

国际信用评级业的美式评级: 认识与思考

吴晶妹 谢巧燕

摘 要: 信用评级担负公众利益,满足公众意愿,富有社会责任,因此,在社会经济中的作用日趋重要。可以肯定,对国际信用评级业任何有价值的讨论都难以回避美式信用评级。美国“早熟”的信用评级业发展到世界范围内,其根源于美国的经济全球化和金融全球化。21 世纪初两次危机的爆发与国际信用评级业的美式评级密切相关。因此,打破国际信用评级业的垄断性经营,建立区域化、多元化的国际信用评级业新的发展模式对世界经济的稳定发展至关重要。文章以研究美式信用评级的形成为主线,总结了信用评级业兴起的动因,并对美国信用评级业进行了阶段划分,论证了国际信用评级业美式评级的存在,对其进行了深度思考,以期找到国际信用评级业发展的新趋势。

关键词: 信用评级; 美式评级; 区域化

中图分类号: F830.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1004-9142(2014)02-0068-06

信用是现代虚拟资本,是资源配置的一种新的资格与手段,它由经济主体自我创造,并通过社会综合评价而定价,这种定价被称为信用评级。纵观信用评级业的发展历程,不难发现,世界信用评级业的发展史实质上也是美国信用评级业的发展史。美国依靠其全球化的经济发展模式、完善的监管制度、三大评级机构的所谓先进的模型与技术及其自诩的客观独立,成就其信用评级业的

国际地位。现阶段,全球重要的评级业务基本集中在美国的三大评级机构——标普、穆迪、惠誉手中,它们的寡头垄断地位也使其拥有影响世界经济发展态势的能力。几十年来,很多国家、无数机构一直在质疑和不满,甚至抗议,而三大信用评级机构在经济发展中实际发挥的作用,使这些质疑与不满显得有些苍白。21 世纪初,美国次贷危机和欧洲债务危机的爆发不得不让我们重新对危机

收稿日期: 2013-11-26

作者简介: 吴晶妹,女,黑龙江黑河人,中国人民大学财政金融学院教授,经济学博士,博士生导师;

谢巧燕,女,河南平顶山人,中国人民大学财政金融学院博士研究生。(北京 100872)

基金项目: 本文受到北京市科委“国外科技计划项目信用管理制度跟踪研究”(编号: Z121100005812009) 及教育部人文社会科学重点研究项目“债务危机下的信用交易与信用监管研究”(编号: 10JJD790012) 的资助。

中暴露出的关于信用评级业发展的问题认真反思: 漏洞百出的美国监管、机械的数量模型与技术、非客观独立而利益化的信用评级。〔1〕这些深层次的问题已对世界经济的健康稳定发展产生了重大影响。展望未来, 以美国三大评级机构为首的国际评级秩序亟待重建, 全球信用评级业的发展模式也必将发生改变, 因此, 研究全球信用评级业发展模式的走向具有重要意义。

一、信用评级行业兴起的动因

1. 资源配置方式的变革

随着信用经济的发展, 熟人信用经济逐渐向陌生人信用经济过渡, 信用经济发展的区域性和全球性使资源配置方式从粗放式向集约式发展。信用实践的本质及其复杂性, 使人们逐渐认识到信用风险与收益之间的沟壑可以由信用风险披露和信用风险评估来弥合。于是, 早期的信用评级是以为经济主体和社会主体提供风险咨询和风险评价的第三方身份出现。由于信用评级机构是独立于筹资方和投资方之外独立的机构, 它是保持在自身独立的前提下, 以一种特定模型和技术来记录、分析和呈现信用风险的等级和大小, 其最终目的是尝试对风险或虚拟资产进行定价, 从而改善资源配置的方式和实践。此时, 信用评级业是由经济体系内部催生, 信用评级业的出现极大程度上促进了跨时间、跨地域式的资源配置方式的发展, 促进了金融创新和经济发展。

2. 信息技术和计算机网络技术的应用与普及

科学技术的发展与应用一直是美国经济进步和社会发展的主要推动因素之一。信用评级行业作为风险咨询和风险评价的主体, 在风险控制和经济稳定发展中的作用越来越凸显。随着区域经济的发展, 更大范围内的资源配置成为可能, 因此, 信息的跨区域共享成为困扰信用评级业发展的主要障碍。而信息技术和计算机网络的出现, 使得信息跨区域传播成为现实。信息技术与计算机网络技术在信用评级行业的应用, 一方面使各机构内部的资源得以整合和统一, 保证了资料的完整性、统一性, 节省了人力资源成本, 促进了信用评级行业向更加专业化的方面发展; 另一方面, 加快信息传递的速度和资源共享的深度, 有利于

提高信用评级的时效性和广泛性, 进一步促进了信用评级业向更高层次和更广阔的领域发展。

3. 政府的整顿与推动

信用评级的发展离不开政府的推动。从美国信用评级行业的发展历程我们可以找到佐证, 每次信用评级行业实现跨越式发展, 都与政府的政策和颁布的法律分不开。政府在信用评级行业的作用, 一方面体现在强制性上, 例如它对信用评级的使用范围和使用方式进行规范和统一等, 信用评级业也在这种政策的“春风”中蓬勃发展; 另一方面体现在对评级技术和评级方式的统一和协调上, 这种技术和方式的趋同性, 为信用评级机构的兼并与重组提供了可能; 最后, 体现在对评级机构的认可上, 只有被政府认可的评级机构, 才能在全国范围内进行评级, 这种行政上的“认可权”和行业内自由竞争的发展模式, 基本上宣布了信用评级业完全竞争时代的结束。无论如何, 政府对信用评级业发展的作用是毋庸置疑的。

4. 信用评级行业的自我创新

信用评级行业的兴起与发展除了上述因素外, 也得益于自身业务的先进性和创新性。我们仔细审视美国信用评级行业的发展不难发现这一特征: 20 世纪 30 年代美国经济大萧条, 大批公司倒闭、破产, 但那些信用评级业给出高级别的债权, 其违约率却极低。自此美国信用评级行业迎来了发展中的第一个“黄金时段”, 不但被公众所接受和认可, 也被管理当局认定为保护投资者的一种方法。20 世纪 70 年代, 美国“宾州中央铁路公司倒债事件”使人们对信用评级这一“投资者的保护伞”产生了质疑, 紧接着带来了美国信用评级行业第二个“黄金时段”, 信用行业内部开始兼并与重组, 淘汰那些规模小、信誉低的信用评级机构, 美国的信用评级业开始了行业内的调整和升级。由此可以看出, 信用评级行业的兴起和发展虽有一定的历史偶然性, 但同时与其产品和业务、机构上的不断创新密不可分。

二、美国信用评级业发展的四个阶段

第一个阶段: 20 世纪初至第一次世界经济大危机前

1909 年穆迪 (Moody's) 开始对债券评级, 这

是信用评级业的最早业务。此时,债券评级比债券市场的发展已晚了三个世纪。起初,债券市场对信用评级的需求并不强烈,规模也很小。信用评级机构在当时的市场只是一个提供参考信息的一般性咨询服务机构,它们完全依赖对债券风险揭示的准确性来赢得投资者的信任。评级机构完全依赖投资者缴纳的会员费或评级资料订阅费获取收益。这一时间,评级业在信誉支撑下生存,并缓慢发展。

第二个阶段:第一次世界经济大危机至20世纪60年代末

在第一次世界经济大危机的中后期,为了监管银行的债券投资风险,美国财政部作为银行的监管者,通过货币监理署(OCC),首度使用信用评级,规定按信用评级结果监管债券账户,该监管规定于1931年生效。1938年,美国财政部、联邦储备体系的董事会、联邦储蓄保险公司董事局和货币监理署发布了一个联合决议,规定对投资条件、投资构成、净资本计算、最低资本要求的监管中使用信用评级。借助这些监管规定,信用评级机构开始受到市场关注。但是,此时市场对信用评级的需求仍然不旺,信用评级业仍然没有大规模发展。

第三个阶段:20世纪70年代初至21世纪初的次贷危机前

20世纪70年代初,美国宾州铁路公司破产再次激起了各方对风险的关注。1973年,美国证券交易委员会(SEC)公布新的规则,规定该委员会有权认可特定的评级机构为国家认可统计评级机构(Nationally Recognized Statistical Rating Organization, NRSRO),提出了根据NRSRO的信用评级结果实施分类监管。NRSRO的信用评级成为了美国SEC金融监管的基准。从此,信用评级业的地位与作用发生了质的变化。2004年,巴塞尔委员会出台的新资本协议对信用评级的认可和具体使用规定,更是进一步推动了评级作为监管工具的国际化。

第四个阶段:21世纪初的次贷危机至今

在次贷危机爆发之前,美国金融监管当局已经意识到了信用评级的超重要地位和需要加强评级监管等问题。美国参议院于2006年9月通过了《信用评级机构改革法案》(The Credit Rating

Agency Reform Act, CRARA),正式授权美国证券交易委员会为信用评级机构的监管主体。CRARA法案是信用评级业监管的分水岭。在CRARA法案颁布以前,监管部门对信用评级业是认可与使用,并没有开展真正意义上的监管,其发展基本上靠行业自律。在CRARA法案实施以后,监管部门才有可能开始真正的监管活动,从此,信用评级业进入监管主导与自律约束发展并行的新阶段。

三、国际信用评级业的美式评级格局

国际信用评级业的“美式霸权”格局,可以从美国三大评级公司的业务覆盖面、行业集中度、收入结构中初窥端倪。

(一) 三大评级机构业务遍及全球多数地区

表1 三大评级机构业务覆盖范围

标准普尔	穆迪	惠誉
美洲	北美	北美
EMEA	EMEA	EMEA
亚太地区	亚太地区	亚洲/大洋洲
	拉丁美洲和加勒比地区	拉丁美洲

由表1可见,三大评级机构的业务覆盖区域基本一致,均覆盖了全球大多数地区,只是在板块划分上略有差异。

(二) 国际信用评级业行业集中度高,集中于美国三大评级机构,形成寡头垄断格局

美国2011年SEC出具的报告显示,从评级数量来看,标普和穆迪分别评了大约120万和100万份报告,分列第一、第二,惠誉以约50万份报告量位居第三,三家评级机构占了全部NRSRO评级数量的97%,这一比例与2010年基本一致[2]。从这点来看,NRSRO的业务集中度相当高。此外,反映行业集中度的HHI指数(Herfindahl-Hirschman Index)高达4.495,集中度相当于市场上仅存在2.86家规模相近的企业。[3]

(三) 三大评级机构国内外收入各半,国外收入中评级收入占多数

1. 标准普尔的收入结构

标准普尔的收入包括了评级收入、产品服务和指数服务两大部分,下面分别针对这两部分收入分析其来源的地域和分类构成。

表2 标普收入的地域构成

项目	评级收入(百万美元)			产品和服务和指数服务收入		
年份	2011	2010	2009	2011	2010	2009
国内	910	919	799	941	829	798
国际	857	776	738	413	360	324
总收入	1767	1695	1537	1354	1189	1122

数据来源: 麦格希(McGraw-Hill) 公司 2011 年年报

由表2可见,标准普尔的评级收入一半以上都来自于美国国内,EMEA(欧洲、中东和非洲)、亚太等其它地区的营业收入总和占总收入的比重不到50%,但两部分的差距不明显。同时,标准普尔的产品服务和指数收入的区域分布特点非常明显,其70%左右的收入都来自于美国国内,其它国家和地区此类收入的总和不及美国国内收入的一半。另外,在标普评级收入、产品和服务和指数收入两种收入的对比中,标普的评级收入占比达50%以上,比重相对较高,但总体来看两部分收入的差距不大,相对均衡。

2. 穆迪收入结构

表3 穆迪收入的地域构成

收入(百万美元)	截至 2011 年 12 月		
	2011	2010	变动率
美国	1177.00	1089.50	8%
国际	/	/	/
EMEA(欧洲、中东、非洲)	708.4	627.4	13%
其它	395.3	315.1	25%
国际总计	1103.70	942.5	17%
总计	2280.70	2032.00	12%

数据来源: 穆迪 2011 年年报

穆迪 2010 年和 2011 年年度报告收入构成显示,穆迪的营业收入有一半以上来自于美国本地,另外 EMEA 地区收入占总收入的 30% 左右,包括亚太、拉丁美洲、加勒比地区等在内的其它地区营业收入占比只有 15% 左右,其收入来源呈现明显的地域分布特点。

表4 穆迪 MIS(Moody's Investors Service) 和
MA(Moody's Analytics) 对比

收入(百万美元)	2011 年	2010 年	变动率
穆迪投资者服务收入总计	1634.70	1466.30	11%
穆迪分析收入总计	722.4	636.3	14%

数据来源: 穆迪 2011 年年报

穆迪的营业收入中,绝大多数来自于投资者

服务的收入,占比达 70% 左右。对比穆迪和标普的收入分类可见,标普的评级收入近似于穆迪的投资者服务收入,标普的产品服务/指数收入近似于穆迪的分析收入。进而对比二者两类收入的占比可见,二者的主要收入都来自于评级类收入,而标普的收入构成比较均衡,即产品服务/指数部分收入所占比重相对较高,穆迪收入差距则较大。

3. 惠誉收入结构

惠誉评级公司 2011 年收入的地区分布

地区	收入(百万美元)	同比增长
北美	288.2	4.1%
EMEA(欧洲、中东、非洲)	284.7	15.7%
亚洲/大洋洲	97.3	19.1%
拉丁美洲	62.5	18.7%
总计	732.7	11.5%

数据来源: Fimalac 公司 2011 年年报

与标普和穆迪两家评级机构业务收入中在美国国内的收入占比都超过 50% 不同,惠誉的收入中北美区占比还不到 40%,而 EMEA 地区收入占比达近 40%,拉丁美洲和亚太地区的收入比重也在 10% 左右,收入分布比较平均。这种收入构成结构正是由惠誉的性质决定的,三家国际评级机构中,惠誉是唯一一家欧资的评级机构,公司 97% 的股权由法国 FIMALAC 公司控制,它在美国市场上的规模要比其它两家评级公司小,但在全球市场上,尤其是在新兴市场的敏感度比较高。

四、对国际信用评级业美式评级的思考

世界信用评级业美式评级的形成,不利于世界各国、各经济主体公平地参与世界经济活动,也不利于世界经济和金融业的稳定。我们认为要进一步发展信用评级业,必须重新审视以下七个问题:

(一) 信用评级的定位与功能

信用评级的实质就是一种定价服务,即评价

需要资源的经济主体的虚拟资本的多少,引导市场按评级的结果去分配资源。因此,从这种意义上说,评级机构提供的不仅是简单的中介服务,而是作为社会的综合代表参与了对经济主体、社会主体的信用资本定价,引导资源分配。全球经济的信用化趋势日趋明显,信用资本已日益成为参与全球经济与资源配置的重要条件之一,拥有强大的信用资本正在成为强国的不可缺少的重要标志。在以信用资本高低决定配置资源多少的市场上,拥有对信用资本的定价权,就相当于拥有了对经济主体、甚至对政府信用评价的话语权。因此,对一个国家来说,拥有信用评级的话语权要比拥有信用资本本身更为重要,信用评级可以成为一个国家发展的重要战略资源。

(二) 信用评级服务的区域性

信用评级服务于市场,而市场是有一定区域性的。全球共用美国三大评级机构,则成为一种难以理解的现象之一。众所周知,不同的区域、不同的市场、不同的文化背景与社会习惯决定了不同的信用交易方式与规则,形成了不同的信用价值观,信用定价机制与内容就应不同。信用评价机构不可能是万能的,区域外机构若不了解本区域内的市场,就没有横空评级的资格。在区域性的市场中,区域的管理者与参与者通过彼此之间的博弈,形成适合自己的评级理念与评级模型,并按照区域内产生的评级体系进行评级,按照这样的评级结果进行资源配置,因此,话语权应限定在一定区域内。

(三) 信用评级机构的治理结构、收费模式与独立性

客观、独立的评级是获得市场信任、生存与发展的根本。现在的评级机构很难做到这两点,这主要源于收费模式的扭曲与治理结构的不合理。现在的评级费用是向被评估对象收取的^①。被评估人的权利包括对评级收费议价、事前知晓评级等级,它们有事实上的权力。而评级结果的使用人因不支付费用,无成本,它们既不知评级过程,也不知评级的方法、模型、指标和因素,甚至不知道结果究竟是如何得来的。它们没有评级程序上的发言权与监督权。因此,人们有理由质疑,评级

机构由于利益驱动,主观或客观地趋向于向其支付费用的被评估人。

如果评级机构是以盈利为目的的企业法人,那么就应该按公司治理结构来经营、管理公司。股东构成不能与市场交易方有利益冲突,不能与评级活动或被评对象有关联交易;董事与监事会构成中应设立独立董事和监事。鉴于评级产品具有明显的外部性,已成为事实上的准公共品,政府有责任加强对评级机构的监管,应向评级机构派驻政府观察员,加强监督,要求评级公司提高评级透明度,强化评级披露制度。

(四) 信用评级机构的责任与收益

目前,评级业,特别是美国三大评级机构的责任与收益是不匹配的。作为法人经营性机构,它们不承担法律责任;作为社会服务机构,它们不承担社会责任。它们可以不公开自己的评级指标、模型等,不披露与评级生产过程及结果有关的内容,这就相当于对所卖的食品不标注所用主料、配料,类似包装上的三无产品,消费者完全不知食品是怎样被生产出来的、是否安全。不尽告知义务,也不承担产品责任,还有高额、垄断性收益,这是目前国际信用评级业美式“信用霸权”的又一有趣现象。^[1]现实中,社会公众会受制于信用评级,主动或被动地按照信用评级改变自己的预期。因此,信用评级行业承担社会责任是必须的,也是不可避免的。

(五) 信用评级监管

目前全球信用评级的监管存在严重问题,主要是监管不平等及监管缺陷。监管不平等,表现在监管机构指定必须使用信用评级,但并不管理信用评级,信用评级的规范与约束大部分是通过行业自律组织实现的。因此,形成了一种信用报告使用者只有使用信用报告的义务,却没有对信用报告产生过程和评级方法的知情权和监督权,权利与义务严重不对称。在美国,社会公众、投资者多次质疑评级机构,均被监管机构保护,这有违市场经济平等交易的原则。监管缺陷表现在信用评级机构只有准入机制,没有退出机制。目前的信用评级已被监管部门作为制度安排,广泛存在于资本市场、银行信贷、商贸等领域。这些制度安排使评级产品具有了公共品的性质,同时甚至还

^① 信用评级的主要流程是被评估人申请、付费、评级机构初评,评级结果通告被评估人确认,或复评,无异议后,公告最终评级结果,投资人等免费使用评级结果。

具有了强制与垄断的权力。当市场风险来临,而评级完全不能预期或评级结果已然百分百不符合事实时,评级机构的经营却可以不受任何影响,没有任何机构退出。这完全不符合市场经济的规则[1]。信用评级担负公众利益,满足公众意愿,富有社会责任,由政府适度监管是必须的。因此,明确监管机构及监管职能,加强对评级机构的具体监管已成大势所趋。

(六) 信用评级理念与技术

与迅速发展的信用经济相比,现在的评级理念与技术已显然落后了。这主要表现在两个方面:一是评级的范围与内容。现在的评级主要关注的是偿债风险,主要基于被评估人的财务实力、融资能力等。这是把信用当成实体资本的一种表现,这表明对信用的理解与认识狭隘、有限。事实上,现在信用的应用和信用交易已更加广泛和深入。信用成为一种新型的、独立存在的虚拟资本,信用资本的构成不仅包含财务、融资能力,更包含诚信意识与社会交往。信用交易不仅涉及经济交易,还涉及社会关系、道德与社会责任。一个主体的信用资本由它的基础诚信度、社会合规度、交易践约度三部分构成。相应的,信用评价应评价的范围与内容就应该包括失信率、违规率、违约率。信用评价要发现与预期信用资本运行的风险与特征,而不仅是实体经济运行的风险与特征。如果不能独立于实体经济与实体资产价格波动而开展评级,信用评级就与其他风险定价毫无区别,也与公众对其的期望相去甚远。二是评级的前提与假设。目前的评级模型均以实体经济的经济周期为前提、以实体经济的交易风险影响因素为基本假定,其评级结果必然是在经济周期向上时,评级结果大都均好,经济下滑时,评级结果大都下调。系统性风险、信用风险自身的规律性因素未纳入评级模型,致使评级预测在全面风险爆发时的失效在意料之中,期望之外。

(七) 信用评级产业链

当前信用交易与相关服务日益普及,正在形成信用服务产业链。确定关联交易,明确责任,明确上下游,建立防火墙,防止信用服务链断裂,这是危机后信用服务业及政府监管都必须面对并理清的问题。打破垄断,并不意味着有能力的机构都可以做信用评级。会计、审计咨询服务这些做

实体资本定价服务的机构就不适合开展信用评级。实体资本定价与信用虚拟资本定价完全是两回事,信用定价必须独立于实体资本,否则只是实体资本定价的附属品,没有任何意义。这是两个各自独立的行业,不能混同。信用评级业改革在即,明确行业链条、建立行业规则迫在眉睫。

五、结论

如果说,市场是无形的手,那么监管就是有形的手。回顾美国信用评级发展历程,我们看到了这只有形手的力量。更为引人注意的是,美国信用评级的发展模式已经国际化,正影响着很多国家,其中也包括中国。反思美国正是为看清我们自己。从对信用评级业发展模式的分析中我们可以得出这样的结论:未来国际信用评级行业的发展模式必定进行一场改革,而这种变革的发展趋势必定是去除垄断性,最终形成一个区域性、多元化的国际信用评级行业。面对这样一种变化,我们建议,中国现阶段的主要任务应放在以下几个方面:一是建立权威性的信用评级机构,开展主权评级、债项评级、主体评级等主要评级并报告,在国内外评级市场上掌握话语权;二是成立专门的信用研究部门,研究国内外信用交易现状与发展趋势,特别是国有企业在海内外的信用交易,设置风险控制线及预警指标,提供监管办法,同时研究信用经济发展趋势,预测国内外信用风险,为防范信用危机提供对策;三是开展社会信用体系建设,建设信用社会。

参考文献:

- [1] 吴晶妹. 从美国三大遭全球质疑看信用评级未来发展[N]. 经济参考报, 2010-07-30.
- [2] 2011 summary report of commission staff's examinations of each Nationally Recognized Statistical Rating Organization, As Required by Section 15E (p) (3) (C) of the Securities Exchange Act of 1934, 2011.9
- [3] According to the U. S. Department of Justice, markets in which the HHI is between 1,000 and 1,800 points are considered to be moderately concentrated, and those in which the HHI is in excess of 1,800 points are considered to be concentrated, <http://www.usdoj.gov/atr/public/testimony/hhi.htm>.

(责任编辑: 新中)