

# 中立评级机构对发行人付费评级体系的影响\*

孟庆斌 张 强 吴卫星 王宇西

**内容提要:**本文以中债资信的成立为研究背景,分析了中立评级机构的进入对发行人付费评级质量及债券市场的影响。研究基于中债资信给出更低评级的现象展开,主要发现:在发行市场上,中债资信给出较低主体评级的发行人所发行的债券,发行成本较高;在交易市场上,中债资信做出评级后债券收益率升高,且具有长期性。更为重要的是,在中债资信市场份额较大、影响力较强的行业中的公司,其发行人付费评级水平较低,评级虚高的问题得到抑制;而且,抑制效果产生的原因是发行人付费评级机构的声誉机制,而非学习机制。

**关键词:**公司信用债券 中立评级机构 发行人付费评级 评级虚高 声誉机制

**作者简介:**孟庆斌,中国人民大学商学院副教授、博士,100872;

张 强,中国人民大学商学院博士生,100872;

吴卫星,对外经济贸易大学金融学院教授、博士,100029;

王宇西(通讯作者),中国人民大学商学院硕博连读研究生,100872。

**中图分类号:**F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2018)05-0053-18

## 一、引言

近年来,随着我国金融改革的逐步深入以及金融市场的快速发展,以公司债、企业债、中期票据(以下简称“中票”)等为代表的公司信用债券市场取得了长足进步。公司信用债券定价的核心,信用评级(Credit Rating)也随之受到了越来越多的关注。信用评级,又称资信评级,是一种评级中介为大众提供发债主体(公司)或债项资信信息,或者为投资者提供决策参考的信用量级服务。评级中介根据受评公司的偿债能力和违约风险做出评级决策,使投资者可以基于单一确定的标准迅速准确地了解成千上万家发债公司的风险特征,并由此做出投资选择。因此,长期以来,评级中介在减少债券市场信息不透明度、提高市场效率方面发挥了巨大作用(Ederington等,1984;何平、金梦,2010),同时也对发债公司、债券市场甚至国家金融体系产生了巨大的影响(Becker和Milbourn,

\* 基金项目:自然科学基金面上项目“卖空机制、私有信息与知情交易”(71772174);自然科学基金青年项目“政府监管、市场监督与公司信用债券定价”(71302156)。作者感谢匿名审稿专家的宝贵建议,文责自负。

2011)。然而,评级中介多采用发行人付费的模式,即发债主体雇用评级中介对其进行主体或债项评级。发债主体与评级中介之间的雇用关系以及评级市场的竞争压力使信用评级不可避免地出现了评级虚高(Jiang等,2012;Frenkel,2015)和评级选购(Skreta和Veldkamp,2009;Efing和Hau,2015)等问题,从而导致信用评级信息效率下降。

针对这些问题,学者们对投资人付费模式进行了研究,发现这种评级方式能够较好地解决上述问题(Bongaerts等,2012)。投资人付费中介给出的信用评级往往显著低于发行人付费中介,且对于那些向发行人付费评级机构支付评级费用较高的评级主体,这样的现象更加明显(Xia,2014)。此外,投资人付费评级机构提供的评级结果包含的信息更多,反映信息更为迅速,且能够对好坏两种信息做出比较对称的反应(Beaver等,2006),因此它们的评级决定与投资者的需求更为一致(Cornaggia和Cornaggia,2013)。然而,有些学者却认为由于发行人付费评级业务高度集中于少数几家公司,评级方法简单透明,评级失误易被投资者察觉,基于自身声誉的考虑,公司不会出具不准确的评级结果,其内部控制机制足以解决利益冲突问题(Smith和Walter,2002)。更为重要的是,投资人付费模式虽然能够促使发行人付费评级机构下调企业评级,但由于投资人付费评级机构与投资者利益一致,其评级难以避免受委托方的影响,因此是否能够真正有效地解决发行人付费模式中存在的问题也还需要进一步研究。

上述争论的焦点在于投资人付费评级机构终究存在利益冲突,以及国外中立评级机构的缺失。我国独特的背景为我们解决上述问题提供了有利的条件。2010年9月,中国银行间市场交易商协会代表全体会员出资设立了我国首家再评级机构——中债资信评估有限责任公司(以下简称为“中债资信”)。<sup>①</sup>在其市场推广阶段所体现出的“中立”特征,为本文提供了难得的实验场景。本文将以中债资信的信用评级作为参照物,考察中立评级机构的出现对现有发行人付费评级体系的影响。本文的研究将从如下三个角度展开。

首先,如果中债资信能够对发行人付费评级产生影响,其基础依赖于中债资信的评级是具有信息含量的,否则若中债资信对发行人付费评级机构产生影响的原因仅仅是依赖其“中立”的地位而给出的低评级,其评级却并不包含信息,那么这种影响势必缺乏持久性。本文将通过研究中债资信评级报告的发布对所涉及发债主体所发行债项收益的影响来考察其信息含量。其次,对于发行人付费的信用评级体系来说,一个新的发行人付费评级机构的进入会加剧现有评级机构之间的竞争,从而导致现有评级机构为开发或取悦客户(发行人)而调高评级结果(Becker和Milbourn,2011);而一个新的投资人付费评级机构的进入则会使得现有发行人付费评级机构调低自身的评级结果(Xia,2014)。那么中债资信这一旨在提供独立、客观、公正的再评级服务的中立评级机构的进入,又会对现有评级机构的评级质量造成怎样的影响?为此,本文将对中债资信这种“中立”的评级模式能否起到影响发行人付费评级结果,提高评级可信度的作用进行研究。最后,如果中债资信对发行人付费评级机构产生了影响,那么其影响渠道可能有二:其一为声誉机制,即当中债资信的评级显著低于发行人付费评级机构的评级时,它们出于声誉的考虑会主动下调了发债主体的评级;其二为学习机制,即中债资信的评级揭示了更多的发行人付费评级机构未掌握的私有信息,发行人付费评级机构从中学习,获取信息后对发债主体评级进行调整。本文将分别进行实验设计,对这两种渠道进行检验,考察中债资信对发行人付费评级产生影响的原因。

<sup>①</sup> 关于中债资信的详细介绍及其中立性的分析见本文的制度背景介绍部分。

本文的理论贡献体现在如下三个方面:(1)不同性质的新入评级机构对评级市场的影响是不同的,前人对发行人付费和投资人付费评级机构的进入对评级市场的影响进行了比较深入的研究。而国外评级市场“中立”评级机构的空缺,使相关内容的研究较少。本文利用中债资信成立所提供的这一难得的实验场景,研究其对现有发行人付费评级模式的影响,丰富了相关文献,提供了对评级模式研究的新视角。(2)对中债资信的进入对现有发行人付费评级水平影响渠道的研究,也对声誉机制和学习机制理论及相关文献做出了贡献。(3)现有文献对于成熟市场信用评级的研究已经较为深入,而针对中国这样的新兴市场的研究相对不足,本文的研究为信用评级的研究增加了新兴市场的经验证据。

本文的研究结果还具有一定的政策意义:“中立”信用评级模式能否缓解或解决“发行人付费”评级模式的问题和困境,并为投资者提供更多有价值的信息,将对未来政府进一步推行中立评级模式,通过市场手段确保评级机构独立、客观、公正地服务社会提供借鉴,进而影响我国评级行业和整个宏观经济的长远健康发展。

本文剩余部分的结构如下:第二部分交代本文研究的制度背景,对国内外主要参考文献进行综述和梳理,并据此提出文章的主要假设;第三部分对数据进行整理统计,构建模型架构,并对主要变量做出定义和度量;第四部分进行实证检验,并通过稳健性检验进一步为假设的验证提供支撑;第五部分总结全文,并提出相应政策建议。

## 二、研究背景与理论分析

### (一)研究背景

信用评级在发行人融资和投资者决策中都起着至关重要的作用。评级机构根据受评公司违约风险大小及偿债能力高低做出评级决策,<sup>①</sup>投资者可以依据信用评级的单一确定标准快速评估发债公司的风险特征,做出投资选择。此外,评级结果也被很多法律、法规作为衡量投资风险的标准,对商业银行、保险公司和养老基金等投资类公司的投资范围进行限制。这就使得信用评级成为金融市场的重要信息传递渠道,并被包括监管机构、发行人和投资者等在内的市场参与者当作重要的决策依据。

20世纪70年代以前,美国各主要评级机构采用投资人付费模式,即评级机构向评级的使用人(投资机构)收费的模式。但该模式所导致的搭便车行为,严重影响了评级机构的收益。于是从20世纪70年代开始,包括穆迪、标普等在内的主要评级机构相继转向发行人付费模式。至今,发行人付费模式已成为大部分评级公司普遍采用的模式。

虽然学者们认为发行人付费评级业务高度集中于少数几家评级机构,评级方法简单透明,评级失误易被投资者察觉,基于自身声誉考虑,评级机构不会为了获得更大收益而出具不准确的评级结果(Smith和Walter, 2002; Covitz和Harrison, 2003; Bongaerts等, 2012)。但根据委托代理理论,在发行人付费模式下,评级机构和受评公司将不可避免地产生利益的博弈和勾连,使得信用评级的独立性和公正性受到挑战(Bongaerts等, 2012; Xia, 2014)。这主要体现在两个方面:一是评级虚高,即评级机构为留住或发展客户而调高评级结果来取悦发行人(Ashcraft, 2010; Jiang等,

<sup>①</sup> 衡量信用风险的因素一般包括资产规模、盈利能力、偿债能力、公司风险、资本利用效率及管理者特征等(Blume等, 1998; Kisgen, 2006; Kisgen和Strahan, 2010; Ashbaugh-Skaife等, 2006; Baghai等, 2014)。

2012);二是评级选购,即发行人在各个评级机构之间来回取得预评级结果,从中选择较高的评级水平(Skreta和Veldkamp, 2009; Eling和Hau, 2015)。这两个问题在评级行业竞争激烈时尤为严重,对整个评级行业的公信力产生了极大的不利影响(Bongaerts等, 2012; Xia, 2014)。

在2010年中债资信成立以前,我国的评级机构全部采取发行人付费模式,与国外情况类似,由于利益冲突的存在,发行人付费评级机构的独立性受到了很大质疑,“以价定级”和“以级定价”等级别竞争现象时有发生。同时,我国长期以来公司信用债券在一定程度上存在隐性刚性兑付现象,发行人付费评级机构的信用评级不仅包含公司自身的违约风险,还包含可能存在的隐性担保,<sup>①</sup>评级并未对公司自身风险进行有效识别。此外,我国评级市场处于发展初期,市场竞争激烈,发债主体更有机会进行评级选购,客观上加剧了评级虚高的问题。

2010年9月29日,中国银行间市场交易商协会代表全体会员出资设立首家“投资人付费”信用评级机构——中债资信评估有限责任公司。中债资信也是首家全国性信用再评级机构,旨在触动评级行业运行机制,从根源上加强利益冲突管理。再评级机构在发债主体已有评级的情况下,主动对其再次评级。即中债资信改变游戏规则,从“发行人付费”模式转变为“投资人付费”的评级模式。

中债资信的“中立”性体现在两个方面:其一,中债资信在市场拓展阶段(2012—2015年),其资金由中国银行间市场交易商协会拨付,其评级报告完全公开,不需要投资人购买。相对于“发行人付费”的评级机构而言,中债资信具有更强的独立性和中立性。本文的研究区间集中于中债资信的市场拓展期,因此可以将其视为“中立”的信用评级机构。其二,中债资信的发起者——中国银行间市场交易商协会的会员不但包括银行、保险公司、信托公司等债券市场投资者,证券公司这样兼具债券投资和发行承销身份的债券市场参与者,还包括现有的发行人付费评级机构,以及工商企业等债券发行人,多方利益的权衡和制约,使得中债资信的中立性得到了较好的保证。

## (二)中债资信主体评级的信息含量

信用评级及其变化影响债券的发行成本(Kisgen和Strahan, 2010)和收益(Steiner和Heinke, 2001),进而影响企业的融资行为。发行人之所以选择评级机构对其风险信息进行评级,是希望通过信用评级结果将企业信息传递给投资者,从而缓解与投资者之间的信息不对称(何平、金梦, 2010)。这既可以保护企业部分关键信息不被泄露,又可以通过评级实现信息的有效传递。

学者们通过考察债券的价格或到期收益率与信用评级水平或变化之间的关系来考察评级中的信息含量。如Ederington等(1987)通过分析到期收益率与穆迪和标普评级的关系,发现收益率与评级结果显著相关,评级报告确实为市场参与者提供了更多的有效信息。同时,评级机构的评级调整会为市场提供新的信息,从而对债券收益及发行人未来的债券发行产生影响。Hand等(1992)研究1977—1982年穆迪和标普的降级公告和1981—1983年标普的评级观察名单发现,当穆迪和标普对债券做出降级决定或将某只债券放入信用观察名单时,债券的超额收益会上升,且这种现象在债券处于投资级以下时更为明显。类似的研究还可参见Kliger和Sarig(2000)、Tang(2009)以及Bannier和Hirsch(2010)等。

<sup>①</sup> 在投资者的预期中,“隐性担保”等因素造成的超低违约预期遍布整个债券市场,尤其是地方融资平台发行的城投债。在我国债券市场中,实质违约数量较少,直至2014年3月5日,才出现中国债券的第一例违约(11超日债),其违约最终也通过破产重整,延期支付了全部的本金与利息。

本文将通过考察中债资信对发债主体做出评级后其债券收益率的特征来分析中债资信信用评级信息含量。该研究从两个市场入手。其一是债券发行市场。若信用评级包含有用信息且得到投资者认可,则评级水平更高的公司债券发行成本相对较小,反之则二者之间不相关。前人的研究发现我国的发行人付费评级机构由于能够深入公司,有机会获得公司更多的信息,因此其信用评级对债券定价和投资者决策都起到了较大作用,评级较高的公司能够有效降低债券的发行利率和公司的融资成本(何平、金梦,2010)。

对于中债资信而言,由于其并不会从发行人利益出发,因此可能无法获得像发行人付费评级机构一样多的公司特有信息。但中债资信的发起者——中国银行间市场交易商协会的主管单位为中国人民银行,协会会员不但包括银行、保险公司、信托公司等债券市场投资者,证券公司这样兼具债券投资和发行承销身份的市场参与者,还包括现有的发行人付费评级机构,以及工商企业这类债券发行主体。这就使中债资信不仅有可能接触到一部分公司的特有信息,还有可能获得一些来源于投资者,甚至监管者和政策制定者的信息。因此其评级中应该具有一定的信息含量,甚至相对于原有发行人付费评级机构还有可能具有一部分增量信息。

由于中债资信是一家再评级机构,即其评级对象是发行人付费评级机构已经评过的公司。那么从另一个角度来讲,如果中债资信出具的“中立”评级结果能够为市场提供更多有用信息,则对于相同主体而言,中债资信与发行人付费评级机构所出具的评级结果的差异应对债券发行成本产生影响。即当发行人付费评级机构出具评级结果后,若中债资信随后出具的主体评级结果相对较差,则投资者就有可能意识到发行人付费评级机构出具的评级结果存在虚高问题,而发债主体的真实资质并没有达到这一高度,从而降低出价,使该主体所发行的债券成本升高。基于以上分析,本文得到如下假设。

假设 1a:中债资信的进入对债券的发行市场产生冲击,中债资信给出更低主体评级的发行人所发行的债券,发行利率更高。

其二是债券交易市场。与前面的分析相同,在债券交易过程中,若中债资信所出具的主体评级结果相对发行人付费评级机构此前出具的评级结果较差,则意味着发行人付费评级机构并未完全反映发行主体的信用风险,发债主体的实际信用风险更高,这就会使该主体已经发行并且正在市场上交易中的债券到期收益率升高。而且若中债资信的评级的确向市场传递了增量信息,其评级结果对债券到期收益率的影响应该具有长期性。

假设 1b:中债资信对主体做出的评级为债券市场提供了更多的信息,当中债资信对发债主体做出较低评级时,其所发行债券的收益率升高,且这一影响具有长期性。

### (三)中债资信对发行人付费评级机构的影响

进入 21 世纪以来,对于信用评级机构无法准确预测公司违约风险的批判日益增多,评级质量低下被归罪于评级行业的垄断。然而,Becker 和 Milbourn(2011)的研究显示,新的评级机构的进入反而会带来更多信息含量低下且迎合发行人需求的评级结果。这一研究结论揭示了发行人付费评级模式的缺陷,即发行人付费模式下的评级机构出于利益考虑可能做出有利于受评对象的评级,从而影响了信用评级的独立性和公正性。导致这种现象的原因一方面是所谓的声誉机制,即如果新入的发行人付费评级机构带来的竞争增加使得评级机构可能的信誉损失降低,则评级机构提高评级质量的动机减弱(Covitz 和 Harrison, 2003; Bar-Isaac 和 Shapiro, 2013)。另一方面则是由于评级选购,即新的评级机构的进入使得发行人得以在更广阔的范围内挑选对其更有利的评级结果,评级机构为了竞争客户而降低评级标准(Skreta 和 Veldkamp, 2009; Bolton 等, 2012)。

由此可见,新入的发行人付费评级机构不但并未促使其他评级机构提高评级质量,反而起到了反向的影响。

投资人付费评级机构的进入则在一定程度上对发行人付费评级机构的评级质量带来了正向影响。如 Jiang 等(2012)发现,当穆迪为发行人付费而标普为投资人付费时(1971年至1974年6月),穆迪对于同一只债券的评级水平普遍比标普高;而当标普也转为发行人付费模式后(1974年7月至1978年),其评级水平和穆迪之间不再存在差异。而通过对比发行人付费评级机构和投资人付费评级机构对同一家发债主体的评级结果可以发现,发行人付费评级机构相较于投资人付费评级机构往往给出了更高的信用评级,且在愿意付更多评级费用的受评公司中这种现象更加明显(Xia, 2014)。发行人付费评级机构更倾向于迎合发行人而低估信用风险,投资人付费评级机构则会对好坏两种信息做出对称的反应(Beaver等, 2006),且其评级决定往往与投资者需求更为一致(Cornaggia和Cornaggia, 2013)。因此,新的投资人付费评级机构的加入会为市场提供更加及时有效的信用评级,激发发行人付费评级机构提高评级质量的动力,从而解决现有发行人付费评级质量低下的问题(Bongaerts等, 2012)。

以上的研究说明,代表不同利益主体的评级机构对现有主流的发行人付费机构评级质量的影响是不同的。对中债资信这类中立评级机构而言,其进入并不会增加现有评级机构之间的竞争,因此也就不会导致其他发行人付费评级机构的评级选购和评级虚高问题。若假设1a、1b得到验证,中债资信的信用评级确实具有信息含量,那么其评级结果就应当能对现有发行人付费评级结果产生影响。其原因可能有如下两个方面:其一,“声誉机制”,即由于中立评级机构的评级显著低于发行人付费评级机构的评级结果,从而使投资者对发行人付费评级产生质疑,发行人付费评级机构被迫做出下调评级的反应(Becker和Milbourn, 2011);其二,“学习机制”,即若中债资信的评级结果中包含了未被发行人付费评级机构获知的信息,出于信息获取的动机,它们主动对其评级结果进行下调(Xia, 2014)。由此可见,无论出于何种原因,中债资信都将迫使发行人付费评级机构下调发债主体的评级水平。而且,我们可以推测,在中债资信影响力越大的公司和行业中,这种下调的现象越明显。基于以上分析,本文得到如下假设。

假设2:中债资信对发行人付费评级机构的评级结果产生影响。在中债资信影响力较强,即占据市场份额较高的行业,发行人付费评级机构对发债主体做出的评级水平较低。

#### (四)中债资信对发行人付费评级机构的影响机理

如上所述,中债资信对现有发行人付费评级机构的影响的可能来源主要集中于声誉机制(Smith和Walter, 2002; Covitz和Harrison, 2003; Bar-Isaac和Shapiro, 2013; Kisgen, 2007; Ellul等, 2011; Bolton等, 2012)、学习机制(Beaver等, 2006, Bruno等, 2011)和监管机制(Kisgen和Strahan, 2010)三个渠道。其中监管机制在我国背景下可以排除。其原因在于,所谓的监管机制是指由于国外部分机构投资者(如保险公司、养老基金等)只能投资于投资级的债券,因此发债主体有动机降低公司风险,以防落入投机级,但目前我国几乎所有债券都在投资级,因此该假设可以不予考虑。对于声誉机制,Kisgen(2007)和Ellul等(2011)的研究发现,评级虚高往往伴随着更高的声誉成本。Bar-Isaac和Shapiro(2013)、Bolton等(2012)认为当发行人付费评级机构关注声誉影响时,它们会在声誉成本(投资者或监管者得知其未能准确反映信用信息)上升时提供质量更高的评级结果。对于投资者来说,相较评级低估,高估更容易造成其资产的实际损失(Ellul等, 2011);对于监管者来说,评级虚高限制了其阻止机构投资者过度承担风险的能力(Kisgen, 2007)。因此,相较于评级低估,评级虚高会对发行人付费评级机构的声誉造成更大的影响。Xia

(2014)的研究支持了声誉机制,即标普会在EJR(一家投资人付费评级机构)给出更低的评级时做出更强烈的反应,一个新的投资人付费评级机构的进入会提升现有发行人付费评级机构的信用评级质量。对于学习机制,新的评级机构的评级中有可能包含更多的信息,发行人付费评级机构有可能从中学习,并体现在自己的跟进评级中。如Beaver等(2006)和Bruno等(2011)发现EJR的评级在反映负面和正面信息时都更为及时准确,因此标普在EJR给出更高或更低的评级时都应该进行学习。

在我国,如前所述,中债资信虽然能够从公司处获得一部分信息,但在信息获取方面仍然存在诸多不足。(1)中债资信从服务于投资人的目标出发,与发行人存在一定的利益冲突;(2)发行人付费评级机构与发行人具有直接雇用关系,具有直接获取信息的渠道,而中债资信相比之下并没有发行人的信息渠道优势;(3)由于目前中债资信还未直接向投资人服务并获得收入,且投资人主体较为分散,其与投资人之间的信息沟通渠道也可能存在阻滞。而对于发行人付费评级机构而言,其评级虚高的问题在很大程度上并不是由于评级机构无法深入企业,获得企业信息,而是由于评级市场混乱,市场中存在评级选购等问题。也就是说,发行人付费评级机构在对公司进行评级时,其负面信息并不是未被获得,而是被人为低估。因此从中债资信的评级中,发行人付费评级机构由于自身掌握了更多的信息,可能并未学到额外的信息。

但在中债资信成立之前,我国评级市场上只存在发行人付费一种模式,投资者的信息来源极为有限,再加上各地地方政府的隐性担保,发行人付费评级机构的评级虚高问题就更加有恃无恐。中债资信的出现改变了这样的局面,其对企业负面信息比较中立客观的反映使投资人增加了信息来源,也有机会意识到原有发行人付费评级机构的评级虚高问题,从而也提高了这些评级机构的声誉成本(Kisgen, 2007; Ellul等, 2011)。通过权衡声誉成本与低估发行人风险所获得的市场份额和评级收入,发行人付费评级机构势必会在对发行人做出虚高评级时有所顾忌。这就使得当中债资信进入市场后,发行人付费评级机构做出的主体评级有所下降。基于以上分析,本文提出如下假设。

假设3:发行人付费评级机构在中债资信进入后出于声誉而非学习的原因调低评级结果。

### 三、研究设计

#### (一)数据统计

本文选取中债资信和现有的6家发行人付费评级机构(包括大公国际、东方金诚、联合信用、鹏元资信、上海新世纪、中诚信)的发债主体以及债项信用评级数据,并匹配这些公司的财务数据以及债券市场发行交易数据。样本区间为2012年1月1日到2015年12月31日,之所以从2012年开始是因为中债资信于2010年9月29日成立后,时隔一年在2011年9月20日首次出具主体评级,且2011年全年仅做出21份评级报告,数据量过小。目前,中债资信主要对发债主体进行评级,而对公司债、企业债、金融债、中票、短融等常见交易所交易及银行间交易券种并未开展评级业务。发行人所属行业采用Wind一级行业分类标准,剔除无法匹配发行人财务情况的数据以及金融行业的发行人数据。数据来源于Wind数据库。6家发行人付费评级机构和中债资信的主体评级结果统计和市场占比分别如表1和表2所示。

从表1可以看到,6家发行人付费评级机构2012—2015年共做出15851次主体信用评级,数量逐年递增。在评级水平方面,发债公司主体评级基本集中分布于投资级(AA)及以上。原因主

要包括两方面,其一是目前我国评级机构由于竞争压力,给出虚高的评级结果,无法完全反映偿债风险(马榕、石晓军,2016;王雄元、张春强,2013);其二是部分机构投资者(例如保险公司等)只能投资于投资级以上(AA及以上)的债券,导致多数评级低于AA级的企业放弃发债。从表1可以看到,中债资信的评级量在2013年呈现出井喷式增长。同时,与发行人付费评级机构相似,中债资信的评级结果也多在投资级以上, BBB及以下的评级很少。该结果也在一定程度上说明我国债券市场的信用风险较低。从表2可以看到,自2013年起,中债资信的市场份额稳定在10%左右,与鹏元资信、上海新世纪相当,并远高于东方金诚,因此中债资信已经成为评级市场中的重要参与者之一。

表1 发行人付费评级机构评级结果统计 单位:次

年份	发行人付费评级机构					中债资信				
	AAA	AA	A	BBB及以下	合计	AAA	AA	A	BBB及以下	合计
2012	555	2322	150	17	3044	19	79	91	4	193
2013	589	2969	165	20	3743	97	347	262	33	739
2014	713	3617	129	23	4482	124	382	251	18	775
2015	795	3672	71	44	4582	72	293	206	10	581
合计	2652	12580	515	104	15851	312	1101	810	65	2288

表2 各评级机构市场份额统计(按照每年评级数量统计) 单位:%

评级机构	大公国际	中诚信	联合资信	东方金诚	鹏元资信	上海新世纪	中债资信
2012年	20.98	28.77	19.61	0.06	10.43	14.75	5.40
2013年	17.29	24.91	18.53	0.43	9.65	14.63	14.56
2014年	16.08	24.60	19.24	1.77	11.02	14.55	12.73
2015年	15.30	24.75	21.15	3.80	10.46	14.61	9.94

## (二)变量定义

本文涉及主体评级水平、公司特征、债券市场以及其他控制变量这四类变量。其中,主体评级水平变量的选取参考 Becker 和 Milbourn (2011)、Xia (2014) 等的研究,公司特征变量的选择参考 Blume 等(1998)、Kisgen 和 Strahan(2010)、Baghai 等(2014),债券市场变量的选取则参考何平、金梦(2010)。变量定义如表3所示。

需要指出的是:为了方便对评级结果进行度量,本文根据 Xia (2014)、Becker 和 Milbourn (2011)对评级结果进行赋值:AAA(含AAA+) = 1、AAA- = 2、AA+ = 3、AA = 4、AA- = 5、A+ = 6、A = 7、A- = 8、BBB+ = 9、BBB = 10、BBB- = 11、BB+ = 12、BB = 13、BB- = 14、B+ = 15、B = 16、B- = 17、CCC = 18、CC = 19、C = 20。<sup>①</sup>

<sup>①</sup> 由于中债资信存在 AAA-、AAA+ 评级,因此将 AAA+ 和 AAA 定义为 1,AAA- 定义为 2。在稳健性检验中,将 AAA+、AAA、AAA- 定义为 1,AA+ 定义为 2,……,结果仍然不变。



表 3 变量基本信息及定义

变量名称	英文名	变量定义
主体评级水平		
发行人付费评级	RAT	现有发行人付费评级机构评级结果
中债资信评级	RATCBRC	中债资信评级结果
评级差异	RATDIF	中债资信评级结果与其进入前发行人付费评级机构评级结果的差异*
评级调整	RATDEC	发行人付费评级机构在中债资信进入前后评级结果的差异
中债资信参与评级	RATCBRC D	发行主体是否有中债资信参与评级哑变量(有为 1, 无为 0)
市场份额	MARKETSHARE	中债资信在各行业的市场占有率, 为中债资信所评公司数量与该行业发行人付费评级机构所评公司数量之比
声誉	REPUTATION	虚拟变量, 1 为声誉更差, 0 为声誉更好(具体定义见研究设计)
学习	STUDY	虚拟变量, 1 为学习、处理信息能力更差, 0 为更好
公司特征		
经营活动现金流占比	OPRCF/EBITDA	经营活动现金流比税息折旧及摊销前利润, 反映企业经营状况
主营业务收入	SALES	主营业务收入的自然对数, 反映企业经营状况
销售净利率	NPM	销售净利率, 为净利润与销售收入之比, 反映企业获利能力
获息倍数	EBIT/INT	获息倍数, 为息税前利润与利息支出之比, 反映企业偿债能力
资产负债率	LEV	资产负债率, 为总债务与总资产之比, 反映企业偿债能力
现金占比	CASH/A	现金与总资产之比, 反映企业流动状况
存货周转率	INVTURNOVER	存货周转率, 反映企业营运能力
债券市场		
债券发行利率	INTEREST	债券发行利率与相同券种、相同评级、相同期限债券平均发行利率之差
债券收益率	YIELD	债券到期收益率与相同券种、相同评级、相同期限债券平均到期收益率之差
期限	TERM	债券剩余期限
金额	AMOUNT	债券金额
债券市场指数	INX	发行或交易当日的债券市场指数, 反映债券发行或交易时整个债券市场的利率水平
债券市场波动率	VOL	发行或交易前两个月的债券市场波动率, 反映发行环境, 即债券市场的稳定性
担保	COL	债券担保情况(有担保为 1, 无担保为 0)
发行场所	PLC	发行场所(银行间为 1, 交易所为 0)
其他变量		
行业虚拟变量**	IND <sub>1-8</sub>	发行人所属行业, 虚拟变量, 剔除金融行业, 控制行业因素
年份虚拟变量	YEAR <sub>1-3</sub>	评级所属年度, 虚拟变量, 控制年份因素
评级机构虚拟变量***	AGENCY <sub>1-5</sub>	评级机构, 虚拟变量, 控制评级机构因素

注: \* 为避免中债资信与发行人付费机构评级针对企业的资信状况存在时间维度的差异, 本文中的评级差异计算中, 中债资信评级结果与其进入前现有发行人付费评级机构评级结果的评级日均在同一年内; \*\* 包括材料、电信服务、工业、公用事业、可选消费、能源、日常消费、信息技术和医疗保健 9 个行业; \*\*\* AGENCY<sub>1</sub> ~ AGENCY<sub>5</sub> 为对应大公国际、东方金诚、联合资信(含联合信用)、鹏元资信、上海新世纪 5 家发行人付费评级机构的评级机构虚拟变量, 中诚信作为缺省项。

### (三)实证模型构建

#### 1. 中立评级机构评级结果的信息含量

假设 1a 表明,中债资信相对发行人付费评级机构给出更低的评级,能够使投资者认识到发行人付费评级机构的评级结果存在虚高问题,于是降低对这些主体所发行债券的出价,使这些债券的发行利率升高;假设 1b 表明,中债资信对主体做出的评级为债券市场提供了更多的信息,当中债资信对发债主体做出较低的评级时,其所发行债券的收益率升高,且这一影响具有长期性。本文借鉴 Kisgen 和 Strahan(2010)、Steiner 和 Heinke(2001)以及何平、金梦(2010),检验假设 1a、1b 的回归方程见(1)式:

$$\begin{aligned} INTEREST/YIELD = & \alpha_1 + \alpha_2 RATDIF + \alpha_3 RAT + \alpha_4 LEV + \alpha_5 OPRCF/EBITDA + \\ & \alpha_6 NPM + \alpha_7 SALES + \alpha_8 EBIT/INT + \alpha_9 CASH/A + \alpha_{10} INVTURNOVER + \\ & \beta_1 TERM + \beta_2 AMOUNT + \beta_3 INX + \beta_4 VOL + \beta_5 COL + \beta_6 PLC + \delta(IND) + \\ & \lambda(YEAR) + \chi(AGENCY) + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

其中,*INTEREST* 为债券发行利率与市场平均水平之差,即超额发行利率,反映债券相对发行成本。*YIELD* 为从中债资信对某一发债主体做出评级后 *N* 日,该主体的债券到期收益率与市场平均水平之差,即超额收益率,反映债券相对收益。*RATDIF* 为中债资信与此前发行人付费评级机构所出具的评级结果的差异。控制变量方面具体定义见表 3。若假设 1a、1b 成立,则  $\alpha_2$  应为正值,即中债资信做出的评级与发行人付费评级机构相差越大的公司(*RATDIF* 越大),在发行市场中,其所发行债券的发行利率与市场平均水平之差越大(*INTEREST* 越大);在交易市场中,评级主体在市场上交易债券的到期收益率与市场平均水平之差越高(*YIELD* 升高),而且若中债资信的评级的确向市场传递了增量信息,则其评级结果对债券到期收益率的影响应该具有长期性,即  $\alpha_2$  显著为正这一结果在 45 日、90 日、180 日都成立。

#### 2. 中立评级机构对发行人付费评级机构的影响

为了证明假设 2,即中债资信的评级对发行人付费评级机构的评级结果产生影响,使其下调发债主体评级,本文考察在中债资信影响力较强的行业,发行人付费评级机构对发债主体的评级水平是否出现下降。借鉴 Becker 和 Milbourn(2011)、Bar-Isaac 和 Shapiro(2013),回归方程见(2)式,即

$$RAT = \alpha_1 + \alpha_2 MARKETSHARE + \beta(COMPANY) + \lambda(YEAR) + \varphi(AGENCY) + \varepsilon \quad (2)$$

其中,*MARKETSHARE* 为中债资信在各个行业的市场份额,用于衡量中债资信在该行业的市场影响力。*COMPANY* 为公司特征层面变量,具体定义见表 3。若假设 2 成立,则  $\alpha_2$  应显著为正,即在中债资信影响力越大的行业(*MARKETSHARE* 越大),发行人付费评级机构的评级水平越低(*RAT* 越大)。

#### 3. 中立评级机构对发行人付费评级机构的影响机制

为了证明假设 3,即发行人付费评级机构在中债资信进入后出于声誉而不是学习的原因对其评级结果进行调整,本文分别从学习和声誉两个方面进行分析。

Beaver 等(2006)指出,当评级机构基于公司基本面信息,旨在为投资者提供决策依据时,其对于公司的正面和负面信息做出的评级调整行为是对称的。当评级机构考虑自身声誉做出评级时,由于评级虚高带来的声誉损失要大于满足发行人要求带来的收益,因此对负面信息更敏感,即呈

现出评级系统性偏低的不对称结果。

首先考察学习机制,即卖方评级机构由于学习新信息而调整评级的渠道。Xia(2014)通过计算公司理论上的违约风险,检验评级与理论值的关系,据此评价评级的信息质量,即能否及时反映企业内在风险。由上文可知,在学习(信息)机制下,评级机构对于正面和负面信息的反应是对称的。因此,在不考虑系统性偏误的前提下,对于特定发行人,所有评级机构给出的评级在内含信用评级上下波动(内含信用评级为真实反映发行人违约风险的评级,与评级机构无关),参考 Xia(2014)评级能否反映理论值(预期违约风险)作为评价信息质量的度量,我们将评级更接近内含信用评级(理论评级)的机构定义为高质量的评级机构,其对信息的学习能力更强,给出的评级更准确。

由于内含信用评级为发行人理论上的参数,因此,以市场评级和基本面信息的回归拟合值代替内含信用评级,为此对发行人付费评级机构做出的主体评级建立如下回归方程:

$$RAT = \alpha_1 + \alpha(COMPANY) + \beta(IND) + \lambda(YEAR) + \varepsilon \quad (3)$$

对(3)式的回归残差  $\varepsilon_{i,j,t}$ ,即发行人  $i$  理论评级结果(即回归拟合值,代替内含信用评级)与实际评级机构  $j$  评级结果之间的差,按照不同的评级机构  $j$  进行学习能力分组(见式 4)。

$$STUDY_{j,t} = \begin{cases} 1 & \left[ \frac{1}{m} \sum_i \varepsilon_{i,j,t}^2 > \frac{1}{n} \sum_{i,j} \varepsilon_{i,j,t}^2 \right] \\ 0 & \left[ \frac{1}{m} \sum_i \varepsilon_{i,j,t}^2 < \frac{1}{n} \sum_{i,j} \varepsilon_{i,j,t}^2 \right] \end{cases}$$

$$REPUTATION_{j,t} = \begin{cases} 1 & \left[ \frac{1}{m} \sum_i \varepsilon_{i,j,t} > \frac{1}{n} \sum_{i,j} \varepsilon_{i,j,t} \right] \\ 0 & \left[ \frac{1}{m} \sum_i \varepsilon_{i,j,t} < \frac{1}{n} \sum_{i,j} \varepsilon_{i,j,t} \right] \end{cases} \quad (4)$$

对于每个评级机构而言,将其所评发行人的残差平方和求算术平均后相对于发行人付费评级机构平均误差大小定义学习能力。误差越大说明该评级机构的评级质量越差,对于信息的学习、处理能力越低( $STUDY=1$ ),反之则学习能力越高( $STUDY=0$ )。即评级机构学习能力越高,其给出的评级就越接近发行人  $i$  的内含评级,即其对于发行人的基本面信息学习能力就越强[见式(4)]。

$REPUTATION$  用来衡量评级机构的声誉,由于我国评级市场没有外生的评级机构分类机制,<sup>①</sup>由于高声誉的评级机构对于负面信息反应更强,呈现出对正负面信息的非对称性判断,导致评级结果整体偏低,我们将发行人理论评级结果[式(3)的回归拟合值]与实际评级结果之间的残差  $\varepsilon_{i,j,t}$  平均值相较于发行人付费评级机构整体残差平均值大小分为低声誉组( $REPUTATION=1$ )和高声誉组( $REPUTATION=0$ )[见式(4)]。即评级机构声誉越高,其声誉成本越高,对于发行人的负面信息反应比正面信息更强,给出的评级更低。

借鉴 Bolton 等(2012)和 Xia(2014),对影响机制的检验见(5)式,即

$$RATDEC = \alpha_1 + \alpha_2 RATDIF + \alpha_3 RATDIF \times Mechanism + \alpha_4 Mechanism + \theta(COMPANY) + \beta(IND) + \lambda(YEAR) + \varepsilon \quad (5)$$

① 例如,美国评级市场中,评级机构分为证交所 NRSRO 认证机构和非 NRSRO 认证机构,非 NRSRO 机构被认为声誉机制的作用很小(Beaver 等, 2006; Kisgen 和 Strahan, 2010)。

预计  $\alpha_2$  显著为正,即对于中债资信做出的评级与发行人付费评级机构相差越大的公司 ( $RATDIF$  越大),发行人付费评级机构下调幅度也越大 ( $RATDEC$  越大)。 $\alpha_3$  应该显著为负,在学习机制中,当看到中债资信的评级结果之后,信息学习能力越强的公司 ( $STUDY = 0$ ),其下调评级幅度越大。在声誉机制中,由于更加重视自己的声誉,当中债评级调低发行人评级之后,声誉较好的评级机构 ( $RAPUTATION = 0$ ) 对该发行人的降级幅度更大。

#### 四、实证检验

##### (一)描述性统计

选取中债资信做过评级的发行人,并剔除财务数据不完整的样本,得到 1334 个样本,各变量的描述性统计结果见表 4。从表 4 可以看到,中债资信与发行人付费评级机构对同一发债主体评级之差 ( $RATDIF$ ) 均值为 2.041,其 T 统计量为 70.092,在 1% 水平下显著。该结果说明,对同一发债主体而言,中债资信的评级比发行人付费评级机构平均低 2 级以上。这就部分表明,对同一家发债主体而言,中债资信的主体评级显著低于发行人付费评级机构。除此之外,发行人付费主体评级 ( $RAT$ ) 均值为 2.869,对应评级结果介于 AAA - 和 AA + 之间;中债资信主体评级 ( $RATCBRC$ ) 均值为 4.909,对应评级结果介于 AA 和 AA - 之间。

表 4 主要变量的描述性统计

变量	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值	观测数
$RAT$	2.869	3.000	1.488	1.000	22.000	1334
$RATCBRC$	4.909	5.000	1.999	1.000	21.000	1334
$RATDIF$	2.041	2.000	1.071	-1.000	8.000	1334
$LEV$	0.637	0.658	0.138	0.186	1.337	1334
$OPRCF/EBITDA$	0.422	0.578	1.327	-15.075	18.088	1334
$NPM$	0.074	0.044	0.129	-1.841	0.754	1334
$SALES$	5.005	4.862	1.493	1.129	10.025	1334
$EBIT/INT$	6.110	2.425	20.417	-8.359	428.252	1334
$CASH/A$	0.112	0.100	0.071	0.000	0.510	1334
$INVTURNOVER$	14.488	5.295	52.835	0.044	788.062	1334

##### (二)中债资信与发行人付费评级机构评级结果差异分析

利用方程(6)对中债资信与发行人付费评级机构评级结果差异进行分析。

$$RAT = \alpha_1 + \alpha_2 LEV + \alpha_3 OPRCF/EBITDA + \alpha_4 NPM + \alpha_5 SALES + \alpha_6 EBIT/INT + \alpha_7 CASH/A + \alpha_8 INVTURNOVER + \beta(IND) + \lambda(YEAR) + \chi(AGENCY) + \varepsilon \quad (6)$$

回归结果见表 5,其中第(1)、(2)列的被解释变量分别为发行人付费评级机构所做评级和中债资信所做评级,第(3)列为(1)、(2)列中各财务数据回归系数的卡方检验结果。

从表 5 第(1)、(2)列可以看到,发行人付费评级机构的前次评级 ( $RAT$ ) 和中债资信评级 ( $RATCBRC$ ) 与各衡量违约风险的财务变量均存在显著关系:其中,资产负债率 ( $LEV$ ) 的系数分别

为 1.665 和 3.362,表示资产负债率高的公司所获得的评级水平更低;销售净利率(NPM)的系数分别为 -3.805 和 -4.661,说明获利能力强的公司评级水平更高;主营业务收入(SALES)的系数分别为 -0.718 和 -1.022,表明经营状况好的公司评级水平更高;现金占比(CASH/A)的系数分别为 2.001 和 3.263,说明现金占比大、管理层在职消费更不受控的公司评级水平更低。这些结果说明对发行人付费评级机构和 中债资信而言,公司违约风险和偿债能力都是重要的评级依据。同时,从第(3)列可以看到,与发行人付费评级机构相比,中债资信对上述因素的敏感性更高。总的来说,在进行评级时,中债资信与发行人付费评级机构所关注的企业特征是相似的,但相对而言,中债资信对公司财务因素更加敏感。

表 5 中立评级机构与发行人付费评级机构评级结果差异影响因素分析

变量	发行人付费机构	中债资信	估计系数差异
	(1) RAT	(2) RATCBRC	(3) $\chi^2(1 \neq 2)$
常数项	6.181 *** (21.21)	8.354 *** (22.61)	
LEV	1.665 *** (6.52)	3.362 *** (10.38)	44.90 ***
OPRCF/EBITDA	0.011 (0.49)	-0.004 (-0.15)	0.95
NPM	-3.805 *** (-14.50)	-4.661 *** (-14.00)	2.73 *
SALES	-0.718 *** (-31.46)	-1.022 *** (-35.30)	94.36 ***
EBIT/INT	0.000 (0.38)	0.000 (0.19)	1.37
CASH/A	2.001 *** (4.50)	3.263 *** (5.79)	12.49 ***
INVTURNOVER	0.000 (0.01)	0.000 (0.69)	0.04
IND&YEAR&AGENCY	控制	控制	
Adj. R <sup>2</sup>	0.514	0.567	
样本量	1334	1334	

注:括号内为 T 统计量,\*\*\*、\*\* 和 \* 分别代表在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。下同。

### (三)中立评级结果信息含量分析

利用方程(1)对假设 1a、1b 进行验证。将中债资信和发行人付费评级机构的评级数据,与债券发行市场、交易市场数据和发债主体财务数据进行匹配,回归结果见表 6。

表 6 第(1)列的被解释变量为债券发行利率与市场平均水平之差。可以看到,中债资信与发行人付费评级机构对于发债主体的评级差(RATDIF)对发债主体所发行债券与相似债券平均发行利率之差(INTEREST)的影响,在 1% 的水平下显著为正,说明中债资信相对发行人付费评级机构

更低的主体评级向债券投资人传递了关于公司的增量信息。受这些信息的影响,投资人认识到了发行人付费评级机构所做发债主体评级的虚高问题,于是降低了对这些主体所发行债券的报价,从而使发债主体不得不提高发行利率,即提高发债成本。

表 6 中立评级机构对债券市场发行、交易的影响

变量	发行市场	交易市场			
	(1) <i>INTEREST</i>	(2) 当日	(3) 45 日	(4) 90 日	(5) 180 日
常数项	25.377 *** (17.13)	-10.480 *** (-3.12)	-13.081 *** (-7.18)	-13.283 *** (-4.81)	-16.296 *** (-3.23)
<i>RATDIF</i>	0.203 *** (10.81)	0.151 *** (3.70)	0.222 *** (5.57)	0.217 *** (3.44)	0.178 * (1.75)
<i>RAT</i>	0.338 *** (18.19)	0.059 (1.50)	0.009 (0.24)	-0.009 (-0.15)	-0.061 (-0.62)
<i>TERM</i>	0.123 *** (12.37)	-0.007 (-0.34)	0.051 *** (2.71)	0.139 *** (4.70)	0.543 *** (11.33)
<i>AMOUNT</i>	0.002 (1.55)	0.002 (1.04)	0.001 (0.35)	-0.003 (-0.89)	-0.003 (-0.63)
<i>INX</i>	-0.143 *** (-16.42)	0.055 *** (2.77)	0.073 *** (7.19)	0.078 *** (4.90)	0.073 ** (2.56)
<i>VOL</i>	0.041 *** (6.34)	0.005 (0.39)	0.015 (1.16)	-0.018 (-0.82)	0.037 (0.95)
<i>COL</i>	-0.100 (-0.77)	1.061 *** (3.02)	-0.158 (-0.46)	-0.658 (-1.25)	-0.574 (-0.70)
<i>PLC</i>	-0.129 (-1.30)	1.985 *** (7.63)	0.454 * (1.79)	-0.113 (-0.29)	0.800 (1.20)
<i>Company Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>IND&amp;YEAR&amp;AGENCY</i>	控制	控制	控制	控制	控制
Adj. R <sup>2</sup>	0.706	0.219	0.204	0.106	0.249
样本量	1315	729	734	696	603

注:表中省略的控制变量为公司特征变量以及行业、年度、评级机构虚拟变量等(见表3)。

表 6 第(2)到(5)列的被解释变量分别为中债资信对发债主体发布评级的当日和之后 45 日、90 日和 180 日,该主体在市场上交易的债券到期收益率与市场平均水平之差。从表 6 第(2)列看到,中债资信对发债主体做出评级当天,其债券的超额收益率(*YIELD*)和中债资信与发行人付费评级机构的主体评级差(*RATDIF*)之间的相关系数显著为正,说明在中债资信对发债主体做出评级的当天,其债券的收益率受到了明显的冲击。从表 6 的(2)到(5)列来看,随着时间的推移,该系数的显著性虽然有所下降,但仍然显著,表明中债资信所做主体评级对其已发行债券的冲击在中长期仍然存在。这就说明,中债资信对市场的影响并不是来源于其所谓“中立”的市场地位,其评级的确为债券市场提供了更多的信息。假设 1b 得到了验证。

#### (四)中债资信对发行人付费评级机构的影响及机制

利用方程(2)对假设 2 进行验证。用每年中债资信在每个行业所评的发债主体数量占该行业发行人付费评级机构的比重反映中债资信的市场份额,用以衡量其市场影响力。将该市场份额与

下一年该行业的发行人付费评级机构所做评级之间的关系进行分析,从而探讨中债资信的市场影响力是否对发行人付费评级机构的评级产生影响。回归结果见表 7 第(1)列。

表 7 中立评级机构对发行人付费评级机构评级结果的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	RAT	RATDEC	学习机制	声誉机制
常数项	4.545*** (86.18)	0.086 (0.22)	0.114 (0.72)	0.041 (0.34)
MARKETSHARE <sub>t-1</sub>	4.810*** (11.76)			
RATDIF		0.052*** (3.18)	0.073** (2.40)	0.087*** (4.40)
Mechanism			-0.081 (-1.24)	0.085 (1.27)
RATDIF × Mechanism			0.024 (0.72)	-0.074*** (-2.59)
Controls	控制	控制	控制	控制
Adj. R <sup>2</sup>	0.370	0.143	0.156	0.180
样本量	15466	554	554	554

注:表中省略的控制变量为公司特征变量以及行业、年度、评级机构虚拟变量等(见表 3)。

从表 7 第(1)列可以看到,中债资信市场份额(MARKETSHARE)与发行人付费评级机构的主体评级(RAT)之间显著正相关,即在中债资信市场份额更高的行业,发行人付费评级机构评级赋值更高,即评级水平更低。这就说明受中债资信的影响,发行人付费评级机构普遍调低了发债主体的评级,评级虚高的现象得到了抑制。假设 2 得到了验证。

此外,本文考虑中债资信对某发债主体进行评级前后发行人付费评级机构的评级变化(RATDEC),回归方程见式(7):

$$RATDEC = \alpha_1 + \alpha_2 RATDIF + \beta(COMPANY) + \eta(IND) + \lambda(YEAR) + \chi(AGENCY) + \varepsilon \quad (7)$$

其中,RATDIF 为同一发行人的中债资信评级结果赋值与此前发行人付费评级机构出具的评级结果赋值之差,其他变量与式(6)相应的变量相同(见表 3)。为使发行人付费评级机构 2 次出具的评级和中债资信在此中间的评级基于同一年财务数据从而具有可比性,将 3 次评级不在同一年份的数据删除,共得到 554 条有效数据。回归结果见表 7 第(2)列。

从表 7 第(2)列可以看到,RATDIF 与 RATDEC 之间的回归系数显著为正,即中债资信相较发行人付费评级机构此前评级给出更低评级结果(RATDIF 更大)的公司,在中债资信评级之后,发行人付费评级机构所做出的新的评级会显著下降(RATDEC 更大)。这就说明中债资信的评级的确对发行人付费评级机构的评级结果产生了影响,降低了发行人付费评级机构的评级虚高问题发生的概率。该结果说明假设 2 的结论是稳健的。

利用方程(5)对假设 3 进行验证。

对于学习的定义如前所述[见表 3、式(4)],回归结果见表 7 第(3)列。从结果来看,交互项

$RATDIF \times Mechanism( STUDY)$  的回归系数不显著,说明中债资信因为与发行人的利益冲突、与发行人并无直接信息渠道、投资人信息渠道阻滞等,并未掌握更多发行人信息,由此导致发行人付费评级机构在中债资信进入后的评级调整并非出于新信息学习的考虑,学习机制被否定。

对于声誉的定义如前所述[见表3、式(4)],回归结果见表7第(4)列。其中, $RATDIF$ 以及交互项  $RATDIF \times Mechanism( REPUTATION)$  的回归系数分别显著为正和为负,与预期一致。说明由于更加重视自己的声誉,当中债资信评级调低发行人评级之后,声誉较好的评级机构对该发行人的下调幅度更大。即中债资信对现有负面信息做出评级上的修正,导致发行人付费机构出于声誉成本的考虑,下调评级。验证了声誉假说。

#### (五) 稳健性检验

为保证实证检验结果的可靠性,本文进行如下的稳健性检验:

首先,对债券发行市场的经济后果检验中(假设1a),为避免发行前询价期间提前披露发行利率,导致发行利率反向影响中债资信的评级。一方面,本文分别剔除债券发行前15日、30日、45日内中债资信进行评级的样本后,结果仍然成立;另一方面,本文以超短融资债券的强制投资人付费评级的政策出台为外生冲击,发现政策出台后,市场对于中债资信的评级更加关注,增强了发债利率的影响力,支持了假设1a。

对假设3的检验中[式(5)],分别将样本变更为城投债样本,将被解释变量变更为评级展望,结果仍然成立。

对假设2的进一步检验中[式(7)],一方面,运用PSM对有无中债资信评级样本配对,配对样本的实证结果仍然成立;另一方面,运用超短融资债券的强制发行人评级作为外生冲击,进行检验,结果仍然成立。

## 五、结 论

本文从当今发行人付费评级体系下广为诟病的评级虚高和评级选购问题出发,以中债资信的成立为研究背景,利用2012—2015年中债资信以及发行人付费评级机构评级数据匹配公司财务数据及债券市场数据为样本,分析了“中立”评级机构的进入对发行人付费评级质量的影响。

本文研究发现:中立评级机构的评级结果是具有信息含量的。中债资信的进入影响债券发行市场,中债资信给出更低主体评级的发行人所发行的债券,发行利率较高,发行成本较大;更为重要的是,中债资信的评级对债券发行后的收益率产生了长期影响,说明中债资信并非仅仅利用其“中立”的市场地位对市场产生冲击,其评级中的确具有信息含量。最后,中立评级机构的评级对发行人付费评级机构的评级结果具有显著影响。在中债资信市场份额较大、影响力较强的行业中的公司,其发行人付费评级水平较低,评级虚高问题较少。同时,对于中债资信与前次发行人付费评级机构给出评级相差越大的主体,在中债资信做出评级的前后,发行人付费评级机构下调评级的幅度越大,评级质量改善越多。此外,通过对发行人付费评级机构评级调整的机制进行分析,本文发现发行人付费评级机构在中债资信进入后做出的评级调整决定的原因更多的是出于声誉机制,而非学习机制。

本文的研究说明,虽然中债资信成立时间较其他发行人付费评级机构晚,但已经对我国过往的发行人付费评级体系产生了影响,在一定程度上缓解了发行人付费评级机构的评级虚高问题。积极推进中立评级体系的建设,可以对现有发行人付费评级机构产生监督作用,有利于促进现有



评级体系的独立性、客观性和公正性,在一定程度上解决发行人付费评级模式中的问题和困境。同时,中立评级体系的建设有助于为投资者,尤其是中小投资者提供更为公允和更有价值的投资参考依据,从而在一定程度上活跃市场,改善债券市场投资者结构。除此之外,中立评级体系的建立改变了过去政府单纯依赖行政手段发挥市场监管作用的状况,是政府通过市场手段发挥监管职能的一个有益尝试,对未来政府的行政体制改革具有一定的参考和借鉴意义。

参考文献:

1. 何平、金梦:《信用评级在中国债券市场的影响力》,《金融研究》2010年第4期。
2. 马榕、石晓军:《中国债券信用评级结果具有甄别能力吗?——基于盈余管理敏感性的视角》,《经济学(季刊)》2016年第1期。
3. 王雄元、张春强:《声誉机制、信用评级与中期票据融资成本》,《金融研究》2013年第8期。
4. Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & Lafond, R., The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42, No. 1-2, 2006, pp. 203-243.
5. Ashcraft, A., *MBS Ratings and the Mortgage Credit Boom*. Philadelphia: DIANE Publishing, 2010.
6. Baghai, R. P., Servaes, H., & Tamayo, A., Have Rating Agencies Become More Conservative? Implications for Capital Structure and Debt Pricing. *The Journal of Finance*, Vol. 69, No. 5, 2014, pp. 1961-2005.
7. Bannier, C. E., & Hirsch, C. W., The Economic Function of Credit Rating Agencies—What Does the Watchlist Tell Us? *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, No. 12, 2010, pp. 3037-3049.
8. Bar-Isaac, H., & Shapiro, J., Ratings Quality Over the Business Cycle. *Journal of Financial Economics*, Vol. 108, No. 1, 2013, pp. 62-78.
9. Beaver, W. H., Shakespeare, C., & Soliman, M. T., Differential Properties in the Ratings of Certified Versus Non-Certified Bond-Rating Agencies. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42, No. 3, 2006, pp. 303-334.
10. Becker, B., & Milbourn, T., How did Increased Competition Affect Credit Ratings? *Journal of Financial Economics*, Vol. 101, No. 3, 2011, pp. 493-514.
11. Blume, M. E., Lim, F., & Mackinlay, A. C., The Declining Credit Quality of US Corporate Debt: Myth or Reality? *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 4, 1998, pp. 1389-1413.
12. Bolton, P., Freixas, X., & Shapiro, J., The Credit Ratings Game. *The Journal of Finance*, Vol. 67, No. 1, 2012, pp. 85-111.
13. Bongaerts, D., Cremers, K. J., & Goetzmann, W. N., Tiebreaker: Certification and Multiple Credit Ratings. *The Journal of Finance*, Vol. 67, No. 1, 2012, pp. 113-152.
14. Bruno, V., Cornaggia, J., & Cornaggia, K. J., The Information Content of Credit Ratings: Compensation Structure Does Matter. Indiana University Working Paper, 2011.
15. Cornaggia, J., & Cornaggia, K. J., Estimating the Costs of Issuer-Paid Credit Ratings. *The Review of Financial Studies*, Vol. 26, No. 9, 2013, pp. 2229-2269.
16. Covitz, D. M., & Harrison, P., Testing Conflicts of Interest at Bond Ratings Agencies with Market Anticipation: Evidence that Reputation Incentives Dominate. Finance and Economics Discussion Series, 2003.
17. Ederington, L. H., Yawitz, J. B., & Roberts, B. E., The Informational Content of Bond Ratings. *Journal of Financial Research*, Vol. 10, No. 3, 1987, pp. 211-226.
18. Efung, M., & Hau, H., Structured Debt Ratings: Evidence on Conflicts of Interest. *Journal of Financial Economics*, Vol. 116, No. 1, 2015, pp. 46-60.
19. Ellul, A., Jotikasthira, C., & Lundblad, C. T., Regulatory Pressure and Fire Sales in the Corporate Bond Market. *Journal of Financial Economics*, Vol. 101, No. 3, 2011, pp. 596-620.
20. Frenkel, S., Repeated Interaction and Rating Inflation: A Model of Double Reputation. *American Economic Journal: Microeconomics*, Vol. 7, No. 1, 2015, pp. 250-280.
21. Hand, J. R. M., Holthausen, R. W., & Leftwich, R. W., The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices. *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 2, 1992, pp. 733-752.

22. Jiang, J. X., Stanford, M. H., & Xie, Y., Does It Matter Who Pays for Bond Ratings? Historical Evidence. *Journal of Financial Economics*, Vol. 105, No. 3, 2012, pp. 607 – 621.
23. Kisgen, D. J., Credit Ratings and Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 61, No. 3, 2006, pp. 1035 – 1072.
24. Kisgen, D. J., The Influence of Credit Ratings on Corporate Capital Structure Decisions. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 19, No. 3, 2007, pp. 65 – 73.
25. Kisgen, D. J., & Strahan, P. E., Do Regulations Based on Credit Ratings Affect a Firm's Cost of Capital? *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 12, 2010, pp. 4324 – 4347.
26. Kliger, D., & Sarig, O., The Information Value of Bond Ratings. *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 6, 2000, pp. 2879 – 2902.
27. Skreta, V., & Veldkamp, L., Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 56, No. 5, 2009, pp. 678 – 695.
28. Smith, R. C., & Walter, I., *Rating Agencies: Is There an Agency Issue?* Boston: Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System, 2002.
29. Steiner, M., & Heinke, V. G., Event Study Concerning International Bond Price Effects of Credit Rating Actions. *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 6, No. 2, 2001, pp. 139 – 157.
30. Tang, T. T., Information Asymmetry and Firms' Credit Market Access: Evidence from Moody's Credit Rating Format Refinement. *Journal of Financial Economics*, Vol. 93, No. 2, 2009, pp. 325 – 351.
31. Xia, H., Can Investor-Paid Credit Rating Agencies Improve the Information Quality of Issuer-Paid Rating Agencies? *Journal of Financial Economics*, Vol. 111, No. 2, 2014, pp. 450 – 468.

## **The Impact of Neutral Rating Agency on Issuer-paid Credit Rating System**

MENG Qingbin (Renmin University of China, 100872)

ZHANG Qiang (Renmin University of China, 100872)

WU Weixing (University of International Business and Economics, 100029)

WANG Yuxi (Renmin University of China, 100872)

**Abstract:** Employing China's first neutral credit rating agency—China Bond Rating Co., Ltd. (CBRC) as the research background, this paper analyzes the reaction of existing issuer-paid credit rating agencies and the bond market towards CBRC's new neutral rating. We mainly find that companies with lower ratings by CBRC issue bonds in higher interests in the bond issuance market. These results also exist in the bond trading market, where bond's yield to maturity rises up after CBRC's lower rating in both short and long terms. We further show that after the entrance of CBRC, existing issuer-paid credit rating agencies will downgrade their ratings and this adjustment is more obvious in industries with higher CBRC occupation, which, in fact, has weakened irrational high rating condition. Possible explanation for adjustment of issuer-paid credit rating is the reputation mechanism rather than the study mechanism.

**Keywords:** Corporate Credit Bond, Neutral Credit Rating Agencies, Issuer-paid Credit Rating Agencies, Irrational High Rating, Reputation Mechanism

**JEL:** G14, G24, G33

责任编辑:文 静