

欧美评级机构监管制度改革 及对我国的借鉴

普丽芬*

评级机构诞生已有一百多年的历史。初期是为私人提供参考,20世纪30年代后,美国开始将评级引入法律法规中。此后,评级在政府和市场的推动下,被广泛地运用到金融部门的各个领域。然而,与之不匹配的是,评级机构很长一段时间里一直处于一种无监管或者弱监管的状态中。这种状况直到20世纪初才陆续为各国政府所重视。次贷危机的爆发,更是将信用评级机构监管制度的改革推到一个新的阶段。

本文主要是介绍欧美在次贷危机之后进行的监管制度改革,在此基础上,结合我国现行的监管制度,为未来的改革提出建议。为了更好地理解欧美正在进行的改革,本文将首先介绍此次改革的背景。然后,从注册制度、信用评级机构的独立性以及披露制度三个角度,全面介绍和评价欧美正在发生的改革。最后,结合欧美的改革,对我国现行的信用评级机构监管制度作出评价。

* 香港大学哲学博士。

一、信用评级改革的背景

诱发此次信用评级机构改革的直接原因是信用评级在金融危机中没有起到人们所希望它发挥的作用,即没有能够及时有效地揭示风险,警示投资者和监管者。这一结果主要是两个方面造成。一方面,在市场和监管者的推动下,信用评级被广泛地运用到很多领域。另一方面,各国没有一个与信用评级地位相匹配的监管制度存在。信用评级的重要地位与其监管不足之间的矛盾,才是信用评级机构成为金融危机的重要推动力的原因。这种矛盾的状况在回顾信用评级发展的过程中可以清楚地看到。

第一家评级公司,即 A. M. Best Company,诞生于 1899 年的美国。^①早期的评级机构主要是基于市场的需要,对相关证券产品,主要是债券进行评级。不过,在 20 世纪 30 年代,美国的监管者开始关注评级,鼓励金融机构参考评级结果,进行风险评估。^②甚至于监管者会直接根据评级结果,将证券产品分为两类:投资类(investment grade securities)和投机类(speculative securities)。以穆迪的评级划分标准为例,评级在 BBB 或以上的为投资类证券,BB 或以下评级的证券为投机类证券。^③自此开始,信用评级被广泛运用到各种监管文件中。监管者在某些时候直接依赖信用评级对相关金融机构的行为作出规定。信用评级对监管者的意义随着巴塞尔新资本协议的实施,被进一步扩大了。^④信用评级成为确定银行等金融机构确定相关资产风险权重的重要因素。这极大地促进了评级业的发展。

① A working group led by A. Estrella, Credit Rating and Complementary Sources of Credit Quality Information, Basel Committee on Banking Supervision Working Papers (No. 3, August 2000).

② R. Cantor and F. Packer, *The Credit Rating Industry*, Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, February 1994.

③ R. Cantor and F. Packer, *The Credit Rating Industry*, Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, February 1994.

④ Basel Committee on Banking Supervision, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework*, June 2004.

同时,20世纪70年代以来,随着证券市场日益复杂化,风险评估已经变得越来越困难,评级作为一种专业的风险评估工具,被越来越多的投资者所倚重。与之前不同的是,这段时期信用评级业的发展更多的是因为市场的需要,而非政府的推动。最终,在政府和市场的推动下,信用评级业被广泛地运用到所有的金融市场。然而,与之不符的是,信用评级机构长期处于无监管或弱监管的状态中。评级机构日益重要的地位与其弱监管甚至无监管之间的失衡成为信用评级失灵的一个主要原因。

评级机构监管的萌芽最早出现在20世纪70年代的美国。当时,美国考虑到很多投资者已经因为监管机构的鼓励而越来越多地依赖于评级机构。为了便于投资者更好地区别评级机构的质量,美国于1975年开始对评级机构进行资格认定,获得指定的评级机构称为NRSRO。引入NRSRO制度的主要目的是在交易法规则15c3-1下定义不同级别的证券的资本要求。^⑤合格信用评级机构的评级可以用于识别投资级别和非投资级别。不过,NRSRO这个概念创设之后,SEC将之广泛地用于所有依赖信用评级的规则中,包括计算相关金融机构的流动性和信用的规则中。^⑥考虑到这个概念的重要性,美国国会最终将这个概念纳入立法。^⑦现在,这个概念已经被美国联邦和地方的法律法规

^⑤ Adoption of Amendments to Rule 15c3 - 1 and Adoption of Alternative Net Capital Requirement for Certain Brokders and Dealers, Release No. 34 - 11497 (June 26, 1975), 40 FR 29795 (July 16, 1975).

^⑥ NRSRO 这个概念目前已被运用到如下规则中: 17 CFR 228.10(e), 229.10(c), 230.134(a)(14), 230.436(g), 239.13, 239.32, 239.33, 240.3a1-1(b)(3), 240.10b-10(a)(8), 240.15c3-1(c)(2)(vi)(E), (F), and (H), 240.15c3-1a(b)(1)(i)(C), 240.15c3-3a, Item 14, Note G., 242.101(c)(2), 242.102(d), 242.300(k)(3) and (l)(3), 270.2a-7(a)(10), 270.3a-7(a)(2), 270.5b-3(c), and 270.10f-3(a)(3)。

^⑦ 可参见如下规则: 15 USC. 78c(a)(41); 15 USC. 78c(a)(53)(A); 15 USC. 80a-6(a)(5)(A)(iv)(I); Gramm-Leach-Bliley Act, Pub. L. No. 106-102 (1999); Transportation Equity Act for the 21st Century, Pub. L. No. 105-178 (1998); Riegle Community Development and Regulatory Improvement Act of 1994, Pub. L. No. 103-325 (1994); Department of Commerce, Justice, and State, The Judiciary, and Related Agencies Appropriations Act, FY2001, Pub. L. No. 106-553 (2000); Higher Education Amendments of 1992, Pub. L. No. 102-325 (1992); Housing and Community Development act of 1992, Pub. L. No. 102-550 (1992); Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991, Pub. L. No. 102-242 (1991); and Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act of 1989, Pub. L. No. 101-72(1989)。

广泛采纳,甚至在美国以外的其他国家和地区也开始依赖于这个定义。^⑧可以说,在很长一段时间美国信用评级机构监管制度就是 NRSRO 制度,即便现在,美国在改革信用评级机构监管制度时,依然保留了这个概念,其他没有获得 NRSRO 资格的评级机构,至今依然游离于政府的监管之外。

然而,尽管很多的规则依赖 NRSRO 这个概念,但是 SEC 一直没有对这个 NRSRO 的指定标准和程序作出明确和清晰的界定。程序上 SEC 主要通过非行动信件程序进行(the no-action letter process)。这个程序一直被批评缺乏透明度和明示性。^⑨指定标准方面,最重要的一条标准是要考虑提交申请的评级机构是否可以提供被全国证券市场的大多数使用者认可为可信和可靠的评级。^⑩这一标准被认为是不合理和相互矛盾的。因为在当时的条件下,如果一家评级机构没有获得 NRSRO 的资格,很难在美国的证券市场中得以发展。事实上,自 20 世纪 70 年代 NRSRO 这个概念创设以来,只有九家大的评级机构依据这个概念创设之前的市场状况,获得认可。^⑪之后随着信用评级行业的收购和合并,到 20 世纪 90 年代,已经只有五家信用评级机构有这个资格。此外,NRSRO 制度还有一个弊端,就是没有一个持续的监督,一旦一家信用评级机构获得此种资格,就没有丧失的可能。至少,无论从 SEC 的文件和实际的情况来看,迄今为止,没有一家 NRSRO 被剥夺了这种资格。

这样一些不合理和不透明的认可标准和程序,使得仅有的对评级机构的监管也丧失了应有的作用。20 世纪 90 年代之后,SEC 也已经意识到了这个制度的弊端,因此,一直试图改革 NRSRO 制度。不过,在长

^⑧ 可参见 National Instrument 71 - 101, The Multijurisdictional Disclosure System (Oct. 1. 1998) (Canada).

^⑨ SEC, Proposed Rule: Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization, April 19, 2005, <http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8570.pdf>.

^⑩ SEC, Proposed Rule: Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization, April 19, 2005, <http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8570.pdf>.

^⑪ 这几家评级公司分别是 Duff and Phelps, Inc. (1982); McCarthy, Crisanti & Maffei, Inc. (1983); IBCA Limited and its subsidiary, IBCA, Inc. (1990); Thomson BankWatch, Inc. (1999); DBRS (2003); and A. M. Best (2005). 同注^⑨。

达十年的时间里,虽然 SEC 提出了关于改革该制度的提案,但是最终没有得到通过。^⑫直到安然事件发生后,基于危机的影响力,美国国会才于 2006 年通过了《信用评级机构改革法案》(Credit Rating Agency Reform Act of 2006),^⑬全面改革美国的信用评级机构监管制度。在这部法案中,NRSRO 这个概念得以保留。不过,对认可的程序和标准进行了严格的规定,并且严格限制了评级机构某些可能影响其独立性的行为。在此基础上,SEC 通过了一套有关对注册为 NRSRO 的信用评级机构进行监管的最终规则,即 Rule 17g-1-17g-6,^⑭进一步细化有关信用评级机构改革法案的内容。此后,因为次贷危机的爆发,美国 SEC 不断对最终规则进行评估,并在 2009 年修改了最终规则,对信用评级机构的监管进一步加强。^⑮

评级机构在欧盟的发展晚于美国。跟美国一样,在欧盟成员国中有少量依赖评级的规则存在,^⑯在欧盟层面,只有几部指令参考信用评级。^⑰较之美国,欧盟并没有过多地在立法上依赖信用评级。不过,也正是因为这个原因,信用评级机构的监管在欧盟一直没有得到重视,改革的步伐也晚于美国。

在 20 世纪初的上市公司丑闻后,欧盟议会通过一个决议,要求欧盟委员会评估信用评级机构是否需要监管。欧洲证券监管委员会(the Committee of European Securities Regulator, CESR)据此发布了一个关于

^⑫ SEC, Proposed Rule: Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization, April 19, 2005, <http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8570.pdf>.

^⑬ Credit Rating Agency Reform Act of 2006 of US, <http://www.govtrack.us/congress/billtext.xpd?bill=s109-3850>.

^⑭ SEC, Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, 17 CFR Parts 240 and 249b, Release No. 34-59342.

^⑮ SEC, Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, 17 CFR Parts 240 and 249b, Release No. 34-55857.

^⑯ 同注①,第 1 页。

^⑰ 这几部指令分别是:《资本充足指令》(the Capital Requirements Directive 9, Markets in Financial Instruments Directive)、《金融工具市场法规》(Markets in Financial Instruments Directive)、《可转让证券共同投资计划指令》(Directive on Undertakings for Collective Investment in Transferable securities)、《退休基金机构指令》(Directive on Institutions for Occupational Retirement Provision)和《破产 II 指令草案》(the Solvency II Framework Directive proposal)。

信用评级机构可能的监管措施的报告(CERS's Technical Advice to the European Commission on Possible Measures Concerning Credit Rating Agencies; Consultation Paper)。^⑮ 该文件列了四个需要关注的问题,分别是评级机构面临的潜在利益冲突,评级机构方法的透明性,评级机构接触内部信息的法律问题,以及信用评级市场缺乏竞争的可能性。^⑯ 这一轮讨论最终的结果是仍旧以国际证监会组织2003年发布的《信用评级机构基本行为准则》(Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies of the IOSCO)为基础,^⑰让评级机构自我监管。不过,CESR需要定期就这一监管制度进行审查并发布报告。^⑱ 次贷危机爆发后,欧盟于2008年7月就信用评级机构的监管提出征求意见稿,希望为信用评级机构提供最高的行业标准和确保投资者能够获得可靠和正确的信息。^⑲ 该征求意见稿最终于2009年4月在欧洲委员会获得通过。^⑳

信用评级的重要地位与其监管不足之间的矛盾是此次改革的主要原因。解决这一矛盾有两个选择:降低对信用评级的依赖,或者加强监管。这两条途径在欧美改革的讨论过程中都曾经出现过。但是,美国因为历史的原因,现在已经有较多依赖于信用评级的规则存在,短期内无法通过降低对信用评级的依赖来解决这一矛盾,最终只能选择加强监管。欧盟在发布征求意见稿的同时,也发布了另外一个文件,希望寻

^⑮ European Union commission, Call for CESR for Technical Advice on Possible Measures concerning Credit Rating Agencies.

^⑯ 同上注。

^⑰ The Technical Committee of the International Organization of Securities Commission, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, December 2004, revised in May 2008.

^⑱ CESR's Report to the European Commission on the Compliance of Credit Rating Agencies with the Code of Conduct, CESR/06-545, December 2006; CESR's Second Report to the European Commission on the Compliance of Credit Rating Agencies with the Code of Conduct and the Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance, CESR/08-277, May 2008.

^⑲ The European Parliament and the Council of the European Union, *Proposal for a Directive/Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies*, July 2008, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/1224&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=fr>.

^⑳ 欧洲委员会通过的提案参见 <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/629&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>。

找办法解决对信用评级的过度依赖。^{②④} 不过,从改革的重点可以看到,欧盟也将重点放在如何加强监管方面。可以说,加强信用评级监管,而非降低对信用评级的依赖,已成为发达国家改革的方向。考虑到在复杂的金融市场中评估金融风险的难度,投资者可能也无法放弃对信用评级的依赖。因此,最终此次改革选择了加强对评级机构的监管。

二、改革的主要内容

次贷危机之后,欧美对信用评级机构监管制度的改革步伐加快,对评级机构的监管也日趋严厉,较为完整的一个监管框架正在逐渐形成。在美国,这个框架是以 2006 年颁布的评级机构改革法案和之后 SEC 颁布的最终规则为基础建立的,欧盟的框架则构建在欧盟委员会 2009 年 4 月通过的监管信用评级机构草案的基础之上。尽管欧美在各自的监管框架内,有不同的侧重点和规则,不过,总体来说,包含了三个方面的内容,即评级机构的注册制度、评级机构的独立性以及信息披露制度。以下将从这三个方面全面介绍和比较欧美改革的内容。

(一) 注册制度

注册制度主要包括注册要求和注册程序。程序上的规定与其他机构的注册制度并无太多区别,在此略过不论。以下主要说明欧美在注册要求方面的规定。

在美国的改革中,注册要求可以分为首次注册的条件和注册后相关资格的撤销。美国对于首次注册提出了形式上和实质上的要求。实质上的要求包括:(1) 在申请日之前必须连续三年从事评级业务;^{②⑤} (2) 对下列机构或者产品提供评级业务:金融机构,承销商或交易商,保险公司,公司发行人,资产抵押证券发行人,或者政府证券、互助证券

^{②④} DG MARKET Services Document: Tackling the problem of excessive reliance on rating. http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/securities_agencies/consultation-overreliance_en.pdf.

^{②⑤} 15U. S. C 78 c(a) (62) (A).

发行人;^{②③}(3)有足够的财务和管理上的资源,可以保证评级的完整性和遵守申请表格中列明的程序和评级方法;^{②④}(4)评级机构的附属人员或者机构应该满足特定的要求。^{②⑤}

此外,评级机构还需要满足一定的形式要求,即要求评级机构提供以下资料:(1)有关信用评级有效性的数据;(2)评级程序和方法;(3)有关使用非公开信息的政策或程序;(4)如果可能,道德守则;(5)与发布评级有关的任何利益冲突;(6)申请人希望申请的业务类型;(7)申请人前二十名大客户名单;(8)不少于十份的来自合格机构购买者的书面证明;(9)SEC 要求的其他信息和文件。^{②⑥}

欧盟提出的要求也大致包括以上几个方面。但是,不同于美国的是,欧盟不区分实质要求和形式要求,而是对所有涉及的方面都有实质的要求。比如要求指导业务的雇员需要满足一定的资格,即有良好的名声和足够的工作经验;^{②⑦}评级方法应该是严格的、系统的和连续的,产生的评级结果应该是可验证的。^{②⑧}此外,欧盟的提案还要求评级机构应该有保证评级机构遵守相关法规的政策和程序、行政和会计程序、内部控制机制、风险评估的有效程序和有效的信息处理安排。^{②⑨}评级机构应该设立一个独立的委员会,负责监督相关内部政策的实施和内部质量控制系统的有效性,同时还应该有一个委员会,负责定期审查评级方法。^{③⑩}

比之美国的措施,欧盟的规定更为细致和具体,但是,考虑到现实的因素,欧盟的规定可能过于流于形式,最终的效果可能不如美国的相关规定。在信用评级监管中,有个特殊的地方就是没有一个统一的获得公认的信用评级标准。实践中各个评级机构所使用的评级方法和评级程序,都是它们自己规定的。这就导致在监管过程中,监管者没有办

^{②③} 15 U. S. C. 78c(a)(62)(B).

^{②④} 15U. S. C. 78o-7(a)(2)(C)(i).

^{②⑤} 15 U. S. C. 78o-7(d)(1) and (2).

^{②⑥} 15 U. S. C 78o-7(a)(1)(B).

^{②⑦} 同注^{②③},第4页,art. 7。

^{②⑧} 同上注,art. 12。

^{②⑨} 同上注,art. 8(1)。

^{③⑩} 同上注,art. 8(4) and (5)。

法像会计行业一样,用一个统一的法律规定或者行业标准,去衡量和评价相关评级机构的内部制度是否合理,评级方法是否准确。也就是基于这个考虑,欧盟对评级机构的实质要求在实施过程中是很难认定的。

欧盟的规定在措辞上主要是沿袭国际证监会组织的基本行为准则,有些词语本身较为模糊,执行起来并不容易,比如严格的评级方法。评级方法现在并没有一个统一的模式,也没有一个公认的检测标准。在这种情况下,监管者如何考量这个严格的程度,如何界定是否满足法律的规定。这些都是实际执行过程中必然要面对的问题。美国的规定虽然没有这么具体和详细,但是,在现有的风险评估技术下,这可能是最好的选择。也就是要求评级机构尽可能地公布它们的内部政策和程序、评级方法等内部制度,便于评级的使用者和监管者对评级机构的运作进行监督。

除了注册的要求外,美国的改革中还具体规定了退出机制,即在评级机构获得注册后,如果在随后的时间里没有满足相关的注册要求,SEC有权以命令的形式限制评级机构的经营活动,在某些情况下,甚至有权取消评级机构的注册。^④

(二) 独立性

与证券市场中其他的“看门人”(Gatekeeper)一样,信用评级机构也面临一个利益冲突的问题,即如何保持信用评级机构的独立性问题。基于信用评级行业的特殊性以及之前的弱监管状况,这种利益冲突在信用评级行业中显得更为突出。一般来说,信用评级机构的利益冲突主要来自以下三种情况:支付模式、业务的多样性以及相关商业关系。

1. 支付模式

在20世纪70年代之前,信用评级机构的收入主要来源于投资者。信用评级机构一般会对发行人作出评级,然后等待有需要的投资者来购买。然而一场危机以及复印技术的发展,导致信用评级业的支付模式发生了根本的变化。复印技术的发展,使得评级结果很容易被复制和传播,从而导致评级机构的收入受到极大的影响。另一方面,几乎在同一时期,美国的宾州中央公司(the Penn Central Corporation)违约事件

^④ 15 U. S. C. 78o-7(d).

导致投资者对公司债券丧失信心。^⑤ 发行人急需找到一个工具,可以提高投资者对其金融产品的信心。在这种情况下,评级机构开始对发行人征收费用,在取得相关费用后再对发行人或者发行人的相关证券产品进行评级,然后再将评级结果免费提供给所有的投资者。这种模式产生至今,已经使得信用评级机构的收入来源发生了极大的变化,评级机构的大部分收入来源已经由投资者转为发行人。到2005年,来自发行人的收入已经占到评级机构平均收入的约90%。^⑥ 这种商业模式直接导致信用评级机构不得不面对这样一种状况:评级机构需要站在投资者的角度监督支付给其费用的发行人。

在欧美最近的监管制度改革中,这种利益冲突都得到重视。在美国,有关这部分的内容主要规定在SEC的最终规则中。考虑到目前信用评级机构的大部分收入已经来自发行人,无法将限制措施直接适用在所有的具有上述利益冲突的情形中。因此,美国规定,在最近的财政年度中,如果信用评级机构10%以上的总净收入来源于某一企业或机构,则信用评级机构不应该再向该企业或机构提供评级业务。^⑦ 除此之外,对于来源于支付模式的其他利益冲突,大多采取披露的方式来解决。^⑧ 几乎所有评级机构与支付评级费用的人(包括发行人和投资者)之间的关系都应该进行披露。这最大程度保障了该种利益冲突可以为公众和监管者所知悉。

在欧盟最新的改革方案中,也可以看到类似的规定。如果信用评级机构来自该机构或与该机构有关联的任何第三方的收入占到信用评级机构每年评级业务收入的5%以上,则评级机构不应该发布一个信

^⑤ 参见 L. J. White, *The Credit Rating Industry: A Industrial Organization Analysis*, in R. M. Levich, G. Majnoni, and C. Reinhart (ed.), *Rating, Rating Agencies and the Global Financial System (USA and the Netherlands)*; Kluwer Academic Publishers, 2002), p. 47。

^⑥ Moody's Corporation Form 10 - K Filing, March 8, 2005, pp. 18 - 22, http://files.shareholder.com/downloads/MOOD/268362954x0x165519/9B494430 - 4F9D - 41C5 - 9B4E - 9FD2CFDD0F56/2005_10k.pdf, visited on March 27, 2008.

^⑦ SEC, Rule 17g-5(c)(1)。

^⑧ 这些利益冲突包括:评级费用由信用评级的相关利益方支付,包括发行人、承销商、债务人、需要依赖信用评级评定是否满足特定规定从而获得某种利益的人,以及依赖信用评级进行投资或者交易的人。参见 SEC, Rule 17g-5(b)(1)、(2)、(4)和(5)。

用评级或者撤回一个已有的信用评级。^③除此之外,欧盟在披露制度方面的规定,没有美国的严格。美国几乎要求评级机构公布所有与支付方的关系。而欧盟只是规定在以下情况下,信用评级机构需要公布其与被评级企业之间的关系:(1)按照评级机构的收入排列的前二十五名客户;(2)在上一个财政年度中,来自某一客户的收入增长率是该年评级机构收入增长率的1.5倍以上,且来自该客户的收入占到评级机构总收入的0.25%。^④

从欧美的改革可以看出,在对待来自支付模式的利益冲突时,考虑到支付模式的彻底变革并不现实,因此,欧美都选择了以披露的方式为主,对于严重的利益冲突,才采用限制的方式。在限制措施方面,欧美之间的差异只在于如何设定限制的条件。

2. 附属业务

第二种主要的利益冲突来源于评级业务与附属业务之间的矛盾。对于这种利益冲突,在美国改革之前,都是依赖评级机构内部的防火墙来解决的。但是,SEC的调查说明这样一个方式是没有效力的。^⑤次贷危机也从实践的角度证明防火墙制度是无效的。因此,在这一轮的欧美改革中,来源于附属业务的利益冲突是最受关注的。

美国《信用评级机构改革法案》将大多数有关评级机构独立性的规定交由SEC以规则的方式再作规定,唯一的例外就是来源于业务多样化的利益冲突,尤其是在资产证券化过程中的利益冲突。评级机构改革法案直接规定禁止评级机构从事三种不公平的、欺诈或滥用权力的行为。^⑥这些行为都与这类利益冲突有关。具体包括以下几种行为:(1)评级机构禁止以发布评级为条件,或者威胁以此为条件,要求企业购买评级机构的其他服务或产品,或者购买评级机构的附属机构的服务或者产品;^⑦(2)评级机构不得威胁债务人或者债务人的附属机

^③ 同注②,第4页,art.9(3)。

^④ 同上注。

^⑤ SEC, Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, January 2003.

^⑥ 15 U. S. C. 78o-7(i)(1)。

^⑦ 15 U. S. C. 78c(a)(63)。

构,要求他们购买评级机构或其附属机构的任何服务或产品,否则,就以一种偏离评级机构已公布的评级程序和方法的方式,发行新的评级或者修改一个已有的评级。^④

此外,披露也适用于此种利益冲突。美国要求,如果评级机构将对同一发行人、承销商或者债务人同时提供评级业务和其他服务,则评级机构必须披露相关信息。如果不披露,评级机构将被限制向同一发行人、承销商或者债务人同时提供评级业务和其他服务。^⑤

欧盟在基本行为准则的基础上,也对此类利益冲突作出了较多的规定。欧盟首先定义附属业务这个概念,认为附属业务就是评级机构提供的除了信用评级业务以外的其他业务,不过,明确排除咨询业务(consultancy or advisory services)。^⑥然后,明确规定评级机构不能提供咨询业务。对于排除咨询业务以后的附属业务,欧盟只要求评级机构应该对附属业务进行定义,并且确保附属业务不会导致评级机构在评级过程中陷入利益冲突。^⑦

欧盟排除咨询业务主要是因为此次次贷危机暴露了来自咨询业务的潜在危险,并没有考虑到除了咨询业务之外,来自其他业务的利益冲突同样可能影响评级机构的独立性。这种针对一场危机而作出的特别处理,并不适合作为一个法律规定长期保存下去。比较而言,美国的做法更为实际,也更有针对性。即不以评级机构提供的业务为界,而是以评级机构的行为的严重性为界,评级机构禁止从事越界的行为,界限以内可以选择披露,或者选择不披露也不从事此种行为。

3. 商业关系

与其他行业一样,评级机构也可能因为与客户的某些商业关系而导致其丧失独立性。这些商业关系除了上述的来自支付模式的关系外,还包括其他因为评级机构与客户或者客户员工的因为所有权关系或者雇佣关系而产生的联系。具体来说,在欧美两地,在以下几种商业关系下,评级机构都是被禁止提供评级业务:(1)评级机构与被评级企

^④ 15 U. S. C. 78o-7 (i)(1)(C).

^⑤ 17 CFR 240.17g-5(b)(3).

^⑥ 同注^②,第4页,art.4(1).

^⑦ 同上注。

业或其任何关联的第三方,直接或者间接,因为控制权而相互关联的;^{④(2)}信用评级机构内部参与认定该企业的信用评级的信用分析员,或者负责批准评级结果的人员,直接持有该企业的证券,或者对该企业有其他的所有权利益;^{④(3)}信用评级机构内部参与认定该企业的信用评级的信用分析员,或者负责批准信用评级结果的人员,在被评级的企业内部担任职务。^⑤

此外,美国还列举了三种商业关系,在这三种关系下,评级机构可以选择披露相关的业务往来,或者选择不从事评级业务。这三种商业关系分别是:(1)评级机构的内部人员对被评级企业或债务人的证券或货币市场工具具有直接的所有权利益;^{⑥(2)}评级机构附属的人员或机构从事相关证券或货币市场工具的承销业务;^{⑥(3)}任何其他重大的与评级结果的发布有关的利益关系。^⑥

评级机构的独立性是欧美监管制度改革的重点,而且这是欧美首次以法律的形式对信用评级机构的独立性提出要求。可以看到,欧美重点考虑的利益冲突类型是相同的,采取的措施也是一样的,即都选择限制或者披露作为维护评级机构独立性的措施。不过,在具体细节的规定上,欧美之间的规定存在一些差异。

(三) 披露制度

考虑到评级行业本身对于评级方式方法没有一个固定的模式和规定,更多的是依赖评级机构的内部制度。在监管过程中,监管者也更多地依赖于评级机构的内部政策和程序,因此,对于评级机构的监管而言,披露显得尤为重要。事实上,披露的相关规定与注册制度和评级机构的独立性两个部分密不可分。注册制度中很多要求都是为了更好地披露相关信息,而披露本身就是保持评级机构独立性的一个重要措施。

^④ 同注②,第4页,art.9(3)(c). The US uses a term named the person is associated with the NRSRO, see 17 CFR 240.17g-5(c)(3)。

^⑤ 同注②,第4页,art.9(3)(b); 17 CFR 240.17g-5(c)(2)。

^⑥ 同注②,第4页,art.9(3)(d); 17 CFR 240.17g-5(c)(4)。

^⑦ 17 CFR 240.17g-5(b)(6)。

^⑧ 17 CFR 240.17g-5(b)(8)。

^⑨ 17 CFR 240.17g-5(b)(9)。

披露制度主要包括披露的内容和披露的周期。具体而言,在美国,披露的信息包括以下几类:(1)帮助投资者、发行人和监管者更好地判断评级质量的信息,具体包括证明评级效力的短期、中期和长期的历史数据以及来自合格机构购买者的书面证明;^⑤(2)为了方便投资者、发行人和监管者更好地理解和监督评级机构的运作而需要的评级机构的内部政策和机制,包括评级程序和方法、为了避免非公开信息的不正当适用而实施的政策或程序、组织结构、评级机构正在实施的道德准则等;^⑥(3)有关利益冲突方面的信息,包括任何可能影响评级的利益冲突以及评级机构最大的几家客户名单;^⑦(4)有关评级机构财务状况的信息,评级机构并非都是上市公司,因此,为了便于监管者监督评级机构,美国的《评级机构改革法案》要求评级机构必须向 SEC 提交经审计的财务报表,在首次申请注册的时候,评级机构需要提交过去三个财政年度内的财务报表,之后需要每年按照 17g-3 规则每年提交当年的财务报表;^⑧(5)其他信息,具体的裁量权交给监管者,一旦监管者认定为了保护投资者的目的,需要提供某项信息,评级机构应该予以配合。^⑨

需要注意的是,上述的信息并非所有都是面向公众的。为了平衡信息公开与评级机构运作的需要,美国规定披露可以分为两种:一种是仅面向 SEC 的披露;另一种则是面向公众的披露。合格机构购买者提供的书面证明、大客户名单以及经审计的财务报表属于第一种,仅需要提供给 SEC。^⑩

一般来说,在评级行业中,持续性披露要求较高,因为一旦评级机构内部的制度,尤其是评级方法发生变化,评级的质量就可能受到影响。为了保证公众和监管者对评级机构的有效监督,评级机构内部制度和政策变化必须及时地加以披露。不过,并非所有的信息都需要在

⑤ 15 U. S. C. 78o-7(a)(1)(B).

⑥ 同上注。

⑦ 同上注。

⑧ 17 CFR 230, Form NRSRO, Exhibit 11.

⑨ 15 U. S. C. 78o-7(a)(1)(B)(x).

⑩ 15 U. S. C. 78o-7(a)(1)(B)(viii) and (ix), 15 U. S. C. 78o-7(k), 17 CFR 230 17g-1(i), and Form NRSRO, Exhibit 11.

发生变化的当时即刻为市场所知悉。基于这个考虑,欧美的改革中都将持续性监管分为两个部分:一部分要求评级机构注册之后,一旦该信息发生变化,必须及时通知监管者。另一部分则只要求评级机构定期更新相关信息即可。美国要求除了上述第一类信息外,其他信息一旦发生变化,评级机构有责任及时地披露。^①

欧盟也有类似的披露制度,不过,具体的内容和周期有所区别。欧盟的提案将披露分为一般披露、定期披露和透明报告。三类披露的内容和周期有所不同。一般披露要求评级机构应该进行充分和公开的披露,且一旦有任何变更,需要及时地加以披露。^②

定期披露包括三种。如果一个结构性融资工具的预评级和最终评级不是由同一家评级机构进行,或者预评级和最终评级虽然为同一家评级机构提供,但是最终发布的评级是由另外一家评级机构提供的,则这样的案例需要每季度披露一次。^③ 有关不同种类评级的历史违约率,评级机构应该每半年披露一次。^④ 满足特定要求的评级机构的客户名单应该每年披露一次,不过这种披露仅在评级机构内部一个独立的委员会、欧盟和其相关成员国的监管者范围内进行。^⑤

透明报告是欧盟这次改革的一个特别的地方,要求评级机构每年发布一次,具体内容包括:(1)评级机构内部质量控制制度,评级结果存档的政策,以及评级分析员轮换政策;(2)评级机构的法律结构,所有权关系和收入方面的信息;(3)雇员分布数据;(4)每年一次的关于评级机构合规性的独立审查结果。^⑥

欧美具体要求披露的信息大致是相同的,只是在具体表述上,以及具体的披露周期上略有差异。

① 15 U. S. C. 78o - 7(b)(1).

② 同注①,第4页,art. 15, and annex II, section C I.

③ 同上注 annex II, section C, II, (1).

④ 同上注 annex II, section C, II, (2).

⑤ 同上注 art. 15 (3).

⑥ 同上注 annex II, section C, III.

三、未来我国评级机构监管制度的发展

我国的信用评级监管模式借鉴于美国的 NRSRO 制度。第一批指定的评级机构是 1997 年人民银行认可的 9 家从事全国范围内企业债券资信评估业务资格的评级机构。^⑤ 2006 年,人民银行颁布了《信用评级管理指导意见》,对在银行间债券市场和信贷市场从事金融产品信用评级、借款企业信用评级、担保机构信用评级业务的评级机构进行管理和指导。^⑥ 2007 年,证监会通过了《证券市场资信评级业务管理暂行办法》,规范证券市场资信评级业务。^⑦ 以下将在借鉴欧美改革的前提下,以这两个部门规章为基础,讨论我国未来信用评级机构监管制度的发展。

(一) 注册制度

两个部门规章都对信用评级机构的内部制度提出要求,即要求信用评级机构要具有相应的内部控制机制、管理制度和业务制度,要求建立评级委员会制度、复评制度、评级结果公布制度、跟踪评级制度等。^⑧ 不过,证监会的规定更灵活,只是规定评级机构应该具有健全和完善的相关制度。而人民银行的规定更具体,某种意义上讲已经完全取代了行业自律组织应有的职能。在信用评级规范中,人民银行不但对具体的内部管理制度和质量控制制度等提出详细的规定,而且,对信用评级

^⑤ 它们分别是中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限责任公司、深圳市资信评估公司、云南资信评估事务所、长城资信评估有限公司、上海远东资信评估公司、上海新世纪投资服务有限公司、辽宁省资信评估公司、福建省资信评估委员会。但至目前,其中两家已基本不开展评级业务了,一家在福建省资信评估委员会的基础上,改组为联合资信评估有限公司(“联合”、“联合资信”),见关于中国诚信证券评估有限公司等机构从事企业债券信用评级业务资格的通知(银发[1997]547号)。

^⑥ 《信用评级管理指导意见》,银发[2006]95号,2006年3月29日颁布。

^⑦ 《证券市场资信评级业务管理暂行办法》,中国证券监督管理委员会令第50号,2007年8月24日发布。

^⑧ 同上注,第7条,第16至19条;同注^⑦,第4条和第5条。

机构及其员工的行为准则也作出了具体的规定。^⑦对于信用评级机构的业务中国人民银行也作出了非常详细的规定,具体到了信用评级小组的构成、小组成员资格,甚至评级小组负责人资格等。^⑧

从国外的发展经验来看,这些具体的业务活动规则和内部制度,更应该由行业自律组织和评级机构自身决定,因为评级机构从产生开始,就一直不是处于一个统一的模式中。最核心的信用评级方法,都是由各个信用评级机构自身创新的。监管机构强制的规定一方面增加了自身监管的成本,另一方面也会使得信用评级机构失去创新的活力,不利于评级机构的发展。因此,建议放弃对评级机构内部制度的细节规定,只需要要求评级机构提供相关的内部制度。一般来说,评级机构可以参考国际证监会组织发布的基本行为准则,或者相关行业自律组织的文件制定适合它们自己的内部制度。

此外,证监会的规定中对信用评级机构的资本金提出了要求,即申请证券评级业务许可的资信评级机构,应当具有中国法人资格,实收资本与净资产均不少于人民币2000万元,同时对信用评级机构的高级管理人员等提出要求。^⑨这些规定在中国人民银行的規定中没有出现。证监会没有给出提出这个要求的理由。如果这是必需的,可以在最终的监管法规中予以保留。

人民银行的規定对信用评级机构的退出作出了規定,具体分为自愿退出和强制退出。^⑩证监会的規定中也有退出机制,不过只是規定了强制退出制度,即如果评级机构不再符合许可条件,证监会依法有权撤销证券评级业务许可。退出机制可以保证对信用评级机构的有效监管,考虑到评级机构自身的意愿,应该在以后的改革中延续人民银行的自愿退出和强制退出机制。

^⑦ 同注⑦,第4条和第5条;中国人民银行:《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范第一部分:信用评级主体规范》,第5.4节。

^⑧ 中国人民银行:《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范第二部分:信用评级业务规范》,第3.3节。

^⑨ 同注⑧,第7条。

^⑩ 中国人民银行:《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范第一部分:信用评级主体规范》,第4.3节。

具体的注册要求,可参照美国的规定,从形式上和实质上对评级机构提出要求。满足一定要求之后,方能注册为评级机构,从事相关业务。

(二) 独立性

两个部门规章都对利益冲突作出了规定,不过各自规定的重点不一样,也各有得失。证监会的规定中对利益冲突采取三种方式:(1)评级机构与受评级机构受同一实际控制人控制,或者被同一股东持有5%以上的股份,或者受评级机构或其实际控制人持有-定比例的评级机构股份,评级机构不得从事与该受评级机构相关的证券评级业务。^⑦(2)如果是评级机构的雇员与受评级机构或者受评级证券发行人之间有某些联系,这些人员应当回避。^⑧(3)对于附属业务与评级业务,内部应当设立防火墙,分开两种业务。^⑨人民银行的规定中也有这三种情况,信用评级机构和评估人员如与被评对象有利益关系的,应当回避。^⑩评级机构内部应当由防火墙制度防止利益冲突。^⑪信用评级机构及其评估人员不得以承诺、投资收益或者分担投资损失、承诺高等级、压价竞争、诋毁同行等不正当竞争手段招揽业务,进行恶性竞争。^⑫

证监会的规定,应该说大致与在香港和美国的规定相符合,不过有些地方仍然不够。对于美国法案下禁止的三种行为,中国现有的法规并没有涉及。这些都是比较严重且依赖评级机构的内部制度没有办法解决的利益冲突。应当在未来的法规中得到体现,禁止评级机构在具有这些利益冲突的情况下对相关利益方提供评级。对于回避制度,证监会和人民银行都没有规定,这种回避应当通过什么样的方式让大众监督。如果没有监督,如何保障评级机构的内部机制就能解决这个冲突。建议未来的法律中应当更多地依赖披露,通过市场参与者和监管者的监督,来保障评级机构的独立性,而非仅仅依靠评级机构自身来进

^⑦ 同注⑥,第12条。

^⑧ 同注⑥,第13条。

^⑨ 同注⑥,第14条。

^⑩ 同注⑦,第5条。

^⑪ 同注⑦,第4条。

^⑫ 同注⑦,第8条。

行。我国大多数评级机构以前是依附于政府机构或行政事业单位,现在虽然要求要独立于这些政府机构和行政事业单位,但是在开展资信评级过程中仍不免会受到行政干预,因此,未来中国的法律还应该考虑行政干预带来的利益冲突。^⑩

(三)披露制度

证监会法规要求证券评级机构应当自取得证券评级业务许可之日起20日内,将其信用等级划分及定义、评级方法、评级程序报中国证券业协会备案,并通过中国证券业协会网站、本机构网站及其他公众媒体向社会公告。信用等级划分及定义、评级方法和评级程序有调整的,应当及时备案、公告。^⑪ 人民银行的规定中虽然要求评级机构向人民银行提交诸多材料,但是并没有一个条款规定人民银行或者评级机构应当通过某种途径将这些信息加以公开。这可能是与中国人民银行的规范中已经对信用评级机构的很多内部制度作出了过于详细的规定有关。将来的改革应当借鉴证监会的规定,要求评级机构提供相关的材料备案,并由监管机构同意加以公布。不过,披露的项目较之目前的规定,应该更多。除了信用等级及定义、评级方法、评级程序,对于信用评级机构的所有权结构应当有所披露。目前仅要求信用评级机构在提交材料时需一并提交验资报告和公司章程。^⑫

四、结论

在次贷危机的催化下,各国都开始对各自的信用评级机构监管制度进行重建或新建。在欧美已初步形成的监管框架下,注册制度、独立性和披露制度是三个重点。注册制度主要是为了保证信用评级机构有能力提供独立和公正的评级,因此,欧美的规定中都会对评级机构的内

^⑩ 卢奇骏、杨少埔:“加快培育和发展我国大型资信评估机构”,载《中国金融》2004年第18期;庄锴、张凤霞:“我国资信评级业发展的现状及趋势”,载《山东纺织经济》2007年第3期。

^⑪ 同注^⑩,第11条。

^⑫ 同注^⑩,第3条。

部制度、人员、财务等方面提出要求。独立性主要是为了避免相关利益冲突影响信用评级结果的准确性。为了保证评级机构的独立性,欧美都选择限制或者披露的方法,如果评级机构具有严重的利益冲突,则禁止它们提供信用评级。对于其他的利益冲突,则会要求信用评级机构进行适当的披露。披露制度是保证信用评级机构独立性的重要措施,同时,也是大众和监管者监督信用评级机构所必需的制度。披露的内容主要包括两种:一种是有关评级机构的独立性方面的信息;另一种是便于评估评级机构的评级结果的信息。具体的披露周期因披露内容的不同而有所不同。我国信用评级监管制度虽然已有两个部门规章作为基础,但是,本身仍然存在诸多的问题。未来我国仍需要从上述三个方面加强对评级机构的监管。