

□ 陈元燮 陈欣

建立我国企业债券信用评级制度问题研究

内容提要:建立企业债券信用评级制度对于保证债券市场健康发展,具有积极意义。本研究对该制度的发展过程及存在问题如评级指标体系、评级方法、评级组织与相应的法规体系等,结合《证券法》,提出了看法。

关键词:企业债券信用评级制度 企业债券信用等级

作者简介:陈元燮,1925年生,男,中国社会科学院财贸经济研究所研究员;陈欣,1963年生,女,北京市财政局经济师。

一、建立企业债券信用评级制度的意义

近年来我国股票市场有了飞跃发展,受到社会普遍重视。1995年全国本外币股票融资为150亿元,1996年为425亿元,1997年达到1285亿元,1998年发行A股融资440亿元,发行B股、H股吸收外资7.7亿美元,本外币合计也超过1000亿元,年均增长好几倍。而企业债券发行规模远远落后于股票,1995年全国企业债券融资为216亿元,1996年为268亿元,1997年为250亿元,1998年也没有多大增长。这同国际上债券融资兴起、股权融资衰落的局面比较,正好形成一个强烈的对照。国际上一般认为债券融资比股票融资具有较大的优越性。因此,从今后发展看,我国企业债券必将逐步受到社会重视,得到相应发展,这就要求更快完善我国企业债券的信用评级制度。因为它对加强企业债券的管理,引导资金的合理流向,保护投资者的合法权益,具有极其重要的意义。

首先,大力发展直接融资,改变过去信用集中于国家银行的社会资金流向格局,形成新的企业融资机制,这是我国今后金融体制改革的主题。企业发行债券有了客观公正的信用等级评定,可以激励企业增强市场意识和信用意识,努力提高经济效益和偿债能力。

其次,有了债券信用评级,可以提高投资透明度,保护投资者的合法权益。

第三,有了债券信用评级,可以保证债券市场的健康发展。企业债券信用评级是对企业发行的债券质量、风险程度以及发债企业的资信状况综合评价,可保证债券市场的健康发展。

第四,有了债券信用评级,可以为政府主管部门宏观调控和分类指导起到参考作用。

二、国际上企业债券信用等级的不同做法

国际上各国企业债券的信用评级,存在着很大差别。

美国企业债券的发行量居世界第一,因而美国企业债券的信用评级制度建立最早,也最完善。穆迪公司(Moody's Investors Service)是美国成立最早的一家评级机构,成立于1900年,1909年就开始对铁路债券评级。穆迪公司的创始人约翰·穆迪(John Moody)曾在《铁路投资分析》(Analysis of Railroad Investment)一书中首先用简单符号来表示各种铁路债券的优劣等级,开创了债券评级的先河。以后信用评级机构不断增多,企业债券评级也逐步形成了制度。

在美国,企业债券的评级程序和方法,在不同的评级机构是不同的。以标准普尔公司为例,评级程序分为7项:1. 由发债企业委托评级机构评级;2. 发债企业提供必要资料;3. 评级机构通过研究资料,派出分析专家去现场调查分析;4. 分析专家向评级机构的评委会提交分析报告;5. 评级机构的评委会投票决定信用等级;6. 征求发债企业意见后正式公布信用等级,如发债企业有不同意见,可提出充分资料,由评级机构的评委会进行复评。70、80年代后,标准普尔公司开始采用信用监视系统,如发现已评定的债券信用等级有较大变动,将重新评级。

美国对于企业债券信用评级,大多采用三等九级制。即:AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。BBB级以上为投资级,表示债券具有一定投资价值;BB级以下为投机级,表示债券风险大,具有投机性。80年代以后,利率提高,不同等级债券之间的利率差有所扩大,投资者要求债券等级分得更细。评级机构为了适应投资者的要求,除了AAA级以外,对AA级到B级,都增加了+、-微调符号。至于短期商业票据评级,各家评级机构大多采用4级制,前3级为适合投资的级别,最后一级为不适合投资的级别。

除了美国以外,加拿大、澳大利亚、日本等国家也对企业债券进行评级,评级程度和方法大体上相类似。

三、我国企业债券信用评级制度的现状

早在1984年,我国社会上已经出现了企业自发向社会或内部职工发行不同形式的有价证券。1986年地方企业开始发行债券。1987年3月,国务院颁布了《企业债券管理暂行条例》,开始对企业债券进行统一管理,并要求发债企业公布债券还本付息方式及风险责任。当年中国人民银行开始下达企业债券发行计划额度,共计75亿元,其中地方项目30亿元,重点建设项目45亿元。此时银行系统的一些研究机构为了防范金融风险,开始对信用评级问题进行探讨,组建了信用评级机构,提出了信用评级的方法,社会上信用评级业务开始兴起。

1989年,国家为了治理经济环境,整顿经济秩序,开始实行“双紧”政策。金融性公司需要清理整顿,银行系统组建的信用评级机构大多撤销,以后各地相继成立了信誉评级委员会,办理信用评级业务。1990年企业债券发行计划只有75亿元,1991年猛增到250亿元,债券信用评级逐步引起人们重视。在这个阶段,各地信誉评级委员会做了大量工作,先后在桂林、昆明、海口等地多次召开联席会议,讨论信用评级业务的规范化问题。1992年4月,终于通过了一系列信用评级办法,其中包括企业债券和短期融资券的信用评级指标体系。但由于这套办法没有公开发布,因而只有在部分地区试行。

1992年以后,各种形式的社会集资越来越多,严重影响国债的发行,资本市场十分混乱。当年中国人民银行《关于下达1992年地方债券发行计划的通知》中就明确要求申请发债的企

业必须报送债券资信评估报告。1993年原计划企业债券发行490亿元,其中中央企业债券240亿元,地方企业债券250亿元,由于社会集资的冲击,最后改由新增银行贷款解决,企业债券发行规模大大减少。1993年8月,国务院发布了《企业债券管理条例》,明确规定:“企业发行企业债券可以向经认可的债券评信机构申请信用等级”。同年11月,中共中央十四届三中全会通过的《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》中指出:“建立发债机构和债券信用评级制度,促进债券市场健康发展”。从此,我国企业债券的信用评级开始形成一种制度,并在党和政府的文件中正式规定下来。此时社会上一些资信评级机构先后开始建立,有的还参照国际惯例对企业债券进行信用评级,受到了社会各方的关注和投资者的欢迎。

经过几年来的实践,我国企业债券的信用评级制度大体上已经构筑了一个初步框架:

1. 企业债券的发行采取额度管理的办法。我国企业债券的发行,每年由国家计委会同中国人民银行、财政部和国家证券委拟订全国企业债券发行的年度规模和规模内的各项指标,报经国务院批准后,下达执行。未经国务院同意,年度规模不得突破。中央企业发行债券由中国人民银行会同国家计委审批,地方企业则由省(市)人民银行和计委审批。未经批准,不得擅自发行和变相发行债券。

2. 企业债券发行要申请信用评级。我国境内具有法人资格的企业如在境内发行债券(金融债券及外币债券另有规定),在发行债券以前,应该经过中国人民银行总行认可的企业债券信用评级机构进行的信用评级。企业没有债券信用等级,一般不得公开发行业。这样做是为了对投资者负责,投资者购买企业债券,必须了解企业债券的信用级别。

3. 企业债券信用评级机构的资格认定。企业债券信用评级机构的资格须经中国人民银行认可。未经认可,不得评级。1997年底,中国人民银行总行上的有中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限责任公司、深圳市资信评估公司等9家信用评级机构可以在全国范围内从事企业债券的信用评级。

4. 企业债券信用等级的披露。企业债券的信用等级应在债券发行公告中载明,便于投资者作出合理选择,提高投资透明度,减少投资盲目性。

5. 企业债券面向全国发行的信用等级。中央企业债券可以面向全国发行,地方企业债券如要面向全国发行,信用等级必须在A级以上(含A级)。这就保证了面向全国发行的企业债券必须是信用等级高的债券。

6. 信用评级机构对企业债券信用评级的责任。信用评级机构如果对企业债券的发行不能客观公正地进行信用评级,一经发现,就要禁止其从事与金融有关的业务,并移交有关主管部门处理,构成犯罪的,移交司法机关处理。信用评级机构必须认真负责,实事求是,对企业债券发行的资信状况进行调查,认真研究,认真分析,客观公正地作出科学判断,不得偏袒,决不能提供虚假证明,或者不负责任,造成信用评级严重失实。

关于企业债券信用评级制度的具体内容,目前还没有统一的规定,有待进一步完善。

四、完善我国企业债券信用评级制度的几个问题

《证券法》的颁布具有十分重要的意义,它是证券市场的大法,它使证券市场参与者的行为更加规范化,并最大限度地保护投资者的合法权益。《证券法》第八章把资信评估机构列入证券交易服务机构范围,并规定资信评估机构的设立条件、审批程序和业务规则由国务院证券监督管理机构制定。这意味着企业债券信用评级制度的建立今后也将通过《证券法》的实施细则进

行规范。今年7月1日起,《证券法》就要正式施行,在这里,我将对企业债券信用评级制度当前存在的几个问题进行讨论,为《证券法》的实施细则提供参考。

1. 企业债券信用评级要引起社会普遍重视。近年来我国股票市场十分红火,而企业债券的发行冷冷清清,分析原因:一是企业债券要为国债让路;二是社会上存在“重股轻债”思想;三是企业债券不能合理流通;四是有一部分企业债券不能及时还本付息。其中第四个原因是当前企业债券发行中最大的一个问题。根据近年来企业债券兑付情况来看,不少企业到期无力兑付,最后不得不由担保企业或承销商垫付,或者以新还旧,滚动发债。这就严重损害了企业债券的信誉,在社会上造成极坏的影响。解决的办法应该严格债券信用评级制度,引起社会重视。对于信用等级高的企业债券要优先发行,对于信用差的企业债券要限制发行,通过债券信用等级的评定进行筛选,帮助发债企业提高信誉,保证到期还本付息。同时,要求信用评级机构必须独立、客观、公正评级,对评级结果负责。如有弄虚作假,要负法律责任。

2. 我国企业债券的发行程序现在采取额度管理的办法。这种办法使企业债券的发行受到政府计划的严格限制,不能成为企业自主抉择的融资工具,特别是一些上市公司,只好依靠连年配股筹集资金,结果导致资本结构畸形,股本急剧扩大,相对降低了股东的投资收益,引起广大股东的不满。实际上,上市公司利用发债融资具有更多优点,这是因为上市公司产权关系明晰,负债比率低,从整体上说,经济效益的资信状况远较非上市公司为好,而且融资成本低,如果上市公司发行债券,更有利于债券二级市场的形成,促进债券的流通。因此,应该适当改变目前企业债券额度管理的办法,鼓励上市公司发行债券,推动债券市场的健康发展。

3. 关于企业债券信用评级的方法,目前全国还没有统一,我认为在以下一些原则问题上应该先取得共识:(1)真实性:信用评级的各项指标应该真实地反映发债企业的经营业绩和财务状况,不得弄虚作假。(2)客观性:评级机构在评定信用等级时应站在第三者立场上独立地、客观地发表意见,任何单位不得干预。(3)公正性:评级机构应持公正态度,不得偏袒任何一方。(4)科学性:评级方法和标准要坚持科学性,保证评级结果公平合理。(5)政策性:信用评级方法要体现国家的政策要求。(6)定性分析和定量分析相结合:评级方法一方面可以通过经济指标进行定量计算;另一方面也可通过经验判断,进行定性分析,两者结合起来,使分析方法更加全面。(7)现状分析和未来预测相结合:既要分析企业经营业绩的现状,又要预测企业未来的远景,两者结合起来,使企业债券信用等级具有比较可靠的预测性。(8)国内外兼容性:债券信用评级今后要走向国外市场,我们应该参照国际惯例;但我们又要为国内市场服务,还要结合国内实际。(9)可操作性:评级方法要便于操作和电脑运算。(10)动态性:债券信用等级评定以后,评级机构必须跟踪监测,掌握企业债券的动态。

4. 关于企业债券信用等级评定的指标体系,目前各家评级机构各有一套,互不统一。大体上有三种类型:(1)参照国际惯例分为产业分析、企业分析、财务分析和债权保护条款分析等4个方面;(2)沿用过去信誉评级机构联席会议通过的办法,分为企业素质、财务质量、建设项目、发展前景、偿债能力、经验评估等6个方面;(3)参照前2种类型并结合实际拟定的指标体系,包括规模实力、经营能力、盈利能力、偿债能力、项目效益、产业分析、企业素质、经营风险、未来发展、债权保护条款等多项指标。这三种类型各有特点。关于评级指标体系今后是否需要统一,目前理论界存在不同意见。

5. 要严格考核债券评级人员的资格。债券信用评级要向社会承担一定责任,因此,评级人员必须具有较高的职业修养和专业知识,绝不容许滥竽充数。从今后长远考虑,应该建立信用

评估师的资格考试制度。

6. 目前国家对于企业债券只管发行,但对债券发行以后的情况没有建立监控体系。建立债券信用评级制度以后,评级机构应对评级的债券建立监控体系,要对发债企业是否按照批准用途使用资金、是否按照章程规定偿还本息、信用等级是否需要改变等内容进行监控,并向债券审批机关定期报告,以便督促发债企业。

7. 债券信用评级是对发债企业现状的调查分析,以预测企业发行债券未来的信用状况。由于外界环境千变万化,企业经营业绩也不稳定,因而预测不一定有充分把握。再加上评级采用的是过去资料,过去情况并不能代表未来。这就要靠评级人员的分析水平和预测能力。当前我们采用的评级方法主要还是依据历史数据来进行判断,因而评级结果具有一定的局限性。为了更好地保证债券信用等级预测的可靠性和准确性,我们要不断加强债券评级的理论研究,学习国际先进经验(例如现金流量分析方法等),不断改进评级方法。

8. 债券信用评级机构属于市场中介组织,为了加强对评级工作的指导、监督和管理,应该建立债券信用评级协会,它属证券业协会领导。协会是在政府有关部门领导下进行行业自律性管理的群众组织,其任务一是组织各家评级机构交流工作经验,不断提高评级质量;二是协调各家评级机构的评级方法和指标体系;三是协助政府有关部门搞好评级机构的资料审查和日常业务管理;四是督促检查和加强各评级机构的自律性管理,建立起自我约束机制。只有把协会组织起来,才能保证信用评级机构的工作逐步走向规范化和制度化。

9. 市场经济就是法制经济,没有法制,市场经济很难建立起来。债券信用评级制度属于资信评估事业的一个方面。我们资信评估事业起步较晚,立法滞后,既没有成立行业协会,进行统一管理,又没有制定相应法规,规范执业行为。因而近年来资信评估事业徘徊不前,得不到应有的发展。当前急需制定相应法规和规则,明确信用评级机构的法律地位和职责,规范信用评级业务的行为,指导建立正常的工作秩序,使债券信用评级制度有法可依,有章可循。

10. 建立债券信用评级制度最重要的一点,就是要保证评级机构评定的债券信用等级真正体现债券的信用状况和还本付息能力。如果达不到这一点,债券信用评级制度就会失去意义。债券评级的准确性十分重要,它使投资者和发债企业都感到评级的迫切需要。对投资者来说,保护了投资者的合法利益;对发债企业来说,高等级的债券降低了资金成本;对债券市场则保证了健康发展。总之,要使各方面都感到债券必须评级,没有信用等级,债券就没有生命。建立债券信用评级制度必须强调这一点。我们一定要认真负责,客观公正地评定债券的信用等级,决不能马虎大意,更不能弄虚作假,要不断提高债券信用评级质量,得到社会公认。这样,债券信用评级制度的建立才有意义。

参考文献:

1. 中国人民银行调查统计司:“我国企业直接融资发展状况与分析”,《金融时报》1998年8月1日。
2. [日]黑泽义孝:《债券评级》,中译本,中国金融出版社1991版。
3. 刘继忠:《资信评估概论》,中国社会科学出版社1994版。

(作者单位:陈元燮,中国社会科学院财贸研究所,邮编:100836;

陈欣,北京市财政局,邮编:100037)