

# 信用评级失灵的历史考察和理性思考

楚建会

(西南政法大学经济法学院 重庆 400031)

【内容摘要】信用评级机构在次贷危机中的失败表现备受指责,严格监管的呼声日益高涨。评级失灵并非仅仅开始于安然事件,本文从历次影响较大的评级失灵的事件出发,对信用评级的治理机制进行了理性的思考,声誉机制和政府监管都具有一定的局限,加强政府监管的同时应保持信用评级机构的独立性。

【关键词】信用评级失灵 治理机制 声誉机制 政府监管  
中图分类号:DF436 文献标识码:A

文章编号:1007-9106(2011)03-0076-04

信用评级机构在本次的次贷危机中扮演了非常不光彩的角色,人们纷纷指责信用评级机构没有发挥其风险预警的功能,迅速的大规模降级又引起了市场的恐慌。信用评级机构因次贷危机而声名狼藉。人们开始重新审视信用评级机构在资本市场中的角色,改革信用评级机构监管制度的呼声日益高涨。欧洲债务危机事件又让人们看到了,信用评级机构在国际资本市场中的巨大影响力,建立和壮大自己的信用评级机构也成为欧盟准备着手的工作。中国同样有学者在积极呼吁建立民族信用评级业。信用评级失灵并非在最近几年才发生的现象,本文就在信用评级机构评级失灵的历史事件考察中,审视信用评级机构在次贷危机中的表现,以及应该如何更客观地看待信用评级机构的性质和规范。

## 一、信用评级失灵的历史事件考察

信用评级机构自1909年产生至今短短一百年的历史,在这一百年中信用评机构的确曾获得声誉,也曾出现评级失灵的现象。当1929年美国金融危机爆发时,评级等级较高的债券违约的比例较低,等级较低的债券违约的比率较高。这种情况加深了投资者对评级机构的信赖。在1900年到1943年的44年间,被评级的债券当中,取得AAA评级的债券违约的发生率仅为5.9%,取得AA等级的债券违约发生率为6.0%,A等级的违约率为13.4%,BBB等级的违约率19.1%,其中可投资债券的平均违约率为11.3%,而投机级别的债券违约率则高达42.4%。由于地方债券在危机期间表现不佳,自危机之后到1969年,穆迪和标准普尔对地方债券采取了较为慎重的态度,对于在偿还能力上存在问题的地方自治债券则不予评级,在陷入债务困境的485笔债券中只有7笔曾取得穆迪的评级,仅1笔获得了标准普尔的评级<sup>[1][6]</sup>。

在20世纪70年代之后,评级机构出现了几次重大失

误。首先是1970年的宾尼亚中心铁路公司倒闭事件,当时专门从事商业票据评级的NGO公司曾对该公司发行的商业票据评以最高的等级。可是直至宾尼亚公司破产,NGO公司始终未能作出正确的判断,这使得投资者失去了对NGO的信用,对整个评级业也造成了重大的冲击。尽管如此,人们仍然相信,只要充分具备审查能力和保持谨慎态度,信用评级依然可以确保准确性。这次信用评级的失灵,促使人们开始有选择地接受那些信用评级工作质量较好、准确客观的评级机构所提供的信息。

1975年的纽约债券倒闭。60年代中期,纽约市财政状况出现恶化,穆迪和标准普尔相继降低其信用评级,随即导致该债券价格下跌,资金筹集成本大大提升。纽约市政府认为评级机构的降级是错误的决定,于是召集评级机构召开听证,对其施加政治压力。此后,穆迪提出纽约市税收资产市价上升,流动性也得到改善,穆迪也声明1973年6月的纽约市财政结算资金状况有所改善,两家公司又相继对纽约债券进行升级。但是此后,纽约市财政状况未出现改善的迹象,反而因为职工工资上涨和税收恶化,以致难以在债券市场上继续发行。这件事加深了人们对于信用评级机构独立性的怀疑。在纽约市即将停止支付短期债务的前夕,其公布了财政结算赤字为13亿的报告,但是穆迪和标准普尔在未进行任何调查的基础上仍然采用该市预算局“3亿元左右赤字”的数字,虽然他们最后也对纽约市债券进行了降级,但是人们仍然认为穆迪和标准普尔玩忽职守,未对评级进行调查和及时的调整。

1982年的曼威尔破产事件。在曼威尔公司申请破产前夕,标准普尔对该公司的长期债券评为可投资的BBB级别,商业票据为优良A-2级。穆迪则分别是A级和P-2级。根据当时新颁布的破产法,曼威尔公司认为及早地进行公司清理可使其处于有利的地位,因而在实际支付能力丧失

\* 作者简介:楚建会(1981-),女,西南政法大学经济法学院2008级博士研究生,研究方向为金融法。

之前公司申请破产。评级公司仍然对企业的潜在偿还能力以及偿还意愿进行审查,公司经营状态还算良好。因此,评级机构认为,这种由于特定原因决定自动停止经营并清理债务的情况,是信用评级无法做到准确判断的。紧接着是华盛顿公共能源供应系统事件,华盛顿公共能源供应系统是根据州法修建的电力工程。由于电力需求的下降以及建设成本的增加,原计划修建5所原子能发电站只有一所继续施工,其余全部中途下马,而原计划的所有建设资金全部靠发行债券筹集,其中的22.5亿美元全部陷入违约。这些违约债券曾被穆迪和标准普尔评为A级,虽然后来评级机构及时降级,但是投资者仍然遭受了较大的经济损失,批评评级机构未能预测到电力需求的下降。

到了最近,评级机构备受批评的就是信用评级机构在安然事件中的表现。安然作为世界最大的能源交易商,在2000年的总收入高达1010亿美元,名列《财富》杂志“美国500强”的第七名,掌控着美国20%的电能和天然气交易。2001年年初,一家短期投资机构公开对安然的盈利模式和幕后交易表示了怀疑。8月9日,安然股价已经从年初的80美元左右跌到了42美元。10月16日,安然发表2001年第二季度财报,宣布公司亏损总计达到6.18亿美元。10月31日,美国证券交易委员会开始对安然及其合伙公司进行正式调查。但是直到11月28日,标准普尔和穆迪才开始将安然债务评级调低至“垃圾债券”级,之前一直保持着可投资级别。12月2日,安然正式向破产法院申请破产保护,破产清单中所列资产高达498亿美元,成为美国历史上最大的破产企业。安然公司破产案中,标准普尔和穆迪两家信用评级机构过于迟钝的反应备受怀疑。在对安然事件的调查中发现,评级机构对于安然公司公布和提交给评级机构材料未作任何的调查,评级结果的做出仅仅是依赖于安然公司所提供的信息。虽然信用评级机构辩称,企业所提供信息的真实准确,是信用评级机构对企业做出准确信用评价的前提。但是,如果信用评级机构仅仅是不辨真伪地提供评级,那么信用评级机构揭示信用风险的功能何在呢?<sup>[2]P1152)</sup>

次贷危机事件中,信用评级机构的预警失灵更是有目共睹。2000年到2005年,美国大规模发行次级债以来,以穆迪、标准普尔和惠誉为代表的信用评级机构一致给予了次级贷款证券化产品可投资级别的评级,助长了次级债市场的非理性繁荣。危机初露端倪后,信用评级机构并没有向市场揭示已经到来的信用危机,依然维持次贷产品的高投资级别。但是很快,开始于2006年抵押贷款的大量违约摧毁了RMBS和CDOS,各评级机构又迅速大幅调低评级,仅2007年7月10日穆迪就调低了超过400种次级债的评级,引发了全球性的市场恐慌,加剧了金融市场的周期性波动,到2008年12月,价值11万亿的次贷衍生产品未偿付,占到美国整个债券市场的35%。随着雷曼兄弟的倒闭,全球性金融风暴来临。根据美国证监会2008年对三大国际信用评级机构的调查发现,在次贷危机中信用评级机构因为过度追逐利润,为应付结构性融资产品的发行膨胀而丧失应有的谨慎。从2002年开始,RMBS和CDOS的发行量有了非常快速增长,产品的构造也是非常复杂。评级机构忙

于应付评级数量上这种变化,获得巨大利润的同时却没有增强自身的评级力量<sup>[3]P2)</sup>。

## 二、评级失灵事件所给予的启示

由几个具有代表性的评级失灵事件可见,信用评级失灵并非今天才发生,只是在信用评级拥有巨大影响力的今天,评级失灵所造成的损害远远超过以往。由此,我们可以得出以下几个结论。

(一)信用评级机构也是有限理性人。信用评级机构“它为债券的持有者或者希望持有债券者提供有关该债券的偿还可靠性的情报”<sup>[4]P35)</sup>,在几十年的历史中,信用评级机构确实为投资者提供了有价值的市场信息,评级可以视作一种简单快速的衡量信用风险的手段,但是这种信息并非投资担保,评级并非总是正确,评级机构同样是有限理性人,即使是专家团队也不可能有无懈可击的预测能力,人类的认知能力是有限的,处理信息的能力也是有限的,尤其是面对复杂多变的资本市场,各种经济因素、制度因素、心理因素等多种变量都会影响到资本市场的价格波动,信用评级不能作为评估信用风险风险的唯一依据,每一位投资者应当在作出投资决策时保持应该有的谨慎。

(二)信用评级机构存在自利性和公共性的角色冲突。信用评级机构自产生起就同时具备了两种角色——信息提供商和市场看门人。信息提供商的角色来源于评级机构解决资本市场的信息不对称问题的功能,评级机构通过收集、分析、甄别信息,贩卖加工后的信息产品,即信用评级而生存。因此,评级机构是市场中以营利为目的的经济人,自利是其活动的核心动机,自身利益最大化是其经济活动的最终目标,也是社会经济增长和繁荣的主要源泉。而市场看门人角色则是具有强烈社会公共性的,“公共性作为为他性、为众性,意味着人在为自己负责的同时,还要为他人负责,为共同体、为社会负责”<sup>[5]P71)</sup>。评级机构的公共性就在于通过向市场参与者揭示信用风险,防止市场中的机会主义行为,从而维护投资者的利益。而随着市场监管规则对信用评级结果的广泛引用,信用评级机构就开始带上了官方色彩<sup>[6]P57)</sup>。根据经济人理性的假设,在良好的社会秩序下,经济人追求自身利益最大化的自由行为在市场机制的引导下,会无意识地并有效地增进社会公共利益。可是,事实表明,所谓公益目标可于利润的无限追求中自然达成的判断只是一种不切实际的幻想<sup>[7]P110)</sup>。尤其是,信用评级机构的收入来源于发行方所负担的评级费用。信用评级机构对自我利益的追求往往会忽略其评级行为的公共性。次贷危机中信用评级机构的表现足以证明了其逐利的本性。

(三)信用评级负外部性因资产金融创新增强。外部性是指经济行为主体的经济活动产生了一种有利或者不利的影响,但是这种影响所带来的收益或者损害并不是有经济行为本人所承担,而是有行为人之外的人承担。负外部性就是对这种不利的影响和损失。信用评级作为一种信息产品,本身具有公共产品的特性,“一旦信息被提供,就如同空气一样的流动性是没有人能够绝对的独自享受、消费而不被他人收益,即所消费的额外成本趋近于零。”<sup>[8]P68)</sup>随着现代信息技术的发展和应用,信息产品的传播途径多元化,传



播速度之快非常容易引起金融市场的“羊群效应”,信用评级的不准确会导致金融市场资源配置的无效率。金融创新增加了市场的流动性,却带来了更大的信息不对称和系统性风险。20世纪80年代以来,金融创新促使股票市场、债券市场和外汇市场的价格联动特征更加明显,而且金融创新的泛滥给国际资本的流动提供了更便捷的途径,各国经济极易受到国际经济环境的冲击,某个市场的经济动荡都会因为信息的快速传播而蔓延到世界各地。在金融全球化的今天,信用评级的升降通过计算机系统瞬间传播至全球,带动一系列的市场反应,若评级失准,那么不准确的信用风险信息就会被金融创新工具传导至金融市场的各个环节。

(四)政府不当干预影响信用评级机构保持中立性。信用评级机构要客观公正地表达评级结果,必须保持中立性。评级机构一定要独立于涉及经济利益的市场参与者、投资者、发行方、其他金融机构和政府。中立性要求评级机构不能屈从于任何限制它做出正确评级的压力和影响。政府作为市场主体参与经济活动的情况下,过度干预信用评级同样是影响评级公正的行为。政府会在市场中融资,受制于政府的信用评级机构的公正性会受到削弱,这在国际融资的环境中表现得更为明显。纽约证券评级的失败就是政治压力影响了评级的公正所致。因此,当人们在讨论该如何建立民族评级机构的时候,一定不能将信用评级机构仅仅当做是国家利益的代表,这违背了信用评级机构作为一个中立的市場中介组织的性质,评级机构维护的是市场机制的有效性和资源配置的效率,客观公正的评级是其根本的任务和存在的意义。

### 三、信用评级机构失灵的治理机制选择

从多次的信用评级失灵事件来看,每次评级失灵都会引起人们对于信用评级机构如何更好地履行职能的讨论和思考,信用评级一方面给市场提供了大量的有效信息,成为资本市场不可缺少的一部分;一方面过度逐利又扭曲了市场的资源配置,误导了资本的流动,造成巨大的经济损失。那又该如何应对这一棘手的矛盾呢?“矛盾无处不在,理性的个人追逐自身利益的强大冲动力,既是经济衰退的主要原因,也是经济增长和繁荣的主要源泉。无论这种结果是好是坏,均依赖于人为的社会制度结构,这种制度结构指限制人类行为并将它们的努力导入特定渠道的正式和非正式的规则及其实施效果。”<sup>[9][P1]</sup>一直以来,声誉机制都被认为是保证评级机构公正客观的基本约束,政府的监管是无效率的,直到2001年的安然事件爆发,信用评级行业的治理机制才成为人们讨论的焦点。

(一)声誉治理机制及其有限性。自亚当·斯密开始,经济学中一直把声誉作为保证契约诚实执行的重要机制,“法律和信誉是维持市场有序运行的两个基本机制。事实上,与法律相比,信誉机制是一种成本更低的维持交易秩序的机制。”<sup>[10][P55]</sup>声誉可以理解为为了获得交易的长远利益而自觉遵守合约的承诺,在多次交易中,一方或者双方都能够获得关于别人能力和偏好和声誉的有价值的信息,基于对丧失未来收益的恐惧,双方缔结的合同会自动实施,即使每一方都意识到另一方是狭隘自利的。随着现代金融中介市场的

发展,声誉机制对金融中介的影响也成为许多金融学家所关注的问题。一般认为金融中介机构在金融市场中扮演了信息生产人的角色。在传统的以间接融资为主的资本市场中,银行生产并消费信息,银行的信用可以解决储户和企业所面临的道德风险和信息成本问题。而在直接融资的过程中,由于信息处理方面的规模效应和信息生产技术上的专业性,信用评级机构承担了信息生产和认证的功能。与银行不同的是,信用评级机构本身并不直接消费信息,其收入的构成同评级结果亦没有直接的联系,这可能引发中介机构的道德风险,进而影响信息的质量。信息的质量又是影响金融市场效率的关键因素,由此而产生的问题就是如何保证信用评级的客观性和真实性。声誉机制被认为是信用评级机构生产可靠性信息的保证。高声誉的评级机构能够为投资者带来更为可靠的信息。信用评级机构的声誉越高,其维持自身声誉和保持自律的动机就越强,声誉是一种获得更多交易的资本,就意味着一旦丧失声誉所造成的损失也将是非常惨重的,而且积累声誉资本需要获得较长的一个时期。因此,信用评级机构不会因为眼前的利益而放弃较长时间的更多的利益,维持和建立声誉可以保证信用评级机构自律并防范道德风险的发生。

但是声誉机制发挥作用是有条件的。声誉机制在信用评级行业要发挥作用必须满足三个标准:(1)信用评级机构的声誉资本在已发行的证券当中接受验证;(2)信用评级机构一旦发布虚假信息,声誉所遭受的损失大大超过在评级中的收费;(3)评级是有成本的,评级机构一旦获得购买信息的高昂收益,应当能够解决投资者和发行人之间的信息不对称<sup>[11][P62-63]</sup>。张维迎(2006)将声誉机制发挥作用的条件概括为四个方面:(1)博弈必须是重复的。或者说交易关系必须有足够高的概率持续下去。如果交易关系只是一次性的,当事人在未来没有赌注,放弃眼前的收益就不值得,声誉就不会起作用;(2)当事人必须有充足的耐心。一个人越有耐心就越有积极性建立声誉。一个只重视眼前利益而不考虑长远利益的人是不值得信赖的;(3)当事人的不诚实行为能被及时发现,一个高效率的信息传递系统对声誉机制的建立具有至关重要的意义;(4)当事人必须有足够的积极性和可能性对交易对手的欺骗性行为进行惩罚,而且惩罚的成本不能太高。为此,在美国信用评级行业,声誉机制作用是非常有限的。首先,信用评级市场的信息公开并不充分,在次贷危机的调查中,信用评级机构对于评级过程、评级结果所依赖的模型及其实质性影响因素没有正式的文本记录,评级机构仅仅是公布评级结果,更重要的是信用评级的专业性带来了信息的不对称;其次,信用评级行业的寡头垄断,限制了信用评级使用者的可选择性,中断交易的威胁就变得没有意义;再次,监管规则对评级结果的引用增加了对评级机构失信惩罚的成本。因此,当信用评级机构在金融市场中力量足够大的时候,声誉机制的作用就变得非常有限了。那如何确保在这种情况下合作均衡仍能达成,这就需要第三方治理机制对非合作方进行惩罚。

(二)政府监管及其监管有限性。次贷危机之后,加强对信用评级机构监管的呼声日益高涨,声誉机制的无效为政

府监管提供了合理性来源。但是,声誉机制的失效仅仅是提供了政府监管的可能性,而非意味着政府监管就可以解决一切市场失灵的问题。从制度替代的角度看,政府对市场经济的干预实质是一种制度替代。这种制度替代功能决定了政府地位的派生性,即如果市场运行良好,则无需政府干预,只有市场自身出了问题而不能解决时,才需要政府的制度替代<sup>[12][P193]</sup>。政府监管替代声誉机制并非当然性地解决了信用评级市场中所出现的问题,仍然要面临许多考验和难题。次贷危机之后,美国证监会获得了对信用评级机构进行实质审查的各项权利,以及对各种行为的处罚权。美国证监会准备从注册申请、市场结构、信息披露、缓解利益冲突等多个方面对评级机构进行监管。这似乎是对社会舆论的积极回应,但是要注意的是监管过度和缺乏监管一样会导致社会资源的浪费。任何市场都存在机会主义和利益冲突,机会主义和利益冲突的发生程度和展现形式也有所不同,到底何种程度需要市场主体的反复博弈以求得自治还是选择政府监管来纠正市场失灵仍是一门深奥的艺术。

信用评级机构是一种依赖于市场需求而自发的民间机构,以营利性的企业形式存在。就评级最发达的美国而言,三大国际评级机构的历史超过了美国证监会,信用评级之所以受到市场的认可,很大程度上来源于信用评级机构的独立性。无论是存在形式上还是理论上,信用评级机构不能受制于政府。“评级机构和政府或者金融当局的结合,将有可能导致政府对自由的资本市场的干涉,这同样违背了市场各方的意愿。”<sup>[4][P110]</sup>尤其是国际资本市场中,政府对信用评级的过度干预就会产生外国投资者对评级结果的不信任,有可能在那些政策和金融都不稳定的国家,企业债券被本国的评级机构给予较高的评级<sup>[13][P9]</sup>。评级机构的目的是为投资者揭示信用风险,为信用良好的企业降低融资成本,进而提高市场的有效性,因此,评级机构的立场是中立的,政府在资本市场中既是监管者的角色,有时也会成为融资者,虽然政府是公共利益的典型代表,政府融资的目的必然也是为了提供公共服务,但是成为市场交易的主体,政府也必须遵守公平交易的原则。政府也存在寻租的可能,政府很有可能对信用评级机构施加压力以获得较高的评级,信用评级反映到融资产品的定价中,降低了政府的融资成本,却干扰了市场机制的正常发挥,也带了金融资源的不公平分配。由此,信用评级机构的监管与金融机构的监管不同之处在于,其监管不仅仅影响的是风险问题,还有公平的问题,全面而严格的监管增强了政府对评级机构的控制权,可

行的方法是尽量控制政府对评级行为或者评级结果的评价,通过塑造信用评级行业适度竞争的市场结构,强制评级信息的公开等方式来减少评级机构的机会主义行为。

由上,在信用评级失灵的历史事件中,造成评级失灵的原因既有市场失灵的因素,政府不当干预的因素,也有评级机构的有限理性因素。信用评级机构在次贷危机风波中的失败表现也并非仅仅来源于评级机构的道德风险,而是一个市场结构、道德风险和集体的非理性等多种因素造成的,对评级机构的治理也需要综合分析,声誉机制是一个低的成本的治理方式,但是,在评级机构对市场有较大影响力的情况下,尤其是结构性金融产品融资的领域,政府的监管会比声誉机制更有效果。

参考文献:

- [1] W. Braddock Hickman: Corporate Bonds: Quality and Investment Performance [R]. National Bureau of Economic Research. 1958.
- [2] Clair A. Hill: Rating agencies Behaving Badly: The case of Enron [J]. Connecticut Law Review, Spring 2003.
- [3] SEC Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies [R]. July 2008.
- [4] [日]黑泽义孝,梁建华等译.债券评级[M].北京:中国金融出版社,1991.
- [5] 郭湛主编.社会公共性研究[M].北京:人民出版社,2009.
- [6] 邹建平编译.国外债券评级[M].沈阳:辽宁人民出版社,1993.
- [7] 卢代富.企业社会责任的经济学和法学分析[M].北京:法律出版社,2002.
- [8] 盛学军.证券公开规制研究[M].北京:法律出版社,2002.
- [9] [冰]思拉恩·埃格特森.吴经邦等译.经济行为和制度[M].商务印书馆,2004.
- [10] 张维迎.信息、信任和法律[M].三联书店,2006.
- [11] Roger Stover: Third-Party Certification in New Issues of Corporate Tax-Exempt Bonds: Standby Letter of Credit and Bond Rating Information [J]. FIN. MGMT, Spring 1996.
- [12] 李昌麒主编.经济法理念研究[M].北京:法律出版社,2009.
- [13] Steven L. Schwarcz: Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox. University of Illinois Law Review [J]. May 2002.