



# “3A”失真 莫让评级沦为摆设

金融题材电影《大空头》中提到：“如果我们不这么评，他们就会去找隔壁的穆迪评级。”说这句话的人是美国标准普尔公司的一位患有眼疾的高管，该机构给予糟糕的次贷项目最高评级。

如电影所讽刺的，“他们拿评级卖钱”，原本充当“资本守门人”的专业评级机构在发行人付费模式下患了“眼疾”，只愿迎合债券发行主体的高评级需求，至于客观公正都被抛之脑后了。

电影折射出评级市场的现实窘境。企业要想在交易所发债，评级是标配。但在评级市场，激烈竞争和争抢客户的压力下，信用评级市场乱象频发。面对不同评级机构，发行主体重视的不仅是服务价格，更有秘而不宣的“心思”。如一位评级机构从业人士所言，“对于企业来说，要发债必须达到AA级，（如果）评级机构给不到AA级，（企业）为什么要花钱找你呢？”为笼络更多客户，评级机构有意或无意地将天平的一端朝“金主”倾斜，评级虚高成为行业顽疾。

城投债是信用评级泡沫的冰山一角。华西证券日前发布的一份针对城投债评级情况的调查显示，城投平台普遍存在评级虚高现象。在所调查的2133家中债城投主体中，有819家主体偏度为1度，590家主体偏度为0.5度，335家主体无偏差，348家主体存在1.5度及以上的偏差（偏度越高，评级虚高情况越严重）。从省级行政区看，上海、北京、西藏、湖北、广东、安徽评级偏度较小，虚高的情况相对较轻；吉林、青海、海南、云南、新疆等地则评级偏度较高。

评级“助力”之下，国内发债规模不断攀升，但债券违约数量同样水涨船高。以刚刚过去的2020年债市违约风波为例，一向被视为优势主体的国企罕见成为违约主角，且多数违约国企出险前均处于AAA的高评级。要知道，3A级别在信用评级机构中属于最高评级，它代表着“企业偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低”。然而，事与愿违。数据显示，自2014年债市首例违约开始，6年间共46只发行时主体评级为AAA的债券发生实质性违约。其中仅2020年以来就有32只，

占比近70%。

以过去一年发生的永煤集团债券违约事件为例，中诚信国际信用评级有限责任公司（下称“中诚信国际”）给出的主体评级为AAA。直到产生实质性违约，中诚信国际才紧急将永煤集团及其控股股东河南能源化工集团有限公司的主体评级从最高级AAA断崖式下调至BB，令市场惊愕不已。

反思永煤集团等债券风险事件，标榜专业的信用评级并未起到真正的信用分层和风险预警作用，独立性受到质疑。如行业人士所言，与成熟国家市场相比，我国评级机构给出的评级有些虚高，3A级占比过高，且3A级信用债的内部各主体基本面分化较大。如果评级机构行业长期恶性竞争，以竞相给出虚高评级来获取客户，不利于行业长远健康发展。

信用评级一直被视为资本市场的“守门人”，但如果评级机构在关键问题上“失语”，丧失专业性、公正性和独立性，那么评级机构不仅无法为投资者消解风险，反而会成为企业违法违规的推手，这将使正常的市场定价发生扭曲，滋生新的风险。

此前，因“为多家发行人开展评级服务的同时为发行人提供咨询服务，收取高额费用，有违独立原则”等问题，大公国际曾被证监会叫停证券评级业务一年；2020年，曾给永煤集团违约债券AAA级的中诚信国际也收到了来自交易商协会

的自律处分，被予以警告并暂停其债务融资工具相关业务3个月。但评级行业的违法违规似乎并未停歇。就在今年1月，东方金诚国际信用评估有限公司又因“违反独立性要求”等三宗罪被罚近600万元。可见，加强对信用评级机构在独立性、透明度、利益冲突管理、评级程序规范、严惩评级机构弄虚作假等方面的监管依然任重道远。

为防止无序竞争对评级行业造成危害，国内5家主流评级机构在2007年联合发布了《银行间债券市场信用评级机构评级收费自律公约》；此后央行、证监会等部门又在2019年联合发布《信用评级业管理暂行办法》，提出信用评级从业人员的薪酬不得与评级对象的信用级别、债务融资工具发行状况等因素相关联，对信用评级机构和从业人员的违规行为采取了提高罚款金额等举措。

在备受争议的收费模式上，中国交易商协会曾出资设立中债资信评估有限责任公司，实行“投资人付费”的新型运营模式，以化解发行人付费模式所产生的弊端，提高评级机构的独立性。但投资人付费模式也存在不足，其无法像发行人付费模式那般全面获得发行人信息，主要依靠公开市场信息开展评级业务，评级结果稳定性有待改善。

放眼全球，目前国外评级机构普遍以发行人付费模式为主，投资者付费模式占比很小。在我国，信用评级市场起步于上世纪80年代，起初归属于央行系统，后逐步市场化。目前尚未形成有序的债券市场评级违约检验机制，以及成熟且愿意支付外部评级费用的投资者群体，也以发行人付费模式为主。

事实上，无论选择何种付费模式，信用评级的独立性、客观性和专业性始终是信用评级机构生存和发展的基石，否则用钱就可以买到高评级，那么评级机构也就没有了存在的意义。同时，观察债券违约风险事件，不仅能看到诸多信用评级乱象，还能发现相关承销商、会计师、律师等一系列风控失灵，这些也将是未来进一步消解债市风险的关键所在。

撰文/袁诚

## 66

事实上，无论选择何种付费模式，信用评级的独立性、客观性和专业性始终是信用评级机构生存和发展的基石，否则用钱就可以买到高评级，那么评级机构也就没有了存在的意义。

## 99

