



评级博弈

帕纳伊奥蒂斯·贾华士

监管部门无可选择，民间信用评级大展身手，履行公共职能

信用评级机构已经成为金融格局中不可或缺的一部分。这些私营信用评级机构为谋求贷款和发行债券等固定收入证券的企业和政府评估信用风险。对这些机构的依赖根深蒂固，以至于有借款意向者常常必须获得信用评级才能从资本市场中筹集资金。评级可为有意向的贷款机构提供有关借款者信誉的指导，这有助于确定借款者必须为融资所支付的利率或价格。

但是，这些民间评级机构的评估本应针对民间金融市场，如今却赫然应用于公共领域——例如，全世界的监管部门都在利用这些评级来评估银行有价证券的风险水平，由此决定金融机构必须持有多少资本，以防止破产。如今，对于作为资本充足率基础的风险，监管部门日益重视，信用评级机构对这种风险的评估实际上已经转变为一项公益事业。

将信用评级机构——主要是标准普尔、穆迪和惠誉（见专栏1）——纳入公共监管领域产生了两种后果。首先，它改变了银行业监管的性质，从依赖静态、固定百分比的方式转变为采用动态评分的方式，评分可根据某一评级机构对信用风险的评估而有所变化。这无疑是更加先进的办法，但同时也增加了复杂性，而且也会出现不正确、过时或对其他方面具有误导性的风险评估。其次，它导致私营实体在监管中——在正常情况下，这是一个由公共部门发挥作用的领域——具有牢固的地

位。对评级机构进行的大多数探讨集中在利益冲突和其他与评估质量有关的问题。然而，对于私营信用评级机构谋求股东价值最大化的目标与其所发挥的监管功能目标之间可能存在的严重利益冲突，相关的讨论却少有提及，尽管这些机构并未主动谋求承担监管职责。

主管部门在重新审视全球金融危机发生前期的监管和监督失职时，他们必须检讨对信用评级机构的严重依赖性。任何评估都必须考虑到改变所导致的成本，尽管如此，仍有各种各样的潜在途径，其中包括改革评级机构，将其纳入政府的管理之下，或找到其备选机构。

信用评级的发展

随着金融市场变得日益复杂，借贷机会大量涌现，贷方机构获取潜在借款者完整信息的能力也变得日益困难。借助于规模经济，评级机构可提供具有成本效益的信息服务，这些信息服务缩小了投资者对借款者的了解和借款者对投资者的了解之间的差距——给每一个借款者赋予一个等级，即所谓的评级。通过减少借款者和贷方机构之间的这种信息不对称性，评级机构可提升市场的流动性，从而促进金融活动并减少成本。拥有较高（亦即更好的）信用评级的借款者通常可享受优惠条件，能以较低成本更加容易地进行更大规模的

融资，因为他们被视为风险更小且更有可能全部偿清所借的款项，包括利息。通常情况下，评级是指尽职审查流程中的初始参考点。

尽管信用评级机构为私营公司，然而自20世纪70年代以来，其在金融监管框架中的作用却在不断拓展，尤其因为各国签署了一项国际协议，旨在根据银行资产风险评估其有价证券，并据此设定资本要求。这就是所谓的“巴塞尔协议II”，旨在增加监管标准的细微差别（见专栏2）。采用评级机构的信用评估的一项关键理由基于如下理念，即与根据总资产固定比率来设定资本要求的更为简单化的监管办法（早期的巴塞尔协议I中所确定的方法，此法较少顾及区别性对待）相比，评级机构测定信用风险的办法更加先进。

根深蒂固的影响

在后危机时代，有关信用评级机构在金融监管中所发挥作用的争论主要集中于诸如利益冲突和绩效充分性等问题之上。在所提出的诸多质疑中，下述几个颇具代表性：评级机构如何赋予相应的评级；他们针对什么内容进行评定；以及评级是否加剧了危机前出现的借贷高涨并因此导致资产泡沫，且在危机发生之后引起了相反而有害的效应。上述担心不无道理，但是他们同时也着重指出，信用评级如何竟成为了金融体系中不可或缺的一部分——可以说，在发挥着“根深蒂固”的影响，以至于居然取代了尽职审查的地位，而非仅仅作为决策的补充性信息（国际清算银行，2009年）。这种根深蒂固的影响部分是由于银行、投资基金和其他私营实体的投资战略所致。然而，主要的原因是，信用评级机构在公共政策活动中扮演着制度化的角色，尤其在银行业监管中，但在诸如确定央行

专栏1

三大评级机构

某些评级机构的历史可以追溯到19世纪，评级机构主要对企业 and 政府所发行债务的信用风险进行评估，也对投资产品进行评估，如担保债务凭证。这些机构通常会为其赋予一个评分，亦即评级，风险较小的债券，品质最高，而清偿可能性较低或根本没有清偿可能的债券的品质最低，不一而足。

在评级业务中发挥主导作用的有三家公司——穆迪、标准普尔和惠誉。穆迪和标准普尔的总部均在纽约市，各占全球业务的40%，而惠誉的总部位于纽约和伦敦，在全球业务中约占10%。全球各地也分布有小的评级机构，大多针对特定国家和特定产品的利基市场。

运营中的抵押品资格及政府管理或运营基金（如养老基金）的投资决策等领域也同样如此。

在金融监管中，采用机构评级不仅导致监管流程——本质上应当是政府的责任——的私有化，而且导致政府为了降低监管成本及提高效率和细微差别等所谓的利益而放弃其一项关键职责。

政府失灵

将监管责任交与民间机构可被视为某种形式的政府失灵，因为国家实际上把监管的权力让与了私营公司，而只保留了监管整体结果的责任。这种办法问题重重，其原因有多种：

- 信用评级机构的目的是促使利润和股东价值的最大化。尽管他们在提供可靠的信息方面具有十分强烈的动机，但是与在提供信息时肩负公众利益责任的监管机构相比，他们并没有同样的使命。当民间动机与公共使命不完全相容时，可能会发生潜在的冲突和混乱。或许会损害其中一个或两个的利益。假如公共使命受到损害，监管流程的公信力便会遭到破坏。

- 令人惊讶的是，对信用评级机构的许可和监管十分有限（Katz, Salinas 和 Stephanou, 2009年）。选择评级机构的标准主要基于市场认可，而非因为其符合法定的监管要求或拥有相应的许可。评估体系和所采用方法的有效性、对评估机构的授权流程及确保问责制的监测体系均相对较弱，最多也就只有个粗略的框架。

- 即使某一评级机构享有优秀的既往业绩记录，但是其监管流程的公信力也会有被削弱的风险，因为从本质上讲，评级难免出错；他们所依赖的是主观上的判断。在市场中，假如某一评级机构的评级被人认为并不可靠，那么它便将失去客户并最终破产。然而，假如此信用评级机构是监管框架的一部分，那么它所犯的错误可能会造成严重的影响，但即便是表现不佳的执行者会最终被罢免，只要评级机构是监管框架的一部分，它又怎么会破产呢？假如评级机构的意见导致市场发生扭曲，谁将为此负责——尤其如果最终致使金融机构手中持有的资本太少？某个存在缺陷的评级将会对依赖评级者形成误导，可能需要为此付出高昂的代价。评级机构会定期发出提示，即他们所做的评级仅仅是参考意见，不对评级融入监管的后果负责。或许，他们比政府当局更理解这个问题的性质。

- 评级的变化对市场产生推动力，影响资产的价值，并由此影响资本要求。他们还影响到上述资产能否用作抵押品。从本质上讲，这并非坏事（实际上，此类变化的目的是影响风险和资产价格的评估），但是某一项改变或许会突然引发不稳定的局面，不必要地

增加脆弱性，和/或导致资产价值的过度调整，在出现降级的时候尤为如此。随后，评级的变化可导致由监管引发的危机。此外，由于信用评级具有压倒一切的重要性，投资者的决定主要依赖评级（如某些养老基金），所以投资者进行的尽职调查大幅减少，甚至根本不进行尽职调查。

• 由于对信用评级机构服务有需求的人对其深信不疑，因此，长期以来，信用评级机构对市场动态拥有巨大的影响力。对评级在监管中作用的膜拜无疑使其潜在的权力得以无限拓展。消费者能够对同一评级体系下的不同资产类别进行比较，同时也无需对众多信用评级机构所采用的方法进行甄别，因此消费者将受益匪浅，也正因如此，对于由少数企业垄断的行业而言，评级进一步使其内部的竞争发生扭曲。对于用户而言，评级机构越少，反而越容易且越有优势。

况且，即使符合资格的民间信用评级机构很好地履职尽责，也始终会存在出现不当行为的可能性——其中包括，因向评级机构支付费用的是潜在的借款者而非潜在的贷方机构，这样的事实会否有意或无意地对评级判断产生影响。可能出现的不当行为与任何实际的错误行为一样，都可轻而易举地损害这一流程的公信力。

前路漫漫

资本要求是整体监管框架中的一个重要方面，而信用评级则对上述要求的确定发挥着至关重要的作用，因此，在后危机时代针对监管体制的改革中，必须对信用评级机构的角色功能加以考虑。至少可以采取四种改革方向。

强化监管力度：这将会涉及对现有规则的修改，但

专栏2

巴塞尔协议

第一个巴塞尔协议被称为巴塞尔协议I，于1988年在全世界10大经济体的央行行长会议上签署，旨在对国际活跃银行的监管者提供指导。

这一组织如今被称为巴塞尔银行监管委员会，拥有27个成员国，总部设在瑞士的巴塞尔，是独立于各国央行的国际清算银行的一个正式分支机构。

该组织曾先后通过三项正式协议——均针对如何确定银行所必须维持的资本数额等问题。2004年，签订了巴塞尔协议II，而2010年9月，成员国就巴塞尔协议III——一系列综合性改革——达成了一致意见。如何实施其推荐方案目前仍在讨论之中。

是信用评级机构的监管角色基本保持不变。然而，监管可能会更加严格。例如，主管部门或许要求评级机构提高自己运作机制的公开性。或许还要改变其获取报酬的方式，以解决利益冲突问题。可能会对其收取的费用进行监管。政府可针对评估机构及其所采用的评级方法建立更加有效的评估和认证流程，加强质量管理。可建立起投资者委员会，以请求获得相关的信用评级，这一机制将把客户和评级机构分离开来。监管者应当承认评级的易错性，并建立起可接受的准确度等级，虽然此举将在出现不准确的评级时产生有关追索补偿或赔偿等诸多问题。其中有一些办法或所有的办法都能缓解某些问题，提高准确性和响应性，并当某个谋求有利评级的实体也在为评级而付费时，设法减少利益冲突。然而，这样的改革并不能解决民间动机和监管对评级准确性的公共使命之间的根本性冲突。

可能出现的不当行为与任何实际的错误行为一样，都可轻而易举地损害这一流程的公信力。

另一个可能的做法是对民间信用评级机构进行广泛的监管，使其从根本上成为公共事业。这种方法可大幅减少利益冲突，并且与建立一种全新的公共信用评级机构相比，所花费的成本也小得多。同时，它也将引发诸多问题：如何选择一个评级机构？有借款意向者是否将被迫采用某一特定机构的评级？是否将要求评级机构毛遂自荐？是否存在一个竞选流程？

公共解决方案：可将一个或多个民间信用评级机构纳入政府的管理之下，或在监管活动中剔除所有的民间机构，其原有的角色由一个新的公共机构来取代。新的机构将遵循一个透明且业已经过验证的评定方法。它将收取一定的费用，以支付其运营成本，但是其主要的目标并非是追求利润的最大化，而是提供准确的信息，以优化监管流程。建立这样的一个机构可能超出了单个国家的能力范围，而且可导致其他的问题，如监管保护主义。与此同时，若要将这样的一个机构推向超国家层面的市场之中，无疑是一项十分复杂的工程，需要开展国际合作并要求具备强烈的互信。

公共解决方案将会解决某些利益冲突问题，但有可能产生有关国家主权信用评级的新问题，因为这将致使国家对自己进行评级，或由国家所拥有（全部拥有或部分拥有）的一个实体对自己进行评级。而且，公共机构将必须建立起公信力，并且确保不会受到政治影响，以证明自己是一个可靠的信息来源。这无疑会导致高昂的成本，因为它涉及建立一种或多种新制

后危机时代的改革

2008年危机之后，改革所重点关注的是评级机构，尤其是位于美国和欧盟的评级机构。美国的《多德—弗兰克法案》加强了对评级机构的监管，以强化对信息披露的要求，解决由“用户付费”模式所导致的利益冲突问题。此项立法同时要求监管者探索新的方法，以减少对评级机构的依赖，并定期制备审核报告。

欧盟不打算减少对评级机构的依赖；相反，它在扩大监管的范围，并改变评级机构的业务模式。针对认证、信息披露要求和利益冲突等项目，欧盟出台了非常严格的规则，其中包括如下提案：要求债券发行者必须每三年更换一次评级机构，而假如评级机构对此发行者10种以上的分期债务票据进行评级，则要求每年更换一次。

其他提案还包括：允许欧盟的一个监管者在“例外情况下”禁止机构发布主权信用评级，以及建立一个公共的欧盟评级机构。

度的问题。同时，它也会产生各种问题，如规制俘虏、评级易出错、不及时、道德风险及因其决定而造成政治动荡。现有评级机构的业务很可能将大幅下滑。

回归更加简单的资本规则：也可完全消除评级机构的作用，监管者可针对借款者重新实施一些预先确定的简单资本要求。这样，流程变得更加简单，从而也提高了透明性，这两者可对细微差别和技术含量方面的不足有所补偿。对监管者而言，应用和监测起来也更具可预测性和便捷性。重新采用静态比率可消除因评级变化所导致的判断误差，当然，比率的确也将是一个备受争议的焦点问题。如若消除了民间评级机构的利益冲突问题，则透明性和可预测性无疑将有所改善。提高了简单性也可减少市场参与者规避监管的可能性。然而，简化的资本规则可能增加筹集资金的成本，而且可能使得一些实体更难以筹集到资金，这无疑会影响到金融活动，并可损害经济的增长。此外，由于更加简单化的规则不对各种危险进行差别性区分，因而可对银行产生负面激励作用，促使其将资金借给风险更大的实体，从而增加了未来发生金融危机的可能性。因此，如若实施简单规则的方法，必须对其进行严密的监测，并须与其他监管工具和指标结合使用。这样的方法具有相对的简单性并无需建立起制度，因此这个方案在实施起来，政府的所花费的成本最低。从政治的角度看，任何重新采用简单规则的企图都意味着使巴塞尔协议 II 处于失败的境地，因为巴塞尔协议 II 支持基于风险的资本要求。

与市场挂钩的资本要求：这种方法将依靠市场来

决定某一机构为了支撑某一资产而所必须持有的资本水平（Rosenkranz, 2009年）。用于判断资产风险概况的是市场价格而非信用评级。其实，持有某一固定收入证券所需的资本数量与其收益有关。某一证券所需资本的上升与其针对某一指定基准的扩展程度成正比。市场将对风险起决定作用。

这样的一种方法将把信用评级机构从监管中剔除出去，与此同时，将保留一种先进、透明且市场友好的流程。实际上，由于市场意志常常发生改变，可以更加频繁地对资本作出调整——与信用评级机构的评级变化相比，这种变化的方式更加平缓而微妙，前者常常导致突然且不稳定的活动。但是，这种方法需要有活跃且流动性强的市场，或许需要以最低和最高资本要求作为辅助手段——将其转变为一个简单资本规则选项的变体。在发生市场危机期间，当价格超过某些阈值并大幅偏离了基本价值时，额外的保护措施将要求监管者实施干预。市场可为监管者发挥导向的作用，而无需将其从监管流程中剔除出去，正如他们在依靠信用评级机构时所采取的措施一样。但是，存在被人为操纵的可能性，当流动性受到限制或资产的交易频率较低，从而易受到脆弱活动影响时，情况尤为如此。

必须依据所期望获得的优势——须对这种优势加以确定并尽可能对其进行量化——对每一种选项的缺陷和成本进行认真衡量。从某种程度上讲，这是在对自己要服用的毒药进行选择，因为总是会存在由监管所致的风险的，而且那些被监管者将总能够找到新颖的方法，以规避或破坏他们不喜欢的规则。对信用评级机构进行的任何改革都必须意味着对监管进行更加广泛的改进，因为在发生2008年全球金融危机之后，发现了许多监管方面的缺陷（见专栏3）。而且，必须对向新体系过渡所致的成本进行密切关注，因为这些费用的数额无疑将十分巨大。然而，成本不应成为不作为的借口，因为不作为将把政府永久地置于失灵的境地，并使金融监管的公信力大打折扣。而这将损害金融部门和经济的健康，无论就单个国家而言还是就全球而言。■

帕纳伊奥蒂斯·贾华士（Panayotis Gavras）为黑海贸易与发展银行政策与策略部联席主管。

参考文献：

Bank for International Settlements Basel Committee on Banking Supervision (BIS), 2009, "Stocktaking on the Use of Credit ratings," Joint Forum Working Group on Risk Assessment and Capital (Basel).

Katz, Jonathan, Emanuel Salinas, and Constantinos Stephanou, 2009, "Credit Rating Agencies: No Easy Regulatory Solutions," World Bank Crisis response Policy Briefs, Note Number 8 (Washington).

Rosenkranz, Robert, 2009 "Let's Write the Rating Agencies Out of Our Law," 2009, Wall Street Journal, January 2, p. A15.