

信用评级的监管依赖与改革评析

董裕平¹，范彦君²

(1.中国社科院金融所，北京 100028；2.中国工商银行，北京 100140)

【摘要】 本文从制度发展实践的历史角度分析了美国等在监管上对信用评级依赖的简要过程及其原因和目的，探讨了监管依赖导致评级行业的繁荣和具有不成比例的市场影响力可能引发的系统性风险这一严重后果的责任。在此基础上，综合梳理这次国际金融危机前后一些国家和国际监管机构针对评级行业的改革意见，明确提出弱化监管对评级依赖的政策选择与可行途径。

【关键词】 信用评级 监管依赖 改革

【作者简介】 董裕平（1969—），男，安徽人，中国社科院金融所，研究员，研究方向：制度经济学、金融体制改革与发展；

范彦君（1982—），女，内蒙古人，中国人民大学博士后流动站，中国工商银行博士后工作站，经济学博士，研究方向：信用评级、资产定价。

【中图分类号】 F831 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1003—7071（2015）—0124—06

一、引言

在现代金融市场的发展变迁过程中，信用评级机构的产生与扩张并未受到过多的关注。然而，自从美国发生次贷危机，特别是 2008 年恶化为国际金融危机以来，人们对作为影子银行体系构成部分的标准普尔（S&P）、穆迪和惠誉三大国际评级机构的责难逐渐增多，至今它仍然是金融体系整体改革中的一个争议焦点。

纵观历史，从 20 世纪 30 年代的大萧条到 90 年代的亚洲金融危机，几乎每次危机都离不开对信用评级机构的质疑与检讨，而结果却是信用评级机构的功能与市场渗透进一步扩张。如今，三大评级机构稳定的主营业务除了外部评级，还涉及到深度参与金融机构，尤其是渗透到大型银行内部评级体系的建立过程之中。可以说，“现代金融体系的正常运行已经离不开信用评级机构，或者说市场制度已经患上了严重的信用评级依赖症。^{[1](P76)}”其根源主要有两个方面：其一，信用评级机制作为市场制度的内在部分，有其经济合理性。因为这种制度安排符合效率趋向，可视为市场制度内生的结果。在不考虑行业利益冲突以及参与金融产品创新的非评级金融活动中的道德风险条件下，由于专业化和规模效应，独立的外部信用评级负责信息生产，可以降低市场的交易成本，促进处于风险—收益平衡门槛的交易，丰富市场交易的品种和扩展市场规模。关于这一点，可以借鉴金融中介模型进行理论解释，此文不赘。其二，监管部门对指定信用评级的各种强制性规定要求，不仅导致监管本身越来越多地依赖信用评级，而且大大增强了市场运行对信用评级的依赖性。就此问题，本文将从历史角度分析监管依赖信用评级的过程、原因和目的，以及在形成监管依赖条件下评级可能导致的风险和严重后果，在此基础上，综合探讨这次危

机前后针对评级行业改革的多种意见，明确提出弱化监管依赖的政策选择与可行途径。这对于研究构建和发展适合我国情况的信用评级行业模式也可能有较为重要的参考价值。

二、监管依赖形成的历史与原因

标准普尔等三家美国评级机构在当今国际评级市场上占有绝对的垄断地位，美式评级成了二战后构建的以美国为中心的全球经济与金融体系的一项重要基础设施。从市场经济发展与制度演化的历史看，由于美国监管部门对评级的利用，不仅促进了这一特殊的金融市场“守门人”角色的迅速发展，还为其输入了强大的市场影响价值。Partnoy（2001）指出，“1970年代后评级行业的繁荣并不是因为评级机构发布的信息本身更有价值，而是监管对评级的认可与确认。^{[2](P500)}”随着监管对评级的依赖增加，评级行业的业务量激增，而且监管依赖也使得市场认为信用评级越来越有价值。

我们整理总结了 1936—2000 年期间美国有关使用信用评级的监管法案与规定（表 1），可见监管对评级的使用非常广泛，结果也导致了市场对评级的依赖不断加深。在 2005 年 6 月美国国会听证会的报道中，至少有 8 项联邦法律，47 项联邦条例以及 100 项州法令与评级相关^①。

表 1 美国部分监管部门对评级的使用与依赖（1936-2000 年）

年份	依赖评级的监管规定	最低评级	评级数量	监管部门/监管条例	使用范围
1936	禁止银行购买投机级别证券	BBB	无指定	OCC 和 FDIC（联邦储备保险公司）/ 联邦储备联合声明	审慎监管
1951	对于低级别债券发行人强制实施较高的资本要求	各类	无指定	NAIC（全国保险协会委员会）/强制性储备要求	资本充足率要求
1975	对于强制性较高的新资本头寸	BBB	2	SEC 补充条例 15c3-1/统一的净资本要求	资本充足率要求
1984	非机构抵押支持债券的降低保险准备要求	AA	1	国会/1984 年二级抵押证券市场实施法案	放松市场准入
1989	允许养老金投资高评级的 ABS	A	1	劳动部/ERISA（雇员退休收入保障法案限制）的放松	投资者保护
1989	禁止 S&Ls（储蓄贷款协会）投资在投资级别以下的债券	BBB	1	国会/1989 年金融恢复和改革法案	投资者保护
1991	要求货币市场共同基金限制性持有低级别的商业票据	A1	1	SEC 补充条例 a2-7/1940 投资者法案	投资者保护
1994	对于银行、储蓄贷款协会投资的不同级别的 ABS 强制实施不同的资本充足标准	AAA;BBB	1	美联储, OCC, FDIC, OTS（Office of Thrift Supervision）直接投资规定	资本充足率要求
1999	全国性的银行设立分支机构的限制性条件	A	1	1999 年 Gramm-Leach-Bliley 法案	审慎监管
2000a	非盈利性公司申请担保贷款的条件是：必须有至少有一类被 NRSRO 评级为最高级别的正在发行流通的长期债券	A	1	公共法案 106-553	审慎监管

资料来源：根巴塞爾監管委員會、國際清算銀行、美國國會（2000 Public law 106-553）、美國證監會（2005, Proposed rule）相關法案資料整理

注 a: United States Congress, 2000, Public law 106-553: Federal funding, fiscal year 2001, December 21, 1-151, page 130; US Securities and Exchange Commission, 2005, Proposed rule – definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, April 19, 1-74 .pp 6-9.

^① 2005 年 6 月 29 日，美国民主党成员 Kanjorski, P.E. 在听证会上致开幕词题为“信用评级行业立法解决方案”。

监管部门为什么如此依赖信用评级呢？从一些国家监管部门使用和依赖评级的基本情况看，主要的原因与目的可以归结为：（1）审慎监管，例如，对于银行和证券公司规定最低资本充足率要求；（2）投资者保护，如对养老金投资设置了最低评级要求等。另外，监管部门也可以直接采用评级作为市场准入标准，如作为证券进入公开市场交易的审核评级功能。下面对此做进一步分析。

1、审慎监管

审慎监管一般旨在维持市场信心以确保金融机构的稳定。美国早期审慎监管始于 1931 年到 1936 年，实施资本监管和缓减公司不能履行对于消费者和交易对手方债务能力的情况。其中最重要的是对金融机构设置最低资本要求。1975 年，美国证监会（SEC）第一次使用评级规定了证券交易商的净资本要求。SEC 规定，当交易商在计算净资本时，要从净资本中扣除所有权证券的市场价值部分^②。欧洲金融监管部门对于评级的使用，主要是决定银行用以支持收益性资产的资本要求。例如，英国金融服务局（FSA）规定，如果债务发行人被三大评级机构中至少一家评为投资级别，就可以降低对于风险权重的要求。

真正导致信用评级受到世界范围的监管依赖则是 1999 年《巴塞尔协议》的修订。1997 年亚洲发生金融危机后，为确保银行部门对于信用风险贷款定价及资本使用的合理性，巴塞尔委员会扩大了风险资产中信用风险权重。1999 年公布了“新资本充足率框架”，新协议对风险资产的信用风险采取两类估计方法：标准化法采取外部评级机构的信用评级；内部信用评级作为可替代方法，审慎监管允许银行使用其内部信用评级和损失违约率估计风险资产。这项提议后来促成了 2004 年巴塞尔 II 的修订，它加强了序数评级和违约概率之间的联系，将评级与银行所需的权益资本和融资的信用成本更密切地联系在一起^③。根据巴塞尔 II，外部信用评估决定信用风险权重可以在银行和投资公司中使用。在 1999 年修订的资本协议中，巴塞尔委员会使用标准普尔体系的评级作为参考来重新划分不同借款人，即采用评级符号来划分贷款信用等级，使监管更加简便具体化，但也存在漏洞，为此巴塞尔委员会一直试图寻找可替代方法（如表 2），例如，采取基于资产组合的方法测量信用风险，然而该方法也有明显局限。

表 2 巴塞尔协议设定信用风险资本充足率的可选择方法

I 基于银行贷款规模的风险资本要求
— 简单的杠杆要求（1988年之前）
— 单一的风险基准（1988年资本协议）
— 基于外部评级测度的信用风险标准（1999年提议）
II 基于资产投资组合模型的风险资本要求
— 标准模型
— 内部模型
III 市场规则模型
— 次级债要求

^②US Securities and Exchange Commission, 2003. Report on the role and function of credit rating agencies in the operation of the securities market, January, 1-45, page 6.

^③参见 Basel Committee on Banking Supervision, 1999. A new capital adequacy framework: a consultative paper, Bank for International Settlements, Basel, June, 1-62, and Fleming, S., 1999, Disarming Bank Credit Risk, Institutional Investor – International Edition, August, Vol. 24, Issue 8, 28-35, pages 29-34.

2、投资者保护

金融监管的基本目的之一在于保护投资者，特定的监管则是对投资者提供更直接的保护。部分集体性投资机制的监管规定可以控制和影响大量投资者的利益。例如，按照美国 1940 年《投资公司法案》中的第 2a-7 条的规定，货币市场基金只能投资高质量的短期金融工具，即只允许投资于由 NRSROs（Nationally Recognized Statistical Rating Organizations）评级的两类高级别短期债券，并且对没有得到最高评级债券的持有量予以限制。1989 年才允许养老金投资于资产支持证券（ABS），且只能投资于投资级别的证券。同年，《金融机构复兴和改革法案》禁止储蓄和贷款机构投资于投资级别以下的债券。类似的，加拿大海运法案（Canada Marine Act）规定，港口管理局只能投资至少有两家评级机构评级的债券，其中一个必须是穆迪或是标准普尔，并且是投资级别的证券。1991 年开始，法国货币市场基金投资组合受到信用评级的限制。例如，货币市场基金所持有的不具备投资级别的资产不得超过 25%。

基于上述保护投资者利益和审慎监管的要求，监管部门还在监管实践中广泛地采用了评级工具作为衡量市场准入的标准，以较好地保证市场的投资品质。例如，美国对于“抵押证券”的定义，要求该类债券是至少有一家 NRSROs 评为最高投资级别。加拿大证券法也规定了使用评级作为市场准入，对已经担保和已取得高评级的短期债务可以享受豁免，即不需要在监管部门注册。在欧盟层面，对于信用评级广泛使用的监管法案是 2006 年的资本要求指令。欧盟委员会也勉强接受使用评级作为监管标准。他们认为：“在没有其他方案进行例证分析的情况下，欧洲立法使用评级不应该被简单的作为广泛推广使用的方式。在立法使用评级时，都应该比较其所有可选方案。”^④

监管部门选择运用评级工具来处理机构与产品的风险管理问题，包括直接用来筛选获准进入市场的参与机构与产品，有利于市场的稳健运行，从而有效实现金融体系配置资源的基本功能。尽管监管部门允许机构运用内部信用评级进行风险管理，但是，不同机构内部评级指标体系和贷款对象不同，评级模型也不相同，这比外部评级工具要复杂得多，大大增加了监管的操作成本和难度。相反，外部评级恰恰提供了一个相对简单的参照，不仅便于机构对其内部评级进行误差修正和对比，同时，也为监管部门提供了更为简易的监管指标和评价标准。于是，在监管逐步确立评级要求的制度框架下，虽然评级行业的业务量出现了激增的现象，市场也逐渐认可其价值，但潜在的问题也逐渐暴露出来。

三、过度依赖的恶果：评级对金融危机的责任

监管依赖导致了评级机构成为愈加重要的市场“守门人”角色，评级机构在市场上不仅更加积极主动地扩展评级业务，而且深度参与结构性产品的开发设计，演变成了市场的“开门人”。近些年来，评级机构在短时间内帮助创造出了数万亿美元的结构性产品市场规模，虽然促进和拓展了金融衍生品市场，但最终爆发了金融危机，因此招致一片挞伐之声。

“市场对于信用评级机构的质疑和批判，多数源于评级机构在危机之前几乎没有给出任何预警，而在危机发生时则对一些之前给出高评级的机构或产品采取突然降级，加剧了市场恐慌。^{[3](P6)}”其在危机发生前后的迥异表现，一则促进了市场繁荣泡沫，另一则推波助澜恶化了危机。

^④ 欧盟证券监管委员会(CESR, The Committee of European Securities Regulators), 2005. 欧盟委员会关于信用评级机构使用评级替代性方案的技术建议. March, CESR/05-139b, 1-93, page 40.

客观地看，发行人、投资者、评级机构和监管部门的不当激励对这场金融危机都负有一定责任。就评级机构来看，不仅仅是其能否在事前给出预警的问题，更重要的是其市场结构中处在相对特殊的地位。一般而言，评级机构负责信息的开发与生产。但对于结构性衍生产品，评级机构已经不再是作为第三方帮助解决信息不对称问题，它们自身开始参与到具体的金融产品开发、设计和发行过程，成了影子银行体系的重要组成部分。然而，此时的评级对象发生了根本性变化，即评级机构实际上是在为自己参与设计开发的产品进行评级，不仅是评级本身的准确性可能存在这样那样的问题，而且其中的利益冲突比单纯的付费模式问题可能要严重得多。

在影子银行体系的金融创新活动中，评级作为市场定价的重要因素，对多层次复杂衍生产品的创造具有至关重要的作用。^⑤ 甚至可以说，缺少评级机构的介入，复杂的金融衍生品市场将很难成为现实。我们看到，评级机构进入信用衍生产品市场通常是利用信用衍生工具的次级形式，即债务抵押债券（CDOs）。^⑥ “20世纪90年代中期，CDOs产品是基于高收益债券资产组合设计交易的，到2000-2005年期间，CDOs已经基于各类资产设计，资产支持证券、CDSs，以及其他的CDOs进行衍生设计。^{[4](P67)}” 通过建立特殊目标实体（SPE），用来购买固定收益资产组合，如果某些资产违约，初级的SPE就要承担第一步损失，每一批付款都有一个规定的优先支付。评级机构的重要作用首先是利用模型将各个级别CDOs联系在一起使其价值远超过基础资产。其次，评级机构通过重新打包评级资产池中的各类资产，将原有低级别资产通过重新组合进入高级别资产系列。而重新打包并结构化资产池中现有资产需要十分精密的模型设计，否则难以覆盖风险传导信息，存在评级失误及由此导致的风险问题。

以标普为例，它使用蒙特卡洛模拟资产组合违约的分布和时间，并据此判断模拟中的损失触发是否具有破坏性。“评级机构根据设定的违约率、回收率和资产相关系数变量，给予每一档一个级别。^{[3](P68)}” 其中，回收率和回收时间的改变是依靠资产性质决定，可以人为设定，并不是一项精密的科学。而对于特定资产又几乎没有历史的违约率。但是，模型需要假定评级机构输入的回收率必须是精确的。这就为衍生产品最终评级的精确性埋下了隐患。从标普公布的一些在特定CDO评级中使用的违约率（表3）来看，其所使用的违约率估计相对固定，只是基于给定某级别类别的违约概率估计。这种相对固定的违约概率假设使得评级有失准确性。

表3 标普关于CDO的违约率假设

评级	ABS (所有)	4年期公司债	7年期公司债	10年期公司债
AAA	0.25	0.19	0.52	0.99
AA	0.50	0.57	1.20	1.99
A	1.00	0.81	1.81	3.04
BBB	2.00	1.81	3.94	6.08
BB	8.00	9.49	14.20	17.47
B	16.00	21.45	26.15	28.45

资料来源: Standard and Poor's, CDO Evaluator Applies Correlation and Monte Carlo Simulation to Determine Portfolio Quality, November 13, 2001.

^⑤根据金融稳定委员会（FSB，2011）对影子银行问题的研究认为，那些仅为期限转换、流动性转换以及杠杆交易提供便利的实体，如金融担保机构、债券与抵押贷款保险商以及信用评级机构，也属于影子银行体系。

^⑥ CDOs 是一种结构化金融产品，由一类或多种固定收益资产支持的高倍杠杆金融产品。

评级失误在很难被市场纠正并不断积累的情况下，将会导致系统性灾难。其一，评级信号实质上是给出了资产风险定价，评级有错误，即意味着市场定价错误，如果市场有效，这种套利机会就能够被市场挖掘出来，从而修复或纠正这种错误。然而，在评级垄断的市场格局中，客观上很难有其他相对独立的市场力量能挖掘这种套利机会。其二，一些投资者考虑到监管要求，持有某些经过评级并达到投资等级标准的资产，如果评级存在没有被市场纠正的严重错误，那么这些机构的风险管理模型就很容易被击穿。在这次金融危机中，这类问题相当普遍，加剧了系统性风险冲击。

四、弱化监管对信用评级的依赖

正如Partnoy（2001）所指出，“1970年代后评级行业的繁荣并不是因为评级机构发布的信息本身更有价值，而是监管对评级的认可与确认。^{[2](P500)}”这也使得信用评级在世界范围内具有更强的市场影响力。然而，这种不断增强的全球市场影响力，在固有的评级错误很难被市场挖掘纠正的情况下，而且，更严重的是，评级机构深度参与金融衍生产品开发设计所包含的利益冲突道德风险，为市场崩溃埋下了巨大隐患，最终爆发了金融危机。

危机以来，各方对信用评级问题进行了一定程度的反思，国际监管机构和一些国家的立法与监管部门开始针对评级行业进行改革。从各方陆续提出的改革方案来看，基本方向是要弱化监管与市场对评级的过度依赖，改革评级本身的运行机制，核心思路可以概括为强化信息与监督角色，弱化认证角色，即加强对外部信用评级机构的监管，减少利益冲突，降低监管部门和金融机构对外部评级的过度依赖，关注主权评级的影响等。改革的主要内容（见表4）有三个方面：一是加强对评级的监管，各国和地区从评级行业管理角度进一步完善或明确专业监管机构，实施信用评级机构分类管理，降低评级机构准入门槛，加强竞争，探讨相应的监管收费方案。二是减少利益冲突，各国和地区针对评级结果的产生过程纷纷提出一系列举措改善评级机构内部治理，强化信用评级机构承担的责任，推动信用评级付费模式改革，提高评级透明度和信息披露。三是降低对评级过度依赖，国际上倾向于把信用评级机构改革问题上升到宏观审慎性政策的高度，分别从监管标准和法律法规、金融机构的内部风险管理与投资决策两个层面来减少对信用评级的过度依赖。

表4 美、欧、日在危机前后对信用评级行业监管改革的基本情况

时间	地区	监管部门	内容
2006年9月29日	美国	参议院	信用评级机构改革法案（the Credit Rating Agency Reform Act of 2006）修改了《证券交易法》确立对信用评级机构实施注册认可管理制度。该法案首次澄清了NRSRO资格认定标准和程序，明确了NRSRO的注册和信息披露义务，确立了NRSRO利益冲突的防范机制，并赋予美国证监会注册认可和监管的权限。
2009年4月23日	欧盟	欧盟委员会	《信用评级机构监管法规》确立了对信用评级机构的立法监管框架。根据法规要求，信用评级机构出具的信用评级要得到欧盟法规的认可使用，必须事先获得欧盟的注册认可。
2009年12月28日	日本	国会	《金融商品交易业内阁府令修正案》作出了更为具体的规定，并于2010年4月1日起正式实施。信用评级机构应于每业务年度制作关于业务情况的说明文件，并放置完善对信

			用评级业者的报告提供义务、现场检查、业务改善命令、停业命令、注销登记等监管事项所必需的规定。
2010年5月中旬	美国	参议院	要求设立一个在美国证监会监管之下的评级委员会，后者将指派评级公司为单个证券评级。同时参议院已考虑彻底取消造成信用评级行业垄断的“全国认可统计评级组织”。
2010年6月2日	欧盟	欧盟委员会	《信用评级机构管理条例》；同时提议设立“欧洲证券和市场管理局”对在欧盟注册的以及在欧盟设有分部的评级机构实施监管，这一机构还拥有要求信用评级机构上报其评估主权债务的评估模型、提供信息、开展调查以及就地检查等权力。如果信用评级机构违反欧盟的管理规定，该监管机构将有权对评级机构采取惩罚措施。
2010年7月21日	美国	国会	《Dodd-Frank华尔街改革和消费者保护法》；该法案第939A中，要求监管者使用可以选择的不同信用质量测度标准来代替信用评级，然而却没有提出可替代的基础标准。同时第939(h)部分具体指出了后期信用评级监管改革的主要方向： (1) 标准化信用评级主标尺；(2) 评级时应标准化市场压力情景；(3) 要求信用评级和违约率之间建立对应的数量关系；(4) 标准化不同类别资产的信用评级主标尺，并且要求评级可以反应违约率与资产分类以及发行实体预期损失之间的对应关系。
2011年7月26日	美国	美国证监会（SEC）	美国证监会根据《Dodd-Frank》法案一致通过了一项新规则，取消了要求公司在注册公开证券时采用简式发行程序须经信用评级的规定。
2012年12月	美国	美国证监会（SEC）	“信用评级标准化研究”报告建议委员会就《Dodd-Frank》法案939(h)部分中有关“加强对信用评级机构的监管”的改革建议提出最新研究成果，建议以下条款暂不执行： “（1）标准化信用评级主标尺；（2）标准化评级时的市场压力条件；（3）在评级与违约率和损失率之间建立定量的相应关系；（4）对于不同类别资产标准化评级术语。研究人员认为监管当局推动标准化的政策可能并不是很有效率，相比而言，提高与评级方法有关的一些信息的透明度会更加有效。 ^{[5](P1)} ”

资料来源：作者根据相关法案整理。

从美国的情况来看，2006年以来颁布了一系列的改革法案，旨在触动评级行业运行机制的调整，减少评级机构的垄断局面，包括消除NRSROs许可制度，用基于市场准则的评级方法替代评级机构，加强对信用评级机构的监管，提高评级行业透明度等措施，以加强和改善评级的准确性。然而，立法与监管部门企图通过加强对评级机构的监管和促使其运行机制改革，来加强和改善评级的准确性，这不仅可能损害市场体制，而且行动也会非常困难。尽管美国《Dodd-Frank》法案针对信用评级机构行业模式改革以及行业标准方面提出了较为具体的改革方向，但是，三年时间过去了，我们看到最初设计的改革方案仍然难有可操作性，而信用评级行业统一主标尺的推进更是遥遥无期。市场的千变万化和不断演进改变的评级指标体系也为监管目标提出了新的挑战。立法与监管部门应该意识到，监管方实际上很难从微观角度加以干涉。然而，在主动减少监管对评级的过度依赖，以降低因为认证促成的垄断固化，以及由此强化评级有失比例的市场影响力方面，则是立法与监管部门当前最为可行的改革选择。

首先，各国可以从监管标准和法律法规方面减少监管制度本身对信用评级的依赖。如上所述，各国微观审慎的监管要求以及1999年《巴塞尔资本协议》修订是真正导致评级广泛使用和评级机构全球扩张的主要原因。因而，危机后各国也在试图减少对信用评级的官方认可和审慎标准依赖。例如，美国证监会根据《Dodd-Frank》法案通过的新规，取消了要求公司在注册公开证券时采用简式发行程序须经信用评级的规定；同时参议院已考虑彻底取消造成信用评级行业垄断的“全国认可的评级组织”，以期减少监管部门只对少数评级机构的认可和依赖程度。这将弱化评级市场的高度垄断性和其在评级过程中可能出现的利益冲突。

其次，在金融机构风险管理方面，鼓励更多地采取内部模型方法，弱化对外部评级的依赖。《巴塞尔资本协议III》进一步要求商业银行根据其实际情况建立和采用不同的内部评级法计算信用风险资产；在市场风险管理方面，巴塞尔委员会公布了《增强银行体系稳健性》的要求指令，其中对交易对手风险部分进行了大幅修订，进一步强化了内部模型法的使用，以期减少监管部门在制定计算风险资产标准时对外部评级的依赖，体现了危机后宏观审慎监管的核心思路。这在短期内虽然会增加监管部门审核难度和监管力度，但长期来看有助于降低系统性风险传导可能性，增加银行体系整体稳健性。

再次，在金融机构投资决策方面，各金融机构正在逐步建立和应用内部评级管理模型为资产定价。主要由于，一是危机后暴露出的评级失准和结构性衍生产品的评级漏洞，使得金融机构自身要求强化内部评级投资策略，而将外部评级只作为参考或调整手段，通过内部评级进行投资决策不仅避免了外部评级的滞后性，也可以更加及时的调整投资策略，金融机构投资风险管理能力也得到了进一步的提高；二是在监管部门逐渐取消利用外部评级制定市场准入标准和进行投资者保护的情况下，金融机构将有更大的空间选择外部评级机构，市场定价也会逐步趋于理性，而监管部门则更多地在宏观审慎方面起到指引作用。

最后，对于多数国家和地区，要弱化对外部信用评级的依赖，首要的改革方向是弱化美国三大评级机构对本国的影响，建立有影响力的本土评级机构，其具体的组织模式改革也不应该是监管的主要目标。诚然，对于新兴市场而言，要弱化美国三大评级机构的作用，建立其更为有效的内部评级模型和内评体系，可谓任重道远。

参考文献：

- [1]董裕平、范彦君. 主权评级对欧债危机的冲击 [J]. 中国金融, 2012(9).
- [2] Partnoy.Frank. Barbarians at the Gatekeepers? A Proposal for a Modified Strict Liability Regime [EB/OL]. <http://www.ssrn.com/>. Washington University Law Quarterly,2001,79: 491-546.
- [3]范彦君、董裕平. 主权评级对市场影响的实证分析 [J]. 国际金融研究, 2012(5).
- [4] Mahesh Kotecha, Sharon Ryan, and Roy Weinberger. The future of Structured Finance Ratings After the Financial Crisis[J]. *The Journal of Structured Finance*,2010,15(4):67-74.
- [5] U.S. Securities and Exchange Commission, 2012, Report to Congress Credit Rating Standardization Study: As Required by Section 939(h) of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, September. 2012.1-60.

Comment on the regulation dependence and reforms of the Credit rating

Dong Yu-ping¹, Fan Yan-jun²

(1.Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100028, China

2.Industrial and Commercial Bank of China, Beijing100140, China)

Abstract: This paper analyzes the process of regulation depending on the credit ratings briefly; also what is the reason and the purpose from the point of the historical view of the institutional development and practice. Besides, we discuss that the regulation dependence has caused the prosperity of rating industry and the rating's duty resulted from the disproportionate influence on the market. This kind of influence may cause severe systematic financial risk. On the basis of this analysis, we searched and list those reform suggestions on rating industry from different sides systematically, including different countries and international regulatory organizations before and after this financial crisis. At last, we clearly put forward some policy options and possible ways in order to weaken this kind of regulation dependence on ratings.

Key words: Credit rating; Regulation dependence; Reform