

## 素信者昌:探后危机时代我国信用评级机构之诚信规制

杨 梦\*

**摘要:**信用评级机构作为资本市场的重要看门人之一,同其他看门人一道为解决信息不对称问题和保护投资者服务。但 2008 年金融危机的肆虐使资本市场认识到评级机构道德防线的失守与诚信原则的背离,无论是慷慨地将市场通行证赠与大量有毒证券致使投资者血本无归,还是危机爆发后迅速下调评级加速危机蔓延的做法,被投资者高度依赖的评级机构都严重透支了投资者对其的信任,使自身陷于诚信危机之中。本文通过对金融危机下信用评级机构表现的回顾,分析导致其违背诚信的动因,并结合国内信用评级机构的发展尚处于初级阶段的现状,在反思的基础上探索对信用评级机构进行诚信规制之路径。

**关键词:**信用评级机构 声誉资本 利益冲突  
诚信规制

古语有云:“无信患作,失援必毙”,<sup>①</sup>21 世纪初

---

\* 武汉大学法学院经济法专业博士研究生。

① 左丘明:《左传·僖公十四年》。

安然丑闻的爆发引起安达信公司的诚信危机,并使其在声名狼藉后迅速步入解体之路的事实已证明了这一铁律。虽然安然事件中更引人注目的是外部审计失灵的问题,但此间信用评级机构的失职对于引发资本市场的大动荡也“功不可没”。然而,警钟的敲响似乎并未给后世者足够深刻的认知与警醒,时隔七年,金融危机的肆虐再次给资本市场以沉痛的打击。早在安然事件爆发时,学界即有将此丑闻归咎于看门人机制失灵的观点;<sup>②</sup>而在金融危机之成因分析上,更有矛头直指信用评级机构,认为肆意妄为的信用评级机构是助推次贷危机的根源。<sup>③</sup>笔者认为,在向评级过程中对诸多证券过分粉饰而成为众矢之的的信用评级机构问责并非空穴来风,而是理有固然。失信于投资者的信用评级机构对促使资本市场步入混乱无序状态发挥了推波助澜的作用,作为资本市场看门人之一的信用评级机构对诚信原则的淡漠已到了令人哑然的地步,严重羁绊了资本市场发展的脚步。因此,如何疏通这一“瓶颈”以缓解看门人机制失灵的问题成为资本市场发展的重要课题之一。

尽管席卷全球的金融危机对我国的影响不如众多国家那样严重与显性,但对于当前处于新兴加转轨时期的我国资本市场而言,信用评级机构失信违规现象也颇为严重。如何构建符合当前国情、适应未来发展的诚信约束机制以防范灾难于未然,仍是亟待研究与解决的问题。笔者试图从看门人理论出发,通过对信用评级机构诚信危机爆发的可能性及现实条件的分析,结合我国信用评级业发展的特殊现状及对未来走向的把握,为完善我国资本市场中信用评级机构诚信规范制度的构建提供以资参酌的建议。

---

② 看门人,是指那些以自己职业声誉为担保向投资者保证发行证券品质的各种市场中介机构,包括会计师、证券分析师、信用评级机构、律师等,而看门人理论则认为“除非公司的看门人客观公正地履行其职责,否则,任何其他的法律改革都难以达到目标”。参见[美]约翰·C.科菲:《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉、王长河等译,北京大学出版社2011年版,第3~10页。

③ 王彦鹏:“管控的失语与权力的高歌——美国信用评级机构助推次贷危机根源论”,载《金融法苑》2009年第1期。

## 一、信用评级机构概述

“看门人”一词本身并非法律术语,而法律意义上的看门人通常都是取其喻意,更多的是强调一种外部监督作用,这些人通过某种标准的践行排除某个领域的杂质,维护该领域参与者的权益,维持该领域的安全与稳定。<sup>④</sup>而作为看门人重要组成部分之一的信用评级机构则是指依法设立的、运用专业知识、应利益相关方要求提供信用评级服务的市场中介服务机构。

### (一) 信用评级机构的重要性

信用评级机构对多个市场主体及市场本身都发挥着重要的影响,受评对象积极调整自身结构以满足评级要求,投资者参考评级结果作出投资决策,监管者则援用评级结果而为监管行为,而诚信勤勉的评级机构则能提高市场效率。因此,看门人的重要性也不言自明,主要包括三个方面:

首先,评级机构功能的有效发挥能够帮助监管层降低监管成本,并作为事前预防的一环与事后治理机制共同发挥作用。SEC于2002年向美国参议院政府事务委员会提交的一份报告显示,当时至少有8部联邦法律、47部联邦监管规则、100多部地方性法律和监管规则将NRSRO评级作为监管基准。<sup>⑤</sup>监管层将信用评级结果援引为监管依据已不鲜见,这是信用评级机构功能对于监管层而言的直接效用。而对于环环相扣的资本市场来说,不仅要完善事后纠责与补救机制,更应善于将问题扼杀在萌芽状态。市场的滞后性往往使得投资者在市场不当行为被发现前即已遭受损失,而通过信用评级在市场准入阶段即对受评对象进行约束,能够对受评对象的相关信息进行有效的甄别并引导投资者作出正确的投资决策。因此,评级机构作用的发挥还有助于

---

<sup>④</sup> [美]约翰·C.科菲:《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉、王长河等译,北京大学出版社2011年版,第3~10页。

<sup>⑤</sup> Financial Oversight of Enron; the SEC and Private - Sector Watchdogs, U. S. Securities and Exchange Commission, October 8, 2002.

监管层降低监管成本,减少事后补救而增加的额外支出。

其次,对于利益相关人而言,公允客观的评级能够缓解信息不对称对资本市场造成的不利影响,降低投资风险与融资难度。<sup>⑥</sup> 资本市场中信息不对称的问题对投资者和公司都会造成困扰:一方面,信息不对称诱发的道德风险是资本市场中屡现欺诈行为的症结所在,提高信息的准确性对绝大部分不具备专业知识的投资者而言尤为重要,信用评级机构通过对受评对象经营状况、信用级别和赢利能力等的分析评定,帮助处于信息弱势地位的投资者降低信息搜集成本、分析投资可行性;另一方面,信息不对称的问题也可能给公司带来影响,高品质的公司不能为投资者所知晓而陷入融资困境,但通过信用评级,获得较高评级的受评对象在进入资本市场后更能获得投资者的信任,也较易满足融资需求,有效避免了信息不对称之下产生“逆向选择”效果,形成“柠檬市场效应”。<sup>⑦</sup>

此外,作为资本市场“公共看门人”的证券监督管理机构在对上市公司的监督中往往也面临着信息不对称的问题,而“私人看门人”之一的信用评级机构职能的充分发挥有助于协助证券监督管理机构排除失真信息,作为公共看门人与被监管对象的中间层发挥纽带作用。

最后,降低交易成本,缩短交易时间,提高资本市场的效率。投资者往往因过多交易成本的担忧而止步于资本市场之前,或者作为信息囚徒的他们只能从公司公开披露的信息中去寻觅一切有用信息再试图作出最优决策。这样的做法不仅收效甚微,而且大大减缓了资金流转速度。而将信息的搜寻与甄别交由更加专业的信用评级机构及其他看门人代劳,在为资本市场吸引更多资金的同时,还减少了投资者因为难以决策而踌躇的时间,大大地缩短了交易时间。此外,若市场欺诈行为

---

⑥ 邹薇、伍志文：“资本市场完善与中介机构培育相关问题研究”，载《财经理论与实践》2002年第4期。

⑦ “柠檬”一词在美国俚语中指“次品”或“不中用的东西”。“柠檬市场”，是指这样一种现象：买方不知道卖方的产品的真实质量，只愿按该市场产品质量的平均水平出价；产品质量高于市场平均水平的卖方只得退出市场，使得该市场所有产品的平均质量下降，买方则相应调低其出价；拥有较高质量产品的卖方不断地退出，买方的出价不断地调低，如此循环往复，该市场最终有可能沦为充斥着“柠檬”的“柠檬市场”。

严重,则在投资者难以对信息进行甄别的情况下,资本市场的资金流向便可能被误导,市场效率低下,而客观的信用评级则能有效避免这一情况的发生。

## (二) 信用评级机构的要素

之所以信用评级机构能够作出客观而有效的评级,从而发挥上述的重要作用,取决于其自身所应具备的专业知识、职业道德和声誉资本三大要素。关于信用评级机构应当具备的专业知识无须赘述,其为受评对象作出准确评级必然需要大量的专业知识,且市场准入条件较高。这既是信用评级机构所提供服务的专业性决定的,也是向受评对象、投资者及市场负责的做法。

而信用评级机构的职业道德操守既是对从业人员在从事具体工作时的要求,也是对信用评级业对市场及投资者所负道德义务和责任的要求,这是评级机构之所以可以作为私人监督者对融资行为进行评判的先决条件。<sup>⑧</sup> 具体而言,信用评级机构的职业道德操守是指评级机构遵照诚实信用原则,客观公允地对受评对象作出评级,不隐瞒重要信息,不从事欺诈行为,不刻意作出虚假评级,忠于职守并勤勉尽责。这一要素是对道德风险的防范,也是对保护投资者这一本质使命的回应。未加甄别的信息有可能将投资者引入歧途,而没有道德操守的评级机构更会助纣为虐。唯有勤勉尽职、诚实守信的评级机构才能履行这一使命,确保信息的真实性和评判的公允性,并获得市场的信任。

信用评级机构的声誉资本是指其通过多次、重复地参与市场交易活动,为众多客户提供服务,积累了良好的口碑而获得的市场认可与信赖,既是其长期遵守职业道德的结果,也是其职业道德水平高低的反映。评级业务的开展实质上相当于评级机构以自身的声誉资本作为评级结果的保证金,以使投资者信任该结果,这类似于保证其职责履行的

---

<sup>⑧</sup> 以美国为例,19世纪初,成为神职人员是追求职业道德感的年轻人之首要选择,然而随着世俗化进程,从事名利双收的“看门人”职业开始成为更具吸引力的选择。虽然这里面固然包含了经济地位的考虑,但对于这些希望从事带有道德色彩职业的年轻人而言,市场中介服务业对道德操守义务的要求显然更具魅力,更能彰显职业独立性带来的自我价值感。

“绑定机制”。未经市场认可的信用评级机构作出的评级结果往往难以取得投资者的信任,而对于享有盛誉的评级机构而言,其永远不乏拥护者与追随者。声誉资本是不完全的可再生资源,可再生是指评级机构可以通过恪尽职守增加这一资本,甚至在遭遇小型危机以后缓慢恢复;但这并不意味着其可无限挥霍,当评级机构透支其声誉资本从事包庇客户等行为时,不仅声誉资本的损失无可避免,严重者还会遭受毁灭性打击。

### (三) 金融危机中信用评级机构的诚信危机

由于声誉资本完全取决于重复参加交易过程中通过诚信行为而获得的信赖,而不能以其他手段凭空生成,看门人通常出于珍惜声誉资本的考虑而十分爱惜自己的名声。当这种维护或积累声誉资本的理念占据首要位置,加之职业道德操守的约束,理论上讲市场中介服务机构通常不会冒险地从事欺诈行为。然而,遗憾的是,在 21 世纪初的公司丑闻浪潮和时隔七年的金融危机中,我们总能看到中介服务机构略显慌乱肮脏的身影。尤其是 2008 年席卷全球的金融海啸,评级机构对次贷产品的虚高评级不仅给资本市场带来灾难,也陷自己于诚信危机之中。

不难想象,当原本为投资者所信任和依赖的评级机构在公司的不当行为出现时不仅未加禁止甚至为虎作伥时,投资者对其会有多么失望。评级机构未能及时地揭示结构性金融产品存在的巨大风险,反而挥舞权杖慷慨地给予其虚高评级。这种不负责任的做法一时为人所诟病,投资者对其的强烈质疑取代了此前的安全感与信任感。

同时,我们应当认清这样一个事实:信用评级机构的作用有多大,其破坏力便有多强。正是因为信用评级机构的重要作用,当其陷入诚信危机时,通过传播与扩散效应而产生的对整个资本市场的破坏力也不容小觑,可谓“城门失火,殃及池鱼”。这也就不难解释缘何肇始美国的次贷危机能够演变为全球性的金融灾难,更容易理解对评级机构满怀期望的投资者为何在危机爆发后对其出离愤怒。何况这些承担着公众责任的评级机构在危机发生前不能发挥预警作用便已属失职,在危机发生后不仅不积极采取措施弥补错误,还通过大幅度降低评级的

方式给市场一个“交待”,从而引发了新一轮的资产缩水和恐慌。<sup>⑨</sup>

## 二、信用评级机构缘何自毁长城

亚当·斯密有言:“正确的合宜性(美德)需要遵守一切诺言,只要这不违反某些更为神圣的责任,如对公众利益负有的责任,对那些我们出于感激、亲情或善心要赡养和抚养的人的责任”。<sup>⑩</sup>可见,遵循诚实守信的道德操守并承担自身所负的社会责任是先贤们早已明了的道理。而信用评级机构却为何敢于冒天下之大不韪将辛苦积累的声誉资本葬送在自己手中呢?笔者拟从可能性与现实条件两方面对此进行分析。

### (一) 违规动因:为什么想做

违规动因的阐释解决的是以自身的声誉资本为担保且富有道德色彩的信用评级机构为何愿意逾越道德边界从事欺诈或渎职行为,将自己陷入一场场诚信危机之中的问题。笔者认为,如下几方面是使评级机构在利益博弈中愿意向客户让步而成为欺诈“共犯”的可能性所在:

#### 1. “一仆事二主”的矛盾身份

投资者付费来聘任评级机构的委托关系是先于受评对象付费制度出现的,这种付费模式中评级机构仅对投资者负责,理所当然地将关注点倾注在评级结果的准确性上。而由于信息时代的发展,投资者之间“搭便车”现象日益严重,致使作为市场主体的信用评级机构难以获益。加之受评对象自身也迫切希望通过评级行为获取更多的融资机会,有动力也更有财力向看门人付费,便推动了付费模式的转变。虽然受评对象付费的模式可以方便投资者以更低成本获得更多的信息,但因此造成的第一个利益冲突也接踵而至。作为审查客户不当行为的评

---

<sup>⑨</sup> 信用评级机构在问题凸显时对受评对象落井下石、大幅度降级的做法屡见不鲜,如在欧洲债务危机中,穆迪、标普和惠誉三大国际评级机构对希腊等国的长期主权债务迅速下调评级,而每下调一次使该国的国债融资成本大幅上升,导致欧债危机进一步加剧,加速滑向“破产”边缘。

<sup>⑩</sup> 参见[英]亚当·斯密:《道德情操论》,朱钟棣等译,商务印书馆1997年版。

级机构需要向受评对象领取酬劳，而显然受评对象的利益方向和投资者是不同的，他们更关注的是怎样取得更高评级以获取更多融资机会，而不在乎自身状况是否真实地符合高评级的要求。信用评级机构同时向两个“主人”负责的尴尬身份为其履行职责带来了困境，而作为市场商业主体之一，评级机构天然的逐利性便为其违规行为埋下了伏笔。但同时也应当注意到，“一仆事二主”的利益冲突自20世纪70年代以来存在已久，但评级机构的不诚信行为并非始终如此显性。因此，这一利益冲突仅仅是看门人机制失灵的动因之一，却非决定性因素。

## 2. 服务多元化带来的利益冲突风险

服务多元化带来的利益冲突是指信用评级机构及评级人员在证券市场上除担任纯粹的评级者之外，还承担咨询服务者、结构化产品设计者等多个角色，在这些角色存在明显的利益关系交错时，便引发了信用评级中的另一利益冲突。<sup>①</sup>以股权激励为代表的薪酬制度的变化促使公司的管理层越发重视公司股票的市面价值，也因此产生了提高绩效及股票涨幅的动力。但这些制度在产生激励作用的同时，其副作用也不容忽视。管理层为了提高自身收益，罔顾公司长远利益，追求短期内的股票虚涨，甚至不惜为此从事证券欺诈行为。急功近利的管理层便在评级机构等看门人身上打起了主意，而评级机构咨询业务及金融产品设计业务的扩展“恰好”为其创造了机会。受评对象通过支付丰厚咨询费的方式贿赂评级机构，以使其在评级时“高抬贵手”，这显然成了心照不宣的合作方式。而金融创新下产生的花样繁复的结构性金融产品层出不穷，评级机构在对受评对象进行信用评级的同时往往还向其提供有偿的结构化设计服务，参与到结构性金融产品的设计中去，此后再对该产品进行评级无异于批改自己的答卷，根本无法站在中立的立场作出客观评判。此外，评级机构内部防火墙的失效使得评级师能够直接参与到评级费用的谈判中去，利益冲突更为直接而突出。

## 3. 寡头市场下的肆意妄为

声誉资本这一要素对信用评级市场的准入提出了较为严苛的要

---

<sup>①</sup> 常德鹰：“证券信用评级机构监管法律制度研究”，中国政法大学2010年硕士学位论文。



求,为新机构进驻这一市场设置了高度的天然障碍,进而导致市场集中度过高,形成了寡头市场。而实践中监管机构通过“认证”的方式将部分评级机构纳入信任圈,并将其评级结果援引为监管依据的做法在客观上又加强了这一垄断局面。以美国为例,穆迪、标准普尔、惠誉三大评级机构早在1975年就被SEC认定为“全国认可的统计评级机构”(以下简称NRSRO<sup>⑫</sup>),促成了被认可机构独占江山、权力膨胀的局面。<sup>⑬</sup>2008年肇始于美国的全球金融危机中,正是这三大评级机构成为了罪恶的推手,对危机的产生发挥了推波助澜的作用。“权利趋向腐败,绝对权利绝对腐败”,<sup>⑭</sup>在寡头市场中,声誉资本被相互混同,信用评级机构之间缺乏竞争,容易达成共识。他们不再追求相互竞争以提高服务质量,而是肆意妄为、放宽评级标准,共同追求更高利益的商业目标。正因如此,寡头市场中的评级机构可能和受评对象同流合污,不再恪尽职守地对客户进行审查、鉴定,难以为投资者提供值得信赖的、有价值的评价结果。

## (二)现实条件:为什么敢做

通过对市场中介服务机构违规动因的分析可见,信用评级机构的评级过程也是各方利益相互博弈的过程。虽然信用评级机构受利益驱使有可能违背本质使命,但由于声誉资本的制衡及法律责任的威胁,其通常不会悍然违法。因此,评级机构从事欺诈行为的潜在动机向现实

---

<sup>⑫</sup> NRSRO制度产生于20世纪70年代的美国,70年代初的经济危机发生后,看门人的重要性被再次重视并重申,但评级机构良莠不齐的状况造成了评级结果的可信程度不同,为防止新一轮的信任危机产生,美国金融监管部门创设该制度,将资信良好、评级客观准确、投资者较为信赖的评级机构认定为“全国认可的统计评级机构”,并以其评级结果作为监管依据。参见侯晨阳:“美国信用评级机构利益冲突分析”,中国政法大学2010年硕士学位论文。

<sup>⑬</sup> 根据SEC于2008年对NRSRO审查的年度报告显示,三大评级机构占据了99%的评级市场,分类计算的话,其所占的市场份额也相当惊人,最高占有资产支持证券和政府债券市场99%的份额,最低为保险公司信用评级领域的约75%的份额。参见SEC, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, June 2009。转引自楚建会:“美国信用评级机构反垄断规制研究”,载《经济研究导刊》2011年4月。

<sup>⑭</sup> *Power tends to corrupt, and absolute power corrupts absolutely.* 源自英国历史学家阿克顿勋爵的“权力腐败论”,即认为任何形式的权力都具有一种天然的“腐败”共性,且在失去约束后演变为绝对的无可避免的腐败。参见张绪山:“权利腐败论与现代民主政治”,载《炎黄春秋》2011年3月。

的转变从而招致诚信危机的现实条件才是更值得思索的问题。笔者认为,正是声誉资本的重要性降低和法律威慑力不足形成了缺少约束的环境,使得谨慎自持的评级机构在面对各种利益冲突时敢于冒天下之大不韪与受评对象同流合污。

信用评级机构在履行职责的过程中所面临的最大约束来自于绑定机制下潜在的声誉资本受损风险,在这一约束下,看门人通常都不愿冒着声誉资本受损的风险为欺诈行为,因为某一客户带来的收益要远远低于声誉资本本身的价值。但金融危机中信用评级机构令人失望的表现昭示着声誉资本对评级机构重要性的降低,使其不受声誉资本制约,造成资本市场的动荡。

在笔者看来,声誉资本的重要性下降是以下几个原因共同作用的结果:第一,在转为被评级对象付费模式后,看门人的声誉资本重要性也随之下降了。因为受评对象更关心的是评级结果的好坏,而非评级机构本身地位的崇高性。虽然这一选择或多或少会考虑到投资者的信赖度而加入声誉资本的考量,但对于迫切需要融资或者本身存在问题担心曝光的公司而言,哪个看门人更愿意顺从甚至帮其掩盖部分不当行为才是更加重要的影响选择的因素。况且在信用评级的寡头市场中,即便投资者试图将声誉资本的重要性加以渲染,但各垄断机构之间其实并无较大声誉资本差异,难以依据声誉资本状况作出更明智的选择。

第二,市场泡沫使投资者不再那么依赖于评级机构的意见,证券市场的泡沫化使评级师的工作方式悄然改变。在极度狂热的投资者眼中,连续几年的股票高回报率使其相信这种高回报仍会持续。通过对谨慎搜集的信息进行认真分析后得出的评级结果已难以迎合市场泡沫铸就的膨胀信心,非理性的投资者已经丧失了怀疑精神,因为市场泡沫带给他们的盲目自信使其形成了惯性的期待。即便有理性的评级机构敢于对狂热市场泼冷水,但这种做法不仅不能浇熄高涨的情绪,还会为高回报冲昏头脑的投资者所不屑,而极端乐观主义的虚高评级则迎合了投资者的期望。在有限理性的投资者眼中,高回报无须再进行高投入的考察,而是唾手可得的。这种可怕的有限理性不仅给投资者自身的决策带来影响,更深入地作用于评级机构本身,直接的影响是对于他

们的客户而言,声誉资本变得无足轻重,聘任评级机构仅仅是出于符合监管者硬性要求的需要,而不再是满足投资者的怀疑精神。在这种情况下,越顺从而廉价的看门人越能获得更多的客户,越能作出符合投资者美好期望的预测越能获得投资者青睐,声誉资本不再被视为衡量和选择评级的重要标准。在证券市场泡沫化作用下,声誉资本被轻视的必然结果即是评级机构自身也不重视声誉资本的保护与积累,甚至敢于反复触碰道德红线,因为他们知道,疯狂的市场也必然是健忘的,虽然不诚信的行径可能给自己带来尴尬的危机时刻,但或许可以侥幸逃过毁灭性的打击,这些后果与丰厚的利益回报及市场占有率相比还是值得的。

第三,当市场开始质疑评级机构的评级结果并注意到愈发巨大的风险时,可能会在一定程度上督促评级机构加强自我约束,但也可能背道而驰,在造成看门人声誉资本缩水的同时对其制约作用也相应减小。这种反作用使得看门人为争取客户保持市场占有率铤而走险。况且,投资者对评级结果有效性的反馈总是存在一定的滞后性,其不诚信行为难以及时发现,也就有了评级机构利用这一时间差,不顾声誉资本、铤而走险的可能。

除了声誉资本重要性下降之外,法律威慑力不足也是信用评价机构铤而走险的主要原因。以美国为例,其监管层过去一直秉持声誉资本的约束机制自行发挥作用,认为评级机构的利益与声誉资本息息相关,也就不会作出违背职业操守的错误行径,便未通过法律手段对评级机构进行管束。直至2006年9月美国通过正式颁布的《信用评级机构改革法案》对NRSRO的标准进行厘清,才在某种程度上填补了监管空白。但该法案并未赋予监管层实质上的监督权,仅仅是对评级机构进行外部的程序审查。而在民事或刑事的责任追究上,信用评级机构一直援用言论自由的权利定性自己的评级行为,并据此不承担错误评级的责任。<sup>⑮</sup> 投资者对信用评级机构责任的追究往往没有充分的法律支

---

<sup>⑮</sup> SEC所制定的规则第436(g)1条即规定,任何NRSRO成员所发布的评级不得被认为是属于发行人在SEC所注册登记内容之一部分,故投资人不得援引美国《1933年证券法》第11节的不实注册声明之规定而向NRSRO成员请求民事损害赔偿。参见周俊杰:“从次贷危机后的诉讼案例看评级机构法律责任的演进”,载《河海大学学报》(哲学社科版)2011年9月刊。

持,胜诉难度很大,起诉率很低。这一状况无疑在某种程度上纵容了评级机构的懈怠与欺诈,为其客户大开方便之门。

当然,除了上述违规动因之外,还有代理成本问题造成的违规可能性。信用评级机构自身或许不会拿声誉资本参与到赌博之中,但这并不表示各个机构的代理人在当下的利益权衡中也能保持这种理性。现实情况是,他们有可能为了短期的较为可观的利益而去冒险,怀着侥幸心理为虎作伥。但他们这种行径的暴露所造成的影响却并非个人承担责任这般简单,其直接后果便是声誉资本的损失,陷所在评级机构于困境之中。

### 三、我国信用评级机构的发展现状与特殊性

#### (一)我国信用评级业发展的现实图景

“我国的信用评级业务是随着债券市场的日益发展而逐步开展的。”<sup>⑩</sup>1986年,我国的地方企业开始发行债券,直至1987年3月《企业债券管理暂行条例》的颁布,对企业债券的发行与管理进行了系统的规范,使其步入正轨。出于规范债券市场统一运作的需要,中国人民银行和国家体改委筹划组建信用评级机构。此后,我国信用评级业的发展经历了一个治乱循环的过程。总体而言,我国信用评级机构发展的现实图景如下:

1. 起步较晚,行业龙头初步显现。上海远东资产评估公司是我国在20世纪80年代末建立的第一家信用评级机构,上海新世纪投资服务有限公司紧随其后成立,此后中诚信证券评估有限公司与大公国际资信评估有限公司的成立壮大了我国信用评级市场。经过一段时间的发展,这些公司拓展为全国性的评级机构,我国目前初步形成了以五家权威信用评级机构为主的评级市场,包括中诚信、联合资信、上海远东、上海新世纪和大公国际,其他信用评级机构占据市场份额则相对较小。

2. 国际评级机构向国内评级市场的渗透与我国评级机构的国际化

---

<sup>⑩</sup> 朱荣恩、丁豪裸、袁敏:《资信评级》,中国时代经济出版社2006年版,第4页。

发展趋势。美国穆迪 2006 年收购了中诚信 49% 的股权并接管经营权,约定 7 年后持股 51%;惠誉 2007 年收购了联合征信 49% 的股权;大公和新世纪分别与标准普尔有技术合作关系。<sup>①</sup> 三大国际评级机构贪得无厌地拓展市场与业务以期争取更多金融话语权,这在一方面反映国际评级机构进驻我国评级市场野心的同时,也为我国评级机构迈向国际化和规范化提供了机遇。唯有建立与国际接轨的评级工作方式,方能为日后打破三大评级垄断局面,在国际评级市场上占据一席之地打下基础。但与此同时,我国本土的评级机构也不应轻易将国内大半江山拱手相让,<sup>②</sup>要尽量保住国内市场的占有率以保障国内金融安全。

## (二) 我国信用评级机构失信的特殊原因

尽管信用评级机构失信的根本原因是相同的,但基于不同国家的特殊环境,评级机构失信现象的原因也具有特殊性。虽然我国资本市场未受金融海啸重创,但这并不意味着我国信用评级机构没有三大评级机构在危机中暴露的问题,只是影响力未如垄断机构那么广。现实中,我国资本市场信用评级机构诚信意识较差,虚假记载、误导性陈述等现象仍较为严重。这一状况的形成除前文中分析的违规动因外,还与我国的现实国情相关。

我国信用评级机构是在政府主导下发展起来的,受到严重的行政干扰,声誉资本缺少滋生的土壤。尽管资本市场建立二十余年来,我国证券评级业获得了不断发展壮大的市场土壤,经历了从无到有的过程并初具规模,但评级机构从未摆脱浓重的行政色彩取得真正意义上的独立与中立。“信用评级机构前身多为公有制单位,即便在市场条件下分离出来,在人员编制、评级方法、评级对象等方面也与政府组织、国

---

<sup>①</sup> 李豫:“创建有国际化话语权的中国品牌信用评级机构”,载《金融改革》2010 年第 4 期。

<sup>②</sup> 在我国五大全国性信用评级机构中,除了大公国际之外,外资进入了其余四家,中诚信与联合资信被外资接管经营权。中诚信与联合资信在全国各省均设有分公司,可以从事国内的所有评级业务,外资控制的市场份额合计超过 2/3 以上。参见郑又源:“我国信用评级机构规制与监管问题研究”,载《兰州大学学报》(社会科学版)2010 年 11 月。

有企事业单位有着千丝万缕的联系。”<sup>①9</sup>在行政主导的资源配置之下，我国信用评级机构的声誉资本先天不足，不能通过市场需求反映其真正的市场价值。评级机构本应由资本市场中投资者的反馈与认可而积累的声誉资本，在我国却只能通过政府的审批赋予其资信。

而且由于行政干预的存在，我国评级机构的声誉资本也不具备后天养成的环境。因为上市公司仍为较稀缺的资源，而在我国这一稀缺资源的分配并不完全由市场决定，在某种程度上仍要受到政府引导与干涉。在这种情况下，评级机构的作用并不如想象的那样受到重视。当前我国资本市场对评级机构具备良好声誉资本的需求尚未形成，而仅仅是为了满足上市条件的硬性要求而寻找最顺从与廉价的看门人。在这样畸形的市场中，信用评级机构不能通过声誉资本的积累获取市场利益，也就没有动力建设良好的信誉，其发展目标也不是以对投资者负责为追求，而是去迎合受评对象的需要以争取客户，不诚信行为便随之而生。

此外，由于我国的信用评级市场的业务范围较为狭窄，在“僧多肉少”的情况下各评级机构间还存在过度竞争的现象。积极的竞争有助于激励各个评级机构提高服务质量，加强评级结果的准确性，从而获取更多声誉资本，预防市场垄断局面的形成，打造高效而充满活力的市场。然而，我国评级机构之间的竞争却驱使其向相互打压的恶性竞争方向发展。评级机构靠降低评级费用争取客户，致使目前我国评级收费水平普遍较低，且低报酬必然以牺牲评级质量为代价，这势必导致虚假信息泛滥和虚高评级的泛化，进而不利于评级业务的正常开展，不利于信用评级市场的健康发展。

#### 四、我国信用评级机构诚信规范机制之完善

虽然金融海啸渐行渐远，但其破坏力仍令人心有余悸，我国监管者

---

<sup>①9</sup> 参见刘琴：“次贷危机中评级机构诚信缺失的伦理学探析”，云南财经大学2009年硕士学位论文。

也居安思危地对资本市场参与者的诚信水平进行重新审视,并催生了《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》的发布,这是我国第一部对资本市场诚信建设提出明确要求的法律规范。但对其细细审视后便难以避免地将其视为一部“诚信档案管理办法”,通篇对诚信档案的强调是否真能如其所愿发挥作用,还是如诸多法规一般由于无实质进步和可操作性而流于形式?恐怕笔者更倾向于后者。

“亡羊补牢,为时未晚”,后危机时代的评级机构显然应当将诚信建设放在首位,对其在危机中暴露出的问题进行改正,以期重获信任,真正地履行资本市场看门人的责任。我国对信用评级机构的诚信规范散见于各种规章、办法及自治规定之中,并试图通过利益冲突防范、信息披露等制度的设置实现对其的有效监管。<sup>②</sup>但遗憾的是,我国监管层对评级机构的监管手段似乎总是过于温吞,未能直击要害,难以从根本出发为评级机构诚信意识的建立创造良好的发展环境及具体的实现机制。

#### (一) 声誉评价机制的建立

我国信用评级机构诚信规范机制建设的首要任务就是转变信用评级业的发展路径,由政府主导型变为市场驱动型,扭转我国信用评级机构缺乏市场公信力的局面,建立起良性发展的声誉评价机制。关于声誉资本的作用前文中已经进行了较为完整的讨论,而具体到我国,由于长期以来较为强烈的行政色彩,我国信用评级机构并未建立起依赖于资本市场中投资者的肯定和认可,并进而实现自我约束的声誉评价机制。因此,有必要将评级行为放入资本市场中进行评价,使其认识到提高评级质量、维护市场秩序、保护投资者利益的重要性。唯有经过市场检验后的评级机构才能真正为投资者带来实惠,才能认清坚守诚信而获取的声誉资本的重要性。反过来,声誉资本的积累也会对评级机构的行为发挥制约作用,使其忠于职守。

---

<sup>②</sup> 如2006年3月29日,中国人民银行颁布了《信用评级管理指导意见》,该意见对评级机构的人员状况、报备材料、内部制度、评级程序和执业规范等均作了具体的规定;又如中国证券业协会于2012年3月19日发布的《证券资信评级机构执业行为准则》对我国信用评级机构的监管从评级质量、程序、利益冲突防范、合规检查方面进行了较为细致的规定。

当然,这一转变并不意味着行政监管的完全撤离,而是政府适当放开手中权力将评级机构交给市场,与市场一道根据投资者的反馈来筛选真正符合看门人要义的、诚信的评级机构。在这一过程中,监管层可以适度地援引评级结果进行市场监管作为对声誉资本丰厚的评级机构之鼓励,而对于屡屡触碰法律红线的评级机构,监管层则通过惩罚机制惩戒甚至强制其退出信用评级市场。如此一来,我国评级机构的违规成本增加,其便会自觉地爱惜声誉资本、恪守诚信原则。

## (二) 评级收费模式的转变

为解决现行收费模式带来的“一仆事二主”的矛盾身份问题,确保信用评级收费标准和评级结果没有关联关系,似乎最为理想的模式即是回到评级机构诞生之初的投资者付费模式。然而先不论这一收费模式本就是时代发展过程中的淘汰物,仅就高速发展的信息时代而言,带有公共产品性质的信用评级将会飞速通过网络等各种媒介进行传播,比当时“搭便车”现象的严重性有过之而无不及。这对于评级机构而言,无疑是吃力不讨好的方式,久而久之可能会因付出与收益不成正比而开始懈怠。

另一种观点认为,为避免现行受评对象在付费模式带来的弊端,应设立整齐划一的行业评级费用标准,明确规定收费对象、方式、标准及费用的浮动范围。<sup>②</sup>听起来统一的标准似乎可以使信用评级更加透明化,但在相同费用的情况下,受评对象仍然可以选择对自己最顺从的评级机构,并在费用浮动范围内通过支付最高点的报酬继续对其进行贿赂。

在笔者看来,如何能既有效防范受评对象在付费模式下导致的评级机构腐败,又最大限度地维护市场正常的竞争秩序才是诚信规范机制完善的完美路径。我国可以通过设置独立的第三方组织评级业务的开展,这个较为理想的第三方应为政府或行业自律组织等较为权威、令人信赖的组织。在这种运作模式下,受评对象将评级费交至第三方组织,由其负责进行评级机构的选任,将二者之间千丝万缕的利益关系割

---

<sup>②</sup> 贾萍:“后金融危机时代信用评级机构的法律规制问题研究”,湖南大学2010年硕士学位论文。



裂开来。而在对评级机构的选任上,第三方组织仍可遵循市场竞争规律,委托声誉资本较为显著的信用评级机构进行评级,也可以通过这一权力的行使赋予初始设立的评级机构积累声誉资本的机会;既有效利用了竞争的正面效应,又防止了寡头市场的形成,还解决了现行付费模式下的利益纠葛。

### (三) 促进市场竞争的发展

美国三大评级机构在其占领的寡头市场中极易达成共谋,危害公平竞争的 market 规则,在将其他信用评级机构排除在外的同时,又通过商业利润的追求为所欲为地挑战信用评级业的底线。因此,诚信机制的建立需要改变寡头垄断市场以增加市场竞争活力,允许新的中介服务机构参与到市场竞争之中,以提高服务质量、增加声誉资本为竞争筹码,而非追求营利的商业目的。

在我国政府主导型的评级市场发展过程中,虽然尚未形成垄断市场,但仍需要警惕我们目前评级市场上五大行业龙头向垄断机构演变的可能性。据此,我国应在完善市场准入机制提高评级机构的国际竞争力的同时,充分考虑到我国信用评级市场尚处于初级阶段的现实国情,为促进评级业的发展,适当降低市场准入标准。在培育更具金融话语权的信用评级机构的同时,不断地为信用评级市场注入新鲜血液以保证适度市场竞争的存在,避免寡头垄断局面的形成,促使评级机构以公允客观地完成信用评级为目标。

### (四) 内控制度的完善

完善的内控制度应当包括如下几个方面:

第一,建立并执行严格的防火墙制度。将评级部门和市场部门隔离开来以保证评级人员的独立性,既不要存在人员的交叉,也不要进行工作上的过多往来,且明令禁止评级人员直接参与评级费用的谈判之中,加强对信用评级机构工作人员的职业道德培训。

第二,消除业务拓展带来的利益冲突问题。对于一般的受评对象而言,禁止评级机构对其在交易结构、信用增强等方面提出建议的产品发布评级即可从某种程度上消除利益冲突的困扰。然而,金融创新产品的出现使得利益冲突愈演愈烈,参与到结构性金融产品设计中去的咨询部门仍为评级机构的组成部分,唯有通过对评级师向其所属机构

设计产品进行评级的绝对禁止才能避免“自我评级”现象的发生，防止评级机构不自觉地偏离诚信边界。

第三，信息披露透明化。阳光是最好的防腐剂，灯光是最有效的警察，将评级机构的评级活动置于公众监督的视野之下能够实现公众的有效监督。信息披露透明化是防范诚信危机的重要手段，尤其是评级机构就其与受评者之间除了评级业务外其他服务业务报酬的公布。<sup>②</sup>当前我国信用评级机构的信息披露机制还存在对象和范围较为狭窄的问题，信息披露透明化则要求评级机构不仅要向监管层披露信息，还应当将信息置于公众视野之下，且信息的披露范围应包括评级方法、评级程序等除保密条款以外的事项。如此公开透明的信息披露不仅能够更好地保障评级结果的准确性，还能够适度引导公众根据披露信息作出判断，避免对评级机构的“盲目崇拜”和过度依赖。

#### （五）提高信用评级机构的可问责性

我国现行立法中鲜有对信用评级机构法律责任的规定，即便有追究责任之规定，往往也过于简单、缺乏可操作性。因而，我国司法实践中基本没有投资者向评级机构追究责任之案例。但融资者、投资者和金融监管者对信用评级的依赖使得信用评级机构具有显见的系统重要性，信用评级机构对国家金融安全和资本市场的发展负有重大的社会责任，其所为的评级行为和评级结果关系到公众投资者的利益。金融危机中，结构化金融产品的虚高评级致使金融机构和投资者风险管理不当，最终酿成悲剧。此时，若仍坚持以通过字母符号表现的证券评级是“世界上最短评论”等理由而排除信用评级机构的责任显然难以服众。因而，提高信用评级机构的可问责性，将其责任与其他看门人保持对等非常必要。

出于诚信规制的必要性而建立的问责机制应符合如下要件：评级

---

<sup>②</sup> 美国要求披露受评者给付之评级报酬与过去2年内给付费用的总额；欧盟要求披露占信评机构年度总收入5%之受评者或与之相关第三者名称；国际证监会组织要求披露收受与评级服务无关的报酬或评级费与服务费比例、从单一实体或其分支机构收受的费用或报酬总额占信用评级机构年度总收入10%或以上者，且以上三者均要求信用评级机构以书面订立避免利益冲突可能的内控制度。参见许美婷：“国际社会对信用评级的规制改革及中国信评立法的建构”，苏州大学2010年硕士学位论文。

机构应当具有主观上的过错,由于不够负责而疏忽大意或者同受评者同流合污而故意为之;客观方面而言,必须是本应当作为重要评级依据的信息被评级机构故意隐瞒或为虚假陈述,发生了评级结果显失客观而致投资者受损的不利后果,而非前瞻性预测本身风险所致。<sup>23</sup>

#### (六) 金融创新对评级机构诚信规制的影响

在金融创新不断深化的背景下,对信用评级机构的讨论就无可避免地要将创新的影响考虑在内。金融创新带来的纷繁复杂的金融产品渐有“乱花渐欲迷人眼”之势,并由此带来三方面的影响:第一,证券信用评级本身即是对证券及其发行人未来偿付能力的预测,带有天然的不确定性,结合金融创新的影响,这种不确定性即被放大,加大了准确把握评级结果的难度;第二,投资者对于新金融产品的信用风险愈发难以掌控,对信用评级机构的评级诉求愈发强烈,促使其业务范围不断扩大,获利增多;第三,同样由于新金融产品的花样繁多,缺乏专业知识和判断力的投资者越发依赖信用评级机构出具的评级结果,评级机构身负责任也更为艰巨。

金融创新对信用评级机构的影响使我们在诚信规范机制的建设中要对结构性金融产品的评级提出特别的要求,评级机构应当披露金融创新产品中存在的特殊信用风险,以及对其进行信用评级时所采用评级方法,及其与传统金融产品的不同之处,以便于投资者作出正确的决策。反之,若信用评级机构本身并无不当行为,在作出评级的同时对风险的特殊性也进行了明确提示,仅仅是由于金融创新产品自身的复杂性,其风险还是未能被评级机构所准确预知,则此种情况应属信用评级机构的豁免情形,此时的信用评级机构应无须或免于民事或刑事责任的追究。

---

<sup>23</sup> 关于评级机构虚假陈述的构成要件,美国《多德弗兰克法案》明确只要起诉书陈述的特定事实足以得出评级机构明知或者鲁莽地(knowingly or recklessly)未能对受评证券有关的事实性因素作出合理调查,而该事实性因素系为评估信用风险在其评级方法中所依赖;或者未能对其认为是胜任的并独立于发行人和承销人的其他来源取得的事实性因素进行合理验证,即可认为评级机构具有过错。参见聂飞舟:“美国信用评级机构法律监管演变与发展动向——多德法案前后”,载《比较法研究》2011年4月刊。

## 五、结论与展望

“惟诚可以破天下之伪，惟实可以破天下之虚”。<sup>②④</sup> 诚实信用永远是信用评级机构最珍贵的品格，而声誉资本则是其最宝贵的财富。肆虐的金融危机给资本市场带来了至今无法抹平的伤害，也为后危机时代信用评级机构的监管敲响了振聋发聩的警钟。作为资本市场“守门人”之一的评级机构悍然违法的行径是缘于利益冲突之下的妥协和寡头市场中的肆意妄为，并在声誉资本重要性下降和法律威慑力不足的影响下迈出了诚信边界。我国政府主导下的信用评级市场尚未形成有效的声誉评价机制，这一现实图景与我国信用评级市场尚处于初级阶段的种种问题相交错，也对我国信用评级机构之诚信规制提出了迫切要求。我国有必要通过声誉评价机制的建立、市场竞争的发展及评级机构内控制度的完善等手段实现对信用评级机构的诚信规制。相信得到有效规制后信用评级机构必然能够和其他资本市场中介服务机构一起发挥看门人作用，捍卫投资者权益。我国资本市场的诚信建设水平也必然迎来新的高峰，迎接更美好的未来。

---

<sup>②④</sup> 参见蔡锷：《〈曾胡治兵语录〉序及按语》。