

## ■对当前资信评级行业某些市场观点的思考

- 从评级起源看风险源头的控制
- 根本问题：公共责任企业化的评级体制？
- 评级表现：传统产品VS次贷衍生产品
- 评级结果的使用：股权定价？
- 评级监管：监管不足VS监管过度

## ■信用评级机构的全球监管动态(标准普尔)

# 对当前资信评级行业某些市场观点的思考

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

研发部 应娟

资信评级在国外有百年的发展历史，其通过向全球金融市场提供独立的金融信息、评级意见和分析，赢得了广泛的市场影响力。然而，在本次次贷危机引发的全球金融危机中，评级机构一下子被推到了风口浪尖，各方力量包括监管机构、市场投资者乃至原先并不熟悉评级业务的部分人士，都将责任的矛头指向了评级机构。

我们一直认为，次贷危机中国际评级机构在住房抵押贷款支持证券等衍生产品上的表现着实与其往日表现相距甚远，评级机构需要在其评级流程、评级技术、利益冲突管理等方面进行反思，承担其职责范围内的责任。但现在的问题是，评级的责任被大幅度地强化和夸大，评级机构在其间很大程度上充当了替罪羊的角色。目前，中国对评级行业的质疑声也不绝于耳，这些声音有一定的合理成分，但深入剖析这些观点，我们发现对于评级本质面上的某些认识，市场还存在误区或过于片面。

## 一、从评级起源看风险源头的控制

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，在美国西部大开发、铁路产业大量发债的背景下，市场对源自独立第三方的信息需求直接催生了评级业务，该项业务诞生的目的是解决信息不对称问题。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）。且从此时评级机构的盈利模式看，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。因而评级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。

随着债券市场的发展，债务融资工具日趋丰富和复杂化，投资者订购付费因信息传播受限等因素难以满足市场对信息的需求。同时通过 20 世纪 30 年代经济大萧条、70 年代经济危机的检验，评级以其有效性成为资本市场的“入场券”。

在此背景下，评级机构盈利模式由投资者订购转向发行人付费，逐步确立了其作为金融中介服务机构在资本市场的影响力。

当前，评级在资产定价、风险监管等方面发挥着重要作用，但解决信息不对称仍然是其核心功能之一。作为信用风险信息的供应商，评级机构在评级业务中需要识别、评估和揭示相关风险。而受评主体背后的风险在评级操作之前业已存在，不可能由评级创造。危机并非由评级机构引致，不恰当的评级只是没有揭示风险或者一定程度上放大了风险对市场的冲击。就比如对产品的质检，检验人员对“有毒资产”贴上了“合格”的标签，从而没有把好这一关任其流入市场，而资产的毒性是本身就带有，并非检验责任所在。我们在强化对评级的监管时，更需要追本溯源强化风险源头的管理，如实体经济和虚拟经济之间的结构失衡导致资产泡沫扩大、风险蔓延，金融机构通过“创新”产品获取巨额收益而放松风险控制，企业和借款个人为获得融资进行包装或不顾自身还款能力的举债等。

## 二、根本问题：公共责任企业化的评级体制？

有市场观点认为，评级机构的根本问题在于其评级体制，即评级机构所承担的公共责任企业化了，将其作为一般的市场主体进行定位，而没有有效的监管。对于该看法，我们认为值得进一步商榷。

在美国，评级完全是在市场之手作用下产生、发展并赢得了声誉。1970年 Penn Central Railroad 的倒闭促使市场意识到了不同评级机构的信息价值，监管部门开始在监管中引入评级，最典型的就是 1975 年美国 SEC 在经纪商/交易商的净资本规定中引入了 NRSRO。SEC 当年引入 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。但随着市场的发展，NRSRO 认可的重要性日益突出，联邦政府和州政府大量法律法规都开始引入 NRSRO 的概念。可以看出，正是基于市场对评级表现的认可，监管部门才引入了评级，从而赋予了评级机构某种程度上的公权力。监管“授权”使评级机构拥有了其不同于一般市场主体的公共责任。

无可否认，监管对评级的引用强化了评级行业的市场影响力。但国际评级机构，如标普并不主张在监管条例中对评级做具体的强制性要求，因为他们认为这种监管可能导致部分投资者将评级混淆为政府认可的赞成意见或者不恰当的将

评级用作评估投资适合性的捷径，而不是将评级用作独立分析信用风险的众多工具之一。需要明确的是，若国际评级机构利用其公权力谋求私利，并且影响到了公共利益，这确实需要担负起应有的责任；但对于公权绑架私权，而放松其职责范围内本应负的监督责任，这与评级机构的责任需要明确划分。

因此，我们认为根本的问题并非在评级体制，因为当前国际评级业这一体制是历史逐步形成的，有其存在的合理性，而非评级机构为自身利益积极主动谋求获得。根本的问题在于，借助既有声誉以及监管推进，国际评级机构市场影响力之大，以至于当前金融监管以及金融体系投资决策和风险控制中过于倚重评级结果，而忘却了评级仅是信用风险分析的工具之一。同时在私权对财富增值的努力中（如穆迪就是直接上市公司，需要给股东创造价值），又缺乏必要的外部监管。

对于该问题，次贷危机后美国 SEC 等监管部门有过反思，并业已采取了相关的措施，如 SEC 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；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，并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。

除监管领域外，还涉及到金融体系中对外部评级的高度依赖问题。对于该问题，周小川在《关于改变宏观和微观顺周期性的进一步探讨》中提到，“全球金融体系在投资决策和风险管理时高度依赖外部信用评级，从而产生了显著的顺周期性特征”，“从业人员可以搭外部评级的顺风车，只要金融产品满足了门槛评级标准就无需担心其内在风险了”。确实，由于大量国际性金融机构在风险监管方面的外包和搭便车行为（如模型使用、门槛评级标准等），放松了其自身的风险监管，从而强化了周期效应。同时对评级的缺乏认识使其在危机后的第一反应便是将矛头指向了评级机构。周小川说“长此以往，金融业习惯了这种做法，非常依赖于外部评级并为此感到自满……一旦问题发生，就像此次危机一样，指责的矛头都指向了评级机构”。周小川在文中还建议“使用评级结果的机构（资产管理公司、金融服务企业等）应该最终对其客户和股东负责，应对风险做出独立判断，而不是光把风险评估职能外包给评级机构。在必须使用外部评级时，还要进行内部独立判断并以此作为外部评级的补充”。

对于根本问题在于公共责任企业化的评级体制的观点，我们退一步假设确如

所言，那么按其逻辑由国家从股权上控制评级机构，更进一步的将评级机构变成国家的职能部门，是否就能根本上解决危机中评级机构的问题呢？我们认为未必。因为在这种情况下，评级机构股权、业务等方面独立性的缺失使其治理结构方面存在缺陷，市场公信力难以建立，尤其难以赢得国际投资者的认可；评级成为政府的观点，有政府的隐形担保，市场更倾向于不加分析地依赖评级观点，金融机构的道德风险只会强化而不会削弱。

### 三、评级表现：传统产品 VS 次贷衍生产品

针对次贷危机中国际评级机构的表现，市场各方对其原因都有过深入探讨，包括评级机构自身也有反思，也推出了针对性的举措。国际性评级机构致力于通过其在公司治理、评级技术、信息透明度等方面的一系列举措，以重新赢回市场的信任。

纵观本次危机中市场对评级机构的态度，我们认为对评级作用的判断要客观、全面，不要由一个极端走入另一个极端。不能因评级机构在次贷产品上的糟糕表现就一棍子打死，完全否认了评级机构在企业债券等传统产品上信用风险揭示的有效性，毕竟次贷衍生产品和传统产品还是存在重大差异的。

首先对评级要有正确的认识，对不同产品的评级理念有所了解。正如周小川所说的“评级不过是以历史经验为基础得出的违约概率的指标，它永远不能成为未来的保证。”对未来的预测决定了其预测结果不可能准确。传统产品领域，评级是对未来违约概率的预测，评级结果是相对的（如 AAA 违约可能性低于 AA，而 AAA 的对应违约率则是事后检验中经多年积累形成的）；而次贷衍生产品在结构化设计中，在没有相关产品历史违约率等基础数据的情况下就事先引入违约率等进行分层，并采用众多假设条件进行压力测试。

事实证明，在对次贷等结构化产品进行评级时，评级机构高度依赖发行机构或者贷款机构提供的基础数据，评级假设和模型未经过完整的经济周期检验，适用性很差。如评级机构以 20 世纪三十年代的模拟条件进行压力测试，但结果却发现情况比当时还要糟糕，市场衰退的速度和幅度出乎所有人的意料。如穆迪采用贷款拖欠率等三大关键指标对住房抵押债券的健康程度进行监控，发现资产恶化速度大幅增加，不仅发生在孤立的区域而且蔓延到全美国，而且很多案例中资

产恶化是跳过了黄灯，直接从绿灯变成了红灯。而除非第二等级的警告——黄灯亮起，否则穆迪不会采取什么措施。这种跳跃式恶化的现象不在穆迪的模型之中，其他公司的模型也解释不了。

就次贷衍生产品的评级看，评级机构在评级技术方面存在重大不足，基础数据方面严重依赖其他金融机构，这是客观事实。而当提供基础数据的金融机构存在主观恶意时，这就不是评级机构层面所能解决的问题了，此时评级机构也成为受害者，最典型的例子莫过于雷曼兄弟大量使用 105 回购业务，人为美化报表。由于雷曼知道财务杠杆数字对评级机构和交易对手的信心至关重要，而这些信心在危机中则是公司保持流动性的关键所在，因此雷曼违背交易实质将“抵押融资交易”作为销售处理，重分类为“存货出售+远期回购合约”，从而根据相关会计处理规定，成功实现短期内从资产负债表移走债务，有效降低财务杠杆的目的。由于信息披露不透明，产品和交易的复杂性，以及高盛、美林等同行没有使用类似的交易，导致依据雷曼披露的财务报表进行投资决策和信用评级的信息使用方产生重大错误和损失。

但在传统产品领域，债券基础信息易于获得，评级机构的评级方法、假设和模型经历了百年的积累已经较为完善，且预测结果也通过事后的违约率得到验证。以标普为例，在 2009 年压力较大的环境中，标普的评级表现仍然比较好。2009 年初评级为投资级的实体中仅有 0.32% 在 2009 年违约，投机级企业的这一比率为 9.23%。2009 年违约企业中 86% 的首次标普评级不高于“BB-”。从违约率上看这与历史表现基本相符，1981-2010 年投资级企业发债人的 5 年平均违约率为 1.24%，投机级为 17.90%。

此外，针对市场广为关注的利益冲突问题，也主要体现在结构化融资产品上。其实在金融危机之前，对利益冲突问题市场也有批评和讨论，但总体上市场还是认可评级机构通过广泛的正常的程序管理这些利益冲突的效果的。但在金融危机中利益冲突问题被进一步强化了。近年来结构化产品大受市场欢迎，这给评级机构带来了评级收入的迅猛增长，结构化评级收入占总收入的比重也稳步提升（如 2006 年，全部证券化产品评级业务带来的收入占穆迪总收入的比重是 43%）。同时在缺乏有效内部和外部监督的情况下，国际评级机构大量参与衍生产品的结构化设计，身兼“运动员和裁判员”的双重角色，通过这些咨询业务获取了大量的

收益。而传统评级产品则简单的多，评级机构仅担当裁判员的角色，因而原有的利益冲突管理手段相对有效。

#### 四、评级结果的使用：股权定价？

资信评级评估的是发债人未来偿付债务的能力和意愿，核心是揭示信用风险，这与股票评级乃至公司资产定价存在显著的区别，但当前市场往往将其混淆。与股东不同，一般债权人不享受剩余资产索取权，高风险项目对股东而言可能带来未来的盈利，但对于收益固定的债权人而言则是风险的增加。因而，评级对债务偿付的考察决定了其更为关注企业的稳健性，而股票定价、公司估值更侧重的是未来的成长性和盈利性；其次，评级是跨周期的，弱化经济周期、行业周期对发债人的影响，而资产估值则是时点价值，受周期影响很大；再者，评级的资产定价功能通过信用风险的揭示对固定收益类证券进行定价，即在无风险利率的基础上考虑信用溢价，权益类资产的定价需要考虑特定资产（公司）的非系统性风险和市场的系统性风险（如在组合投资中广受关注的资本资产定价模型），风险范围更广。这就决定了我们在对权益类资产定价时不能机械套用评级的结果，更不能将不恰当使用评级结果后产生的后果归因于评级上。

对于市场观点认为，我国国有商业银行在引进战略投资者的过程中，因为使用了国际评级机构的评级，而导致了金融资产的贱卖。我们认为这种观点有些危言耸听，混淆了评级的概念，严重夸大了评级在这一过程中的负面作用。国有商业银行在上市前夕大量引入国际大投行等战略投资者，是有其历史背景的。同时在引入战略投资者过程中更多考虑国际投资者，是寄希望通过这一举措引进先进的技术，解决国有银行在经营管理等方面的顽疾。国外投资者在对银行入股价格的谈判中，会参考国际评级机构给出的评级结果，但肯定还会从其他方面进行分析；而国内银行在与其谈判中，处于相对的弱势。随着国有银行改革的深入，除引入战略投资者外，大量坏账被剥离，巨额流动性注入，且近几年我国经济金融的稳定发展，整个银行业都显示出向好态势，对商业银行信用级别和资产估值的提升也是理所当然的。站在当前时点来回顾历史，当时所定的入股价格确实偏低，但这很大程度上是基于当时双方力量的对比的，怎么能将市场误用评级结果产生的影响完全推到评级机构头上呢？退一步说，假设没有评级，这些金融资产的定

价在当时是否就能得到提高呢，恐怕也未必。

## 五、评级监管：监管不足 VS 监管过度

纵观国际评级机构受到的监管情况来看，行业的监管是伴随着行业的发展壮大而逐步强化的，并且经济危机以及一些特殊事件促进了评级行业监管的规范化、常态化。以评级行业最为成熟的美国为例，20 世纪 30 年代的大萧条使投资者开始意识到评级的重要作用，从而在投资决策和监管中开始引入评级结果。20 世纪 70 年代石油危机背景下一系列倒债事件的发生，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的揭示风险。正是在这一背景下，美国 SEC 引入了 NRSRO 的概念。但在此时，美国评级行业并没有明确的监管部门，将自己视为新闻媒体的评级机构，享受着言论自由的权利，在具体业务实践中较少受到来自金融监管部门的常规性监控。并且由于美国 SEC 采用无异议函的形式认可 NRSRO 的做法缺乏法律的支撑，以及 NRSRO 的标准和认可流程的不透明，受到了市场广泛诟病。

2001 年安然事件的爆发，凸显了评级监管的重要性。正是在这一事件的推动下，美国监管部门展开了一系列举措，如对评级机构在资本市场运行中的角色和功能进行研究，包括提高评级过程的信息流、潜在的利益冲突、进入评级行业的潜在监管障碍以及对资信评级机构的持续监管等。2005 年 4 月 SEC 进一步提出对 NRSRO 术语进行正规定义的规则提案。2006 年 9 月美国签署《2006 资信评级机构改革法案》，除了对评级机构注册、持续监管等提出要求外，还明确了 SEC 对评级机构的监管主体地位。

接下来爆发的全球金融危机，让世人发现美国 SEC 对评级机构的监管还是滞后了。金融创新所带来的复杂金融产品，加大了行业监管的复杂度，且创新带来的巨额利润更是将评级机构的利益冲突暴露无遗。在此背景下，美国、欧盟、亚洲国家等纷纷出台措施强化对评级行业的监管。如美国 SEC 对有关格式和规则进行修订，提议减少监管部门对评级结论的依赖；对那些必不可少的监管条例，提高评级机构的信息披露要求，如强化工作底稿的规范，包括所有级别变动的记录；如果涉及模型，若模型得出结论与评级委员会得出结论不一致，则解释该差异并记录等。



在欧洲方面，对评级行业的监管主要有银行监管者和证券监管者。在国际清算银行发布的新资本协议中提出采用标准法计算银行风险资本框架下，提出了“外部信用评估机构”（ECAIs）这一术语，并从独立性、信息披露等六个方面认定 ECAIs。欧洲证监会主要做法是与美国 SEC、国际证监会组织（IOSCO）合作，建立执业规范。本轮金融危机的爆发促使欧盟加强了对评级机构的监管，且在监管中较多的借鉴了美国的经验。综合来看，无论是美国 SEC 和欧盟的监管实践，还是 IOSCO 提出的评级行业职业守则，其核心监管理念都包括独立性、透明度、评级过程中的质量控制、利益冲突管理等方面。

我国资信评级行业起步于 20 世纪 80 年代末期，仅有二十余年的发展历史。目前评级行业仍处于发展初期，评级业务量不足。行业监管模式尚未成熟，缺乏有效的统一监管体系。不同的评级产品由不同监管部门负责，同时机构监管又与产品监管不同。不可否认，我国的场内交易市场与场外交易市场并存有其必要性，不同部门的监管也有其历史必然性。但从长远来看监管主体不一的弊端也是显而易见的，已经体现出来的缺点就是市场混乱，如目前国内市场上相关评级机构针对不同监管部门建立有不同的评级法律主体，对于市场上的投资者而言，他们很难分清两者的区别、竞争优势、市场范围；即使是同一个评级机构，也因为多头监管的存在而过多地承担了信息备案、披露等成本。此外，由于评级行业是通过资质准入的，评级机构在应对监管时还需要考虑不同监管部门的利益诉求。我们认为评级行业需要监管，适当的监管有利于促进我国评级行业健康、规范化的发展，但我国当前多头监管和强势监管确实增加了评级机构应对监管的成本。

从国际评级行业发展历程可以看出，每一次经济危机或者危机事件都推动了评级行业的发展，同时评级监管也相应地做出调整。基于对危机的正确、全面的认识以及随后商业银行、投行、金融监管部门、评级机构等各相关主体采取有针对性的行动，我们有理由相信在未来中国的评级行业能为资本市场信用风险控制、金融稳定等做出更大的贡献。

# 信用评级机构的全球监管动态（标准普尔）

## 近期监管动态综述

### ■ ■ 标准普尔对信用评级机构监管的观点

- 标准普尔认为，对信用评级机构的监管应认真规划及全球一致，从而在推动评级的透明度、质量和可靠性上发挥重要作用。
- 监管应保持全球各国的一致性、建立在一整套全球认可的标准（如 IOSCO Code）之上、避免令每个地区的发债人和投资者面临实际困难的互相矛盾的监管机制。
- 评级监管不应影响评级方法论的内容和观点，从而保护评级的独立性。评级监管应着重于评级政策和流程（包括在管理潜在利益冲突和保护机密信息的政策和流程）的监管以及信用评级机构工作的透明度。
- 评级监管应降低进入门槛，维持行业良性竞争，从而保证市场存在多种信用观点。

### ■ ■ 信用评级机构监管动态——全球

- 标准普尔在全球范围内发布评级，而且评级的适用范围遍及全球。
- 标准普尔的评级是全球统一的分析方法论和流程的结果。
- 对于全球性行业和公司而言，标准普尔评级委员会由来自全球的资深分析师组成，从而利用全球的资源开发全球适用的一套方法。
- 推动国际资本流动的跨国投资者希望标准普尔保持这种一致性和分析方法的独立性。
- 他们希望利用评级比较不同资产、地域和时间的信用度。
- 政府监督信用评级机构中采用的一个普遍做法是将保持质量的一致性放在同等重要的地位。
- 2008年5月修订的 IOSCO 准则已经成为全球基准标准。
- 2009年4月2日举行的 G20 伦敦峰会发表的声明称：“2009年底应在监管机制中包括注册制度，监管框架应在不同地区间保持一致，同时各国监管机构应使当地共享信息”。

- 2009年7月8日在拉奎拉举行的G8峰会发表的声明称：“承诺建立国际平等的竞争环境，主要涉及薪酬、资本定义、证券化风险管理的适当激励机制、会计和审慎性标准、具备系统重要性的对冲基金的监管和监督、场外衍生产品市场的标准化和监控、上述产品的交易对手中央结算制度的建立、信用评级机构的监管和透明度”。

- G20国家之外的政府也对信用评级机构建立监督机制，从而加大监管力度。

- 金融稳定委员会成立会议。它在2009年6月27日发布的新闻稿中表示：“国家以及地区政府推出政策加大对信用评级机构的监督。金融稳定委员会将于成员一道继续努力确保信用评级机构监管与监督的全球一致性”。

- 匹兹堡G20会议（2009年9月24-25日）。

## ■■全球信用评级机构的挑战

- 监管规则确立、解释和应用的全球一致性对全球市场和投资者是最佳做法，适当的信息共享和合作安排能够帮助监管机构有效执行职能。

- 由于很多地区监管框架内的规则存在冲突或重复，因此全球信用评级机构正开始面临如何协调这种多重监管框架所产生的困难。

- 一个地区使用的监管要求能够对外部地区产生影响；对某一特定地区进行专门分析和评级，这种风险将降低评级的质量和全球可比性，而这是监管要求所寻求保持的。

- 需要决定哪些规则是地区性的，哪些是全球性的。

- 不断提高的合规成本和其他成本影响评级成本。

## 国际性政策措施——综述

### ■■IOSCO

- 08年5月出版有关信用评级机构的修订后的行为准则基本原则。

### ■■美国

2006年信用评级机构改革法案

- 美国国会批准信用评级机构改革法案，美国总统布什在 06 年 9 月 29 日签署该法案。

- 要求美国证券交易委员会（SEC）对那些寻求成为全国性统计评级机构（NRSRO）的信用评级机构制定监管规则。

- 严格要求 SEC 不得对信用评级的内容或信用评级机构确定信用评级的流程和方法论进行监督。

## SEC

- 07 年 5 月/6 月批准 NRSRO 规定。

- 08 年 6 月拟定 NRSRO 规定修订版，09 年 2 月对 NRSRO 规定提出最终修订意见，其中大部分于 09 年 4 月生效，一项规定于 09 年 8 月生效。

- 09 年 2 月对 NRSRO 规定再次提出修订意见，09 年 9 月最终与最新修订后的规定获批准，2010 年 6 月新规定开始实施。

- 09 年 11 月和 12 月对 NRSRO 规定再次提出修订意见。

## 立法机构

- 09 年 12 月众议院批准金融改革法案，其中包括对信用评级机构的新规定。参议院考虑立法。

## ■ ■ 欧盟

- 09 年 12 月 7 日欧盟批准有关信用评级机构监督的法案，现有的信用评级机构应在 2010 年 6 月 7 日至 9 月 7 日申请在欧盟注册。

- CESR 在 2010 年 6 月份之前发布首轮指导意见。

## ■ ■ 日本

- 09 年 6 月 17 日日本国会通过 FIEL 修订案，将信用评级机构的监管包括在内。

- 09 年 12 月完成执行指令和内阁府令。

- 2010 年 3 月 31 日发布监管指导意见和检查手册。

## ■ ■ 澳大利亚

- 信用评级机构无需获得金融服务牌照的规定在 2010 年 1 月 1 日作废。

## ■ ■ 中国

- 09 年 10 月中国人民银行发布征信管理暂行办法。

## 美国对 NRSRO 的监管

### ■ ■ 对注册的规定

- 提交 NRSRO 表格的初始文件包括下列项目：评级分析师&监管人员数量、评级类别和数量、信用评级管理机构、首席合规管理人员、不利的监管或司法行为的披露

### ■ ■ 创建和/或保留历史记录

- 每个现有信用评级的详细信息
- 建立评级流程和方法论
- 用于形成信用评级基础的内部记录
- 营销材料
- 与评级活动有关的外部与内部通勤
- 对分析师表现的书面意见
- 保留时间为 3 年

### ■ ■ 年度财务报告（仅交给 SEC）

- NRSRO 或母公司审计后的财务报表
- 若 NRSRO 非独立公司，则必须提供 NRSRO 未经审计的财务报表
- 未经审计的财务报告列出以净收入计算最大的 20 家发债人和订户
- 未经审计的收入来源报告、分析师薪酬报告和评级变动数量报告

### ■ ■ 防止误用非公开信息

- 制定政策防止 NRSRO 内部和外部出现的内部交易和发布非公开信息与评级变动

## ■ ■ 利益冲突

- 披露部分冲突，包括发债人为确定评级和其他服务何时向 NRSRO 付款，制定书面规章制度和流程以应对和管理利益冲突
- 如果评级对象提供的净收入占净收入总额的 10%（含）以上，则禁止授予或保持信用评级，同时包括其他禁止条件

## ■ ■ 所禁止的行为和做法

- 禁止参与不合理、强制性或诽谤性活动，包括以购买其他服务为条件所进行的评级活动
- 禁止出于反竞争目的而利用竞争对手对结构融资交易的基础资产的评级

## 美国对 NRSRO 的披露和禁止规定

### ■ ■ 成立 NRSRO

- 信用评级表现的衡量统计方法
- 确定信用评级所用的流程和方法论的描述
- 防止误用材料、非公开信息和管理利益冲突的政策
- 组织结构信息

### ■ ■ 评级历史披露

- 对发债人付费的未决评级的 10% 示例（按资产类别划分），存在 6 个月的延迟
- 提供 2007 年 6 月 26 日及之后确定初始评级的所有评级的 100% 的发债人付费信用评级及其历史数据，存在 12 个月的延迟

### ■ ■ 能够管理的利益冲突

NRSRO 能够应对下列冲突，只要 NRSRO 披露这些冲突和管理其的政策和流程：

- 发债人或承销商就它们发行或承销证券的评级付费
- 已经为信用评级付费的发债人或承销人就信用评级之外的其他服务付费
- 允许 NRSRO 的内部人士持有其评级的发债人的证券

- 能够拥有“关联人”，它是承销证券的经纪商或交易商

## ■■ 禁止的利益冲突

在下列情况下，禁止授予或保持信用评级：

- 对债务人等提出有关债务或证券发债人的公司或法律框架、资产、负债或活动的建议
- NRSRO 内参与评级支付费用谈判、讨论或安排的认识负责参与决定信用评级或指定货审批信用评级流程或方法论
- 参与确定或监控信用评级的分析师收受来自授予评级的债务人等的礼物，其中包括娱乐活动，但正常商业活动的礼品（总价值不超过 25 美元）除外
- 由发债人、发起人或承销商付费的结构融资产品，除非提供给该 NRSRO 的用于确定和监督评级的产品信息同时提供给其他 NRSROs（该规定自 2010 年 6 月开始对新授予评级生效）

## 欧盟委员会对信用评级机构的监管规定

### ■■ 范围

- 信用机构和投资公司等用于监管目的的评级
- 发布此类评级的信用评级机构方能在欧盟合法存在

### ■■ 信用评级的使用

- 欧盟金融机构仅能使用在欧盟注册的信用评级机构发布的评级

### ■■ “非欧盟”评级的处理

- 坐落于欧盟之外信用评级机构实体发布的评级只有经过欧盟信用评级机构实体（隶属同一家集团）的认可后方能被欧盟金融机构使用
- 未在欧盟注册的非欧盟信用评级机构发布的评级能够通过认证进行使用

### ■■ 分析方法独立性

- 明确禁止监管机构干预评级和评级方法论内容

#### ■ ■ 独立性与避免利益冲突

- 信用评级机构保证信用评级的发布不受任何现有或潜在的利益冲突，涉及发布评级的信用评级机构、其雇员等商业关系的影响
- 评级机构内部设立监督委员会
- 评级机构内部建立永久和有效的合规性职能
- 评级机构内部建立评估职能（评估方法论、模型和重要评级假设等）
- 披露占信用评级机构年收入 5% 以上的获评级实体等名称
- 如果信用评级机构或其分析师与获评级实体或工具存在一定的关系，则禁止发布针对其的评级
- 禁止向获评级实体/相关第三方提供咨询/顾问服务
- 禁止就结构融资工具的设计提出竞标或建议
- 保留历史记录与审计资料

#### ■ ■ 雇员

- 保证直接参与评级流程的雇员拥有适当的知识和经验，并禁止其参与费用谈判
- 对分析师与批准评级的人士实施定期轮岗要求
- 评级分析师的报酬并不取决于评级机构从获评级实体获得的收入

#### ■ ■ 评级方法论

- 公开披露用于评级流程的方法论、模型和重要评级假设，并采取一系列措施保证所使用的信息来源“可靠”且质量“适当”

#### ■ ■ 信息披露与信用评级发布

- 及时但不会有选择性地披露评级和任何撤销信用评级的决定
- 强制性执行结构融资评级标识码，此外应披露仿真模型和假设
- 应披露主动信用评级的规章制度和流程以及单独的标识码
- 向获评级实体提供至少 12 小时的对最终评级决定和声明进行反馈的时间，以



便发现事实性错误

#### ■ ■ 一般与定期性信息披露

- 现有与潜在利益冲突
- 信用评级机构所认为的核心评级业务的辅助性服务的定义
- 报酬安排的一般性规定
- 方法论、模型和重要评级假设以及它们所发生的实质性变化
- 历史违约率的半年报告，每年披露一定类型的客户清单
- 年度透明度报告
- 在欧洲证券监管委员会建立的重要数据库内储存历史表现数据信息以及过往信用评级行动信息

### 日本《金融工具与交易法》的修订

#### ■ ■ 背景

- 09年6月17日日本国会通过 FIEL 修订案，将信用评级机构的监管包括在内
- 09年12月22日完成执行指令和相关的内阁府令
- 2010年3月31日发布监管指导意见和检查手册

#### ■ ■ 定义

- “信用评级”是指某种证券工具或实体信用度的评估，通常以符号或数字按照排名顺序进行标识（根据内阁府令，不包括除信用分析之外原因授予的评级）
- “信用评级机构”是指根据 66-27 条款注册为信用评级机构的法人
- “信用评级业务”是指信用评级机构为获得报酬而持续授予以及发布或公开披露信用评级的行为

#### ■ ■ 注册

- 任何进行信用评级业务的实体都应进行注册，法律实体自愿注册（对国内外实体）

- 对于已注册海外实体，只有与日本投资者和市场有关的评级接受日本监管机构的监督

- 注册于 Basel I 的关联关系仍不清晰

#### ■ ■ 信用评机构的业务

- 内部控制系统——分析师轮岗、合规性主管、质量控制、利益冲突、鼓励公开披露结构融资交易、分析师与合规性主管的独立性、适当处理保密信息、培训、监督委员会

- 禁止“公司挂名”——不得允许其他实体利用其名称进行信用评级业务

- 禁止——在下列情况下，信用评级机构将被禁止授予或发布信用评级：

- 信用评级机构或其他任何雇员与信用评级相关事宜涉及的人员具有密切关系

- 信用评级机构就对信用评级具有实质性影响的问题向相关方提供建议

- 评级政策——信用评级机构必须公布其有关授予、发布和/或公开披露信用评级的规章制度和方法论，并根据上述评级政策进行信用评级业务

- 在评级变动时必须予以披露

#### ■ ■ 监管

- 年度业务报告

- 解释性文件

- 特别强制性报告和场内检查

- 行政惩罚

#### ■ ■ 对使用非注册信用评级机构发布信用评级的要求的限制

- 证券公司等不得通过提供非注册信用评级机构授予或发布的信用评级要求客户执行任何证券交易协议，前提是在未明确通知（1）该信用评级机构尚未注册，

- （2）注册意义，和（3）内阁令规定的其他此类事宜

## ■ ■ 澳大利亚金融服务牌照

- ASIC 在 2010 年 1 月 1 日废除了有关信用评级机构不必持有澳大利亚金融服务 (AFS) 牌照 (只要它们合乎 IOSCO 规则) 的规定

## ■ ■ IOSCO 代码和报告

- 要求信用评级机构就 IOSCO 代码合规性提交年度报告

## ■ ■ 评级评估

- 要求信用评级机构对监控和定期更新评级作出适当安排

## ■ ■ 利益冲突

- 要求信用评级机构对避免、控制和披露冲突做好适当安排
- 要求信用评级机构将上述制度和程序落实在书面, 有力执行、监控和保留记录

## ■ ■ 程序、方法论和假设

- 要求信用评级机构披露信用评级的程序、方法论和假设

## ■ ■ 资源

- 要求信用评级机构保证雇员具备足够的知识与经验对信用评级进行持续性的准备、监控与维护



新世纪

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 63500711  
传真：(021) 63500872  
E-mail:mail@shxsj.com  
<http://www.shxsj.com>