

第 3 章

国际债券市场和国际股票市场

3.1 国际资本市场概述

国际资本市场是指国际金融市场中期限在 1 年以上的各种资金交易活动所形成的市场。国际资本市场主要由国际债券市场、国际股票市场、国际银行中长期信贷市场三部分组成。国际资本市场的中长期资金供应者大多数为商业银行、储蓄银行和保险公司。国际中长期信贷市场具体特征和分类将在第 7 章国际融资管理里具体介绍,本章主要介绍国际债券市场和国际股票市场。

3.1.1 国际资本市场的功能和分类

1. 国际资本市场的功能

国际资本市场有以下功能。

(1) 提供了一种融资机制。国际资本市场使资本能够迅速有效地从资本盈余单位向到资本不足单位转移,此时资本市场承担了一级市场功能,只有一级市场才能通过发行和增发新的证券,为资金需求者提供新的资金来源。

(2) 提供流动性。国际资本市场能够为已发行证券提供充分流动性的二级市场,即发行证券的流通市场,二级市场的存在是为了保证一级市场更有效地运行,二级市场上投资人可以通过不断调整其资产组合来降低风险,获取最大收益,并且可以随时使证券变现;同时发行人也可以迅速并持续地从社会上募集到其扩张所需的资金。

(3) 提高资本使用效率和带来资本增值。国际资本市场能够更广泛地吸引国外资本或国际资本,能够以较低的成本吸收资本,降低融资成本,提高资金运作效率。

(4) 提供规避风险的机制和工具。国际资本市场能够通过发行国际证券的形式或创造新的金融工具,规避风险,规避各国的金融、外汇管制及税收问题。

2. 国际资本市场的分类

国际资本市场按不同的分类方法可分为不同类型。

(1) 一级市场和二级市场。资本市场根据证券发行交易性质可分为一级市场和二级市场,即在初次资本市场上发行还是在资本市场上流通。一级市场又称发行市场。二级市场是已经发行的金融产品的交易市场,也称为流通市场。

(2) 场内交易市场和场外交易市场。按有无固定的交易场所和严格的交易时间可分

为场内交易市场和场外交易市场。

(3) 有形市场和无形市场。按金融交易是否存在固定场所,可以将国际资本市场划分为有形市场和无形市场。

(4) 国际债券市场、国际股票市场和中长期信贷市场。

① 国际债券是指借款者(包括一国政府机构、金融机构、企业及国际性组织等)在国外金融市场上向投资者发行以外币标价的债券。由国际债券的发行人和投资人所形成的金融市场即为国际债券市场。国际债券的重要特征是,发行者和投资者属于不同的国家,筹集的资金来源于国外金融市场。

② 国际股票是指发行和交易过程,不是只发生在一国内,而通常是跨国进行的股票,即股票的发行者和交易者,发行地和交易地,发行币种和发行者所属本币等有至少一种和其他的不属于同一国度。这个概念揭示了国际股票的本质特征,即它的整个融资过程具有跨国性。而完成股票在国际范围内发行并交易的金融市场即为国际股票市场。

③ 中长期信贷是借款人为了投资或其他用途向国际银行及其他金融机构筹措资金的交易活动,其所在的金融市场即为中长期国际信贷市场。中长期贷款具有数额多、期限长、风险大等特点。因此,一般多采取联合贷款的形式。中长期国际信贷市场的主要业务是银行及其他金融机构为长期资金需求者提供期限在1年以上的中长期贷款。中长期信贷的方式主要包括独家银行贷款和银团贷款。

3. 国际资本市场工具的特点

国际资本市场工具有以下特点。

(1) 收益性

证券最基本的特征是收益性,这也是证券投资者的唯一目的。收益性具有两种不同的表现形态:① 固定收益。债券和优先股都是这种证券,风险性较小。② 不确定收益。普通股的收益完全与企业经营成果挂钩。这种证券的收益波动性大、风险性大,但在企业经营状况良好时具有较高收益。

(2) 流通性

股票是一种永不偿付证券,债券有一个期限问题。证券持有人希望持有现金时,在资本流通市场上将证券脱手转让或作为抵押品,保证证券随时可变现。

(3) 风险性

证券的种类不同,风险的大小也不相同。一般来说,风险性和收益性成正比,风险越大,可能取得的收益也越大。国际证券的风险主要有:① 市场风险,即整个证券市场长期行情变动引起的风险。② 利率风险,即市场利率的变化会引起证券收益或证券价格波动,使投资者有遭受损失的可能。③ 通货膨胀风险。它又称购买力风险。较高的通货膨胀会使投资者的实际收益下降和货币的实际购买力下降。④ 汇率风险。汇率波动引起证券价格波动,从而带来不利影响的可能性。⑤ 信用风险。证券发行人无法按期还本付息而使投资者有遭受损失的可能性。⑥ 经营风险。由于企业经营管理能力不同而造成的风险。

(4) 价格波动性

股票具有多种价格,票面价值即票面额,发行价格是指发行股票时在招股说明书中载明的股票发售价格,两者有很大不同。股票的票面金额只是代表投资人入股的货币金额

是固定的,证券发行完毕进入交易场所后,由于证券本身收益率高低、证券供需关系及其他因素影响,还会形成上下不断波动的交易价格,取决于预期股息和股票投资价值。

3.1.2 国际债券市场的分类与信用评级

近年来,国际债券市场呈现出规模更大、市场更为成熟、更加注重创新等特点。国际债券市场与本国债券市场相互竞争,共同发展。2009—2015 年发达经济体与新兴经济体每季度国际债券净发行量见表 3.1。

表 3.1 2009—2015 年发达经济体与新兴经济体每季度国际债券净发行量

单位: 10 亿美元

发行时间	发达经济体(发行净值)				新兴市场经济体(发行净值)			
	政府机构	金融机构	非金融机构	发行总额	政府机构	金融机构	非金融机构	发行总额
2009-04	-5.98	41.95	56.76	92.73	21.27	2.35	37.00	60.62
2010-01	40.21	186.00	47.09	273.30	11.96	11.29	12.28	35.53
2010-02	18.16	-110.22	-0.45	-92.51	14.97	-4.62	21.39	31.74
2010-03	23.29	116.42	40.85	180.56	14.12	34.18	25.64	73.94
2010-04	7.83	-77.93	33.31	-36.79	12.32	24.77	36.00	73.09
2011-01	17.48	75.65	34.10	127.23	10.90	29.12	29.02	69.04
2011-02	8.81	-29.25	44.26	23.82	9.81	27.39	36.91	74.11
2011-03	-2.93	-62.26	4.26	-60.93	11.50	1.65	7.56	20.71
2011-04	-5.84	-38.44	26.77	-17.51	11.56	18.17	27.50	57.23
2012-01	-62.66	126.04	86.60	149.98	19.50	46.74	48.23	114.47
2012-02	-6.35	-233.78	58.50	-181.63	26.93	16.05	35.62	78.60
2012-03	-29.02	-112.32	90.45	-50.89	11.94	52.20	40.19	104.33
2012-04	28.81	-77.14	123.15	74.82	19.24	48.08	47.13	114.45
2013-01	-5.97	-140.76	79.27	-67.46	1.57	40.87	44.18	86.62
2013-02	-18.07	-112.60	78.27	-52.40	6.58	27.36	79.05	112.99
2013-03	12.40	-73.85	86.12	24.67	20.69	30.41	24.59	75.69
2013-04	-23.72	-3.26	120.70	93.72	32.14	40.96	43.89	116.99
2014-01	-0.65	-130.66	46.34	-84.97	0.89	35.74	33.85	70.48
2014-02	25.66	27.06	106.28	159	10.38	46.82	60.91	118.11
2014-03	-0.59	29.34	79.99	108.74	9.99	44.59	21.09	75.67
2014-04	3.55	-97.32	68.57	-25.20	7.80	29.42	46.20	83.42
2015-01	-20.37	57.20	110.81	147.64	17.44	7.33	23.38	48.15
2015-02	-11.57	34.63	99.17	122.23	3.66	36.66	50.51	90.83
2015-03	1.05	-22.16	42.91	21.80	10.15	-14.66	6.05	1.54

资料来源: 根据 Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; BIS 数据整理。

但是,近年来,不论是发达经济体还是新兴经济体,债券发行量都呈现季度性下跌。以 2015 年发达经济体为例,金融行业的国际债券净发行量减少到-220 亿美元,与前一季度 350 亿美元相比大幅下跌,非金融公司债券净发行量为 430 亿美元,是自 2011 年第

四季度以来债券发行量的最低值。新兴经济体在 2015 年第一—三季度累计发行量要低于前四年的相应时期,然而,对于发达经济体来说,2015 年第一—三季度累计发行量高于前四年相应时期,仍然具有增长趋势。

表 3.2 2010—2015 年经济体每季度累计国际债券净发行量

单位: 10 亿美元

年份 季度	发达经济体(累计发行净值)					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
第一季度	273.30	127.22	149.98	-67.46	-84.97	147.64
第二季度	180.79	151.04	-31.64	-119.86	74.03	269.87
第三季度	361.35	90.11	-82.53	-95.20	182.78	291.67
第四季度	324.56	72.61	-7.72	-1.47	157.58	—
年份 季度	新兴经济体(累计发行净值)					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
第一季度	35.53	69.04	114.46	86.62	70.48	48.15
第二季度	67.27	143.15	193.07	199.61	188.58	138.98
第三季度	141.21	163.86	297.40	275.29	264.25	140.52
第四季度	214.29	221.09	411.86	392.28	347.66	—

资料来源: International Banking and Financial Market Developments, BIS

1. 国际债券的分类

国际债券依据不同的分类方法,可分为以下种类。

(1) 外国债券和欧洲债券

① 外国债券(foreign bonds)。外国债券指借款人在其本国以外的某一个国家发行的、以发行地所在国的货币为面值的债券。例如,一家英国的跨国公司向美国的投资者发行以美元标价的债券。外国债券与国内债券有法律上的区别:两者有不同的税率、发行时间和金额;债券发行前对发行者应该披露的资料信息种类和数量有不同的要求;两者之间也有不同的注册要求和购买者限制。例如,在美国发行的外国债券必须按照美国证券管理委员会的规定,对公众发布财务状况,且只能以私募方式发行,采用和美国国内债券类似的法令限制与税制,以防止本国资金外流。

外国债券发行必须经发行地所在国政府的批准,并受该国金融法令的管辖。按发行国的不同,外国债券被冠以不同的名称,如在美国发行的外国债券被称为“扬基债券”(yankee bonds);在日本发行的外国债券被称为“武士债券”(samurai bonds);在英国和瑞士发行的外国债券则被分别称为“猛犬债券”(bull dog bonds)和“巧克力债券”(chocolate bonds)。外国债券因为受到发行地有关国内证券法规的管辖,所以外国债券与本国债券的特点很相似。由于外国债券主要面向国外投资者,与欧洲债券形成直接竞争,因此,具有如下特点: a. 与欧洲债券一样,外国债券的税收制度比较优惠。实际上,在借款人所给付的利息收入中并没有直接或间接的税款扣除。b. 负责外国债券发行的银行集团由发行地国家的银行组成,有利于促使本地的良好投资,尽管也向非本国人开放。c. 外国债券的二级市场是一个场外交易市场,主要由市场交易人负责交易。

② 欧洲债券(Euro-bond)。欧洲债券是借款人在债券票面货币发行国以外的国家或在该国的离岸国际金融市场发行的债券,是一种由国际辛迪加承销的国际债券。例如,一位德国的借款者在法国、瑞士市场上发行的以英镑标价的债券。一般来说,债券的面值以哪一个国家的货币来标价,就叫这种货币的欧洲债券,如以美元标价的欧洲债券就叫欧洲美元债券,以日元标价的欧洲债券就叫欧洲日元债券。每种币种债券的交易,形成各自的单一市场,总体上就叫作欧洲债券市场。

国际债券市场上,欧洲债券的发行规模要远大于外国债券。而外国债券与欧洲债券都具有较为优惠的税收制度,在借款人所给付的利息收入中并没有直接或间接的税款扣除。欧洲债券实际上是一种无国籍债券,它的发行和交易可以免于一些国家金融政策和法律法规的限制。因此,欧洲债券市场自 20 世纪 60 年代形成以来得到迅速发展,占有国际债券高达 80% 左右的比重。欧洲债券是欧洲货币市场三种主要业务之一,它的发行不受任何国家金融法令的管辖。

(2) 不记名债券与记名债券

大多数欧洲债券是不记名债券,即拥有债权凭证便拥有债券的所有权,发行商对债券当前的持有者不做任何记录,包括投资者的投资情况及其收入等,以利于避免纳税,因而对于希望私下交易或匿名交易的投资人具有较大吸引力。然而记名债券的持有者名字需被记录在债券上,发行商也会记录投资者的信息。各国的证券法规对债券的记名与无记名的要求不同,美国证券法规定,向美国公民出售的“扬基债券”和美国公司债券必须为记名债券。而英国外国债券市场上同时存在记名式的和无记名式的债券,各次发行有所不同。

(3) 公募债券与私募债券

债券的发行方式有公开募集和私下募集之分,以公募、无担保发行的比例较大。公募债券是向社会广大公众发行的债券,可在证券交易所公开上市买卖,其发行必须经过国际上公认的资信评级机构评级,且借款者需将各项情况公之于众。私募债券是私下向限定数量的投资人发行的债券,其发行金额较小,期限较短,不能上市公开买卖,且债券息票率偏高,但发行价格较低,以保障投资者利益。私募债券机动灵活,一般无须资信评级机构评级,也不要求发行人将自己的情况公之于众,发行手续较简便。外国债券必须遵守发行国的证券法规。例如,公开交易的“扬基债券”必须按照美国证券管理委员会的规定,对公众发布财务状况,且只能以私募方式发行,采用和美国国内债券类似的法令限制与税制,以防止本国资金外流。在日本发行日元外国债券和瑞士法郎外国债券等也都具有公开募集与私下募集两种发行方式,与其他国家不同的是,瑞士法郎外国债券私募的发行额没有限制,而公募的发行额则限制在 1 亿瑞士法郎之内。私募债券的发行额一般为公募债券发行额的 2~3 倍。根据瑞士中央银行的法规,公募债券的发行期限可达 10 年以上,而私募债券的期限一般在 8 年以下,在私募债券的发行中,牵头人和承销团只能把债券出售给自己的固定客户且严格禁止对第三者进行推销。

(4) 固定利率债券、浮动利率债券和无息债券

① 固定利率债券。固定利率债券指具有固定利率、固定利息息票和固定到期日,并承诺在到期日向债券持有者偿付本金的债券。其中,固定的息票在存续期间被作为利息支付给债券持有人。固定利率债券的筹资成本和投资收益可以事先预计,不确定性较小。

但是当市场利率不断发生较大变化时,也会对债券发行人或债券投资人造成风险,影响债券的发行条件和效果。例如,未来市场利率上升,新债券的发行成本增大,原来债券的发行成本相对较低,而投资者的报酬则低于购买新债券的收益,原来发行的债券价格将下降。近年来,固定利率债券最常见的标价货币是美元、欧元和英镑。固定利率债券是国际债券的传统类型,也是目前国际融资中使用最多的债券工具。

② 浮动利率债券。浮动利率债券产生于 20 世纪 70 年代中期,其产生的直接原因为金融市场上实际利率的无规则变化。一般情况下,在债券发行时只确定第一次的付息利率,以后的付息利率都是在息票到期前两天确定下一次的付息利率。浮动利率债券利率通常以伦敦拆借利率(LIBOR)作为参考利率,根据发行商的信用程度及市场情况最终确定。该类型债券结合中期银行贷款和长期欧洲债券的优点,在为借款方提供期限长于银行贷款的中长期借贷资金的同时,又减少投资者承担因利率上升所要承担的资金贬值风险。债券利率随市场利率的浮动性,避免了债券实际收益率和市场收益率之间出现较大的差异,使发行人的成本和投资者的收益与市场变动趋势一致,但它也增加了发行人的实际成本和投资者实际收益的不确定性,导致较高的利率风险,但倘若国际利率走势明显低浮,或借款人今后的资金运用也采取同样期限的浮动利率,利率风险则可以抵免。

③ 无息债券。无息债券指没有息票的债券。这种债券发行时是按低于票面额的价格出售,到期按票面额收回,发行价格与票面额的差价,就是投资人所得的利益。发行这种债券对借款人来说,节省息票印刷费用,从而降低筹资成本;对投资人来说,可以获得比有息票债券更多的利益。

(5) 一般债券、可转换债券和附认股权债券

① 一般债券。一般债券是按债券的一般还本付息方式所发行的债券,包括通常所指的政府债券、金融债券和企业债券等,它是相对于可兑股转换债券、附认股权债券等债券新品种而言的,后两种债券合称“与股权相联系的债券”。

② 可转换债券。可转换债券通常指投资者在一定时期或债券到期时将债券换取发行商约定数量的股票而不收回本金的债券。这种债券在发行时,就给投资人一种权利,即投资人经过一定时期后,有权按债券票面额将企业债券转换成该企业的股票,成为企业股东,享受股票分红待遇,可以在一个价格最有利的时点转换为股票。当所定股票的市价上升超过该债券的固定价格时,该债券的投资者就可按固定股价以债券兑换股票,从而获得溢利收入。反之,投资者可以继续持有债券,且可以放弃转股权,以在到期时收回本金并取得固定的债券利息收入。筹资者一方面可以用较低的成本筹集资金,因为转股债券发行时的利率可以定得低于一般债券。另一方面,债券发行人能够取得转股溢价,因为在发行时转股价格可以定得高于普通股票的市值。因而可转换债券对筹资者来说是非常有益的。发行这种债券大多是大企业,近年来在国际债券市场上可兑股企业债券发展得很快。

③ 附认股权债券。附认股权债券是指能获得购买借款企业股票权利的企业债券。投资人一旦购买了这种债券,在该企业增资时,即有购买其股票的优先权,还可获得按股票最初发行价格购买的优惠。发行这种债券的也多为大企业。

(6) 双重货币债券和欧洲货币单位债券

① 双重货币债券。双重货币债券指以不同的货币计价发行、支付利息、偿付本金的

债券,它涉及两种货币,即以一种货币支付,另一种货币偿还本金。前者通常是债券投资人所在国家的货币,后者则通常是美元或筹资者所在国家的货币。两种货币间的汇率在发行债券时就已经确定。例如,德国筹资者可以在英国发行这种债券,投资人以英镑买进、收息,但到期时以欧元(按约定的汇率)收回本金。通过两种货币的组合,能比一种货币更有效地筹措资金,通过利率调期等还可达到进一步降低成本的目的。且在发行时确定以某种货币金额偿付本金使投资者能够避免因这种货币汇价在债券到期时过分下跌所造成的损失。双重货币债券利率通常较高,发行这种债券的最大优点是可以防止和避免创汇货币与借款货币不一致所带来的汇率风险。

② 欧洲货币单位债券。欧洲货币单位债券是以欧洲货币单位为面值的债券,价值较稳定,近年来该债券在欧洲债券市场上的比重逐年增大。

随着金融市场的发展,国际债券市场上也出现了像本息分离债券、选择性债券等很多新型的债券及衍生品工具。本息分离债券是依据利率期限结构理论,把付息债券的每笔利息支付和最终本金的偿还进行拆分剥离后,分别进行证券化的一种债券业务创新,以此方法达到投资组合收益、对冲市场风险的目标。进行本息分离后的债券只能在债券到期或者被出售时获得资本收益,其间不存在利息收入,因而本息分离后,债券为零息债券。而选择权债券是将固定收益债券和选择权相结合产生的一种衍生产品,其中选择权具体表现在,期权持有者可以选择某个确定时间以确定价格卖出或买入标的资产的权利。选择权债券按执行期权的身份分为发行人选择权债券和投资人选择权债券。例如,若债券发行人享有在债券到期日之前的某一约定时间全部或部分赎回债券的权利,则为发行人选择权债券。

2. 国际债券的发行方式

国际债券发行的方式除了公募发行和私募发行之外,也可分为直接发行和间接发行。

(1) 直接发行

由发行人自己出面发行债券,发行人自己办理发行的全部手续,做好发行前的准备工作,并直接向投资人出售债券,剩余的债券也由自己处理。发行人也可在债券发行之前,在规定期限内接受投资人的申请,按申请数印制债券,并直接发行,这样可以防止债券过剩。

(2) 间接发行

由发行人委托中间人代理发行债券,具体又分为委托募集和承购募集。委托募集是委托销售集团推销债券,推销不完的债券退回发行人处理。承购募集是由承购集团推销,推销不完的债券由承购人买下。在国际债券市场上,一般都采用承购募集的方式发行债券。

3. 国际债券的发行条件

国际债券的发行条件是指确定国际债券的发行额度、期限、利率、票面金额和发行价格等。债券发行条件是否合理、有利,对于融资企业的筹资成本、发行效果和未来销路都有很大的影响。

(1) 发行额度

发行额度是发行债券的总值,即通过债券所要筹集的资金额度。它应根据发行者对

资金的需要量、发行市场的具体情况、发行者的信誉水平、债券的种类、承销辛迪加的销售能力等多种因素综合考虑后作出决定。发行额度的大小与发行成本有一定关系,发行额度越大,发行成本越低,对发行者越有利。但如果发行过多,会恶化发行条件,造成销售困难,有的债券市场对一次发行债券的最高额度会进行限定。

(2) 票面利率

债券利率的高低所受影响的因素很多,它随着发行市场行情、发行时期、发行时的国际金融形势、发行者信誉的不同而变化。一般来讲,债券的利率和市场的利率成同方向变动。因为债券持有者的债券实际利息如果低于市场利率,人们就会转向银行存款和其他有价证券的投资,而使债券难以销售;如果只是债券利率高于市场利率,又会增加企业的成本。所以决定票面利率的关键因素是市场利率。

企业的信用级别和经营状况也会影响到债券利率。如果企业的信用级别高,财力雄厚,偿债能力强,即使债券的利率较低,也可以筹集到资金。反之,信用级别低的企业,债券利率要提高,以吸引投资者。另外,就整个金融市场的形成来看,当社会资金充实时,筹资容易,可以考虑用低利率来获得资金;当社会资金短缺时,需要支付较高的利率。最后还要考虑承销债券公司的销售能力,如果它的推销能力很强,也可以降低利率。

(3) 发行价格

债券的发行价格取决于面值、票面利率、偿还期限和市场收益率。债券的发行价格可以是平价、折价或溢价。折价或溢价发行是为了与市场的实际利率保持一致,以调整债券购买人的实际收益。债券虽然是一张确定的付息证券,但在二级市场上,它的价格会随着市场利率和供求情况的变化而发生波动,即会受投资者承销债券的能力和债券发行数量的影响。如果供过于求,债券价格下降;供不应求,债券价格上升。

债券的价格及其收益率会随着利息水平的变动而发生变化。债券价格与票面利率成正比,和市场利率成反比。其计算公式为

$$\text{债券价格} = (\text{债券票面利率} \times \text{面值}) / \text{市场利息率} = \text{债券利息收入} / \text{市场利息率}$$

(4) 债券期限

债券的期限根据发行者对资金的实际需要和选择,同时考虑不同市场的传统做法与法令法规,以及利率等各种因素来确定。偿还期限长,票面利率要相应提高,所以偿还期也是平衡发行条件的一个重要因素。目前国际债券的偿还期限一般为5~20年,美元债券市场期限曾长达25年,日本市场为12年。

(5) 偿还方式

国际债券的偿还方式有以下几种。

① 购销偿还。发行者根据市场情况和有利时机以及本身的资金状况,在市场价格便宜,或市场利率趋于下降时,从流通市场买回发行的债券,而不管债券是否到期。

② 比例偿还。发行者按债券的发行总金额,每年按比例偿还本息。它分为平均比例偿还、逐年递增比例偿还和逐年递减比例偿还三种方式。

③ 抽签偿还。每年抽一到两次签,债券持有人根据中签号码收回本息。

④ 轮次偿还。发行债券时,已经规定按债券号码的顺序偿还本息。

(6) 担保

发行人可以用其财产或第三者信用作为担保,保证到期还本付息,也可以仅凭发行人的信用发行债券。发行债券时提供适当的担保,有助于吸引投资者购买。在西方国家,为了保护投资者利益,对于无担保债券,往往要凭信托契约才能发行,要受到若干条件的约束。

4. 国际债券市场的信用评级

在国际债券市场发行债券时,为了保证投资者的利益,一般要通过专门的评级机构对债券发行进行信誉评级,这是对发行者还本付息能力所作出的评估,可作为投资者购买债券时的参考。债券评级内容包括发行企业的基本素质、财务质量、发展前景、偿债能力等。国际上具有权威性的发行国际债券资信评级机构有三家:美国的穆迪投资服务公司(Moody's Investmet Service Corperation),擅长主权国家评级;标准普尔公司(Standard and Poor's Corperation),擅长企业评级;惠誉国际评级公司(Fitch),擅长金融机构与资产证券化评级。表 3.3 是三大评级机构的中长期信用评判标准。

各家评级机构对债券评级的分类方法不尽相同,档次设置也有区别,但基本原则大同小异。主要是根据企业对其所发行债券的本金和利息的支付能力以及风险程度来划分等级,一般最高级为 AAA 级,最低级为 D 级。例如,日本政府规定,发行日元债券,属 AAA 级的,贷款数额可不受限制;AA 级的,限定只可发行 300 亿日元;未被评级的,只能发行 100 亿日元。资信级别还影响到债券的发行期限,级别越高,期限越长。

表 3.3 穆迪、标普和惠誉的中长期信用评判标准

穆迪	标普	惠誉	性质	等级定义及说明
Aaa	AAA	AAA	投资级	最高级。信用质量最高,信用风险最低,本息支付能力极强
Aa	AA	AA		高级。信用质量很高,有较低的信用风险,本息支付能力很强
A	A	A		中上级。投资品质优良,本金利息安全,但有可能在未来还本息能力下降
Baa	BBB	BBB		中级。保证程度一般,本息支付在未来具有不可靠性,缺乏优良的投资品质
Ba	BB	BB		中下级。具有投机性质。目前有足够偿债能力,但在恶劣的经济条件下偿债能力可能较弱
B	B	B	投机级	缺少理想投资品质,具有投机性。还本付息或履行其他合同条款的保证极小
Caa	CCC	CCC		劣质债券,有可能违约,或者现在存在危及本息支付的因素
Ca	CC	CC		投机性较强。本息基本没有保障,潜在风险极大,目前违约的可能性较大
C	C	C		最低等级评级。风险极大,没有能力支付本息
	SD	RD		发债人有选择地对某些或某类债务违约
	D	D		债务到期,发债人未能按期偿还债务。正在申请破产或已有类似行动阻碍偿付债务

信用评级以简单的评级符号代表各种因素对评级对象信用质量的影响,以此表示其对信用质量的意见。债券信用评级的评估结果将对投资者的投资决策起到关键作用,同时也是保障金融市场稳定的关键因素。(例如,一般而言,只有 AAA 级信誉的借款人才可能发行扬基债券。)因此,必须有严格的评估程序保证客观、公平的评估结果。

3.1.3 国际股票市场的发行与流通

1. 国际股票市场概况

股票交易所的雏形源于在荷兰的阿姆斯特丹商人于 1611 年买卖海外贸易公司的股票。1773 年,伦敦成立英国第一个证券交易所。进入 20 世纪 70 年代之后,随着西方工业发达国家经济规模化和集约化程度的提高、发展中国家经济的蓬勃兴起以及现代通信技术的进步,股票市场步入迅速发展的阶段。发达国家的证券化率(股票市价总值与国内生产总值的比率)已经达到较高程度。1995 年,美国、日本和英国的证券化率分别达到 95.5%、83.5% 和 121.7%,全球股票市场的交易金额 11.66 万亿美元。进入 21 世纪,仅 2015 年上半年,全球股市交易总额就达 59 万亿美元,全球股市市值达 70 万亿美元,美国、英国、日本和中国香港是全球最重要的国际股票市场。

美国股票市场经过 200 多年的发展,已经成为世界上最发达、最有影响力的股票市场。美国股票市场由 1934 年成立的证券交易委员会统一管理,管辖法律依据联邦政府制定的《1933 年证券法》《1934 年证券交易法》和《1940 年投资公司法》等,以及各州、地方政府制定的有关法律(统称为“蓝天法”)。其特点是专业化和分散化相结合,既有发达的证券交易所市场(纽约证券交易所),也有场外市场(纳斯达克证券市场);拥有发达的投资银行和大量成熟的机构投资者。美国的股票指数(道琼斯指数和标准普尔 500 指数),被公认为是美国乃至世界经济的晴雨表。英国股票市场是欧洲最大的股票市场,是全球三大股票市场之一,更是历史最悠久的股票市场之一。世界上著名的大银行和证券商大部分都是伦敦国际股票交易所的会员。英国股票市场是世界上最具有国际性的股票市场,发行专业化程度很高。第一次世界大战以前,在伦敦证券交易所上市的证券中 80% 是国外证券,所有发行由证券商和金融机构合作进行。日本股票市场的现代化程度很高,在国际上占有重要地位,分为场内市场和场外市场。中国香港的证券市场经过百年的发展,已经从一个经营分散、规模不大的本地市场成长一个重要的国际市场。截至 2015 年年底,香港股市的总市值已超过 20 万亿元,在亚洲仅次于 A 股和日本东京股市排在第三位。根据香港交易所相关调查,海外投资者及机构投资者(这两类投资者或会有所重叠)在香港市场的交易中占很大的比重。

2. 国际股票融资的结构

国际股票的发行主要包括海外上市和开放本国的股票市场。国际股票融资依照其发行与上市结构可分为不同的类型,中国较普遍采用的类型主要包括境内上市外资股结构、境外上市外资股结构、间接境外募股上市结构和存托证境外上市结构等。

(1) 境内上市外资股结构

境内上市外资股结构是指发行人通过承销人在境外募集股票(通常私募方式),并将