

# 全面注册制时代信用评级监管的改革经验

## Reforming Credit Rating Supervision and a Comprehensive Registration System

○ 徐文鸣 杜宇轩 王磊

### 摘要

银行间债券市场充分利用制度和禀赋优势，迅速实现了规模的发展壮大，并率先在非金融企业债务融资工具中试点发行注册制。但市场深度和广度的增长突显出规模优先的发展思路缺乏可持续性。交易商协会近年来推动债市发展从“监管驱动”向“规则驱动”转型，完善信用评级相关制度建设，取消强制信用评级、治理利益冲突、提升信息披露质量、增强评级独立性，通过精准的制度设计压实责任，保证评级机构在法治化轨道上合规运营。

### 关键词

注册制改革 银行间债券市场 信用评级 评级依赖 利益冲突治理

**Abstract:** The interbank bond market has made full use of its advantages to rapidly grow in scale and has taken the lead in piloting the issuance and registration system among non-financial enterprise debt financing instruments. However, the growing depth and breadth of the market underscores the lack of sustainability of giving top priority to achieving greater scale. In recent years, NAFMII has promoted the transformation of the bond market from being "regulatory-driven" to one that is "rule-driven". It has also improved the credit ratings system, scrapped mandatory credit ratings, managed conflicts of interest, improved the quality of information disclosure, and enhanced rating independence. The system has been designed to consolidate responsibilities and ensure that rating agencies operate in compliance with the rule of law.

**Keywords:** Registration System Reform, Interbank Bond Market, Credit Rating, Rating Dependence, Interest Conflict Governance

徐文鸣，中国政法大学法与经济学研究院副院长；杜宇轩，中国政法大学法与经济学研究院；王磊，贵州贵达（北京）律师事务所律师。本文获得教育部霍英东教育基金会高等院校青年教师基金项目“债券市场风险防范背景下信用评级行业监管研究”的资助。

## 引言

党的十八大以来，注册制改革成为我国证券市场实现高质量发展的重要抓手，2019年新修订的《证券法》正式为全面落实注册制改革提供了法律依据。银行间债券市场是我国债券市场的主体，根据中国债券信息网2022年4月的统计数据，该市场的债券存量规模达到83.6万亿元，占全国债券市场规模的95.8%，远高于柜台市场的0.87%以及其他市场的3.33%。而信用评级机构作为债市主要“看门人”，其监管体系在近年来也受到重点关注。随着我国债市打破刚兑，市场化进程加速，信用评级行业也从“监管驱动”向“规则驱动”转型，提升债券市场服务实体经济的效能。信用评级的市场化、法治化转型将对债券市场产生助推作用，推动行业治理体系现代化，为实现长期高质量的债市发展奠定坚实的基础。

## 评级失灵与债市市场化改革

银行间债券市场的高速发展，离不开创新性的制度设计。早在2008年，人民银行就发布了《银行间债券市场非金融企

业债务融资工具管理办法（2008）》，其中第四条规定“企业发行债务融资工具应在中国银行间市场交易商协会<sup>①</sup>注册”。

《管理办法》为银行间债券市场试点注册制提供了规则指引，使得该市场中的非金融企业债务融资工具均陆续实现了发行注册制。<sup>②</sup>尽管其与目前全面推进的注册制改革有所不同，但以上规定的先行先试为债券市场积累了重要的发展经验。

银行间债券市场推动债券注册发行建立在其制度禀赋优势的基础上。首先，银行间债券市场的参与主体主要为金融机构，市场参与者具有较高的专业性，市场机制的有效性较强。其次，以询价方式进行交易，自主谈判、逐笔交易，投资者以持有到期获取利息收益为目的，市场交易并不活跃，削弱了债券价格大幅度波动导致账面损失的风险。再次，在银行间债券市场发展初期，我国经济处于入世后的高速发展阶段，发行人偿付能力较强，试点注册制增加的市场边际信用风险有限。

在银行间债券市场的发展初期，评级行业监管以原则性规定为主，评级结果的区分度不高，对于信用风险的揭示功能

① 以下简称“交易商协会”。

② 2008年4月发布的《银行间债券市场非金融企业短期融资券业务指引》和《银行间债券市场非金融企业中期票据业务指引》，分别明确短期融资券和中期融资券实现发行注册制。2010—2012年，超短期融资券、非公开定向债务融资工具和资产支持票据均依据各自的业务指引实现了发行注册制。尽管这些文件后期均有所修改，但均坚持了发行注册制。

呈现“失灵”的状态。总体来看，信用评级行业存在以下问题：第一，监管依赖评级。监管机构对评级结果的引用弱化了声誉机制对评级行业的约束，一定程度上扭曲了评级市场的竞争机制。第二，评级结果虚高、呈现“泡沫化”。绝大部分债券的信用评级集中在高等级区域，后续违约债券也多为高信用等级债券，信用评级与利差不能有效对应（许余洁和邓博文，2017）。第三，存在评级购买问题。不透明的预评级环节使得发行人可以在多个评级机构中进行选择，只披露最优评级结果，这加剧了发行人与投资者之间的信息不对称问题。

信用评级机构作为债市“看门人”，本应承担缓解债券市场信息不对称、节约市场交易成本的功能，但却长期存在评级依赖、评级虚高、评级购买等评级失灵问题。在债券市场发展的初级阶段，市场规模的快速增长可以缓解评级失灵带来的问题。然而我国债券市场规模已经位列全球，继续实行以规模为导向的发展策略不具有可持续性。在全面落实证券市场注册制改革的时代，必须完善法律法规和治理体系方能实现高质量发展。近年来，人民银行和交易商协会作为主管机构与行业自律组织，立足我国实践，直面问题与挑

战，努力推进评级行业的市场化和法治化发展，逐渐形成了具有中国特色的信用评级监管体系。

### 全面注册制时代监管去评级依赖

为了减少立法、执法和守法成本，立法机关和监管机构在金融法律法规中大量援引评级结果作为度量信用风险的标准。信用评级实质上成为固定收益市场准入、审慎监管以及风险承担的依据（徐文鸣和朱如意，2018）。监管依赖扭曲了评级行业的激励机制——发行人顺利取得满足监管要求的评级结果成为首要目标，无人关注评级结果的质量高低。评级机构的盈利模式从“经营声誉资本”转变为“出售监管通行证”，行为激励被扭曲为最大化评级销量而非优化评级质量。因此减少公共监管对信用评级结果的依赖，对于恢复声誉机制、缓解评级虚高具有重要意义。

2021年3月26日交易商协会发布通知，取消债务融资工具的强制信用评级。在申报环节不强制要求企业提供债务融资工具信用评级报告及跟踪评级安排；发行环节取消债项评级报告强制披露要求，保留企业主体评级报告披露要求。<sup>①</sup>同年8月6日，人民银行联合发展改革委、财政部、银保监会与证监会发布《关于促进债

① 《中国银行间市场交易商协会关于实施债务融资工具取消强制评级有关安排的通知》第一条、第二条。

券市场信用评级行业健康发展的通知》，第十二条明确规定要降低监管对外部评级的要求，择机适时调整监管政策关于各类资金可投资债券的级别门槛，弱化债券质押式回购对外部评级的依赖，将评级需求的主导权交还市场。该通知还提出完善内部评级等风险控制体系的建设，以此作为弱化外部评级依赖的配套举措。<sup>①</sup>

为了提升市场主体使用外部评级的自主性、推动信用评级行业市场化改革，人民银行2021年8月11日发布公告，试点取消非金融企业债务融资工具发行环节信用评级的要求。<sup>②</sup>11月2日，银保监会调整了保险资金投资债券时对信用评级的要求，采用“综合偿付能力充足率”这一指标对外部评级的监管要求进行了部分替代，并要求各保险机构完善内部评级等风险控制系统，以此弱化对外部评级的监管依赖。<sup>③</sup>

监管去评级依赖逐步取消强制信用评级，并通过寻求内部评级、会计指标等替代工具弱化监管依赖。信用风险的多元化评估体系将促进评级行业向市场化、法治化发展转型，逐渐从“监管驱动”转向“规则驱动”。随着信用评级市场化程

度提升，声誉机制对评级行业的约束力加强，逐步形成优胜劣汰的有效市场，进而提高债券评级的质量，让信用评级真正发挥评估债券违约风险、辅助投资者有效决策的功能。

### 有效管理利益冲突

信用评级行业中“发行人付费”商业模式存在较为严重的利益冲突，一方面，评级结果具备债市公共物品的属性，这要求评级机构保持客观、中立，其作为证券市场“看门人”，出具的评级报告应当专业且准确，对市场投资者负责；另一方面，评级机构作为独立运营、自负盈亏的高薪企业，也有盈利性诉求。次贷危机的发生即揭露出全球主要信用评级机构存在以高评级换取结构化产品评级业务的行为。信用评级利益冲突可以类型化为直接冲突与间接冲突。直接利益冲突主要体现为评级机构或评级从业人员与被评级方具有直接利害关系，这对评级独立性的干扰是显著的。我国监管规则主要以评级机构的出资人身份和股权结构、从业人员及其亲属的持股和交易关系为外观条件对该类

① 人民银行、发展改革委、财政部、银保监会、证监会联合发布的《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》第十二条。该通知于2021年8月6日发布，于2022年8月6日实施。

② 人民银行于2021年8月11日发布的《关于决定试点取消非金融企业债务融资工具发行环节信用评级要求的公告》。

③ 银保监会于2021年11月2日发布的《中国银保监会办公厅关于调整保险资金投资债券信用评级要求等有关事项的通知》第二条至第五条。

利益冲突进行判定。间接利益冲突的情景更加复杂，且多隐藏在正常的商业评级活动之中，包括但不限于付费方干预、附属业务、主动评级等。

利益冲突治理的核心是保证评级独立性，这也是评级行业安身立命之本。此过程中，宏微观治理相结合至关重要。微观上完善相关规则，强化人员管理，精准治理利益冲突；宏观上则需要改善评级市场结构，推动“投资人付费模式”和“发行人付费模式”协同发展，鼓励多元信息交叉印证信用风险。前者在“堵”，运用严密的规则堵住评级机构的机会主义行为之路，后者在“疏”，打通多样化信息渠道，提高市场的信息含量与质量。

#### 微观治理思路

《信用评级行业暂行管理办法》构建了保证评级独立性的监管规则体系：第一，回避制度。通过禁止性规定防范与被评级方具有直接利害关系的从业人员干扰评级结果，是对直接利益冲突的针对性治理。第二，防火墙制度。确保信用评级业务部门独立于其他部门，是对附属业务导致利益冲突情景的针对性治理，可以防止从事附属业务的部门利用信用评级结果获取业务。第三，离职人员审查制度。若评级机构的高管、分析师离职并受聘于其曾参与评级的受评方，评级机构应当检查其离职前两年内参与的与受聘方有关的评级

活动。这在一定程度上避免了行业“旋转门”对评级独立性的干扰。第四，优化薪酬体系。该措施旨在切断评级从业人员薪酬与评级结果、公司业绩等因素之间的关联。第五，分析师轮换政策。分析师轮换政策旨在防止评级分析师与被评方长期接触而产生的利益关联，增加被评方不当影响分析师的成本和难度，有利于排除分析师评级过程中的干扰因素。第六，独立性信息披露制度。要求评级机构披露其独立性信息，包括针对独立性的内部审核结果、分析师轮换政策、主要客户名单、关联公司及其自身的附属业务情况。加强信息披露既可以倒逼评级机构建立内部政策进行利益冲突管理，又可以增强透明度加强市场约束。

#### 宏观治理思路

发行人付费与投资者付费模式都存在一定的利益冲突。市场主体对于评级结构的诉求存在明显差异：发行人希望债券高评级以降低发行成本，空头方投资者希望评级走低，多头方投资者希望评级走高。市场各方主体均有不同期待，因此不宜单一推崇某种付费模式，而应在现有发行人付费主导的基础上鼓励投资人付费模式，逐步平衡两类评级机构的市场影响力。评级商业模式的多元化优势在于，不同信息源可以交叉验证，提高平均评级的信息含量，向市场传递更多、更具效度的信息，弥补单一

评级的结果失准，减少投资者决策的不确定性（陈关亭等，2021）。同时，对现有发行人付费的评级机构产生压力，迫使其提升信用评级的精准度，有效抑制评级虚高（林晚发等，2017）。

从当前实践来看，交易商协会出资设立的国内首家采用投资人付费模式的信用评级公司——中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”），具有较高的创新意义。该评级机构旨在削弱发行人与评级机构之间的利益关联，提高评级机构独立性。实证研究显示，相比于发行人付费模式的评级机构，中债资信所作出的评级更低，但评级结果质量更高（吴育辉等，2020）。在中债资信给出的结果与其他评级机构存在较大差异时，投资者会利用中债资信的评级信息对债券定价进行调整，这说明其有助于改善评级市场的信息质量（阮永锋等，2019）。

从监管规范来看，2021年人民银行等五部委联合发布的《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》第十条提出：鼓励评级机构开展主动评级、投资者付费评级并披露评级结果，发挥双评级、多评级以及不同模式评级的交叉验证作用。这从监管规范的意义上，对双评级制度的实践给予了认可与推进。未来应当总结既有实践经验，进一步支持设立、推广投资人付费的评级机构，构建并完善双评级制度，从而提高

评级行业独立性、提升评级质量、助力债券市场发展。

## 改善合规治理和信息披露质量

评级行业的长期健康发展需要完善评级的内外部约束。合规治理与信息披露分别是强化内部与外部约束的重要制度工具。合规治理使评级机构内部架构清晰、业务界限分明、规范运营；提升信息披露质量，可以降低评级机构与市场投资者之间的信息不对称程度，防止发生道德风险与逆向选择，降低机会主义行为对投资者的侵害。内外部约束相结合，对于维护评级市场秩序、提高评级质量、促进债市健康发展具有重要意义。

### 评级公司合规治理改革

评级公司的合规治理体系是保证评级质量的主要内控机制。《信用评级业管理暂行办法》和《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》将公司治理作为保持评级独立性的重要路径，主要有四个着力点。

第一，确保主要股东及实际控制人在出资比例、股权比例或投票权等方面不存在足以影响评级独立性的情形。这主要是考虑到目前我国信用评级机构存在“一股独大”现象，防止在控制权、经营层面缺少系统的制约机制（孔令强等，2021）。

第二，清晰合理的内部组织结构。该

规定主要体现为通过建立防火墙制度使评级作业部门与市场部门之间、评级业务与非评级业务之间泾渭分明。<sup>①</sup>

第三，建立独立的合规部门。合规部门负责监督并报告评级机构及其员工的合规状况，这使评级机构的内部监督得以落实，而非仅仅是“纸面上”的设计。

第四，健全信用评审委员会制度。该委员会通常作为公司信用等级评定的最高决策机构，通过投票决议最终决定发行人的评级结果，因此保障信用评审委员会独立性，对于维护评级决策的公正、客观、独立具有关键意义。

### 强制性信息披露

信用评级行业长期以自律管理为主，监管机构的直接干预较少，强制性信息披露成为当前提升市场机制和声誉机制约束力的主要政策工具。我国监管机构已经构建了评级机构信息披露的制度规范。《信用评级业管理暂行办法》第六章奠定了评级机构信息披露制度的框架。一方面，确立强制信息披露制度。要求披露的信息包括评级机构的基本信息、独立性信息和评级质量信息，以及评级依据的主要信息来源和聘用第三方进行的尽职调查情况。另

一方面，划定披露豁免范围。对于评级报告采用的评级符号、方法、模型和关键假设，其披露程度以反映评级可靠性为限，不涉及商业秘密、不妨碍创新。

交易商协会发布的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信用评级业务信息披露规则》有针对性地完善了信息披露行业自律规则。第二至四章分别对基础信息、评级质量信息和专项信息披露的内容与程序进行了完善。第五章明确了信息披露事务管理规则，要求评级机构建立内部管理与合规监管制度。第六章规定了交易商协会可采取的自律管理与处分办法。行业自律管理在人民银行监管规则的基础上进行细化与完善，使制度落实更有可操作性，进一步规范了评级机构的信息披露行为，提高了信用评级业务的透明度。

构建完善的信用评级信息披露制度，对评级行业的发展具有重要意义。一方面，降低了评级机构与投资者之间的信息不对称程度，减少其带来的道德风险，保护投资者利益。例如，基本信息与专项信息的披露使每个机构的评级方法、内部控制、利益冲突管理等事项公开透明，这对

<sup>①</sup> 以中诚信国际信用评级防火墙制度为例，一方面在公司部门之间设立防火墙，通过清晰、科学的组织结构和职能划分保证开展业务评级的部门与其他部门之间保持独立；另一方面，在公司部门内设立防火墙，在评级业务内部实行不相容职务分立，明确不同岗位职责以实现内部风险的隔离。参见《中诚信国际信用评级防火墙制度》，<https://www.ccxi.com.cn/public/upload/files/20181210/1544428662.pdf>。

评级机构的评级方法科学性、勤勉尽责程度、是否存在机会主义行为等产生监督效果。另一方面，可以形成优胜劣汰的良性市场机制，提高评级质量。强制公开评级质量信息，可以帮助市场提高获悉评级结果的准确率和稳定性，并且使投资者和发行人都可以对评级质量进行比对和检测。评级机构在评级质量方面的“向上竞争”，可以缓解发行人付费模式下的利益冲突。

### 精准落实法律责任

“立法设禁而无刑以待之，则令而不行。”有效减少证券市场的违法案数，一方面需要法律规范明晰主体责任，另一方面还需公共执法与私人执法落实“纸面上”的责任（徐文鸣，2019）。公共执法机构与司法机关秉持“零容忍”的态度，压实“看门人”责任能够促使评级机构勤勉合规，从而提高信用评级质量。在公共执法层面，公共执法机关享有监督检查的权力，在获取信息和证据上具有明显优势；同时享有处罚权力，使监管规范和行业规则所规定的法律责任能够直接落实。2018年针对大公国际的行政处罚具有代表性，监管机构考虑到其存在的利益冲突处理不当、内部管理混乱等问题（陈超和田

刚，2018），交易商协会暂停其债务融资工具市场相关业务一年，证监会责令其一年内限期整改且不得承接新的证券评级业务。常态化的行政执法有利于威慑中介机构的违法违规行为，促进行业的整改与合规运营。

在私人执法层面，2020年最高人民法院印发的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》明确了评级机构勤勉义务，为投资人向评级机构提起民事诉讼进行追偿提供了依据。同时，随着证券投资者保护机制日益完善，特别代表人诉讼确立的“明示退出、默示加入”规则扩张了原告范围，被告往往面临天价赔偿，对违法违规行为形成了巨大的威慑力（徐文鸣，2021）。“五洋案”作为我国债市虚假陈述引发的民事赔偿第一案，开启了评级机构承担民事法律责任的先河。一审法院判决要求评级机构大公国际对发行人的债务在10%范围内承担连带责任，面临数千万的巨额赔偿。<sup>①</sup>一方面，该判决“让装睡的‘看门人’不敢装睡”，彰显了司法“零容忍”的态度和决心；另一方面，该案件也显示出证券中介承担法律责任问题的复杂性，中介责任的边界亟待厘清（吕寒等，2022）。

① 浙江省杭州市中级人民法院（2020）浙01民初1691号。

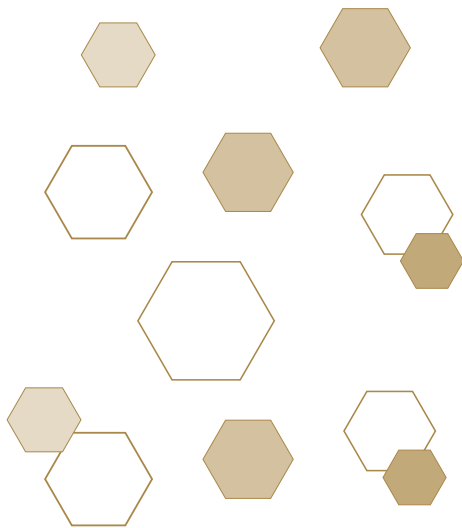


## 结论

近年来，银行间债券市场监管机构和自律组织立足我国实践和域外经验，逐渐探索具有中国特色的信用评级监管体系。一方面，着力推动监管去信用评级依赖，重建声誉机制对评级行业的约束力；综合治理利益冲突，确保评级独立性、提升评级质量。另一方面，强化信息披露制度，让评级机构的信息公开透明，促进市场良性竞争；完善公司治理体系，让评级机构的内部管理更加科学，从机构内部保障评级独立；压实“看门人”法律责任，私人执法与公共执法相辅相成，对评级违法违规行爲真正形成威慑。由此，信用评级监管通过“规则驱动”转向多层次、全方位

的监管体系，推动评级行业向市场化、法治化方向转型，助推债市高质量发展。[N]

学术编辑：曾一巳



### 参考文献：

- [1]陈超,田刚.大公国际成评级机构受罚首例 风险提示严重滞后[Z]. 环球网<https://finance.huanqiu.com/article/9CaKrnKbB1c>,2018/08/20.
- [2]陈关亭,连立帅,朱松.多重信用评级与债券融资成本——来自中国债券市场的经验证据[J].金融研究,2021(02):94-113.
- [3]孔令强,黄雨昕,俞春江.完善中国评级机构公司治理,促进行业高质量发展[J].金融市场研究,2021(05):62-75.
- [4]林晚发,何剑波,周畅,张忠诚.“投资者付费”模式对“发行人付费”模式评级的影响:基于中债资信评级的实验证据[J].会计研究,2017(09):62-68+97.
- [5]吕寒,徐文鸣,史淑梅.信用评级机构法律责任认定和损害赔偿问题研究[J].金融市场研究,2022(02):85-96.
- [6]阮永锋,徐晓洋,刘音露.“投资者付费”模式能改善评级市场的信息质量吗?——基于中债资信评级的实证研究[J].证券市场导报,2019(05):58-65+77.
- [7]沈炳熙,曹媛媛.中国债券市场:30年改革与发展[M].北京:北京大学出版社,2014:149.
- [8]吴育辉,翟玲玲,张润楠,魏志华.“投资人付费”vs.“发行人付费”:谁的信用评级质量更高?[J].金融研究,2020(01):130-149.
- [9]徐文鸣,朱如意.信用评级监管依赖的得与失[J].财经法学,2018(04):78-88+115.
- [10]徐文鸣.美国“多层次”证券法公共执法制度的实证分析[J].经贸法律评论,2019(05):60-72.
- [11]徐文鸣.注册制背景下债市虚假陈述司法裁判的金融逻辑——以五洋债代表人诉讼为例[J].证券市场导报,2021(05):71-79.
- [12]许余洁,邓博文.我国信用评级如何“脱虚入实”?[J].金融市场研究,2017(01):62-72.