



构建我国资信评级功能检验框架的探讨

◇ **摘要:** 建立资信评级市场公信力,需要对资信评级进行功能检验。本文首先从理论上分析了进行资信评级功能检验的原因。由于我国评级业务主要集中在信贷市场、评级基础数据匮乏、评级尚未在资产定价中发挥显著作用等原因,建立我国资信评级功能检验框架具有其必要性,且不同于国际评级机构的功能检验体系。在具体结合我国评级业务的基础上,文章探讨了构建我国评级功能检验框架的原则和初步的设想。

◇ **关键字:** 资信评级 功能检验 违约率

资信评级是一种解决信息不对称的机制安排,自1909年出现在美国以来,评级机构已经成为资本市场的一个重要组成部分。近年来,资信评级行业在我国也得到了长足的发展,资信评级逐渐被广大企业和监管者使用。要使资信评级真正的发挥其作用,关键是要充分实现我国资信评级结论的公信力。而要实现这个目标,评级机构迫切需要完成的任务之一就是检验评级方法的科学性和评级信息的充分性。只有评级结论真正发挥了风险揭示的作用,才能得到市场的认可,并有力推动评级服务的有效需求。所以非常有必要对资信评级进行功能检验。我国资信评级业发展历史较短,信用评级外部发展环境与欧美等成熟市场经济国家有所区别,因而我们需要针对我国实际情况,构建我国的资信评级功能检验框架。

一、进行资信评级功能检验原因的理论探讨

从理论界研究的结果来看,资信评级虽然有监管部门的大力推进,研究人员仍然需要对其稳定性和一致性进行检验,这是因为:

1、由垄断的评级机构发布的信息具有一定的噪音

Partory (1999) 认为评级机构的成功很大程度上是依赖监管者对级别的使

用。如果在资本市场上公开发行债券的公司希望自己债券得到那些受到监管的投资机构（如保险基金、货币市场基金）认可和追捧，就必须申请一些得到认可的评级机构（如美国的 NRSRO）的评级。然而，受到监管部门的限制以及评级机构声誉的建立困难，通常具有评级资格的机构数量很少（如美国目前有五家 NRSRO，欧盟的市场则主要由标准普尔、穆迪和惠誉三家机构垄断，我国的银行间债券市场目前也仅认可中诚信、新世纪等五家机构的评级结果）。这就导致一方面，评级行业进入的壁垒导致仅有少数的评级机构具有执业资格，造成评级服务的供给由少数几家机构垄断的局面；而另一方面债券发行量的增多以及监管者对评级服务的旺盛需求，需要有竞争性的机构提供更好的服务，这种供需失衡的状况导致评级机构在市场中处于一个相对有利的地位。一些理论研究对这种垄断状态下的评级信息披露进行了研究，Admati 和 Pfleiderer (1986) 发现，一个评级信息的垄断供应商不愿意对信息收集投入成本，而且该信息提供者倾向于提供噪音信息，因为信息的准确性越高，就会越快地反映在证券的价格中，从而对购买者的价值更小。“水至清则无鱼”，为吸引市场的关注，评级机构会有意识的隐藏一些信息。Lizzeri (1999) 的研究也证实了这一点，他发现一个垄断的评级提供者不会披露一些信息（特别是负面信息），因为它希望吸引最低类型的企业来寻求服务。在这种情况下，任何拒绝支付评级费用的公司，都会受到评级公司的“惩罚”，即得到较低的信用级别，而信用质量差的企业则会通过级别购买行为，获得满意的信用级别。因此 Lizzeri 认为，评级机构之间开展充分的竞争，能够促进信息的完全披露。

因此，为提高市场效率，促进评级机构的优胜劣汰，应建立我国的评级功能检验机制，从而在一定程度上保证评级行业的健康发展。

2、评级人员主观判断以及评级过程采用的方法不一致，影响评级质量

这是 Galil (2003) 提出的检验评级质量的原因之一。对评级机构而言，要满足市场对评级服务的需求，就需要对不同国家、不同行业的成千上万的企业违约风险做出评估判断，而这些工作是由大量的评级分析师通过团队合作做出的，不同的人员（工作小组）、不同的时间、针对不同的评级对象可能会采取不同的评级方法，从而导致评级结论的差异性，因此有必要对评级机构的评级结果进行检验，以帮助级别使用者对不同状况下得出的评级结论有一个更加全面的认识。



3、债券市场的自我选择，是对评级质量进行检验的另外一个重要原因

由于每个市场的监管者都会对债券或其他债务类工具的发行制定一定的制约条件（例如我国上交所和深交所都要求上市的债券级别不得低于 A 级），因此发行方

会根据监管的条件做出一定的管理行为，例如当企业具有不同的融资渠道时，它就可能是在信用级别较低的情况下选择不再发行新的债券。与此相反，如果企业得到的级别比预期要好，则该企业就会选择发行新的债券，这种自我选择可能导致新债券的级别信息含量较少。随着我国资本市场的逐步完善，多层次的融资工具交易市场将成为投融资双方的现实需求，由此带来的信息不对称也将日趋严重。而要充分发挥评级机构在解决信息不对称中的作用，建立科学合理的质量检验方法至关重要。

针对资信评级机构的功能检验，目前国际评级机构运用了违约率检验、迁移矩阵统计、基尼法、级别活动率、大级别变动率和级别逆转率等多种方法，但某些方法在我国的实际运用中存在一定的障碍和不足。因此，要真正衡量我国评级机构的执业质量，推进评级行业的健康有序发展，需要结合我国的实际情况建立我国的评级功能检验框架。

二、建立我国资信评级功能检验框架的必要性

1、我国评级业务的特殊性

尽管我国的评级行业是随着债券市场的规范发展而逐步建立发展起来的，但与国外评级机构，特别是全球性三大评级机构业务主要集中在债券、结构性融资的公开市场评级不同，我国评级机构在当前及以后很长一段时间内的服务对象主要是商业银行，因为我国企业目前的资金筹措主要集中在商业银行贷款这一间接手段上。因此评级机构的当务之急是满足银行的信息增值需求，赢得商业银行的认可。显然，贷款企业的主体评级与公开市场的债项评级存在很大的不同，尤其在我国资本市场上交易的债券级别、发行量和利率水平受到严格限制的前提下，我们在检验评级机构功能的方法段上也应该有别于国外评级机构采用的方法。

2、评级基础数据的匮乏

资信评级的一个重要的特点是对发行方或债务未来的偿债能力和意愿进行评价，因此信用级别带有显著的预测功能。由于预测的结果需要通过未来的违约情况加以验证，因此实践中大都通过历史违约率的统计来表明评级的准确与否。显然，在验证评级结果的准确性时，不能够简单地以某个案例来进行个案分析，而应该通过大量的历史数据进行统计分析，才能得出相对公允的结果，来反映客观情况。事实上一些大的评级公司如标准普尔和穆迪等都在长期的实践中积累了大量的历史数据，因此统计结果，特别是一些成熟性产品如公司债券、商业票据等固定收益产品的累计违约率统计结果，具有较强的说服力。与此同时，成熟的资本市场所提供的大量公开数据也为市场参与者提供了足够基础性数据进行验证、分析。

与上述全球性评级机构不同，我国的评级机构成立时间相对较短，一方面是

公开交易的债券信用级别普遍较高、违约很少，另一方面是信贷市场评级的贷款违约数据大都处于保密状态，而银行间债券市场的债务工具评级也刚刚起步，因此总体而言验证评级功能的基础数据严重匮乏，而单个评级机构公布的违约率或其他检验成果，也因缺乏必要的公开市场数据验证而说服力不强。

3、评级尚未在资产定价中发挥显著作用

需要建立我国评级功能检验框架的另一个重要的原因，是目前评级结果的风险揭示作用还没有得到市场参与者的广泛认可，这与国外著名评级机构的观点被投资者广泛运用于资产组合的确定、风险资产的定价，并被发行方作为有效减轻信息不对称、降低融资成本的手段加以适用存在很大的差距。从我国评级机构的发展过程看，不管是债券评级，还是银行间债券市场的债务工具评级或信贷市场评级，评级机构的业务拓展更多是监管部门的推动造成的，而利率的市场化进程滞后也在一定程度上限制了评级功能的发挥。在此前提下，如果建立有效的评级功能检验手段，识别出不同质量的评级机构，显然应该具有显著的中国特色。

三、建立我国的评级功能检验框架的原则

针对我国资信评级实际情况，笔者认为在建立我国的评级功能检验框架时，应考虑以下原则：

1、应针对不同的评级对象建立检验方法

信贷企业的评级针对的是企业整体的信用状况，更多地体现了企业基本的财务状况、经营成果和现金流量情况；而债券、短期融资券的评级，则关注于项目资金的适用情况、项目未来的经济效益和现金流入、一些突发事件可能对企业偿债能力的影响等。因此不同的评级对象有不同的指标体系，分析的侧重点也存在一定的差异，因此在建立我国的评级检验框架时，应该借鉴海外成熟市场的经验，针对不同的评级对象建立特定的检验方法，例如贷款企业评级的检验中，除了违约率检验之外，还应该将影响商业银行决策的另一个重要因素违约损失率考虑在内；在公开市场交易工具的评级功能检验中，因我国目前市场中发行的债务工具均具有很高的信用级别（如长期债券大多为AAA级，而短期融资券则基本上是最高级别），因此在检验评级的准确性时，可暂不考虑违约损失率。

2、应体现不同行业、区域、规模、经济周期等的影响

房地产开发企业与机械制造企业、长三角地区与西部开发地区、宝钢股份等大规模上市公司与普通的中小企业等都具有不同的特征，在评级指标体系的设定时应该加以考虑这些不同之处。例如对普通制造企业而言，50%的资产负债率就算偏高了，而对房地产开发企业而言，80%的资产负债率也许还是正常的，而不同的行业受到国家宏观经济政策的影响不同，以近年来开展的房地产宏观调控为

例，对土地、房屋的交易量、价格等产生了实质性的重大影响。而上述因素在影响到受评企业的财务状况、经营成果和现金流量的同时，也会直接导致企业的违约率变动。由于我们目前缺乏足够的数据库，因此很难进行类似于全球性评级机构的“穿越周期”的统计，但至少在设计我国的评级质量检验框架时需要体现行业、区域、规模和经济周期的影响。

3、应通过实践不断加以完善

任何事物总在实践中不断发展，因此我们的评级检验框架也应该体现实践的变化。例如，当前的评级业务集中的信贷市场中，而将来的评级业务则可能集中在银行间债券市场或公开债券交易市场；现在缺乏必要的基础性数据而无法实现统计上的检验意义，而随着业务量的增加和基础数据的积累，将来会实现“穿越周期”的检验目的。而将来的某一天，也许我国的评级机构走向国门，参与国际竞争，也可以将北美、欧洲、亚太、非洲等不同区域的评级结果进行对比分析，以揭示更多的增量信息，更好的为级别使用者服务。

四、我国评级功能检验框架的初步设想

1、基本的检验手段——违约率

由于评级的基本功能是风险揭示，而违约率是检验风险水平的最常用、最易接受的检验手段，相关的研究也证明了违约率具有较好的检验作用。因此，可将违约率作为基本的检验手段加以应用。特别是在目前信贷市场的评级中，因采用的评级符号、评级指标、评级程序等基本一致（如上海的信贷企业资信等级评估），因此违约率是衡量不同机构评级质量的较好手段。

需要指出的是，在采用违约率检验时，应该对违约的定义、违约统计的方法（金额法/户数法/贷款笔数法）等加以明确，以增强该方法的操作性。此外，考虑到评级结果的相对风险揭示特征，以及基础数据库的缺乏，在检验时应考虑采用相对的基准（例如通过计算某一期间的平均违约水平，经过标准化处理确定基准，并将各家机构的实际违约情况进行对比，以优胜劣汰）。

2、评级稳定性的检验——迁移矩阵、大级别变动率

这是检验评级的风险揭示作用的辅助指标，特别是在我国评级业发展的初期，缺乏必要的数据库来检验评级结果的准确性，但通过迁移矩阵的稳定性以及大级别变动的小概率，可以对评级机构的评级质量有一个初步的研判。在亚洲金融危机、美国安然和世界通讯等上市公司的失败案例中，评级机构受到投资者质疑的重要一点，就是级别的频繁变动，其中对亚洲国



家的主权级别调整更具有讽刺意味。在 1997-98 年间，穆迪和标准普尔两家评级机构对泰国的级别分别进行了四次下调。穆迪公司对印度尼西亚 1997 年评定的信用级别是投资级别 BBB-，然而到了 1998 年就下降到了垃圾级别 B-并进一步下调。而标准普尔在 1997-98 年间先后 6 次下调了印度尼西亚的级别。俄罗斯在 1996-1997 年间的级别基本稳定在 BB 级，然而在 1998 年中期就下降到了 B-并进一步保持下跌的趋势，直接导致俄罗斯本币和外币债务的违约。从 1998 年 6 月到 12 月短短半年的时间内，汤姆逊（Thomson BankWatch, Inc, 2000 年与惠誉合并）两次下调俄罗斯的主权信用级别，达夫·菲尔普斯资信评级公司（Duff and Phelps, Inc, 2001 年与惠誉合并）和 IBCA 则进行了三次级别下调，标准普尔和穆迪更是四次下调俄罗斯的主权信用级别。而这还不算最坏的情况，相比之下韩国的级别下降更有讽刺意味，1997 年 8 月的时候，标准普尔和 IBCA（法国一家评级公司，1997 年和惠誉合并为 Fitch IBCA）对韩国的主权风险评级还是投资级别 AA-，随后标准普尔每个月都对韩国的级别进行下调，直到降低为 1998 年 1 月的 B+级；IBCA 则将先后两次下调韩国的级别到 B-级，等于在短短四个月内将其级别下调了 12 级。

在安然事件中，评级机构也基本上表现出了类似的特征。显然，在违约数量相对较少的前提下，要赢得投资者及其他级别使用者的认可，大级别变动率、迁移矩阵是很好的辅助性检测手段。

3、其他检验手段（包括定性分析）

除了上述检验手段之外，应该结合我国信贷市场评级的实际情况，逐步将违约损失率的统计纳入到评级功能检验的框架中来，以满足商业银行资本充足率计算的需要。

而随着利率水平的逐步放开，我们也可以将级别与筹资成本相挂钩，通过信用级别与利率水平的比较来揭示资信评级在资产定价中的运用情况。此外，评级报告的行业风险揭示、公司治理评价、流动性风险的分析内容，以及分析师的经验、能力和客户覆盖数量等也可以作为评级质量的重要衡量标准加以使用。

综上所述，本文认为我国的评级功能检验框架设想如下：

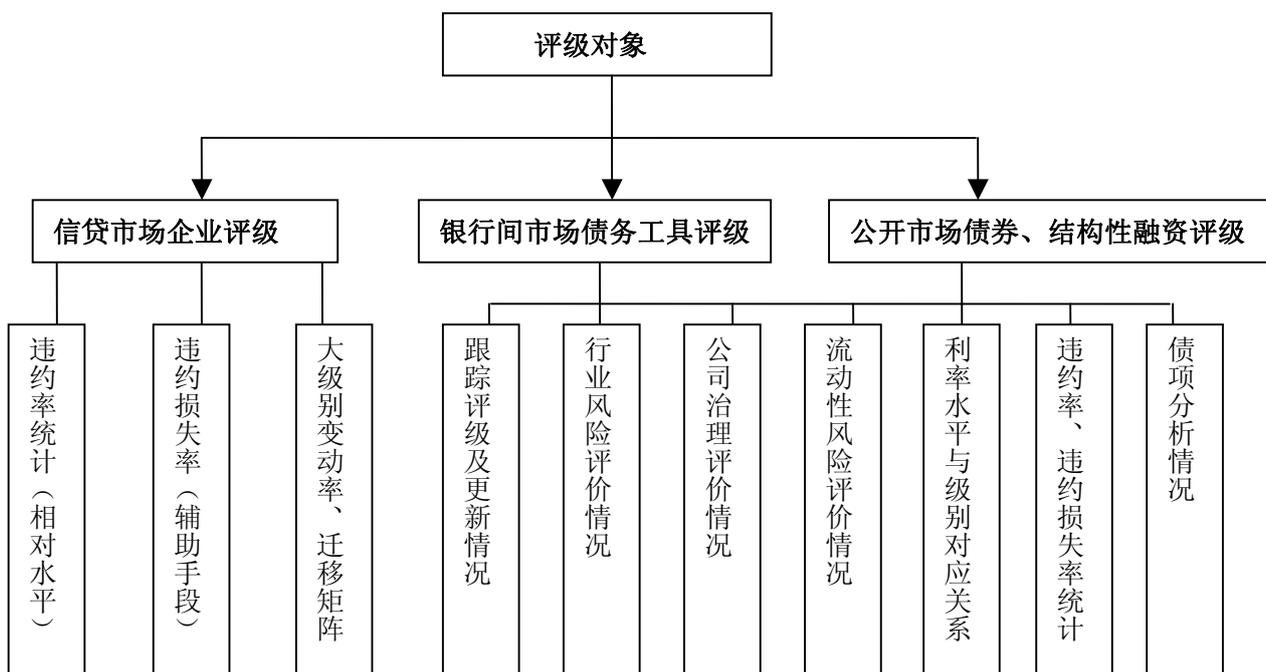


图 我国目前评级功能检验的框架设想

从上图可以看出，在信贷市场中因评级对象的级别分布广泛，因此较多采取了定量的检验手段。而在银行间市场及公开市场中评级的检验则偏向于定性，这主要考虑到后两个市场中债务工具的级别基本上分布在最高信用级别上的特征，在当前这两个市场的发行量较少的情况下，甚至可以采用个案分析法（即一旦有高信用级别的发行方违约，即通过原因分析，保留追究评级机构责任的权利。显然，上述框架将随着市场实践的发展而不断完善、改进。

（上海新世纪资信评估投资服务有限公司研究发展部 袁敏 博士）





行业动态

我国信用管理师教育培训进入“实验期”

我国将从今年起开始实施信用管理师国家职业资格证书制度，与之相配合的信用管理师国家职业教育也将同时展开。这是记者从10日在北京召开的“信用管理师试验性培训与鉴定工作会议”上了解到的。

信用管理师是劳动和社会保障部于2005年3月发布的新职业之一。据劳动和社会保障部职业技能鉴定中心主任刘康介绍，信用管理师所做的工作，概括来说就是为了达到信用交易的目的和维持信用关系的正常运行，应用现代科学技术，通过征集分析信用信息数据，制定信用政策，配置信用资源，防范和减少信用风险，实现安全交易，而进行的一系列现代信用管理活动。做好信用风险管理工作，信用管理专业技术人员必须具有较高的多学科的理论知识水平和高水平的专业技能。因此，在国家职业序列中信用管理师属于高技能人才中的“知识技能型人才”。

我国的信用管理服务产生于上世纪80年代，1987年我国第一份资信调查报告诞生，到2000年我国才出现了第一份个人信用调查报告。目前我国信用管理服务业已进入发展期，形成了企业征信、个人征信、资信评估、市场调查及信用担保、信用保险、信用管理咨询服务等行业“服务链”。虽然目前我国发展信用交易、建立现代市场体系的基础条件已趋成熟，但信用管理师在我国还是一个全新的职业，建立和完善其资格认证制度，同时进行相关的职业培训显得十分必要。



据中国市场学会信用工作委员会主任赵凤梧介绍，信用管理师作为在企业中从事信用风险管理和征信技术工作的职业，其职业等级分为助理信用管理师、信用管理师和高级信用管理师，分别为国家职业资格三级、二级和一级。我国的信用管理师职业教育将以已经颁布的《信用管理师国家职业标准》为准绳进行。

按照市场学会信用工作委员会的计划，今年秋季我国将依照统一课程、统一教材、统一教学方案的要求，首先启动助理信用管理师培训工作，高级信用管理师培训拟于 2007 年 3 月开始。助理信用管理师首次全国统考鉴定计划于今年秋季在北京按照统一标准、统一考试、统一鉴定的方针实施，今后每年的全国统考不少于两次；信用管理师首次全国统考鉴定计划在今年年末举行；高级信用管理师的第一次统考鉴定计划于 2007 年年中举行。

另据了解，中国人民大学、上海财经大学和吉林大学于 2002 年开设了信用管理专业大学本科课程，首都经济贸易大学开办了信用管理方向教学。今年，我国第一批信用管理专业大学本科生将毕业，但仅有学历教育毕业的人才远远不能够满足需要，我国今后将实行学历证书与职业资格证书并重制度。

来源：新华网，2006 年 6 月 10 日



惠誉评级：中国银行业取得了令人印象深刻的进展

惠誉评级称中国银行业近几年的改革取得了令人印象深刻的成果，但仍面临巨大挑战。未来中国需要深化银行业的改革，包括加强金融基础设施建设以及转变政府在金融系统中所扮演的角色，此将是改善整体系统风险所必需的。

据惠誉评级6月7日的消息，惠誉评级(Fitch Ratings)在其名为《中国银行系统》的报告，银行内部的改革已显著改善了中国银行业的风险面貌。然而惠誉也对中国银行业持续面临严峻挑战及银行业风险仍是中国经济中最大的一个风险点而感到警惕。

惠誉称尽管中国银行的财务状况总体上已有所改善，但中国银行系统仍是全球中最弱的银行系统之一。惠誉还表示近期中国银行的改革措施成效不一，主要银行及大银行显然从改革中受益，但同时其他银行大部分的薄弱之处仍未得到改善。

因此未来中国需要深化银行业的改革，包括加强金融基础设施建设以及改变政府在金融系统中所扮演的角色，此将是改善整体系统风险所必需的。惠誉还指出管理信用风险仍是中国银行面临的首要挑战。鉴于汇率改革及利率市场化改革的进一步加深，中国银行业正面临日益加大的市场风险。

来源：世华财讯



国外征信趣谈

在日本，银企之间的合作非常普遍，很多公司都会选择一家主银行，作为企业强有力的财力后盾。但作为一般的非上市公司和银行而言，彼此之间存在着很大的信息不对称，因此银企双方出于风险防范的需要，都会选择征信公司来调查对方的资信状况。甲公司是一家新成立的公司，在选择主银行时，有 A、B 两家备选银行。在不了解这两家银行信用卡质量的情况下，甲公司委托东京商工调查公司对这两家银行的信用质量进行调查。资信调查公司通过调查发现，两家备选银行的信用质量状况基本相同。但调查人员通过偶然的机会发现 A 银行的行长有饮酒的嗜好。通过进一步的调查，征信人员发现 A 银行行长的收入状况与其饮酒支出明显不匹配，因此怀疑该行长的职业道德，从而推荐甲公司选择 B 银行作为其主银行。结果不久之后，A 银行就因银行行长受贿等原因而破产，甲公司也因为事先的明智选择而免于风险。

在征信行业较为成熟的市场经济国家，这样的案例非常具有代表性。上述甲公司正式通过委托专业的信用调查公司来获取所需要的银行资信报告，这是市场化征信模式国家中获取信用报告的主要方式。专业信用调查公司要使其提供的信用信息获得市场的认可，其收集信息的真实性和完整性至关重要。案例中正是—个看似不重要的生活细节——饮酒，影响了银行的信用质量，并帮助甲公司规避了风险。

