



中国 证券评级 理论与实务

黄运成 赵彦云
徐志宏 王永根 编 著

中国证劵评级 理论与实务

黄运成 赵彦云 徐志宏 王永根 编著

中国人民大学出版社

(京)新登字 156 号

中国证券评级理论与实务

黄运成 赵彦云 编著
徐志宏 王永根

出版者：中国人民大学出版社

发行者：中国人民大学出版社

(北京海淀路 39 号 邮码 100872)

印刷者：北京市丰台区印刷厂

经销者：新华书店总店北京发行所

开 本：850×1168 毫米 32 开

字 数：132 000

印 张：5.5

版 次：1993 年 5 月第 1 版

印 次：1993 年 5 月第 1 次印刷

册 数：1—3 000

书 号：ISBN7-300-01592-1/F·467

定 价：3.60 元

前 言

债券评级和企业资信评估是证券市场发展中的重要内容，是保护投资者利益，保证证券市场在发展中坚持“公开、公平、公正”原则、不断走向规范化、一体化和国际化的重要步骤。鉴于这种情况，我们认为有必要系统地介绍一下发达国家证券评级的理论和方法，总结一下我国已经开展的评级工作的经验和不足，从中抽象出一些系统性、规律性的东西，以帮助或有助于我国评级工作的深入开展。基于这种思想，我们编写了本书，希望它成为我国评级工作者之友。

本书较全面地介绍了世界各国的评级理论和方法，并对我国企业债券、短期融资券的评级方法及企业、金融机构的资信等级的评估方法作了系统阐述。同时，本书还对我国评级市场的现状、问题、发展和完善作了全面的讨论。

由于证券市场的培育和发展在我国还刚刚起步，证券评级更是一个新生事物，如何建立具有中国特色的证券评级管理制度，从理论到实践都还有待探讨和完善，所以，本书的内容难免有很多不完善的地方。在此，我们恳切地希望得到证券业的专家、学者和广大读者的批评和指正。

这本小册子不是一本教科书，也不是一本理论专著，而是几位年青人奉献给广大读者的关于我国证券评级的工作总结和学习心得。在这本小册子的写作过程中，我们参考了一些省、市评级

机构的评级办法，并引用了少数同志的评级论文材料，在此谨向他们致以衷心的感谢！我们希望在不久的将来，这本小册子的内容能得到扩充，书中的错误或缺点能得到改正，同时也希望这本小册子能做为引子，引出更多的评级专著问世。

在本书的编著和出版中，中国人民大学出版社尚可同志给予了热情的鼓励、大力的支持和帮助，在此，我们也表示衷心的感谢！

作 者

1993年1月8日于北京

第一章 证券评级的产生和发展

第一节 证券评级的产生

证券评级的主体是债券，债券评级于本世纪初首先出现在美国。在经历了 1929 年的经济危机以及政府机构对债券评级的广泛利用（1936 年以后）之后，这一制度在美国的资本市场上深深地扎了根。1909 年，美国的约翰·穆迪（John Moody）在其著作《铁路投资的分析》（Moody's Analysis of Railroad Investment）中，用评级的方法表达作为投资对象的各种铁路债券的优劣等级。这是美国最早的债券评级。其后，普尔出版公司（S&P 公司的前身）、标准统计公司和菲奇公司分别于 1922 年和 1924 年开始对工业债券进行评级。当时的美国资本市场在经历了 19 世纪初发行国债时代、19 世纪 30 年代发行州债时代和 19 世纪 40 年代至 50 年代的发行铁路债券时代之后，广泛涌现出一大批个人投资者。1873 年经济危机以后，债券发行承包商的地位逐渐下降，取而代之的投资银行以其雄厚的金融资本开始涉足证券业务。投资银行不仅从事铁路债券的承购发行，而且还积极承购发行 19 世纪末美国工业化时期大量出现的工业债券（一般事业债券），并且通过对美国国内及欧洲各国投资者的销售活动，掀起了一股证券热潮，对美国证券市场的飞跃发展产生了重要作用。当时，有关证券投资的

刊物出版活动随之盛行，投资者通过订阅这种由中立的机构发行的简易投资情报资料了解评级的情况。不久，评级机构把评级对象扩大到了由地方自治团体发行的债券（穆迪公司从 1919 年开始，S&P 公司从 1940 年开始），债券价格开始以等级结构为基础逐步形成了一整套价格差别的价格体系。

第二节 证券评级的发展

证券评级的发展主要表现在以下几个方面：

（一）由于 1929 年至 1932 年经济危机的爆发。在这一时期，美国占发行额 30% 到 40% 的债券不能如期履行债务，进行证券投资后还本付息的可靠性如何受到了人们的极大重视。实践表明，评级机构的评级活动基本上反映了债券偿还能力的真实情况。这一事实扩大了投资者对债券评级的信赖。评级与债务倒闭事件发生率之间存在着密切的联系，债券的安全与否完全可以通过评级予以测定。这一事实本身大大提高了评级作为投资情报的价值。于是从 1913 年起，在债券发行过程中要求进行评级的债券的比重逐渐增加，1920 年以后，已有 97% 到 98% 的公募债券接受了评级机构的评级。另一方面，一般认为当时经济危机爆发的原因是由于 20 世纪 20 年代后期投资的盛行、银行大量倒闭和不正常的证券金融所致。在吸取了这段历史教训之后，美国决定禁止金融机构同时兼营银行业和证券业（美国 1933 年银行法）。与此同时还于 1933 年公布了证券法，对有偿证券的发行和销售实行了法律限制。1933 年证券法规定，禁止证券承购者（投资银行）对有偿证券进行评价。为此，投资银行在承购发行有偿证券时便失去了就该有偿证券的偿还能力向顾客做出评价的资格，转而由作为第三者的评级机构对这一偿还能力做出评价。对于评级机构所做出的

评价，投资银行在制定其证券销售策略时，同样给予了极大的重视。

(二) 政府部门对评级结果的广泛利用。30 年代初期，美国全国保险委员协会 (National Association of Insurance Commissioners) 在制定保险公司投资合格证券标准时，采用了评级机构的评级结果。1936 年 2 月，美国货币审计 (Comptroller of the Currency) 规定，美国的国民银行及加入联邦准备制度的州银行所持有的证券资产必须是取得一定等级以上的债券，并决定将评级机构的评级结果作为联邦储备银行对其加盟银行进行检查的标准。紧接着在 1938 年 7 月，又将银行的证券投资具体地划分为 4 个组，即一组（第四等级以上的债券）、二组（第五等级以下的债券）、三组（宣布经营倒闭的债券）、四组（股票），并分别制定了各组证券的估价方法。在 1949 年 7 月的货币审计机构、存款保险机构 (FDIC)、联邦储备委员会 (FRB) 以及州银行协会的联合通告中，将上述四组分法改为三组分法（投资合格证券、不宜投资证券、报损证券），在估价银行资产时将被评级机构评定为四级以上的投资合格证券按购入价格予以估价，对不宜投资证券和报损证券则分别按 50% 和全额从资产估价额中予以扣除。在 1957 年 8 月的货币审计通告（银行检查实务手册）中，除了继续对银行证券资产估价做出规定以外，还规定国民银行和加入联邦准备制度的州法银行只可以对评级机构评定的第四等级以上债券进行投资，对此以外的所谓不宜投资债券则不允许投资。货币审计等政府机构对评级结果的广泛利用，影响着金融等机构投资者的投资标准，成为评级制度得以在美国资本市场上扎根的重要原因。

(三) 70 年代末期以来通货膨胀的加剧、利率的上涨以及伴随而来的企业财务状况的恶化和商业票据的大量发行。1976 年至 1977 年以后，随着通货膨胀的加剧、投资资金回收不足（折旧速度降低）以及在高利率情况下，企业对外部资金依赖程度的扩大，

美国企业的财务状况出现了负债比率上升、利润率下跌趋势。到了1980年以后，在通货膨胀率有所下降的情况下，利率仍居高难下，从而导致企业财务状况迅速恶化。由于设备投资对负债的依赖程度过高，致使负债比率（ $\text{负债} \div \text{自有资本}$ ）不断上升，利息支付能力（付息能力）和债务偿还能力下降。特别是1980年下半年，尽管通货膨胀降低到一位数字，但利率却继续上涨，从而导致企业债务偿还能力进一步恶化，公司债券被迫降低等级的情况骤然增加。1980年以后，每100笔已评定等级债券当中被迫降低等级的件数，从通常的2件左右增加到5到6件。企业财务状况的恶化及被迫降低等级债券数量的增加，提高了投资者对风险信息情报的需求，并导致对评级需求的扩大。随着70年代末利率的上涨和利率变化幅度的加剧，企业资金筹措的重点开始从发行公司债券转向发行短期商业票据（CP）。CP是一种短期的（期限在270天以内，通常为30天）无担保债券。在市场利率水平较高的情况下，企业的资金筹措不得不实行短期化，加上CP的资金成本大大低于银行贷款，因此，CP的发行迅速增加。自1979年以来，整个企业负债当中短期负债（期限在一年以内）的比率上升，其中特别是CP的发行和来自金融公司的贷款不断增加。加之金融公司本身资金来源的约40%也是靠发行CP筹措的，因此，企业对CP的依赖程度达到了相当高的水平。据统计，目前大约有1200家公司发行CP。CP为无担保证券，且发行时不必向证券交易委员会（SEC）公开企业财务内容。实际上，如果不取得评级机构所评的较高等级，企业便不能在市场上发行CP（穆迪公司和S&P公司对近乎所有发行CP的企业予以评级，菲奇公司和达夫公司则对上述1/4的企业予以评级）。CP发行的扩大再次导致对评级需求的增加，这成为继穆迪公司、S&P公司和菲奇公司之后新的评级机构产生的重要原因。

第三节 证券评级概念和作用

一、证券评级的概念

一般认为，评级“是将债券按合同还本付息的可靠程度，用简单的记号或说明展示给投资者”。毫无疑问，评级所起到的作用仅限于向投资者“提供有关债券偿还的风险情报”。它对促成债券的交易、形成债券的买卖价格及投资者的投资选择并不进行任何干预。这一点与投资银行及金融咨询公司的作用完全不同。评级所涉及的对象是“企业所发行的债券”。它对企业本身或企业所承担的社会责任不给予任何评价。例如，某发行 2A 级（AA 级）债券的企业在企业的素质方面不一定比发行 3B 级（BBB 级）债券的企业优越。如果某企业发行的债券受到了特殊的保护（如规定为优先偿还债券、或附有担保等）或得到了第三者给予的担保，则它所获得的等级必然高于素质较好的发行单位。此外，上述 2A 级（AA 级）本身并不意味着该公司产品或服务优于某个 1A 级（A 级）公司的产品或服务。企业的经营情况是评级分析中的一个重要因素，但评级结果却不完全反映企业经营管理的好坏。另一方面，假设某个企业购置了防止公害的设备，这种防止公害的设备对于企业职工或当地社会可能是有益的，然而购买设备的支出，将使得企业债权人的风险加大。评级就是将这一支出对所提供的信用价值所造成的影响做出综合评价。至于它为当地社会将带来多么大的贡献，则不予任何考虑。评级机构将上述风险情报（评级）以简单的记号或简单的文字形式提供给投资者。评级记号通常用英文字母或阿拉伯数字表示。穆迪公司的等级从 AAA 到 C 共分为 9 个等级。S&P 公司和菲奇公司从 AAA 到 C 也分为 9 个等级（S&P 公司在 1960 年取得了菲奇公司评级符号的使用权，因

此这两个公司的表示方法完全相同)。达夫公司(D&P)从1到14分为14个等级,而麦卡锡公司(MCM)则从AAA到DD共分为7个等级(使用英文字母的公司通过使用十、一等记号将等级进一步细分)。3A级债券表示其按合同还本付息的可靠性高于2A级债券(风险性低),而2A级债券则表示其风险低于1A级债券。通常前4个等级(即Baa或BBB以前各等级,D&P公司为第10等级以前各等级)债券的倒闭风险较低,为适宜投资的债券。它们分别按还本付息的可靠性程度予以排列。2B级(Ba、BB或11级)以后债券表示该债券具有投机因素,或者表示该债券已发生倒闭正在进行整理之中,这类等级的债券多数是在进入流通市场以后,由于某种原因偿还能力发生了变化,从而被降低了等级(在发行市场上,可以公募发行的债券一般为3B级以上的债券,2B级以下的债券很少在市场上发行)。此外,对已评定等级的债券,通常还要以简单的文字形式对评级依据向投资者加以说明。

二、证券评级的作用

评级机构提供的风险情报对于保护由于信息不足而易蒙受债券倒闭损失的投资者将起到重要作用。这些评级情报的利用者主要是机构投资者。他们利用评级情报测定自己债券投资组合的风险程度。为了使债券市场正常运转,必须将发行债券者的情况准确地传达给投资者。如果发债人与投资者之间的情报信息出现差异,则不可能形成真正的市场竞争,从而对资本市场的健康发展起到阻碍作用。随着1933年证券法的颁布、1936年以后行政部门对评级结果的广泛利用以及1968年以后有偿评级的实施,评级活动与证券承购商和交易商之间的关系,评级活动与银行监督部门之间的关系以及评级活动与发债人之间的关系分别在不同的基础上得到了进一步加强,评级的作用逐渐发展到更加广泛的领域。具体讲评级活动可带来以下好处:

1. 对投资者带来的好处。

- a. 降低信息成本；
- b. 确认情报的准确性；
- c. 充当信息信号。

其中尤其是降低信息成本一项，普遍受到了投资者的极大重视。通常情况下，大的机构投资者在选择公募债券投资对象时，大都以该债券所取得的评级机构的评级结果为参考依据（此外投资者还将制定出整个债券投资当中 A 级以上债券所占的比例，例如确定在 85% 以上等等）。而将本公司的债券分析力量放在对私募债券和银行贷款的审查方面。此外，多数情况下，评级结果会列入美国机构投资者之间的通报系统当中，以将第三者（评级机构）所做的判断与公司的债券投资负责人的判断进行比较和确认（利用评级结果确认情报的准确性），并利用评级结果作为债券投资管理的信号（如果评级发生变更则立即以其它债券取代）。根据部分研究结果表明，债券价格的变化在该债券等级变更的大约一年以前就已经表现出来。然而即使这一结论成立，由于存在着上述评级对投资者带来的 3 大好处，因此，认为评级对资本市场正常发挥市场机制起到了重要作用的观点仍占统治地位。

2. 对行政部门带来的好处。行政部门利用评级结果的实际例子包括，全国保险委员协会（NAIC）利用评级结果作为制定保险公司合格投资证券的标准（30 年代初）；美国货币审计机构利用评级结果作为制定银行合格投资证券的标准（1936 年以后）；联邦储备银行利用评级结果作为对加盟银行的考查标准（1936 年以后）以及 SEC 对评级结果的广泛利用（1974 年以后）。行政部门在对保险公司、银行、年金基金等的经营状况进行行政指导时，评级结果也受到了广泛的重视。不可否认，在减少政府的直接干预，通过民间机构自身的机制保持金融制度的稳定方面，评级机构的评级成为必不可少的一环。

3. 对证券承购商、销售商带来的好处。1933 年美国证券法规

定禁止证券承购商以文字形式向顾客提供有关对有价值证券的评价事项，因此，证券承购商不得不利用第三者（评级机构）的评级结果以使其行为与法律规定保持一致。从此，证券承购商（Investment Bank）开始利用评级结果作为其销售有价值证券的政策手段，同时积极鼓励发债人取得评级。此外，投资银行还在发债人与评级机构之间充当媒介，承担发债人取得评级的助手作用。

4. 对发行者带来的好处。对于证券发行人来说，通过取得较高的等级而降低资金成本是他得到的最大好处。毫不夸张地说，有偿评级制度的实施正是发债人取得这一经济效益的结果。另一方面，对于那些已具备在资本市场上筹措资金能力的企业来说，评级还可以防止处于优势地位的证券承购商对其施加苛刻的发行条件。通常情况下，证券承购商出于其销售政策的需要，总是希望设法降低债券的发行价格（提高发行利率）。特别对于第一次在证券市场上筹集资金的发行人以及中等以下规模的发行人来说，证券承购商总是千方百计地设法提出低于发行人实力的发行条件。在这种情况下，评级结果便为证券发行人提供了中立而公正的依据。

5. 对国民经济带来的好处。

- a. 降低整个社会的信息成本；
- b. 通过传递信息，使资本市场得到健康的发展；
- c. 加速决定发行条件，实现资源的合理分配；
- d. 合理分配负债资本及股份资本；
- e. 掌握风险，保证经济的合理运行。

第二章 各国证券评级制度

第一节 美国证券评级制度

美国的债券评级机构主要有：标准普尔公司 (STANDARD & POOR'S CORPORATION)、穆迪投资服务公司 (MOODY'S INVESTORS SERVICE)、菲切投资公司 (FITCH INVESTORS SERVICE)、达福·费尔帕斯公司 (DUFF & PHELPS) 和麦克阿瑟 C. M. 公司 (MCCARTHY C. M.)。这五家评级公司通常获得同样的评估资料，工作程序亦十分相似，但评价结果往往是各不相同，各具己见。进入美国证券市场的最主要一步，是从美国这些评价机构取得信用评估，这道关卡 50 年来已成为进入美国和国际证券市场的必经之路。

美国的评级机构一般都有两套评定系统，分别以长期债券和短期债券为工作对象。这里仅以美国标准普尔公司为例进行介绍。标准普尔公司的长期债券评定系统分为两个部分，投资级别和投机级别。投资级别是对能如期还本付息的债券而言的，级别顺次见表 2—1。级别越高，安全性就越大。投机级别是针对那些尚不能肯定是否会按时还本付息的债券而言的，级别被定得越低，拖欠的可能性也越大。

长期债券评级对象有三种：

1. 美国境内市场。在美国市场上，标准普尔公司的基本方针

表 2—1 标准普尔公债券评定等级

级别	内容	利息支付能力和本金偿还能力	债券的性质
AAA	最高级	能力极高	安 全 性
AA	高级	能力很高	
A	中上	能力较高,但比上两个等级易受经济形势变化的影响。	
BBB	中级	具有一定的还本付息能力,但通常需要有一定的保护措施,一旦经济形势出现变化,其还本付息能力则可能削弱。	
BB B CCC CC	中下投 机级	这四个等级的债券具有很强的投机因素。BB 级暗示投机因素最低,CC 级暗示投机因素最高。这种债券尽管伴随一些保护措施,但一旦出现经济形势的恶化则随时有可能被从帐面上勾销。	投 机 因 素
C		这一等级仅仅授与不予支付利息的收益债券	
DDD DD D	不履行 债务	这一等级的债券为拒绝还本付息的倒闭债券。	

是：对发行额在 1000 万美元以上的所有公募事业债券或优先股票，无论其发行单位是否提出请求，均予以评定等级，评级结果的公开权则属于发行单位。但这一方针也有例外，如对经营历史不满五年的企业发行的长期债券原则上不予以评级；对无保险的银行存款单（CD）不予以评级。

2. 美国以外的市场。标准普尔公司根据发行单位的请求，对在美国本土以外的资本市场上发行的长期债券也予以评定等级。这种评级，是对本息按照债券券面上所表示的货币如期偿还的可能性进行的评价，并非是对投资国家的汇率风险进行的评价。目前标准普尔公司已对欧洲货币债券、英镑债券、法国法郎债券、瑞士法郎债券等国外市场上发行的债券进行了评级。

3. 欧洲债券的评级。标准普尔公司从 1982 年起，开始对新发行的欧洲长期债券进行债券评级。这一评级的对象只限于曾经取

得过标准普尔公司债券评级的美国及美国以外的长期债券发行单位。而且，不论发行单位是否提出请求，标准普尔公司均在发行之前事先予以评定等级。如果发行单位未提出请求，则标准普尔公司不予征收手续费。关于未曾得到过标准普尔公司评级的欧洲债券发行单位，则仅在发行单位提出请求的情况下，方可予以评级，并征收手续费。

标准普尔公司的短期债券评定系统，亦被称为商业票据评定系统，这一系统同样被分为投资和投机两大类。投资级在此称为A级、投机级被定为B、C或D级。

短期债券评级对象主要指在接受请求评级的情况下，对美国以外的发行单位发行的短期债券，如商业票据（期限在365天以内的）等也进行评级。首次评级结果是否公布，决定权属于发行单位。但评级结果一旦公开，标准普尔公司则拥有等级变化情况的公布权。

美国的各评级机构都不无例外地有“政府等级的上限原则”。意即，凡是美国以外发行单位的债券评级，均以发行者所属该国政府的等级为上限。也就是说，发行单位的等级最高不得超过美国评级机构对发行者所属国家政府所评定的等级。这一原则的依据是，一国政府拥有广泛的权力和资金来源，其信用程度无疑会高于该国任何发行单位。同时也是为保障美国政府在税收、印刷钞票和对资源，尤其外汇方面的控制，以保证政府的信用优于该国国内的任何借债人。但是，对于从事国际范围业务活动的跨国公司，由于它可能具有双重国籍的性质，这时，它可不受政府等级上限原则的限制。对于从未取得政府债券评级的国家，当其国内一般企事业向美国评级机构申请对其发行的债券进行评级时，美国的评级机构则首先需要评定出该国政府等级的上限值。具体作法是假定该国政府将发行债券，并对其具体情况进行分析研究。最后评定出该国政府的信用等级。

