

海外市场双评级制度研究

安融信用评级有限公司

摘要：目前，双评级制度在一些海外市场有了较成熟的模式。本文通过研究海外主要金融市场双评级制度开展情况，总结了海外市场双评级实践的启示，并深入分析了我国债券市场引入双评级制度的意义。最后针对目前我国信用评级行业及债券市场所处阶段，提出了如何引入双评级制度的相关性建议。

关键词：双评级；海外市场；信用评级；债券市场

Abstract: At present, Dual rating in some overseas markets have a mature mode. This paper firstly researchs the implementation and revelation of dual rating in these markets, then analyses the significance that Chinese bond market implements dual rating. Finally this paper gives some correlation suggestions on how to introduce dual rating system to bond market.

Key words: Dual rating; Overseas markets; Credit rating; Bond market

双评级制度是指在债券发行过程中，同一债券发行主体或者同一债项在资信评级过程中，由两家评级机构共同承担评级任务并各自独

立出具评级报告的一项评级制度。从国际经验来看，许多国家和地区在养老金、货币市场基金、金融机构评级等领域都实施了双评级制度，并很好地推动了本国和本地区评级行业的发展。

一、海外开展双评级制度的实践

（一）美国关于双评级制度的监管法规和要求

双评级在美国债券市场应用十分普遍。作为一种市场惯例，发行人在发债时通常都会委托两家评级机构同时评级。这主要是由于以下几个方面的原因：

1、双评级有利于增加信息披露，提高投资者的认同度，降低发行人的成本。通过对美国债券市场级别相同的单评级和双评级两组债券进行实证比较，结果显示：在双评级结果一致的情况下，在考虑双评级增加评级费用的情况下，双评级仍然能够为发行人平均降低0.052%的成本，并且这一差距具有统计上的显著性；在双评级结果不一致的情况下，投资者倾向于更关注较低的评级，但在这种情况下债券发行成本仍然会较单一评级时给予较高评级的发行成本低，如双评为AA/A的债券发行成本仍然比单评为AA的成本低。

2、美国监管部门对双评级结果广泛使用，进一步促进了双评级制度的发展应用。1975年，美国证券与交易委员会(Securities and Exchange Commission，以下简称SEC)首次引入“全国范围认可统计评级组织”(以下简称NRSROs)概念用于确定证券公司的净资本规则，即在核定证券公司的资产时，估价资产期限在90天以内的短期债券，如果至少两个评级机构评级结果均为三等以上(A级以上)，

可按时价 99.875%估价；对于普通债券，如果等级在四等以上（BBB 以上），可按照时价的 97%予以估价。同时要求，货币市场基金投资的债券必须经过至少两家 NRSROs 认可的评级机构的评级，且评级结果均为最高级别。

3、在一些地方政府证券投资中，也对评级结果的使用订立了规则。如加利福尼亚州财政只能投资于两家 NRSROs 评级的货币市场基金，市政当局可以最多将投资组合中的 30%投资于至少两家 NRSROs 机构评定的 A 级以上的中期公司债券。从投资人使用角度提出对双评级的要求，从而促进了双评级制度的进一步发展和应用。

（二）欧盟双评级制度安排

1980 年之前，欧洲只有英国和瑞典建立或试图建立评级制度，但在相当长时间内并不存在独立的信用评级机构。1993 年，欧盟在一项法案中从投资者的角度提出了双评级的要求，规定对投资公司和信托公司所持有的债务工具，其违约风险需经至少两家被认可的评级机构的评估。法国和意大利分别于 1996 年和 1997 年采纳欧洲资本充足率指引：对于拥有两家独立可接受机构认定的评级结果的证券，银行可以考虑降低资本准备。

（三）日本双评级制度安排

日本的债券市场在 20 世纪 30 年代遭遇了严重的违约潮，此后，日本严格控制发债企业的标准，且债券的发行利率不与其级别挂钩，而是与发行规模挂钩。由于实力强的企业在国内发债不能获得较低的利率，导致许多大企业选择在海外发债。为了避免国内债券市场的空

心化，日本政府从 20 世纪 80 年代开始改革国内债券市场，其中的重要内容是建立自己的评级机构。1985 年日本成立了 3 家评级机构。1989 年 6 月，在大藏省的牵头下，日本国内的双评级在发行环节被正式制度化：普通公司债券经指定的评级机构之一评级后可以发行，发行人可以委托国外评级机构评级，但同时必须有一家本土评级机构进行评级；可转换公司债和带新股预约权的公司债必须经两家或两家以上指定评级机构评级才能够发行。尽管日本政府对普通公司债并没有强制要求双评级，但由于许多大企业先在国外发债，随着这些企业向国内债券市场的回归，这些企业同时拥有了国外、国内评级机构的评级。

虽然日本在 1996 年取消了对发债评级的强制性要求，但发行人出于更好说服投资人的考虑，基本上还是要求评级机构对债券进行评级，而且不少企业还采用了多评级模式。从发行规模来看，采用双评级的债券的平均发行规模比采用单评级的要高，同时采用双评级的债券中发行规模较大的债券占比较高；从发行期限来看，采用双评级的债券其平均发行年限比单评级要长，同时采用双评级的债券中发行期限较长的债券占比较高。

从双评级的演进情况来看，在 1996 年，发行人选择一家国内评级机构和一家国际评级机构的情况较多，反映了当时日本企业同时在国内和国际债券市场发债的需要；到了 2000 年以后，随着国内评级机构的成长，双评级中均为国内评级机构的情况明显增多，到 2004 年均均为国内评级机构的双评级数量已经超过了一家为国内评级机构

而另一家为国际评级机构的双评级数量。

另外，大藏省规定只要拥有两家认可机构评定的投资级级别，任何上市公司都能够发行商业票据。货币基金采纳的证券购买、债券拆出和回购协议中作为担保物的金融工具都必须被至少两家认可机构评级为长期最高的三个级别或短期最高的两个级别。而日本著名的评级机构 R&I 和 JCR 的迅猛发展，正是得益于日本双评级制度的支持。以 R&I 为例，该机构 2010 年的工商企业评级业务在 NRSROs 机构中的市场份额占到 2.86%，仅低于三大和杜邦。

（四）韩国双评级制度安排

20 世纪 80 年代中期，韩国开始建立评级制度。2006 年 7 月之前，韩国一直不允许外国评级机构在韩国独立开展业务。为了保护投资者，韩国监管部门在债券发行环节规定所有公开发行的无担保债券需要经过至少两家评级机构的评级，并且信用级别须在 A 级（含 A 级）以上。金融危机后，韩国仍然执行双评级政策，韩国金融监管委员会规定，所有无担保债券的发行必须采用双评级。在实践中，韩国大企业集团（包括现代、LG 等）在采用国际评级机构标普、穆迪、惠誉的双评级结果的同时，还委托国内的 NICE、KIS、KR 三家评级机构同时进行了评级。这些措施在一定程度上减弱了外资评级机构进入后对本土评级机构的冲击，保护了本土评级机构。

（五）印度双评级制度安排

印度债券评级起步于 1987 年成立的第一家本土评级机构 CRISIL。为了推动公司债券市场发展，印度政府采取多种措施，大力

推动信用评级机构的发展。1999 年，印度证券交易局（下称 SEBI）发布《信用评级机构监管规则》（Credit Rating Agencies Regulation），提出公司债券发行规模超过 100 亿卢比，发行人必须具备两家不同评级机构的评级结果。2009 年，SEBI 颁布的《信息披露及投资者保护指引》中，明确规定当发行人获得一家以上评级机构给出的级别时，必须披露所有评级结果，包括发行人不接受的评级。

此外，印度在对养老基金投资的规定中也涉及双评级规定，如规定养老基金的资产组合中可有不超过 5% 的公司权益性投资，但这些公司的债务必须经过至少两家评级机构的评级，且级别需在投资级以上；养老基金的资产组合中可有不超过 10% 的对私营部门公司的债权投资，其条件也是必须经过至少两家评级机构的评级，且级别需在投资级以上。

（六）马来西亚双评级制度安排

马来西亚 1990 年开始建立信用评级体系。马来西亚采取的是发行人自由选择是否双评级。马来西亚评级行业目前处于寡头垄断阶段，市场上共有两家评级机构，包括马来西亚评级服务有限公司（RAM）和马来西亚评级有限公司（MARC），均为马来西亚证券委员会认可的评级机构。尽管这两家评级机构都公开提议实行双评级，但证券委员会已经表示暂时不将双评级作为一项政策推出。在自由选择的情况下，目前马来西亚已有部分企业采取了双评级，主要是规模较大的企业。2007 年，马来西亚评级有限公司（MARC）所评债券中有 650 亿林吉特的债券采取了双评级的形式。

综上所述，可将各国双评级制度安排的概况反映在下表中：

表 1 各国双评级制度安排概况表

国家	双评级制度安排情况
美国	1975 年，美国证监会实行 NRSOR 认可制度，在证券公司净资本规则下，需取得至少两家机构的评级结果方能按规定的时价比例进行估值。
欧盟	1993 年，欧盟规定对投资公司和信托公司持有的债务工具，其违约风险需经至少两家被认可的评级机构的评估。
日本	1989 年，监管部门规定，可转换公司债和带新股预约权的公司债必须经两家或两家以上指定评级机构评级才能够发行；在日本发行的债券，发行人可以委托国外评级机构评级，但同时必须有一家本土评级机构进行评级。
韩国	监管部门规定，对于公开发行的无担保债券需经至少两家国内评级机构的评级。
印度	1999 年，印度证券交易局（SEBI）规定，债券发行规模超过 100 亿卢比，发行人必须具备两家不同评级机构的评级结果。
马来西亚	监管部门虽未对双评级做出强制规定，但处于寡头垄断地位的马来西亚评级有限公司（MARC）对规模较大的债券已采取了双评级。

二、海外开展双评级实践的启示

从上述各国开展双评级的情况来看，双评级的发展主要可以归纳为发行人、投资者、监管机构三种推动模式，而具体选择何种推动模式主要取决于债券市场的成熟程度。

一是发行人从降低融资成本的角度自愿选择采用双评级。这种情况主要发生在市场和评级行业比较成熟的欧美国家。由于评级机构公信力较强，投资者比较信任并依赖评级机构所评的级别进行定价，发行人就愿意多支付评级费用实行双评级，以此来降低融资成本，从而市场自发形成双评级。

二是投资者从解决信息不对称的角度使用双评级。对投资者而言，两家评级机构同时独立评级能够提供更多的信息量，提高信息的准确性，有效解决发行人与投资者之间的信息不对称问题。在双评级下，如果双评级结果相同，可以起到双重确认的作用，投资者更加认同评级结果；如果双评级结果存在差异，双评级可以有更多的评级结果进行参考，能够对发行人风险有更客观全面的认识，从而降低投资风险的不确定性。在双评级普遍存在于债券市场的情况下，投资者要求所投债券要有双评级的制度规定进一步推动了双评级在债券市场的广泛应用。

三是监管部门从促进评级行业和债券市场健康发展的角度考虑，要求在发行环节强制推行双评级制度。这种情况主要发生在债券市场发展起步较晚的国家。由于评级行业的发展时间较短、其自身实力和市场认可度较弱等原因，容易产生级别竞争现象，这就使得评级行业的评级质量较低。由于评级机构缺乏足够公信力，选择双评级并不会

有效降低融资成本，发行人不愿意选择双评级。在这种情况下，靠市场自发力量很难产生双评级，就需要监管部门制定政策，通过政策层面强制推行双评级制度。

三、我国债券市场引入双评级的意义

对于评级机构来说，双评级制度以技术实力竞争替代市场份额竞争，对目前以级定价和以价定级的现象可以起到一定程度的遏制，对评级机构更加客观地评价企业风险创造了良好的条件。同时评级机构也可以积累更丰富的违约率检验样本数据，更好地让市场来检验评级质量，提高专业技术水平，为投资者提供更有价值的服务，进而扩大市场对信用评级产品的需求。

对投资者而言，双评级可以为其提供更多的评级结果供其参考，以便对发行人风险有更客观全面的认识，从而提高投资风险的可控程度。

对于发行人来说，由于双评级分别来自两个不同的机构独立做出的风险评估，其风险定价相对准确，更容易得到市场投资者的认可，可以享受较好的发行便利。

四、完善我国评级制度的相关建议

双评级尽管在国外有成熟范例，但不能简单照搬到我国，而是需要结合我国实际情况，综合考虑发行人的负担、市场的认可程度、双评级实施范围、评级机构资质等诸多问题，探索适合我国国情的模式。

考虑到目前我国市场上可投资的债券品种相对简单，债券产品总体风险水平和收益水平相对较低，投资者风险厌恶程度较高，这为双

评级制度的实施提供了良好的环境基础。然而，鉴于我国评级行业在债券市场上的影响力和公信力较弱，发行人选择双评级的收益并不明显，因此没有动力去做双评级。双评级的推行可考虑从债券发行环节和投资者使用环节去着手：

一是可以由债券市场监管部门在发行环节出台相关政策要求，包括双评级的实施是全面要求还是在一定范围内开展。比如，对超过一定发行规模或者资产负债率超过一定值，或者风险程度较高的债券要求进行双评级，同时对参与双评级的评级机构进行相关资质认定等。

二是可以借鉴国外的双评级经验，尝试从投资者使用的角度进一步促进双评级在我国的推行。比如，可以尝试推动国内债券市场的主要机构投资者将采用双评级结果制度化。

三是在对双评级中两家评级机构的选择上，可以采用监管部门认可和市场选择相结合的方式，通过鼓励有条件的评级机构探索开展双评级，边探索边总结，从而制定和推行适合我国现阶段国情的双评级制度。同时，建立和健全评级机构的准入和退出机制，并采取有效措施大力发展本土评级机构和培育民族品牌，保障国家经济和信息安全。

四是在实施范围上，应当循序渐进。目前各国监管部门对风险厌恶程度最高的债券投资品种，如养老金、货币市场基金等投资的债券品种，都制定了具有针对性的双评级监管规则。实际上，目前货币市场基金和保险公司作为银行间债券市场上最重要的投资者，对信用评级和风险管理的要求正在不断提高，而商业银行、证券公司等投资者，

虽然现有政策规定对其所投资的产品级别并没有明确的限制，但是就目前国内债券市场的发展阶段而言，资金安全性仍是首要的目标，因此也可以被认为是风险厌恶型的。建议我国也可以针对养老金、货币市场基金等风险厌恶型投资者先行引入双评级，再逐步推广到其他债券品种。