

美国金融危机与信用评级的教训和启示

张亦春 游舜杰

(厦门大学 金融系, 福建 厦门 361005)

[摘要] 信用评级机构存在的原因, 根源于金融市场参与者之间信息的不对称。然而, 在 2007 年由次贷危机引发的全球金融海啸中, 以标准普尔、穆迪投资服务公司和惠誉评级为首的信用评级机构先为华尔街大量制造出的“有毒”证券贴上了安全标签, 助长了次贷市场的非理性繁荣, 当金融风暴席卷华尔街的时候, 评级机构又扮演了“杀手”的角色, 通过迅速下调相关产品信用评级水平, 大大加速了危机的蔓延与恶化。这次金融危机暴露出的一个突出问题, 就是全球金融体系在投资决策和风险管理时高度依赖外部信用评级, 这种对信用评级的盲目崇拜滋生出严重的道德风险。尽管危机使人们重新认识到信用评级机构也存在诸多问题与缺陷, 但不可否认的是, 信用评级机构作为缓解市场信息不对称、降低交易成本的重要制度安排。对于还处于信用评级发展初级阶段的中国而言, 我们切不可因噎废食, 否定信用评级制度, 相反, 我们应该在未来我国信用评级体系的建设过程中, 充分借鉴国际社会对本次金融危机中信用评级体系总结的经验教训, 完善制度建设, 积极发挥信用评级机构在资本市场发展中的风险揭示作用, 提升金融市场的资源配置效率。

[关键词] 信用评级机构; 评级商买; 声誉机制; 教训与启示

[中图分类号] F831 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1003—4145[2010]10—0071—04

信用评级机构存在的原因, 根源于金融市场参与者之间信息的不对称。正如 Frost 所说, 大的评级机构在资本市场扮演着两个重要角色, 一是通过向市场参与者提供信息, 发挥着估价的角色; 二是通过简单符号来揭示信用风险, 以帮助交易双方签订契约。^①信用评级机构通过独立的、专业化的信息收集和分析活动, 可以减少证券发行人与投资者之间的信息不对称, 从而提高市场效率。然而, 在 2007 年由次贷危机引发的全球金融海啸中, 以标准普尔、穆迪投资服务公司和惠誉评级为首的信用评级机构先为华尔街大量制造出的“有毒”证券贴上了安全标签, 助长了次贷市场的非理性繁荣, 当金融风暴席卷华尔街的时候, 评级机构又扮演了“杀手”的角色, 通过迅速下调相关产品信用评级水平, 大大加速了危机的蔓延与恶化。由此, 信用评级机构的市场公信力开始受到人们的广泛质疑。诸如评级机构的业务模式是否需要改变, 评级机构是否需要更严格的监管等问题, 成为美国乃至各国金融监管当局需要解决的棘手难题。

一、危机后信用评级机构的教训分析

2006 年, 随着经济形势的变化, 大量以次级抵押贷款为基础资产的结构金融产品风险开始凸现, 在经历了一段时间的沉默以后, 信用评级机构从 2007 年 6 月起开始迅速调低相关评级。例如, 仅 2007 年 11 月就有超过 2000 个分级 (tranch) 的结构金融产品被降级, 其中约 500 个分级的评级降幅超过 10 级; 进入 2008 年, 评级机构又将更多的产品纳入降级名单, 其范围之广、幅度之大令人震惊, 仅穆迪公司一家就调低

*收稿日期: 2010-06-20

作者简介: 张亦春 (1933-), 男, 厦门大学教授、博导, 厦门大学国家金融重点学科学术总带头人;
游舜杰 (1965-), 男, 厦门大学金融系博士研究生。

① Carol Ann Frost, Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies, *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 6 (1) 38, 2006.

了 36346 个分级的信用评级水平,而其中近三分之一的分级最初被评为最高的 AAA 级。^①事实表明,在对结构性金融产品的评级中,信用评级机构集体而非个别的低估了产品风险,尤其是对那些事后被证明蕴含极大风险的次贷产品给予最高信用评级更是严重失准。人们不禁要问,信用评级缘何虚高?未来信用评级机构改革可以从此次危机中汲取哪些教训?

(一) 评级的商买

自从 20 世纪 70 年代以来,“发行人付费”模式逐渐成为了信用评级机构主流的业务模式。在评级发布之前,发行人对评级机构所作的相关分析一般不支付费用,评级机构通常只有在级别发布后才会得到付费。由于服务主体与收入来源的不一致,“发行人付费”模式内生存在的利益冲突直接导致“代理人问题”。一方面使用评级的投资者希望评级尽可能的准确以便利其投资决策;另一方面,发行人又期望评级尽可能的高以降低其发行成本。在实践中,发行人往往将评级委托给数家评级机构进行“预评级”,然后再从中选择能给予发行人最理想评级的机构签订合同,这即是所谓的“评级商买”,评级机构有牺牲评级的客观公正性以追求短期利润最大化的动机。

这一利益冲突随着结构性金融产品,如 RMBS(住房按揭贷款支持证券)和 CDO(抵押债务债券)的大量出现而迅速激化。这些结构性金融产品本身构造相当复杂,在经历多次分层和重新组合后,即使专业人士也很难窥探出其本来面貌,其基础资产质量乃至产品风险如何就更无从谈起了。Vasiliki Skreta and Laura Veldkamp 的研究表明,金融产品过于复杂加剧了“评级商买”。在以前,无论是公司债券评级还是主权评级,其结构相对简单,不同的评级机构给予的评级也相近,然而随着金融产品日益复杂,例如一个典型的 RMBS 产品通常包括重新打包的几千笔按揭贷款,而每个贷款人又有不同的信用记录,此种产品评级需要复杂的分析和成熟精深的计算机模型,因而不同评级机构在这些产品的评级上便容易出现不同意见,评级的差异化将使得发行人更有可能进行“评级商买”。^②

投资银行之所以当初能将这蕴含极大风险,相当部分事后被证明其实毫无价值的产品顺利出售给各种投资者,其关键就在于这些产品具有虚高的评级。由于结构化金融产品评级量大价高,且收费标准高于传统公司债评级业务 2-3 个百分点,因此信用评级机构在这波结构性金融产品的“大牛市”中赚得盆满钵满。根据三大评级机构中唯一的上市的穆迪投资服务公司的数据,2002-2006 年期间,公司利润增长了 3 倍,其营业利润率高达 50%,2006 年其收入的 44% 来自结构性金融产品交易。与此同时,结构性金融产品的发行又被掌握在少数几家公司手中,美国证券交易委员会 (SEC) 的调查显示,12 家发行人控制了 RMBS 市场 80% 的份额(就产品数和金额而言),11 家发行人控制了 CDO 市场 92% 的产品数和 80% 的发行金额,且 13 家最大的 RMBS 发行人中的 12 家同时也是最大的 CDO 发行人。^③因此,由于信用评级机构在结构性金融评级业务上对发行人的依赖程度,在“评级商买”的作用下,它们将有动机对标的物做出“友好”的评级以招徕客户,而评级质量的下降将不可避免地损害投资者的利益。

(二) 声誉机制的削弱

为了缓解“发行人付费”模式中的内在矛盾,市场原本指望通过引入声誉机制能有效制约评级机构的短期行为。因为对于评级机构而言,如何维持其准确、公正、独立的评级声誉无疑是其长期根本利益所在,评级机构必须在信用、信誉、利益之间进行权衡。然而,这一权、责、利之间的权衡又会受到市场竞争结构的影响。一方面声誉机制发挥作用的前提是存在未来生产者租金,高评级质量需要高价格作为激励,如果竞争降低了未来生产者租金,那么评级机构维持客观、公正评级以追求长期利益的动力也将下降,因而竞争将削弱声誉机制的作用,评级机构将有可能牺牲评级质量以追求短期利益;另一方面,只有当竞争存在,评级机构的多元化使得投资者(进而发行人)拥有了其它选择时,失去声誉即意味着失去市场才是真正的威胁,低质量的评级机构将被逐出市场。巨大的潜在惩罚迫使评级机构在短期收益面前不得不“三思而后行”,从这一角度看,竞争又将强化声誉机制的制约作用,促进评级质量的提升。因此,在信用评级市场中,竞争实际是一把“双刃剑”。究竟应该维持一个什么样的竞争水平才是合理的,实际上是一个“度”的问题,竞争不足与竞争

^①Efrain Beu elech, Jenn ifi D lugosz, the Credit Rating Crisis, NBER Working Paper No. 15045, 2009

^②Vasiliki Skreta and Laura Veldkamp, Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation, NBER Working Paper No. 14761, 2009.

^③Roger Lowenstein, Triple-A Failure, New York Times, April 27, 2008.

过度都将不利于引导信用评级机构客观公正的评级。

Becker and Milbourn以惠誉进入原先为标准普尔和穆迪投资服务公司垄断的信用评级市场为例,实证检验了信用评级市场竞争水平与评级质量之间的关系,其研究表明惠誉进入市场后,随着其市场份额的扩大,评级机构整体评级水平随之升高,这意味着面对市场竞争的加剧,在位者的评级对于发行人更加“友好”,其内在信息质量出现下降。^①

(三) 评级技术与模型的失败

结构性金融产品的评级是一个暗箱。一方面评级机构在对结构性金融产品进行评估时所采取的方法、模型与假设等,对公众极不透明;另一方面,面对数量巨大、经过多次创新、构造无比复杂的结构性金融产品,评级机构也难以检查基础资产池中具体贷款的风险。在此情况下,评级机构忽视了制度经济学研究所提倡的“进行历史的、逻辑的和联系实际的分析,单一借助建立在各种假设基础上的数理经济学定量模型,通过情景模拟分析和压力测试对证券未来的偿付情况进行评级”。这样,评级的正确性就又会受到输入模型的原始数据和模型、模型前提条件质量的影响。在对复杂的结构化金融产品的评级中,一方面由于数据的缺乏,评级机构往往以发行人提交的非公开披露的信息和数据为原始数据,并且穆迪、标准普尔和惠誉三大评级机构都在各自行动规范中表明,他们没有义务检验发行人提供的信息和数据是否正确;另一方面,评级机构使用的评级模型设定也存在不合理,以次贷相关结构性产品为例,评级机构的模型的前提条件以及参数设定被限定在了一个收入和就业环境良好,房价持续上升的良好经济环境中,未经过长时间完整周期的验证,评级结果本身就存在低估风险。在事后的评级跟踪监测中,评级机构对于结构性金融产品的信用增级机制过于乐观,^②尤其是“超额担保”手段,只要抵押池的本金余额高于所发行的证券本金,就认为这种结构金融产品无信用风险之虞,因而评级模型相关参数的设定也没有及时根据经济环境的变化而调整,造成评级机构对潜在危机的预警严重滞后。由此,评级机构对于发展迅速的结构金融产品评级方法与技术严重落后于金融创新的速度,特别是某些结构金融产品风险评估使用的模型与数据滞后于市场变化,这一客观因素与发行人“评级商买”和评级机构有追求短期利益动机这一主观因素相结合,共同成就了评级不能及时反映市场风险,众多结构性金融产品的信用评级出现“过山车”式的变化,从而加剧了次贷危机的蔓延。

二、危机后美国信用评级机构的改革

根据2006年《信用评级机构改革法案》,美国证券交易委员会(SEC)被授权监管信用评级机构。但是,出于自由市场主义考虑,法案对于与利益冲突直接相关的评级模式、收费模式、问责制度等根本问题未做出限定。此外,SEC监管也不涉及信用评级机构的评级方法、指标和程序是否科学、合理等问题。

随着现有信用评级机构业务模式中内在的矛盾与冲突在危机中的逐渐显现,如何修复和完善信用评级体系已经成为美国金融监管当局改革工作的“重中之重”(伯南克语)。从美国财政部2009年7月提交国会的立法草案中可以看出,信用评级体系未来的改革将围绕以下三条主线展开,即减少评级机构的利益冲突,增强美国证券交易委员会对信用评级机构的监管权,降低金融体系对信用评级的依赖。同时,为了缓解评级机构的“代理问题”,促进评级机构更加客观公正评级,信用评级机构将面对更多新的披露规定和限制。例如,由于在收费模式、咨询建议服务、商业关系和附属机构(如参股关系和任职等)等方面评级机构与发行人可能产生利益关系,评级机构应披露业务中所有可能的利益关系,以及通过何种程序化解由此造成的利益冲突;评级机构应披露评级费用;评级机构单个项目收入比重应控制在一定程度内以保证其不受单个客户影响;在评级业务和辅助业务之间应建立严格的防火墙,禁止评级机构向被评级公司提供咨询服务;禁止评级人员参与新业务的拓展,不能将评级人员的酬劳与发行者支付的评级费用相挂钩;评级机构对以抵押贷款和学生贷款为基础的债券产品应进行单独信用评级,使用与一般企业和市政债券不同的符号以相区别。

值得注意的是,尽管信用评级机构“发行人付费”模式饱受诟病,转向“投资者(订阅者)付费”模式的呼声日益高涨,但改革方案除了新批准增加的三个采用“订阅者付费”模式的评级机构以加强市场竞争外,原有“发行人付费”模式仍旧得到了保留。究其原因,除开由于低成本复印设备以及信息技术的广泛使用造成的“搭便车”行为,投资者不可能为已经知道的信息支付价格与专业化不断提高导致的人员成本增加这一内

^① Bo Becker and Todd Milbourn, Reputation and competition evidence from the credit rating industry, Harvard Business School Working Paper No. 051, 2009.

^② “信用增级”是发行人提供的用于降低各层级证券在基础资产(如按揭贷款)出现违约时所遭受损失的保护机制,常见的措施有优先次序、超额担保、额外利差等。

在矛盾外,还是由于美国金融监管当局对市场声誉机制的肯定。为了缓解该业务模式导致的“评级商买”现象,改革方案建议所有为发行人做前期评审工作的评级公司,无论是否最终被雇用,都将获得报酬。这意味着严格评审也将获得相应报酬,从而削弱导致评级机构虚高评级以招徕客户的利润动机。此外,对于要求建立问责制度的呼声,由于美国司法实践中评级结果被认为是属于言论自由的范畴,受到美国宪法《第一修正案》对言论自由的保护,方案因此没有涉及此类建议。

纵观美国信用评级机构改革方案,我们可以发现,针对当前评级体系中存在的种种弊端,尤其是内在利益冲突问题,改革方案实际上采取了“曲线战略”,即绕开评级收费模式、问责制度等重大障碍,通过改革评级机构具体操作程序,增加市场多样性,增强行业透明度等措施,强化市场声誉机制的制约作用,间接缓解“发行人付费”模式中的内在冲突,促进评级机构进行更加公正、独立的评级。

三、启示

这次金融危机暴露出的一个突出问题,就是全球金融体系在投资决策和风险管理时高度依赖外部信用评级,这种对信用评级的盲目崇拜滋生出严重的道德风险,太多的金融机构和投资者将风险管理外包给评级机构,他们依赖评级机构进行基本的风险分析工作,而不是自己进行分析,只要金融产品满足了门槛评级标准就无需担心其内在风险。“长此以往,金融业习惯了这种做法,有些市场参与者似乎已经忘了,评级不过是以历史经验为基础得出的违约概率的指标,它永远不能成为未来的保证。使用评级结果的机构(资产管理公司、金融服务企业等)应该最终对其客户和股东负责,应对风险做出独立判断,而不是光把风险评估职能外包给评级机构。在必须使用外部评级时,还要进行内部独立判断并以此作为外部评级的补充。监管者应鼓励金融机构提高内部评级能力,减小对外部评级的依赖。中央银行和监管机构需要出台新规定,要求金融机构外部评级的依赖度和使用率不超过业务量的50%,至少对有系统重要性的金融机构应该这样规定。同时,有系统重要性的机构还应加强内部评级能力,对信用风险做出独立判断”。^①

尽管危机使人们重新认识到信用评级机构也存在诸多问题与缺陷,但不可否认的是,信用评级机构作为缓解市场信息不对称、降低交易成本的重要制度安排,在过去的近一个世纪里,有力地推动了金融乃至经济的发展。在目睹了信用评级机构在次贷危机中的巨大负面冲击后,对于还处于信用评级发展初级阶段的中国而言,我们切不可因噎废食,否定信用评级制度,相反,我们应该在未来我国信用评级体系的建设过程中,充分借鉴国际社会对本次金融危机中信用评级体系总结的经验教训,完善制度建设,积极发挥信用评级机构在资本市场发展中的风险揭示作用,提升金融市场的资源配置效率。

(责任编辑:栾晓平 E-mail:lanxiaoping@163.com)

(上接第70页)

四、主要结论

本文分别从国家与省级两个层面分析了公司信息披露理对公司价值和业绩的影响。结果表明,国家自主指数、省级自主指数与公司绩效ROA显著正相关,此结论在国有和非国有分组的情况下也是成立的。另外,较高公司规模和成长性以及较少外部融资需求和较低资产负债率的公司,其业绩表现越好,进而说明了公司自主信息披露有助于公司绩效的提高,而且从回归系数来看,公司自主信息披露相对于省级自主信息披露对公司绩效会产生更好的影响。为了进一步研究自主性信息披露影响公司业绩的原因,本文又对分指数进行了回归,发现“公司是否积极开展投资者关系管理以及是否制定投资者关系管理工作制度”这项条款与公司绩效ROA在5%水平上显著正相关。

目前我国上市公司信息披露自主性治理整体上还处于较低水平,公司之间的差异较大,强制推行公司政策虽然可以迅速普及公司治理,但也会产生一定的负面作用。因此,上市公司可以根据自身的实际需要,选择合适的途径自主披露信息以推动公司更好地发展。但是,并不是每一项信息披露的自主治理都会对公司绩效产生好的影响,对于不同类型的公司如何选择适合自己的自主信息披露方式还需要进一步的研究。

(责任编辑:栾晓平 E-mail:lanxiaoping@163.com)

^①周小川:《关于改变宏观和微观顺周期性的进一步探讨》,2009年3月26日,人民银行网站。