

评级机构的责任边界

2017 年 12 月 1 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱: lianhe@lhratings.com

街 2 号 PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

评级机构的责任边界

联合资信评估有限公司 李振宇

摘要：在我国债券市场国际化进程不断推进的背景下，为了更好地服务境内外债券投资者、促进市场规范健康发展，我国信用评级行业应重视树立和维护行业的整体形象，推动评级行业开放透明发展。

关键词：信用评级 责任边界 信息披露 对外开放

一、信用评级相关方应共同促进中国信用评级行业发展

（一）国内信用评级行业的整体形象

1. 信用评级机构对于我国债券市场具有重要作用

信用评级机构在债券市场上发挥了重要的不可替代的作用，具体包括：一是揭示信用风险，为投资者的投资决策提供参考；二是帮助监管机构对于信用风险的监督和管控，降低金融监管成本；三是有助于发行人进行债务融资，降低高级别企业的发债成本，并在一定程度上引导发行人加强债务风险的优化管理。

2. 国内信用评级行业“本土化”的独特优势

我国国内信用评级行业具有“本土化”的独特优势。一是国内评级机构对中国主权的认识更为客观。国际三大评级机构由于对我国宏观经济、国内信用环境认识不足，甚至存在“政治因素”。二是对国内市场行业及企业信用的认识和把握更加深刻。一方面，国内评级机构评级业务涉及的国内行业范围较国际评级机构具有明显优势，对于国内行业风险的认识更为充分；另一方面，国内评级机构能够更准确地评估政府支持因素对发债主体（例如城投企业和银行）信用风险的影响。三是国内评级机构对国内监管环境更加熟悉，在客户积累方面具有明显优势。国内评级机构通过长期的尽职调查和信用评级，对企业的财务和经营状况更为了解，数据积累更为丰富。四是国内评级机构对信用评级的收费具有明显优势。

（二）共同树立和维护中国信用评级行业整体形象

对于国内信用评级机构，一是加强投资者服务理念，丰富投资者服务内容，提高投资者服务能力和质量，完善投资者服务沟通渠道和反馈机制，更好地实现服务投资者的宗旨。二是加强对评级专业人才的储备，改善人才流动频繁、人才短缺等问题。三是通过学习国际评级机构科学合理的评级技术、理念和方法，完善评级方法和加强评级技术体系建设，提升自身研究能力、业务服务能力和国际竞争力。四是逐步提高自身的独立性、透明度，逐步改善等级虚高的现象，建立市场声誉，提升公信力。五是注重对评级数据库的建设，通过积累信用数据，为评级方法和评级技术水平等基础能力的建设提供有效支撑，促进评级机构技术能力和综合实力的提升。六是共同维护行业形象和声誉，国内信用评级机构应保持良性竞争秩序，避免互相攻击，恶意中伤。

对于监管机构，一是放宽债券发行、流通、投资的门槛，扩大债券发行人的范围；取消对于债券交易流通的信用等级限制要求，促进债券流通市场化；对于债券投资可根据投资资金类型进行分类监管，放宽商业资金的投资门槛，满足不同投资者的风险偏好。二是采取多元化的监管标准，将信用等级作为监管要求的参考条件之一而不是唯一，减少对外部评级的过度、机械和不恰当使用。三是针对目前市场上存在有别于其他评级机构的等级符号（如 AAA+、AAA-等）的现象，统一信用等级设置及评级符号，避免市场混乱，同时完善短融信用等级设置，在 A-1 级的基础上增加 A-1+级，加强和完善超短融市场的信息披露机制。四是在债券发行和投资两个环节上积极推动双评级的使用，适度扩大双评级的适用范围，引导投资者使用双评级。五是在违约事件频发的背景下，要明确对违约的判定和建立交叉违约的概念；进一步完善投资者保护纠纷解决机制，包括建立调解、仲裁等多元化投资者纠纷解决机制，形成司法、行政、自律管理三者之间互联互通的有效模式，完善债券违约处理机制及路径。六是加强事中事后监管，加大惩罚力度，增加信用评级机构不合规行为的声誉成本，净化评级市场。七是为评级机构走出去提供政策支持，比如要求赴境外发债的境内企业必须由国内的评级机构进行评级，并在发行中公示评级结果，减少我国企业对国际三大评级机构的依赖，培育和扶持评级机构的国际化发展。

二、信用评级行业的责任边界需进一步明确

从我国法律监管规定上看,《证券市场资信评级机构评级业务实施细则(试行)(2016年6月修订)》第十一条规定,“评级项目组应当对自行收集的资料信息进行评估,以保证其及时性、准确性、完整性。评级项目组在采信承销商、会计师事务所、律师事务所、资产评估等机构出具的相关材料时,应当在一般知识水平和能力范畴内对其真实性和准确性进行评估”。《非金融企业债务融资工具信用评级业务自律指引(2013年)》第三十四条规定,“评级机构应对受评企业开展实地调查,收集有关资料,深入了解受评企业生产经营和财务情况,对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行必要的核查和验证”。《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》第四十一条规定,“注册会计师、律师、信用评级机构等相关机构和人员所出具的文件含有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的,由中国人民银行按照《中华人民共和国中国人民银行法》第四十六条的规定予以处罚”。**从国际信用评级监管规定看**,《欧盟信用评级机构监管法规》第二次修订稿明确了信用评级机构的法律责任,当评级机构因故意或者重大过失违反有关规定,或主动评级违反法规要求,给投资者造成损失时,评级机构应当对给投资者造成的损失进行赔偿;根据《多德-弗兰克法案》,美国证券交易委员会(SEC)允许发行人在注册说明书中省略信用评级,不追究评级机构的专家责任。

因此,我国信用评级机构的责任在于根据独立、公正、客观、科学的原则设定信用评级方法体系,严格依据公开的评级方法和程序,独立审慎地开展信用评级工作,保证信用评级的公正性、一致性和完整性。若信用评级机构严格履行上述监管规定与行为规范,不应该对其“观点”所造成的结果承担专家责任。

三、坚持市场化发展路径,促进评级业整合

评级业整合包括行业内整合以及行业之间的整合。从**行业内整合**的角度来看,一方面,这是评级行业发展的必然结果。由于评级行业的评级技术和方法、违约率以及市场公信力等都需要长时间的积累和市场检验,决定了评级行业不适合小而散的发展方式,而是趋于强者恒强,因此行业内的兼并与收购是行业整合的重要方式,如美国本土机构 Kroll Bond 和 Morningstar 分别收购为金融机构评级的 Lace 和主要做资产证券化评级的 Realpoint。另一方面,这也

是国际化发展的路径之一。国际三大评级机构凭借丰富的经验和国际公信力，通过在海外设立分公司和办事处、入股本土评级公司、战略并购与技术合作等方式推动自身国际化发展，如惠誉 1997 年并购英国 IBCA 公司、2000 年收购 Duff&Phelps 评级公司，穆迪和惠誉参股中国信用评级机构等。除三大评级机构以外，国外中小评级机构也在积极通过申请资质、兼并收购、战略合作等多种方式整合资源，提升自身的国际竞争力。

从行业间整合的角度来看，一些评级机构通过兼并与收购相关企业进行资源整合，如收购与兼并相关模型公司、数据公司、财务公司等，为评级业务提供支持，促进了评级业务的发展。例如，穆迪 2002 年收购 KMV 公司，2017 年宣布收购企业信息与商业情报提供商 Bureau van Dijk 公司，标普 2016 年宣布收购全球领先的环境数据和风险分析公司 trucost 等。

对我国评级行业来说，应当坚持市场化道路。从行业内整合来看，监管层在对级别竞争、价格竞争等不正当竞争行为进行严格监管的同时，应当鼓励和推动评级行业优胜劣汰，从而提高行业整体声誉和竞争力；国内评级机构要不断加强自身能力建设，在适当时机通过兼并收购国内其它评级机构来进行资源整合，同时还应积极到国际上寻找技术与战略合作伙伴，并根据当地情况分阶段采取在海外设立公司、入股国外评级机构以及兼并收购国外评级机构的方式，积极拓展自身在海外的业务和市场。从行业间整合来看，国内评级公司应审时度势，根据自身业务需求与企业信息提供商、大数据公司、模型公司、咨询公司等上下游企业进行战略合作或者兼并重组，整合资源，提高竞争力和影响力。

四、推动评级业对外开放，更好地服务于境内外债券投资者

（一）债券市场的对外开放对国内评级机构的发展起到很大的促进作用

近年来，我国债券市场对外开放不断加速，先后允许国际投资者通过 RQFII、QFII 和中国银行间债券市场合格机构计划（CIBM）、“债券通”（北向通）等渠道参与到内地债券市场。与此同时，人民币纳入 SDR 货币、熊猫债的不断扩容、“一带一路”战略的逐步深入以及彭博、花旗将中国债券市场纳入相应指数等利好因素均对我国债券市场的进一步对外开放起到有力的推动作用，境外机构的投资额度和投资范围不断扩大，中国债券市场在全球资产配置中扮演着越来越重要的角色，逐步成为国际外汇储备和全球资产配置中的重要

一环。在债券市场对外开放加快的同时，我国评级行业也进一步对外开放，在“债券通”试运行首日，央行正式发布 2017 年第 7 号公告，对符合条件的境内外评级机构进入银行间债券市场开展业务予以规范，评级行业对外开放迎来实质性进展。

债券市场和评级行业的对外开放对国内评级机构发展的促进作用主要表现在三个方面：一是对外开放使得中国债券市场产品和参与者日益多元化，从发行端和投资端来看境外主体的参与程度都更高，进而推动了债券市场对信用评级需求的不断释放，拓展了评级机构的业务范围，增加了业务量；二是在债券市场对外开放过程中，国内评级机构通过与国际评级机构合资、加强交流与合作等方式学习和借鉴国际评级机构先进的评级技术和方法，对国内评级机构的发展壮大起到一定程度的促进作用；三是外资评级机构进入国内评级行业可以提高评级行业竞争度，促使国内评级机构从评级的量到质的转变，客观上将促进评级行业进一步与国际市场接轨，长期有利于我国评级行业的更加规范化和国际化。

（二）监管层和评级机构应共同促进评级机构的市场功能得到更好发挥，

推动评级业对外开放

在监管方面，一是加强评级行业统一协调监管。监管层应当通过健全相关法律法规来促进统一监管的建立，加强监管部门的内部沟通，统一行业监管标准，从根本上避免多头监管乱象，规范信用评级机构的行业管理；完善事中和事后监管，针对评级结果和报告质量差等问题做出明确要求和规定，严肃处理级别竞争和价格竞争等行为，制定评级从业人员或评级机构退出机制等，利用震慑效应维护评级行业的规范发展。

二是鼓励和支持国内评级机构通过到国外独资或合资设立评级机构、申请资质等措施逐步走出去，到国际上开展业务，扩大影响，提高竞争力。

在评级机构方面，一是完善评级技术与方法，提高评级质量。通过学习国际评级机构科学合理的评级技术、理念和方法，完善评级方法和加强评级技术体系建设，提升自身研究能力、业务服务能力和国际竞争力。同时，建立区域评级和国际评级体系，将评级标准逐步与国际接轨，建立契合未来境内外投资者等市场参与者多元化要求的评级体系，开拓国际债券评级市场。此外，还要逐步提高自身的独立性、透明度，逐步改善等级虚高的现象，建立市场声誉，提升公信力。

二是加强人才储备，培养国际化人才。一方面，国内评级机构要加强对评级专业人才的储备，包括对熊猫债评级、主权评级等评级与市场方面人才的培养；同时改善人才流动频繁、人才短缺等问题，留住核心团队，增强公司凝聚力。另一方面，挖掘具有国际营销能力的人才。评级业务的海外发展不仅需要过硬的评级技术，还需要国际化的营销能力，需要与海外监管当局、相关机构等倾力斡旋，做出符合实际情况的制度安排。

三是提升投资人服务水平。国内评级机构应当加强投资者服务理念，提高评级调查、分析水平，提高评级报告风险揭示水平，强化跟踪评级，丰富投资者服务内容，提高投资者服务能力和质量，完善投资者服务沟通渠道和反馈机制，通过举办论坛、定期发布信用利差分析、行业风险展望等方式向投资人推广对信用风险的观点，对国际投资人还应提供语言便利，以更好地实现服务投资者的宗旨，提高国际知名度、公信力、竞争力和影响力。

四是把握债券市场对外开放的机会，通过“走出去”来提高国际话语权。根据其它国家对我国评级机构的开放程度及变化，因地制宜、因时制宜，分阶段采取在海外设立公司、入股国外评级机构以及收购国外评级机构的方式，积极拓展自身在海外的业务和市场，如香港市场、“一带一路”市场等。

五是加强跨境交流合作，促进国际评级标准构建。例如可以建立一个客观和可靠的国际信用评估体系或合作联盟，对信用评级产品、技术、方法和标准等方面建立共识，探求建立国际化标准的评级体系等。

五、加强评级方法和技术模型披露，提升信息透明度

（一）公开评级方法技术模型的背景与意义

近年来，随着“刚性兑付”逐渐被打破，我国信用违约事件的不断增多，提升评级透明度成为市场和监管机构对于评级行业的共同要求。信用评级机构公开其评级方法技术模型，投资者等市场相关方了解评级理念及依据，有利于更好地发挥信用评级的作用，并约束评级结果的公正性和一致性。

（二）国际信用评级行业评级方法技术模型的公开程度与标准

在 2008 年经济危机后，美欧等国家均提高了对信用评级行业的监管力度和范围，在信息披露的监管要求上，包括评级方法技术模型的公开等方面更加全面和规范。

1、美国评级方法技术模型公开标准的现状

根据《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》，评级机构需要披露评级程序和方法的前提、所依赖的数据，提供信用评级主要的假设、原则，包括定性的方法、定量的数据、有关资产相关性的假设，明确评级机构需确保对新评级方法或已有评级方法的更新进行公示，使市场参与者能够对评级方法提供意见，评级公司需听取并考虑这些意见。在此基础上，结构性金融产品应使用不同的符号来区分评级或披露结构性金融产品和其他类型评级之间的差异。美国证券交易委员会（SEC）应该对评级的程序和方法（包括定性和定量的数据、模型等）进行约束，保证通过包括定性、定量数据模型在内的程序和方法来确定信用评级。

2、欧盟美国评级方法技术模型公开标准的现状

欧盟要求信用评级机构必须对其信用评级进行一定程度的信息披露，将评级方法、模型描述和核心假设（例如在评级业务中用到的数学或相关性假设）及其重大变化作为一般披露要求。特别的，为加强结构性金融产品监管，要求结构性金融产品所采用的信用等级符号要能清楚地区别于其他信用评级所采用的信用等级符号，或者发布一个报告能详细地描述结构性金融产品的评级方法，并解释该方法与其他信用评级方法的区别，以及结构性金融产品的信用风险特征与其他信用评级风险特征的区别。同时，要提供结构性金融产品损失和现金流的分析。

3、国际三大信用评级机构的公开情况

国际三大信用评级机构均对其评级方法技术模型在官方网站公开，普通投资者进行网站注册后，获得评价方法模型介绍及不定期发布新的评级方法，并可对评价方法模型提出建议。惠誉还向注册用户提供了有限次数的在线评级免费体验，注册用户只需要提供相关的财务数据等信息。

公布形式主要以评级对象为分类，按照大类公布主要评级方法与模型及相关方法、子类评级中的特殊方法与模型。以标普为例，标普会按照企业、金融机构、保险、公用事业、主权、结构性金融产品几大对象进行分类，公布各类对象的一般打分模板、分析方法、评级模型、相关模型如现金流分析模型、财务预测模型等通用模型。并且，按照评价对象产品特点，公布子类评价对象相

关调整模型、方法和框架，具体模型披露了模型目的、模型概要、模型假设模型的变量、用于模型开发和校准的数据、模型的局限性和不确定性以及相关标准和研究文献。

表 2 国际三大信用评级机构对于评级方法技术模型的公开情况

披露内容	标普	穆迪	惠誉
评级流程	√	√	√
评级思路及框架	√	√	√
评级方法	√	√	√
评级模型			
模型描述	√	√	√
主要准则及风险分析	√	√	√
评级要素及指标选择	√	√	√
指标权重	—	√	—
指标打分规则	√	√	—
评级结果	√	√	√
评级流程和方法的变化及其导致的评级结果的变化	√	√	√
评级局限性	√	√	√
公示新评级方法或已有评级方法的更新	√	√	√
结构性金融产品：			
损失和现金流的分析	√	√	√
区别的信用评级方法及解释	√	√	√

（三）我国信用评级行业评级方法技术模型的公开程度与标准

1、国内信用评级行业对公开披露的监管现状

目前，我国对信用评级机构信息披露中更多地强调对评级对象风险的揭示，对信用评级模型假设、评级信息的来源和质量等披露程度的规定相对较少。法律法规上，《信用评级业管理暂行办法（征求意见稿）》第三十九条规定“信用评级机构应当披露评级报告采用的评级符号、评级方法、评级模型和关键假设，内容发生变更的，应当披露变更原因和对已评级项目的影响”。

《证券市场资信评级机构评级业务实施细则（试行）》第五十八条规定“证券评级机构通过协会、证券评级机构及中国证监会指定的其他网站披露的业务制度信息至少应当包括信用等级划分及定义、评级方法、评级模型、评级程序、评级委员会制度……”。《证券市场资信评级业务管理暂行办法》第十一条规定“证券评级机构应当自取得证券评级业务许可之日起 20 日内，将其信用等级划分及定义、评级方法、评级程序报中国证券业协会备案，并通过中国证券业协会网站、本机构网站及其他公众媒体向社会公告。信用等级划分及定义、评级方法和评级程序有调整的，应当及时备案、公告。”但是，对具体评级方法、评级模型及评级程序披露程度并未规定标准。

2、国内信用评级机构的公开现状

我国国内信用评级机构逐步加强了对评级方法技术模型的公开，在官方网站上可以查询到包括各类机构和行业及其子行业的评级分析框架，所用方法和模型的简单介绍。在主体评级方面，国内信用评级机构主要公开了评级分析思路与框架，评级要点，如风险特点分析、评级因素、指标及其衡量方法，但对具体指标权重不会进行公开。在债项评级方面（包括结构性金融产品），国内信用评级机构主要公开了评级分析思路与框架，评级要点，如风险特点分析、所用方法和模型的简单介绍，信用等级设置及其含义，部分评级方法更新频率较低，公开程度与国际三大机构仍有一定差距。

（四）借鉴与建议

第一，统一公开标准。我们建议公开信用评级流程、评级思路及框架、评级方法、评级结果及其重大变化、新评级方法或已有评级方法的更新情况、评级流程和方法使用的变化情况，介绍评级模型及其核心假设、基础数据，说明评级的局限性。**第二，逐步加强公开范围与程度。**预留公开时间，定期进行检查，分对象分类型逐步公开，这可以在一定程度上约束评级机构行为，促进评

级结果的公正性与一致性，提高投资者对国内信用评级行业正确认知和认可。但核心参数的计算方法以及相应权重，可由监管机构进行质询，不对投资者全部公开，防止评级对象反向操作。**第三，加强和规范结构性金融产品的信息披露。**我国已对结构性融资工具的信息披露设立独立的统一标准，但在信息披露内容方面应进一步细化和格式化，以帮助投资者更好地理解该类评级的合理性和局限性，帮助投资者科学理性地使用此类评级。**第四，及时更新评级方法技术模型。**当评级方法技术模型优化调整后，及时在网站进行公布及说明。**第五，加强与投资者的沟通。**建议国内信用评级机构在官方网站评级方法技术模型公布栏加入与投资者的留言沟通方式，加强与投资者的沟通交流。

（本文已刊登于《金融市场研究》，2017年11月）