

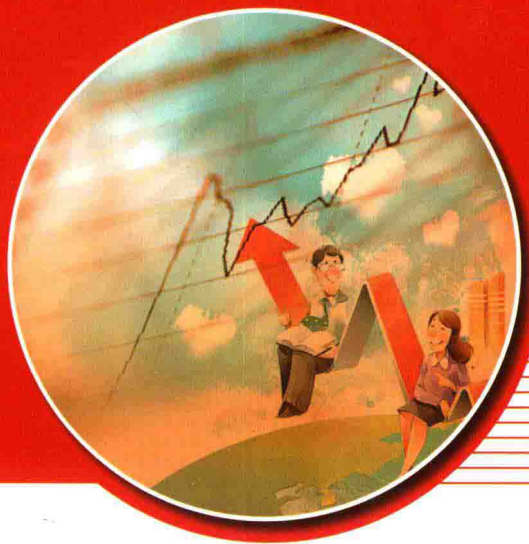
• 金融市场与风险管理系列教材 •

第二版

固定收益证券

龚仰树 主编

Securities



上海财经大学出版社

金融市场与风险管理系列教材

固定收益证券

(第二版)

龚仰树 主编



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

固定收益证券/龚仰树主编. —2版. —上海:上海财经大学出版社,
2017.10

(金融市场与风险管理系列教材)

ISBN 978-7-5642-2746-3/F·2746

I. ①固… II. ①龚… III. ①证券投资-高等学校-教材
IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 105080 号

☐ 责任编辑 台啸天

☐ 封面设计 张克瑶

GU DING SHOU YI ZHENG QUAN

固 定 收 益 证 券

(第二版)

龚仰树 主编

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海译文印刷厂印刷

上海淞杨印刷厂装订

2017 年 10 月第 2 版 2017 年 10 月第 1 次印刷

787mm×960mm 1/16 20.5 印张 436 千字

印数: 3 001—5 000 定价: 49.00 元

前 言

教材以固定收益证券为分析对象,债券是其中最主要的内容,占据了大部分篇幅。

在我国证券市场的发展过程中,固定收益证券作为证券市场上的一个大类产品,也是同步发展的。自 20 世纪 80 年代初期和后期我国先后恢复债券发行、开展债券交易以来,固定收益证券一直是我国证券市场上不可缺少的组成部分。伴随着其在社会经济体系中的地位不断提高,“固定收益证券”成为许多高等学校经济管理专业的必修课程或选修课程。

我从事“固定收益证券”课程教学多年。我认为,在我国的高等教育中,这门课程所需要的教材,应该既能描绘固定收益证券在市场中的运作特征,又能展示有关固定收益证券的一般原理,这样才能满足为我国经济建设培养专门管理人才的需要。因此,在教材的论述中,我们一方面着眼于我国在这一领域实务操作的归纳,另一方面也注意进行理论依据的分析。我们相信,贯彻理论与实际相结合的原则,将会拓展教材适用范围。如果这本教材既能适应高等学校的教学需要,又能成为实务部门的参考资料,则实现了我们编写的初衷。

2012 年这本教材有了第一版,最近几年,我国固定收益证券领域有了快速发展。根据变化的情况,我们对教材进行更新,补充了新的资料,修订了第一版中的疏漏。

教材第二版在体系上与第一版相同,一共分为三个部分:第一部分是基础知识与债券运行,包括第一章概览、第二章债券发行和偿还、第三章债券流通;第二部分是债券计量和投资管理,包括第四章债券定价、第五章债券收益、第六章债券风险、第七章债券投资;第三部分是固定收益证券产品,包括第八章政府债券、第九章企业债券和金融债券、第十章

优先股和资产证券化。

在编写过程中,我们参阅了许多文献,汲取了大量的成果,丰富了本教材的内容。其中有些在书中脚注和参考文献里列出,但还是有一些无法一一明示。在此我们特向所有这些成果的作者表示感谢。本教材的编写除了我本人外,还有以下人员参加了编写工作:董烈刚参与了第一版第四章和第五章部分内容的初稿撰写,辛明磊参与了第一版第五章、第六章和第七章部分内容的初稿撰写,靳轲参与了第一版第九章部分内容的初稿撰写,刘先行参与了第一版第十章部分内容的初稿撰写。第二版的修订都由我本人完成。

由于我们能力有限,教材中难免会存在错误、遗漏和不当之处,希望专家、读者指正,不胜感激。

龚仰树

2017年4月

于上海财经大学毓秀楼

目 录

前言	1
第一章 概览	1
第一节 概念与特征	1
第二节 债券的要素与过程	12
第三节 债券的种类	23
复习题	31
第二章 债券发行和偿还	33
第一节 债券发行概述	33
第二节 债券发行方式	36
第三节 债券发行条件、程序和中介机构	47
第四节 债券的偿还	54
第五节 债券评级	63
复习题	65
第三章 债券流通	66
第一节 债券流通概述	66
第二节 债券现券交易	72

第三节 债券回购交易	83
第四节 债券衍生工具交易	89
复习题	106
第四章 债券定价	107
第一节 货币时间价值	107
第二节 普通债券定价	115
第三节 债券定价影响因素和定价定理	122
第四节 含权债券定价	130
复习题	139
第五章 债券收益	140
第一节 债券收益构成和影响因素	140
第二节 收益率的衡量	143
第三节 我国债券市场收益率公式	154
第四节 收益率曲线	158
复习题	170
第六章 债券风险	171
第一节 债券投资风险的含义和种类	171
第二节 债券价格的波动性	179
第三节 久期	186
第四节 凸度	197
复习题	203
第七章 债券投资	204
第一节 债券投资管理步骤和技巧	204
第二节 消极型债券投资策略	213
第三节 积极型债券投资策略	223
复习题	231

第八章 政府债券.....	232
第一节 政府债券的构成、特点及效应	232
第二节 国债发展历史.....	239
第三节 我国国债的发展.....	244
第四节 我国地方债的发展.....	262
复习题.....	264
第九章 企业债券和金融债券.....	265
第一节 企业债券.....	265
第二节 可转换公司债券.....	275
第三节 金融债券.....	285
复习题.....	293
第十章 优先股和资产证券化.....	294
第一节 优先股.....	294
第二节 资产证券化.....	300
复习题.....	316
参考文献.....	317

第一章 概 览

本章作为导论,是基础知识的引入,因此,我们首先要阐明固定收益证券的含义。由于债券是固定收益证券中最主要的品种,所以接下来要进一步了解债券的含义和特征。在此基础上,说明债券的基本要素和种类。通过讲述这些内容,我们试图给读者勾画出一个有关固定收益证券的体系,并着重让读者了解债券这一金融产品。

第一节 概念与特征

本节是对固定收益证券、债券等基本概念的介绍,也包括对它们所具有的特征的描述。这些内容是本学科最基础的知识,是学习的起点。

一、固定收益证券的含义与种类

固定收益证券是证券的一种,因此有必要先从证券说起。

(一) 证券的含义

证券是商品经济发展的产物,并随着商品经济的发展而发展起来。在 15 世纪和 16 世纪,人类社会历史加快了从中世纪向近代社会迈进的步伐,以自给自足为特征的自然经济逐步向商品经济转变,商品关系逐渐渗入到社会经济活动之中。伴随着这种发展,生产者(以及商人)之间的信用关系也同时发展,商业票据便由此产生。到 16 世纪末,最早的股份公司诞生。以后,股份公司广泛设立,又带来了股票的大量问世。再从历史上考察,债券的出现还要早于股票。在 16 世纪和 17 世纪欧洲资本主义工场手工业时期,政府发行债券的方式已经流行,后来企业也利用了债券这一融资方式。

历史演变到现代,证券一直相伴随。目前,世界各国都在经济领域广泛利用证券形式,新品种也时有出现。

再回到一般意义上来认识证券。证券是以证明或设定权利为目的所作成的凭证^①。显然,证券代表了某种权利,而且是通过一定的券面形式来表示这种权利^②。如果从经济学角度看,证券代表的权利是特定的。证券是各类财产所有权或债权凭证的通称,是用来证明证券持有人有权取得相应权益的凭证^③。因此,证券是证明经济权益的法律凭证,它确立和代表对财产的法定权利。

在经济界,对证券范围的认识有广义和狭义的理解。从比较宽泛的意义上看,证券范围十分广阔,比如,存货单、取货单、货运单、借据、合同等,都合法地证明和代表着一定的权利或利益,因此都可以归属证券范畴。但是从一般意义上看,证券则约定能够在市场上公开流通转让的票据、股票和债券等种类之内。在实际经济活动中,还有人将证券限于更狭窄的范围,仅指能够在资本市场上交易的股票和债券。图 1-1 显示了以广义证券为基础的分类结构^④,图 1-2 显示了以狭义证券为基础的分类结构。

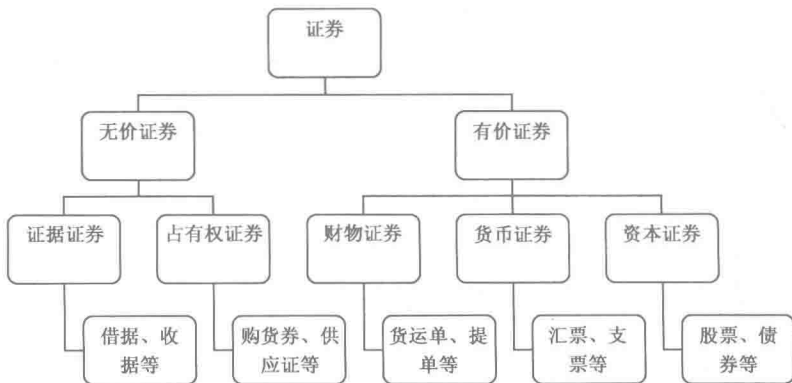


图 1-1 广义证券的分类

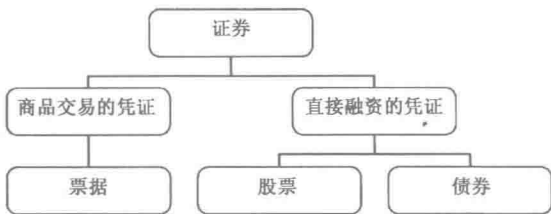


图 1-2 狭义证券的分类

① 辞海编辑委员会. 辞海[M]. 上海:上海辞书出版社,2009.

② 其实证券发展到现阶段,许多品种已经实现无纸化了,就不再采用纸质的券面形式。

③ 陈共,周升业,吴晓求. 证券与证券市场[M]. 北京:中国人民大学出版社,1996.

④ 萧灼基. 中国证券全书[M]. 北京:中国商业出版社,1995.

无价证券与有价证券相对应,它是指证券本身不能使持券人或第三者取得一定收入的证券。无价证券分为两类,分别是证据证券和占有权证券。证据证券是作为既定事实的证明凭证,如借据、收据等;占有权证券是单纯证明持券人或第三者是某种私权的合法占有者的书面凭证,如购货券、供应证等。

有价证券更多地和我们日常经济生活相联系,它是指具有一定票面金额、代表财产所有权或债权的凭证。与无价证券相比,有价证券有两个基本特征:一是表示财产权,券面上载明财产的内容;二是证券所代表的财产权和证券不可分离,在享用权利和转移财产时需提供或交付证券作为依据。有价证券分为三类,分别是财物证券、货币证券和资本证券。财物证券是指代表对一定量商品请求权的凭证,如货运单、提单等;货币证券是指可以转化为货币索取权的凭证,如汇票、支票等;资本证券是指代表资本所有权或收益分配请求权的凭证,如股票、债券等。

资本证券通常是由金融投资或与金融投资有直接联系的活动所产生,金融投资是经济主体为了取得收益而将收入转化为股票、债券等金融资产的行为,所以资本证券一般会因持券人对证券本身的拥有而取得一定的收益,尽管这种收益可能是不确定的。金融投资需要有证券市场这样的经济环境,证券市场可以为资本证券的发行和流通提供基本条件,因此,人们通常所称的证券主要是指资本证券。

(二) 固定收益证券的含义和特征

证券的种类繁多,可以从不同的角度来区分,上面的有价证券与无价证券就是一种,而有价证券如上所述还可以进一步细分。其他的证券分类如:按发行主体,可以分为政府证券、公司证券和金融证券;按是否上市,可以分为上市证券和非上市证券;按发行地域,可以分为国内证券和国际证券;按募集方式,可以分为公募证券和私募证券;等等。我们不再对这些证券分类作进一步的描述,而将集中讨论本教材的主题——固定收益证券。

1. 固定收益证券的含义

在我国改革开放之初发展证券市场的早期,固定收益证券这一名词并未出现在日常的经济生活中。到20世纪90年代后期,随着越来越多的西方经济理论被引进,以及我们更多地了解了发达国家的证券市场制度,固定收益证券在我国经济中出现的频率就多了起来。

顾名思义,固定收益证券会被理解为那些未来收益将固定不变的证券。实际上,在现在西方国家,许多未来收益有可能发生变化的证券也被称之为固定收益证券。最初,债券之所以被称为固定收益证券,基本的理由是债券在其期限内将提供固定的货币流量。比如,一张面值100元、期限3年、年利率5%、每年付息一次的债券,如果持有到期,则未来的货币流量将是固定的,分别是1年后的5元、2年后的5元和3年后的105元。但债券市场发展到现在阶段,已经有许多债券不适用这种固定货币流量的框架,它们所提供的货币流量可能会随某种因素的变动而变动。所以,“固定收益”在这里已经变成了一个不太精确的名词,从某种程度上讲,固定收益证券所指的是一个相对笼统的范畴。其实,在西方

有些关于固定收益证券比较经典的教科书中,也没有给出固定收益证券的严密定义^①。

依我们的看法,固定收益证券是指其发行人未来向其持有人支付的货币流量将符合某种合约规定的证券。

理解这一定义可以按层次逐步推进:第一,固定收益证券代表了其持有人的一种权利。正如证券代表了某种权利一样,固定收益证券也表明其持有人有权取得相应的权益。第二,固定收益证券发行人未来要支付一定的货币流量。实际上,固定收益证券持有人的权益,就是对固定收益证券发行人未来支付货币流量的要求权。当然,这种要求权的前提,是因为固定收益证券发行人先前取得了固定收益证券的本金。第三,固定收益证券发行人未来支付的货币流量要符合某种合约规定。比如,债券发行人在债券期限内要按照预先的借款规定向债券所有人支付利息并最终偿还本金。而且,这种未来支付货币流量的合约规定,应该在固定收益证券发行前被固定收益证券的发行对象所了解。第四,固定收益证券发行人未来支付的货币流量并不一定是固定不变的。尽管固定收益证券发行人未来要向持有人支付一定的货币流量,但货币流量的数额是有可能变化的,不过如何变化以及变化的依据也必须是发行前就规定好的。一个典型的例子是浮动利率债券,这种债券在不同时期支付的利息数额有可能不一样,但其数额大小的计算办法在债券发行时已经规定了。

2. 固定收益证券的特征

根据上述固定收益证券的定义,可以得知,固定收益证券最显著的特征就是其货币流量的确定性,即固定收益证券的持有人未来在该证券上获得的货币流量是预先通过合约规定而确定的。

我们可以将债券与普通股进行对比。债券是最典型的固定收益证券,普通股则不具有固定收益证券的特征。当然,债券与普通股的区别有许多方面,比如它们的权利不同、目的不同、期限不同、收益不同、风险不同,等等。但是从固定收益证券的特征看,则表现为未来货币流量的确定性不同。

债券在发行之前,债券发行人已经向债券发行对象公布了本次债券的票面利率^②。有些债券的票面利率由债券发行人自己制定,有些债券的票面利率通过债券发行人向债券承销商的招标确定。但不管用何种方式,债券票面利率都是预先规定的。从而,债券未来的利息支付就由债券票面利率与债券面值的乘积所确定。

普通股则呈现另一种情况,股份公司发行普通股并没有承诺将来一定要按期向股东分配股息。实际上,股份公司对于普通股股东是否发放股息,前提条件取决于股份公司的业绩情况。如果股份公司经营有方,实现盈利,就可以向普通股股东支付一定数额的股息;反过来,如果股份公司运作不佳,出现亏损,就无法向普通股股东支付股息。另外,即

^① 弗兰克·J.法博齐编著的《固定收益证券手册》是美国有关固定收益证券方面的经典教科书,其中也没有对固定收益证券下直接的定义。

^② 对于贴现债券来说,虽然没有票面利率,但发行价格是预先规定的。

使股份公司有盈利,是否发放股息或发放多少还要根据公司未来的发展规划来决定。

所以,持有固定收益证券,意味着拥有比较确定的未来货币流量。对固定收益证券购买人承诺的未来支付的货币流量,代表着固定收益证券发行人相应的契约义务。如果这些义务未被履行,就构成了固定收益证券发行人的违约。

(三)固定收益证券的种类

固定收益证券的具体品种很多,而且随着社会经济的发展、金融市场的深化,新的固定收益证券品种还会继续出现,但从现阶段各个国家的情况看,固定收益证券主要包含如下大类:

1. 债务证券类

这里的债务证券主要是指债券。债券是固定收益证券的典型类型,在有关固定收益证券的书籍中,主要讨论的内容就是债券。本教材在后面的大部分章节,也主要针对债券进行阐述。

我们认为,人们之所以将固定收益证券与债券挂钩,原因可能来自两个方面:第一,从债券登上历史舞台起,最基本的债券品种所提供的利息和本金就具有固定的货币流量的特征,也由于这一特征,出现了固定收益证券的名称。在当今社会,尽管有些债券的利息不一定再是一个固定的数额,但利息的发放一定是符合了举债时制定的规则。因此,固定收益证券一开始就与债券联系在一起,并一直相伴至今。第二,在资本市场中,债券与股票一起,构成了最基本的交易工具。或者说,债券和股票是资本市场的两大主流品种。前面已经提到,在历史上,债券的出现甚至还要早于股票。而到了当代,债券的地位依然十分重要^①。在固定收益证券领域,尽管现阶段存在着一些非债务证券类的固定收益证券,但毫无疑问,债券一直是该领域的主流品种。

其实,在金融工具不断创新的现代社会,债券的品种已经大大丰富,不但出现了未来提供的货币流量不再固定的债券,甚至还出现了未来提供的货币流量不再确定的债券^②。但不管如何,债券作为固定收益证券的代表,还是被人们一致公认的。

2. 股权证券类中的优先股

股权证券指的是股票。股票的基本品种是普通股,但普通股并不属于固定收益证券。当我们将债券归于固定收益证券时,正是将其与普通股进行比较的。股票中还有一个品种是优先股,优先股则属于固定收益证券。

优先股之所以是固定收益证券的一个种类,也是因为其未来的货币流量是确定的。股票与债券不同,债券有规定的偿还期,而股票没有期限,没有约定的到期日。股票期限上的永久性,就是表现为股份公司不对股东偿还本金,股东也无权提出退股索回股本的要

^① 以我国为例,根据《中国证券期货统计年鉴》(2013)显示的数据计算,在本世纪“十五”和“十一五”时期,我国债券全市场发行额(包括银行间市场和交易所市场)分别是股票筹资金额(包括首发和再筹资)的28.5倍和14.0倍。

^② 浮动利率债券未来提供的利息流量是可能变动的,可转换债券未来提供的货币流量因赎回条款、回售条款、行使转股权等因素影响而可能变得不确定了。

求。因此,如果不考虑卖出债券或股票的话,债券未来提供的货币流量表现为债券发行人按期支付的利息和到期偿还的本金,而股票未来提供的货币流量则表现为股份公司支付的股息。在股份公司支付股息方面,普通股和优先股又是不同的。普通股股东可以从股份公司的利润分配中得到股息,但这种股息是不确定的,股息的发放取决于股份公司盈利的状况及分配政策。优先股则不然,优先股有规定的股息率,股息率是以股票面值的百分比表示的,所以优先股股东从股份公司得到的股息是其股票面值与股息率的乘积。由于优先股的股息率事先规定,从而优先股未来提供的货币流量符合固定收益证券的特征。

3. 资产证券化类

随着金融市场的不断推进,越来越多的金融产品被创造出来,资产证券化就是其中一例。资产证券化是将某种资产(如贷款或应收账款)转换为可转让金融工具的过程,即将已经存在的资产集中起来,进行结构性重组,并重新分割为证券转售给证券市场的投资者。美国是最早开展资产证券化的国家之一,美国的资产证券化市场非常发达、品种繁多,如抵押支持证券、资产支持证券、担保债务凭证等。

资产证券化之所以与固定收益证券挂钩,也是由于这种由资产支撑的证券所具有的货币流量相对确定。我们可以从一个大致资产证券化过程看到这样的特征。例如,资产证券化发起人将其拥有的一些分散的、流动性较差的贷款集中起来,形成一个资产组合转让给资产证券化的特设机构,后者再以此组合为担保发行证券在市场上交易。从这个过程中可以知道,这些以贷款支撑的证券的利息支付和本金偿还,依赖于原来贷款人按时偿付的贷款本息。由于贷款本息形成的货币流量是符合贷款合约规定的,因此其支撑的证券的货币流量也是相对确定的。

二、债与债券的含义

固定收益证券包括债券、优先股和资产支撑的证券。其中,债券和优先股是发行人以自身产权作为清偿基础的证券,资产证券化形成的证券则仅以被证券化的资产为限,是融资方式的创新。而对于债券和优先股来说,前者在我国现实经济中的影响又远远大于后者,债券是和最基本的股票——普通股并驾齐驱的,优先股在我国还比较少。鉴于此,下面主要讨论固定收益证券中的债券。不过,在讲基本定义的时候,分析的思路是:债—债券。

(一)从债谈起

在现代社会,债是一个普遍的现象。从农村到城市,从生活到生产,从个人到政府,处处都有债的踪迹。债已深入到人们经济领域的各个方面。

那么,什么是债呢?我国一本普通的词典说得简单:“欠别人的钱”^①。而地位相对重要的《辞海》则以法律用语将债定义为:“按照合同的约定或者法律的规定,在特定的当事

^① 中国社会科学院语言研究所词典编辑室. 现代汉语词典[M]. 北京:商务印书馆,1983.

人之间产生的权利和义务关系”^①。

以上定义从字面上看不尽相同,但都反映了两个经济主体之间因债而形成的关系。从经济学角度看,债就是一方行为主体与另一方行为主体在发生的经济交往中所形成的债权债务关系。所谓债务,是在这一关系中一方按约定条件向另一方承担一定行为的义务,负有该义务的人称为债务人;所谓债权,是在这一关系中一方要求另一方按约定条件履行一定行为的权利,享有该权利的人称为债权人。

根据债务人的属性或者其他一些标准,还可以对债进一步分类,比如一种常见的方法是将债分为公债与私债。在经济社会中,行为主体按资源归属可以分为两大部门,一是公共部门,二是私人部门。如果将债务人和债权人与公共部门和私人部门结合,将形成四种组合,如表 1-1 所示。由此,可以得到公债与私债的区别。

表 1-1 债的属性

组合种类	债务人	债权人	属 性
第一种	私人部门	私人部门	私债
第二种	私人部门	公共部门	私债
第三种	公共部门	私人部门	公债
第四种	公共部门	公共部门	公债

从以上分析可以得知,债的关系总是存在于经济主体之间,如公共部门和私人部门之间。债的关系(或者说债权债务关系)需要由合法的形式来证明,于是就有了债券的概念。

(二)债券的含义与性质

1. 债券的含义

所谓债券,是指发行人为筹措资金,依照法定程序,向认购者出具的、承诺按一定利率在规定时间支付利息并到期偿还本金的有价证券。

从这一定义中,可以引申出下面四个要点:第一,债券所指的经济关系发生在债券发行人与债券认购者之间。发行人和认购者应该属于不同的经济主体。而且,作为债券发行人的经济主体来说,可以包括政府、机构和企业,但通常不包括个人;而作为债券认购者来说,则包括了政府、机构、企业和个人等各类经济主体。第二,发行债券有着一定的目的,并且要按规定进行操作。笼统地说,发行债券的目的是要筹措资金,而为何要筹措资金则对于不同的债券发行人可能是不同的。另外,在现代社会,为了维护良好的经济秩序,各国监管当局都要制定相关规则约束举债行为。因此,发行债券有着合法性要求。第三,债券反映着债权债务关系。在这里,发行人是债务人,它要按一定利率在规定时间支付利息并到期偿还本金;认购者是债权人,它有按举债条件取得利息和本金的权利。当

① 辞海编辑委员会. 辞海[M]. 上海:上海辞书出版社,2009.

然,如果债券可以交易,债权人也就可能变更。第四,债券是证明债权债务关系的依据。债券发行人与债券认购者之间的关系,要通过合法的东西来表示,于是就有了债券这样的凭证。因此,债券是具有法律效力的。当然,在债券发展的历史进程中,债券凭证的具体形式也曾经发生变化。

另外还有一点需要说明,债券是债权债务关系的表现形式,但债权债务关系不一定都要通过债券来体现,换言之,现实经济中债权债务关系可以有不同的存在方式。如果按契约形式来区分债权债务,则可以分为债券型的债权债务和非债券型的债权债务。债券型债权债务是以债券形式存在的,典型意义上的债券是纸质的并具有一定的面额,但随着科学技术的发展,纸质债券出现了异化,无纸化债券将成为主流。非债券型债权债务是以合同形式存在的,即通过签订借款合同表示债权债务关系的存在,它不具有券面形式,不具有证券特征。比如,银行对企业贷款就是一种非债券型的债权债务关系。

2. 债券的性质

债券的性质是债券本质属性的反映。理解债券性质可以按照三个层次进行。

首先,债券是一种虚拟资本。虚拟资本与实际资本是有一定区别而又互相联系的资本形式。厂房、机器设备等属于实际资本,它们在企业的生产活动中直接发挥作用,它们的技术水平影响着企业的生产效率。虚拟资本与之不同。股票、债券等属于虚拟资本,它们不在企业的生产活动中直接发挥作用,它们要通过实际资本影响企业的生产经营。实际上,在当代社会,社会生产既离不开实际资本,也不能缺少虚拟资本。虚拟资本在一定程度上反映实际资本,实际资本的变化需要有虚拟资本的流动,而过度的虚拟资本膨胀也会对实际资本带来损害。

其次,债券是有价证券中的资本证券。虚拟资本是以有价证券形式存在的,既然债券是虚拟资本的组成部分,当然它也就是归于有价证券之列。前面已经提到,有价证券分为财物证券、货币证券和资本证券三类。资本证券是属于能够按照事先的约定从发行人处领取收益的权益性证书,而财物证券和货币证券分别代表对商品和货币的请求权。显然,债券作为资本市场的工具,符合资本证券的特征。

最后,债券是债权债务凭证。资本证券主要包括两个部分,一是股票,二是债券。股票是代表对股份公司的股权证书,体现的是所有权关系。这种权利是一种综合权利,如股东有权参加股东大会来行使决策权,等等。债券与股票不一样,明显的一个差异是权利不同。债券是代表对债券发行人的债权证书,体现的是债权债务关系。债权人不同于股东,不具有经营决策的参与权,只有按规定取得本息的权利。

三、债券的特征

债券的特征体现在四个方面:偿还性、收益性、安全性和流动性。在分析债券的特征前,先要说明两点:第一,债券是证券体系中的一个品种,因此,债券的某些特征也可能同时其他证券品种上体现,当然不同证券在表现这些特征的程度可能不同。第二,范围

再缩小一点,债券体系内也有不同品种的债券,对于不同的具体债券而言,四个特征虽然同时具备,但表现的程度也有可能不同。

(一) 偿还性

债券的偿还性是指债券具有到时归还的特性。债券发行人作为债务人,必须按照举债时规定的时间向作为债权人的债券所有人偿还本金,如果到时不能偿还本金,就构成违约。债券的偿还性使得债券发行人不能无期限地占用债券所有人的资金,换言之,债券发行人和债券所有人之间的借贷关系将随债券到期完成偿还手续而结束。债券的这一特征与股票有很大不同,股票不具有偿还性特征,没有偿还的规定。另外,债券的利息支付也有规定的时间,逾期支付利息也属于违约行为。不过,债券利息支付的时间不一定与债券本金偿还的时间完全相同,有些债券在其偿还期限前要多次支付利息,有些债券的利息是在偿还本金时一起支付。通常所说的债券期限是指债券还本期限。

在历史上,债券的偿还性也有例外,曾有国家发行过永久性债券。这种债券没有规定偿还期,债券所有人不能要求债券发行人偿还本金,只能按期取得利息^①。当然,这只是个别现象,不能因此而否定债券偿还性的一般特征。

(二) 收益性

债券的收益性是指债券能为债券所有人带来一定收入的特性。债券收益的实质是债权投资的报酬。在实际经济活动中,债券收益的存在形式包括利息收入和买卖债券的差额,前者是债券所有人在持有债券的期间按约定条件分期取得的利息或到期一次性取得的利息,后者是债券所有人卖出债券(或到期收回本金)与买入债券的价差收入。如果进一步分析这两种形式的收益,债券利息收入的数额在债券发行时已经规定了,而买卖债券的差额就不是确定的数额。原因在于:债券在市场上的转让价格要受到市场利率的影响,市场利率变化,债券价格也会相应波动。因此,债券所有人能否获得买卖债券的价差收入或价差收入的多少,要视市场情况而定。

另外需要指出的是,对于不同的金融工具来说,尽管都具有一定的收益性,但收益的程度可能是不同的。在债券体系内部各种不同品种的债券比较是如此,将债券与债券体系外部其他金融工具比较也是如此。

考核债券收益情况需要用一些具体指标,如到期收益率和即期收益率等^②。

(三) 安全性

债券的安全性是指债券所有人未来收回的货币流量相对来说有一定保障的特性。债券所有人未来收回的货币流量来自债券发行人支付的利息和偿还的本金,或者是卖出债券的款项。

对于第一种情况,实际上涉及债券的信用状况。一般来说,只要债券发行人没有破

① 第一章第三节债券的种类。

② 第五章第二节收益率的衡量。