

公司治理评级、证券公司评级和基金管理公司评级可行性研究

安融信用评级有限公司

摘要：目前中国评级行业评级产品缺乏、评级业务的有效需求不足，如何开拓新的评级产品成为当前评级业面临的重要问题。本文重点研究了国外公司治理评级、证券公司评级以及基金管理公司评级开展情况及其盈利模式，并对中国开展上述业务的必要性、可行性以及操作模式进行了研究，认为中国已经具备开展上述三项评级业务的条件。

关键词：公司治理评级；证券公司评级；基金管理公司评级

目 录

一、引言	1
二、公司治理评级	2
(一) 国外公司治理评级概况.....	2
1、开展情况.....	2
2、盈利模式.....	4
(二) 中国开展公司治理评级的必要性.....	5
(三) 中国开展公司治理评级的可行性.....	7
(四) 中国开展公司治理评级的操作模式.....	8
三、证券公司评级	12
(一) 国外证券公司评级概况.....	12
1、开展情况.....	12
2、盈利模式.....	13
(二) 中国开展证券公司评级的必要性.....	13
(三) 中国开展证券公司评级的可行性.....	14
(四) 中国开展证券公司评级的操作模式.....	15
四、基金管理公司评级	19
(一) 国外基金管理公司评级概况.....	19
1、开展情况.....	19
2、盈利模式.....	19
(二) 中国开展基金管理公司评级的必要性.....	20
(三) 中国开展基金管理公司评级的可行性.....	21
(四) 中国开展基金管理公司评级的操作模式.....	21

一、引言

在国际资本市场上债券评级是评级行业的支柱性业务。然而，在中国长期以来，企业融资主要呈现以间接融资为主，直接融资为辅的格局，受此影响，中国债券市场发展严重滞后，导致信用评级业务的有效需求不足，限制了信用评级业的发展。

债券品种的缺乏以及债券发行规模小也导致了债券评级市场同质化竞争严重。另外，由于中国评级行业尚处于初级发展阶段，生存问题是目前评级机构普遍面临的主要问题，同质化竞争日趋严重的情况下，各种违规行为也日渐显现。

鉴于此，我们认为监管部门应当积极支持评级机构开创新的业务品种，如国外较为成熟的公司治理评级、证券公司评级以及基金管理公司评级等业务，以此来丰富评级产品、扩大评级业有效需求，促进中国评级行业的健康、和谐发展。

本文重点研究上述三种评级业务在国外的开展情况，以及在中国开展这些业务的必要性、可行性以及操作模式，以期为中国评级行业开创新评级业务提供一定的参考价值。

二、公司治理评级

（一）国外公司治理评级概况

1、开展情况

国际上公司治理评级起源于 20 世纪 90 年代末，发展历史较短。1998 年，标普推出了适合英美治理环境的公司治理服务系统，随后业务逐步扩展至世界各地，2001 年标普对全球 1,600 多家上市公司完成治理评级。戴米诺是欧洲第一个开展公司治理评级业务的公司，1999 年戴米诺推出了适合于欧洲治理环境的公司治理评价系统，开始对欧洲的上市公司进行治理评级，目前戴米诺在阿姆斯特丹、布鲁塞尔、法兰克福、卢森堡和巴黎等地设有业务总部，评级业务也逐步扩展至世界各地。2000 年里昂证券推出了适合亚洲公司治理环境的里昂公司治理评价系统，主要对亚洲新兴市场的上市公司进行评级，并在该年里昂证券对 25 个新兴市场国家的 495 家上市公司进行了治理评级。穆迪于 2003 年起开展公司治理评级业务，其业务范围集中在美国和加拿大。

20 世纪 90 年代以来，由于经济的日益全球化，公司治理问题越来越受到世界各国的重视，从而兴起了公司治理运动浪潮。亚洲金融危机爆发后，许多专家学者认为引发危机的重要因素之一是这些国家的公司治理存在缺陷。从此，社会各界开始对公司治理给予重点关注，从而产生了对公司治理评级的需求，在此阶段，标普、戴米诺和里昂证券等陆续开展公司治理评级业务。随后安然和世通等公司丑闻案更让投资者对上市公司治理和监管心存疑虑，从而进一步催生了对公司治理评级的需求。

目前国外公司治理评级运作模式主要有评级机构模式和机构投资者模式。评级机构模式是指随着上市公司和投资者对公司治理评级业务的需求，一些著名的信用评级机构开始开展公司治理评级业务，如标普、戴米诺和穆迪。对于评级机构来说，公司治理评级是一项盈利性业务。机构投资者模式是指一些机构投资者为更好地作出投资决策，也开始开展公司治理评级。如里昂证券从 2000 年开始推出对新兴市场的公司治理评级体系。机构投资者的这种评级类似于提供投资分析报告，通常是非盈利性业务。

由于不同的公司治理评级系统中的评级内容、评级标准以及评级方法等与公司治理的环境密切相关,因此没有一个能够适应于任何国家或地区的统一的评级系统。各机构公司治理评级方法框架如表 2。其中标普的公司治理评价体系较为特别,包括国家分析和公司分析两部分,而其他机构主要限于公司层面分析。

表 1 标普、戴米诺、里昂证券和穆迪公司治理评级方法框架

	标普	戴米诺	里昂证券	穆迪
国家 分析	市场基础	股东权利与义务	管理纪律	董事会
	法律基础	接管防御措施	透明度	审计委员会和关键审计/责任功能
	监管环境	公司治理披露	董事会的独立性	利益冲突
	信息披露制度	董事会结构	董事会的问责性	主管薪酬和管理层发展及评价
公司 分析	所有权结构		董事会的责任	股东权利
	财务利益相关者		公平性	所有权
	财务透明度与信息披露		社会责任的认知	治理透明度
	董事会结构与程序			

资料来源:安融根据各公司网站资料及公开信息整理所得

表 2 2001 年标普对亚太地区 100 强公司的公司层面治理评分

国家或地区	公司数目	所有权与投资者关系	财务透明度与信息披露	董事会结构与运作过程	总分	备注
新加坡	11	7	8	6	7	最高: 8 分
澳洲	26	6	7	7	7	最高: 8 分
新西兰	1	5	7	6	6	最高: 6 分
中国香港	24	4	7	5	5	最高: 6 分
韩国	11	5	7	5	5	最高: 7 分
马来西亚	5	6	6	4	5	最高: 7 分
中国台湾	21	2	5	2	3	最高: 4 分

注:2001 年标普公司治理评分中公司分析层面仅涉及所有者与投资者关系、财务透明度与信息披露、董事会结构与运作过程三方面。

资料来源:标普网站

表 3 里昂证券对东亚各国和地区公司治理的评分

国家或地区	公司数目	管理纪律	透明度	独立性	问责性	责任	公平性	社会责任	加权公司治理分数
新加坡	43	55.6	66.5	80.6	45.3	70.2	75.6	54.3	64.5
中国香港	38	51.2	65.8	55.5	54.6	71.1	77.2	65.8	62.9
马来西亚	47	48.5	63.4	66.6	37.5	51.8	70.0	59.6	56.6
泰国	20	36.1	64.5	43.2	63.1	46.7	70.3	65.0	55.1
中国台湾	47	48.2	58.1	77.8	41.2	38.7	50.4	74.8	54.6
中国大陆	25	40.9	55.2	42.6	33.5	49.3	68.9	55.3	49.1
韩国	24	38.0	55.0	38.1	53.6	38.2	45.1	68.8	47.1
菲律宾	20	40.8	43.5	45.7	33.8	35.8	40.8	78.3	43.9
印度尼西亚	18	35.8	57.2	22.2	20.8	34.3	53.4	37.0	37.3

资料来源：“CG: Watch:Corporate Governance in Emerging Markets,”Credit Lyonnais Securities Asia, April 2001.

表 4 里昂证券对全球新兴市场公司治理的评分结果（共 495 家）

评分项目	平均分数	前 50 家公司的平均分数	最高十分位数的平均	最低十分位数的平均
管理纪律（15%）	49.9	66.9	73.8	29.3
透明度（15%）	57.5	71.4	72.0	42.3
独立性（15%）	56.6	72.3	77.0	19.5
问责性（15%）	48.1	65.5	73.5	26.1
责任（15%）	51.5	69.7	78.0	23.2
公平性（15%）	63.2	77.4	85.4	26.7
社会责任的认知（10%）	68.4	83.7	86.0	56.7
公司治理评分的加权	55.9	71.8	77.6	30.7

资料来源：“CG: Watch:Corporate Governance in Emerging Markets,”Credit Lyonnais Securities Asia, April 2001.

2、盈利模式

在盈利模式方面，评级机构模式和机构投资者模式存在着较大的差别。以标普、戴米诺和穆迪为代表的评级机构一般是采取委托评级的方式进行公司治理评级，即由受评对象委托评级机构进行评级，评级机构根据受评对象的公开信息及尽职调查所获得的信息进行评级，其评级结果的公开需征求受评对象的意见。在收费方面，标普和穆迪主要采取向受评对象收费和向投资者收费相结合的方式，其中以向受评对象收费为主，向投资者收费主要是通过出售评级出版物和评级报告等来实现。

而以里昂证券为代表的机构投资者模式则是采取主动评级的方式进行，即根

据受评对象的公开信息进行评级，并且不收取费用，其评级结果全部公开。

（二）中国开展公司治理评级的必要性

1、有利于监管部门加强监管

多年来，监管部门不断努力推动上市公司治理水平的改善，从设立独立董事制度到股权分置改革，再到上市公司专项治理活动的开展以及交易所各类治理指数的推出。通过这些措施，中国上市公司治理水平得到了一定的改善，但各上市公司治理水平仍然存在较大的差异，通过评级机构对上市公司开展治理评级可以更客观、深入地对上市公司治理水平进行评价，有利于监管部门有针对性地对上市公司进行监管。

第一，公司治理评级可以使监管部门进一步了解上市公司治理状况，同时也为监管部门提供了一个统一的、可以量化的客观标准。

第二，监管部门可以根据公司治理评级结果建立分类监管体系，将那些治理评级较低的公司作为监管重点。同时，监管部门还可以将评级结果作为一种公开披露的信息向社会进行公布，从而强化市场声誉对上市公司的约束力度。

第三，通过定期的公司治理评级，监管部门可以发现其在公司治理监管制度方面的不足，并及时予以修订、补充和完善。

2、有利于改善上市公司治理水平

经过监管部门多年的不断努力，中国现代公司治理结构与治理机制逐步建立，但公司治理中所存在的问题依然较为突出，新形势下如何建立完善的公司治理越来越成为资本市场参与各方共同关心的问题。公司治理实践的不断深入迫切需要建立一套新形势下适应中国上市公司治理环境的公司治理评级系统，开展上市公司治理评级。

第一，通过治理评级，上市公司可以发现自身在治理方面存在的问题以及与其他公司的差距，为改进公司治理明确方向。

第二，对公司治理状况的全面、系统和及时的跟踪并定期将评级结果进行公布，将对上市公司产生信誉约束，也将促使其不断改善治理水平。

第三，公司治理评级还为公司间治理水平的比较提供统一和可量化的标准，促使市场整体治理水平的提升。

3、有利于投资者进行决策

公司治理的好坏在一定程度上影响着上市公司价值的高低。里昂证券在 2000 年对 25 个新兴市场国家的 495 家公司进行公司治理评级时发现公司治理得分与股本回报率存在密切的关系。全部公司过去 5 年平均股本回报率为 388%，公司治理得分最高的四分之一公司则达到 930%，说明公司治理与股价之间存在密切关系，公司治理评级结果可以作为投资者进行投资决策的重要参考依据。尤其是对于实行长期投资的战略机构者和机构投资者而言，公司治理的好坏对其投资回报影响更大。

根据麦肯锡公司（McKinsey&Company）2000 年对全球 31 个国家超过 200 家机构投资者的调查结果，四分之三的投资者认为董事会的表现与公司财务状况同等重要或更加重要（亚洲为 77%、拉丁美洲为 80%、欧洲美国为 64%）。

表 5 董事会的表现相较于财务绩效的重要性

地区	更重要	一样重要	比较重要
亚洲	33%	44%	23%
拉丁美洲	48%	32%	20%
欧洲、美国	25%	39%	36%

资料来源：McKinsey Company, “Investor Opinion Survey”, June 2000.

因此，投资者在投资决策前，需要对上市公司治理结构进行系统的了解，但是如果投资者亲自收集所需信息，不仅成本高，而且也会由于缺乏专业知识以及与上市公司之间的信息不对称而难以获得准确的、足够的信息，从而降低投资效率。通过独立第三方提供的公司治理评级，投资者可以在不同公司之间比较公司治理水平，了解管理层和控股股东如何对待外部股东特别是小股东，把握公司治理方面可能存在的风险因素，减少投资失误。

4、有利于上市公司提高融资效率及降低融资成本

公司要从外部获得股权和债权融资，需要得到出资人的认同，最基本的是要使出资人意识到他们的权利能够得到有效的保障。然而由于信息不对称的存在，公司融资效率大大降低。开展公司治理评级可以为出资人提供参考，降低信息不对称，提高融资效率。

此外，开展公司治理评级还有利于降低优质企业的融资成本。麦肯锡公司 2000 年对全球 31 个国家超过 200 家机构投资者的调查结果显示：在两家公司财

务状况类似时，有超过 80%的受访者愿意付出较高的价格，购买公司治理（董事会结构）较佳的股票（亚洲为 89%、拉丁美洲为 83%、欧洲美国为 81%）。以亚洲的调查为例，受访者愿意支付的溢价比率在 20%-30%之间（如表 7），而外国投资者普遍比本国投资者更重视公司治理的好坏。麦肯锡公司在 2002 年再次进行了同样的调查，获得了类似的结果。

表 6 愿意为公司治理付出的溢价比率（亚洲部分）

国家或地区	本国和地区投资者	外国投资者
日本	17.0%	21.8%
中国台湾	15.9%	23.5%
韩国	18.8%	28.7%
泰国	23.1%	28.0%
马来西亚	22.1%	26.0%
印尼	24.3%	29.8%
平均	20.2%	26.3%

资料来源：McKinsey Company,“Investor Opinion Survey”,June 2000.

（三）中国开展公司治理评级的可行性

1、中国评级机构已经具备从事公司治理评级业务的能力

经过多年的发展，尤其是债券评级业务的不断开展，中国评级机构在评级理念、评级方法、指标体系和执业标准等方面都取得了很大程度的进步，已具备从事公司治理评级业务的能力。

2、市场方面已有公司治理评级需求

随着郑百文、银广夏和 ST 科龙等事件的爆发，大股东侵害小股东利益的问题引起了社会各界的关注，中小投资者开始积极采取各种措施来保护自身利益，同时也逐步认识到公司治理评级能够较客观的揭示上市公司的治理状况，有利于保护其利益，从而对公司治理评级产生了较强烈的需求。

近几年，监管部门采取了多项措施以推进中国上市公司治理问题的改善，也希望能通过推行公司治理评级来促使上市公司自发改善其治理结构，从而促进上市公司治理水平的整体提高。

3、上市公司已意识到治理评级带来的正面效应

上市公司聘请评级机构进行治理评级是对自己有信心的一种表现，同时也给投资者和利益相关者提供了一种积极的信号，有利于其公司价值的提升以及业务的开展。

近年来，随着中国不断开展上市公司治理活动，以及监管部门对上市公司积极开展公司治理知识培训，上市公司已逐步意识到公司治理评级对其带来的正面效应，并积极参与公司治理评级。

（四）中国开展公司治理评级的操作模式

第一，建议通过评级机构模式来开展公司治理评级业务。首先，与机构投资者模式相比，评级机构模式具有较明显的优势：中国评级机构通过多年的债券评级，已经积累了丰富的评级经验，拥有了一批专业的评级人才，并已制定了较为完善的评级体系；而且市场竞争和信誉机制可以促进评级质量的提高。

第二，对于涉及到国家经济安全的上市公司的治理评级业务，建议由民族评级机构进行，以防止外资评级机构通过公司治理评级获取涉及国家经济安全的信息。

第三，在目前市场环境下，监管部门可采取一些措施来推动公司治理评级业务的发展。如对参与公司治理评级业务的上市公司，在融资、再融资和年度信息披露考核等方面，规定需提供监管部门认可的评级机构出具的公司治理评级报告。

第四，在评级流程上，可参照一般公司长期主体信用评级流程，按照评级受理与评级准备、实地调研与管理层会议、评级分析及提交等级建议、评审、等级公布五个环节依次进行操作。

第五，在评级方法上，可以借鉴标普、戴米诺、里昂证券和穆迪等的公司治理评级方法，但同时必须结合我国制度环境，制定出适应于我国市场环境的公司治理评级方法。

附录 标普与里昂证券公司治理评分标准

附表 1 标普的公司治理评分标准（公司分析层面）

项目	标准
A、所有权结构	
1、所有权结构的透明度	<p>①必须要有足够的公开信息来判断公司所有权结构，包括隐藏在法人名义账户（例如投资公司的持股）实际受益人是谁的重大信息。</p> <p>②公司实际的所有权结构必须透明化，且不能被交叉持股、管理者所控制的法人持股、名义账户持股等所模糊。</p>
2、所有权的集中度	<p>①假使存在大股东，他们不能行使对其他利益关系人利益有害的行为。小股东应被保护而免受到价值损失与股权稀释。</p> <p>②母公司/控股公司的大股东，不应通过控制主要顾客与供应商来影响公司独立董事与管理者的行为。</p> <p>③股东是应受保护的，而不应遭受管理者与大股东的损害。</p>
B、财务透明度与信息披露	
1、公开披露的质量与内容	财务报告于披露的明确与完整度应达到高标准。
2、公开披露的时间与途径	<p>①投资者与股东应可免费并及时取得所有的公开披露信息。</p> <p>②公司的章程规定应明确且股东可立即取得。</p> <p>③公司应设置网站并用本国语言及英文使投资者能够获得公司的年报、摘要报告与/或其他投资者相关的信息。</p>
3、审计人员的独立性与立场	审计人员（会计师）必须与董事会、管理者独立，且必须具有良好声誉。
C、董事会结构与运作程序	
1、董事会结构与组成	董事会结构应能公开客观地代表所有股东的利益。
2、董事会的角色与有效性	<p>①董事会必须承担公司绩效的全部责任。</p> <p>②董事会必须负起公司内部风险控制的最终责任。</p>
3、外部董事的角色与独立性	<p>①外部董事中绝大部分必须确实具有独立性，独立或外部董事必须确保所有股东的长期利益，并应考虑到其他利益相关者的利益。</p> <p>②董事必须在不被干预且透明的体制下被选出。</p>
4、董事与 CEO 薪酬、评估与继任的政策	<p>①董事与 CEO 必须有公平合理的报酬和动机确保公司的成功。</p> <p>②公司对于所聘用的董事有明确的绩效评估与继任政策。</p>
D、财务相关利益者	
1、投票与股东大会	<p>①代表 10%以上投票权的股东可召开临时股东大会，且股东有机会在会议中询问董事会，且预先订好议程项目。</p> <p>②股东大会应通过确保所有股东参与的程序来进行决议。</p>
2、所有权	<p>①容许完全自由移转股份。</p> <p>②公司的股权结构必须明确，且应与同一种类股份的控制权保持一致。</p> <p>③股东大会必须可以在企业主要领域内执行决策权，确保小股东免于遭受股权稀释或其他损失。</p>

	④所有股东须享有相等的财务待遇，包括每股享有相同的利润。
3、反接管措施	①公司应建立公司控制权运作机制。
	②反接管措施其本质不应该降低股东价值，这种措施必须着眼于稳定当前的股权结构，而且是为了了解敌意或善意的程度。

附表2 里昂证券的公司治理评分标准

项目	标准
管理纪律	详尽公开描述其公司治理，并将之置于优先的地位
	管理者应公司价值最大化为目标
	清楚地定义主营业务
	对权益成本有适当的评估
	对资金成本有适当的评估
	对会稀释股东权益工具的发行采取保留态度
	合适的负债管理，仅针对有适当报酬的计划举债
	过多的现金归还给股东（股利政策与股票回购）
	在年报中讨论公司治理
透明度	财务目标的披露，例如3年及5年的资产报酬率（ROA）或股东权益报酬率（ROE）
	及时发布年报、中报、季报
	及时披露公司业绩，且在公告前无事先泄露
	明确披露的事项
	根据国际一般公认会计准则来编制财务报表
	立即披露重大信息
	投资者有渠道能够接触到高层管理者
独立性	立即更新网站上的公告
	董事会和高层管理者公平对待股东
	董事长由独立董事担任
	高层管理者较少担任董事，且不受大股东支配
	审计委员会由独立董事组成
	薪酬委员会由独立董事组成
	提名委员会由独立董事组成
	会计师（外部审计人员）与公司无任何关系
在董事会无银行代表或其他债权人	
问责性	董事会扮演监督而不是执行的角色（高层管理者担任董事席位比率必须小于一半）
	非执行董事具有明确的独立性
	独立的非执行董事占董事会至少要超过一半
	董事会由外国人且其能提高董事会独立性的可信度
	每季至少举行一次全体的董事会议
	董事会成员可任命和评估会计师的表现
审计委员会可监督内部审计人员和会计程序	

责任	当有人伤害公司价值时能有效制裁与处罚（特别是针对董事会与高层管理者）
	有错误管理的有效处理方法与记录
	有保障小股东利益的方法
	有处罚高层管理者的机制
	董事会成员的股票交易以公平且完全公开的方式进行
	董事会小而有效率
公平性	大股东公平对待小股东
	所有股东有权利要求召开股东大会
	容易取得投票权（例如：通过委托书投票）
	在开会前提供股东大会的资料
	指引市场反应公司的基本价值（通过股票购回与投资人会议）
	ADR 的发行或股票的配置对所有股东都公平
	控制股东所拥有的股份少于 40%
	机构投资者至少拥有 20%股份
	重视投资人关系
所有董事会的薪酬上升幅度不得超过净利	
社会责任的认知	清楚的政策强调严格的道德行为
	无雇用未成年人
	清楚与公平的雇佣政策
	在原料来源方面遵守明确产业规范的指引
	对环境责任由严格的政策
	避免在政局稳定的国家投资

三、证券公司评级

(一) 国外证券公司评级概况

1、开展情况

目前，标普、穆迪和惠誉均开展了证券公司（投资银行）评级业务，评级范围包括长期主体、短期主体、优先债和附属债券及次级债券等。包括高盛、摩根士丹利、美林、雷曼兄弟（于 2008 年 9 月破产）、摩根大通、野村证券、德意志银行等世界知名投资银行的主体级别和各类债券的债项级别均通过评级机构进行评级。

表 7 标普、穆迪和惠誉对主要投行最新的主体评级结果

受评对象	标普		穆迪		惠誉	
	长期	短期	长期	短期	长期	短期
高盛	A	A-1	A1	P-1	A+	F1+
摩根士丹利	A	A-1	A2	P-1	A	F1+
美林	A	A-1	A2	P-1	A+	F1+
雷曼兄弟	NR	NR	-	-	-	-
摩根大通	NR	NR	Aa3	P-1	AA-	F1+
野村证券	BBB+	A-2	Baa2	-	BBB	F2
德意志银行	A+	A-1	Aa3	P-1	AA-	F1+

资料来源：标普、穆迪和惠誉网站

三大评级机构的证券公司评级业务开展时间较长，以穆迪为例，穆迪对欧美主要投资银行的评级最早的评级时间可追溯到 1986 年 8 月^①。从穆迪网站所披露的信息上看，从初次评级开始，穆迪对各家证券公司均进行了持续评级。穆迪对各家投资银行的历次评级结果见附表 3。

评级方法上，证券公司作为金融中介，其经营模式与非金融机构有着较大的差别，标普、穆迪和惠誉对证券公司评级时更关注证券公司的风险防范能力和自身的资本实力，对证券公司资产负债水平的关注度相对较低。标普、穆迪和惠誉对证券公司评级的具体评级方法如表 8。

^① 这里所说的投资银行仅仅包括高盛、摩根士丹利、美林、雷曼兄弟、摩根大通、野村证券、德意志银行。目前对上述证券公司最早的评级时间为对雷曼兄弟的 1986 年 8 月。

表 8 标普、穆迪和惠誉对证券公司的评级方法介绍

评级机构	影响因素	各因素的主要关注点
标普	外部因素	国内经济环境、行业周期、波动性、产业结构、政策法规
	经营权和商业风险	管理水平和经营策略、业务多元化程度、市场地位、往年的业务表现、成本构成、盈利的稳定性
	财务政策和财务状况	市场风险、信用风险、自有资本、流动性管理、会计政策
穆迪	专营权	从证券公司的盈利实力和稳定性考察其专营权的优势
	市场风险及其承担能力	交易回报的可变性、如何衡量市场风险、自营和代客交易情况、如何对冲证券头寸和贷款组合的细分等
	资本充足水平	以有形普通股本作为计算工具，同时考虑个别头寸的波幅、个别头寸和业务种类之间的关联性、对冲的效用、开支灵活性、优先股等混合证券的亏损承受能力、监管的最低要求
	流动性风险和流动资金情况	杠杆比率
	其他因素	营运风险、监管、财务披露
惠誉	运营环境	地域市场环境、政策法规
	公司运行情况和风险管理水平	名气（包括专业水平、业绩、规模），风险（包括市场风险、信用风险、证券化程度等）
	财务状况	盈利能力、现金流、资产流动性、资本实力和财务杠杆水平
	经营战略和公司治理	
	股东支持和集团因素	

资料来源：标普、穆迪和惠誉网站

2、盈利模式

第一，为受评对象提供评级服务并收取费用，这是评级机构的主要盈利模式。随着受评对象的增多，标普、穆迪和惠誉先后采用了这种模式，他们认为通过这种安排可以保证评级机构具有充分的资源来确保评级服务的质量。

第二，通过出售评级出版物、评级报告和行业研究报告等获取收入。这种盈利模式的重要前提是评级机构得到了市场的普遍认可，评级结果被广泛采纳。该模式下收入来源主要为一些机构投资者支付的会员费，即那些认可该公司评级结论的机构为获取增值服务而支付的费用。

（二）中国开展证券公司评级的必要性

1、受次贷危机影响，美国几大投资银行相继破产或重组，证券公司的风险

防范能力值得投资者关注

受次贷危机影响，2008年3月美国第五大投资银行贝尔斯登因濒临破产而被摩根大通收购；2008年9月15日，美国第四大投资银行雷曼兄弟宣布破产，而美国银行则宣布收购第三大投资银行美林；2008年9月21日，美国第一和第二大投资银行高盛和摩根士丹利被美联储批准从投资银行转型为银行控股公司。美国主要投资银行的整体性崩盘使得美国次贷危机迅速演变为遍及主要发达国家的金融危机，进而导致全球经济危机。次贷危机爆发前，投资银行整体业务开展情况良好，投资者所并没有意识到其潜在的风险；次贷危机爆发后，投资银行潜在的风险得到全面的体现，美国几家大型投资银行在短短半年内相继破产或重组。可以看出，即使是在经济运行良好的环境下，证券公司所面临的风险依然存在，投资者应该时刻关注证券公司各类业务所面临的风险及其风险防范能力。

随着金融衍生产品的日益增加，证券行业所面临的风险不断加大，在信息不对称和投资者专业水平有限的限制下，投资者自身无法全面了解证券公司的具体经营状况和抗风险能力，需要借助评级机构对证券公司的评级更深入的了解证券公司的实际情况，以便做出准确的投资策略。

2、评级机构对证券公司的评级可作为证监会加强对证券公司分类监管的辅助手段

为便于对证券公司进行分类监管，证监会从2007年起开始对国内证券公司进行分类监管评级，证监会按照分类监管原则，对不同类别证券公司规定不同的风险控制指标标准和风险资本准备计算比例，并在监管资源分配、现场检查和非现场检查频率等方面区别对待；同时证券公司分类结果将作为确定新业务、新产品试点范围和推广顺序的依据。

证券公司分类监管评级的关注点为证券公司的风险管理能力，评级的主要程序包括：证券公司自评、派出机构初审和中国证监会复核，证监会主要通过派出机构向证券公司获取支持监管评级所需的各类资料，对证券公司的关注点相对较少。而评级机构则从宏观经济环境、业务经营状况、抗风险能力、资本充足水平、财务状况等对证券公司进行全面考查，评级机构的评级报告和评级结果可作为证监会加强对证券公司分类监管的辅助手段。

（三）中国开展证券公司评级的可行性

1、中国已具备开展证券公司评级业务的相关法律法规

根据 2003 年 8 月 29 日证监会发布的《证券公司债券管理暂行办法》（证监会令第 15 号），证券公司发行债券时，应当聘请评级机构对债券进行信用评级并对跟踪评级做出安排。另外，为规范评级机构的证券公司债券评级业务，证监会同时发布了《资信评级机构出具证券公司债券信用评级报告准则》（证监发行字[2003]106 号），对评级机构出具证券公司债券信用评级报告的内容和格式等做出具体要求。

由此可看出，在法律法规方面，评级机构开展中国证券公司评级具备可行性。

2、评级机构已具备开展证券公司评级的能力和水平

信用评级在债券市场中的地位不断提高，各监管部门在批准债券发行时，先后规定信用评级是债券发行的必备条件。债券市场的发展、投资者和监管部门对信用级别重视程度的提高推动了国内评级机构迅速发展。从近几年国内评级机构的债券评级业务开展情况上看，各评级机构的评级水平不断提高，在评级理念、评级方法、指标体系和执业标准等方面都取得了很大程度的进步。

（四）中国开展证券公司评级的操作模式

第一，通过国内专业评级机构来开展此项业务。证券公司评级的分类结果有利于证监会开展对证券公司的分类监管，但随着证券公司业务种类的日益增加，其风险水平不断上升，投资者对评级机构的证券公司评级需求加大。同时，证监会在进行分类监管评级的同时，也可利用评级机构的评级报告，作为对证券公司监管的辅助手段，提高监管效率。

第二，在评级流程上，可参照一般公司长期主体评级流程，按照评级受理与评级准备、实地调研与管理层会议、评级分析及提交等级建议、评审、等级公布五个环节依次进行操作。

第三，在评级方法上，应重点关注证券公司资本充足率、内部管理水平、动态资本能力、市场地位和经营历史、外部管理环境五个方面。同时考虑到证券行业周期受经济周期的影响大，评级机构应从全面和专业的角度，全面关注国内乃至全球的经济周期变化情况。

附录 穆迪对投资银行主体评级情况

附表 3 穆迪历年对主要投资银行长期主体级别的评级结果

投资银行名称	评级日期	评级结果
高盛	16-Dec-08	A1
	9-Aug-02	Aa3
	22-May-02	A1
	8-Mar-99	A1
	30-Jun-95	A1
摩根士丹利	17-Dec-08	A2
	9-Oct-08	A1
	11-Aug-08	A1
	27-Jun-08	Aa3
	18-Apr-03	Aa3
美林	25-Mar-09	A2
	4-Mar-09	A1
	16-Jan-09	A1
	8-Jan-09	Aa3
	15-Sep-08	A2
	17-Jul-08	A2
	17-Apr-08	A1
	24-Oct-07	A1
	22-Jun-98	Aa3
	12-Feb-98	Aa3
	19-Nov-97	Aa3
	8-Oct-96	Aa3
	26-Jul-96	A1
	24-Jul-95	A1
	29-Jun-95	A1
雷曼兄弟	19-Nov-09	NR
	10-Dec-08	WR
	8-Dec-08	C
	15-Sep-08	B3
	15-Sep-08	B3
	10-Sep-08	A2
	17-Jul-08	A2
	13-Jun-08	A1
22-Oct-03	A1	

	24-Jun-03	A2
	3-Nov-00	A2
	14-Sep-00	A3
	5-Aug-99	A3
	31-Jul-98	Baa1
	21-Mar-95	Baa1
	11-Nov-94	A3
	24-Jan-94	A3
	12-Mar-93	A3
	13-Jan-88	A3
	28-Aug-86	A2
	15-Jan-09	Aa3
	3-Mar-07	Aa2
	29-Jun-04	Aa3
	14-Jan-04	A1
	9-Oct-02	A1
	21-Aug-02	Aa3
	18-Dec-00	Aa3
	13-Sep-00	Aa3
	11-Apr-00	Aa3
	3-Nov-97	Aa3
	28-Feb-97	Aa3
	18-Nov-96	A1
	27-Nov-95	A1
	28-Aug-95	A2
	20-Jun-95	A2
	27-May-09	Baa2
	27-Jan-09	A3
	8-Nov-05	A3
	13-Jul-05	Baa1
	13-Jul-04	Baa1
	2-Apr-04	Baa2
	14-May-03	Baa2
	19-Nov-09	Aa3
	11-May-07	Aa3
	16-Jan-01	A1
	12-May-99	A1
	23-Nov-98	A2
	2-Sep-98	A2

摩根大通

野村证券

德意志银行

资料来源：穆迪网站

四、基金管理公司评级

（一）国外基金管理公司评级概况

1、开展情况

在全球范围内，目前对基金业的评级主要有两个方向，一是以晨星为代表的对基金产品的业绩表现进行评级，另一个方向则是以惠誉为代表的对基金管理公司治理结构与信用风险的评级。基金评级主要是着眼于基金产品，重点考核过去的业绩表现，而基金管理公司评级则重点考核基金管理公司未来兑现业绩的能力。从市场深度发展的角度出发对基金管理公司进行评级，找出其运作流程中存在的风险，继而对驱动风险的因素进行揭示与评价。

国外对基金管理公司进行评级已有多年的历史，早在 2003 年底，惠誉就已经对全球近 30 家基金管理公司进行了评级，标普和穆迪也开展了基金管理公司评级业务。惠誉对基金管理公司的评级系统主要由五大评级体系构成：在公司治理结构方面其组织结构是否规范；公司的独立性以及控制能力是否有效；在投资者关系管理方面其与客户的沟通是否充分、透明；在流程建设方面其投资程序是否合理以及公司搭建的风险管理是否能够充分发挥作用等。根据评级结果，惠誉将基金管理公司共分 5 个等级，按“AM1”到“AM5”由高到低的级别排序。2005 年 6 月，惠誉对海富通基金管理有限公司（以下简称“海富通”）进行评级，这是中国基金管理公司首次主动申请开展评级业务。在此次评级中，海富通获得了惠誉给予的“AM2”的级别，这标志着国际评级机构正式在中国市场开拓基金管理公司评级业务。

2、盈利模式

第一，为受评对象提供评级服务并收取费用，这是评级机构的主要盈利模式。随着受评对象的增多，标普、穆迪和惠誉先后采用了这种模式，他们认为通过这种安排可以保证评级机构具有充分的资源来确保评级服务的质量。

第二，通过出售评级出版物、评级报告和行业研究报告等获取收入。这种盈利模式的重要前提是评级机构得到了市场的普遍认可，评级结果被广泛采纳。该模式下收入来源主要为一些机构投资者支付的会员费，即那些认可该公司评级结论的机构为获取增值服务而支付的费用。

（二）中国开展基金管理公司评级的必要性

1、基金管理公司自我完善的需要

尽管经过多年的发展，中国基金管理公司在监管部门的帮助和自身的努力在投资风险管理能力和治理结构等方面都已经得到了较大的改善，但由于缺乏市场专业机构的持续监督，有些问题是基金管理公司自身难以意识到的。在中国开展基金管理公司评级业务有利于促进其进一步完善资产管理水平和投资风险管理能力。评级机构的整套评级指标以及整个评级流程，可以作为基金管理公司内部的自我测试与自我规范的有效借鉴，对促进基金管理公司的健康、规范运行有着积极的意义。

2、投资者决策的需要

投资者在投资基金前，需要了解基金管理公司的资产管理水平和投资风险管理能力。如果投资者亲自收集所需信息，自己进行分析，不仅成本高，而且也会由于信息不对称的存在以及缺乏专业知识，难以做出准确的投资决策。由评级机构对基金管理公司进行评级有助于广大投资者了解各基金管理公司的资产管理水平和风险管理能力，为其投资决策提供参考。

3、监管机构针对性监管的需要

基金管理公司评级可为监管机构的监管工作提供一定的帮助。作为投资者利益保护者的监管机构所关注的是基金管理公司在管理和运营方面的规范程度，而基金管理公司评级正是在考察了基金管理人规范运营的基础上对其管理和运营能力做出的综合评价。由于监管机构人力有限，不可能对各个基金管理公司进行连续性的监管，而独立于基金管理公司的评级机构不仅能够提供专业的、客观的评价，其跟踪评级工作还会根据基金公司的变化及时更新其评级结果，从而为监管机构提供可以实时更新的信息，达到动态监管的目的。

4、基金业健康发展的需要

随着基金市场的壮大，为保证市场的规范、健康发展，也需要专业的监督机构。虽然目前基金在中国资本市场中的影响力越来越大，但市场在基金监管上存在漏洞，基金管理公司内部控制不严等问题依然突出。因此，有必要通过评级机构评级来对整个基金业进行监督，促进基金业的健康发展。此外，基金管理公司评级这种“明示风险”的作用还有助于化解风险，对维护基金市场的有序竞争和

加强风险防范有着明显的作用。

(三) 中国开展基金管理公司评级的可行性

1、已形成一定的有效需求

近 10 年来，中国基金业发展迅速，基金管理公司和基金数量不断增长（如图 1），基金品种日益丰富。基金管理公司的资产管理水平、投资风险管理能力和治理情况逐渐成为投资者选择基金的关键条件之一，投资者对基金管理公司评级的需求越来越强烈。

2、基金公司开始接受评级机构进行评级

经过多年的发展，中国基金管理公司逐步认识到品牌建设的重要性。为能够让投资者对自身有更深入的了解，更好地开展业务，基金管理公司已经能够接受评级机构对其进行评级，甚至部分基金管理公司还有主动寻求评级的意愿。海富通主动向惠誉申请评级就是一个很好的例子，通过惠誉对海富通的专业评级，帮助了投资者更好的了解了海富通，增强了投资者对海富通乃至整个基金业的整体信心。海富通总裁田仁灿认为：“委托评级机构对公司进行评级，这是理性认识自己，完善公司治理结构的必要举措。公司客户中不是每个人都了解公司的运行情况，为了提高我们的服务质量，让投资者对海富通有一个全面、透明的了解，评级机构的评级报告可以客观、真实地反映投资管理人的情况。”

3、中国评级机构已经具备从事基金管理公司评级业务的能力

经过多年的发展，尤其是债券评级业务的不断开展，中国评级机构在评级理念、评级方法、指标体系和执业标准等方面都取得了很大程度的进步，已具备从事基金管理公司评级业务的能力。目前已有多家评级机构已经制定了较为完善的基金管理公司评级方法，为评级业务的开展提供了技术保障。

(四) 中国开展基金管理公司评级的操作模式

第一，应通过国内专业评级机构来开展此项业务。一方面，通过国内评级机构对基金管理公司开展评级有利于扩大国内评级市场有效需求，促进国内评级机构的发展壮大。另一方面，尽管惠誉早在 2005 年 6 月已对海富通进行了评级，但允许标普、穆迪和惠誉涉足基金管理公司评级存在诸多的问题：（1）由于评级技术和评级经验具有较强的地域性，标普、穆迪和惠誉的基金管理公司评级体系和方法主要适应于西方发达国家的市场，由于中国市场与西方发达国家市场在法

律、经济和金融等多个方面存在较大的区别，因此，标普、穆迪和惠誉在国内开展基金管理评级业务其评级方法存在一定的局限性。(2) 由于基金业在中国证券市场中的影响力越来越大，同时鉴于标普、穆迪和惠誉经常利用其强大的市场影响力扰乱他国或地区金融市场的行为，我们认为应禁止标普、穆迪和惠誉涉足国内基金管理公司评级业务，以维护金融市场的稳定。(3) 对基金管理公司进行评级将涉足众多重要事关中国宏观经济以及金融业未来发展命脉的信息，这种信息一旦被标普、穆迪和惠誉掌握，将严重影响中国宏观经济和金融市场的发展。

第二，在目前市场环境下，基金管理公司评级业务的顺利开展还需要监管部门来大力推动。监管部门应当积极鼓励基金管理公司进行评级，并建议将评级纳入监管标准，要求基金管理公司进行定期评级。

第三，在评级流程上，可参照一般公司长期主体评级流程，按照评级受理与评级准备、实地调研与管理层会议、评级分析及提交等级建议、评审、等级公布五个环节依次进行操作。

第四，在评级方法上，应积极学习国外成熟评级体系，并结合我国实际情况，制定出适合我国制度环境的评级方法。具体来说，在评级方法上，应当重点关注基金公司内部治理结构、资产管理水平和投资风险管理能力等方面。

综上所述，通过研究国外公司治理评级、证券公司评级以及基金管理公司评级开展情况及其盈利模式，并与国内现状相比较，我们认为国内在操作模式和评级公司操作方法上面都具有成熟的经验，中国急需开展公司治理评级、证券公司评级以及基金管理公司评级。