

关于降低对评级过度使用的思考

安融信用评级有限公司

目前，各监管机构出于各自的监管需要和风险控制目的，在债券的发行审批、上市交易和投资许可等多个环节对评级结果进行了限制性规定。

一、发审环节

为了控制风险，监管机构往往会在发行审批环节对债券级别进行限制。虽然没有出文对具体的级别进行限制，但一般只有较高级别才能通过。从目前已经发行出来的债券来看，绝大部分债券的主体级别都在 AA- 以上，债券级别在 AA 以上，而主体低于 A+，债项低于 A+ 的债券则无法通过发行审批，导致市场上只有较高级别的债券，而没有较低级别的债券。

二、上市交易方面

上海证券交易所规定，如果债项评级不能达到 AA 级，就只能通过固定收益证券综合电子平台进行上市交易；深圳交易所也规定，在集中竞价系统和综合协议交易平台挂牌交易的债券，信用级别必须达到 AA 级。在债券质押回购方面，上海证券交易所和深圳交易所均规定，主体评级和债券评级均在 AA 级（含）以上才可作为债券质押式回购交易的质押券。

三、债券投资方面

保监会也对保险机构可以投资的债券级别作了最低限制：（1）对

于债券发行主体，需要国内信用评级机构评定的 A 级或者相当于 A 级以上的长期信用级别；（2）有担保非金融企业（公司）债券，具有国内信用评级机构评定的 AA 级或者相当于 AA 级以上的长期信用级别；（3）无担保非金融企业（公司）债券，具有国内信用评级机构评定的 AA 级或者相当于 AA 级以上的长期信用级别。

证监会对货币市场基金的债券投资也进行了规定：（1）货币市场基金不得投资于信用等级在 AAA 以下的企业债；（2）货币市场基金投资的短期融券信用评级，应不低于国内信用评级机构定的 A-1 级或相当于 A-1 级的短期债券级别；（3）货币市场基金投资的产支持证券信用评应不低于国内信用评机构定的 AAA 级或相当于 AAA 的信用级别。

表 1 不同监管机构对公司债券的部分监管要求

评级使用	法规	部分关于债券级别限制的条款
银保监会	《保险资金投资债券暂行办法》（保监发〔2012〕58号）	保险资金投资的非金融企业（公司）债券，应当符合下列条件： （一）其发行人除符合有关部门的规定外，还应当符合下列条件： 1. 最新经审计的净资产，不低于20亿元人民币； 2. 国内信用评级机构评定的A级或者相当于A级以上的长期信用级别； 3. 境外上市并免于国内信用评级的，国际信用评级机构评定的BB级或者相当于BB级以上的长期信用级别。 （二）有担保非金融企业（公司）债券，具有国内信用评级机构评定的AA级或者

		<p>相当于AA级以上的长期信用级别。</p> <p>(三) 无担保非金融企业(公司)债券, 具有国内信用评级机构评定的AA级或者相当于AA级以上的长期信用级别。</p>
深交所	关于调整公司债券发行、上市、交易有关事宜的通知	办理质押式回购的前提条件之一为主体评级和债券评级为AA(含)级以上
	《深圳证券交易所公司债券上市规则》(深证上〔2012〕156号)	债券信用评级达到AA级及以上方通过深交所集中竞价系统和综合协议交易平台挂牌交易;
上交所	《上海证券交易所公司债券上市规则》(上证债字〔2009〕186号)	如不能达到债项评级不低于AA的, 只能通过上交所固定收益证券综合电子平台进行上市交易;
	《上海证券交易所关于调整公司债券发行、上市、交易有关事宜的通知》	办理质押式回购的前提条件之一为主体评级和债券评级为AA(含)级以上
证监会	《货币市场基金管理暂行规定》(证监会、人民银行证监发〔2004〕78号)	货币市场基金不得投资于信用等级在AAA以下的企业债;
	《关于货币市场基金投资短期融资券有关问题的通知》(证监基金字〔2005〕163号)	货币市场基金投资的短期融券信用评级, 应不低于国内信用评级机构定的A-1级或相当于A-1级的短期债券级别;
	《关于证券投资基金投资资产支持证券有关事项的通知》(证监基金字〔2006〕93号)	货币市场基金投资的资产支持证券信用评级应不低于国内信用评级机构定的AAA级或相当于AAA的信用级别。

资料来源: 根据公开资料整理

与国内监管机构对信用级别的过度使用相比, 国外监管部门自金

融危机后已开始逐渐减少对信用评级的依赖。2010年6月，二十国集团（G20）多伦多峰会公报在强调加强评级机构监管的同时，提出要在监管方面减少对评级机构的依赖。随后，金融稳定理事会（FSB）、美国和欧盟均颁布或修改法案（见附件一），明确提出减少现有监管法规对外部评级的依赖。

监管部门对信用级别的过度使用，一方面造成只有高级别的债券才能发行、流通、买卖，不利于我国债券市场的扩容，另一方面也会对信用评级机构造成压力，不利于我国信用评级行业的长远健康发展。

为了避免这种情况的发生，就必须从源头上避免监管部门对评级结果的过度使用，减少非市场因素对评级质量的影响，为评级机构营造良好和宽松的外部环境。

第一，在债券发审环节，监管机构应该取消外部评级结果与发行门槛相绑定的规定。取消对发行企业主体和债券级别的最低要求。对于企业发行债券，只要满足相关的公司治理、资产负债、盈利能力、资金用途等规定，即可发行，而外部评级结果只是作为供市场参与主体参考的一个因素，而不是一个门槛。

第二，在上市交易环节，应该弱化债券分类管理中对债券最低信用等级要求，可将其作为与净资产、资产负债率等要求的同等条件，满足其一即可在交易所竞价系统中交易、参与质押式回购等，减少非市场因素对评级质量的影响。

第三，在投资环节，应加强投资者内部风险评估建设，投资者应

主要依据自身内部风险评估结果来进行投资，降低对外部评级的依赖，将外部评级机构只是作为自己决策的参考因素，而不是决定因素。同时，取消在保险资金、证券投资基金等在投资方面对债券级别的限制。

附件一

国外监管机构关于减少评级依赖的法律及建议

发布者	发布/修改时间	政策法规/建议
金融稳定理事会 (FSB)	2010年10月	《减少评级依赖的高级原则》要求在具备合适的可替代的信用标准情况下，从立法上取消或替代对信用评级的参考，并要求投资者自己做出信用评价。
	2013年2月	G20财长和央行行长发表联合公报，表示FSB于近期发起了信用评级业的审查活动，将对各成员国国家层面的法律、法规中涉及的评级依赖条款情况以及各成员国删除或替换这些条款的情况进行盘点，从而协助各成员国更好的按照既定路线图开展减少评级依赖工作。评审活动将于2014年初结束。
美国	2010年7月	《金融改革法案》关于评级监管的修改中，明确规定要求减少对评级机构的过度依赖。
	2010年7月	《多德弗兰克法案》取消了要求公司在注册公开发行证券时采用简式发行程序须经信用评级机构的规定。依据目前的法律规定，公司使用简式发行来发行不可转换债券，须经至少一家全国认定统计评级机构 (NRSRO) 评级。新规则为发行人规定了为期三年的过渡期。
欧盟	2011年6月	《EU-Credit rating agencies: future perspectives》(非法律形式的方案) 方案支持了对改善信用评级机构监管框架和采取措施以降低对信用评级过度依赖风险的需求。在减少外部评级

		依赖、加强行业竞争方面，一是要增加内部评级运用，尤其是大型机构要充分利用其内部资源，加强风险评估，以减少对外部评级的依赖；二是要建立中小评级机构联营平台，共享评级经验，提高评级质量，增强市场竞争力。
	2011年11月	《欧盟信用评级机构监管法规》修改提案（CRAIII）要求，1. 特定的金融机构应开展内部评级，应该避免单独或者机械性地依赖外部评级以评价资产的信用；2. ESMA、EBA和EIOPA应在其规则、建议和技术标准草案中不应参与信用评级，以避免监管当局或金融市场参与者机械性地依赖信用评级；3. 要求发行人（或发起人）持续地披露关于结构性金融产品资产池的构成要素等特定信息，这是投资者做出自身信用评估从而避免依赖外部评级所必要的。
	2012年6月 /2012年8月	对《Directive 2009/65/EC》和评级监管法规（CRA I）提出修改提案，旨在降低对外部评级机构的依赖。
	2013年1月	欧盟通过了新的《欧盟信用评级机构监管法规》，进一步降低金融市场对评级机构的过度依赖，到2020年欧盟的法律法规将停止引用外部的评级，同时欧盟的金融机构也不必在被降级时自动出售资产。欧洲议会建议欧盟境内的信贷机构与投资公司加强信用评价能力，以减少对评级机构的依赖，同时呼吁欧盟委员会考虑设立欧盟自己的评级机构的方案。
	2013年5月	对《欧盟信用评级机构监管法规》进行了修订，为了降低各类机构在评价资产信用水平时对外部信用评级的过度依赖，新修订法案引进了“强制换评制度”。另外，该条例要求发行人至少委托两家不

		<p>同的评级机构对结构化金融工具进行评级。此次该法案修订的目的在于降低投资者对外部信用评级的过度依赖，缓解信用评级活动中利益冲突带来的风险，同时增加该行业的透明度和竞争度。</p>
--	--	---