

## 2008 年金融危机后国际评级机构商业模式研究

2023 年 10 月 12 日

中证鹏元资信评估股份有限公司  
研究发展部

李莹

[lix@cspengyuan.com](mailto:lix@cspengyuan.com)

更多研究报告请关注“中证鹏元”  
微信公众号。



### 独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 主要内容：

2008 年金融危机发生后，国际上关于评级机构商业模式的讨论较多。根据学者们从历史数据的研究中获得的结论来看，发行人付费模式对信用评级的影响是综合性的，既有需要防范的利益冲突问题，又带来了订阅人或投资人付费模式下无法提供的积极市场价值。现实表明，金融危机后，在美国评级市场上，发行人付费模式的主流地位并未改变，甚至还出现了早期依赖订阅人付费模式的评级机构逐渐发展发行人付费业务的现象。截止 2022 年，美国注册的 10 家 NRSROs 中，已没有完全采用订阅人付费的 NRSRO，有 8 家 NRSROs 同时采取发行人付费和订阅人付费模式，另外两家 NRSROs 仅采用发行人付费模式。在欧盟评级市场上，2009 年至 2014 年，ESMA 并没有发现评级机构的商业模式发生巨大变化；2015 年 9 月 30 日的统计显示，同时采用发行人付费和投资人或订阅人付费模式的有 12 家，仅采用发行人付费模式的有 10 家，仅采用投资人或订阅人付费模式的有 1 家；2021 年 ESMA 的报告显示，大部分在欧盟运营的评级机构采用发行人付费模式。此外，从评级监管的角度来看，金融危机后，欧美监管机构对利益冲突管理问题更为重视，一方面，通过立法对评级机构利益冲突防范提出更为明确的要求，另一方面，加强对利益冲突问题的日常监管。

## 一、2008 年金融危机后关于评级机构商业模式的讨论

早在信用评级行业诞生之初，评级机构通过向评级信息的订阅者收费来获取报酬，订阅人付费模式在行业发展初期一直是评级机构的主要运营模式，直到 20 世纪 60 年代末、70 年代初，发行人付费模式出现，评级机构尝试向受评证券的发行人收取费用，以缓解订阅人付费下较为严重的搭便车现象。在发行人付费模式下，评级机构的收入更有保障，行业的发展逐渐步入快速期，评级市场也逐渐完成了从订阅人付费为主向发行人付费为主的模式转变。正当评级行业蓬勃发展之时，2008 年金融危机对评级行业的发展带来了较大的冲击，金融危机过后的一段时间内，关于评级机构的商业模式及其相关的利益冲突问题受到市场的普遍关注，重塑评级机构商业模式的市场呼声也很高。

那么，发行人付费模式到底给信用评级带来了哪些影响？学者们试图从历史数据的研究中获取答案，从研究结论来看，发行人付费模式对信用评级的影响是综合性的，既有需要防范的利益冲突问题，又带来了订阅人或投资人付费模式下无法提供的积极市场价值。其中，John Jiang 等 2012 年在 *Journal of Financial Economics* 上发表的一篇文章，通过历史数据分析来检验标普 1974 年从投资人付费转向发行人付费后是否授予更高的债券评级。文章以穆迪对同一债券的评级作为对比基准，研究发现：当标普向投资人收费而穆迪向发行人收费时，标普的评级低于穆迪的评级；一旦标普采取发行人付费模式，其评级提升，与穆迪的评级无差异。该文章认为，发行人付费模式带来了更高的信用评级。而 Samuel Bonsall IV 于 2014 年在 *Journal of Accounting and Economics* 发表的文章分析了 1970 年代初期穆迪和标普采取发行人付费模式后对公司债券评级品质的影响，文章认为发行人付费模式给市场带来了一些正面的影响。比如，发行人付费模式通过明确的合同安排将评级机构与发行人之间建立起经济联系，这有助于改善非公开信息的流动。又比如，在采取发行人付费模式之后，评级机构在预测违约方面变得比之前（投资人付费模式）更准确、更及时。

## 二、欧美评级市场商业模式的现实演化

事实表明，2008 年金融危机后，在美国评级市场上，发行人付费模式的主流地位并未改变，甚至还出现了早期依赖订阅人付费模式的评级机构逐渐发展发行人付费业务的现象。例如，曾经依赖订阅人付费模式的 KBRA 和 Morningstar 两家机构从 2010 年开始越来越多地通过发行人付费模式提供评级服务，截止 2022 年，美国注册的 10 家 NRSROs 中，已没有完全采用订阅人付费的 NRSRO，有 8 家 NRSROs 同时采取发行人付费和订阅人付费模式，另外两家 NRSROs 仅采用发行人付费模式。在欧盟评级市场上，2021 年 ESMA 的报告显示，大部分在欧盟运营的评级机构采用发行人付费模式，那些采取发行人付费模式的评级机构，在获得市场广泛认可之后，可同时采取订阅人付费模式来进一步增加收入。

### 1. 美国评级市场商业模式的情况

美国 SEC 于 2007 年 9 月 24 日首批注册的 7 家 NRSROs 都是以发行人付费模式为主的评级机构。为了给市场提供更多的选择，丰富评级市场的商业模式，在 2007 年 12 月至 2008 年 6 月之间，美国 SEC 又引入了 3 家新的 NRSROs，分别为 EJR、KBRA 和 Morningstar，注册时这 3 家评级机构的共同特征是主要依赖订阅人付费模式。下表根据美国 SEC 公开的 NRSROs 年度报告总结了 2008 年以来美国注册 NRSROs 的商业模式总体情况。2008 年至 2012 年，美国 SEC 工作人员在报告中具体披露了采取不同商业模式的评级机构家数，但从 2013 年开始变成更加模糊的表述，仅提及大部分 NRSROs 是依赖发行人付费模式。为了了解当前（截止 2022 年）美国 NRSROs 的商业模式，笔者查阅了各家评级机构的年度认证表格及其附表，从中挖掘出评级机构商业模式的信息。

**表 1 2008 年至 2021 年美国注册 NRSROs 的商业模式**

时间	主要依赖发行人付费的 NRSROs	主要依赖订阅人付费的 NRSROs
2008 年	7 家	3 家
2009 年	7 家	3 家
2010 年	7 家	3 家
2011 年	6 家	3 家
2012 年	7 家	3 家
2013 年	大部分（含大型 NRSROs）	小部分
2014 年	大部分（含大型 NRSROs）	小部分
2015 年	大部分（含大型 NRSROs）	小部分
2016 年	大部分（含大型 NRSROs）	小部分
2017 年	大部分（含大型 NRSROs）	小部分
2018 年	大部分	小部分
2019 年	大部分	小部分
2020 年	大部分	小部分
2021 年	大部分	小部分

资料来源：根据 Annual Report on NRSROs 整理。

**表 2 截至 2022 年美国注册 NRSROs 的商业模式**

评级机构	发行人付费	订阅人付费
AMB	√	√
DBRS	√	√
Demotech	√	-
EJR	√	√
Fitch	√	√
HR	√	-
JCR	√	√
KBRA	√	√

请务必阅读正文之后的免责声明

MIS	√	√
S&P	√	√

资料来源：根据 FROM NRSRO 整理。

### （1）发行人付费模式在 2008 年后仍是美国评级行业主流模式

根据美国 SEC 公开披露的信息来看，2008 年金融危机后，发行人付费模式的主流地位并未改变，在注册 NRSROs 中，主要依赖发行人付费模式的评级机构始终占据大多数。2008 年至 2012 年，主要依赖订阅人付费模式的 NRSROs 仅有 3 家，分别是 EJR、KBRA 和 Morningstar。但是在 2008 年至 2011 年各年末的存量评级中，有 99% 是在发行人付费模式下提供的信用评级，可见订阅人付费模式下的信用评级数量是极少的。2013 年后，美国 SEC 未披露不同商业模式下的评级机构数量，但可以合理推测，发行人付费模式依然是美国评级行业主流的商业模式。

### （2）部分依赖订阅人付费的 NRSROs 开始发行人付费业务

KBRA 和 Morningstar 两家机构在初始注册时主要依赖订阅人付费，根据 SEC 披露的信息，从 2010 年起，KBRA 和 Morningstar 两家机构的商业模式开始发生变化，它们逐渐通过发行人付费模式来提供评级服务，这很可能是出于市场生存的考虑。

### （3）美国目前已无完全采用订阅人付费模式的 NRSRO

从 2008 年后美国评级机构的商业模式选择来看，仅采用订阅人付费模式的评级机构从财务角度来讲似乎不太可行。2012 年，美国注册 NRSROs 中，只有 EJR 一家仍完全依赖订阅人付费。截止 2022 年，未发现仅采用订阅人付费模式的 NRSRO。

### （4）同时采取多种商业模式是现阶段大部分 NRSROs 的选择

截止 2022 年，美国 10 家注册 NRSROs 中，有 8 家 NRSROs 同时采取发行人付费和订阅人付费模式，有两家小型 NRSROs 仅采用发行人付费模式，其中一家是 2022 年 7 月才获批注册的 Demotech，另一家是总部位于墨西哥的 HR。

## 2. 欧盟评级市场商业模式的情况

根据 ESMA 掌握的信息，发行人付费模式是欧盟信用评级机构采用的常见商业模式，大部分注册评级机构采取发行人付费模式。在 2008 年金融危机之后的六年时间内，即 2009 年至 2014 年，ESMA 并没有发现评级机构的商业模式发生巨大变化。据 ESMA 统计，截止 2015 年 9 月 30 日，同时采用发行人付费和投资人或订阅人付费模式的有 12 家，仅采用发行人付费模式的有 10 家，仅采用投资人或订阅人付费模式的有 1 家，为 EIU。这可能表明，在欧盟，仅采用发行人或者订阅人付费模式从财务的角度来看或许存在困难。另据 ESMA 在 2021 年 9 月 30 日发布的一份报告显示，大部分在欧盟运营的评级机构采用发行人付费

模式，一旦评级机构的信用评级取得了广大发行人群体和投资人群体的认可之后，评级机构不仅可以通过发行人付费模式来运营，还可以将信用评级分发给订阅人，从而获得订阅收入。

**表 3 截至 2015 年 9 月 30 日欧盟注册评级机构的商业模式**

评级机构	发行人付费	投资人或订阅人付费
AMB	√	
ARC	√	
ASSEKURATA	√	
Axesor	√	√
BCRA	√	
Capital Intelligence	√	√
CERVED	√	√
Creditreform	√	
CRIF	√	√
Dagong	√	
DBRS	√	
EIU		√
Euler Hermes	√	√
European Rating Agency	√	
EuroRating	√	√
Feri	√	√
Fitch	√	√
GBB	√	
ICAP	√	√
Moody's	√	
S&P	√	√
Scope	√	√
Spread Research	√	√

资料来源：ESMA。

### 三、欧美监管机构强化评级机构利益冲突管理

#### 1. 加强对利益冲突防范的规范

2010 年，美国《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》签署生效，1934 年《证券交易法》SEC.15E 做出修订，强化对评级机构利益冲突的管理和披露。修订后的 SEC.15E 从组织制度与流程、回溯要求、离职报告、指定合规官、信用评级方法与审核信息的透明度、公司治理等方面对利益冲突管理做出规定。另外，Rule 17g-5 具体明确了利益冲突的情形以及被禁止的利益冲突，同时规定了 NRSROs 内个体存在与信用评级授予、维持相关的利益冲突的前提条件，包括：在 Form NRSRO 的 Exhibit 6 中披露利益冲突的类型；建

请务必阅读正文之后的免责声明

立、维护并执行书面制度和流程来解决并管理利益冲突等要求。

欧盟 2009 年颁布的 CRA Regulation 在第 6 条中提出了强化利益冲突管理的基本要求：信用评级机构应当采取一些必要措施来保障信用评级的授予不受到任何现有或潜在的利益冲突或商业联系的影响。法规第 7 条中还提出了参与评级授予的评级分析师、员工和其他个体的利益冲突防范要求。此外，CRA Regulation 的附件 I 专门就“独立性和避免利益冲突”做出规定，包括五个部分，分别为：组织要求、运营要求、有关评级分析师和直接参与信用评级活动的其他个体的规则、有关信用评级呈现的规则以及披露要求等，为评级机构全面而系统地管理利益冲突提供了详细的操作指南。

## 2. 加强对利益冲突问题的监管

美国证券交易委员会（简称美国 SEC）作为美国评级市场的主要监管机构，持续监控评级机构利益冲突相关制度的重大变化，并审查评级机构的利益冲突防范制度和流程是否经过合理设计以及是否得到有效执行。在面向 NRSROs 的年度检查中，利益冲突管理状况是美国 SEC 工作人员重点检查的领域之一。自 2011 年以来，美国 SEC 每年都在检查中发现有 NRSROs 存在利益冲突管理不当的问题，并提出改进建议，帮助评级机构持续完善利益冲突防范体系，并督促评级机构加强有关制度和流程的落实。如果 NRSROs 违反了法律规定且相关行为影响了信用评级，那么美国 SEC 可能会暂停或撤销其注册。另外，从近五年的处罚情况来看，美国 SEC 针对利益冲突问题采取的措施主要包括：要求受罚机构停止违法违规行为、谴责受罚机构、罚款、要求受罚机构做出整改承诺并实施整改等。

欧洲证券和市场管理局（简称 ESMA）对欧盟注册评级机构利益冲突管理问题也实施了积极的监管。除了要求评级机构提供必要的信息之外，还可能通过检查有关记录或材料、面谈等多种方式了解评级机构的利益冲突管理状况及其合规情况。在必要时，ESMA 可能会在评级机构的经营场所展开现场检查，为保证检查效果，ESMA 有些情况下不会通知被调查的评级机构。如果发现违法违规的重要线索，ESMA 将委任独立调查官展开进一步调查。如果认为存在违法违规行为，ESMA 将做出必要处理。从近五年的处罚情况来看，罚款是 ESMA 因利益冲突管理问题处罚评级机构的常见方式之一。

## 四、为何发行人付费模式仍为评级行业主流的商业模式

从近几年的情况来看，关于评级机构商业模式的讨论已有所淡化，发行人付费依然是评级行业的主流商业模式。从市场的角度来讲，似乎已经接受了当前发行人付费模式作为市场主流的现实。为什么在经历了 2008 年的洗礼之后发行人付费依然存在并保持主流地位？本报告认为，是因为订阅人或投资人付费模式以及其他各种被提出的替代方案均有利弊，未能找到绝对占优的商业模式可以完全取代发行人付费模式，同时，发行人付费模式具备积极的市场价值，所以依然被广泛使用，延续至今。从监管的角度来讲，强化在利

益冲突防范方面的要求，并不仅仅是针对发行人付费模式的，其他商业模式下同样存在利益冲突，同样需要强调评级独立性。正如美国 SEC 所认为的那样，每一种商业模式都存在利益冲突。发行人付费模式存在的利益冲突是，为了留住客户，评级机构确定的信用评级可能对客户更有利。在订阅人付费模式下，订阅者支付订阅费以获取评级信息，该模式也牵涉到利益冲突。比如，评级机构可能得知某个具有市场影响力的订阅者持有证券头寸，评级机构可能通过上调或下调评级带来证券价值的波动，使该订阅者持有的头寸获利。又比如，准备投资新发行债券的订阅者可能因债券的低评级而获得更高的收益。

## 免责声明

---

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
  - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
  - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
  - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-



---

## 中证鹏元资信评估股份有限公司

---

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际）三 楼	地址：北京市朝阳区建国路世茂 大厦 C 座 23 层	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室
邮编：518040	邮编：100022	邮编：200120
电话：0755-82872897	电话：010-66216006	总机：021-51035670
传真：0755-82872090	传真：010-66212002	传真：021-51035670
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘府 东路 200 号华坤时代 2603	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室	地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
邮编：410000	邮编：210000	邮编：610000
电话：0731-84285466	电话：025-87781291	电话：028-89102569
传真：0731-84285455	传真：025-87781295	
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济南 片区经十路华润中心 SOHO 办 公楼 1 单元 4315 室	地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室	地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室
邮编：		
总机：0531-88813809	电话：029-88626679	电话：+852 36158343
传真：0531-88813810	传真：029-88626679	传真：+852 35966140

---