

国际信用评级机构在危机中的行为分析及启示

马林影 赵 放

摘要：以穆迪、标准普尔、惠誉为代表的信用评级机构在现代金融系统中扮演着重要角色。但在近年来的几次金融危机中，信用评级机构却因发放的信用评级不断丧失客观公正而广受质疑。本文通过对评级机构的起源、经营、监管和所处市场环境的讨论，对其受质疑行为所产生的根源进行了分析，并由此引发出对我国信用评级业发展的一些启示。

关键词：信用评级机构；受质疑行为；根源；启示

一、导言

自2009年12月开始，穆迪（Moody's Investors Service, Inc.）、标准普尔（Standard & Poor's Ratings Services）、惠誉（Fitch, Inc.）等评级机构频频出手，不断调降欧盟成员国及其金融机构的信用等级，欧元连创两年来的新低，逼近次贷危机以来的最低点。一时间，欧洲经济风雨飘摇，欧盟面临解体的危险，评级机构再次活跃于世界经济舞台，令世人瞩目。

评级业起源于20世纪初的美国。评级机构早期的经营是出售信用评级手册和分析报告。作为财经媒体的评级机构由于自身生存的需要，在评级的客观性和公正性方面谨慎地维护其声誉，并在一定程度上得到了市场的认可。伴随着资本市场的发展，债务违约层出不穷，投资风险不断升高，信用评级越来越受到投资者的重视，并逐步确立了其在资本市场的重要地位。美国证券与交易委员会（SEC）于1975年认可“三大”评级机构——穆迪、标准普尔、惠誉为“国家认定的统计评级组织”（NRSRO），并在经纪人/交易商的净资本需求规则（Rule 15c3-1）中，首次明确地将NRSRO的评级结果纳入到美国证券交易法规体系。在确定持有债券所需的资本金要求时，SEC要求采用作为NRSRO的评级公司的评级结果，由此使得评级机构在资本市场上的话语权得到了空前强化。然而，美国政府对评级机构的监管并没有随之增强，这为评级机构在之后的历次金融危机中的负面行为埋下了隐患。

评级机构在现代金融系统中扮演着重要角色，他们的评级整合了大量关于发行人或融资人以及他们所在的市场和经济环境的可用信息，使投资人对相关风险能有更好的理解，评级机构也因而被描述为市场的“看门人”。在近年来的几次金融危机中，评级机构的行为却广受质疑。他们事前没能预测到危机的发生，甚至以虚高

马林影：吉林大学经济学院 130012 电子信箱：2517961295@qq.com；赵放：吉林大学经济学院。

评级助长了风险的扩展,事后又大规模下调评级,动摇市场信心,在事实上引发了恐慌,使市场走向恶性循环,加重了危机的程度。

二、信用评级机构在全球金融市场中的受质疑行为

早在20世纪90年代末的亚洲金融危机中,信用评级机构就因未能事先通过评级向市场发出警告而受到指责;危机爆发后,为挽救自己的声誉,评级机构又骤然大幅降低东亚许多国家的主权评级,成为推进危机的加速器。莱因哈特(Reinhardt)在对1979-1999年的评级数据分析后发现,主权信用评级在预测当时的货币危机上系统性失败,评级降级的放大作用对于新兴市场的冲击尤为明显。

在美国次贷危机爆发前,评级机构给予大量结构性金融产品虚高评级,严重误导了投资者,使得大量高风险债券被销售一空,并通过衍生和杠杆化不断扩展,为次贷危机的发生埋下了隐患。危机发生后,这些评级机构又反手下调了大量次级债券及其发行机构的信用等级,加剧了危机的恶化。这种“翻手为云,覆手为雨”的行为使得评级机构的公信力、专业性和独立性受到严重质疑。金融稳定论坛(Financial Stability Forum)在受七国集团(G7)委托所做的研究报告中这样总结:“信用评级机构的不良评估不但促进了金融系统动荡的形成,并且加快了动荡的演化”。

次贷危机爆发后,美国多家金融机构倒闭破产,美国政府采取了扩张性财政、货币政策挽救危机,美国国会不得不多次提高债务上限,全球投资者普遍担心美国国债的安全性。根据美国财政部公布的数据,截止2012年5月,美国政府负债已经达到15.7万亿美元,然而,穆迪至今仍维持美国国债“Aaa”最高评级。与之形成对比的是,“三大”漠视中国多年的经济发展与综合国力提高,长期给与中国较低评级。例如,标普在2005年以前给予中国的主权信用评级长期维持在仅“适宜投资”级别。迫于中国经济的良好表现,“三大”虽然上调了中国的主权信用评级,但相对于中国目前世界上最大外汇储备国的地位,惠誉给与中国的主权信用评级也仅为“A+”。

本次欧洲主权债务危机发生前的长时期内,评级机构并没有侦测到希腊、葡萄牙、爱尔兰、西班牙等欧盟成员国中债务风险的积累,而在危机爆发后连续下调这些国家的主权信用评级。在欧盟和国际货币基金组织出台救助希腊的方案之后,标准普尔依然将希腊主权评级降至“垃圾”级,客观上加剧了金融市场上恐慌情绪的蔓延。欧盟委员会主席巴罗佐(Barroso)曾严厉批评这些评级机构所从事的工作存在缺陷,称他们让金融市场的悲观情绪遮蔽了判断,评级过于周期性,过于依赖市场情绪而不是基本原则。

以上种种引发出对下面问题的思考:为什么评级机构很多时候难以预测经济危机的出现,反而成为危机恶化的推手呢?本文从四个方面来探讨问题产生的根源。

三、信用评级机构受质疑行为的根源分析

(一) 公司经营存在利益冲突

直到20世纪70年代早期,评级机构主要是通过出版评级手册并出售给投资者

赚钱。但由于信息分享技术的提高 – 主要是复印机在评级使用者中的广泛应用不顺畅,使这种赚钱方式变得不是很有效,从1970年开始,评级机构开始转向被评级对象收取费用。评级机构在其评级主业之外也经营一些辅助业务,比如为客户提供评级预先评估,为客户发行产品提供建议,甚至直接参与客户的产品设计帮助提高评级等级。这就为作为经营实体而自负盈亏的评级机构与被评对象发生潜在的利益关联创造了机会。

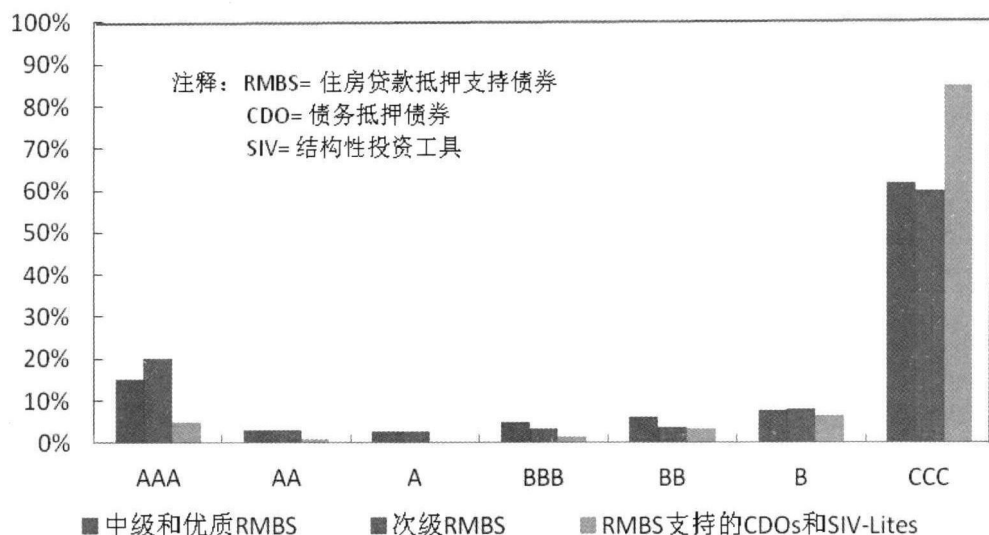


图1 标普于2005-2007年发放的AAA评级

的美国抵押贷款相关债券在2012年7月31日的评级(按百分比计算)

资料来源:国际货币基金组织(IMF)。

图1以百分比显示了2005年到2007年期间,标准普尔给与“AAA”评级的住房贷款抵押支持债券(RMBS)在2012年7月的评级,其中75%以上的“AAA”评级被降低到可投资的“BBB-”级之下,也就是不可投资级或“垃圾”级。这样大规模、大幅度的评级降级集中在次贷危机爆发后发生,说明当初的评级与客观事实不符,有失公正。

作为市场经济下的信息服务机构,评级机构的股东构成不应该与市场交易方有利益冲突,更不能与评级活动或被评对象有关联交易。而某些评级机构的主要股东往往也是其信用评级的评估对象和费用的支付者。以穆迪为例,根据纳斯达克(NASDAQ)数据(2012年3月)显示,其母公司(Moody's Corporation)的大股东中就包括了身为次贷债券的主要发行人的华尔街几大投资银行,如摩根士丹利、摩根大通、花旗、高盛等。事实上,为了提高所承销的包括抵押支持债券(MBS)和债务抵押债券(CDO)在内的结构性金融产品的信用等级以达到热销目的,债券发行人与评级机构之间有着微妙的利益关联。作为穆迪的大客户的那些投行就都为穆迪贡献了不菲的收入。

美国最大的养老基金,加利福尼亚公务员退休基金(CalPERS)于2009年7月

将“三大”评级机构告上法庭，指控他们对结构性投资工具（SIV）的虚高评级既不准确又不合理，误导投资者。CalPERS指出，“三大”评级机构积极地帮助英国的Cheyne金融公司、Sigma金融公司和美国纽约的Stanfield Victoria基金公司制作了三组结构性投资工具（SIV），并分别给与“AAA”最高评级，这三组SIV在次贷危机中全部违约，直接导致了该基金超过10亿美元的投资损失。“三大”却从每组中分别收取了30万到100万美元的费用，远高于从其他评级业务中所得。在诉状中，CalPERS提出“评级公司不再被动的接受业务，而是主动帮助客户处理评级产品，以使其获得尽可能高的评级”。

评级机构与发行人之间的这种利益纠葛势必扭曲评级机构的独立立场，使得评级丧失客观性和公正性。在次贷危机发生后，美国国会众议院政府监督和改革委员会在对评级机构的听证调查中，发现并公布了一些评级机构雇员在意识到降低了的评级标准将会产生不良后果时的真实反应。例如，标普的雇员间电子邮件有如下话语：“评级机构在持续地制造更大的怪物——CDO市场。希望我们在纸房子要倒塌的时候，都已经富有并且退休了”。不难理解，在缺少评级收费监管和统一评级标准的情况下，产品发行人可以挑选给与较高评级的评级机构，甚或直接要求抬高评级，而评级机构在高利润的诱惑下未必能够保持客观公正的立场，这就使得评级可能含有相当大的水分。这也部分的解释了为何次贷危机中债券市场存在如此之多的评级泡沫。

由发行人付费模式而导致的评级双方的利益关联一直是评级行业难以解决的主要问题之一。次贷危机爆发后，美国政府声称要对评级业的利益冲突进行严厉监管，并由美国政府责任署（GAO）做了一些研究，在其于2010年发表的研究报告中阐述了几种模式，其中一种被称作随机性选择模式，建议通过设立一个中介机构，为被评对象随机安排评级机构，并代评级机构收取费用。但是，这些模式没有被纳入美国政府之后公布的金融机构监督改革法案中（多德-法兰克福华尔街改革和消费者保护法案），直接由发行人付费的经营模式依然没有得到改变，因而还无法解决当前评级业存在的利益冲突这一基本问题。

值得注意的是，目前也有一些评级机构采用投资者付费的经营模式，比如Egan-Jones和Lace Financial，他们都能够评级市场中生存，而一些大的投资机构内部也设有评级机构，为自身和客户提供投资咨询服务。从经营效率上比较，投资者付费模式所产生的利润不如发行人付费模式，因而其在现今的评级行业内并不流行，“三大”评级机构的经营就都没有采用这种模式。有意思的是，一些学者认为，即使是投资者付费的经营模式依然存在着利益冲突问题，因为许多受投资监管限制的投资者需要虚高但稳定的评级，以允许他们持有风险债券，从中获取较高的投资收益，他们不希望所持有产品的评级被降级。这似乎为评级业利益冲突的监管增加了难度。产品的评级被降级意味着投资人的投资收益将会缩水，甚至要面临违约的风险，利益冲突也因而可能发生。但是，在选择投资产品的时候，除了一些高风险投机者，大多数投资者无疑是希望看到真正符合事实的评级的，而利益冲突将造成大量虚高评级和评级市场的混乱，从而增加投资者借助评级进行投资的风险和

难度,这反过来会对利益冲突行为产生一定的约束。相较于发行人付费模式,投资者付费模式中的利益冲突会因此多出一些制约因素。但从以往的经验来看,没有严格的监管而单独凭借市场的力量来调节和制约市场参与各方的负面行为往往并不有效,在投机盛行的市场中更是如此。

(二) 评级监管严重缺失

直到2006年9月美国的“信用评级机构改革法案2006”(Credit Rating Agency Reform Act of 2006)出台之前,美国一直都没有明确的法律条文来明确SEC对信用评级机构的法定监管权,SEC只是通过对市场的调查来确认特定的评级机构所发放的评级是否被广泛采用,并且是否“可靠且可信”,若SEC雇员认为是,则通过发送“无异议函”(No Action Letter),来承认评级机构具有NRSRO资格。这种既模糊又易造成监管失察的认证方式受到广泛的批评,从而导致了该改革法案的实施。这一法案的目的就是为了明确SEC对评级机构注册和评级行为的监管责任,以提升评级质量、保护投资者,并在评级行业内培育责任性、透明性和竞争性。然而此法案又明令禁止SEC对评级方法,包括评级过程、评级模型的监管,使得SEC的监管形同虚设。评级行业监管的严重缺失导致了投资者在依靠信用评级进行投资时,即使是投资“AAA”级别的产品,在对评级过程和方法完全没有知情权和监督权的情况下,依然面临着巨大的违约风险。

由于信用评级的发放机构是非公共性质的经营实体,学者们对于监管机构将信用评级引入到金融市场监管法规中一直都存在着争议。弗兰克·帕特诺伊(Frank Partnoy)认为评级机构并不是因为他们发放的信用评级可信和准确而生存至今并保持良好的声誉,这些机构之所以能够发展壮大、获取高收益并取得极大的权利,主要得益于其被赋予了销售监管牌照的权利。他建议监管机构把信用评级的监管权从监管法规中移除。而克莱尔·希尔(Claire Hill)却不认为如此,居于如下理由:相较于惠誉,发行人更倾向于选择价格更贵一些的穆迪或者标普来发放评级;即使预计到评级将低于投资级别,发行人依然为其产品寻求评级。在金融创新成为潮流,结构性金融产品不断衍生而愈趋复杂的情况下,没有专业人员的帮助,要普通大众去分辨哪些产品具有投资价值无疑是件困难的事情。然而,从评级机构在安然公司破产的五天前依然维持其可投资评级,到后来次贷危机中评级机构给与大量金融产品虚高评级等一系列事实来看,评级机构的表现又的确值得质疑。虽然“信誉资本”的损失会对评级机构的经营造成或多或少的影响,但在缺乏竞争而又没有退出机制的垄断市场条件下,其影响却显得无足轻重。将信用评级引入到投资监管中相当于将一部分监管权利外包给了评级机构,这可以视为依靠市场机制调节市场行为的一种尝试。评级机构的一系列负面行为却表明评级并不能很好的履行监管职能,这使得人们不得不重新审视这种做法的合理性。Partnoy提出的一个解决方法就是用其它方式来替代评级,比如通过信用差价的市场交易来决定信用的市场价格。反对者则认为信用差价的波动性过大,不利于投资者对产品信用风险的判断。也有学者建议通过增加评级发放机构的责任来减少虚高评级,进而弥补评级监管职能的不足。这一建议的确被纳入了美国监管法案之中,却由于评级机构的反对而最

终被搁置。

在次贷危机发生后，鉴于民众的普遍不满，美国政府于2010年7月21日颁布了多德-法兰克华尔街改革和消费者保护法案（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act），法案中引入了针对金融市场诸多领域内容广泛的改革，旨在提高美国金融系统的透明性和责任性，借以促进美国金融市场的稳定。对于评级行业，多德-法兰克法案增加了评级机构退出条例和评级方法揭示条例以及隐含的信用评级责任追偿机制。法案的939G条款废止了之前由SEC发放的436（g）规则。436（g）规则规定，由NRSRO发放给公开注册发行的证券的信用评级，应从证券注册声明内的“专业认定”内容中免除。436（g）规则的废止意味着：发放给按美国1933证券法案公开注册发行的证券的信用评级，将会被写入到证券的注册声明或发行书内，评级机构因此可能要重大评级失实负有责任。评级机构普遍不愿承担这种潜在的新责任，并拒绝发行人把他们发放的评级写进注册声明或发行书中，从而导致很多新债券不能在市场上销售。福特汽车公司（Ford Motor Company）就因此不能发行债券融资并致信SEC请求帮助，SEC立即给与多德-法兰克法案939G条款六个月缓冲执行时间，并在不久后将其无限期搁置，评级机构也因而毫发无损。

当今评级业的一个广受关注的问题是评级行业的竞争性。评级业自从存在以来就带有垄断的特征—少数公司在市场中占据主导地位。由于SEC的准入限制，现今只有十几家评级机构具有NRSRO资格，对比其他服务行业，评级业是一个高度集中的行业。占据垄断地位的评级机构在定价和获取利润方面相对于新进公司具有明显优势，这对于行业创新和发展有着一定的阻碍作用。穆迪和标普是最早从事评级业务的评级机构，也是评级业最大的两家公司。作为后起之秀的惠誉曾经指责穆迪和标普通过对那些他们没有占据一定比例的债券市场给与降低债券评级或拒绝给与评级来试图将其挤出某些结构性金融市场。

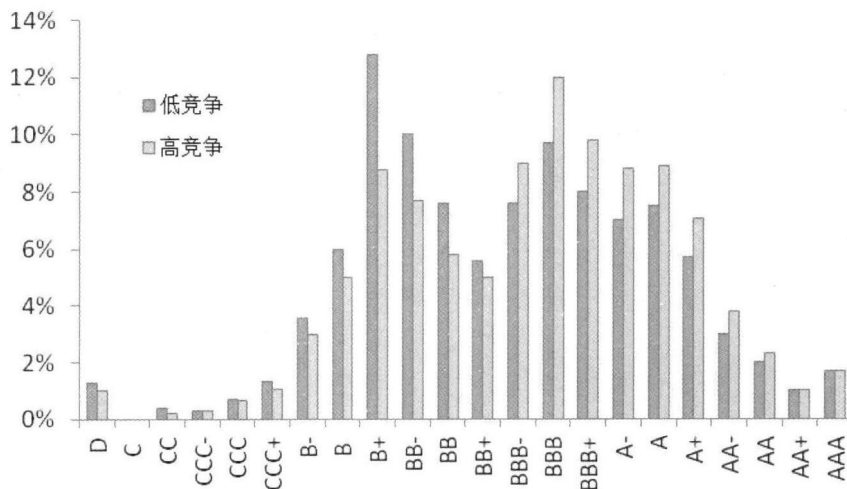


图2 公司信用评级发放：高和低竞争（Fitch市场份额在中间值上和下）

垄断在降低市场效率的同时会增加评级使用者的成本,这部分费用最终会被转嫁到投资者身上。许多学者呼吁取消准入限制,扩大行业竞争。在评级业高利润的现状下这意味着评级机构数量将会急剧增加,产品发行人将因此具有对高评级的更广泛的讯价和选择权。在监管不到位的条件下,评级质量未必会提高,却有可能造成虚高评级泛滥和恶性竞争,从而加重评级业的混乱。贝克尔(Becker)和米尔本(Milburn)在对比高竞争和低竞争条件下的评级数据后发现随着竞争的扩大,高等级的评级随之显著增多,如图2所示。这表明高竞争带来了更多的虚高评级,也即意味着评级质量并没有随着竞争的增加而提高,反而有所降低。

严格的监管可以限制虚高评级的发放并提高评级质量。监管的缺失在多大程度上影响了评级质量和竞争的反比关系值得进一步探讨。但是,外部监管的缺位使得评级机构自身的利益动机和负面行为难以得到有效控制却是不争的事实。在以市场经济为导向和自负盈亏的经营条件下,获取高额利润无疑是评级机构经营者首要考虑的事情之一。从安然财务欺诈案到最近的LIBOR操控案,一系列的事实表明,在利益的驱动下,经营体对于利润的追逐往往要甚于对于市场义务和社会责任的承担。如果没有严格监管的约束,由此引发的经济动荡将会越加频繁和严重。

(三) 评级理念单一与评级时效性滞后

美英经济遵从以自由市场经济为导向的经济模式,倡导自由市场经济理念,突出自由竞争、放松管制、削弱国家作用。作为欧美评级业代表的“三大”评级机构在制定主权评级标准和指标体系时,所预设的价值取向也不例外的尊崇市场化经济理念。“三大”评级机构在进行主权评级时,所采用的一个重要标准就是市场的自由化程度,市场自由化程度越高,获得的评级越高,反之则评级越低。正是这种单一模式的自由市场理念,使“三大”评级机构普遍忽视政府监管对经济发展的重大作用和新兴市场经济体的经济高速发展事实,给与或维持这些经济体与事实不符的较低信用评级。

目前的金融市场变幻莫测,结构性的债务衍生层出不穷,数量和复杂度到了难以计数的地步。交易风险也由于产品的不断衍生和杠杆化而增加,信用交易、信用关系不断扩大,涉及其中的不再只是单级交易和某个具体债务人的问题。此时如果不对旧的评级理念进行更新,就会与现代信用的发展状况严重脱节,从而导致评级失实。正是守旧的评级理念,使得“三大”评级机构被金融市场自由化创新繁荣的假象所迷惑,给与大量自由市场经济产物的所谓金融创新性次贷债券和衍生产品虚高评级,加速了次贷危机的恶化。

评级机构对评级的更新常常有着一个明显的滞后性。在著名的安然财务欺诈案中,评级机构在安然公司破产的五天前依然维持其可投资评级,而在亚洲货币危机中,直到1997年10月,泰株崩溃的三个月后,穆迪和标普才将泰国政府债券由“A-”级降至“BBB”级。这表明了当时评级模型所给出的结果滞后于真实情况。这或许可以用如下原因解释:发行人对其产品的降级会有抵触情绪,因为这将影响到产品的销售,而投资人亦不愿因手中持有产品的评级被降级而使投资收益缩水,评级机构则担心评级降级会导致客户不满而丢失客户。同时,评级机构对评级是否

应予以修正没有把握,在情况没有明朗之前,贸然降级会使自身处于被动地位。究竟是评级模型的落后还是分析人员的主观作用导致了评级的滞后效应,在评级模型受到保护不能公开的条件下难以判断。评级的时效性滞后还表现在危机已然爆发,情况已经明朗时,评级机构为维护其声誉会争相修正评级。集中在短时期内的大规模、大幅度的评级降级极易动摇市场信心,触发“羊群效应”而加速危机的恶化。有人用评级的“顺周期效应”对此加以解释。但因评级本身被赋予了投资监管权利,而评级机构在危机发生前却没能预见风险的到来,甚至以虚高评级增加了风险因素,在危机爆发后又加速了危机的恶化,这就使得评级机构的公信力、专业性和独立性受到了广泛的质疑。

(四) 免责与垄断

美国评级机构在受到因重大评级失实而导致的诉讼时,经常以美国宪法第一修正案自辩,将自身的评级辩诉为一种观点,认为应受“言论自由”权利保护。2009年11月,美国俄亥俄州养老基金(Ohio pension funds)起诉“三大”评级机构,控告他们给与抵押贷款支持债券虚高评级,导致其4.57亿美元的投资损失。然而,美国地区法官詹姆斯·格雷厄姆(James Graham)却支持评级机构的辩护,认为评级是预测观点,受美国法律保护,于2011年9月27日判决俄亥俄养老基金败诉。

这种免责保护造成了一种事实上的不平等,评级机构在获取高利润的同时,却不用对评级失实所产生的后果负任何责任,而投资人却会因为投资了评级失实的产品而蒙受巨大损失。由于美国大型投资机构被限定于投资具有特定评级的金融产品,发行人因而趋向于为其发行的产品寻求投资级或更高级别的评级,这就为利益冲突创造了空间。发行人和评级机构都可以从虚高评级中获取巨额利润,而在风险来临时,评级机构会反手下调虚高评级,面临违约风险的却是投资者。投资者、评级机构、发行人、美国监管机构以及美国立法和司法机构围绕评级机构是否需要因评级失实而承担责任进行了一系列的互动,上文提到的“专业认定”免除的反复,正是这种利益博弈的体现。

评级机构的经营权被美国政府进一步强化。根据美国金融监管法规:银行、保险公司、养老基金等金融机构不能投资低于一定评级的金融产品。这就在事实上将一部分投资监管权利下放给了作为民间信息服务中介的评级机构,赋予了评级机构极大的经营优势。以穆迪为例,从1997年到2007年,其年收入从4.57亿美元增长到22.59亿美元,年均增长17%。

自从SEC将NRSRO的评级结果纳入到美国证券交易法规体系之后,NRSRO资格认证就成为在美国金融市场开展信用评级服务的必要条件,NRSRO成员因而受益巨大。评级公司要获得NRSRO资格却并不容易,日本最大的评级公司Rating and Investment Information在申请NRSRO时就等待了十多年。其副总裁在美国国会的听证会上将NRSRO认定要求描述为“循环测试”:要通过认证必须是国家认定的,而国家认定又必须先经过认证。美国信用评级机构改革法案2006的目的之一就是打破准入障碍,引进竞争机制。然而,要通过SEC的审批依然不容易,作为中国最大评级公司之一的大公国际,在2009年末向SEC申请注册成为NRSRO时,

就遭到了SEC的拒绝。由于SEC限制其他公司进入美国资本评级市场,在长时期内,除了“三大”评级机构,这一行业内几乎不存在什么竞争。根据SEC 2011年度报告数据显示,“三大”评级机构发放的信用评级占2010年所有NRSRO重要评级中的大约97%。美国资本市场是世界上最大的金融融资市场,作为债务市场“看门人”的“三大”评级机构几乎垄断了全美信用评级市场,并通过在世界各地开设分支机构,对其他评级机构或控股、或收购,进而垄断了全球评级市场的话语权。

随着经济的全球化,信用评级亦在全球范围扮演着重要角色,而主权信用评级更是因为涉及到国家利益而带有政治色彩,各国政府也把对信用评级的重视抬高到能影响国家利益的战略高度。美国政府对信用评级的重视首当其冲,当评级机构偶尔触犯美国利益的时候,美国政府会毫不留情的加以干涉。标普于2011年8月5日首次调降美国主权信用评级,将美国“AAA”级长期主权债务评级下调一级至“AA+”。美国财政部首先发难,指出标普错误地将美国未来赤字高估2万亿美元,随后,美国国会议员大力抨击标普做法,SEC亦展开调查,审查标普下调美国评级时所用的模型,以及是否涉及内幕交易,标普总裁戴文·夏尔马(Deven Sharma)也被花旗银行的首席运营官道格拉斯·彼得森(Douglas Peterson)取代。尽管此后美国政府债务持续增长,美国主权信用评级却再没有被降。而穆迪和惠誉给与美国的评级至今仍是“AAA”的最高评级。

信用等级直接决定一个主体的债务融资成本。主权信用评级降级会对经济体的金融货币体系造成冲击,迫使其融资成本升高,从而导致资本外流。“三大”评级机构给与美国政府信用主权最高评级,使其得以在高负债的情况下大量发行低息国债,并利用美元本位制所带来的美国在全球货币金融市场的主导地位,以极低的成本从全球范围吸纳货币资本,为美国的政府和企业提供廉价的资金,支持美国政治、经济的运转。美国主权信用评级维持高位亦使得美元货币在全球货币体系的主导地位更加牢固,这反过来又进一步加强了美国金融的强势地位,扩大了“三大”的垄断态势。在美国政府金融自由市场化创新的鼓励下,美国金融机构借助评级机构的虚高评级,在世界范围内大量发行高风险的结构性金融产品,促成了世界性金融危机。这也是评级机构受到广泛质疑的主要原因之一。

四、对发展我国信用评级业的启示

我国的信用评级行业诞生于20世纪80年代末,现如今规模较大的全国性评级机构有大公国际、中诚信、联合资信和上海新世纪等。其中一些评级机构已被“三大”评级机构持股或控股。为维护国家金融及信息安全,有必要加强对我国信用评级体系的监管,并对自有评级机构进行扶持,以获取全球金融货币市场的定价权与话语权。根据以上分析,笔者提出如下建议。

(一) 扶持我国信用评级机构,打破垄断,获取话语权

政府应将扶持我国信用评级机构提升到战略层面以获取金融服务体系的话语权,具体可以采用如下措施:严格市场准入机制,限制外国评级机构入境并控制其在评级机构中的持股比例。建立准入对等原则,对于拒绝我国评级机构进入的国

家采取对等措施,拒绝其评级机构入境。建立双评级管理制度,规定外部筹资者在我国金融市场融资时,必须接受一家本地评级公司的评估,以此来培育本土信用评级机构。通过加强非主导评级机构的跨地域合作大力推进国际信用评级体系的改革,打破“三大”评级机构对世界评级市场的垄断,可考虑建立一个超主权的国际评级机构或协会,并将各国家地区的评级机构纳入评级范围,针对其评级质量进行信用评级,以约束不公正的评级行为。

(二) 加强认证监管制度

政府应建立相应的信用评级管理法规,并明确评级机构的管理归属,以加强对信用评级机构的审批、认证和监管。信用产品应接受两家以上的评级机构的评估以提高公信力。各评级机构的股东不应交叉持有其他评级机构的股份。评级机构有义务将其评级决定所依据的事实和假设告知相关监督机构和投资者。企业应定期对所聘请的信用评级机构进行轮换。要求评级机构内部设立防火墙,建立利益冲突规避机制,避免分析者或模型创造者参与收费商谈。评级机构有义务对被评对象的信息保密,对于涉及国家安全的经济领域,规定必须由国家指定的本土机构进行评级。

加强评级机构的收费管理,可以考虑按行业和类别设立一定的收费比例上下限,并严禁评级机构与被评产品的销售发生利益关联。建立以违约率为考核指标的检验机制,对信用评级机构的评级质量进行跟踪验证,并向社会公示评级违约结果,以此来构建以评级质量和精度为导向的评级机构良性竞争机制。允许投资者对于评级结果提出异议并对评级结果进行追踪调查,对于评级结果与客观事实有出入的,应要求评级机构出示评级模型和所依据的假设。在评级管理法规中应包含评级责任机制和评级机构退出机制,对评级机构违反法规的,应向社会公开披露,并按条例进行相应处罚,情节严重的可中止其信用评级业务。

(三) 构建统一的评级标准并增加透明度

建立具有国际公信力和符合国际标准的评级统一标准,引导评级行为建立在对评级标的客观指标评估基础上,例如被评估公司的财务报告、行业占有率等,而非评级机构的主观评估。对于信用评级行业收费同样需要设立一定标准,并加强收费数额和方式的透明度。构建信用信息数据库,形成信用信息共享平台。

(四) 建立区域性信用评级协会,扩大本地评级机构在国际金融服务体系的影响

区域性评级协会是区域内评级机构交流评级技术和观点的良好平台。通过构建区域性评级协会,定期召开行业会议,组织成员机构就国际金融服务体系出现的问题进行广泛的交流和讨论,并对非客观评级行为加以谴责,有利于打破评级行业的垄断,提高本地评级机构的全球影响力。行业协会还可以作为评级机构与受评机构以及投资者的沟通平台,建立起良好的信息反馈机制,对于促进评级机构自律,促进本地区评级行业的健康发展,有着重要作用。

五、结语

信用评级机构在数次经济危机爆发前,没能预见危机的发生,反而在一定程度上促成了危机的发生并在危机爆发后加速了危机的恶化。这使得评级机构的公信

力、专业性和独立性受到严重质疑。这其中固然有监管牌照的赋予、收费方式转变及市场垄断等因素的作用,但监管的缺失却是不容忽视的重要原因。鉴于“三大”垄断的评级体系在危机中的不良表现,越来越多的国家开始着手扶持本国评级机构的发展,依靠自身的力量维护国家金融安全。在近来的欧洲主权债务危机中,“三大”评级机构连续将欧洲国家主权信用评级降级,在此情势下,欧盟领导人呼吁成立欧洲自主的评级机构。其他国家也在加大自身的评级机构建设和监管。这意味着信用评级话语权已经被各国提升到国家战略层面,通过打破“三大”评级机构的垄断话语权来抵制现行不公正的国际评级体系已经成为共识。这就为我国参与后金融危机时代的国际评级规则制定,争取国际评级话语权创造了一个难得的历史性机遇。可以预见,世界信用评级业的剧烈改变与快速发展将在全球展开,“三大”评级机构对世界信用评级话语权的垄断将被打破,一个多极化的评级体系正在形成。

[参考文献]

方芳、赵净,(2012)“中等收入国际金融服务脆弱性研究——泰国金融脆弱性指数检验,”《国际贸易问题》第2期。

邱兆祥、石涛、安世友,(2012)“银行业信贷市场信号传递理论研究,”《国际商务——对外经济贸易大学学报》第3期。

专业认定内容可参看美国1933证券法案(Securities Act of 1933)的Section 7和Section 11部分。

具体法规可参考美国各金融监管机构——The Office of the Comptroller of the Currency (OCC), Federal Reserve, Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), Securities and Exchange Commission (SEC)发布的法规。

Testimony of Mr. Yasuhiro Harada, (2005) “Executive Vice President, Rating and Investment Information, Inc., before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate,” February 8.

The FSF Working Group, (2008) “Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience,” April 7.

(责任编辑 阿 齐)

The Performance Analysis of Credit Rating Agencies in Crisis

MA Lin-ying ZHAO fang

Abstract: The credit rating agencies, such as Moodys, Standard & Poors and Fitch, have been playing an important role in the modern financial system. However, in the recent financial crises, the credit rating agencies have continued to lose the objective and fair position in rating performance, while suffering enough from doubt and criticism. With the discussion of origin, operation, government regulation and market environment, this article analyzes the root of the weak performance of the credit rating agencies, and thus draws some inspiration for the development of the credit rating industry in China.

Keywords: The credit rating agencies; Weak performance; Root; Inspiration