

# IOSCO 三大监管支柱及对我国评级监管的启示

文/ 朱荣恩 郭继丰 应娟

摘要：本文以IOSCO基本行为准则的独立性、评级过程质量控制和透明度三大监管支柱为基础，阐述了美国、欧盟、印度以及亚洲资信评估协会对这三大监管支柱的实施情况，分析了我国实际情况，认为我国既要强化评级行业外部监管，也要尊重市场化运作机制；既要重视透明度，也要注重知识产权保护；需要完善评级过程的质量控制，需要统一监管，降低监管成本。

关键词：独立性、利益冲突、评级质量控制、透明度

资信评级在美国次贷危机引发金融危机中暴露出来的问题，使得G20接受IOSCO关于资信评级监管的基本原则，作为资信评级国际监管的框架。

## 一、IOSCO 的三大监管支柱

2003年，国际证监会组织（IOSCO）出台了《IOSCO关于信用评级机构行为准则的声明》。在此基础上经过进一步讨论，IOSCO于2004年发布了《信用评级机构行为基本准则》，要求评级机构在“遵守或解释”基础上自愿采纳如下四个方面的基本从业规则：（1）评级过程的质量和公正性；（2）独立性和利益冲突的避免；（3）对公众投资者和发行人负责，包含评级披露的透明度和及时性、机密信息的处理这两部分；（4）自身行为准则的公开。金融危机爆发后，为了回应结构融资评级中评级机构的角色，IOSCO于2008年5月修订了《信用评级机构行为基本准则》，对上述准则进行强化。

IOSCO所倡导的基本准则能获得国际社会的认可，在于该基本准则技术上的一系列独到优势：首先，基本准则搭建了较为统一的框架，具有可操作性。准则对政府监管、非政府法定的监管机构开展监管、行业规范及评级机构构建内部政策和程序等方面都具有指导价值。其次，基本准则尊重具体法律和市场环境的差异，灵活性较强。相关监管机构、评级机构等均可以根据具体环境构建适合的管理政策。再次，基本准则侧重执业行为，对评级方法等方面的监管不做统一强制性的规定，有利于促进评级技术提升和保护创新动力。

从IOSCO基本准则的核心内容以及IOSCO于2008年修订增加内容所反映的精神实质来看，基本准则由三大支柱构成。

### （一）独立性和利益冲突管理

独立性及利益冲突管理在IOSCO基本准则中占有重要地位，可以说是该基本准则的基石。IOSCO基本准则要求信用评级机构避免评级行为与评级机构、发行人、投资者、其他市场参与者有关的潜在影响（包括经济的因素、政治的因素和其他因素等），评级机构和分析师要维护程序上和实质上的独立性和客观性，级别的决定因素应该只是那些和风险相关的因素。除了这些基本原则外，IOSCO基本准则在评级程序和政策、评级过程的公正性、信用评级机构分析师和雇员的独立性等方面做出了具体的规定。2008年5月IOSCO对基本准则进行修订，增加了禁止分析师参与结构证券设计、定期检查薪资政策、将结构融资评级与其他种类进行区分等一系列措施。2010年5月IOSCO针对评级机构监管基本原则执行情况出具了一份咨询报告，在“独立性和利益冲突”上强调评级机构应该从股权结构设置、评级业务活动、评级机构员工的利益等方面规避可能产生的利益冲突，并且将股权结构上的独立放在了首要的位置。

### （二）透明度和信息披露

透明度和信息披露体现在两个主要方面：对公众投资者和发行人的负责、自身行为准则的公开。IOSCO基本准则对于“机密信息的处理”有明确的规定，要求保护信息的安全性。对于需要公开的信息，IOSCO基本准则则强化了信息披露的力度，如级别信息的披露、各级别历史违约率信息、评级政策和程序、可能涉及到利益冲突方面的信息披露等。从2008年5月IOSCO对基本准则修订后所增加的内容看，增加了公开披露、提高透明度的宗旨。该项要求也成为IOSCO基本准则的核心之一。

### （三）评级过程质量控制

评级过程中的质量控制也是IOSCO基本准则中不可或缺的内容，它和上述两部分内容构成IOSCO基本准则的三大支柱。对于如何进行质量控制，IOSCO基本准则在评级过程、监控和更新等方面做出了具体规定，如使用严谨、系统的评级方法、历史经验验证、评估方法的统一，评级过程中的资源保障等。在IOSCO于2008年的修订版中，对于质量控制方面增加了大量的内容，以强化评级程序的质量，保障评级的后续监督和及时性。

IOSCO的三大监管支柱充分展现了IOSCO对资信评级行业的监管理念，对于不同国家和地区的评级行业监管而言，它在求同存异的基础上构成了“求同”的“最大公约数”，因而赢得了市场的广泛认同（如G20对其的认可等），并已成为全球的基础标准。

## 二、IOSCO 的三大监管支柱在国际上的实行

### （一）IOSCO三大监管支柱在美国的实行

2006年9月29日，美国时任总统布什签署了《2006年信用评级机构改革法案》（the Credit Rating Agency Reform Act of 2006，简称法案）。法案要求美国证券交易委员会（SEC）对那些寻求成为全国统计评级机构（NRSRO）的信用评级机构制定监管规则，包括注册、档案管理、财务报告和日常监管等，致力于通过提高评级质量来保护投资者，并强化责任、提高透明度以及促进信用评级行业的竞争保护公众利益。

尽管法案对保护投资者利益有了强有力的推动，但随着次贷危机的爆发和危机进程的深入，强化对评级机构监管的呼声日益高涨。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。

法案从法律层面确立了SEC对评级行业的监管主体地位，并且SEC修订的规则对NRSROs具有强制约束力，这与IOSCO性质及其制定的基本准则是存在差异的。尽管SEC对NRSROs的监管在某些具体措施上有别于基本准则，但从核心内容看，SEC的规则提案遵循了IOSCOs基本准则的三大支柱，是在这三大支柱基础上的深入和细化。如：要求制定书面规章制度和流程以应对和管理利益冲突；对于某些情况，禁止授予或保持信用评级，如评级对象提供的净收入占净收入总额的10%（含）以上的情况，对债务人等提出有关债务人或证券发行人的公司、法律架构、资产、负债或活动的建议情况；要求向SEC递交年度财务报告，包括明细收入和收入占比等；创建和保留评级历史记录，包括形成信用评级基础的内部记录，与评级活动有关的外部与内部通勤等；对评级历史进行适当披露等。

### （二）IOSCO三大监管支柱在欧盟的实行

次贷危机爆发前，欧洲证监会（CESR）的监管建议是与IOSCO、SEC合作，力求建立一个统一的执业规范。同时，关注各个评级机构对IOSCO颁布的基本准则的遵循情况，而评级机构则只要满足所在国的监管部门要求即可。CESR认为，应该让评级机构自律，而不宜采取严厉的监管措施。

次贷危机的爆发促使欧盟开始强化对评级机构的监管。2008年7月，欧盟委员会宣布将在欧盟境内展开对评级机构的监管工作。2009年4月23日欧盟出台了有关信用评级机构法规的议案，并于2009年12月7日得到正式批准。

欧盟委员会对信用评级机构的核心监管规定包括：（1）信用评级的使用。欧盟金融机构仅能使用在欧盟注册的信用评级机构发布的评级，要求现有评级机构在2010年6月7日至9月7日申请在欧盟注册。（2）独立性与避免利益冲突。此项内容规定很多，包括要求评

级机构内部设立监督委员会，永久和有效的合规性职能，禁止就结构融资工具的设计提出竞标或建议，评级方法保持独立，有关雇员的相关规定等。这些措施更多的是体现在评级流程中的质量控制和独立性保持方面。（3）信息披露。包括披露评级假设、结构融资评级标识码、现有与潜在冲突、报酬安排的一般性规定、年度透明度报告等。

综合来看，在危机爆发前，欧盟就赞同在IOSCO基本准则的统一框架下对评级机构进行监管，但此时更多的是依赖评级机构的自律；危机爆发后，欧盟强化了监管力度，对评级监管做出了很多具体的、具有约束力的规定，但核心还是围绕着IOSCO基本准则的三大支柱。

### （三）IOSCO三大监管支柱在印度的实行

除了美国和欧盟外，新兴市场国家在资信评级行业监管方面具有自己的特色，我们选取较有特点的印度作为事例。

印度对资信评级行业的监管要点如下：（1）评级机构或其他附属机构其他行为的披露。印度证券交易委员会条款规定信用评级机构应该将其信用评级活动与其他活动（咨询、研究、软件开发等）保持一定的距离。（2）“发行人付费”模式中的利益冲突。印度证券交易委员会认为其他收费模式不可取或不可行，因而建议继续使用“发行人付费模式”，但在此模式下需提高向公众披露信息的透明度，包括利益冲突的披露，酬劳支付方式的披露等。（3）评级机构的管理规范。印度证券交易委员会要求评级机构建立自己的内部行为守则管理其内部运作，并作为雇员履行其职责的基准。这些规范条款包括保持专业技能和标准、完整性、保密性、客观性，避免利益冲突，股权和权益的披露等。此外比较有特色的是条款还涉及评级委员会的建立和管理，以及服务于这种委员会员工的职责的程序和指导方针等。（4）披露评级机构对IOSCO法规的遵守情况。要求评级机构依据 IOSCO基本准则，披露其自身的行动守则，并描述其守则对IOSCO基本准则精神的贯彻情况，若评级机构的行为守则偏离IOSCO条款，评级机构应该说明存在偏离，并解释其原因。（5）谨慎使用评级，降低对评级结果的依赖。

### （四）亚洲资信评估协会对IOSCO三大监管支柱的推行

亚洲资信评估协会（ACRAA）成立于2001年9月，设立于亚洲开发银行（ADB）旗下，其会员遍布亚洲14个国家和地区，代表了亚洲一流的资信评级水平。ACRAA成立以来，一直致力于推动亚洲评级行业的发展，包括技术和观点交流、评级规范和标准体系建设、行业自律及与其他监管主体的交流等。

2008年12月，在ACRAA的努力下ADB出台了一份《国际评级机构最佳业务实践手册》，

该手册将评级机构的业务实践分为必不可少的最佳业务操作和期望达到的最佳业务操作两部分，对于该业务操作在评级机构的执行制定了三步走的战略。在必不可少的最佳业务操作部分，该手册对评级业务开展前的要求、信用等级和违约率定义、评级政策和流程、保密要求、独立性以及对利益冲突的规避、委托评级、公开评级、评级流程监督等方面进行了明确的规，且信用等级和违约率定义、评级政策和流程、委托评级、公开评级、评级流程监督等具体板块，均对信息披露做出了相关规定。总体上看IOSCO三大监管支柱在该手册中得到了很好的执行。此外，该手册还明确要求亚洲评级机构要正式采用IOSCO制定的基本行为准则，ACRAA将对执行情况进行监督。

2010年6月30日，针对会员评级机构对上述手册的执行情况，ACRAA下发问卷进行调查。问卷涵盖手册中必不可少的最佳业务操作和期望达到的最佳业务操作两部分下的每一子项内容，如管理利益冲突的政策、公布交易和投资政策、制定其他政策以保证独立性和避免利益冲突。此外，有别于上述手册，该问卷特意将“IOSCO行为准则”一项单列，重点调查各家评级机构对IOSCO行为准则的遵守和执行情况。

### 三、IOSCO 三大监管支柱给我国资信评级行业监管的启示

近几年，随着我国资信评级行业的发展，评级监管和相关的法律、法规建设趋于加强。2003年11月，中国人民银行成立了征信管理局，2005年4月发布了《信用评级管理指导意见》，2006年11月发布了《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》，对信用评级主体、信用评级业务和评级业务管理三个方面进行了规范。

除中国人民银行外，证监会、发改委和保监会均在各自职责范围内出台了针对资信评级行业的监管法规、规定和通知等。2007年8月，证监会发布《证券市场资信评级业务管理暂行办法》，对公司债券、可转换债券、资产支持证券等产品的资信评级从制度层面进行了规范。国家发改委没有出台明确的法规，但通过业务资格认定赋予相关评级机构具有企业债的评级资质。保监会针对资信评级的法规和规范性文件主要有《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》，以及以通知形式对资信评级机构业务资质的认可等。

除上述监管部门外，银行间债券市场交易商协会、证券业协会等行业自律组织也在上述监管部门搭建的监管框架下，针对资信评级行业出台了自律性文件，如《银行间债券市场非金融企业债务融资工具中介服务规则》、《证券资信评级行业自律公约》等。

随着我国债券市场的发展和资信评级行业的壮大，尤其是次贷危机引发的全球金融危机中全球监管部门对评级行业强化监管的影响下，我国评级行业的监管也正走向规范、强化的道路。在此过程中，IOSCO的监管理念和具体监管措施将给我国诸多的借鉴和启示。

## （一）强化基于评级机构市场化运作基础上的独立性制度构建

IOSCO认为评级机构在资本市场中扮演着重要的角色，制定一套系统的指导评级机构业务活动的原则对于监管部门、评级机构以及评级结果的使用者会有很大作用。IOSCO基本原则考虑不同环境下的评级机构业务操作和监管模式，尊重市场机制作用的发挥。从三大监管支柱监管举措聚焦问题来看，要重视评级机构在市场化运营机制下的自律体系建设，外部监管解决的是评级机构自身无法防范的利益冲突问题、透明度不足问题，从而提高评级过程中的独立性和公正性。在我国当前的市场环境下，政府有形之手力度较大，如采用行政权力关停不达标企业以解决节能减排问题，动用行政力量调控房地产市场等。在资信评级领域，政府调控之手有直接伸向具体的评级活动的趋势。虽然行政化手段见效快，满足短期政策目标要求，但从长远看其对市场信号的扭曲、资源配置的低效还是不容忽视的。结合IOSCO基本原则以及我国的实际情况，认为在评级领域需要进一步明确政府和市场的边界，市场性的业务就交给市场，重视市场对评级机构的约束和淘汰作用，构建评级机构的自律体系，在此基础上强化外部监管，促进评级机构独立性制度构建。

### 专题一：利益冲突的主要环节与独立性的制度建设

独立性是利益冲突防范的基础原则，利益冲突反过来会弱化独立性。资信评级机构在经营活动中存在四个主要环节的利益冲突：股权结构确定的治理结构、市场竞争、付费模式、评级环节。

公司股权结构确定的治理结构与评级市场是否独立，是评级机构独立性的首要利益冲突。在一般的监管规则中都要求评级机构、评级机构的高级管理人员与发行主体存在股权关系，或评级机构的高级管理人员或直系亲属曾或现在在发行主体任职，则采取回避制度，不得对本主体的债券进行评级。正是因为如此，资信评级机构一般以个人、教育和科研院所、基金的股权为主，而较少或基本不采用政府、金融机构或工商企业控股的股权结构。在债券市场上，政府、金融机构或工商企业都是债券的发行主体，极易产生发行主体与评级机构之间的利益冲突。因此，以个人、教育和科研院所、基金等为评级机构股东的股权结构和治理结构能更有效的保持评级机构的独立性，也更能促进评级机构以自身的信誉作为发展的基石、避免短期的盈利目的。

市场拓展是评级机构扩大市场规模获得收益的重要手段，市场拓展成员与发债主体之间容易产生密切关系，从而产生利益冲突，可能弱化评级机构的独立性。为此，评级机构内部设立了防火墙制度与评级人员收入固定化制度来防范利益冲突。即市场拓展部门的成员不得参与评级活动、不得参加专家委员会对债项进行评级；评级部门的人员待遇与公司的经营收入、利润水平之间不存在相关性，采用相对固定的收入制度。

付费模式一般被市场认为是目前产生利益冲突的主要环节，即发行人付费机制容易产生利益冲突，事实上无论采用什么付费方式，包括投资者付费、政府付费，都会产生利益冲突。投资者付费模式容易使得评级机构演变为投资者的“黑嘴”，配合投资者买进或卖出债券；政府付费模式也同样产生利益冲突，因为政府本身就是债券的发行者，且政府付费还容易滋生寻租行为下的贪污腐败。为了避免发行者付费模式下的利益冲突，中国的评级机构通常在评级入场前进行收费，从而避免付费对评级的干扰。

评级环节存在的利益冲突主要是评级人员与发债主体之间的关系，表现为评级人员与发债主体的股东、自身或直系亲属在发债主体任职，或发债主体对评级人员的寻租。对此，评级机构建有回避制度和职业操守。即评级人员与发债主体存在利益相关的，则回避本债券评级；评级人员不得接受发债主体的馈赠，不得参加超过一定金额的餐饮和娱乐活动等。

## （二）重视透明度和知识产权保护的协调

在我国，由于国内评级行业起步晚，评级产品、评级方法、级别符号等，因不同评级机构而存在较大的区别，这给市场带来了一定的混淆，尤其是识别能力相对有限的个人投资者等。为规范行业的发展，相关监管部门对不同产品评级要点、评级方法、评级要素、级别符号、评级报告组成以及各部分的核心内容等均作了较为具体的规定。这一监管规定体现了我国当前国情和评级行业发展的特点，但从长远来看这并不能有效促进行业的发展。就广义而言，评级方法包括评级理念、评级要素、评级模型和模型假设等多个方面。评级机构的评级技术，很大程度体现在评级方法上。不同的评级机构有选择不同评级方法的自由，并通过较长时间的实践检验完善评级方法。此外，信用评级表达的是债务人或者特定债务未来偿付能力和意愿的一种评价意见，表达自由会提高信用评级对投资者的参考价值。因此，对评级方法以及评级观点的表达不宜做强制性监管，因为这会限制竞争，削弱各家评级机构通过自身努力提升评级技术的动力。我们认为，对于评级方法论方面的监管要相对弱化，外部监管所做的在于保证评级流程中的公正性、独立性，防范评级机构自身也难以阻止的利益冲突对独立性、公正性的损害，防范外部对评级观点表达的不当干预。对于评级方法方面的信息披露也需要适度，这有利于知识产权的保护。

### 专题二：披露内容与知识产权保护

透明度要求评级机构需要对外进行披露相应内容，同时，如果披露过多就会涉及评级机构的知识产权，从而形成透明度与知识产权保护之间的矛盾。例如，由于我国资信评级仍处于发展初期，知识产权的保护意识较差，已经形成了评级报告全文披露的惯例。这一惯例不仅与国际惯例不相融合，而且无法保护评级机构的知识产权，也无法有效对被评级主体的有关信息保密。在国际上，所披露的评级报告一般为评级结论报告，而不是评级的

详细分析报告。中国的这种翔实报告披露方法从另一方面使得评级机构的收益拓展空间压缩，即无法通过出售评级翔实报告获得收益，从而使得依据评级质量促进评级事业发展的路径被以市场竞争的利益冲突所取代，不利于评级行业的发展。

为了维护评级机构的知识产权、促进评级机构走上健康发展的道路，在披露内容上应该有个适合的度。在通常情况下，评级机构应该公布评级的程序、评级的基本要素、评级的等级系统及其含义、评级结果（包括信用等级、基本观点、基本数据）、评级结果的统计与分析；而不应该公布评级指标体系的参数、内部基本模型及其运算过程、评级报告的工作底稿、评级报告的详细分析过程及其翔实报告。这也要求监管机构通过相应规章制度加以规范。

### （三）完善评级过程的质量控制体系

从IOSCO三大监管支柱看，对评级质量的控制覆盖了评级的整个业务流程，且独立性和利益冲突的避免、提高信息披露也体现在每一个评级业务流程中。如：建立防火墙制度，对业务承接环节的利益冲突予以规避；评级业务中评级机构及其分析师要遵守相关规定，维护评级程序上和实质上的独立性、客观性，对于可能的利益冲突及时、完整披露等。可以看出，IOSCO对评级行业的监管是将三大监管支柱的精神实质渗透到评级的每一个业务环节，通过业务流程的规范性和透明度监管来达到强化监管的目的。但在方法论方面，IOSCO基本准则没做强制性约束。对此，美国SEC、欧盟等也达成了共识，如在监管大幅度强化的背景下，SEC对NRSROs的监管仍强调不对评级机构的方法进行干预和规定。

### 专题三：评级质量的过程控制与配套体系

评级是评级人员以研究体系为基础、以评级对象为客体的分析活动。为了保证评级质量，仅就评级业务的活动过程，设置了实地调查、三级审核制度，并依据中国人民银行的规定，评级人员严格执行调研、撰写报告的时间要求，不得少于规定的时间；为了尽可能获得最佳可信的信用等级，研发部门作为一个独立的体系，依据已公布级别和相应变量之间的关系，开发信用等级预测模型，作为评级对象最终级别确定的参考。在评级过程中，评级公司根据证监会的要求，设立了合规部，对每个评级环节的合规性进行监督和检查。

对于评级质量的保证除了与评级活动直接相关的规章制度外，评级质量的基础保证在于评级机构的研发体系，包括从宏观信用风险、行业信用风险到评级对象评级要素特征、评级指标体系、指标权重的参数设计，及其在宏观信用风险、行业信用风险发生变化条件下，评级指标权重的动态调整。而这一研发体系及其相应指标选择、指标权重设计及其动态调整的制度和规则，则构成了评级质量保障的基础性保障体系。

为了对评级质量进行检验，在我国债券市场发展时间较短尚不存在违约的条件下，评级机构建立了以利差分析为基础的质量检验机制，根据新世纪的统计结果，主体信用等级与利差之间形成了层次较为分明的对应关系，表明信用等级在客观上起到了反映信用风险大小的作用，对防范和化解信用风险、金融风险具有重要的作用。

#### **（四）促进统一监管，降低监管成本**

IOSCO基本准则提供了一个不同环境下协调监管的框架，有利于不同司法环境下不同监管主体间在“最大公约数”下取得更大的监管效益。对于监管主体，IOSCO基本准则并未明确提及，因为该问题不具有普遍性，但在中国却表现的较为突出。美国、欧盟等都有明确的监管机构，对资信评级机构在市场准入、业务资质、主体监管、评级业务的持续监控等方面进行统一的管理。在国内，中国人民银行征信管理局具有对评级机构主体进行监管的权力，但在具体评级产品的监管方面则分别归属于不同业务管理部门，如公司债评级业务归口证监会，企业债评级业务归口国家发改委等。不可否认，我国的场内交易市场与场外交易市场并存有其特殊性，不同部门的监管也有其特定性。但从长远来看，监管主体不一的弊端也是显而易见的，已经体现出来的缺点就是市场混乱。目前，国内市场上相关评级机构针对不同监管部门建立有不同的评级法律主体，对于市场上的投资者而言，他们很难分清两者的区别、市场范围、竞争优势等；即使是同一评级机构，也因为多头监管的存在而过多地承担了信息备案、披露等成本。对于监管而言，我们认同为行业规范发展而付出的短期成本，因为监管效应更多体现在对被监管行业长期健康有序的发展方面，但当不同监管部门间利益诉求不一，重复监管严重、被监管成本高而监管的长期效应微乎其微时，就应该引起高度重视。