

# 发挥债券信用评级的作用

## 促进我国企业债券市场的发展

(在证监会 2002 年 5 月 28 日召开的“债券市场发展及信用评级座谈会上的发言)

### 一、近 3 年企业债券发行计划及 2001 年实际发行情况

#### 1、近 3 年批准发行企业债券计划状况

批准时间	主 体	规模 (亿元)	发行时间	期限	利率	信用 等级	上市情况
1999 年	三峡总公司	30	2000.7.25	10 年	I+175bp	AAA	2000.12.20 上交所
	铁道部	20	2000.12.19	3 年	3.78%	AAA	-
	宝山钢铁公司	20	2000.8.10	5 年	4%，每年付息一次	AAA	2001.9.28 上交所
	包头钢铁公司	4	2001.7.18	3 年	3.78%	AAA	-
	江苏高速公路集团公司	3	2001.5.8	3 年	3.78%	AA+	-
	浙江上三线工程公司	2	2000.11.8	3 年	3.78%	AA	-
	上海市城市建设投资开发总公司	10	2000.4.3	5 年	4%	AAA	-
2001 年	广东移动通信有限公司	50	2001.6.18	10 年	I+175bp	AAA	2001.10.23 上交所
	三峡总公司	20	2001.11.8	10 年	I+175bp	AAA	
		30		15 年	5.21%，按年付息		
	铁道部	15	2001.12.26	15 年	5.1%	AAA	
	国家电力公司	40					
	广东核电集团公司	25	2001.12.11	7 年	4.12%	AAA	
	中国金茂集团公司	10					
	北京首都公路发展公司	15					
	中国航空技术进出口公司	10					
	中国远洋运输集团公司	20					
	神华集团公司	10					

注：I=1 年期银行储蓄利率。

#### 2、2001 年企业债券实际发行情况

批准时间	主 体	规模 (亿元)	发行时间	期限	利率	信用 等级	评 级 机构	上市情况
1999	江苏高速公路集团公司	3	2001.5.8	3 年	3.78%	AA+	联合	-
2001	广东移动通信有限公司	50	2001.6.18	10 年	I+175bp	AAA	诚信	2001.10.23 上交所
1999	包头钢铁公司	4	2001.7.18	3 年	3.78%	AAA	大公	-
2001	三峡总公司	20	2001.11.8	10 年	I+175bp	AAA	诚信	
		30		15 年	5.21%，按年付息			
2001	铁道部	15	2001.12.26	15 年	5.1%	AAA	联合	
2001	广东核电集团公司	25	2001.12.11	7 年	4.12%	AAA	诚信	

二、十几年来，企业债券的风险防范和承担机制不合理，始终是阻碍我国企业债券市场发展的一个主要因素

十几年来，我国企业债券市场从无到有，从不规范、无法可依到逐步规范、有法可依，从严格的计划管理向市场化迈进，克服种种困难，不断朝着健康有序方向发展；通过发行企业债券，为企业开辟了一条长期资金的融资渠道，筹集了大量经济建设资金，有力地贯彻了国家产业政策和行业发展规划，为扩大内需，促进国民经济的稳定增长作出了贡献。但我国债券市场总体融资规模相对小、忽冷忽热、发展缓慢等问题也是一个不争的事实。造成这些问题的原因是多方面的，其中，企业债券的风险防范和承担机制不合理是主要原因之一。

过去，企业债券的风险防范主要是通过各级企业债券主管部门对发债主体、发债项目和发债规模等的审查和批准来实现的，一旦出现债券到期不能兑付的问题，往往是有关主管部门先出面协调，采取措施，承担债券不能兑付的压力和风险，债券投资者取得了相对高的债券投资回报，但却很少承担债券的违约损失，是有关主管部门或机构感到企业债券风险大，而投资者只知道找主管部门或有关机构。在这种机制下，不可能扩大债券融资规模，必然要出现一波三折的发展过程。

在企业债券市场发展的初期，上述做法是十分必要的，但随着我国市场经济的发展和企业债券的市场化发展，应该及时把债券风险防范的主要责任移交给债券投资者，让投资者在风险与收益之间选择，并承担因选择高收益而带来的高风险，这样，债券市场发展才能具有坚实的基础，按市场规律走向良性发展轨道。

### 三、为什么我国债券资信评级机构没能在债券风险防范方面发挥重要作用

开展债券资信评级是向投资人揭示债券风险、协助投资人正确判断债券风险的高低并在风险与收益之间作出正确选择的一种国际通行的有效做法。十几年来，我国有关企业债券主管部门十分重视债券资信评级的这一作用，通过制定各种政策规定，要求发债企业接受资信评级机构的评级，各类资信评级机构在债券发展的各个时期也对几乎所有的发债项目进行了评级。但债券资信评级没有真正发挥揭示风险的作用，债券资信评级薄弱，几乎成了大家的共识。客观地讲，债券资信评级，特别是 1997 年人行总行认可 9 家有评级资格评级机构后开展的债券资信评级，在某些情况下，对揭示和防范债券的风险还是起到了一些作用，如个别地方主管部门要求债券信用等级低于某个级别不许发行后，取消了一些债券发行计划或降低了发行规模；少数发债主体因得到的评级低，担心发行困难或找不到承销商，不得不取消或推迟发行计划；一些到期兑付困难的债券，其资信等级也往往是所评过债券资信等级中最低的。但从总体上看，上述债券资信评级发挥作用的范围很窄，某些作用是在特定条件下发生的，债券资信评级没能在揭示债券风险方面起到主导作用。产生这种情况的原因主要有以下三个方面：

1、资信评级发挥作用的机制存在严重问题，资信评级结果无用武之地。债券资信评级的作用有四个方面：一是帮助不具备分析能力的大众投资者揭示债券的风险，二是满足监管部门对债券投资级别或债券资产质量的监管要求（如保监会规定，保险公司只能投资于 AA 级以上的中央企业债，个别商业银行规定，AAA 级企业债券才允许做贷款资产抵押，社保基金管理办法规定，社保基金只能投资于信用等级在投资级以上的企业债等），为使用评级结果的机构提供债券的信用等级，三是为具备分析能力的机构投资者提供参考，四是为发债主体提供评级结果，满足主管部门对债

券评级以及风险披露的要求。在上述四项作用中，第一项和第二项是主要作用。由于我国企业债券的风险防范和承担机制不合理，大众投资者基本不关心和使用资信评级结果，使用评级结果的机构也极其有限，因此，债券资信评级的真正作用很难发挥出来。十几年来，上述第四项成了债券资信评级的主要作用，由于投资者很少关心和使用评级结果，所以达不到主管部门提出债券评级要求的真正目的。

2、资信评级机构缺乏独立性，评级行为不规范。我国资信评级业起步晚，发展缓慢，特别是在企业债券市场发展的初期，大部分资信评级机构主要按行政区域依托主管部门设立，独立性差，评级行为规范处于探索阶段，从评级机构的性质、运作机制和拥有的评级技术看，很难作出客观、公正和科学的资信评价结论。

3、评级结果缺乏市场检验机制，评级机构自我约束力不强，社会各界对评级结果缺乏信任。评级机构不承担评级结果的法律原因是国际通行的做法，对资信评级机构的最大约束主要是看评级机构能否保持一个合理、稳定的评级结果（即信用等级）与违约率之间的对应关系，如据标准普尔(S&P)对1981年1月1日至1999年12月31日9200个被评对象的统计，5年、10年和15年期平均累计违约率(%)与其给出的信用等级之间的对应关系如表1、表2，只有某家评级机构建立了上述关系，其评级结果才有价值，否则，该评级机构会因评级结果不准确，失去信任，最终

表 1

信用等级	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
5年违约率	0.10	0.25	0.49	1.8	9.22	21.44	42.13
10年违约率	0.51	0.79	1.41	3.68	15.00	27.88	46.53
15年违约率	0.51	1.07	1.83	4.48	16.36	29.96	48.29

表 2

变动率		5 年 变 动 后 级 别								
		AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	D	N.R
初 始 级 别	AAA	60.60	17.32	3.41	0.93	0.14	0.11	0.00	0.11	17.39
	AA	2.32	57.01	22.06	3.26	0.53	0.44	0.08	0.24	14.08
	A	0.16	6.45	56.74	13.79	2.30	1.12	0.17	0.50	18.78
	BBB	0.23	1.25	14.52	44.64	8.47	2.38	0.58	1.76	26.18
	BB	0.05	0.30	2.23	15.16	24.23	9.37	1.45	9.14	37.94
	B	0.00	0.15	0.87	2.53	10.41	19.42	2.05	19.98	44.59
	CCC	0.18	0.00	0.35	2.65	3.36	6.54	7.77	39.22	39.93

注：摘自 Special Report • Ratings Performance 2000, S&P, January 2001

失去生存的空间。十几年来，如果按发债主体是否能如期还本付息来界定企业债券是否违约，估计我国企业债券的违约率也较高，但是缺乏债券评级及债券违约方面的完整信息披露，从而导致有关机构或专家无法统计分析某家评级机构给出的信用等级与违约率之间的对应关系，很难判断评级结果的准确性，使评级结果失去了市场检验机制，评级机构失去了约束，评级机构在竞争中偏离了方向，注重争夺被评对象、获取经济利益、建立公共关系等，把评级质量放到了第二位。

#### 四、怎样才能使债券资信评级机构在今后企业债券风险防范中发挥作用

我国企业债券市场发展潜力巨大，针对如何才能发挥资信评级机构在揭示和披露企业债券风险方面的作用，从而促进债券市场的快速、健康发展，提出如下意见：

1、扩大债券资信评级结果的使用范围，构造资信评级发挥作用的空间。在这方面需要改进或完善的主要有两点：一是按市场化的方向转变企业债券的风险防范和承担机制，让投资者负起防范风险的主要责任，承担债券的违约损失。一旦建立起这样的机制，投资者必然要关心和使用资信评级结果。以美国资信评级业的发展为例，1972 年 MOODY'S、S&P 和 FICHTH 共有 15 名员工，到 1998 年 3 家公司的员工总数达到了 1500 人，推动评级发生巨大变化的可能原因是 Penn Central 铁路公司 1970 年发生的债券兑付危机（参见 FICHTH 公司总裁 Mr. Robin Monro Davies 在 1998 年 11 月北京信用评级国际研讨会上的讲话）。如果近期内建立不起上述机制，主管部门在审查、批准或核准债券发行申请时应参考评级结果。二是有关监管部门或机构在对资本充足率、债券投资风险、债券资产质量等监管过程中充分使用评级结果。从国外资本市场看，包括美国在内的许多国家的监管当局不断增加对评级结果使用，通过监管当局不断扩大评级结果的使用范围，大大地推进了这些国家评级业的发展（参见 Role of Credit Rating Agencies in Asian and Latin American Emerging Securities Markets, By Terry M. Chuppe, Emerging Markets Institute(USA), 1997.），而我国目前有关监管部门对评级结果的使用还很有限。

2、加强对资信评级机构的约束，促使评级机构提高评级质量。根据我国目前的实际情况，在这方面主要应采取如下三点措施：一是主管部门认可部分评级机构的债券评级结果。国际上在这方面成功的例子是 1975 年美国实施的 NRSROs(Nationally Recognized Statistical Rating Organization)认可制度，该制度认可评级结果的原则是：评级机构的评级结果被全美评级结果的主要使用者认为是可信任的可靠评级（参见 Role of Credit Rating Agencies in Asian and Latin American Emerging Securities Markets, By Terry M. Chuppe, Emerging Markets Institute(USA), 1997.）。由于缺乏评级结果的市场检验，目前我国按这一国际惯例认可评级结果难度较大。为了使评级机构形成规模，从而提高评级质量创造条件，被认可的机构数量不应太多。二是及时公布评级机构评出的信用等级的违约率统计，对不重视评级质量的评级机构及时取消其认可资格。根据目前的状况，这项工作开始应由主管部门承担。三是可考虑每家发债主体接受两家评级机构的评级，这样可以增加对评级机构的约束，提高评级结果的可靠性。在美国等发达资本市场，这种做法已成为市场需求。

联合资信评估有限公司

2002 年 5 月