

■ 国际评级业和评级监管的发展与演变

- 评级业的起源：信息传播
- NRSRO 概念：促进评级业的转型和发展
- 安然事件影响下评级行业监管走向法制化
- 次贷危机以来评级行业监管的强化和国际协调
- 对我国评级行业监管的几点思考

■ 关于主权评级的逻辑一致性

- 主权评级与国家风险评估的逻辑：主权评级不是国家信用评级
- 主权本外币评级的逻辑：主权本币一般高于外币 0-3 个等级
- 主权与非主权的逻辑：非主权等级一般不高于主权等级





2010 年第 3 期 总第 7 期
(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
上海市汉口路 398 号 华盛大厦 14F

邮编
200001

电话
021-63501349

传真
021-63500872

联系人
吴晓丽

网址
<http://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归新世纪所有, 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观点。

前言

随着我国经济和资本市场的发展, 信用评级行业呈现出日新月异的变化。为了更好地服务于监管部门、投资者和发行方, 新世纪公司郑重推出“special——特别报道”, 致力于向相关读者传递新世纪公司对中国经济、资本市场、信用评级等领域最新的观点。同时我们也将充分利用这一平台, 展示我们与标准普尔的合作进展成果, 与大家共享国际性评级机构的观点与看法, 以期为促进中国的评级行业的发展做出我们应有的贡献。我们也殷切希望大家对本报道内容提出意见和建议, 如各位读者对我们的特别报道需进一步了解, 请随时与新世纪公司联系。

目录

国际评级业和评级监管的发展与演变.....	1
关于主权评级的逻辑一致性.....	8

国际评级业和评级监管的发展与演变

文 / 朱荣恩 应娟

摘要：评级业起源于信息传播，在市场之手及政府推动的作用下，评级业完成了向金融服务业的转型，并获得了市场影响力。安然事件后尤其是本轮次贷危机发生以来，对评级业的监管趋于法制化、规范化、协调化。国际评级业和评级监管发展历程启示我们：监管的宗旨是通过促进评级机构发展来更好地发挥资信评级对社会的促进作用，监管措施是伴随行业发展而发展的；基于评级业内在风险属性，法律责任的追究要慎重，尤其是在行业发展初期；对于评级收费，评级业历史演变所选择的发行人付费模式，不是理论上的最佳但却是切实可行的。

一、评级业的起源：信息传播

1、评级业的起源与早期的市场优胜劣汰

众所周知，世界上最早的资信评级机构产生于美国。19世纪中叶，美国西部大开发，铁路产业空前繁荣，在银行和直接投资不能满足所需资本的情况下，铁路产业开始大量通过私募债券市场进行融资。与联邦和地方政府债券组成的债券市场不同，私募债券市场信息不对称的问题非常严重，同时由于投资者质疑铁路债券发行中的金融机构利用其信息优势获取利益，因而市场对独立第三方提供的信息产生了强大的需求，这直接催生了评级业的产生。1909年穆迪公司发布了第一份铁路债券评级报告。

随着评级机构评级意见的发布，信息传播的深度、广度大幅提高，信息不对称问题得到了有效地缓解，越来越多的企业（包括原来难以通过债券市场融资的中小企业）开始进入债券市场，融资项目也从原本较为熟悉的东部中部地区进一步深入到当时广袤而鲜为人知的西部。评级行业的发展反过来促进了债券市场的发展，市场各方主体逐步意识到了评级的作用。

从国际三大评级机构的起源看，大多能找到出版行业

的影子，如标准普尔公司的前身为普尔出版公司（Poor's Publishing Company, 1916）和标准统计公司（Standard Statistics Company, 1922），惠誉公司的前身为惠誉出版公司（Fitch Publishing Company, 1924）。且从评级机构此时的盈利模式看，均系通过出版相关刊物、向投资者出售评级报告等方式获取收益。综合来看，资信评级行业起源更确切的说是信息传播业，评级机构则是信息供应商。

在此阶段，评级行业处于完全的市场竞争阶段，评级机构的生存和发展遵循市场的优胜劣汰法则。没有监管部门对评级行业进行监管，也没有相关政策的扶持和推动。

2、声誉资本与评级在政府法规中的使用

在市场之手的作用下，国际评级机构良好的业务记录使其成为优秀的预言家，从而初步赢得了市场的认可，建立了声誉资本。尤其在1929-1933年大萧条中，债券违约事件层出不穷，如Hickman（1958）对美国公司债券的研究发现，1932年以前发行的、1932年之后到期的债券中有23%发生了违约，但被评级机构定位为高级别的债券却很少出现在违约公司名单中，这使投资者和监管者确信，资信评级可以为投资者提供保护。评级的市场认可度逐步提高。

随后，美国证监会（SEC）和银行监管部门先后作出一些具体规定，在限制对一些高风险债券进行投资的同时，利用评级机构的评估结果作为投资的准则。例如1931年美国的货币审计署（the Office of the Comptroller of the Currency）明确规定，如果银行持有的债券按照面值入账，则该债券必须经过至少一家评级机构评级，且公开评级不得低于BBB级，否则应按照市场价值进行减值，因此导致的账面损失的50%冲减银行的资本。1936年，货币审计署和美联储进一步规定，禁止银行持有BBB级以下的债券，且银行持有的所有债券必须经过至少两家评级机构的公开评级。

可以说，政府部门对评级结果的使用，有效地扩大了评级的市场需求，从而推动了评级行业的进一步发展。在此阶段，尽管监管机构和投资者将评级机构的观点作为决策依据，但并没有明确的政府监管主体，不存在统一的认可和监管措施对评级机构进行规范，评级行业还是完全依赖各家评级机构建立于声誉资本之上的自律和市场淘汰法则的约束。这一监管体系是与评级行业处于发展初期、评级业务相对简单等特点息息相关的。

3、法律责任归属溯源：公共利益特权

评级机构能在美国稳步发展，并为日后构建世界范围内的影响力打下扎实基础，除了美国旺盛的市场需求、较为成熟的金融体系和较为完善的市场配套制度外，还有一点不可忽视，那就是其法制环境。

资信评级是对债务人或者特定债务未来偿付可能性的判断，客观地说对未来进行“预测”的业务性质本身就存在着风险，我们可以称之为“揭示风险的风险”。这一业务的内在风险属性决定了其很难划清评级意见的失误是内在风险属性使然，还是技术不足或缺乏应有的审慎造成，甚至是人为失误导致，很多时候是众多因素共同作用的结果。在这种情况下如果评级机构头顶时刻高悬“追究法律责任”的达摩克利斯之剑，瞻前顾后的评级机构就不会自由地表达其评级观点，而且很可能一不小心就官司缠身而遭受覆顶之灾。这在业务前期表现地更加充分，若违约、判断失误等概率事件发生在评级机构的起步阶段，若因为这些概率事件而追究评级机构的法律责任，甚至使其永久退出市场，那么它就丧失了机会来证明其长期的评级表现是令人满意的。因此，基于评级业务内在风险属性和信息传播业的特点，在法律责任界定和追究方面要谨慎且适度，尤其在行业发展的初期。

美国的法律环境和司法实践将资信评级视为“新闻媒体”，而新闻媒体的出版自由是受到法律保护的。美国第一宪法修正案明确规定，公民自由发表言论的权利神圣不可侵犯。美国法院的很多案例都肯定了评级机构对外发布评级信息属于出版行为，它的出版自由受宪法保护。此外，金融信息出版机构向公众提供信息能解决信息不对称问题，有利于投资者的利益和资本市场的稳健，因而这符合公众

利益。典型的法律判例在美国可追溯到“沙利文原则”（英国则是“雷诺兹特权”），或者说是“公共利益特权”。即涉及公众“有权获知”的出版，即使后来证明有错，仍有可能受到特权保护，除非这种出版被证明含有实质上的恶意（actual malice）。只要不怀恶意，出版公众领域的相关信息时，不得因这些出版机构发布的信息含有错误的内容而使他们受到法律追诉。在1993年杰斐逊县学区诉穆迪、1994年橙县诉标准普尔的案例中，评级机构以法律保护出版自由，不存在实质性恶意等抗辩理由而获得了法官的认同。

二、NRSRO 概念：促进评级业的转型和发展

1、NRSRO 概念的提出

在市场之手的作用下，资信评级在解决信息不对称等问题上的作用赢得了市场的认可，同时监管部门相关决策中对评级结果的使用也极大地促进了评级的市场需求，评级结果使用范围日趋广泛，评级机构初步建立了其市场公信力。

进入20世纪70年代，美国经济出现了高通货膨胀和高利率的现象，使得债券市场受到了很大的影响。在石油危机背景下，1974年美国发生了自30年代大萧条以来的最严重的经济衰退。本次危机暴露了一个新的特点，即一些被资信评级机构给与较高信用级别的公司，仍然发生了债券违约现象。当时著名的“宾州中央铁路公司违约事件”发生之前，资信评级机构给与其发行的商业票据的资信等级就是最高的。这让投资者发现，并非所有评级机构得出的评级结论都能很好地揭示风险，因而在使用评级结果的过程中需要对不同评级机构进行甄别，从而提高信用级别的信息含量。

为了规范评级结论的使用，1975年SEC通过“无异议函”（no-action letter）的方式将当时三家主要的评级公司——穆迪、标准普尔和惠誉公司确认为第一批“全国认可的统计评级机构”（Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, NRSRO），并将这些机构的评级结果用来确定净资本规则（Net Capital Rule）下的经纪公司的净资本。SEC当时引入NRSRO的初衷很简单，就是根据《证券交易法》15c3-1规定，提供一种根据债务类证券的不同评级来确定资本扣除的方法，即那些被NRSRO评为投资级别的证券，允许相对较低的扣减，因为这些证券通常比那些低

级别的证券具有更好的流动性，且价格的波动更少。但随着时间的推移，市场和监管机构越来越多地依赖于信用评级，NRSRO 认可的重要性日益突出。例如美国国会在证券交易法第 3(a)(41) 款中定义“抵押证券”（mortgage related security）并将其作为 1984 年二手抵押市场促进法（the Secondary Mortgage Market Enhancement Act of 1984）的一部分时，要求这些证券至少由一家 NRSRO 评为两种最高级别中的一种（即 AA 级别以上）；1989 年国会进一步将 NRSRO 概念引进联邦储蓄保险法（the Federal Deposit Insurance Act），认为公司债券要成为投资级，至少要一家 NRSRO 将其评为四种最高级别中的一种（即 BBB 级别以上）等。评级结果除在联邦和州立法中作为基准外，在金融和其他监管机构、外国监管制度和私人金融合约中也得到了广泛的使用，如美国教育部根据 1965 年高等教育法第四章，使用 NRSRO 的评级为那些希望参加学生自助计划的机构建立金融责任的标准，在领土外管辖权中使用 NRSRO 概念，以及私人合约中评级扳机（rating trigger）的使用等。

监管机构对评级资质的认可，以及众多法规和合约中对 NRSRO 概念和 NRSRO 评级结果的使用，大幅度增强了 NRSRO 的市场影响力。正是在市场之手和政府力量的双重推动下，国际性评级机构逐步形成了强大的话语权。在此阶段，NRSRO 地位的授予包含了极少的、非正式的监管，因为当时仍然主要依靠市场接受度而非监管标准；就具体监管内容来看，主要集中在资质认可所产生的市场准入方面，没有针对评级机构的内部管理、评级业务流程，评级从业人员的执业行为等方面提出明确的要求。

2、初期对 NRSRO 标准的衡量

SEC 对 NRSRO 地位的评估，核心的考虑就是该评级机构是全国公认的，意思是评级机构在全国被认为是可信的，可靠地，并且其评级结果被资本市场的主要用户广泛接受。但是对于怎样才算可信可靠，怎样才算被用户广泛接受，SEC 并没有给出特定的评价标准。此外，对于 NRSRO 的认可方式，SEC 没有通过透明的法律形式，而是以无异议函的方式进行默认。这种缺乏明确标准的资质认定以及以无异议函这种缺乏法律支持的方式进行认可，受到了市场的广泛诟病。

市场观点认为，标准和认可程序的不透明，给市场新进入者带来了巨大的障碍，严重的限制了评级行业的市场竞争。且由于美国 SEC 最初认可的 NRSRO 数量较少，市场竞争不充分，标准普尔和穆迪公司因先发优势在市场上占有了绝对的垄断地位，NRSRO 认可制度客观上促成了评级行业市场垄断格局的形成。

3、金融服务业的转型

1970 年宾州中央铁路公司的倒闭是美国历史上最大规模的破产案，这一事件震惊了美国的债券市场，并推动发债人和投资者更为清楚地认识到，必须更好地确定和了解债务发行中所包含的风险水平。而当时的评级主要根据公开获得的信息，通过统计方法得到，并通过投资者订购的方式付费，这一现状与市场的需求产生了脱节。第一，债务发行规模和复杂度的飞速发展，要求资信评级机构提高评级方法的准确性，不能完全依赖基于统计方法驱动的分析，而应该采取新的评级方法论，后者包括了更多的基本面分析，更多的私有信息含量，以及综合运用现代金融理论和数学工具来定量评估信用风险进行辅助判断。这就要求评级机构不单纯是金融信息的供应商，还应该对金融信息进行深度分析、加工、提炼，从而提供更多增值价值的金融服务；第二，投资者订购方式信息传播范围窄、及时性差，级别信息对整个社会的外部正效应因传播低效率而被削弱。而债务市场的快速发展和违约事件的发生促使整个社会对评级信息传播的透明度和及时性提出了更高的要求，从而有利于投资者及时作出风险决策，提高资源配置的效率；第三，因为评级机构向订购的投资者提供信用等级、完整的评级报告以及受评对象重要私有信息等，随着互联网等技术的逐步发展，这种信息提供模式不利于机密信息的保护和评级公司的知识产权；第四，由于投资者付费模式下评级机构面临的有效需求相对偏少，评级机构的收益难以支持其向金融服务业转型中对人员、评级方法、数据库等方面的投入，从而影响了评级机构的持续发展；而与此同时，NRSRO 资质的认可和评级结果使用范围的日趋扩大客观上也使得评级机构有一定的话语权去向发行人收取评级费用。正是在这多重因素的影响下，评级行业在历史演进中选择了发行人付费这种主流收费模式，同时评级行业在此间也完成了从信息传播业向金融服务业的转变。

三、安然事件影响下评级行业监管走向
法制化

1、美国监管部门对评级机构功能调查及对
NRSRO 的规则提案

随着全球资本市场的发展，评级业务得到了前所未有的发展机遇，主要评级机构规模迅速壮大，评级产品日趋复杂，并在全球范围内逐步拓展其影响力。但与此同时，国际性评级机构暴露出的问题也日益引起市场的关注。20

世纪 90 年代，SEC 和国会研究了一系列关于评级机构监管的问题，考虑了多种方案，其中 3 个主要方案分别是（1）在 SEC 的有关法规中撤消对 NRSRO 评级结果的依赖；（2）保持现状不变；（3）强化监管。但当时并没有达成一致意见。其后在墨西哥金融危机、1998 年亚洲金融危机、阿根廷金融危机，以及安然事件、世通破产案件中国际性评级机构的表现差强人意，市场质疑声不断。为重拾投资者信心，美国相关监管部门逐步加强了对评级机构的监管活动。具体见下表：

表 1: 安然事件之后美国监管部门活动一览表

时间	部门	法规 / 提案 / 报告	基本要求 / 建议 / 议题
2002.3	参议院政府事务委员会	“评级者的评级：安然与资信评级机构”听证会	要求：SEC 明确 NRSRO 任命的条件；SEC 应该通过常规的监控活动来确保评级机构遵循这些条件。
2002.6	美国国会	萨班斯—奥克斯利法案	SEC 对评级机构在资本市场运行中的角色和功能进行研究。包括（1）提高评级过程的信息流；（2）潜在的利益冲突；（3）所谓的反竞争或不公平竞争；（4）进入资信评级行业的潜在监管障碍；（5）对资信评级机构的持续监管等等。
2002.10	参议院政府事务委员会	报告“安然的财务监管：SEC 和私人部门看门人”	批评了三大评级机构没有及时地向公众警告，并要求对评级机构进行额外的监管和培训。
2002.11	SEC	两次听证会	资信评级机构当前的角色和功能；评级过程中的信息流动、对评级机构的关注事项（如利益冲突等）以及评级机构的监管（包括潜在的进入壁垒等）
2003.1	SEC	“资信评级机构在资本市场上的角色和功能”的报告	内容包括：评级机构的角色及对证券市场的重要性；资信评级机构发挥作用过程中面临的障碍；进入评级行业的壁垒；以及评级机构面临的利益冲突等。除此之外，报告还对诸如反竞争或不公平执业、在执业过程中应有的职业关注水平以及 SEC 对评级机构的监管方式和程度等。
2003.6	SEC	“评级机构和评级在联邦证券法下的使用”的概念公告	内容包括：是否继续在联邦证券法下将资信评级作为监管目的，如果还继续使用的话，哪家公司的资信评级结果可以使用，如何对这些评级机构进行监管等等。
2005.3.3	SEC	对“NRSRO”术语进行定义的规则提案	所谓的 NRSRO 是一个实体：（1）能够发布公开可获得的资信评级，对债务人当前的信誉进行评价，特别是对特定的证券或货币市场工具进行评级；（2）作为一个可信和可靠级别的发布者，该机构在金融市场上被广泛接受，包括对特定行业或特定区域的评级被证券级别的使用者广泛接受；（3）使用系统的程序来确保评级的可信性和可靠性、管理潜在的利益冲突，并防止非公开信息的误用，有足够的财务资源来确保对这些程序的执行。

从安然事件后监管部门的的活动以及上述报告的内容看，基本的结论主要体现在以下几个方面：（1）评级机构在资本市场中发挥着重要的作用，这种作用应该继续发挥；（2）应该向市场公开 NRSRO 的认可原则，以增加评级机构认可程序的透明性；（3）应该对认可的评级机构进行持续的监控，并保证得到认可的 NRSRO 发布的级别具有高质量；（4）监控的主要内容应该包括评级人员（如分析师的经验、能力、业务压力和持续培训等）；评级程序（如保持与发行方亲密接触、检查信息来源渠道和准确性等）；评级结论（保证级别的客观公正等）；内部管理程序（如保护内部信息不会被不恰当的使用，保证评级不会存在利益冲突或者受到政治、经济的压力等）。

2、国际证监会组织（IOSCO）制定的基本准则

2003 年国际证监会组织（IOSCO）出台了《IOSCO 关于信用评级机构业务原则的声明》，主要表现在以下四个方面：（1）评级过程的质量和公正性；（2）独立性和利益冲突；（3）评级披露的透明性和及时性；（4）保密信息。该原则性声明发表后，包括很多评级机构在内的市场人士认为，IOSCO 需要出台一个更有针对性的、更详细的行为准则来指导该原则的具体应用。正是在这一需求背景下，IOSCO 经过进一步讨论于 2004 年发布了《信用评级机构基本行为准则》（以下简称《基本行为准则》），为前述原则性声明提供了一系列的实际措施作为实施原则目标的指导和框架。

从 IOSCO《基本行为准则》具体内容和精神实质来看，其特点主要体现在三个方面：首先，基本准则搭建了较为统一的框架，具有可操作性。准则对政府监管、非政府法定的监管机构开展监管、行业规范及评级机构构建内部政策和程序等方面都具有参考价值。其次，基本准则尊重具体法律和市场环境的差异，灵活性较强。相关监管机构、评级机构等均可以根据具体环境构建适合的管理政策。再次，基本准则侧重执业行为，对评级方法等方面的监管不做统一强制性的规定，有利于促进评级技术提升和保护创新动力。

3、美国《2006 年评级机构改革法案》

尽管安然事件后，美国对评级机构的监管逐步走上了法制化的道路，监管范围也拓展至利益冲突管理、评级流程管理等方面，但真正要对评级业进行实质性监管看起来仍然有很多的障碍。

正当市场参与者认为监管部门不会在近期针对评级行业推出新的监管规则时，2006 年 9 月 29 日，美国总统布什签署了《2006 年评级机构改革法案》（the Credit Rating Agency Reform Act of 2006，后文简称法案），授权 SEC 采取规则，对希望注册为 NRSRO 的评级机构进行注册、档案管理、财务报告和监管。法案的初衷是通过提高评级质量以保护投资者，并强化责任、提高透明性以及促进资信评级行业的竞争来保护公众利益。

该法案明确了 SEC 对 NRSRO 注册和资格认定的独特权利，使得 SEC 对评级机构的监管主体地位得到法律的认可。与此同时，法案对评级机构的注册、持续监管等提出了一系列的改革要求，如要求评级机构披露历史表现，按照评级业务的种类分别按照短期、中期、长期的违约率和级别下调率等信息；对评级机构的组织形式、职业道德操守、利益冲突及管理提出导向性意见；甚至对评级的基本程序、分析师及监控人员的责任、经验、从业经历等信息也有所要求。该法案也授权 SEC 对评级机构进行现场检查并对违法行为采取惩罚性措施，但它禁止 SEC 监管信用评级业务中使用的程序和使用的评级方法。

四、次贷危机以来评级行业监管的强化和国际协调

尽管 IOSCO 为评级行业的监管提供了统一的操作性较强的框架，且美国《2006 年评级机构改革法案》对保护投资者利益也起到了有力的推动作用，但次贷危机的爆发再次将评级机构推向了风口浪尖，评级机构在业务运作中的利益冲突、透明度和独立性不足等问题在结构化产品的评级中表现地更为明显。市场要求进一步强化对评级机构的监管，针对收费模式带来的利益冲突、评级过程中的透明度缺乏等问题给出更有针对性的措施。此外，全球化过程中评级机构市场辐射力的地域拓展，也要求行业监管不能仅仅局限在单一国度，而应该从国别监管走向以国际标准为基础的统一协调监管。

1、美国 SEC 对 NRSRO 监管的强化

随着次贷危机的爆发和危机进程的深入，市场上对评级机构强化监管的呼声日益高涨。在此背景下，承受压力的 SEC 在对 NRSRO 监管方面进行了多次修改，包括对有关格式和规则进行修订等，主要包括：

（1）提议对已有法律法规中涉及到参考评级结果的条款删除，尽量减少监管部门对评级结论的依赖；

（2）对那些必不可少的监管条例，尤其是评级结论对投资者的决策有显著影响的法定评级要求，则建议提高评级机构的信息披露，如提高评级机构历史表现的统计要求及评级方法的披露；在网站上披露每一类信用评级的评级行为示例；强化备案和年度报告；强化工作底稿的规范，包括所有的初始级别、上调、下调、观察或撤销的记录，如果评级中涉及模型的，模型得出的结论（如为 A 级）与评级委员会得出的结论不一致（如为 AA 级），则需要对此显著差异做出合理解释并予以记录在案等等；

（3）通过信息披露，强调对级别购买问题以及利益冲突的预防和管理。比如当受评方能够在证券发行前向评级机构要求提供一个初始级别，当这个级别无法满足发行方的要求时，发行方就会寻找另一个机构，直至其能够选择最有利的级别；而评级机构也了解发行方的这个特征，为了获得该项就有动机来报出“高”级别来迎合发行方的要求，因此披露发行方选择不同机构级别的过程，有利于投资者了解其所获得的不同级别，以及初始级别与最终级别之间的差别和原因，增加对可能产生利益冲突行为的限制（例如，

禁止评级机构就评级对发行人进行建议和禁止评级人员参与费用讨论或协商)；此外还要求评级机构剥离非评级业务，主分析师定期轮换、设立独立的监控岗位来调查评级机构可能存在的利益冲突及其管理效果等。

除外部监管力量的强化外，评级机构自身也开始采取相关措施来改进不足，重新赢回投资者信心。对于次贷危机中批评很多的“评级机构过多参与到结构性融资产品的设计中”，评级机构通过主辅业、披露结构性融资产品的假设等措施加以改进。以标准普尔为例，危机发生后标普迅速做出反应，在2008年2月公布了27条改革措施，主要集中在公司治理、分析方法、信息披露和投资者教育这四个方面。且随着危机的发展，标普围绕这四个核心主题在相关举措上进行了强化。

总体上看，次贷危机后美国政府对评级行业的监管大幅度强化，在监管措施上向具体的评级业务流程、评级方法(包括模型、假设等)等实质性层面深入。对于是否就结构融资建议要求NRSRO改变其评级符号或者实质性地消除对NRSRO评级的参考方面，SEC尚未作出决议。

2、欧盟对评级机构的监管措施

相较于美国而言，欧洲的评级业发展相对滞后，虽然欧盟各国也对评级机构采取了相关的监管措施，但总体上看借鉴美国较多，处于监管主导地位的仍为美国。次贷危机爆发之前，欧盟对评级机构的监管还主要集中在资格认定、遵守IOSCO基本行为准则和评级机构的自律等方面。

次贷危机发生后，欧盟财长批准了关于危机的一系列行动措施，其中包括对评级机构在此次危机中所扮演的角色进行评估并揭示有关的缺陷，欧盟委员会检查的内容主要包括在评级过程中可能产生的利益冲突、评级方法的透明度、复评的滞后问题及监管支持程序等。

2008年7月欧盟委员会宣布将在欧盟境内展开对评级机构的监管工作。2008年12月12日，欧盟委员会出台了针对信用评级机构监管的建议性规则，拟在整个欧盟范围内实施相同的监管方法，目的在于通过确保评级的可靠性和信息的准确性以恢复和重树市场及投资者信心，其相关条例与美国信用评级机构改革法案之修正案的有关细则类

似。该建议性规则的精神可概述如下：(1) 确保评级机构避免以及恰当地管理利益冲突；(2) 确保评级机构对其评级方法论和其出具的评级保持审慎(3) 增进评级的透明度(4) 实施有效的审核和监督措施以防级别要标和监管套利。

2009年4月欧洲议会批准了一项关于信用评级机构的监管规则，对评级机构的监管达成初步协议。欧盟27国代表组成的欧洲证券管理委员会临时负责信用评级机构的登记注册，而每个信用评级机构都将受到由其业务所在国家监管部门联合组成的一个联席机构的监管。

欧洲主权债务危机爆发后，欧盟提出要进一步严管评级机构。2010年6月欧盟委员会出台立法建议，设立一个名为“欧洲证券和市场管理局”的新机构，统一接受评级机构的注册登记和监管。该机构有权对评级机构的评级决定展开调查，如发现违反欧盟规定的行为，则有权对评级机构实施惩罚，包括罚款、暂停评级资格乃至吊销执照等。通过该机构，欧盟将把对评级机构的监管权力从各个成员国手中收回，统一了监管主体。

从欧盟监管之路可以看出，欧洲对评级机构的监管催生于次贷危机的爆发，在主权债务危机中得到进一步强化。欧盟对评级机构的监管，借鉴了很多美国的经验，但在主权债务危机爆发后，欧盟监管独立性和监管措施力度明显增强。从监管具体举措上，集中在注册登记、利益冲突管理、信息披露、监管协调等方面。

3、IOSCO对基本行为准则的修订及G20峰会对其的认可

为了回应结构融资中评级机构的角色，IOSCO于2008年修订了《基本行为准则》，其中对四大类准则进行了强化。这些修订包括强化评级程序质量、保障评级的后续监督和及时性、禁止分析师参与结构证券设计、增加公开披露、定期检查薪资政策、将结构融资评级与其他种类进行区分等一系列措施。为了避免跨国监管的割裂，IOSCO提议使用《基本行为准则》作为评级机构监管的模板，并开发了一个模型检测模块以方便检查人员。

2009年4月签署的《关于强化金融体系的声明》中，20国集团领导人同意评级结果用于监管目的的信用评级机

构应当被纳入包括注册所在地监督机制下，其行为应保持一致。同时，也同意通过国内监管当局实施该准则（而国际证监会组织扮演协调角色），评级机构应当区分结构产品评级并增加披露。最后，G20 要求巴塞尔委员会检查审慎监管中外部评级的角色并识别出那些需要处理的负面动机。IOSCO《基本行为准则》得到了G20 的认同，并且逐步成为全球评级机构和评级监管的基准标准。

五、对我国评级行业监管的几点思考

上述对评级行业发展以及伴随行业发展的监管发展路径的综述，可以给我们很多的思考。当前，我国评级行业处于发展初期，行业成熟度和公信力有限；与评级行业息息相关的债券市场近几年虽发展迅速但总体上与国外成熟市场差距甚大；在国际大背景影响下评级监管大幅加强并将逐步融入国际监管框架。针对这些现实情况，我们认为以下几点值得我们思考：

第一，监管的目的是促进评级行业的健康发展，充分发挥资信评级的风险揭示作用，促进资源的有效配置，从而更好促进社会的发展。这是监管的宗旨。虽然说相关监管举措从短期看会给评级机构带来成本的增加，但从长远看应该是能使评级机构获益的，并且通过各微观主体的发展带动整个评级行业的壮大。如若监管仅为顺应国际潮流、确保所监管范围内不发生风险事件、体现监管者政绩，而不是聚焦被监管评级机构的长远发展，那么这样的监管就脱离了宗旨，也是缺乏生命力的。

第二，行业监管是伴随着行业的发展而逐步发展的，需要与行业所处的发展阶段相适应。监管的滞后，尤其是存在监管真空，当然会带来很多问题，如次贷危机的爆发就暴露出这样的现实：面对金融创新带来的复杂金融产品，行业监管理念和手段没有跟上很快就会导致风险的蔓延。但对于监管的过度，却容易被市场忽视，而且监管过度带来的风险短期内不会产生明显的不良后果，但却是以行业发展滞缓为代价的。尤其在全球范围内强化评级行业监管的呼声甚高的背景下，面对国内相对弱小的评级行业，行业监管很容易从一个极端走向另一个极端。

第三，从当前国际形势看呈现出这样一种趋势，国际

标准与国别直接监管相结合，即各国统一遵循 IOSCO 制定的《基本行为准则》，制定适合本国国情与国际信用评级标准相适应的监管法规政策，并由主权国家或地区实施监管。中国也要融入该监管潮流中，积极参与游戏规则的制定，从而在制度层面考虑中国国情，促进国内评级行业的发展。

第四，随着金融创新所带来的产品的复杂化以及对新产品监管存在真空层，评级判断的失误率可能会有所上升。而且现在评级对市场的影响力已远甚从前，级别的调降可能对市场产生剧烈的冲击，甚至就可能如媒体所评论的那样“推波助澜”、“落井下石”，进一步恶化市场预期。因此，如果评级失败确实是寻求收益而放松标准等人为因素导致，我们认为评级机构需要承担相应的责任。但鉴于评级业务本身内在的风险属性，以及责任边界界定的复杂性，我们认为对于要求评级机构承担法律责任，需要严谨、审慎、科学、适度，这在行业发展的初期尤其必要。

第五，对于评级收费模式的批评，我们认为需要以历史的、客观的态度去对待。当前收费模式主要有“发行人付费”、“投资者付费”和“政府公共事业付费”模式，就市场参与者希望从评级中获取的质量而言上述模式各有优缺点。当前大部分评级机构采用发行人付费的方式，但历史上国际三大评级机构无不开始于投资者付费模式，而且美国 NRSRO 中的 Egan-Jones 现在依然采取投资者付费模式。没有哪一种付费模式能完全满足市场需求，同时又规避所有的不足，发行人付费模式是多年评级实践历史演变所选择的结果，它可能不是理论上的最佳，但却是最符合实际情况的。此外，不同投资者的需求也千差万别，允许市场的多元化选择，通过实践检验不同付费模式的生命力，而不是对现有机构的评级收费做出强制性改变，这是一种客观务实的态度。

第六，对于评级监管的具体措施，我们认为应该聚焦在利益冲突管理、信息披露方面，通过这些措施提升评级机构的独立性和透明度。而对于评级模型、评级假设、评级具体方法等内容，不适宜做强制性规定，以鼓励评级机构通过创新提升评级技术。同时对于评级方法方面的信息披露，也需要适度。

关于主权评级的逻辑一致性

文 / 信息研究部

主权评级（Sovereign Rating）在我国尚属于研究阶段，为了向国内外的监管主体、投资者或公民提供准确的信用信息，需要在初始阶段对主权评级的相关概念及其一般的逻辑关系做一梳理。

一、主权评级与国家风险评估的逻辑：主权评级不是国家信用评级

主权评级（sovereign rating）是评级机构对主权政府偿债能力和意愿所发表的观点。这里的主权政府，虽然具有最高的权力，但是，在商业行为上则与企业、居民等都处于平等的地位。因此，这里的主权评级是对主权政府债务偿还能力和意愿的观点。

在国际法上，主权是指国家的权力行使；在原则上，主权是合法行使权力的根据，在实际上则是拥有行使权力的实际能力。因此，在国际上，主权评级的主权，不完全等同于国家主权，一些特别的经济体政府评级也被称为主权评级，这就可能产生一个国家境内的多个主权评级。进一步而言，在这种条件下，主权评级是对实际行使权力政府债务偿还能力和意愿的评级，存在一个确定的偿债主体，不是对一个国家评级。

在国际上，事实还不存在对国家评级这一概念，但是存在国家风险评估（country risk assessment）。国家风险评估由于不同的评估主体所评价的客体不同，定义也不相同。对于信用评级（Credit rating）来说，国家风险评估主要侧重于一个国家发生系统性或商业性风险的大小，同时，国家风险的大小也不是通过三六九等进行标识，而是通过风险大小分组。

国家风险评估对于主权评级来说，是主权评级的基础性研究和评价的重要要素，国家风险大小与主权等级之间不存在直接相关性。也就是说，存在国家风险较大而主权等级较高的情况，也存在国家风险较小而主权等级较高的情况。

二、主权本外币评级的逻辑：主权本币一般高于外币 0-3 个等级

由于一个主权既可能有国内债务（domestic debt）也可能有国外债务（international debt），并且，在一般情况下，国内债务以本币（local currency）发行或偿还，国外债务以外币（foreign currency）发行或偿还，因此，在评级中就存在着主权本币评级（local currency rating）与主权外币评级（foreign currency rating）。

从主权政府具有独立、灵活发行货币的权力而言，一个主权政府在通常情况，不存在债务不能偿还的情况，但是，在严重依赖于货币发行偿还债务的情况下，可能带来恶性通货膨胀，以及比重组本币债务更严重的政治和经济伤害。同时，由于外币债务存在货币的兑换和外币的支付能力等因素的影响，因此，在通常情况下，外币债务的风险比本币债务风险高 0-3 个等级。

另外，如果一个政府已经参加了一个货币联盟或一个政府已经采用了另外主权政府的货币，那么它的本币评级与外币评级一样。

三、主权与非主权的逻辑：非主权等级一般不高于主权等级

对于一个主权政府管辖范围内的债务主体而言，包括主权政府和非主权体（Unsovereign entity）。通常，主权政府在管辖权范围内具有最高的权力，其动用偿还债务资源的能力要大于非主权体，因此，在通常情况下，非主权信用等级一般不高于主权信用等级，即主权信用等级上限原则。

对于外币债务而言，在一些特殊的情况下，非主权体的信用等级可以高于主权信用等级。例如：一个国家的货币兑换是不受限制的情况下，或者非主权的私人部门企业在国外有一个显著的商业或资产，或者非主权发行主体获得了境外主要伙伴的信用支持。

因此，一个评级机构在做主权评级时要做到逻辑的一致性，即非主权的信用等级在通常情况下不能高于主权评级。事实，就目前中国国内的信用评级而言，给出非主权（包括金融机构和非金融机构）的信用等级为 AAA，是以中国主权信用等级为 AAA 作为假设条件的。

公司概况

上海新世纪资信评估投资服务有限公司是专业从事债券评级、企业资信评估、企业征信、财产征信、企业信用管理等信用服务的中介机构。公司成立于1992年7月，主要股东有中国金融教育发展基金会、上海财经大学等。

公司业务

债项评级：企业债券、公司债券、可转换公司债券 / 分离交易可转债、短期融资券、金融债券、商业银行次级债、资产证券化等。公司累计完成各类债券评级项目约500个。

主体评级：借款企业、中小企业、金融机构、企业集团、担保公司、竞标企业、商业承兑汇票等。1998年公司成为最早取得上海市贷款企业评级资格的2家评级机构之一，现累计完成各类主体评级近6000家。

其他业务：企业征信、企业合同信用评价、企业信用管理咨询、信用管理培训等。

主要资质

中国人民银行总行批准的从事全国企业债券信用评级业务资格
中国人民银行总行认定的银行间债券评级资格
中国证券监督管理委员会认定的证券市场资信评级业务资质
中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资质
中国国家发展和改革委员会认可的债券评级资格

中国保险监督管理委员会认可的债券信用评级业务资格
中国人民银行上海总部批准的上海市贷款企业资信评估业务资质
中国人民银行上海总部批准的上海市中小企业资信评估业务资质
中国人民银行上海总部批准的上海市集团企业资信评估业务资质
中国人民银行上海总部批准的上海市担保公司资信评估业务资质

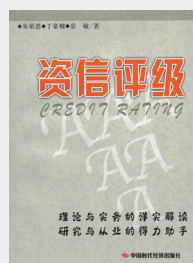
书籍系列



企业内部控制与案例



企业信用管理



资信评级



英汉信用评级词汇手册



信用评级基础知识

期刊系列



专刊



研究报告



双月刊



年刊



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.



地址：中国 上海 汉口路 398 号华盛大厦 14 楼
邮编：200001
电话：021-63501349 021-63500711
传真：021-63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>