

信用评级双层监管框架研究^[*]

陈夏阳

(北京航空航天大学 法学院, 北京 100191)

[摘要]信用评级机构被视作金融市场的“守门人”。行业层面的评级失准和宏观视角下的评级失灵是后金融危机时代的监管重点。自党的十八大以来,我国金融监管一直坚持“防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险,是金融工作的根本性任务”,但却并未考虑从信用评级行业进行监管介入,作为防控系统性风险的监管路径。因此,需构建信用评级双层监管框架,回应金融稳定和保障评级质量的监管需求,在宏观审慎层面上,将信用评级纳入宏观审慎工具箱,在多头监管格局下加强监管协调,建立信用评级赔偿金机制;在微观层面上,推行轮换制,避免评级行业内生性利益冲突,改善评级行业竞争。

[关键词]信用评级;系统性风险;利益冲突;寡头市场;资产证券化

DOI:10.3969/j.issn.1002-1698.2024.04.019

信用评级机构是通过简易的等级符号来反映被评估对象(债券发行人或债券产品等)信用风险的金融中介机构,被认为是债券市场的“守门人”之一。^[1]Kronwald将信用评级定义为“对潜在债务对象信用风险的评估”,信用评级不仅用于债券市场评估债务人偿还债务的能力,还用于预测债务人违约的概率。^[2]信用评级凭借其减少金融市场信息不对称的功能,在投资者决策和金融衍生品构建等方面都处于不可或缺的地位。

在安然、恒大等公司破产事件中,信用评级质量却屡遭质疑,这使得如何“校正”评级失准成为业内重点监管议题。行业视角下,为提高评级质量,我国对信用评级机构的监管趋严,2024年初,中国人民银行(简称“人民银行”)对多家评级机构出具了罚单,处罚金额从200万到700万元不等。评级失准在宏观视角下表现为评级失灵,2007年国际金融危机(简称“国际金融危机”)使各界充分认识到评级失灵对金融市场系统性风险的影响。由于评级行业长期缺乏有效监管,评级一直呈虚高态势,当评级骤然下调后触发“断崖效应”,以及债券市场的“羊群效应”,共同加剧了金融机构的流动性危机,最终导致整个市场的系统性崩塌。^[3]美国危机爆发被归因于结构性金融产品的信用评级下调,欧洲地区的主权危机则是由希腊、冰岛国家主权信用评级的下调而引发。^[4]美国2010年出台《多德-弗兰克华

作者简介:陈夏阳,法学博士,北京航空航天大学法学院助理教授,主要研究方向:金融法、金融监管。

[*]本文系国家社会科学基金重大项目“信息法基础”(16ZDA075)的阶段性成果。

尔街改革与消费者保护法案》(简称《多德-弗兰克法案》),欧盟自2009年起接连出台并修订《信用评级监管法规》[Regulation(EC)No.1060/2009,简称“CRA 2009”]、《信用评级监管法规》[Regulation(EU)No.513/2011,简称“CRA 2011”]和《信用评级监管法规》[Regulation(EU)No.462/2013,简称“CRA 2013”]三部法案,皆以信用评级为切入点开始监管布局,旨在兼顾评级准确性和防范系统性风险。

在微观层面上,评级失准不仅表现在无法正确反映被评级对象的违约率,还加剧了金融市场的低效和信息不对称;在宏观层面上,信用评级怠于履行其“守门人”的职责,容易扩大金融市场的系统性风险影响。基于此,如何构建双层信用评级监管框架,回应我国从宏观审慎角度防控系统性风险和微观角度提高评级质量的双重需求是当下金融监管的重要课题。

一、信用评级的双重功能定位

在传统债券市场领域,信用评级的基础功能是通过反映被评级对象的违约率来减少债券发行人和投资者之间的信息不对称。换言之,信息不对称理论是评级机构运作的基础理论依据。理论上,债券发行人(借款方)和投资者(贷款方)是债券市场最基本的市场参与主体,债券市场的最优解则是投资者的多余资金能够流向资金短缺的债券发行人,而保障资金能够流动的基础则是借贷双方存在信任,特别是投资者对发行人存在信任。^[5]因为,借贷关系一旦达成,投资者将承担发行人违约的风险。而随着债券市场的发展突破熟人社会的地域限制,市场上出现了大量相互之间并不熟悉的发行人和投资者。为顺利获得融资,发行人主动公开的信息通常经过筛选;相较于发行人,投资者则普遍处于信息劣势地位,这种信息不对称的局面产生了打破信息壁垒的需求。基于此,信用评级应运而生。^[6]信用评级机构凭借其专业的金融中介机构定位,通过简单的符号(如AAA、BBB等)反映发行人或债券产品的信用状况或违约可能性,为投资者提供重要的参考信息。相应地,随着声誉良好的评级机构所出具的评级获得市场认同,发行人也能够通过获得积极的信用评级而降低融资成本。

随着金融产品的更新衍化,信用评级机构的功能逐步转化为参与创设金融衍生品的辅助机构,并在资产证券化过程中起到不可替代的关键作用。以信用评级为主视角简要分析资产证券化过程(见图1),发起人通过将可以产生现金流的资产(如房贷、车贷等)打包出售给特殊实体机构(Special Purpose Vehicle,简称“SPV”),SPV在信用评级机构的辅助下才能将资产池的资产分层创设成新的资产证券化产品:第一,信用评级机构对资产池中的基础资产进行质量分析,并对部分资产提供评级;第二,信用评级机构协助SPV将资产池中的底层资产汇入预先设计的评级结构中,通过内部增信措施^[7]等金融手段,满足预设的评级结构,最终创设成资产证券化产品。增信措施将低评级或未评级产品按照一定组合汇入预设高评级结构主要是为协助发起人通过创设高评级产品,以较低的利率出售给投资者,赚取利差。可以发现,在这个过程中,信用评级的功能已经从最初的减少金融市场信息的不对称,转变成了金融产品创造过程中的协助者。而信用评级功能的转变也为评级失灵加剧系统性风险埋下了隐患。

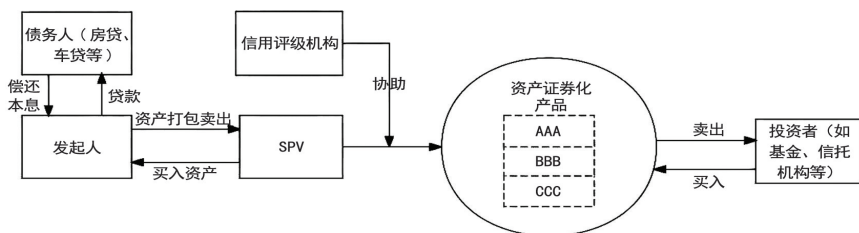


图1 信用评级机构参与资产证券化图解

信用评级在金融市场的双重功能是构建双层评级监管框架的逻辑起点。从评级功能出发,信用评级作为改善信息不对称的市场中介,其监管目标在于提高评级质量以保障评级准确性;而应对评级机构参与金融衍生品的创造这一功能转变,监管框架应不断适应市场的变化需求,其不仅需要对此一过程中的评级质量进行监管,还需要充分理解信用评级在资产证券化领域与系统化风险的联系和影响,通过审慎监管,防控风险在金融市场的传染和累积。

二、宏观视角:信用评级防控系统性风险的阵地

从宏观审慎视角对信用评级行业进行监管的前提是理解信用评级如何加剧金融市场系统性风险,而我国从信用评级层面主动防控系统性风险的首要阵地则是资产证券化市场。国际金融危机使世界开始认识到信用评级失灵强化了金融市场的顺周期性,加剧了风险在金融机构间传递的系统性影响。^[8] Coffee 主张,评级失灵是增强系统性风险影响的因素之一,当信用评级机构无法履行“守门人”职责,改善资产证券化市场的信息不对称时,这些资产证券化产品将要么无法发行或流通,要么其相关市场会在“繁荣和萧条”阶段反复波动。^[9] 信用评级对金融市场具有“信号效应”,能够影响投资者行为。一旦评级下调(“断崖效应”),大量市场的一致性抛售行为(“羊群效应”),易引发金融机构的流动性风险,多层次、高杠杆的金融衍生品领域则加剧了金融机构间的关联性,风险在相互关联的金融机构中传染和累积,最终扩大系统性风险的影响。

从宏观层面分析信用评级如何触发系统性风险,以 2007 年国际金融危机的爆发为例,具体分为三个阶段:第一,大型评级机构下调信用评级;第二,评级下调触发被评级对象及相关机构的流动性风险;第三,流动性问题在金融系统的链条中传播进一步引发系统性风险。这种系统性风险的触发还存在两个前提:一是下调评级的信用评级机构对市场影响力高,而金融危机中发布评级下调结果的是“三大”^[10],它们占据了全球评级市场超过 95% 的市场份额;^[11] 二是被下调评级的对象同样拥有相当的市场影响力。比如,主权评级被下调的希腊对欧盟有着不容忽视的地位。满足这两个前提条件下,评级下调还通过溢出效应(Spillover Effect)对金融市场产生系统性影响。比如,如果美国最大的保险公司评级下调,被该保险公司担保的资产也会随之受到评级下调等一系列影响。又如,葡萄牙主权评级下调后,葡萄牙最大的四家金融机构信用评级接连下调。^[12] 再比如,希腊主权评级下调后,接连触发了欧元区其他国家的评级下调和市场波动。^[13]

聚焦到国际金融危机中的结构性金融领域,结构性金融产品系统性风险的风险敞口很高,信用评级在创设结构性金融产品中需要“层层把关”,把关不严则会加剧系统性风险的蔓延。结构性融资^[14] 可以被视为“基于证券化技术的一种金融中介方式”,^[15] 它通过资产证券化的技术手段将资产池的底层资产打包分层等技术步骤,形成新的金融产品进行分级出售,具有定制化、复杂化和高度杠杆化的特征。因此,结构性金融产品对于系统性风险的风险敞口远高于传统公司债券。^[16] 结合上文,信用评级机构在资产证券化过程中承担了双重职能,它既为底层资产提供了信用评级,又参与了结构性金融产品的设计。为满足不同投资者偏好,结构性金融产品每层结构都预先设计好了级别,而评级机构在其中对资产分层和信用增级等提供专业意见。^[17] 因此,信用评级在结构性金融的失灵,会引发叠加的系统性效应,一层是因为信用评级在结构性金融产品的底层资产定级和金融产品设计创设的两次把关不准,使得违约风险、流动性风险等多重累积;另一层是结构性金融产品本身拥有大量的底层资产和复杂化及高度杠杆化的特质,增强了系统性风险在金融市场的传导影响。

在后金融危机时代,我国始终高度重视防范化解金融市场系统性风险。自党的十八大以来,习近

平总书记反复强调“防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险,是金融工作的根本性任务”“守住不发生系统性风险的底线”等。为落实防范化解金融市场系统性风险,我国于2021年和2022年分别发布了《宏观审慎政策指引(试行)》和《金融稳定法(草案)》,旨在通过完善宏观审慎政策框架和加强金融监管来应对金融市场风险,保障金融体系稳健。然而,现行金融监管体制并未从信用评级层面回应防控系统性风险的需求。现行信用评级监管框架由人民银行、证监会等相关监管部门出台的一系列法规文件构成,其中以《信用评级业管理暂行办法》为主,对评级行业提出“真实性、独立性、一致性”的要求,构成了对信用评级行业的监管逻辑,但现行监管框架主要的监管目标是规范评级机构行为和保障评级质量,并未主动防范化解系统性风险。

资产证券化市场是系统性风险累积和传导的首要潜在阵地,原因如下:其一,由于结构金融的定义涉及范围太广尚未达成共识性的概念,最广义的范围是除了传统金融工具^[18]外的其他金融交易或工具。虽然结构性金融的定义无法统一,但可以明确的是资产证券化一定是结构性融资中很大的一个子集。^[19]其二,我国资产证券化市场在短短十年间爆发式增长,各类资产证券化产品在发行规模上从2013年的不到500亿元扩大到2023年的18481.4亿元,在市场存量上2023年为43516.85亿元。其中资产支持证券(Asset-backed Securities,简称“ABS”)产品形式丰富,基础资产类型多样,市场参与主体多元。资产证券化的发行和交易都不同程度地依赖信用评级。^[20]其三,我国对于结构性金融产品的发展存在限制。2012年《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》第一条明确禁止再证券化和合成证券化产品的试点,限制了复杂的结构性金融衍生品。资产证券化作为我国逐步扩大发展的市场,应作为监管系统性风险的首要阵地。

但随着资产证券化市场迅速扩张,监管部门依赖信用评级监管资产证券化市场,配套的监管框架却略滞后。一方面,2005年《信贷资产证券化试点管理办法》和2006年《关于证券投资基金投资资产支持证券有关事项的通知》规定我国银行间债券市场和证券交易所的资产证券化产品的发行与交易都应具有信用评级。同时,《关于证券投资基金投资资产支持证券有关事项的通知》规定货币市场基金投资的资产支持证券的信用评级应不低于AAA级别,其他类别的证券投资基金投资于资产支持证券,其信用评级需为BBB以上。2016年《货币市场基金监督管理办法》要求货币市场基金不得投资于信用评级在AA+以下的债券和非金融企业债务融资工具。资产证券化市场的评级依赖是因为其本身的复杂性高于传统的公司债券,因此不仅投资者依赖信用评级减少信息不对称,监管部门也同样依赖信用评级进行资产选择和区分,以保障金融市场稳定。

另一方面,资产证券化领域信用评级的监管体系机制存在不足。一是在顶层设计上,我国金融监管尚未充分认识到构建信用评级监管框架能够主动防范化解系统性风险,在宏观审慎框架中,缺乏对从资产证券化领域信用评级防控系统性风险的累积和传染的相关规制。二是在监管依据上,我国信用评级领域缺少基础性法律,其相关规制主要存在于管理(暂行)办法、管理条例、通知、指引等,^[21]法律位阶较低,无法提供强有力的立法支撑,特别在复杂多变的资产证券化领域,难以形成体系统一,监管协调的长效机制。三是在监管格局上,资产证券化市场呈现多头监管格局。我国信贷资产证券化市场由金融监管总局和人民银行负责,企业资产证券化由证监会负责,资产支持票据和资产支持计划市场由金融监管总局负责。信用评级行业同样面临多头监管格局,国家发改委、人民银行、证监会以及金融监管总局等监管部门都对信用评级负有监管职责。交叉监管和多头监管模式既增加了监管成本,降低了监管效率,还可能引发监管真空或监管缺位等问题。

三、微观视角:影响评级质量的因素

(一)利益冲突根源:发行人付费模式

信用评级行业受到“发行人付费”(Issuer - Pays Model)商业模式的限制,存在多种潜在利益冲突,容易造成通过让渡评级质量来获取私利的风险。^[22]某种程度上来说,发行人付费的商业模式是信用评级行业利益冲突的根源,它从机构层面和个体层面创造了各种诱因,使得评级机构或评级人员更有可能采取宽松的评级标准满足客户(即发行人)要求。而这无疑会削弱信用评级在改善金融市场信息不对称上的准确性和公正性,动摇信用评级机构作为债券市场“守门人”的角色定位。信用评级行业的典型利益冲突包括评级选购(Rating Shopping)和评级的辅助服务(Ancillary Service)。

评级选购是指当有两家(或更多)评级机构可供选择时,发行人(被评级对象)倾向于选择对其最有利的评级机构。^[23]而在发行人付费模式下,评级机构更偏向适用更为宽松的评级标准来得到最有利于潜在客户(即发行人)的评级结果,因为这样能获得更多的业务机会或保持与潜在客户的业务关系。^[24]例如,标准普尔就曾被惠誉公开指责,因标准普尔在预评级阶段,涉嫌偏袒潜在客户而起草虚高的评级。^[25]再如,国内评级行业最大的评级机构之一——大公国际,曾因一年发布多达156个AAA的最高评级而遭到多方质疑,怀疑存在利益输送。虽然大公国际解释称,由于对发行人、债券项目和相关跟踪评级的三种评级报告存在重复统计,实际一年给出的AAA报告并没有那么多,但是仍然不能摆脱评级选购嫌疑。^[26]国内研究也表明,发行人更倾向于选择标准较为宽松的评级机构,而评级机构也愿意迎合这种需求;另外发行人往往通过变更评级机构来获得更高的信用评级。一旦某些评级机构通过不断放松评级标准来进行市场竞争,不仅会给其他良性竞争的评级机构造成压力,还会造成整个评级行业的评级虚高。这种发行人付费模式加持下的评级选购给评级机构创造了巨大动因来获取商业机会,但这损害了信用评级的公信力及评级机构的独立性和公正性。^[27]

辅助服务一般包括评级机构对被评级对象提供的一些其他相关服务,比如预评级服务和企业咨询服务等,而这些服务在“发行人付费模式”下加剧了评级行业的利益冲突。大公国际在2018年被罚暂停债务融资工具市场业务和证券评级业务一年,因大公国际在为多家发行人提供信用评级服务的同时提供大额咨询服务,合计向银行间市场债券融资工具发行人和证券交易所市场债券发行人收取辅助相关费用约2亿元。而这些发行人购买服务后,其相关信用评级被大公国际迅速升高。大公国际通过出售咨询辅助服务变相进行评级买卖,同时大公国际对有提升评级需求的客户(发行人)施压,要求他们评级前需购买价值970万元的“供应链金融管理系统”。^[28]美国证券交易委员会(U. S. Securities and Exchange Commission,简称“SEC”)在报告中指出,一方面,信用评级机构可能会对评级对象施加压力,而被评级对象由于考虑到信用评级在金融市场的重要地位,会为了获得较高评级而购买评级机构的其他辅助服务;另一方面,对于某些评级机构的大客户,他们会反过来通过威胁停止购买配套服务来向评级机构施压,迫使评级机构出具更积极的评级。^[29]

现行信用评级监管制度对管理利益冲突作出了明确规制。我国《信用评级业管理暂行办法》对信用评级机构的独立性有一系列要求:第34条规定了五种不得开展评级业务的情形,主要针对评级机构人员直接或间接拥有被评级实体的证券;第35条构建了评级机构从业人员的回避制度,包括在特定条件下本人或直系亲属同时担任信用评级机构和被评级公司的双重职务或存在其他需要回避的业务关系等情况;第36条要求完善公司治理机制和内控体系,保障信用评级机构的独立性,构建防火墙机制,保障评级业务独立于其他业务;第37条规定评级机构人员的薪酬制度不得与信用评级等业务相

关。我国《中国人民银行信用评级管理指导意见》对评级机构提出了构建防火墙制度、回避制度减缓利益冲突等要求,第8条第7款要求评级机构高管人员不得在其他机构担任可能导致利益冲突的职务。

但可以发现,目前针对利益冲突的评级规制基本集中在评级机构人员的个体层面,而对于机构层面的监管则较为薄弱,特别是对“评级选购”和“辅助服务”等防控利益冲突的关键挑战存在监管迟滞。唯一针对机构利益冲突的“防火墙”要求也有难以克服的技术难点和现实挑战:对内,缺乏保障评级业务独立的有效措施和配套监督机制;对外,很多评级机构都是某跨国公司集团的独立子公司(如标准普尔评级公司的母公司为麦格罗·希尔公司),其母公司下各类子公司业务范围极广,彼此之间业务关系更是千丝万缕,监管难度和成本更是难以预估。

(二)市场声誉机制失灵:寡头市场结构

由于对市场声誉机制(Reputation Mechanism)的依赖,美国和欧盟的评级行业分别在2006年和2010年前的几十年间一直未受监管。^[30]根据市场声誉机制,如果评级报告持续质量堪忧,评级机构多年维持的市场声誉就会受损,业务也会随着声誉衰减而下降。声誉资本依靠评级机构长期的经营累积,良好的声誉会带来更多的业务机会;反之,不佳的声誉也会影响业务。理论上,市场参与者会在声誉机制下因担忧声誉受损带来的长期、大幅的损失,尽力保障业务水平,因为声誉一旦受损,重塑的成本极高。对于评级行业来说,评级质量是行业核心竞争力,评级机构通过高质量评级获取行业声誉资本,评级机构一旦冒着风险发布失准的评级,其声誉资本就会流失,带来长期的根本性的负面经济影响。^[31]因此,在声誉机制有效运行下,评级机构会积极自律,不会冒着声誉风险放任评级质量下滑,从而推动评级行业整体的正向运转。在安然事件和国际金融危机前,声誉机制一直备受推崇,认为评级机构的盈利能力与声誉资本直接相关,能够在声誉资本的驱使下保持机构的独立性和评级的准确性。^[32]但随着国际金融危机的爆发,显著失准的评级机构却并未因此丧失大量业务,这被认为是声誉机制失灵。声誉机制无法有效运作存在很多因素,寡头市场结构是其中最重要的因素之一。

寡头集团是指一小部分厂商或销售者在该行业占主导地位的市场结构。在信用评级行业,不管国际国内都普遍存在市场过于集中的现象。国际层面,2018年“三大”占据约95%的全球信用评级市场份额,在欧盟和美国的市场份额分别约为93.4%和95%。^[33]国内评级市场2008年至2018年期间,中诚信、联合和大公国际三家评级机构最少占据国内市场份额的65%以上,至多占据约90%。^[34]从反映市场集中程度的HHI指数来看,美国和欧盟都属于评级市场高度集中的阶段,而我国HHI指数在2000左右,属于中度集中。^[35]相比于欧美市场,虽然我国目前尚未形成寡头市场结构,但行业集中度不可忽视。同时寡头市场只是现象,寡头市场结构下缺乏竞争才是问题。我国评级市场长期以来主要评级机构不超过10家,中诚信、联合和大公国际等特定数量的评级机构在市场上存在显著优势地位,评级行业竞争不足,存在寡头市场结构的隐患。

寡头市场结构对于评级质量最大的负面影响在于消解了寡头成员(即占据市场优势地位的评级机构)提高评级质量的动力,最终导致行业评级质量下滑。寡头成员们意识到自身占据了市场的优势地位,并不担心市场份额被其他新竞争者抢夺,因此怠于维持信用评级的高质量,这种竞争内驱力的缺失抑制了评级技术和方法的革新;^[36]同时过于集中的市场加剧了局限在寡头成员间的有限竞争,寡头成员们容易形成默契,停止在评级质量上竞争,转而通过“评级选购”等降低评级准确性的方式彼此恶性竞争,使评级行业的准确性整体倒退,形成评级膨胀(Rating Inflation)。

寡头市场结构削弱了评级行业的市场声誉机制,寡头结构和发行人模式共同导致了市场声誉机制的崩盘。由于评级寡头们一旦意识到自己在评级市场的主导地位,就会在一定程度上消弭声誉机

制下对声誉下降盈利受损的恐惧。在寡头市场结构中,市场准入壁垒较高,寡头成员以较少的声誉资本为代价就能够获得丰厚的回报。评级市场中的“羊群效应”,即评级机构们互相模仿彼此,进一步减少了声誉下降所最终承担的损失。由于市场上缺乏能替代寡头成员的竞争者,市场份额难以外流,所以若所有寡头成员一致采取消极行为,他们所付出的代价将非常有限。因此,寡头成员们并不担忧评级质量降低和声誉下降会带来市场份额的损失。除此之外,发行人付费模式下,评级机构的营利性推动评价机构迎合发行人需求,追求短期利益,难免忽略以评级质量维系的长期口碑。同时,发行人付费模式下评级机构很难自我纠错,导致了评级准确性不断滑落的恶循环。即寡头市场结构催生寡头成员的短期逐利行为,群体性个体的短视行为进一步动摇整个行业存续的基础,发行人付费模式则进一步压缩个体纠正机制运行的内生性动力,最终导致市场声誉机制的崩盘。

目前欧美对寡头市场结构的监管对策是以提高市场竞争为核心展开的。美国通过降低市场准入门槛,批准更多的国家认可的信用评级组织(Nationally Recognized Statistical Rating Organizations,简称“NRSROs”)进入评级市场,削弱“三大”的监管特权,增加市场竞争。同时考虑到小型评级机构参与市场竞争的难度和成本,《多德-弗兰克法案》赋予小型评级机构一些优惠条款,如豁免其部分信息披露的义务。^[37]但这些监管措施对于“三大”对美国市场份额集中占有的现状几乎没有改善。欧盟针对评级市场集中度过高的应对策略是,推行轮换评级模式(Rotation Mechanism),用以冲击寡头市场格局。

然而,寡头市场结构下,监管措施的设计和执​​行往往需要同市场力量相对抗博弈。Justensen 认为在缺乏市场竞争的条件下,很难设计出一套能够激励信用评级机构保障评级准确性和独立性的监管体制。^[38]对于这一点,美国落实信用评级改革时面对市场地位过于强势的评级机构们显得异常监管疲软。《多德-弗兰克法案》第 939G 条取消了 Rule 436(g) 中对 NRSROs 专家责任的豁免,使 NRSROs 需要承担 1933 年美国《证券法》第 11 条规定的法律责任。而面对这一改革,信用评级机构不愿意承担法律风险,直接拒绝发行人将信用评级纳入 ABS 市场新公开发行的注册声明文件中,引发的连锁反应是:发行人无法遵守 ABS 市场的相关法规,美国 ABS 市场冻结,无法发行新的证券产品。而面对巨大的市场压力,美国 SEC 立刻对执行 Rule 436(g) 的废除下达了“不采取行动”(No-Action Relief)的缓期救济,后又无限期地延长了这一缓期。^[39]由此可以看出,改善寡头市场结构的监管措施应充分考虑市场主体需求,平衡多方市场参与者利益。

四、信用评级双层监管框架的路径分析

(一)宏观审慎层面——确立防范系统性风险的信用评级监管框架

考虑到信用评级对系统性风险的影响,我国对于防控系统性风险的高度重视,以及现行金融监管框架缺乏从信用评级层面主动防控系统性风险,因此需要从宏观审慎层面构建信用评级监管框架。首先,将信用评级纳入宏观审慎工具箱,完善防控系统性风险的宏观审慎监管框架。一方面,在防范系统性风险的宏观审慎框架下,明确信用评级机构的职责分工及责任范围,从顶层设计上充分认识信用评级在资产证券化领域对防控系统性风险的重要意义,将信用评级作为监管工具合理利用,不断丰富适合我国国情的宏观审慎政策管理工具箱,帮助监测、识别和评估系统性风险。目前对系统性风险的测量模型并不能够有效地对系统性风险作出预警,原因之一是系统性风险来源众多。^[40]信用评级作为监管工具的合理性在于:宏观审慎政策工具的基本属性是“宏观性、逆周期、防传染”,通过降低信用评级的监管依赖和通过信用评级剥离资产证券化的复杂结构能够降低系统性风险在金融市场的传染性,通过改善评级膨胀避免加强金融市场的顺周期性,因此信用评级作为监管工具的多重功能有待

被监管部门合理运用。另一方面,合理使用信用评级作为宏观审慎政策工具的同时,需要避免对信用评级的监管依赖。我国信用评级行业发展之初受到政策的依赖,很大一部分信用评级相关的法律规制是关于评级引用的,^[41]如资产证券化市场对于信用评级的监管依赖,这在评级行业发展初期作为政策引导,客观上提高了信用评级的市场需求,推动了评级行业的发展。但立足于系统性风险的角度,系统性风险的影响或与监管依赖信用评级的程度呈正相关。欧美监管部门也因此金融危机后采取了一系列措施对政策依赖评级进行解绑,意图减轻对信用评级的监管依赖。因此,在顶层设计时,需要将信用评级作为监管工具的使用把控在合理的范围。

其次,针对信用评级或资产证券化基础性法律的缺位,需通过高阶立法对资产证券化领域和信用评级行业的各类监管法规进行统筹协调,弥合信用评级行业和资产证券化各法律规定之间的口径差异。在审慎监管层面,在未来出台的《宏观审慎政策指引》中,考虑从资产证券化角度进行信用评级的监管介入,从顶层设计上明确信用评级对主动防范化解系统性风险的意义。同时,建议制定《信用评级法》,明确信用评级机构在金融市场上有着和会计师事务所、审计师事务所一样的“守门人”地位,填补基础性立法的空缺。具体如下:一是在信用评级资产证券化领域明确准入门槛,对评级机构和评级人员在专业资质、相关从业经历、资产规模等方面提出更高的要求;二是加强资产证券化信用评级信息披露的要求,由于资产证券化底层资产繁多,只有穿透性的信息披露要求才能对评级行业规避利益冲突形成有效制度支撑。如资产证券化底层产品是否与评级机构所提供的咨询服务或其他服务存在需要进行隔离的利益关系。此外,信息披露要求还需要包括资产证券化信用评级的评级方法和模型等。三是评级机构需要发布资产证券化领域信用评级的符号定义,区别于传统债券评级符号内涵,明确各级别的评级符号所代表的违约率范围,再进一步完善以违约率为核心的评级质量验证机制。

再次,由人民银行牵头,完善监管合作机制,加强监管协调,发挥金融监管协调部际联席会议机制作用,定期就金融稳定和防控系统性风险进行研究交流,形成监管合力。由于我国债券市场被划分为银行间市场和证券交易所市场,分别由人民银行和证监会监管,其配套的金融中介机构(包括信用评级机构)和衍生产品(包括资产证券化产品)也因此存在不同的监管主体和监管标准。另外,在我国宏观审慎监管领域,人民银行2019年内设宏观审慎管理局,负责牵头构建宏观审慎监管框架和基本制度。2023年,中共中央和国务院组建中央金融委员会,将原金融稳定发展委员会的职责划入其中。而原金融稳定发展委员会作为国务院下设机构的定位为“统筹协调金融稳定和改革发展重大问题的议事协调机构”,负责统筹协调金融监管重大事项。基于此,人民银行是信用评级行业和资产证券化市场的主管部门,其内设宏观审慎管理局负责审慎监管制度和监管协调。同时我国2013年建立的金融监管协调部际联席会议制度就由人民银行牵头,其职责范围包括维护金融稳定和防范化解区域性系统性金融风险的协调。因此,在宏观审慎层面的资产证券化信用评级议题上,由人民银行牵头最为合适,在多头监管格局下加强监管协调,不断完善维护金融稳定的协同监管模式。

最后,构建信用评级赔偿保险金机制,从资产证券化市场介入应对系统性风险。由于资产证券化对系统性风险的风险敞口高于传统债券,^[42]评级失灵在资产证券化领域触发系统性风险的概率更高,因此对资产证券化市场和单一债券(传统债券)市场进行区分,以资产证券化市场为切入点,加强信用评级监管,应对系统性风险。而以信用评级为抓手,防范资产证券化市场对系统性风险的累积和传导,存在两种监管思路,一是对评级机构潜在的不当行为进行预防,二是通过惩罚不准确的评级后果对评级机构形成威慑。针对前者,常见的监管手段包括区分资产证券化市场和传统债券市场,提高对资产证券化信用评级机构的专业资质要求,加强资产证券化过程中信息披露要求,建立更严格的利

益冲突隔离机制等,这些监管对策在我国现行监管体系和前文对信用评级基础性法律的具体完善意见上已有所体现。针对后者,可以通过增强信用评级机构的威慑,提高评级质量。在这一监管思路,欧盟通过构建信用评级机构的民事责任机制,并将其纳入监管框架,为投资者提供无需合同关系即可向因故意或过失存在违反《CRA 2009》的信用评级机构提出损害赔偿的私法救济路径。^[43]但这一民事责任机制由于欧盟各成员国法律体系皆有不同,在欧盟范围内统一信用评级民事责任机制存在障碍。^[44] Paccos 等学者论证了信用评级机构的严格责任机制能够有效抑制评级膨胀,保障评级质量,但需要注意,无限制的严格责任下可能对评级行业存在压倒性经济负担,因此需要设置责任上限,既保障评级行业生存,又避免引起评级紧缩(评级过低)。^[45] 而我国信用评级机构的民事责任探索在“五洋债券案”中得到突破性进展,信用评级被判成立,发行人、证券承销商及其他相关中介机构构成虚假陈述的共同侵权,因此需承担一定比例的损害赔偿。^[46] 但司法审判并没有清晰地回应评级机构勤勉责任和尽职调查的履行范围以及损害赔偿的边界问题等。

基于此,我国可以对信用评级机构提出资产证券化业务的赔偿金责任机制,要求信用评级机构对资产证券化产品提供评级服务时,设置预期违约率范围,按照评级收入和违约率等因素设置一定比例的赔偿保证金,一旦实际违约率超出预期违约率范围,其保证金直接对违约的资产证券化产品债务进行赔偿。同时,通过这一责任机制,无需通过证券虚假陈述损害赔偿的诉讼途径,投资者即可获得有限赔偿,同时可以对评级机构形成威慑,抑制评级膨胀,保障评级质量。但赔偿金责任机制需要资产证券化等相关证券虚假陈述案件的司法机制进行合理衔接,一旦虚假陈述判决成立,发行人因破产等各种原因无法承担,评级机构和承销商等其他中介机构共同承担侵权责任,评级机构按比例进行损害赔偿时需扣除其已经赔付的赔偿金部分。

(二) 微观监管框架——以“轮换制”激活评级市场竞争

“发行人付费”的商业模式被认为是信用评级行业利益冲突的根源,而为了解决评级机构偏袒潜在客户从而让渡评级质量获取商业机会的冲突,改变现有的商业模式不失为一种解题思路,因此很多研究分析了“投资者(订阅者)”付费模式和公共第三方付费模式等方案,但这些方案都存在短板和局限。“投资者”付费模式指的是由投资者通过订阅评级机构的一系列信用评级报告支付费用的商业模式。在信用评级行业发展的历史中,最初商业模式就是“订阅者”付费模式,债券市场的投资者订阅信用评级机构对大量债券评级的手册作为投资参考。但随着打印复印技术的发展和“搭便车”行为,评级机构无法获得足够的订阅者维持运营,这种商业模式渐渐被“发行人”付费模式取代。^[47] 严格来说,“投资者”付费模式在当下评级市场仍然存在,比如中债资信,作为国内大型评级机构,主要的商业模式就是提供信用评级订阅服务。但根据统计,发行人支付了评级行业 95% 的收入。^[48] 这也是因为,与投资者相比,信用评级在金融产品中的定价、分层等功能对发行人更为重要,且不可取代。因此,金融市场当下的现实基础导致现行的“发行人”付费模式向“投资人”付费模式退行的可能性很低。

此外,欧美还有学者提出了成立第三方基金来承担信用评级运营费用,或者成立由政府出资的评级机构等方案,但这些方案面临的共同现实问题是,这种公益性质的评级机构是否能在当下的市场竞争中存活下来,在未能盈利前评级机构自身运营的巨大资金缺口又能否解决,同时最重要的是,如果这类由公权力背书的信用评级机构真的运营良好,是否会发展成为其他监管机构或金融机构防控金融风险的监管工具,是否会为信用评级监管依赖埋下隐患都存在不确定性。^[49] 因此,通过第三方付费模式以防止利益冲突在理论上可操作性不高。

商业模式的改革是为了应对利益冲突下让渡评级质量获得商业机会的内生性动因,其根本还是

评级质量退行。如果能够推动评级行业的市场竞争,提高评级准确性,亦不失为一种解法。在2022年《全面推动北京征信体系高质量发展促进形成新发展格局行动方案》中,我国鼓励推行双评级模式、多评级模式,即发行人至少选择两家评级机构的信用评级服务,鼓励至少选择一家国内评级机构。2024年《银行间债券市场信用评级业务自律指引》继续推行双评级机制,鼓励双评级、多评级以及不同模式评级的交叉验证作用。我国双评级模式的市场实践尚短,美国早在1975年就针对某些证券产品提出了至少需要两家NRSROs来适用《证券交易法》下净资本规则(Net Capital Rule)的监管要求。^[50]但从爆发的一系列信用评级危机(从安然公司破产到国际金融危机)来看,并未体现出双评级模式对信用评级行业利益冲突、寡头市场结构以及(美国)监管依赖等问题有明显改善。

双评级、多评级模式最大的问题在于,它要求发行人承担两份以上的评级费用,客观上增加了企业成本。因此,后金融危机时代,双评级模式更多地应用在结构性金融领域。欧盟在《CRA 2011》中明确要求对结构性金融产品的信用评级实行双评级的强制性要求。我国信贷资产证券化市场自2012年开始实行双评级模式,目前仍然保持零违约、零风险的记录,有学者认为得益于双评级模式的保障。^[51]这是因为,结构性金融产品所撬动的利润太高,风险太大,能够承担以双评级模式减少信息不对称的成本。而美国《多德-弗兰克法案》采取的方案则是跳过双评级的监管要求,直接要求结构性金融产品的评级必须在NRSROs之间进行信息公开共享。我国自2021年在银行间市场和证券交易所市场逐步取消了对信用评级强制性要求,^[52]伴随着强制性评级要求的脱绑,2022年的债券评级数量就存在明显回落。^[53]在此种背景下,双评级、多评级模式的推行进一步加大了发行人成本,会对评级业务主体造成反噬。发行人在不提供评级、提供一份评级和提供两份以上评级三个选项中对成本收益进行盘算,最终不提供评级的债券数量可能增长。

相比双评级、多评级模式,轮换评级模式既能够提高评级市场竞争,又没有增加发行人过多评级成本。轮换评级模式来自欧盟,欧盟发布的《CRA 2013》第6条详细规定了轮换评级机制,即发行人与信用评级机构关于信用评级合同的最长期限不得超过4年,若该评级机构员工人数不超过50或信用评级相关业务的年营业额不超过5000万欧元则不适用4年的合同期限限制。轮换模式存在诸多优势:其一,能够以较低的经济成本在不同时间节点上交叉验证同一被评级主体或产品的评级。同一发行人若在轮换制下获得差异较大的信用评级,评级机构会受到市场机制检验,这也有助于声誉机制的重塑。其二,通过轮换评级机构的方式切断发行人和评级机构的长期利益交换,发行人面对多个评级机构,寻租成本(寡头市场结构下)或评级选购成本可能会上升,一定程度上可以抑制利益冲突。其三,在信用评级强制性规定陆续在各债券平台解绑的背景下,债券评级数量的下滑已经体现在评级市场的萎缩上。在这种背景下,继续推行双评级、多评级模式增加发行人成本,可能会适得其反,压缩评级市场生存空间。其四,轮换评级模式赋予了小型评级机构轮换豁免,不受合同期限限制,在轮换评级模式下更有利于冲击寡头成员的市场格局,推动市场竞争。

根据欧盟市场经验,轮换评级模式也有其局限。轮换评级机制给小型评级机构带来的工作机会,小型评级机构受制于技术能力和资金规模无法驾驭,特别是在复杂的结构性金融领域,投资者对小型评级机构出具的评级并不认可。^[54]但这一潜在缺陷并不妨碍我国市场采用轮换模式,一是因为我国政策限制复杂的结构性金融产品,一定程度控制了我国资产证券化市场的复杂性;二是可以通过区分不同市场的评级模式改善这一缺陷,鼓励一般债券市场进行轮流评级模式,在较为复杂的资产证券化市场鼓励采用双评级、多评级模式。一方面,轮换制和双评级、多评级模式的区分适用解决了小型评级机构对资产证券化产品开展评级时技术和资金不足的困境。另一方面,资产证券化产品的高利润

为发行人负担双评级、多评级模式下的更高的评级成本提供保障,资产证券化的复杂性是适用双评级、多评级模式的必要性条件。综上分析,在不改变“发行人”付费模式的前提下,我国应鼓励信用评级市场积极探索多种商业模式,区分资产证券化市场和一般债券市场,在资产证券化市场推行双评级,在普通债券市场推行轮换评级模式。

注释:

- [1] Jr. John, C. Coffee, *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 284.
- [2] Christian Kronwald, *Credit Rating and the Impact on Capital Structure*, Norderstedt: Druck und Bindung, 2010, p. 20.
- [3] Financial Stability Board, “Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings”, https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf.
- [4] European Commission, Impact Assessment Accompanying Document to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council Amending Regulation (EC) No. 1060/2009 on Credit Rating Agencies, 2010.
- [5] Frederic S. Mishkin and Stanley G. Eakins, *Financial Markets and Institutions*, Eighth Edition, Pearson, 2016, p. 36.
- [6] Nan S. Ellis, Lisa M. Fairchild and Frank D’ Souza, “Conflicts of Interest in the Credit Rating Industry after Dodd – Frank: Continued Business as Usual”, *Virginia Law & Business Review*, Vol. 7, No. 1, 2012, p. 5.
- [7] 资产证券化常见内部增信措施是通过创设优先/次优先的结构,使资产支持证券实现本息兑付或损失分配上具有优先和劣后的顺位区分,比如优先级的资产评级为 AAA, 风险最低, 利率也最低, 本息兑付顺序则最为优先, 而次优先评级为 BBB 的资产, 风险和利率都高于优先级, 兑付顺序则次于优先级。
- [8] Aline Darbellay, *Regulating Credit Rating Agencies*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2013, p. 183.
- [9] Jr. John, C. Coffee, “Rating Reform: The Good, The Bad and The Ugly”, *Harvard Law Review*, Vol. 1, No. 246, 2011.
- [10] 又称“Big Three”, 指的是穆迪、惠誉和标准普尔。
- [11] Lawrence J. White, “Markets: The Credit Rating Agencies”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, 2010, p. 216.
- [12] Reuters, “Portugal Banks Cut after Sovereign Downgrade”, <https://www.reuters.com/article/portugal-moodys-banks/portugal-banks-cut-after-sovereign-downgrade-idUSLDE66D1GW20100714>.
- [13] Bertrand Candelon and Amadou NR Sy Rabah Arzeki, Sovereign Rating News and Financial Markets Spill – Overs: Evidence from the European Debt Crisis, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1168.pdf>.
- [14] 结构性融资尚未达成统一的概念, 其涵盖范围广泛, 可以被认为是任何非普通的金融交易和工具。Frank J. Fabozzi, Henry A. Davis and Moorad Choudhry, *Introduction to Structured Finance*, New York: Wiley, 2006, p. 22.
- [15] Bank for International Settlements, “The Role of Ratings in Structured Finance: Issues and Implications”, 2005, p. 4, <https://www.bis.org/publ/cgfs23.pdf>.
- [16] [42] Joshua Coval, Jakub Jurek, and Erik Stafford, “The Economics of Structured Finance”, *Journal of Economic Perspective*, Vol. 23, No. 1, 2009, p. 23.
- [17] Amadou N. R. Sy, “The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets”, International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/09/129, 2009, p. 15.
- [18] 传统融资工具主要包括权益性融资和债务性融资。
- [19] Frank J. Fabozzi, Henry A. Davis and Moorad Choudhry, *Introduction to Structured Finance*, New York: Wiley, 2006, p. 22.
- [20] 李劼:《2023 年资产证券化发展报告》,《债券》2024 年第 2 期。
- [21] 陈玲:《信用评级机构法律制度的完善研究》,上海:上海人民出版社,2021 年,第 53 页;冯诗婷:《资产证券化信用评级制度与系统性风险分析》,《财经理论与实践》2017 年第 2 期。
- [22] Cristian Marzavan and Tănase Stamule, “Conflicts of Interest’s Management within Credit Rating Agencies”, *Management & Marketing* Vol. 4, No. 3, 2009, p. 111.
- [23] [24] Lynn Bai, “On Regulating Conflicts of Interest in The Credit Rating Industry”, *New York University Journal of Legislation and Public Policy*, Vol. 13, No. 2, 2010, p. 263.
- [25] Thomas M. J. Möllers and Charis Niedorf, “Regulation and Liability of Credit Rating Agencies: A More Efficient European Law?”, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 11, No. 3, 2014, p. 333.
- [26] 中国广播网:《大公国际回应“一年给出 156 个 3A 评级”:未滥发评级》, <https://news.ifeng.com/c/7faBtuymdYg>; 央广网:《大

- 公国际一年156个3A遭疑 专家称利益输送作祟》, <https://finance.sina.cn/sa/2011-08-18/detail-ikftssan8038503.d.html>。
- [27] 朗香香、田亚男、迟国泰:《债券评级机构变更——基于评级选购与评级迎合视角》,《金融研究》2022年第1期。
- [28] 张燕:《欲上调评级先买970万元咨询系统,大公国际被罚“暂停评级业务”》,《中国经济周刊》2018年第34期。
- [29] U. S. Securities and Exchange Commission, “Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets”, 2003, p. 42, <https://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>。
- [30] Iain MacNeil, *The Rule of Law in Monetary Affairs: World Trade Forum*, Edited by Thomas Cottier, Universität Bern, Switzerland, Rosa M. Lastra, Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p. 178.
- [31] John Patrick Hunt, “Credit Rating Agencies and the Worldwide Credit Crisis: The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement”, *Columbia Business Law Review*, Vol. 1, 2009, p. 109.
- [32] Mohammed Hemraj, *Credit Rating Agencies: Self-regulation, Statutory Regulation and Case Law Regulation in the United States and European Union*, New York: Springer, 2015.
- [33] Lawrence J. White, “Markets: The Credit Rating Agencies”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, 2010, p. 216; SEC, “2018 Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations”, 2018, p. 15, <https://www.sec.gov/files/2018-annual-report-on-nrsros.pdf>; ESMA, “Report on CRA Market Share Calculation”, 2018, p. 6, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/cra_market_share_calculation_2018.pdf。
- [34] 姚红宇:《评级机构声誉机制与评级上调——来自中国信用评级的证据》,《经济学报》2019年第2期。
- [35] Xiayang Chen, *A Comparative Study of Credit Rating Agency between the United States, European Union and China*, Glasgow: University of Glasgow Press, PhD thesis, 2021, p. 112.
- [36] Jack T. Jr. Gannon, “Let’s Help the Credit Rating Agencies Get It Right”, *Review of Banking & Financial Law*, Vol. 31, 2012, p. 1025.
- [37] Section 932 of the Dodd – Frank Act 2010 (Public Law 111 – 203)。
- [38] Paul J. Justensen, “Ratings Recall: Will New Reform Proposals Make Lasting Impact?”, *Journal of Corporation Law*, Vol. 35, 2009, p. 193.
- [39] Benjamin H. Brownlow, “Rating Agency Reform: Presenting the Registered Market for Asset – Backed Securities”, *North Carolina Banking Institute*, Vol. 15, 2011, p. 132.
- [40] 黄辉:《中国金融监管体制改革的逻辑与路径:国际经验与本土选择》,《法学家》2019年第3期。
- [41] 陈玲:《信用评级机构法律制度的完善研究》,上海:上海人民出版社,2021年,第79页。
- [43] Article 35a of the Regulation (2013/462/EU)。
- [44] Chiara Picciau, “The Evolution of the Liability of Credit Rating Agencies in the United States and in the European Union: Regulation after the Crisis”, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 15, No. 2, 2018, p. 393.
- [45] Alessio M. Paces and Alessandro Romano, “Strict Liability for Rating Agencies”, *American Business Law Journal*, Vol. 52, 2015, pp. 686 – 709.
- [46] 浙江省高级人民法院(2021)浙民终389号二审判决书。
- [47] Lawrence J. White, “The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis”, New York University, Law & Economics Research Paper Series, 2001, p. 12.
- [48] Christopher R. Dyess, “Credit Rating Agency Review Board: The Challenges and Implications of Implementing the Franken – Wicker Amendment to Dodd – Frank”, *The Journal of Business, Entrepreneurship & the Law*, Vol. 8, No. 1, 2015, p. 89.
- [49] House of Lords European Union Committee, “21st Report of Session 2010 – 12: Sovereign Credit Ratings: Shooting the Messenger?”, HL Paper 189, 2011, pp. 29 – 30.
- [50] 美国 SEC 对一小部分信用评级机构授予监管牌照,并将 NRSROs 和很多监管政策绑定,赋予特殊的政策优势地位。
- [51] 黄晓薇、安小雪:《我国不同付费模式信用评级校验机制研究》,《北京工商大学学报(社会科学版)》2024年第1期。
- [52] 2021年证监会发布的《公司债券发行与交易管理办法》和《证券市场资信评级业务管理办法》分别取消了公司债信用评级的强制性规定和注册环节的强制信用评级披露要求。同年,交易商协会的《关于实施债务融资工具取消强制评级有关安排的通知》对债务融资工具取消强制评级方案,随后人民银行通过《关于取消非金融企业债务融资工具信用评级要求有关事项的通知》试点取消非金融企业债务融资工具的发行环节信用评级的强制性要求。
- [53] 《中国信用评级行业发展趋势研究与未来投资分析报告(2023 – 2030年)》, <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1788873847345005393&wfr=spider&for=pc>。
- [54] Konstantinos Sergakis, *The Law of Capital Markets in the EU: Disclosure and Enforcement*, London: Palgrave, 2018, p. 284.