



1 金融危机和信用评级行业的发展

——上海新世纪资信评估投资服务有限公司研发部

从2007年美国次贷危机开始，到两房事件、多家金融机构破产、7000亿美元的美国金融救援计划，再到澳大利亚、欧、亚、拉美，及众多亚洲国家纷纷向金融机构注资，以至于到召开全球金融峰会寻找对策，此次金融危机终于成为波及全球的金融大海啸。

从金融危机的直接诱因来看，是美国宏观经济因素发生了重大变化，而次级债券则是引起本次金融海啸的导火索。

进入21世纪以后，伴随着网络科技泡沫的破灭和911事件，美国经济进入调整期，政府通过宽松的货币政策刺激经济走出困局，但随之产生通胀泡沫。从2004年6月开始美国进入加息周期，到2006年7月，美联储经过17次升息，将联邦基金利率提高到5.25%。而在此期间，美国的房地产市场出现了拐点。房价下跌、利率高企使美国住房抵押贷款中的次级抵押贷款出现大规模违约，贷款公司纷纷破产，住房贷款转移给了银行。银行为减少损失，将抵押的房屋收回并拍卖，而住房市场一路下行，使银行也遭受了巨大损失。

从金融危机的辅助诱因来看，则是美国在证券化道路上走得太远。美国房地美、房利美向购房者提供信贷后，由于信贷规模远大于资本金，资金缺口部分就以购房者支付的按揭款作担保发行债券（MBS）。同时银行等债券购买方将各类债券（如MBS、ABS）进一步打包为CDO等更为复杂的产品。由于担心购房者还不起款，债权人又通过购买保险、以信用违约互换（CDS）方式卖出。基础资产违约率的上升导致MBS的下跌，评级机构下调各类次贷相关产品的级别使次级债券市场雪上加霜，CDO也随之大幅下跌。银行自身持有大量的CDO产品，蒙受了巨大损失；而投资银行、对冲基金在投资大幅缩水 and 债权人紧缩信贷的两面压力下出现流动性危机而大量破产。另外，以保险公司为主的各类金融机构创造出CDS等信用衍生金融产品为结构金融产品提供担保，从而将信用市场危机传导给了保险公司。复杂的衍生产品和对冲基金的杠杆交易极大地放大了风险，加之金融体系的风险控制机制不健全，信用评级机构也难以很好地预测和发现风险，金融市场上受到的震动远大于次级抵押贷款违约带来的初始破坏力。

在这次金融危机中，三大评级机构标准普尔、穆迪、惠誉由于未能有效提示证券化产品的信用风险而备受关注。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；信用评级机构对金融风险反应迟钝，而在问题出现后评级机构又在短时间内对大量次贷产品进行降级，“恰好向次贷危机的心脏插了一刀”。

评级机构应承担全部的责任吗？

从国际三大评级机构在本次金融危机中的表现来看，评级机构对危机负有一定的责任，这主要体现在以下两点：

第一，评级机构过多参与到结构性融资产品的设计之中，存在利益冲突。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。与传统的金融工具不同，结构性金融产品通过层次设计以满足不同投资者偏好和投资期限要求，产品在出售之前就可能已经为每个层级设计好了级别（以满足投资者的偏好）。在对结构化产品进行信用评级的同时，国际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，这就带来了利益冲突。这种冲突类似于独立审计中的自我评价，会影响到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，从而放大对市场的冲击。事实上早在2006年次贷危机就初现端倪，但评级机构对2006年间发生的表现较差的交易绝大多数保持沉默。到2007年上半年，还只有少数表现最差的次贷产品交易被降级。随着危机的加深，评级机构对特定的结构性产品降级速度猛然加快。如三大评级机构在2007年7月9日这一周就对数以千亿美元的结构性融资产品进行了级别调整。在如此短的时间内对那么多的证券进行级别调整，引起投资者的广泛质疑，尤其是降级的范围之广和幅度之大，使得投资者对评级机构所发布的RMBS和CDO级别丧失了信心。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者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，形成一个恶性循环的过程。

当然，将本次金融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金融危机中的责任。

客观而论，“金融危机”属于系统性危机，所有的参与者或多或少均难辞其咎，将评级机构列为“罪魁祸首”有失公允。危机的重要根源之一在于华尔街贪婪的投资文化，作为次贷产品交易链中承上启下的商业组织，评级机构很难在集体发烧的环境下独善其身。

此外，在理解信用评级机构对金融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三点：

首先，评级机构是为投资者服务的，但其评级结果有时又为监管部门所用，因此用恰当的制度和监管来规范评级机构的活动是很有必要的。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，有时会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信用等级的债券，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。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。

2006年美国出台了《信用评级机构改革法案》，其实施填补了美国信用评级行业监管体制的空白，但仍未解决诸多根本性问题。例如，法案对信用评级行业利益冲突的规制非常有限，评级机构对结构性融资产品构建的直接参与基本不受法案限制。也许正是在这样的监管环境下，三大评级机构才会将大部分次贷产品评为“AAA”级。

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，这种预测性的业务性质决定了其不可能百分之百的准确。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，但在复杂的结构性金融产品中，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，基础数据的质量制约着评级的准确性。此外，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。而在金融危机中，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间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了所有人的意料，这其中就包括了评级机构、华尔街投行。

再次，信用评级机构对级别的调整是非常慎重的。一般情况下，对于那些非“信心敏感型”的金融企业来讲，评级机构更关注的是企业的基本面，而不会被企业股票价格或市场的不断变化牵着鼻子走。评级分析师会尽量避免因为市场的风吹草动就立刻采取行动，因为有些事件的发生或现象可能仅仅是市场的惯性所致，而非真正的信用风险变化趋势，评级机构一旦对此类信息过于敏感，就会显得缺乏必要的专业性；此外，如果分析师在负责发布初始级别的同时负责监控，则也不愿意随便改变级别，因为在形势不够明朗的情况下，太快对初始级别做出降级处理会导致投资者对评级质量的质疑。评级机构在进行级别调降之前都要经过持续的关注、深入的分析以及评级机构内部大量的讨论。没有对级别进行公开调整并不意味着评级机构内部没有对此类风险加以关注。

不过，随着“金融危机”的不断蔓延，三大评级机构在全球资本市场上的“美好时光”或将受到很大影响。在全球投资者不得不为美国次贷损失买单的同时，三大评级机构也将为其表现付出代价。

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，美国证券交易委员会（SEC）主席克利斯托夫·考克斯（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。

2008年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。方案分三部分，会议对前两部分进行了投票表决，最终克利斯托夫·考克斯等2名委员投下了赞成票，由于有投票表决权的SEC委员只有三位，且均来自共和党，这也就意味着该方案的前两部分已经获得SEC管理层的首肯。方案第一部分共有11条措施，最主要的是拓宽评级机构信息披露的范围，以及杜绝个人从评级中获得利益，其中意义尤为重大的是——“未接受发行方聘请的信用评级机构，有权力得到评级所需的基础数据和信息并向外界提供证券化产品评级”，这将有助于增加整个信用评级行业的竞争，并有利于投资者比较同一个产品的评级。方案的第二部分是更改现行评级方法，要求信用评级机构将结构性金融产品和债券区别对待，而非用同一套测评模型。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。

经历了长时期的调查后，2008年7月8日SEC发表报告指出，评级机构虽然制定了内部政策和程序，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。

2008年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、信息披露和投资者教育。“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；“信息披露”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。

2008年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。

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，以下几点值得我们关注：

第一、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，形成评级信誉第一、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。

第二、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。如SEC提议对相关规则进行修订，要求披露在结构性融资产品评级中，分析人员是如何评估发起人的资产质量在决定一个信用级别中发挥的作用；评级机构必须保存最终级别和通过应用模型得出的信用级别发生实质性差异的说明；NRSRO成员100%披露他们目前的“发行方支付的信用评级”的评级历史数据等。针对我国实际，我们建议对复杂的结构化产品实行双评级，另外还可以通过鼓励主动评级等方式增强信息披露。但对于SEC提出的公开评级模型等关键技术，我们不敢苟同。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。

第三、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。

第四、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。虽然根据“谁受益谁付费”的原则，投资者从评级机构的风险揭示中受益，本应由其承担评级费用。但从现实角度看，向投资者收费存在一定的困难。由于投资者种类繁多，既有机构投资者，也有社会公众投资者；既有当前投资者，也存在潜在的投资者。因此，向投资者收费的执行成本较高。此外，评级行业最终提供的产品是评级报告，具有一定的外部性和公共品特性。信息产品的内在属性决定购买双方信息的不对称。一旦购买方了解了一定的信息，则信息产品的价值将锐减。若评级机构通过向投资者出售信息产品获取收入，则需要知识产权保护、网络信息安全等一系列配套法律法规的保障，以及制度执行中相关细节问题的规范和约束。因此，虽然发行人付费的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。



我国信用评级行业监管的对策和建议

近年来，随着我国经济体制改革的进一步深化，金融市场和证券市场日益繁荣，企业的投资欲望和资金需求都很旺盛。要满足日益扩张的资金需求，借贷市场、企业债券以及资本市场的发展至关重要。而要对信用市场进行规范，信用评级就有着不可替代的作用。

为促进我国评级行业的健康发展，立足国际信用评级行业监管的现状并结合我国的实际情况，可以考虑从以下几个方面确立监管的原则：

第一、借鉴国际经验确定几家全国认可的信用评级机构，并对其进行有效的监管。从国际上看，信用评级是一个相对垄断的行业。以美国为例，绝大多数的信用评级业务主要由三大NRSRO——穆迪、标准普尔和惠誉所垄断。2002年的美国金融职业师联合会的调查问卷显示，大多数发行短期债务的公司接受来自穆迪和标准普尔公司的评级（每家公司至少90%），而惠誉较少，只有40%；而长期债务中，至少90%发行债务的公司由穆迪和标准普尔评级，仅有36%的公司接受来自惠誉的评级。根据国际清算银行2000年的报告显示，印度、日本和韩国只有三家评级公司；德国、巴基斯坦、瑞典只有两家评级机构，还有很多国家只有一个评级机构。之所以除了美国之外的这些国家只有很少的评级机构，可以部分地归因于这些国家的债券市场相对发展不足，因此对用来减少信息不对称的专业机构需求也就不多，但更重要的原因应该是由评级业务本身的特点所决定的。众所周知，评级结果要达到独立客观的目标，首先应该保证自身的独立性，从而减少可能发生的利益冲突。Security Pacific Bank 1984年曾经想购买Duff & Phelps，但联邦储备委员会规定兼并后的Duff & Phelps 将不能发布公开评级从而使该计划流产。

因此，我国的监管机构可以借鉴美国SEC认可NRSRO以及BIS认可ECAIs的原则，在保证独立性的基础上，根据评级公司的财务实力、人力资源、组织结构、评级经验和方法等方面的因素认可3到5家的全国性信用评级机构，并采用正式文件的方式加以确认。这一方面可以加强对信用评级行业的监管，另一方面也有利于规范相关的信用评级方法，使得不同机构的评级结果具有可比性。

第二、根据市场的发展和评级公司的实力，实行淘汰制。从目前我国信用评级机构的资质认定看，正式的认定来自1997年中国人民银行总行审定和批准的9家评级机构，目前在银行间债券市场参与评级的五家信用评级机构分别为：大公国际资信评估有限责任公司、上海新世纪资信评估投资服务公司、中诚信国际信用评级有限公司、联合资信评估有限公司和上海远东资信评估公司。对于隶属于发改委管理的企业债券，发改委要求债券的发行需“由具有企业债券评估从业资格的信用评级机构进行信用评级”，而这些机构又被特指为“自2000年以来承担过国务院特批企业债券信用评级业务的信用评级机构”。按此规定，有中诚信、远东、大公、联合资信与新世纪等机构有资格入围。而对于公司债券的评级，中国证监会又作出了独立的资质认定，先后有中诚信、新世纪、鹏元、大公等几家机构获得该项业务资质。

要推动评级市场的规范发展，适当引进竞争是必要

的。因为如果没有新的评级机构的进入机制，这些已经具备资质的评级机构可能就缺乏足够的动力去提高自身的实力，从而不利于行业的健康发展。监管部门可以考虑向公众公开阐述其认可评级机构资质的条件和原则，从而便于潜在的评级机构了解相关的条件。可以预见，随着我国市场经济和资本市场的发展，可能有一批新的信用评级机构产生。要使监管机构认可的评级机构不断提高评级质量，提升市场公信力，就有必要让这些新产生的评级机构与原认可的评级机构在同一平台上合理竞争，根据评级公司的实力实行淘汰制，即监管部门认定3-5家具有全国认可资格的信用评级机构，并通过建立一系列的监管指标如人员素质、财务实力、评级准确性等来考核相关的机构，实行优胜劣汰的竞争机制，从而确保评级的独立、客观和公正。

第三、定期对信用评级机构的工作进行检查，规范其执业。为保证评级为广大投资者所认可，并切实起到揭示风险减少信息不对称的作用，监管部门需要定期对信用评级机构的工作进行检查，这可以考虑借鉴我国注册会计师行业、律师行业的监管模式，并及时引进执业者资格考试制度和后续教育制度，制定切实可行的执业规范指南和相关的实务应用指南，系统建立信用评级行业的职业规范体系。定期检查的内容应集中在监管机构认可具有执业资格的信用评级机构的原则上，例如评级结果的准确性和及时性；评级方法的科学性合理性；评级程序的规范性透明性；评级机构的组织结构和股权结构变动情况等等。

信用评级行业是一个充满机遇和挑战的领域，有着良好的发展前景。我国评级业在政府部门的推动下，已经从早期的信贷市场评级逐步拓展到银行间债券市场和公开资本市场评级，但在市场成熟度、投资者认可度、财务实力、评级技术等方面与国外成熟市场相比还存在一定的差距。近年来，我国资本市场的发展速度加快，一些金融工具如无担保公司债、可分离交易债券等相继面世，这些债券品种都具有不同的风险特征，对这些工具的评级还缺乏经验，尤其是缺乏深度数据的分析和模型准确性的检验，因此借鉴国外的经验并立足本国实际至关重要。美国金融危机中爆发出来的利益冲突问题、新产品风险认识不足问题、级别调整过快过慢问题等都值得我们深入的思考。我们相信通过各方面的共同努力，我国的信用评级市场必将迎来健康、规范的发展环境，并在日益完善的市场经济和资本市场中扮演更加重要的角色。