

## 日本信用评级行业发展及监管演变对我国的启示

研发部 陈文沛 曹曼茜

**摘要：**日本是亚洲最早发展信用评级行业的国家，其信用评级行业发展至今已有 40 余年历史。日本评级行业监管体系相对完善，日本金融厅为统一监管机构，上位法和相关规章指引配套程度较优。得益于政府支持，日本本土信用评级机构在国内和国际市场上业务发展情况较好。本文对日本信用评级行业的发展、信用评级机构概况和信用评级市场现状进行了介绍，并通过对日本信用评级监管演变的研究，探讨了日本信用评级监管的实施成效及其对我国信用评级行业监管和发展的启示。

### 一、日本信用评级行业概况

#### （一）日本信用评级行业的发展

日本信用评级行业在亚洲起步最早，发展至今已有 40 余年历史。其发展历程大致可分为四个时期：1977 年前无专业评级机构时期、1977-1990 年信用评级机构创立时期、1990-2007 年快速发展时期和 2007 年至今国际化发展时期。

#### 1. 无专业评级机构时期（1977 年前）

日本债券市场始于 19 世纪后半叶的明治维新时期，政府为兴办民族工业而发行公债，日本政府和企业融资长期以银行为核心，债券市场始终薄弱。在早期的债券市场上，为了保护投资者和识别市场风险，日本采取了强制抵押和设置债券发行条件等手段。1938 年，日本商业法中设置了强制抵押物规则，要求公司发行债券时必须以固定资产作为抵押。二战后，日本债券发行委员会建立了“适债基准”，即根据公司财务指标给予公司等级评定，来确定公司是否可以在债券市场上发行债券以及具体的发行额度。1959 年，日本的发债调整机构“发债磋商会”规定了三级分类基准，以 A、B、C 三个级别符号区分超一流债券和其他债券。直至 20 世纪 70 年代，日本信用评级行业都未能起步。

#### 2. 信用评级机构创立时期（1977-1990 年）

日本自 20 世纪 30 年代起经历经济大萧条，随着政府税收下降、银行资本金紧张，企业在日本国内融资十分困难，大量企业开始到国外发债。日本政府不得不开始重视国内融资渠道的拓展，对债券市场实行市场化改革，通过培育国债发行流通市场、放松债券发行管制等措施，使日本债券市场得以快速发展，信用评级机构也在债券市场发展过程中应运而生。

为减少国内资源外流，日本财政部证券交易委员会于 1977 年出版了报告《日本债券市场如何操作》，提出基于投资者风险自担的入市原则，建议财政部放松对日本企业债券市场的发行管制，并建议从美国引入信用评级体系。报告中提出，市场中要存在多家信用评级机构以利于竞争；评级机构与被评对象间要保持利益独立；信用评级机构应向被评对象和投资者双方收取信息费用。其中，前两项建议基本得以实施，而投资人和发行人双向收费的模式在试行后很快受到市场反对，被迫取消。

1978 年，日本经济新闻社（R&I 评级公司前身）首次在报纸上发布了一部分公司债券的信用级别。信用评级机构在债券市场化运行的过程中发挥了缓解信息不对称、揭示信用风险和提高市场交易效率等功能，为日本进一步放松债券发行管制提供了重要基础。1984 年，日本大藏省在与金融机构合作举办的公司债券研讨会上提出了成立专业信用评级机构的建议。1985 年，日本信用评级公司（JCR）、日本投资者服务公司（NIS）、日本债券研究所（JBRI）三家信用评级机构作为独立法人在日本相继成立。日本政府鼓励市场竞争，在本土评级成立的同一年批准穆迪和标普进入国内市场设立了办事处。日本三国株式会社（Mikuni）曾采用类似于投资人付费模式的会员制模式，为会员提供债券分析和评级服务，但在 2009 年评级监管改革后停止经营并解散。

1987 年，大藏省在债券发行合格标准的基础上增加了新的条款，将信用评级列为发债标准，并实行指定评级机构（DRA）制度。1987 年 7 月，JCR、NIS、JBRI、穆迪、惠誉和标普共 6 家评级机构被认证成为指定评级机构。

1989 年，双评级制度在日本正式推行，进一步推动了信用评级行业发展。大藏省规定，普通公司债券须经 DRA 评级后才可发行，可转换公司债和带新股预约券的公司债须经两家或两家以上 DRA 评级后才可发行。双评级制度在扩大评级机构评级业务量的同时，也平衡了各个机构在评级市场中的影响程度，使得各评级机构的发展相对均衡，同时也降低了评级机构在争取业务时恶性竞争、诋毁同行的可能性，有利于本土评级机构的发展。

### 3. 快速发展阶段（1990-2007 年）

从 1990 年起，日本逐步取消了“适债基准”、公司债券的发行额度限制和债券托管制度等债券发行领域的制度限制，实现了发债自由化。到了 1996 年，“适债基准”被完全废除，所有信用级别的公司都可以发行债券，并且债券利率由发行者的财务和经营状况而定，这极大地推动了日本公司债券发行规模扩张。这一时期，日本评级行业也取得了快速发展。

由于 1990 年起“适债基准”等对发行人预先筛选机制逐步取消，而债券市场上发行人质量参差不齐，自 1993 年起，日本债券市场陆续发生多次违约事件。投资者开始重视评级机构的缓减信息不对称的重要作用，市场对评级机构的需求十分迫切。在市场需求推动下，债券发行人中仍有约 50% 选择评级，其中约 60% 采用了双评级。发行人通过双评级，降低了债券发行时的信息不对称，增强了债券发行的市场条件，如降低发行成本等，以吸引更多投资者。日本债券市场上采用双评级的债券普遍呈现出发行规模大、发行期限长的特点。

同时，强制评级的取消一定程度上加剧了市场上评级机构之间的竞争。1998 年，NIS 和 JBRI 合并成评级和投资信息公司（R&I）运营至今。

#### 4. 国际化发展阶段（2007 年至今）

日本的金融自由化、国内债券市场的发展以及日本在国际债券市场上地位的提升，使得日本本土信用评级机构有机会更早的接触到国际市场，其信用评级行业的国际化水平领先于其他亚洲国家。尤其在全球金融危机和欧债危机发生以后，日本政府更加重视发展信用评级行业，积极向美国和欧洲的行业标准靠拢，从市场基础设施建设、制度规范和行业标准等多个方面加快推进国际化，为日本评级机构开拓海外市场准备了条件。

2007 年 9 月，两家日本信用评级机构 R&I 和 JCR 被美国证监会认定为合格评级机构（NRSRO），与加拿大的一家信用评级机构共为当时 NRSRO 中的三家外资信用评级机构。2011 年 R&I 出于业务经营考虑主动退出了 NRSRO。截至 2018 年 12 月，JCR 仍持有 NRSRO 绝大部分业务的认证资格，与墨西哥的信用评级机构 HR Ratings de México, S.A. de C.V. 同为 NRSRO 中仅有的两家外资信用评级机构。

2011 年 6 月，日本金融服务局和欧洲证券与市场管理局（European Securities and Markets Authority，简称 ESMA）建立信用评级行业监管合作机制，欧盟认为日本的评级行业法律要求和监管框架与欧盟相同，具有可认证性。同年，JCR 取得欧盟经认证的信用评级机构（CRA）资格。

#### （二）日本信用评级机构概况

根据《金融商品交易法》下有关公司信息披露的内阁条例，日本金融厅对国内信用评级机构开展指定评级机构（DRA）资格认证。认证主要考虑的因素包括信用评级记录、法人结构、机构组织、评级方法、资本结构、相对于发行人的中立地位等。获得的 DRA 资格认证有效期为两年，两年后评级机构需重新接受审核。

截至 2012 年 1 月 31 日（其后至今无更新），日本金融厅登记在册的 DRA 共有 7 家，主要办公地点均在日本：

**图表 1. 日本指定信用评级机构（DRA）概况**

机构名称	成立时间	注册时间	主要业务
Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR)	1985 年	2010 年 9 月 30 日	信用评级 (全牌照)
Rating and Investment Information, Inc. (R&I)	前身 NIS 和 JBRI 均于 1985 年成立，1998 年合并为 R&I	2010 年 9 月 30 日	信用评级 (全牌照)
Moody's Japan K.K. (穆迪日本)	1985 年	2010 年 9 月 30 日	信用评级 (全牌照)
Moody's SF Japan K.K. (穆迪日本 SF)	2010 年	2010 年 9 月 30 日	结构融资 产品评级
S&P Global Ratings Japan Inc. (标普日本)	1985 年	2010 年 9 月 30 日	信用评级 (全牌照)
Nippon Standard & Poor's K.K. (标普日本 SF, 原名 S&P Global SF Japan Inc.)	—	2012 年 1 月 31 日	结构融资 产品评级
Fitch Ratings Japan Limited (惠誉日本)	—	2010 年 12 月 17 日	信用评级 (全牌照)

资料来源：新世纪评级根据公开资料整理。

根据各公司官网数据，JCR2017 财年销售额为 21.71 亿日元，其中信用评级业务收入 17.30 亿日元，评级以外业务收入 4.41 亿日元；R&I2018 年销售额为 42.03 亿日元，其中评级业务收入占 61%，投资评估服务占 16%，信息服务占 22%，其他收入占 1%。

### （三）日本信用评级市场现状

#### 1. 日本债券评级的业务结构

近年来，日本 DRA 的债券评级业务数量不断增长。2016~2018 年，日本 DRA 评级的债券数量分别为 1271 支、1412 支和 1542 支，年均增长率约 10%。

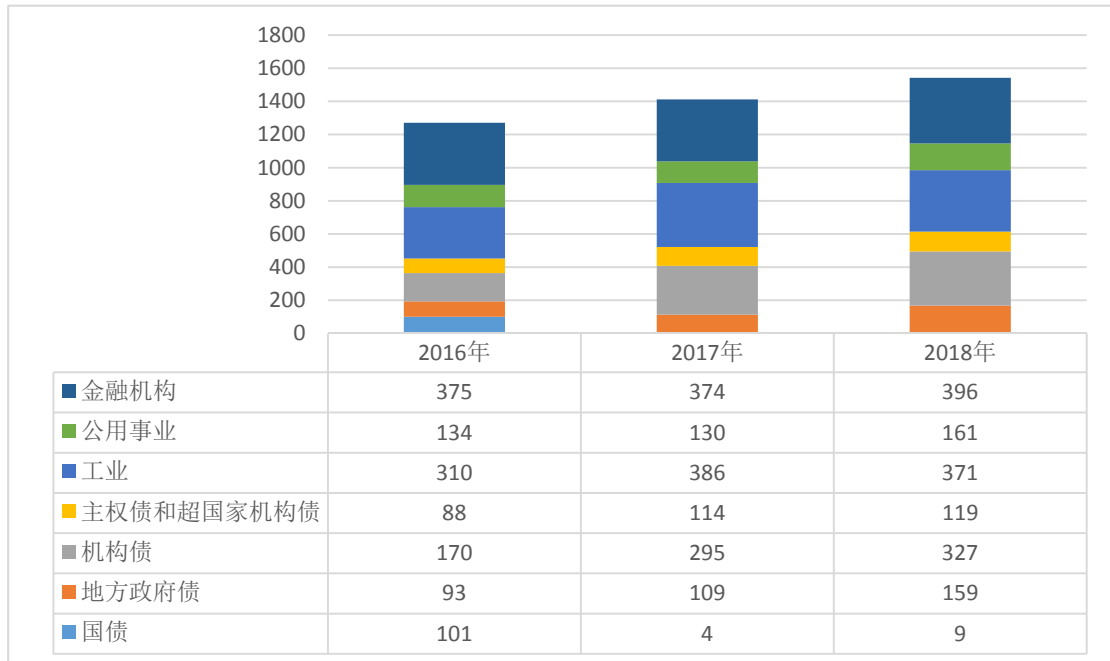
从业务结构看，日本信用评级业务中公司债占比大于政府债和国债。2018 年，公司债（包括工业企业、公共事业企业和金融机构）信用评级占债券评级业务比重为 60.18%。日本国债评级业务数量在 2016 年后锐减，而政府机构债评级业务大幅增加，2018 年取得信用评级的日本政府机构债为 327 支，占当年债券评级业务的比重达到 21.21%。

详细来看，按照彭博巴克莱二级分类，近年日本信用评级业务中占比最大的是金融机构债和工业企业债，然后依次分别是政府机构债、公用事业公司债、地

## 专题研究

方政府债、超国家机构债、主权信用债和日本国债。2018年，经 DRA 评级的金融机构债和工业企业债占当年债券评级业务的 25.68% 和 24.06%。

图表 2. 2016~2018 年日本 DRA 信用评级业务结构情况（单位：支）

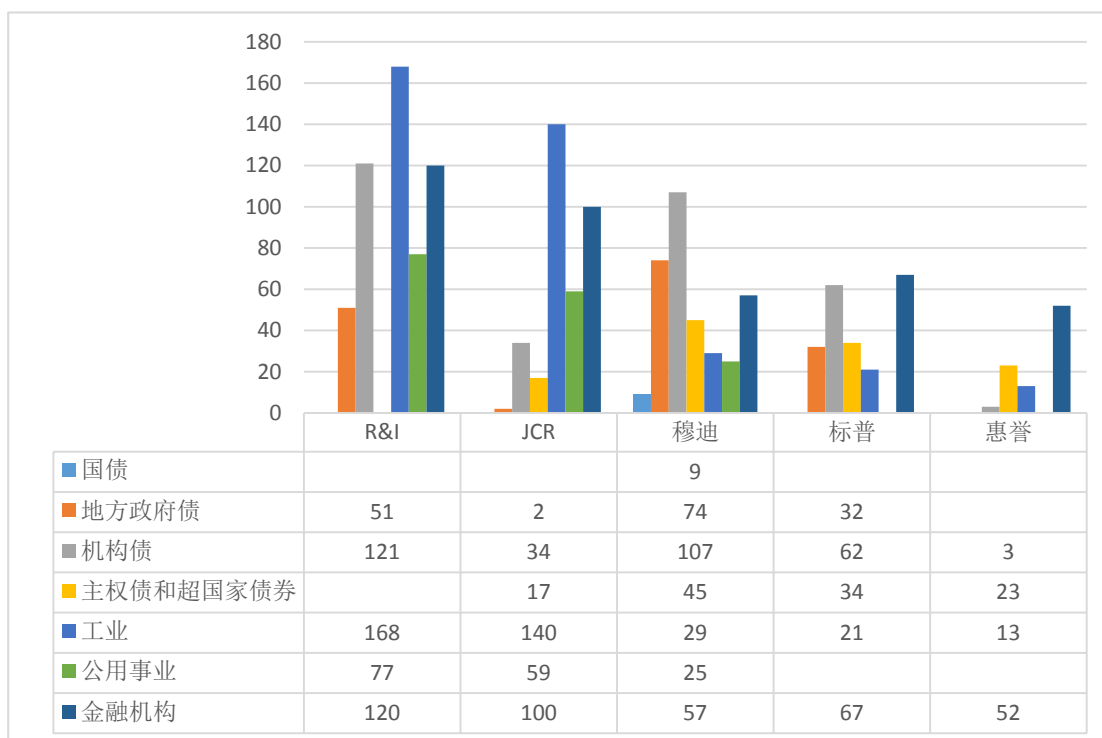


资料来源：Bloomberg，使用彭博巴克莱二级分类，新世纪评级整理。

从评级机构分布来看，日本本土信用评级机构在国内业务上占据优势，而国际话语权不足。2018年 R&I 共为 537 支债券债券评级，远超 JCR 的 352 支和穆迪的 346 支。其中，政府机构债和地方政府债的评级业务主要由 R&I 和穆迪承揽。JCR 和 R&I 在公司债的评级数量上优势明显。海外主权信用债和超国家机构债则基本由美国三大信用评级机构包揽，JCR 对其中 17 支债券发布了评级，R&I 无此类业务。



图表 3. 2018 年日本 DRA 信用评级业务的机构分布情况（单位：支）



资料来源：Bloomberg，使用彭博巴克莱二级分类，新世纪评级整理。

## 2. 日本信用评级机构的市场占有率

从已发行债券的评级数量来看，日本本土信用评级机构的市场占有率近年来持续领先于标普、穆迪和惠誉。2018 年，经 R&I 和 JCR 两家机构评级的债券数量之和占当年日本债券市场发行总量<sup>1</sup>的 50.89%，与 2017 年的比例基本相当。

图表 4. 2016~2018 年日本已发行债券 DRA 信用评级情况（单位：支，百分比%）

年份	R&I	JCR	穆迪	标普	惠誉	无评级	发行总量
2016	435	280	313	181	62	676	1624
2017	480	357	284	221	70	799	1629
2018	537	352	346	216	91	847	1747
年份	R&I 占比	JCR 占比	穆迪 占比	标普 占比	惠誉 占比	无评级 占比	-
2016	26.79%	17.24%	19.27%	11.15%	3.82%	41.63%	-
2017	29.47%	21.92%	17.43%	13.57%	4.30%	49.05%	-
2018	30.74%	20.15%	19.81%	12.36%	5.21%	48.48%	-

资料来源：Bloomberg，新世纪评级整理。

因部分企业发债时取得了两家或两家以上 DRA 评级，2018 年新发行债券中采用双评级的债券数量为 498 支，占当年发行总量的 28.51%，与上年基本持平。

<sup>1</sup> 日本债券市场发行总量数据包括国债、地方政府债、政府保障债、财投机关债、企业债、银行债和武士债。

同时，由于日本 1996 年起彻底取消了债券发行时的评级要求，目前近半数债券在发行时未取得信用评级，2018 年新发行债券中未取得 DRA 信用评级的债券数量占发行总量比例为 48.48%，较上年下降 0.57 个百分点。总体来看，日本债券市场中未评级债券占比较高，评级机构未来可拓展的业务空间较大。

### 3. 日本信用评级机构的主体级别分布

日本信用评级机构 R&I 和 JCR 均在其官方网站上披露了各自的迁移率和违约率数据。根据该类数据，可以得出各机构在每年年初时存续的主体评级数量及其级别分布情况。整体来看，R&I 和 JCR 近年来存续主体的信用等级集中于 AA 级及以下，AAA 级主体数量极少。

根据 R&I 企业信用等级迁移率研究报告的数据<sup>2</sup>，近年 R&I 的企业客户数量保持在 607 家，级别迁移率稳定性较高，级别分布情况较一致。R&I 主体级别主要集中在 A 级，占比约为 55%，此外 AA 级和 BBB 级的主体数量合计约占 44%，其余主体级别分布于 BB 级和 B 级及以下，没有主体获得 AAA 级。

图表 5. 2015-2017 年 R&I 主体级别分布情况

主体级别	2015	2016	2017
AAA	-	-	-
AA	140	141	137
A	333	337	342
BBB	125	123	122
BB	7	4	3
B 及以下	2	2	3
总数	607	607	607

资料来源：R&I 官方网站，新世纪评级整理。

根据 JCR 企业信用等级迁移率的数据<sup>3</sup>，近年 JCR 的企业客户数量在 580 家左右，级别迁移率稳定性较高，级别分布情况较一致。JCR 主体级别同样主要集中在 A 级，占比约为 54%，此外 AA 级和 BBB 级的主体数量合计约占 44%，其余级别分布于 AAA 级、BB 级和 B 级及以下，AAA 级约为 11 家。

图表 6. 2015-2018 年 JCR 主体级别分布情况（单位：家）

主体级别	2015	2016	2017	2018
AAA	11	12	11	11
AA	93	100	107	108
A	308	312	309	310
BBB	160	151	146	144

<sup>2</sup> R&I 的数据包括在日本注册的企业、政府机构和房地产信托基金（J-REIT），企业中涵盖了金融机构和学校法人，而不涵盖人寿保险公司。

<sup>3</sup> JCR 的日本企业数据不包括境外企业、主权国家、地方政府、投资公司和房地产信托基金（J-REIT）。

BB	4	5	5	6
B 及以下	2	2	2	1
总数	578	582	580	580

资料来源：JCR 官方网站，新世纪评级整理。

#### 4. 日本信用评级机构的国际化

除美国三大信用评级机构在日本设立的分支机构以外，日本本土信用评级机构 JCR 和 R&I 都做出过国际化发展的努力。其中，R&I 于 2007 年 9 月取得美国 NRSRO 认证，2010 年 6 月退出 NRSRO 资产支持证券业务认证，2011 年 11 月退出全部 NRSRO 认证；目前仅保留了在日本（2007 年 3 月获得）、中国香港地区（2006 年 6 月获得）和马来西亚（2008 年 6 月获得）的合格外部信用评估机构资格。

JCR 则在国际化发展方面做得更多。JCR 的国际化战略包括三方面内容：第一，使 JCR 的信用评级通过境外地区资格认证从而符合当地监管要求，让 JCR 的信用评级结果能在境外市场得到直接使用；第二，协助日本企业获取新兴国家市场的本土评级，主要通过和新兴国家市场本土评级机构搭建评级合作来实现；第三，发布双语（日语和英语）信用评级报告，为境外投资人提供日本企业的专业分析。

在取得境外地区资格认证方面，JCR 已获取 6 个境外国家和地区的资格认证（详见图表 6）。其中，JCR 于 2007 年 9 月取得美国 NRSRO 认证，2010 年 12 月退出 NRSRO 资产支持证券业务认证，保留其余四类评级业务认证<sup>4</sup>；2011 年 1 月取得欧盟 CRA 认证。

图表 7. JCR 国际化资格认证情况

国家地区	债券	银行贷款	其他
日本	2010 年 9 月，根据《金融商品交易法》注册为 CRA	2006 年 3 月，合格外部信用评级机构（ECAI）	—
美国	2007 年 9 月，根据美国《1934 年证券交易法》注册为 NRSRO	—	—
欧盟	2011 年 1 月，根据欧盟对信用评级机构监管要求注册为 CRA	合格外部信用评级机构（ECAI）	—
土耳其	—	合格外部信用评级机构（ECAI）	—
中国香港	—	2011 年 11 月，合格外部信用评级机构（ECAI）	—

<sup>4</sup> JCR 保留了金融机构评级、保险公司评级、企业发行人评级和政府/市政/外国政府证券评级业务的 NRSRO 资格认证。



## 专题研究

泰国	2015年10月，由泰国证监会认可的境外信用评级机构	—	—
印度尼西亚	—	—	2015年1月，根据印度尼西亚央行有关非银行企业外部债券管理要求，由印度尼西亚央行认可的 CRA

资料来源：JCR 官方网站。

在地区合作方面，2001年，JCR 在日本政府的出资支持下，牵头来自亚洲 13 个国家和地区的共 28 家信用评级机构建立了亚洲信用评级机构联合会（Association of Credit Rating Agencies in Asia）并担任主席。

在海外机构设立与机构间合作方面，JCR 对土耳其和秘鲁的两家信用评级机构分别持有 15% 的股权投资，并计划未来拓展 JCR 的国际信用评级机构网络，尤其重视加强拉美经济、财政、产业和公司的信息源建设，协助日本外商直接投资人获取拉美当地信用评级，协助拉美企业在国际资本市场融资。JCR 还与巴基斯坦的信用评级机构 VIS、印度的 CARE Ratings、墨西哥的 HR Ratings 和马来西亚的 MARC 具有合作项目，旨在协助日本与该国企业间相互的跨国融资顺利开展。

在国际交流方面，JCR 在 2015 至 2018 年间组织筹办了 35 次信用评级相关的国际研讨会。其中包括 ACRAA 年会、研讨会，以及其他专题会议，如 2015 年起每年召开的“东盟国家债券市场发展”日本国际合作机构（JRCA）知识共享培训会、2016 年 10 月 20 日 JCR 与印度 CARE 评级公司共同举办的东京研讨会、2017 年 9 月 5 日“欧洲金融机构”总损失吸收能力（TLAC）和次级工具研讨会、2018 年 4 月 25 日的“亚洲债券市场展示——机遇与风险”国际会议等。

## 二、日本信用评级监管演变

日本信用评级机构创立于上世纪 80 年代，1987 年开始效仿美国实行指定评级机构（DRA）制度。1998 年起，日本金融监管体系开始机构和立法改革，确立了日本金融厅在日本国内的金融监管地位和全新的上位法《金融商品交易法》。2007 年以后，全球金融危机和欧债危机推动了全球范围内的金融监管趋严，日本也相应地完善了国内信用评级业框架，并于 2010 年出台《信用评级机构监管指引》，使信用评级业正式全面纳入监管范围。

### （一）金融厅的建立和《金融商品交易法》

日本金融市场在二战后恢复国内经济的过程中快速发展，并在同时期确立了权力集中的金融监管制度。20 世纪 50 年代，日本以大藏省（后改名为财务省）

为核心，对银行、证券、保险三大行业实行分业监管，大藏省集财政和金融大权于一身。1997年亚洲金融危机爆发后，日本大型金融机构相继破产，大藏省在大型银行破产清算处置中爆出多起金融腐败案，促使日本开展金融监管改革。

日本的金融监管改革由机构改革先行，立法改革紧随其后，实现了监管权的集中和高度的立法统一。在1998-2001三年内，日本通过建立全新的独立的监督部门，分离了大藏省的财政和金融权，集中完成了金融监督的机构改革。日本金融监管的重心也由过去政府主导的事前指导，转向了服务自由化市场的事后监控。1998年6月起，日本逐步将大藏省对民间金融机构的检查和监督权、金融政策制定权<sup>5</sup>、企业财务制度检查等职能分离出来，归入新设立的金融监督厅。2000年3月，日本中央政府收回地方政府对中小金融机构的监管权，交由金融监督厅负责，后者在同年7月更名为金融厅。2001年1月，又将对濒临破产的金融机构的处理职能归入金融厅。金融厅升格为内阁府的外设局，独立地全面负责金融监管业务，并协同财务省（原大藏省）共同对存款保险机构行使监督。至此，日本完成了金融监管权在金融厅的高度集中，并实行至今。

金融厅设长官一人，由首相直接任命，金融厅内部人事由金融厅长官直接掌握和负责。金融厅有四个内设机构和两个分支机构组成，内设机构包括战略发展管理局、政策市场局、监督局、行政法官，两个分支机构分别为证券交易监督委员会、注册会计师审计监察会。其中，监督局负责对日本金融机构实施监管，下设总务科、银行一科、银行二科、保险科和证券科。

继金融监管的机构改革之后，日本对金融立法进行了修订。2006年日本彻底修改《证券交易法》并吸收合并了《金融期货交易》、《投资顾问业法》等多部法律，制定了《金融商品交易法》，日本金融厅依据该法对所有金融行业和金融产品进行全面监管。该法最大限度地具有投资性的金融商品和投资服务作为规制对象，涵盖了销售、劝诱、资产管理、投资顾问等各个市场环节。后续信用评级机构监管相关的内阁法令和监管指引均是以这部上位法为基础进行的细化明确。

## （二）全球金融危机及欧债危机推动《信用评级机构监管指引》出台

美国次贷危机引发的全球金融危机和欧债危机推动了日本信用评级行业监管的第二轮改革。日本在危机爆发后顺应国际趋势增强了对评级行业的监管措施，但相比欧美国家的监管改革力度更为温和，仍旧坚持鼓励金融创新。

2007年美国次贷危机引发全球金融危机，日本金融机构受到的直接冲击不大，但金融危机后的出口下滑、股市和汇率剧烈波动使得日本实体经济恶化，银

<sup>5</sup> 包括金融制度的规划、提案以及金融机构破产处置和危机管理等。

行坏账增加、股票市值损失、中小企业经营环境和地方经济恶化致使日本金融机构收益下滑，间接地给日本金融部门带来了长期的负面影响。作为应对，日本政府进行了短期和中长期的金融监管改革。中长期改革以增强日本金融市场竞争力和改进金融监管为重点，包括施行激励性财务评级制度鼓励私人部门全面进行风险管理、提高监管透明度要求、及时公布英文版法律法规和政策信息、加强国际金融监管合作、重视金融市场研究、加强金融监管当局人力资源培养等一系列举措。这一系列加强后的监管要求也融入了同时期开始建立的信用评级监管体系中。

紧接着，欧洲主权债务危机自 2009 年底开始集中爆发。美国三大评级机构对多个欧洲国家连续下调主权信用评级，进一步促成其国内经济下滑、债务融资困难、甚至政府更迭；而次贷危机后美国政府采取扩张性财政和货币政策刺激经济、国会多次提高债务上限等举措却未能影响三大评级机构给予美国国债 AAA 信用评级。以欧盟为首的其他经济体开始对美国三大信用评级机构的评级方法、公布评级结果的方式及其对金融市场稳定的影响提出质疑。讨论的核心问题包括发行人付费模式下信用评级机构的独立性、美国三大信用评级机构在国际金融服务体系中的垄断地位、评级业监管缺位情况下信用评级机构的诚信中立、信用评级模型的有效性等。

日本政府在全球金融危机和欧债危机大背景下采取了四个方面的应对举措：

其一，政府更加重视扶持本土信用评级机构的发展，防范美国三大评级机构垄断话语权给国家金融安全带来的威胁。日本政府出资支持本土信用评级机构牵头建立亚洲评级协会，扩大了日本评级机构在亚洲的影响。

其二，加强监管立法。日本金融厅加快制定了相关法律法规、政策、市场纪律以及行为准则，旨在完善国内评级体系，增强评级机构长期竞争力，促进日本评级行业健康稳定的发展。其中包括改进过度依赖模型的评级方法等。

其三，加强信息披露。欧债危机以后，日本监管部门开始采取增强证券化产品透明度的一系列措施，加强了评级行业对金融机构的信息披露要求。日本采取了适合自身的分级政策，对公众和个人信息区分处理，澄清相关属性和性质，对不同类信息给予不同的评级和审查。同时，定期披露发行人的薪酬安排、商品的一般性质和性能参数等信息，并创建相关文件供公众查阅。

其四，积极参与国际评级业合作。日本金融厅在制定国内行为守则基础时，注重遵守 IOSCO 的相关规定，并密切关注欧洲评级业监管趋势。日本政府强调加大与欧洲的合作，引进西方关于加强对评级机构公共管理的研究成果，共同构建评级业监管合作框架。

在其中第二项措施监管立法方面，日本信用评级监管形成了三层次的法律框

架：顶层是日本国会制定的法案（ACT）；第二层是内阁府制定的内阁府令（Cabinet Office Ordinance）；第三层是金融厅（Financial Services Agency，简称FSA）制定的监督指引（Guideline）。

2009年日本国会通过了对《金融商品交易法》的修订，首次以法律形式明确了日本信用评级机构监管框架，授权金融厅对信用评级业务进行监管。该监管法案的核心在于增强评级机构独立性、评级质量、过程公平和市场透明度，对信用评级机构提出诚实义务、信息披露、完善评级公司治理、明确禁止行为等要求。

内阁府令是日本内阁府颁布的法律文件，其中涉及日本信用评级监管的内阁府令主要有两部，即2009年修改后的内阁府令2007年第52号令（简称COOFIN）和内阁府令1993年第14号令（简称COODEF）。这两部内阁府令在整个日本评级监管法律制度中占了相当大的比重，针对评级法案确立的框架进行了全面而具体地填充。例如，在注册制方面，COOFIN规定了注册须提交的具体信息、证券经纪商告知义务的具体内容（如评级机构的名称、办公地点、评级方法政策、评级假设及评级局限性）、处理注册申请的程序；在运营控制系统方面，COOFIN规定了评级机构所建立的运营控制系统须达到17项要求，如建立轮换机制、防范利益冲突、合理分配评级业务人员资源、建立监督委员会；在信息披露方面，COOFIN规定了披露的信息范围以及披露或提交方式；在回避制度方面，COOFIN细化了“密切关系”和“可能影响评级的咨询服务”具体情形，同时限制FSA干预评级方法。

图表 8. 日本信用评级市场监管相关的法律规章

出台时间	法律规章
1948年	《公司法》
1948年	《证券交易法》（已失效）
2006年	《金融商品交易法》（原《证券交易法》修改更名而成）
2009年	《内阁府1993年第14号令》（2009年修改）
2009年	《金融工具业务内阁府令（2007年第52号令）》（2009年修改）
2010年	《金融机构监管综合指引》
2010年	《信用评级机构监管指引》（《金融机构监管综合指引》的补充文件）

资料来源：新世纪评级整理。

日本信用评监管要求在上位法中得到明确之后，金融厅紧接着出台了《金融机构监管综合指引》，据其第I-1-1条规定，日本信用评级机构相关的监管事务由监察局和证券交易监督委员会的执行局共同负责制定并实施。2010年4月《信用评级机构监管指引》通过并出台，阐明了具体的监管程序和监管标准，对监管部门的日常监管提供统一的指导意见，也对评级机构等市场主体起到行为指引作用，主要内容包括：1. 所有在日本经营的信用评级机构必须在日本金融厅重新注



册；2. 信用评级机构必须严守诚信的职责，在评估过程中做到“独立性、规范公正性和透明度”；3. 信用评级机构被发现存在违反专业评级标准与恶意欺诈等行为将会面临被金融厅吊销营业执照的严厉处罚。至此，日本信用评级业在三层次法律法规的约束下正式全面纳入监管范围。

### 三、日本信用评级监管的具体实施和成效

#### （一）日本金融厅对信用评级机构进行审查和注册认证

依照《信用评级机构监管指引》的要求，目前共有7家信用评级机构在日本金融厅完成认证，金融厅官网上公布了取得DRA资格的机构名称和主要办公地址。

2010年4月1日，日本新的评级机构监管框架“评级机构注册制”正式生效，同年9月30日JCR、R&I、穆迪日本、穆迪日本SF和标普日本5家评级机构在日本金融厅完成注册，12月17日，惠誉日本完成注册。2012年1月31日，标普日本SF完成注册。在册机构根据《金融商品交易法》第66条39项规定，在网上按年发布公司业务状况说明书和信用评级履历。

日本金融厅（FSA）的监察局和证券交易监督委员会（SESC）的执行局依据《金融机构监管综合指引》对其进行定期和不定期的检查。截至2019年5月，FSA和SESC的官网上尚未披露信用评级机构相关的行政处罚或违规通报。

#### （二）日本证券业协会统计并披露信用评级的级别和利差等信息

日本证券业协会（JSDA）作为行业自律组织也遵照监管要求，向信用评级机构收集相关行业信息并予以披露。目前，其官网上发布有2002年1月1日至今R&I、JCR、穆迪日本和标普日本四家主要信用评级机构的信用级别和利差统计概况，该报告在每个工作日进行更新。

#### （三）信用评级机构网站信息披露

依照《金融商品交易法》、金融工具业务内阁法令（2007年第52号令）、《美国1934年证券交易法》、《美国1934年证券交易法一般规则和监管条例》有关信用评级监管的规定，JCR、R&I、穆迪、标普和惠誉都在官网上公布了包括公司行为准则、利益冲突管理政策和免责声明在内的信息披露文件，遵守信息披露的监管要求。

### 四、日本信用评级行业发展和监管演变对我国的启示

#### （一）双评级制度推动了日本信用评级行业的健康、均衡发展

日本信用评级行业发展初期，政府为了推动评级行业的发展，设立了“双评



级”制度，规定普通公司债券须经 DRA 评级后才可发行，有效地促进了行业的快速发展；后期，随着“适债基准”等机制逐步取消，债券发行不强制评级，但市场各方对信用评级已形成较大依赖，目前近三分之一的债券发行人仍主动选择信用评级机构进行双评级，以增强企业自身的信息披露，从而降低发行成本、吸引更多投资者。

双评级作为日本信用评级行业发展初期政府推动、后期市场自发形成的行为，在日本信用评级行业的发展过程中，发挥了积极的作用：（1）扩大了评级机构的评级业务量；（2）充分发挥了信用评级机构缓减信息不对称、揭示信用风险的功能；（3）降低了单个评级机构垄断市场的可能性，使得各个机构在评级市场中得以均衡发展；（4）有效减少了评级机构在争取业务时恶性竞争、诋毁同行等行为。

对于我国信用评级行业来说，目前市场竞争日益加剧，级别竞争、价格竞争等恶性竞争行为屡见不鲜，评级操作不规范、评级质量下降等严重影响了评级行业的公信力和形象。从日本评级行业发展的经验来看，双评级的推进可有效缓解上述行业发展过程中的问题。推进债券市场的双评级，将有利于我国信用评级行业的健康、规范发展。

## （二）监管改革目标明确、循序渐进

信用评级监管的目的是促进信用评级行业的健康发展，充分发挥信用评级的风险揭示作用，促进资源的有效配置，从而服务于社会的良好发展。日本信用评级行业的几次监管改革都是以更加专业化、更加透明、服务于市场化发展为方向，其提高市场信息的公共披露、加强国际监管合作和本土信用评级机构培养的一系列改革措施都较为有效地维护了国内金融市场长期、安全、稳定的市场化发展。

同时，日本信用评级行业的监管改革分步骤循序渐进。1987 年开始学习美国体制实行指定信用评级制度，1998-2001 年由大藏省腐败案引发金融监管机构改革，2006 年出台《金融商品交易法》，在全球金融危机和欧债危机爆发后的 2010 年出台《金融机构监管综合指引》及其附件《信用评级机构监管指引》。日本在债券市场快速发展前期已建立相应监管制度，并在市场经历十年发展、国内问题充分暴露后开始自上而下的机构改革和立法修订，整体监管改革节奏有序。

## （三）信用评级行业监管与国际接轨

金融危机和欧债危机爆发后，日本政府更加重视信用评级监管的国际合作，并与欧洲证券与市场管理局建立了信用评级行业监管合作机制，为日本评级机构进军欧盟市场提供了一定便利。从长远看，接受国际规则和融入国际社会利于本土评级机构的生存和发展，更有可能在未来进一步参与国际规则的制定，获取主动权和话语权。我国监管机构也可以从中学习经验，通过更多的国际监管合作，

提升国内信用评级监管水平，提高本土信用评级机构的评级质量，为本土机构的国际化提供适宜条件。

### （三）信用评级机构有选择地拓展国际化业务

日本本土最大的两家评级机构 R&I 和 JCR 在国际化业务拓展方面较为突出，但其海外业务拓展具有一定选择性，总体表现为“有进有退”、“有所为有所不为”。具体来看，两家公司均于 2007 年被美国证监会认定为合格评级机构(NRSRO)，也均于 2010 年退出了 NRSRO 资产支持证券业务认证，且 R&I 于 2011 年退出了全部 NRSRO 认证。目前，R&I 拥有日本、中国香港和马来西亚的合格外部信用评估机构资格；JCR 则拥有美国、欧盟、土耳其、中国香港、泰国和印度尼西亚 6 个境外国家和地区的资格认证。

R&I 和 JCR 选择退出美国 NRSRO 部分或全部的认证，与其公司经营策略密切相关，也是由各地区评级市场的发展和评级业务拓展的实际情况所决定的。对于我国国内评级机构而言，可借鉴日本评级机构海外业务拓展的“有进有退”策略，选择新兴市场国家和“一带一路”沿线国家或地区的评级市场作为重点的海外业务拓展区域，积累评级客户和评级经验，为评级业务未来全球化发展奠定基础。

#### 参考文献：

1. 《日本金融监管体制对全球金融危机的反应及原因》，宣晓影，全先银，2009.
2. 《日本评级业监管经验概述及启示》，汤军，2011.
3. 《欧债危机推动日本信用评级业监管变革》，范瑾，2012.
4. 《日本企业债券市场的结构特征及监管制度》，张自力，林力，2013.
5. 《国际信用评级体系的演进、利益冲突及其变革方向》，聂正彦，安小雪，2013.
6. 《日本<金融商品交易法>新进修改及启示》，范纪伟，2014.
7. 《日本的金融监管体制改革及对中国的启示》，赵玉婷，李云静，2018.

## 免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。