

国外证券评级

● 邹建平 编译 ● 辽宁人民出版社



1.5

UOWAIZHENGQUAN
JINGJI

编译者的话

随着我国经济体制改革的不断深化，金融改革不断向纵深发展，证券交易的出现，为促进我国证券市场的完善和发展，无疑起到了巨大的推动作用。同时，也给证券的评级展示了广阔的发展前景。

塑造我国的证券市场，使其符合具有中国特色的社会主义市场经济的需要，也符合我国与世界经济对接，这是每个经济、金融工作者的责任。在这个庞大的系统工程中，证券评级仅是个分支网络，但其对投资者和筹资者双方行为的约束力则是巨大的。因此，来自各方面的情况表明，人们迫切地希望学习和了解有关证券及证券评级知识。

1993年2月，编评者随信誉评级考察团赴日本，对在上享有盛誉的日本格付研究所、日本公社债研究所和日本投资家服务公司等三家信誉评级机构进行了考察、学习，收获很大，为不虚此行，在日本同行的帮助指导下，出版了《日本债券评级》（辽宁大学出版社）一书。1993年6月，编者参加了由亚洲开发银行和上海远东评估公司举办的证券评级高级研讨班，接触了美国标准普尔、穆迪公司及来自西欧、亚太地区各国证券评级同行，同时收集了各类资料，在各国同行的鼓励下，在工作之余编译了《国外证券评级》这本小册子，恳请得到同行的教诲。由于时间仓促，书中的提法和内容都不尽完善，如有涂炭之嫌，恳请指正。

在收集资料和翻译过程中，参阅了国内外发表的有关著作，

并得到了日本日兴证券公司、日本评级机构、美国评级机构及辽宁大学、沈阳财经学院、沈阳师范学院、沈阳大学农业分校、省翻译部门多位专家、教授的支持和帮助。在此，谨向他们表示由衷的谢意。

邹建平

1993年12月

目 录

一、国外证券市场有关知识	1
(一) 证券及证券投资	1
1. 证券及释义	1
2. 证券的种类	2
3. 证券的特点	4
4. 证券的作用	5
5. 证券的期限	6
6. 证券的清偿	6
7. 证券投资构成	7
8. 证券收益与风险	9
9. 证券投资风险因素	11
10. 证券投资总风险及构成	13
(二) 国外的股票概念	15
1. 股本与股票	15
2. 股票的市场价格	18
3. 美国股票的价格指数	23
4. 股票发行基本方式	26
5. 股票的发行程序	30
6. 美国的股票市场	33
7. 英国的股票市场	34
8. 欧洲国家的股票市场	35
(三) 国外的债券概念	38

1. 债券及种类	38
2. 债券的还本付息	40
3. 债券的价格	43
4. 债券的信用级别	44
5. 美国的债券市场	47
6. 英国的债券市场	50
7. 欧洲的债券市场	52
 二、美国的证券评级	55
(一) 评级制度的沿革	55
(二) 评级历史的缩影——穆迪公司	60
(三) 评级制度概要	66
1. 评级制度	66
2. 评级机构	67
3. 评级程序	72
4. 债券评级	73
5. 股票编列	74
6. 证券评级指标体系	75
附：美国标准普尔公司介绍	82
 三、日本的证券评级	90
(一) 证券评级确定及定义	90
1. 证券评级的确定	90
2. 适债基准和评级制度	91
3. 债券评级定义	92
4. 海外债券适债基准	93
5. 财务限制条款	94

6. 企业财务战略	94
(二) 等级评定功能及作用	95
1. 保护投资者	95
2. 市场机制和信息	96
3. 提高流通性	97
4. 市场的国际化	98
(三) 美国等级评定的导入	98
1. 等级的诞生	98
2. 大恐慌和等级固定	99
3. 行政的运用	100
4. 战后的考验	101
(四) 债券评级的程序	102
1. 取得等级的时机	102
2. 等级评定的准备	103
3. 接受评级申请	105
4. 收集有关资料	111
5. 采访及实地调查	115
6. 等级决定过程	115
附: 葡萄酒和等级评定	118
7. 评级的佣金	119
(五) 债券评级的方法	121
1. 企业的收益力	121
2. 企业规模	122
3. 资产价值	123
4. 担保	125
5. 保证契约和保护契约	126
6. 企业获利能力的评价	127

7. 经营指标考核	128
(六) 债券的等级评定	130
1. 等级评定——提供信息	130
2. 等级评定——投资家的情报	131
3. 等级评定——对企业的评价	132
4. 等级评定——级别的标志	133
5. 等级评定——对评级机构的选择	134
(七) 等级符号及定义	135
1. 等级符号的规定	135
2. 等级符号及定义	135
3. 绝对评价与相对评价	137
4. 等级评定的过程	139
5. 等级评定的立脚点	140
6. 审议的方法	140
(八) 日本评级机构介绍	144
1. 日本格付研究所	144
2. 日本投资家服务公司	149
3. 日本公社债研究所	155
四、西欧诸国及加、澳的评级	164
(一) 西欧诸国证券评级概况	164
(二) 法国的评级	171
附：法国证券市场	173
(三) 德国的评级	175
附：德国证券市场	178
(四) 英国的评级	183
(五) 加拿大的评级	186

(六) 澳大利亚的评级.....	190
五、东南亚国家的评级.....	192
(一) 印度的评级.....	192
(二) 泰国的评级.....	198
(三) 马来西亚的评级.....	210
(四) 韩国的评级.....	217
 附件:	
1. 对世界银行发行日元债券的评级报告	224
2. 东京证券交易所介绍	272
3. 评级报告	288
4. 评级公告	291

一、国外证券市场有关知识

在跻身于国外证券评级之前，首先了解掌握国外证券市场的有关知识是必要的。

国外证券市场是从信用制度和金融市场中派生并发展起来的。国外的证券市场经历了一个很长的发展过程，在这个漫长的过程中，证券的经营方式和交易方式发生了巨大的变化，逐步形成了一套规范化、高效率的并有法律保障的运作机制，对促进世界经济的发展起到了不可估量的作用。

证券市场的一个主要功能就是最大限度地和最广泛地把资金通过各种渠道筹集起来，并投入到效益高的部门。这种资金的有效筹集和分配完全是基于自愿的基础上通过市场进行的，并且有一套完整的法律管制和保护，它不仅能满足投资者的需要，还有利于为整个世界多创造财富。熟悉了国外证券市场的知识，就更能对国外证券评级有更深刻的理解。

（一）证券及证券投资

1. 证券及释义

证券 人们对此有不同的看法。一般认为，证券就是具有一定的票面金额，代表一定的财产权利、并借以取得一定收益的一种凭证。

证券不仅属于经济范畴，而且属于法律范畴，各国一般都有关于证券的法律规定。如1936年修订的瑞士民法典第965条规定：证券是一种与权利紧密相连的证券，没有此种证书，权利就不能实现，也不能转让他人。意大利民法典规定：证券持有人，只要符合法律规定的形式，就有权要求按证券上面所规定的履行。依照证券持有人的要求履行了债务的义务，只要没有敌意或重大过失，就免除其责任，不论持有人是否是权利人。

证券的主要形式有债券和股票两类。它可以在货币市场上自由买卖。证券本身并没有价值，它所以能够买卖，是因为它的持有者凭它能够得到一定的股息或利息收入。证券的价格决定于两个因素：一是能带来股息或利息收入；二是当时银行存款利息率。证券价格的高低与股息或利息成正比，与银行存款利息率成反比。

虚拟资本 就是以证券的形式存在并能给持有者带来一定收入的资本，如股份公司的股票、企业或国家发行的债券等，因此，债券、股票实质上就是虚拟资本。而虚拟资本则是独立于实际资本之外的一种资本存在形式，它不是真正的资本，而是“资本的纸制复本”，它只间接地反映实际资本运动的状况。虚拟资本与实际存在的资本不仅在质上有区别，而且在量上也是不同的。在一般情况下，虚拟资本价格总额总是大于实际资本总额，它的变化也并不反映实际资本额的变化。随着资本主义经济的发展，虚拟资本的增长速度要快于实际资本的增长，它表明了资本的所有者与资本的职能的进一步分离。

2. 证券的种类

证券是以有表示财产所有权的发生、转移、行使的凭证为前提条件的。权利和凭证有着不可分割的关系，凭证的转移也

就意味着权利的转移。根据证券所代表的财产所有权的经济性质，分为两大类：

一类是商业证券。它表明经济活动中的商业信誉，具有特定对象经济联系的一种信用工具，如本票、汇票、期票、支票、提货单等。它在一定的条件下经过背书可以转让和流通，发挥流通手段和支付手段等有限的货币职能。近几年来我国实行的商业承兑汇票，经过背书后可向银行申请贴现，但保留追索权，这就是一种转让行为。

另一类是公共证券。它包括股票、公债、公司债券和大面额可转让存款证等。我国这类证券主要是指含有一定量人民币面值，表明筹资者与投资者双方的权利和义务，可以在规定的范围内进行转让的凭证。人们通常所称的证券就是指公共证券。

由于证券的品种多，数量大，还可以从不同的侧面进行分类。

按发行者的性质，可分为直接证券和间接证券。前者是指非金融机构如政府、工商企业、个人发行的公债券、国库券、公司债券、股票以及这些经济单位签署的抵押契约、借款合同或其他各种形式的借据。后者是指金融机构发行的存款存折、可转让的存款证、人寿保单、基金股份和其他各种债务票据。

按市场的流通性，又可分为可销售的证券和不可销售的证券。前者是指公司债券、国库券、股票以及近几年来出现的期权合同和金融期货合同等。后者是指各种存款型的债务证书及某些国家政府发行的储蓄券等。

根据证券所体现的信用性质，还可以分为货币证券和资本证券。一些可代替货币信用的信用工具，如支票、本票、汇票等，都属于货币证券。而公债券、公司债券和股票等，都属于资本证券，因为这些证券代表了持有者的资本所有权或资本收

益要求权。

3. 证券的特点

由于证券既属于经济范畴，又属于法律范畴，所以它不仅具有经济属性，而且具有法律特征。

证券的经济属性在于它是一种虚拟资本。虚拟资本通常是指以证券等形式存在的能够定期带来收入的资本。虚拟资本同货币资本、生产资本、商品资本等实际资本的区别是：一方面，构成虚拟资本的证券本身并没有任何价值，不能发挥资本的职能，不能生出也不能实现剩余价值。一切证券都只是资本所有权的证书，是一种特殊的商品，可以在证券市场上进行买卖。证券的价格，同它所带来的收入多少成正比，同利息率的高低成反比。另一方面，虚拟资本的数量等于各种有价证券的价格总额。在一般情况下，虚拟资本的价格总额总是大于实际资本额，它的变化并不反映实际额的变化。虚拟资本虽然不是现实的财富，但它可以促使现实的分散的资金集中，推动社会经济的发展。

证券的法律特征主要表现在三个方面：

(1) 财产权利证券化。财产权利直接表现在证券上面。证券上面所记载的就是权利人的财产内容，证券上面所表示的权利与证券不可分离。权利和证券融为一体，权利证券化。

(2) 权利的行使不能离开证券，离开证券就不能行使权利。证券的持有人就是债权人，他有权要求债务人履行证券面上所载明的义务。除非债务人明知证券持有人不是债权人，或有重大过失，否则债务人是负责任的。

(3) 权利的转移只是以出示和交付证券为条件。作为债权的转让，不要求通过原来特定的债权转让程序。作为物权的转

让，也不要求有物的交付。作为股份收益请求权的证书，法律允许可以自由流通转让。

4. 证券的作用

证券能够加快资本的积累和集中，以适应社会经济发展对巨额资本的需求。证券本身虽不是现实的资本，但它可以促使现实资本的积累和集中。当单个的资本积累已经越来越不适应现代社会再生产条件下资本额日益增大的需要时，证券的作用就日益显得重要，它可以使所需求的巨额资本在很短时间内集聚起来，促进商品生产和商品流通的迅速发展。

证券作为流通的媒介，能够扩大和加速商品流通过程。所有权或债权，股份权或请求权，以及动产或不动产，都可以变成证券，允许在市场上自由流通转让，财产权利的证券化，加快了资本的流通速度。

证券精确地确认了某一财产权利，并具有法律规定的一定形式，使复杂的经济往来关系用特定的债权债务关系规范化，有利于稳定经济秩序、防范和处理经济纠纷。

证券有利于资金流向最有利的部门。投资者所需购买的证券当然是他们所预测的经营效果好的企业或公司发行的股票或债券。这样，才能保证他们的投资获得较高的股息或债券利息。证券市场的这种行情使资金流向效益高的产业部门。

证券有利于利息功能的发挥。证券利率是衡量证券投资效率的主要指标，它在整个利息体系中占有极其重要的地位，促使利息功能多样化、机动化。西方国家宏观货币政策的主要工具之一就是中央银行在公开市场上买卖政府债券来影响金融市场上的证券利率，从而进一步影响整个经济体系中的利率水平，控制银根松紧，实现国家对经济的干预。

但是，应看到证券除具有积极的作用外，它还有一定的消极作用。它为投机者在证券市场上买空卖空、投机倒把等投机活动提供了机会和场所。为此，世界各国都特别注意和加强了对有价证券和证券市场的干预和管理，并制定了有关法律和条例来保证投资者的利益。

5. 证券的期限

证券的期限主要是指债券的期限，股票没有期限范围。从债券发行之日起到还本之日止，这段时间称为债券期限。在国外债券市场上，短期债券的期限通常有五种：1个月期、3个月期、6个月期、9个月期和12个月期。长期债券的期限是不破年的。

债券期限长短的确定，主要是筹资人依据本身资金需求性质，根据对未来市场利率水平预测，流通市场的发达程度以及投资人的心理状况、消费趋向以及证券市场上其他债券期限而确定的。并在发行债券时，作出债券到期日不一定完全还本的约定，即特殊的还本条款。主要包括：强制性赎回条款、选择性赎回条款、提前赎回条款、延期赎回条款。

6. 证券的清偿

证券清偿，是指证券集资者满足证券投资人的要求，到期向证券投资人偿还证券本息的可能性。证券清偿能力是实现证券到期兑付本息的条件，也是保护投资人的利益和维护发行企业、代理发行金融机构信誉的重要保证。证券清偿能力主要体现在证券集资用款项目的效益上。其主要影响因素是：

证券项目效益要与证券清偿期同步。这是因为证券投资项目效益的产生是需要一定期限的，有时尽管在总体上讲投资项

目有较好的效益，但是该总体效益的实现过程并不一定就能达到与投资偿还期相一致。如果证券发行期限届满，而证券集资项目在这一期间内所产生的效益不能满足偿还证券本息的要求，就会影响证券的清偿能力。这种情况一旦出现，就要求企业寻找其他的资金来源进行弥补。

证券偿还的担保。证券偿还担保是发行证券的企业为了提高债券的信誉，保护投资者的利益，增加证券投资者的安全感和吸引力，采用担保发行的方式，保证到期支付债券本息的一种承诺。当证券集资者由于某些不可预测的因素或企业生产经营过程中出现的某种异常现象，造成了证券偿还的困难时，为了保证证券的清偿能力，则由担保人代为清偿一定的债务。在这种情况下，关键的问题是担保人有无这种担保能力。这就要求证券发行担保人在社会信誉、自有资产状况或其企业的经济效益等方面，能够履行担保义务，确保证券的到期清偿。

7. 证券投资构成

证券投资是由收益、风险、时间三个要素构成的。

证券投资的收益，又称报酬，是证券投资的最终目的。证券投资的收益包括当前预期的利息收入和由证券价格的增值所带来的资本得利两个部分。这里所说的证券，是指债券和股票。这两种证券的性质不同，因此，投资于债券和投资于股票所取得的收益也不同。债券的利率和本金的偿还日期，都是事前规定好的，因此，债券的利息收益是固定的，并到期还本付息。股票的股息和红利是多少，则要取决于企业的生产经营状况。股票没有到期日，是一种永久性的投资，所以，股票的收益还应包括股票价格增值的资本得利在内。由此可见，股票的收益要比债券的收益高得多。

证券投资风险，是证券投资预期收益的偏差。它包括当前预收入的减少和由证券价格的贬值所带来的资本损失两个部分。债券包括公司债券、金融债券和国家债券。它们的利率都是固定的，与企业经营好坏、财政信贷收入多少没有什么直接联系，只要企业不清算倒闭，财政信用体系不瓦解，本金和利息到期照付不误，保本求利一般比较稳妥。但在竞争激烈的商品经济条件下，经营不善，负债过重，亏损倒闭时有发生；通货膨胀，购买力下降，银行利率上升，债券利率仍然固定不变，此时折本损利在所难免。本利虽如数照付，但已贬值。因此，债券投资的风险比银行存款的风险要大，却比股票投资的风险要小。股票投资，股息、红利的有无，完全依赖企业经营状况，股票价格与股息成正比。企业经营不善，股息低下，股票贬值，有时甚至无息还折本。

证券投资的时间。当一个投资者要进行投资决策时，首先碰到的是投资时间问题。他必须明确地回答，是投资于短期、中长期，还是无限期。这个问题不解决，投资债券或股票就难以明确，投资就难以出手。

在证券投资中一般说来，收益和风险成正比例，收益小风险小，收益大风险大。投资时间与收益和风险也是成正比例的，投资时间短，收益和风险就小；投资时间长，则收益和风险就大。因此，收益、风险、时间就构成了证券投资相互联系、相互制约的三个要素。投资者面对这三个要素如何决策，这是关系到投资者成功和失败的两种命运与前途的选择。它要根据三个要素，结合投资者自身的经济条件和所要达到的目的，才能最终作出决定。

8. 证券收益与风险

凡是证券投资者都对证券投资存在一种幻想，即希望自己所选择或购买的证券，本金要安全、利息要优厚、销售要便利。实际上这种证券在理论上和现实中都是不存在的。往往利息多的，投资风险性就大；利息小的，投资风险性就小。同时利息多的因风险性大，销售时会遇到较多的困难；利息少的因风险性小，销售时困难也小。

从理论上讲，证券投资的收益与证券投资的风险是一对矛盾，既对立又统一。其对立性是：风险是对收益的损失，而收益的增加是战胜风险的结果。其统一性是，证券作为一种投资主体，收益和风险是同时并存的，只有风险而没有收益，或只有收益而没有风险的证券是根本不存在的。所以，凡是证券都有获得收益的权利，也有承担风险的责任，它是权利和责任的矛盾统一体。

从规律上讲，证券投资收益与证券投资风险是成正比例的关系。投资风险越大，投资收益越高；投资风险就小，投资收益就越低。在证券投资中，投资股票的风险要大于投资债券，因此，投资股票的收益也就大大高于债券；反之，投资债券的风险要小于股票，因而投资债券的收益也大大低于股票。总之，投资者要取得较高的收益，就必须承担较大的风险。

一般讲来，国家公债风险和收益最小，公司债风险和收益比公债大，优先股的风险和收益又比公司债大，普通股的风险和收益最大。以下用图表示各种证券的风险与收益的关系（见图1）。

从现实来讲，较大风险的证券，筹资者必须给投资者提供较高的收益，才能诱惑投资者冒着风险进行投资，不然，就难