

ZIXIN PINGJI ZIXIN PINGJI
朱荣恩 徐建新 主编

生活·读者·新知 上海三联书店

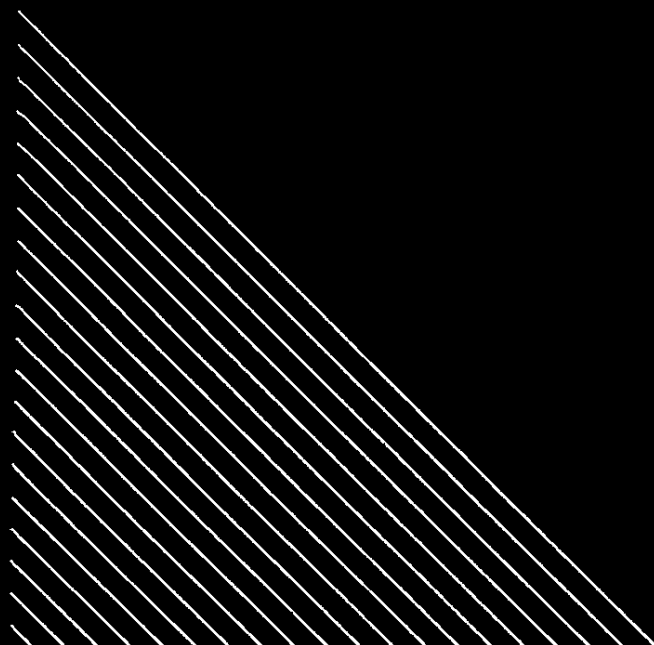


资信 评级

主 编 朱荣恩 徐建新
副主编 谈伟亮 张 峻 向朝勇

生活·读书·新知 上海三联书店

资信评级



资信评级

主 编 / 朱荣恩 徐建新

责任编辑 / 赵立新 倪为国

装帧设计 / 宋珍妮

责任制作 / 沈 鹰

责任校对 / 张海云

出 版 / 生活·读书·新知 上海三联书店

(200020) 中国上海市绍兴路7号

发 行 / 新华书店上海发行所

生活·读书·新知 上海三联书店发行部

(200020) 中国上海市绍兴路7号

制 版 / 上海市群众印刷厂照排分厂

印 刷 / 上海市印刷十一厂

版 次 / 1996年4月第1版

印 次 / 1996年4月第1次印刷

开 本 / 850×1168 1/32

字 数 / 390千字

印 张 / 16.25

印 数 / 1—5000

ISBN7—5426—0903—3
F·231 定 价 24.80元

序

资信评级是社会经济发展的必然产物。随着现代社会经济的深入发展,人们从事经济活动由简单的直接物物、银货交换关系变为以借贷信用为依托的复杂经济交易关系,由此也产生了违背借贷信用责任和义务的信用风险。为此,以评估借贷信用风险的资信评级制度便应运而生了。资信评级就是由专职机构或部门,按照一定的方法,对在经济活动中的借贷信用行为的可靠性和安全性程度进行分析,并用专用符号作出评估报告的一种管理活动。

党的十四届三中全会关于《建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》第13条中提出“发展和完善以银行融资为主的金融市场。资本市场要积极稳妥地发展债券、股票融资。建立发债机构和债券资信评级制度,促进债券市场健康发展”,这说明随着我国经济体制改革的深入,市场体系的建立,以债券为主的资信评级制度势必逐步发展起来,并成为建设健康的金融市场的重要一环。资信评级正在我国逐步发展、日趋完善,它必将对维护市场经济正常运行,保证资本市场公平、公正和诚信,促进经营机制转换和现代企业制度的建立起着积极的作用。

由朱荣恩、徐建新同志主编的《资信评级》一书,以当代世界资本市场为背景,全面系统地阐述了资信评级的意义和作用,资信评级的准则、程序和方法以及资信评级对象,介绍了主权国家、银行

2 资信评级

及其控股公司、非银行金融机构、保险公司、工业性公司、公用事业、特殊证券和结构融资的资信评级,全方位地为我们展示出当今世界资信评级的各个领域,帮助我们拓宽了资信评级的视野,使我们看到了我国资信评级与国际惯例存在的差距。它的出版发行,必将对处于初级阶段的我国资信评级事业起到积极的推动作用,为我国资信评级制度的建立和完善提供重要的借鉴。

《资信评级》一书的编著者中不少同志一直从事我国资信评级理论研究和实务工作,有着丰富的实践知识和技能。在编写过程中作者努力把国外先进资信评级理论和方法与我国资信评级的实际结合起来,从而使本书成为资信评级专职机构及其专业人员的一本良好的入门书。

我荣幸地祝贺《资信评级》一书的问世,期望着它在促进我国资信评级制度的建立与完善中发出更多的光和热。

潘洪萱

1996年1月

(序作者:上海财经大学党委书记、研究员;原上海市计划委员会副主任)

前 言

债务市场的发展给广大的投资者、发行者和其他参与者提供了新的理财机遇,但随之而来的是一系列信用风险问题。

纵观 90 年代初期全球债务市场,信用风险已成为一个严峻的问题。例如,西方公司债券发行者未能按时偿债的数量已达到了西方社会经济大萧条以来的最高纪录,同时,短期债务人的大量违约现象也令新兴票据市场的稳定倍受威胁。或许从经济循环现象分析,这种现象只是暂时的,当经济复苏时,信用危机就会得以缓解。但透过经济循环现象看其本质就会发现信用风险的增加与债务市场的发展是相伴而生的。

举例说,当贷款方以认购债券的方式贷出资金时,原来借贷之间的少数几个人的私人关系就必然会转化为众多人之间非个人的、法律化的关系。随着新的债券类型的不断引进,对这些债券的风险性的判断会变得更加复杂。而当贷款者出入新的市场或跨越国界进行债券投资时,对借款方信用基本状况的评估工作就会因各国经济的差异性,会计制度的不同及语言和民族风俗上的障碍而复杂化。此外,随着全球债务市场的发展,债务工具也越来越高技术化,尤其是 80 年代开始大量出现的金融衍生工具,在很好地满足了投资需求的同时,也给债务市场带来了更大的风险。所有上述因素表明,在 90 年代,债务市场出现了更多的机遇,但也面临着

2 资信评级

更大更复杂的信用风险。

因此,全球债务市场在迅速扩展的同时,对发行者信用信息的需求也出现了迅猛的增长。对于投资者来说这种信用信息服务可在广泛的投资领域中给他们提供了选择的能力,以降低违约风险。而对发行者来讲,为大范围的投资者提供准确的信息可以给他们在全世界各地招来更多的资金,这就反过来也增加了发行者选择最经济可靠的资金来源的机会。总而言之,准确可靠的信用信息服务可使债务市场根据信用的真实变化而相应进行调整,并可不受金融市场流言的困扰。反过来,正确可靠的信用信息服务给债务市场带来的稳定又可以促使债务市场更好地发展。

信用信息的传播方式很多。发行者可向债务市场提供其财务数据和报表;中介机构为客户进行评估分析;投资者也可以自己进行分析。但当债务市场发展并趋于成熟后,独立的资信评级被公认为是一种最有效的服务方式,因为资信评级能提供债务市场客观、可靠、及时的分析,并且可节省投资者资信评级的成本。因此,当前独立的资信评级制度已在世界各地迅速地发展起来,在实践中不断地加以完善,而且为债务市场所接受和欢迎。

我国的改革开放促进了国内金融市场的培育和发展,如短期债务市场、长期债务市场、股票市场等都建立了起来。此外,随着我国国际融资的开展,我国金融市场正开始与国际金融市场接轨。但是,我国金融市场资信评级却没有得到相应的发展,金融市场投资者还未充分认识资信评级的重要性,更重要的是我国还没有一套完备的资信评级的理论和方法体系,也限制了我国金融市场的国际化进程。基于此考虑,我们本着洋为中用、借鉴探索的精神,着重阐述西方金融市场的资信评级理论和方法,并在此基础上,总结分析我国资信评级的历史和现状,提出推动完善我国资信评级制度的设想和途径。

本书共分四部分,第一部分包括第一章、第二章,主要论述资信评级的意义和作用;第二部分包括第三章、第四章,论述资信评级种类、过程和方法;第三部分是第五章至第十二章,分别按资信评级对象论述其具体内容要求;第四部分为第十三章,主要论述我国资信评级的现状及展望。

本书由朱荣恩负责提纲规划和组织编写;朱荣恩、徐建新对全书进行修改、补充和总纂。本书各章编写人员为:第一章朱荣恩;第二章徐建新;第三、五章向朝勇;第四章谈伟宪、张峻;第六、七章刘斌;第八章周成江;第九章赵海青;第十、第十一章刘仁祥、向朝勇;第十二章田洁;第十三章朱荣恩、刘颀;附录程仁渠、向朝勇。另外,崔晓春、季菁等参加本书部分资料的整理工作。

本书编写得到了中国人民银行上海分行副行长王华庆同志、金融行政管理处处长沈斌同志、黄为同志以及徐立伟同志的指导。上海财经大学党委书记、原上海市计划委员会副主任、研究员潘洪萱同志为本书作序。在此均表示感谢。

本书是通过介绍西方资信评级理论和实务成果,旨在借鉴吸收,探索建立我国资信评级理论和方法体系的一种尝试。由于我们水平有限,疏漏谬误之处在所难免,亦望读者多加指正。

作 者

1996年1月于上海

第一章 资信评级的意义

第一节 当今债务市场的发展

众所周知,在过去的几十年中世界金融体系发生了巨大的变化,这些变化对信用风险和信用分析都产生了深刻的影响。

过去,借贷关系一直发生于银行和其客户之间,对借款方信用或其到期偿债能力的评估几乎一直是银行信贷部门的独有职能,尽管向银行借款的客户较少,但银行也没有充分的时间和渠道对客户业务状况进行仔细调查。

但随着世界经济的迅速发展,债务市场也有了极大的发展变化。70年代初期世界货币布雷顿森林体系解体,许多国家开始实行浮动汇率制度,同时各国的利率也开始自由化,这样,融资的风险性便大大地增加。此外,由于竞争加剧,债务融资的范围和方式也有了大的改变,融资不再限于银行,而扩大至各种非银行的金融机构;融资方式也不仅仅是存贷业务,而是大量通过证券及其他新型的方式进行。

债务市场的发展变化,对债务资信评级也产生影响。如今资信评级人员不再局限于与商业银行打交道,而且要与证券经营机构

发生联系,为此,资信评级人员面临着比以前更为复杂更具挑战性的任务,需要为投资者提供各种债券发行人的信用信息。资信评级的这种变化是与 80 年代债务市场的三个主要发展趋势联系在一起的,即“非中介化”、“证券化”和“全球化”。

一、银行系统的信贷非中介化

要理解“非中介化”,首先要对“中介”一词有所了解。一般说来,银行是资金的储户和用户之间的主要中介人,它们从储户那里筹集资金(一般通过存款方式),再贷给公司、政府以及经济领域中的其他生产者。但近半个世纪以来,银行这种传统职能逐渐被更节约成本的公开证券市场所取代。

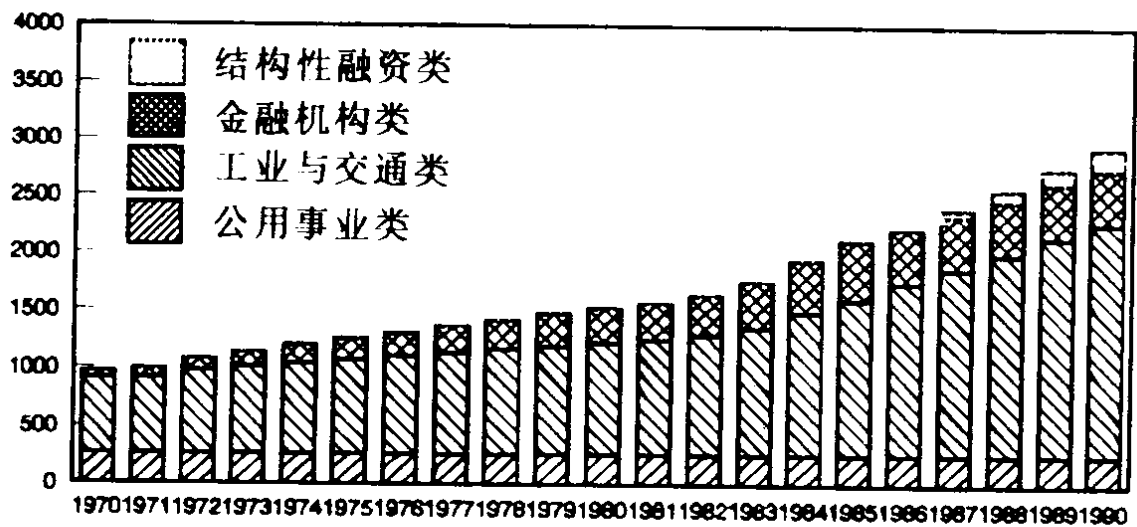
以美国为例,从 19 世纪初以来,债券就一直作为公司筹措资金的一个潜在渠道,但直到本世纪中叶其迅猛发展才对银行作为操纵美国经济的主要贷款人的地位构成了威胁。本世纪 60 年代起信用好的公司纷纷意识到短期融资的成本较低,商业票据市场上的债券发行数量随之迅速发展。债券市场的规模在 70 年代和 80 年代分别增长了两倍和三倍,从而从银行那里拉走了大批客户。最初出现的是投资类型债券,然后投机性债券和“垃圾债券”也发展起来。像养老基金、共同基金这些大公共机构投资者的增多,也加快了证券业的发展趋势,并产生了大规模的流通市场。

世界长期债务市场的发展,可以从美国和其他国家 20 年中评级证券发行者的稳步增加中清晰地显示出来。如图表 1—1 所示,由于结构融资市场的飞速发展和全球范围内银行及其他金融机构所发行债券的增加,80 年代后半期长期债券市场呈现出显著的增长趋势。在图表 1—1 中,发行债券的工业公司的数量也有所增加,这也部分反映了美国以外的国家里工业公司发行评级债券的增长状况。从图表 1—2 中可以看出,美国投机级别债券的发行量在 80

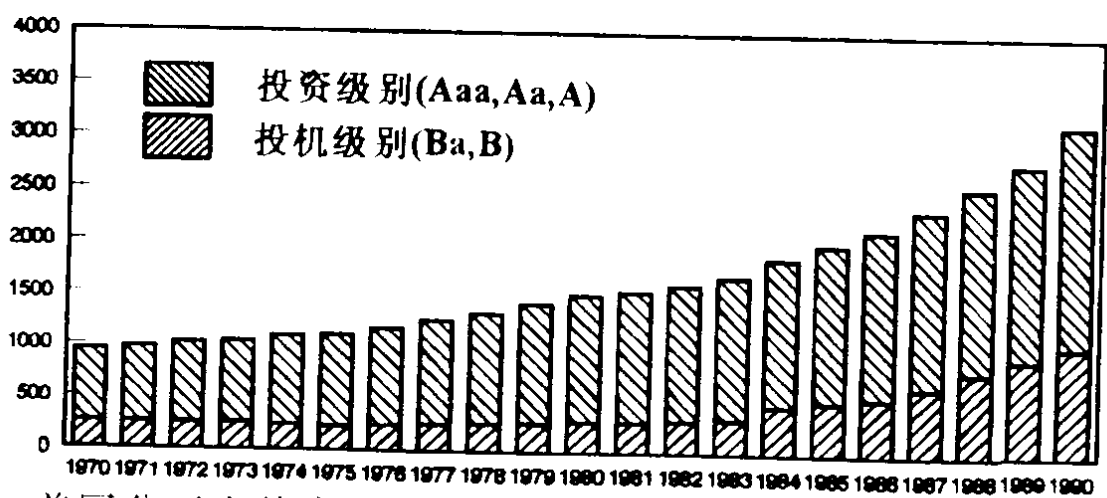
年代里增长到 3 倍之多。这主要是由于美国开始允许投机级别债券(尤其是工业公司发行的债券)上市的结果

图表 1-1 1970~90 年评级发行的长期债务

按类型划分



图表 1-2 1970~90 年评级发行的长期债务(按级别分类)



美国公司在债券市场上采用公开发售的债券额已从 1970 年的约 1150 亿美元稳步上升到 1989 年底的 8000 多亿美元。同时期内美国债券市场上的私募债券也从 680 亿美元上升到 5500 亿美元左右。这个数字不仅包括美国公司的长期债券,也包括在美国发行的其他国家私人企业和主权国家的债券。美国公债市场上的联邦政府债券、州政府债券以及市场建设债券,又使美国债券总量增

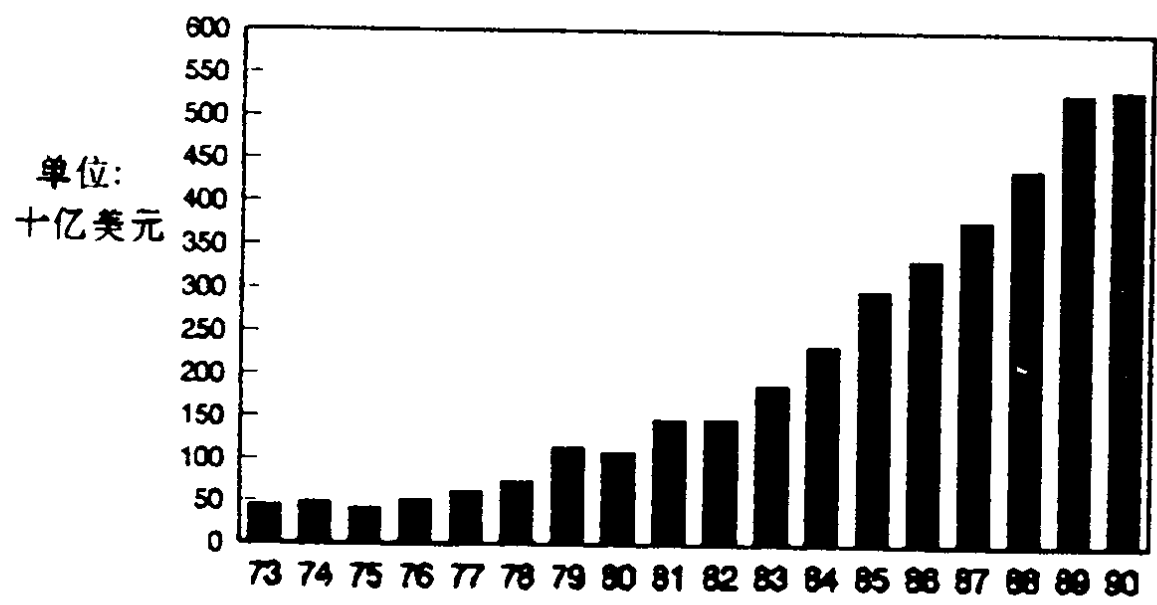
加了 8000 亿美元。国际债券市场(又称为欧洲市场,但它实际上包括世界各地所有跨国发行的长期债券)自 1974 年建立以来债券发行量更是突飞猛进,到 1990 年估计已达到 1.2 万亿美元,这里既包括了债券市场中的私营企业债券,也包含了数十个主权国家和超国家机构的债券,如德国政府和世界银行等发行的债券,然而这个数字还不包括 2.8 万亿美元的美国巨额政府公债。

将公司债券和市政建设债券市场综合分析,再加上澳大利亚、日本乃至英国等较小的发展中债券市场,我们可以粗略估计出世界长期债券市场总额在 1991 年时为 10 万亿美元,其中有 2.3 万亿是属于公司债券。

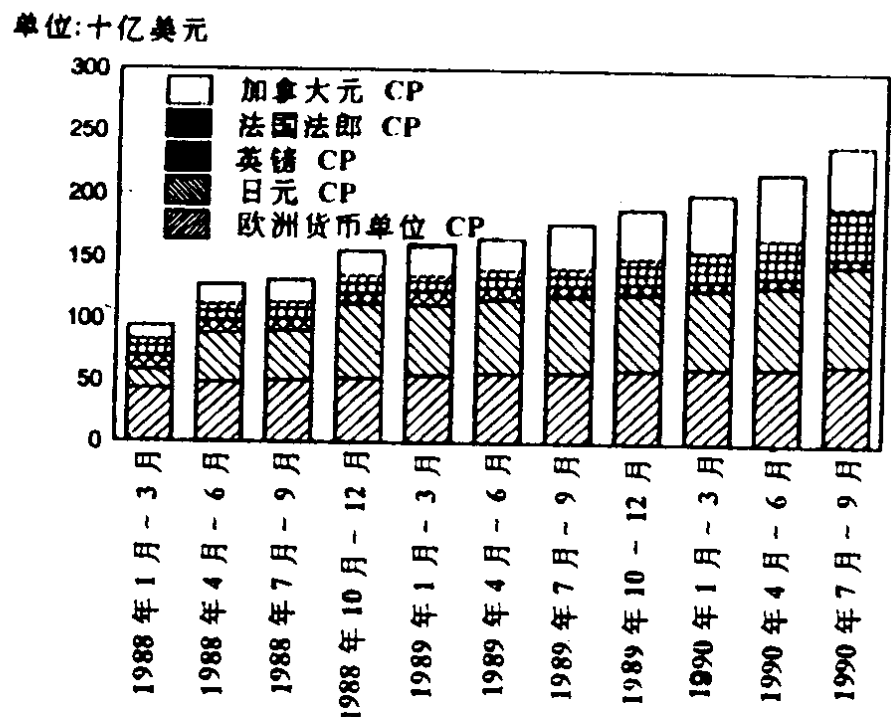
近十年来,世界的工业、公共事业及金融部门的资金使用者越来越倾向于在商业票据市场中解决其短期资金需求。商业票据与长期债务的区别在于借期不同。商业票据借期一般是几天到几个月(美国市场最高是 9 个月),而公债、公司债券和其他长期债券的借期往往是 1 年到 3 年乃至更长的时间。美国商业票据市场在 70 年代早期初建时借款总额稳定在 500 亿美元,到 1990 年末已达到 5500 亿美元,比 1976 年增长了 10 倍,如此快的发展速度,是因为美国金融机构和国外工业企业和金融企业大量进入市场所致。见图表 1-3。

近来,商业票据市场及相关的短期债券市场在美国以外的国家和地区也得到了迅速发展。欧洲商业票据市场(超国界发行)自 1980 年始建以来增长很快,到 1990 年末已达 750 亿美元。日本、澳大利亚到英国、法国、瑞典、西班牙、德国国内的商业票据市场也纷纷建立。日本的日元商业票据市场于 1987 年建立,到 1990 年 4 月总量折合成 1000 亿美元,见图表 1-4。1986 年成立的法国法郎商业票据市场的未偿票据总量也增长到 280 亿美元左右。并且英镑商业票据市场也从 1986 年的 35 亿美元增长到 91 亿美元。由此

图表 1-3 1973~1990 年美国商业票据市场上的总发行量



图表 1-4 1988~1990 年某些商业票据(CP)市场的发展状况

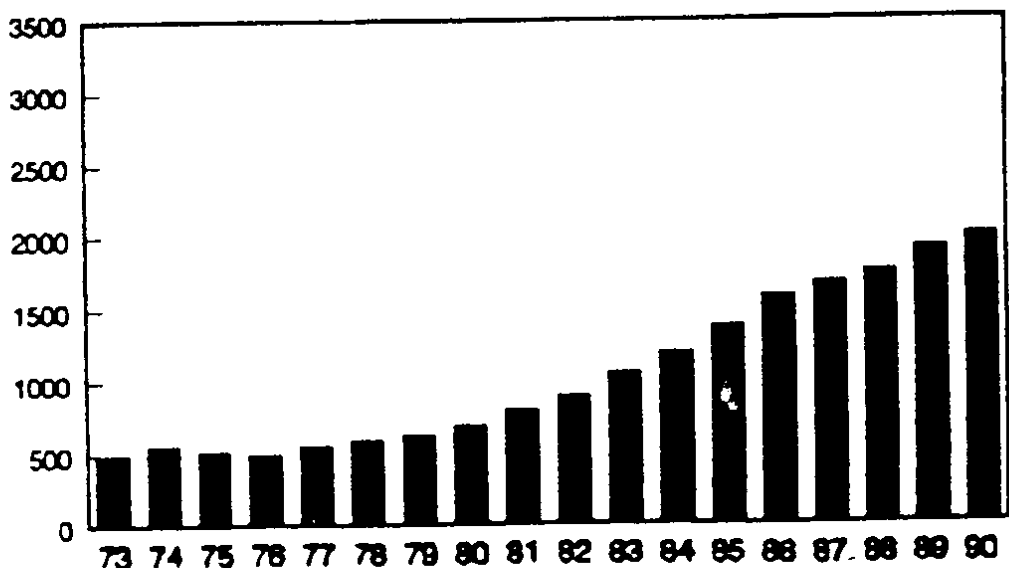


可粗略估计世界商业票据总发行量从 1980 年的 1200 亿美元左右 (主要在美国) 增长到 1990 年末的近 8000 亿美元, 即比十年前增长了 6 倍以上。在此情形下, 经评估公司评估, 商业票据发行数量也从 70 年代的 500 个 (当时大多数为美国公司) 增到如今的 2000 个以上, 其中许多公司的商业票据在评级之后都在几个市场上同

时发行,见图表 1—5。

图表 1—5 1973~1990 年全球评级发行的商业票据

以每年一月份资料为准:



“非中介化”的发展速度如此之快,主要是因为它能带来如下几点好处:

1. 从借款者的角度考虑,绕开银行系统后无论是在债券市场还是在商业票据市场中借款,都可以节约大量的成本。这主要表现在以下两个方面:

(1) 借款者不用为银行信贷部门支付报酬,也不用支付权益保证金以及其他维持银行运转并免受亏损的费用。

(2) 公开市场上的贷款利率更有竞争力。因为在公开市场中,资信好的借款者可以不局限于少数几家银行,而是可以在国内、国际的广阔范围内选择最经济的资金来源。

2. 从固定收益的投资者方面来说,直接贷款给借款方也有好处。因为借款方由此而节约的成本,也会有一部分以高利率的形式转移给贷款者。同时,商业票据市场上的借款在操作上也往往比银行短期借款更富灵活性,债券发行或票据条款的设定可根据投资方的需求而作出适当的调整。

二、借款方式的证券化

从某种意义上讲,“非中介化”与“证券化”是同义的。当借款者绕开传统的银行系统时,他们同时也就直接在公开证券市场向投资者发行证券。这样,他们原要通过银行来取得的贷款如今就可以直接以证券的方式筹集,也就使他们借款的方式逐步“证券化”了。同时,由于金融市场竞争日趋激烈,银行和其他金融中介的资金来源也开始萎缩,因此他们自己也在寻找自己的出路,最终也进入了证券市场。如今已有越来越多的金融机构开始发行债券、商业票据或其他证券形式,以便为其贷款或开展其他业务筹措资金。

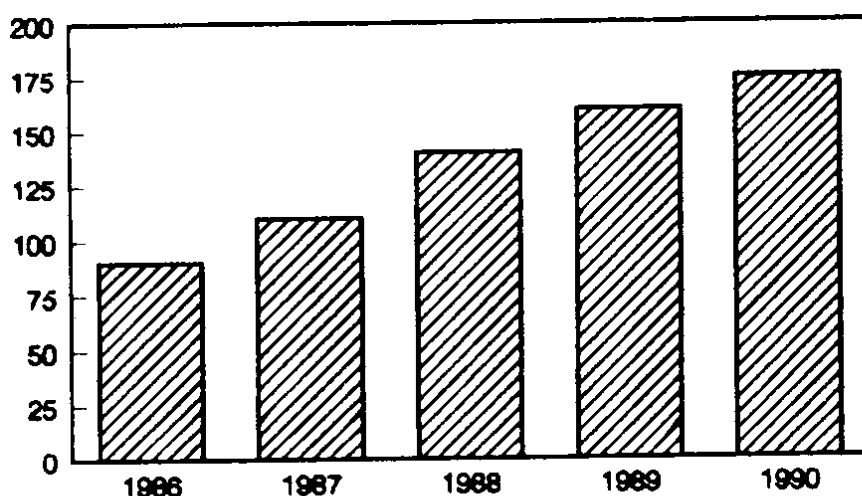
更明显的是,银行和许多非银行金融机构,如储蓄银行、建设财团、证券公司、抵押公司和保险公司等,开始在推销别人证券的时候也同时将自己的金融资产包装并以证券形式一起发行,以筹集资金。这种证券化的筹资方式,为银行提供了更好的资产/负债管理的手段,并提供了一个低成本的新的融资来源。

“结构融资”如今对许多人来说已不陌生。它最初是一些抵押债券,由像美国联邦住宅抵押贷款公司(FHLMC)这样的美国联邦房产机构首次推行。到了70年代后期,美国的抵押贷款者开始将原来的证券抵押物重新包装并再次作为抵押债券发售,如今这种抵押证券的再发售发展非常迅速。

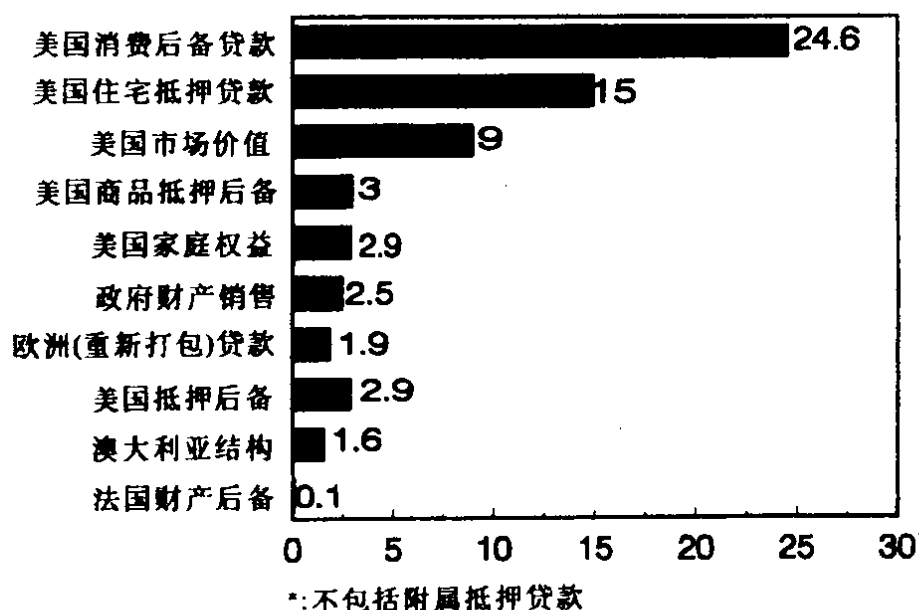
在20世纪80年代,几乎每种金融资产都同样地以结构融资形式再次出售,如汽车贷款、信用卡贷款,可能的设备租赁收入以及娱乐设施贷款等等。在美国新泽西州,甚至连可能的绵羊收入(指以将来的牧羊收入作担保的贷款)也被作为抵押证券再次出售。在意大利,还将汽车贷款重新包装作为债券转售给欧洲市场投资者。银行贷款和高收益债券也同样地作为结构融资证券而重新出售。

世界结构融资市场上的证券售出总量自 1986 年以来一直呈稳步增加的趋势,见图表 1-6,这要部分归功于新型证券市场的成功发展,其中包括英国、澳大利亚和法国一个新的抵押后备和资产后备市场的繁荣。1990 年世界结构融资市场上半数左右(约 950 亿美元)是由附带抵押债务(CMOS)构成的,这些债务主要由美国居民家庭财产作抵押,并由像联邦国家抵押协会这样的美国联邦机构来担保。如图表 1-7 所示,市场的其余部分是由更大范围内

图表 1-6 1986~90 年全球结构融资市场总发行额



图表 1-7 1989 年末全球各种结构融资发行量*

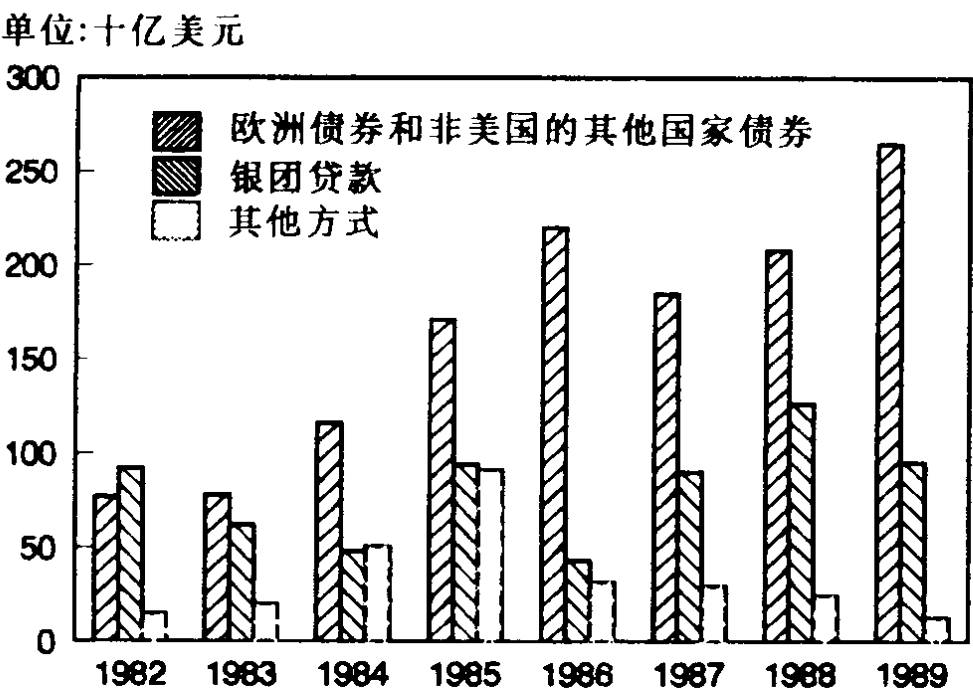


的抵押物作后备的证券组成的。随着市场参与者变得越来越成熟，特别是在信用风险分析方面变得越来越老练时，这部分市场被认为将是 90 年代全球发展最快的证券市场。

三、债务市场的全球化

从以上讨论中不难看出，“非中介化”和“证券化”已成为全球债务市场的普遍趋势。公开的证券场所产生的规模效益和竞争优势已被世界各地的公司、金融机构和主权国家政府所广泛承认，这也就必然会产生债务市场全球化的结果。最典型的要算欧洲市场，它曾一度几乎将所有主要国家的借、贷双方聚集在一起。在 80 年代，除 1987 年因 10 月股市暴跌的影响而有所下落外，欧洲债券市场和美国以外的国家债券市场的发行量都有稳步提高。而从图表 1—8 中可以看出，经由银团或其他与银行有关机构的贷款却相应缩减了。

图表 1—8 1982~1989 年国际债务市场各种融资方式状况



资料来源:经合发展组织(OECD)金融市场发展报告

在美国以外的国家,商业票据市场和其相关的短期市场普遍