

国泰投资银行丛书
GUOTAI TOUZI YINHANG CONGSHU

主编 王益民

投资银行实务： 债券发行与交易

TOUZI YINHANG SHIWU: ZHAIQUAN FAXING YU JIAOYI

罗旭 刘忠 编著

立信会计出版社
LIXIN KUALJI CHUBANSHE

—— 国泰投资银行丛书 ——

主编 王益民

投资银行实务： 债券发行与交易

罗 旭 刘 忠 编著

立信会计出版社

· 国泰投资银行丛书 ·

主编 王益民

投资银行实务：债券发行与交易

罗 旭 刘 忠 编著

立信会计出版社出版发行

(上海中山西路 2230 号)

邮政编码 200233

新华书店经销

立信会计常熟市印刷联营厂印刷

开本 850×1168 毫米 1/32 印张 6.5 插页 2 字数 155 000

1998 年 3 月第 1 版 1998 年 3 月第 1 次印刷

印数 1—6 000

ISBN7-5429-0542-2/F·0502

定价：11.10 元

《国泰投资银行丛书》编纂委员会

顾问:

(1) 79/17
陈彪如 华东师范大学教授、博士生导师
金建栋 中国证券业协会理事长、中国国泰证券有限公司董事长兼总经理

主编:

王益民 中国国泰证券有限公司副总经理

副主编:

黄亚钧 陈 坚 陈 宪 曹均伟

编委: (以姓氏笔画为序)

王益民 朱 叶 刘 忠 杨 明 佟江桥
汪良忠 陈 坚 陈 宪 林利军 罗 旭
桂咏评 黄亚钧 曹均伟 程兴华

前言

党的十五大提出的跨世纪宏伟目标为中国资本市场的发展提供了前所未有的发展空间。国有企业的改革、股份制的推进以及证券市场的发展又对中国投资银行业的发展提出了更高更新的要求。

投资银行是对应于传统商业银行发展起来的金融机构。简而言之,传统商业银行的主要业务是吸取储蓄、然后把存款人的钱通过贷款形式让渡给其他投资人使用,因此传统的商业银行业务主要是货币性业务。对比而言,投资银行的主要业务则体现在与投资直接相关的资本性运作方面。投资银行是为企业和自然人提供资本市场方面的中介服务,诸如帮助企业在资本市场中筹措资金、实现收购兼并、代理客户投资和经纪服务等。投资银行另一项重要业务是其自身参与资本市场的运作。可见,投资银行在其业务范围和运作技术上要比一般商业银行更为广泛和复杂。

在中国,投资银行业是在改革开放以后,特别是在证券市场取得一定规模的发展以后逐步发展起来的,其市场功能目前由证券公司、信托投资公司和部分金融投资公司等非银行金融机构所分别承担。随着我国金融体制改革的深入,与国际资本市场接轨的具有完善投资银行功能的中国投资银行业终将会逐步形成。在此过程中,我们需要从理论和实务两个方面结合中国的国情和市场发展实际,对投资银行的市场功能和投资银行业务的开发进行必要

的研究和储备。本着这个指导思想,中国国泰证券有限公司会同上海大学国际商学院、复旦大学经济学院和立信会计出版社共同策划并组织撰写了这套“国泰投资银行丛书”。丛书由《投资银行通论》、《投资银行实务:股票发行与交易》、《投资银行实务:债券发行与交易》、《投资银行实务:资产重组与并购》、《投资银行实务:基金与组合投资》、《投资银行实务:金融工程的设计与运作》等六册组成,丛书的编写者都具有相当理论造诣和实务经验。这套丛书与1996年出版的“国泰金融投资丛书”相比,理论性、专业性和务实性更强,既能适应理论工作者和高校教学工作的需要,也能提供给实际操作部门借鉴参考。企业界的人士和一般读者可以通过阅读本丛书对投资银行的发展方向和各项业务有一个系统的了解。

希望这套“国泰投资银行丛书”能给广大读者提供及时有效的知识和信息,也期待读者在阅读后提出意见,以便在再版时修改补充。

中国国泰证券有限公司 王益民

1998年元月

目 录

1. 债券基本知识	1
1.1 债券的一般概念	1
1.2 债券与股票等其他金融工具的区别	4
1.3 债券市场的组成和结构	5
1.4 中国债券市场的特点和发展	8
2. 债券发行与交易的一般原理	15
2.1 债券发行市场概述	15
2.2 债券发行和承销	20
2.3 债券交易市场概述	28
2.4 债券的上市与交易	33
2.5 债券发行与交易的基本原则	39
3. 国债的发行与交易	42
3.1 国债与国债市场	42
3.2 国债发行的基本条件	48
3.3 国债的发行方式	59
3.4 国债的一级自营商制度和国债发行 ——认购流程图	65
3.5 国债发行的案例分析	70
3.6 国债的交易程序	77
3.7 国债的交易方式	81

3.8 中央银行的公开市场业务操作	91
4. 企业债券的发行与交易	95
4.1 企业债券的一般概念	95
4.2 企业债券的发行	100
4.3 企业债券的上市与交易	113
4.4 企业债券发行案例	121
4.5 企业债券的信用评级	125
4.6 垃圾债券与企业购并	131
5. 金融债券的发行与交易	135
5.1 金融债券的一般概念	135
5.2 金融债券的发行	141
5.3 金融债券的交易	145
6. 可转换公司债券的发行与交易	149
6.1 可转换公司债券的一般概念	149
6.2 可转换公司债券的发行	155
6.3 可转换公司债券的上市与交易	160
6.4 可转换公司债券的投资分析	163
6.5 宝安可转换公司债券的实践	169
7. 债券估价与投资	175
7.1 债券的收益和风险	175
7.2 债券的经济分析	182
7.3 债券的利率期限结构	185
7.4 债券资产管理	191
后记	198

债券基本知识

1.1 债券的一般概念

债券作为一种筹资工具和投资工具,在现代社会中是极其普遍的,在许多国家中,债券投资是各类投资中最多的。

1.1.1 债券的含义

债券是收益固定的金融商品,是一种表明资金借用证书的有价证券。

从法律上讲,债券是债的证明书。债是按照合同的约定或者依照法律的规定,在当事人之间产生的特定的权利和义务关系。在这种权利和义务关系中,享有权利的人称为债权人;对债权人负有义务的人称为债务人。债权人所享有的要求债务人履行义务的权利就是债权;债务人按照合同的规定或者法律的规定应该满足该项要求的义务就是债务。债权人与债务人之间的这种权利义务关系,通常称为债。但是并不是所有表明债的证明书都是债券。

从经济性质上看,债券是一种确定债权与债务关系的凭证,它是政府机构、地方公共团体、金融机构、企业等发行体所发行的标明面额、利率、偿还日期和有无担保等事项,从而明确发行体与投资者之间债务与债权关系的票据。同一债券具有双重职能,对债权人来说,债券是其特有的一种权利,是债权人享有某种权利的凭证;对债务人而言,则是一种责任。

债券多是机构或组织发行的,债务人通常只有一个;而债权人却常为一个以上,乃至千、万个。债券所规定的债务人到期偿还的义务,只是对债权人的一种承诺,还不是实际的行动。如果债务人到时无力履行责任或有意赖账,固然可以依法强制执行,如清算债务人的资产用以还债,但如变卖资产所得仍不足以偿还部分或全部债款,则债权人的权利就会得不到全部或部分的实现,因而遭受一定的损失。

1.1.2 债券的基本要素

债券是一种筹资手段和投资工具。债券作为一种有价证券,对发行者来说,是一种筹资手段;对购买者来说,是一种投资工具。债券的基本要素主要由以下几个方面构成。

一是债券的票面价值。债券要注明面值,而且都是整数,还要注明币种。

二是债务人与债权人。债务人筹措所需资金,按法定程序发行债券,取得一定时期资金的使用权及由此而带来的利益,同时又承担着举债的风险和义务,按期还本付息。债权人定期转让资金的使用权,有依法和合同规定取得利息和到期收回本金的权利。

三是债券的价格。债券是一种可以买卖的有价证券,它有价格。债券的价格,从理论上讲,是由面值、收益和供求决定的。

四是还本期限。债券的特点是要按原来的规定,期满归还本金。

五是债券利率。债券是要按照规定的利率定期支付利息的。利率主要是双方按法规和资金市场情况进行协商确定下来,共同遵守。

此外,债券还有提前赎回规定、税收待遇、拖欠的可能性、流通性等方面的规定。

1.1.3 债券的特点

债券有四个特点:偿还性、安全性、收益性和流动性。

(1) 偿还性。债券必须规定到期期限,由债务人按期向债权人支付利息并偿还本金。当然,也有例外,如无期公债或永久性公债。

(2) 安全性。债券具有较高的偿还可靠性,不仅定期付息,而且到期还本,而股票只付息不还本。通常政府对发行人进行资格审查,并规定只有政府和信用度较高的团体或企业才有发行权。

(3) 收益性。债券收益指除可收回本金外,还有一定的利息收入。债券是投资人的直接投资,存款是投资人的间接投资,债券的收益高于存款利息。

(4) 流动性。债券具有较高的流动性。一是债券的发行量大,因而容易变现;二是债券是标准化的证书,容易交易。债券中的国债发行量大,交易量也大,因而其流动性大大高于其他有价证券。

1.1.4 债券的种类

债券的种类是在债券市场发展的过程中不断分化并形成的,债券种类的增加同时也是债券市场金融工具发达的标志。

债券按发行主体划分,可分为国债或政府债券:由中央政府直接发行的债券;政府机构债券:由中央政府机构发行的债券;地方政府债券:由地方政府和地方政府机构发行的债券;金融债券:由银行和金融机构发行的债券;企业债券:泛指企业发行的债券,我国一部分发债的企业不是股份公司,因而股份公司发行的债券又称为公司债券;外国债券:由外国政府、外国法人或国际机构发行的债券。政府债券、政府机构债券、地方政府债券有时也泛称为国债。

按照付息方式划分,分为附息债券:按照票面载明的利率或票面载明的方式支付利息的债券,分为固定利率债券和浮动利率债券;贴现债券:券面上不附息票,发行时按低于面值的价格发行,兑付时按照面值兑付的债券;可转换公司债券: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转换成该发行公司股票;附新股认购权公司债券:在一定条件下该

公司债券的持有者可以按所规定的价格向发行公司请求认购新股票的一种公司债券。

按照抵押和担保的质地,划分为抵押债券:法律上规定发行债券的公司的全部或部分财产具有抵押权;非抵押债券:没有抵押条款的债券。

按照募集方式,划分为公募债券:以不特定的多数投资者为对象的广泛募集的债券;私募债券:仅向与发行人有一定特定关系的投资者募集的债券。

按偿还期限划分,可分为短期债券:1年内到期的债券;中期债券:1年以上10年内到期的债券;长期债券:10年以上到期的债券。

1.2 债券与股票等其他金融工具的区别

1.2.1 债券与股票的区别

债券与股票一样,都具有证券的特征,能依据权利取得收益。债券和股票交易既可以给债券、股票投资者提供变现的方便,又可以转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。债券和股票的价格都是资本化了的收入,但两者有很大区别。

(1) 股票是公司所有权的象征,购买股票的人成为公司的股东,实际上等于购买了发行公司的一部分资产;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。股东有权按出资比例分享公司收益和参与公司的经营管理。债券持有人可定期领取利息和到期收回本金,但无权参与公司的经营管理。

(2) 股东依据拥有股份的多少从公司的利润中获得股息,但公司破产可能连股本也收不回来。公司债券持有者可以定期领到固定利息,企业经营好坏一般不会影响债券持有者的利益。债权人

比股东有更大的优先取得偿还的权利。一旦公司倒闭,应优先向债券持有人偿还债务,其次是优先股股东,最后才是普通股股东。

(3) 股票是永久性证券,股东一旦购买股票,不得从公司抽回本金。而债券是发行者的债务,到期必须偿还本金并支付利息。

(4) 股息是公司利润的一部分,应从公司利润中支付;债券的利息是公司的固定支出,计入成本。

(5) 当证券市场受供求关系影响时,股票价格变动较大,而债券价格变动则较为平稳。

1.2.2 债券与银行存款的区别

债券也不同于银行存款,主要区别有:

(1) 债券是直接筹资,利率较高;银行存款是间接筹资,利率较低。

(2) 银行存款吸收资金的速度慢于发行债券吸收资金的速度。

1.2.3 债券与资金借用证书的区别

债券也不是一般的资金借用证书。债券总额可以分成很多单位,在同一时间,以同一条件,从众多的投资者那里筹措;债券可以与当时平均的收益率相适应的价格向第三者转让。而一般资金借用证书很少兼备这些条件。

1.3 债券市场的组成和结构

债券市场是指以债券为交易对象而形成的供求关系体系,是整个证券市场不可分割的组成部分。

1.3.1 债券的发行市场和流通市场

根据运行过程和具体任务的不同,债券市场分为一级市场和二级市场。一级市场也叫发行市场,系指在这个市场里买卖新发行的债券,也就是发行单位初次出售它的新债券,通过市场手段

促进债券债权人和债务人发生债权与债务关系。发行市场是债券交易活动整个过程的最初阶段，通常是财政部、金融机构、企业作为发行体向个人、银行、机构投资者和证券中介机构发行债券，使国家、企业通过该市场筹措到所需要的资金，同时也为广大投资者和机构提供既安全可靠又有较高收益的投资机会。债券发行是一项繁复的工作，发行者不仅本身要花许多人力、财力，准备各种必要的资料、文件，办理复杂的报批手续，还须请人协助销售新发行的债券，为发行所必需的种种信息、技术提供咨询意见。二级市场也叫流通市场，是指买卖已发行完毕的债券，它是发行市场的延续，使债券发行后进入到债券在市场里自由流通的阶段。二级市场的职能是使债券持有人在遇到资金急需时可随时变现，并使新的债券投资人和资金富余者有参与市场的机会。从某种意义上讲，债券流通市场是债券信用工具功能和融资功能得以充分发挥作用的场所。债券的流通市场又分为有组织的场内市场和松散的场外市场，前者指经国家批准的一定场所，如证券交易所、证券交易中心，他们有严密的组织和严格的管理，并有进行交易的集中地点；后者是指松散联系、无债券买卖集中地点的场外交易，如柜台交易等。

发行市场和流通市场的区别在于发行市场体现的是发行人和中介人、债券投资者之间的关系，而流通市场体现的是投资人和中介人之间或投资人之间的关系。一个竞争性的、高效率的债券市场应当具备下列一些条件：(1) 为数众多的买者和卖者；(2) 没有单独的买者或卖者能控制价格；(3) 买卖双方对每种交易的债券都充分了解并有充分的信息；(4) 在市场上所交易的债券，须是比较同质的；(5) 价格在市场结构中由供需双方自由决定。

1.3.2 债券发行市场和流通市场之间的关系

债券的发行市场和流通市场是整个债券市场的两个不同的组成部分，两者之间存在密不可分的联系。首先，债券发行市场是流

通市场的前提。发行市场为流通市场提供交易对象,发行市场的效率决定流通市场的交易效率。债券发行市场所提供的债券及其发行的种类、数量与方式决定着流通市场上债券的结构、规模与速度。其次,新发债券的条件影响债券二级市场的水平。如果新发债券的利率高,二手债券的收益水平也会提高。第三,流通市场的发展为发行市场的形成和完善创造了条件,流通市场是发行市场的助推器。没有发达的流通市场,发行市场就难以生存和发展。例如,1988年我国国债流通市场的建立,使已发行的国债可以流通,解决了投资者想在持券期间内变现的问题,逐步提高了国债的信誉。同时,国债二级市场建立以后,证券中介机构(如财政证券公司、信托投资公司、证券公司等)开始出现,为国债一级市场的形成和完善准备了条件。1991年财政部和国债承购包销团签订了承销国债的合同,使国债发行按照市场方式成为现实。第四,流通市场上债券供求状况及价格水平等将有力地影响发行市场上债券的发行。二手债券的收益率为新债券发行条件的确定提供了依据。新发债券的条件确定无论是按照银行存款利率,还是按照股票的分红率都是极不合理的,最合理的方法是按照债券二手券的收益率来确定新发债券的条件。第五,如果债券发行不按照市场方式,债券二级市场的价格水平也将是扭曲的。总之,只有发行市场和流通市场都能高效率地运转,才能创造出一个活跃的债券市场。

1.3.3 债券市场的参与者

债券市场参与者是指参与市场活动并发挥市场职能作用的机构和个人。政府(通常以财政部为代理人)、企业、中央银行、商业银行、机构投资者、个人投资者、证券中介机构是债券市场的主要参与者。发行市场的参与者按市场职能分为三个方面:发行人、投资人和中介人。通常发行单位及其代理人作为发行人一方,证券中介机构作为中介人一方,商业银行、机构投资人、个人投资者作为投资人一方参与债券一级市场。在债券的流通市场中,主要分为市场

操作人、做市商和投资买卖人三个方面,发行单位一般不再直接参与市场交易活动。政府、中央银行是市场的操作人,一级自营商和一些大型证券经营机构起做市商的作用,商业银行、机构投资者和个人投资者是主要的买卖参与者。

1.4 中国债券市场的特点和发展

现代企业筹措长期资本的渠道主要有三条:发行股票,发行债券,银行贷款。从世界范围来看,采用债券筹资的比重越来越大,已超过股票或银行贷款等形式。比如,80年代的美国在集资总额中,债券的发行占到85%以上,而股票的发行仅占不到10%。1995年全世界通过国际资本市场筹集的资金总额达1.3万亿美元,比1994年增加了30%,其中通过发行国债筹集的资金占总额的37%,而股票筹资只占3%,债券筹资仍是证券市场筹资的主要形式。

债券市场是资本市场中重要的一环,债券市场的发展对政府及企业都有深远的意义。中国的债券市场主要由国债、金融债券、企业债券与一些特种债券组成,从市场份额来看,国债是债券市场的主体,企业债券与其他债券居于次要的地位。表1-1显示了1987~1996年中国债券市场中各种债券的市场份额情况。

1.4.1 国债市场

我国历史上第一次发行国债是1898年发行的“昭信股票”。北洋军阀时期,从1912~1936年共发行国债27种。在国民党统治时期,从1927~1936年共发行国债45亿元,抗日战争时期共发行国债90亿元。

中华人民共和国成立后,国债发行分为两个时期:50年代为一个时期,80年代为一个时期。50年代由国家统一发行的国债共有六次。第一次是1950年发行的“人民胜利折实公债”,主要是为

表 1-1

1987~1996 年中国债券市场体系构成

单位：%

年 份	国 债	政府机构债券	企业债券	金融债券
1987	48.6	12.5	14.0	24.9
1988	39.9	19.0	14.8	26.3
1989	42.2	4.3	15.0	38.3
1990	22.0	0.7	14.1	63.2
1991	25.2	8.7	21.9	44.2
1992	26.1	3.9	38.6	31.4
1993	93.9	0	6.1	0
1994	49.0	0	10.4	40.6
1995	87.5	0	12.5	0
1996	93.2	0	6.8	0

了平衡财政收支、制止通货膨胀、稳定市场物价。从 1954 年起,为了筹集国民经济建设资金,连续 5 年发行“国家经济建设公债”。1968 年本息还清后,一直到 1981 年国家没有发行国内公债。自 1981 年恢复发行国债以来,已连续发行了 17 个年头。17 年中共发行了 6 种国债:国库券、重点建设债券、国家建设债券、财政债券、特种国债、保值公债,且有记账式、凭证式、无记名式、贴现式、付息式等形式。

综观 17 年国债市场的风云变幻,可以看出如下几个特点:(1) 大部分年份里发行规模逐年增加,幅度也较大,1987 年发行总额突破百亿大关,1994 年突破千亿大关,1995 年达到 1 510.86 亿元,比上年增长 32.82%;1996 年达 2 050.82 亿元,又比上年增长 35.74%;1997 年计划发行 2 500 亿元,将比上年增长 21.9%。(2) 种类向多种结构形式变化,特别是 1996 年首次推出了短期贴现国