



远东资信丛书
Far East Rating Series

证券资信评级

Securities Credit Rating

欧志伟 李武 郭继丰 著

上海證券報 总策划
百 家 出 版 社



中国证券书库



远东资信丛书
Far East Rating Series

《中国债券市场发展战略研究课题》专题研究成果

证券资信评级

Securities Credit Rating

欧志伟 李武 郭继丰 著

上海證券報 总策划
百 家 出 版 社

图书在版编目(CIP)数据

证券资信评级 / 欧志伟, 李武, 郭继丰著. —上海:
百家出版社, 2002. 4

(远东资信丛书. 中国证券书库)

ISBN 7-80656-610-4

I. 证... II. ①欧... ②李... ③郭... III. 证券
交易所-资信评估 IV. F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 023582 号

责任编辑 郭丽丽

特约编辑 张 戎

封面设计 阎玉华

证券资信评级

欧志伟 李武 郭继丰 著

百家出版社出版发行

(上海天钥桥路 180 弄 2 号)

(邮政编码 200030)

新华书店上海发行所经销 上海松江新桥新生印刷厂印刷

开本 850×1168 1/32 印张 8.25 字数 160000 字

2002 年 4 月第 1 版 2002 年 4 月第 1 次印刷

印数: 1—3500 册

ISBN 7-80656-610-4/F·33 定价: 19.00 元

序 一

中国的证券市场在改革开放中应运而生,经过十多年的探讨和摸索,取得了非常迅速的发展。但是,在发展中也存在着诸多的问题,其中最为突出的问题在于证券市场的信用体系没有完善,揭示信用风险的环节相对缺失,对证券市场的健康发展形成了桎梏。证券资信评级是证券市场信用体系的重要环节,对上市公司的资信状况和有关证券品种进行评级,是完善证券市场信用体系的有效方式,是促进证券市场健康有序发展的重要手段。

证券资信评级在国外已经得到了快速的发展,并形成了相对完善、成熟的评级理论、方法和体系,对西方国家信用体系的完善、金融安全,乃至经济安全起到了重要作用。

我国的资信评级随着企业债券的发行而产生。但由于企业债券发行的数量小、品种少,证券资信评级因此而缺乏相应的支撑。与此同时,为了提高银行的资产质量、化解银行信用风险而推出的贷款企业资信评级得到了较快的发展,目前已经成为我国资信评级行业的主要业务,在资信评级市场的交易量是最大的。但是,随着我国市场经济的不断完善、证券市场的发展,完善证券市场的信用体系迫在眉睫。可以预见,证券资信评级将会成为我国资信评级的发展方向。

证券资信评级对于中国证券市场乃至整个市场的信用体系完善,将有重大的意义。

证券资信评级对于拟发行债券或股票的企业来讲,通过资信评级使发行企业获得与其资信状况相符合的资信等级凭证,有利于发行企业降低发行证券的成本和费用,有利于发行的成功。证券资信评级对于已上市的企业来讲,通过资信等级的评

定,有利于揭示本企业的信用风险,促进该企业完善治理结构、优化财务结构、调整产品结构等,从而降低经营风险,促进企业的可持续发展。

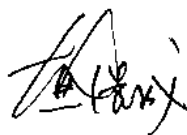
证券资信评级对于证券投资者来讲,有利于广大投资者获得较为充分的证券投资信息,根据其风险和收益的不同偏好,选择合理的证券投资组合。

证券资信评级对于政府来讲,有利于政府有关机构从证券资信评级的结果中获取信息,从总体上把握有关对国计民生有重大影响企业的资信状况、有关行业的信用风险,或国家金融、经济的风险,从而有利于政府有关监管部门采取合理、适用的监管措施和手段,保证金融和经济的运行安全。

同时,我国已经加入 WTO,在 WTO 国民待遇和非歧视等原则的条款下,证券资信评级将为国外的投资者提供中国证券市场发展的信息,从而为国外资本的流入、我国国有企业的产权结构调整、产业结构的调整、公司治理结构的完善等起到重要的作用。

但是,我国证券资信评级目前仍然存在缺乏理论指导和缺少具体操作措施的问题。《证券资信评级》一书的推出,在该领域无疑是一个具有重要意义的良好尝试,将在证券资信评级理论、评级方法和操作措施等方面起到抛砖引玉的作用,对中国证券市场信用体系的完善起到推动性作用。

原中国人民银行上海市分行行长



序 二

健全证券评级制度是发展企业债券市场的基石

我国企业债券起源于上世纪 80 年代后期,其法制化发展轨道从 1987 年国务院颁布的《企业债券管理暂行条例》起已有十多年的历史,在此期间,债券市场整体建设与发展取得了一定的进步,但相对于与其几乎同时起步的股票市场而言明显滞后,当然这是由我国国有企业改革历史进程及具体国情决定的。而证券评级,这一西方资本市场专业风险揭示与防范领域的“舶来品”也随着我国企业债券市场的确立而萌芽,随着其发展而发展,但整体体系的建设与完善因债券市场发展相对缓慢而缺乏内在动力与资源,因此也难以正常发挥这一外部风险揭示工具的应有作用。

企业债券市场发展相对缓慢,这是我国国有企业市场化进程在资本市场的一个历史体现,具体地说,即国有企业存在的“债务资本比例过高,股权资本比例过低”的普遍特征决定了债券、股票两个市场的发展不平衡。当然,随着我国从计划经济向市场经济这一过渡的逐步完成,我国目前已形成了“以国有企业为主体,民营企业、外商投资企业等其他形式共存的多元化企业主体格局”;同时随着我国加入 WTO,金融体系包括资本市场整体对外开放步伐的加快,内外部环境的巨大变化势必要求加快企业债券品种的市场化进程,显然我国原来的企业债券发行管理体系及法律框架应因势适变。因此,对我国过去企业债券市场发展相对缓慢的限制因素做一个全面分析将为未来发展这一市场提供必要的历史经验与借鉴:



第一、发行主体的范围限制。原有的债券发行对象均为国有大型企业,限制了这一市场的多元化供给,也相应限制了债券市场在整个国民经济建设中的作用发挥。

第二、企业债券发行利率的空间限制。《企业债券管理条例》规定,企业债券的发行利率不得超过同期银行存款利率的40%,按目前利率水平和债券最高发行利率测算,再扣除利息所得税,企业债券的利率水平与国债利率相差无几,针对一般企业发债而言,难以体现风险与收益的对应关系,极大限制了这一市场的需求。

第三、企业债券流动性问题的普遍存在。流动性是企业债券的基本特性之一,更是投资者规避市场系统风险的前提条件,然而我国企业债券交易实行的是交易所交易制度,能符合在交易所条件的只有少数规模较大、信用等级较高的中央企业债券,众多地方企业债券无法实行交易,但现阶段市场也存在出于变现应急日的私下交易的现象,交易市场秩序监管存在困难。

其他诸如机构投资者缺乏、信用主体的相对缺失、市场中介机构发展水平较低等问题也普遍存在,都在不同程度上妨碍了企业债券市场的发展。当然,以上对现阶段我国企业债券市场以及原《企业债券管理条例》可能存在的一些问题的探讨,国家有关部门及许多业界同仁对此都有深析,国家计委起草修订的《企业债券管理条例(意见征求意见稿)》对以上大多方面也作了详细斟酌。

而债券评级作为债券市场的中介服务机构,由于其生存与发展的基础——债券市场的发展缓慢而缺乏发展的相应支撑。但是,促进企业债券市场规范发展,就必须要求高水准的权威评级机构提供合乎市场要求的高水平评级产品,为债券发行定价、风险揭示与防范以及政府监管提供外部参考。因此,健全证券评级制度,解决目前债券评级行业存在的普遍问题就成为必然,



这些亟待解决的问题包括：

一、评级机构的独立性问题。所谓评级机构的独立性，包括评级机构设立的独立性与评级业务操作的独立性，前者指评级机构这一市场外部风险揭示机构的设立应具有超然地位，而不应依附任何政府部门、任何评级涉及机构；后者主要指评级机构业务操作的公正、中立，其业务开展领域在风险规避上不应相互冲突，如审计、证券投资咨询等与评级业务存在冲突的相关业务评级机构不应开展，以免造成内部交易的嫌疑。

二、评级体系的科学性问题。我国评级机构整体业务操作水平较低，评级手段落后，尤其是在一些评级新领域如金融机构、结构融资、信用保险机构等方面尚处于评级的探索阶段，更谈不上科学、成熟的评级方法与框架。即使在传统的债券评级领域，我国大多评级机构也仅停留在财务打分制的水平，仅有一些日前在探讨国际合作的评级机构如上海远东、中诚信、大公国际等在评级方法与框架上有所突破。

三、评级行业自律机制建设问题。由于我国日前评级行业尚无统一管理部门，也无行业自律机构，行业整体尚处于初级自发约束阶段，也可以说在一定程度上存在无序竞争现象。

可以想象，只有建立具有独立性的评级机构并使其评级操作体系逐步完善以后，在一个行业自律机制基本形成、竞争相对有序的外部环境下，才能促成权威性的评级机构，才能在未来债券市场发展发挥其应有的作用。

综上所述，企业债券市场与债券评级是具有相互作用的，债券市场是评级存在的根本，合乎市场要求的债券评级将推动债券市场的整体建设。当然，债券市场作为我国市场经济的构成部分，毋庸置疑，其未来发展空间将是巨大的。同时，我们欣慰的看到，在过去的一年，信用体系（包括资信评级行业）的建设在我国各个领域尤其在证券、银行等金融领域得到了空前的重视，



这必将为我国未来发展企业债券市场提供良好的外部信用环境。

上海市发展计划委员会经济调节处处长、金融管理学博士

前 言

本书是由上海市发展计划委员会组织的上海市 2001 年度重大决策咨询课题《中国债券市场发展战略研究》的专题成果。该课题由上海市发展计划委员会经济调节处、国泰君安证券股份有限公司、申银万国证券股份有限公司、长江证券股份有限公司及上海远东资信评估有限公司等单位共同发起并分工协作，市计委经济调节处牵头主持研究。这一重大课题由“中国债券市场发展导论”、“债券市场的金融创新”、“债券信用评估体系”等十三个专题构成，其中本书作者承担的是“债券信用评估体系”专题。经过近一年对该专题涉及领域的总结、分析、研究，终于提交出版印刷。

本书涉及课题下达之时，正是我国证券市场包括债券市场信用体系建设孕育深刻变化之时。国务院委托国家计委正在修订《企业债券管理条例》，将突出对债务人的偿债能力及意愿的综合评价，实现评级与发债成本挂钩；中国证监会正在修订《证券评级业务管理办法（征求意见稿）》，也将构建证券市场信用体系建设的法制平台。

回顾我国证券市场走过 10 多个春秋，证券市场品种比较单一，主要是股票、政府债券和少量的企业债券。而现在正在走向品种的丰富化。2001 年允许企业发行可转换债券是中国证券市场证券品种丰富化的重要标志。预计在近年将会有新的证券品种逐渐推出，因此，加强证券评级这一外部风险揭示工具的体系建设，显然将为未来证券市场整体建设提供相应支撑。

同时，我国已经加入 WTO，我国证券市场国际化、上海金融中心的国际化已成为基本的趋势，证券资信评级将成为向国内外投资者提供信息的重要方式。

鉴于这样的认识,我们从信用评级的基本理论入手,对国内外资信评级制度进行了比较分析,构建我国证券市场涉及的主要证券评级领域的评级框架。同时结合新华远东对上市公司的主动评级,构建了对上市公司主动评级(PI)的框架。

当然,由于资信评级引入中国的历史只有短短的十余年,许多问题需要深入探讨,如何结合我国国情,将西方资信评级经验应用于中国以促进资本市场的稳健发展,这是个重大的理论与实践问题。上海远东资信评估有限公司通过十余年对资信评级不断的实践与总结,推出“远东资信丛书”,力图以此促进我国资信评估行业的发展。本书是丛书的第一辑,其他评级专著也将不久与读者见面。

同时,在本书的写作过程中,我们力求体系的完整和重点突出,但是难以避免其中可能存在错漏,希望读者指正。

欧志伟

2002 年于上海社科院

目 录

序 一	龚浩成	1
序 二	肖 林	1
前 言	欧志伟	1
第一章 信用等级评价的基本理论		1
1.1 信用等级的定义及评级系统		2
1.2 信用等级的作用		6
1.3 债券与股票的风险比较及债券信用评级		10
第二章 资信评级的国内外比较		15
2.1 国外资信评级的发展概述		16
2.2 国内资信评级的发展概述		28
2.3 国内外资信评级的比较分析		35
第三章 证券资信评级体系		47
3.1 证券资信评级的程序		48
3.2 证券资信评级的组织结构		51
3.3 证券资信评级的制度		53
第四章 证券资信评级的方法与框架		57
4.1 主体资信评级		58
4.2 品种资信评级		77
4.3 证券资产化及其资信评级		135
第五章 资信评级模型介绍和探讨		161
5.1 基于财务数据的资信评级模型		162
5.2 以股票价格为基础的资信评估模型		169
5.3 Bathory 模型和营运资产分析模型		170
第六章 上市公司公开资信评级(PI)		173

6.1	上市公司公开资信评级基本理论	174
6.2	上市公司公开资信评级的程序及制度	179
6.3	上市公司公开资信评级分析指导	185
第七章	案例报告	191
7.1	房地产行业评级报告	192
7.2	上市公司公开评级案例	197
7.3	可转换债券资信评级案例	204
	主要参考文献	247
	后 记	249

证券市场与信用

债券资信评级

信用等级评价的基本理论

第一章



1.1 信用评级的定义及评级系统

信用简单的讲是一种借贷活动,具体讲是资金或货币的所有者将资金或货币让渡给使用者,按照约定的时间和利率,从借方收回本金和取得利息收入的经济活动。对借方还本付息的能力和意愿的评价就是信用评估。它有利于资金或货币的所有者作出正确的决策。

1.1.1 信用评级的定义

信用评级(Credit Rating)是在信用关系复杂的市场经济环境下,对市场经济各参与主体将来完全、按期偿还债务的能力、可还债程度及意愿进行综合评价的中介业务。具体来讲,信用评级是指信用评估的专门机构以详实可靠的财务报表和调查资料为基础,坚持独立、科学、公正的原则,对一个企业或其他机构的债务偿还能力及可信度作出评价,用专门的符号表示所属的等级的经济活动。

信用评级的定义表明以下几个方面的内容:

第一,信用评级是一种经济活动。首先,信用评级活动是为投资者提供决策的依据,维护投资者的利益;其次,信用评级是资信评级机构为社会提供了一种特殊金融服务,资信评级机构通过提供高品质的服务获得收入。

第二,信用评级的对象是债务人的偿债能力、还债程度和可信度。偿债能力的评价是确定债务人对于债务偿还的保障程度;而还债程度、可信度是指这种保证程度的可实现程度,也就是偿债能力保障程度的置信度大小。

第三,信用评级所依靠的基础是财务报表和调查资料,而且要求财务报表和调查资料详实可靠。

第四,信用评级采用的方法是科学的方法。评级机构在信用评级过程中采用定性和定量相结合的方法,利用了数学和计算机软件发展的最新成果。当然在评级过程中,注重定性和定量分析相结合的相对评级方法,试图对未来作出科学的预测。

第五,在信用评级过程中坚持独立、客观、科学和公正的原则。

第六,评级的结果通过评级机构设置的专门性符号直观、简洁的表示,反映债务人债务偿还的风险性程度。

第七,信用评级的方式包括了委托评级和主动评级。

所谓委托评级就是评级机构接受被评级主体的要求,对被评主体或者被评主体发行的证券品种进行资信评级,以此为被评级主体提供公正的资信等级,为被评级主体发行证券进行直接融资或间接融资提供条件,有利于被评级主体降低证券的融资成本,使其融资活动能够顺利实现。在委托评级中,通常的做法是被评级主体要向评级机构交纳相应的评级费用。

所谓主动评级是指评级机构根据公开的信息对有关的企业或公司,或者是公开发行的证券品种进行评级。这种评级方式一般在信息披露相对充分、真实的证券市场才能得以实行。评级的目的是为了给证券的投资者提供投资的信息。在主动评级条件下,被评级的主体不需要支付评级费用,评级机构先自行承担,然后通过售卖评级报告以及研究报告获得收入。

1.1.2 信用评级的特征

通常,一个令人满意的信用评级活动应具有以下几个关键的特征:

1. 信用评级能够对公司信用品质的实质变化较为敏感;
2. 在公众发现信用品质发生实质变化之前,信用评级对该

结果的预测有个超前时间,即信用评级应具有超前性特征;

3. 没有出现信用品质的实质变化时,信用等级比较稳定;

4. 风险评价的层次划分应有助于促进信用定价及信用条件设定的合理性;

5. 信用等级对于不同主权国家、行业、公司规模及地理位置应保持一致性。

由于债务主体的信用品质会随着时间而发生变化,变化幅度有时还相当大,因此对他们的信用评级并非一劳永逸,这就有赖于信用评级机构连续地进行跟踪,并且更新和公布信用监视的结果。为了能连续的考察,评级机构就得与被评级组织的管理层保持联系而不仅是考察其公布的经营状况;另外,还需要综合考察大量其他的相关财务和经济数据,当发现有重大变化时,需对其原先级别进行调整,并及时向相关市场参与主体进行通报。

1.1.3 信用等级评价的标识系统

信用评级可以是对单一的品种进行评级,例如可转换债券的评级、债券的评级、商业票据的评级;也可以是对某一主体进行评级,例如对主权国家进行评级、对企业的资信状况进行评级。如果对单一的资信评级品种或主体评级进行归类,设定统一的资信评级标准,就形成了信用评级的标识系统。

一般情况下,信用评级标识系统分为两个系统:一是长期信用评级标识系统。长期信用评级是对一年和一年以上债务和债券的偿还能力和可信度的评估;二是短期信用评级标识系统。短期信用评级是对一年以内的债务和债券的偿还能力和可信度的评估。

(1) 长期信用评级标识系统

以上海远东资信评估有限公司的信用评级标识系统为例。