

美国信用评级行业发展及监管演变对我国的启示

研发部 戴晓枫 陈文沛

摘要：美国是全球信用评级行业的起源国家，也是现今信用评级行业发展最为成熟的国家。本文对美国信用评级行业的发展、信用评级机构概况和信用评级市场现状进行了介绍，并通过对美国信用评级监管演变的研究，探讨了美国信用评级监管的实施成效及其对我国信用评级行业监管的启示。

一、美国信用评级行业概况

（一）美国信用评级行业的发展

1837 年的金融风暴使州债倒债事件频频发生，债券投资者开始对与债券违约有关的信息收集分析产生强烈需求。1860 年，亨利·普尔成立普尔出版公司；约翰·穆迪于 1890 年创办穆迪投资者服务公司(Moody's Investors Service)，并于 1909 年出版《铁路投资分析手册》；1906 年，标准统计局(Standard Statistics Bureau)成立，并于 1941 年与普尔出版公司合并为标准普尔公司(Standard and Poor's)；1913 年约翰·惠誉创办惠誉投资者服务公司(Fitch Investors Service)。

标普、穆迪和惠誉三大评级机构成立以后，凭借自身独立地位和对信息收集、整理、加工和处理的优点，在经历几次经济危机检验后建立了良好的声誉，逐步得到了美国信用评级市场的认可。同时国家认可的统计评级机构（Nationally Recognized Statistical Rating Organization, NRSRO）概念以及美国监管部门对评级结果的使用为三大评级机构创造了有利的竞争环境，助推其逐步走向垄断竞争的地位。

20 世纪 80 年代之后，美国债券市场凭借其较低的利率、稳定的汇率和开放的资本市场吸引了大量的主权国家和私营部门，债券市场参与者范围的扩大、发行券种的日益丰富、各国债券市场规模的增大带来的活跃的跨境融资以及政策和投资者对 NRSROs 出具评级的认可和依赖，为 NRSROs 的战略扩张提供了成长的土壤。同时，冷战之后世界经济活动开始超越国界，通过对外贸易、资本流动、技术转移、提供服务等方面形成相互依存、相互联系的全球统一经济体，促进资源和生产要素在全球合理配置，资本和产品在全球流动，科技在全球扩张。尤其是 21 世纪以来，经济全球化与跨国公司的深入发展推动了跨境融资，使得国际信用评级业的评级服务需求日益增强，并呈现出评级机构集中化、业务全球化、受评对象扩大化和技术方法模型化的特点。在此背景下，美国三大评级机构开始向全球扩张，推动国际信用评级的繁荣和发展。

随着信用评级国际化发展内外需求的增加,三大评级机构在纵横两方面进行战略扩张。纵向业务发展方面,三大评级机构不断开拓本土信用评级业务,除传统的证券和公司信用评级外,其开始对结构性融资产品、理赔能力和国家主权进行信用评级。自 2008 年由美国次贷危机引发的全球金融危机爆发以来,结构性融资产品如商业房地产抵押贷款支持证券(CMBS)、抵押支持证券(MBS)和资产支持证券(ABS)的评级成为信用评级市场重要的竞争领域,而根据美国证券交易监督委员会(U.S. Securities and Exchange Commission, SEC) 2017 年度报告,标普、穆迪和惠誉依旧占据了美国大部分市场份额。而三大评级机构对全球各个国家开展的国家主权评级也成为走向国际化不可或缺的一步。国际货币基金组织(International Monetary Fund, IMF)在 2010 年发布的报告中指出,评级机构对主权信用评级所给出的风险排序在某种程度上是可以被证实的,例如 1975 年以来所有出现过违约的国家,都曾在违约发生前一年被给予“非投资级”评级。因此,在活跃的跨境融资环境下,三大评级机构给予的主权信用等级成为投资者对一个国家判断的依据。

横向地域方面,三大评级机构在巩固本土市场地位的同时把目光转向了全球资本市场,它们通过新设海外机构和办事处、兼并重组、参股当地评级机构的方式进行全球业务布局,逐步确立其在全球范围内的垄断地位。欧洲债券市场是三大评级机构国际化的主要目标,20 世纪 60 年代初欧洲债券市场形成时,经济全球化和自由化理念使得欧洲各国监管当局基本未对评级市场准入机制进行约束和限制,三大评级机构利用先发优势在欧洲各国设立分支机构或通过兼并重组的方式,推广其评级业务和标准,实现信誉资本垄断。尽管随着欧元区的诞生,金融一体化进程加快,欧洲部分国家的金融市场出现了本土评级机构,但仍未能与美国三大评级机构抗衡。从 2017 年 12 月 20 日欧洲证券和市场管理局(European Securities and Markets Authority, ESMA)发布的《信用评级机构市场占有率报告》来看,2016 年标普、穆迪和惠誉在欧盟市场的占有率¹分别为 46.26%、31.27%和 15.65%,合计占欧盟信用评级市场²的 93.18%,较 2015 年的 92.85%上升了 0.33 个百分点。可见,三大评级机构在欧盟布局的国际化进程仍在加快。

三大评级机构除了在欧美市场得到充分的认可外,还通过设立分支机构、控股或参股本土有影响力的评级机构以及技术合作的方式不断开拓欧美以外的评级市场,进一步巩固在国际市场上的地位和话语权。至今,三大评级机构的业务范围已经拓展到了亚洲、拉丁美洲、非洲和中东等地区。近年来,随着一些新兴市场国家的崛起,本土债券市场上的评级机构所占的市场份额越来越多,但通常由于当地法律法规的限制,三大评级机构只能通过与当地评级机构合作,逐步实

¹ 这里的市场占有率是指 ESMA 以各评级机构(集团层面)上报的 2016 年在欧盟地区提供信用评级服务和相关辅助服务收到的营业收入为基础,统计出的信用评级行业的市场占有率情况。

² 2017 年 11 月新注册的 Kroll Rating Agency 未纳入统计。

现其国际化的业务布局。其中，亚洲信用评级市场中，印度收入排名前三的评级机构中有两家有三大评级机构参股，其中 2013 年标普将在印度最大的评级机构 CRISIL 的持股比例由此前的 52.8% 增至 67.05%，而 ICRA 也于 2014 年被穆迪所控制，成为穆迪在印度的子公司。韩国知名评级机构 KIS 于 2016 年被穆迪 100% 控股。拉美国家中，2015 年穆迪收购了秘鲁信用评级领导企业 Equilibrium 实现控股。此外，三大评级机构在非洲均设有分公司，并将业务逐步渗透以色列等中东国家。至此，美国三大评级机构成功实现了其国际化的经营和发展。

图表1. 美国三大评级机构分支机构设立概况（截至 2017 年末）

区域	标普	穆迪	惠誉
欧盟	欧盟分支机构（法国、意大利、英国）	欧盟分支机构（塞浦路斯、德国、西班牙、法国、意大利、英国（2 个法律实体））	欧盟分支机构（德国、西班牙、法国、意大利、波兰、英国（2 个法律实体））
亚洲	中国香港分公司 日本分公司 新加坡分公司 中国台湾：中华信用评级-51% 股份 印度：CRISIL-67.05% 股份 马来西亚：RAM-8.2% 股份 泰国：TRIS-持有股份 印度尼西亚：PEFINDO-技术合作	中国香港分公司 日本分公司 新加坡分公司 中国：中诚信-49% 股份 韩国：KIS-100% 股份 印度：ICRA-控股	中国香港分公司 日本分公司 新加坡分公司 韩国：Korea Ratings-74% 股份 马来西亚：RAM-5% 股份 印度尼西亚：Kasnic-持有股份
拉美	墨西哥分公司 巴西分公司 阿根廷分公司	秘鲁：Equilibrium-持有股份 墨西哥、巴西、阿根廷分公司	秘鲁：Apoyo&Asociados-持有股份 墨西哥、巴西、阿根廷分公司
非洲	南非分公司	埃及：MERIS-35% 股份 南非分公司	南非分公司
中东	以色列：Maalot-100% 股份	以色列：Midroog-51% 股份	——

资料来源：新世纪评级根据公开资料整理

（二） 美国信用评级机构概况

《1934 年证券交易法》第 3(a)(62) 章定义了 NRSRO，即按照第 15E(a)(1)(B)(ix) 章，NRSRO 是指发行的信用评级通过了合格机构购买者认证的信用评级机构，包含以下几个评级类别：

- （i）金融机构、经纪人、或证券商；
- （ii）保险公司；
- （iii）公司发行人；

(iv) 资产支持证券(该术语在 17 CFR 229.1101(c)中定义)发行人;

(v) 政府证券发行人、市政证券发行人或由一个外国政府发行的证券发行人; 或

上述(i) 至 (v)中描述的一个或多个债务人的组合。

截至 2017 年末, 已有 10 家信用评级机构注册成为了 NRSROs, 已注册的信用评级机构名称、注册评级类别、首次注册日期以及他们的总部所在地如下表所示:

图表2. 截至 2017 年末 NRSROs 名单

NRSRO	信用评级类别	注册日期	总部
A.M. Best Company, Inc. (A.M. Best)	类别 (ii), (iii)和(iv)	2007 年 9 月 24 日	美国
DBRS Ltd. (DBRS)	类别(i) ~ (v)	2007 年 9 月 24 日	美国
Egan-Jones Ratings Co. (EJR)	类别(i) ~ (iii)	2007 年 12 月 21 日	美国
Fitch, Inc. (Fitch)	类别(i) ~ (v)	2007 年 9 月 24 日	美国
HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings)	类别(i), (iii)和(v)	2012 年 11 月 5 日	墨西哥
Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR)	类别(i), (ii), (iii)和(v)	2007 年 9 月 24 日	日本
Kroll Bond Rating Agency, Inc. (KBRA)	类别(i) ~ (v)	2008 年 2 月 11 日	美国
Moody's Investors Service, Inc. (Moody's)	类别(i) ~ (v)	2007 年 9 月 24 日	美国
Morningstar Credit Ratings, LLC (Morningstar)	类别(i), (iii)和(iv)	2008 年 6 月 23 日	美国
Standard & Poor's Ratings Services (S&P)	类别(i) ~ (v)	2007 年 9 月 24 日	美国

数据来源: SEC

以 NRSROs 上报的 2016 年已发行的信用评级数目为基础, 可计算当年 NRSROs 市场占有率。10 家 NRSROs 中, 标普、穆迪、惠誉三大评级机构占据了美国评级市场 95%以上的份额, 寡头垄断地位非常明显。

图表3. SEC 公布 NRSROs 的市场占有率统计

NRSROs	市场占有率
S&P	48.92%
Moody's	34.17%
Fitch	13.28%

NRSROs	市场占有率
DBRS	1.78%
EJR	0.81%
A.M. Best	0.39%
KBRA	0.28%
Morningstar	0.17%
JCR	0.16%
HR Ratings	0.05%

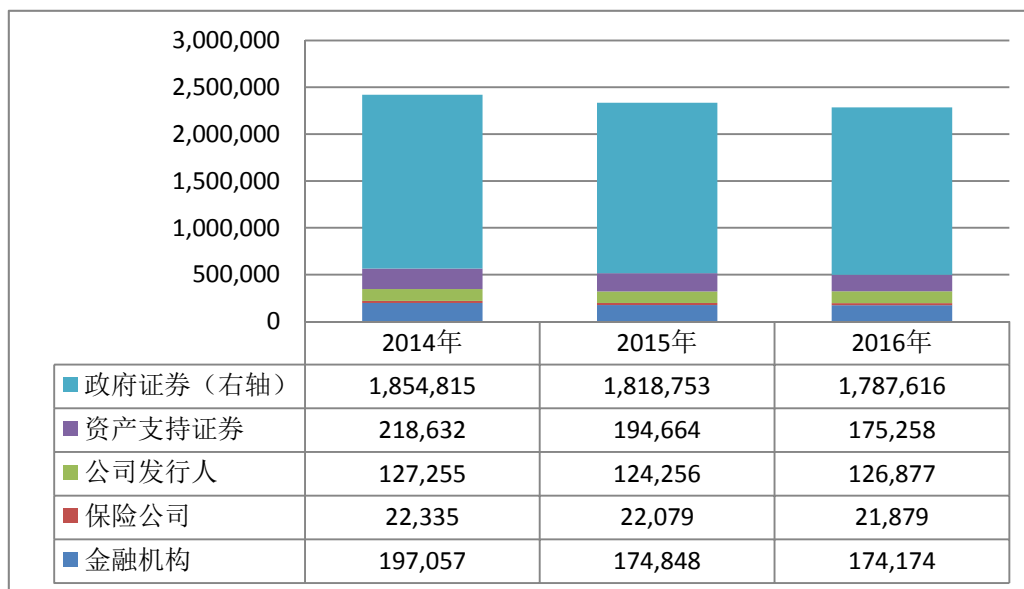
资料来源：NRSROs 年度报告

（三） 美国信用评级市场现状

1. NRSROs 发布的评级报告数量

根据 2006 年信用评级机构改革法案的要求，SEC 每年都需要向国会提交 NRSROs 年度报告。在 NRSROs 年度报告中，披露了当年每家 NRSRO 的已发布的评级报告的数量，按评级类别分为金融机构、保险公司、公司发行人、资产支持证券和政府证券。摘取 2014 年至 2016 年的数据，从 NRSROs 发行的评级报告的总数来看，整体呈现小幅下降趋势，2016 年发行的评级报告总数为 229 万份，较 2014 年下滑 5.55%。

图表4. 2014~2016 年 NRSROs 发布的评级报告的数量

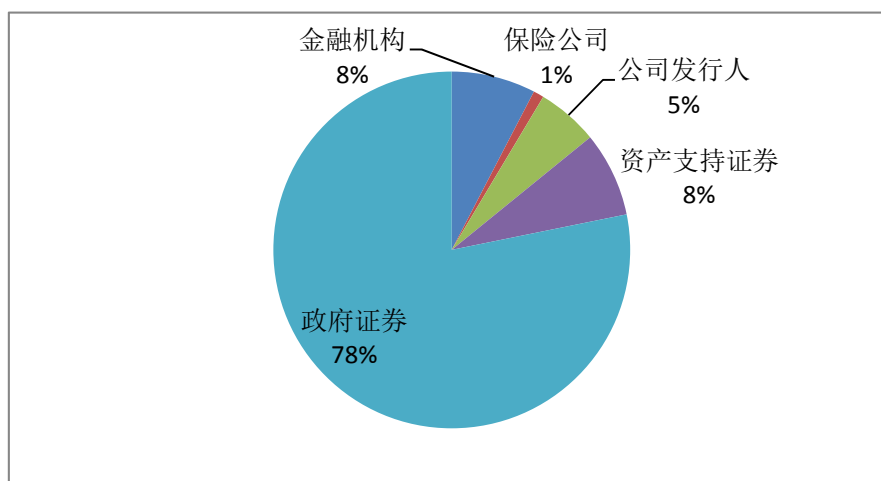


资料来源：NRSROs 年度报告

从业务结构看，政府证券所占比重最大，然后依次分别是资产支持证券、金融机构、公司发行人和保险公司。就 2016 年 NRSROs 所发布的评级报告数量来

看，政府证券占比为 78%，资产支持证券占比为 8%，金融机构为 8%，公司发行人和保险机构分别为 5%和 1%。

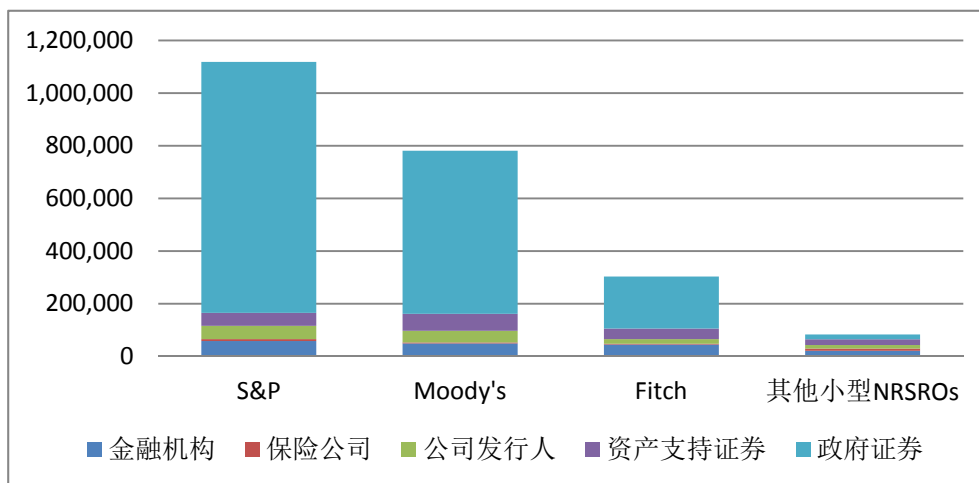
图表5. 2016 年 NRSROs 所发布的评级报告类型比例分布



资料来源：NRSROs 年度报告

从评级机构分布的来看，绝大部分信用评级报告由标普、穆迪和惠誉三大评级机构所发布，特别是在占比最大的政府证券方面，三大评级机构所发布的评级报告数量占比在 99%以上。从 2016 年的数据来看，标普仍然占据行业龙头的地位，而三大评级机构之间评级报告数量差异主要也源于政府证券的评级报告数量差异。

图表6. 2016 年三大评级机构及其他小型 NRSROs 的评级报告数量



资料来源：NRSROs 年度报告

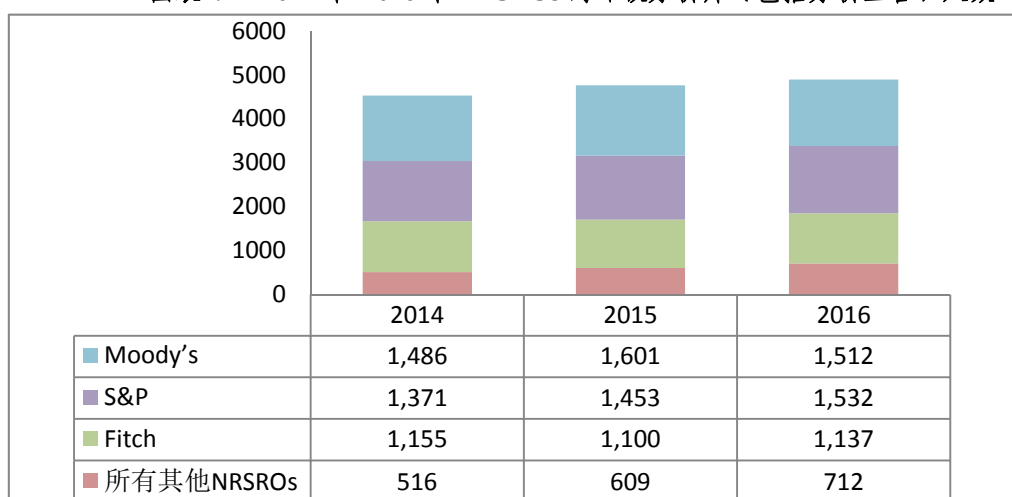
仅从信用评级报告的发布数量就可以得知，标普、穆迪和惠誉具有垄断地位。而从 NRSROs 的年度报告中也可以看到，尽管去除政府证券这一类型时，近年来 NRSROs 的行业集中度有小幅下降，但在加上政府证券这一因素时整体行业集中度不断增加，2016 年时，整个行业的集中度相当于一个有着 2.67 个有相同市场份额的企业的市场。

2. NRSROs 的分析师数量

从分析师数量来看,虽然评级报告的数量有所下滑,但从2014年到2016年,NRSROs的评级分析师(包括分析师主管)人数稳步增加,2016年达到4893人,较2014年增长了8.06%。

三大评级机构的评级分析师数量较多,2016年合计为4181人,占总评级分析师的85.45%。

图表7. 2014年~2016年NRSROs的评级分析师(包括分析主管)人数



资料来源: NRSROs 年度报告

3. NRSROs 的收入情况

(1) NRSROs 整体收入情况

所有NRSROs在2016年财务报告中报告的总收入约为59亿元³,较2015财年增加了约1亿美元。根据NRSROs年度报告,2016年,标普、穆迪和惠誉收入占有所有NRSROs收入的94.4%,约为55.70亿元。

下图显示了自2013年起三大评级机构收入占NRSROs的总收入的比重情况。

图表8. NRSROs 的收入情况

NRSRO	2013	2014	2015	2016
S&P, Fitch, and Moody's	94.5%	94.3%	93.7%	94.4%
All Other NRSROs	5.5%	5.7%	6.3%	5.6%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: NRSROs 年度报告

³ 《1934年证券交易法》第17g-3(a)3条要求每家NRSRO向美国证监会提交未经审计的年度报告,提供收入信息,这些信息不需要公开披露。

(2) 标普评级收入情况

标普评级 (Standard & Poor's Ratings Services) 是 S&P Global Inc. 的其中一个子公司, S&P Global Inc. 的业务包括三个部分: 评级, 市场和大宗商品市场情报和标准普尔道琼斯指数, 其中评级业务由标普评级承担。从 S&P Global Inc. 的年度报告来看, 标普评级 2017 年收入约为 30 亿美元, 占 S&P Global Inc. 总收入的 48% 左右。

图表9. S&P Global Inc. 收入情况 (亿美元)

收入结构		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
评级	交易收入	6.51	9.03	10.35	11.29	11.07	11.78	15.40
	非交易收入	11.16	11.31	12.39	13.26	13.21	13.57	14.48
市场和大宗商品市场情报		10.31	11.24	11.70	12.37	23.76	25.85	24.52
标准普尔道琼斯指数		3.23	3.88	4.93	5.52	5.97	6.39	7.33
总收入		31.21	35.46	39.37	42.44	54.01	57.59	61.73

资料来源: S&P Global Inc. 年度报告

(3) 穆迪投资者服务收入情况

穆迪投资者服务 (Moody's Investors Service, MIS) 是穆迪集团 (Moody's Corporation, MCO) 的其中一个子公司, Moody's Corporation 的业务包括两部分: 评级和金融分析, 分别由穆迪投资者服务和穆迪分析 (Moody's Analytics, MA) 承担。从 Moody's Corporation 的年度报告来看, 2017 年穆迪的评级业务收入为 27.55 亿美元, 占 MCO 收入的 65% 左右。

图表10. Moody's Corporation 收入情况 (亿美元)

收入结构		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
穆迪投资者服务	评级收入	15.69	18.87	20.59	22.48	23.04	23.40	27.55
	其他收入	-	-	-	0.18	0.30	0.31	0.19
穆迪分析		7.12	8.44	9.13	10.69	11.50	12.33	14.30
总收入		22.81	27.30	29.73	33.34	34.85	36.04	42.04

资料来源: Moody's Corporation 年度报告

(4) 惠誉评级收入情况

惠誉集团 (Fitch Group) 是 Fimalac 的子公司, Fimalac 对惠誉集团的持股比例为 20%。惠誉集团分为惠誉评级 (Fitch Rating)、惠誉方案 (Fitch Solutions)、惠誉学习 (Fitch Learning)、国际商业观察 (Business Monitor International, BMI) 等几个部分。根据 Fimalac 的年度报告来看, 惠誉评级 2016 年实现 8.38 亿欧元的收入, 占惠誉集团收入的 71.56%。

图表11. Fitch Group 收入情况 (亿欧元)

收入结构	2011	2012	2013	2014	2015	2016
惠誉评级	4.35	6.52	5.68	6.16	7.56	8.38
惠誉方案	0.91	1.38	1.14	1.30	1.75	2.08
惠誉教育	-	-	0.33	0.38	0.46	0.43
国际商务监控	-	-	-	0.29	0.41	0.41
其他	-	-	0.26	0.28	0.34	0.41
总收入	5.26	7.89	7.40	8.41	10.52	11.71

资料来源: Fimalac 年度报告

二、 美国信用评级监管演变

尽管早在 19 世纪美国就出现了最早的信用评级机构,但是一直到 20 世纪 30 年代,都没有监管机构关注于这个群体。随着债券市场的发展和对信用评级机构的重视,逐渐形成了今日以行业自律为基础, NRSRO 制度与美国证券交易委员会直接监管相结合的信用评级监管体系。

(一) 早期的行业自律阶段

最开始时,信用评级仅仅发布在信用评级机构发布的刊物上,并由订购刊物的投资者使用,在一定程度上保持了信用评级的独立性和公正性,信用评级行业主要依靠行业自律。1936 年,美国货币监理署 (OCC) 规定银行不得投资低于“投资级”的债券,即低于 BBB 的债券。至此,信用评级开始影响证券在市场上的销售情况。

(二) NRSRO 制度的确立

为了规范信用评级行业的发展,1975 年年初,美国证券交易监督委员会 (SEC) 在《1933 年证券法》的约束下,明确提及根据其规则的信用评级,并开始使用国家认可的统计评级机构 (NRSRO) 制度。这一制度成为美国信用评级发展的重要基石。SEC 通过向特定的信用评级机构发送无异议函 (No-action Letters), 确认该信用评级机构的评级结果是被国内大部分重要使用者认可的方式,来授予该机构的 NRSRO 资质。

尽管一开始 NRSRO 制度仅仅是为了根据净资本法规确定债务证券资本费用的不同等级,而且存在很多不足,包括缺乏法律支持、定义不明确、认可标准不清楚和认可过程不透明等。然而,随着时间的推移, NRSRO 概念已经更多的被纳入了 SEC 的法规和条例,包括《1933 年证券法》,《1934 年证券交易法》和 1940 年的《投资公司评级机构法》,最后美国国会也开始在立法时使用 NRSRO 概念。

图表12. 美国各金融监管机构对信用评级结果的使用（1975~1999年）

序号	年份	条例内容	最低等级	等级数目	颁布机构/条例出处
1	1975	NRSROs 认可			交易商最低清偿标准之净资产条例（Rule15c3-1，1975）
2	1982	简化投资级债券的披露要求	BBB	1	美国证券交易委员会通过的综合披露系统（修订号6383）
3	1984	简化非机构按揭证券的发行	AA	1	1984 年国会发布的二级按揭市场增强法案
4	1987	允许使用保证金贷款抵付按揭证券及（以后的）外国债券	AA	1	联邦储备系统，T 条例
5	1989	允许抚恤基金投资于高等级的资产支持证券	A	1	劳工部对雇员退休收入保障法案的放宽（PTE89-88）
6	1989	禁止存贷款投资于低于投资级的证券	BBB	1	1940 年国会颁布的金融机构恢复-改革法案
7	1991	对货币市场共有基金持有的低等级票据进行限制	A1	1	美国证券交易委员会，1940 年投资公司法案条例 2a-7 的修正案
8	1992	特定资产支持证券的发行商可豁免注册共有基金	BBB	1	美国证券交易委员会，1940 年投资公司法案条例 3a-7
9	1994	对银行和存贷款机构所持有的国际储备各部分的资产支持证券的资本支出进行强制性多样化	AAA	1	联邦储备系统、货币监理署、联邦存款保险公司、储蓄机构监管署，追索和直接信用替代品提案
			BBB		
10	1998	仅交通运输部能够对投资级项目提供信用支持	BBB	1	——
11	1999	限制国家银行建立金融分置机构	A	1	金融服务现代化法案，1999

资料来源：《新世纪信用评级研究与探索》

（三）《信用评级机构改革法案》的出台

2003 年的安然等公司丑闻事件引发了《信用评级机构改革法案》的出台，2006 年 9 月 29 日，George W. Bush 总统将其签署成为法律。《信用评级机构改革法案（2006）》的第四部分在《1934 年证券交易法》的中新增了第 15E 章，提出信用评级机构在满足特定要求的情况下，可以向 SEC 以提交注册申请的形式注册成为 NRSROs，NRSROs 自此作为专业评级机构受到 SEC 的监管，确定了 SEC 系 NRSROs 的唯一监管机构；并赋予了 SEC 对于那些向其注册成为 NRSROs 的

信用评级机构执行注册、记录保存、财务汇报、和监管规则的权利；还修订了《1934 年证券交易法》中的第 17 章，规定 SEC 针对已注册 NRSROs 具有记录保存、报告和检查的权利。更重要的是，《1934 年证券交易法》第 15E (C) (2) 章明确禁止 SEC 影响“确定信用评级使用的程序和方法或信用评级的实质内容”。

2007 年 6 月，SEC 根据《信用评级机构改革法案（2006）》的授权，制定并发布了六条《1934 年证券交易法》下的细则 17g-1~6 和 NRSRO 表格（包含 8 个项目的内容及 13 份附表），细化了法案中提出的监管要求，并在之后多次对上述规则和表格进行了修订，多次强化了透明度和信息披露等。根据这些规则，已注册的 NRSRO 必须进行某些公开披露、制作和留存某些记录、向 SEC 提交某些财务报告、建立和执行管理重大非公开信息的程序，以及披露和管理利益冲突。这些规则还禁止一家 NRSRO 存在某些利益冲突以及从事某些不公平的、强制性的或滥用行为。

SEC 分别于 2009 年 2 月和 12 月对上述规则进行了修订，进一步提升了 NRSROs 评级方法的透明度；加强了评级业绩表现的披露；禁止 NRSRO 从事某些不公平的、强制性和滥用行为；加强了 NRSRO 的记录保存。

（四） 《多德·弗兰克法案》的出台

2010 年 7 月 21 日，美国总统奥巴马将《全面金融改革法案》（即《多德·弗兰克法案》）签署成为法律。该法案中的 Sec.931~939 章节对《1934 年证券交易法》15E 章节进行了修订，通过施加新的汇报、披露和检查要求加强对 NRSRO 的监管和监控。《多德·弗兰克法案》要求在 SEC 下成立信用评级办公室（Office of Credit Rating, OCR），于 2012 年 6 月成立的 OCR 负责对在 SEC 注册成为 NRSROs 的信用评级机构进行监管至少每年对 NRSRO 进行一次检查；《多德·弗兰克法案》撤销了一些法律法规中对 NRSRO 评级的援引，包括《联邦存款保险法》、《1992 年联邦住房企业财务安全和健全法》、《1940 投资公司法》和《1934 年证券交易法》等；《多德·弗兰克法案》还废除了《1933 年证券法》Rule 436(g) 赋予信用评级机构的豁免权限。最后，法案进一步规定 SEC 可以暂时中止或永久撤销一个 NRSRO 的发布某个特定类别的债券或某个子类别债券的信用评级的资格；法案还规定 NRSRO 由于进行了不当行为而受到指控时，SEC 应对其进行谴责，并限制其活动或职能，如暂停其 1 年内从事 NRSRO 活动的资格等。总体来看，《多德·弗兰克法案》主要从大的方向对信用评级机构进行监管，并指导 SEC 采纳规则执行一系列关于 NRSROs 的具体条款。2011 年 1 月 20 日，SEC 通过了新的细则 17g-7，强化了结构性金融产品评级的信息披露。2014 年 8 月 27 日，SEC 又对细则 17g-1~7 进行了逐一修订并新增细则 17g-8~10，新增的细则

17g-8~10 分别对评级机构的历史记录审查和其雇员的培训、经验及能力标准及第三方尽职调查提供方的书面证词等方面提出了细节上的要求。

总体来看，目前美国信用评级监管的法律框架主要系《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》，危机前后分别实施的两部法案，即《信用评级机构改革法案（2006）》和《多德·弗兰克法案》主要是对《1934 年证券法》中 15E 章节进行增补和修订，SEC 再根据法案授权制定相应的细则：

1. 《1933 年证券法》；
2. 《1934 年证券交易法》；
3. 《信用评级机构改革法案（2006）》（危机前）；
4. 《多德·弗兰克法案》（Title IX, Subsection C）（危机后）；
5. 根据上述法案制定的细则 17g-1~10。

三、 美国信用评级监管的实施

（一） 美国信用评级监管的具体实施和成效

1. 20 世纪 70 年代 SEC 确认标普、穆迪和惠誉为 NRSROs

20 世纪 70 年代先后发生了两次石油危机，受此影响，美国发生了自 30 年代大萧条以来最严重的经济危机，企业违约风险上升。投资者对评级产品的需求不断上升；同时，这个阶段评级机构收费模式发生了转变，最初是免费提供评级，到后来是依靠出售评级相关出版物和报告获得收入，从 20 世纪 70 年代开始实行向受评对象收费的模式。为了规范评级行业，1975 年，SEC 将穆迪、标普和惠誉三家评级公司确认为 NRSROs，并使用这些机构的评级结果来确定净资本规则下经纪公司的净资本额。这一时期，SEC 对 NRSRO 概念的运用确立了三大评级机构在资本市场上的垄断地位。

2. 1997 年亚洲金融危机及 2001 年美国安然事件后出台评级监管法律

1997 年，亚洲金融危机爆发。引发此次金融风暴的原因除了东南亚国家本身经济结构存在弊病、金融监管不健全等，评级机构也未能在本次危机中发挥它市场风向标的作用，美国信用评级机构在此期间的表现首度引起国际社会的广泛关注与质疑。

2001 年美国能源巨头安然公司因财务造假丑闻曝光倒闭，随着安然破产案调查的不断深入，评级机构又一次受到投资者质疑。安然公司在破产前四天还被三大评级机构给予了最高等级。2002 年，美国国会通过了《萨班斯·奥克斯法案》（Sarbanes - Oxley Act of 2002），明确要求 SEC 就信用评级机构的地位和作用

做出说明，以加强对信用评级机构的监管。2006 年，《信用评级机构改革法案》(Credit Rating Agency Reform Act of 2006)出台，赋予了 SEC 对美国信用评级机构进行监管的权力，这也是自信用评级机构诞生以来，第一次从法律上确立了对评级机构的监管。

3. 2007 年美国次贷危机及 2009 年欧债危机促进 SEC 多次修改对 NRSRO 的监管文件

2007 年，美国次贷危机全面爆发并迅速席卷全球。大量次级抵押贷款债券面临违约风险，而穆迪、标普、惠誉三大信用评级机构曾在危机爆发前将这些次贷产品评定为最高等级 (AAA 级)，评级机构在此次危机中的表现引发了相关市场参与者的不满。无独有偶，在随后发生的欧债危机中，媒体和相关市场主体纷纷指责评级机构的信用评级不客观、不准确，导致金融机构和投资者对风险处置不当。对此，欧盟政府已经提出明确抗议，并提出要建立欧洲自己的信用评级机构。在此次美国次贷危机和欧洲主权债务危机中，信用评级业遭受了前所未有的打击。

在此背景下，承受压力的 SEC 在对 NRSRO 监管方面进行了多次修改，包括对有关格式和规则进行修订等，主要内容包括：(1) 提议对已有法律法规中涉及到参考评级结果的条款删除，尽量减少监管部门对评级结论的依赖；(2) 对那些必不可少的监管条例，尤其是评级结论对投资者的决策有显著影响的法定评级要求，则建议提高评级机构的信息披露，如提高评级机构历史表现的统计要求及评级方法的披露；在网站上披露每一类信用评级的评级行为示例；强化备案和年度报告；强化工作底稿的规范，包括所有的初始级别、上调、下调、观察或撤销的记录，如果评级中涉及模型的，模型得出的结论（如为 A 级）与评级委员会得出的结论不一致（如为 AA 级），则需要对此显著差异做出合理解释并予以记录在案等等；(3) 通过信息披露，强调对级别购买问题以及利益冲突的预防和管理。比如当受评方能够在证券发行前向评级机构要求提供一个初始级别，当这个级别无法满足发行方的要求时，发行方就会寻找另一个机构，直至其能够选择最有利的级别；而评级机构也了解发行方的这个特征，为了获得该项就有动机来报出“高”级别来迎合发行方的要求，因此披露发行方选择不同机构级别的过程，有利于投资者了解其所获得的不同级别，以及初始级别与最终级别之间的差别和原因；增加对可能产生利益冲突行为的限制（例如，禁止评级机构就评级对发行人进行建议和禁止评级人员参与费用讨论或协商）；此外还要求评级机构剥离非评级业务，主分析师定期轮换、设立独立的监控岗位来调查评级机构可能存在的利益冲突及其管理效果等。

4. 2014 年以来 SEC 持续推进信用评级机构改革规则的执行

2014 年 8 月 27 日，美国证券交易委员会（SEC）发布信用评级机构改革新规则，进一步加强对评级机构的监管，着重防止利益冲突、提高信息的透明度、提高信用评级结果质量、增强评级机构责任等。2016 年，SEC 继续推进新规的执行。

在信息披露方面，SEC 新规要求每家 NRSRO 机构现在必须对评级行动中所涉及到的信息进行披露。这些信息包括：用于确定信用等级的程序或方法的版本、对用于确定信用等级的数据类型描述、对可用信息质量的评估和 NRSRO 认定的其它对信用评级产生影响的敏感信息。这些举措旨在增强评级过程中的透明性，帮助使用者更好地理解信用等级的分析过程以及其中涉及到的信息，包括这些信息在不同 NRSROs 之间的使用情况。此外，SEC 在继续支持 NRSROs 对非委托结构化融资产品发布主动评级的同时，鼓励 NRSROs 在信用评级的过程中采用更加系统和透明的方式来考虑社会、环境和治理因素。

在解决利益冲突方面，除了 2015 年提出的同时从事信用分析和市场销售人员的利益冲突和离职分析师的利益冲突外，SEC 规则也着重强调了信用分析师或 NRSRO 中的其他雇员的利益冲突。2016 年 7 月，信用评级办公室（OCR）员工向各 NRSRO 机构的合规部发出信件，认为各 NRSRO 应制定政策和程序，以提供内部“回顾”审查流程。当分析师离任并加入被评级对象工作时，要求 NRSRO 对该职员过去一年的相关评级操作做出回顾。此外，法规 17g-8(c)也要求各 NRSRO 提供“回顾”审查，确定是否存在利益冲突影响信用评级情况，并及时公布应修订的信用评级或进行信用评级的确认，以及关于现存冲突的披露情况。这些要求将会给信用评级用户提供更多信息，帮助他们比较各个 NRSRO 解决和管理利益冲突的能力。

5. 2015 年 SEC 与标准普尔和解案以及 2016 年 SEC 对评级机构分析师进行问责和处罚

SEC 于 2015 年 1 月 21 日宣布，标准普尔评级公司（以下简称“标准普尔”）已经同意向联邦和州监管机构支付总额超过 7,700 万美元罚金，以了结针对该公司就某种商业抵押支持证券评级误导投资人的指控。SEC 对标准普尔发起三项指控包括：（1）2011 年标准普尔披露的评级办法与其实际评级方法不同；（2）2012 年标准普尔为赢回市场份额对其采用的新评级标准进行了虚假、误导性宣传；（3）2012 年至 2014 年间，标准普尔对其一项重要评级相关条款进行了修改，放松了评级标准，与其公布的评级标准不符，但该公司却未向投资者完全披露此改动。据悉，这是 SEC 第一次对世界主要评级公司采取处罚措施。根据和解协议，标准普尔将向 SEC 会支付超过 5,800 万美元罚金，向纽约州检察机关支付

1,200 万美元罚金，向马萨诸塞州检察机关支付 700 万美元罚金。标准普尔同时将被禁止从事该商业抵押支持证券评级业务一年。

2015 年 2 月 3 日，标准普尔同意向美国司法部和 19 个州及哥伦比亚特区和解有关其在金融危机中涉嫌评级欺诈的指控。标准普尔被指控在 2004 年至 2007 年间有意给商业住房抵押证券虚高评级，且没有及时警告投资者住房市场的衰落而导致投资者在金融危机中遭受巨大损失。标准普尔同意向美国司法部支付 6.875 亿美元，并向 19 个州和哥伦比亚特区支付相同的和解金额。此外，标准普尔还将与加州公务员退休基金达成和解，向后者支付 1.25 亿美元和解金。

2015 年，SEC 与标准普尔评级公司（以下简称“标普”）就标普商业抵押支持证券评级误导投资人这一案件达成和解。2016 年，SEC 对该事件中主要涉及的标普分析师 Francis Parisi 作出处罚。为配合新发布的管道/融合商业抵押支持证券（Conduit/fusion CMBS）评级标准，标普于 2012 年 6 月发布了 Francis Parisi 作为主要作者研究并起草的一篇文章，文章称面临在经济大萧条同等情况下的经济压力时，商业抵押贷款的平均损失率约为 20%。这一结论建立在很多重要的假设上，但文章未能充分披露这些假设，因此这篇文章是含有虚假和误导性陈述的。最终，SEC 对 Francis Parisi 的处罚包括：通报批评并严令禁止其继续违反证券法案和法规等；禁止与任何一家 NRSRO 有关联；在 10 天内向 SEC 支付民事罚款 2.50 万美元等。

6. SEC 对评级机构进行例行年度检查

SEC 每年根据《1934 年证券交易法》中 SECTION 15Ep(3)对 NRSROs 进行年度检查并出具年度检查报告，并于 2008 年起在其官方网站公布年度报告，于 2011 年起在官网公布检查总结报告，对规范行业发展、增强信息披露起到了良好的作用。

2017 年，SEC 检查了评级机构的评级活动和运营、内部控制及合规水平、向监管提交的文件和公开披露情况、评级机构的自我认定等，并专项审查了信息技术风险管理、影响经营业绩的因素、评级历史信息披露、评级方法模型及实践等方面。

（二） 美国信用评级监管演变对我国的启示

1. 建立评级行业统一的上位法

法律法规制度是信用评级健康、有序发展的基础，一个健康、有序的评级行业离不开严谨、完善的评级行业管理。建议监管部门注重对信用评级机构的管理工作，建立完善的信用评级法律法规制度框架，注重与信用评级国际监管的协调性，提高行业统一监管水平并加强行业自律管理程度。

美国信用评级行业已具备较为完善的法律法规体系，然而我国信用评级尚没有上位法，因此建议在国务院层面加快推进《信用评级业管理暂行办法》的发布和实施，促进信用评级监管机构的统一、协调，促进信用评级行业自律规则的统一，促进信用评级各专业委员会制定规则的协调。

2. 强化对利益冲突和信息披露的管理

从 SEC 推行的信用评级机构改革新规来看，SEC 对利益冲突和信息披露的重视程度很高。在信息披露方面，SEC 新规要求每家 NRSRO 机构现在必须对评级行动中所涉及到的信息进行披露，并规定了应披露信息的具体内容；在解决利益冲突方面，除了 2015 年提出的同时从事信用分析和市场销售人员的利益冲突和离职分析师的利益冲突外，SEC 规则也着重强调了信用分析师或 NRSRO 中的其他雇员的利益冲突。SEC 对利益冲突和信息披露的重视能够在很大程度上促进信用评级的独立、客观和公正。

3. 通过年度现场检查实现对评级业务的事后监管

现场检查是指监管方对评级机构的已开展业务进行的检查工作，主要包括作业流程的合规性检查、评级方法的一致性检查等。现场检查有助于监管方对评级机构具体业务进行事后监管，若发现存在不合规现象，按照相关法律法规采取一定处罚措施，进一步规范评级机构的合格管理。SEC 每年根据《1934 年证券交易法》中 SECTION 15Ep(3)对 NRSROs 进行年度检查，并于 2008 年起在其官方网站公布年度报告，于 2011 年起在官网公布检查总结报告，对规范行业发展、增强信息披露起到了良好的作用。

4. 加强对信用评级机构合规经营的引导和监督，促进评级质量的提升

标准普尔一系列受罚事件，警示评级公司的评级行为必须合法合规，必须遵循独立、客观、公正的原则。SEC 对评级机构的严格监管促使信用评级机构加强自身行业自律，保护投资者的合法权益和社会公共利益。同时，监管部门应进一步加强对评级机构在评级方法和标准使用上的引导和监督，以确保信用评级的一致性，促进信用评级机构评级质量的提升和行业整体的良好、有序发展。

参考文献：

1. 《新世纪信用评级研究与探索》，朱荣恩，2012.
2. 《新世纪信用评级国际研究》，朱荣恩，2015.
3. 《中国债券市场信用评级年度报告》，中国银行间市场交易商协会，2016 年.
4. 《Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations》，SEC，2017.