

# 信用评级结果引用制度论析

## ——后危机时代信用评级法律制度改革的思考

胡光志<sup>1</sup>,封红梅<sup>2</sup>

(1. 重庆大学 法学院,重庆 400044;2. 宁波大学 法学院,浙江 宁波 315211)

**摘要:**信用评级结果引用制度是适应信息社会、信用经济和政府职能社会化背景而出现的一种制度形式,是优化金融监管、提升监管绩效的必要制度安排,是完善金融市场结构、提高市场运行效率的重要手段。因诱发评级失灵、推波助澜金融危机废除信用评级结果引用制度是因噎废食之举。正确的做法应当是:树立规制信用评级结果引用行为的理念,制定规制信用评级结果引用行为的法律规范;确立“市场生产、主动评级、用者付费”模式保证信用评级结果信息这类公共产品的供给;适时制定统一、透明、动态的信用评级机构认可制度;针对结构性金融产品评级制定专门监管制度。

**关键词:**信用评级;结果引用;评级失灵;金融危机

**中图分类号:**DF4

**文献标志码:**A

**文章编号:**1008-5831(2012)06-0122-07

金融危机后美国对信用评级法律制度进行了改革,在具体的改革举措中,美国证监会颁布了《NRSRO 评级指引》,废除了部分监管法规中引用“NRSRO”信用评级结果的条款<sup>①</sup>。具体内容为取消《证券交易法》3a1-1、300、301(b)-5、301(b)-6等条款中引用“NRSRO”信用评级结果的要求,取消《投资公司法》与信用评级相关的四项法案中引用“NRSRO”信用评级结果的要求<sup>②</sup>。美国废除信用评级结果引用条款之举在欧洲和中国引起了轩然大波,欧洲证监会举行“信用评级机构研讨会”,探讨是否继续在监管中引用信用评级结果。中国银监会也于2011年颁布《关于规范商业银行使用外部信用评级的通知》,对商业银行引用外部信用评级结果的行为进行限制和规范。一时之间,“山雨欲来风满楼”,信用评级结果引用制度岌岌可危。

### 一、信用评级结果引用制度的正当性分析

在世界各国信用评级及其法律制度演变和发展的历史轨迹中,信用评级结果引用制度的存在是一个不争的事实。作为信用评级发祥地的美国,信用评级结果引用制度早在20世纪30年代就诞生了,比2006年《信用评级机构改革法案》确立的

收稿日期:2012-03-13

基金项目:教育部课题“中国预防与遏制金融危机法律对策研究——以虚拟经济安全法律建设为视角”(09YJA820100)

作者简介:胡光志(1961-),男,四川都江堰人,重庆大学法学院副院长,教授,博士研究生导师,主要从事经济法研究;封红梅(1979-),女,河北邯郸人,宁波大学法学院讲师,主要从事经济法研究。

①根据《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》,信用评级结果是评级对象的信用等级,因为信用评级结果的公开性,任何对信用评级结果有需求的主体都可以引用,政府部门将评级结果用于金融监管,并由此形成了一类独特的法律制度,笔者将其称为“信用评级结果引用制度”。为了保证所引用的信用评级结果质量,美国证监会确立了全国认可信用评级机构(National recognition statistic rating organization,简称NRSRO),规定监管部门只能引用被认可为“NRSRO”评级机构的信用评级结果,“NRSRO”信用评级机构认可制度是信用评级结果引用制度的配套制度,“NRSRO”信用评级机构其实就是“御用”信用评级机构。

③References to ratings of NRSROs. 73 Fed. Reg. 40, 106/121/124.

监管制度要早大半个世纪;在信用评级发展的第二大市场欧盟,信用评级结果引用制度诞生于20世纪80年代末,几乎与信用评级的出现同步;在亚洲、非洲等其他存在信用评级市场的国家,也都存有信用评级结果引用制度。信用评级结果引用制度之所以存在就源于其是适应信息社会、信用经济和政府职能社会化背景而出现的一种制度形式,是优化金融监管、提高监管绩效的必要制度安排,是完善金融市场结构、提高金融市场效率的重要手段。

第一,信用评级结果引用制度是适应信息社会、信用经济和政府职能社会化背景而出现的一种制度形式。人类社会从不同的角度可以划分为不同的类型,从生产力角度,人类社会可以被划分为农业社会、工业社会和信息社会。农业社会始于公元前8000年,到公元17世纪末蒸汽动力的诞生,工业社会始于公元17世纪末到20世纪中叶,信息社会始于20世纪中叶,又被称为第三次浪潮。当前的社会是信息社会,在这种社会中,信息已经取代有形物质在社会经济资源中的核心地位<sup>[1]</sup>,成为社会、经济发展的核心要素。人类经济的发展从不同角度也可以划分为不同阶段,德国旧历史学派代表人物布鲁诺希尔·布兰德曾从交易媒介演变的角度将经济的发展分为三个时期,即以物物交换为主的自然经济时期、以货币为媒介交换的货币经济时期和以信用为媒介交换的信用经济时期,他认为从当前经济中信用交易的总量以及人们对信用媒介的依赖看,人类已经迈入信用经济时期<sup>[2]</sup>。信息社会和信用经济的交融使信用信息成为当今社会最为稀缺和最为重要的一种资源,信用信息泛滥、高质量信用信息缺乏、信用信息不对称等问题也成为信息问题中的首要顽疾。信用信息问题中的信息短缺源自于信用信息的公共产品属性,信息不对称源自于形式平等的市场主体在占有信息上的实质不平等,这些“信用信息失灵问题”非市场机制自身可以解决,要求外界力量的介入,政府因为权威性和强制性成为介入的最佳人选,虽然如此,政府如何介入、如何干预仍须深思。近一个世纪政治领域正在轰轰烈烈的上演着政府的“治道变革”,政府职能转变是“治道变革”的一个必然环节,政府职能发展的新趋势是政府职能的社会化,政府职能社会化又大体呈现四个基本趋向,即政府职能的市场化、政府行为的法制化、政府决策的民主化、政府权力的多中心化<sup>[3]</sup>,其中政府职能的市场化意指政府在履行经济和社会职能如宏观调控、市场监管中注意政府与市场的结合、引入市场力量和市场机制等。这种政治领域的变革予探讨信用信息问题治理路径的启示是:国家的干预不应是一味地强调国家介入,而应是“国家与市场的磨合,是自由与管制的对话,是政府与私人的合作”<sup>[4]</sup>。信用评级是一

种极有效率的能够解决“信用信息问题”的市场治理机制,信用评级机构通过专业化的服务甄别出融资主体的信用并公之于众,使市场的优胜劣汰机制能够发挥作用,信用较优的融资者获得更多的融资,信用较次的融资者被自动淘汰出局,基于此,国家监管部门将信用评级结果应用于监管之中。信用评级结果引用制度是金融监管市场化的体现,是“政府与市场的耦合”,是适应信用经济和信息社会的一种制度形式。

第二,信用评级结果引用制度是优化金融监管、提高金融监管绩效的必要制度安排。20世纪30年代,美国爆发了被称为“资本主义世界有史以来最为严重、最为深刻的一次经济危机”<sup>[5]</sup>。根据SYLZA(2001)的统计,在1929-1937年间仅美国州和地方政府的债务就有28.5亿美元违约,占到该期间州和地方政府发行在外债务平均余额的15%<sup>[6]</sup>,债券市场的信用危机诱发并加剧了经济危机的蔓延,如何改善债券市场的监管,如何防范金融风险成为困惑监管当局的一个难题。监管者发现尽管在1929-1933年间,有1/3的债券发生违约,但是被评级机构评定为高级别的债券却很少违约<sup>[7]</sup>,这使监管部门意识到信用评级的重要性,开始尝试在金融监管中参考使用信用评级结果。首次将信用评级用于监管的政府机关是美国联邦储备体系下的通货监理局,1931年3月,美国通货监理局在《联邦税收检查》中将信用评级结果用于银行资产监管<sup>③</sup>,从此以后,信用评级结果引用法律规范一发不可收拾。可见,信用评级结果引用制度从一开始就是为优化金融监管、提高金融监管绩效而生的。随着各国产业结构的升级,金融领域的竞争加剧,金融创新作为金融发展的新引擎,在世界各国演绎得如火如荼:各种各样的金融产品“乱花渐欲迷人眼”,各金融体系内交易主体之间的关联盘根错节,金融创新产品监管中监管者和被监管者之间的信息鸿沟加深……监管部门是市场外的行政主体,不具有与市场的“临近性”,经过市场主体汇报得来的信息总是具有一定的时滞性,而信用评级机构本身就是市场中的一员,与市场切近的位置使其能够快速捕捉瞬息万变的市場中的各种信息,发现并排查金融市场中的各种隐患和暗礁。基于信用评级的这种相对优势,信用评级结果被引入金融创新监管中,弥补单一行政监管的不足、节省行政监管成本。信用评级结果引用制度落实金融监管中引用信用评级结果的制度形式,是优化金融监管、提高金融监管绩效的必要制度安排。

第三,信用评级结果引用制度是完善金融市场结构、提高金融市场效率的重要手段。信用评级结果引用制度不但能节省监管成本、提升金融监管的效率,还能促进整个金融市场的效率。如当信用评级结果

<sup>③</sup>Leaitlin M. Mulligan: From AAA to F: how the credit rating agencies failed america and what can be done to protect investor. 50 B. C. L. Rev 1275. 2009, 1291, 1292.

引用条款规定“货币市场基金能够投资于被 NRSRO 评级机构评定为 A 级的证券时”<sup>④</sup>,对于货币市场基金而言,则意味着其在投资时不需要再向行政监管部门履行冗长繁琐的审批手续,只需以信用评级机构公布的信用等级符号为基准结合其他因素自主进行投资决策,这节省了货币市场基金的交易成本,使其有可能在瞬息万变的投资环境中抢占先机,提升了金融市场的效率。另外,信用评级和信用评级结果引用是两种互相关联的行为,信用评级的发展、信用评级机构公信力的提高会刺激信用评级结果引用行为的增多,信用评级结果引用反过来也会促进信用评级市场的发展。而信用评级市场是一个完善的金融市场体系的必要组成部分,完善的金融市场体系是提高金融市场效率的必要条件。因此,信用评级结果引用制度有助于完善金融市场结构、提高金融市场效率。

## 二、信用评级结果引用制度废除论及评析

美国证监会之所以对信用评级结果引用制度“开刀”是因为采纳了信用评级法律制度“改革激进派”的主张。“改革激进派”以美国学者 Frank Partnoy 为代表,此派学者认为信用评级结果引用制度赋予信用评级机构不适当的特权、改变了信用评级市场模式、加剧了信用评级市场的利益冲突、人为制造了信用评级市场的垄断、导致了监管部门对结构性融资产品评级的过分依赖,进而引发了“评级失灵”、推波助澜了金融危机,因此主张废除信用评级结果引用制度<sup>⑤</sup>。“改革激进派”的上述论据似乎“言之凿凿、情之切切”,然细究起来,其论证过程并不严密。从“评级失灵”到“废除信用评级结果引用制度”逻辑的成立需要两个基本前提:第一,是信用评级结果引用制度而非其他因素引发了“评级失灵”;第二,只有废除信用评级结果引用制度才能治理“评级失灵”。如果这两个前提条件都无法满足,则废除信用评级结果引用制度的结论就有待进一步斟酌。

首先,信用评级机构特权的赋予是信用评级结果引用制度设定失当、实施失度所致,不能因此动摇信用评级法律制度存在的根基。“改革激进派”认为:在信用评级市场成立之初,信用评级机构角色单纯,就是一个为资本市场投融资双方提供信息服务的一般信用中介组织,信用评级结果引用制度确立后,监管部门对信用评级结果的依赖加深。根据 2005 年 6 月美国证监会的统计,至少有 8 部联邦法律、47 部联邦监管法规、100 多部地方性法律和监管规则将“NRSRO”的评级结果作为监管基准<sup>⑥</sup>。同时,监管部门也不再满足于仅将信用评级作为监管决策的参考,

而是对一些信用评级结果实施了“拿来主义”,信用评级结果成了监管职能的替代品。例如 1982 年 SEC 修订《信息披露规则》,规定“如果某一不可转换债券或不可转换优先证券被 NRSRO 信用评级机构评为‘投资级’,则发行公司可以简化信息披露义务,使用要求最低的 S-3 表格进行披露”;又如,1992 年 SEC 修订《1940 年投资公司法》的 3a-7 条款,规定“被评定为一定级别的某种 ABS 在发行时可以免于登记为投资基金的程序”。“改革激进派”认为上述引用规范使信用评级机构越俎代庖,成为具有“公权”色彩的“监管”主体,信用评级机构获得的不适当的权力诱发了“评级失灵”,因此主张废除信用评级结果引用制度。确实,尽管信用评级结果引用制度能够节省金融监管成本、优化金融监管绩效,但这里特别需要把握好“度”,因为信用评级“采用定性分析和定量分析相结合的方法,以定性分析为主,从本质上讲,是一种建立在客观基础上的定性判断或主观判断”,“信用评级仅是对信用风险的一种评价,没有考虑市场价格、市场结构等其他监管决策因素”<sup>[8]</sup>,所以信用评级结果不能作为监管决策的唯一依据,更不能代替监管。在这一点上,我们承认“改革激进派”目光犀利,但是对“改革激进派”由此推导出废除信用评级结果引用制度的结论则难以苟同。上述论据充其量说明监管部门对信用评级结果引用行为存在认识偏差、信用评级结果引用制度设计不当、实施失度,对于这种问题治标之策是改良信用评级结果引用制度,治本之举是制定针对信用评级结果引用行为的专门规范,但不能因此废除信用评级结果引用制度。

其次,信用评级结果引用制度与市场模式、利益冲突关联的症结在于信用评级结果信息这类公共产品供给不足,不能因此怀疑信用评级结果引用制度存在的价值。“改革激进派”认为:信用评级市场成立之初,采用的是“主动评级、投资者付费”模式,即信用评级机构主动对发行证券进行评级,然后通过出售评级报告、研究报告等从订阅者处获取必要的收入,在这种模式下,不存在付费、选任的利益冲突。而当信用评级结果引用制度确立后,当其规定“银行只能持有至少被两个评级机构评为 BBB 或者更高级别的债券”,“如果有价证券被至少两家信用评级机构评为最高信用评级的前两级,则其市值扣除比例可降低”<sup>⑦</sup>之时,对于发行公司则意味着委托评级是获得保险机构投资或者净资产计算豁免的前提,这间接刺激了委托评级业务的盛行。尤其是“强制评级制度”的出台,其

④Herwig M. Langohr and Patricia T. Langohr. The Rating Agencies and their Credit Rating. A John Wiley and sons. Ltd. 2010. 432.

⑤Frank partnoy: The siskel and ebert of Financial markty?: Two thumbs down for the credit rating agencies. 77 Wash. U. L. Q. 619, (1999. 619); Timothy E. Lynch: Deeply and Persistently Conflicted; Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment. 59 Case W. Res. 227(2009, 251).

⑥Financial Oversight of Enron: The SEC and Private - Sector Watchdogs, which recommended increased oversight for the rating agencies. Staff of S. Comm. on governmental affairs, 10th cong. (Comm. Print 2002).

⑦ERIN M. WESSENDORF: REGULATING THE CREDIT RATING AGENCIES. 3 Entrepren. Bus. L. J. 156. (2008, 159).

要求发行公司发行债券必须评级,这直接导致了发行公司委托评级业务的增多,使得委托评级代替主动评级,被评级者付费代替投资者付费成为信用评级市场的主营模式。“改革激进派”认为被评级者委托评级机构评级并支付评级费用加剧了信用评级市场的利益冲突,使信用评级机构陷入对委托者和投资者的双重忠实悖论,引发了“评级失灵”,因此主张废除信用评级结果引用制度。上述从信用评级结果引用制度引发“评级失灵”到废除信用评级结果引用制度的论证以信用评级结果引用制度改变评级市场模式、加剧评级市场利益冲突为中项,那么,信用评级结果引用制度是否必然改变评级市场模式、加剧评级市场利益冲突呢?这尚需回到信用评级结果引用制度设立的初衷。信用评级结果引用制度是相关引用主体为了参考信用评级结果而设定的一种制度,其关注的核心是信用评级结果,而非信用评级行为。如果市场上信用评级结果这种信息富足,引用主体不会去关注这种信息由谁生产、由谁提供。但是问题的症结在于信用评级结果信息是一种公共产品,同其他任何公共产品一样,信用评级结果信息具有消费上的“非竞争性”和受益上的“非排他性”,这使得引用主体之间“搭便车”现象严重,信用评级机构昂贵的评级花费得不到应有的对价,最终导致信用评级市场的萎缩、信用评级结果信息供给不足。强制评级制度正是在这种“评级信息供给不足、引用需求旺盛”的背景下出台的,表面上其以强制命令发行公司委托信用评级机构进行信用评级的面目出现,但其终极目的是为了在监管中使用信用评级结果,干预发行公司的委托行为只是为了保证信用评级结果信息的供给。如果信用评级结果信息这种公共产品能够充分供给,信用评级结果引用制度并无必要干预信用评级结果信息的生产,也不必然改变评级市场模式、加剧评级市场利益冲突,由此推衍出的废除信用评级结果引用制度的结论自然不能成立。

同时,信用评级市场垄断的形成是因为与信用评级结果引用配套的认可制度设置不当,不能由此否定信用评级结果引用制度存在的正当性。“改革激进派”认为信用评级结果引用制度出台后,美国进一步颁布了“NRSRO”评级机构认可制度,但自从1975年美国证监会将穆迪、普尔和惠誉三家信用评级机构认可为“NRSRO”后,近40年未作任何变动,这种认可的一劳永逸人为制造了信用评级市场的垄断。统计显示,“从1975年一直到安然事件前,穆迪、普尔和惠誉三家公司的评价业务占整个市场信用评价业务量的98%”<sup>⑧</sup>;而从安然事件到金融危机这一时段内,穆迪和普尔两家公司的联合市场份额高达80%,如果把惠

誉的份额也包括进来,则可以占到95%以上<sup>⑨</sup>。“改革激进派”认为这种人为垄断导致了“NRSRO”评级机构的傲慢与懈怠,酿造了“评级失灵”,因此主张废除信用评级结果引用制度。显然“改革激进派”的上述论证将“NRSRO”认可制度与信用评级结果引用制度混为一谈。“NRSRO”认可制度是美国设定信用评级结果引用制度后,为保证所引用信用评级结果的质量而设定的一种制度,即在所有的信用评级机构中选优拔秀,认可为“NRSRO”评级机构,并规定监管部门只能引用被认可为“NRSRO”评级机构的信用评级结果。本质上讲,“NRSRO”认可制度是信用评级机构引用法律制度的一个配套制度,配套制度的问题不等于信用评级结果引用制度的问题,上述论证充其量说明配套的认可制度存在问题、需要改良,由此得出废除信用评级结果引用制度的结论值得商榷。

此外,结构性融资产品评级的失范要求对结构性融资产品评级进行特别监管,不能因此抹杀信用评级在结构性融资产品监管中的作用。“改革激进派”认为:从20世纪末到21世纪初,美国金融创新步伐加快,信用评级结果也被大量引入金融创新监管中,从结构性融资产品的流程看,信用评级贯穿于结构性融资产品的发行、上市、交易等几乎每个环节之中。金融创新产品监管中对信用评级结果的依赖使信用评级机构成为金融创新产品市场的“无冕之王”,增多的市场需求使信用评级机构再无生存之虞,高昂的评级费用使信用评级机构杯满盆盈,从“用”方市场到“评”方市场的改变使信用评级机构忙于“签印章”、“给级别”,无暇关注结构性融资产品评级技术的提升,从而引发了“评级失灵”,因此主张废除金融创新监管中对信用评级结果的引用。诚然,结构性金融产品及其结构性金融产品评级的产生和繁荣给经济体带来了一定的风险,但金融创新是推动金融发展的引擎,金融创新产品评级是金融创新市场的“看门人”,若没有结构性金融产品将发行人风险和市场风险有效隔离并给投资者提供套期保值的机会,金融经济的发展就只能停留在基础层面,也将面临更大的风险<sup>⑩</sup>;若没有结构性融资产品评级,面对纷繁复杂、技术性强、以规避监管为起点的金融创新产品<sup>[10]</sup>,监管部门对金融创新产品的监管力量会更加薄弱,金融危机的来临可能更早、更猛。“改革激进派”提出的信用评级机构忽视结构性融资产品评级技术的问题可以通过加强对结构性融资产品评级监管得以解决,信用评级结果引用制度不应成为“替罪羊”。

### 三、信用评级结果引用相关制度之改革

既然信用评级结果引用制度有其存在的正当性,信用评级结果引用制度与“评级失灵”之间的关联就

<sup>⑧</sup>Kathleen L. Casey, Comm'r, U.S. Sec. and Exch. Comm'n, Remarks at the Commission Open Meeting (Dec. 3, 2008), [http://www.sec.gov/news/speech/2008/spch120308klc.htm#P23\\_2884.02/01/2010](http://www.sec.gov/news/speech/2008/spch120308klc.htm#P23_2884.02/01/2010).

<sup>⑨</sup>Rupini Bergstrom, Bond Raters Get Subpoenas, WALL ST. J., Oct. 27, 2007, at B2.

需正确审视,因为配套制度设计不当或者制度实施偏差而废除整个信用评级结果引用制度是因噎废食之举。中国的信用评级市场才刚刚起步,而且从供给模式上看,信用评级市场是一个依靠政府强制性供给而形成的市场,信用评级机构公信力不足、市场主体尚未对信用评级符号产生信赖,监管部门的引用支撑着几乎整个信用评级市场的需求和业务。如果不考虑这种国情、人云亦云的废除信用评级结果引用制度对于中国信用评级市场的影响将是毁灭性的,而且在未找到更好的替代方式之前,废除信用评级结果引用制度对于金融监管的影响也将是巨大的。另一方面,中国的信用评级结果引用制度也存在类如美国的问题:部分信用评级结果引用条款设置失度、评级结果成为监管职能的替代品<sup>⑩</sup>;信用评级市场存在结构性供给失衡,类如美国的强制评级制度同样存在<sup>⑪</sup>,学者呼吁防范付费和选任的利益冲突的声音不绝于耳;统一的认可制度尚未形成、认可制度不透明、不规范;尽管中国的金融创新已经开始起步<sup>⑫</sup>,并在金融创新监管中大量使用了信用评级结果<sup>⑬</sup>,对金融创新产品评级的专门监管尚为空白。因此,结合中国国情完善信用评级结果引用制度及其配套制度势在必行。后危机时候,金融法律监管机制应力求防范金融风险的全覆盖,坚持提高金融、经济立法的科学性与前瞻性<sup>⑭</sup>。

第一,树立规制信用评级结果引用行为的理念,制定规制信用评级结果引用行为的法律规范。因为信用评级的公开性,长期以来,信用评级结果引用行为被视为一种评级后行为、一种普通的民事行为,遵循市场自治原则,国家不加以干预,但金融危机中信用评级结果引用行为失范加剧了金融市场的流动性风险,滋生了新型的市场失灵问题,国家对信用评级结果引用行为进行规制和干预也就具有了正当性。虽然目前世界各国尚没有规制信用评级结果引用行为的法律规范,但2010年1月,中国证监会颁布了《证券投资基金评价业务管理暂行办法》和《证券投资基金评价业务自律管理规则》,其中专节规定了“证券投资基金评价结果的引用”,首次对评价结果引用主体及其行为进行规范,具体内容上其首先禁止基金管理人、基金销售机构及证监会指定信息披露媒体引用不具备证券协会会员资格的机构提供的基金评价结果;其次,苛以引用主体两大审查义务:评价机构内控制度的审查义务和评价机构业务活动的审查义务;最后规

定审查中发现违规行为的应当拒绝引用或提请评价机构予以调整<sup>⑮</sup>。尽管这两部规章是针对投资基金评价的专门规定,但其规制投资基金评价结果引用行为的理念和规范为我们探讨并制定规制信用评级结果引用行为的规范奠定了基础。借鉴上述两部规章的经验,中国未来在制定信用评级结果引用规范时,应当规定以下三部分内容:信用评级结果引用主体的类别;信用评级结果引用主体行为规范,具体包括信用评级结果引用应当适度、必须引用认可信用评级机构的信用评级结果、信用评级结果必须被用于特定的目的;信用评级结果引用主体的义务和责任等。信用评级结果引用规制法律制度确立后,应当据此审查并改良现行的信用评级结果引用制度,以达至标本兼治的效果。

第二,确立政府引导下的“市场生产、主动评级、用者付费”模式,保证信用评级结果信息这类公共产品的供给。“改革激进派”将付费和选任的利益冲突与“评级失灵”挂钩后,许多学者试图从治理付费、选任的利益冲突这一环节来寻找突破口,他们提出的对策有:政府组建信用评级机构<sup>⑯</sup>、政府付费聘请信用评级机构、政府对信用评级予以税收激励<sup>⑰</sup>、“重塑委托代理模式、改为投资者付费”<sup>⑱</sup>、“成立债权人委员会选任信用评级机构”<sup>⑲</sup>等。笔者以为上述治理思路有误,对策也存在可行性问题,比如向公众投资者提供信息的主动评级业务并不直接产生利润,如何进行税收优惠?如何建立一个包括所有投资者的“债权人委员会”?如上所述,信用评级结果引用制度与市场模式、利益冲突关联的症结在于“信用评级结果信息”这种公共产品的供给。笔者以为对信用评级结果信息的供给,可以采用“市场生产、主动评级、用者付费”模式。首先,“市场生产”能够保证信用评级结果信息供给的效率。尽管政府、市场、第三组织都可以成为公共产品的生产主体,但是毋庸置疑,市场主体是最有效率的生产主体。其次,“主动评级”模式具有运行的实践基础。美国信用评级市场成立之初就有“主动评级”的实践,次贷危机后,中国银行间市场交易商协会也于2010年9月成立首家全国性信用再评级公司——中债资信评估公司,其预想采用“主动评级”模式对银行间发行的所有债券进行评级<sup>⑳</sup>。再次,“用者付费”可以保证信用评级结果信息供给的公平,也具有可行性。根据公共产品供给理论,虽然公共产品是

⑩如建设银行北京分行曾将建筑企业的信用评级结果直接作为贷款依据。参见李振宇《资信评级原理》,中国方正出版社,2008:144。

⑪《上海证券交易所可转换公司债券上市规则》、《深圳证券交易所可转换公司债券上市规则》都规定了上市强制评级制度,几乎所有的债券发行都采用了强制评级制度。

⑫如《商业银行次级债券发行管理办法》第11条规定:商业银行发行次级债券必须进行信用评级。

⑬Milosz gudowski. mortgage credit ratings and the financial crisis: the need for a state-run mortgage security credit rating agency, .2010 COLUM. BUS. L. REV. 2010,245.

⑭Timothy E. Lynch: Deeply and Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment. 59 Case W. Res. 227,290-301 (2009).

⑮中国首家全国性信用再评级机构出炉[EB/OL]. <http://finance.qq.com/a/20100930/002075.htm>.

一种“大众”需要,但并不是每一个“公民”都能够或者愿意享用公共产品并支付费用,因此,对于通过技术手段可以实行效益分割的公共产品,采用“用者付费”模式更为公平。信用评级结果信息在技术上是可分的、可以转化为信用评级报告等实物形式,因而采用“用者付费”模式具有可行性。具体操作上可以首先将信用评级信息分为两类,一类是简单的信用评级结果,另一类是详细的信用评级报告。对于前者按照使用目的来决定是否付费,如果是一般的个人使用则免于付费,如果将信用评级结果用于商业目的,如用于承销债券目的则必须付费;对于购买信用评级报告者则一律付费。最后,政府的引导作用不容忽视。虽然根据公共产品供给的市场化趋势,政府无需对信用评级信息这种公共产品直接生产、付费,但是市场化的公共产品供给模式仍然离不开政府的引导和参与,政府应当制定特许经营、产品定价等一系列制度来保障这种评级模式的运行。如果这种模式能够顺利运行,选任和付费的利益冲突则不避自免;“强制评级制度”也可以还原其本来面目,改为监管部门在审核债券发行时必须引用相应债券的信用评级结果作为决策参考,发行公司在信息披露中必须引用并披露相应的信用评级结果等。

第三,适时制定统一、透明、动态的“御用”信用评级机构认可制度。认可制度最初是美国证监会为保证监管部门所引用信用评级结果的质量而设定的一种制度,即从众多评级机构中选优拔秀认可几家信用评级机构,并同时规定监管部门只引用认可评级机构发布的信用评级结果。这种制度设立的背景是信用评级市场极为发达、信用评级机构众多的美国信用评级市场。中国信用评级市场刚刚起步,信用评级机构鱼目混杂,尚未规范,认可制度虽然存在,但是认可标准由证监会、银监会、保监会、央行等分别制定,并不统一。结合中国信用评级市场的改革思路,在未来信用评级市场整合中,如果采取合并、留存几家大型信用评级机构模式,则无需立即设立认可制度,因为认可制度实行起来无形中会把信用评级引用市场分割为监管部门引用和其他主体引用两个市场,而目前中国其他主体评级结果引用市场需求不足,监管部门的引用支撑着几乎整个信用评级业务市场,设定认可制度并无必要。但随着中国信用评级市场的发展、信用评级机构逐步增多,为防止信用评级机构之间的“竞相竞争”,必需制定认可制度。吸取美国认可制度不变的教训,结合中国认可制度各自为政的现状,在设立认可制度时,要坚持“统一、透明、动态”的原则,以防止形成新的行政垄断,防止认可信用评级机构的懈怠。

第四,针对结构性融资产品评级制定特别监管法律制度。鉴于结构性融资产品评级相比一般债券产品评级更为复杂、风险更大,美国2009年通过的《信用评级机构改革法案修正案》、《金融监管改革方案》和2010年颁布的《多德—弗兰克华尔街改革和个人消费者保护法》都针对结构性融资产品评级制定了特别监管制度<sup>⑩</sup>。美国SEC还在其内部设立信用评级办公室,由其以抽签或轮转等机制指派特定的NRSRO评级机构为结构性融资产品提供初次评级,旨在避免以往结构性融资产品发行商自行选择信用评级机构引发的利益冲突<sup>⑪</sup>。欧盟于2009年通过的《欧盟信用评级机构监管法规》也特别设定专节对结构性融资产品评级进行规范<sup>⑫</sup>。借鉴欧美经验,中国信用评级法律制度改革,应当设定专节对“结构性融资产品评级”进行规范,此节应当具体规定以下内容:(1)对结构性融资产品评级的对象进行界定。(2)规定对结构性融资产品评级的特殊条件。评级人员上要求评级机构内部监管部门中至少有两位成员(独立人士中至少有一位)必须在结构融资产品方面具有专业知识和经验;评级信息上要求只有在掌握结构性融资产品足够信息的前提下,信用评级机构才能对其进行信用评级;评级技术上要求信用评级机构必须拥有专门适用结构性融资产品评级的方法和程序;评级符号上必须专门设计结构性融资产品的级别符号,与一般的债券有所区别。(3)规定结构性融资产品评级特别的利益冲突防范制度。如果信用评级机构曾经参与一项结构性融资产品的咨询建议,则该信用评级机构不能对这个产品进行评级;如果信用评级的从业人员曾经参与结构性融资产品评级费用的谈判,则该从业人员不能参与结构性融资产品的评级。(4)规定结构性融资产品评级的特殊信息披露义务。参与结构性融资产品评级的信用评级机构必须披露是否以及如何对结构性融资产品的基础资产信息质量进行识别,披露结构性融资产品与一般债券产品在评级流程、评级方法和信用风险性质的区别。(5)规定结构性融资产品评级特别指定制度。区别于一般的债券评级,信用评级监管机关应当对参与结构性融资产品评级的信用评级机构实行特别的指定制度,以避免利益冲突,保证结构性融资产品评级的质量。

#### 参考文献:

- [1] 齐爱民. 论信息法的地位与体系[J]. 华中科技大学学报: 社会科学版, 2006(1): 45-50.
- [2] 何建华. 市场秩序: 从人伦信用到契约信用[M]. 杭州: 浙江大学出版社, 2009: 55.

<sup>⑩</sup>U. S. Sec. Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating.

<sup>⑪</sup>Organizations, <http://www.sec.gov/rules/final/2009/34-59342.pdf>. February 2, 2009. David Herszenhorn.

<sup>⑫</sup>David Herszenhorn. In Dodd Reform Bill, Credit - Rating Agency Amendments Approved. The New York Times 2010.

- [3] 王乐夫,李珍刚.论中国政府职能社会化的基本趋势[J].学术研究,2002(11):89-94,102.
- [4] 单飞跃.“需要国家干预说”的法哲学分析[J].现代法学,2005(2):38-46.
- [5] 韩毅.美国30年代经济危机的历史反思[J].史学理论研究,2009(1):5-11.
- [6] SYLLA R. A historical primer on the business of credit ratings [R]// Prepared for conference on the role of credit reporting systems in the international economy. The World Bank, Washington, DC, 2001(March):1-2.
- [7] HICKMAN W B. Corporate bonds: quality and investment performance[R]. New York: National Bureau of Economic Research, 1958.
- [8] 李振宇.资信评级原理[M].中国方正出版社,2008:32-33.
- [9] 闻岳春,叶美林,黄福宁.结构性金融产品风险点及控制策略——以CDO为例[J].中国货币市场,2009(7):22-28.
- [10] 张斌.爱也创新,恨也创新——美国金融创新监管之困[J].世界知识,2008(10):52-53.
- [11] 夏小伟.我国信贷资产证券化的现状问题及建议[J].财会研究,2010(6):57-59.
- [12] 顾华祥.论金融危机的深层次原因及应对法律措施的完善[J].重庆大学学报,2009(4):101-114.
- [13] 封红梅.中国投资基金评价新规评析——金融危机后美国信用评价法制发展的启示[J].山东社会科学,2011(2):118-123.
- [14] JOHN C, COFFEE J. Gatekeepers: the professions and corporate governance [M]. Oxford University Press, 2006: 302-303.
- [15] 冯光华.中国债券市场发展问题研究[M].北京:中国金融出版社,2008:128.

## Credit Rating Reference Regulation: Reflection on Credit Rating Law Reform in the Post-crisis Era

HU Guangzhi<sup>1</sup>, FENG Hongmei<sup>2</sup>

(1. School of Law, Chongqing University, Chongqing 400044; P. R. China;

2. School of Law, Ningbo University, Ningbo 315211, P. R. China)

**Abstract:** Credit ratings reference regulation is necessary regulation to adapt to the information society, credit economic and government functions socialization; to optimize financial supervision; to perfect financial market system and improve financial market's efficiency. It is unworthy to repeal ratings reference regulation for so-called rating failure. Proper measures should be: Advocate government intervention to ratings reference and set related regulation; Establish a model of “market to produce, active rating, user to pay” to ensure supply of credit ratings information; Build a “unified, transparent, dynamic” recognition regulation on rating agency; Develop a special regulatory system to structured finance products rating.

**Key words:** credit rating; reference to rating; rating failure; financial crisis

(责任编辑 胡志平)