

# 债券市场与资信评估行业发展

丁豪樛

## 一、债券市场的发展推动了资信评估行业的发展

### （一）债券市场的发展催生了资信评估行业

众所周知，世界上最早的资信评估机构产生于美国，其主要标志是穆迪公司于 1909 年首次推出的铁路债券评级。而债券市场起源于欧洲，先于资信评估三个世纪。1609 年，荷兰掀起了通过资本市场进行国内、国际融资的革命，成立了荷兰东印度公司（the Dutch East India Company），而此前荷兰的政府债券市场已经发展了数十年。在此之后约一个世纪，债券市场被引入英国。再一个世纪以后，债券市场在美国形成。因此，在美国资信评估的出现较其债券市场晚了约一个世纪。

我们国家的债券市场起步相对较晚。1987 年 2 月，国务院发布了《企业债券管理暂行条例》，标志着我国债券市场正式步入正轨。得益于政府监管部门的高度重视，从 1988 年起，我国各地先后成立了多家资信评估机构开展此项业务。因此，我国资信评估的出现要稍晚于债券市场。

在债券市场发展初期，由于缺乏具有信用风险的债券品种，因此投资者无法产生对信用风险进行评估的客观需求，也即无须资信评估。在欧洲，债券市场的主要品种是国债，筹集的资金主要用于战争，企业基本上是通过发行股票和银行贷款来筹集资金。而在美国，国债、州和地方政府债务规模相对较小，债券市场所筹集的资金是用来开辟运河、修建铁路以及其他基础设施项目的，虽然政府给予部分支持，但一般都是通过成立私人公司来组织进行。这就在一定程度上解释了为什么资信评估能够先产生于美国，而不是欧洲。

### （二）资信评估行业随着债券市场的发展而不断发展

资信评估行业的发展与债券市场的发展紧密相连。伴随着债券市场的发展，

它经历了几个重要的过程。

1、信用风险的逐步积累。债券市场规模扩大，尤其是企业债券市场的规模扩大，使得债券市场积累了一定规模的信用风险。在穆迪公司进行债券评级之初，美国的企业债券市场规模已经成为世界之首，其首次评定的铁路债券就有 250 多家。

2、公平交易需求的产生。投资者类型的多样化及其规模的扩大，不断要求和呼吁消除某些银行家利用内部信息进行交易的行为，这一公平交易需求促使债券发行方强制信息披露法案的出台，从而为资信评级制度的产生奠定了基础。

3、经济发展与经济危机的考验。经济发展与经济危机的爆发，促进了独立、专业的评级机构赢得了市场公信力。20 世纪 30 年代的经济大萧条极大地提高了评级机构的声誉；20 世纪 70 年代的信用危机则促进了评级机构的优胜劣汰，最终在 1975 年确立了三大评级机构——穆迪、标准普尔和惠誉；20 世纪 80 年代之后，资本全球化的发展又进一步推动了评级业务的迅速发展。

作为发展中国家，我国在发展债券市场的初期就坚持高标准要求，引入了资信评级制度，这无疑是一项具有前瞻性的举措。但作为债券市场，其发展本身需要有一个过程，投资者对于信用风险的认识和选择也需要有一个过程。因此，我国债券市场发展早期基本是以政府债券和国有大型企业债券为主，债券市场几乎没有累积信用风险，因而资信评级也就难以发挥其应有的作用了。目前，无论从



政策还是实践方面看，大力发展债券市场已基本形成共识，资信评估相关的外部条件也日趋成熟，比

如银行间市场短期融资券的发展、公开信息披露制度的完善、信用评级法律法规制度的建立等等。资信评估行业迎来了发展的春天。

## 二、资信评估行业的发展促进了债券市场的成熟和完善

债券市场的发展催生了资信评估行业，资信评估行业则通过自身的不断发展促进债券市场的成熟和日趋完善。

资信评估的主要功能就是揭示信用风险。这种信用风险揭示功能，可有效缓解债券市场的信息不对称，降低整个债券市场的交易成本。对投资者而言，资信评估可以有效降低其信息收集成本和决策成本；对承销商而言，资信评估可以辅助进行项目风险控制；对发行人而言，资信评估可以降低财务成本、拓宽筹资渠道、满足资金需求；对监管部门而言，资信评估可以防范系统性风险，维护金融市场稳定。可见，资信评估是债券市场发展必不可少的一种制度性安排。

具体地说，目前我国发展资信评估行业对于债券市场发展的积极作用主要表现为以下三个方面：

### 1、有助于构建多品种、多层次的债券市场

大力发展债券市场是改变我国目前直接融资比例过低、信用风险集中于银行体系的重要手段。随着债券市场规模的扩大，信用风险必然会从银行信贷领域转入债券市场。以往银行与企业之间大多是一对一的信用关系，且信息交流距离较近，而债券市场使企业与银行间市场投资者之间形成了一对多的信用关系，信息交流的距离远了，信息不对称现象也随之加剧。而且随着发行人信用质量差异的出现，投资者对于信用风险与收益的偏好也会表现出差异，这就需要债券市场提供能满足不同投资者需求的债券产品。资信评估能够对不同信用质量的债券进行分类，便于债券市场创造出信用风险不同的各类债券品种及其衍生品，从而构建起一个多品种、多层次的债券市场。

### 2、有助于债券市场化定价机制的形成

债券的定价主要考虑无风险利率、信用风险、流动性风险、税收等因素，其中信用风险量化的依据就是资信评估的结果。目前中国人民银行正在积极推动债券市场化定价工作，除了培育我国的无风险利率曲线外，另一个重要的内容就是研究资信评估结果与信用价差的关系。随着这些基础工作的不断完善，以及信用债券发行的增多，我们就有可能利用数理统计方法及其模型来确定资信评估结果与债券定价之间的关系，从而形成更加科学的市场化债券定价机制。

### 3、有助于债券市场信用风险的防范

债券市场上的信用风险是客观存在的。对于任何一个投资者而言，都会在投资风险与收益的权衡中进行抉择。随着债券市场投资者队伍的扩大，其不同的收益率要求和信用风险承受能力必将有所体现。不管是监管部门对投资者的保护还是投资者的自我保护，都会自然而然地将资信评估作为防范投资风险的重要手段，如通过限定最低投资级别的债券、分级设定不同等级债券的投资限额等方法来防范和控制信用风险。

### 三、大力推动我国资信评估行业的健康发展

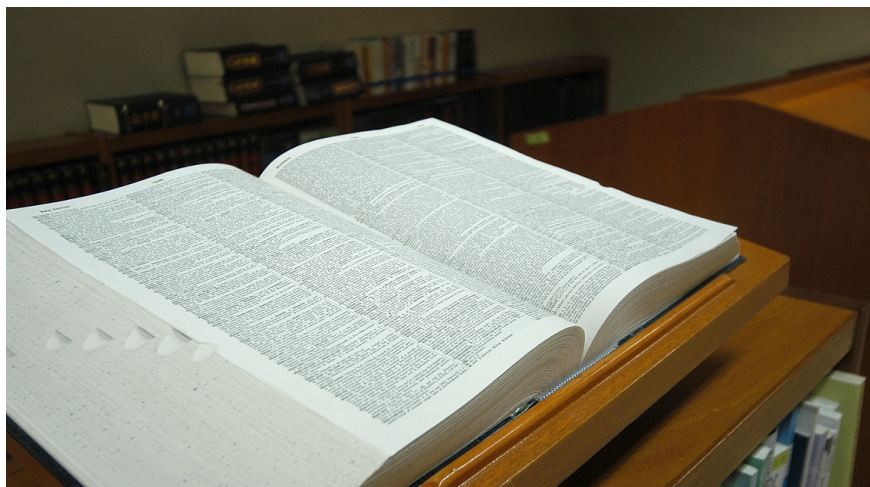
目前，我国的资信评估行业还十分弱小，但其在债券市场发展中的地位和重要作用却毋庸置疑。大力推动我国资信评估行业的发展，使资信评估能真正发挥其应有的作用，这是当前我国债券市场建设中的一项十分重要的内容。

#### （一）要正确看待我国资信评估行业的发展现状

目前，我国资信评估行业的发展在总体上是正常的，是向好的。具体表现为（1）信用评级产品不断丰富，评级市场规模不断扩大；（2）评级法律法规陆续出台，评级行业逐步走向规范；（3）在银行间债券市场，信用评级结果基本符合当前发债主体的信用状况，评级结果逐步得到市场认可。

但是我们也看到，在我国资信评估行业发展过程中一些阻碍行业发展的根本性问题仍未得到有效解决，特别是资信评估行业缺乏足够公信力的问题，依然表现较为突出。对此，我们应有正确的认识。

1、我国资信评估行业尚处于发展初期，会出现一些在发展过程中所难以避免的问题。例如业务量小，业务品种单一；评级技术和能力相对薄弱；规范化程度较低等。另外，由于我国资信评估行业发



展时间短，被社会的认可程度低，致使评级机构在业务活动中往往处于弱势地位，从而影响了评级机构应有的独立性、公正性。我们认为，这些在发展过程中出现

的问题必将随着债券市场和资信评估行业的发展而逐步得到解决。事实上，目前上述这些问题都较以前有了明显的改善。

2、债券市场仍处于发展过程中，其发展水平也会影响资信评估行业的公信



力。资信评估行业的发展与债券市场成熟度紧密相关，我国债券市场本身尚处于不断发展和完善的过程之中，例如稳步推进债券市场发展的策略就有可能导致债券市场短期内缺乏客观上存在信用差异的债券产品、缺乏具有不同风险承受能力的投资者等等，这使资信评估难以发挥其专业区分债券产品信用质量差异的功能，也即资信评估真正的作用无法体现。

3、评级产品质量缺乏有效的市场检验。众所周知，违约率是检验评级产品质量的最佳尺度，也是支持评级机构提高公信力的基础。标普、穆迪、惠誉等国际资信评级机构之所以在国际上拥有较高的公信力，就是因为他们拥有 100 多年的评级实践，并且通过统计和公布违约率来让市场认可其评级的准确性。由于我国资信评估行业缺乏足够的评级实践，缺乏长期的、大量的违约历史数据，致使我国资信评级机构目前还不能向社会公布违约率等统计资料来验证我们评级质量的准确性，这就在客观上影响了我国资信评估行业的公信力。

## （二）要努力提高资信评估行业的公信力

公信力是资信评估行业生存和发展的基石，也是债券市场健康发展及其整体制度性建设的重要内容。当前我国资信评估行业不是简单的个别评级机构缺乏公信力，而是整体行业缺乏公信力，因此评级机构应携起手来，形成合力，在政府相关部门的支持下，通过主管部门的有效监管和自身的规范运作努力提高资信评估行业的公信力。

1、营造更好的行业发展环境。(1)政府相关部门通过制度性安排和扩大债券市场规模来提升资信评估行业生存和发展的空间。一方面要鼓励企业发行各类无担保企业债券,培育不同风险承受能力的投资者,另一方面要继续通过制度性安排来促进资信评级需求的产生。(2)实施资信评级机构的统一认可制度,在法规制度上给予资信评级机构更大的支持。(3)强化信息披露制度,逐步向评级机构开放信贷征信系统基础数据,为信用评级机构扩大信息来源渠道,更好的开展资信评级服务创造条件。

2、加强监管部门“他律”。制度保障是资信评估市场规范的最有效手段之一。资信评估市场不能先发展后规范,等市场出了问题后再进行治理整顿,而是要从培育市场的第一天起就注重制度规范。资信评级行业的规范离不开政府监管部门的外部“他律”,尤其是行业发展初期,强有力的政府监管可以保障资信评级行业的规范发展,也可以有效提高评级机构的公信力。2006年中国人民银行先后出台了《信用评级管理指导意见》和《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》,构建起了监管部门“他律”的法律框架,为资信评估市场走上规范发展道路奠定了基础。

3、增强行业“自律”。随着资信评级市场的不断发展,市场对资信评估行业的规范发展提出了更高的要求,因此资信评估行业迫切需要自我约束和自我规范,通过行业“自律”来满足金融市场需求,使资信评估级这种制度性安排能够保持良性运转。目前我们一要认真落实和执行法律法规意见,尤其是一些已经发布的评级监管要求更应该严格遵守,以提高行业的规范化程度;二是要加快行业自律组织的建立,加强资信评估行业准则的建设,从职业道德规范、质量控制、执业准则、后续教育等方面建立健全资信评估行业的职业规范体系;三是要建立为投资者服务的理念,加快专业评级队伍的建设,完善内部质量控制,为投资者提供全面优质的服务,并通过投资者的外部意见反馈来约束和规范自己的行为。

### **(三) 要注重培育具有我国民族品牌的资信评估机构**

1、国际评级机构的先进评级技术和管理经验值得借鉴。国外资信评级机构的发展有100多年历史。目前全球资本市场上最著名的国际评级机构,如标普、穆迪、惠誉等通过长期实践累计了大量的先进评级技术和管理经验,期间也经历了无数次市场的考验,最终在市场上赢得了声誉。因此,引进这些国际评级机构

的先进评级技术和管理经验，对于提高我国资信评估行业的公信力十分必要。然而，对于国际评级机构也不可盲从和迷信。事实上，即使是国际上著名的评级机构，在其评级实践中也有不少评级失败的案例。因此，我们在借鉴国外先进技术和经验、引进国际评级机构时应当坚持为我所用，即在共同发展的基础上立足于能解决我国债券市场和资信评估行业发展中的实际问题。

2、积极培育资信评估民族品牌。我国的债券市场处于起步阶段，其未来发展的空间将是巨大的，它也必将成为国际债券市场的重要一部分。从长远看，培育资信评估业民族品牌对于我国债券市场的发展很重要，它将有助于我们保持对债券定价的能力和权利，保持债券市场、金融市场的稳定；也有助于确保我国经济信息的安全，特别是我国经济主体中存在大量国有大中型企业，对经济和社会发展具有主导作用。在我国资信评估行业发展的问题上，我们要吸取我国注册会计师行业“以市场换投资”的失败教训，以温家宝总理提出的能够“服务于中国企业走出去”为战略目标，切不可等到若干年之后才发出“做大做强本土资信评级机构”的呼吁和感慨。

3、为民族品牌评级机构提供更好的生存发展空间。在我国目前的债务工具发行制度背景 and 市场需求下，评级机构民族品牌的培育需要时间的考验和经验的积累。在我国评级市场发展时日尚短、主要市场来自政府推动的情况下，民族资信评级机构要做大做强，离不开政府有关部门强有力的支持



支持和指导。(1)在保证不违背市场公平原则的前提下，政府相关部门在政策制定上适度对合格评级机构倾斜，如在相关的监管条例中增加资信评级的制度性安

排;(2)统一认可我国市场上具有一定市场公信力的评级机构的观点并加以采用、适度向合格的评级机构开放评级基础信息;(3)适度保护我国民族评级机构,在引进国际评级机构评级的过程中,推行双评级制度。

上海新世纪公司作为一家民族品牌的评级机构,我们有信心、有能力并愿意与我国其他兄弟评级机构携起手来,共同努力,为我国资信评级行业的发展、为我国债券市场、金融市场的稳定发展作出应有的贡献!

本文系上海新世纪资信评估投资服务有限公司常务副总经理丁豪樑先生在 2007 年 6 月 22 日“中国金融市场发展与前景”高级研讨会上的演讲稿。