

国际评级机构监管探讨

联合资信 李文平

■ 引言

评级行业位处价值链的高端，而评级机构（CRAs）是信用标准的提供商。作为金融市场的参与者，自由市场体系监管导向的逻辑结论必然是必要制度安排之上的行业自律。然而，近年来所发生的金融危机及评级失灵事件强化了监管呼声。本文拟从信用评级行业的经济学分析出发，论证行业自律和外部监管的有效性及其实施模式，并概述美国和欧洲针对信用评级行业的监管架构。

■ 评级行业

评级功能

信用评级机构作为资本市场不可或缺的参与者，其主要功能是作为信息中介（information intermediaries），以解决发行人和投资者之间的信息不对称问题，从而降低发行人的融资成本；用新制度经济学的语言来讲，信用评级通过减低交易的信息成本来创造价值。另外，以信息中介功能为基础，信用评级的衍生功能包括资格认定功能（certification function）和标准化功能（standardization），资格认定功能是指信用等级用作金融市场的监管核准工具（rating-based regulation），标准化功能是指通过评级提升了证券信用风险在全球范围内的可比性。

表 1 信用评级的功能及其受益者

	发行人	投资者	监管者
信息功能	信息中介 私人信息释放	信息中介 信息生产的规模经济 私人信息释放	信息中介 信息生产的规模经济 私人信息释放
资格认定功能	私人风险管理	私人风险管理	基于评级的监管
标准化功能	信用/投资过程	信用/投资过程 风险的可比性	

行业竞争

信用评级行业的市场基本被国际三大评级机构所垄断；同时，信用评级行业的盈利能力突出，标准普尔和穆迪的经营利润率均超过了 50%。信用评级行业的盈利模式经历了从投资者付费模式（investor-pay）向发行人付费模式（issuer-pay）的转变。自评级行业出现到 20 世纪 70 年代，评级业务的盈利模式是订购者付费模式，70 年代之后，随着资本市场的发展和创新及复杂程度的提高（以及伴随着商业票据市场的发展），债务证券发行人主动付费要求评级以解决信息的不对称并力求降低融资成本，主导的盈利模式变为发行人付费模式，评级结果向全部投资者开放（评级结果的公开性也有利于基于评级的监管）。（另有一说认为

盈利模式的转变部分来源于智力资产的可复制性，即评级报告公开后的无成本传播。）

声誉资本（reputational capital）是评级行业高准入壁垒以及现有竞争特征的决定因素。从本质上讲，评级行业的外部治理主要通过市场纪律实现：市场对评级机构的监督主要是通过事后（ex post）考察评级结果和实际违约的相关性，其评级表现出强相关性的评级机构据此确立了其声誉资本；并且，鉴于良好声誉，其评级在事前（ex ante）便被相信，从而，发行人寻求那些具备良好声誉的机构进行评级以最大可能地降低融资成本。像标准普尔、穆迪以及惠誉这样的评级机构在声誉资本的确立方面具备了先行优势（包括存量声誉资本和增量声誉资本），且声誉资本的可转移性（transferability）（即现存评级机构可以依赖其声誉资本在其他领域扩张其评级业务）保证了这些评级机构在相近领域的扩张优势，另外发行人从知名的评级机构到不知名的新进入市场的评级机构之间进行转换的成本高昂（易被市场视为负面信号），上述几大因素决定了评级行业现存的竞争格局。

治理模式

像评级这样出现在多期非对称信息环境下且消费者不能在事前观察到其品质的产品被归类为“经验商品”（experience goods）。对于这类产品而言，消费者的后续购买决策基于最初消费所获得的信息，并且，从经验当中得到的观察是不可证实的（verifiable）（若非如此，则没有声誉存在的必要，因法庭可以据所证实的信息作出裁决）。对于评级而言，投资者不能在事前准确评估评级的质量而只能依赖于评级历史所揭示的事后信息；而且，鉴于评级的概率本质，虽然平均的评级质量可以被监督，然而却难以确定个别评级的质量。

基于声誉资本的治理模式主要来自以下考虑：评级机构可以在某一期通过欺骗获取超额利润，但是会丧失后续各期的声誉租金；若这些租金的现值之和大于因欺骗获取的一次性的收益，则评级机构会始终如一地提供高品质的信用评级以保持和强化其声誉资本。信用评级的概率本质和相对性本质（尽管该评级的相对性是评级机构自身所宣称的）决定了其作为“经验商品”的不可证实性，该不可证实性一并约束了声誉资本治理模式以及外部监管的有效性。

现代评级机构监管是以评级的本质以及声誉资本治理模式为出发点的，一方面，因声誉资本强化了市场势力（market power），外部监管着重于市场无效率和反垄断的考虑（如放开准入强化市场竞争）；另一方面，因评级品质的难于证实性，外部监管着重于评级机构行为方面的考虑（如管理利益冲突、责任和透明度等）。

■ 评级监管

事实和论据

评级机构的重要性及其市场势力（如基于评级的监管）以及评级机构的业务模式和行为（如利益冲突）引发了宏观层面和微观层面的监管考虑；另外，2003 年的安然等公司丑闻事件以及 2007 年金融危机以来的评级失灵事件均强化了针对评级机构的监管。

在宏观层面，伴随评级机构的市场势力而来的是评级的重要性和顺周期性（procyclicality），在资产泡沫破裂后的去杠杆化过程当中，信用评级及市值会计的顺周期性

具有重要的系统性影响，正是顺周期效应使得这一进程通过自我强化引致流动性危机并最终导致信心危机。从技术上来讲，任何有效的衡量风险的测度都是顺周期的，而外部监管并不能从根本上克服该顺周期效应带来的系统性影响，外部监管所能做的是尽量合理限定基于评级的监管所适用的范围，以及通过引入竞争限制评级机构的市场势力。

在微观层面，另一个监管考虑关注评级机构的治理及其行为，这里，发行人付费的商业模式是监管的重要考量，因其是利益冲突的主要来源，外部监管要求管理利益冲突并提高评级透明度和强化评级责任。然而，微观层面的问题隶属行业自律的范畴（由行业行为准则所规制），将其纳入外部监管的范围或出于政治考虑。

监管框架

在美国，2006 年之前是通过所谓“国家公认的统计评级组织”体系（NRSROs）核定评级机构的资格并以自律监管作为其主导模式的。2006 年出台的《信用评级机构改革法案》（the Credit Rating Agency Reform Act）是评级行业监管的分水岭，通过该法案，美国证券交易委员会（SEC）被正式授权监管评级机构，监管模式从行业自律走向 NRSROs 体系下的直接监管。

在欧洲，出于对 2003 年安然等公司丑闻事件的反应，欧洲议会（European Paliament）于 2004 年敦促欧盟委员会（EU Commission）评估针对信用评级行业监管的立法考虑。最终，委员会采纳了欧洲证券监管委员会（CESR）的技术性建议（该建议基于 6 个月的咨询过程），并于 2005 年 12 月宣布继续沿用基于国际证监会组织（IOSCO）行为准则的金融服务业务直接和自律监管模式，其信用评级行业适用的主要的监管纲领性文件是“资本要求指引”（the Capital Requirements Directive）。

表 1 美国和欧洲评级机构监管比较

	美国 (信用评级机构改革法案)	欧洲 (资本要求指引)
评级在监管当中的使用	一般化的基于评级的监管	银行业监管 (Basel II) 中使用；一些私人机构也使用
竞争	强化竞争	顺其自然
官方审核	注册制	核准制
民事责任	受宪法第一修正案保护，不过有强化民事责任的趋势	极大程度上豁免民事责任
实施方式	直接监管	自律监管

新近发展

2007 年爆发的金融危机推动了对于全球治理与监管体系的重新思考，本次危机当中，结构金融产品的信用评级以及评级行业的监管实践备受诟病。鉴于评级机构的市场势力及信用评级的系统性影响，加强评级机构的监管成为市场和政策需要，与此同时，监管规则和监管导向的趋同也日益明显。

在美国，通过对 3 家主要评级机构（即标准普尔、穆迪和惠誉）历时 10 个月的调查，SEC 于 2008 年 12 月份出台了针对 2006 年信用评级机构改革法案的修正案¹，其终稿于 2009 年 2 月 2 日发布，该修正案的生效日为 2009 年 4 月 10 日。这些修正条款补充和修订了 2007 年生效的《信用评级机构改革法案》²，目的在于改善对利益冲突的管理，进一步提高评级的透明度（transparency）和强化评级责任（accountability），以及增强评级的可比性（comparability）和便利行业竞争（competition）。2009 年 6 月 17 日，美国公布了《金融监管改革方案》，该方案针对评级行业主要采取的措施包括：①要求评级机构建立健全的利益冲突管理披露政策和程序；②区分结构产品和其他产品；③提升评级程序的完整性。此外，方案还要求监管当局在监管活动中尽可能减少使用信用评级。

目前，美国对信用评级行业的监管主要侧重在以下几个方面（见表 2）：一是明确了评级行业的准入细则，二是提出了明确的评级机构内部控制要求，三是重点对利益冲突问题进行约束，四是对评级机构提出了明确和详细的信息披露要求，五是对评级的过程的详细记录和档案管理提出了进一步的要求。

表 2 美国信用评级行业监管法案重要细则

项目	细则
市场准入	● 持续从事信用评级业务至少 3 年； ● 其所发布的评级业已得到债券发行人以及合格机构投资者之认可； ● 业已完成相关的注册程序。
内部控制	● 制定、维持和实施合理的书面规章和程序以防止自身以及关联方对重大非公开信息的滥用； ● 制定、维持和实施合理的书面规章和程序以解决和管理评级过程中可能产生的利益冲突问题； ● 任命专人担任合规主管并负责公司规章和程序的执行，以及确保合规要求得到履行。
利益冲突	● 禁止 NRSRO 为那些其提供结构建议的金融工具进行评级； ● 禁止那些负责评定信用等级的 NRSRO 的职员参与评级费用协议的讨论和拟定； ● 禁止那些负责等级评定的信用分析师从发行人处收受价值超过 25 美元的礼物（包括娱乐项目），商务会议等有限情形除外。
披露实践	● 分别按 1 年期、3 年期和 10 年期提供任一资产类别信用等级迁移情况的统计量； ● 增进如下披露：①信用等级在何种程度上决定于标的资产的评估，②信用等级确定是否考虑了标的资产发起人的信用品质，③跟踪评级流程，包括适用于当下受评证券的评级模型的任何变动；

¹ 即 “Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations”，2009 年 2 月 2 日。

² 指 “Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations”，2007 年 6 月 5 日。

	● 要求 NRSRO 以 XBRL 文件格式公开披露其所有发行人付费评级业务的评级历史信息； ● 禁止 NRSRO 在有关产品的信息未向其他 NRSROs 披露之前为那些由发行人、发起人或承销商付费的结构化产品评级。
记录存档	● 制作并保存有关当下评级的所有评级行动的记录； ● 记录最终评级实质性区别于定量模型结果的评级原理（若该模型是信用评级过程的重要组成部分的话）； ● 记录任何针对信用分析师于确定和维持信用等级过程当中表现的申诉。

在欧洲，其金融业的监管从国家层面走向泛欧层面，其评级机构监管也从行业自律逐步过渡到统一监管；不过，鉴于欧盟经济一体化和政治国家化的特征，其泛欧金融监管机构并不具有超国家的绝对权力。2008 年 12 月 12 日，欧盟委员会出台了针对信用评级机构监管的建议性规则，拟在整个欧盟范围内实施相同的监管方法，目的在于通过确保评级的可靠性和信息的准确性以恢复和重树市场及投资者信心。其相关条例与美国信用评级机构改革法案之修正案的有关细则类似。该建议性规则目前仍在研讨之中，其精神可概述如下：①确保评级机构避免以及恰当地管理利益冲突；②确保评级机构对其评级方法论和其出具的评级保持审慎；③增进评级的透明度；④实施有效的审核和监督措施以防级别要标和监管套利。2009 年 6 月 19 日，在布鲁塞尔举行的欧盟峰会倡议创建全欧洲的金融业监管体系，并拟于 2010 年设立三家泛欧监管机构以及一家监控风险的委员会。根据该监管计划，还将创立一个二级机构，该机构将对各国监管当局政策的质量及一致性进行监控并确保各国监管机构遵循统一的欧盟规则以及对欧盟国家之间的争议进行调解；同时，该机构负责对信用评级机构进行监管。

■ 结论

正如某些观察家所言，上述评级机构监管法案并未触及最根本的利益冲突来源，即发行人付费的盈利模式。更好的评级制度安排需要继续探讨。基于声誉机制和外部监管的评级机构治理模式是否以及在多大程度上解决该委托代理问题并改进评级质量和增强市场信心不仅是个理论问题而且也是个实证问题。

此外，信用评级行业的经济学分析似乎并未给针对评级机构的外部监管提供足够的理论基础，不过鉴于近来的态势，加强监管是大势所趋。然而，相信市场需要的是更好的监管而非更多的监管，始终应予牢记的是监管的真谛，“为市场提供必要的制度基础而非代市场作出判断和行动”。