

资 信 评 估

credit
rating

(内部刊物, 仅供参考)

主办: 上海新世纪资信评估
投资服务有限公司

地址: 汉口路 398 号华盛大
厦 14F

邮政编码: 200001

电话: (021)63501349

传真: (021)63500872

网址: www.shxsj.com

Email: mail@shxsj.com

本刊编辑部声明: 本刊所刊载全
部内容版权为本刊所有, 非经同
意不得作任何形式转载或复制。
文中所有观点仅代表研究人员
个人看法。

目 录

市场聚焦

- 01 2008 年债券市场发行分析
- 09 2008 年上海市信贷企业资信评级业务市场分析

资信论坛

- 12 让《基本规范》在市场经济中发挥更大作用
- 14 金融危机和信用评级行业发展
- 23 中小企业短期融资券破冰 信用评级实践中前行
- 28 正确认识信用级别与利差的关系
- 32 信用违约互换——企业债券的另类担保
- 35 短融券评级: 主体级别能替代债项级别吗?
- 37 股价变动会影响公司信用等级吗?
- 39 如何评估中小企业的信用等级

行业动态

- 41 独立第三方首度介入企债担保等

法律法规

- 48 我国相关法律法规中对信用评级的要求

新世纪大事记

- 49 新世纪与标准普尔达成技术合作协议等

他山之石

- 52 标准普尔: 工业和公用事业评级方法

Table of Contents

Market Focus

01 Review and Analysis of Bond Market in 2008

09 Analysis of Shanghai Loan Enterprise Credit Rating Market in 2008

Rating Forum

12 Bigger Stage for *Fundamental Criterion* in Market Economy

14 Financial Crisis and Development of Credit Rating

23 Maiden Voyage of Small and Medium-sized Enterprise Commercial Paper Issuing, Credit Rating Advances in Practice

28 Correctly Understand the Relationship between Credit Rating and Spread

32 Credit Default Swap—Special Guarantee for Enterprise Bond

35 Commercial Paper Rating: Can Issuer Rating Replace Bond Rating?

37 Can Change of Stock Price Affect Credit Rating?

39 How to Rate Small and Medium-sized Enterprise?

Rating Trends

41 Independent Third Party Involved in Guarantee of Enterprise Bond for the First Time

Laws and Regulations

48 Rating Requirements of Related Laws and Regulations

News Update

49 Brilliances and Standard& Poor's agreed on technology cooperation

Oversea Exploration

52 Standard& Poor's: Rating Methodology of Industrials & Utilities

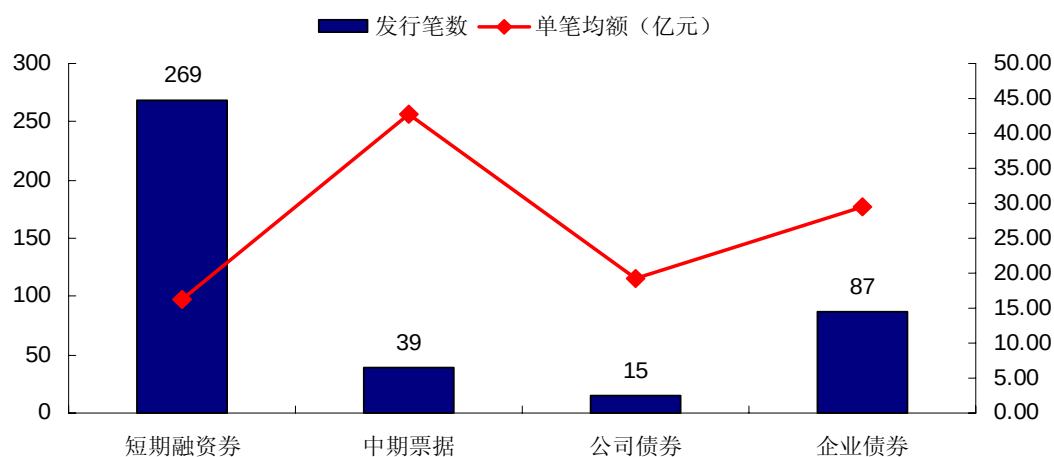
2008 年债券市场发行分析

新世纪研发部

2008 年是很不寻常的一年，从宏观经济角度看，上半年我国经济偏热，在奥运效应和国际油价高企的支撑下，高增长和高通胀并行，人民币兑美元加速升值。进入下半年，尤其是三季度后，国际经济环境发生变化，金融危机影响席卷全球，我国经济增长迅速减缓，CPI 也快速下降。正是受到经济形势的由“热”转“冷”的影响，国家的宏观调控政策在上下半年也有大幅转变，财政政策从稳健转为积极，货币政策从从紧转为适度宽松，三季度开始央行连续五次降息，其中最大的一次降息幅度达到 108 个基点。

从债券市场看，2008 年以来，在股市持续下跌、企业股权融资受阻的情况下，债券融资在央行等主管部门的推动下发展迅速。我国债券市场在原有的国债、政策性金融债、企业债券、公司债券、短期融资券、可转换债券等债券品种的基础上，推出中期票据等新产品，债券品种得到丰富，债券期限结构趋于完整、利率水平日益合理。2008 年全年发行短期融资券 269 期，融资总额达 4338.50 亿元，同比上涨 29.54%；发行中期票据 39 期，总额度 1672 亿元；发行企业债券 87 期，总额度 2573.80 亿元；发行公司债券 15 期，总融资额度 288 亿元。

图表 1：2008 年债券市场主要债券发行情况



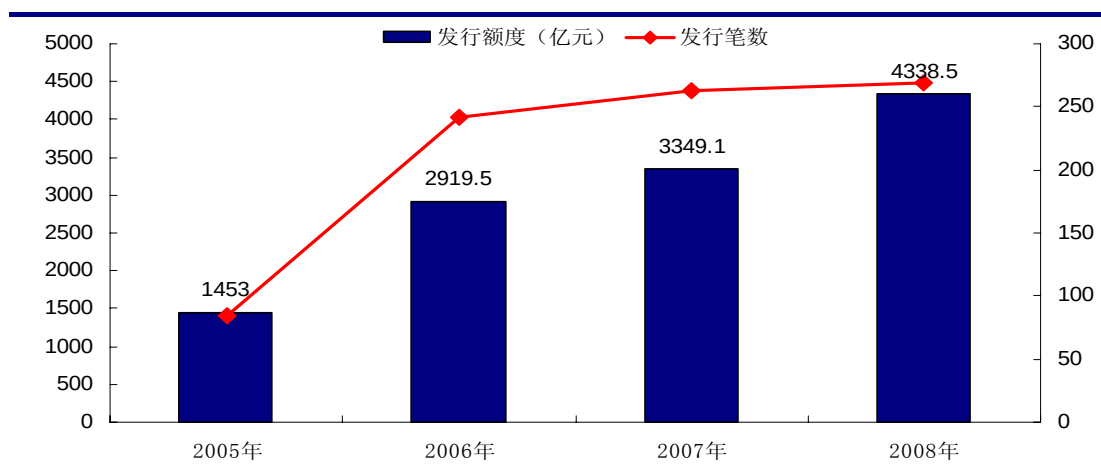
数据来源：Wind 资讯

一、短期融资券

2008 年 4 月 12 日，中国人民银行发布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》（以下简称“办法”），《办法》规定，央行将把债务融资管理中属于自律约束性的、日常程序性的事务移交给交易商协会实

行自律管理。《办法》自 2008 年 4 月 15 日起开始实施，其出台标志着银行间债券市场管理方式的重大转变，短期融资券的发行方式改为采用交易商协会注册、监管机构备案的方式，大大缩短了发行审核的时间，有效推动了短期融资券发行规模的扩大。

图表 2：短期融资券各年度发行情况比较



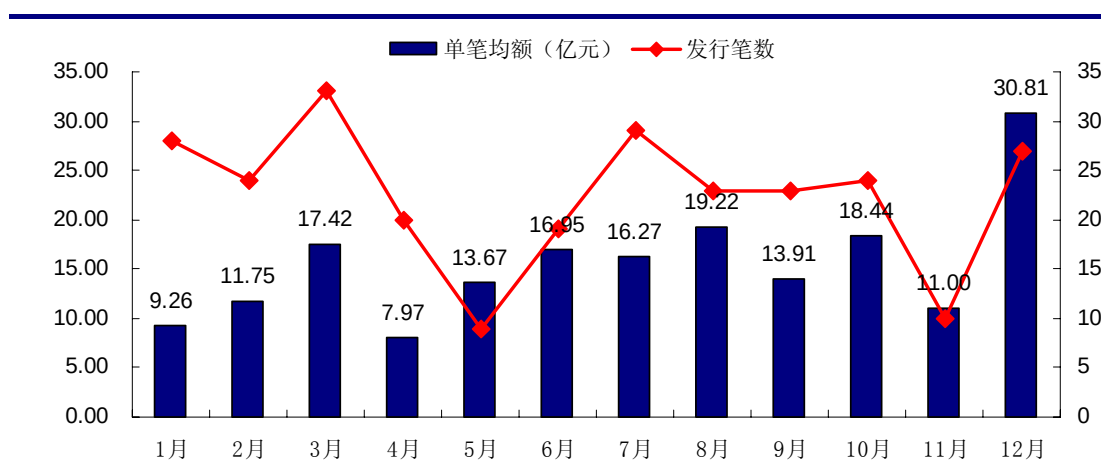
数据来源：Wind 资讯

从各月份发行情况看，由于 4 月份中期票据开始在银行间市场正式发行，至 6 月底市场上共发行了 20 期合计 735 亿元中期票据，期限多为三年期。在资金用途方面，中期票据同短期融资券一样也主要用于企业生产经营活动。因此，中期票据可以看成是期限延长了的短期融资券。由于企业的生产经营资金需求大多以中长期为主，在没有推出中期票据之前，企业大多是通过滚动发行短期融资券来满足中长期资金需求。在中期票据推出后，从融资成本的稳定性等角度考虑，企业更倾向于发行中期票据来融资，这使得 2008 年 4 月至 6 月短期融资券的发行规模较往年有了较大幅度的下

降。随着中期票据发行在第三季度的暂停，7 月份开始短期融资券的发行情况逐步好转，发行规模和发行期数较第二季度有大幅度增加，7 月至 9 月短期融资券的发行规模基本恢复到上年同期水平。进入 4 季度后，虽然中期票据重新开闸，且发行规模大幅增加，但由于债券市场整体融资规模的大幅增长，短期融资券在第四季度的发行规模较往年依然有较大增幅。由于短期融资券的融资用途主要为日常营运资金，因此，发行规模较公司债和企业债等长期债券品种要小很多。从目前市场上短期融资券发行额度整体趋势上看，发行规模在 10 亿元以下的短期融资券依然是市场上最常见的

品种。

图表 3：2008 年短期融资券各月发行情况

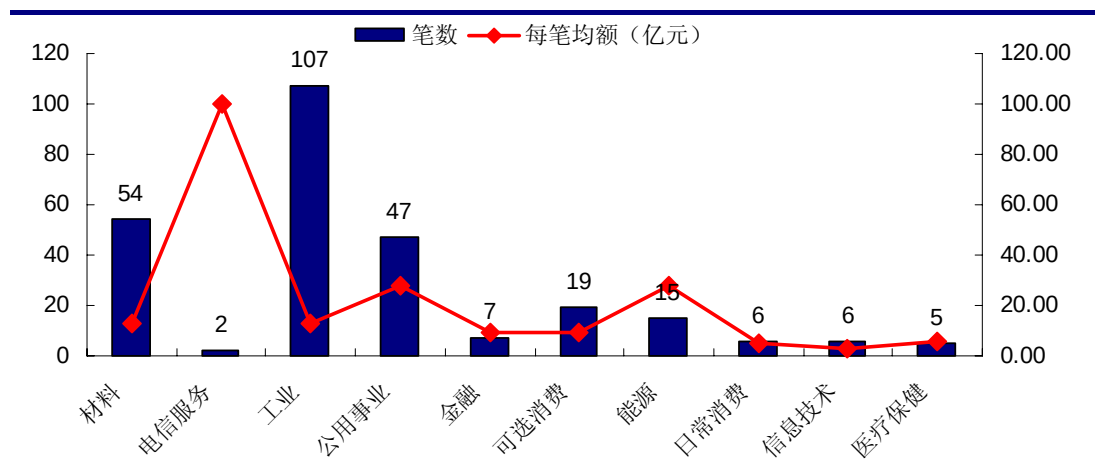


数据来源：Wind 资讯

从短期融资券发行人所属行业来看，2008 年在银行间市场发行短期融资券的企业主要涉及 10 个行业，行业分布集中在工业、材料、公用事业等

领域。由于电信服务、公用事业和能源行业企业一般规模较大，信用状况较好，其每笔平均发行额度较工业、日常消费等行业普遍大。

图表 4：2008 年短期融资券所属行业分布

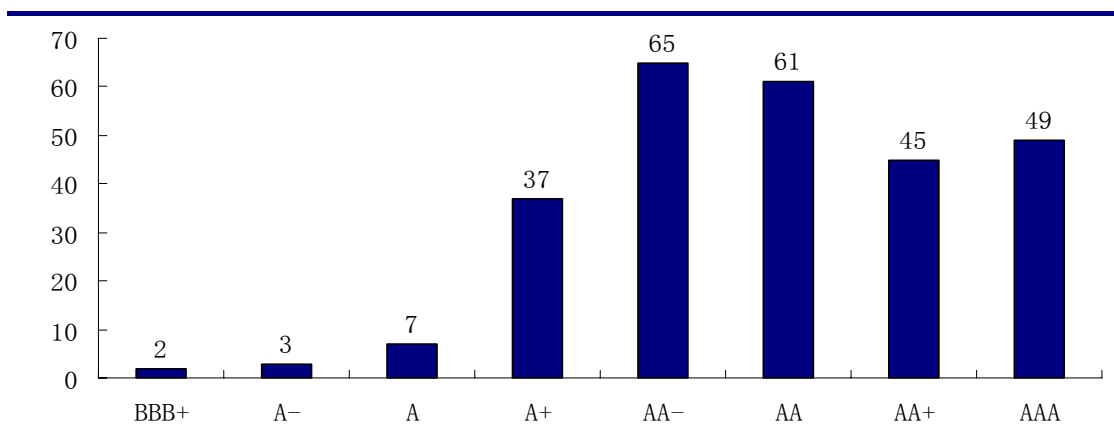


数据来源：Wind 资讯

2008 年为缓解中小企业融资难的问题，中国银行间市场交易商协会启动了中小企业短期融资券的试点工作，银行间债券市场首次发行中小企业短期融资券。由于中小企业抗风险能力相对弱，信用风险大，因此短期融资券市场首次出现主体级别为

BBB+级的企业。此外，部分中小企业为降低融资成本，采用担保等信用增级措施，提升债项评级结果，大大增强了债券对投资者的吸引力，对短期融资券产品的发行方式创新也有所贡献。

图表 5：2008 年短期融资券主体信用等级分布



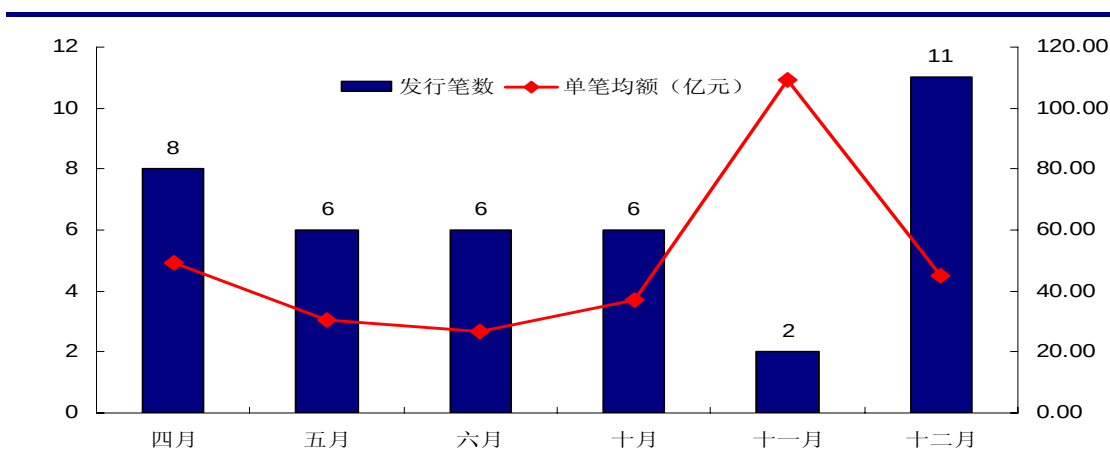
数据来源：Wind 资讯

二、中期票据

2008 年 4 月 16 日，继短期融资券成功推出之后，由人民银行主导的银行间债券市场另一创新性债务融资工具——中期票据业务正式开启，4 月 22 日，首批 7 家发行人发行的 8 只中期票据合计发行规模达 392 亿。所谓中期票据(Medium-term Notes)是指期限通常在 3-10 年之间的票据，目前我国发行的中期票据期限在 3 年至 7 年之

间，以 3 年期品种为主；在资金用途方面，其与目前的短期融资券较为类似，主要用于企业生产经营活动，主要区别在于期限更长。中期票据的推出为企业主体直接融资开辟了一条新路径，补充了短期融资券和企业债券之间的期限空档，丰富了市场的利率期限结构、风险结构及流动性结构，增加了债券市场的层次性和深度。

图 6、2008 年中期票据发行情况



数据来源：Wind 资讯

从目前推出的中期票据的特点来看，其发行方式采用交易商协会注册的方式，较企业债券等其他中长期债

券品种更加灵活，发行流程更简洁。另外，目前已发行的中期票据均为大型央企，信用等级均为最高级别 AAA

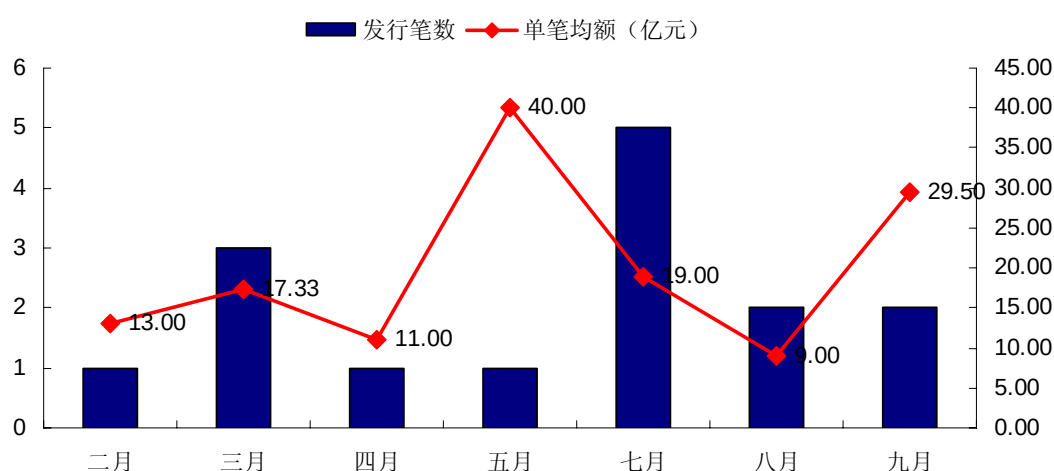
级，中国石油、中国电信等国企巨头均已发行中期票据。从发行主体角度看，中期票据的发行成本远低于同期银行贷款利率，可以有效降低融资成本；而对银行间市场的投资者来说，由于包含了信用溢价，中期票据的利率普遍高于目前市场上同期限的其他投资品种，投资者可以获得更高的投资收益，而信用风险相对较小，因此，

投资者对中期票据的投资也非常踊跃。

三、公司债券

公司债券市场方面，2008 年，共有 15 家上市公司发行公司债，金额总计 288 亿元。其中 4 月份发行的 08 中联债是第一只无担保公司债。截至 2008 年底，市场上存量的公司债券共 20 支，总金额 400 亿元。

图表 7：2008 年公司债各月份发行情况



数据来源：Wind 资讯

中期票据的推出对公司债券的发行量有较大影响，对于需要融入中、长期资金的企业来说，面临着在企业债、公司债和中期票据三种融资工具中做出选择的问题。目前，我国企业债券的发行由发改委核准发行，筹集资金投向要符合国家产业政策和行业发展方向；公司债券由证监会管理，发审委审核；而中期票据则实行交易商协会注册制度。同中期票据相比，公司债券在发行方面存在一定的劣势。首先，公司债券仅在交易所市场发行，还无法进入银行间市场，而我国债券市场的主体仍为银行间市场，

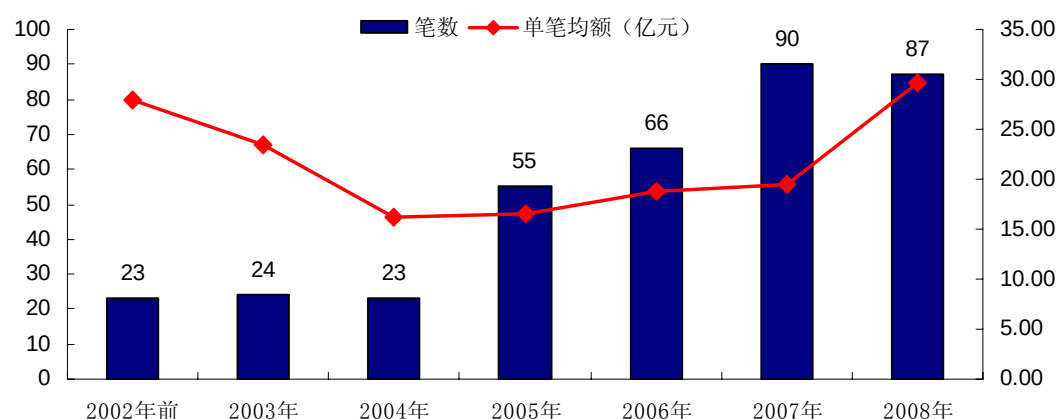
交易所市场在投资者结构上的限制阻碍了公司债的发展。其次，从承销商角度看，公司债主要由证券公司负责承销，中期票据则是以银行为主，银行的网点、渠道布局优于券商，承销能力更强，因此对企业来说会更有吸引力。从图表 7 中可以看出，虽然中国债券市场融资总规模在第四季度大幅增加，但 2008 年 9 月后未有一只公司债券发行。但从金融市场整体角度看，各种债券品种之间的良性竞争，有利于引导市场参与各方的创造性，优化金融资源的配置，从而提升中国金融市场的整体效率。

四、企业债券

企业债券市场方面，2008 年 1 月 2 日，经国务院同意，国家发改委发布《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》，对企业债券发行核准程序进行改革，将先核定规模、后核准发行两个环节，简

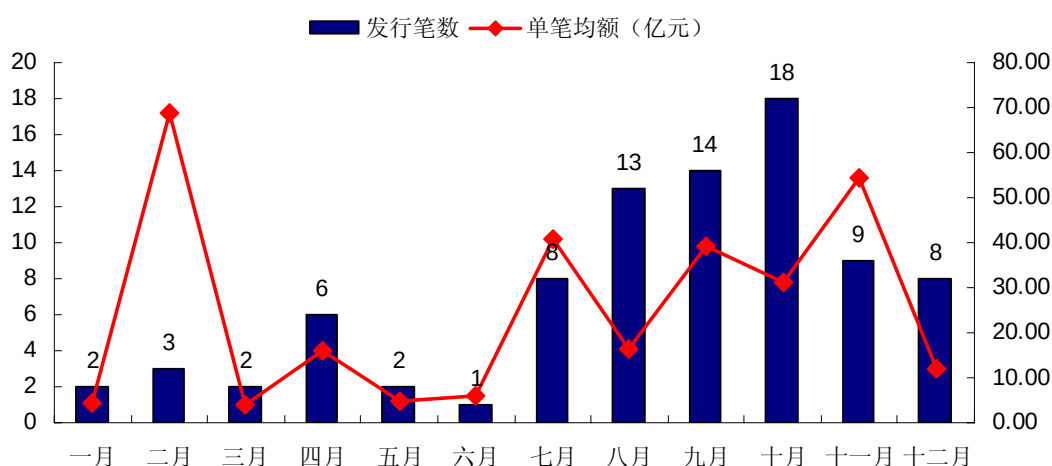
化为直接核准发行一个环节。发行程序的简化和发行人对长期债务融资的需求使得企业债的发行规模快速扩张，在 2006 年首次突破千亿元，2007 年达到 1752 亿元后，2008 年发行量达到 2574 亿元。

图表 8：1999-2008 年企业债发行情况



数据来源：Wind 资讯（其中 2002 年前包含 1999-2002 年数据）

图表 9：2008 年各月份企业债发行情况



数据来源：Wind 资讯

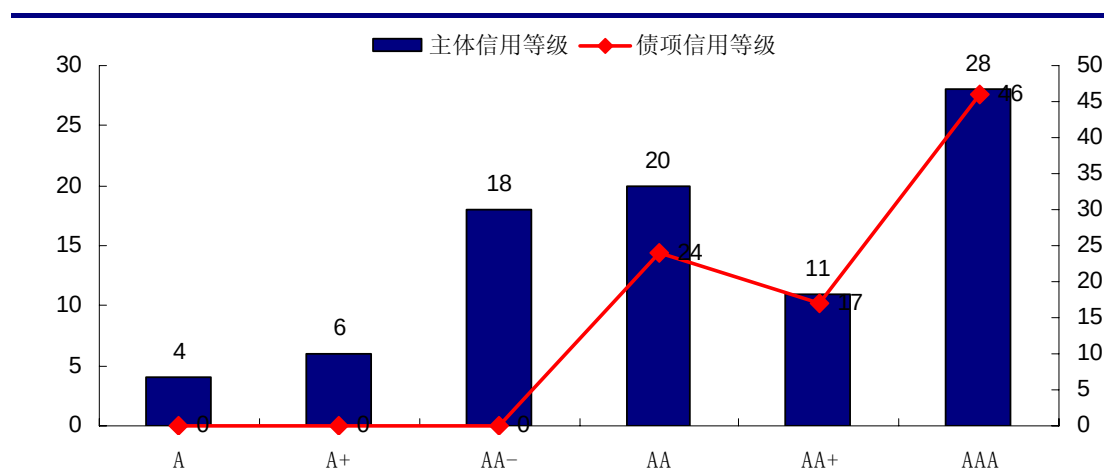
由于我国企业债券的发债主体主要为国有企业，筹集资金几乎都投入于政府部门批准的投资项目。从政府

信用支持的特点来看，企业债券在中国具有准市政债券的特点，这就决定了中国企业债券主体信用等级普遍较

高，且其发行规模与政府宏观调控意图密切相关。在债项信用等级上，由于2007年银监会出台了禁止商业银行对企业债券进行担保的文件，2008年企业债券市场出现了多种信用增级方式来提高债项信用等级，以降低发行成本，减轻发行难度。主要的信用增

级方式包括外部担保，股份质押、其他资产质押以及偿债基金等，同时也出现了无担保的企业债券，这对我国信用评级机构的评级技术体系提出了新的要求，也有利于我国评级机构提高评级方法，探索不同信用增级方式对债券的增信作用。

图表 10：2008 年企业债券主体信用等级和债项信用等级分布情况



数据来源：Wind 资讯

债券市场是资本市场的重要组成部分，扩大债券发行规模，发挥债市融资功能，提高市场效率已经成为共识。2008年12月13日，《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》正式出台，该意见明确指出：“扩大债券发行规模，积极发展企业债、公司债、短期融资券和中期票据等债务融资工具。优先安排与基础设施、民生工程、生态环境建设和灾后重建等相关的债券发行。积极鼓励参与国家重点建设项目的上市公司发行公司债券和可转换债券。稳步发展中小企业集合债券，开展中小企业短期融资券试点。推进上市商业银行进入交易所债券市场试点。研究境外机构和企业在境内发行人民币债券，允许在内

地有较多业务的香港企业或金融机构在港发行人民币债券。完善债券市场发行规则与监管标准。”

在国家“保增长”的大背景下，在管理层的大力推动下，进一步提升直接融资将处在一个比以往更加重要的位置。大力发展债券市场，扩大债券发行规模，不仅对拓宽企业融资渠道以及提高企业投资效率意义重大，而且对资本市场来说，既可以优化融资结构，也可以丰富投资品种。而当前适度宽松的货币政策和积极的财政政策也为扩大债券发行规模提供了良好的契机和基础，在利率下降的大背景下，企业债务融资成本会大幅降低，这更有利于企业加大债券发行。据中央国债登记结算公司预计，2009年的

企业债发行规模将达到 2600 亿，但考虑到中期票据对企业债市场的冲击，该数据有一定的不确定性。该机构同时预计，如果不受到政策性因素的制约，2009 年中期票据的发行规模将比今年大幅放大，有望到达 3000-4000 亿左右。相对而言，2009 年短期融资券的发行规模有可能缩小。

在债券市场大规模扩容的同时，我们也应注意到，在目前全球经济形

势尚未出现转机的情况下，企业通过发行债券直接融资所带来的风险问题仍然是市场各方，特别是信用评级机构应关注的焦点。此外，在解决企业融资困难的同时，如何通过有效担保、资产抵押等信用增级方式提升债券吸引力，也将成为伴随创新企业债务融资方式中需要关注和着重解决的问题。

上海市信贷企业资信评级业务市场分析

新世纪研发部

上海市贷款企业信用评级业务试点工作伴随着中国经济的快速发展，已经走过了十一年的发展历程。在中国人民银行上海总部的指导，以及金融机构和评级机构等相关部门的合作下，上海市信用评级市场健康有序发展，建立了良好的信用秩序，有效的防范了信贷风险，为上海市征信体系建设，创建金融安全区发挥了积极的作用。

一、上海市贷款企业资信等级评估工作逐步推广

近年来，上海市借款企业评级工作取得了阶段性进展，参评企业数从 1998 年的 143 户发展到 2008 年的 4157 户，数量为历史之最。2008 年度参评企业仍以大中型企业为主，在各自所属行业都具有较强的代表性，其评级结果能在很大程度上反映其所处行业的整体经营状

况。

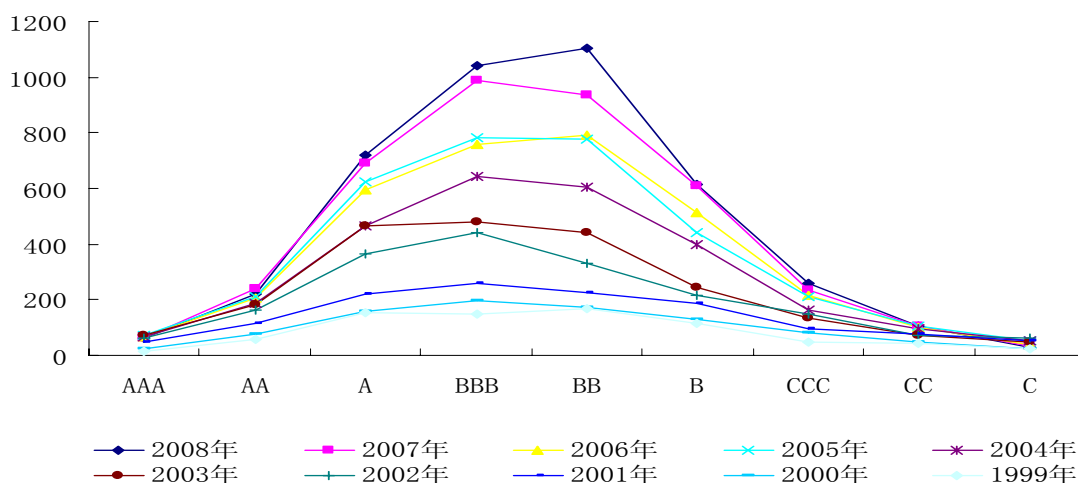
1、级别分布

1999~2008 年贷款企业资信评级等级分布图见图表 1。从图中可以看出，资信评级结果总体上呈现出“中间大、两头小”正态分布，且随评级工作的逐步开展，参评企业数量的增加，正态分布的趋势表现得更为明显。评级结果的分布状况与上海借款企业当前的实际资信等级状况基本相符。

等级分布的日趋合理化显示上海资信评级机构在评级理念、评级方法、评级指标体系、执业标准等方面都在不断完善、提高，能较真实的揭示借款企业的信用风险。

2008 年参评企业中达到投资级（BBB 级及以上级别）的企业有所增加，但投资级企业所占比例稍有下降。2008

图表 1: 1999~2008 年上海市贷款企业资信评级等级评估结果分布图



年上海市评级企业中有 2043 家企业达到投资级，占比 49.15%，低于上年的

图表 2：1999-2008 年贷款企业资信等级评估结果分布表

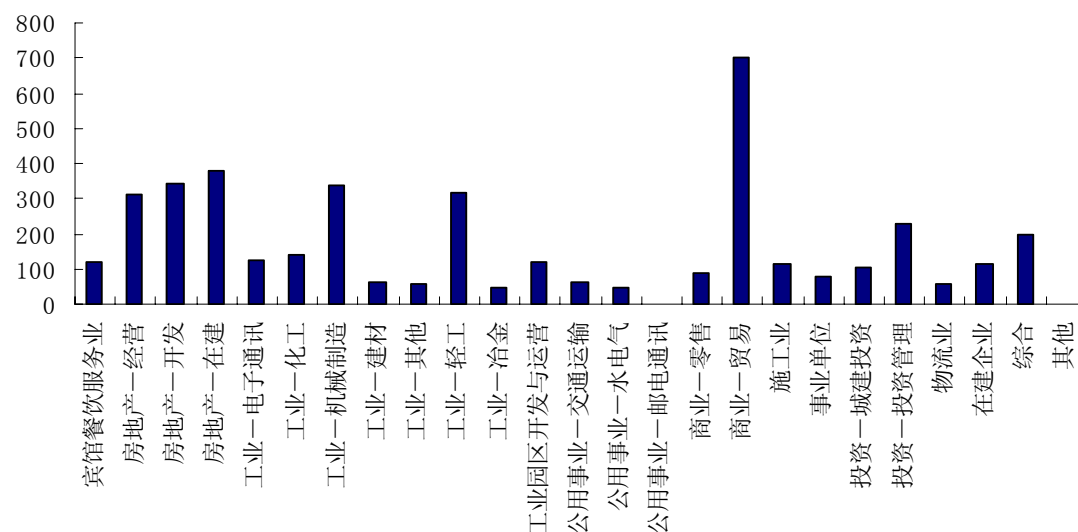
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	合计
2008 年	61	222	720	1040	1105	615	258	107	29	4157
2007 年	62	239	692	990	937	609	233	105	34	3901
2006 年	69	207	595	760	790	515	215	100	39	3290
2005 年	70	209	622	781	778	442	210	106	52	3270
2004 年	69	189	465	644	605	399	164	96	54	2685
2003 年	71	182	467	478	441	244	133	73	47	2136
2002 年	61	164	364	440	333	217	150	73	62	1864
2001 年	47	116	220	259	228	188	97	76	54	1285
2000 年	26	77	160	195	175	132	83	46	22	916
1999 年	14	59	153	151	170	116	47	44	22	776

2、行业分布

参加上海市贷款企业资信等级评估企业的行业分布广泛。按照多年以来的评级实践经验和评级指标体系版本的不同，将所有企业归类为 24 个具体的行业。其中工业分为电子、化工等 7 个子

行业，房地产行业则细分为房地产经营、房地产开发、房地产在建三个子行业。从参评企业来看，房地产、贸易、机械制造及轻工类企业占比较大，具体行业类型的评级分布统计如图表 3 所示。

图表 3：2008 年上海市贷款企业参评企业行业分布图



二、企业集团信用评级逐步扩大

中国人民银行上海总部根据市场需求，加大对集团企业评级的推进力度。2008年上海市评级机构共完成42家集团企业信用评级报告，其中商业银行主动委托评级公司出具风险评价报告的集团企业达到28家。评级报告挖掘了目前银行高度关注的关联企业风险、集团授信额度、集团企业风险诊断等内容。企业集团的评级工作促进了信用评级质量的提高和评级机构市场声誉的建立。

三、稳步开展担保机构信用评级工作

为更好发挥担保机构在缓解中小企业融资难问题中的作用，在中国人民银行上海总部的领导与推动下，2008年上海评级机构共完成30家担保机构的信用评级工作。评级工作领导小组的成立加强了担保机构评级工作的组织实施。商业银行参与评级报告的需求设计，并与评级机构进行业务协调、完善评级指标体系。且考虑到下半年经济形势的变化，评级机构对经营、代偿能力发生重大变化的担保

机构跟踪分析与预警，并出具跟踪评级报告，以及时、动态的反映担保机构的信用状况。担保机构评级工作的开展，不仅有利于商业银行进行风险控制，同时也对全国担保机构评级的积极推广积累了宝贵的经验。

四、商业承兑汇票评级试点工作展开

目前上海市商业承兑汇票的信用评级工作处于探索与试运行阶段。人民银行上海总部结合上海的实际情况，积极研究现阶段开展商业承兑汇票评级的途径与方法。2008年上海市评级机构对票据贴现金额较大的300余家企业进行了商业承兑汇票信用评级试点工作，以票据贴现方作为突破口，将商业承兑汇票信用评级与信贷企业主体评级、集团企业信用评级密切结合，评级公司实地调研调查真实贸易背景，获取受评企业的票据信息，在企业主体评级体系基础上强化评级企业的短期信用风险分析。商业承兑汇票评级试点工作的开展推进了信用评级市场的健康发展。

编者：2008年6月28日，财政部、证监会、审计署、银监会、保监会五部委联合发布了我国第一部《企业内部控制基本规范》。新世纪公司总裁朱荣恩教授作为内部控制专家受邀参加了《企业内部控制基本规范》的修订工作，并就该规范在相关会议上发表了重要观点。下文系朱荣恩教授的发言稿，发表于7月25日的《中国财经报》。

让《基本规范》在市场经济中发挥更大作用

朱荣恩

一、《基本规范》是我国改革开放三十年来在会计领域取得的重大成果之一。

从中国在会计领域走过的道路看，内部控制具有典型的标志。1997年，中国注册会计师协会颁布了一个准则，即《内部控制和审计风险》，首次提出了内部控制概念；1999年，新的《会计法》第二十七条将内部控制的本质写进了法律，第二十七条的四句话可以概括为：责任分明、授权批准、财产完整、内部审计；2001年，财政部根据第二十七条制定内部控制的规范，对单位内部会计控制的目标、原则、内容等做出了原则规定。此后，相关的内部会计控制具体规范纷纷出台，渐成体系。可以将这段历史称作是内部控制法规规范的推进期。

2006年1月，财政部发起成立了企业内部控制标准委员会，之后仅用了两年的时间，就做出了卓有成效的工作，并发布了中国第一部《企业内

部控制基本规范》。可以将这段时间称作内部控制实务规范的推进期。

二、《基本规范》是中国会计界继会计准则后又一项与国际趋同的成果，是我国由计划经济向市场经济转变的一个重要标志。

会计和内部控制是市场经济中非常重要的基础设施。在计划经济向市场经济转变的进程中，我们需要用会计和内控作为标准进行操作。现在有了这样两个基础设施，我们的市场经济就可以更快地发展。

以资信评价领域为例，为企业发行债券提供等级评价的核心技术是偿债能力和偿债意愿，而原来计划经济下的会计准则对此往往难以适应。会计准则的改革，公允价值的应用，为现实成本偿债能力奠定了良好的基础。现在，《基本规范》的出台又为评价企业管理能力或者叫偿债意愿提供了一个机制。可以说，中国已经完全具备了市场经济资信评价的基础设

施，为开展相关工作提供了极大的便利。

三、《基本规范》的发布对会计、审计等领域影响深远。

《基本规范》发布对会计、审计等领域的影响主要表现在四个方面：

1、提升企业会计管理水平；2、拓展注册会计师职业领域；3、提高会计人员素质和能力；4、丰富会计、审计教学领域。

如何提高会计人员素质和能力是人们经常谈论的话题，尤以会计人员如何成为 CFO 引人关注。CFO 这个位置是要靠会计人员的作用来体现的，而会计人员的作用主要是靠自己的境界和眼界来体现的。很多会计人员以前处于会计核算、分析、检查这个层次，而内部控制为会计人员提供了一个更高的平台，会计人员只有为企业创造出更大的价值，企业才能给会计人员一个相应的价值定位。有理由相信，《基本规范》将进一步提升会计人员在企业中的能力和地位。

四、落实《基本规范》任重道远。

与会计准则相比，《基本规范》更多的是理念、要素、结构，它的落地难度大、评价难度大；它与现行的企业管理体制有一个相适应的过程，如何把内部控制的五个要素框架与党纪管理、行政管理、业务管理、财务管理加以融合，是我们面临的一个课题。中国石化、中国神华、青岛啤酒等实务单位的经验，给我们解决这些问题提供了很好的启发。

另外，如何进行有效的成本效用评价，解决企业内部控制如何实施的内在动力问题，也必须引起高度重视。财政部内部控制标准委员会正在针对上述问题开展一系列的准备工作，其中包括建立起《基本规范》向实务应用的桥梁，即应用指南或指引以及一些案例说明，这是一个很好的举措。

综合起来说，现在所颁布的《基本规范》是我国监管部门、理论界、实务界通力合作的结晶，我们要珍惜它、爱护它、完善它，让它在市场经济的环境中发挥更大的作用。



金融危机和信用评级行业发展

丁豪樑 应娟 袁敏

金融危机从 2007 年美国次贷危机开始，到两房事件、多家金融机构破产、7000 亿美元的美国金融救援计划，再到澳大利亚、欧、亚、拉美，及众多亚洲国家纷纷向金融机构注资，以至于到召开全球金融峰会寻找对策，此次金融危机终于酿成了波及全球的金融大海啸。

从金融危机的直接诱因来看，是美国宏观经济因素发生了重大变化，而次级债券则是引起本次金融海啸的导火索。

进入 21 世纪以后，伴随着网络科技泡沫的破灭和 911 事件，美国经济进入调整期，政府通过宽松的货币政策刺激经济走出困局，但随之产生通胀泡沫。伴随着美国经济走出低谷，美联储从 2004 年 6 月开始进入加息周期，到 2006 年 7 月，美联储经过 17 次升息，将联邦基金利率提高到 5.25%。而在此期间，美国的房地产市场出现了拐点。房价的下跌、高企的利率使得美国的住房抵押贷款中的次级抵押贷款出现大规模违约，贷款公司纷纷破产，住房贷款转移给了银行，银行为了减少损失，将抵押的房屋收回并拍卖，而住房市场一路下跌，使银行也遭受了巨大损失。

而从金融危机的辅助诱因来看，则是美国在证券化道路上走得太远。

美国房地美、房利美向购房者提供信贷后，由于信贷规模远大于资本金，资金缺口部分就以购房者支付的按揭款作担保发行债券（MBS）。同时银行等债券购买方将各类债券（如 MBS、ABS）进一步打包为 CDO 等更为复杂的产品。由于担心购房者还不起款，债权人又通过购买保险、以信用违约互换（CDS）方式卖出。基础资产违约率的上升导致 MBS 的下跌，评级机构下调各类次贷相关产品的级别使次级债券市场雪上加霜，CDO 也随之大幅下跌。银行自身也持有大量的 CDO 产品，蒙受巨大损失；而投资银行、对冲基金在投资大幅缩水和债权人紧缩信贷的两面压力下出现流动性危机而大量破产。另外，以保险公司为主的各类金融机构还创造了 CDS 等信用衍生品市场，为以结构金融产品为主的各类信用产品做担保，从而将信用市场危机传导给了保险公司。复杂的衍生产品和对冲基金的杠杆交易极大地放大了风险，加之金融体系的风险控制机制不健全，信用评级机构也难以很好地预测和发现风险，金融市场上受到的震动远大于次级抵押贷款违约带来的初始破坏力。

在这次金融危机中，三大评级机构标准普尔、穆迪、惠誉由于未能有效提示证券化产品的信用风险而处于

风口浪尖之上。早在 2007 年 7 月，美国众议院就要求信用评级机构向投资者提供更多有关如何进行信用风险计算的信息。2008 年 1 月，英国、德国、法国和意大利领导人联合发表声明，敦促信用评级机构在告知投资者有关结构性金融工具的内在风险上要做得更好，否则各国政府将考虑通过管制来迫使这一问题得到解决。除了监管机构，媒体的相关批评声也此起彼伏，他们认为评级机构很少受到监管，未能及时向投资者提示结构性金融产品蕴涵的风险，没有起到很好的风险揭示作用；信用评级机构对金融风险反应迟钝，而在问题出现后评级机构又不约而同地采取降级行动，并在短时间内对大量次贷产品进行降级，“恰好向次贷危机的核心插了一刀”。



评级机构应承担全部的责任吗？

从国际三大评级机构在本次金融危机中的表现来看，评级机构对危机负有一定的责任，这主要体现在以下两点：

第一，评级机构过多参与到结构性融资产品的设计之中，而此类产品

的评级本身困难很大。评级机构在进行信用评级的同时提供有偿的结构化设计服务，结构性金融产品是设计用于满足不同投资者偏好和投资期限要求的，这与传统的金融工具不同，因为结构性产品本身在出售之前就可能已经为每个层级设计好了级别（以满足投资者的偏好）。在对结构化产品进行信用评级的同时，国际三大评级机构通常与承销商共同设计此类债券，对次级债券的分层、信用增级等提供建议，从而收取相关费用，这就带来了利益冲突。这种冲突类似于独立审计中的自我评价，会影响评级机构独立公正的评级立场。因而评级机构易低估次贷产品风险，给出偏高的信用评级，从而助长市场对该类产品的乐观预期和非理性追捧，埋下风险隐患。

第二，评级机构对评级结果调整滞后且调整幅度偏大，从而放大对市场的冲击。事实上早在 2006 年次贷危机就初现端倪，但评级机构没有提醒投资者关注，到 2007 年上半年，还只有少数表现最差的次贷证券产品交易被降级，评级机构对 2006 年间发生的表现较差的交易绝大多数保持沉默。而随着危机的加深，评级机构对特定的结构性产品降级太快。如三大评级机构仅在 2007 年 7 月 9 日这一周就对数以千亿美元的结构性融资产品进行了级别调整。在如此短的时间内对那么多的证券进行级别调整，引起投资者的广泛质疑，尤其是降级的范围之广和幅度之大，使得投资者对评级机构所发布的 RMBS 和 CDO 级别丧失了

信心。此外，在没有预警信息的情况下三大评级机构在短时间内对大量的次贷产品降低信用级别，使投资者因债券级别下降无法满足相关监管要求而低价抛售这些债券或者不得不补充超额的流动性，流动性进一步趋紧，市场预期加速恶化，这又促使评级机构采取进一步的降级措施，形成一个恶性循环的过程。

当然，将本次金融危机全部的责任推给评级机构是不合理的，也是不符合实际情况的。次贷产品结构复杂，参与者众多，评级机构作为参与者之一，仅活跃在其中的某些环节。因此，我们需要正确看待信用评级机构在金融危机中的责任。

客观而论，“金融危机”属于系统性危机，所有的参与者或多或少均难辞其咎，将评级机构列为“罪魁祸首”有失公允。危机的重要根源在于华尔街贪婪的投资文化，作为次贷产品交易链中承上启下的商业组织，评级机构很难在集体发烧的环境下独善其身。

此外，在理解信用评级机构对金融危机负有的一定责任时，还必须结合评级业务特性注意到以下三点：

首先，评级机构是为投资者服务的，但其评级结果有时又为监管部门所用，因此用恰当的制度和监管来规范评级机构的活动是很有必要的。最初评级机构的出现是单纯为了给投资者提供有用的风险信息。经过百年的积累，评级机构树立了其市场公信力，评级结果也逐步为监管部门所认可，

有时会作为重要的监管指标来监督金融机构。如规定银行、保险公司、养老基金不能购买低于一定信用等级的债券，以及金融机构资产组合的质量由外部评级机构来测算等，这无形中将一个民间中介服务机构的私权转化成了公权。纽约某投资公司结构性金融部门的 Arturo Cifuentes 博士如此比喻：“好比政府计划在华盛顿建一栋高楼，却任命一家私人公司来定义高楼的标准，那么高楼究竟应该是 5 层还是 10 层呢？”而投资者和监管者的利益诉求并不完全一致，在缺乏制度保障和有效监管的情况下，评级机构的私权和公权容易发生错位，评级活动的独立、公正、客观的工作立场比较难以保持。

2006 年美国出台的《信用评级机构改革法案》及其实施规则填补了美国信用评级行业监管体制的空白，但仍未解决诸多根本性问题。例如，法案对信用评级行业利益冲突的规制非常有限，评级机构对结构性融资产品构建的直接参与基本不受法案限制。此外，即使评级失真，评级机构通常也无需承担相应的法律责任，因为其评级只代表评级机构自身对次贷产品信用风险的“看法”，而非投资建议。也许正是在这样的监管环境下，三大评级机构才毫不吝啬地将大部分次贷产品评为“AAA”级。

其次，评级机构基于假设，利用模型以及职业判断对债券未来的偿付情况进行评级，这种预测的业务性质决定了其不可能百分之百的准确。评

级机构在信用评级过程中依赖基础数据，并使用较多的假设和判断。从运行机制上看，评级结果一定程度上与历史数据相关，但在复杂的结构性金融产品中，评级机构往往依赖发行机构或者贷款机构提供的基础数据。评级假设和模型的应用使得评级结果存在模型风险，尤其是当这些模型和假设参数未经过完整的经济周期检验的情况下，风险更大。正如美联储前主席格林斯潘在 2008 年 3 月撰文指出的那样，“从数学意义上讲堪称一流”的模型也无法捕捉到驱动全球经济的全部主要变量，更难以预测出金融危机或经济衰退的出现。当经济环境相对稳定时，评级稳定性较高。而在金融危机中，贷款发放时借款者的信用造假、贷款发放标准的降低以及银行间隔夜拆借利率迅速上升让再融资越发困难等客观因素加剧了危机的发生，从而使外部经济形势和借款人行为发生重大转变。住房抵押贷款不断恶化的情况出乎所有人意料，包括评级机构、华尔街投行等。

再次，信用评级机构对级别的调整是非常慎重的。一般情况下，对于那些非“信心敏感型”的金融企业来讲，评级机构更关注的是企业的基本面，而不会被企业股票价格或市场的不断变化牵着鼻子走。评级分析师会尽量避免因为市场的风吹草动就立刻采取行动，因为有些事件的发生或现象可能仅仅是市场的惯性所致，而非真正的信用风险变化趋势，评级机构一旦对此类信息过于敏感，就会显得

缺乏必要的专业性；此外，如果分析师在负责发布初始级别的同时负责监控，则更不愿意随便改变级别，因为在形势不够明朗的情况下，太快对初始级别做出降级处理会导致投资者对评级质量的质疑。评级机构在进行级别调降之前都要经过持续的关注、深入的分析以及评级机构内部大量的讨论。没有对级别进行公开调整并不意味着评级机构内部没有对此类风险加以关注。

不过，随着“金融危机”的不断蔓延，三大评级机构在全球资本市场上呼风唤雨的“美好时光”或将一去不再。在全球投资者不得不为美国次贷损失“买单”的同时，三大评级机构也终将为其“次级”表现付出代价。欧洲证券管理委员会、SEC 等监管部门已陆续展开对信用评级机构的调查，而一些损失惨重的大型机构投资者也做好了提起诉讼的准备。



监管机构和评级机构的相关措施

面对危机的重大影响，监管部门也意识到了信用评级机构职能的冲突以及对市场的重大影响，陆续对信用评级机构展开了一系列调查，且 2008

年以来监管力度明显加强。在 2008 年 4 月底的参议院听证会上，美国证券交易委员会（SEC）主席克利斯托夫·考克斯（Christopher Cox）明确提出要对信用评级机构强化监管，详细阐述了可靠、透明和竞争三方面的举措。5 月 26 日 SEC 表示已着手调查标普、穆迪和惠誉等三大信用评级机构，调查内容包括利益冲突、评级方法、评级程序、信息披露等多个方面。

2008 年 6 月 11 日，SEC 举行公开会议，旨在讨论信用评级机构改革方案，并公布了改革方案的第一和第二部分，从利益冲突、信息披露、内部管理及商业惯例这四个方面进行规范。方案分三部分，会议对前两部分进行了投票表决，最终克利斯托夫·考克斯等 2 名委员投下了赞成票，由于有投票表决权的 SEC 委员只有三位，且均来自共和党，这也就意味着该方案的前两部分已经获得 SEC 管理层的首肯。方案第一部分共有 11 条措施，最主要的是拓宽评级机构信息披露的范围，以及杜绝个人从评级中获得利益，其中意义尤为重大的是一一“未接受发行方聘请的信用评级机构，有权力得到评级所需的基础数据和信息并向外界提供证券化产品评级”，这将有助于增加整个信用评级行业的竞争，并有利于投资者比较同一个产品的评级。方案的第二部分是更改现行评级方法，要求信用评级机构将结构性金融产品和债券区别对待，而非用同一套测评模型。方案的第三部分进一步明确信用评级机构扮演的角色，

并在其后 6 月 25 日的会议中进行了讨论。SEC 就该改革方案进行公开征求意见，要求各方的意见在方案公告之后的 30 天内提交。

经历了长时期的调查后，2008 年 7 月 8 日 SEC 发表报告指出，评级机构虽然制定了内部政策和程序，但在对次贷产品进行评级时，三大评级机构都存在着违反内部程序的行为，表现为主要评级分析员参与收费讨论，构成利益冲突。除了 SEC，美国的司法部门也展开了对评级机构的调查。欧盟委员会和欧洲证券监管机构自 2007 年 9 月也开始对评级机构进行调查，致力于出台针对三大评级机构的监管措施，并酝酿建立欧洲本土的评级机构。

在危机中，各家评级机构也对自身的内部管理、评级方法、信息披露等多个方面进行了自查，部分评级机构还针对危机中暴露的不足制定了相应的改进方案并向外部进行了公告，以逐步挽回市场声誉。

2008 年 2 月 7 日，标准普尔公布了 27 条改革措施，主要集中在四个方面：公司治理、分析方法、信息披露和投资者教育。“公司治理”有 8 条措施，旨在增强评级流程的完整性和处理潜在的利益冲突问题，如新设“申诉办公室”专门处理发债人、投资者、雇员和其他市场参与者对标准普尔提出的潜在利益冲突以及分析与治理流程的相关问题，聘请外部公司定期对标普的合规性和治理流程进行独立性评估，分析师定期轮换等；“分析方法”

有 4 条措施，旨在提高评级分析水平，得出更适当的评级结论；“信息披露”方面有 10 条措施，旨在向市场参与者增强评级信息披露的透明度；“投资者教育”旨在更有效地对市场参与者展开信用评级方面的教育。

2008 年 7 月 8 日，SEC 公告的调查报告同时指出，三大评级机构已允诺将就相关问题进行整改。标普公司也于当天表示，将继续采取切实有效措施，增加评级程序的开放度和透明度。



相关改进措施实施的几点关注

监管部门和评级机构相关改进措施的实际效果有待时间的检验。就具体的改进措施而言，以下几点值得关注：

第一、利益冲突和内部管理。保持独立、客观、公正的立场对信用评级机构至关重要，评级机构必须建立完善的管理制度，加强制度执行力，解决利益冲突问题。信用评级机构应高度重视自身的信誉，形成评级信誉第一、评级质量至上的企业文化，在组织结构设置、业务流程、人员任用和业绩考核等各个方面考虑潜在的利益冲突，建立健全相关制度，强化制度执行力。如在评级业务和其他服务之间设置防火墙，隔离业务承接和级

别评定，有利益冲突人员无投票表决权，设立专门部门和人员进行风险评估等。

第二、信息披露和评级透明度。加强信息披露，提高评级透明度，能够对评级机构形成有效的市场监督，促进评级机构更好地发挥风险揭示的作用，提高评级市场的运行效率。对此，三大评级机构和 SEC 等监管部门均出台了相关的措施。如 SEC 提议对相关规则进行修订，要求披露在结构性融资产品评级中，分析人员是如何评估发起人的资产质量在决定一个信用级别中发挥的作用；评级机构必须保存最终级别和通过应用模型得出的信用级别发生实质性差异的说明；NRSRO 成员 100%披露他们目前的“发行方支付的信用评级”的评级历史数据等。针对我国实际，我们建议对复杂的结构化产品实行双评级，另外还可以通过鼓励主动评级等方式增强信息披露。但对于 SEC 提出的公开评级模型等关键技术，我们不敢苟同。评级机构的价值在于通过对基础信息的搜集、加工和分析，为广大投资者提供有意义的信息服务，评级技术的好坏直接关系到其提供的信息的质量。而评级模型作为评级技术的载体，是评级机构的核心竞争力，应该受到保护。美国 2006 年 9 月 29 日出台的信用评级法案(The Rating Agency Act)曾规定评级模型可以作为商业机密受到保护。就我国而言，信用评级机构尚处于发展初期，公开评级模型必将对我国的信用评级行业产生冲击。

第三、评级监管。评级机构在职能上的内在冲突，不但要求评级机构自身强化内部管理，而且需要外部监管机构进行有效的监管。监管部门通过制度的制定和定期不定期的检查，确保评级机构与债券发行人、债券承销商、投资者之间不存在利益关系。针对结构性金融产品的复杂性和特殊性，设置有别于一般企业债券的监管措施和要求。

第四、评级收费。在信用评级百年的发展历程中，市场竞争选择了发行人付费的盈利模式。虽然根据“谁受益谁付费”的原则，投资者从评级机构的风险揭示中受益，本应由其承担评级费用。但从现实角度看，向投资者收费存在一定的困难。由于投资者种类繁多，既有机构投资者，也有社会公众投资者；既有当前投资者，也存在潜在的投资者。因此，向投资者收费的执行成本较高。此外，评级行业最终提供的产品是评级报告，具有一定的外部性和公共品特性。信息产品的内在属性决定购买双方信息的不对称。一旦购买方了解了一定的信息，则信息产品的价值将锐减。若评级机构通过向投资者出售信息产品获取收入，则需要知识产权保护、网络信息安全等一系列配套法律法规的保障，以及制度执行中相关细节问题的规范和约束。因此，虽然发行人付费的模式因利益冲突受到了一定的批评，但考虑该种收费方式的优点、对评级结果的实证影响以及评级历史表现，发行人付费仍应该是目前的主流

选择。对于次贷产品发行后评级机构还可能得到一部分提成、只有被投资银行选中的评级机构才能获得评级收入等情况，就需要采取必要的措施来规避其中的利益冲突。



我国信用评级行业发展的对策和建议

近年来，我国的经济发展保持了较快的速度。随着我国经济体制改革的进一步深化，金融市场和证券市场日益繁荣，企业的投资欲望和资金需求都很旺盛。要满足日益扩张的资金需求，借贷市场、企业债券以及资本市场的发展至关重要。而要对信用市场进行规范，信用评级就有着不可替代的作用。

为保证我国评级行业的健康发展，立足国际信用评级行业监管的现状并结合我国的实际情况，可以考虑从以下几个方面确立监管的原则：

第一、借鉴国际经验确定几家全国认可的信用评级机构，并对其进行

严格的监管。从国际上看，信用评级是一个相对垄断的行业。以美国为例，绝大多数的信用评级业务主要由三大 NRSRO——穆迪、标准普尔和惠誉所垄断。2002 年的美国金融职业师联合会的调查问卷显示，大多数发行短期债务的公司接受来自穆迪和标准普尔公司的评级（每家公司至少 90%），而惠誉较少，只有 40%；而长期债务中，至少 90% 发行债务的公司由穆迪和标准普尔评级，仅有 36% 的公司接受来自惠誉的评级。根据国际清算银行 2000 年的报告显示，印度、日本和韩国只有三家评级公司；德国、巴基斯坦、瑞典只有两家评级机构，还有很多国家只有一个评级机构。之所以除了美国之外的这些国家只有很少的评级机构，可以部分地归因于这些国家的债券市场相对发展不足，因此对用来减少信息不对称的专业机构需求也就不多，但更重要的原因应该是评级业务本身的特点所决定的。众所周知，评级结果要达到独立客观的目标，首先应该保证自身的独立性，从而减少可能发生的利益冲突。Security Pacific Bank 1984 年曾经想购买 Duff & Phelps，但联邦储备委员会规定兼并后的 Duff & Phelps 将不能发布公开评级从而使该计划流产。

因此，我国的监管机构可以借鉴美国 SEC 认可 NRSRO 以及 BIS 认可 ECAIs 的原则，在保证独立性的基础上，根据评级公司的财务实力、人力资源、组织结构、评级经验和方法等方面的因素认可 3 到 5 家的全国性信

用评级机构，并采用正式文件的方式加以确认。这一方面可以加强对信用评级行业的严格监管，另一方面也有利于统一和规范相关的信用评级方法，使得不同机构的评级结果具有可比性。

第二、根据市场的发展和评级公司的实力，实行淘汰制。从目前我国信用评级机构的资质认定看，正式的认定来自 1997 年中国人民银行总行审定和批准的 9 家评级机构，目前在银行间债券市场参与评级的五家信用评级机构分别为：大公国际资信评估有限责任公司、上海新世纪资信评估投资服务公司、中诚信国际信用评级有限公司、联合资信评估有限公司和上海远东资信评估公司。对于隶属于发改委管理的企业债券，发改委要求债券的发行需“由具有企业债券评估从业资格的信用评级机构进行信用评级”，而这些机构又被特指为“自 2000 年以来承担过国务院特批企业债券信用评级业务的信用评级机构”。按此规定，有中诚信、远东、大公、联合资信与新世纪等机构有资格入围。而对于公司债券的评级，中国证监会又作出了独立的资质认定，先后有中诚信、新世纪、鹏元、大公等几家机构获得该项业务资质。

要推动评级市场的规范发展，适当引进竞争是必要的。因为如果没有新的评级机构的进入机制，这些已经具备资质的评级机构可能就缺乏足够的动力去提高自身的实力，从而不利于行业的健康发展。监管部门可以考

虑向公众公开阐述其认可评级机构资质的条件和原则，从而便于潜在的评级机构了解相关的条件。可以预见，随着我国市场经济和资本市场的发展，可能有一批新的信用评级机构产生。因此要让这些新产生的评级机构与人民银行等监管机构认可的评级机构在同一平台上合理竞争，有必要根据评级公司的实力实行淘汰制，即监管部门认定 3-5 家具有全国认可资格的信用评级机构，并通过建立一系列的监管指标如人员素质、财务实力、评级准确性等来考核相关的机构，实行优胜劣汰的竞争机制，从而确保评级的独立、客观和公正。

第三、定期对信用评级机构的工作进行检查，规范其执业。为保证评级为广大投资者所认可，并切实起到揭示风险减少信息不对称的作用，监管部门应定期对信用评级机构的工作进行检查，这可以考虑借鉴我国注册会计师行业、律师行业的监管模式，并及时引进执业者资格考试制度和后续教育制度，制定切实可行的执业规范指南和相关的实务应用指南，系统建立信用评级行业的职业规范体系。定期检查的内容应集中在监管机构认可具有执业资格的信用评级机构的原则上，例如评级结果的准确性和及时

性；评级方法的科学性合理性；评级程序的规范性透明性；评级机构的组织结构和股权结构变动情况等等。

信用评级行业是一个充满机遇和挑战的领域，有着诱人的发展前景。我国评级业在政府部门的推动下，已经从早期的信贷市场评级逐步拓展到银行间债券市场和公开资本市场评级，但在市场成熟度、投资者认可度、财务实力、评级技术等方面与国外成熟市场相比还存在一定的差距。近年来，我国资本市场的发展速度加快，一些金融工具如无担保公司债、可分离交易债券等相继面世，这些债券品种都具有不同的风险特征，对这些工具的评级还缺乏经验，尤其是缺乏深度数据的分析和模型准确性的检验，因此借鉴国外的经验并立足本国实际至关重要。美国金融危机中爆发出来的利益冲突问题、新产品风险认识不足问题、级别调整过快过慢问题等都值得我们深入的思考。我们期待着通过理论界、实务界、监管部门的共同努力，评级业在资本市场的发展中发挥更积极的作用。我们也相信通过各方面的共同努力，我国的信用评级市场必将迎来健康、规范的发展环境，并在日益完善的市场经济和资本市场中扮演更加重要的角色。

作者单位：新世纪研发部

中小企业短期融资券破冰 信用评级实践中前行

应娟

一、中小企业发行短期融资券的重大意义

在我国，通过银行等金融中介机构间接融资一直是占据主导地位的融资方式，直接融资市场发展相对滞后；在直接融资市场，债券融资规模很小，绝大部分为股权融资；而这融资体量占比很小的债券融资，也基本上是企业活跃的舞臺，鲜有中小企业的身影。中小企业融资难问题一直困扰着我国经济的发展，在信贷政策紧缩的大背景下，这一问题更为突出。

解决中小企业融资问题，对于促进我国经济长远发展、推动技术进步、增加就业和社会稳定等方面均具有重要作用。当前中小企业融资难的问题，引起了中央政府及金融调控部门的高度重视。国家适时出台政策，专门增加对中小企业的信贷额度；中国人民银行全力部署，积极行动，为中小企业打开了直接债务融资的大门；中国银行间交易商协会多次召集承销商、评级公司等机构，就中小企业发行短期融资券的可行性、遴选标准、投资群体、风险控制等进行讨论，直接推动了中小企业发行短期融资券的进程。在中国人民银行和中国银行间交易商协会的大力推动、不懈努力下，

在各承销商和评级机构的主动配合、忘我工作下，中小企业即将登陆直接债务融资市场。中小企业成功发行短期融资券，对于解决中小企业、资本市场发展等具有非常重大的意义。

第一，为中小企业开辟了全新的融资渠道。短期融资券具有利率相对较低、无需抵押担保、发行程序市场化等特征，通过发行短期融资券，中小企业减少了对银行借款的依赖，增加了新的债务资金来源。对于发债中小企业而言，他们并不仅仅融得了资金，而且在资本市场闪亮登场有助于其获得未来融资的“粮票”，实际作用和象征意义均十分重大。

第二，有利于提高资本和信贷资源利用效率，更好地服务于经济发展。中小企业发行短期融资券，丰富了债券市场品种，资本通过向中小企业流通提高了投资收益。同时，中小企业通过债券市场融通资金，可以部分释放原占用的信贷资源；商业银行可利用这些信贷资源，更好地支持其他的中小企业、小型企业乃至微型企业，促进我国微观经济主体的发展。

第三，有利于逐步形成高收益债券，促进债券市场的发展。中小企业发行短期融资券有助于解决我国债券

市场融资主体和收益率结构单一的问题，促进高风险高收益债券市场的形成，丰富我国债券市场层次，更好地推动我国债券市场的发展。

二、中小企业的主要特点

相比较于以前的发债主体，本次发行短期融资券的中小企业在公司治理、业务经营、财务特性等方面有其自身的特点。就中小企业看，总体上具有以下特点：

1. 公司治理有待完善，关联往来较频繁

中小企业存在治理结构不完善的情况，部分企业家族式特点明显，家族成员占据重要管理岗位；部分企业经营管理层和所有者高度统一，经营管理中决策科学性不足；公司治理结构透明度低，股东背景复杂。公司和关联公司间的往来较为频繁，很多存在资金占用的情况。

2. 专注细分领域，受行业波动影响较大

本次评级中，很多中小企业的业务专注于某些细分领域，通过专业化的经营获得了一定的竞争优势，甚至在这细分领域中占有重要的市场地

位。但同时，业务的单一性使企业受外部市场环境影响较大，对行业供需、行业技术、行业政策等方面的变化敏感度较高，抗行业波动风险的能力较弱。

3. 企业显示成长性，但经营状况不稳定

本次发债的中小企业在细分领域的经营显示出一定的成长性，部分企业的资产、收入、利润等呈现增加态势。但与大企业相比，中小企业的经营状况不够稳定，上下年之间波动性比较大。业务集中、客户集中、对上下游依赖程度较高以及产供销体系不够稳定等都影响了企业经营的稳定性。

4. 财务透明度较低，现金流波动大

中小企业在财务方面监管力度不强，财务信息质量不高，财务透明度较低。

部分中小企业处于集团公司的控制之下，关联方往来款项长期挂账，财务风险管控难度较高。此外，企业经营状况的不稳定最终显示在财务报表中，最明显的地方是现金流波动大，现金对债务的覆盖能力较弱。

三、中小企业信用评级要点

在对中小企业进行信用评级时，



需要密切结合中小企业的特点，有针对性地层层剖析，从而恰当地揭示中小企业的信用风险。

针对主体评级，我们认为需要着重关注以下几点：

第一，公司治理。重点关注股东背景、股权的稳定性和透明度；企业高管及其背景，高管的持股情况，针对中小企业板上市公司和拟上市公司，分析可能产生的辞职及相应影响；考察该企业的关联企业和关联交易、关联担保、关联资金往来等。此外，对于中小企业日常的资金管理、资产安全等也需要关注。

第二，企业经营。鉴于中小企业经营和财务信息特点，中小企业的信用评级的重点应该放在经营分析。包括政策环境，市场环境，上下游产业关系，业务盈利模式，主导产品或服务的成本结构，技术能力和产品、服务质量保障措施、产供销体系建设等。

第三，企业成长性。企业成长性对中小企业信用状况关系重大。这可以从企业近几年的成长情况，企业目前的产能、技术情况，市场供需状况，企业未来一段时间的项目投资、投资前景、与项目相关的融资情况等方面来考察。对这些方面的分析可以分散在各个相关的板块，也可以进行集中分析，无论如何对成长性的关注是必须的。

针对债项评级，需要关注：

第一，现金流对债务的覆盖分析。鉴于中小企业现金流的波动性，对现金流的分析需要结合最近几年的情况

综合分析，且现金流对债务的覆盖情况侧重体现在对债项级别的影响。

第二，对担保人的评级。中小企业发债中大部分采用担保方式进行信用增级，因此评级过程中必须要关注担保人的信用状况。若由担保公司提供担保，则需要对担保公司的风险控制、资本状况、担保资产质量等方面进行分析，核心的指标如担保放大倍数、担保代偿率、代偿保障率等。对于资产抵押增级方式的，关注相关资产权属、市值变动、对债务的覆盖程度等。

第三，长短期级别的对应关系。企业长期主体级别和短期债项级别存在着一定的对应关系。经过信用增级，企业债项级别可以有所上升，但这上升是有一定限制的。评级中需要关注这种对应关系，以更好地揭示中小企业的长短期信用风险。

四、新世纪公司的评级工作情况

1.高度重视，积极落实

新世纪公司高度重视本次中小企业短期融资券的评级工作，召开了多次会议，内容涉及评级动员、评级技术、评级人员安排、各方协调和后勤保障等多个方面。公司安排债项评级部、主体评级部、研发部等相关骨干全力支持中小企业的短期融资券评级项目的开展，并对工作进度和具体工作安排进行了较为细致的部署，从而有力地推动了第一支中小企业短期融资券的成功发行。

2.完善技术，突出针对性

作为国内创新债券品种，本次中

小企业短期融资券的发行主体、风险承受程度、增级方式等方面不同于以往的短期融资券。新世纪公司充分利用以往短期融资券、信贷企业评级以及担保公司评级等方面的评级技术，就本次短期融资券的信用评级进行了专门的研讨会，并在较短的时间内出台了《中小企业短期融资券信用评级技术应用指南》。该指南突出了中小企业的风险点和评级重点，内容涉及评级调研及分析要点、评级报告、长短期级别对应、评级资料采集和数据处理等多方面。就该业务指南并结合具体评级中发现的新问题，公司对评级人员进行培训，并进一步完善业务指南。

3.加强沟通，控制风险。

公司在业务中和各家商业银行进行充分沟通，由公司债项评级部等业务部门协助各商业银行进行中小企业短期融资券客户的前期筛选，把风险控制在前端，从而能够较好地保证后期评级工作的顺利开展。

4.强化现场调研，重视信息采集。

在本次中小企业短期融资券的信用评级过程中，新世纪公司更加强调现场调研，通过实地调研控制业务风险。结合中小企业特性，公司制定评级资料的采集清单，对主要股东、高管的背景，主要股东和高管所投资的企业，客户较为单一的发行人的下游客户资料等方面作出了较为详细的要求。

五、对中小企业直接债务融资的几点关注

1. 融资成本

在目前信贷紧缩的外部环境下，企业融资成本较高。和以前发行短期融资券的大型企业相比，中小企业信用风险较大，信用级别较低。但就目前短期融资券发行利率来看，中小企业发行短期融资券需要面对较高的资金成本。若融资成本较银行借款利率相当，甚至还要高，则企业发行短期融资券的积极性会明显降低。而且本次发行短期融资券的主体，确切地说还不是小型企业，基本上是合作银行的重点客户，他们可以通过银行借款获得资金。因此，为了更好地促进本次短期融资券的成功发行需要考虑融资成本问题。



2.发行主体

对于投资者而言，债券风险高，投资者要求的风险溢价大。对发行方而言，因其可抵押资产有限等因素，通过银行借款存在困难，为了融通到急需的资金，企业愿意承担高于银行借款的利率。因此，只有当资金成本对于投融资双方而言都是可接受的，发行方才会有积极性，市场才会有交易量。发行主体的选择对于短期融资券的顺利发行至关重要。

3.多层次债务融资体系

建立高风险高收益债券市场，形成多层次的债务融资体系，是市场发展的趋势。但从我国实际情况看，债务融资市场的发展是一个逐步、渐进的过程；是一个不断走向市场化的过程。市场发展中的问题需要在发展中不断解决。信用评级行业通过风险识别和揭示，积极服务于债务融资市场的发展。

正确认识信用级别与利差的关系

袁 敏



在公司债券市场，通常将有风险的债券到期收益率分成仅反映时间价值的无风险利率和由各种因素组成的“风险溢价”。“风险溢价”或利差主要由违约风险、流动性风险、赎回选择权以及税收等因素决定。

一、信用级别与利差

评级机构所发布的信用级别主要是通过揭示发行方未来一段时间内的违约风险来发挥其风险识别的作用。早在 1958 年, Hickman (1958)发现高级别债券的收益率要明显高于低级别债券的收益率, 以此来证明信用级别与债券定价的相关性。之后, Benson et al. (1981)通过对市政债券的研究, 他们也发现信用级别不同的市政债券的收益率存在系统性差别。

Ederington, Yawitz and Roberts (1987)发现利差与信用级别和财务比率之间显著相关,这说明信用级别与债券定价之间具有相关关系。

二、影响利差的其他因素

1、一方面，债券利差受到信用级别之外的其他因素的影响

除了信用评级之外，利差还受到诸如商业周期、发行规模、债务类证券的流动性的因素的影响。例如 Athanassakos and Carayannopoulos (2001)建立模型在控制违约风险、税收因素以及发行特征等各种因素影响的情况下检验了不同行业债券利差与商业周期之间的关系。发现违约风险、Moody's 评级与利差之间的关系，更重要的是，还发现了商业周期对不同行业债券利差的影响，结果显示在衰退期间工业和交通债券的利差较大，而能源行业债券利差较低，也就是说利差还受到商业周期、发行者所处行业的影响。

2、另一方面，理论研究成果也发现信用级别无法完全解释利差

债务人能否按期偿还债务，往往取决于偿债能力和偿债意愿两个方面。而实践中评级主要是针对信用风

险展开的，更多考虑的是决定发行方信用质量的一些基本面，即对偿债能力的评价，至于代理问题、公司治理等影响到偿债意愿的因素则很难予以量化。John, Lynch and Puri(2003)认为信用级别并不能完全解释利差，并且评级机构在评级时并没有完全考虑代理问题。但是他们发现债券利差和信用级别存在强相关关系，级别较高债务具有较低的利差而级别较低的债务具有较大的利差。此外，利差还受到发行规模、发行目的、承销商的声誉、期限和无风险收益的期限结构等因素的影响。与小规模的发行者相比，较大的发行者很可能具有较低的不确定性，较高的流动性及较多的可获得的公开信息。新的债务发行者的不确定性比季节性债务发行者的高，将导致相对较大的利差。债务发行的目的或者募集资金的使用同样也会潜在的影响利差。发行债务是为了偿还现有的债务，利差将较大。债务期限也会影响利差。对于上市公司，它们的公开信息较多，因此它们的债务具有较小的利差。发行债务的承销商的声誉较好的话，利差也会低一些。信用级别确实在确定债券收益时起到了很重要的作用，不管在经济上还是统计上都是非常显著的。信用等级越高，价格就越高（收益就越低）。但是在控制了信用级别之后，其它因素在确定收益时也起到了很大的作用。这些因素包括有：抵押、债务期限、融资目的以及是否是第一次发债。显然，信用级别不是确定收益的唯一因素。而且，在控制信用级别之后，抵押使得收益

增加了 11 个基点。

3、信用级别能解释多少利差，还缺乏强有力的证据

Yi and Mullineaux(2006)通过对辛迪加贷款评级研究发现贷款评级和债券评级并不取决于同样的模型，同时还发现在给定其他因素影响下，级别对利差产生了显著影响。然而究竟有多少的利差可以直接归结于违约风险、多少利差是受流动性和税收等其他因素影响等重要问题，其研究结论却并不一致。

Covitz and Downing (2007) 以 1998 年 1 月至 2003 年 10 月 31 日为止美国公司的商业票据的一级、二级市场交易和回购协议数据作为研究基础，通过对期限小于 35 天的商业票据的利差的研究，文章给信用利差低估之谜和流动性给出了新的解释。他们将利差在控制公司信用风险的基础上与流动性进行回归分析，实证结果表明信用风险与商业票据利差显著相关，且与流动性风险相比，对商业票据利差影响更大。此外，文章还通过流动性和信用风险的替代变量进行敏感性检验，得到了同样的研究结论。

Huang and Huang (2003) 将模型所观察到的利差进行了分析且计量了由信用风险补偿的利差比例，他们发现高级别债务全部的利差中只有一小部分可以用信用风险来解释，而低质量债券的利差的很大一部分可以归结为违约风险。

与以往从债券角度研究利差不同的是，Longstaffetal.(2005)从信用违约互换升水和简化模型两种方法来计量

利差中的违约因素和非违约因素。在信用违约互换模型中，直接使用信用违约互换升水来计量违约风险大小，他们发现违约风险是所有等级债券利差的主要组成部分，特别当以国债利率作为无风险利率时，对于 AAA 级债券而言，51% 的利差由违约风险构成，A 级债券利差的 56% 由违约风险构成，BBB 级债券的利差的 71% 由违约风险构成，BB 级债券利差的 83% 由违约风险构成。当以其它因素来计算利差时，利差的违约风险构成甚至更高。

三、信用级别的结果检验

信用级别无法完全对利差进行解释的另一个原因，可能来自评级结果的准确性。我们知道，即使是全球三大评级巨头标准普尔、穆迪和惠誉，也在亚洲金融危机、安然公司破产等事件中被广泛质疑，而评级机构为证明自己，通常采用各种评级质量的检验结果来树立级别使用者的信心，其中最常用的一种检验手段就是违约率检验，即通过级别与违约率之间的对应关系来验证评级结果的相对信用质量。然而违约率的统计会受到样本规模、统计年限长短、计算方法等不同因素的影响，因此具有一定的局限性。

在实务中，除了违约率统计之外，还有一些补充性的检验手段，常见的如迁移矩阵统计、基尼系数/基尼曲线描述、级别活动率、大级别变动率、级别逆转率等等，而累积准确率分布图、关键性财务比率比较、违约损失率等都在衡量评级质量方面发挥着重要的作用，因此在我国评级市场发展的过程中，除了关注违约率的统计结

果和计算方法外，也应适当关注其他的检验方法，以更科学、更准确地评价评级结果的质量。

四、不同评级机构的级别相互认可

由于不同的评级机构采用的评级框架有差别，对级别的划分标准严厉程度也不同，因此就会牵涉到不同评级机构的级别相互认可问题。在美国实行了 SEC 的 NRSRO 认可制度，但即使是同为 NRSRO 的标准普尔、惠誉之间也因为级别相互认可问题展开了激烈的讨论。例如惠誉认为，投资者没有专业知识，因此很难区分不同的评级机构所评定的 AAA 具有不同的信息含量，在此前提下不同的 NRSRO 应该相互接受彼此的评级结果。但标准普尔认为，级别反映的是评级机构对受评对象信用质量的观点，它是考察了大量的定性、定量因素后采用严格的评级程序和方法得出的，在不同评级机构考察的因素不同、使用的评级程序和方法不一致的前提下，无法保证不同评级机构观点的可比性。而理论研究也证实了这一点，例如 Horrigan (1966) 以及 Schwendiman (1975) 的研究均发现穆迪公司的债券级别要略低于标准普尔公司的级别。Hettenhouse 和 Sartoris (1976) 则发现在 1963~1973 年间，标准普尔发生的级别变更次数大约是穆迪公司的两倍，且标准普尔的级别调整看起来要早于穆迪公司。Cantor 和 Packor (1997) 比较了穆迪、标准普尔、惠誉和达夫·菲尔普斯四家机构的评级结果，发行不同机构的评级结果之间确实存在显著的差异，其中

业务量较少的评级机构(惠誉和达夫·菲尔普斯)发布的级别要显著高于业务量较多的评级机构(穆迪和标准普尔)的级别。

我国评级业发展时日尚短,目前得到监管部门认可的评级机构仅数家,

但这些评级机构同样在人员素质、评级模型、样本规模等方面存在很大的差别,如何对评级结果进行比较、不同评级机构之间的评级结果是否应相互认可等同样是监管部门应谨慎面对的问题。

作者单位: 新世纪研发部



信用违约互换：企业债券的另类担保

鞠海龙

目前，在我国所发行的企业债券中，商业银行是主要的担保机构。来自 WIND 资讯的数据显示，截至 2007 年 12 月 10 日，由商业银行担保的企业债券占全部未到期企业债券的 62.88%，这使得原本以企业信用发行的债券转由银行信用代替或补充。如果企业改变债券资金的用途或发生其他影响偿债能力的事件，则银行很难及时采取有效措施来化解自身所承担的担保风险。

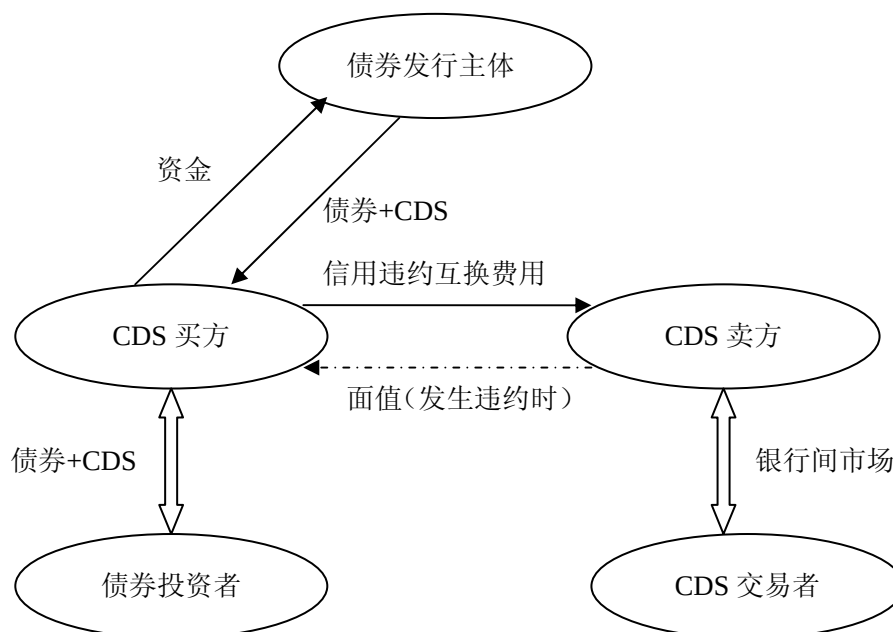
正是在这种背景下，为有效防范企业债券担保风险，保障银行资产安全，银监会在 2007 年 10 月 12 日，发布了《关于有效防范企业债担保风险的意见》。该意见要求商业银行停止对以项目债为主的企业债券进行担保，对其他用途的企业债券、公司债券等原则上不再出具银行担保。这意味着今后发行的企业债券将无法得到商业银行的担保支持。

对绝大多数企业来讲，若没有担保机构担保，不仅债券的发行成本会大幅增加，发行难度也将有所加大。一般情况下，企业可以通过资产抵押、母公司担保或担保公司担保等形式来

保障企业债券的顺利发行。但这三种形式都有一定的弊端：若采用资产抵押，一方面抵押资产的评估需要较长时间，另一方面房产、设备等常见的抵押资产在债券存续期间的价值也会发生变化，其能否得到市场的认可，也是未知之数；若采用母公司担保，则发行成本和发行难度虽会降低，但具有强大母公司背景的企业毕竟数量较少；若寻求担保公司担保，则能否被市场接受，同样较难预料。在这种情况下，早已在欧美流行的风险违约互换可作为中国目前的企业债担保问题的一种变通途径。

信用违约互换 (Credit Default Swap, CDS) 是国外债券市场中最常见的信用衍生产品之一。ISDA 于 1998 年创设了标准化的信用违约互换合约，在此之后，CDS 交易得到了快速的发展。信用违约互换的出现解决了信用风险的流动性问题，使得信用风险可以像市场风险一样进行交易，从而转移担保方风险，同时也降低了企业发行债券的难度和成本。

信用违约互换的基本运作模式如下图所示。



在 CDS 合约中，CDS 买方定期向 CDS 卖方支付一定费用，这个费用一般用基于面值的固定基点表示。如果不出现信用主体违约事件，则 CDS 卖方没有任何现金流出；而一旦信用主体出现违约，CDS 卖方将有义务以现金形式补偿债券面值与违约事件发生后债券价值之间的差额，或者以面值购买 CDS 买方所持债券。CDS 卖方可由主承销商或商业银行等第三方来担任，并且可以在银行间市场或其他市场进行 CDS 的交易，从而转移自身的担保风险。

在企业债券发行中引入信用违约互换，可以实现企业、CDS 买方、卖方三方的共赢。对企业来说，通过发行附有 CDS 的企业债券，不仅可以降低债券的发行门槛，摆脱对银行担保的依赖，而且有利于提高债券的信用等级，降低融资成本。从 CDS 买方角度看，通过支付一定的费用可以实现对企业信用风险的有效规避，获取稳定的收益。从 CDS 卖方来看，公司通

过收取相应费用实现自身的收益，并且可以通过出售 CDS 进行担保风险的对冲。

同时，在企业债券发行中引入违约担保互换，有助于促进我国金融市场的发展和完善。首先，CDS 转移了企业债券的担保风险，使银行系统风险下降，从而保障了银行资产的安全性；其次，CDS 推动了我国债券品种的多样化，丰富了债券市场的投资产品，为市场提供了多样化的投资工具，可以满足不同风险偏好投资者的需求；再次，CDS 对于我国创新金融产品，发展真正意义的信用产品，对于市场对信用风险定价的重视都会起到积极的作用。

相对于发达国家的债券市场，我国的企业债券市场存量依然偏小，信用衍生产品更是凤毛麟角。然而随着企业债券发行规模的逐年增大，以及完全依靠企业信用的短期融资券市场的迅速发展，信用违约互换在我国金融市场上必大有用武之地。

本文发表于 2008 年 5 月《中国证券报》

作者单位：新世纪研发部

短融券评级： 主体级别能替代债项级别吗？

新世纪研发部

2006 年下半年以来，在短期融资券的信用评级报告中，评级机构都会提供债券的债项级别和发债公司的主体级别。而自 2006 年 12 月份以来，短期融资券的债项级别均为最高级 A-1 级，其对信用风险的甄别功能几乎丧失，市场更多的是通过短期融资券发行主体的信用级别来分析其信用风险。但主体级别能够替代债项级别对短期融资券的信用风险进行有效揭示吗？

从理论上讲，短期融资券的主体级别是对发行主体的整体信用状况的评价，评级结果揭示的是债务发行方的基本信用级别；而债项评级是针对特定债券进行的评级，揭示的是该特定债券的信用级别。在信用评级实践中，债项的信用级别与发行主体的基础资信等级并不完全一致。发行人的主体资信等级反映了发行人偿还非优先债务或无担保债务的能力，但是债券会因类型不同及有关条款的差异，使得其违约损失率不同，债项级别常常会偏离发行主体的基础资信等级。对于设定了担保等外部信用增级条款的债券，由于债券持有人拥有对担保人的连带追偿权利，虽然这并不能降低违约发生的概率，但却可以降低债

券持有者的违约损失率，提高对债券持有者的保障程度，因此其债项级别一般高于发行人的主体级别。

就我国短期融资券市场而言，由于债券的期限均为一年以内，且发债主体的信用状况均较为良好，管理层在推出这一产品之时将其定位于无担保的信用产品，通过对其信用等级的评定来提高市场对信用风险的定价能力。根据我们对短期融资券的发行利差和主体级别的相关性研究，从 2007 年初至 2008 年 9 月 28 日所发行的 467 只短期融资券（剔除四只有担保的短期融资券）的主体级别可以有效地揭示信用风险水平。也就是说，对于无信用增级条款的短期融资券，主体级别可以有效地揭示短期融资券的信用风险。

但随着中小企业短期融资券的出现，限于中小企业资产规模小、主营业务相对单一，以及抗风险能力较差的特点，其主体级别普遍偏低。目前市场已发行的几只中小企业短期融资券的信用等级均为 BBB+ 和 A- 级，其发行成本接近甚至超过银行一年期银行贷款利率。在这种情况下，部分发行主体采用担保作为信用增级手段来提高债项的信用水平，实现降低发行

成本和发行难度的目的。如 2008 年 10 月 20 日发行的主体级别为 BBB+ 的 08 联宜 CP01 通过横店集团控股有限公司提供担保，其发行利率仅为 6.40%，远低于同天发行的主体级别为 A- 级的 08 闽海源 CP01（发行利率 7.01%）和 08 七星 CP01（发行利率 6.93%）。

因此，通过担保的方式，主体级别较低的短期融资券的发行利率远低于同期相同等级的短期融资券。这种情况下，短期融资券的主体级别已经

无法有效揭示该债券的真实信用状况，短期融资券的评级结果失去了信用风险甄别的作用。

从目前来看，要想解决短期融资券主体级别无法有效揭示信用风险的问题，只有逐步放开短期融资券的债项评级结果，加大不同短期融资券的债项级别的区分度，使其可以更好地揭示信用增级后短期融资券的信用风险。只有这样，才能使短期融资券的信用等级能够揭示信用风险，从而提高市场对信用风险的定价水平。

本文发表于 2008 年 10 月 30 日《上海证券报》

作者单位：新世纪研发部



股价变动会影响公司信用等级吗？

新世纪研发部

在目前的信用评级实践中，评级机构对债券发行人股票价格变动情况的关注相对较少，那么股价的变动究竟是否会对发行人的信用状况产生影响呢？信用评级更多的是对受评对象偿债能力和偿债意愿的评定，虽然债券发行人股价的变动并不会对其偿债能力产生直接的影响，但评级机构也应对发行人的股价变动进行关注，因为股价变动在某些情况下会间接影响公司的信用状况。当然，这也需要对企业类型、不同的股价波动情形以及引起波动的不同内在原因进行区别对待。对于公司股价的正常波动，通常不会引起其信用状况的变化；而对于股票价格突然异常波动的发行人，评级机构则需引起重视，并对引发波动的原因进行详细调研。如果引起股价变化的原因是由于发行人的基本状况或发展前景的不利变化引起的，比如发行人所处的法律环境发生改变或所处行业发生重大技术突破等，这时候就有必要对公司的信用等级重新进行评估。否则，如果股价的

突然变动仅仅是由于市场对某些传言的过度反应或人为非法操纵价格等因素引起的，则这种股价异常波动通常不会影响公司的信用状况。

信用评级人员应特别关注某些“信心敏感型”公司的股票价格变动，这类公司往往杠杆率较高，如商业银行、投行、保险机构等。这种公司的发展甚至生存必须建立在债权人和交易对手对其的信心基础上，一旦债权人或交易对手对这类信心敏感型公司的基本面或发展前景信心不足，可能会导致公司的股价下跌，则有可能导致债权人的挤兑或者交易对手要求提高其融资成本。如果这种情况出现，公司的发展甚至生存都将受到很大的威胁，信用等级也会发生较大的下调。在这次席卷全球的次贷危机中，雷曼兄弟、北岩银行这类公司都是由于自身基本面状况的恶化，导致债权人和交易对手信心不足而遭受挤兑，直至破产。所以，对这种信心敏感型的公司，评级人员要特别关注其股票价格的变动，并对异常变动原因进行详细

调研。

此外，评级人员不单需要关注股票价格的不利变动，有时股票价格的有利变动也会对企业的信用状况产生不利影响。例如，大量通过债权融资进行并购交易的发行人，或者开动一个发展前景好但短期内需要大量现金支出的项目，这些活动都有可能令公司的股票价格上涨，但对其短期偿债

能力则有所弱化。

目前，我国的资本市场尚处于一种不成熟的阶段，股价的变化先于公开信息披露的情况时有发生。对于那些发行债券产品的公司，信用评级人员应对其股价的异常变动予以关注，并努力探究企业的基本面是否发生不利变动，以尽早作出反应，从而最大程度地减轻债权人的损失。

本文发表于 2008 年 11 月 20 日《上海证券报》

如何评估中小企业的信用等级？

鞠海龙 凌莉

中小企业是我国经济增长的重要驱动力，但长期以来普遍存在的融资难成为现阶段制约我国中小企业发展的一个重要因素，其主要原因就在于中小企业的信用状况难以得到金融机构的认可。当前，随着中小企业短期融资券的发行，中小企业成功进入债券市场进行融资，其信用状况引起市场更广泛的关注。那么对于中小企业，在评价其信用状况时，应该重点关注哪些要素呢？

在基本素质方面，与大企业相比，中小企业规模偏小，规章制度有欠规范，部分中小企业家族式特点明显，治理结构透明度低。并且，部分中小企业和关联公司间的往来较为频繁，经常存在资金占用的情况。由于这些情况的存在，我们在对中小企业基本素质进行评估时，首先应当关注企业股权状况及其稳定性和透明度，包括股东背景，高管持股状况等；其次，应当关注企业关联交易和关联方资金往来，对其形成原因进行详细分析；第三，关注企业会计核算的规范性及资金管理模式，对内控措施及其有效性进行分析。另外，对安全、环保比较敏感的企业应关注可能发生事件对其经营状况的影响；其他因素，例如企业的质量保证体系建设、资产安全，包括重要有形资产的保险购置、知识

产权保护情况等也较为重要。

在经营方面，很多中小企业业务专注于某些行业细分领域，通过专业化的经营获得了一定的竞争优势，因此，行业的竞争状况、企业与上下游产业的关系、议价能力、资金的结算方式等要素都是评级工作中需要关注的要点。同时，中小企业主营业务的单一性使企业受外部市场环境的影响较大，经营状况欠稳定。这些特点要求我们在评级过程中对这些中小企业的行业供需变化、技术变革及产业政策等方面的敏感度及抗风险能力进行分析。此外，部分中小企业下游客户集中度高，这也对企业经营的稳定性有所影响。对于具体的企业，需要关注该企业的主导产品或服务的盈利模式、成本变动趋势、主要客户的信用状况等。在当前宏观形势下，更应关注某些出口导向型企业的客户及订单状况，以准确地预测其未来的经营状况。

在财务方面，相对于大中型企业，特别是上市公司来说，中小企业在财务方面监管力度不强，财务信息质量不高，财务状况透明度较差。因此，对中小企业财务状况进行评估时，不能过分依赖对财务报表的分析，而要相对多的重视企业外部融资能力及后续资金保障能力；其次，可以关注企

业管理层对运用财务杠杆持何态度，企业财务风险控制措施，企业因担保、诉讼等或有风险状况及控制措施等。

除此之外，在关注中小企业现状的同时，更应关注其未来发展潜力和成长速度，重点预测企业未来的经营

状况。未来一个发展时期内，企业通过经营活动获得的现金流才是偿债能力的重要保障。同时，应及时获取企业最新信息，以对其信用状况变动进行评估，反映企业的真实信用情况。



本文发表于 2008 年 12 月 4 日《上海证券报》

独立第三方首度介入企债担保

在银监会叫停银行为企业债券提供担保数月之后，企业债券发行市场逐渐以市场化的方式做出了回应。除了由关联企业进行担保、资产抵押担保等方式外，又有发行人采取新思路——引入独立的第三方专业担保公司，昨日开始发行的“08 西基投债”就是这样一只债券，显示企业债券发行担保的市场化程度更进了一步。

4月2日，“08 西基投债”和“08 昆建债”企业债券同时开始发行，规模均为15亿元，前者由中国投资担保有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，后者由云南省投资控股集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

算上这两只债券，自银监会去年11月2日发布《关于有效防范企业债担保风险的意见》以来，已有5家公司引入非银行机构进行担保，发行了6只累计263亿元的企业债券。他们的渐成气候也预示着市场从对新政策的接受、适应过程，走向了实质的执行阶段。

事实上，银行不被允许担保企业债发行之后，通过集团担保、互相担保等方式来应对政策限制就已经被市场所利用，但担保方与发行人之间不是在行业上、就是在地域上都有着千丝万缕的联系。

“08 西基投债”的发行为市场注入了新的气息。该期企业债券主承销商

的一位人士表示，中国投资担保有限公司的加入主要由主承销商引入，是各方合作寻求解决方案的结果。从发行情况看，市场对于这种新型企业债的反应还算比较积极，大部分债券已经成功销出。

联合资信评级公司为“08 西基投债”给出的评级观点认为，鉴于发行人和担保方的信用级别基本一致，本次担保对债券信用水平的实际提升作用不强。

某保险公司人士也指出，虽然引入了专业担保，但由于对担保方不熟悉，他们还是会在内部定价中撇开担保，按照信用债券来为其定价，做好风险控制仍是第一要务

交易商协会接受 7 家企业发行注册 银行间债市迎来首批中期票据

4月16日中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具注册规则》及《银行间债券市场中期票据业务指引》等7项自律规则，并正式开始接受企业在银行间债券市场发行中期票据的注册。当天，交易商协会已接受了7家企业发行注册，注册额度1190亿元，首期发行392亿元。

上述7项自律规则包括《银行间债券市场非金融企业债务融资工具注册规则》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具中介服务规则》、《银行间债券市场非金融企

业债务融资工具募集说明书指引》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具尽职调查指引》、《银行间债券市场非金融企业短期融资券业务指引》和《银行间债券市场非金融企业中期票据业务指引》。

注册发行中期票据的 7 家企业为：铁道部、中国电信、中化集团、五矿集团、中核集团、中粮集团、中交建，发行中期票据注册金额分别为 800 亿元、200 亿元、39 亿元、30 亿元、36 亿元、35 亿元、50 亿元，承销商包括工行、农行、中行、建行、交行、招行、光大、中信银行和中信证券。

交易商协会在《接受注册通知书》中明确，注册有效期内可分期发行中期票据，首期发行应在注册后两个月内完成，后续发行应提前两个工作日向交易商协会备案。在注册有效期内需更换主承销商或变更注册金额的，应重新注册。并要求发行人按照相关规定，做好信息披露工作。同时强调，在中期票据发行、兑付过程中和中期票据存续期内如遇重大问题，需及时向交易商协会秘书处报告。

我国金融市场长期失衡、融资结构明显分化的现状，导致企业直接债务融资市场发展缓慢，一定程度上制约了国民经济发展。此次中期票据的推出，结束了企业中期直接债务融资工具长期缺失的局面，具有重要的现实意义。中期票据的推出，将进一步强化资本市场作为宏观经济调控政策传导渠道的功能。鼓励优质企业利用金融市场进行直接债务融资，有效平衡银行机构的信贷

资源，保证宏观调控政策平稳推进，在一定程度上强化资本市场对于主体经济的影响力，为政府实现利用市场机制调节经济的长远目标打下坚实基础。

另悉，当天经银行间市场交易商协会会员机构推荐，交易商协会第一届常务理事会第二次会议还审议通过了《银行间债券市场非金融企业债券融资工具注册委员会委员名单》，有 81 名市场专家成为该委员会委员。

回归信用本色——无担保债破冰起航

企业债的发行正进入一个日益良性的轨道。4 月 8 日，中材集团的 5 亿元无担保企业债在银行间市场发行。该只债券的发行是企业债开始摆脱银行信用，向企业信用回归的标志性事件。

其募集说明书显示，中材集团的本期企业债为 5 年期固定利率债券，债券票面年利率为 6.4%，采用单利按年计息，中诚信给予其 AA 的评级。主承销商为中信建投证券，该期债券通过承销团成员设置的发行网点公开发行。同时，该只债券也是在发改委主导的新发行体制下面世的首只无担保债。

此前，企债市场中的无担保债券屈指可数，仅有中信债、三峡债，其余大部分都是由商业银行提供担保。

去年 11 月，银监会发布了《关于有效防范企业债担保风险的意见》，要求各银行停止对以项目债为主的企业

债进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保。

这促使企业债券的定价彻底摆脱银行信用，重新建立在企业的信用基础之上，从长远来看有助于信用体系的建立。

信用评级行业革新

《华尔街日报》报道称，美国纽约州检察长 Andrew Cuomo 与穆迪、标准普尔和惠誉三大信用评级公司达成协议，将全面革新信用评级公司的收费制度。

此举被认为是这一行业的深刻变革。去年次贷危机爆发以来，评级机构因为未能预示相关产品的高风险而备受责难。他们对一些复杂结构性产品的过高评级误导了投资者，造成惨重的损失，也极大挫伤了投资者信心以及评级行业的公信力。市场预期评级行业不得不进行改革。

六年以来，信用评级公司的收费制度为：只有享有最后的评级资格才能够赚取费用。大多数的金融产品交易可以被不止一家评级公司评审，但这些评级公司并不是都能够获得评级资格从而赚取费用；另一方面，客户则需要高评级以增加其金融产品的销售。由于利润的刺激，评级公司放松评审标准、给予高评级以赢得客户。

该协议提出的新收费制度为：所有为发行证券的公司做前期评审工作的评级公司都将获得报酬，即使它们没有被最后雇用作为评级的机构。这

意味着，严格评审也将获得相应报酬，导致评级公司给出虚高评级的利润刺激削弱了。另外，协议中，评级公司在每季度都将公开他们为次级债担保债券评级获得的费用。

市场对此反应正面，认为新制度将引导评级公司的评审工作更加公正、透明，对于整个金融市场的价格发现、保护资者利益、维护市场的稳定将起到积极作用。

美证监会讨论信用评级改革方案

纽约时间 6 月 11 日上午 10 点，美国证券交易委员会(SEC)召开了旨在讨论信用评级机构改革方案的会议。此次提交讨论的改革方案聚焦于评级机构的三大问题——可靠、透明和竞争，主要从利益冲突、信息披露、内部管理以及商业惯例四个方面进行规范。

方案分三部分，会议对前两部分进行的投票表决通过，获得 SEC 管理层的首肯。

SEC 公布的方案第一部分有 11 条措施，最主要的是拓宽评级机构信息披露的范围，以及杜绝个人从评级中获得利益。其中意义尤为重大的是——“未接受发行方聘请的信用评级机构，有权力得到评级所需的基础数据和信息并向外界提供证券化产品评级”，这将有助于增加整个信用评级行业的竞争，并有利于投资者比较同一个产品的评级。

方案的第二部分是更改现行评级方法，要求信用评级机构将结构性金融产品和债券区别对待，而非用同一套测评模型。

会议未透露 SEC 对三大评级机构调查的结论。考虑到相应的调查尚未完全结束，SEC 将在 6 月 25 日继续就第三部分进行投票，并经过 SEC 内部另一轮的最终投票以及美国国会的认可。

首批中小企业短期融资券今发行 关注信用风险

首批中小企业短期融资券 10 月 17 日开始招标发行。多数业内人士认为，在目前市场环境下，对中小企业短融券发行和交易前景并不看好；从更深层次来说，直接融资并不是解决中小企业融资难的好渠道。

大多数机构不看好中小企业短期融资券的理由集中在信用风险上。保险公司不能投资净资产在 15 亿以下的短融券；基金投资受到主体评级的限制；而银行对短融券的投资多以是否给予授信额度作为标准，但对于中小企业的风险考核难度大于大企业。因此预计该类短融券将以一些授信银行、当地城商行、信用社以及第三方资金投资为主。来自多方面的约束限制了这类短融券的市场需求。

中小企业融资规模小，信息披露、审计、评估等单位融资成本相对较高；其次，中小企业信息透明度不高，投资者往往需要更高的风险补偿，这就

要求企业要具有高收益高风险的特征。但我国中小企业大多是技术和市场都比较成熟的劳动密集型企业，利润空间和成长性有限，难以承担高额的融资成本。

业内人士认为，未来需要大力发展与中小企业相对应的金融中介，发展风险甄别能力较强的专业投资机构，支持低信用等级证券市场的发展。

债券担保方案多样化趋势明显

2007 年 10 月，银监会发文要求各银行对企业债券等融资项目停止担保，以往以银行担保为主的企业债券发行受到了较大的挑战，各发债主体纷纷探求非银行担保的担保方式，如非银行的第三方担保、抵押/质押担保、无担保，甚至以地方财政收入为偿债提供保障措施。

目前大多数企业债券多采用非银行的第三方担保。采用第三方担保的方式与银行担保类似，容易被投资者接受；投资者范围较广；发行成本较低；实际运作比较简单，程序比较成熟等。但采用第三方担保企业债券一般要求担保人主体信用级别不低于发行人主体信用级别，以增信债券，有利于降低发行利率。

由于我国的信用制度还未完善，公司债券的主力机构——保险公司不能投资无担保债券，无担保债券的发展较为缓慢。目前发行无担保债券的是实力比较强的央企。

对于抵押/质押担保债券，操作思路明确，无担保费，适用于有大量土

地或者股权资产的企业。但在发行过程中，投资者范围较小（保险机构一般不投资抵押/质押债券），需要聘请债权代理人 and 抵押资产监管人，程序较为繁琐；同时抵押资产本属于发行人，对发行的债券增信不是很显著，发行成本较高。

目前有利用地方财政收入建立偿债准备金，为债券增信的新模式。而担保加财政收入基金的模式实质上就是对债券的清偿进行了双重担保，更加有利于债券信用级别的增强。这种方式担保的企业债券增信效果较为明显，可降低发行成本，节省担保费用；其主要障碍是地方财政收入构成的偿债准备金还不能为企业债券直接担保，只能作为偿债的保障，但可以 and 第三方担保、抵押/质押担保等担保方式结合使用。

信用风险高发期逼近 评级下调概率增加

今年来我国信用产品市场有了较快的发展，企业债发行规模不断增加。在银监会叫停银行担保后，无担保的信用产品也大大增加。而发债主体更加多元化，从中央直属企业、省属企业等大型国企到民营企业、中小企业等都开始通过发债的方式来融资。

信用市场在发展的同时，必然也会带来信用风险，尤其是当经济形势恶化的时候，投资者所面临的信用风险就会加大。随着金融危机对实体经济的影响刚刚开始，物价从高处下滑，企业将同时面临需求和价格两个问

题，未来的经营情况会更差，破产或者重组的企业也会越来越多。

日前中诚信国际信用评级公司将电力、钢铁、有色金属、建筑、房地产和航空运输业的评级展望调整为“负面”。不过我国信用市场上还没有出现公司被下调信用评级的情况。

从10月下旬以来，在中铝、广东庞大和江铜等事件影响下，公司债、可分离债、企业债等信用市场经历了较大幅度的调整，信用利差大幅上升，信用利差的增幅从100~200多个基点不等，表明市场对信用风险的担忧开始加大。而信用评级变化常常滞后于市场变化，这是因为对评级公司来讲，必须首先对事件进行确认，然后结合外部环境等多方面因素来判断才能作出是否调整的决定。如果未来出现了公司信用评级的下调，信用产品市场将会受到更大的影响。

苏宁：允许符合条件中小企业发债融资

中国人民银行副行长兼上海总部主任苏宁于11月28日在出席“2008上海中小企业融资峰会”时表示，针对目前中小企业遭遇的融资困境，央行将采取针对性的支持举措，灵活应用货币政策信贷工具，加强政策引导，加大对中小企业的支持力度。

金融危机导致世界经济增长趋缓，也使中国中小企业利润空间渐趋缩小、资金链日益绷紧。在此背景下，由上海市经济和信息化委员会、上海市金融服务办公室、人民银行上海总

部、上海银监局、上海证监局和浦东新区等六大政府部门联手举办了此次专门谋求解决上海中小企业融资难问题的峰会。

苏宁介绍，为从根本上解决中小企业融资难的问题，央行已经从宏观和微观两个层面开始着手加以解决。从宏观层面，针对中小企业反映的商业银行贷款额度限制问题，央行已经全面放宽了商业银行的贷款额度限制，鼓励商业银行进一步加大对中小企业的信贷支持，通过降低商业银行存款准备金率，降低商业银行存贷款利率，增加资金的支持和降低融资成本。

在微观层面，央行加强了对商业银行的窗口指导，鼓励支持商业银行扩大给中小企业贷款，推动中小企业发行短期融资券，开拓中小企业直接融资渠道。积极发展小额贷款公司，通过组织创新，加大对中小企业的金融支持力度。针对中小企业信用体系落实的问题，央行依托全国统一的企业信用信息数据库，为中小企业建立信用档案，帮助具有良好信用的企业获得更多的融资机会。

不过苏宁表示，制约中小企业融资难的问题还是没有得到根本的解决，“这既有直接融资的问题，也有间接融资的问题，解决中小企业融资难问题既要立足当前的问题，解决银行贷款给中小企业的后顾之忧，又要着眼长远建立多层次的金融市场和多渠道，建立创新型企业的资本市场结构，在各种融资方面形成有效的风险分担

机制。”

苏宁指出，央行将从四个方面着手继续加大对中小企业的扶持力度：首先，继续引导银行业金融机构加大对中小企业的信贷投放。其次，利用各种货币政策优化资源配置。人民银行将积极运用存款准备金率、再贷款等机制增加对中小企业的贷款。第三，进一步完善小额贷款担保政策，允许小额担保贷款利率在基准利率基础上适当上浮，扩大小额贷款人的范围，扩大劳动密集型企业小额贷款的额度。最后，积极拓宽中小企业融资渠道，允许符合条件的中小企业直接发行短期融资券，发行小企业债券，初步推进商业银行信贷资产证券化业务，促进中小企业证券化，支持中小企业贷款。

在峰会上，上海市副市长屠光绍表示，为更有效地缓解中小企业融资难矛盾，帮助企业在当前金融危机格局下渡过难关，上海将率先从政府层面下力气做好包括建设好信用信息平台、进一步完善担保机制等一系列“搭桥”工作。

对于接下来的具体举措，屠光绍表示，上海市和各个区县两级政府要为进一步完善中小企业的服务机制“搭好桥”，对中小企业的扶持工作还需要进一步加快。在具体措施上即要建设好信用信息平台，大力发展有利于促进中小企业与金融机构对接的中介机构和中介服务，同时健全担保机制，完善包括法制环境在内的生态环境建设。

据屠光绍透露，上海正在研究进一步完善担保机制，主要是加强引导和支持，发挥担保公司在支持中小企业发展和科技创新方面的作用。其中

涉及到进一步健全现有担保体系、加大对担保的政策性支持，同时要建立和健全再担保体系。



我国现行相关法律法规中对信用评级要求

发布日期	法规/办法/条例	制定部门	评级要求
1996.4	贷款证管理办法	人行	可以评级
1996.8	贷款通则	人行	可以评级
1997.3	可转换债券管理暂行办法	国务院	可以评级
1998.1	境内机构发行外币债券管理办法	人行	应当评级
2003.8	证券公司债券管理暂行办法	证监会	应当评级
2004.4	贷款通则（修订）	人行、银监会	可以评级
2004.6	商业银行次级债券发行管理办法	人行	应当评级
2004.8	汽车贷款管理办法	银监会	应当评级
2004.9	保险公司次级定期债务管理暂行办法	保监会	可以评级
2004.10	证券公司短期融资券管理办法	证监会、人行、银监会	可以评级
2005.4	全国银行间债券市场金融债券发行管理办法	人行	应该评级
2005.4	信贷资产证券化试点管理办法	人行、银监会	应当评级
2005.8	保险机构投资者债券投资管理暂行办法	保监会	应当评级
2006.3	中国人民银行信用评级管理指导意见	人行	——
2006.9	中国人民银行关于商业银行发行混合资本债券的公告	人行	应当评级
2006.11	信贷市场和银行间债券市场信用评级规范	人行	——
2007.7	中国银监会关于企业集团财务公司发行金融债券有关问题的通知	银监会	应当评级
2007.8	证券市场资信评级业务管理暂行办法	证监会	——
2007.8	公司债券发行试点办法	证监会	应当评级
2007.10	中国银监会关于有效防范企业债担保风险的意见	银监会	
2008.4	银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法	人行	应当评级

资料来源：根据相关网站资料整理

新世纪公司取得证券市场资信评级业务许可

2008年2月26日，公司取得证券市场资信评级业务许可证。公司严格按照《证券市场资信评级业务管理暂行办法》等相关法规的规定，遵循独立、客观、公正的原则，遵守行业规范、职业道德和业务规则，勤勉尽职，为广大投资者提供优质的评级服务。



朱荣恩总裁等获批成为银行间债券市场非金融企业债务融资工具注册委员会委员

2008年6月，朱荣恩总裁和丁豪常务副总裁被银行间债券市场交易商协会批准该市场非金融企业债务融资工具注册委员会委员。注册委员会由包括主承销商、投资人、中介机构等专业人士组成，其主要职能是对发行主体的合规性及披露文件的真实、准确、完整、及时做出独立判断，决定是否接受注册。从而使对产品的风险、价值判断及是否接受产品发行的决定均来自于市场成员。

朱荣恩总裁受聘担任全国企业内部控制标准委员会委员

公司总裁朱荣恩教授作为内部控制专家受邀参加了《企业内部控制基本规范》的修订工作，并就该规范在相关会议上作了重要发言——“让《基本规范》在市场经济中发挥更大作用”，该文发表于2008年7月25日的《中国财经报》和《中国会计报》。2006年朱荣恩总裁被聘请为全国企业内部控制标准委员会咨询专家后，2008年11月21日，朱荣恩总裁又被财政部等六部委聘请为该委员会委员。

新世纪公司北京营销总部成立

为了加强与北京主管部门的联系，并进一步拓展在全国范围内业务，2008年7月上海新世纪资信评估投资服务有限公司成立了北京营销总部。自成立以来，北京营销总部与在京的各机构、公司的总部进行了有效的沟通，为公司的长远发展迈出了坚实的一步。

新世纪与标准普尔达成技术合作协议

2008年8月6日，公司正式与标准普尔达成技术合作协议，双方将在培训、联合研究项目以及分享信用评级技术等领域进行合作。组建了由双方人员参加的指导委员会和管理委员会。此次合作开创了中外评级机构合作的新模式，受到政府主管部门的高度认可。



2008年11月17日和19日，公司与标准普尔合作举办的“亚洲市场展望及中国信用评级业问题探索”研讨会在京沪两地成功召开。近200家银行、证券公司、基金公司及部分中央企业派员参加了本次研讨会。此次研讨会的召开标志着公司和标准普尔的合作步入了实质性阶段。

公司被指定为中小企业短融评级公司之一

2008年8月，中小企业短期融资券发行，公司被中国人民银行征信管理局指定为可从事该项业务的2家评

级公司之一。经我公司评级，北京七星华创电子股份有限公司于2008年10月17日发行了0.30亿元的短期融资券；江苏东光微电子股份有限公司于2008年10月20日发行了0.20亿元的短期融资券。我公司此项业务的市场占有率超过了50%。

公司开展专业技术培训

为了拓宽公司员工相关的业务知识，提高评级人员的整体水平，2008年公司组织进行了一系列的专业培训，培训课程由新世纪的业务骨干员工自行执笔撰写并讲授。公司的债项、主体固化培训工程初步建成，其中债项9项专题、主体7项专题；另外还



开展了“风险管理业务”的培训。



江苏东光微电子股份有限公司主体长期信用评级报告

概要

编号：【新世纪金评（2008）0200282】

江苏东光微电子股份有限公司

评级结果：A⁺

评级展望：稳定

主要财务数据

项目	2005年	2006年	2007年
总资产(亿元)	0.34	0.35	0.58
净资产(亿元)	1.52	2.22	3.31
总负债(亿元)	0.44	0.79	1.32
所有者权益(亿元)	1.28	1.43	1.99
营业收入(亿元)	0.55	0.82	1.10
净利润(亿元)	0.13	0.15	0.20
经营性现金流净额(亿元)	0.11	-0.06	0.57
EBITDA(亿元)	0.19	0.23	0.38
EBITDA/利息支出(倍)	17.16	14.39	6.72
EBITDA/刚性负债(倍)	1.02	0.66	0.82
现金比率(%)	77.69	45.52	46.96
经营性现金流净额(%)	82.86	12.15	38.43
总资产增长率(%)	25.60	33.58	39.92
流动资产率(%)	231.69	153.60	142.29
利息保障倍数(倍)	14.28	11.79	5.87
净资产收益率(%)	13.23	11.42	17.14

注：江苏东光系上市公司2005-2007年财务数据取自年报，2008年1-6月财务数据取自半年报及半年报预告。

评级观点

优势：

- 江苏东光作为“第一届全国跟踪调查重点企业”之一，获得充分掌握国家扶持中等微电子技术发展的优惠政策。
- 江苏东光的主导产品广泛用于通讯与智能电子产品领域，市场前景广阔，公司业务成长性良好。
- 江苏东光具有较强产品研发能力，并拥有多项产品专利和专有技术。
- 江苏东光具有一定的资本实力，目前的负债率较低，资产流动性较好，偿债能力较强。

风险：

- 产品定价的持续上涨，将影响江苏东光未来盈利能力的提升。
- 外资厂商加速国内中等微电子技术企业，将加剧行业竞争，江苏东光能否保持其在微电子技术领域的领先地位并拥有自主知识产权。
- 江苏东光未来一段时期内将保持扩张生产，资金需求较大。



评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

公司成立资信评级标准委员会

2008年9月公司“资信评级标准委员会”成立，朱荣恩总裁担任主任委员。资信评级标准委员会是公司质量控制体系的重要组成部分，负责审议公司各类评级业务标准和管理制度。标委会先后分别召开三次全体会议，审议通过了第一批公司资信评级基本规范、债项业务资信评级操作规范和债项业务资信评级应用指南。

公司成功召开“上市公司债券融资与评级专题报告会”

2008年10月31日，由上海市董秘协会主办、公司承办的“上市公司债券融资与评级专题报告会”成功召开。此次报告会由中国证监会有关部门人员和公司业务人员分别讲解上市公司债券市场发展与监管要求、上市公司债券融资决策分析、上市公司债券评级技术等内容，近160名上市公司董秘和总会计师参加了本次报告会。



新世纪荣登 2008 年度上海名牌服务企业榜单

为了进一步加大上海市名牌战略推进力度，形成一批拥有自主知识产权和国际竞争力较强的优势企业，上海市名牌产品推荐委员会办公室组织

相关专家开展了上海名牌产品推荐的评选工作。此次评选按《上海市名牌推荐办法》规定，对本市申报的品牌产品、品牌服务和品牌区域进行了初审、专业评审及综合评审。新世纪在评选中荣登上海名牌服务企业榜单。

新世纪公司作为服务于信贷及债务融资市场的评级公司，历史较长、资质齐全。经过多年积累，公司在上海市乃至全国树立起了较好的市场信誉，评级客户规模逐年扩大。此次评选的上榜将成为新世纪公司在评级服务行业发展的又一新里程碑。



标准普尔：工业和公用事业评级方法

标准普尔全面考虑分析要点，用表格对分析任务进行分类。我们构造分析框架首先对基本行业进行分析；进而着手财务分析。

通常情况下，信用评级的方法类似于财务分析、尤其是财务比率分析。但不同的是，评级的关键是从分析公司的经营和竞争概况开始。两家财务指标完全相同的公司，评定的级别不同，其评估差异很大程度上源自于二者所面临的业务挑战和发展前景的不同。

如下所示，标准普尔以分析矩阵对各种商业风险/财务风险进行评级研究，使评级结果更加清晰。

经营风险/财务风险矩阵

图表 1 说明发行人信用评级的经营风险和财务风险关系。

图表 2 显示工业公司的财务风险比率。

如何运用矩阵来更好地理解评级

结论。下面有一个例子：

ABC 公司的经营性风险被认为是“令人满意”。（这是家典型的投资级工业公司——我们以前评估其风险为“平均”）。

如果 ABC 公司的财务风险是“中等”，评级应该是“BBB”。表中列示的比率可作为评估的初始点。ABC 公司的现金流与债务比是 35%，债务杠杆是 40%，这是财务风险“中等”的特征。当然，实际评级工作中财务风险的评估并非如此简单！它包含财务政策和风险承受能力，包括自由现金流和资本支出灵活度在内的现金流充足性，包括短期到期债务保障倍数在内的各种衡量流动性方法的指标。

ABC 公司可通过一系列措施将其级别提高到“A”级，例如将负债降低到某点，使现金流与负债比率超过 60%，且债务杠杆仅为 25%。相反，ABC 公司也可选择更激进的财务政策——通过借款回购股票来回报股东。

图表 1——商业风险/财务风险

经营风险概况	财务风险概况				
	最小	谨慎	中等	激进	高杠杆
优秀	AAA	AA	A	BBB	BB
强	AA	A	A-	BBB-	BB-
满意	A	BBB+	BBB	BB+	B+
较弱	BBB	BBB-	BB+	BB-	B
脆弱	BB	B+	B+	B	B-

图表 2——财务风险指示比率*

	现金流（营运资金/负债）%	债务杠杆（总负债/资本）%
最小	超过 60	低于 25
谨慎	45-60	25-35
中等	30-45	35-45
激进	15-30	45-55
高杠杆	低于 15	高于 55
*数据在充分考虑历史记录的基础上全面调整，预计有望持续		

如果现金流与负债比率为 20%，债务杠杆仍低于 55%，并且承诺保持该财务水平，则 ABC 公司将被评为“BB”级。

评级结果不一定精确。总有些许正面或负面的情况导致实际级别高于或低于通常的评级结果。而且，总有例外的情况使之不能适合此分析框架：例如，流动性或诉讼可能造成的全面性风险。

矩阵无法对“CCC”级及以下级别的风险状况进行分析。这些级别总是反映了某些即将发生的危机或特别的敏感性。构成矩阵框架基础的平衡方法在这些情况下难以发挥作用。标准普尔力求评级过程透明。然而，显而易见评级过程不能完全地简化成菜谱式的程序性步骤：评级结合了许多主观性判断，与其说是科学不如说是艺术。

公司信用分析因素

下面几类因素构成了经营风险和财务风险评估的基础。为了关注最相关的因素，不同行业中的分类将有所变化。

经营风险

- 国家风险
- 行业特征
- 公司状况
- 产品组合/营销
- 技术
- 成本效率
- 策略和经营管理能力
- 盈利性/同类公司比较

财务风险

- 会计
- 公司治理/风险承受能力/财务政策
- 现金流充足性
- 资本结构/资产保护
- 流动性/短期因素

行业风险

评级分析从对公司经营环境的评估开始。给定一个行业，该行业中的企业所面临的经营风险大小取决于行业动态。评级分析关注行业前景发展和影响行业的竞争因素。

许多评估因素包括行业的发展前景（增长、稳定或衰退），经济周期模式。这对确定技术更新、劳动力市场

动荡、法规干预之类因素的敏感性至关重要。较长的提前期或要求固定设备达到专业化是使风险增加的因素。行业中日益激烈的竞争显然也很重要。标准普尔对众多行业投资计划中主要经营者的了解，为评估行业的竞争前景提供了独特的优势。

虽然任何一个特定的特征都可成为评定优先等级的因素，决定等级的关键因素却是行业风险。企业都希望本行业风险低于平均的行业风险。对于众多高于平均行业风险的公司而言，不论其财务政策如何保守，给予“AA”和“AAA”的偿债能力级别都是无从说起。这类行业有整体钢铁制造企业、轮胎与橡胶公司、住宅建筑商、大部分采矿部门。

相反，某些行业被认为是有利于公司级别的评定。这些行业的特点是需求增长稳定，可在不损害发展前景的前提下保持适当利润，能灵活的选择资本流出时机，有着适度的资本集中度。具有上述一个或更多特点的行业包括名牌消费品的制造商、制药公司、出版和广播公司。对于所有行业而言，即使属于上述几类行业，且特征指标较好，并不一定能获得较高的级别，但是良好的行业基本面的缓冲作用可为评级提供正面支持。

此外，行业风险评估为分析具体公司的风险因素和确立这些因素在总体评级工作中的优先次序而创造条件。例如，如果技术是一项关键竞争因素，则强调的研发能力是否出众。如果是制造行业，则需重点关注生产

成本。

成功的关键

作为行业分析的一部分，关键评级要素被认为是开启成功之门和敏感领域的钥匙。当然，公司的评级关键影响因素是该公司在经营中获取成功和战胜困难的能力。

显而易见，不同的行业竞争的性质迥异。竞争可以是基于价格、产品质量、销售能力、企业形象、产品差异化、服务或其它因素。从范围上来看，竞争可能是全国性的，像大多数的设备业企业；其他的一些行业，例如化工行业，它的竞争可能是全球性的；而另一些行业，如水泥行业竞争的区域性则较强。给定一个公司，竞争的基础决定了它评级的分析因素。

对于任何特定的公司进行评级，通常会取其一个或多个重要因素，甚至这些因素在其所属行业并不常见。例如，一个公司只有一套主要生产设设备通常会被认为是它的风险点。类似地，对单一产品的依赖会导致风险，即使该产品非常成功。又如，一家药品公司的收入仅源于两种药品，其可观的利润和现金流可使公司获得较高的级别。但如果该公司不是只依赖两种药品（毕竟，药品会受到竞争和专利到期因素影响），那么该公司会得到更高级别的评估。

多样化因素

当一家公司的经营涉足多项领域时，我们应对每一单独业务板块进行分析，根据各板块对公司整体的贡献程度确定权重，全面综合后得出分析

结论。最后再考虑多样化经营潜在的好处（虽然从加法角度可能不明显）。

真正多样化经营的公司不会有单个业务部门特别突出。一个大型汽车公司或许会因为业务范围涉及航空航天工业和计算机软件而倍受关注，但因为其成功源自一条主营业务线，我们不认为它是多样化经营公司。

如果公司的各种业务与宏观经济具有同样的周期性，那么对该公司的信用评级将会有所保留。例如，对从经营镍到进军铜业的经营行为不能作为稳定经营来看待，原因在于这两种金属的风险因素相似。

多样化影响因素中最关键的是公司多样化经营的能力。各行业开展业务所需的技能和实践大不相同，更别说进入几个不同行业所面临的挑战了。例如，许多老牌的工业公司一味贪求多样化经营而进入金融服务业，结果却发现因为不熟悉业务、难以管理而使企业负担过重。

一些公司采取投资组合方法来达到多样化经营的目的。投资的买卖业务不同于实体经营业务，对两者的分析也不尽相同。公司资产不断变化的特征通常被认为会带来负面的影响；而另一方面，这还是一种可抵消不利影响的优势：如果每一条业务线都是可被出售的独立单元，则企业在筹集资金方面有更大的灵活性。

规模因素

对于任何资信等级，标准普尔没有设立企业最低规模标准。然而，结果却显示规模与评级非常相关。原因

是规模化通常有助于经营多样化，并且/或者影响竞争地位。

小公司也可因为其在市场相对优势地位而拥有竞争优势，虽然这种情况并不常见。显然，在众多经营活动中，丰富的生产线或全国性的营销网络可作为评级利好因素来考虑。在某种意义上，纯粹的数字并不重要，显见的市场优势才是重要的。

通过对市场份额进行分析可更深入了解这点。但是大的市场份额并不总是等同于竞争优势或行业统治。例如，如果一个行业有一些大的但规模类似的企业（即行业相对集中），则大家的优势或劣势相仿。相反，如果一个行业高度分散，则行业里的大公司可能都没有定价话语权。纺织行业就是这样一个例子。

就如小企业的定义，对小公司的评级更集中于对产品、客户数、地区的关注。实际上，小公司缺乏多样化，而多样化可使大公司受益。某种程度上，当市场和区域经济发生变化时，多元化的经营业务可对公司起到保护作用。这些考虑因素是权衡了给定行业的业绩和前景之后的。

此外，对于一个超小公司而言，缺乏财务上的灵活性通常是一个重大的负面因素。发展受阻对融资来源较广泛的公司而言仅是一个挫折，但对融能力有限资的小公司来说则可能是一次致命的打击。

有争议的一种说法是，成长期的小公司比资格老的但处于衰退期的公司在信用风险的分析上更乐观。直觉

上这种说法有一定市场，但是它却忽视了某些重要因素。大公司即使其业务陷入困境也有相当的维持能力。它们的相关人员——包括大量雇员——能影响其命运。由于其银行的头寸规模可能很大，以至于银行不愿意放弃这些公司。而且，这些公司通常积累了大量次要的、可被出售的资产。相比之下，银行对小公司的承诺就消失得较快，并且只会根据他们微薄的权益基础提供贫乏的保护，尤其在认为某些公司故意承担高债务时。

即使增长是件好事，但我们对高速增长通常不会评定较高级别。因为高速增长通常是经营过于激进的表现。而且，一些公司由于过度地追求更高目标，倾向于制定持续/高风险的财务政策，这使得公司信用质量的提高受限。几乎没有证据表明最初得到“投机级”评级的公司有特别的提升级别潜力。在一段时间内，它们的违约率比“投资级”公司更高。石油开采、零售、和高科技公司在在这方面尤其敏感，即使是在它们在刚进入行业、市场漫天鼓吹其巨大发展潜能的时候。

管理层评估

对管理层的评估包括其在经营上成功运作方面所起的作用和其承受风险的能力。前者结合经营风险分析；后者则是关于财务政策因素。

主观判断有助于评估管理层的各方面。会见高级管理层时形成的主观

评价和对管理层的跟踪记录同样重要。虽然跟踪记录似乎为评估提供更加客观的基础，但通常难以分辨的是公司经营的结果应该如何归因于管理层的管理能力。分析师必须确认多大程度上是管理优秀、管理缺乏、忽视管理的结果。

我们还应对公司的计划和政策的现实性进行判断。怎样执行计划和政策决定着我们对管理层的一致性和诚信力的判断。若公司不遵循已制定的政策，评级结果将反映对管理层的置疑，直至管理层将建立诚信力付之行动。当公司面临压力或重组时，诚信力将成为关键性因素，分析师必须确定是否能依靠管理层执行计划来修复诚信，重新获得信贷资格。



其它组织结构/公司文化因素

标准普尔对潜在的组织结构问题的评估比较敏感。这些情况包括：

- 公司有高度激进的经营模式。例如，通过大规模的并购或扩张进入

未知市场来实现增长。

- 公司对其经营策略做出频繁和重大的改变。
- 公司有精简机构和重组的历史。
- 公司的组织机构运行严重依赖于某个人，尤其是此人即将退休。
- 从企业制或家族式到专业管理层的过渡已经完成。
- 管理层的过度薪酬与股东利益极不一致。
- 管理层人员流动性过度。
- 与同行相比，该公司涉及更大程度的法律、管理或税务争端。
- 公司存在过度复杂的法律结构，或者使用复杂的资产负债表外业务。
- 组织结构和策略之间的关系不明确。
- 股东对管理层的特权施加约束。
- 财务功能和财务考虑因素没有得到组织上的统一认可。
- 公司使用激进会计政策，或财务报

表缺乏透明度。

- 管理层的财务政策特别激进，表现为高债务的使用或历史上有直接回报股东的激进行为。

业绩和风险的衡量

在评估完发行人的竞争地位和经营环境之后，分析师需要继续分析几种财务类别。在此我们重申，对于任何类别的评级，公司的经营风险特征决定财务风险水平。

财务风险在很大程度上通过定量方法尤其是财务比率来描述。不同行业的盈利标准各异，但是财务风险的广义衡量与公司的经营风险水平（包括行业及公司在行业中的地位）相关。

对某一公司而言，通常要求对几个分析指标做出调整来计算比率。考虑到会计惯例和当地财务体系的差异，对跨国公司需要额外关注。

本文节选自《标准普尔 2006 评级标准：工业和公用事业评级方法》