

# 第 1 篇

# 债券投资理论

- 第 1 章 债券基础知识
- 第 2 章 债券的发行
- 第 3 章 债券的交易
- 第 4 章 债券的偿还

## 本

篇将向您全面介绍债券投资的基础理论知识：债券的概念、性质、特征和作用；债券的法律关系；债券发行的目的、条件和方式；债券评级和审核；债券的上市和交易程序；债券的偿还；债券发行市场和债券交易市场。

可转化债券是介于债券与股票之间的衍生物。从投资人的角度看，有人追求高风险，有人追求适度增值。而可转化债券则把风险和回报适当加以平衡。

——黎彦修

投资期的长短是衡量债券市场风险的重要依据。几乎所有的机构投资者管理者都以期限的长短衡量市场风险。

——*R·R·ARROW*

在美国，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。

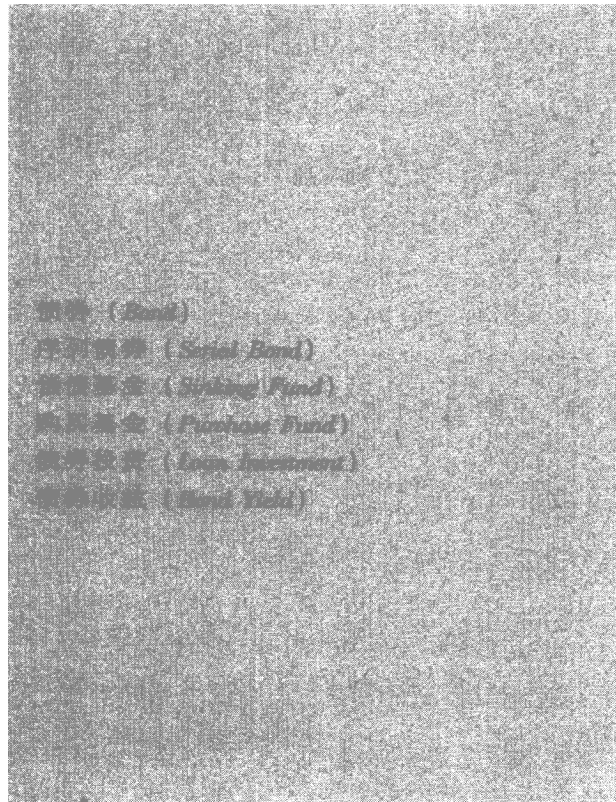
——*C·R·ARROW*

建立一个投资组合意味着为投资组合确定一个目标，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。

——保罗·威尔逊

# 第 1 章

## 债券基础知识



## 本章概要

### 1) 债券概述

- 篇首案例：扬基债券
- 债券的概念、性质和特征
- 债券的分类
- 债券的历史发展

- 债券制度的作用

### 2) 债券的法律关系

- 由债券产生的权利义务关系
- 债券受托人
- 债券支付代理人

## 本章目标

在读完本章内容以后，您将能够：

- 1) 基本理解债券的概念、性质、特征、分类和作用；
- 2) 全面了解债券的历史发展情况；
- 3) 全面掌握由债券产生的各种权利和义务。

## 1.1 债券概述

### 1.1.1 篇首案例：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： ⑤ 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。 ⑥ 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。 ⑦ 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。 ⑧ 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。 ⑨ 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。 ⑩ 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。 ⑪ 投资者以人寿保险公司、储蓄银行等机构为主。

## 1.1.2 债券的概念、性质和特征

### 1. 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：

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。

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 美元债券，每年便可得到 10 美元的利息。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。

## 2. 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。与其他有价证券一样，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。

(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：

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：

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。

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：

债券可以获得固定的、高于储蓄存款利率的利息收入；

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。

### 1.1.3 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：

#### 1. 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。

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。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。

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。美国的市政债券即属此类。

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。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他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。美国的国民银行、第一花旗银行等发行的从属债券即属此类。

(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，公司债权的风险相对较大，因而其利率一般也较高

## 2. 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；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。

## 3. 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；国妓债券则是公司、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。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。

## 4. 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。

## 5. 按发行方式分类

按照债券是否公开发行人来分类，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。

## 6. 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：

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押。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。

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。

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。

## 7. 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。

## 8. 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（仅对付息债券而言），以保护在债券期满前出售债券的人的应得利息收入。因为大部分的付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。

### 1.1.4 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，政府曾向金融业者募集公债。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 1 300 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 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。

### 1.1.5 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。

## 1.2 债券的法律关系

### 1.2.1 由债券产生的权利义务关系

#### 1. 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。

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。对此浮动利率债券来说，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。

## 2. 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，那么给予其发行人仅限于付清票面本金的权利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。

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。

### 3. 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政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。

#### 4. 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