

美国信用评级机构问题何在

文章来源：第一财经日报 日期：2008年07月29日

应 娟

[评级机构在职能上的内在冲突，不但要求评级机构自身强化内部管理，而且需要外部监管机构进行有效的监管，需要监管部门通过制度的制定和定期不定期的检查，确保评级机构与债券发行人、债券承销商、投资者之间不存在利益关系]

信用评级机构对次贷危机负有一定的责任

自2007年4月新世纪金融公司申请破产保护从而触发次贷危机以来，市场各方对次贷危机给予了高度关注。舆论认为，贷款机构为自身的经济利益而放宽了申贷标准，导致大量低信用等级的借款人获得了贷款；面对旺盛的市场需求，投行等机构将次贷产品进行层层分解和打包，从中获得高额的手续费。而这些经过华尔街金融天才精美包装的证券化产品构造异常复杂，投资者很难有足够的资料及专业化的知识来评估其所购证券的内在价值和风险，因而不得不依赖信用评级机构的评级结果来进行投资决策。

在次贷危机中，标准普尔、穆迪、惠誉这三大评级机构也一直处于风口浪尖上。早在2007年7月，美国众议院就要求信用评级机构向投资者提供更多有关如何进行信用风险计算的信息。2008年1月，英国、德国、法国和意大利领导人联合发表声明，敦促信用评级机构在告知投资者有关结构性金融工具的内在风险上要做得更好，否则各国政府将考虑通过管制来迫使这一问题得到解决。除了监管机构，媒体的相关批评声也此起彼伏。他们认为评级机构很少受到监管，未能及时向投资者提示结构性金融产品蕴涵的风险，没有起到很好的风险揭示作用；信用评级机构对次贷风险反应迟钝，而在问题出现后评级机构又不约而同地采取降级行动，并在短时间内对大量次贷产品进行降级，“恰好向次贷危机的核心插了一刀”。

从国际三大评级机构在次贷危机中的表现来看，笔者认为评级机构对次贷危机负有一定的责任，这主要体现在以下两点：

第一，评级机构在进行信用评级的同时提供有偿的结构化设计服务，存在利益冲突。在对结构化产品进行信用评级的同时，三大评级机构通常与承销商共同设计此类债券，对次级债券的分层、信用增级等提供建议，从而收取相关费用。这种冲突类似于独立审计中的自我评价，会影响评级机构独立公正的评级立场。因而评级机构易低估次贷产品风险，给出偏高的信用级别，从而助长市场对该类产品的乐观预期和非理性追捧，埋下风险隐患。

第二，评级机构对评级结果调整滞后且调整幅度偏大，放大对市场的冲击。三大评级机构未能及时地对次贷市场的风险予以揭示，而当风险显现时，又大范围地对级别进行快速调整，从而对市场造成了冲击。如市场传言贝尔斯登出现流动性问题时，评级机构没有行动。而在传闻得到证实后，三大评级机构均采取了降级行动。此外，在没有预警信息的情况下三大评级机构在短时间内对大量的次贷产品降低信用级别，使投资者因债券级别下降无法满足相关监管要求而低价抛售这些债券或不得不补充超额的流动性，流动性进一步趋紧，市场预期加速恶化。这又促使评级机构采取进一步的降级措施，形成恶性循环。

当然，把次贷危机全部的责任推给评级机构是不合理的，也是不符合实际情况的。次贷产品结构复杂，参与者众多，评级机构作为参与者之一，仅活跃在其中的某些环节。因此，我们需要正确看待信用评级机构在次贷危机中的责任。

此外，在理解信用评级机构对次贷危机负有的一定责任时，还必须结合评级业务特性注意到以下两点：

首先，评级机构既为投资者服务，又具有一定的监管职能，职能的冲突需要恰当的制度和监管来规范评级机构的活动。最初评级机构的出现是单纯为了给投资者提供有用的风险信息。经过百年的积累，评级机构树立了其市场公信力，评级结果也逐步为监管部门所认可，并作为重要的监管指标来监督金融机构。如规定银行、保险公司、养老基金不能购买低于一定等级的债券，以及金融机构资产组合的质量由外部评级机构来测算等，这无形中将一个民间中介服务机构的私权转化成了公权力。纽约某投资公司结构性金融部门的 Arturo Cifuentes 博士如此比喻：“好比政府计划在华盛顿建一栋高楼，却任命一家私人公司来定义高楼的标准，那么高楼究竟应该是 5 层还是 10 层呢？”而投资者和监管者的利益诉求并不完全一致，在缺乏制度保障和有效监管的情况下，评级机构的私权和公权容易发生错位，评级活动的独立、公正、客观的工作立场比较难以保持。

其次，评级机构基于假设，利用模型以及职业判断对债券未来的偿付情况进行评级，预测性的业务性质决定了其不可能百分百的准确。评级机构在信用评级过程中依赖基础数据，并使用较多的假设和判断。从运行机制上看，评级结果一定程度上与历史数据相关，但在复杂的结构化金融产品中，评级机构往往依赖发行机构或者贷款机构提供的基础数据。评级假设和模型的应用使得评级结果存在模型风险，尤其是当这些模型和假设参数未经过完整的经济周期检验的情况下，风险更大。正如美联储前主席格林斯潘在 2008 年 3 月撰文指出的那样，“从数学意义上讲堪称一流”的模型也无法捕捉到驱动全球经济的全部主要变量，更难以预测出金融危机或经济衰退的出现。当经济环境相对稳定时，评级稳定性较高。而在次贷

危机中，贷款发放时借款者的信用造假、贷款发放标准的降低以及银行隔夜拆借利率迅速上升让再融资越发困难等客观因素加剧了危机的发生，从而使外部经济形势和借款人行为发生重大转变。住房抵押贷款不断恶化的情况出乎所有人意料，包括评级机构、华尔街投行等。

监管机构和评级机构的相关措施

面对危机的重大影响，监管部门也意识到了信用评级机构职能的冲突以及对市场的重大影响，陆续对信用评级机构展开了一系列调查，且 2008 年以来监管力度明显加强。在 2008 年 4 月底的参议院听证会上，美国证券和交易所委员会（SEC）主席 Christopher Cox 明确提出要对信用评级机构强化监管，详细阐述了可靠、透明和竞争三方面的举措。5 月 26 日 SEC 表示已着手调查标普、穆迪和惠誉等三大信用评级机构，调查内容包括利益冲突、评级方法、评级程序、信息披露等多个方面。

6 月 11 日 SEC 举行公开会议，旨在讨论信用评级机构改革方案，并公布了改革方案的第一和第二部分，从利益冲突、信息披露、内部管理及商业惯例这四个方面进行规范。方案第一部分共有 11 条措施，主要是禁止评级机构对其评级的结构化产品进行设计，拓宽信息披露范围，杜绝个人从评级中获得利益以及增强行业竞争方面的措施等。方案第二部分要求更改现有的评级方法，区别对待结构性金融产品和债券，包括评级方法、级别符号等。方案的第三部分进一步明确信用评级机构扮演的角色，并在其后 6 月 25 日的会议中进行了讨论。SEC 就该改革方案进行公开征求意见，要求各方的意见在方案公告之后的 30 天内提交。

经历了长达 10 个月的调查后，7 月 8 日 SEC 发表报告指出，评级机构已制定内部政策和程序，但在对次贷产品进行评级时，三大评级机构都存在着违反内部程序的行为，表现为主要评级分析员参与收费讨论，构成利益冲突。

除了 SEC，美国的司法部门也展开了对评级机构的调查。欧盟委员会和欧洲证券监管机构自 2007 年 9 月也开始对评级机构进行调查，致力于出台针对三大评级机构的监管措施，并酝酿建立欧洲本土的评级机构。

在危机中，各家评级机构也对自身的内部管理、评级方法、信息披露等多个方面进行了自查，部分评级机构还针对危机中暴露的不足制定了相应的改进方案并向外部进行了公告，以逐步挽回市场声誉。

2 月 7 日，标准普尔公布了 27 条改革措施，主要集中在四个方面：公司治理、分析方法、信息和投资者教育。“公司治理”有 8 条措施，旨在增强评级流程的完整性和处理潜在的利益冲突问题，如新设“申诉办公室”专门处理发债人、投资者、雇员和其他市场参与者

对标准普尔提出的潜在利益冲突以及分析与治理流程的相关问题，聘请外部公司定期对标普的合规性和治理流程进行独立性评估，分析师定期轮换等；“分析方法”有4条措施，旨在提高评级分析水平，得出更适当的评级结论；“信息”方面有10条措施，旨在向市场参与者增强评级信息披露的透明度；“投资者教育”旨在更有效地对市场参与者展开信用评级方面的教育。

7月8日SEC公告的调查报告同时指出，三大评级机构已允诺将就相关问题进行整改。标普公司也于当天表示，将继续采取切实有效措施，增加评级程序的开放度和透明度。

对相关改进措施实施的几点关注

监管部门和评级机构相关改进措施的实际效果有待时间的检验。就具体的改进措施而言，我们认为以下几点值得关注：

1. 利益冲突和内部管理。保持独立、客观、公正的立场对信用评级机构至关重要，评级机构必须建立完善的管理制度，加强制度执行力，解决利益冲突问题。信用评级机构应高度重视自身的信誉，形成评级信誉和评级质量至上的企业文化，在组织结构设置、业务流程、人员任用和业绩考核等各个方面考虑潜在的利益冲突，建立健全相关制度，强化制度执行力。如在评级业务和其他服务之间设置防火墙，隔离业务承接和级别评定，有利益冲突人员无投票表决权，设立专门部门和人员进行风险评估等。

2. 信息披露和评级透明度。加强信息披露，提高评级透明度，能够对评级机构形成有效的市场监督，促进评级机构更好地发挥风险揭示的作用，提高评级市场的运行效率。对此，三大评级机构和SEC等监管部门均出台了相关的措施。针对我国实际，我们建议对复杂的结构化产品实行双评级。但对于SEC提出的公开评级模型等关键技术，笔者不敢苟同。评级机构的价值在于通过对基础信息的搜集、加工和分析，为广大投资者提供有意义的信息服务，评级技术的好坏直接关系到其提供的信息的质量。而评级模型作为评级技术的载体，是评级机构的核心竞争力，应该受到保护。美国2006年9月29日出台的信用评级法案(The Rating Agency Act)曾规定评级模型可以作为商业机密受到保护。就我国而言，信用评级机构尚处于发展初期，公开评级模型必将对我国的信用评级行业产生冲击。

3. 评级监管。评级机构在职能上的内在冲突，不但要求评级机构自身强化内部管理，而且需要外部监管机构进行有效的监管。监管部门通过制度的制定和定期不定期的检查，确保评级机构与债券发行人、债券承销商、投资者之间不存在利益关系。针对结构性金融产品的复杂性和特殊性，设置有别于一般企业债券的监管措施和要求。

4. 评级收费。在信用评级百年的发展历程中,市场竞争选择了发行人付费的盈利模式。该盈利模式因利益冲突受到了一定的批评,但考虑该种收费方式的优点、对评级结果的实证影响以及评级历史表现,发行人付费仍应该是目前的主流选择。对于次贷产品发行后评级机构还可能得到一部分提成、只有被投资银行选中的评级机构才能获得评级收入等情况,就需要采取必要的措施来规避其中的利益冲突。另外还可以通过对主动评级机构支付一定的费用(低于被动评级),以鼓励主动评级,增强信息披露。

(作者单位:上海新世纪资信评估投资服务有限公司)