

经济日报学术文库

信用评级机构监管研究

——后危机时代

XINYONG PINGJI JIGOU JIANGUAN YANJIU

姜楠著



 经济日报出版社

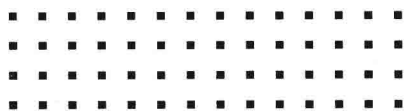
经济日报学术文库

信用评级机构监管研究

——后危机时代

XINYONG PINGJI JIGOU JIANGUAN YANJIU

姜楠著



 经济日报出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

信用评级机构监管研究：后危机时代 / 姜楠著. —
北京：经济日报出版社，2014. 6
ISBN 978 - 7 - 80257 - 648 - 3

I. ①信… II. ①姜… III. ①信用评级—监管制度—
研究—中国 IV. ①F832. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 119692 号

信用评级机构监管研究：后危机时代

作 者	姜 楠
责任编辑	范静泊
责任校对	张明明
出版发行	经济日报出版社
地 址	北京市西城区右安门内大街 65 号 (邮政编码：100054)
电 话	010 - 63567960 (编辑部) 63516959 (发行部)
网 址	www. edpbook. com. cn
E - mail	edpbook@126. com
经 销	全国新华书店
印 刷	北京天正元印务有限公司
开 本	1/16
印 张	14
字 数	206 千字
版 次	2014 年 8 月第一版
印 次	2014 年 8 月第一次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 80257 - 648 - 3
定 价	42. 00 元

版权所有 盗版必究 印装有误 负责调换

序

从公共利益理论到管制俘获理论,再到信用评级机构声誉资本理论和监管许可理论,经济学界对于信用评级机构监管的理论研究始终在发展和创新。

信用评级机构一直以来都被冠以投资者利益的“守护者”和金融市场“看门人”的美誉,理论与实践都肯定了它在解决市场信息不对称方面的正面效应。但是信用评级机构的信用评级却是一把双刃剑,准确的评级能够纠正市场信息不对称、提高市场效率和监管效率,不实的评级不仅不能真实反映被评级对象的信用状况,而且可能给市场造成重大打击。

在过去的四十多年里,信用评级机构的信用评级已经多次与重大的金融事件有关:1970年Penn Central运输公司的破产案、1994年的橙县破产案、1997年的亚洲金融危机、2001年安然破产事件和2002年World Com破产事件,再到2007年的世界金融危机,信用评级机构都起着推波助澜的作用。尤其是2007金融危机的爆发给世界经济带来巨大的冲击,信用评级机构信用评级失真、信用评级调整滞后、信用评级的集中大范围调整等事实充分暴露信用评级机构监管中的诸多问题。

信用评级机构的信用评级从本质上讲就是一种定价服务,评价那些需要资源的经济主体的虚拟资本的多少,引导市场按评级结果去分配资源。因此,信用评级机构提供的不再是简单的中介服务,而是作为社会的

综合代表参与了对经济主体的信用资本定价,对经济主体、甚至包括政府的信用资本评价就有了话语权。在以信用资本高低决定配置资源多少的市场上,如果信用评级机构的活动是垄断的,那么这种话语权就具有决定性作用。

在信用经济时代,社会信用资本评价是多元化的,这种多元化包括评价主体多元化、评价目的多元化、评价结果应用多元化。如果信用评级机构对社会信用资本评价的结果被用于社会管理、评价行为对社会产生影响,这些评价活动就会影响社会公众的投资判断和选择,甚至投资行为。2007 金融危机的爆发,某种意义上来说是由于美国三大信用评级机构对信用衍生工具的信用资本价值评定级别过高,导致二级市场出现频繁交易、规模无限扩张的局面。然而,社会可承受的信用资本规模并非是无无限扩张的,信用主体自身信用资本的最大化与社会能够接受的信用资本有限量之间形成矛盾,这需要一个合理的平衡区间。超越了这个区间,社会上信用资本泛滥无度,就会存在危机隐患。

金融危机的教训是惨痛的,但更加重要的是寻求解决问题的良方,防止悲剧再度上演。同样,对于信用评级机构监管的困境是找到可行的改革方案。从这个意义上说,后金融危机时代未尝不是信用评级机构监管改革的良机。正所谓“亡羊补牢”,为时未晚。这方面,不乏学者的真知灼见。美国、欧盟、有关国际组织等正提出和修改加强信用评级机构监管的动议和规则。

姜楠博士撰写的《信用评级机构监管研究:后危机时代》一书,运用了经济学最新理论和方法,以金融危机为背景,深入分析了信用评级机构信用评级的行为和质量,对是否应该对其监管进行实证研究,提出中国应采取政府主导型信用评级机构监管模式,并统一监管部门,进行宏观审慎监管,防范系统性风险。书中运用大量的资料,如各种数据、案例,紧扣宗旨、旁征博引,不失学术严肃性的同时,增强了可读性,令人展卷有味、不忍释手。毋庸置疑,这是一部学术性、可读性有机结合的力作。当然,学术研究本身是一个不断求索和勇于创新的永无止境的過程。期待姜楠博士再接再厉、勇往

直前、再出精品,为提高中国信用评级机构规范发展,更为中国信用评级机构在国际信用评级市场话语权的取得、维护国家金融安全 and 经济安全建言献策。

中国人民大学
吴信明

2014 年 4 月 16 日

目 录

CONTENTS

绪 论	1
一、问题的提出	1
二、结构安排与研究方法	10
三、创新和不足	14
第一章 CRAS 监管文献研究综述	16
一、国外研究现状	16
二、国内文献研究	29
第二章 CRAS 监管基础理论分析	33
一、公共利益理论	33
二、管制俘获理论	38
三、声誉资本理论	41
四、监管许可理论	49
第三章 CRAS 监管制度的演进	53
一、自律监管:1975 年前	53

- 二、规范化监管:1975 ~2001 年 56
- 三、法制化监管:2001 ~2007 年 60
- 四、2007 年后:金融危机发生后的监管改革 63
- 小结 68

第四章 CRAS 在金融危机中的行为分析 69

- 一、CRAS 在金融危机中的行为 69
- 二、金融危机中 CRAS 的行为表现分析 72
- 三、CRAS 在金融危机中表现出的问题 77

第五章 金融危机中美国 CRAS 监管中的问题 88

- 一、过度信奉自律监管 88
- 二、监管阻碍市场自由竞争 90
- 三、监管规则难解利益冲突困局 101
- 四、信息披露监管仍有局限 110
- 五、监管部门被俘获 113
- 小结 115

第六章 中国 CRAS 监管的现状与问题 117

- 一、中国 CRAS 发展现状 117
- 二、中国 CRAS 监管现状 124
- 三、CRAS 监管的必要性分析:博弈论方法 137
- 四、中国信用评级质量的实证检验 143
- 五、中国 CRAS 监管存在的问题 154

第七章 构建中国的 CRAS 监管体系 175

- 一、统一监管部门:宏观审慎管理 175
- 二、选择监管模式:政府主导监管模式 178

三、监管框架设计 179

四、监管具体措施 181

参考文献 195

后 记 210

绪 论

马克思曾说:“如果在修建铁路时必须等待单个资本的积累达到足够的程度,那么世界上也许就不会出现铁路。但是由于股份公司信用形式的出现,瞬间就把这件事实现了。”19 世纪 40 年代,美国开始大规模修建铁路,并出现了对资金的大量需求,铁路工业迫于资金的压力开始向社会公众筹集资金,铁路债券的发行,带来了投资者和筹资者之间的天然的信息不对称性,投资者也开始面临更大的信用风险,由此信用评级业务开始萌芽,最终在 20 世纪初,第一家现代 CRAS(信用评级机构, Credit Rating Agencies, 缩写为 CRAS)出现。

一、问题的提出

(一)CRAS 在现代经济体系中具有重要的功能

在现代市场经济体系中,CRAS 发挥着重要功能,许多学者对此提出了不同的观点,其中大部分学者认为,CRAS 的功能主要表现为信息媒介和监管认证。CRAS 的监管认证功能主要指信用评级可作为金融市场监管的工具,CRAS 不仅从事信用评级服务,同时还给予准备进入金融市场的经济主体以“许可”(license),进而减轻监管负担。CRAS 的信息媒介功能是指 CRAS 出具的信用评级报告中具有新的信息,也可以说 CRAS 提供信用评

级服务时首先是要对已有的信息进行综合分析,进而产生新的信息。研究表明,受评对象的信用等级与违约率之间存在显著的相关关系,即高信用等级对应的违约率较低,而低信用等级对应的违约率则较高。因此,只要通过简单的信用等级符号就可以传递出受评对象的信用风险水平。同时,如果受评对象信用等级进行调整或者被 CRAS 列入观察名单,也是在向市场媒介着新的信息。^①

还有一些学者认为,CRAS 具有三个功能:一是解决信息不对称功能,即 CRAS 通过发布债券的评级信息,解决发行方、投资者以及监管者之间的信息不对称问题。此时,一方面 CRAS 向发行方提供信用评级服务机制,另一方面,投资者和监管者能够从 CRAS 的规模经济中获取新的信息;二是监管功能,即金融监管部门在监管时使用信用评级并在相关法律中予以规定,发行方进入金融市场必须进行信用评级,同时投资者也可以通过信用评级确定投资决策;三是标准化功能,即信用评级可以使发行方增加发行金融产品的途径,也使得投资者可以使用信用评级比较风险。^②

综合上述观点,在现代市场经济体系中,CRAS 的功能主要包括两个方面:

第一,信息媒介功能。CRAS 凭借其独立第三方的角色为投资者提供发行方及其发行金融产品的信用风险信息(如图 1-1 所示)。

① 袁敏,资信评级的功能检验与质量控制研究[M],立信会计出版社,2007年,第38~41页。

② Fabian Dittrich, The Credit Rating Industry: Competition and Regulation, Lulu. com, 2007, p14.

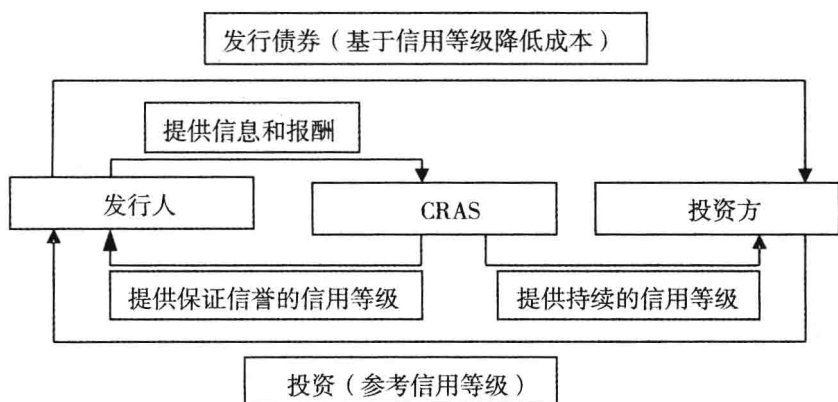


图 1-1 CRAS 的信用媒介功能

首先,CRAS 的信息媒介功能减轻了投资者进行信息收集和分析的压力。相对于 CRAS 来说,投资者信息收集和分析的能力相对有限,可能会面临所要购买的金融产品带来的信用风险,而 CRAS 却可以相当有效地进行信息收集及做出信用评估。^① 因此,投资者会更愿意投资已经经过 CRAS 评级的金融产品,即使回报率较低也不在意。

其次,CRAS 具有规模经济效应。CRAS 提供的各种服务,使得 CRAS 可以降低投资者的投资成本,提高工作效率,因此投资者不需要再投入较多的人力成本和时间成本,进行信用风险度量分析。“信用评级满足了投资者对固定收益投资风险信息的需求。CRAS 通过对信息进行专业的收集、分析、处理和散播,可以消除个人进行该活动重复的和低效的投入。”^②对于很难获取或很难理解的金融产品的相关信息来说更是如此,如结构性金融产品、主权债务等复杂的金融产品,全面、客观地分析这些产品需要投入相当多的资源、系统的专业知识、良好的分析能力。“对于投资者来说,收集

① David M. Ellis, Different Sides of the Same Story: Investors and Issuers Views of Rating Agencies, Journal of Fixed Income, Vol. 7:4, 1998, p. 35.

② Frank Partnoy, The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies, Washington University Law Quarterly, Vol. 77, No. 3, 1999, p. 629.

与投资相关的充足的、潜在的信息,并全面的分析可能是不能接受的高昂投入。”^①

当然,从投资者对 CRAS 媒介信息功能的使用和依赖程度看,不同类型的投资者表现出的使用范围和依赖程度不尽相同。如规模较大的机构投资者拥有较多的信息资源和具有很强的信息收集、处理、分析能力,它们可以独立进行信用评估,因此,它们将 CRAS 的信用评级作为参考因素或修正或检查内部信用风险评估;相反,那些因为自身信息资源不充足、未建立内部评级体系的小型机构投资者和个人投资者具有强烈的 CRAS 依赖。

第二,预警风险功能。CRAS 的预警风险功能具体可以表现为质量认证、监管标准和合约的管理及控制等三个方面。

首先,质量认证。在投资组合风险管理中信用评级具有重要的作用。为了提高业绩、增加报酬,代理人会往往倾向于投资高风险的业务,使得投资者面临额外风险,因此,投资机构在投资指南或者内部管理制度中一般会限制代理人的投资权限。该限制主要基于 CRAS 为其投资对象出具的信用评级报告,通过信用评级报告的质量认证,一方面用于限定代理人的投资领域,同时将投资领域与投资期限要求相结合,合理确定投资比例;另一方面,要求代理人在投资对象信用等级发生变化的情况下应该进行调整。

此外,CRAS 对于受评对象的信用评级不仅决定着它们能否进入市场,还决定着它们进入市场时需要具备的条件(比如提高存款保证金、提供抵押品等)^②。由于“监管机构和投资者可以通过信用评级报告确定受评对象的经营状态、持续经营能力和投资价值。”^③因此,人们称 CRAS 是资本市场的“看门人”或进入资本市场的“通行证”。如果信用评级达不到一定的级别,那么发行方即使能够勉强发行金融商品,也要付出极高的代价,即发

① Steven L. Schwarcz, Private Ordering of Public Markets; the Rating Agency Paradox, University of Illinois Law Review, Vol. 2002, No. 1, 2004, p. 21 ~ 22.

② 李信宏等,信用评级[M],中国人民大学出版社,2006年,第222页。

③ 缪心毫,跨境资产证券化私人治理法律问题研究[M],厦门大学出版社,2010年,第35页。

行收益率极高的金融商品。

其次,监管标准。尽管 CRAS 一再声明,其所发布的信用评级报告仅仅是关于信用风险的观点和意见,这种观点和意见与其他商业言论属于同一性质,但是,金融监管部门和国际组织仍然在控制金融机构投资风险时大量使用 CRAS 的信用评级作为监管标准。金融监管部门和国际组织在监管规则中禁止机构投资者购买低于一定信用等级的证券,如果机构投资者持有的证券低于规定的信用等级时需要增加资本成本。监管规则中依赖信用评级成为越来越普遍的现象,这使原本是私人机构的 CRAS 带上了公共服务机构的特点。现在,不仅在证券业和银行业的监管中利用信用评级,对房地产和保险业的监管也引入了信用评级,由此,CRAS 由于其所拥有的“特权地位”,被称为“准监管者”。

最后,合同管理和控制。CRAS 发布的信用评级在私人领域的合同履行过程中还具有监控的作用。这种监控作用主要表现在合同中规定的“评级触发”条款,当合同中的一方信用等级下调或者低于设定的水平时,将给予合同另一方事先约定的权利,如选择权、提高利率等形式多样的权利。当企业由于财务状况恶化导致信用等级下调,其融资成本也会增加,这将进一步引起其信用等级的降低,同时导致“评级触发”条款启动,从而加剧该企业的流动性危机,甚至可能破产,这就是“级联效应”(cascading effect)。在这种情况下,信用评级作为一种法律事实的变化直接影响各方的权利和义务,信用评级逐渐转变为管理和控制合同当事人权利义务的开关。^①

(二)美国“评级霸权”对全球货币金融体系的影响

随着资本市场的全球化,从 20 世纪 70 年代开始,美国的 CRAS 开始走向世界,在很大程度上垄断了全球信用评级市场。据 SEC(2003)年对全球

① 王彦鹏,管控的失语与权力的高歌——美国 CRAS 助推次贷危机根源论[J],北京大学金融法研究中心编:《金融法苑》(总第 78 辑),中国金融出版社出版,2009 年,第 48 页。

信用评级行业的估计,从1999年到2002年期间,全球的CRAS数量有130~150个,而这些CRAS中的绝大部分只是在特定区域从事特定行业的信用评级。但是,美国的穆迪、标普和惠誉却在全球超过70个国家开展着信用评级业务,这三大CRAS的评级业务占有所有评级的99%。据国际清算银行报告,“在世界所有参加信用评级的机构中,穆迪涵盖了80%的银行和78%的公司,标准普尔涵盖了37%的银行和66%的公司,惠誉涵盖了27%的银行和8%的公司。”^① SEC已经意识到美国三大CRAS“评级霸权”地位带来的弊端,并采取了一系列的改革措施,美国NRSRO(全国认可的统计评级机构, Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, 缩写为NRSRO)的数量也由最初的三家,增加到十家,但是,短期内三大CRAS的“评级霸权”地位仍难以动摇。根据2011年SEC的年度报告,“10家NRSRO在2009年一年内给出的评级中,标准普尔占33.71%,穆迪公司占32.59%,惠誉公司占23.61%,三家合计仍高达89.90%。在对政府债券、地方债券、主权债券的评级中三大CRAS的垄断程度最高,三家合计超过99.00%。”^②总之,在未来的一段时间内,美国三大NRSRO在世界信用评级市场中的垄断地位仍将持续,国际资本市场的信用评级仍将牢牢地被美国掌握。

信用评级的实质是资本定价。^③ 从传统理念看来,信用评级是对发行人或其发行的某种证券的信用风险进行评估,预测违约的可能性及最大损失,并以信用等级符号来表达CRAS对企业信用行为以及可能结果的观点。但从现代信用资本的角度来看,信用资本是一种虚拟资本,是由信用主体持有、社会授信形成的、非实物的资本。与实物资本相比,信用资本带给人们的利益更强大,更多样化。信用评级就是针对信用资本的价值提供的一种

① 李国民,美国金融危机的成因与教训——基于估值、保证金、杠杆和流动性角度分析[M],中国经济出版社,2010年,第120122页。

② 陈虹,国际信用评级改革任重道远[J],中国金融家,2011.10,第138~139页。

③ 吴晶妹、王欣妍,信用评级业:创新、升级、信用监管[J],农村金融研究,2011.02,第24页。

定价服务,评价那些需要资源的经济主体的虚拟资本的多少,引导市场按照评级结果去分配资源。因此,在现代市场经济条件下,CRAS 提供的不再是简单的中介服务,而是作为社会的综合代表参与了对经济主体的信用资本定价,因而对经济主体、甚至包括政府的信用资本评价就有了话语权。在以信用资本高低决定配置资源多少的市场上,如果 CRAS 的活动是垄断性的,那么这种话语权就具有决定性。美国三大 NRSRO 对国际信用评级市场的垄断,即美国的“评级霸权”,不仅在一定程度上使美国能够拥有全球金融市场准入的话语权和主导权,还使其享有全球金融市场和战略资源的价格决定权,以及某种意义上的监督管理权。换言之,美国对 CRAS 的掌控,对其统治国际货币金融体系具有关键作用。中国学者向松祚将信用评级称为“整个国际货币金融体系的命门和枢纽”。^①

(三)金融危机凸显 CRAS 监管的问题及危害

2007 年金融危机的渊藪和发源地是美国。在这场危机中,CRAS 本身的多个问题逐一暴露,由于 CRAS 对结构化金融产品进行的失真信用评级导致了危机的范围不断扩大、程度不断加深。在金融危机发生后,众多研究分析认为住房按揭抵押贷款支持证券(residential mortgage-backed security,缩写为 RMBS)和次级抵押贷款支持的债务抵押债券(Collateralized Debt Obligation,缩写为 CDO)是此次金融危机的诱因,CRAS 对结构化金融产品的信用评级超高,使其能顺利进入资本市场进行销售,并受到投资者的追捧,使风险放大、积聚,并最终引起金融危机的爆发。同时,在金融危机爆发后,CRAS 对结构化金融产品进行普遍、快速、无序地降级,使投资者信心下降,从而加速了金融危机的发展。

鉴于 CRAS 在金融危机前后出现的诸多问题,CRAS 以及美国三大的声誉大幅度降低,遭受到经济损失的消费者开始寻求除了 CRAS 之外的保

^① 向松祚,美国信用 CRAS 如何影响国际货币金融体系[J],价格与市场,2010. 06,第 12 页。

护和救济。但是,人们惊异地发现了一个令人无法接受的事实,即在金融危机发生前的 CRAS 并未受到有效监管。从历史的角度看,可以说 CRAS 的监管远晚于 CRAS 本身的发展,或者说信用评级市场在 CRAS 监管体系发展之前就已经高度成熟了。

(四)中国 CRAS 监管及其改革迫在眉睫

与欧洲和美国不同,中国 CRAS 目前规模还比较小,产品服务种类单一,在国际信用评级市场影响力弱。而且,中国 CRAS 的出现和发展一直依赖于政府对信用评级市场培育、推广和支持。在信用评级机构监管模式上中国虽然采取“政府主导”模式,但在金融危机爆发前,仍然存在“多头监管”和“无人监管”并存、法律法规不健全、利益冲突无法避免、信息披露制度不健全等问题,CRAS 的整体发展水平也不符合日益发展的市场多元化需求。

2007 年金融危机爆发后,中国政府和业内专家、学者从信用评级的市场需求和供给、信用评级理念和方法的升级、CRAS 的国际地位、CRAS 的监管等多个角度进行了探索和研究。中国政府相关主管部门对 CRAS 在金融体系中的地位开始高度重视,2012 年初的第四次全国金融工作会议上,对信用评级市场的规范和发展被提上日程。提升信用评级技术、提高 CRAS 的声誉,推动本土 CRAS 的发展,使其成为在国际上具有影响力的 CRAS 业已成为今后政府信用体系建设的重要方向。统一对 CRAS 的监管、加强对 CRAS 的监管将成为中国 CRAS 监管改革的主要目标。

在中国即将面对的 CRAS 监管改革中,以下问题是我们不得不进行深入思考的:缺乏监管的美国 CRAS 为何能够迅速发展,并在国际金融市场中发挥着重要的作用? CRAS 在声誉机制的约束下自律发展存在哪些功用和弊端?金融危机前后 CRAS 的行为表现为何引起社会的普遍指责?中国 CRAS 的监管是否有效?存在哪些问题?中国 CRAS 的发展进程中到底需不需要政府的监管?政府在监管中要发挥什么作用?金融危机后国际社会进行的 CRAS 监管改革给中国的 CRAS 监管改革带来什么启示?中国