

三大评级巨头霸权形成过程中的法律因素及其清理路径

——美国经验及其对中国的启示

盛建明

摘要：穆迪等三大信用评级巨头的市场优势地位及其肆无忌惮地滥用评级霸权的种种现象，是多年以来美国政府立法培育下疯狂生长的“巨型恐龙”，是美国政府金融监管背书基础上开出的“罂粟之花”。正因如此，2007年次贷危机之后，美国政府痛定思痛，对信用评级机构启动了一次时间跨度为4年之久且规模空前的监管规则清理行动。这次监管规则清理行动的根本目的，在于通过对5部国会立法与20余部门规章进行了系统清理和全面修订，削减评级巨头享有的种种法定特权，从而最大程度地减少对美国金融监管体系评级服务的过度依赖。考虑到三大评级机构富可敌国的巨大实力、经验丰富的规则博弈能力和左右逢源的政府游说能力，美国政府在这一次规则清理行动中展示的旨在彻底清除评级机构特权的立场之坚定、决心之巨大和措施之有力，是前所未有的，亦是值得予以充分肯定的。但另一方面，在持续强化的美国法律因素导致的评级依赖不断加深的全球金融生态格局之下，此次规则清理的实际效果可能十分有限。值得警惕的是，面临贸易摩擦压力而被迫加大开放力度的中国金融监管体制，在对待信用评级机构的问题上似乎正在走美国金融监管的老路。有鉴于此，中国和其他国家与地区的金融监管机构，都应当汲取美国2007年次贷危机的教训，必须对金融监管体系中过度依赖信用评级的现象始终保持高度警惕，以免重蹈美国立法背书和监管扶持导致评级巨头肆无忌惮地滥用霸权之覆辙。

关键词：美国立法；金融监管；信用评级；评级霸权；规则清理

[中图分类号] D971.222.8 [文献标识码] A [文章编号] 2096-6180(2020)06-0017-20

穆迪(Moody)、标普(Standard & Poor's)和惠誉(Fitch)，是举世闻名的三大国际信用评级巨头，其市场份额在全球信用评级和国家主权信用评级市场上均遥遥领先，并因此确立了牢不可破的优势地位乃至寡头统治格局。国际金融市场对三大巨头评级服务的高度依赖，使其在全球范

【作者简介】盛建明，深圳大学法学院特聘教授。

【基金项目】2019年结项的国家社会科学基金项目“国际评级机构的霸权滥用及我国应对法律应对措施研究”(项目批准号：13BFX147)；深圳大学高水平大学学科建设二期资金资助(项目批准号：0000011301)。

国内拥有了呼风唤雨的巨大能量。2007年美国次贷危机之后,《纽约时报》专栏作家弗里德曼针对三大评级巨头的穆迪评级公司有过这样一段评论:“我们目前生活在两个超级大国之间,一个就是美国,一个就是穆迪。美国可以用炸弹摧毁一个国家,穆迪可以用评级毁灭一个国家。有一点,请您务必要相信我,那就是:有时真的说不清在这两者之中究竟谁的权力更大一些。”⁽¹⁾

笔者通过分析2008年全球金融危机前后评级市场的状况,探讨三大巨头评级霸权形成背后的法律因素及其关键作用,并重点剖析了2010—2013年期间美国通过全面彻底的监管规则清理去除上述法律因素的具体措施及其效果。通过本研究,可以使中国金融监管机构汲取美国政府对评级巨头与日俱增的监管依赖危及整个金融市场且尾大不掉之惨痛教训,并采取切实措施及早纠正我国金融监管中可能正在重犯那些美国金融监管已经犯过并已纠正的重大错误,为保持金融稳定提供正确的制度激励。

一、评级机构霸权形成的法律因素

一般来说,成为一个行业中具有优势地位的巨头,并能在相当长的时间内保持优势地位,主要有以下几个原因:(1)持续科技创新驱动的先进产品与服务;(2)杰出领导能力驱动的商业模式创新;(3)建立在优秀企业文化基础上的优质经营管理制度;(4)建立在法律与规则基础上的监管依赖等。那么,究竟哪一个因素,才是导致穆迪等三大评级机构成为称霸全球信用评级市场巨头的关键因素?笔者认为,在三大机构评级霸权的形成过程中,法律因素起到了决定性的作用。

(一) 法律概念创设及其资质认定制度对三大巨头市场优势地位之确立的关键作用

穆迪、标普和惠誉诞生之后,尽管由于创始人的远见和起步较早的原因,与那些起步较晚的评级机构相比,确实具有一定的先发优势。但是其后在很长一段时间内,上述三大评级机构与普通评级机构之间的差距并不明显。但是20世纪70年代之后,上述三大机构仿佛按下了“快进键”,获得了突飞猛进的业务拓展。挖掘这一现象背后的原因,可以发现:美国政府对评级机构的立法背书和监管依赖,才是三大信用评级机构业务飞速增长并成为业内遥遥领先的市场巨头的真实原因。

在美国政府对三大评级机构的法律扶持措施之中,最有力的举措当属“全国公认的统计评级组织”(Nationally Recognized Statistical Rating Organization, NRSRO)这一法律概念的创设以及围绕这一概念的资质认定。

NRSRO这一法律概念产生的历史背景是:1970年发生了堪称美国历史上当时最大的破产案件,即宾州中央铁路交通公司(Penn Central)破产案。宾州中央铁路交通公司,是在前宾夕法尼

(1) 源自《纽约时报》专栏作家托马斯·弗里德曼先生(Thomas L. Friedman)于1996年2月13日接受美国公共电视台《新闻时间》频道(PBS News Hour)主持人吉姆·勒瑞尔先生(Jim Lehrer)访谈的电视节目,此后被业内人士和媒体广为援引。转引自:Mustafa Kavay, *Corporate Social Responsibility in Credit Rating Agencies: How to Manage Areas of Conflict and Conflicts of Interest in a Responsible Way*, 7 TURKISH JOURNAL OF BUSINESS ETHICS, 1-20 (2014)。

亚铁路公司和前纽约中央铁路公司基础上，合并成立的铁路运输巨头。合并的初衷是占领更大的市场份额，达到基业长青的目的，然而结果却是 1970 年当年便宣告破产。对此，美国举国上下感到十分震惊。这一事件后，不仅广大投资者开始普遍重视投资风险，美国政府机关亦感到必须尽快采取行动，对投资风险加强监管。在这种背景下，美国证券交易委员会（SEC）率先采取行动，决定对那些持有信用等级低于“投资级别”（less than investment-grade）之债券的券商进行处罚。但此种措施立刻碰到了一个具体的门槛问题，那就是某一种债券是否达到“投资级别”门槛的认定标准。在出台这一措施时，当时的 SEC 心目中认为达到“投资级别”评级门槛的债券，其实就是穆迪评出的 10 个较高信用等级的债券。然而，如果以穆迪公司评定的等级作为 SEC 处罚与否的法定评判标准，肯定会引起包括标普和惠誉在内的其他评级机构的不服。为了公平，当时的 SEC 在 1975 年修订《1934 年证券交易法》项下的相关监管规则时，借机创设了一个全新的法律概念，即“全国公认的统计评级组织”。⁽²⁾

NRSRO 这一概念以及相关规则最初的主要作用就是要认定一批具有全国声誉（national repute）的评级机构并以此作为证券市场监管的重要依据。依照 SEC 制定的相关规则，券商持有的证券是否低于“投资级别”，应以 SEC 认定的 NRSRO 发布的评级结果为准。在 1975 年，被 SEC 认定的 NRSRO，只有穆迪、标普和惠誉三家。此后，又有五家信用评级机构陆续获得 NRSRO 资质。⁽³⁾ 美国《工业组织评论》总编劳伦斯·怀特认为，“自此之后，实际上，这三大评级机构所给出的判断已具有了法律效应”。⁽⁴⁾

（二）NRSRO 概念的规则渗透是三大巨头评级霸权日益稳固的重要因素

赋予评级巨头 NRSRO 资质，只是美国一系列立法和监管扶持措施体系构建的开始。在 1975 年首创 NRSRO 这一概念后，SEC 依照《1933 年证券法》《1934 年证券交易法》《1940 年投资公司法》等国会立法，颁布了数量众多的监管规则与条例，在这些规则与条例中，那些拥有 NRSRO 头衔的评级机构的信用评级，已成为美国证券市场须臾不可缺少的重要监管手段。例如，在《1940 年投资公司法》项下的 SEC 第 2a-7 号规则中，各个 NRSRO 的评级结果被 SEC 用以判断货币基金购买的证券是否符合法定标准的监管依据。这是因为，《1940 年投资公司法》将货币基金投资限定在高品质的短期证券范围之内，而判定某种货币基金投资的证券品质高低之标准，就是作为投资标的之证券是否获得了那些具备 NRSRO 资质的评级机构作出的最高或次高等级的信用评级结果。具体而言，依照《1940 年投资公司法》项下的 SEC 第 2a-7 号规则之规定，所谓高品质的短期证券，系指被那些具备 NRSRO 资质的评级机构评定为两个最高等级的短期债券（或与此种

(2) 具体内容，请参见 SEC 依照《1934 年证券交易法》第 15 条 c 款颁布的第 3-1 号规则（英文文献索引号为 Rules 15c3-1）关于券商净资本计算之规定。

(3) 其他五家是：最佳公司评级股份公司（A.M. Best Company, Inc.，其英文缩写为 AMB），DBRS 股份公司（DBRS, Inc.，其英文缩写为 DBRS），埃根斯-琼斯评级公司（Egan-Jones Ratings Company，其英文缩写为 AMBEJR），克鲁尔债券评级社股份公司（Kroll Bond Rating Agency, Inc.，其英文缩写为 KBRA）和晨星信用评级有限合伙公司（Morningstar Credit Ratings, LLC，其英文缩写为 Morningstar）。

(4) 刘永刚：《危机大玩家：评级巨头与他们掌控的世界》，《中国经济周刊》2011 年 10 月 18 日，第 01 版。

获得最高等级的短期债券具有相同品质的未经评级的证券)。与此同时,货币基金持有其他评级级别的劣质债券(或其他未经评级的相同品质之证券)之数量,则受到上述规则的严格限制。⁽⁵⁾再如,SEC的《S-K 条例》在其第1条第10款明确规定:“鉴于信用评级对于投资者和市场的重要性,SEC允许发行申请人在自愿基础上,在其注册申请文件(registration statements)和定期报告中披露具备NRSRO资质的评级机构对其发行的某些各类债券、可转换债券和优先股类别的评级结果。”⁽⁶⁾据SEC统计,截至2004年底,SEC颁布的支持或赋权NRSRO的部门规章,已经达二十余部之多。⁽⁷⁾

(三) SEC颁布的部门规章之中需依法清理的相关条款

SEC对NRSRO的监管依赖,确实已经深入到美国证券市场监管的方方面面。根据SEC于2005年公开的一份文件显示:在其多年来颁布的关于证券发行与交易的部门规章中,明确推荐或要求发行人获得NRSRO评级的部门规章,就达二十多部。⁽⁸⁾这主要涉及以下SEC部门规章中的六种条款与规则。

1. 与证券发行合法性密切相关的SEC规则

此类SEC规章及其项下的规则,往往会以直接或间接方式,迫使证券市场相关主体聘请NRSRO对其进行证券评级。例如,《〈1934年证券交易法〉项下的一般规则与条例》的相关规定,可谓是以间接方式规定相关市场主体必须由NRSRO进行证券评级的经典之作。这一规则的主要内容是要求证券经纪商/自营商代理客户交易时,如果交易之公司债券未经“全国公认的统计评级机构”评级处理,则必须在交易发生之时或之前将作为交易标的物的证券系未经评级的实情告知客户,否则即属非法。⁽⁹⁾

2. 与证券市场准入资格相关的SEC规则

依照始于2010年的金融监管规则清理之前此类条款原先之规定,各类证券和市场主体的市场准入,往往与NRSRO的评级高低密切相关。这是因为,只有当某一特定主体或某一证券获得一家或数家NRSRO较高级别甚至最高等级的信用评级,才具有市场准入之资格。在这方面,SEC颁布的《关于〈1940年投资公司法〉的实施细则与条例》(Rules and Regulations under the Investment Corporation Act)针对货币基金发行的监管规则最为典型。依照上述SEC部门规章中的相关规则:凡是在货币基金市场发行的证券以及入围货币市场基金公司投资组合的标的资产,均须为SEC认

(5) 参见美国《联邦政府规章汇编》,详见该汇编第17编第270章第2条a款之内容,该条款的英文文献索引号为17 CFR 270.2a。

(6) 这一条例的全称为《依照〈1933年证券法〉〈1934年证券交易法〉和〈1935年能源政策与保护法〉发行证券需要提交文件的标准格式指引》,参见美国《联邦政府规章汇编》,详见该汇编第17编第229章第10条c款之内容,该条款的英文文献索引号为17 CFR 229.10(c)。

(7) 参见美国证券交易委员会于2005年颁发《全国公认的统计评级组织定义(征求意见稿)》(Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization),该文件的英文文献索引号为17 CFR Part 240,公告编号为Release Nos. 33-8570; 34-51572。详见这一文献英文第10页至第11页关于“NRSRO这一概念的演变历史”(History of the NRSRO Concept)之内容。

(8) 参见《全国公认的统计评级组织定义(征求意见稿)》英文第10页至第11页关于“NRSRO这一概念的演变历史”之内容。

(9) 参见《联邦政府规章汇编》第17编第240章第10条b款第10项之内容,该条款的英文文献索引号为17 CFR 240.10b-10(a)(8)。

定的“适格证券”(eligible security)。而这里所谓的“适格证券”，其实具有十分严格的准入条件：首先，对发行人在货币基金市场上发行的标的证券，或货币市场基金公司所持有的标的证券实施信用评级的机构，须为四家以上 NRSRO 的任何一家；其次，实际承担评级任务的 NRSRO，须通过货币市场基金公司各位董事的集体指定；再次，只有当上述基金公司的董事们确认该 NRSRO 每一年都能作出足够可靠的信用评级时，才能在下一年获得续聘；最后，在程序方面，对该 NRSRO 之指定，须已被货币市场基金的发行人作为附加信息载入注册申请文件并对外披露。^[10] 依照上述规则，有意在货币市场发行基金的实体，事实上必须聘请 NRSRO 的大牌评级机构，否则就没有资格发行任何基金。同样，货币市场基金公司所持有的证券，也必须经过 NRSRO 中的大牌评级机构的事先评级，才能入选投资组合。换言之，发行人及其拟发行之标的证券的市场准入资格，几乎完全依赖穆迪和标普等三大评级巨头的评级报告。

《〈1934 年证券交易法〉项下的一般规则与条例》项下的相关规则，也是与清算机构市场准入密切相关的监管规则。从表面上来看，这一规则主要涉及“要求证券经纪商和自营商依法提交的保证金的计算公式”(Formula for determination reserve requirement of brokers and dealers under §240.15c3-3)。根据 SEC 在上述规章中对于这一公式的相关注释，证券/期货经纪商和自营商依法提交的保证金的数量，须视证券经纪商和自营商名下的证券/期货的期末头寸余额而定。不过，此种头寸的数额，须以经过依法注册的清算机构之清点结果为准。但是，此类清算机构的资信，必须维持在某一 NRSRO 评定的“最高投资级别”(highest investment-grade rating)之上。^[11] 换言之，上述部门规章，通过一个看似极不起眼的证券/期货市场保证金的计算公式项下的技术性注释，使那些获得 NRSRO 称号的评级机构拥有了一种对清算机构“生杀予夺”的权柄。清算机构是证券和期货领域的重要市场主体，而依照上述条款之规定，为美国证券市场和期货市场提供期末头寸清点服务的清算机构的市场准入地位，也几乎完全取决于评级巨头的评级结果。

3. 与某种证券是否具有投资价值的评判相关的 SEC 规则

SEC 颁布的规范性文件中，有部分规章与证券标的是否具有投资价值相关。例如在业内人士熟悉的《另类交易系统条例》(即 ATS 条例)中，SEC 对在“另类交易系统”市场上挂牌交易的证券作了明确的区分，其区分标准就是所涉的证券究竟是属于“投资级别”的证券还是属于“非投资级别”(non investment-grade)的证券。而所谓“具有投资价值”之证券，系指至少获得了一家 NRSRO 之评级，且其信用等级被评定为该评级机构认可的四种最高信用等级之一的证券。反之，即属于不具有投资价值之证券。^[12]

[10] 参见《联邦政府规章汇编》，特别是其中第 17 编第 270 章第 2 条 a 款第 7 项 (a) 目第 11 段之内容，该条款的英文文献索引号为 17 CFR 270.2a-7(a)(11)。

[11] 参见《联邦政府规章汇编》第 17 编第 240 章第 15 条 c 款第 3 项之内容，该条款的英文文献索引号为 17 CFR 240.15c3-3(a)。详见这一 SEC 规章英文附件 A (Exhibit A) 中第 14 项 (Item 14) 项下的第 7 个注释 (Note G) 之内容。

[12] 参见《联邦政府规章汇编》第 17 编第 242 章第 300 条 (k) 款第 3 项和第 300 条 (l) 款第 3 项之内容，这两个条款的英文文献索引号分别为 17 CFR 242.300(k)(3) 和 17 CFR 242.300 (l)(3)。

4. 与禁止性规则豁免适用条件相关的 SEC 规则

众所周知，禁止特定主体在证券或期货市场实施某种行为，是金融监管机构的常用监管手段。SEC 也不例外，因此颁布了不少旨在禁止市场主体实施某种行为或持有某种特定证券的监管规则。但是此类规则，又往往对禁止性规则设置了豁免适用的例外规则。能够享受此类禁止性规则豁免适用待遇的行为，一般与那些获得 NRSRO 称号的大牌评级机构较高级别信用等级的证券密切相关。

在这方面的例证之一，就是 SEC 第 101 号规则（SEC Rule 101）的相关规定。依照这一 SEC 规章，证券发行过程中的分销参与者（distribution participants）不得以直接或间接之方式竞购或申购首次发行（IPO）之证券。但是这一规则有一个例外，那就是如果竞购或申购之证券，系属曾经获得两家或两家以上 NRSRO “基准级别”评级（generic rating categories）的证券，那就不在禁止之列了。而这里所谓的“基准级别”的证券，其实就是被那些拥有 NRSRO 称号的大牌评级机构评定为“投资级别”的标的证券。⁽¹³⁾

在这方面的例证之二，就是 SEC 颁布的《关于〈1940 年投资公司法〉的实施细则与条例》项下的相关规则。值得注意的是，《1940 年投资公司法》，规定了不少针对投资公司的禁止性规则。其中有一条规则的主要内容是：在彼等存续期间，证券承销团（或承销辛迪加）不得购买任何证券。但是，SEC 通过上述部门规章明确规定，上述禁止性规则对投资公司在同一时期购买“适格证券”的行为豁免适用。而“适格市政债券”（eligible municipal securities），则属于上述“适格证券”之一种。依照本条款之规定，“适格市政债券”的构成要件如下：（1）符合《1934 年证券交易法》第 3 条第 1 款第 29 项之定义；（2）具有足够的流动性（sufficiently liquid），能够确保其在较短时间内按照不低于票面价值的价格出售；且（3）此种市政债券的信用风险等级须在中等以下，但发行此种市政债券的发行人、替市政当局创造财政收入或代理市政当局偿还债券本息的实体，若是运行时间不足 3 年，则此种市政债券的信用风险等级须在最低或较低以下。而此种市政债券的风险级别，则应由具有 NRSRO 称号的大牌评级机构最终加以敲定。⁽¹⁴⁾

5. 与资本充足率监管密切相关的 SEC 规则

众所周知，在证券业的监管过程中，要求证券市场和期货市场的各类主体满足最低资本充足率要求（capital adequacy requirement, CAR）的规则是十分常见的。由此可以推定：净资产或净资产的计算方法或公式，对于需要满足最低资本充足率要求的各类主体的市场准入资格之维系，显然是十分重要的。而 SEC 颁布的不少规则，往往明确规定，如果市场主体持有的资产未经 NRSRO 评级，则其净资产的计算，就要打一些折扣。例如，《〈1934 年证券交易法〉项下的一般规则与条例》项下的一些规则即为典型例证：依照这一规则，证券市场的经纪商和自营商持有的外国货币，

(13) 参见《联邦政府规章汇编》第 17 编第 242 章第 101 条(c)款第(2)项之内容，该条款的英文文献索引号为 17 CFR 242.101(e)(2)。

(14) 参见《联邦政府规章汇编》第 17 编第 270 章第 10 条 f 款第 3 项(a)目第(3)段之内容，该条款的英文文献索引号为 17 CFR 270.10f-3(a)(3)。

最好能够满足两个条件，一是发行该种外币的国家的短期国债至少曾获得两家或两家以上 NRSRO 的评级且信用级别属于其级别最高的两个等级之一；二是此种外币能够在具有一定规模的银行间外汇市场进行自由兑换。否则，SEC 在核定此种经纪商和自营商的净资本（net capitals）并据此判断是否满足 SEC 关于净资本的要求时，就要按照外币的市场价值扣除一定的百分比。⁽¹⁵⁾表面上，这一规则涉及的是证券市场所持净资本的计算方法，但事实上，其与对各类主体的资本充足率监管密不可分。

6. 与信息披露格式密切相关的 SEC 规则

总体来看，在 SEC 颁布的部门规章中，规范证券市场各类主体信息披露格式的规范性文件和指引性文件占据了相当大的篇幅。例如，《〈1933 年证券法〉项下信息披露格式要求》（Forms Prescribed under the Securities Act of 1933），主要内容就是关于证券市场信息披露的各种格式规范。这些格式规范以非常隐蔽的方式，将对 NRSRO 的监管依赖嵌入形形色色的表格之中。具体来说，在上述部门规章中，与 2010 年金融监管规则清理相关的主要是以下三个关于信息披露格式要求的规范性文件：一是 SEC 制定的供特定发行人就特定种类的证券发行在提交注册申请文件时须遵守的代号为“S-3”的格式规范文件（Form S-3）⁽¹⁶⁾；二是 SEC 就特定外国私营发行人发行特定种类的证券在提交注册申请文件时须遵守的代号为“F-2”的格式规范文件（Form F-2）⁽¹⁷⁾；三是 SEC 关于特定种类证券发行人采用“储架发行”模式时其注册申请文件之申报须遵守的代号为“F-3”的格式规范文件（Form F-3）。⁽¹⁸⁾

总之，在这一系列立法规则和监管措施扶持之下，最早头顶 NRSRO 桂冠的标普、穆迪和惠誉的评级业务开始风生水起，迅速成为评级行业名副其实的三大巨头，其业绩不仅远超其他普通评级机构，而且自此开始一直保持遥遥领先的业界霸主地位。2007 年金融危机后，不少业内人士认为三大评级巨头难辞其咎，并对其进行了猛烈的抨击。在巨大的舆论压力下，美国国会成立了金融危机调查委员会（Financial Crisis Inquiry Commission），对评级机构进行了长达 4 年的彻查。2011 年，这一委员会发布了一份调查报告。该报告指出：在 2007 年的金融危机中，美国评级机构在抵押贷款证券方面的虚假评级以及随即发布的评级下调，使美国家庭高达 11 万亿美元的财富灰飞烟灭。⁽¹⁹⁾ 该份报告中专门针对穆迪公司的一份案例调研报告指出：在 2000 年至 2007 年这 8

(15) 参见《联邦政府规章汇编》第 17 编第 240 章第 15 条 c 款第 3 项之内容，该条款的英文文献索引号为 17 CFR 240.15c3。

(16) 参见《联邦政府规章汇编》第 17 编第 239 章第 13 条之内容，该条款的英文文献索引号为 17 CFR 239.13。

(17) 参见《联邦政府规章汇编》第 17 编第 239 章第 32 条项下各款之内容，该条款的英文文献索引号为 17 CFR 239.32。

(18) 储架发行制度，是一次核准、多次发行的再融资制度。储架发行制度源于美国，已被英国、加拿大、日本、法国、西班牙、比利时等发达国家，马来西亚等发展中国家采用。在美国，具备一定资格的发行人提交的《储架注册说明书》经美国证监会审核并宣布生效后，发行人即被允许通过建立“储架”，在 3 年内连续多次地发行证券。其间，发行人还可以随时注册新的 3 年期“储架”。由此看出，与传统发行机制比较，这种发行机制不是每次发行都要重新注册，因此该机制可以简化注册程序，提高融资灵活性，降低融资成本，提升市场效率。储架发行的注册文件格式，就是 F-3，详见《联邦政府规章汇编》第 17 编第 239 章第 33 条项下各款之内容，该条款的英文文献索引号为 17 CFR 239.33。

(19) Roger Lowenstein, *Triple-A Failure*, <https://www.nytimes.com/2008/04/27/magazine/27Credit-t.html> (last visited June 18, 2019).

年中，穆迪关于住房按揭债券发布的 AAA 评级报告高达近 45 000 份。金融危机爆发后，其中 83% 的参评证券最终被降至垃圾级别。该委员会由此认为：“没有评级机构的参与，这场金融危机也许根本不会发生。”⁽²⁰⁾ 或许是为上述触目惊心的事实所惊醒，美国国会痛定思痛，启动了一次规模空前的金融监管规则清理行动，其覆盖范围之广，涉及规则之多，都是美国立法史上比较罕见的。

二、美国信用评级巨头监管规则全面清理的主要措施和路径

美国国会经过调查认为：三大评级巨头之所以胆敢大肆滥用评级霸权助推金融危机，损害广大证券投资者的合法利益，乃至降低美国的国家主权信用评级，完全是因为其在信用评级服务领域已经成为美国各大金融监管机构的重要依靠。换言之，已经渗透到美国金融监管体系操作层面每一个角落的监管依赖，使得三大评级巨头拥有了举足轻重的市场优势地位。如果不能对这种扶持评级巨头的法定要求和监管规则进行全面清算，那么评级机构的霸权滥用和利益冲突，是无法得到彻底根治的。基于这种考虑，美国国会和金融监管机构最终痛下决心，决定对相关的法定要求和监管规则进行一次全面的清理。

从 2009 年启动修法程序，到 2010 年《多德—法兰克华尔街改革与消费者保护法》（下称《多德—法兰克法》）正式生效，再到 2013 年基本完成国会相关立法和监管机构部门规章之清理，美国政府花了整整 4 年的时间。通过对相关法律与规章条款的系统梳理和全面修订，消除对评级巨头的立法扶植和规则背书，削减评级巨头享有的种种特权，从而最大程度地减少金融监管体系对信用评级服务的严重路径依赖。下文将以《多德—法兰克法》第 9 章第 3 节项下 8 个条款的具体规定为基本线索，着力勾勒出美国国会清理那些严重依赖评级机构的相关法律及监管机构部门规章项下具体规则的路线图。

（一）国会立法层面的清理措施

2010 年开始的美国立法层面的规则清理，涉及的法律主要包括《联邦存款保险公司法》《1992 年联邦住房保障企业金融安全法》《1940 年投资公司法》《美国制定法汇编（修订版）》《1934 年证券交易法》等。具体而言，美国于 2010 年正式启动的关于金融监管的国会立法清理行动的主要内容如下。

1. 《联邦存款保险公司法》第 7 条相关内容之修改

美国《联邦存款保险公司法》第 7 条项下相关款项规定存款保险公司对其承保的办理存款吸收业务的金融机构可能遭受损失风险的信息收集渠道作了明确规定。依照原有条款之规定，除了联邦和各州层面各金融监管机构的执法报告信息之外⁽²¹⁾，存款保险公司还可依据来自评级机构和

(20) 参见美国国会金融危机调查委员会的听证报告视频资料，<https://fcic.law.stanford.edu/videos/view/41>，最后访问时间：2019 年 8 月 1 日。

(21) 此类金融监管机构主要包括联邦和各州层面的银行业监管机构、保险业监管机构、证券交易委员会、商品期货交易委员会、美国财政部、美国联邦贸易委员会和美联储等。

其他私营经济分析师或商业分析师的意见，作为风险管理的信息来源。《多德-法兰克法》将“评级机构”的措词从中删除，将上述规定修改成：除了联邦和各州层面各金融监管机构的执法报告信息之外，存款保险公司还可依据来自私营经济分析师、私营信用分析师或私营商业分析师的意见，作为风险管理的信息来源。⁽²²⁾

2. 《联邦存款保险公司法》第 28 条相关内容之修改

美国《联邦存款保险公司法》第 28 条项下的相关条款，明文禁止储蓄合作社以直接或者间接方式，收购或持有低于“投资级别”的公司债券。⁽²³⁾ 由于要判定“投资级别”与“非投资级别”两种不同投资价值的公司债券，必须依赖评级机构的信用评级，所以《多德-法兰克法》要求这一条款删除“评级机构”这一措词，以消除这一法条中原先对评级机构的监管依赖。修改后的条文内容变更为：“储蓄合作社不得以直接或者间接方式，收购或保留未能达到本存款保险公司所确立的信用标准之公司债券。”⁽²⁴⁾

此外，依照修改前的《联邦存款保险公司法》第 28 条其他款项之规定，若在《1989 年金融机构改革、复兴和巩固法》生效之日，任何储蓄合作社仍持有“非投资级别”之公司债券者，均可购买合格票据加以替换，以符合该法之要求。《多德-法兰克法》同样要求立法机关在这一条款中删除“非投资级别”的措词，修改后的条文内容变更为：若在《1989 年金融机构改革、复兴和巩固法》生效之日，任何储蓄合作社仍持有未能达标的公司债券者，均可购买合格票据加以替换，以符合该法之要求。⁽²⁵⁾

3. 《1934 年证券交易法》第 3 条相关内容之修改

《1934 年证券交易法》第 3 条对相关概念的含义进行了界定。在始于 2010 年的金融监管规则清理和修改前，其中“与按揭相关的适格证券”，系指“至少获得一家 NRSRO 评定的两个最高信用等级之一的按揭担保债券”，“与小微企业相关的适格证券”被定义为“系指至少获得一家 NRSRO 评定的四个最高信用等级之一的公司债券”。《多德-法兰克法》要求对此条款进行修改，修改后这一条的规定变为：“与按揭相关的适格证券，系指达到 SEC 确立的信用标准之房产抵押担保债券”⁽²⁶⁾；……“与小微企业相关的适格证券，系指达到 SEC 确立的信用标准之公司债券”。⁽²⁷⁾

(22) 参见《联邦存款保险公司法》第 7 条 (b) 款第 (1) 项 (E) 目第 1 段之内容，该条款的英文文献索引号为 Section 7(b)(1)(E)(i), 12 U.S.C. 1811 et seq.。

(23) 所谓间接方式持有“不具有投资价值”债券，就是通过设立子公司之方式，持有“不具有投资价值”债券的行为。

(24) 参见《联邦存款保险公司法》第 28 条 (d) 款之内容。

(25) 关于公司债券达标与否的认定标准，应以美国联邦存款保险公司确立的信用标准为准。参见《联邦存款保险公司法》第 28 条 (e) 款之内容。

(26) 参见《1934 年证券交易法》第 3 条 (a) 款第 41 项之内容，该条款的英文文献索引号为 Section 3(a) (41), 15 U.S.C. 78a(3)(a)。

(27) 参见《1934 年证券交易法》第 3 条 (a) 款第 53 项之内容，该条款的英文文献索引号为 Section 3(a) (53), 15 U.S.C. 78a(3)(a)。

4. 《1992年联邦住房保障企业金融安全法》相关条款之修改^{〔28〕}

依照《1992年联邦住房保障企业金融安全法》相关条款之规定，主管部门有权以契约方式，将部分监管职能外包给具有NRSRO称号的企业。具体表述为：身为美国联邦国营房贷企业主管部门负责人的主任“有权按照其认为合适的条件与条款，与具有NRSRO称号的实体签订合同，委托后者审查被监管企业的资信状况。至于NRSRO之具体含义，可参见本法第15编第78条c款（a）项之定义”。^{〔29〕}《多德—法兰克法》要求对此条款进行修正。经过修正，上述条款中“具有NRSRO称号”的字样被全部删除。具体条文变成：“……主任有权按照其认为合适的条件与条款，与任一实体签订合同，委托后者审查被监管企业的资信状况。”^{〔30〕}

5. 《1940年投资公司法》相关内容之修改

美国的公司都是按照各州自行制定的公司法设立和运行的，美国在联邦层面并未制定全国统一适用的公司法，但这并不妨碍美国国会为统一实施联邦层面的证券法而制定一些特殊商事组织法，《1940年投资公司法》正是此类联邦立法的典型例子。较之各州的公司法，《1940年投资公司法》对投资公司规定了较高的设立门槛。例如，依照《1940年投资公司法》的相关规定，若某一公司只是依照美国某一州关于提供财政资助的制定法在该州境内组建，那么在满足这一条款规定的其他条件的前提下，该公司之业务可以不受《1940年投资公司法》的约束，而是仅受该州商事组织立法之约束。^{〔31〕}上述条款规定的其他条件包括：（1）该公司不得从事发行可赎回证券的业务；（2）该公司不得购买依照《1940年投资公司法》已经成立或即将成立的任一“投资公司”发行的任何证券。

不过，上述条件有若干项例外规则：第一，凡是购买的证券属于《1940年投资公司法》第3条c款第1项至第7项项下投资公司发行的证券者，均不受上述条件之限制；第二，凡是购买的证券至少被一家NRSRO评定为属于“投资级别”的公司债券者，也无须受到上述条件之限制。按照上述条款规定的第二项例外规则，即便某种公司债券发行主体属于《1940年投资公司法》界定的投资公司之范畴，只要此种公司债券是属于被那些“具有NRSRO称号”的评级机构评定为属于“投资级别”以上的低风险公司债券，那么此类公司照样有权免受《1940年投资公司法》之

〔28〕 这里的联邦住房企业主要指“房利美”（Fannie Mae）和“房地美”（Freddie Mac）两家主营房地产抵押贷款业务的联邦“政府赞助企业”（Government Sponsored Enterprises, GSE），就其本质而言，其实就是美国联邦主要解决特定民众住房问题而以财政出资建立的美国国营企业。其中，房利美设立于1938年，成立时是政府机构，1968年改为私营企业，但是改制很不彻底，国营和政府色彩仍然很浓。若不是美国政府出手相救，房利美1979年就已经破产倒闭。后来大家觉得市场上只有一家公司，缺乏竞争，于是在1970年又成立了房地美，其主要业务跟房利美几乎完全一样。具有GSE性质的两大公司的主要业务都是从抵押贷款公司、银行和其他放贷机构购买住房抵押贷款，并将部分住房抵押贷款证券化后打包出售给其他投资者。

〔29〕 参见《1992年联邦住房保障企业金融安全法》第1319条之内容，该条款的英文文献索引号为12 U.S.C. 4519。

〔30〕 参见《多德—法兰克华尔街改革与消费者保护法》第939条3款 [Section 939 (c)] 之内容，该条款的英文文献索引号为H.R. 4173。

〔31〕 参见《1940年投资公司法》第6条a款第5项之内容，该条款的英文文献索引号为15 U.S.C. 80a-6(a)(5)(A)(iv)。

约束，而只须遵守公司注册所在地的州法即可。⁽³²⁾

然而，《多德-法兰克法》颁布后，《1940年投资公司法》上述条款规定的第二项例外规则被修正了。依照《多德-法兰克法》第939条第3款之规定，只有当公司购买的公司债券达到了SEC确立的信用标准门槛时，此类公司才能可以摆脱《1940年投资公司法》规定的法定义务。⁽³³⁾换言之，原先的标准其实是评级机构制定的，而依照修订后的新法，能否摆脱《1940年投资公司法》规定的法定义务，其标准则是SEC确定的监管标准。

6. 《美国制定法汇编（修订版）》相关内容之修改

(1) 《美国制定法汇编（修订版）》第62编第5136A条第1款第(2)项和第(3)项内容之修改

依照《美国制定法汇编（修订版）》关于银行支行设立相关条款之规定，一家全国性银行可以通过控股或持股设立从事金融业务的子公司（financial subsidiaries），但须满足一定的条件，法定条件之一就是该全国性银行的信用水平“须达到任何一种适格信用评级（any applicable rating）门槛之要求或者本款第(3)项规定的其他条件”。⁽³⁴⁾而“第(3)项规定的其他条件”所指的又是什么条件呢？依照2007年次贷危机之前未曾修改的旧法原文之规定，这一其他条件的主要内容包包括：①该全国性银行名列联邦存款保险公司承保的最大的100家银行之列；②该全国性银行对外发行过1次以上的公司债券，且此等债券要么符合美国财长与美联储主席共同确定的某一“评级”要求或与这一评级具有同等效力的其他要求，要么符合美国财长与美联储主席共同确定的其他标准，两者必居其一。⁽³⁵⁾

由于上述两个条款之中均出现了信用“评级”之字样，因此《多德-法兰克法》要求删除其中关于“评级”的相关措词。修改后的条款变成：“该全国性银行的信用水平须达符合美国货币监理署署长确定（established by the Comptroller of the Currency）的信用能力标准（standards of credit-worthiness）或本条第1款第3项规定的其他条件。”⁽³⁶⁾修改后具有同等效力的其他条件于是变成：“该全国性银行对外发行过1次以上的公司债券，且此等债券要么符合美国财政部长与美联储主席共同确定的信用能力标准，要么符合美国财政部长与美联储主席共同确定的其他标准，两者必居其一。”⁽³⁷⁾

(2) 《美国制定法汇编（修订版）》第62编第5136A条第6款内容之修改

《美国制定法汇编（修订版）》第62编第5136A条第6款的原标题为“未能维持公共评级或

[32] 参见《1940年投资公司法》第6条a款第5项(I)之内容，该条款的英文文献索引号为15 U.S.C. 80a-6(a)(5)(A)(iv)(I)。

[33] 参见《多德-法兰克华尔街改革与消费者保护法》第939条第3款[Section 939(c)]之内容，该条款的英文文献索引号为H.R. 4173。

[34] 参见《美国制定法汇编（修订版）》第62编第5136A条之规定，详见该条款下第1款第(2)项之内容，上述条款的英文文献索引号为12 U.S.C.24a。

[35] 参见《美国制定法汇编（修订版）》第62编第5136A条第1款第(3)项之内容。

[36] 参见《多德-法兰克华尔街改革与消费者保护法》第939条第4款第3项之内容。

[37] 参见《多德-法兰克华尔街改革与消费者保护法》所引立法第939条第2款之内容。

未能满足其他适用标准之情形”（Failure to Maintain Public Rating or Meet Applicable Criteria）。

在这一标题之下，原有的第（1）项基本原则规定为：“在收购或新设某一金融业务子公司后，若任一全国性银行未能符合货币监理署署长确定的某一适格评级之标准或本条第1款第（2）项第5目规定的其他要求，则该全国性银行应当自行出资或通过其金融业务子公司注入或获取额外的资本金（additional equity capital），以符合上述法定要求。”^{〔38〕}

依照《多德-法兰克法》之规定，上述标题中涉及“公共评级”的措词应被删除，标题之内容应该改成“未能符合信用能力标准或其他标准之情形”。同样道理，《美国制定法汇编（修订版）》第62编第5136A条第6款正文中的“某一适格评级”的用词也应被删除，正文内容应改成：“在收购或新设某一金融业务子公司后，若任一全国性银行未能符合货币监理署署长确定的信用能力标准或本条第1款第（2）项第5目规定的其他要求，则该全国性银行应当自行出资或通过其金融业务子公司注入或获取额外的资本金，以符合上述法定要求。”^{〔39〕}

（二）监管机构部门规章清理方面的法律措施

1. 《多德-法兰克法》关于清理联邦政府规章的规定之内容

依照《多德-法兰克法》第939A条第1款之规定，在该法颁布之日起1年内，每一个联邦政府机构不仅应当对该部门签发的旨在要求使用对某一证券或货币市场金融工具的信用能力进行评估的所有条例进行全面系统的审查，而且应当对此等条例中涉及信用评级的任何指导性推荐或任何强制性要求进行全面系统的审查。^{〔40〕}

每一个联邦政府机构对其在依照上述条款之规定实施的审查中查明的涉及信用评级机构的条例，均应进行修订。此类修订之目的，在于由各联邦政府机构自行取缔各该部门政府规章中规定的信用评级的任何指导性推荐或任何强制性要求，并将此类相关规章中的“法定推荐”或“法定要求”，替换成各个监管机构依照此类条例确认为适当的“信用能力标准”。在确认此种标准是否适当的相关决定时，各相关政府部门在可行的范围内，应当结合受其监管的各个企业的具体情况，同时考虑相关规章之所以必须依赖上述信用能力标准来实现对相关企业之监管的目的，尽可能统一各个监管部门使用的信用能力的衡量标准。不仅如此，《多德-法兰克法》还要求每一个联邦政府机构在上述政府规章清理和修订工作完成之后，应当专程向美国国会提交报告，此等报告中必须含有提及“评级”或“NRSRO”字样的政府规章的详细描述，同时必须包含修改措施的详细情况。^{〔41〕}

〔38〕 参见《美国制定法汇编（修订版）》第62编第5136A条项下第6款标题及其下第（1）项“一般原则”之内容，上述条款的英文文献索引号为12 U.S.C.24a。

〔39〕 参见《多德-法兰克华尔街改革与消费者保护法》第939条第4款第4项和第5项（§939）之内容。

〔40〕 参见《多德-法兰克华尔街改革与消费者保护法》第939A条第1款之内容，该条款的英文文献索引号为H.R. 4173。

〔41〕 参见《多德-法兰克华尔街改革与消费者保护法》第939A条第3款之内容。

2. SEC 与联邦层面其他政府机构颁布的规范性文件中须依法清理的相关条款

总之，与联邦其他政府机构相比，SEC 由于位高权重，受到国会质疑最多，受《多德-法兰克法》的影响最大，因此，承担的部门规章清理、修订和报告的任务最为繁重。好在 SEC 在 2008 年之后也确实下了很大决心，拿出了刮骨疗伤和壮士断腕的勇气，梳理了其长期以来对大牌评级巨头路径依赖的部门规章，并进行了全方位的深度清理与彻底修订。

作为美国全国境内证券与期货市场的监管机构，SEC 只是美国众多联邦层面的政府机构之一，按照《多德-法兰克法》之规定，除 SEC 之外其他联邦层面的政府机构，同样需要实施规章清理和修订工作，并在完成之后，应当专程向美国国会提交详细报告。由于受到篇幅之限制，此处不再赘述。

总体而言，由于认识比较到位，规则清理的准备比较充分，起步时间也较早，所以 SEC 在联邦政府机构中率先完成了其所颁布的部门规章的清理与修订工作。与 SEC 相比，美国联邦层面的其他各个金融监管机构的部门规章清理工作，其进度显得稍微慢一些，但截至目前，大体上也都已完成。

三、2010 年开始的美国金融监管规则清理行动之评述

（一）此次金融监管规则修订是美国金融史上史无前例的监管规则清理行动

从上文可以看出，在 2007 年次贷危机爆发之后，美国对与证券评级机构相关的联邦立法以及政府部门规章进行监管规则的修订和清理是十分全面的。根据笔者的梳理，始于 2010 年的金融监管规则清理行动，总计涉及 5 部联邦立法，20 多部联邦政府部门规章。

对于美国来说，单一立法或少量部门规章的修订，是经常发生的事情。但是，为实现某一特定目的对多部联邦法规以及多个部门的几十部部门规章进行全面的规则清理，也是极为罕见的事情。这是因为，美国社会有一种由来已久的民主僵局（democratic deadlock）现象。所谓的民主僵局，系指某一项或一揽子立法或修法计划，因为分权体制和党派之争（包括同一政党不同政治派别的利益之争），陷入旷日持久的规则博弈泥潭而难以推进之情形。正是这种民主僵局，导致步入白宫的许多新总统都无法兑现自己在竞选时制定的雄心勃勃的改革计划和信誓旦旦的诸多诺言，也导致旨在推动社会进步的民众呼声无法转化为能够产生实际效果的立法行动。这种民主僵局导致的一个后果就是，在美国历史上，在国会山上同一届国会密集通过多部新法或密集修订多部旧法的立法风暴，变得非常少见。屈指算来，貌似只有在美国共和党几乎独占国会的南北战争时期、大萧条之后罗斯福总统新政时期、二战期间以及越战之后民权运动高涨时期，才出现过此种现象。而这几个时期，都是美国政府和人民处于十分紧要的关口或前所未有的危机的历史时期。由此可见，只有当美国整个国家处于特别的经济和政治环境下，只有当美国整个社会表现出对制定新法或修改法律的强烈愿望并愿意信任国会和总统时，才能对关注选票的总统和国会议员产生压力，从而加速立法或修法之进程。

同样道理，2007年美国爆发次贷危机，使得美国整个社会受到了极大的冲击，从而处于一种非常特殊的历史时期。一时之间，民众对华尔街资本家和信用评级巨头的愤怒，达到了空前的高度。正是在这样的历史背景下，上述规模空前的规则清理行动，才有可能出现并落地到新规则之中。总之，考虑美国立法和修法程序异常繁杂及其过程之中规则博弈极为激烈这一事实，考虑三大评级巨头富可敌国的雄厚实力和势不可挡的游说能力，如此规模的金融监管规则清理，如此全面的评级特权削减，都堪称是史无前例的。

（二）美国政府在2010年金融监管规则清理中出现了矫枉过正的迹象

金融危机之后，面对巨大的舆论压力和沸腾的民怨，美国立法机关和金融监管机构对清除立法背书和监管扶持摆出了一种十分坚定的姿态，表明了坚决清除既往立法条文和监管规则中对评级巨头的立法背书和监管扶持的决心。

在此次规则清理过程中，凡是原先的监管规则中内含 NRSRO 这一概念的条款，均一律予以删除，凡是含有硬性指定或软性推荐“评级机构”的措词，一律需要进行修订。从理性的角度来看，这或许是没有必要的。因为时至今日，金融市场的繁荣与发展，已经离不开信用评级机构的有效参与。建立在独立、公正与客观基础之上的信用评级服务体制，已经成为现代资本市场的标配。因此，适度依赖评级机构的专业服务，特别是让那些并不拥有 NRSRO 头衔的中小评级机构在金融监管中发挥应有作用，同时对评级机构利益冲突加以管制，不仅可以繁荣评级服务市场，而且可以节约金融监管机构的宝贵资源，让其有更多的时间和精力，对各个市场主体的行为进行更为有效和有利的监管。在2010年正式启动的金融监管规则清理行动中，美国国会和各大监管机构摆出一副与评级机构，特别是评级巨头彻底决裂的姿态，凡是出现 NRSRO 字样的条款，一律加以删除和修改的做法，或许做得有些矫枉过正。对 NRSRO 这一概念的过分依赖，固然应当予以彻底矫正，但是能够体现独立和专业品质的信用评级机构和评级服务，仍然是全球金融市场不可或缺的有机组成部分。

当然，从政治角度来看，在评级巨头利令智昏助推次贷危机的铁证面前，在怒不可遏的民意面前，国会议员和主要金融监管机构对评级机构摆出一副彻底决裂乃至避之唯恐不及的姿态，更多的原因，恐怕也是选举政治的现实需要。

（三）2010年金融监管规则清理在遏制评级霸权滥用方面的实际效果有待观察

从表面上来看，美国2010年开始的大规模金融监管规则清理行动的短期成果是十分可观的。至少从字面上来看，在各大金融行业的立法和部门规章中，对资本市场各类参与主体的金融监管，与具有 NRSRO 称号的大牌评级机构挂钩的条款，都已得到非常全面和十分彻底的清理。不过，此番金融监管规则清理对遏制和预防信用评级机构滥用评级霸权的实际效果，还有待进一步观察。

尽管美国国会的主观愿望是全面清除金融监管对信用评级的路径依赖，措施则是对与信用评级挂钩的规则条款的全面修订和清算。但这种主观愿望的落地，以及规则清理的实际效果，可能仍然有待进一步的观察。

这种立法规则之清理，对于改变以美国三大信用评级巨头为主的信用评级服务市场格局，其作用可能是十分有限的。这是因为：首先，金融市场对信用评级服务的依赖，已经延伸到当今世界金融系统生态的各个方面，成为金融生态系统不可缺少的组成部分。原因在于，在出台在先的众多国会立法以及部门规章的扶持之下，美国已经逐步形成了非常牢固的金融监管生态系统，金融市场和监管机构对信用评级服务的依赖不仅根深蒂固，而且具有很大的惯性。其次，在立法机关和监管机构的多重加持之下，三大评级巨头主导信用评级市场的竞争格局已经确立，其在信用评级服务中的巨大市场优势地位，在短期内是很难得到根本改变的。由此可见，三大巨头滥用评级霸权这一“病根”，必将以盘根错节的方式，十分顽强地存活在当今乃至未来相当长一段时间的全球金融生态体系之中。在这种格局与前景之下，国际社会不能对美国国会的立法清理行动期待过高。

（四）美国的金融监管规则清理行动给中国金融监管体制对评级机构的路径依赖敲响了警钟

正如前述，在 2008 年全球金融危机之后，美国国会和金融监管机构启动了全方位的规则清理程序，与评级巨头切割的态度十分坚决。与此形成鲜明对比的是，近年来在我国金融监管的过程中，包括“一行三会”和发改委等各大金融监管机构或宏观调控部门，对信用评级机构的依赖，却呈现出了与日俱增的态势。

根据笔者对中国改革开放以来在各自领域拥有金融监管权限的五大机构颁布的部门规章的梳理和统计，除了国务院之外，从 1999 年至 2020 年 5 月底，上述五大监管机构一共颁布的明显依赖证券评级机构评级服务的部门规章，已达 46 部之多，其中 2008 年全球金融海啸爆发后颁布了 31 部。^[42] 具体统计数据如下：（1）国家发改委颁布的与其制定的信用评级机构直接挂钩的部门规章总计 10 部，全部属于 2008 年之后颁布的规范性文件^[43]；（2）中国人民银行颁布的与其指定信用评级机构直接挂钩的部门性规章，总计 11 部，其中 2008 年起颁布的规范性文件 5 部^[44]；（3）中

[42] 国务院层面与证券评级相关的行政法规，主要包括国务院于 1993 年 8 月 2 日颁布的《企业债券管理条例》（已根据 2011 年 1 月 8 日《国务院关于废止和修改部分行政法规的决定》进行修订）和于 2014 年 10 月 2 日发布的《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）。其中，《企业债券管理条例》第 15 条第 2 款明确规定，企业发行企业债券，可以向经认可的债券评信机构申请信用评级。这就是说，公司和企业发行债券之前可以雇佣主管部门认可的信用评级机构对其进行评级。

[43] 具体包括：（1）国家发展改革委于 2008 年 1 月 2 日发布的《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》（发改财金〔2008〕7 号）；（2）国家发展改革委财政金融司于 2014 年 9 月 26 日《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》；（3）国家发展改革委办公厅于 2015 年 4 月 7 日发布的《关于印发〈养老产业专项债券发行指引〉的通知》（发改办财金〔2015〕817 号）；（4）国家发展改革委于 2017 年 8 月 1 日发布的《关于印发〈社会领域产业专项债券发行指引〉的通知》（发改办财金〔2017〕1341 号）；（5）国家发展改革委于 2015 年 8 月 1 日发布的《关于印发〈农村产业融合发展专项债券发行指引〉的通知》（发改办财金〔2015〕1340 号）；（6）国家发展改革委于 2015 年 9 月 14 日发布的《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（发改外资〔2015〕2044 号）；（7）国家发展改革委于 2018 年 12 月 5 日发布的《关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》（发改财金〔2018〕1806 号）；（8）国家发展改革委办公厅于 2015 年 11 月 30 日发布的《关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见》（发改办财金〔2015〕3127 号）；（9）国家发展改革委办公厅于 2015 年 11 月 30 日发布的《企业债券发行信息披露指引》（发改办财金〔2015〕3127 号文附件 2）；（10）国家发展改革委办公厅于 2015 年 11 月 30 日发布的《小微企业增信集合债券发行管理规定》（发改办财金〔2015〕3127 号文附件 1）。

[44] 具体包括：（1）中国人民银行于 1997 年 12 月 16 日发布的《关于中国诚信证券评估有限公司等机构从事企业债券信用评级业务资格的通知》（银发〔1997〕547 号）；（2）中国人民银行于 2004 年 12 月 30 日发布的《银行间债券市场发行债券信用评（转下页）

国证监会颁布的与其认可的信用评级机构直接挂钩的部门性规章总计 12 部, 其中包括 2008 年起发布的规范性文件 6 部⁽⁴⁵⁾; (4) 我国银行业监管机构先后颁布的与指定信用评级机构直接挂钩的部门性规章 5 部, 其中包括在银保监会成立之前由中国银监会颁布的 4 部部门规章和银保监会成立之后颁布的 1 部部门规章, 从 2008 年起发布的规范性文件 2 部⁽⁴⁶⁾; (5) 我国保险业监管机构先后颁布的与指定信用评级机构直接挂钩的部门性规章 8 部, 这些规范性文件都是在中国银保监会成立之前发布的部门规章, 全部是 2008 年以后发布的。⁽⁴⁷⁾

(接上页) 级有关事项的公告》(人民银行公告〔2004〕第 22 号); (3) 中国人民银行和银监会于 2005 年 4 月 20 日发布的《信贷资产证券化试点管理办法》(人民银行、银监会公告〔2005〕第 7 号); (4) 中国人民银行于 2005 年 4 月 27 日发布的《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》(人民银行令〔2005〕第 1 号); (5) 中国人民银行于 2005 年 5 月 23 日发布的《短期融资券管理办法》(人民银行令〔2005〕第 2 号); (6) 中国人民银行于 2006 年 9 月 5 日发布的《关于对商业银行发行混合资本债券的有关事宜的公告》(人民银行公告〔2006〕第 11 号); (7) 中国人民银行于 2008 年 4 月 9 日发布的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》(人民银行令〔2008〕第 1 号); (8) 中国人民银行于 2008 年 4 月 9 日公布的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》(人民银行令〔2008〕第 1 号); (9) 中国人民银行和银监会于 2009 年 8 月 18 日发布的《金融租赁公司和汽车租赁公司发行金融债管理办法》(人民银行和银监会公告〔2009〕第 14 号); (10) 中国人民银行联合财政部、发改委和证监会于 2010 年 9 月 16 日发布的《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》(人民银行、财政部、发改委、证监会公告〔2010〕第 10 号); (11) 中国人民银行征信管理局于 2011 年发布《评级结果可以在信贷市场发布的评级机构名单》, 80 家评级机构入围, 其评级结果为人民银行总行认可, 允许参加信贷市场信用评级。

(45) 具体包括: (1) 中国证监会于 2001 年 4 月 26 日发布的《上市公司发行可转换公司债券实施办法》(证监会令第 2 号); (2) 中国证监会于 2003 年 8 月 29 日发布的《证券公司债券管理暂行办法》(证监会令第 15 号); (3) 中国证监会于 2004 年 10 月 18 日发布的《关于修改〈证券公司债券管理暂行办法〉的决定》(证监会令第 25 号); (4) 中国证监会于 2006 年 5 月 6 日发布的《上市公司证券发行管理办法》(证监会令第 30 号); (5) 中国证监会于 2007 年 8 月 14 日发布的《公司债券发行试点办法》(证监会令第 49 号); (6) 中国证监会于 2007 年 8 月 14 日发布的《关于实施〈公司债券发行试点办法〉有关事项的通知》(证监发〔2007〕112 号); (7) 中国证监会于 2008 年 10 月 17 日发布的《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》(证监会公告〔2008〕41 号); (8) 中国证监会于 2011 年 10 月 20 日发布的《关于创业板上市公司非公开发行公司债券有关事项的公告》(证监会公告〔2011〕29 号); (9) 中国证监会于 2014 年 11 月 19 日发布的《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》(证监会公告〔2014〕49 号附件 1); (10) 中国证监会于 2014 年 11 月 19 日发布的《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》(证监会公告〔2014〕49 号附件 2); (11) 中国证监会于 2015 年 1 月 15 日发布的《公司债券发行与交易管理办法》(证监会令第 113 号); (12) 中国证监会 2015 年 3 月 2 日发布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 24 号——公开发行公司债券申请文件》(证监会公告〔2015〕3 号)。

(46) 具体包括: (1) 中国银监会于 2004 年 6 月 17 日发布的《商业银行次级债券发行管理办法》(人民银行、银监会公告〔2004〕第 4 号); (2) 中国银监会于 2004 年 7 月 25 日发布的《商业银行授信工作尽职指引》(银监发〔2004〕51 号); (3) 中国银监会于 2004 年 7 月 13 日发布的《关于企业集团财务公司发行金融债券有关问题的通知》(银监发〔2007〕58 号); (4) 中国银监会和中国人民银行于 2009 年 8 月 18 日发布的《金融租赁公司和汽车租赁公司发行金融债管理办法》(人民银行、银监会公告〔2009〕第 14 号); (5) 中国银行保险监督管理委员会于 2020 年 1 月 20 日发布的《信托公司股权管理暂行办法》(银保监会令 2020 年第 4 号)。

(47) 具体包括: (1) 中国保监会于 2010 年 7 月 30 日发布的《保险资金运用管理暂行办法》(保监会令 2010 年第 9 号); (2) 中国保监会于 2012 年 7 月 16 日发布的《保险资金投资债券暂行办法》(保监发〔2012〕58 号); (3) 中国保监会于 2013 年 7 月 31 日发布的《关于加强保险资金投资债券使用外部信用评级监管的通知》(保监发〔2013〕61 号); (4) 中国保监会于 2013 年 3 月 15 日发布的《保险公司次级定期债务管理办法》(保监会令 2013 年第 5 号); (5) 中国保监会于 2014 年 4 月 4 日发布的《保险资金运用管理暂行办法》(保监会令 2014 年第 3 号); (6) 中国保监会与中国人民银行于 2015 年 1 月发布的《保险公司发行资本补充债券有关事宜的公告》(人民银行、保监会公告 2015 年第 3 号); (7) 中国保监会于 2015 年 8 月 7 日发布的《保险公司经营评价指标体系(试行)》(保监发〔2015〕80 号); (8) 中国保监会于 2018 年 1 月 24 日发布的《保险资金运用管理办法》(保监会令〔2018〕1 号)。

在 2020 年 5 月 6 日召开的国务院常务会议上，李克强总理曾指出：“我到一些地方考察，有些企业反映，现在表面看起来审批项目是简化了，但真要办事，还需要经过层层的中介服务。有些中介机构戴着政府的帽子，拿着市场的鞭子，收着企业的票子！”这一段话虽然不是专门针对信用评级机构的，但是把它用在深受各大金融机构监管青睐的评级机构身上，也不失为恰当。市场主体之所以耗费金钱和时间，聘请评级机构，特别是各大监管机构认可和钦定的大牌评级机构进行信用评级，在很大程度上是因为众多监管规则对评级机构的监管背书和规则扶持。

由此可见，美国在 2007 年次贷危机爆发之后启动的规模空前的金融监管规则清理行动，给当下正在重走美国金融监管路径依赖老路的中国金融监管机构，敲响了一次警钟。迄今为止，已经颁布的内含高度依赖评级机构规则条款的众多部门规章，确实也已到了该全方位清理的时候了。

四、美国此次金融监管规则清理行动对中国的启示

信用评级领域的三大巨头的市场优势地位及其肆无忌惮地滥用评级霸权的种种现象，主要是评级巨头谋求私利和合规管理缺位所导致的结果。但是，大量法律文件足以证明，多年以来美国国会对评级巨头的立法背书和以 SEC 为代表的金融监管机构对评级巨头的路径依赖，也确实难辞其咎。对评级巨头的立法背书和监管路径依赖的恶果在欧美金融市场已经根深蒂固，并成为金融巨头牟利的制度保障。但是需要反思的是，什么样的制度设计，才能使立法者和监管者远离利益集团、避免监管俘获什么样的规则体系，才能使规则之制定和规则之执行，不会成为利益集团的囊中之物。这或许是生活在各种不同社会制度之下人类社会的一个永恒命题。

对潜力巨大而且需求与日俱增的中国信用评级服务市场，包括标普、穆迪和惠誉在内的三大国际巨头早已垂涎三尺，一直在伺机而动。在我国这一领域市场准入政策尚未完全开放之前，三大评级机构就已通过合资和并购手段，积极提前布局。在我国这一领域允许境外评级机构在中国市场独立开业的政策出台之后，三大巨头更是马力全开，加速了部署中国地区业务拓展的步伐。最早进入中国信用评级市场并与本土评级企业合作的全球评级巨头是惠誉国际，其参股的中诚信国际资信评估有限责任公司于 1998 年 9 月 11 日成立，其中惠誉持股 30%。此外，通过一系列的谈判博弈和出资收买，惠誉成功获得了中国另一家本土信用评级公司联合资信的部分股权，于 2007 年 8 月正式成为联合资信的的第二大股东，持股比例为 49%，这也是惠誉国际第二次通过合资方式，进军中国的信用评级市场。

与此同时，穆迪也走上了与大公国际信用评级公司的业务合作之路。1999 年 7 月，穆迪与大公国际信用评级公司签署了为期 3 年的技术合作协议。按照合同规定，穆迪的主要义务是提供技术、咨询和培训，中方则是支付技术转让和服务费用。但双方的合作并没有顺利升级到合营阶段，并于 2002 年 8 月合作结束。穆迪当然并不满足于上述单纯的技术合作模式。在穆迪的运作之下，中国诚信信用管理有限公司将其与惠誉共同出资组建的合资评级企业中惠誉参股的股权部分收

回，于2006年9月21日将49%的股权转让给穆迪。此后，穆迪与中国诚信信用管理有限公司开始进一步接触，并约定只要中国政府同意，7年后穆迪持股比例可增至51%，成为中诚信国际资信评估有限责任公司的大股东。

在这种背景下，标普与上海新世纪资信评估投资者服务有限公司于2007年开始洽谈合作事宜，并于2008年8月6日正式签署技术服务协议，共同建立互利平台，以便共享双方的专业知识与经验。双方的合作领域包括培训、加强联合研究项目的合作以及分享信用评级技术，并组建了由双方人员参加的指导委员会和管理委员会。

2007年次贷危机全面爆发并引发全球金融海啸之后，在美国政府着手全面清理评级巨头评级特权之际，三大评级巨头加快了在中国市场的业务布局和政策游说。2018年是中国改革开放40周年，中国政府推出了一系列扩大对外开放举措，其中的重要内容之一，就是允许境外的国际评级机构在中国境内设立独资评级机构，承接相关评级市场的评级业务。与此同时，允许国际评级机构扩大其在此前已经设立的中外合资评级机构中的股权比例，到2021年，允许其成为控股股东。

在这一背景下，三大国际评级巨头（标普、穆迪、惠誉）开始加速筹划在中国独资经营的步伐。综合各方面信息，截至目前，三大评级机构在中国都已完成了独资子公司的业务布局。其中，穆迪在2018年5月设立穆迪（中国）有限公司，注册资本为1亿元人民币；标普则在2018年6月在北京设立标普信用评级（中国）有限公司，注册资本为1800万美元；此外，惠誉国际于2018年年底也在北京设立了惠誉博华信用评级有限公司，并启动营运。2019年1月28日，央行营业管理部发布公告，对美国标普全球公司（S&P Global Inc.）在北京设立的全资子公司——标普信用评级（中国）有限公司予以备案。同日，中国银行间市场交易商协会亦公告接受标普信用评级（中国）有限公司进入银行间债券市场开展债券评级业务的注册。这标志着标普已获准正式进入中国开展信用评级业务。

令人不安的是，中国的金融监管体制，貌似正在步美国政府对证券评级巨头立法背书和监管依赖的后尘。目前，我国依赖证券评级的金融规则正在逐步增多，根据笔者统计，除了国务院层面的法规之外，改革开放以来，我国已经颁布了46部将金融监管与指定信用机构挂钩的部门规章。我国依赖证券评级的部门规章从2007年的16部，增加到2017年年底的31部。考虑美国从2007年开始全面清理评级巨头特权的法律规则这一事实，我国的这一立法演变趋势令人深感不安。

前事不忘，后事之师。美国的金融监管规则的清理行动，理应给中国的金融监管敲响警钟。然而，一个无可辩驳的事实却是：一方面中央高层将金融风险的防控提高到前所未有的高度，但是在另一方面，在实际操作层面，各金融监管机构却对美国评级巨头助力推动金融危机的事实视而不见，正在通过与日俱增的部门规章，或者将评级机构的评级结论作为监管合规的硬性要求，或者将其作为享受金融监管优惠待遇的软性推荐，嵌入金融监管体制的各个角落，使监管机构认

可或指定的评级机构及其评级服务成为金融监管不可或缺的组成部分。为了避免中国重蹈美国对评级巨头监管依赖导致金融危机加剧之覆辙，中国或许应当借鉴美国 2008 年金融监管规则清理的经验与教训，重新检视对信用评级机构不假思索的开放政策，重新反思我们自己的金融监管体制对评级机构与日俱增的监管依赖，并适时进行同样的部门规章清理，从而使得中央“守住不发生系统性金融危机的底线”的战略部署真正落地。

值得指出的是，在最近两年，随着一些企业债券和金融机构暴雷事件逐步增多，中国的一些金融监管部门，可能意识到了对评级机构监管依赖的危险性，在新出台的部门规章中，已经开始着手删除过分依赖评级机构的条款。例如与银监会合并之前，中国保监会在 2018 年出台的《中国保险监督管理委员会关于修改〈中华人民共和国外资保险公司管理条例实施细则〉等四部规章的决定》（保监会令 2018 年第 4 号）中，就明确删除了原先一个部门规章中评级机构的条款。

五、结语

自 20 世纪 70 年代以来，在不断增加的立法背书和监管扶持下，包括穆迪、标普和惠誉在内的三大信用评级巨头的市场份额迅速增加。在 21 世纪之初巴菲特等金融巨头入股穆迪等评级机构之后，穆迪等评级巨头的市场优势地位得到进一步巩固，对美国国会和金融监管部门的游说能力得以进一步增强。因此，法律因素是三大巨头在全球信用评级市场支配地位日益稳固的关键因素。2007 年次贷危机之后，美国主流社会普遍认为，尽管导致金融危机的原因十分复杂，罪魁祸首不一定是信用评级机构，但有一点是十分肯定的，即三大评级机构濫用法定特权和市场霸权的行为，对金融危机起到了推波助澜的作用，评级机构对于次贷危机的爆发难辞其咎。这也正是美国国会在痛定思痛之后，对信用评级机构启动大规模监管规则清理行动的直接动因。2010 年开始正式实施的美国金融监管规则清理行动的根本目的，就是通过对相关国会立法与部门规章的系统梳理和全面修订，削减评级巨头享有的种种特权，从而最大程度地减少对美国金融监管体系评级服务的严重依赖。考虑评级机构非同小可的规则博弈能力和政府游说能力，美国国会在 2010 年启动的金融监管规则清理行动中彻底清除评级机构特权的决心和力度是史无前例的。但是，因为在原先的立法条文以及监管规则的扶持之下，依托信用评级实施金融监管的全球生态已经牢固确立，即使那些原先扶持评级巨头的法律措施被层层去除，其实际效果也将是十分有限的。中国的金融监管机构，必须汲取美国次贷危机的教训，必须对金融监管体系中过度依赖信用评级的现象保持高度警惕，避免重蹈美国立法背书和监管依赖导致评级巨头濫用霸权而危及金融市场稳定之覆辙。令人欣慰的是，中国的一些金融监管机构，在最近两年出台的个别部门规章中，已经开始着手清理评级机构监管依赖的工作。笔者希望，中国的监管部门能够通过更加全面深入的规则清理，打造一个有利于评级机构公平竞争和健康发展的营商环境，以便它们为中国金融的可持续发展和繁荣贡献更多的正能量。

The Legal Elements in Establishment of the Dominant Position of the “Big Three” in Credit Rating Business and the Approach Implications to China for Eliminating the Regulatory Reliance Thereof

SHENG Jianming

Abstract: First of all, this thesis concludes that the dominating position of the “Big Three” credit rating agencies (CRAs) such as Moody Investor Services, Standard & Poor. and etc., and their abuse of such power is a direct result of the legislating endorsement and regulatory reliance thereof. It is for this reason that the US Congress initiated an unprecedented action to review and modify numerous laws and rules in relation to the regulation of CRAs after the occurrence of the subprime mortgage crisis in 2007. The aim of such an action is to screen congressional legislation and regulatory rules in relation to credit rating agencies in a systematic manner for the purpose of eliminating the legislative endorsement to and regulatory support for the giant rating agencies such as Moody Investor Services, Standard & Poor’s and Fitch. The ultimate goal of such an action is to cut the privileges granted to those rating agencies and to reduce the degree of regulatory reliance on such agencies. The screening action covers more than five legislative acts and 20 regulatory documents issued by various US financial regulators, especially those rules and regulations enacted by the SEC. The author takes of the view that the effect of this rules-screening action’s effect on changing the fundamentals of the landscape of rating services may be very limited, given the fact due to the establishment of a financial ecosystem in which the heavy reliance on ratings has been habitual. The author suggest that Chinese financial regulators should not also learn the lesson from the US regulatory history, but also be vigilant to the excessive reliance on ratings provided by those giant rating agencies.

Keywords: US Legislation; Financial Regulation; Credit Rating; Rating Hegemony; Financial Rule Screening & Cleaning

(责任编辑: 边永民)