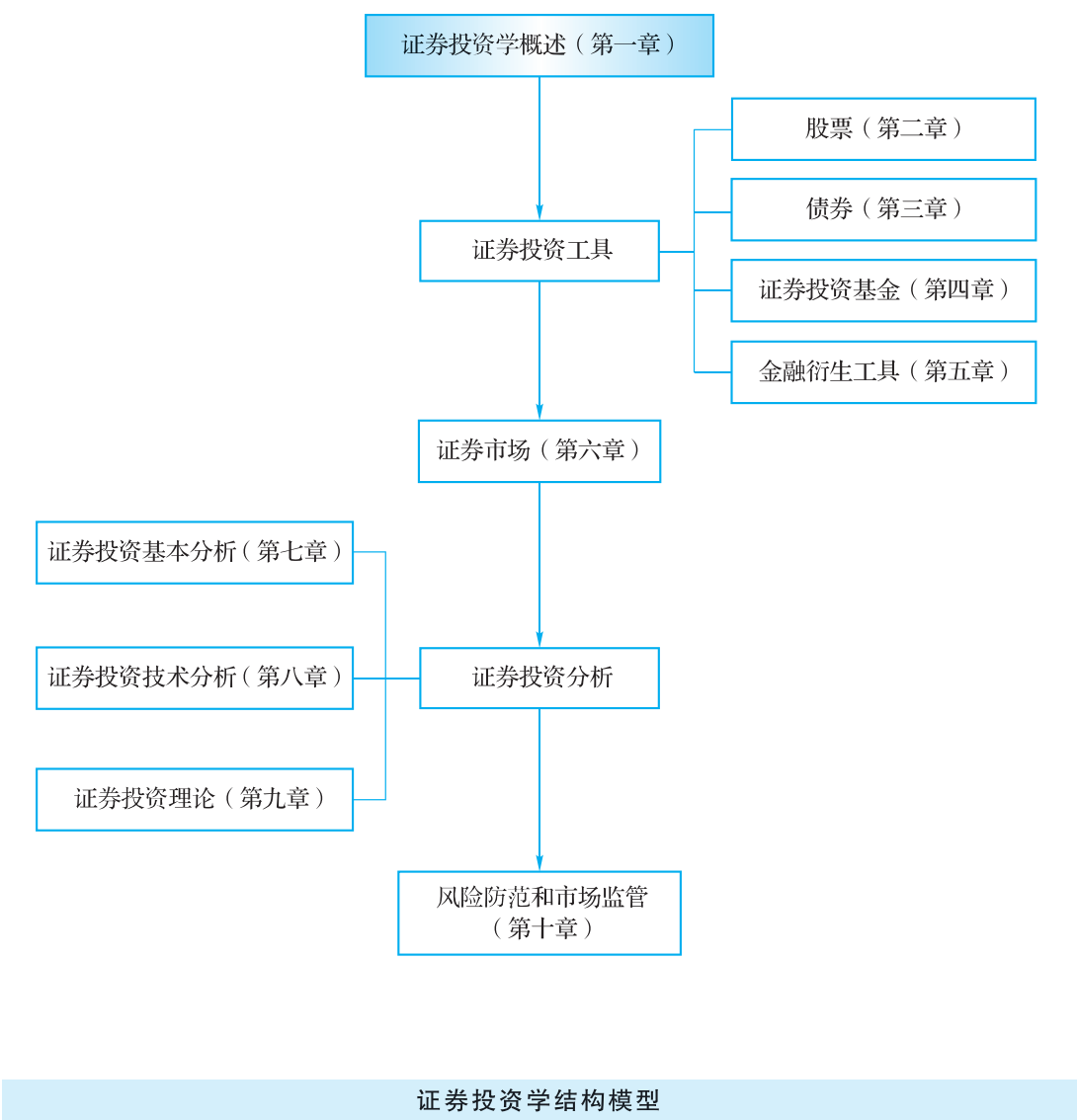


第一章 证券投资学概述



学习目标

(一) 知识目标

- 了解证券、有价证券、投资和证券投资的概念界定；
- 掌握有价证券的分类和特征；
- 熟悉证券投资和实物投资的区别和联系；
- 掌握证券投资的功能。

(二) 技能目标

- 能够熟悉证券投资过程的具体步骤；
- 能够掌握证券投资学的研究方法。

在我国,随着经济的发展和人们收入水平的提高,政府、企业和居民都不同程度地介入到证券投资活动中。证券投资在投资活动中占有非常重要的地位,同时,它也是一个非常复杂的过程。因此,投资者在实施投资决策前需要对投资工具、投资过程和投资分析等相关知识进行了解。

第一节 证 券

一、证券概述

(一) 证券的概念

证券是各类财产所有权或债权凭证的通称,是用来证明持有人或第三方当事人有权依据证券记载的内容取得相应权益的凭证。股票、政府债券、证券投资基金、票据、提单、保险单、存款单等都是证券。

从证券的定义中可以看出,证券本质上是一种交易合约,它规定合约持有人或第三方当事人可对合约规定的标的采取相应的行为,并获得相应收益的权利。因此,证券应当具备两个最基本的特征:一是法律特征,即它应当是某种法律行为的结果,按照合法的程序制作和发行,而其设定和证明的权益也是具有法律效力的,受到法律的保护;二是书面特征,即指证券一般必须采取书面形式或与书面形式有同等效力的形式,并且必须按照特定的格式进行书写或制作,载明有关法规规定的全部必要事项。

通常,证券票面上需记载四个方面的内容:

- (1) 证券持有人,即证券为谁所有。
- (2) 证券的标的物,即证券票面上所载明的特定的具体内容,它表明持有人权利所指向的特定对象。
- (3) 标的物的价值,即证券所载明的标的物的价值大小。
- (4) 权利,即持有人持有该证券所拥有的权利。

（二）证券的分类

根据能否使其持有人或第三者取得一定的收入,证券可分为无价证券和有价值证券。

无价证券又称凭证证券,是指本身不能使持有人或第三者取得一定收入的证券,是单纯证明事实的凭证,如借据、收据和票证等。无价证券的特点是政府或国家法律限制它在市场上做广泛的流通,并不得通过流通转让来增加证券持有者的收益。比如,存款单、定期存款存折等存款凭证虽然也能证明持有人对某项权益拥有合法权利,但此类证券在流通上受到限制,不能通过转让来增加收益,所以它们仍属于无价证券的范畴。当然,这也不是一成不变的。20世纪60年代,美国商业银行为了规避Q条例,阻止存款额的下降,以企业的富余资金为对象,发行一种可以流通的大额可转让定期存单来筹集大量资金。尽管此种存款单也是存款凭证,但由于它兼有流动性、收益性的特点,与一般的存款单有着明显的区别,实际上可以被视为金融债券的一种,应该归入有价值证券的范畴。



Q 条 例^①

Q条例是指美联储按字母顺序排列的一系列金融条例中的第Q项规定。20世纪20年代末30年代初,美国经历了一场经济大萧条,金融市场也随之进入了一个管制时期。此时,美联储颁布了Q条例,为存款利率规定了上限。该条例规定,银行对于活期存款不得公开支付利息,并对储蓄存款和定期存款的利率设定最高限度。后来,Q条例变成对存款利率进行管制的代名词。Q条例的实施,对20世纪30年代维持和恢复金融秩序,40年代至50年代初美国政府低成本筹措战争资金、战后经济的迅速恢复,起到了一定的积极作用。

有价值证券与无价证券相比,最为明显的区别是它的流通性。有价值证券可以在相应的范围内广泛地流通,并且在转让的过程中产生权益的增减,如股票、债券等都属于有价值证券。通常说的证券指的就是有价值证券。

二、有价值证券

（一）有价值证券的概念

有价值证券是指标有一定票面金额,证明持有人有权按期取得一定收入并可自由转让和买卖的所有权或债权凭证。这类证券不是劳动产品,本身并不具有价值,但由于它是某种权利的化身,代表着一定量的财产权利,能使持有人直接取得一定量的货币或是取得利息、股息等收入,因而可以在证券市场上买卖和流通,客观上也就有了交易价格。因此,有价值证券价格实际上是资本化了的收入。

（二）有价值证券的分类

有价值证券的种类繁多,可以按不同的标准对其进行分类。

1. 按照证券所载内容和持有者权益划分

按照证券所载内容和持有者权益的不同,可以将有价值证券分为商品证券、货币证券和资

^① 参见《Q条例》,[2007-08-17],<http://baike.baidu.com/view/1055729.html>。

本证券。

(1) 商品证券。商品证券是证明证券持有人对一定量的商品拥有所有权和使用权的凭证,如提货单、购物券、运货单、仓库栈单等。取得这种证券就等于取得相关商品的所有权和使用权,持有人在一定时期内可以领取该种证券所载明的实物商品。

(2) 货币证券。货币证券是表明证券持有人或第三者对一定货币享有索取权的凭证。它主要包括两大类:一类是商业证券,如商业汇票、商业本票;另一类是银行证券,如支票、银行本票、银行汇票等。作为一种商业信用工具,货币证券可以用来代替货币,行使流通手段和支付手段的职能。

(3) 资本证券。资本证券是表明证券持有人或第三者对一定量的资本拥有所有权和收益索取权的投资凭证。它包括股权证券和债权证券,其主要功能是促进资本集中和资源的有效配置。股权证券是代表持有人对发行人净资产一定比例所有权的一种权利证券,实质上是一种所有权证书。股权证券持有人凭借其持有的股份,不仅可以从公司领取股息和红利,而且可以通过在二级市场上买卖股票获得价差收益。债权证券是代表发行人债务和持有人债权的一种权利证券,一般载明金额、具体偿还期限、利率或购买时的折扣,债权证券持有人在证券到期后不仅可以收回本金,而且还可以获得规定的利息收益。

资本证券是独立于实际资本之外的一种资本存在形式,与实际资本有密切联系,并间接地反映实际资本的运动状况,但它毕竟不是实际资本,而是虚拟资本。所谓虚拟资本,是指以有价证券形式存在,并能给持有者带来一定收益的资本。它虽然也有价格,但自身却没有价值,形成的价格只是被资本化了的收入。资本证券与实际资本在量上也不相同,一般情况下,资本证券的价格总额总是大于实际资本额,其变化并不反映实际资本额的变化,并经常发生背离。因此,投资于资本证券存在着较高的收益和风险。

商品证券、货币证券和资本证券被称为广义的有价证券,而狭义的有价证券只是指资本证券。在日常生活中,人们通常把狭义的有价证券即资本证券直接称为有价证券乃至证券。这是因为,当今各国的经济运行日益证券化,证券持有者有上千万,证券市场的规模、发展程度已和整个国民经济息息相关,而其中最重要、占最大比重的证券就是资本证券。《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)规定的证券为股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券,其他证券主要包括投资基金凭证、非公司企业债券、国家政府债券等。本教材后面部分所指的证券或有价证券即为资本证券。



虚拟资本与美国的金融危机^①

美国经济最大的特点是虚拟经济,即高度依赖虚拟资本的循环来创造利润。虚拟资本以金融系统为主要依托,它通过渗入物质资料的生产及相关的分配、交换、消费等经济活动,推动实体经济运转,提高资金使用效率。但是,虚拟经济本身并不创造价值,其存在必须依附于实体生产性经济。脱离了实体经济,虚拟经济就会变成无根之草,最终催生泡沫经济。

当前的美国金融危机便是经济过度虚拟化和自由化后果的集中反映。从20世纪80年

^① 参见王静:《中国需从美国金融危机学什么》,[2008-09-26],<http://world.people.com.cn/GB/14549/8108733.html>。

代开始,美国把大量实体制造业转移到国外,而把美国本土打造成贸易、航运和金融等服务业中心。1999年,美国正式废除金融管制法,从而彻底结束分业经营,实行混业经营。随着信息技术的迅速进步、金融自由化程度的提高以及经济全球化的发展,虚拟资本的流动速度越来越快。20世纪90年代,信息高速公路概念一度迅速转化为NASDAQ网络泡沫的推动力量。2002年,网络泡沫破灭,正式宣告美国虚拟经济进入了危机动荡期。

网络泡沫破灭以后,近10万亿美元的资本从NASDAQ股票市场夺路而逃,同时,“9·11”后美联储维持1%的低利率水平长达一年之久,造成了超级低廉的信贷成本。逃离的网络资本利用廉价信贷,在金融杠杆作用下不断投机,随即制造了房地产泡沫。由于金融管制的放松,与房地产相关的金融衍生产品也开始不断泛滥,金融衍生产品的极度膨胀最终导致由次级贷款引发的金融危机。

2. 按照是否在证券交易所注册并挂牌交易划分

按照是否在证券交易所注册并挂牌交易,可以将有价证券分为上市证券和非上市证券。

(1) 上市证券。上市证券又称挂牌证券,是指经证券主管机构审查批准并在证券交易所注册登记,获得在交易所内公开买卖资格的证券。为了保护投资者的利益,各国证券交易所对申请上市的证券都规定了严格的条件和标准,只有符合标准的证券才能被允许在交易所内公开挂牌交易。当上市证券不再符合证券交易所关于证券上市的条件时,交易所所有权随时取消其挂牌上市的资格。

对于发行上市证券的公司而言,证券上市有以下好处:

① 公司取得上市地位,是对公司管理水平、发展前景、赢利能力的有力证明,有助于提高自身信用状况,增强金融机构对企业的信心,使公司能够以较有利的条件筹集企业发展所需的资金。

② 证券上市后价格的变动,形成对公司业绩的一种市场评价机制,可以推动企业建立规范的经营管理机制,完善公司治理结构,不断提高经营管理水平。

③ 证券交易的信息通过报纸、电视台等各种媒介不断向社会发布,扩大了公司的知名度,提高了公司的市场地位和影响力,便于吸引优秀人才和开展业务。

对于投资者而言,上市证券可以较好地满足其投资流动性和收益性的需求。这主要体现在以下三个方面:

① 证券上市提供了一个连续交易的市场,保持了证券的流通性。

② 上市公司必须定期公布其经营业绩和财务状况,从而有利于投资者作出正确的投资决策。

③ 上市证券的交易采用竞价买卖或做市商报价买卖的方式,其价格一般都比较合理,从而可以降低投资者的投资风险。

(2) 非上市证券。非上市证券是指未在证券交易所登记注册,不能在交易所内公开买卖的证券。非上市证券不允许在证券交易所内交易,但可以在交易所以外的场外交易市场进行交易,所以又称非挂牌证券或场外证券。非上市证券中除了不符合证券交易所上市条件的证券外,还包括有些虽然符合上市条件,但出于保密或者不愿股权分散等原因而拒绝上市的公司发行的证券。与上市证券相比,非上市证券无法有效扩大公司声誉和知名度,难以

以较为有利的条件和较低的筹资成本筹集资金。但是,在严格的上市标准和少数大公司不愿意上市等因素的作用下,证券市场上非上市证券的数量远远超过了上市证券,从而成为证券市场的主体。

3. 按照发行方式和发行范围划分

按照发行方式和发行范围的不同,可以将有价证券分为公募证券和私募证券。

(1) 公募证券。公募证券是指公开向社会上广泛的不特定的投资者发行的证券。公募证券的发行者应具有较高的社会信誉和知名度,符合证券主管部门规定的条件。同时,其发行还必须经过严格的招募程序,如注册登记、实行公示制度(即以广告的形式披露公司的经营情况及募股的数量、种类)等。公募证券一般都须通过投资银行、信托公司、证券商或经纪人等中介机构发行,并可以在证券交易所上市交易。股份有限公司的股票,除发行人认购的以外,一般都采用公募证券的形式。

(2) 私募证券。私募证券是指由发行者向少数特定的投资者发行的证券。私募证券的投资者主要是股份公司内部的职工或与其有相关关系的认股人或机构投资者。因这些投资者多与发行者有密切的关系,了解发行者的资信,且发行额较小,所以,私募证券发行的审查条件相对宽松,不采取公示制度,事先不必提供企业财务资料,发行手续简单,但通常不能公开上市交易。

4. 按照发行主体划分

按照发行主体的不同,可以将有价证券划分为政府证券、公司证券和金融证券。

(1) 政府证券。政府证券是指政府财政部门或其他代理机构为筹措资金,以政府名义发行的有价证券。通常以债券的形式进行,从发行主体上分,中央政府发行的债券称为国家公债或者国债,地方政府发行的债券称为地方公债或地方债。

(2) 公司证券。公司证券是指公司、企业等经济法人为了筹措资金而发行的有价证券。其范围比政府证券和金融证券都广泛得多,内容也比较复杂,主要有股票、公司债券、优先认股权证及商业票据等。

(3) 金融证券。金融证券是指商业银行及非银行金融机构为筹措经营资金而发行的有价证券,主要包括金融机构股票、金融债券、可转让大额存单等。

(三) 有价证券的特征

有价证券作为一种金融资产,既具有金融工具的一般特征,又具有其独有的特点。

1. 有价证券的产权性

产权性是指有价证券记载着权利人的财产权内容,代表着一定的财产所有权,拥有证券就意味着享有财产的占有、使用、收益和处置的权利。在现代经济社会里,财产权利和证券已密不可分,融为一体,证券已成为财产权利的一般形式。在这种情况下,虽然证券持有人并不实际占有财产,但可以通过持有证券,在法律上拥有财产的所有权或债权。例如,债券持有人作为债权人,拥有到期收回本金和获得利息的权利;股票持有人作为公司的股东,具有参与公司重大经营决策、享有剩余资产和盈余分配的权利。

2. 有价证券的收益性

收益性是指证券投资者持有证券可以获得一定数额的收益,这是投资者转让资本使用权的

回报。有价证券的收益一般包括两部分：一部分是持有收益，即投资者在持有证券期间所获得的股息、红利和利息等的总和；另一部分是资本利得，即投资者在一段时期内通过低进高出在二级市场所获得的差价利润。收益的大小通常取决于该资产增值数额的多少和证券市场的供求状况。衡量收益状况的指标是收益率，即净收益与本金的比率。在通常情况下，收益率越高，证券的价值就越大，反之，证券的价值就越小。同时，收益率还与偿还期、风险性及流动性有关。

3. 有价证券的风险性

风险性是指证券投资者面临着预期投资收益不能实现，甚至连本金也受到损失的可能。收益和风险是相对应的，投资者认购了证券后，既有可能获得较高的投资收益，同时又要承担较大的投资风险。证券的收益是对风险的补偿，风险与收益呈正比关系，通常风险越大，收益率就越高。证券投资者面临的风险主要包括市场风险、利率风险、购买力风险、信用风险、经营风险和财务风险等。

4. 有价证券的期限性

期限性是指有价证券作为一种有期限的资本，其发行人只有在证券期限结束时，才向投资者支付本金和利息等。这主要是针对债券而言，债券都具有还本付息的时间确定性特征。债券的期限有长有短，以满足不同投资者和筹资者对融资期限以及与此相关的收益率需求。在到期前，投资者不能向筹资者要求兑现，只能通过转让收回投资。股票一般都是无期限的，不可返还，可视为无期证券。

5. 有价证券的流动性

流动性又称变现性，是指证券持有人可按自己的需要灵活地转让证券以换取现金而不遭受损失的能力。流动性是证券的生命力所在，证券的期限性约束了投资者的流动性偏好，但其流动性以变通的方式满足了投资者的需求。证券的流动性是通过承兑、贴现、交易实现的，不同证券的流动性是不同的。证券流动性的强弱取决于以下几点：

- (1) 宏观经济状况。如恶化的经济形势，会使证券在短时期内难以脱手。
- (2) 市场价格波动的程度。市场价格波动的幅度越大，风险越大，其流动性越弱；反之，市场价格波动幅度越小，风险越小，其流动性则越强。
- (3) 偿还期。流动性与证券的偿还期成反比，偿还期越短，流动性越强；反之，证券的偿还期越长，流动性则越弱。
- (4) 发行人的经营业绩和信誉状况。流动性强的证券大多为经营业绩、信誉状况较好的发行人发行的证券。

第二节 投资和证券投资

一、投资

(一) 投资的概念及特征

投资是市场经济中普遍存在的经济现象。在我国，随着经济的发展和人们收入水平的

提高,越来越多的人进入了投资领域,人们之所以要从事投资活动,主要是期望通过牺牲现在的一些消费来获取未来更多的消费或收益。因此,西方投资学家威廉·夏普在其所著的《投资学》一书中,从投资和消费关系的角度将投资概念定义为:“投资就是为获得可能的不确定的未来值而做出的确定的现值牺牲。”

投资是一个多层次、内涵极其丰富的概念。有些国外学者从投资和消费关系以外的角度对投资的概念给予了解释。例如,著名经济学家萨缪尔森从宏观经济分析的角度来界定投资,他在《经济学》一书中提出:“对于经济学者而言,投资的意义总是实际的资本形成——增加存货的生产或新工厂、房屋和工具的生产……只有当物质资本形成生产时,才有投资。”美国投资学家沃纳·西奇尔从资本的形成过程对投资的概念予以了界定,他在《微观经济学·基本经济学概念》中提出:“投资是资产货物的购买。”

综合上述三种观点,投资的定义大致为:投资就是投资主体为了获得未来收益而在当前投入资金或资源,用以转化为实物资产或金融资产,以实现价值增值的行为和过程。

从投资的定义可以看出,投资具有以下几方面的特征:

(1) 投资是一种为获取未来收益而作出的经济行为。投资者为了获取资金未来的增值或收益而进行投资,投资收益可以是各种形式的收入、价格变动的资本利得,还可以是各种财富的保值或权利的获得。

(2) 投资具有一定的时间性,是一个行为过程。在投资活动中,投入的价值或牺牲的消费是现在的,而获得的价值或消费却是将来的。也就是说,任何投资活动从现在投入到将来获得报酬,都存在着一定的时间间隔。

(3) 投资具有风险性。在投资活动中,现在投入的价值是确定的,而未来可能得到的收益却是不确定的,这种收益的不确定性即为投资的风险性。投资的风险性包括未来收益量的不确定性和投资收回量的不确定性。通常来说,投资的过程越长,发生不可预测情况的可能性就越大,未来收益获得的不确定性越高,风险就越大。

(二) 投资的分类

按照投资对象的不同,可以将投资分为实物投资和金融投资。

1. 实物投资

实物投资是指投资主体为获取未来收益或经营、实施某项事业,预先垫付货币或其他资源以形成实物资产的经济行为,如投资办厂、购置设备或从事商业经营活动。这种投资着眼于现实资本存量的增加,其本质特点是资本职能与生产过程密切相连,因而能为最终产出社会产品和提供社会所需劳务创造物质基础,是经济增长的重要条件。从投入和产出的关系来看,实物投资是一种直接投资,可称为“实业性投资”,这是投资的基本形式,也是工业革命发展初期及初期以前的主要投资形式。实物投资按其性质不同又可分为固定资产投资和流动资产投资。

2. 金融投资

金融投资是投资主体为获取预期收益,预先垫付货币以形成金融资产并借以获取收益的经济行为。这种投资不直接增加资本量,属于一种信用行为。根据投资活动中中介机构性质的不同,金融投资又可以分为间接金融投资和直接金融投资。

(1) 间接金融投资。投资者将资金以存款的形式存入商业银行或其他金融机构,进而

由这些金融机构将资金进行投资的行为称之为间接金融投资,其最重要的形式是银行信贷。在银行信贷活动中,起中介作用的金融机构主要是商业银行。商业银行是存款人的债务人,又是贷款人的债权人,投资者无须直接承担贷款的风险,投资收益是商业银行支付的存款利息。商业银行直接介入投融资活动中,既要承担支付存款本金和利息的责任,又要承受贷款的风险,存贷款利差则构成商业银行的主要收益。

(2) 直接金融投资。直接金融投资是指投资者直接购买股票、债券等资本证券进行金融投资的行为。在直接金融投资活动中,起中介作用的金融机构为证券经营机构,如投资银行,他们以证券承销商或经纪人的身份提供中介服务,并不直接参与金融投资活动。投资者和筹资者之间是直接的所有权关系或债权债务关系。投资者必须直接承受投资风险,并从筹资者那里直接取得股息或利息收入。

通常,狭义的金融投资是指证券投资。

二、证券投资

证券投资是指投资者购买股票、债券、证券投资基金等有价证券及这些有价证券的衍生品,以获取收益的投资行为。

(一) 证券投资和实物投资的比较

从前面对投资的分析中可以看出,证券投资属于金融投资的活动范畴,它以有价证券的存在和流通为前提,与实物投资是两类性质不同的投资,但两者都是投资的重要组成部分,因而又有一些联系和共性。

1. 证券投资和实物投资的区别

(1) 投资对象不同。证券投资的对象是有价证券及其衍生品,对有价证券及其衍生品的投入增加,并不直接增加社会资本存量,而是属于一种信用活动。而实物投资的对象是各种实物资产,即资金用于购置机器设备、厂房、原材料等固定资产或流动资产,它的投入会形成社会资本存量的直接增加,能为最终产出社会产品和提供社会所需劳务创造物质基础,是经济增长的重要条件。

(2) 投资目的不同。证券投资主体进行证券投资的主要目的在于有价证券的增值收益,因而证券投资者关注的是证券价格的涨跌及其对投资收益的影响。而实物投资主体进行实物资产投资的目的是从事生产经营活动、获取生产经营利润,着眼于资产存量的增加和社会财富的增长,直接形成社会物质生产力,所以,实物投资的投资者虽然也关心证券价格的涨跌,但不会因为证券价格的波动而放弃自身的生产经营活动。

(3) 投资活动的内容不同。证券投资活动主要是搜集各方面可能影响证券市场行情的信息,对上市公司的生产经营状况和发展动向进行分析、研究,判断市场的景气状况和宏观政策走向及整体经济的发展趋势。而实物投资活动所涉及的内容则要复杂得多,包括市场调研、目标市场细分、投资方案拟订与选择、项目资金的筹集等。

(4) 投资的制约因素不同。证券投资活动有着较强的独立性,投资者可以依据自己的资金实力和对市场行情的判断,独立地进行投资决策。实物投资则不同,投资者不仅要受资金实力 and 市场需求状况的限制,还要受到投资环境、行业壁垒、经营能力、协作条件等因素的制约。

2. 证券投资和实物投资的联系

(1) 证券投资为实物投资提供了资金来源。虽然证券投资并不直接增加社会资本存

量,但通过证券投资活动,为实物投资筹集到了生产经营资金,从而间接地参与了社会资本存量的积累,成为促进资本积累、集中和扩大生产能力的重要手段。

(2) 实物投资是证券投资的最终归宿。证券投资的社会作用在于把社会闲置的货币资金转化为实物投资所需的生产资金。也就是说,证券投资只有转化为实物投资后,才能对社会生产力的发展产生作用。此外,证券投资的收益也来源于实物投资在再生产过程中创造的物质财富。

(二) 证券投资的类型

证券投资按不同的标准可以有不同的分类。

1. 按投资期限划分

按照投资期限的不同,可以将证券投资分为短期投资和长期投资。一般来说,投资时间在1年及1年以下的为短期投资,1年以上的为长期投资。严格地说,1~5年的投资是中期投资,5年以上的投资才是真正意义上的长期投资。短期投资相对于长期投资来说,收益率较低,风险也较小,资金周转较快,还可以从再投资中获取新的收益。选择短期投资还是长期投资,一般取决于投资者的偏好。

2. 按投资方式划分

按照投资方式的不同,可以将证券投资分为直接投资和间接投资。直接投资是指投资者直接在证券市场购买股票、债券等有价值证券的投资行为;而间接投资是指投资者购买证券投资基金,再由证券投资基金去购买股票、债券等有价值证券,从而间接实现对股票、债券等有价值证券投资的行为。

3. 按投资收入划分

按照投资收入是否固定,可以将证券投资分为固定收入投资和变动收入投资。固定收入投资是指某种证券的投资收益是预先约定的,按期支付,并在整个证券投资期限内保持不变,如债券投资、优先股投资等。变动收入投资是指证券的投资收入不预先规定,也不一定会按期支付,何时支付、支付多少要根据证券发行人的经营情况而定,如普通股投资。一般来说,固定收入投资的风险相对较小,但收益也较小,变动收入投资的风险较大,但获利机会也较大,收益相对较高。

4. 按投资对象划分

按照投资对象的不同,可以将证券投资分为债券投资、股票投资和其他有价值证券投资。债券投资是指投资者通过买卖债券来获取预期利息和收益的投资行为,债券收益相对固定,其价格波动幅度较小,因此,其投资风险一般也较小。股票投资是指投资者将资金投资于公司股票以获取预期收益或股权的投资行为。由于股票价格波动幅度较大,所以,投资于股票的风险也较大。其他有价值证券投资是指投资者将资金投资于股票、债券之外的其他有价值证券以获取预期收益的投资行为,如期货投资、期权投资、证券投资基金投资等。

(三) 证券投资的功能

1. 证券投资活动为社会提供了重要的筹资渠道

在现代经济社会中,任何一个生产经营单位的正常运转都必须要有充足的资金做后盾,以保证从市场上取得生产所需的商品、劳务和人力资源等。同时,企业只有不断更新设备、

技术和工艺,不断生产出适合消费者需求的产品,才能在发展中求得生存。各种资源的取得都需要付出资金。企业资金的需求可以从两个途径得到满足:一是内部融资,即靠企业自身积累;二是外部融资,即从银行取得信贷支持和通过发行有价证券筹集资金等。随着市场经济的发展和生产规模的扩大,企业生存和发展所需的资金量也越来越大,仅靠内部融资是远远不能满足的,必须从企业外部融资渠道来筹集资金。当前,企业资金普遍偏紧,银行压力很大,信贷资金来源与运用的矛盾十分突出,因此,可以发行有价证券以满足企业对资金的需求。不仅是企业,作为社会组织者与管理者的国家,包括各级政府,要有效履行其职能,也总是会面临巨大的资金需求,而这仅仅依靠国家的常规性收入(税收)是不够的,由此也需要不断地在证券市场上发行有价证券以筹集资金。

企业、政府通过发行有价证券筹集资金的行为必须要有普遍、持续性的证券投资活动做保证。原因有以下几点:

(1) 证券发行市场必须存在大量的证券投资者,即证券投资活动具有普遍性,否则有价证券的发行就无法实现。

(2) 有价证券发行后,必须要有维持证券流动性的二级市场,否则就会使投资者由于证券缺乏流动性而面临巨大的持有风险,从而使以后的证券发行活动难以维系。

也就是说,没有相对普遍的、持续性的证券投资活动,就没有进行持续性证券发行这类融资活动的基础条件。



A 股融资规模跃居全球首位^①

2007 年无疑是 A 股市场的融资大年。118 家公司 A 股 IPO 募资达 4 470 亿元,是 2006 年 1 642 亿元融资额的 2.7 倍,超过 2002 年至 2006 年的五年融资总和,一举创下全年 IPO 融资新高,跃居全球首位。此外,上市公司再融资总额达到 3 657 亿元。

1. 大蓝筹融资近 2 000 亿

在 2007 年的 IPO 融资额爆炸式增长中,大盘蓝筹股成为当之无愧的主力军。全年仅有 22 家公司在沪市主板发行新股,而募集资金超过百亿的就有 12 家,合计融资 3 829 亿元,占全年 IPO 融资总额的 85%。单只新股融资规模在不断刷新之中,9 月 17 日,中国建设银行发行 90 亿 A 股,募资 580.5 亿元,改写了 2006 年由工商银行创造的 466 亿元的 A 股 IPO 融资记录;仅过一周,中国神华又以募资 665.8 亿元取而代之;10 月 26 日,中国石油 A 股发行融资 668 亿元成为单只新股融资新贵。

2. 再融资超过 3 000 亿元

在 IPO 规模创出历史纪录的同时,再融资的规模同样创出历史新高。从融资金额分析,截至 2007 年 12 月 27 日,共有 188 家公司实施再融资,实现募资约 3 657 亿元(包括非现金资产 1 008 亿元),是 2006 年融资额 1 106 亿元的 3 倍,超过 2001—2006 年六年的再融资总额。

^① 参见侯捷宁:《A 股融资规模跃居全球首位》,[2008-03-10],<http://www.chinavalue.net/News/News.aspx?NewsId=5655>。

2. 证券投资活动有利于提高资金使用效率、优化资源配置

证券投资的吸引力在于能够获得比银行存款利息更高的投资回报,在风险等级相同的情况下,投资者更愿意购买预期报酬率高、流动性好、变现快的有价证券,如政府债券、高效益企业或朝阳行业发行的股票等。因此,尽管投资者的行为本身只是为了追逐个体的获利目标,客观上却起到了调节资金投向、提高资金使用效率、优化资源配置的重要作用。这主要是通过以下三个途径来实现的:

(1) 投资者通过各种证券在证券市场上表现出来的收益率差别以及发行者所公布的财务信息,可以了解资金使用者所属的行业发展情况、经济效益、技术水平和管理经验,并选择投资对象,把资金投到预期报酬率高的企业去。一般来说,能提供高报酬率的证券或来自于那些经营效益好、发展潜力大的企业,或来自于新兴行业的企业。投资者购买了这些企业的证券,实际上就是将大量的资金投向了这些企业,从而使资本产生尽可能高的效率,进而实现资源的合理配置。

(2) 证券投资者的投资收益与发行企业的经营效益息息相关,因此,他们必然会关心企业的生产经营和发展前景。一旦投资者发现企业经营出现不良情况时,往往会选择卖出手中持有的证券,使得该证券的市场价格下跌,从而影响企业形象和以后新证券的发行。这就使得企业时刻处于投资者的监督之下,从而有利于促进企业改善经营管理,最大限度地保障了投资的安全性,提高资金聚集、配置和分布的效率。

(3) 政府债券一般无信用风险,而且收益稳定,流动性强,因此,深受广大投资者的喜爱,很容易募集到大量的社会资金。政府在筹得资金后将其投入到符合国民经济发展要求的产业和项目中去,减少了资金的盲目使用,使有限的资源得到合理配置。

3. 证券投资活动为中央银行进行宏观调控提供了重要手段

在信用货币制度下,货币供给量和货币需求量的均衡是一国经济均衡发展的前提条件之一。但现实经济生活中,货币均衡现象是非常少见的,货币供应量和需求量经常处于不均衡的状态。如果货币供给量与货币需求量的偏差过大,将会出现通货膨胀或通货紧缩的状态,从而影响整个国民经济的发展。因此,各国中央银行往往会把维持物价稳定作为宏观调控的主要目标,而证券投资在一定程度上为中央进行金融宏观调控提供了重要手段,其作用机制表现在以下两个方面:

(1) 广义的货币供应量包括流通中的现金、定期存款、居民储蓄存款和其他存款。决定货币供应量的因素有很多,这些因素都直接或间接地受市场上有价证券的数量及其流通情况的影响。如果发行的有价证券数量多,流通状况好,则意味着大量的现金和存款转化成了证券,从而降低了货币供应量。

(2) 中央银行执行货币政策的工具主要有存款准备金率、再贴现率和公开市场业务。证券投资主要是通过中央银行在公开市场上买卖证券来实现对货币供应量的调节。在公开市场上,如果中央银行大量抛售证券,则会减少流通中的现金,从而减少银行创造派生存款的能力,最终使整个社会中的货币供应量减少;反之,如果中央银行大量收购证券,则会增加货币供应量。此外,证券投资还能影响流通中的货币结构。这主要是指中央银行运用货币政策工具来改变货币在证券市场与商品市场的流通比例以及在不同地区的流通比例,进而改变货币的流量。



美联储出手长期国债 货币政策再下猛药^①

2009年3月18日,隶属于美联储的联邦公开市场委员会(FOMC)在年度第二次例会召开后发布政策声明,宣布“为改善私人借贷市场的条件”,将在未来六个月内买入总额为3 000亿美元的美国长期国债。同时,“为了向房地产和房屋抵押信贷市场提供更大的支持”,美联储决定增持房利美(Fannie Mae)与房地美(Freddie Mac)发行的房屋抵押证券7 500亿美元至12 500亿美元,增持“两房”发行的机构债券1 000亿美元至2 000亿美元。此外,美联储将通过总额10 000亿美元的TALF(term asset-backed securities loan facility,定期资产支持证券贷款工具),向家庭消费信贷和中小企业贷款市场直接提供流动性。FOMC还表示,将根据金融和经济形势的发展,继续监测和调整美联储资产负债表的规模和结构,显然,为了缓解信贷紧缩,刺激经济复苏,美联储在货币政策上又下了一剂猛药。

(四) 证券投资的过程

证券投资是一系列经济活动的综合反映,它必然是一个按步骤、依顺序进行的有规律的运行过程,需要经过几个阶段或步骤才能作出正确的决策。一般来说,进行证券投资主要有以下五个步骤:

1. 学习相关理论知识

证券投资是一个复杂的过程,其投资收益的多少与证券发行者的经营业绩和财务状况、证券市场的供求变化、一国乃至整个世界的政治经济形势、行业的发展状况及产业政策等密切相关。因此,投资者在进行投资活动之前必须先学习和了解证券投资学及其相关学科的理论知识。通过对证券投资学的学习,可以了解各种投资工具的收益和风险情况、买卖证券的程序和手续、证券交易的方式和费用、证券市场的组织和机制、经纪商的职能和作用等;通过对会计学 and 财务成本管理学的学习,掌握如何判断一个企业经营状况的好坏和财务安排是否合理;通过对货币银行学中货币创造机制和宏观调控的学习,理解货币供应量和中央银行宏观调控措施对证券市场的影响。当前,在我国证券市场中的投资者大军中,有很多人在没有进行必要的理论学习的情况下就匆忙入市,而等到所投资资金发生亏损时后悔不已。因此,在进行证券投资买卖活动之前必须要有相当的理论准备。

2. 筹措投资资金

证券投资的先决条件是筹措一笔投资资金,其数额的多少与投资目标和投资对象的选择有很大的关系。证券投资的资金来源可以是自有资金,也可以是借入资金,但是在使用借入资金进行证券投资前,要进行详尽而科学的考察,以便尽可能地将风险控制在可承受的范围内,以防到期不能偿还借入资金而导致的清盘或破产。对于大多数个人投资者来说,应根据家庭财务状况,以闲置结余资金进行投资,尽量避免通过借贷进行投资。在入市初始,可以将家庭储蓄的1/10~1/5用于证券投资,因为证券投资是具有一定风险的。在实践了一

^① 参见胜寒:《美联储出手长期国债 货币政策再下猛药》,[2009-03-19], <http://www.caijing.com.cn/2009-03-19/110124229.html>。

段时间、积累了一定的投资经验,并一步步取得稳定增长收益时,可逐渐增加证券投资资金的数额。对一些短期国债、中央企业债券、货币市场基金投资,可视同为储蓄,它们安全性很高,且收益往往比银行存款高。

3. 确定投资目标

确定投资目标是证券投资过程中的重要环节,需要考虑收益和风险两方面的内容。由于风险与收益同时存在,且呈正相关关系,即收益以风险为代价,风险用收益作补偿,因而,投资者仅把收益最大化作为投资的目标是不科学的。合理的目标应是在风险一定的情况下,实现收益的最大化,或是在收益一定的情况下,实现风险的最小化。

不同类型的投资者、不同来源的资金有不同的投资目标。个人投资者应根据自身经济状况、年龄、健康状况、家庭负担、受教育程度、对风险的偏好程度、投资知识和技能等诸多因素确定投资目标;企业应根据自己的生产经营情况确定投资目标;政府应根据财政收支状况确定投资目标。例如,对于一个收入较高、有经济保障的人而言,如果有富余的资金可用于投资,并具有较强的风险承受能力,那么他就可以把投资目标定为较高的资本增值,从而选择高收益、高风险的证券投资工具,如普通股票。相反,对于一个收入较低的退休人员而言,难以拿出较多资金用于投资,风险承受能力较低,他的投资目标就应该是在力图本金稳定的基础上获得稳定的经常性收入,选择现时收入稳定、本金安全的政府债券作为投资工具。

4. 进行投资分析

投资者在根据投资目标选择相应的投资工具种类后,还要对选择的各类金融工具中一些具体证券的真实价值、市场价格及价格涨跌趋势进行深入分析,这样才能最终确定购买证券的种类及买卖的时机。证券的市场价格由其内在价值决定,但会在市场供求关系、行业发展状况、国内外政治经济形势等多种因素的影响下发生波动,并不完全反映其真实价值。因此,投资者在作出投资决策前需要做深入细致的分析,减少投资失误。

投资者要对投资对象进行深入分析,必须充分利用有关信息,运用基本分析法、技术分析和证券组合理论进行。通过分析,不仅可以研究所分析的证券有无投资价值,以便选准投资对象,而且还可以预测价格走势,选准投资对象的买卖时机。基本分析法的重点在于分析证券,特别是证券的内在价值,解决买什么证券的问题;技术分析法主要是根据证券市场过去的统计资料来研究证券市场未来的变动,解决何时买卖证券的问题;证券组合理论是利用数学公式或方法,计算证券之间的风险通过相关作用影响后的定值来求出一个有效的投资组合。

5. 进行投资决策

投资者根据自己所拟定的投资目标和对风险的偏好程度,并考虑今后对资金的流动性需求和用途以及未来国内外政治经济环境和自身财务状况的变化,作出判断和决策。决策的内容包括确定证券的分散程度、选择合适的证券品种和决定各种证券各自所占的比重,这样才能构成最有效的投资组合,使其在一定收益水平上风险最小,或风险一定时收益最高。比如,在为了取得稳定收入的组合中,债券可能占 50% 以上的比例;而在为了实现资本增长的组合中,股票要占较大的比例。在我国目前的证券市场中,由于系统性风险很大,一些成功的投资者主张要集中资金投资 1~2 种安全系数较高的证券品种。

投资决策实施后,还要定期进行业绩评估并加以严格管理。证券投资风险较大,随着时

间的推移,经济环境和金融市场的变动、金融法规或政策的变更以及偶然事件的发生等,都可能会使当前的投资策略不再具有科学性。当这种情况发展到一定程度时,就必须对原来的投资策略进行修正,随时调整投资组合的种类和比例结构,以确保投资目标的实现。

第三节 证券投资学的研究对象、内容与方法

证券投资学是伴随着证券投资这一新的经济领域而产生的,它随着证券业的发展而不断发展和完善。作为一门独立的学科,证券投资学具有自己独特的研究对象和研究内容,这是其他学科代替不了的。

一、证券投资学的研究对象

证券投资学的研究对象是证券投资活动的过程及其规律。具体而言,就是研究投资者如何正确地选择证券投资对象、如何参与证券市场运作、如何科学地进行证券投资决策分析以及政府如何对证券投资活动进行有效监管等。证券投资研究目的是让投资者了解各种有价证券的运行形式和运行规律、发现和总结证券市场的运行规律和趋势、掌握具体而科学的投资分析理论和方法,帮助投资者作出科学的投资决策,实现收益的最大化,从而促进证券市场的健康发展,发挥证券投资筹集资金、优化资源配置、调节货币供应量的职能。

二、证券投资学的研究内容

一门学科的研究对象决定了该学科的研究内容,证券投资学的研究内容也是由其研究对象所决定的。具体来说,它主要包括以下组成部分:

(1) 证券投资工具。这部分主要研究股票、债券、证券投资基金和各种金融衍生工具的种类、特点和定价等。

(2) 证券市场。这部分主要研究证券市场结构和股票价格指数两方面,包括证券发行市场和证券交易市场的构成要素、特点、功能作用与运行机制,股票价格指数的作用及编制方法等。

(3) 证券投资分析。这部分主要介绍证券投资的基础分析、技术分析和投资理论,是证券投资学的核心部分,它为证券投资决策分析提供基本策略技巧和基本方法。

(4) 证券投资的风险防范和市场监管。这一部分内容,一方面从投资者的角度研究有关证券投资的风险度量及风险防范的方法;另一方面从政府的角度研究如何加强对证券市场进行有效的监管,以促进证券市场规范有序的发展,提高证券市场的运行效率。

三、证券投资学的研究方法

由于证券投资的复杂性,在学习证券投资学的过程中,需要采用如下研究方法:

1. 多学科综合研究的方法

证券投资学是一门综合性学科,这一点主要反映在它以众多学科为基础且它涉及范围十分广泛。例如,证券投资作为一种直接金融投资方式,是一国国民经济运行的重要组成部分

分,国民经济形势的好坏对于证券市场的走势具有决定意义,因此,诸如资本、利润等也是证券投资学所需要研究的内容。证券投资者在购买某个企业发行的有价证券之前,需要了解企业所属行业的行业政策、企业的经营状况和财务情况,并据此做出分析和判断。因此,产业经济学、会计学的一些专业知识也是证券投资学所必需的基础知识。另外,证券投资学还与货币银行学、财政学、数量经济学等学科有着十分密切的联系。因此,研究证券投资学必须采取多学科综合研究的方法。换言之,证券投资学只有以众多学科理论为基础,并充分吸收这些学科的最新研究成果,才能获得不断发展。

2. 理论与实践相结合的研究方法

证券投资学作为一门独立的学科,必然要注重对理论的分析、论证与思考,树立正确的证券投资观念、构筑科学的证券投资学理论体系和框架,对证券投资的发展进行规律概括与理论提炼。然而,从证券投资学研究内容的组成部分来看,它是属于应用性较强的一门学科,其主要目的是为证券投资发展和实践服务。例如,在研究投资决策方法的时候,不是泛泛而谈,而是帮助投资者解决如何选择投资工具,如何在证券市场上买卖证券,如何分析各种证券的投资价值,如何使用各种技术方法分析证券市场行情的发展变化等,这些都是操作性很强的具体方法和基本技能。因此,一定要把证券投资学的理论和证券市场投资的实践结合起来。只有进行社会调查、参与证券市场的运作,才能确保研究成果能够解决证券业发展实践中的具体问题。

3. 横向比较的研究方法

在西方发达国家,由于证券市场起步早,在发展过程中出现了很多问题,矛盾暴露得比较充分。现阶段的证券市场已非常发达、完善和成熟,研究证券市场的理论和方法也臻于完善。证券投资理论和研究证券投资的方法层出不穷,已形成较为完整的证券投资研究体系。因此,在进行证券投资研究或实际操作时可以借鉴西方发达国家的投资理论和方法。但是,我国的证券市场建立较晚,制度上还有重大缺陷,如股权分置、人民币在资本项目下不能自由兑换、没有股票指数期货和做空避险机制、非流通股和流通股收益不对称、国内外证券市场还不能接轨等,如果完全照搬西方国家的理论、方法和经验对我国证券市场进行分析,必将会出现某些偏差。因此,运用西方发达国家证券投资理论与方法时,应注意我国证券市场的特殊性,研究和提炼出适合我国国情的新的投资理论和方法。

本章小结

证券是各类财产所有权或债权凭证的通称,是用来证明持有人或第三方当事人有权依据证券记载的内容取得相应权益的凭证。无价证券是指本身不能使持有人或第三者取得一定收入的证券,是单纯证明事实的凭证。有价证券是指标有一定票面金额,证明持有人有权按期取得一定收入并可自由转让和买卖的所有权或债权凭证。有价证券作为一种金融资产,具有产权性、收益性、风险性、期限性和流动性的特征。

投资是投资主体为了获得未来收益而在当前投入资金或资源用以转化为实物资产或金融资产,以实现价值增值的行为和过程。投资可分为实物投资和金融投资。狭义的金融投资只是指证券投资。证券投资是指投资者购买股票、债券、证券投资基金等有价证券及这些有价证券的衍生品,以获取收益的投资行为。证券投资是一系列经济活动的综合反映,一般

来说,证券投资的运行过程有以下五个主要步骤:学习相关理论知识、筹措投资资金、确定投资目标、进行投资分析和进行投资决策。

证券投资学的研究对象是证券投资活动的过程及其规律,其研究内容主要包括证券投资工具、证券市场、证券投资分析以及证券投资的风险防范和市场监管等。由于证券投资的复杂性,在学习证券投资学的过程中,需要采用多学科综合研究、理论与实践相结合及横向比较的研究方法。

思考练习

1. 什么是证券?它具有哪些特征?
2. 证券投资与实物投资有哪些区别和联系?
3. 证券投资的功能有哪些?
4. 进行证券投资有哪些步骤?
5. 简述证券投资学的研究对象和研究内容。

案例分析

“南海泡沫”事件^①

“南海泡沫”发生于17世纪末到18世纪初。在那一时期,长期的经济繁荣使得英国私人资本不断聚集,社会储蓄不断膨胀,投资机会却相应不足,大量暂时闲置的资金迫切寻找出路。而当时股票的发行量极少,拥有股票是一种特权。在这种情形下,一家名为“南海”的股份有限公司于1711年宣告成立。

南海公司成立之初,是为了支持英国政府债信的恢复(当时英国为与法国争夺欧洲霸主发行了巨额国债),认购了总价值近1 000万英镑的政府债券。作为回报,英国政府对该公司经营的酒、醋、烟草等商品实行了永久性退税政策,并给予其对南海(即南美洲)的贸易垄断权。南海公司在公众中树立了创利公司的光辉形象,引起了人们购买该公司股票的极大兴趣。

1720年,南海公司承诺接收全部国债,作为交易条件,政府要逐年向公司偿还,公司允许客户以分期付款的方式(第一年仅需支付10%的价款)来购买公司的新股票。2月2日,英国下议院接受了南海公司的交易,南海公司的股票立即从每股129英镑跳升到160英镑;当上议院也通过议案时,股票价格上涨了390英镑。

投资者争相购买南海公司的股票,其中包括半数以上的参众议员,就连国王也禁不住诱惑,认购了价值10万英镑的股票。由于购买踊跃,股票供不应求,公司股票价格疯狂飙升。从1月的每股128英镑上升到7月份的每股1 000英镑以上,6个月涨幅高达700%。

在南海公司股票示范效应的带动下,全英所有股份公司的股票都成了投机对象。社会各界人士,包括军人和家庭妇女,甚至连物理学家牛顿都卷入了漩涡。人们完全丧失了理智,他们不在乎这些公司的经营范围、经营状况和发展前景,只相信发起人说的他们公司如何能获取巨大利润,人们唯恐错过大捞一把的机会。一时间,股票价格暴涨,平均涨幅超过5倍。大科学家牛顿在事后感叹:“我能计算出天体的运行轨迹,却难以预料人们会如此

^① 参见《南海泡沫事件》,[2007-06-20],<http://baike.baidu.com/view/1005785.htm>。

疯狂。”

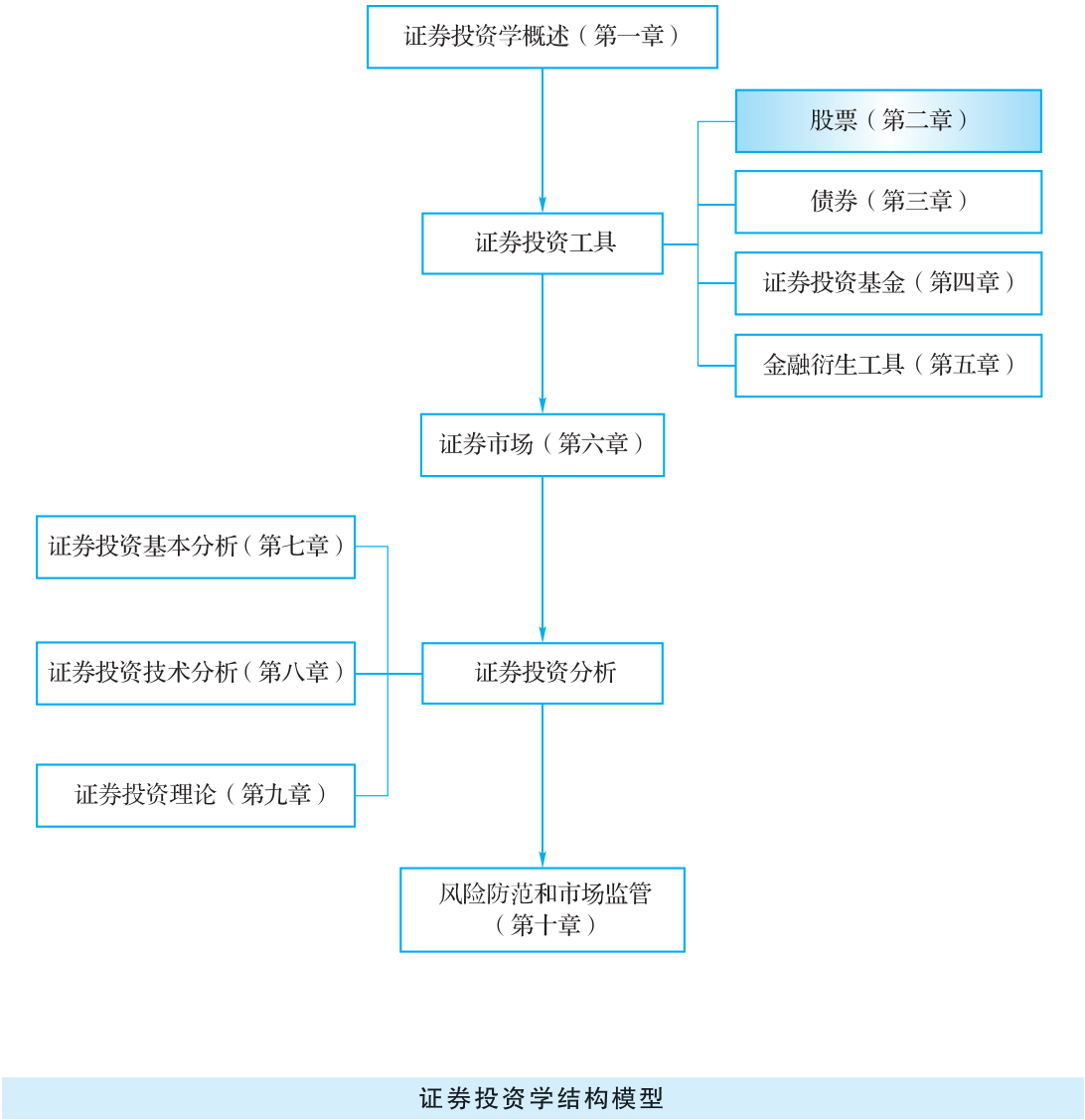
1720年6月,为了制止各类“泡沫公司”的膨胀,英国国会通过了《泡沫法案》。自此,许多公司被解散,公众开始清醒过来。对一些公司的怀疑逐渐扩展到南海公司身上。从7月份开始,首先是外国投资者抛售南海股票,国内投资者纷纷跟进,南海股价很快一落千丈,9月份直跌至每股175英镑,12月份跌到124英镑。“南海泡沫”由此破灭。

1720年底,政府对南海公司的资产进行清理,发现其实际资本已所剩无几,那些高价买进南海股票的投资者遭受巨大损失。许多财主、富商损失惨重,有的竟一贫如洗。此后较长一段时间,民众对于新兴股份公司闻之色变,对股票交易也心存疑虑。历经一个世纪之后,英国股票市场才走出“南海泡沫”的阴影。

问题

1. “南海泡沫”事件中投资者所选择的投资工具是什么?它具有哪些特征?
2. 证券投资的收益受哪些因素的影响?

第二章 股票



学习目标

(一) 知识目标

- 了解股票的性质、特征及其收益；
- 掌握普通股和优先股的权利；
- 熟悉股票的价值分析。

(二) 技能目标

- 能够熟练计算股票收益率；
- 能够熟练运用股票定价模型。

随着我国经济体制改革的深化,证券投资作为现代经济中一种重要的投资方式,对经济的稳定和发展起着重要作用。而股票作为股份公司发行的证明投资者资本所有权凭证,是一种可以流通转让的有价证券。随着投资者对股票的认识不断深入,股票市场已经成为市场经济最重要的投资场所,股票也成为证券交易中最活跃、影响最广的证券投资工具。

第一节 股票概述

一、股票的定义

股票是股份公司签发的证明持有人所持股份的凭证,它代表着其持有人对股份公司的所有权。股票持有人被称为股东,股东凭借其所持股票获得公司的股息和红利,参加股东大会,同时也要承担公司的责任和经营风险。股票一经认购,持有者不能以任何理由要求退股,只能通过证券市场将股票转让或出售。

股票作为一种所有权凭证,具有一定的格式。随着股份制度的发展和完善,各国均对股票格式作了规定。《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)第一百二十九条规定:股票采用纸面形式或国务院证券监督管理机构规定的其他形式。股票应当载明下列主要事项:公司名称;公司成立日期;股票种类、票面金额及代表的股份数;股票的编号。股票由法定代表人签名,公司盖章。

二、股票的性质

股票作为一种有价证券,具有以下性质:

1. 股票是反映财产权的有价证券

有价证券是财产价值和财产权利的统一表现,它有两层含义:一方面表明拥有一定价值量的财产,另一方面也表明有价证券持有人可以行使该证券所代表的权利。从第二点来看,股票是有价证券的一种,这是基于以下两个原因:

(1) 虽然股票本身没有价值,但它包含着股票持有者要求股份公司按规定分配股息和红利的请求权,因此,股票代表着一定的价值。

(2) 股东权利的转让应与股票所有权的转移同时进行,两者合二为一,不可分离。因此,不能只转移股票而保持原来的股东权利,也不能只转让股东权利而不转移股票。

2. 股票是综合权利证券

股票持有者即股东,拥有法定的股东权。股东权作为一种综合权利,包括共益权和自益权两种。所谓共益权是指股东以公司利益为目的,参与公司事务的权利,它主要包括重大经营决策表决、出席股东大会、投票表决、任免公司管理人员等。共益权是股东作为公司团体的成员所行使的权利。所谓自益权是指股东以自己的利益为目的而行使的权利,它主要包括获取股息和红利、认购新股、分配公司剩余财产等。法律保护股票持有者以股东的身份参与公司的经营管理决策或者凭借手持的多数股票控制股份公司,公司必须依法服从股东大会,执行股东大会决策的意志。

3. 股票是要式证券

股票应记载一定的事项,其内容应全面真实,这些事项往往通过法律形式加以规定。在我国,股票应具备我国《公司法》规定的有关内容,如果缺少规定的要件,股票就不具有法律效力。而且,股票的制作和发行须经证券主管机关的审核和批准,任何个人或团体不得擅自印制、发行股票。

4. 股票是资本证券

股份公司发行股票是一种吸引认购者投资以筹集资金的手段。对于认购者来说,购买股票则是一种投资行为,因此,股票是投入股份公司的资本份额的证券化,属于资本证券。但是,股票又不是一种现实的财富,股份公司通过发行股票筹措的资金,是公司用于营运的真实资本。股票是一种虚拟资本,它只是凭借着它所代表的资本额和股东权益在股票市场上进行独立的价值运动。

5. 股票是一种证权证券

证券可以分为设权证券和证权证券。设权证券是指证券所代表的权利本来不存在,权利的发生是以证券的制作和存在为条件,而证权证券是指证券是权利的一种物化的外在形式,它是权利的载体,权利是已经存在的。股票代表的是股东权利,其发行是以股份的存在为条件,股票只是把已经存在的股东权利表现为证券的形式,它并不创造股东的权利,而是证明股东的权利,而且股东权利也不会因为股票的损毁、遗失而消失。因此,股票是证权证券。

三、股票的特征

股票作为有价证券的一种,具有以下几点特征:

1. 赢利性

赢利性是指股票持有者有权按照公司章程从公司领取股息和红利并获取投资收益。能够享有公司的收益是股票持有者向股份公司投资的目的,也是股份公司发行股票的必备条件。

股票赢利的多少取决于股份公司的经营状况和赢利水平。一般情况下,股票的收益率要高于银行的储蓄利息,也高于债券利息。同时,股票的赢利还表现在股票持有者利用股票

可以获取差价和实现货币保值。前者是指股票持有者可以通过低进高出赚取差价利润;后者则指在货币贬值时,股票却会由于股份公司的资产增值而升值,或股票持有者以低于市价的价格甚至无偿获取股份公司配发的新股而得到利益。

2. 风险性

股票的风险性是与股票的赢利性相伴而生的。高风险带来高收益,投资者在可能获取高收益的同时,也要承担相应的风险。

在竞争激烈的现代市场经济活动中,股票赢利的数值不是事先确定的,而是要随着股份公司的经营状况和赢利水平上下波动,同时还要受到交易行情的影响。股份公司经营得越好,股票持有者获取的股息和红利就越多;反之,股份公司经营不善,股票价格下跌,股票持有者会因股票贬值而蒙受损失。如果公司破产,股票持有者甚至连本金都保不住。这说明股票的赢利性与风险性是并存的,投资者的收益在很大程度上是对其所担风险的补偿。股票赢利的多少与风险性的大小呈正比。

3. 流动性

流动性是指股票持有者可以按照自己的需要和市场情况灵活地转让股票。股票持有者虽不能直接向股份公司退股,但可以在股票交易市场随时转让股票。股票转让意味着转让者将其出资金额以股价的形式收回,而将股票所代表的股东身份及其各种权益让渡给受让者。许多国家不仅在法律上承认股票的可转让性,而且还允许通过有组织的市场来进行股票的买卖活动。股票的流动性促进了社会资金的有效利用和资源的合理分配。

4. 永久性

永久性是指股票所载权利的有效性是始终不变的,它是一种无限期的法律凭证。股票的有效性是与股份公司的存续期间并存的,它实质上反映了股东与股份公司之间比较稳定的经济关系。投资者购买了股票就不能退股,股票持有者只能在二级市场上出售股票来回收自己的投资,因此,每个股票投资者持有股票期限的有限性与股票无限期的属性并不矛盾。

5. 参与性

根据《公司法》的规定,股票持有者是股份公司的股东,有权出席股东大会,选举董事会和参与公司的经营决策。股票持有者的投资意志和享有的经济利益通常是通过其参与权的行使而实现的,股东参与公司经营决策的权利大小取决于其持有股票份额的多少。在实践中,若某股东持有的股票数额达到决策所需的实际多数时,就有实际的最大决策权,就能实质性地影响公司的经营方针。

6. 波动性

波动性是指股票实际交易价格会经常发生变化。股票和其他商品一样,也有自己的市场行情。股票交易价格除了与股份公司的经营状况和赢利水平有关系外,还受到诸如经济、政治、社会以及投资者心理等多方面因素的影响。因此,股票的市场价格是不断波动的。它可能是小幅升降,也可能是大起大落,形成涨跌波动的特征。

四、股票的收益

（一）收益的构成

获取股票收益是股票投资者买卖股票的主要目的,其收益主要包括股利和资本利得两个部分。

1. 股利

股利是股票持有人以股东的身份,按照持股数量从股份公司中取得的一定收益,具体分为股息和红利两个部分。按西方公司法的理解,股息是指股票持有者凭股票按固定的比率定期从公司领取的一定赢利额,它是针对优先股而言的。红利是股东在公司按规定股息率分派股息后取得的剩余利润。一般情况下,将普通股的收益称为红利,它的多少主要由公司的经营状况和发展策略决定,因而普通股的红利是不固定的。公司经营好,赢利多,红利分配就丰厚;反之则红利微薄,甚至没有。

股利的发放形式多种多样,主要有以下几种:

(1) 现金股利。现金股利即以现金形式支付股利,是最常见的一种股利发放形式。在美国纽约股票交易所上市的股票,80%以上采用的是现金股利,我国现金股利发放一般采用每10股送若干元的方式。现金股利的发放取决于董事会对公司长远利益和股东近期利益的权衡,另外,税收也是公司在发放现金股利时重点考虑的因素。发放现金股利能使投资者对公司充满信心,但这要求公司有足够的资金,而且,发放太多的现金股利也不利于公司的资本积累,影响公司的资金周转。

(2) 股票股利。股票股利即以股票形式支付股利,其方式是规定一个百分比,按股东持股比例来发放。发放股票作为股息,实际上是公司实行无偿增资的一种形式。公司通过发放股票股利可以减少现金支出,利用节约下来的赢利投入生产经营,而且,在行情看涨时,投资者更愿意接受股票股利。

(3) 财产股利。财产股利是指公司用现金以外的其他财产向股东分派股利。用来作为财产股利的通常是本公司旗下的其他公司或子公司的股票、证券,也有一些公司以实物作为股利。

(4) 建业股息。建业股息是指开展某些业务的股份公司在建立登记之后,由于建设周期长,不可能在短期内赢利,在公司章程中明确规定并获得批准后,将一部分股款还给股东,作为分配的股息。因此,建业股息并非来自公司的赢利。发放这种股息的目的是为了吸收投资以经营诸如铁路、运河、水电站、港口等建设周期较长的工程。建业股息的发放在法律上有比较严格的限制条件。

(5) 负债股利。负债股利指公司用债券或应付票据作为股利分派给股东。这往往是在公司已经宣布并须立即派发股利,但又面临现金不足状况时采取的一种权宜之计,但这种股利发放形式实际很少使用,因为公司往往更愿意推迟股利支付日期。

股利的发放须经公司董事会提出,在交由股东大会讨论决定并报有关管理部门批准后,才可正式宣布,支付过程中有四个日期非常重要:

(1) 公告日。股利分配方案通过批准后,将其公布于众的日期。

(2) 股权登记日。凡此日在公司股东名册上有名字的人都可以分享到最后一次股利。

由于股票交易与股东是不断变化的,公司很难确定某期股利派发中的股东有哪些人。因此,董事会必须决定某一天为股权登记日,让股东进行股权登记,以便公司确认股东并派发股利。

(3) 除权除息日。股权登记日的下一个交易日即为除权除息日。在这一天以后购买股票的投资者,不享有此次分红派息的权利。

(4) 股利派发日。股利派发日是将股利正式发放给股东的日期。

2. 资本利得

资本利得即投资者利用市场价格的波动,低价买进股票再高价卖出所赚取的差价。资本利得可正可负,当卖出价大于买进价,称为资本收益,反之为资本损失。它不仅受股票价格影响,还与投资者的操作技巧及政策等有很大的关系。

(二) 股票收益率的计算

股票收益率主要有以下两个指标:

1. 股利收益率

股利收益率是指股份公司派发的现金股利与股票买入价的比率。该指标可用于计算已得的收益率,也可用来预测未来一两年后可能得到的收益率,以此作为投资决策的依据。预测股利收益率是投资者考虑是否购买股票的重要指标。其计算公式为:

$$\text{股利收益率} = \frac{D}{P_0} \times 100\% \quad (2-1)$$

式中, D ——现金股利;

P_0 ——股票买入价。

【例 2-1】 某投资者在 2006 年 12 月 4 日以 10.8 元/股的价格购买振华港机(600320),该股票 2007 年 7 月 5 日获得分红派息 0.15 元/股。则该投资者的股利收益率为:

$$\text{股利收益率} = \frac{0.15}{10.8} \times 100\% = 1.39\%$$

2. 持有期收益率

持有期收益率是指投资者持有股票期间的股利收入和买卖差价与股票买入价的比率。由于股票没有到期日,投资者既可长期持股,也可短线操作投机,再加上差价收入是股票收益的主要来源,因此持有期收益率的计算十分重要。其计算公式为:

$$\text{持有期收益率} = \frac{D + (P_1 - P_0)}{P_0} \times 100\% \quad (2-2)$$

式中, D ——现金股利;

P_0 ——股票买入价;

P_1 ——股票卖出价。

【例 2-2】 若例 2-1 中的投资者在 2007 年 12 月 10 日以 24 元/股的价格卖出,则:

$$\text{持有期收益率} = \frac{0.15 + (24 - 10.8)}{10.8} \times 100\% = 123.6\%$$

如果须将股票持有期收益率与债券收益率、银行存款利率等其他金融资产的收益率相比较,应注意时间的可比性,这时要将持有期间收益率转化为年率。其计算公式为:

$$\text{持有期收益率} = \frac{[D + (P_1 - P_0)]/n}{P_0} \times 100\%$$

式中, n ——持有年数。

另外,投资者在持有股票期间如果出现公司送股、配股、增发等情况,那么必然会影响股票的市场价格和股东的持股数量,因此有必要在股份变动后作相应调整,其收益率的计算为:

$$\text{持有期收益率} = \frac{\text{调整后的现金股利} + \text{股份变动后的资本利得}}{\text{调整后的购买价格}} \times 100\%$$

【例 2-3】 投资者以 18 元/股的价格买入 A 公司的股票,持有一年分得现金红利 2 元/股,之后, A 公司以 1:2 比例拆股,拆股前 A 公司市价涨到 24 元/股,拆股后的市价为 12 元/股,如投资者此时以市价出售,变动后的持有期收益率为:

$$\text{变动后持有期收益率} = \frac{1 + (12 - 9)}{9} \times 100\% = 44\%$$

小案例

深发展 2008 年分红派息方案

深圳发展银行股份有限公司(以下简称“公司”)2008 年中期利润分配方案于 2008 年 10 月 15 日召开的公司 2008 年第一次临时股东大会审议通过,股东大会决议公告在各大报纸、杂志和网络上报道。现将有关分红派息实施事宜公告如下:

1. 分红派息方案

本次分红派息方案为:以公司现有总股本 2 388 795 202 股为基数,每 10 股送红股 3 股,并派发现金人民币 0.335 元(含税,扣税后个人股东、投资基金每 10 股派 0.001 5 元)。

对于合格境外机构投资者(QFII),应根据于 2008 年 1 月 1 日起施行的《中华人民共和国企业所得税法》及其实施条例的规定缴纳相关税款。

公司分红派息后总股本增至 3 105 433 762 股。

2. 股权登记日与除权除息日

本次分红派息股权登记日为 2008 年 10 月 30 日,除权除息日为 2008 年 10 月 31 日。

第二节 股票的类型

股份公司为满足自身经营的需要和投资者风险收益偏好的不同要求而发行不同类型的股票,各类股票在权益、投资收益和投资风险等方面各不相同。

一、普通股与优先股

按照股票持有者承担的风险和享有的权利的不同,可以将股票分为普通股和优先股。

(一) 普通股

普通股是指对股东不加以限制、股东享有平等权利并随股份公司经营状况和赢利大小

获得相应收益的股票。它是股份公司最先发行而且是必须发行的股票,其构成了股份公司的资本基础。普通股具有股票最一般的特性,其期限与公司的存续期间一致。通常情况下,普通股股东按其所持有股份比例享有以下基本权利:

1. 重大决策的参与权

普通股的股东是股份公司的所有者之一,是股份公司最基本的股东,他们的个人利益与公司的经营状况密切相关。因此,普通股持有者可以以股东的身份参与股份公司的重大决策,他们的这项权利主要是通过参加股东大会来行使的。在股东大会上,股东的权利主要包括:听取公司董事会有关经营和财务方面的报告,并行使表决权来对公司的重大事项作出决策;通过选举公司的董事以体现股东自身对公司重大决策的参与。我国《公司法》第一百零四条规定:“股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权。但是,公司持有的本公司股份没有表决权。”第一百零七条规定:“股东可以委托代理人出席股东大会会议,代理人应当向公司提交股东授权委托书,并在授权范围内行使表决权。”

2. 盈余的分配权

普通股的股东有权按其持有股票的数量享受相应的公司盈余分配,以体现资本所有者的利益。股利的分配一般是在公司以净利润弥补过去的亏损、提取各种公积金、支付债务本息以及优先股股息后进行。通常来说,公司赢利多,股利就高;反之则少。这种股利收益的不固定,正是普通股的重要特点,所以在股权投资中,普通股的风险最大。

3. 剩余财产的分配权

普通股的股东在公司经营期间,不得提出退股或分取公司现有财产的请求,但当公司因各种缘由而需要解散清算时,普通股股东有权按比例分得公司的剩余财产,但必须排在公司债权人、优先股股东之后。若在对公司债权人、优先股股东分配财产之后所剩无余,普通股股东则只能蒙受损失。当然,股东也无须以其其他资产对公司不能清偿的债务负连带责任。

4. 优先认股权

优先认股权是公司增发新股时为了保护原普通股股东的利益而赋予原普通股股东的一种特权。这种权利包括两类:股东在转让股份时,本公司的其他普通股股东有优先购买的权利;当公司增资发行新股票时,原普通股股东享有按其持股比例以低于市价的某一特定价格优先认购一定数量新发行股票的权利。

优先认股权对原普通股股东来说,一方面能保持其持股比例,不改变原普通股股东对公司的控制权和享有的各项权利;另一方面能保护原普通股股东的利益和持股价值,当公司增资扩股后,在一段时间内,每股净资产和每股税后净利会因此而减少,原普通股股东以优惠价格优先购买一定数量的新股,可从中得到补偿或取得收益。

(二) 优先股

优先股是相对于普通股而言的,是股份公司发行的、在分配公司赢利和剩余资产方面比普通股具有优先权的股票。

1. 优先股的特征

优先股作为一种股权证书,代表着对公司的所有权,这一点与普通股相同,但它又并不完全具备通常定义的股票的一般特征,其原因在于它的有些权利是优先的,有些权利是受到

限制的,具体表现在以下几个方面:

(1) 股息率固定。优先股通常预先确定股息收益率,所以其股息一般不会受到公司经营状况和赢利水平的影响。同样,由于股息率固定,当公司的利润增长时,优先股股东不能像普通股股东那样享有公司利润增长所带来的额外收益。

(2) 优先分派股息。在股份公司赢利分配的顺序上,优先股排在普通股之前。而且,无论公司经营状况好坏和赢利多少,优先股股东都可以按照预先确定的股息率领取股息,不受普通股股利分配的影响。但是当公司无股息可分或股东大会决定当年不分配股息时,优先股在当年也有可能分不到股息。

(3) 优先分配剩余资产。当公司因解散、破产等进行清算时,在对公司剩余财产的分配上,优先股股东排在债权人之后、普通股股东之前。如果优先股股东权益未得到满足,则不能对普通股股东进行财产分配。

(4) 无表决权。优先股股东一般没有选举权和被选举权,对股份公司的重大经营无投票权,从而也就无法参与公司的经营管理。只有在特殊的情况下,如讨论涉及优先股股东权益的议案时,优先股股东才享有表决权。

2. 优先股的种类

优先股的种类很多,为了满足一些专门想获取某些优先好处的投资者的需要,其中有些种类的优先股已在其典型持有权益的基础上增加了某些优惠内容。根据优惠内容的不同,又可以进一步将优先股分为以下几种类型:

(1) 累积优先股与非累积优先股。累积优先股是指可将以往营业年度内未支付的股息累积起来,由以后营业年度的赢利一起支付的优先股股票。股份公司在当年经营状况不佳,未能足额支付预定股息时,就应对未分派的股息累积计算,在以后营业年度的利润增加时,对累积优先股的股东补付累积股息。而非累积优先股是指按当年赢利分派股息,对累积下来的未足额的股息不予补付的优先股股票。

(2) 参与优先股与非参与优先股。参与优先股是指不仅可以按规定分得当年的定额股息,而且还有权与普通股股东一起参加公司利润分配的优先股股票。非参与优先股是指只按规定股息率分取股息,不参加公司利润分配的优先股股票。持有非参与优先股的股东,无论公司剩余利润和普通股股东红利有多少,除了领取固定股息外,不能再参与分配。

(3) 可转换优先股与不可转换优先股。可转换优先股是指在一定条件下可以转换为普通股的优先股,如在公司经营效益好、利润增加时,可以允许优先股在一定条件下转换成普通股。不可转换优先股是指不能转换为普通股的优先股。

二、记名股票与不记名股票

按照股票是否记载股东姓名,可以将股票分为记名股票和不记名股票。

记名股票是指在股票票面和股份公司的股东名册上记载股东姓名的股票。此种股票持有者只有在股票和股份公司股东名册上登记了姓名,才被承认为股东,才能行使股东权利。不记名股票是指在股票票面和股份公司股东名册上均不记载股东姓名的股票。对不记名股票来说,谁持有股票谁就取得股东资格并享有相应的股东权利,它与记名股票相比,在股东权利的内容上没有差异,不同的是记载方法、权利使用方法、对股东的通知方法等。

我国《公司法》第一百三十条规定:“公司向发起人、法人发行的股票,应当为记名股票,

并应当记载该发起人、法人的名称或者姓名,不得另立户名或者以代表人姓名记名。”

三、有面额股票与无面额股票

按照是否有票面金额显示,可以将股票分为有面额股票和无面额股票。

有面额股票是指在股票票面上记载一定金额的股票,这一记载的金额可称为票面金额,票面金额一般以国家的主币为单位。同批次发行的有面额股票的每股票面金额相同。无面额股票又称份额股票,是指股票票面上不记载金额,只记载股数以及占总股本的比例。因此,无面额股票的价值将随股份公司资产的增减而相应增减。但是,无面额股票与有面额股票的差别仅在表现形式上,也就是说,它们都代表着股东对公司资本总额的投资比例,两者的股东享有同等的股东权利。

我国《公司法》第一百二十八条规定:“股票发行价格可以按票面金额,也可以超过票面金额,但不得低于票面金额。”

四、我国股票的种类

我国股票市场建立的时间较短,还处于不断发展和完善阶段。在我国企业股份制改革的实践中,独特的国情决定了我国股份公司特有的股权结构。

(一) A股、B股、N股、H股、S股

根据股票上市的地点和所面对的投资者的不同,我国的股票可分为A股、B股、N股、H股和S股。

A股的正式名称是人民币普通股票,它是由我国境内的公司发行,供境内机构、组织或个人(不含台、港、澳投资者)以人民币认购和交易的普通股股票。

B股的正式名称是人民币特种股票,原来是指股份公司向境外投资者募集并在我国境内上市的股份,面向外国和我国香港、澳门、台湾地区的投资者。它以人民币标明面值,以外币认购和买卖。经国务院批准,中国证监会决定自2001年2月下旬起,允许境内居民以合法持有的外汇开立B股账户,交易B股股票。

N股是指中国内地公司在纽约证券交易所发行的以人民币标明面值,供境外投资者用外币认购,在纽约证券交易所挂牌交易的股票,以美国存托凭证的形式出现。

H股、S股则分别是指以人民币标明面值,供境外投资者用外币认购,获香港证券交易所、新加坡交易所批准上市的股票。



ST股票和*ST股票

ST是英文special treatment的缩写,意为“特别处理”,即当上市公司出现财务状况或其他异常状况,导致其股票存在终止上市风险或者投资者难以判断公司前景,投资权益可能受到损害时,证券交易所对公司股票交易实行的特别处理。

特别处理分为退市风险警示特别处理和其他特别处理。对退市风险警示的公司股票简称前冠以“*ST”字样;对其他特别处理的公司股票简称前冠以“ST”字样。

如深赛格由于2005年和2006年连续两个会计年度的审计报告结果显示净利润均为负

值,深圳证券交易所自 2007 年 4 月 27 日对其股票交易实行退市风险警示特别处理。公司 A 股股票简称由原“深赛格”变为“*ST 赛格”。*ST 赛格由于 2007 会计年度的审计报告结果显示净利润为正值,经深圳证券交易所核准,决定对公司股票交易撤销退市风险警示特别处理,实行其他特别处理。自 2008 年 5 月 20 日开始,该公司 A 股股票简称由“*ST 赛格”变更为“ST 赛格”。

（二）国家股、法人股、公众股和外资股

由于我国企业是在公有制基础上实行的股份制改造,所以,可以将股权按投资主体的不同划分为国家股、法人股、公众股和外资股。

1. 国家股

国家股是指有权代表国家投资的部门或机构以国有资产向股份公司投资形成的股份,包括公司现有国有资产折算成的股份。国家股的股权所有者是国家,由国有资产管理机构或其授权单位、主管部门行使国有资产的所有权职能。

国家股的资金来源有三个:

- (1) 现有企业整体改组为股份公司时所拥有的净资产。
- (2) 现阶段有权代表国家投资的政府部门向新组建的股份公司的投资。
- (3) 经授权代表国家投资的投资公司、资产经营公司、经济实体性公司等机构向新组建股份公司的投资。

因为我国大部分股份制企业都是原国有大中型企业改制而来的,所以国有股在公司股权中占有较大比重,国家通过控股方式,可以用较少的资金控制更多的社会资源。

2. 法人股

法人股是指企业法人或具有法人资格的事业单位和社会团体以其依法可支配的资产向股份公司投资形成的股份。法人持股所形成的也是一种所有权关系,是法人经营自身财产的一种投资行为。法人股包括国有法人股和社会法人股两种。作为发起人的企业法人或具有法人资格的事业单位和社会团体在认购股份时,可以用货币出资或者其他形式的资产,如实物、工业产权、非专利技术、土地使用权作价出资。但对其他形式的资产必须进行客观的评估作价,不得高估或者低估。

3. 公众股

公众股是指社会公众依法以其拥有的财产投入公司时形成的可上市流通的股份。它由两个部分组成:

(1) 公司职工股,即股份有限公司在本公司公开向社会发行股票时,公司职工按发行价格所认购的股份。按照《股票发行与交易管理暂行条例》规定,公司职工股的股本数额不得超过公司拟向社会公众发行股本总额的 10%。

(2) 社会公众股,即股份公司采用募集设立方式设立时向社会公众(非公司内部职工)募集的股份。《证券法》规定,以募集方式设立的公司向社会公众发行的股份不得少于公司股份总数的 25%;公司股本总数超过人民币 4 亿元的,向社会公众公开发行股份的比例为 15%以上。

4. 外资股

外资股是指股份公司向外国和我国香港、澳门、台湾地区投资者发行的股票。这是我国股份公司吸收外资的一种方式。外资股按上市地域可以分为境内上市外资股和境外上市外资股。境内上市外资股就是指股份有限公司向境外投资者募集并在我国境内上市的股份,即现在所说的B股。不过,自2001年2月下旬B股市场对境内投资者开放之后,境内投资者逐渐取代境外投资者成为投资主体,B股产生了由“外资股”演变为“内资股”的趋向。境外上市外资股是指股份有限公司向境外投资者募集并在境外上市的股份。它采取记名股票形式,以人民币标明面值,以外币认购,如H股、N股、S股等。



股权分置改革的由来

股权分置是指上市公司中存在着流通股和非流通股两类股份。其中社会公众股可以在沪深证券交易所上市交易,称为流通股;而国家股和法人股暂不上市交易,称为非流通股。这两类股份除了持股成本的巨大差异和流通权的不同之外,赋予每份股份的其他权利均相同。这种同一上市公司中存在“不同股、不同价、不同权”的制度缺陷,是由我国证券市场建立初期改革不配套和制度设计上的局限所造成的。这一制度设计在很多方面制约了资本市场的规范发展和国有资产管理体制的根本性变革。为了解决股票市场的这一制度顽疾,重构我国股票市场的制度架构基础,2005年4月29日,证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,股权分置改革正式启动。股改的核心就是国有股和法人股等非流通股股东向作为社会公众股的流通股股东支付合理对价获取流通权,进而实现上市公司股份的全流通。

可以说,股权分置改革是中国资本市场完善基础制度和运行机制的重要制度变革,也是前所未有的重大创新。它不仅解决了历史问题,还为资本市场其他各项改革和制度创新积累了经验、创造了条件。

第三节 股票的价值与价格

一、关于股票价值的相关概念

有关股票的价值、价格有多种提法,它们在不同场合有着不同的含义,需要加以区分。

1. 股票面值

股票的面值是股票票面标明的价值,也称股票面额。当前无纸化发行的股票也应说明股票的面值。但股票的面值并不是股票的价值。首先,股票通常不按面值发行,一般是高于面值发行,低于或等于面值发行的情况很少。其次,即使股票按面值发行,公司在后续的经营中,由于赢利或亏损,其面值也并不能代表公司的实际资本额。



股票面值

股票面值是股份公司在发行股票时表明每一张股票所包含的资本数额。或者说,股票面值只是注册资本实物化、股份化的一个计量单位或转换系数。

20 世纪 90 年代初,我国股票市场刚刚建立,股票面值不统一,多数是 100 元和 10 元的股票面值,后来经过拆细,统一为 1 元的股票面值,即每股股票代表 1 元注册资本。但对于每股面值标准,在《公司法》和《证券法》中并无明确的规定。但从具体的操作来看,我国境内上市公司的股票面值一直约定为 1 元,似乎已成股市惯例,而且早为投资者所熟悉。然而,中国证券市场的对外开放已是大势所趋,无人能挡,同样,在股票面值标准上,也要遵从国际惯例性做法。目前,在国际市场上,股票面值大致有三种规定模式:一是无面值股;二是不固定面值股;三是固定面值股。其中,前两种模式已成主流趋势。

2. 股票净值

股票净值是指公司的资产净值,等于总资产减去总负债。股票净值又称为股东权益,也即公司总资产中属于股东所有的部分。用股票的净值除以股票的发行量,就为每股净值(每股净值=股票的净值/股票的发行量)。在 20 世纪早期,投资界普遍认为股票的价值即股票的净值,即每股实际代表的资产额,而股票价格高于净值的部分被称为股票的“泡沫”。1929 年股市大崩溃后,纽约证券交易所大量股票的价格低于净值,这一情形宣告了这种认识的错误。随着投资者投资意识的改变,投资者选择股票时并不特别看重每股净资产指标,因为购买股票并不是购买公司的资产,而是为了获得股息收入。

3. 股票内在价值

股票之所以具有价值,是因为能给持有人带来股息收入,但股息收入是未来的收入而非当前收入,因此,要用一定的方法将未来股息收入按一定的折现率折算成现在的收入,即现值。这样,股票的价值也就是未来股息收入的现值和,可认为是股票的内在价值。股票的理论价格就是其内在价值的体现,但股票价格还会受到诸如经济、政治、社会、心理等因素的影响。因此,股票价格比股票价值更具易变性,波动幅度也更大。

二、股票价值分析模型

(一) 股利贴现模型

股利贴现模型就是将未来各期支付的股利通过选取一定的贴现率折合为现值的方法。它考察现时股票价格与预期未来收入折现后的现值之间的差异,以此判断股票是否被正确定价。如果现时股票价格高于预期收入折现值,应卖出股票;如果现时股票价格低于预期收入折现值,则应买入股票。模型中的预期现金流量包括预期的股利支付和未来某时股票的预期售价。假定在全部期限内贴现率保持不变,则一般情况下,股票价值的计算公式为:

$$\text{股票价值} = \frac{\text{预期股息}}{\text{贴现率}}$$

但是在对股票价值进行具体的评估时会遇到两个问题:一是股票每年的股息收入通常

是不相同的；二是股票是没有期限的金融资产。因此，要对股票价值进行评估，一般都要做相应的假设。

假设：

- (1) 将来的股息收入为 $D_1, D_2, \dots, D_n$ ；
- (2) 贴现率为 r ，且在未来 n 年内保持不变；
- (3) 投资者持有股票的期限为 n ；
- (4) 第 n 期的股票价格为 P_n 。

则下式给出股利贴现模型，股票价值 P 为：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+r)^i} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \quad (2-3)$$

式(2-3)右边第一部分为股息的贴现值和，第二部分为第 n 年股价的贴现值。假定投资者无限期持有股票，即 $n \rightarrow \infty$ ，这一假定可以理解为：若 A 投资者有限期持有股票，他把股票转让给 B 投资者，B 投资者有限期持有股票而转让给 C 投资者，如此下去，可以把所有投资者的特征去掉，则股票由投资者无限期持有。由于 $n \rightarrow \infty$ ，式(2-3)第二部分为：

$$\frac{P_n}{(1+r)^n} \rightarrow 0$$

则股票价值为：

$$P = \sum_{i=1}^{n \rightarrow \infty} \frac{D_i}{(1+r)^i} \quad (2-4)$$

按照对未来股利支付的不同假定，股利贴现模型可分化为零增长模型、不变增长模型、多元增长模型。

1. 零增长模型

假定未来的股息收入不变，恒为常数 D ，当 $n \rightarrow \infty$ 时， $\sum_{i=1}^n \frac{1}{(1+r)^i}$ 收敛于 $\frac{1}{r}$ 。

因此有：

$$P = \frac{D}{r} \quad (2-5)$$

式中， D ——未来无限时期支付的每股股息；

r ——贴现率，也可理解为必要的收益率。

【例 2-4】 股票的股息 D 为 1 元/股，贴现率 r 为 10%，那么股票价值为：

$$P = \frac{D}{r} = \frac{1}{10\%} = 10 \text{ 元}$$

【例 2-5】 假定某公司在未来无限时期支付的每股股利 D 为 8 元，其公司的必要收益率 r 为 10%，可知该公司股票的价值为：

$$P = \frac{D}{r} = \frac{8}{10\%} = 80 \text{ 元}$$

如果当前该公司股票价格为 65 元，则可推知该股票被低估 15 元，可以购买此种股票。

2. 不变增长模型

不变增长模型是在零增长模型的基础上发展起来的。零增长模型假定股息数额不变，

虽不切合实际,但却简单明了地描绘了股票定价原理。不变增长模型假设股利永远按不变的增长率增长,零增长模型实际上是不变增长率的一个特例。假定公司每年的股利为 $D_1, D_2, \dots, D_n$, 并按固定增长率 g 增长, 则:

$$D_2 = D_1(1+g), D_3 = D_1(1+g)^2, \dots, D_n = D_1(1+g)^{n-1}$$

仍然假定持有期无限, 即 $n \rightarrow \infty$ 时, 则有:

$$P = D_1 \sum_{i=1}^{n \rightarrow \infty} \frac{(1+g)^{i-1}}{(1+r)^i}$$

假定 $r > g$, 则级数 $\sum_{i=1}^{n \rightarrow \infty} \frac{(1+g)^{i-1}}{(1+r)^i}$ 收敛于 $1/(r-g)$, 所以有:

$$P = \frac{D_1}{r-g} \quad (2-6)$$

式(2-6)表明, 在假设条件成立的前提下, 股价等于预期股息与贴现率和股息增长率之差的比值。

【例 2-6】 假如去年某公司支付每股股利 D_0 为 1.80 元, 预计在未来日子里该公司股票的股利按每年 5% 的速率增长, 即 $g=5\%$ 。则预期下一年股利为:

$$D_1 = 1.80 \times (1+5\%) = 1.89 \text{ 元}$$

假定必要收益率 r 是 11%, 则该公司的股票价值为:

$$P = \frac{D_1}{r-g} = \frac{1.89}{(11\%-5\%)} = 31.50 \text{ 元}$$

如果当前每股股票价格是 40 元, 则股票被高估 8.5 元, 建议当前持有该股票的投资者出售该股票。

3. 多元增长模型

多元增长模型是假设股利的变动在一段时间内没有特定的模式, 而在此段时间以后, 股利按不变增长率模型进行变动。因此, 股利可以分为两个部分: 第一部分为股利无规则变化时期内所有预期股利的现值; 第二部分为股利按不变增长率变动时期的所有预期股利的现值。基于本书的篇幅有限, 对多元增长模型不作详细的说明。

(二) 市盈率模型

股票市盈率又被称为股票价格收益比率, 它是每股价格与每股收益之间的比率。在证券投资实务中, 可以估算市盈率来间接估算出股票的价格。

估算市盈率的一个简单而实用的方法就是把某一行业的股票进行归类, 除去市盈率过高或过低的股票, 然后求出市场中该行业的平均市盈率, 接着找出所需估价公司的预期每股收益, 然后根据公式:

$$\text{市盈率} = \frac{\text{每股价格}}{\text{每股收益}}$$

$$\text{每股价格} = \text{市盈率} \times \text{每股收益}$$

这种评价方法被称为市盈率估价法。

【例 2-7】 假设某上市公司本年度三季报每股收益为 0.5 元, 目前根据该行业的平均市盈率估值为 30, 则可以根据市盈率估价法来计算该公司股票的合理价格为:

$$\text{合理的股价} = \text{每股收益} \times \text{市盈率} = 0.5 \times 30 = 15 \text{ 元}$$

三、股票的价格

1. 股票的理论价格和市场价格

股票的理论价格即股票的内在价值,是决定股票市场价格的重要依据。股票的市场价格即股票在市场上买卖的价格,也称为股票行市。一般来说,股票的市场价格应该围绕股票的理论价格进行波动并最终趋近于股票的理论价格。股票市场价格的变动直接影响投资者的收入,因此也是投资者最为关心的价格。引起股票市场价格变动的直接原因是供求关系的变化,但往往在供求关系的背后还有着一系列更深层次的原因。

从微观角度来看,股份公司的经营状况是影响股票价格的基本因素。从理论上分析,公司经营状况与股票市场价格呈正相关关系。分析公司经营状况好坏,可以从公司的收入、赢利水平,股息及红利的分配政策,公司的改组合并,公司投资方向、产品销路和董事会、主要负责人的调整等方面考虑。

从宏观经济的大背景来看,宏观经济发展水平和状况是影响股票市场价格的重要因素。宏观经济影响股票市场价格的特点是波及范围广、干扰程度深、作用机制复杂和股价波动幅度较大。宏观经济因素包括经济增长速度、经济周期循环、政府的货币政策和财政政策以及市场利率的变动;此外,还要考虑汇率变化及国际收支的状况。

政治因素也对股票市场价格有着很大的影响,并且往往因其具有较大的不确定性而难以预料,如战争、政权更迭、领袖更替,政府调整社会经济发展计划、经济政策或新颁布法令和管理条例等,均会影响到股价的变动。

除此之外,还有其他因素,如自然灾害、公众的投机心理以及人为操纵等,也会在一定程度上影响股票市场价格。

2. 开盘价格和收盘价格

开盘价格是指证券交易所每个营业日开市后第一笔成交的价格。如果开市后一段时间内某种股票没有交易,则以该股票前一个营业日的收盘价作为当日此种股票的开盘价;如果某种股票几日内都无交易,通常是用证券交易所的场内代理交易员根据客户对该种股票买卖委托的价格趋势定出指导性价格,促其成交,并将这种价格作为开盘价格。收盘价格是指证券交易所每个营业日闭市前,某种股票最后一笔成交的价格。在实际情况下,为了保证数据的准确性,常将最后三笔成交的平均价作为收盘价。如果当天无成交价格,可以采用最近一次成交价格作为收盘价。

3. 最高价格和最低价格

最高价格也称高值,是指某种证券当日交易中最高成交价格。最低价格也称为低值,是指某种证券当日交易中的最低成交价格。

4. 买入价格和卖出价格

买入价格是指投资者根据当时股市行情所申报或成交的购入的股票价格。卖出价格是投资者根据股市行情所申报或成交的卖出股票的价格。

5. 除权除息价格

除权除息价格是指除去交易中股票享有的送股、配股、领息的权利而产生的股票市场价

格。通常,股份公司在—个会计年度终了时,都会向股东分配本年度的股利,为此,股份公司会确定—个股权登记日。持有股票的股东可享受登记日之前最后—次分配股票和股息的派息分红及参与配股的权利。除权除息日通常为登记日后第二个营业日。从除权除息日开始,股份公司将原股东所能得到的本年度配股和分红派息的权利从市价中除去。由于派息分红和配股将导致股份公司每股账面价格或净资产值发生变动,股东实际享有的财产权利不同。这样,除权除息前后的股票尽管面值相等,其市场价格也要作出修正和变动。

本章小结

股票是股份公司签发的证明持有人所持股份的凭证。股东凭借其所持有的股票获得公司的股息和红利、参加股东大会,同时分担公司的责任和经营风险。股票是反映财产权的有价证券,是综合权利证券,是要式证券,是资本证券,是证权证券。它具有赢利性、风险性、流动性、永久性、参与性和波动性的特征。股票的收益由股利和资本利得两部分构成,可通过股利收益率和持有期收益率计算收益状态。

股票按持有者承担的风险和享有的权利的不同,可分为普通股和优先股;按是否记载股东姓名,可分为记名股票和不记名股票;按是否有票面金额加以表示,可分为有面额股票和无面额股票。我国股票按照股票上市的地点和所面对的投资者的不同,分为A股、B股、N股、H股、S股;按照投资主体的不同分为国家股、法人股、社会公众股和外资股。

股票的理论价格由其内在价值决定,通常可以用股利贴现模型和市盈率模型来估算股票的内在价值。股票的—市场价格即股票在—市场上买卖的价格,它主要由股票的内在价值所决定,但股票的—市场价格不一定与其内在价值相符。除股份公司本身的经营状况以外,政治、经济、社会的相关状况和政策的变动都会导致投资者对股市的预期发生改变,从而直接决定其投资行为,影响股市上的供求关系,进而影响股票—市场价格的涨跌。

思考练习

1. 股票的性质和特征有哪些?
2. 股票的收益由哪几部分构成?
3. 股票可以按照哪些标准进行划分?请举出几种常见的股票分类。
4. 假设股票N今年末派发红利每股2.24元,并且永远以每年12%的速度增长,如果投资者要求16%的年收益率,试计算该股票的内在价值。

案例分析

“东新方案”遭东航股东大会压倒多数否决

2007年12月20日,东方航空公司(以下简称“东航”)(600115,开盘价17.89元,收盘价18.33元)宣布,拟向新加坡航空公司和淡马锡控股定向增发约29.85亿股H股,每股增发价格为3.8港元。东航通过引进新加坡航空公司作为战略投资者,不仅可以解决公司现有的巨大的资金缺口,有效降低负债率与每年庞大的财务成本,而且还可以引进新加坡航空公司先进的经营管理理念,在管理、服务、品牌等方面也将会有很大的提升。在经营方面,还可以充分利用新加坡航空完善的全球航空网络,提升收入与赢利能力。

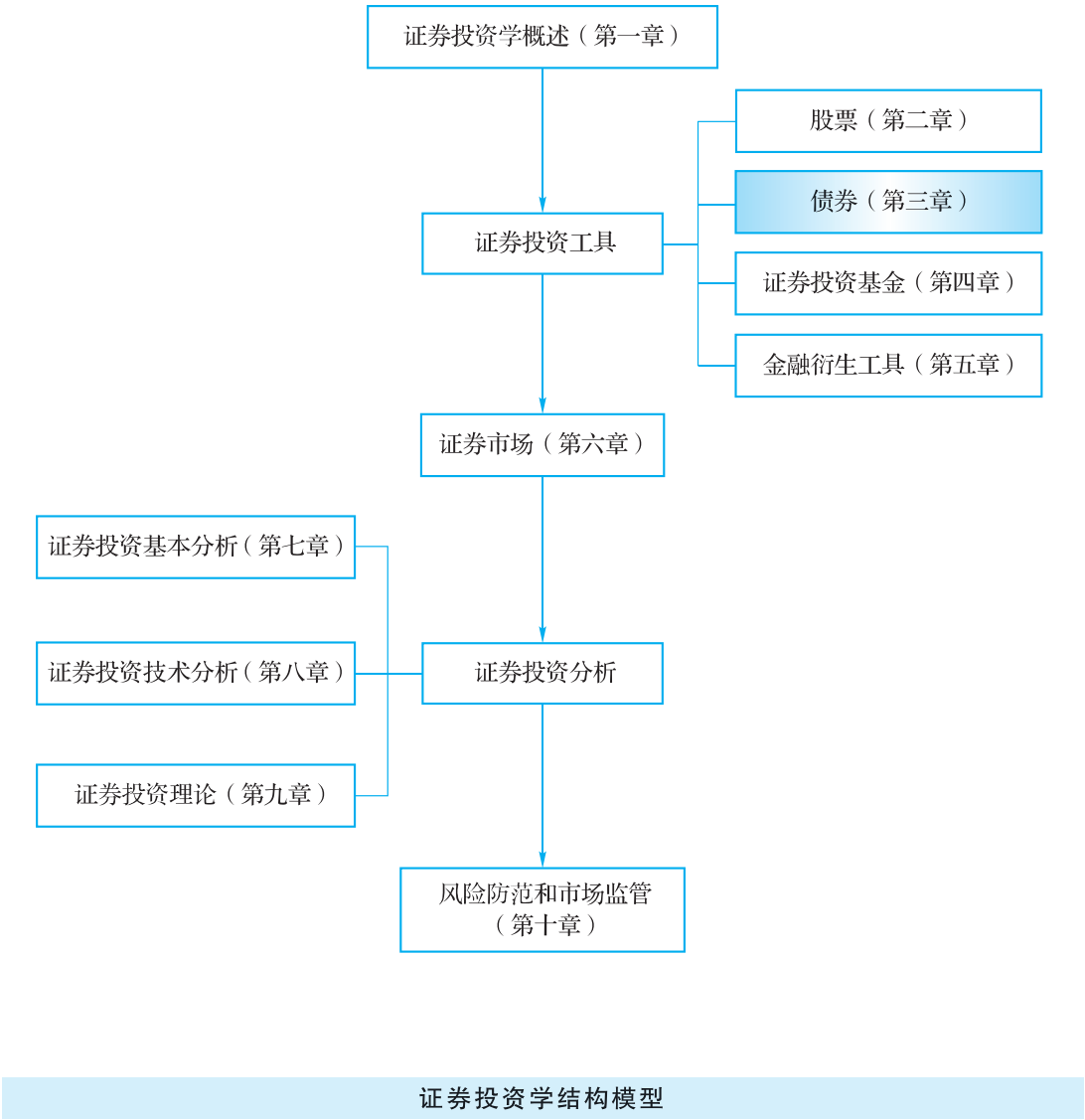
但是,这次“东新合作”却引起业内人士和专家们的极大争议。部分专家认为东航此举有“低价贱卖国有资产”、“大股东侵占小股东利益”的嫌疑。调查显示,近九成股民认为东航此举有被“贱卖”的嫌疑。

在2008年1月8日召开的对“东新方案”进行表决投票的东方航空股东大会上,出席本次股东会的东航股东有76人,其中A股股东74人,H股股东2人。总出席会议的股份为44.7568亿股。其中,出席会议的A股股份29.3247亿股,拥有表决权的股份为3.96亿股;H股股份15.432亿股,拥有表决权的股份为5.6648亿股。现场投票结果为:A股反对票达出席会议的有表决权的A股总数的94%,H股反对票达出席会议的有表决权的H股总数的74.69%。因此,新加坡航空和淡马锡控股以每股3.8港元收购东航24%股份的提案以压倒多数遭到了否决。当天,东方航空A股以20.81元高开,收于20.63元,与前一交易日收盘价持平。东方航空H股开于7.1元,收于6.66元。

问题

1. 按上市地点的不同,东方航空公司发行的股票类型有哪些?
2. 东方航空公司的股东是如何实现对公司经营决策的参与权的?

第三章 债 券



学习目标

(一) 知识目标

- 掌握债券的含义、特征；
- 了解债券的类型；
- 掌握债券的利率期限结构和相关理论；
- 熟悉债券的价值分析。

(二) 技能目标

- 能够熟练计算债券收益率；
- 能够对债券的价值进行评估。

债券是在信用的基础上产生的一种债务凭证,随着社会经济的发展,债券已经成为证券市场上最重要的投资工具之一。在现代经济社会中,债券的发行和流通涉及到社会生活的方方面面,进而影响着现实的经济和金融生活。

第一节 债券概述

一、债券的含义

债券是发行人为筹集资金,依照法定程序发行并约定在一定期限内还本付息的有价证券。它反映了投资者与筹资者之间的债权债务关系。

债券的定义中包含着四个方面的含义:

- (1) 债券的发行人是债务人,是借入资金的经济主体。一般来说,通过发行债券筹集资金的通常是政府、金融机构和企业。
- (2) 债券的投资者是债权人,是出借资金的经济主体。债券投资者一般是政府、金融机构、事业单位、企业、各类基金、个人等。
- (3) 债务人使用债权人的资金有一定条件,即需要承诺在一定时期还本付息。
- (4) 债券是反映债券发行者和投资者之间债权债务关系的法律凭证。

二、债券的特征

债券作为一种有价证券,除了具有一般证券的特点外,还具有自身的独特性。具体来说,主要有以下几个特征:

1. 偿还性

偿还性是指债券规定了还款期限,债务人须按期向债权人偿还本金并支付利息。在历史上也曾有国家发行过永久性公债,持券者不能要求政府清偿,只能按期取息。然而这只是个别现象,并不能否定债券具有偿还性的特点。

2. 安全性

与其他证券相比,债券的安全性相对较高。这主要表现在两个方面:一方面是指债券收益相对固定,不受发行者经营业绩的影响,可按期收回本金;另一方面是指在企业破产清算时,债券持有者享有优先于股票持有者对企业剩余资产的分配权。一般来说,具有高度流动性的债券同时也是比较安全的,因为它不仅可以迅速转换为货币,而且还可以按照一个较稳定的价格转换。

债券投资不能收回有以下两种情况:

(1) 债务人不履行债务,即债务人不能充分和按时履行约定的偿还本金和支付利息的义务。不同债务人不履行义务的风险程度是不一样的,这主要与债务人的资信情况与经营状况有关。债务人信用等级高,经营良好,债权人风险就小。

(2) 存在流通市场风险,债券在市场上转让时会因价格下跌而遭受损失。许多因素会影响债券的转让价格,其中较重要的是市场利率水平。

3. 收益性

收益性是指债券能为投资者带来一定的收入,即债券投资的报酬。在实际经济活动中,债券收益可以表现为两种:一种是投资者在持有债券期间定期获得的利息收入;另一种是投资者在债券期满之前在证券市场通过转让可能获得的资本收益。债券的价格与市场利率的关系是:当市场利率下降时,债券的市场价格将上升;当市场利率上升时,债券的市场价格则下跌。

4. 流动性

流动性是指债券能够迅速转变为货币而又不会在价值上蒙受损失。高流动性的债券一般具有两个特点:发行人具有及时履行各种义务的信誉;偿还期短,市场利率的上升只能轻微减少其价值。

三、债券的票面要素

债券作为证明债权债务关系的凭证,一般需用具有一定格式的票面形式来表现。通常,债券票面上的基本要素包括以下内容:

1. 债券的票面价值

债券的票面价值包括币种和票面金额两方面。

债券的币种取决于发行的对象。一般来说,在国内发行的债券通常以本国本位货币作为面值的计量单位;在国际金融市场发行的债券则通常采用债券发行地所在国家的货币或国际上的通用货币作为面值的计量单位。另外,确定币种还应考虑债券发行者本身对币种的需要。

债券的票面价值还要规定债券的票面金额。票面金额的大小,会影响到发行成本、发行数额和持有者的分布情况。票面金额定得高,有利于少数大额投资者认购,且印刷费用等也会相应减少,但却使小额投资者无力购买,使债券持有者的范围狭小;票面金额定得低,有利于小额投资者购买,使债券持有者分布面广,但债券本身的印刷及发行工作量大,费用较高。因此,债券票面金额的确定也要根据债券的发行对象、市场资金供给情况及债券发行费用等因素综合考虑。

2. 债券的偿还期限

债券偿还期限是指债券从发行之日起至偿清本息之日止的时间。各种债券有着不同的偿还期限,短则几个月,长则几十年,习惯上有短期债券、中期债券和长期债券之分。一般来说,偿还期限在1年以下的为短期债券;期限在1年或1年以上、10年以下的为中期债券;偿还期限在10年以上的为长期债券。发行人在确定债券期限时,要考虑以下几种因素的影响:

(1) 资金使用状况。债务人通常会根据自身的情况考虑资金使用的期限和偿还本息的方法。足够的偿还期限有助于保证债务人在规定的时间有相应的资金作偿还来源,这样既维护了发行者的信誉,又便于其资金的调配。

(2) 债券的变现能力。这一因素与债券交易市场的发达程度有关。交易市场发达,债券容易变现,长期债券就能很好地销售,同时投资周期长的大型项目也能顺利进行;反之,如果交易市场不发达,债券不能自由变现,投资者会倾向于短期债券,长期债券将难有销路。

(3) 市场利率的走势变化。筹资者在发行债券时,应根据对市场利率的预期,选择有助于减少筹资成本的偿还期限。一般来说,当未来市场利率趋于下降时,应选择期限较短的债券,这样可以避免市场利率下跌后仍负担较高的利息;而当未来市场利率趋于上升时,应发行期限较长的债券,这样可以避免因市场利率上升而带来筹资成本增多的风险。

3. 债券的票面利率

利率是债券票面要素中不可缺少的内容,也是投资者最为关注的因素之一。

在实际经济生活中,债券利率的形式多种多样,如单利、复利等。债券利率也受很多因素影响,主要有:

(1) 借贷资金市场利率水平。市场利率普遍较高时,债券的利率也相应会较高,否则,投资者会选择其他金融资产投资而舍弃债券;反之,市场利率较低时,债券的票面利率也相应较低。

(2) 筹资者的资信状况。如果债券发行人的资信状况好,信用等级高,债券票面利率可以定得低一些;如果债券发行人的资信状况差,信用等级低,投资者的风险大,债券票面利率就需要定得高一些,高利率是对高风险的补偿。因此,利率差异反映了信用风险的大小。

(3) 债券期限长短。一般来说,期限较长的债券,流动性差,风险相对较大,票面利率应该定得高一些;而期限较短的债券,由于流动性强,风险相对较小,票面利率就可以定得低一些。不过,债券票面利率还受其他因素的影响,所以有时也能见到短期债券票面利率高而长期债券票面利率低的现象。

4. 债券发行者名称

债券发行者名称指明了债券的债务主体,也为债权人到期追索本金和利息提供了依据。

上面四个要素虽然是债券票面的基本要素,但它们也并非一定在债券上印制出来。在许多情况下,债券发行者是以条例或公告形式向社会公开宣布某债券的期限与利率,只要发行人具备良好的信誉,投资者也会认可接受。

第二节 债券的类型

根据不同的分类标准,可对债券进行不同的分类。

一、按发行主体分

债券按发行主体的不同,可以分为政府债券、公司债券和金融债券。

(一) 政府债券

政府债券的发行主体是政府,发行的目的大多是为了弥补财政赤字、建设公共设施、归还旧债本息等。很多国家把政府债券又分为中央政府债券和地方政府债券。

1. 中央政府债券

中央政府债券通常称为国债,是指中央政府为筹措资金,按照一定程序向投资者出具的、并承诺在一定时期支付利息和到期偿还本金的债务凭证。国债是国家财政分配的一种特殊形式,它对调节国家财政收支状况和市场货币供给量、集中资金进行经济建设具有重要意义。由于国债的发行人是中央政府,因而其具有很高的信誉度,被公认为最安全的投资工具。

(1) 中央政府债券一般具有以下特点:

① 高安全性。国债的还本付息以国家财政作担保,因此,国债在各类债券中,信用度无疑是最高的,素有“金边债券”之称。

② 强流动性。由于国债的信誉度高,所以很容易被投资者接受,国债持有人在需要现金时可以在证券交易市场出售。同时,国债除了可以出售获得现金外,还可以作为抵押品从银行获得贷款。

③ 收益稳定。投资者购买债券,可以得到稳定的利息。国债的付息由政府作保证,因此投资国债的收益比较稳定。但是由于风险性很小,其利率也较其他债券低。

④ 享受税收优惠待遇。为了鼓励人们购买国债,大多数国家都规定购买国债所获得的收益可以享受优惠的税收待遇,甚至免税。这样可以在短时期内迅速而有效地筹集巨额资金。

(2) 中央政府债券按照不同的标准,可以进行不同的分类:按偿还期限的不同,可分为定期国债和不定期国债;按资金来源的不同,可分为国内债(内债)和国外债;按是否流通,可分为自由流通国债和非自由流通国债。

(3) 我国国债发行基本上分为两个阶段:20世纪50年代至60年代是第一阶段,20世纪80年代以来是第二阶段。

20世纪50年代,我国发行过两种国债。一种是1950年发行的人民胜利折实公债。当时,由于我国经济力量薄弱,为了支援人民解放战争和经济发展,中央人民政府决定举借折实公债,其发行对象是城市工商业者、城乡殷实富户和富有的退休人员,其他社会阶层人士

亦可自愿购买。人民胜利折实公债的募集与还本付息均以实物为计算标准,其单位为“分”。另一种是1954—1958年发行的国家经济建设公债。为了加速国家经济建设,中央人民政府决定于1954年开始连续发行建设公债,一共发行了五期,总金额为35.35亿元。

1968年我国偿付了全部内外债本息,1968—1981年,我国既无内债又无外债。

随着改革开放的不断深入,我国政府于1981年恢复发行国债,国债的形式也从原来的单一化转向了多元化。

2. 地方政府债券

地方政府债券是由地方政府发行并负责偿还的债券,简称地方债券,它是地方政府根据本地区经济发展和资金需要状况,以承担还本付息为前提向社会筹集资金的债务凭证。债券融资是地方政府筹集资金的重要渠道,也是实现政府职能和进行基础设施建设的重要资金来源。地方政府通过发债筹集的资金主要用于交通、通信、住宅、教育、医院和污水处理系统等地方公共设施建设。

目前,已有多个国家发行了地方政府债券,其中美国和日本的发行规模最大,发行模式也最具代表性。此外,近年来在巴西、阿根廷和欧洲等国家和地区,地方政府债券也已具有一定规模。

(二) 公司债券

公司债券是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。

1. 公司债券的特点

公司债券除了具有一般债券的特点外,与其他债券相比还具有以下特点:

(1) 发行前严格的资格审查。由于公司债券的发行者以其经营利润作为还本付息的保证,如果公司经营不善,可能无力支付投资者的本息,投资者将面临损失的风险。为了保护投资者的利益,公司在发行债券时,都要进行严格的资格审查和财产抵押。

(2) 收益性高。公司债券与政府债券和金融债券相比,风险较大。因此,为了吸引投资者,公司债券的利率通常相对较高。

(3) 具有优先性。公司债券的持有人是债权人,不是股东,因而无权参与公司的经营决策。但根据法律规定,当公司破产清理资产时,债权人有权比股东优先收回本金的权利。

2. 公司债券的种类

公司的筹资需求多种多样,所发行的债券种类也多种多样,比较常见的公司债券有如下几种:

(1) 抵押公司债券。抵押公司债券又称为担保债券,它是由发行主体以特定财产作为抵押担保品所发行的债券。用作担保的资产大多是土地、房屋等不动产。公司在发行抵押债券时,需要与特定的受托人签订合同,承诺限制抵押财产的出售、控制其他证券的发行量等,以保证按期支付该批债券本息。

(2) 信用债券。信用债券又称为无担保债券,它是发行公司不以任何物品做抵押,只凭公司信誉对外发行的债务凭证。由于这类债券无担保,一般只有少数经营良好、信誉等级高的公司才能发行这种债券。为了保护债券投资者的利益,可在发行协议中附有某些限制性

条款。

(3) 担保公司债券。担保公司债券是指公司发行的由第三者担保还本付息的债务凭证。担保人可以是政府、银行,也可以是举债公司的母公司。

(4) 可转换公司债券。可转换公司债券是指发行人依照法定程序发行,在一定期限内依照约定条件可以转换为公司股票的债券。由于其到期可以转换为普通股,所以很受市场欢迎。2001年,《上市公司发行可转换公司债券实施办法》及《上市公司发行可转换公司债券申请文件》的出台是上市公司发行可转换公司债券的助推器。

(5) 附新股认购权公司债券。附新股认购权公司债券即附以债券发行后一定时期按预先规定的条件认购该公司新股权利的公司债券。预先规定条件主要是指股票的购买价格、认购比例和认购期间。与可转换公司债券不同的是,附新股认购权公司债券行使认购权后,其公司债券仍然保留;可转换公司债券转换权行使以后,债权不复存在,转变成了股票。

(三) 金融债券

1. 金融债券的特点

金融债券是由银行和非银行金融机构发行的债券。其特点主要有以下几个:

(1) 从安全性看,金融债券的安全性低于政府债券,但高于公司债券。金融机构资金实力雄厚、信用度较高,因此金融债券往往也具有良好的信誉,其风险低于公司债券,但高于政府债券。

(2) 从流动性看,金融债券可以在证券市场上自由流通转让。通常情况下,银行等金融机构除了通过吸收存款、同业拆借、向央行借款来获取资金外,发行债券也是重要的资金来源。由于存款的资金稳定性差,在金融动荡时期易发生挤兑风险,而同业拆借和向央行的借款只能形成短期资金来源,相比之下,发行债券能够更有效地解决银行等金融机构的资金来源不足和期限不匹配的问题。一方面,由于债券在到期之前一般不能提前兑换,只能在市场上流通转让,从而保证了金融机构所筹集资金的稳定性;另一方面,金融机构可以根据自身需要灵活规定期限,如针对一些长期投资项目发行期限较长的债券。因此,发行金融债券可以使金融机构具有更大的主动性和灵活性。

(3) 从收益性看,金融债券的收益性低于公司债券。银行等金融机构在一国经济中占有比较特殊的地位,政府对他们的运营有严格的监控。因此,金融债券的资信比一般非金融债券高,违约风险相对较小,具有较高的安全性。金融债券的利率通常低于公司债券,但又高于银行储蓄存款利率。

2. 金融债券的种类

金融债券按不同的分类方法可分为不同的种类。

(1) 按发行主体不同,可分为国家金融债券和地方金融债券。国家金融债券是由国家金融机构在全国范围内发行的金融债券。地方金融债券是由地方金融机构在地方范围发行的金融债券。

(2) 按利息支付方式的不同,可分为付息金融债券和贴现金融债券。付息金融债券是

在债券的券面上附有各期息票的金融债券。贴现金融债券是在发行时按规定的贴现率以低于票面金额的价格发行,到期按票面金额偿还本金的金融债券。

(3) 按发行条件不同,可分为普通金融债券、贴现金融债券和累进利息金融债券。普通金融债券是按面额发行,期限固定,不计复利,到期一次还本付息的金融债券。贴现金融债券是在一定时间内按一定的贴现率以低于债券面额的价格折价发行,到期以面额还本、不再付息的债券。累进利息金融债券是一种按面额出售,浮动期限式、利率与期限挂钩的金融债券。

3. 我国金融债券的发展

我国金融债券发行的目的是筹集资金,支持一些效益好的企业完成建设项目,满足企业对资金的需要。我国金融债券的发行对象主要是城乡居民,由个人自愿购买。

我国 1985 年首次发行金融债券,1987 年金融债券开始流通。在 1985—1992 年,中国工商银行、中国农业银行每年都发行金融债券。此后,其他商业银行也多次发行金融债券。

1994 年,我国政策性银行成立,发行主体从商业银行转向政策性银行,当年轻国家开发银行就发行了七次金融债券,总金额达 758 亿元。1999—2001 年,国家开发银行累计在银行间债券市场发行债券达 1 万多亿元,是仅次于财政部的第二发债主体。目前,政策性银行发行的金融债券已成为我国债券市场中发行规模仅次于国债的券种。

二、按计息方式分

债券按计息方式的不同,可分为单利债券、复利债券、贴现债券、零息债券、附息债券与累进利率债券。

1. 单利债券

单利债券是指在计算利息时,不论期限长短,仅按本金计算,所生利息不再加入本金计算下期利息的债券。

2. 复利债券

复利债券与单利债券相对应,是指计算利息时按一定期限将所生利息加入本金再计算利息,逐期滚动计算的债券。

3. 贴现债券

贴现债券也称“贴水债券”或“贴息债券”,是指债券券面上不附有息票,发行时按规定的折扣率以低于票面价值的价格发行,到期时按面额偿还本金的债券。贴现债券是属于折价方式发行的债券,发行价格与票面价值的差额即为利息。实质上,这是一种利息预付的债券。例如,某 1 年期的债券,面值为 100 元,而发行价格为 95 元,到期后按债券的面值进行偿付,5 元的差额即为债券的利息。美国的短期国库券属于典型的贴现债券。

4. 零息债券

零息债券是指以低于面值的折扣价发行,在债券存续期间不发生利息支付,到期一次性按面值偿还的债券。

5. 付息债券

付息债券是债券券面上附有各种息票的债券。息票上标有利率、支付利息的方式和期限等内容。息票到期之前,持票人不能要求兑付,通常每半年为一个付息期,债券持有人在息票到期时,凭从债券剪下来的息票领取该期的利息。息票一旦发出,自身就具有一定价值,因而也是一种可转让的证券,可以在证券市场上转让交易。此种债券大都为中长期政府债券和公司债券,在国外较为常见。

6. 累进利率债券

累进利率债券是指以利率逐年累进方法计息的债券。累进利率债券的利率是不固定的,随着时间的推移,后期利率将比前期利率更高,呈累进状态。这种债券的期限往往是浮动的,但有最短持有期和最长持有期,如3年期的累进利率债券,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年、第2年利率按9%计算,第3年利率为11%。投资者可根据自己的需要,自主选择还本付息的期限,并享受不同期限的不同利率水平。发行此类债券可稳定债券持有人,鼓励投资者延长债券投资的期限。

三、按发行方式分

债券按发行方式的不同,可分为公募债券和私募债券。

1. 公募债券

公募债券是指按照法定程序,经证券主管机构批准在市场公开发行的债券。这种债券的发行对象是社会的不特定公众。由于它面对的是不确定的、广泛分散的认购者,所以发行主体必须遵守信息公开制度,如实向投资者提供必要的财务报表和有关资料,以保护投资者的利益。

2. 私募债券

私募债券是指向少数与发行者有特定关系的投资者发行的债券。这种债券的发行对象大多与发行者关系密切,了解发行者资信。私募债券的发行范围很窄,因此,一般不实行公开呈报制度。私募债券的转让也受到一定的限制,流通性较差,其利率也常高于公募债券。

四、按利率分

债券按利率浮动与否,可分为固定利率债券和浮动利率债券。

1. 固定利率债券

固定利率债券是指在发行时规定利率在整个偿还期内不变的债券。它通常在市场利率相对稳定的条件下发行,这种债券的利率水平是事先确定的,无论市场利率如何变化,债券持有人只能获得固定的利息,因此,有可能为债券发行者或持有者带来风险。当发行期内市场利率下降,发行者能以更低的利率发行新债券,则原来发行的债券成本便相对高昂,而债券持有人则相当于获得了由于相对利率较高或债券价格上升而带来的额外收益;相反,当偿还期内市场利率上升,债券持有人就要承担相对利率较低或债券价格下降的风险。固定利

率债券是国际债券的传统类型,也是目前国际债券融资中采用最多的形式。

2. 浮动利率债券

浮动利率债券是指发行时规定债券利率随市场利率定期浮动的债券,也就是说,债券利率在偿还期内可以变动和调整。浮动利率债券通常是中长期债券,其利率一般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,欧洲则主要参照伦敦同业拆借利率。

浮动利率债券自20世纪80年代至今已得到了长足的发展,其品种也日趋多样化,主要有:规定利率浮动上、下限的浮动利率债券;附有选择权的浮动利率债券;规定利率达到指定水平时可以自动转换成固定利率债券的浮动利率债券;在偿还期的一段时间内实行固定利率,另一段时间内实行浮动利率的混合利率债券等。

采取浮动利率债券形式可以避免债券的实际收益率与市场收益率之间出现重大差异,使发行人的成本和投资者的收益与市场变动趋势相一致。但债券利率的这种浮动性也使发行人的实际成本和投资者的实际收益带有很大的不确定性,从而导致较高的风险。



债市新手“三要三不要”

初入债市的投资者,一定要牢记“三要三不要”的黄金法则。

一要:要关心宏观经济发展情况,尤其是国家货币政策和财政政策的变化。

二要:要关心周边金融市场变化,特别是股票市场、基金市场和票据市场的变动情况。

三要:要了解游戏规则,以平和的心态参与债券投资,不能盲目乐观,也不能太过保守。

一不要:不要把思路局限在某个单一品种。

二不要:不要盲目买卖,见风使舵,一成不变地不作策略调整。一个好的投资策略应该充分考虑投资期限、风险承受度和未来的流动性需求等。投资者如果想从债券市场上获取更多收益,不仅仅要懂得坚持自己的观点,更要尊重市场、顺应市场,并根据市场的变化作出积极调整。

三不要:不要将债券当做股票来炒作,经常做超短线。实践证明,在债市的中长期持有策略远优于快进快出超短线的方法。债市的频繁交易有可能会吞噬大部分的投资回报。

第三节 债券的定价

一、债券的收益率

债券收益的大小一般用债券收益率来表示。债券收益率是一定期限内投资于债券所得的收益与投资总金额的比率,通常用年收益率表示。下面介绍几个与收益率相关的概念。

1. 票面收益率

债券票面收益率又称名义收益率或票息率,是债券票面上的固定利率,即年利息收入与债券面额之比率。投资者若将按面额发行的债券持至期满,所获得的投资收益率便与票面收益率相等。票面收益率适合于投资者按面额买入债券直至期满并按票面金额偿还本金的情况,它没有考虑投资者中途卖出债券的可能。

2. 直接收益率

直接收益率也称为当前收益率、本期收益率,是指债券的年利息收入与买入债券的实际价格之比率。该收益率考虑到债券投资者获得债券的实际价格可能不等同于面额,因此用真实的购买价格取代了债券面额。其不足之处在于没有考虑债券投资所获得的资本利得或是损失。其计算公式为:

$$I_d = \frac{C}{P_0} \times 100\% \quad (3-1)$$

式中, I_d ——直接收益率;

C ——债券年利息;

P_0 ——债券市场价格。

【例 3-1】 某债券面额为 1 000 元,3 年期,票面利率为 8%,现以 980 元的发行价向社会公开发售,则投资者在认购该债券后持有到期满可获得的直接收益率为:

$$\text{直接收益率} = \frac{1\,000 \times 8\%}{980} \times 100\% = 8.16\%$$

3. 持有期收益率

持有期收益率是指买入债券后持有一段时间,在债券到期前将其出售而得到的收益率。其收益包括持有期间的利息收入和资本利得。相应的计算公式如下:

$$Y_h = \frac{(P_2 - P_1) + C \times N}{P_1 \times N} \times 100\% \quad (3-2)$$

式中, Y_h ——持有期收益率;

P_2 ——卖出价;

P_1 ——买进价;

C ——债券年利息;

N ——持有年份。

【例 3-2】 某人于 1993 年 1 月以 120 元的价格购买了面值为 100 元、利率为 10%、每年 1 月付息的 1992 年发行的 10 年期国库券,并持有到 1997 年 1 月以 150 元的价格卖出。该债券的持有期收益率为多少?

$$\text{解 持有期收益率} = \frac{(150 - 120) + 100 \times 10\% \times 4}{120 \times 4} \times 100\% = 14.58\%$$

4. 到期收益率

到期收益率又称最终收益率,是指投资者买进债券后一直持有至到期日,中间不再卖出

情况下的实际收益率。到期收益率的计算由债券偿还期限、票面利率、面值及购买价格决定。债券购买价格的计算公式为:

$$P_1 = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+Y_m)^t} + \frac{M}{(1+Y_m)^n} \quad (3-3)$$

式中, M ——债券面值;

Y_m ——到期收益率;

C ——债券年利息;

n ——持有期限;

t ——时间;

P_1 ——买进价。

由于到期收益率的计算涉及开方,计算比较复杂,计算时可将数据代入式(3-3)求得。

【例 3-3】 某种票面金额为 1 000 元的 3 年期债券,每年支付利息 60 元,购买价格为 900 元,则该债券的到期收益率为多少?

$$\text{解} \quad 900 = \frac{60}{1+y} + \frac{60}{(1+y)^2} + \frac{60}{(1+y)^3} + \frac{1\,000}{(1+y)^3}$$

则 $y = 10.02\%$

二、利率期限结构

债券期限有短、中、长期之分,由于复利因素,也由于期限越长的债券隐含的风险越大,所以,不同期限结构的债券有不同的利率水平,把债券不同到期期限与债券利率之间的关系叫做利率的期限结构。

通过分析利率期限结构可以研究资金在货币市场、债券市场、房地产抵押市场等之间的流动趋势以及这些市场之间的紧密联系,对分析和确定即期利率有重要帮助,而即期利率又是对固定收入证券进行估价的基础;同时,分析债券利率期限结构还可以为投资者提供一些有关未来利率水平预期的信息。

(一) 利率期限结构的类型

为了更好地理解利率期限结构,先要了解收益率曲线的概念。收益率曲线以期限为横轴,以收益率为纵轴,反映在一定时点上不同期限债券的收益率与期限的关系。根据收益率的曲线形状不同,可将收益率曲线分为四类:

(1) 正收益率曲线,又称为上升收益率曲线,表示在正常情况下短期债券的利率低于长期债券,债券期限越长,利率越高(见图 3-1)。债券的正收益率曲线是在经济运行正常、不存在通货膨胀压力和经济衰退的情况下出现的。

(2) 反收益率曲线,又称下降收益率曲线,表示短期债券收益率比长期债券收益率更高。反收益率曲线代表的是一种反常的利率期限结构现象,在现实生活中并不常见。它通常发生在银根紧缩、信贷收紧的时候,由于短期资金偏紧,供不应求,造成短期利率急剧上升,如图 3-2 所示。

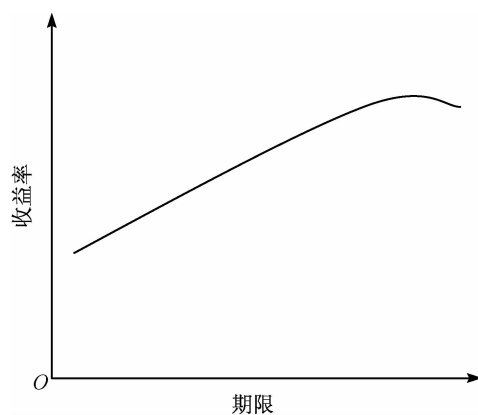


图 3-1 正收益率曲线

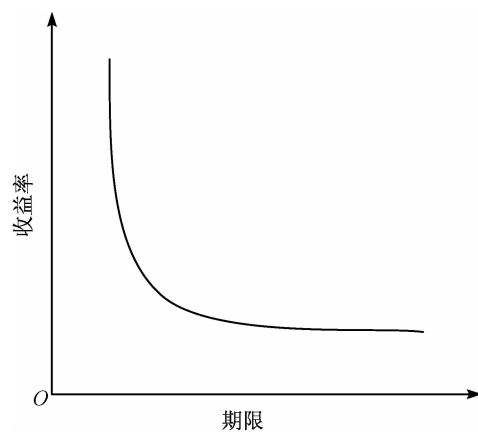


图 3-2 反收益率曲线

(3) 平收益率曲线。在正反收益率曲线相互替代的变化过程中,会出现一种长、短期债券收益率接近相等的短暂过渡的阶段,此时债券收益率曲线同坐标系中的横轴趋于平行,表示不同期限的债券利率相等,如图 3-3 所示。

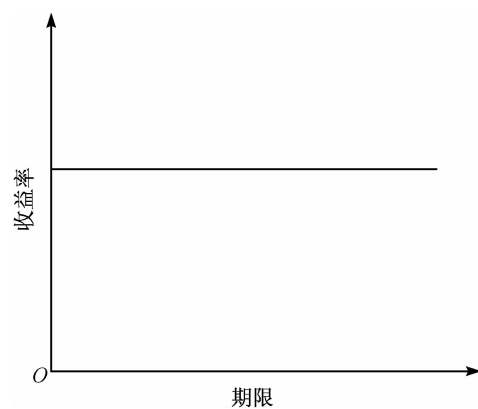


图 3-3 平收益率曲线

(4) 拱收益率曲线, 又称驼背形收益率曲线, 表示在某一期间内是正收益率曲线, 期限越长, 收益率越高; 在该期间之后却成反收益率曲线, 期限越长, 收益率越低(见图 3-4)。它代表的是在短期资金偏紧或中央采取紧缩的货币政策时短期利率急剧上升时的利率期限结构。

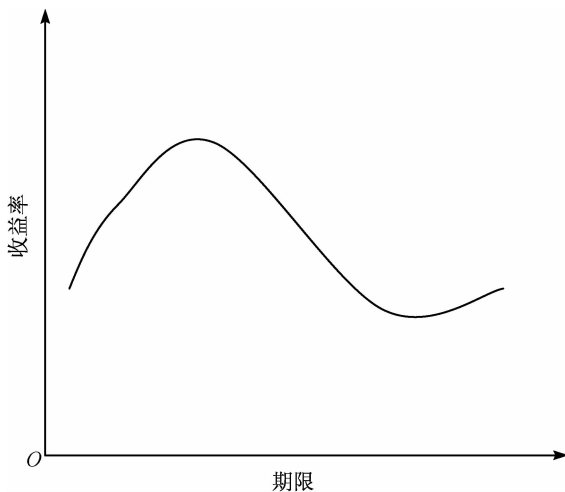


图 3-4 拱收益率曲线

(二) 利率期限结构理论

不同收益率曲线的形成和变化揭示了不同期限债券的收益率相对水平和相互关系的变化, 人们在研究它的时候需要从理论上解释和阐明利率期限结构的成因。目前, 主要有以下三种利率期限结构理论:

1. 无偏差预期理论

无偏差预期理论, 又称市场预期理论, 它认为利率期限结构完全取决于对未来即期利率的市场预期。如果预期未来利率上升, 则收益率曲线呈上升趋势; 如果预期利率下降, 则收益率曲线呈下降趋势。

无偏差预期理论成立的前提是将金融市场看做一个整体, 长短期债券具有完全的替代性。既然不同期限的资金能够互相补充、互相转换, 长期债券和短期债券就可以相互替代, 这样它们的利率关系才能发生变化, 形成利率期限结构。当预期远期利率将上升时, 投资者更愿意采用滚动策略投资短期债券, 从而获得更多的收益。此时, 长期债券被抛售, 价格下跌, 收益率上升, 收益率曲线是呈上升趋势的; 反之, 收益率曲线呈下降趋势。

2. 流动性偏好理论

流动性偏好理论的基本观点是: 考虑到资金需求的不确定性和风险产生的不可预知性, 投资者在制订长期投资计划时, 既可以持有长期债券, 采用到期兑现的“到期策略”, 也可以持有短期债券, 采用逐期买卖的“滚动策略”。流动性偏好理论认为投资者更倾向于购买短期证券, 要使投资者接受长期债券, 就要对他接受的、与债券的较长的偿还期限相联系的风险给予补偿, 这便导致了流动性溢价的存在。流动性溢价是远期利率和未来的预期即期利率之间的差额。一般来说, 债券的期限越长, 流动性溢价越大, 这体现了期限越长债券的价格风险越高的

特点。

如果投资者准备对债券进行3年的投资,他可以买入3年期的债券到期兑现,也可以买入1年期的债券,1年后兑现再逐期滚动投资。理论上两种操作方式都是可行的,按无偏差预期理论,它们在投资收益率上也是相等的。但在这3年中,投资中的资金可能另有他用,采用滚动的投资策略,投资者能够卖出债券获得资金;而3年期的债券如果提前卖出,将存在一定的价格风险,因此,如果想吸引投资者购买3年期的债券,只能在收益率上提供额外的“风险溢价”。

为了便于理解流动性偏好理论,下面举例进行说明。

【例 3-4】 某投资者打算购买 100 元的债券,进行为期两年的投资。有两个方案可供选择:

方案一:投资者可采用直接买入两年期债券的“到期策略”,两年期的即期利率为 8%,期末他可以获得 $116.64(100 \times 1.08^2)$ 元。

方案二:投资者可采用逐期买入的“滚动策略”,第一年的即期利率为 7%,第二年的远期利率为 9.01%,期末他同样可以获得 $116.64(100 \times 1.07 \times 1.0901)$ 元。

两种投资的收益率相同,根据流动性偏好理论,此时投资者更倾向于选择“滚动策略”的投资方式而非“到期策略”。这一偏好迫使长期资金的需求者必须提供更高的收益率才能吸引投资者购买 2 年期的债券。只有在“到期策略”的预期收益率比“滚动策略”高时,投资者才会选择第一种投资方案。

流动性偏好理论在解释不同形态的期限结构时,同样是以对未来即期利率的不同预期为基础的,它与无偏差预期理论之间的区别仅在于曲线弯曲的幅度大小不同,这是由于流动性升水的存在。在收益率曲线呈上升态势时,流动性偏好理论认为未来即期利率的上升幅度会大于运用无偏差预期理论所计算的上升幅度;同样,当市场预期未来即期利率保持不变,甚至是轻微下降时,收益率曲线也会呈现出稍微向上倾斜的态势,如图 3-5 所示。

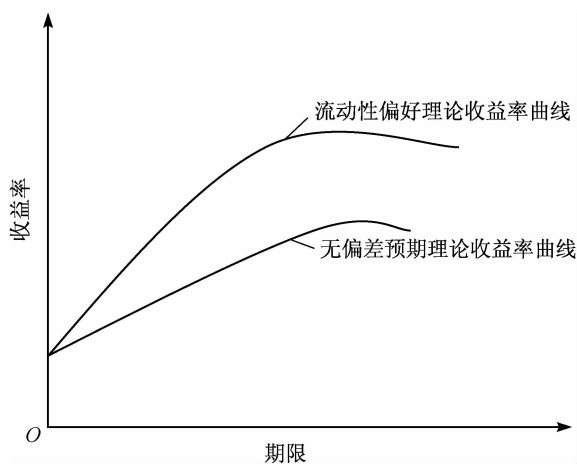


图 3-5 流动性偏好理论收益率曲线

3. 市场分割理论

市场分割理论认为,在贷款或融资活动中,市场存在着分割的情况,证券市场供需双方

由于受到了法律、偏好或者某种投资期限习惯的制约,不能无成本地实现资金在不同期限证券之间的转移,所以他们的贷款或投资活动总是局限于某一特殊的偿还期部分。而且在其中最严格的限制下,即使现行的利率水平说明如果他们进行市场间的转移会获得比实际要高的预期收益率,资金的供需双方也不会离开自己的市场而只进入一个市场。这样的结果是市场分化为两大部分:长期资金市场和短期资金市场。按照市场分割理论,收益率曲线取决于短期市场资金与长期市场资金的供需状况,当短期资金供求曲线交叉点利率低于长期资金市场供求曲线交叉点利率,收益率曲线呈向上升的趋势;当短期资金市场供求曲线交叉点的利率高于长期资金市场供求曲线交叉点利率,收益率曲线呈向下倾斜的趋势。



银行流动资金追捧中短债^①

2008年12月23日,央行宣布近期第5次降息。此前,由于债券市场普遍存在降息预期,国债指数、企业债指数一路上涨。

央票发行减少之后,银行流动资金投资的金融品种骤然减少。同时,伴随着降息和央票到期,银行还获得了大量的流动性资产。该类流动性资产迫切需要寻求新的投资对象,而中短期债券无疑成为不二选择。短期国债、短期金融债等都成为银行间资金争夺的对象,面临着中短债供给少而需求多的状况。债券市场又呈现出繁荣的景象。

然而,在中短债十分红火的行情下,长期债券却显得黯然失色。

目前,10年期的长债并没有受到投资者的欢迎,因为业内普遍认为10年会至少跨越两个经济周期,同时也是两个利率周期,目前利率正处在下调周期,而10年期很可能会遭遇利率周期的转变,长期投资该类债券可能存在收益风险。因此,长期债券受到了冷落,预计2009年长期债券还会扩容。

三、债券的价值评估

(一) 影响债券价格的主要因素

债券的价格主要由债券的内在价值决定,和其他商品一样,债券的价格又经常背离其内在价值。引起债券价格变化的具体因素很多,可以从内部和外部两个层面来对其进行分析。

1. 内部因素

(1) 期限。期限又称为到期时间,是投资者收回债券附属的所有价值的时间。在其他条件不变的情况下,债券的期限越长,价格变动的可能性就越大,投资者要求的收益率也越高。

(2) 票面利率。债券的票面利率是债券价值决定的重要条件之一。债券的票面利率越低,债券价格变动的可能性越大。当市场利率上升时,票面利率较低的债券价格下降较快,在市场利率较高时,其价格会下降到很低的水平。但是,当市场利率下降时,票面利率较低

^① 参见郑桂兰:《银行资金追中短债 国债回购疯狂飙升》,[2008-12-29], http://www.cs.com.cn/zq/01/200812/t20081229_1699666.htm。

的债券增值的空间也较大。

(3) 提前赎回条款。提前赎回条款是债券发行人所拥有的一种选择权,它允许债券发行人在债券到期前以约定的赎回价格部分或全部偿还债务。这对于发行者而言,可在利率较低时发行债券取代利率较高的被赎回债券,从而减少融资成本,因此在财务上具有一定的优势。而对于投资者而言,其再投资机会受到限制,且再投资利率也较低,这种风险应从价格上得到补偿。由此可见,含有提前赎回条款的债券内在价值较低,应当具有较高的息票利率。

(4) 税收待遇。首先应考虑债券的收益是否要纳税,一般而言,免税债券的到期收益率比类似的应纳税债券的到期收益率低。此外,纳税债券缴税的时点不同将影响债券的实际价值,如贴现债券的收入表现为到期时的资本利得,对投资者的课税可推迟到债券卖出或期满时进行,所以,贴现债券具有税收递延的优势。

(5) 流动性。流动性是指投资者在价值不受损失的前提下将债券迅速变现的能力。如果某种债券的流动性差,则表明持有者将债券变现时很难按市价卖出,因而会遭受一定的损失,这种损失包括较高的交易成本以及资本损失,这种风险也必须在债券的定价中得到补偿。一般而言,流动性好的债券具有较低的到期收益率和较高的内在价值。

(6) 违约风险。债券的违约风险是指债券发行人未能按期履行合约规定的义务,不能及时支付债券的本金和利息而给债券持有者带来损失的可能性。一般来说,除政府债券以外,其他债券都有违约风险。信用级别越低的债券,违约的风险就越高,投资者要求的到期收益率也越高,债券的内在价值就越低。

债券违约风险的大小一般通过债券评级来衡量。国际上的信用评级机构大多都是独立的私人企业,不受政府控制,也独立于证券交易所之外。国际上最具有权威性的债券评级公司是美国的穆迪投资者服务公司和标准普尔公司。评级机构必须对自己的信誉负责,如果评出的级别不准确、不公正、不能被大众所接受,那么评级机构的声誉将受到致命打击,不仅无法赢利,甚至无法继续生存。评级中使用的债券信用等级通常被理解为债券违约可能性大小的一个指标,如穆迪公司将债券信用分为了九个等级,如表 3-1 所示。

表 3-1 穆迪公司的债券信用等级

债券级别	级别含义
Aaa	最高质量,投资风险最小
Aa	高质量,但利润保护程度低于 Aaa,具有其他长期风险因素
A	中上等级投资债券,具有有利的投资性,但未来收益易受风险影响
Baa	中级债券,有一定的保护程度,偿付能力目前能得到保证
Ba	有投机成分,未来不能得到保障
B	不具备理想的投资品质,支付的保证可能性小
Caa	信誉差的债券,有违约的可能,有危及本金和利息安全的因素
Ca	非常高的投机性,经常违约
C	高度的投机性

信用级别排在前四位的债券由于质量较高,被称为投资级债券;信用级别排在第四位以后的债券由于投机成分过高,被称为投机级债券,有时也称为垃圾债券。

2. 外部因素

(1) 基础利率。基础利率是债券定价过程中需要考虑的一个重要因素,它一般是指无风险债券利率。通常而言,政府债券被看做是无风险债券。银行作为一种金融机构,信用度极高,这使得银行存款的风险极低,因此,债券的收益率也可参照银行存款利率来确定。

(2) 市场利率。市场利率风险是各种债券都面临的风险。在市场利率水平上升时,债券的收益率水平也呈上升趋势,从而使债券的内在价值降低;反之,当市场总体利率水平下降时,债券的收益率水平也应下降,债券的内在价值增加。

(3) 通货膨胀。通货膨胀的存在可能会使投资者从债券投资中实现的收益不足以抵补由于通货膨胀而造成的购买力损失。因此,通货膨胀率越高,债券的到期收益率也越高,债券的内在价值就越低。

(二) 债券定价的数学基础

投资者购买债券的目的是为了获得未来的收益,即未来实现的现金收入流量大于现在投资的价值。因此,债券的价格实际可表现为投资者为取得一笔收入目前希望投入的资金。如果计算出来的价格高于当前市场价格,则投资是合算的。

对任何一种金融工具进行分析时,都应当考虑到货币的时间价值。货币的时间价值主要有终值与现值两种形式。

(1) 终值。终值是指现在的一笔投资在未来某个时点的价值。终值应采用复利计算,其计算公式为:

$$P_n = P_0(1+r)^n \quad (3-4)$$

式中, n ——时期数;

P_n ——终值;

P_0 ——本金;

r ——利率。

【例 3-5】 某投资者将 1 000 元投资于每年支付一次利息的 3 年期债券,年利率 10%,则该投资的终值为:

$$P_3 = 1\,000 \times (1+10\%)^3 = 1\,331 \text{ 元}$$

(2) 现值。现值是终值计算的逆运算。金融决策在很多时候都需要在现在的货币和未来的货币之间做出选择,也就是将未来所能获得的现金流量折现成目前的投资额来测算盈亏。现值的计算公式为:

$$P_0 = \frac{P_n}{(1+r)^n} \quad (3-5)$$

式中, n ——时期数;

P_n ——终值;

P_0 ——现值;

r ——利率。

【例 3-6】 某投资者预计从现在起 5 年后收入 100 万元,期间不获得任何收入,该投资

者预期年利率为 12%，则该笔收入的现值为：

$$P_0 = \frac{100}{(1+12\%)^5} = 56.74 \text{ 万元}$$

计算现值的过程叫贴现，所以现值也常被称为贴现值，利率 r 被称为贴现率。从计算公式可以看出，当贴现率提高，现值会下降；同样，收回货币的时间越长，现值就越小。

（三）债券的价值评估

收入的资本化定价方法认为资产的内在价值取决于该资产预期的未来现金流量的现值。从债券的角度来说，债券的内在价值即等于来自债券的预期货币收入按某个利率贴现的现值。

（1）附息债券。附息债券是最常见的一种债券，债券发行人按照票面利率定期支付利息，一般每年或每半年支付一次。投资者在债券存续期内可得到利息，到期时能收回本金，所以其现金流包括两个部分：定期支付的利息和到期偿付的本金。

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{M}{(1+r)^n} \quad (3-6)$$

式中， P ——债券现值；

C ——债券利息；

M ——面值；

r ——贴现率（预期收益率）；

t ——时间；

n ——偿还期限。

【例 3-7】 某债券面值为 1 000 元，3 年期，每年付息一次，票面利率为 8%，如果其预期收益率为 10%，则其内在价值为：

$$P = \frac{1\,000 \times 8\%}{1+10\%} + \frac{1\,000 \times 8\%}{(1+10\%)^2} + \frac{1\,000 \times 8\%}{(1+10\%)^3} + \frac{1\,000}{(1+10\%)^3} = 950.26 \text{ 元}$$

（2）一次性还本付息债券。一次性还本付息债券只有一次现金流动，也就是到期日的本息之和。所以，对于这样的债券只需要找到合适的贴现率，而后对债券终值贴现就可以了。一次性还本付息债券的定价公式为：

$$P = \frac{M(1+r)^n}{(1+k)^m} \quad (3-7)$$

式中， P ——债券现值；

M ——面值；

r ——票面利率；

k ——贴现率（预期收益率）；

n ——从发行日至到期日的时期数；

m ——从买入日至到期日的所余年数。

【例 3-8】 某面值为 1 000 元的票面利率为 8% 的 5 年期债券于 2005 年 8 月 1 日发行，在发行满两年时（即 2007 年 8 月 1 日）买进。假定当时该债券的预期收益率为 6%，则该债券的内在价值为：

$$P = \frac{1\,000 \times (1+8\%)^5}{(1+6\%)^3} = 1\,233.68 \text{ 元}$$

该例显示在债券的预期收益率和所余到期时间确定时债券的估价方法。

(3) 贴现债券。贴现债券的利息就是发行价与面值之间的差额,而面值就是投资者唯一的现金流。贴现债券的定价公式为:

$$P=\frac{M}{(1+k)^m} \tag{3-8}$$

式中, P ——债券现值;

M ——债券面值;

k ——预期收益率;

m ——从现在起至到期日所余年数。

【例 3-9】 某种债券的面值为 1 000 元,期限 20 年,投资者预期收益率为 10%,其内在价值应该为:

$$P=\frac{1\,000}{(1+10\%)^{20}}=148.64\text{ 元}$$

这意味着该债券的内在价值还不到面值的 15%。

从以上计算可以看出,当债券的预期收益率高于票面利率时,将以相对于面值贴水的价格交易,反之将以升水的价格交易;当预期收益率等于票面利率时,将以面值平价交易。

(四) 债券定价理论

1962 年,马凯尔在对债券价格、债券利息率、到期年限以及到期收益率进行了研究后,提出了债券定价的五个定理。至今,这五个定理仍被视为债券定价理论的经典。

(1) 债券的价格与债券的到期收益率呈反比关系,到期收益率上升,则债券价格下跌,到期收益率下降,则债券价格上升。

表 3-2 显示了某期限为 20 年,票面利率为 10%的债券,在到期收益率分别为 8%、12%时的价格情况。

表 3-2 债券到期收益率与价格的关系

到期收益率/%	债券面值/元	年利息/元	偿还期限/年	债券价格/元
8	100	10	20	119.63
12	100	10	20	85.06

(2) 当债券的收益率不变,即债券的息票率与收益率之间的差额固定不变时,债券的到期时间与债券价格的波动幅度之间呈正比关系。即在其他条件相同的情况下,到期时间越长的债券,价格波动幅度越大;到期时间越短的债券,价格波动幅度越小。表 3-3 给出了到期收益率均为 12%、票面利率为 10%的债券在几个不同偿还年限下的价格变动情况。

表 3-3 债券到期时间与到期价格变动的关系

到期时间/年	面额/元	到期收益率/%	票面利率/%	债券市价/元	债券价格变化率/%
1	1 000	12	10	982.19	1.78
3	1 000	12	10	951.95	4.81
20	1 000	12	10	850.64	14.94

(3) 随着债券到期时间的临近,债券价格的波动幅度减小,并且是以递增的速度减小;反之,到期时间越长,债券价格波动幅度增加,并且是以递减的速度增加。仍以表 3-3 来说明,表中债券价格变动随着到期时间递增呈递减的趋势,而变化率则随之递增,波动的幅度在递减。

(4) 对于期限相同的债券,由收益率下降导致的债券价格上升的幅度大于同等幅度的收益率上升导致的债券价格下降的幅度。同等幅度的收益率变动,收益率下降给投资者带来的利润大于收益率上升给投资者带来的损失。假设两种债券都为 5 年期和 7% 的票面利率,其中一个债券的到期收益率上升 1%,另一个到期收益率下降 1%,则其收益率变化方向与债券价格变化率的关系如表 3-4 所示。

表 3-4 债券收益率变化方向与债券价格变化率的关系

清偿时间/年	面额/元	票面利率/%	到期收益率/%	债券市价/元	债券价格变化率/%
5	100	7	6	104.21	4.21
5	100	7	7	100	0
5	100	7	8	96.01	3.99

从表 3-4 中可以看出,到期收益率上升 1%,债券价格下降 3.99%,而到期收益率下降 1%,债券价格升幅为 4.21%。

(5) 对于给定的收益率变动幅度,债券的息票率与债券价格的波动幅度之间呈反比关系。即息票率越高,债券价格的波动幅度越小。如表 3-5 所示。

表 3-5 债券息票率与债券价格波动幅度的关系

债券因素	10%息票债券,10 年期	零息票债券,10 年期
面额/元	1 000	1 000
收益率变化/%	10 →12	10 →12
债券价格波动幅度/%	-11.3	-16.47

本章小结

债券是发行人为筹集资金,依照法定程序发行并约定在一定期限内还本付息的有价证券。它是一种虚拟资本,其本质是一种债权债务凭证,具有偿还性、安全性、收益性以及流动性的特征。债券的票面要素主要由票面价值、偿还期限、票面利率和债券发行者名称构成。

债券按发行主体的不同,可分为政府债券、公司债券、金融债券。政府债券的发行主体是政府,具有安全、收益稳定、流动性强的特点。公司债券的发行主体是公司,其种类多样,具有高风险、高收益的特点。金融债券的发行主体是银行等金融机构,其安全性低于政府债券,但高于公司债券,与此相对应,其收益低于公司债券,但高于政府债券。债券按偿还期限的不同,可以分为短期债券、中期债券和长期债券;按利率浮动与否,可以分为固定利率债券和浮动利率债券。

债券的收益大小一般用收益率表示。而收益率分为票面收益率、直接收益率、持有期收

益率、到期收益率等。一般而言,不同的期限结构有不同的利率水平,把不同期限债券利率之间的关系叫做利率的期限结构,不同收益率曲线的形成和变化揭示了不同期限债券的收益率水平和相互关系的变化。西方金融理论界用无偏差预期理论、流动性偏好理论和市场分割理论对其进行了解释。债券的价格受到多种因素的影响,马凯尔对债券价格、债券利率、到期年限以及到期收益率进行了研究后,提出了债券定价的五个定理,这五个定理被视为债券定价的经典。

思考练习

1. 债券的特征有哪些?
2. 债券的票面要素包括哪些?
3. 债券可以按哪些标准进行分类?
4. 收益率曲线有哪几种形状? 目前哪些理论可以解释不同收益率曲线形成的原因?
5. 有一张票面价值为 100 元的债券,票面利率为 8%,期限为 3 年,利息每年支付一次,如果预期收益率是 9%,试计算其内在价值。
6. 某投资者用 952 元购买了一张面值为 1 000 元的债券,票面利率为 10%,每年付息一次,距到期日还有 3 年,试计算其到期收益率。

案例分析

中小企业集合债券

一、深圳中小企业发行集合债券

2007 年,深圳市在全国率先推出了《深圳市中小企业集合债券组织发行实施细则》。为了利用债券市场进一步拓宽中小企业的融资渠道,政府依照“统一冠名,分别负债,统一担保,集合发行”的模式,组织 20 家资产经营好、诚信度高、具有到期还本付息能力,且拥有自主知识产权的民营科技中小企业,发行集合债券,债券额为 10.3 亿元,由国家开发银行提供无条件不可撤销的连带责任保证担保,并由深圳市中小企业信用担保中心、深圳市高新技术投资担保有限公司和深圳中科智担保投资有限公司联合向国家开发银行提供反担保。

该债券为五年期固定利率,采用单利按半年计息,从第三年开始以 40%、30%、30% 的比例分三年还本。

二、中关村高新技术发行集合债券

北京中关村科技园区作为国家级高新技术开发区,聚集着 1.7 万家高新技术企业,拥有一批以现代高科技产业技术为代表的具有自主知识产权、成长性和信用状况良好的高新技术企业。申请发行中小企业集合债券的四家企业在中关村科技园区具有较高创新水平,在相应产业领域内具有领先地位。

中关村高新技术中小企业集合债券的发行额为 3.05 亿元,由北京中关村科技担保有限公司提供无条件连带责任保证担保,由国家开发银行提供再担保。本期债券为三年期固定利率债券,票面年利率 6.68%,在债券存续期内固定不变,每半年付息一次,半年付息的利率为票面

年利率的一半,自第三年最后一个季度即 2010 年 10 月起至 2010 年 12 月,逐月按照约定比例,即 30%、30%和 40%提前偿还部分本金及截至该时点的利息,到期利息随本金一起支付。

问题

1. 中小企业集合债券的特点是什么?
2. 试分析发行集合债券对于中小企业发展的意义。