办法由财政部、中国人民银行和中国证券监督管理委员会共同负责制定实施细则。

第三十条 本办法由财政部会同中国人民银行和中国证券监督管理委员会解释。

第三十一条 本办法自颁布之日起生效。

附件 2:



## 国债一级自营商资格审查与确认实施办法

(试行)

第一条 根据财政部、中国人民银行和中国证券监督管理委员会联合颁布的《中华人民共和国国债一级自营商管理办法》，结合 1994 年国债发行工作，特制定本办法。

第二条 国债一级自营商资格审查确认的组织与分工。

1. 国债一级自营商资格审查确认事宜由财政部、中国人民银行与中国证券监督管理委员会共同负责。

2. 成立国债一级自营商资格审查与确认委员会(以下简称“审委会”),负责具体工作。审委会由财政部、中国人民银行、中国证券监督管理委员会派出人员组成。审委会办公室设在财政部国债司,负责审委会日常事务。

第三条 国债一级自营商初次申请与确认的基本程序:

1. 凡第一次申请国债一级自营商资格、并经自查符合“国债一级自营商管理办法”第二章规定资格条件的金融机构,可直接向审委会提出书面申请,填写“国债一级自营商资格申请表”。

2. 金融机构提出申请时应提交下列文件:

- (1)法人营业执照(复印件);
- (2)中国人民银行颁发的经营金融业务许可证(复印件);
- (3)公司概况和经过公证机构公证的近(上)年经营业绩报告;
- (4)提交近两年来组织的国债发行和国债兑付量报表;
- (5)证券交易所(系统、中心)出具的近两年的国债交易量证明;
- (6)上年资产负债表;
- (7)审委会认为需要提交的其他文件。

3. 审委会办公室对金融机构提交的申请表及本条第二款规定的各项文件进行审查,并将审查结果提交审委会。

4. 审委会对上述审查结果进行复审,并向财政部、中国人民银行、中国证券监督管理委员会负责人提交复审报告。

5. 财政部、中国人民银行和中国证券监督管理委员会负责人共同审批审委会提交的复审报告,确认国债一级自营商资格。

6. 财政部、中国人民银行、中国证券监督管理委员会向经确认成为国债一级自营商的金融机构颁发资格证书。

第四条 复审

1. 审委会每年对获得资格确认的国债一级自营商进行一次复审。

2. 复审主要包括下列内容:

- (1)参加国债承购包销及履行承销合同义务的情况;
- (2)在国债二级市场上的报价情况及其交易量;
- (3)在无违反“国债一级自营商管理办法”有关规定的现象;

(4)在本机构经营范围内的业务活动有无违反法律、政策的行为；

(5)审委会认为需要审查的其他情况。

3. 审委会对本条第二款的内容逐项进行审查,并作出复审结论。

(1)复审合格的结论由审委会签发给金融机构,同时报财政部、中国人民银行、中国证券监督管理委员会备案。

(2)经复审不合格的金融机构,按“国债一级自营商管理办法”的有关规定由审委会报经财政部、中国人民银行、中国证券监督管理委员会三方负责人同意后,做出是否暂停或吊销该金融机构的国债一级自营商资格及其他有关处罚措施。

(3)对于因违反“国债一级自营商管理办法”有关规定而做出没收和罚款决定的,按国家有关罚没收入的管理规定执行。

第五条 财政部、中国人民银行、中国证券监督管理委员会责成国债交易、清算系统于每年1月15日以前向审委会报送全体国债一级自营商在国债二级市场的交易量,审委会汇总后向社会公布其排名录。

附件3:

## 国债一级自营商名单

(排名不分先后)

中国工商银行  
中国人民建设银行  
交通银行  
中信实业银行  
华夏银行  
福建兴业银行  
深圳发展银行

中国农业银行  
中国银行  
中国光大银行  
中国投资银行  
上海浦东发展银行  
招商银行

中国国际信托投资公司  
中国农村发展信托投资公司  
中国经济开发信托投资公司  
中国民族国际信托投资公司  
中国农业银行信托投资公司  
中国工商银行北京信托投资公司  
中国人保信托投资公司

中国光大国际信托投资公司  
中国工商银行信托投资公司  
中国人民建设银行上海市信托投资公司  
中国人民建设银行哈尔滨信托投资公司  
中国人民建设银行信托投资公司  
中国农业银行上海市信托投资公司  
中国人民建设银行浙江省信托投资公司

赛格国际信托投资公司  
华夏证券有限公司  
南方证券有限公司  
海通证券有限公司

辽宁省国际信托投资公司  
国泰证券有限公司  
上海万国证券公司  
上海申银证券公司

浙江省证券公司	上海财政证券公司
武汉证券公司	深圳国投证券有限公司
广东广发证券公司	湖南省证券公司
江苏省证券公司	北京市财政证券公司
哈尔滨财政证券公司	辽宁东方证券公司
江苏省金信证券公司	浙江财政证券公司
河南财政证券公司	陕西开源证券公司
天津市证券公司	

# 附录十 中华人民共和国证券 交易所管理办法

国务院证券委员会

## 第一章 总 则

第一条 为加强对证券交易所的管理,明确证券交易所的职权和责任,维护证券市场的正常秩序,制定本办法。

第二条 本办法适用于在中华人民共和国境内设立的证券交易所。

第三条 本办法所称证券交易所是指依本办法规定条件设立的,不以营利为目的,为证券的集中和有组织的交易提供场所、设施,履行国家有关法律、法规、规章、政策规定的职责,实行自律性管理的会员制事业法人。

第四条 证券交易所由中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)监督管理。

证券交易所设立的证券登记结算机构,应当接受证监会的监督管理。

第五条 证券交易所的名称,应当标明“证券交易所”字样。其他任保单位和个人不得使用“证券交易所”的名称。

## 第二章 证券交易所的设立和解散

第六条 设立证券交易所,由国务院证券委员会(以下简称“证券委”)审核,报国务院批准。

第七条 申请设立证券交易所,应当向证券委提交下列文件:

- (一)申请书;
- (二)章程和主要业务规则草案;
- (三)拟加入会员名单;
- (四)理事会候选人名单及简历;
- (五)场地、设备及资金情况说明;
- (六)拟任用管理人员的情况说明;
- (七)证券委要求提交的其他文件。

第八条 证券交易所章程应当包括下列事项:

- (一)设立目的;
- (二)名称;
- (三)主要办公及交易场所和设施所在地;
- (四)职能范围;
- (五)会员的资格和加入、退出程序;
- (六)会员的权利和义务;
- (七)对会员的纪律处分;
- (八)组织机构及其职权;
- (九)高级管理人员的产生、任免及其职责;
- (十)资本和财务事项;
- (十一)解散的条件和程序;
- (十二)其他需要在章程中规定的事项。

第九条 解散证券交易所,经证券委审核同意后,报国务院批准。

### 第三章 证券交易所的职能

第十条 证券交易所应当创造公开、公平、公正的市场环境,保证证券市场的正常运行。

第十一条 证券交易所的职能包括:

- (一)提供证券交易的场所和设施;
- (二)制定证券交易所的业务规则;
- (三)接受上市申请、安排证券上市;
- (四)组织、监督证券交易;
- (五)对会员进行监管;
- (六)对上市公司进行监管;
- (七)设立证券登记结算机构;
- (八)管理和公布市场信息;
- (九)证券委许可的其他职能。

第十二条 证券交易所不得直接或者间接从事:

- (一)以营利为目的的业务;
- (二)新闻出版业;
- (三)发布对证券价格进行预测的文字和资料;
- (四)为他人提供担保;
- (五)未经证券委批准的其他业务。

第十三条 证券交易所上市新的证券交易品种,应当报证监会批准。

第十四条 证券交易所以联网等方式为非本所上市的证券交易品种提供证券交易服务,应当报证监会批准。

第十五条 证券交易所应当在其职能范围内制定和修改业务规则。证券交易所制定和修改业务规则,由证券交易所理事会通过,报证监会批准。

证券交易所的业务规则包括上市规则、交易规则、会员管理规则及其他与证券交易活动有

关的规则。

## 第四章 证券交易所的组织

第十六条 证券交易所设会员大会、理事会和专门委员会。

第十七条 会员大会为证券交易所的最高权力机构。会员大会以下列职权：

- (一)制定和修改证券交易所章程；
- (二)选举和罢免会员理事；
- (三)审议和通过理事会、总经理的工作报告；
- (四)审议和通过证券交易所的财务预算、决算报告；
- (五)决定证券交易所的其他重大事项。

章程的制定和修改经会员大会通过后，报证监会批准。

第十八条 会员大会由理事会召集，每年召开一次。有下列情形之一的，应当召开临时会员大会。

- (一)理事人数不足本办法规定的最低人数；
- (二)占会员总数三分之一以上的会员请求；
- (三)理事会认为必要。

第十九条 会员大会须有三分之二以上会员出席，其决议须经出席会议的过半数以上会员表决通过后方为有效。

会员大会结束后十日内，证券交易所应当将大会全部文件及有关情况报证监会备案。

第二十条 理事会是证券交易所的决策机构，每届任期三年。理事会的职责是：

- (一)执行会员大会的决议；
- (二)制定、修改证券交易所的业务规则；
- (三)聘任总经理和副总经理；
- (四)审定总经理提出的工作计划；
- (五)审定总经理提出的财务预算、决算方案；
- (六)审定对会员的接纳；
- (七)审定对会员的处分；
- (八)根据需要决定专门委员会的设置；
- (九)会员大会授予的其他职责。

第二十一条 证券交易所理事会由七至十三人组成，其中非会员理事人数不少于理事会成员总数的三分之一，不超过理事会成员总数的二分之一。

会员理事由会员大会选举产生。非会员理事由证监会委派。

理事连续任职不得超过两届。

理事会会议至少每季度召开一次。会议须有三分之二以上理事出席，其决议应当经出席会议的三分之二以上理事表决同意方为有效。理事会决议应当在会议结束后两个工作日内报证监会备案。

第二十二条 理事会设理事长一人，副理事长一至二人。理事长、副理事长由证监会提名，商证券交易所所在地人民政府后，由理事会选举产生。总经理应当是理事会成员。

第二十三条 理事长负责召集和主持理事会会议。理事长因故临时不能履行职责时,由理事长指定的副理事长代其履行职责。

理事长担任会员大会期间的会议主席。

理事长不得兼任证券交易所总经理。

第二十四条 证券交易所设总经理一人,副总经理一至三人。总经理、副总理由证监会提名,商证券交易所所在地人民政府后,由理事会聘任。总经理、副总经理不得由国家公务员兼任。

第二十五条 总经理、副总经理任期三年。总经理连续任职不得超过两届。总经理在理事会领导下负责证券交易所的日常管理工作,为证券交易所的法定代表人。总经理因故临时不能履行职责时,由总经理指定的副总经理代其履行职责。

第二十六条 理事会设监察委员会,每届任期三年。监察委员会主席由理事长兼任。监察委员会对理事会负责,行使下列职权:

(一)监察证券交易所高级管理人员和其他工作人员遵守国家有关法律、法规、规章、政策和证券交易所章程、业务规则的情况;

(二)监察高级管理人员执行会员大会,理事会决议的情况;

(三)监察证券交易所的财务情况;

(四)证券交易所章程规定的其他职权。

第二十七条 根据需要,理事会可以下设其他专门委员。

各专门委员会的职责、任期和人员组成等事项,应当在证券交易所章程中作出具体规定。

各专门委员会的经费应当纳入证券交易所的预算。

第二十八条 有下列情形之一的,不得招聘为证券交易所从业人员,不得担任证券交易所高级管理人员:

(一)犯有贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产罪或者破坏社会经济秩序罪,或者因犯罪被剥夺政治权利;

(二)因违法、违纪行为被解除职务的证券经营机构或者其他金融机构的从业人员,自被解除职务之日起未逾五年;

(三)因违法行为被撤销资格的律师、注册会计师、或者法定资产评估机构、验资机构的专业人员,自被撤销资格之日起未逾五年;

(四)担任因违法行为被吊销营业执照的公司、企业的法定代表人、并对该公司、企业被吊销营业执照负有个人责任的,自被吊销营业执照之日起未逾五年;

(五)担任因经营管理不善而破产的公司、企业的董事、厂长或者经理、并对该公司、企业的破产负有个人责任的,自破产之日起未逾五年;

(六)被开除的国家机关工作人员自被开除之日起未逾五年;

(七)国家有关法律、法规、规章、政策规定的其他情况。

第二十九条 证券交易所高级管理人员的产生、聘任有不正当情况,或者前述人员在任期内有违反国家有关法律、法规、规章、政策和证券交易所章程、业务规则的行为,或者由于其他原因,不适宜继续担任其所担任的职务时,证监会有关解除有关人员的职务,并任命新的人选。如上述人员为证券交易所的正副理事长、正副总经理、由证监会提出意见,商证券交易所所在地人民政府后任免。

## 第五章 证券交易所对证券交易活动的监管

第三十条 证券交易所应当制定具体的交易规则。其内容包括：

- (一)交易证券的种类和期限；
- (二)证券交易方式和操作程序；
- (二)证券交易中的禁止行为；
- (四)清算交割事项；
- (五)交易纠纷的解决；
- (六)上市证券的暂停、恢复与取消交易；
- (七)证券交易所的开市、收市、休市及异常情况的处理；
- (八)交易手续费其他有关费用的收取方式和标准；
- (九)对违反交易规则行为的处理规定；
- (十)证券交易所证券交易信息的提供和管理；
- (十一)其他需要在交易规则中规定的事项。

第三十一条 证券交易所应当公布即时行情,并按日制作证券行情表,记载下列事项,以适当方式公布：

- (一)上市证券的名称；
- (二)开市、最高、最低及收市价格；
- (三)与前一交易日收市价比较后的涨跌情况；
- (四)成交量、值的分计及合计；
- (五)股价指数及其涨跌情况；
- (六)证监会要求公开的其他事项。

第三十二条 证券交易所应当就其市场内的成交情况编制日报表、周报表、月报表和年报表,并及时向社会公布。

第三十三条 证券交易所应当在业务规则中对证券交易合同的生效和废止条件作出详细规定,并维护在本证券交易所达成的证券交易合同的有效性。

第三十四条 证券交易所应当保证投资者有平等机会获取证券市场的交易行情和其他公开披露的信息,并有平等的交易机会。

第三十五条 证券交易所所有权依照有关规定,暂停或者恢复上市证券的交易。暂停交易的时间超过一个交易日时,应当报证监会备案,暂停交易的时间超过五个交易日时,应当事先报证监会批准。

证监会有权要求证券交易所暂停或者恢复上市证券的交易。

第三十六条 证券交易所应当建立市场准入制度,并根据证券法规的规定或者证监会的要求,限制或者禁止特定证券投资者的证券交易行为。

除上述情况外,证券交易所不得限制或者禁止证券投资者的证券买卖行为。

第三十七条 证券交易所及其会员应当妥善保存证券交易中产生的委托资料、交易记录、清算文件等,并制定相应的查询和保密管理措施。

证券交易所应当根据需要制定上述文件的保存期,并报证监会批准。重要文件的保存期



应当不少于二十年。

第三十八条 证券交易所应当保证其业务规则得到切实执行,对违反业务规则的行为要及时处理。

对国家有关法律、法规、规章、政策中规定的有关证券交易的违法、违规行为,证券交易所负有发现、制止和上报的责任,并有权在职责范围内予以查处。

第三十九条 证券交易所应当建立符合证券市场监督管理和实施监控要求的计算机系统,并设立负责证券市场监管工作的专门机构。

证监会可以要求证券交易所之间建立以市场监管为目的信息交换制度和联合监管制度,共同监管跨市场的不正当交易行为,控制市场风险。

## 第六章 证券交易所对会员的监管

第四十条 证券交易所应当制定具体的会员管理规则。其内容包括:

- (一)取得会员资格的条件和程序;
- (二)席位管理办法;
- (三)与证券交易和清算业务有关的会员内部监督、风险控制、电脑系统的标准及维护等方面的要求;
- (四)会员的业务报告制度;
- (五)会员所派出市代表在交易场所内的行为规范;
- (六)会员及其出市代表违法、违规行为的处罚;
- (七)其他需要在会员管理规则中规定的事项。

第四十一条 证券交易所接纳的会员应当是有关部门批准设立并具有法人地位的境内证券经营机构。

第四十二条 证券交易所决定接纳或者开除会员应当在决定后的五个工作日内向证监会备案;决定接纳或者开除正式会员以外的其他会员应当在履行有关手续五个工作日之前报证监会备案。

第四十三条 证券交易所必须限定交易席位的数量。证券交易所设立普通席位以外的席位应当报证监会批准。证券交易所调整普通席位和普通席位以外的其他席位的数量,应当事先报证监会批准。

第四十四条 证券交易所应当对会员取得的交易席位实施严格管理。会员转让席位必须按照证券交易所的有关管理规定由交易所审批。严禁会员将席位全部或者部分以出租或者承包等形式交由其他机构和个人使用。

第四十五条 证券交易所应当根据国家关于证券经营机构证券自营业务管理的规定和证券交易所业务规则,对会员的证券自营业务实施下列监管:

- (一)要求会员的自营买卖业务必须使用专门的股票账户和资金账户,并采取技术手段严格管理;
- (二)检查开设自营账户的会员是否具备规定的自营资格;
- (三)要求会员按月编制库存证券报表,并于次月5日前报送证券交易所;
- (四)对自营业务规定具体的风险控制措施,并报证监会备案;

(五)每年 6 月 30 日和 12 月 31 日过后的 30 日内向证监会报送各家会员截止该日的证券自营业务情况;

(六)其他监管事项。

第四十六条 证券交易所应当在业务规则中对会员代理客户买卖证券业务做出详细规定,并实施下列监管:

(一)制定会员与客户所应签订的代理协议的格式并检查其内容的合法性;

(二)规定接受客户委托的程序和责任,并定期抽查执行客户委托的情况;

(三)要求会员每月过后 5 日内就其交易业务和客户投诉等情况提交报告,报告格式和内容  
由证券交易所报证监会批准后颁布。

第四十七条 证券交易所每年应当对会员的财务状况、内部风险控制制度以及遵守国家有关法规和证券交易所业务规则等情况进行抽样或者全面检查,并将检查结果上报证监会。

第四十八条 证券交易所有权要求会员提供有关业务的报表、账册、交易记录及其他文件、资料。

第四十九条 证券交易所会员应当接受证券交易所的监督管理,并主动报告有关问题。

第五十条 证券交易所可以根据证券交易所章程和业务规则对会员的违规行为进行制裁。

## 第七章 证券交易所对上市公司的监管

第五十一条 证券交易所应当根据有关法律、行政法规的规定制定具体的上市规则。其内容包括:

(一)证券上市的条件、申请和批准程序以及上市协议的内容及格式;

(二)上市公告书的内容及格式;

(三)上市推荐人的资格、责任、义务;

(四)上市费用及其他有关费用的收取方式和标准;

(五)对违反上市规则行为的处理规定;

(六)其他需要在上市规则中规定的事项。

第五十二条 证券交易所应当与上市公司订立上市协议,确定相互间的权利义务关系。上市协议的内容与格式应当符合国家有关法律、法规、规章、政策的规定,并报证监会备案。

交易所与任何上市公司所签上市协议的内容与格式均应一致,确需与某些上市公司签署特殊条款时,报证监会批准。

上市协议应当包括下列内容:

(一)上市费用的项目和数额;

(二)证券交易所为公司证券发行、上市所提供的技术服务;

(三)要求公司指定专人负责证券事务;

(四)上市公司定期报告、临时报告的报告程序及回复交易所质询的具体规定;

(五)股票停牌事宜;

(六)协议双方违反上市协议的处理;

(七)仲裁条款;

(八)证券交易所认为需要在上市协议中明确的其他内容。

第五十三条 证券交易所应当建立上市推荐人制度,保证上市公司符合上市要求,并在上市后由上市推荐人指导上市公司履行相关义务。

证券交易所应当监督上市推荐人切实履行业务规则中规定的相关职责。上市推荐人不按规定履行职责的,证券交易所所有权根据业务规则的规定对上市推荐人予以处分。

第五十四条 证券交易所应当根据证监会统一制定的格式和证券交易所的有关业务规则,复核上市公司的配股说明书、上市公告书等与募集资金及证券上市直接相关的公开说明文件,并监督上市公司按时公布。证券交易所可以要求上市公司或者上市推荐人就上述文件做出补充说明并予以公告。

第五十五条 证券交易所应当督促上市公司按照规定的报告期限和证监会统一制定的格式,编制并公布年度报告、中期报告,并在其公布后进行检查,发现问题应当根据有关规定及时处理。证券交易所应当在报告期结束后二十个工作日内,将检查情况报告证监会。

第五十六条 证券交易所应当审核上市公司编制的临时报告。临时报告的内容涉及《公司法》、国家证券法规以及公司章程中规定需要履行审批程序的事项,或者涉及应当报证券委、证监会批准的事项,证券交易所应当在确认其已履行规定的审批手续后,方可准予其公布。

第五十七条 出现以下情况之一的,证券交易所应当暂停上市公司的股票交易,并要求上市公司立即公布有关信息:

- (一)该公司股票交易发生异常波动;
- (二)有投资者发出收购该公司股票的公开要约;
- (三)上市公司依据上市协议提出停牌申请;
- (四)证监会依法作出暂停股票交易的决定时;
- (五)证券交易所认为必要时。

第五十八条 证券交易所应当设立上市公司股东持股情况的档案资料,并根据国家有关法律、法规、规章、政策对股东持股数量及其买卖行为的限制规定,对上市公司股东在交易过程中的持股变动情况进行即时统计和监督。上市公司股东因持股数量变动而产生信息披露义务的,证券交易所应当在其履行信息披露之前,限制其继续交易该股票,督促其及时履行信息披露义务,并立即向证监会报告。

第五十九条 证券交易所应当采取必要的技术措施,将上市公司尚未上市流通股份与其已上市流通股份区别开来。未经证券委批准,不得准许尚未上市流通股份进入交易系统。

第六十条 证券交易所应当采取必要的措施,保证上市公司董事、监事、经理不得卖出本人持有的本公司股票。

第六十一条 上市公司应当建立上市公司信息统计系统,并按照交易所的要求及时报送、公布有关统计资料。

第六十二条 证券交易所对上市公司未按规定履行信息披露义务的行为,可以按照上市协议的规定予以处理,并可以就其违反证券法规的行为提出处罚意见,报证监会予以处罚。

第六十三条 证券交易所应当比照本章的有关规定,对其他上市证券的发行人进行监管。

## 第八章 证券登记结算机构

第六十四条 证券交易所应当设立一个证券登记结算机构,为证券的发行和在证券交易所的证券交易活动提供集中的登记、存管、结算与交收服务。

第六十五条 证券登记结算机构的注册资本应当不低于一亿元人民币。

第六十六条 证券登记结算机构应当为证券市场提供安全、公平、高效的服务,并接受证券交易所对其业务活动的监督。

第六十七条 证券登记结算机构的业务范围和职能包括:

- (一)股权登记;
- (二)证券持有人名册登记和证券账户的设立;
- (三)记名证券的存管和过户;
- (四)证券交易所的所有上市品种交易后的结算与交收;
- (五)代理证券的还本付息或者权益分派及其他代理人服务;
- (六)实物证券的保管;
- (七)与上述业务有关的咨询、培训等服务;
- (八)证监会批准的其他业务。

第六十八条 证券登记结算机构应当在其职能范围内制定和修改章程和业务规则,报证监会批准后生效。

证券登记结算机构的总经理、副总经理应当经证监会进行资格确认。

第六十九条 证券登记结算机构应当建立为证券交易所的上市证券的交易提供集中的登记、存管、结算和交收服务的系统(以下简称结算系统),有必备的电脑、通讯设备,有完整的数据安全保护和数据备份措施,确保证券登记、存管、结算交收资料和电脑、通讯系统的安全。

第七十条 证券登记结算机构可以通过签订协议的方式委托其他证券登记结算机构代理上市证券的部分登记、存管、结算和交收服务。

第七十一条 证券登记结算机构应当与证券交易所签订业务协议,并报证监会备案。

第七十二条 证券交易所的会员为参加证券交易所交易市场的交易而缴存的清算头寸、清算交割准备金,应当由证券登记结算机构专项存储。证券登记结算机构应当在业务规则中明确上述资金的用途及收取标准,并对上述资金严格管理,不得挪作他用。

证券登记结算机构应当设立结算系统风险保证金,并建立一套完整的风险管理系统,保证证券交易与结算交收的连续性和安全性。结算系统风险保证金的构成和使用原则应当在证券登记结算机构的业务规则中做出明确规定。

第七十三条 证券登记结算机构应当依据与证券发行人签订的服务合同,定期或者不定期地向证券发行人提供证券持有人名册及其他有关资料。在无纸化发行和交易的条件下,证券登记结算机构提供的证券持有人名册是证明证券持有人权益的有效凭证。证券登记结算机构应当确保证券持有人名册的合法性、真实性和完整性。任何机构和个人不得伪造、篡改、损毁证券持有人名册及其他相关资料。

第七十四条 证券登记结算机构有权拒绝任何单位或者个人查询证券持有人名册及其相关资料,但下列情况除外:

- (一) 证券持有人本人或者委托经公证的受托人查询;
- (二) 依本办法第七十三条向证券发行人提供证券持有人名册及其他有关资料;
- (三) 证监会及其授权部门、人民法院、人民检察院及其他国家机关依照法律、法规的规定和程序进行的查询和取证。

第七十五条 证券登记结算机构应当按照证监会的规定,建立和健全本机构的业务、财务和安全防范等内部管理制度和工作程序,并报证监会备案。

证券登记结算机构应当妥善保存证券登记、存管、结算和交收业务中形成的原始凭证,根据需要制定保存期,并报证监会批准。重要文件的保存期应当不少于二十年。会计凭证和报表按财政部门的规定办理。

第七十六条 证券登记结算机构管理人员及工作人员的任职条件比照本办法第二十八条的规定执行。

第七十七条 证券登记结算机构申请歇业、解散,在根据法定程序办理手续的同时,应当报证监会备案。

## 第九章 管理与监督

第七十八条 证券交易所不得以任何方式转让其依照本办法取得的设立及业务许可。

第七十九条 证券交易所、证券登记结算机构的高级管理人员对其任职机构负有诚实信用的义务。

证券交易所、证券登记结算机构的总经理离任时,交易所理事会应当聘请地方审计局或者具有从事证券相关业务资格的会计师事务所进行总经理离任审计。交易所聘请的审计机构应当报证监会认可。

第八十条 证券交易所、证券登记结算机构的总经理、副总经理不得在任何营利性组织、团体和机构中兼职。证券交易所的非会员理事及其他工作人员不得以任何形式在证券交易会员公司兼职。

第八十一条 证券交易所、证券登记结算机构的高级管理人员及其他工作人员不得以任何方式泄露或者利用内幕信息,不得以任何方式从证券交易所的会员、上市公司获取利益。

第八十二条 证券交易所、证券登记结算机构的高级管理人员及其他工作人员在履行职责时,遇到与本人或者其亲属等有利害关系情形的,应当回避。具体回避事项由其章程、业务规则规定。

第八十三条 证券交易所、证券登记结算机构收取的各种资金和费用应当严格按照规定用途使用,并制定专项管理规则进行管理,不得挪作他用。

证券交易所的收支结余不得分配给会员。

上述各种费用的收取标准及收取方式应当报收费主管部门备案。

第八十四条 证券交易所、证券登记结算机构应当履行下列报告义务:

(一) 每一财政年度终了后三个月内向证监会提交经具有证券从业资格的会计师事务所审计的财务报告,同时抄送证券交易所所在地人民政府。

(二) 第一季度结束后十五日内,每一年度结束后三十日内,就业务情况、国家有关法律、法规、规章、政策的执行情况等向证监会提交季度、年度工作报告,同时抄送证券交易所所在地人

民政府。

(三)国家其他有关法律、法规、规章、政策及本办法其他条款中规定的报告事项。

(四)证监会要求的其他报告事项。

第八十五条 遇有重大事项,证券交易所应当随时向证监会报告,必要时报证券交易所所在地人民政府备案。

前款所称重大事项包括:

(一)发现证券登记结算机构、证券交易所会员、上市公司、证券投资者和证券交易所工作人员存在或者可能存在严重违反国家有关法律、法规、规章、政策的行为;

(二)发现证券市场中存在产生严重违反国家有关法律、法规、规章、政策行为的潜在风险;

(三)证券市场中出现国家有关法律、法规、规章、政策未作明确规定,但会对证券市场产生重大影响的事项;

(四)证券交易所因不可抗力导致停市,或者为维护证券交易正常秩序采取技术性停市措施;

(五)执行国家有关法律、法规、规章、政策过程中,需由证券交易所做出重大决策的事项;

(六)证券交易所认为需要报告的其他事项;

(七)证监会规定的其他事项。

第八十六条 证券交易所、证券登记结算机构应当根据证监会的要求,向证监会及证券交易所所在地人民政府提供证券市场信息、业务文件和其他有关数据、资料。

第八十七条 证监会有权要求证券交易所提供会员和上市公司的有关资料。

第八十八条 证监会有权要求证券交易所和证券登记结算机构对其章程和业务规则进行修改。

第八十九条 证监会有权派员监督检查证券交易所和证券登记结算机构的业务、财务状况,或者调查其他有关事项。

上述检查人员在执行检查任务时应当出示合法证明文件。

第九十条 证券交易所、证券登记结算机构涉及诉讼,上述机构的高级管理人员因履行职责涉及诉讼或者依照国家有关法律、法规、规章应当受到解除职务的处分时,证券交易所应当及时向证监会报告。

## 第十章 罚 则

第九十一条 证券交易所违反本办法第十二条的规定,从事与其职能无关的业务,由证监会限期改正;构成犯罪的,由司法机关依法追究刑事责任。

第九十二条 证券交易所违反本办法第十三条和第十四条规定的,由证监会责令停止该交易品种的交易,并对交易所有关负责人给予纪律处分。

第九十三条 证券交易所违反本办法规定,在监管工作中不履行职责,或者不履行本办法规定的有关报告义务,由证监会责令限期改正,并给予通报批评。后果严重,影响证券交易活动正常开展,证监会有权责令证券交易所限期停业整顿,并报证券委备案。

第九十四条 证券登记结算机构违反本办法规定,证监会可以责令证券交易所按证券交易所与证券登记结算机构签订的业务协议对证券登记结算机构进行处罚,或者由证监会按照

国家有关规定进行处罚。

第九十五条 证券交易所存在下列情况时,由证监会对有关高级管理人员视情节轻重分别给予警告、记过、记大过、撤职等行政处分,并责令证券交易所对有关的业务部门负责人给予纪律处分;造成严重后果的,由证监会按本办法第二十九条的规定处理;构成犯罪的,由司法机关依法追究有关责任人员的刑事责任:

(一)对国家有关法律、法规、规章、政策和证券委、证监会颁布的制度、办法、规定不传达、不执行;

(二)对工作不负责任,管理混乱,致使有关业务制度和操作规程不健全、不落实;

(三)对证监会的监督检查工作不接受、不配合;对工作中发现的重大隐患、漏洞不重视、不报告、不及时解决;

(四)对在证券交易所内发生的违规行为未能及时采取有效措施予以制止或者查处不力。

第九十六条 证券交易所的任何工作人员有责任拒绝执行任何人员向其下达的违反国家有关法律、法规、规章、政策和证券交易所有关规定的工作任务,并有责任向其更高一级领导和证监会报告具体情况。没有拒绝执行上述工作任务,或者虽拒绝执行但没有报告的,要承担相应责任。

第九十七条 证券交易所会员、上市公司违反国家有关法律、法规、规章、政策和证券交易所章程、业务规则的规定,并且证券交易所没有履行规定的监督管理责任的,证监会有权按照本办法的有关规定,追究证券交易所和证券交易所有关高级管理人员和直接责任人的责任。

第九十八条 证券交易所应当在其职责范围内,及时向证监会报告其会员、上市公司及其他人员违反国家有关法律、法规、规章、政策的情况;国家有关法律、法规、规章授权由证券交易所处罚,或者按照证券交易所章程、业务规则、上市协议等证券交易所可以处罚的,证券交易所有权按照有关规定予以处罚,并报证监会备案;国家有关法律、法规、规章规定由证监会处罚的,证券交易所可以向证监会提出处罚建议。

证监会可以要求证券交易所对其会员、上市公司进行处罚。

第九十九条 证券交易所、证券交易所会员、上市公司违反本办法规定,直接责任人和直接责任人有直接利害关系者因此而形成的非法获利或者避损,由证监会予以没收并处以相当于非法获利或者避损金额一至三倍的罚款。

## 第十一章 附 则

第一百条 本办法下列用语的含义:

(一)“上市”是指让券发行人经批准后将证券在证券交易所挂牌交易。

(二)“上市公告书”是指上市公司按照国家有关法律、法规、规章、政策和证券交易所业务规则的要求,于其证券上市前,就其公司及证券上市的有关事宜,通过指定的报刊向社会公众公布的信息披露文件。

(三)“上市费用”是指上市证券的发行人按照证券交易所的业务规则,就其证券上市向证券交易所交纳的费用。

(四)“上市推荐人”是指由证券交易所认可的、协助证券发行人申请其证券上市的证券交易所正式会员。

(五)“席位费”是指证券交易所会员按照证券交易所章程、业务规则向证券交易所交纳的交易席位使用费。

(六)“证券交易所高级管理人员”是指证券交易所的理事、总经理、副总经理和各专门委员会委员。

(七)“证券登记结算机构”是指由证券交易所设立的,不以营利为目的,为证券的发行和在证券交易所的证券交易活动提供集中的登记、存管、结算与交收服务的证券中介服务机构。

本办法未作定义的用语的含义,依照国家其他有关法律、法规、规章、政策中的定义确定。

第一百零一条 本办法由证券委负责解释。

第一百零二条 本办法自发布之日起施行。一九九三年七月七日证券委发布的《证券交易所管理暂行办法》同时废止。



## 附录十一 证券经营机构证券自营业务管理办法

### 第一章 总 则

第一条 为规范证券经营机构证券自营业务行为,维护证券市场秩序,保护投资者合法权益,根据国家有关法律和法规制定本办法。

第二条 证券经营机构从事证券自营业务,应当遵守本办法以及证券交易所、证券登记和清算机构的业务规则。

第三条 中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)负责本办法的监督执行。

证券交易所应当按照国家有关规定和交易所的业务规则对作为其会员的证券机构的证券自营业务活动进行监管。

第四条 本办法所称证券经营机构,是指依法设立并具有法人资格的证券公司和信托投资公司。

本办法所称证券专营机构,指前款所称证券公司;证券兼营机构指前款所称信托投资公司。

第五条 本办法所称证券自营业务,是指证券经营机构为本机构买卖上市证券以及证监会认定的其他证券的行为。

前款所称上市证券,是指在证券交易所挂牌交易的下列证券:

- (一)人民币普通股;
- (二)基金券;
- (三)认股权证;
- (四)国债;
- (五)公司或企业债券。

前款所称人民币普通股、基金券、认股权证以及证监会认定的其他证券统称为权益类证券。

### 第二章 自营资格

第六条 证券经营机构从事证券自营业务,应当取得证监会认定的证券自营业务资格并

领取证监会颁发的《经营证券自营业务资格证书》(以下简称“资格证书”)。

未取得证券自营业务资格的证券经营机构不得从事证券自营业务。

证券经营机构不得从事本办法第五条所称证券自营业务以外的证券自营业务。

第七条 证券经营机构申请从事证券自营业务,应当同时具备下列条件:

(一)证券专营机构具有不低于人民币 2000 万元的净资产,证券兼营机构具有不低于人民币 2000 万元的证券营运资金。

(二)证券专营机构具有不低于人民币 1000 万元的净资本,证券兼营机构具有不低于人民币 1000 万元的净证券营运资金。

本办法所称净资本的计算公式为:

净资本=净资产-(固定资产净值+长期投资) $\times$ 30%-无形及递延资产-提取的损失准备金-证监会认定的其他长期性或高风险资产

本办法所称净证券营运资金是指证券兼营机构专门用于证券业务的具有高流动性的资金。

(三)三分之二以上的高级管理人员和主要业务人员获得证监会颁发的《证券业从业人员资格证书》,在取得《证券业从业人员资格证书》前,应当具备下列条件:

(1)高级管理人员具备必要的证券、金融、法律等有关知识,近二年内没有严重违法违规行为,其中三分之二以上具有二年以上证券业务或三年以上金融业务工作经历;

(2)主要业务人员熟悉有关的业务规则及业务操作程序,近二年内没有严重违法违规行为,其中三分之二以上具有二年以上证券业务或三年以上金融业务的工作经历。

(四)证券经营机构在近一年内没有严重违法违规行为或在近二年内受到本办法规定的取消证券自营业务资格的处罚。

(五)证券经营机构成立并且正式开业已超过半年;证券兼营机构的证券业务与其他业务分开经营、分账管理。

(六)设有证券自营业务专用的电脑申报终端和其他必要的设施。

(七)证监会要求的其他条件。

第八条 符合第七条所列各项条件的证券经营机构申请取得从事证券自营业务资格须向证监会报送下列文件:

(一)证监会统一印制的《经营证券自营业务资格申请表》;

(二)机构批设机关颁发的《经营金融业务许可证(副本)》;

(三)工商行政管理部门颁发的《企业法人营业执照(副本)》;

(四)由机构批设机关核准的公司章程;

(五)证券自营业务内部管理制度情况说明;

(六)由具有从事证券业务资格的会计师事务所出具的上一年度末净资产或证券营运资金验资证明;

(七)由具备从事证券业务资格的会计师事务所审计的上一年度末资产负债表、损益表和财务状况变动表;

(八)法定代表人、主要负责人及主要业务人员的《证券业从业人员资格证书》或简历、专业证书等;

(九)上一年度经营证券业务情况说明。正式开业未超过一年的证券经营机构,应报送从

开业时起到上一年度末的经营证券业务情况说明；

(十)证监会要求的其他文件。

第九条 证监会自收到完整申请资料后的三十个工作日内对申请文件进行审查。经审查符合条件的,由证监会颁发资格证书;经审查不符合条件的,不予颁发资格证书,且半年内不予受理其重新申请。

第十条 资格证书自证监会签发之日起一年内有效,一年后自动失效。

第十一条 已取得资格证书的证券经营机构如需要保持其证券自营业务资格,应在资格证书失效前的三个月内,向证监会提出申请并报送第八条第七、八、九项和证监会要求的其他有关材料,经证监会审核通过后换发资格证书。

### 第三章 禁止行为

第十二条 证券经营机构从事证券自营业务,不得从事有关禁止证券欺诈行为的法规规定的内幕交易。

第十三条 证券经营机构从事证券自营业务,不得从事下列操纵市场的行为:

(一)以明示或默示的方式,约定与其他证券投资者在某一时间内共同买进或卖出某一种或几种证券。

(二)以自己的不同账户或与其他证券投资者串通在相同时间内进行价格和数量相近、方向相反的交易。

(三)在一段时间内频繁并且大量地连续买卖某种或某类证券并导致市场价格异常变动。

(四)有关禁止证券欺诈行为的法规规定的其他操纵市场行为。

第十四条 证券经营机构从事证券自营业务不得有下列行为:

(一)将自营业务与代理业务混合操作;

(二)以自营账户为他人或他人名义为自己买卖证券;

(三)委托其他证券经营机构代为买卖证券;

(四)证监会认定的其他违反自营业务管理规定的行为。

第十五条 上市公司或其关联公司持有证券经营机构 10% 以上的股份时,该证券经营机构不得自营买卖该上市公司的股票。

前款所称关联公司,由证监会依据国家有关法规认定。

第十六条 证券经营机构从事证券自营业务,应将买进或卖出的证券逐笔交由证券交易所指定的登记清算机构办理交割,不得以当日卖出或买进的同种证券抵充。

第十七条 证券经营机构从事证券自营业务,应当建立和完善内部监控机制,认真贯彻执行国家有关政策和法规,始终保持遵纪守法意识,防范和制止公司内部各种内幕交易、操纵市场、欺诈客户行为的发生。

### 第四章 风险控制

第十八条 证券专营机构负债总额与净资产之比不得超过 10 : 1,证券兼营机构从事证券业务发生的负债总额与证券营运资金之比不得超过 10 : 1。

第十九条 证券经营机构从事证券自营业务,其流动性资产占净资产或证券营运资金的比例不得低于 50%。

第二十条 证券经营机构证券自营业务账户上持有的权益类证券按成本价计算的总金额,不得超过其净资产或证券营运资金的 80%。

第二十一条 证券经营机构从事证券自营业务,持有一种非国债类证券按成本价计算的总金额不得超过净资产或证券营运资金的 20%。

第二十二条 证券经营机构买入任一上市公司股票按当日收盘价计算的总市值不得超过该上市公司已流通股总市值的 20%。

第二十三条 证券经营机构证券自营业务出现盈利时,该机构应按月就其盈利提取 5% 的自营买卖损失准备金,直至累计总额达到其净资本或净营运资金的 5% 为止。

前款所指自营买卖损失准备金用于弥补证券自营买卖损失之外,只能用于形成非股票类高流动性资产,不得用作其他用途。

第二十四条 证券经营机构从事证券自营业务,应当保持风险意识,贯彻稳健经营方针,防范各种风险因素,制定证券自营风险控制和每日风险自查制度,在内部设立专门机构和人员对风险状况进行检查。

第二十五条 证监会可根据有关情况的变化对第十八至二十三条规定的风险控制比例进行调整。

## 第五章 监督检查

第二十六条 证券经营机构从事证券自营业务,应当以公司名义建立证券自营账户,并报证监会备案。

第二十七条 证券经营机构同时经营证券自营与代理业务,应当将经营两类业务的资金、账户和人员分开管理,并将客户存入的保证金在二个营业日内存入指定银行的信托账户,将公司证券自营资金设立专门账户单独管理核算。

第二十八条 证监会对证券经营机构从事证券自营业务情况以及相关的资金来源和运用情况可进行定期或不定期的检查,并可要求证券经营机构报送其证券自营业务资料以及其他相关业务资料。

第二十九条 证监会和由证监会授予监管职责的地方证券期货监管部门对从事证券自营业务过程中涉嫌违反本办法和国家有关法规的证券经营机构,可进行调查,并可要求提供、复制或封存有关业务文件、资料、账册、报表、凭证和其他必要的资料。

对证监会和被授权的地方证券期货监管部门的检查和调查,证券经营机构不得以任何理由拒绝或拖延提供有关资料,或提供不真实、不准确、不完整的资料。在调查过程中,证券经营机构的主要负责人和直接相关人员不得以任何理由逃避调查。证监会和被授权的地方证券期货监管部门还可要求证券经营机构有关人员在指定时间和地点提供有关证据。

第三十条 证监会可聘请具有从事证券业务资格的会计师事务所、审计事务所等专业性中介机构,依据本办法有关条款并在证监会要求的事项内对证券经营机构从事证券自营业务情况进行稽核。

证券经营机构对前款所称稽核,应视同为证监会的检查并予以配合。

第三十一条 证券自营业务原始凭证以及有关业务文件、资料、账册、报表和其他必要的材料应当至少妥善保存七年。

## 第六章 罚 则

第三十二条 证券经营机构在取得资格证书前或在资格证书失效后从事或变相从事证券自营业务的,单处或并处警告、没收违法所得、三万元以上三十万元以下的罚款。

第三十三条 证券经营机构违反本办法第十八条、十九条、二十四条规定,又不作及时调整和建立相应风险控制制度的,处以警告,并限期纠正;在限期内仍达不到规定要求的,处以暂停自营业务资格半年至一年的处罚。

第三十四条 证券经营机构违反本办法第二十条、二十一条、二十二条规定,单处或并处警告、没收违法所得、三万元以上三十万元以下罚款,并限期纠正;在限期内仍达不到规定要求的,处以暂停自营业务资格半年至一年的处罚。

第三十五条 证券经营机构有下列行为之一的,视情节轻重,单处或并处警告、没收违法所得、三万元以上三十万元以下罚款、暂停自营业务半年至一年的处罚:

- (一)不接受、不配合证监会的检查、调查;
- (二)不按规定上报自营业务资料 and 情况报告;
- (三)由上市公司或其关联公司持有 10% 以上股份的证券经营机构自营买卖该上市公司的股票;
- (四)将自营业务与代理业务混合操作;
- (五)以自己名义为他人或以他人名义为自己买卖证券;
- (六)委托其他证券经营机构代为买卖证券;
- (七)其他违反自营业务管理法规的行为。

第三十六条 证券经营机构有下列行为之一的,视情节轻重,单处或并处警告、没收违法所得、五万元以上五十万元以下罚款、暂停自营业务半年至一年、取消自营业务资格,并在两年内不受理自营业务资格申请:

- (一)以欺骗或其他不正当手段获得证券自营业务资格;
- (二)从事或参与内幕交易和操纵市场行为。

第三十七条 证券经营机构屡次违反本办法,在一年的时间中受到警告、没收违法所得、罚款的处罚累计达三次以上,或受到暂停自营业务处罚累计达两次以上,取消自营业务资格,并在两年内不受理自营业务资格申请;情节严重的,可同时暂停或停止其他证券业务。

第三十八条 证券经营机构涉嫌严重违法违规或严重亏损,在被证监会或国家有关部门调查期间,可以暂停其证券自营业务资格,暂停时间最长不超过半年,并根据调查结论作相应处理。

## 第七章 附 则

第三十九条 本办法由证监会负责解释。

第四十条 除第二十条外,本办法各条款自公布之日起施行;第二十条自 1997 年 2 月 1 日起施行。

## 附录十二 中华人民共和国国债托管 管理暂行办法

中华人民共和国财政部

### 第一章 总 则

第一条 为了规范国债托管行为,保护国债投资人的合法权益,完善国债市场的监督机制,提高国债市场效率,特制定本办法。

第二条 本办法所称国债是指中华人民共和国财政部代表中央政府发行的以人民币支付的国家公债,包括具有实物券面的有纸国债和没有实物券面的记账式国债。

第三条 本办法所称国债托管,是指国债投资人基于对国债托管机构(以下简称托管人)的信任,将其所拥有的国债委托托管人进行债权管理、实物券面保管与权益监护的行为。

第四条 中华人民共和国财政部是全国国债托管业务的主管部门,审查确认托管人的资格,对其托管业务进行监管。各级财政部门有权对本地区的托管业务进行监管。

第五条 国债托管实行全国集中、统一管理的体制,财政部授权中央国债登记结算有限责任公司(以下简称中央公司)依本办法按照不以营利为目的的原则主持建立和运营全国国债托管系统,并实行自律性管理。

第六条 托管人在为投资者办理国债托管业务时应遵循诚信、安全、方便的原则。

第七条 在中华人民共和国境内从事国债托管活动,适用本办法。

### 第二章 托管关系人及其权利义务

第八条 记账式国债的托管关系在办理债权登记手续后即产生。实物国债的托管关系在托管客户按本办法和有关业务规则办理存券手续后产生。

第九条 托管客户(以下简称客户)是指委托托管人托管其国债的具有完全民事行为能力的自然人或法人。

第十条 客户的权利如下:

- (一)享受托管人提供的各项托管服务;
- (二)对进入已托管的国债拥有唯一的所有权、处置权和收益权;
- (三)有权随时根据规定的程序查询所托管国债的情况。

客户的义务如下:

- (一)按照本办法的规定履行托管手续和支付托管费用;
- (二)不得卖空国债;
- (三)遵循托管机构的规章制度。

第十一条 托管人包括中央公司及其认可的成员单位,中央公司的成员单位必须是经中国人民银行批准设立的下列金融机构:

除政策性银行以外的各类银行、各证券公司、可以从事有价证券经营业务的信托投资公司。

申请成为托管人的金融机构须符合以下条件:

- (一)具有法定最低限额以上的实收货币资本;
- (二)有能力且自愿履行本办法规定的有关托管人的各项义务;
- (三)在中国人民银行批准的经营范围内依法开展业务活动,在前三年中无违法和违章经营记录,具有良好的信誉;
- (四)在申请成为国债托管人之前,有参与国债一级市场和二级市场业务一年以上的良好经验。

第十二条 托管人的权利如下:

- (一)要求客户提交真实的资料文件;
- (二)扣押伪造、变造国债券;
- (三)监督、制止卖空国债等行为;
- (四)取得国债托管服务费用。

托管人的义务如下:

- (一)为客户提供本办法规定的各项托管服务,包括债权登记、实物国债的存券和提券、债券转账过户、代理还本付息以及为客户提供有关查询服务等;
- (二)设置账簿,及时准确记录托管事务的处理情况,保存完整的业务记录;
- (三)按主管部门的要求报送有关资料;
- (四)将自有国债和其它财产与客户代理托管的国债分别开设账户,予以分别管理,不得擅自挪用客户的国债;
- (五)切实保护客户国债的安全,对客户的国债托管账户记录的真实性与准确性负责。除不可抗力的因素外,须对因自身原因给客户造成的损失进行赔偿;
- (六)必须为客户保守商业秘密;
- (七)对客户送交托管的实物国债券的真实性进行鉴别,对送达实物国债保管库的实物国债券的真实性负责;
- (八)托管人停业整顿、解散、破产或被撤销时,不得损害客户的利益,并应协助新托管人接管托管事务。

第十三条 中央公司根据国债托管业务开展情况,制定全国国债托管系统各个托管环节的收费标准和收取办法,经财政部核准后实施。

### 第三章 托管体制

第十四条 中央公司依据本办法及国债市场管理的法律法规和行政法规负责全国国债托

管系统的日常业务,其它托管人均为该系统的成员单位(以下简称成员单位),所有国债托管业务均通过中央公司的全国国债托管系统办理。

第十五条 中央公司负责根据本办法制定和修改全国国债托管系统国债托管的业务规则,报经财政部核准后实施。

第十六条 中央公司依据本办法第十一条规定和公司章程,对申请成为成员单位托管人的资格等情况进行审查,并报财政部核准。

对已成为成员单位的机构,由中央公司对它们的国债托管业务进行统一组织协调。

第十七条 成员单位直接在中央公司开立托管账户;经中央公司同意的机构客户,也可在中央公司开立托管账户;其它客户在中央公司成员单位处开立托管账户。

## 第四章 托管账务管理

第十八条 托管人根据合法的国债债权载明依据办理国债托管业务。

有纸国债券以财政部统一印制的具有实物券面的人民币国债券为准;记账式国债以发行结束时经财政部确认的债权证明文件或财政部确认的托管系统合法账户余额的证明文件为准。

第十九条 国债进入托管系统后,托管人按规定为客户设置并管理的托管账户所载明的余额是客户拥有国债数额的唯一法定依据。

第二十条 中央公司负责建立国债托管系统的账务管理体系,保证账务体系的正常运作。

第二十一条 托管人应按客户名称及国债品种建立国债托管明细账、分类账和总账,保持各账记录的及时性、准确性及账与账之间相互关系的正确性,并定期与客户对账。

中央公司应于每月10日前将上月与其成员的对账结果汇总上报财政部。

第二十二条 托管人在接受客户委托,为其办理国债托管手续后,须向客户开具能够证明该客户托管账户余额的托管凭证。

托管凭证由财政部监制,以中央公司的名义统一印制,任何其它机构或个人不得以任何名义印发。

托管凭证不能用于抵押和买卖流通转让。

第二十三条 中央公司可根据业务需要,按国家标准,对国债及相关业务实行统一编码,报财政部批准后及时公告社会,供各交易场所和投资人参与国债市场时使用。

## 第五章 实物国债保管库管理

第二十四条 客户办理实物国债的托管手续后,实物券入库存管,其债权采用簿记方式进行管理。

第二十五条 托管人保证所托管的同种实物国债券面值总额一致性。但不必是原托管的实物国债券。

第二十六条 中央公司统一管理实物国债保管库(以下简称保管库),并履行以下职责:

- (一)委托符合条件的金融机构担任保管库代理人,并报经财政部核准;
- (二)制定保管库业务规则,报财政部核准后实施;



(三)对保管库的业务运作进行监督、稽核,对保管库的安全性和服务质量负责。

第二十七条 保管库代理人的权利如下:

(一)拒绝保管伪造、变造国债券;

(二)取得保管费用。

保管库代理人的义务为:

(一)确保所保管的国债券的安全;

(二)根据中央公司的指令对库存国债进行业务处理,不得挪用或出借所保管的国债;

(三)建立严格的国债券出入库制度,按实物券种类分别登记入账,确保“账实相符”;

(四)按中央公司要求定期提交库存国债汇总表和明细表。

第二十八条 提取实物国债时,客户凭托管凭证到托管人处办理提券手续,托管人持中央公司出具的出库单在保管库代理人处办理提券手续。

## 第六章 法律责任

第二十九条 在本办法界定的业务范围内,托管人和保管库代理人对于客户所托管国债券的安全性、转让过户的及时性与正确性负责。如果由于中央公司、成员单位或其分支机构托管库的原因,造成客户所托管债券的损失或未能及时过户、转库的,由负有直接责任的托管机构首先赔偿客户的经济损失,并视情节轻重,由主管机关对其予以处罚。

第三十条 伪造、变造托管凭证没有非法所得的,由主管机关给予警告,并处以 1 万元以下的罚款;有非法所得的,由主管机关给予警告,并处以 3 万元以下的罚款;构成犯罪的,提交司法机关依法追究刑事责任。

第三十一条 因托管人出具的托管凭证超出客户实有债券数额或因保管库代理人提供虚假账表等原因造成国债卖空的,由主管机关给予警告,并对托管人处以 3 万元以下的罚款,对直接责任人处以 1 万元以上 3 万元以下的罚款。构成犯罪的,提交司法机关依法追究刑事责任。中央公司经财政部同意可取消上述机构的托管人或保管库代理人资格。

第三十二条 托管人擅自挪用客户国债的,保管库代理人擅自用所保管的实物国债的,除令其退还或补足库存、赔偿损失外,由主管机关给予警告,并对托管人处以 3 万元以下的罚款,对直接责任人处以 1 万元以上 3 万元以下的罚款。构成犯罪的,依法追究刑事责任。经财政部同意,中央公司对上述机构可取消托管人或保管库代理人的资格。

第三十三条 进行国债卖空的,由主管机关没收其非法所得,并处以 3 万元以下的罚款,对直接责任人处以 1 万元以上 3 万元以下的罚款。

第三十四条 对于上述罚款规定,视具体情节,由主管机关报经国务院批准后,罚款可以超过上述限额。

## 第七章 附 则

第三十五条 本办法由财政部负责解释。

第三十六条 本办法自发布之日起实施。