

对我国目前股票等信用风险控制中 存在问题的思考

一、股票信用风险

在正常情况下，只有固定收益类证券才存在信用风险问题，股票不属于固定收益类证券，所以不存在信用风险问题。但在我国资本市场发展的特殊时期，股票实际上存在信用风险问题，如在我国股票市场产生的初期，大部分股票是以固定收益类证券的形式发行的；在部分上市公司发生巨额亏损的初期，政府经常以优良资产置换这些公司的不良资产；目前“上市公司壳”仍具有价值，很少进行清盘，投资者没有直接经历过破产清算；我国的股票市场一直发挥着极强的政策性功能；一直存在大量的不成熟散户股票投资者，等等。

我国股票信用风险不但存在，而且因有国家信用支持，信用风险很低，从而，在股票市场上出现了一级市场一直供不应求、连续发生巨额亏损的上市公司的二级市场股票价格却居高不降等非正常现象。

我国股票存在的信用风险，阻碍了股票市场的健康发展，必须采取有效的改革措施，消除股票的信用风险，建立正常的股票投资风险防范与承担机制。

二、可转换公司债券信用风险

可转换公司债券在转股前具有一般公司债券的性质，存在不能按期还本付息的信用风险。

目前我国可转换公司债券的信用风险主要通过两种途径防范和承担：一是选择合格的发行主体（第一还款来源），二是强化担保（第二还款来源），如在 2002 年和截止 2003 年 4 月期间发行的 9 只可转换公司债券中，有 5 只分别由中行、农行和工行担保。

上述可转换公司债券的风险防范与承担办法有如下特点：

- 1、信用风险高的公司不太可能发行可转换债券；
- 2、不希望可转换债券到期不能兑付，一旦发债主体不能兑付，担保单位要能兑付；
- 3、可转换债券投资人在债券信用风险方面的选择余地少，债券信用风险的防范主要有主管部门负责，债券投资人不必太在意。

从上述特点看，目前可转换公司债券的风险防范和承担机制还是存在问题，在正常情况下，投资者是债券信用风险选择、防范和承担的主体。

三、企业债券信用风险

企业债券是典型的固定收益类债券，企业债券的信用风险是债券投资面临的主要风险。

在 1999 年我国企业债券管理体制转变以前，少数企业债券发生了到期不能兑付的情况，但最终由债券主管部门出面解决，债券投资人基本没有承担因债券信用风险所造成的损失，当然，此前债券的信用风险风范主要由债券主管部门负责。

1999 年以后，企业债券管理体制发生变化，企业债券的信用风险防范和承担的途径、特点以及存在的问题，与以上描述的可转换公司债券情况基本相同，如 2001 年、2002 年和截止 2003 年 3 月期间实际发行的 21 只企业债券的发债主体基本是国家或地区数一数二的特大型企业或行业垄断企

业，其中有 15 只债券分别由农行、中行、建行、开行、兴业银行、铁路建设基金和三峡建设基金担保。

四、金融机构信用风险

金融机构的信用风险主要表现为金融机构发行固定收益类证券的信用风险、商业银行吸收长短期存款的信用风险和保险公司理赔能力的信用风险。

目前我国金融机构在资本市场上发行固定收益类证券还很少，这方面的信用风险矛盾不突出，但其他主要风险明显存在，如近 10 年来，不时出现金融机构关闭或倒闭，开始时主管部门承担了全部信用风险，但后来只有选择地承担部分信用风险。

目前对金融机构主要信用风险的防范主要通过主管部门的监管来往完成，机构投资人有一定的信用风险防范意识，但个人投资人基本没有信用风险防范意识。建立金融机构信用风险的披露机制（如金融机构信用评级制度）、逐步释放金融机构风险，让投资人（特别是个人投资人）承担部分选择、防范金融机构信用风险的责任，对商业化改革、降低不良贷款比率等将起到重要作用。

信用评级机构在证券市场上的作用

根据 2002 年 SARBANES-OXLEY 法案 702（B）进行的研究

美国证券交易委员会，2003 年 1 月

前言

美国证券交易委员（以下简称“SEC”）根据国会在 2002 年 SARBANES-OXLEY 法案 702（B）中提出的要求，开展了信用评级机构在资本市场上的作用的研究，研究报告涉及到了法案中要求研究的每个问题，包括信用评级机构的作用、对资本市场的重要性，评级机构在发挥作用时遇到的障碍，改善从评级机构到市场的信息流的措施，进入评级业的障碍，以及评级机构面临的利益冲突。由于法案要求的研究正逢 SEC 进行的评级机构研究，所以报告中还涉及其他一些关于评级机构的问题，如反对竞争或不公正执业的指控、信用评级机构的执业精神、SEC 监督的程度和方法，这些都超出了法案的要求。

尽管 SEC 对信用评级机构的研究已取得重要进展，但仍然认为，一些问题值得进一步研究，还有许多工作要做。因此，SEC 计划在完成本报告的 60 天内，发布一份征求意见稿（CONCEPT RELEASE），征求关于评级机构的一些问题，而且希望在研究和评估有关征求意见后，在征求意见稿结束后的适当时期内，发布指导性规则（PROPOSED RULES）。SEC 希望从市场参与者、其他监管部门以及公众那，得到关于如下问题的广泛意见。

SEC 要深入研究的问题包括：

1、信息流

（1）评级机构是否应披露更多的评级决策信息？

（2）发行主体是否应在一定程度和要求质量下改进信息披露（包括关键评级结果（RATINGS TRIGGERS）的披露）？

2、潜在的利益冲突

- (1) 评级机构是否应采取一些措施来管理因评级收费而带来的潜在利益冲突？
- (2) 评级机构是否应禁止（或严格限制）评级人员和被评级对象的直接接触？
- (3) 评级机构是否应采取一些措施来管理因发展相关收费业务而带来的潜在利益冲突？

3、反对竞争或不公正执业问题

大型评级机构在多大程度上存在反对竞争或不公正执业问题，如果确实存在，SEC 应采取什么对策？

4、减少潜在的进入政策障碍

- (1) 现行的认可评级机构的政策指标是否需要进一步明晰？
- (2) 是否应规定审查申请 NRSRO 资格的时间？
- (3) 评级市场占有率小、评级业务涉及的地域窄的评级机构在监管中能否被认可？
- (4) 是否有其他的办法代替 NRSRO 制度？

5、监督（ONGOING OVERSIGHT）

(1) 是否应对评级机构进行更直接的监督？如果必要，合理的手段是什么（是否应向国会建议给予监督权）？

(2) 评级机构是否需要制定包括评级人员培训、评级人员的素质在内的评级一般执业标准？

一、引言

SARBANES-OXLEY 法案 702 部分要求 SEC 研究信用评级机构在证券市场上的作用，并于 2003 年 1 月 26 日前提交研究报告。

SARBANES-OXLEY 法案的主要目的是确保美国资本市场的有效性和在最近的金融事件后重新建立投资者的信心，其中也要求 SEC 研究如下问题：

- 1、信用评级机构在评价证券发行主体方面的作用；
- 2、该作用对投资者和证券市场运作的重要性；
- 3、是否存在信用评级机构得出准确评级结果的障碍？
- 4、是否存在进入评级业的障碍？需要采取哪些措施除掉这些障碍？
- 5、是否必要采取措施改进信用评级机构信用评级结果的发布？

6、在信用评级机构的运作中是否存在利益冲突？应采取什么措施防止冲突，或减少冲突带来的后果？

国会本身也在研究有关信用评级机构的问题，例如在 2002 年 3 月，政府事务立法委员会（SENATE COMMITTEE ON GOVERNMENTAL AFFAIRS）举行听证会，研究评级机构怎么能在安然公司（ENRON CORPORATION）宣布破产的 4 天之前还给予其好的信用等级。2002 年 10 月该委员会发布了一份调查报告，报告中载明了一些评级机构在安然公司倒闭之前的几年里对安然公司财务活动的跟踪情况。调查报告的结论是，在安然事件中，评级公司的表现是令人失望的。此外，调查还发现，由于评级机构几乎不受正式的监管或监督，责任很少（REGULATORY EXEMPTIONS AND FIRST AMENDMENT PROTECTIONS），无法追究他们的责任。此外，调查报告建议 SEC 要求被认可的评级机构遵循特定的业务标准和培训标准，并定期检查标准的执行情况。

调查报告中研究的问题以及 SARBANES-OXLEY 法案要求研究的问题，与 SEC 开展的信用评级机构在美国证券市场的作用及监管对策是一致的。SEC 认为，今几年来，评级结果对投资者和其他市场参与者越来越重要，影响发行主体进入市场和筹资成本、财务交易结构和受托人等的投资能力。根据已增加的重要性，SEC 已开始研究信用评级结果在联邦证券法律中的使用、决定在监管中

使用哪些评级结果的过程以及对认可机构的监督程度。

SEC 采用了几种正式与非正式的方法研究评级机构，包括与评级机构和市场参与者的非正式讨论、正式检查评级机构和公众听证会（市场参与者有机会发表对评级机构及评级机构在资本市场上的作用）。

本研究报告的第二部分介绍了评级机构的背景，以及现行监管中如何使用评级结果，第三部分更详细的介绍了最近国会和 SEC 开展信用评级机构在美国证券市场上的作用研究的动机，第四部分详细讨论了国会要求 SEC 研究的每一个主题，第五部分介绍了 SEC 打算深入研究的问题。

（译文待续）

企业信用评级财务分析要点

摘译自 2002 年标准普尔的公司评级指标

（S&P, corporate ratings criteria, 2002）

一、财务分析在企业信用评级中的作用

- 1、财务分析属于量化分析，在各种企业信用评级方法中占有较大的权重。
- 2、企业的综合经营风险决定了企业的财务风险水平。
- 3、财务分析主要表现为财务比率分析。
- 4、财务比率分析方法随行业不同而变化。
- 5、要注意会计制度不同等对财务分析的影响。

二、财务分析内容

财务分析主要包括会计质量、财务政策、盈利能力、资本结构、资产估值、表外债务、现金流量、现金流量比率、资本需求和财务弹性等分析内容。

1、会计质量

会计质量分析是财务分析的第一步；企业信用分析不做企业财务审计，主要依靠财务审计资料，所以会计质量分析十分重要；会计质量分析的目的是看通过对财务资料的统计或比率分析能否对企业的经营情况得出正确的结论，分析结论是否在同类企业或同行业中可比。会计质量分析的内容主要包括：合并报表、收入确认、折旧、库存估值、摊销和表外负债的处理等方面的方法。

为了做出正确的财务分析结论，应根据一定的会计质量标准对有关财务数据做出适当调整。因为不可能重新编制财务报表，所以只能对财务数据做尽可能的调整，甚至获得高低、悲观、乐观等印象也十分重要。

2、财务政策

企业无论有意识还是无意识都会制定有关的财务政策，如关于财务风险的管理思想、指标等。除了分析企业的财务政策外，还要注重分析财务政策的可行性和执行情况，保守的财务政策只有和企业的总体发展目标 and 需求相协调时，才有可能实现。企业信用评级不主张财务政策的制定以取得或维持信用水平为目标。

3、盈利能力

盈利能力是防范企业信用风险的最关键因素之一。盈利能力强，可以增强企业的内部融资、外部融资和抵御经营不良环境的能力，增加企业资产的价值，企业的信用风险就低。

衡量企业盈利能力的主要指标包括：

（1）资本盈利率=（利润总额+利息）/（短期债务+长期债务+净资产）（Pretax preinterest return on capital）。

（2）主营业务利润率=主营业务利润/主营业务收入净额(Operating income as a percentage of sales)。

（3）各类经营资产的盈利能力（Earnings on segment assets）。

不同行业的景气周期和盈利特性不同，通过同类企业或同行业企业盈利能力的比较，可以判断企业的竞争力和价格弹性。因为信用评级是一种预测，所以盈利能力预测十分重要。信用评级本身不做预测，但要对预测做出分析。对企业计划目标的分析，如目标是什么、需要采取什么措施才能达到目标等，对预测分析很重要。企业缺乏内在的盈利能力，就必须对外扩张，从而增加经营风险和财务风险。

还应从支付利息、租金、优先股股息的角度分析盈利能力，主要指标包括：

（1）利息支付倍数=（利润总额+利息（含资本化利息））/利息（Earnings before interest and taxes(EBIT) coverage of interest）。

（2）利息与租金支付倍数=（利润总额+利息+租金）/（利息+租金）（Earnings before interest and taxes and rent(EBITR) coverage of interest plus total rents）。

为了正确反映企业的持续盈利能力和对利息等的支付能力，应对盈利、利息等数据进行适当调整，如除掉非经常性盈利、加入资本化利息等。如果派发优先股股息，还应对股息支付倍数进行分析。

4、资本结构

衡量资本结构的指标主要包括：

（1）全部资本化比率=全部债务/（全部债务+股东权益）（Total debt/(total debt + equity)）。

（2）全部资本化比率=（全部债务+表外债务）/（全部债务+表外债务+股东权益）（(Total debt + off-balance-sheet liabilities)/(total debt + off-balance-sheet liabilities + equity)）。

（3）全部资本化比率=全部债务/（全部债务+市价股东权益）（Total debt/(total debt + market value of equity)）。

由于短期债务长期化使用已成为惯例，所以传统上的长短期债务划分与分析方法已意义不大。

为了正确分析资本结构，需要正确界定债务和权益。

5、资产估值

如果企业的资产价值不准，财务指标的计算将毫无意义，因此资产估值极其重要。

资产的盈利能力是评估资产经济价值的合适方法，资产的市值、资产评估机构给出的评估值可作为参考。单纯使用一种资产估值方法的缺陷较多，应综合应用各种方法，如用股票市值作为资产估值方法就不合适，因为股票市值变化太快，而评级是长远的。

6、表外债务

表外债务应在资本机构分析中予以考虑。表外负债主要包括：

（1）经营租赁。

（2）合资企业或未合并子公司的债务。

（3）对外担保。

（4）其他或有负债等。

表外负债的确认方法：最简单的方法是直接相加，如直接把对外担保额加到企业总债务中。复

杂的确认方法不一定十分准确，如子公司债务在正常情况下不应作为母公司债务，但在特殊情况下，如母子公司之间有密切的业务关系，子公司债务应加到母公司总债务中。

7、现金流量

按会计概念，债务还本付息应通过企业盈利支付，但支付债务本息总需要现金。从盈利角度和现金角度分析企业的偿债能力（DEBT-SERVICING CAPABILITY）的结论可能不一致，因此，现金流分析是信用评级的又一关键因素，是最重要的分析内容，特别对偿债能力低的企业讲，现金流分析更为重要，因为这类企业更难得到无外部支持。

现金流分析包括债务保护、偿债和内部需求 3 个层面。

8、现金流量比率

现金流量比率指标主要包括：

（1）债务保护倍数 = （净利润 + 折旧 + 摊销） / 全部债务（考虑表外负债）（Funds from operations/total debt(adjusted for off-balance-sheet liabilities)）。

（2）利息倍数 = （利润总额 + 折旧 + 摊销 + 利息）（EBITDA） / 利息（EBITDA/interest）。

（3）自有净现金利息偿还倍数 = （自有净现金 + 利息） / 利息（Free operating cash flow + interest） / interest）。

（4）自有净现金利息本金偿还倍数 = （自有净现金 + 利息） / （利息 + 当年应偿还的本金）（偿债倍数）（Free operating cash flow + interest） / （interest + annual principle repayment obligation）（debt service coverage）。

（5）可支配净现金债务比 = 全部债务 / 可支配净现金（偿债期）（Total debt/discretionary cash flow）（debt payback period）。

（6）资本支出倍数 = （净利润 + 折旧 + 摊销） / 资本支出（Funds from operations/Capital spending requirements）。

（7）资本维护支出倍数 = 资本支出 / 资本维护支出（Capital expenditures/capital maintenance）。

（附补充资料：现金流量计算

净现金（FUNDS FROM OPERATIONS（FFO））= 净利润 + 折旧 + 摊销

-（+）非现金流动资产增加（减少）

+（-）非债务流动负债增加（减少）

经营净现金（OPERATING CASH FLOW）

-资本支出

自有净现金（FREE OPERATING CASH FLOW）

-现金分红

可支配净现金（DISCRETIONARY CASH FLOW）

-收购

+资产处置

+其他现金支出净额

融资前净现金（PREFINANCING CASH FLOW）

评级有效期长时，上述 1、2 两项指标更重要性；对偿债能力弱的企业评级时，上述 3、4 两项指标更重要性；指标的高低很难与信用的高低挂钩，要具体情况具体分析（即经营风险决定财务风险），如上述 3、4 两项指标高不一定企业的信用就好，因为可能是企业没发展前途，资本支出少造成的。

9、资本需求

资本需求分析是现金流分析的 3 个主要方面之一。要特别注意分析资本密集型企业 and 快速增长

型企业对资本需求的特点，如对快速增长的公司来说，不太可能通过交易信用来筹资。不能指望通过提高管理效率来进一步减少资本需求。信用评级是建立在企业持续经营的基础上的，所以要密切关注技术进步对资本的需求。应分析企业对资本需求计划的弹性，有弹性时，回旋的余地就大一些。另外，还应注意企业的收购计划对资本的需求。

10、财务弹性

财务弹性分析主要是评估企业在特定压力情况下的财务应对能力。

财务弹性分析包括对企业财务弹性的限制分析，如重大纠纷、财务限制条款、过分依赖某一融资渠道、长期债务的期限过短、环保负担、社会负担等，以及企业财务的灵活性分析，如应急计划、资本市场融资、出售资产、战略联盟等。

（本期责任编辑 李信宏）