

信用评级机构在证券市场中的作用

根据 2002 年 SARBANES-OXLEY 法案 702 (B) 进行的研究

美国证券交易委员会, 2003 年 1 月

(译文, 续《信用研究》14 期)

一、背景

1、概论

实际上, 评级结果是评级机构在特定的时间、对特定的公司或证券、合约等的信用状况的评价观点。评级已有近 1 个世纪的历史。在这 1 个世纪里, 评级观点对投资者和其他市场参与者的重要性、对证券市场的影响大大地增加了。这部分是由于发行主体的数量增加和新的、复杂的金融产品 (如资产证券化证券、信用衍生产品等) 不断出现。金融市场全球化把信用评级的作用带到了美国之外的其他国家。今天, 评级在许多方面影响证券市场, 包括发行主体筹资、交易结构、信托人等的投资能力。

在过去的 30 年里, 监管当局, 包括 SEC, 越来越多地借助评级结果来对监管对象的投资风险进行监管, 建立了披露不同证券风险的方法。从 1975 年开始 SEC 就在各种联邦证券法的监管规则中依靠市场认可的评级结果来划分信用等级。全国认可的统计评级机构 (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs)) 由 SEC 官员 (SEC staff) 以 “no-action” 信件的方式认可。目前有 3 家全国认可的统计评级机构, 它们分别是穆迪公司 (MOODY'S)、惠誉公司 (FITCH) 和标准普尔公司 (S&P)。尽管 SEC 最开始在监管中使用评级结果, 但今天 NRSROs 的评级结果已广泛在联邦和洲立法中被当作基准使用, 广泛在金融等其他监管当局、国外监管计划 (foreign regulatory schemes) 和私人金融合同中使用 (private financial contracts)。

在最近几年, SEC 和国会对评级机构的一些问题进行了研究, 特别是对是否需加强对评级机构的监督进行了研究, 如 1994 年 SEC 发布了一份征求意见稿, 征求公众对评级结果在联邦证券法律中合适作用、是否需要建立正式的认可程序以及是否需要监管 NRSROs 的活动 (下面还要提到) 等方面的意见。征求意见后, 1997 年提出了在 1934 年证券交易法 (SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934) 15c3-1 条中定义 NRSRO 的建议。然而, 由于涉及 NRSRO 的定义标准、SEC 和国会要发起开展评级机构广泛研究等因素, SEC 没有使上述建议成为法律。

2、在监管中对评级机构的使用

NRSRO 概念首先在 1975 年根据 SEC 净资本条款 (Net Capital Rule) 在决定不同等级债券对资本的需求时使用。根据净资本条款, 经纪商在计算净资本时, 需按资本证券的市值的一定比例冲减净资本, 这样做的目的是抵御因资本证券市场价格波动、缺乏流动性而带来的损失。当时 SEC 认定, 持有被全国知名评级机构评为投资级资本证券的经纪人可减低冲减比例, 因为这些证券比低级别证券的流动性好, 价格波动少。要求评级机构被全国认可, 是为了评级结果可信, 被市场认可。随着时间的推移, 以及评级机构越来越被市场和监管采用, NRSRO 概念就更加广泛传播, 今天 NRSRO 评级结果已广泛在联邦和洲立法中被用来划分信用状况, 在金融等监管当局发布的条例中、甚至一些涉外监管法规中被采用, SEC 也把 NRSRO 概念引入了其他联邦证券法领域。根据 1933 证券法

(Securities Act of 1933)、1934 证券交易法和 1940 投资公司法 (Investment Company Act of 1940), SEC 发布的几个法规中引用 NRSRO 概念, 作为净资本条款的实施参考 (cross-reference to the Net Capital Rule), 例如, 投资公司法 2a-7 条款要求货币市场基金只能投资于高质量的短期工具, NRSRO 的评级结果被用来建立最低投资标准, 根据该条款, 货币市场基金允许投资于 NRSROs 评出的两个最高级别 (或类似质量) 的短期债, 并对基金持有的低级别证券的数量加以限制。此外, 根据 1933 证券法, SEC 规定被至少一家 NRSROs 评为投资级的不可转换债、优先证券和资产抵押证券可按 Form S-3 方式注册。

此外, 国会已把 NRSRO 概念广泛应用到金融立法中, 例如, 当国会在证券交易法第 3 (a) (41) 条款中定义抵押类证券时, 作为 1984 二级抵押市场促进法 (Secondary Mortgage Market Enhancement Act of 1984) 的组成部分, 要求这类证券应是至少被一家 NRSROs 评为两个最高级别之一的证券。在 1989 年, 国会在联邦储蓄保险法 (Federal Deposit Insurance Act of 1989) 中引入了 NRSRO 概念, 宣布应被至少一家 NRSROs 评为前 4 个最高等级之一, 否则, 公司债券就不是投资级。

最后, 今天其他一些联邦、洲和涉外法规中也因入了 NRSRO 概念, 例如, 美国教育部 (U.S. Department of Education) 根据 1965 高等教育法 (Higher Education Act of 1965) Title IV, 使用 NRSROs 的评级结果来建立希望参加学生金融助学计划机构的金融责任标准。此外, 几个洲的保险法规中直接或间接依靠 NRSROs 的评级结果来考核保险公司的投资是否合理。在涉外权 (foreign jurisdictions) 中也使用 NRSRO 概念。

3、NRSROs 的认可

1975 年 NRSRO 评级结果首先在净资本条款中应用后, SEC 官员咨询 SEC 后, 认为标准普尔公司、穆迪公司和惠誉公司的评级结果在全国使用, 认可它们为净资本条款的 NRSROs。从 1975 年后, SEC 官员通过 “no-action” 信件方式还认可了其他 4 家机构: Duff and Phelps, Inc.、McCarthy Crisanti & Maffei, Inc.、IBCA Limited and its subsidiary, IBCA, Inc. 和 Thomson Bank Watch, Inc.。到目前为止 (2003 年 1 月 24 日) 这 4 家机构都被前 3 家机构合并或收购, 只剩开始认可的 3 家机构 (译者注: 2003 年 4 月又认可了多伦多债券评级服务公司), 目前 SEC 官员正在研究一些申请, 因此, 在可预见的未来, NRSROs 的数量会增加。

(1) NRSRO 认可指标

SEC 官员开始时并没有认可评级机构的具体标准, 倾向于个案研究, 但通过 “no-action” 信件程序, 有了评估全国评级机构的一些指标, 目前这些指标主要是评级机构的经营情况、市场占有率情况以及其他一些决定评级机构能否被认可为 NRSRO 的特殊因素。

SEC 官员认可评级机构时的最重要的单一指标是看评级机构是否被全美的评级结果主要使用者认为是可信赖的。SEC 官员也评估评级机构的经营能力和可靠性, 其中包括: 1) 评级机构的组织结构; 2) 财务状况 (主要是看其是否能在经济压力下保持独立运作, 不受控于被评级公司); 3) 员工的数量和素质 (看评级机构是否有能力独立完成评级工作); 4) 独立于被评级公司情况; 5) 评级程序 (主要看是否有系统化的工作程序来完成可信而准确的评级工作); 6) 评级机构是否建立了内部制度保证非公开信息不被错用和这些制度的执行情况。SEC 官员认为评级机构应注册为投资咨询机构。

如果 SEC 官员认为一家评级机构可以被认可为 NRSRO, 就向其发出 “no-action” 信件 (stating that it will not recommend enforcement action to the SEC if ratings from the rating agency are considered by

registered broker-dealers to be ratings from an NRSRO for purposes of applying the relevant portions of the Net Capital Rule) 认可该机构, 否则, 就发信拒绝申请。

(2) 最近情况

这几年。SEC 和国会研究了一系列关于评级机构和强化评级机构监管的问题, 几项关于评级机构监管的研究与几宗大的信用倒闭案件相联系, 如 Orange County、California 和 Washington Public Power Supply System。10 年以前, SEC 考虑了多种监管方案, 其中 3 个主要的分别是: 1) 在 SEC 的有关法规中撤消对 NRSRO 评级结果的依赖; 2) 保持现状不变; 3) 强化监管。但当时并没达成一致。

A、1994 征求意见稿

1994 年 SEC 发布征求意见稿征求公众对 SEC 使用 NRSRO 评级机构的意见。由于评级结果在 SEC 法规中作用越来越大, 一些国内机构和国外机构申请认可。因为 SEC 没有定义 NRSRO, 也没有监管 NRSROs 的机制, 所以 SEC 认为征求公众意见是个合适的办法。征求意见的重点是: 1) SEC 是否应继续使用 NRSRO 概念, 如果是, 是否应在 SEC 的法规中公开定义 NRSRO; 2) 目前认可 NRSROs 的 “no-action” 程序是否合适, 如果不合适, 代替方法是什么?

收到的多数意见认为 SEC 应规范 NRSROs 认可程序, 认为 “no-action” 认可程序的指导性差, 没有指出如何申请, 申报哪些材料, 建议在一项法规中明确认可 NRSROs 的指标, 个别甚至给出了建议指标, 但征求意见一般反对 SEC 监管 NRSROs, 认为监管会干涉评级机构的评级过程或评级决策。

(2) 1997 年立法建议

根据征求意见情况, SEC1997 年建议修改净资本条款, 对 NRSRO 作出定义。修正案提出了认可 NRSROs 的指标、程序。NRSRO 的定义为: 1) 发布评级结果, 评级结果是对发行主体发行的特定证券或货币市场工具的信用状况的评估; 2) 根据 1940 投资咨询法 (Investment Advisers Act of 1940) 注册的投资咨询机构; 3) 被 SEC 认可为 NRSRO。

在认可机构时, 修正案建议 SEC 考虑 5 个方面因素: 1) 全国认可 (评级机构是被全美的评级结果主要使用者认为是可信赖的); 2) 足够的人员和财源, 合适的组织结构, 保证评级机构作出可信赖的评级结果 (包括经济压力下的独立运作能力, 不受被评对象控制, 足够数量、受过良好教育和具有经验丰富的人员队伍); 3) 使用系统化评级程序, 以保证评级结果的可信和准确; 4) 与发行主体管理层接触情况 (包括发行主体的高层); 5) 防止非公开信息错误使用的内部管理制度及其严格执行情况。

此外, 修正案还建议建立 SEC 认可 NRSROs 的正式程序, 申请 NRSRO 认可的评级机构向 SEC 市场监管部主任提交申请, 并在申请中说明评级机构是否符合有关要求, SEC 官员根据授权认可或拒绝认可评级机构的申请。评级机构被认可后, 应及时向 SEC 通报有关变更, 如果 SEC 认为被认可的评级机构不再符合要求, 将撤消认可。

建议还想进一步弄清楚是否应限制评级机构按交易额收费? 因为几项意见担心按交易额收费会导致评级机构缺乏对大交易额评级的客观性。建议还想征求如下几方面意见: 1) 是否应规定 SEC 认可评级机构的期限 (如 180-365 天)? 2) 是否应要求 NRSROs 公开披露评级结果 (反对仅提供给客户); 3) 是否应采用客观指标来认可评级机构? 如是, 应采用哪些指标? 4) 是否有切实可行的特定金融工具信用统计评级模型来代替 NRSRO 的评级结果?

尽管提出意见的人很乐意看到 SEC 打算提出认可 NRSRO 的要求,但由于定义 NRSRO 标准的难度以及 SEC 和国会开始对评级机构广泛研究,SEC 最终没实施上述建议。

三、近期对信用评级机构的调研

1、立法机关的研究

(1) 与安然事件相关的信用评级机构听证会 (hearing)

在 2002 年 1 月,政府事务立法委员会开始广泛调查安然倒闭事件,主要集中在政府和私有机构的作用,以及本可以采取的、发现安然公司问题并阻止其倒闭的措施。2002 年 3 月 20 日,立法委员会举行了一个听证会,题目是“对评级机构评级—安然事件与评级机构”,听证会寻求为什么评级机构直到安然公司宣布倒闭的 4 天前一致给予安然公司好信用等级方面的答案,如何能在今后避免类似的安然事件。问题涉及到 3 家 NRSROs 的强大市场影响力、它们占有发行主体非公开信息的特权、它们似乎缺乏对安然公司的关注和在安然公司评级中缺乏执业水准、对它们的监督很少。

参加第一拨听证会的人是 3 家 NRSROs (穆迪、标准普尔、惠誉) 的安然公司信用分析员,他们的观点是:他们的评级结果取决于安然公司、安然公司董事会、会计和其他专家提供的信息的准确性和完整性,现在看来安然公司向它们提供了错误信息,没有披露重要的事实,从而使它们评级结果的准确性和可靠性不复存在。

参加第二拨听证会的人是两位学者、一位信用研究企业的 CEO 和 then-SEC Commissioner Isaac C. Hunt, Jr.。一位学者认为,在当今的市场情况下,评级机构不能及时提供公司信用状况的有用信息,因此,国会应尽可能下令放弃在监管中使用评级结果。另一位学者认为,尽管怀疑对评级机构改进评级工作或减少成本的政府监管能力,但因为在监管中使用评级结果,所以采用某种方式认可评级机构的做法是可取的。来自研究企业的人员说,除非明确认可 NRSRO 的明确指标,否则 SEC 就应该停止认可机构,他的主要观点包括:1) 评级机构应披露他们在跟踪评级中发现的实际风险(即使发行主体不在财务报告或其他报告中披露);2) 评级机构应向 SEC 报告没有足够公开披露的实际风险;3) 评级机构应注重各种会计质量问题;4) 对有评级决策权的高级评级分析员应设立注册和认证程序。Then-Commissioner Hunt 介绍了在监管中使用评级结果的情况、以前对评级机构的研究和 SEC 计划开展的对评级机构在美国证券市场上的作用的全面研究。

(2) 政府事务委员会官员的报告

2002 年 10 月 8 日,政府事务立法委的官员发布了一份报告 (the Staff Report), 题目是:对安然公司的金融监督 (Financial Oversight): SEC 和私有机构 (Private-Sector Watchdogs)。除其他内容外,报告分析了在安然公司倒闭之前 3 家 NRSROs 的所做所谓,强调评级机构没能起到防止或预警安然公司倒闭的责任,对评级机构将来改进工作提出了建议。

报告认为评级机构没能利用法律赋予的权力来保护公众利益,在对安然公司的评估中缺乏执业水平。分析报告发现,评级机构在评级中没有询问深层次问题,在许多情况下仅收集了安然公司人员介绍的一些情况 (face value), 忘记了他们在做长期信用评估,没能充分考虑影响安然公司长期健康发展的因素,特别是会计违规和极其复杂的融资结构 (financing structures), 分析报告还注意到,由于评级机构几乎不受正式的监管或监督,责任很少,没法让它们对未来的不良行为负责。

报告最后建议, SEC 在和其他在监管中参考 NRSRO 评级结果的机构 (如银行) 协商后,通过一项法规,规定 NRSRO 的认可条件,以确保公众对评级机构依赖不出问题。建议的条件包括:1)

评级机构的评级观点和标准,特别是有关会计问题的观点和标准;2) 评级分析员的培训标准(包括 SEC 和其他监管当局举行的会计问题培训)。报告还建议,SEC 应监管上述标准是否达到,并在今后类似安然公司倒闭的事件调查中检查评级机构是否按上述标准开展评级。

2、SEC 的研究

(1) 广泛研究

调查报告中研究的问题以及 SARBANES-OXLEY 法案要求研究的问题,与 SEC 开展的信用评级机构在美国证券市场的作用及监管对策是一致的。SEC 认为,近几年来,评级结果对投资者和其他市场参与者越来越重要,影响发行主体进入资本市场、筹资成本、财务交易结构和受托人等的投资能力。根据变化的情况,SEC 已开始研究信用评级结果在联邦证券法律中的使用、在监管中决定使用哪些评级结果的过程以及对认可机构的监督程度。

SEC 采用了几种正式与非正式的方法研究评级机构,包括与评级机构和市场参与者的非正式讨论、正式检查评级机构和公众听证会(市场参与者有机会发表对评级机构及评级机构在资本市场上的作用的意见)。

2002 年 3 月 19 日,SEC 根据证券交易法 21 (a),发布了开展评级机构在美国证券市场的作用的调查政令(Order)。发布调查政令的目的是收集评级机构在美国证券市场上发挥作用的情况、条件、实践等,帮助 SEC 评估是否在有关联邦证券法中继续使评级结果用于监管,以及如果使用的话,使用哪些评级结果?如何实施适度监管?

(2) SEC 对 NRSROs 的调查

根据 2002 年 3 月发布的调查政令和 1940 投资咨询法赋予 SEC 的检查权(examination authority),SEC 检查了 3 家 NRSROs。在这些检查中,SEC 的检查官员研究了每家 NRSROs 提供的政策、程序文件和资料以及一些发行主体的评级结果文件,会见了 NRSRO 分析员。SEC 还会见了接受 NRSROs 评级的一些发行主体的高级财务人员。

SEC 对 NRSROs 的检查发现了一些疑问,包括:1) 发行主体向 NRSROs 支付评级费用的事实可能导致潜在的利益冲突;2) 由于 NRSROs 向发行主体提供额外服务,如预评估、公司咨询等,加剧了潜在的利益冲突,NRSROs 的收益也更加依赖发行主体;3) 由于 NRSROs 在市场上的强大影响力,存在 NRSROs 向发行主体施压收费的可能;4) 由于 NRSROs 在市场上的强大影响力,存在 NRSROs 向发行主体施压,要求发行主体购买额外服务的可能;5) NRSROs 保护保密信息的政策和程序的有效性;6) SEC 检查的有效性,因为 NRSRO 的评级工作缺乏工作记录,NRSROs 认为 1940 投资咨询法对文件存档和出示的要求不适合于评级业务,第一修正案(First amendment)保护 NRSROs 不必向 SEC 提供文件。

(3) 评级机构听证会

SEC 对评级机构的研究在去年底举行的听证会上达到了高潮。2002 年 11 月 15 日至 21 日,SEC 每日都举行关于评级机构在美国证券市场上作用的听证会,参加听证会的机构包括 NRSROs、非 NRSROs 评级机构、经纪商、需方(buy-side firms)企业、发行主体和学术界,SEC 官员(Commissioners and Commission Staff)参加了听证。

每个听证会的主题是相同的,参加人不一样。这些主题包括:1) 目前评级机构的作用;2) 信用评级过程中的信息流;3) 关于评级机构的问题(如潜在的利益冲突、不良行为);4) 对评级机构的监管措施(包括进入的潜在障碍)。听证会的主要观点如下:

A、评级机构目前的作用

关于评级机构的作用，来自评级机构的代表介绍了他们的业务情况，如对谁评级、评级结果的发布和跟踪。评级机构一般认为，它们的作用是持续评估发行主体的信用状况、债务按期还本付息的可能性，强调他们不做发行主体的审计、不去鉴别欺骗，信用分析主要基于所提供信息的质量。

评级结果的使用者（共同基金和经纪人）认为，评级结果对它们的业务很重要，评级结果对于它们来说不但是信息，而且还用于监管。这些机构一般都有内部信用分析部门，信用分析部门的分析员在做独立信用分析时都会把评级机构发布的评级结果作为参考之一。此外，他们感觉到评级结果对于 SEC 成功监管货币市场基金是十分关键的。

发行主体指出，它们寻求评级是认为投资者信赖评级结果，评级结果有影响它们进入资本市场的影响力，在选择评级机构方面，倾向于选被市场认可的评级机构，在实践中它们倾向于选择 NRSROs。

B、在评级过程中的信息流

对评级过程中的一系列信息流问题进行了讨论。与评级分析主要基于信息质量的观点一致，评级机构一般主张采取改进发行主体向公众披露信息的举措。尽管评级机构认为美国大多数发行主体根据要求披露的信息对它们开展可靠的评级是足够的，但它们往往从发行主体处寻求额外信息，以更好地了解发行主体的业务前景和风险（例如没有披露的、能对发行主体的流动性造成不良影响的或有事项）。对于评级机构到公众的信息流，评级机构强调它们不断努力增加评级过程的透明度，如广泛发布评级结果、基本评级观点、评级指标、列入观察的评级结果和行业评论等。

参加听证的人员担心评级机构信息和人员与其客户的特殊关系，特别是在评级机构不受 Regulation FD（主要指发行主体和有关人员不得向外部透露非公开信息）条款限制的情况下。尽管大型评级机构一般使客户和非客户同时得到评级结果和评级观点，但客户还可以得到额外信息，如详细的评级报告和其他分析，以及和评级分析员接触。一些参加听证的人担心这些额外交流，特别是客户与评级分析员之间的非正式口头交流会增加发行主体的保密信息不当披露的风险。另外一些人认为，这样的接触会向客户透露可能的评级结果变化的信息（以及这些变化带来的市场影响）。

买方代表认为，评级机构应向公众更多披露评级决策的依据，希望得到评级背后的信息（如公司 and 产业的发展前景、取得一定财务目标的时间、引起评级结果变化的关键事件或关键财务因素）和评级机构研究的信息和文件的披露信息。

此外，一些人建议发布被动评级结果（unsolicited ratings）的评级机构应明确声明，当评级机构终止对发行主体评级时要明确披露。最后，一些人还认为，评级机构应定期披露其评级活动。

C、关于评级机构的问题（例如潜在的利益冲突或不良行为）

①发行主体

参加听证的人一般不认为评级机构向发行主体收费会带来很大的利益冲突，或影响评级机构的整体客观性，但大多数认为这种收费机制从本质上存在潜在利益冲突和提高评级等级的倾向，但是可管理的，而且在大多数情况下评级机构对此实施了有效管理。评级机构认为，它们发布客观、可信评级结果的声誉高于一切，憎恨以损失声誉来讨好发行主体的行为。此外，评级机构实施了一些列政策和程序，以确保评级过程的客观性，例如由评级委员会来做评级决策，实施投资限制，保持固定的收费水平等，以及评级分析员按工作质量考核（评级结果的准确性），而不是被评级发行主体的评级收费水平。尽管大多数参加听证的人同意评级机构能在大多数情况下有效管理潜在利益冲突，

但强调实施防火墙、独立的考核制度和其他相关程序。

②客户

见第 2 部分的观点,一些参加听证的人担心评级机构客户接触评级机构的特殊信息和评级分析人员。

③咨询服务

尽管大多数参加听证的人认为评级机构开展评级对象咨询业务方面的利益冲突仍是可管理的,但严重关注咨询业务能引起的潜在利益冲突。3 家 NRSROs 表示,它们建立了严格的制度来管理这方面的潜在利益冲突,包括隔离评级业务和其他业务的防火墙,同时指出,目前咨询业务收入占其总收入的比例很低。一些参会人表示,如果咨询业务占得比例高,潜在的利益冲突就会变大,建议对评级机构咨询业务收入比例封顶。一些入会人认为,发行主体会感到购买咨询服务的压力,特别是在评级分析员提出要求时。尽管评级机构目前的咨询业务量还很少,一些入会的人担心发展成近期会计事物所面临的利益冲突局面。

④不良行为

参会人反映,最大的评级机构具有不良竞争行为,例如,惠誉抱怨标准普尔公司和穆迪公司通过“notching”行为,即除非资产池中很大部分资产由他们评级,否则就降低或拒绝对资产池(例如抵押债)发行证券的评级,把它挤出部分结构融资评级市场。惠誉建议,作为上述问题的解决方案之一,应要求 NRSROs 在评级上述资产池时,把其它 NRSROs 的评级结果当自己的一样看待。

关于被动评级,参会人质问评级机构使用被批评者所谓的“shtrong arm”手段诱导没有主动要求评级的发行主体付费是否合适(例如,送被动评级的费用表、送收费标准、鼓励付费等)

D、对评级机构的监管措施(包括潜在的进入障碍问题)

参会人认为,目前的评级业竞争有限,增加竞争对市场是有益的,一些人认为,从历史看,一些成功进入该行业的评级机构往往首先从专攻评级行业的某个领域开始。对于评级行业的集中度为什么如此高的认识不统一。一些人认为进入该行业存在一些客观障碍,如巨大的投资、获得市场认可所需要的历史经验,另外一些人认为,实际上市场可能就需要不超过两、三家评级机构。

关于监管对竞争的影响,大多数人认为,在监管中使用 NRSRO 概念本身并不是进入该行业的主要障碍,但 NRSRO 地位对评级机构的业务前景是有帮助的,进而,可增加评级机构的竞争力。大多数人赞成在监管中把 NRSROs 发布的评级结果作为简单、有效的信用质量标准使用,并且认为,考虑到 NRSRO 概念对评级机构的竞争力有影响以及为了使这一概念的使用有效(如确保用于监管目的的评级结果是可靠的),需要建立 NRSROs 认可标准。

参会人员普遍认为,SEC 官员对 NRSRO 的认可过程缺乏透明度,一些人建议 SEC 详尽明确申请人需申报的各种信息,研究申报人对各种 NRSROs 指标的满足程度。此外,有人认为,SEC 对 NRSRO 申请人的答复应有时间表。一些参会人,主要是评级结果使用者和发行主体,建议 SEC 加强对评级机构的监管(如潜在利益冲突、不公正行为、信息流等),而且对它们实施更主动的时时监督(例如通过定期检查,监督它们是否符合 NRSRO 要求)。一些人注意到,SEC 可以通过认可在某个评级业务领域高度专业化的评级机构为 NRSROs,来增加评级业的竞争。

四、讨论

在介绍上述背景之后,下面讨论 SARBANES-OXLEY 法案 702 要求 SEC 研究的每一个问题。

1、评级机构在评价证券发行主体方面的作用

（1）对发行主体评价的一般过程

开展传统、一般信用分析的大型评级机构在评级过程中所采用的评级程序和组织结构基本是类似的。在这些评级机构中，评级程序按便于保持分析工作的一致性和使用专家的原则设立，在组织层面，大型评级机构把评级业务按产业（如能源、银行等）或金融工具的类型（如公司债、市政证券、结构融资等）分成几块，评级过程的核心是信用评级委员会（rating committee），评级委员会的作用是决定、更改、撤消信用等级。信用评级委员会主要由高级信用分析员、管理董事或部门负责人和一般分析员组成。信用评级委员会所做出的决策按少数服从多数的原则确定，基本的决策内容是发行主体偿还债务的信用状况。

评级机构一般用字母组合来表示长期债的评级结果，惠誉和标准普尔的一样，AAA、AA、A、BBB 表示投资级，BB、B、CCC、CC、C 和 D 表示投机级，穆迪的投资级用 Aaa、Aa、A、Baa 表示，投机级用 Ba、B、Caa、Ca、C 表示。评级机构用在级别符号后面附加调整符号的方式细化信用等级，惠誉和标准普尔使用“+”、“-”号，穆迪使用 1、2、3。

（2）评级委员会工作

评级委员会通常由高级分析员或部门负责人召集，主要工作包括：1) 对新的发行主体或金融工具评级；2) 评估主要交易或事件对目前评级结果的影响；3) 研究变更评级结果。高级分析员提出要研究的问题并介绍有关情况，所有参会人员都发表意见，会后写出非公开的会议纪要，其中包括评级决策、观点、假设和支持资料。

评级委员会会议在与发行主体定期接触和收集信息后进行。评级基于大量的公开信息和非公开信息，在评级过程中研究的公开信息通常包 SEC 要求的信息披露（filings with the SEC）、新闻报道、产业报告、债券和股票价格走势、来自中央银行的数据、公告等，非公开信息包括信用协议（credit agreement）、收购协议、纪要（private placement agreement）、经营预测等。非公开信息根据评级机构与发行主体签定的保密协议或评级机构的保密承诺保密。一般由高级分析员收集上述信息，提交信用评级委员会，与发行主体初始接触。通常在发行主体或评级机构所在地召开年度或定期会议，也用问卷、文件与信息征询信件的方式从发行主体处收集信息。评级机构通常不做审计或发行主体是否尽职(due diligence reviews)提供资料的研究。

部分国家和地区对评级结果的 认可状况及认可指标

（摘译自《信用评级和其它信用质量补充信息》，巴塞尔银行监督委员会，2000 年 8 月（CREDIT RATINGS AND COMPLEMENTARY SOURCES OF CREDIT QUALITY INFORMATION,Basel Committee On Banking Supervision Working Papers,No.3-August 2000））

一、认可状况

评级机构	CBRS	DBRS	D&P	FI	IR	JCR	R&I	M&C	MOO DYS	S&P	TBW	合计
巴塞尔银行监督委员会成员国												
比利时			T	T					T	T	T	5
加拿大	T	T		T		T			T	T		6
法国	T	T	T	T		T	T		T	T	T	9
意大利			T	T	T ²				T	T	T	6
日本			T	T		T	T		T	T	T	7
卢森堡				T					T	T		3
荷兰	T	T	T	T		T	T		T	T	T	9
瑞典				T					T	T		3
瑞士		T		T				T	T	T	T	6
英国	T ²	T ²	T ²	T		T ²	T ²	T ²	T	T	T ²	10
美国			T	T					T	T	T	5
合计	4	5	7	11	1	5	4	2	11	11	8	69
非巴塞尔银行监督委员会成员国(interesting)												
阿根廷			T	T						T	T	4
澳大利亚	T ²	T ²	T ²	T		T ²	T ²	T ²	T	T	T ²	10
智利		T		T					T	T	T	5
香港				T			T		T	T	T	5
合计	1	2	2	4	0	1	2	1	3	4	4	27
总计	4	7	9	16	1	6	6	3	15	16	12	

注：

T：代表认可其评级结果

T²：代表认可其部分评级结果

CBRS：加拿大债券评级服务公司

DBRS：多伦多债券评级服务公司

D&P：Duff&Phelps Credit Rating Agency

FI：Fitch IBCA

IR：Ital Rating DCR SPA

JCR：日本信用评级公司

R&I：日本评级和投资信息服务公司

M&C：Mikuni&Co

MOODY'S：穆迪投资者服务公司

S&P：标准普尔公司

TBW：Thompson Bank Watch

译者注：2000 年 6 月 1 日 Fitch IBCA 与 Duff&Phelps Credit Rating Agency 合并，更名 Fitch，2000 年 10 月 19 日 Fitch 收购 Thompson Bank Watch。

二、认可指标

巴塞尔银行监督委员会成员国	
比利时	根据对评级机构的可信度（被比利时的信用机构有效使用）的评估结果以及对评级机构的组织机构和评级方法的独立性和完整性的调查结论。
加拿大	尽管我们没有指定评级机构的认可指标，但我们认可的机构在评级结果的准确性和公正性方面得到国际认可，且经营历史长。
法国	不公开（Information not in the public domain）。
意大利	评级机构的可信度、客观性、透明度和在意大利市场上的作用。
日本	评级业绩、管理结构、组织机构、评级方法和资本结构的独立性。
卢森堡	主要指标是评级机构的国际认可程度和市场表现。
瑞典	没有专门制定认可评级机构的指标。但我们只考虑有长期经营业绩、必要时有据可查的主要评级机构。我们认为 3 家主要评级机构是合适的，瑞典银行界使用它们的评级结果。
瑞士	客观、有经验、有声誉、独立、业务覆盖欧洲、北美和日本。
英国	市场认可。
美国	潜在的 NRSROs 必须具备如下特征： 1、被美国的证券评级结果主要使用者认为是可信的和可靠的； 2、有能力在经济压力下保持独立运作或不受被评企业的控制（例如具有足够的财力）； 3、雇佣足够的分析员，分析员要具有良好的教育背景和评价发行主体信用的经验； 4、使用能够产生可信、准确评级结果的系统化评级工作程序； 5、严格实施防止非公开信息错误使用的内部措施。
非巴塞尔银行监督委员会成员国(interesting)	
阿根廷	在中央银行注册时要满足两个条件：1) 提供至少在 10 个国家开展评级的评级结果，其中至少 5 个是拉

廷	丁美洲国家；2) 它们的报告要符合中央银行的规定。在股票市场注册时要满足 6 个要求：1) 有限公司；2) 单一评级业务；3) 至少 25 万美元的注册资本；4) 披露股东名称；5) 批准的评级工作程序和手册；6) 股东、被评企业的董事或雇员不能是评级机构的董事。
澳大利亚	我们没有认可评级机构的正式指标。基本上是根据评级机构在市场上的地位、市场和其他监管机构对其的认可情况以及评级机构业绩情况。我们相对注重评级机构在澳大利亚市场上的业绩表现，有时我们可对这些表现进行比较、监督。
智利	覆盖面、声誉、历史、在市场中的地位。
香港	认可指标包括：1) 评级机构的所有制、历史、背景；2) 评级方法和评级结果覆盖面；3) 市场接受程度；4) 监管目的和监管机构的接受程度。

(责任编译 李信宏)