

Payment Arrangement and Credit Rating in China

Tingting Wang¹, Yichen Fu¹, Li Qin²

¹School of Finance, Central University of Finance and Economics, Beijing

²Human Resources Department, Ziyang Power Supply Company, Ziyang Sichuan

Email: cufewtt@126.com

Received: Nov. 5th, 2017; accepted: Nov. 19th, 2017; published: Nov. 28th, 2017

Abstract

The financial crisis in 2008 and massive bond defaults since 2014 in China has attracted increasing attention to the quality of credit rating. Based on a sample of 2006, this paper analyzes the difference of credit rating between two kinds of payment arrangement. We find that, if it is paid by the issuing company, the rating results are higher on average, and the financial indicators of companies in the same rating level are more diversified. Our results mean that credit rating paid by investor could be more objective.

Keywords

Credit Rating, Paid by Issuers, Paid by Investors

付费模式与主体信用评级的关系研究

王汀汀¹, 符一尘¹, 秦 丽²

¹中央财经大学金融学院, 北京

²四川省电力公司资阳供电公司人力资源部, 四川 资阳

Email: cufewtt@126.com

收稿日期: 2017年11月5日; 录用日期: 2017年11月19日; 发布日期: 2017年11月28日

摘 要

2008年全球金融危机和2014年起国内频发的债券违约事件引起了市场对信用评级质量的担忧。本文梳理了国内外信用评级行业的发展历史和现状, 并基于2016年信用评级样本, 分析了不同付费模式下主体信用评级结果的差异。研究发现, 对同样的主体, 发行人付费模式的评级高于投资人付费时的评级; 同

文章引用: 王汀汀, 符一尘, 秦丽. 付费模式与主体信用评级的关系研究[J]. 金融, 2017, 7(5): 287-298.

DOI: 10.12677/fin.2017.75029

时, 发行人付费模式下, 评级过程中财务指标的弹性较大。

关键词

主体信用评级, 发行人付费, 投资人付费

Copyright © 2017 by authors and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

自 2014 年“超 11 日债”违约打破债券市场零违约率的记录后, 2016 年至 2017 年 4 月公募市场出现了 29 个主体违约, 涉及 66 支证券, 债券违约大有愈演愈烈之势。所以, 反映违约潜在风险的债券信用评级和主体信用评级, 对投资人而言就显得更加重要。国际市场上, 金融危机过程中倒闭而无法偿债的企业与信用机构给出的评级大相径庭, 引发了市场对发行人付费模式下评级机构和发行人互相勾结的怀疑。

目前我国信用评级市场呈现垄断竞争的模式, 排名前五的信用评级机构分别是大公国际、中诚信、联合资信、上海新纪元和鹏元, 这五家机构均采用发行人付费模式。目前国内市场唯一采用投资人付费模式的机构是 2010 年中国银行间市场交易协会成立的中债资信评估有限公司。

本文从理论和统计分析两个角度, 对比两种付费模式下对信用评级结果的影响, 同时结合国外信用评级行业的发展, 对国内评级系统的完善提出建议。

2. 文献综述

2.1. 两种付费模式的比较

许多研究从评级质量角度分析了发行人付费模式下评级虚高的可能, 而投资人付费则能保持客观评级结果。Jiang 等(2012) [1]通过 1974 年标准普尔从投资人付费转变为发行人付费的数据和穆迪评级数据的比较分析, 验证了这一观点。刘锴(2013) [2]基于委托代理理论指出, 评级机构接受投资人的委托进行信用评级, 其收入却来源于发行人, 双方目标利益函数的差异使得评级机构为了自身利益放宽了评级标准导致评级结果虚高。吴建航(2014) [3]指出, 目前很多评级机构兼有评级、咨询和风险管理服务的业务特点会导致利益冲突, 使评级失去客观性并存在结果虚高的可能。蔡国喜等(2012) [4]从理论角度证明了投资者付费解决利益冲突问题并使得评级结果更为公正合理的观点。而 Bartles 和 Weder (2013) [5]对比分析德国投资人付费模式的评级机构菲力和其他三家发信人付费机构的评级结果, 发现金融危机期间菲力的评级与企业实际表现更为匹配, 验证了投资人付费模式下评级质量更高的观点。然而, 也有研究质疑投资人付费模式下评级质量: 蔡国喜等(2012) [4]认为在发行人与评级无关时, 评级机构以有限的公开信息为依据进行评级会降低评级质量; Bai (2010) [6]则从投资者和评级机构的利益冲突角度, 推出投资人付费模式的评级质量较低的结论。

结合声誉制度和竞争制度, 两种付费模式的评级质量的比较存在较多争议。Doherty 等(2012) [7]从理论和实证两个角度说明市场新进入者使行业内的评级标准更高, 进而提高了评级质量; Xia (2014) [8]认为, 发行人付费主导市场中来自投资者付费模式的竞争压力, 将提高整体评级质量。李增福(2008) [9]认

为规模较小并缺乏历史声誉的评级机构中, 更容易出现评级采购的现象; 房友军(2012) [10]进一步指出: 只有发行方给予评级机构大于评级机构未来所有收益现值的贿赂, 评级机构才有可能进行不公正的评级; Frenkle (2015) [11]则提出“双重声誉”, 即只要发行人评价声誉资本小于投资人评价声誉资本就不出现“评级购买”现象; 然而, Holden (2012) [12]从另一角度提出并用模型验证了“过度关注声誉会降低评级质量”的观点, 表现为评级结果对良好主体过度乐观或劣质主体悲观。

从操作性角度看, 投资人付费制度存在不足。苗春萌(2012) [13]认为发行人付费模式具有一定的优势, 对象唯一, 费用金额也更有可能会覆盖评级付出的成本, 从而机构可以长期维持经营并以部分成本获得更多企业信息, 提供更为详尽真实的评级结果。包香明、朱建新(2011) [14]指出投资人付费模式下评级引发的“搭便车”问题: 评级结果的非排他性使许多投资者可以零成本获得评级结果进行投资决策, 这将对评级机构的评级业务甚至持续经营造成威胁。

从发行人融资成本角度, 包香明和朱建新(2011) [14]考虑到后期给投资者优惠的支出要远远少于评级费用, 因此投资人付费模式可以降低企业融资成本。

结合我国债券市场的现状, 关于两种付费制度的适应性, 刘锴(2013) [2]认为评级机构的冒险行为、利益冲突等不利因素可以被强有力的外部监管力量所削弱, 而投资人付费模式的可操作性短期内无法改变, 因此发行人付费模式更适合国内市场。但是也有观点认为, 我国已经具备一定的市场基础, 因此应当实行投资人付费模式, 以保证评级的公正客观。

2.2. 信用评级付费方式的改进与优化

应娟、张益新(2006) [15]从完善现有制度出发, 认为必须对评级机构的评级业务和辅助业务进行分离, 同时可以尝试评级机构由投资人通过选举等方式产生从而落实信用评级中的实际委托人。曹艳荣(2012) [16]也认为需建立信用评级机构选择机制, 并加强外部监管, 以减少利益冲突, 增强透明度, 但并不排斥发行人付费制度。包香明、朱建新(2011) [15]则建议实施投资人付费机制, 评级机构与投资人签订长期合同, 先收取部分费用, 剩余部分随着债券流通后按持有债券比例收取。

卜谦(2013) [17]引入了集中清算平台模式, 双方同时收费模式和投资者付费加政府补助等模式, 但认为目前尚不存在一种最优的付费模式。徐庆(2016) [18]在分析了金融危机后美国对评级机构的改革后, 也提出最有付费模式尚待改进的观点, 并对国内信用评级行业的改革提出尽快促成监管立法、加强评级机构内部控制和外部监管、行业内探索多种付费模式等建议。

3. 评级行业的起源及发展现状

3.1. 美国信用评级行业起源及发展现状

现代信用评级起源于美国, 以 1902 年穆迪公司创办人约翰·穆迪对当时的铁路债券以简单的符号进行评级为标志。1929 年世界性经济危机大爆发后, 大量公司破产倒闭导致无法偿清债务, 这引起了人们对企业评级的重视, 从而成为评级行业蓬勃发展的开端。

20 世纪初, 评级机构诞生, 初始阶段评级基本依据全部为企业公开披露的信息, 评级机构不对任何一方收取费用, 而通过评级出版物获得收益。然而 1929 年美国爆发了经济大萧条, 许多公司无法偿还债务, 政府颁布了“将评级结果作为投资准则”的政策, 这些事实让投资者开始重视评级结果并愿意为获取真实详尽的评级结果支付一定的费用, “投资人付费”模式由此诞生, 并沿用了四十年。1970 年至 1980 年期间, 美国债券市场的高速通胀导致大量债权出现违约, 投资人对信用评级的态度由完全依赖过渡为选择性相信, 而此时的发行人则希望通过详尽的评级结果吸引更多投资者从而降低筹资成本, 所以, 行业逐渐由“投资人付费”模式主导过渡为“发行人付费”模式主导。

随着全球经济的快速发展,债券融资被越来越多的企业使用,信用评级行业也因此资本市场中占据越来越重要的地位,这进一步巩固了“发行人付费”的模式。然而,2008年爆发的金融危机让人们再次将目光聚焦到信用评级行业,研究和事实均表明导致此次金融危机的根本原因:公司和评级机构存在利益勾结,评级机构失去评估的独立性而降低了评级标准,导致评级结果出现虚高,而投资人参照非真实的评级报告做出错误的投资决策和发生错误的投资行为。

2010年,美国颁布法案对加强证券监管做出规定——分离评级机构的评级和咨询业务,同时定期对独立性进行检查。2012年1月,美国联邦审计总署对“发行人付费”提供了七种替代方式。可见,虽然目前评级机构依旧以“发行人付费”模式为主导,但是外部监管和多种付费模式的建议引导的相互结合,让评级行业更公正独立完善。

目前,穆迪、标准普尔和惠誉的业务拓宽到全球,开始开展投资人付费的订阅服务,企图通过收入多元化以缓解利益勾结问题。2015年穆迪订购为主的MA板块收入占总收入的33%。

3.2. 国内信用评级行业起源及发展现状

1986年,我国允许地方企业发行债券。上海远东资信评估有限公司是我国首家独立的信用评级机构。前期,由于产品单一和极低的违约率,行业发展极其缓慢。然而,进入21世纪以来,中国经济腾飞带来债券市场的快速发展,进一步推动了信用评级行业的发展。据统计,2016年我国经过评级的债券发行量超过59,000亿元,占有所有债券发行量的约60%。

目前,国内市场处于领先地位的评级机构有五家,均采用“发行人付费”模式,分别为中诚信国际信用评级有限公司(穆迪投资者服务公司成员),联合资信评估有限公司(国有控股),大公国际资信评估有限公司,鹏元资信评估有限公司和上海新世纪资信评估有限公司。其中,只有中诚信和上海新世纪得到证监会、交易商协会和发改委三者的一致认可。

尽管近十年来我国的信用评级行业发展迅速,但依旧存在较大问题,主要体现为三个方面:第一,声誉机制弱化而依赖于外部监管。我国主要通过监管实现对信用评级的约束,制度的不完善和市场过低的甄别力等因素,导致了对机构约束作用更强的“声誉机制”在国内无法起效。第二,评级结果精细化不足。尤其是发行人付费评级机构,普遍评级为AAA、AA和A,过于集中的结果降低了评级效率,降低了对投资的参考价值。第三,债券违约问题。2014年3月,上海超日太阳能公告,无法支付“11日超债”利息,成为我国债券违约第一例。随后,债券违约案例在国内债券市场频频出现。据数据统计,2016年共计52家主体发行的88例债券不能按时偿付,债券信用风险情况不容乐观。

为了完善国内信用评级体系,我国也在评级机构的付费模式方面进行新的探索和尝试。2010年,我国成立了第一家也是目前唯一一家“投资人付费”模式的信用评级机构——中债资信评估有限公司。2017年,中国人民银行金融市场司司长纪志宏在《债券市场的机制建设》中特别强调“继续推广和改进投资人付费模式”,使“投资人付费”再次得到广泛关注。但就总体而言,“投资人付费”与主流的发行人付费模式相比,还处于起步阶段。

4. 两种付费模式评级对比的理论分析

4.1. “委托代理关系”角度

在委托代理关系中,信用评级的委托人为投资人,代理人为评级机构,服务内容为对发行人(企业)信用进行评级。

若投资人支付评级费用,评级机构在追求利益最大化的目标下给出客观的评级结果,这恰好与投资人的利益相一致。因此,投资人付费模式可以较好地保证评级的质量。

然而，在发行人付费的模式下，代理人从评级对象收取费用。发行人愿意付出更多费用以获得更高评级，评级机构可能为了获得更多利益公布虚高的评级结果，即出现“评级购买”的问题，损害了投资人的利益。可见当代理人的利益受到第三方即评级对象的牵制时，委托人和代理人的目标利益函数会出现不一致，进一步产生委托代理问题。

4.2. “信息不对称”角度

发行人付费模式下，发行人由于想要获得更高的评级，因此为评级机构提供更为详尽的财务信息。而在投资人付费时，评级机构只能参考发行人公开披露的财务信息进行评级。如果存在企业披露信息不完全即信息不对称的情况，则易导致评级与企业真实情况出现偏差。因此，建立在发行人提供的所有信息真实的基础上，发行人付费评级机构的评级结果更为准确和贴近企业的经营实况。

4.3. “可操作性”角度

发行人付费时，对每一次服务，发行人唯一且可靠，对评级机构而言可收取费用较高也更为便捷；投资人付费时，却很难设置一种完善的制度使每一个使用评级的投资者都支出成本。因此，可操作性强是发行人付费在目前市场上主流的因素之一。

此外，由于评级结果具有非排他性，因而大量未购买评级报告的投资者可以跟随购买评级的投资者做出投资决策，评级机构收入则大大减少甚至无法覆盖成本。一旦缺少资金的支持，后续的评级工作可能无法顺利进行，最终可能导致评级机构被迫退出市场或破产。所以，投资人付费模式在现有市场缺乏运行的基础。

4.4. “评级的独立性”角度

现阶段，我国的信用评级机构除了提供评级服务外，还提供咨询和风险管理等其他业务。评级结果较低时，咨询和风险管理业务要求付出的资源越多，从而发行人支付的费用教高。在发行人付费模式下，为了咨询和风险管理业务的更大利益，评级机构可能选择牺牲部分评级业务的利益，而故意调低评级结果。可见发行人付费条件下，不同业务的利益冲突可能导致评级失去独立性。

但这并不意味着投资人付费模式可以保证评级的独立性，因为部分投资人，特别是机构投资者，也可能与评级机构存在利益关系。如为了降低债券购买成本，计划持有较大金额的机构投资者可能联合，与评级机构进行谈判，以出让部分利益为诱惑，使评级机构故意降低评级。

5. 两种付费模式下评级结果差异的统计分析

5.1. 样本的选取

本文基于 2016 年度的评级样本，选取同时具有投资人付费机构即中债资信和发行人付费机构中任意一家信用评级结果的公司为样本。中债评级数据来自中债资信的官方网站，发行人付费机构评级数据来自大公国际、联合资信、上海中诚信国际、新世纪、鹏元和的官方网站。经过筛选，共得到同时具有两种付费模式下评级结果的样本 328 个，其中 250 个样本具有完整的财务数据¹。因此，下文以 328 家公司为样本进行等级分布对比分析和极差分析，以 250 家财务数据完整的公司为样本进行财务数据对比分析。

5.2. 不同付费模式下等级分布对比分析

债券不同的等级表示违约风险的大小，AAA 级偿债能力最强从而违约风险最小，相反，C 级偿债能力最弱而违约风险最大。

¹ 财务数据均为 13~15 的年度数据和 2016 年第一季度的数据。

如图 1 所示，中债资信的评级结果覆盖了 AAA (包括 AAA+和 AAA-)、AA+、AA、AA-、A+、A、A-、BBB (包括 BBB+和 BBB-)和 C，共计 9 级；而其他评级机构数据只覆盖了 AAA (包括 AAA+和 AAA-)、AA+、AA、AA-和 C，共计 5 级。其中 C 级仅 1 家，是由于出现债券违约而临时下调的特殊情况。

中债资信给出的等级多而分散，分布比例符合正态分布的形状。其他评级机构，给出的等级少而集中，多聚集在 AAA 和 AA 两个等级。经过进一步的数据查询，笔者发现 2016 年期间仅有大公国际和上海新世纪分别存在 5 家和 1 家评级 A 以下的公司(本文中包含一家：四川省煤炭产业集团有限责任公司，上海新世纪评级为 C)。根据上述分析我们可以推测，中债的评级结果分散从而层次分明，评级效率更高。

进一步的，由图 1 中的分布可知，中债资信的评级峰值要低于其他评机构的峰值，说明相同条件下投资人付费的评级结果平均等级要低于发行人付费，可能是因为发行人付费条件下评级虚高。

5.3. 不同付费模式下的评级级差分析

将等级赋值，AAA 级赋值为 9，按等级大小依次赋值，最小的 C 为 1。以中债资信评级为标准，计算其他评级机构等级与其之级差，并按照等级统计分类，如图 2。由于 C 级债券属于特殊情形，所以不列入分析范畴。

不难发现，对中债主体信用评级结果越低的企业，两种付款方式下评级结果的级差越大，也即若一个企业在中债资信评级越低，越有可能在其他机构提高自己的评级，从而进一步验证了发行人付费评级存在虚高的假设。

5.4. 不同付费模式下财务数据分布对比分析

1) 企业规模

笔者选取代表企业规模的净资产²，以净资产规模和评级结果为标准进行统计，得出同一评级的净资产分布及变异系数，结果如表 1。其中，变异系数是标准差和平均值的比值，可以较好地反映数据的离散程度。

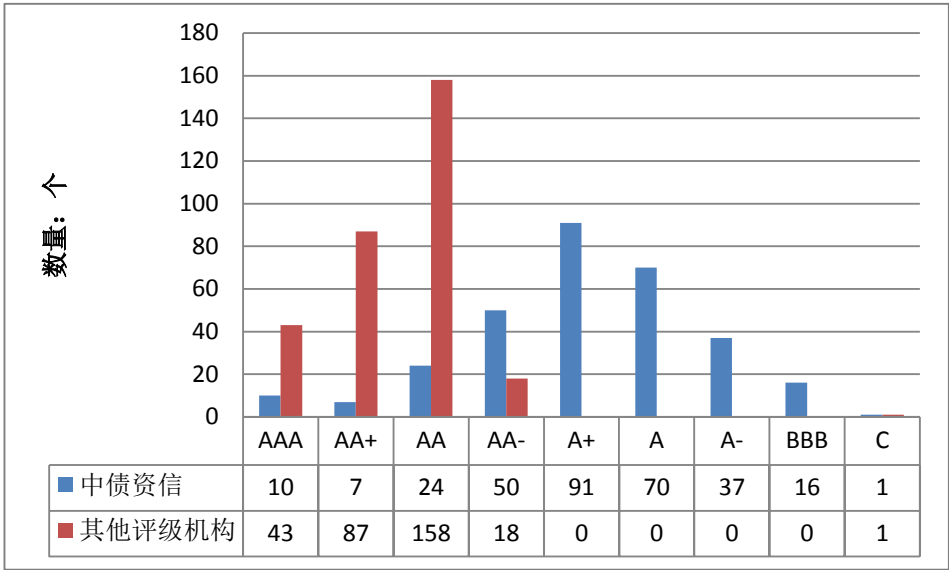


Figure 1. The rating distribution by China Bond Rating Co., Ltd. vs. other agencies
图 1. 中债资信和其他评级机构等级分布图

²数据截至 2016 年 3 月。

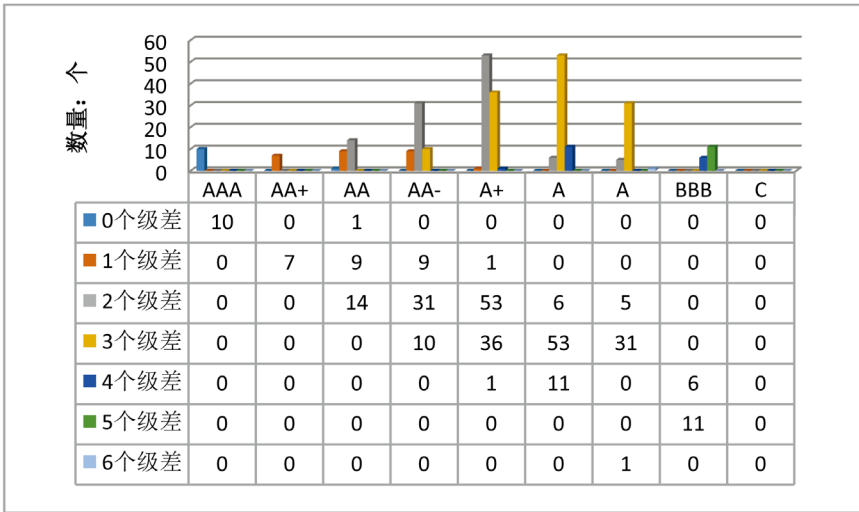


Figure 2. The difference of rating result under two kinds of payment arrangement
图 2. 两种付费模式下级差分布图(以中债资信评级为基准)

Table 1. The net asset of companies rated by China Bond Rating Co., Ltd. and other agencies
表 1. 中债资信和其他机构评级的净资产规模分布

净资产对数	[2,3)	[3,4)	[4,5)	[5,6)	[6,7)	>7	变异 系数%
净资产(亿元)	[7.39,20.09)	[20.09,54.6)	[54.6,148.41)	[148.41,403.43)	[403.43,1096.63)	>1096.63	
中债							
AAA	0	0	0	0	6	7	212.70%
AA+	0	0	4	4	4	2	75.95%
AA	0	1	5	12	8	1	328.09%
AA-	0	6	17	26	6	1	121.04%
A+	0	15	28	9	0	0	67.23%
A	0	16	29	4	1	0	98.30%
A-	1	12	14	2	0	0	60.35%
BBB	2	5	0	2	0	0	112.65%
其他机构							
AAA	0	0	9	24	19	11	298.24%
AA+	0	6	31	27	0	0	80.33%
AA	3	40	54	11	2	0	106.24%
AA-	1	9	2	0	0	0	72.64%
A+	0	0	1	0	0	0	-

样本中，净资产规模最小的是天津华勘集团有限公司(12.68 亿)，最大的是中国石油天然气集团公司(23875 亿)。对同样的样本，中债资信的评级结果为 8 个等级，而其他机构的评级结果仅有 5 个；中债资信的评级最低为 BBB，而其他评级机构最低评级为 A+ (已排除一家评级为 C 的特例)。

从净资产区间分布角度，以 AAA 级为例，中债资信的 AAA 级净资产都在 400 亿以上，而其他评级机构的 AAA 级净资产规模分布较为分散，净资产规模在 400 亿以下的占比超过 50%。AA+和 AA 级也存在类似的规律。因此，高评级主体中，其他评级机构评级主体的净资产规模分布范围更广。基于变异

系数的分析也得到同样的判断, AAA 级和 AA 级的样本中, 中债资信评级主体的变异系数都较其他评级机构同一等级更小。这说明高评级情况下, 两种付费模式下的评级结果相同时, 即使净资产均值相同, 其他评级机构的主体净资产规模分布离散程度更高。

2) 偿债能力

企业的偿债能力分为短期和长期偿债能力, 本文选择资产负债率表示长期偿债能力, 选择流动比率表示短期偿债能力。考虑信用评级参照三年的财务数据, 而且时间越近的参考价值越大, 因此选择 2013 年、2014 年和 2015 年的年度流动比率数据, 分别代入公式:

$$\text{流动比率(加权平均)} = \frac{\text{2013年流动比率}}{6} + \frac{\text{2014年流动比率}}{3} + \frac{\text{2015年流动比率}}{2}$$

$$\text{资产负债率(加权平均)} = \frac{\text{2013年资产负债率}}{6} + \frac{\text{2014年资产负债率}}{3} + \frac{\text{2015年资产负债率}}{2}$$

得出相关数据的加权平均值后, 按照评级结果和流动比率对企业进行分类统计, 如表 2 和表 3。

在一定范围内, 流动比率越大表明短期偿债能力越强, 但过高的流动比率可能暗示流动资产占用资金过大而使企业整体盈利能力降低, 这意味着企业未来的偿债能力的降低, 从而对信用造成不利影响。同理, 资产负债率和长期偿债能力成反比, 然而过低的负债率表明企业融资能力不足, 所以, 在信用评级中, 每一等级的评级标准应当规定流动比率的合理范围, 但这可能导致均值对评级机构的影响变得复杂。

从分布区间上看, 中债资信 AAA 级的企业流动比率小于 2, AA+ 级的企业流动比率最大不超过 3; 而对其他评级机构的 AAA 级企业流动比率分布在 [0,5], 因而发行人付费情况下高评级企业流动比率浮动范围较大。基于变异系数, 对 AAA、AA+、AA 级样本, 同一等级的企业主体中, 其他评级机构的流动比率和资产负债率变异系数均大于中债资信, 也就是说, 当信用评级较高时, 对属于同一等级的主体, 发行人付费对企业偿债能力的要求较为宽泛, 弹性较大。

3) 盈利能力

企业的盈利能力体现为利润绝对数和利润比率, 本文分别选择利润总额和总资产报酬率。考虑评级建立在前三年的数据上, 因此获得企业 2013 年、2014 年、2015 年的利润总额和总资产报酬率数字, 分别代入下列公式:

$$\text{利润总额(加权平均)} = \frac{\text{2013年利润总额}}{6} + \frac{\text{2014年利润总额}}{3} + \frac{\text{2015年利润总额}}{2}$$

$$\text{总资产报酬率(加权平均)} = \frac{\text{2013年总资产报酬率}}{6} + \frac{\text{2014年总资产报酬率}}{3} + \frac{\text{2015年总资产报酬率}}{2}$$

又考虑到利润总额存在负数而且相差巨大, 最小的数据为酒泉钢铁集团有限公司 -47.97 亿, 最大的数据为中国石油天然气集团公司 1187.09 亿, 所以再将利润总额(加权平均)代入下列公式: 利润总额对数 = $\ln[\text{利润总额(加权平均)} + 10000] - \ln 10000$, 得到处理后的结果后, 做如表 4 和表 5 的分类统计。

表 4 中, 虽然对资产报酬率小于 0 的三家企业, 其他机构评级要高于中债资信, 但总体评级分布和总资产报酬率的关系并不明显, 而表 5 各个等级的利润总额分布类似于上文的净资产规模。可见, 评级机构更关注利润的绝对数。

从分布看, 在较高评级中, 中债资信对评级主体的利润总额要求较其他评级机构高, 如 AAA 级中债资信 70% 的企业利润总额规模在 40 亿及以上, 而其他机构评级范围较广, 有 50% 集中在 0 至 20 亿元之

Table 2. The current ratio of companies rated by China Bond Rating Co., Ltd. and other agencies**表 2.** 中债资信和其他机构评级的流动比率分布

流动比率	(0,0.5)	[0.5,1.0)	[1.0,1.5)	[1.5,2.0)	[2.0,3.0)	[3.0,4.0)	[4.0,5.0]	>5.0	变异系数%
中债									
AAA	4	2	6	1	0	0	0	0	38.02%
AA+	3	4	3	1	3	0	0	0	48.39%
AA	5	6	6	7	0	2	1	0	77.30%
AA-	9	9	11	9	6	3	3	5	170.37%
A+	5	6	18	8	7	2	3	5	152.92%
A	1	8	21	3	8	4	2	2	74.48%
A-	0	11	12	3	0	0	0	3	101.83%
BBB	0	4	3	0	2	0	0	0	53.96%
其他机构									
AAA	15	15	13	9	6	3	2	0	77.69%
AA+	7	8	21	11	6	3	1	7	91.00%
AA	4	21	44	12	11	5	5	8	167.09%
AA-	1	5	2	0	3	0	1	0	73.68%
A+	0	1	0	0	0	0	0	0	-

Table 3. The debt ratio of companies rated by China Bond Rating Co., Ltd. and other agencies**表 3.** 中债资信和其他机构评级的资产负债率分布

资产负债率	[0,0.2)	[0.2,0.4)	[0.4,0.5)	[0.5,0.6)	[0.6,0.7)	[0.7,0.8)	>0.8	变异系数%
中债								
AAA	0	0	2	1	2	5	3	18.49%
AA+	0	3	2	0	4	5	0	17.78%
AA	0	0	4	6	10	5	2	16.30%
AA-	0	8	3	15	15	10	5	24.16%
A+	0	2	6	14	16	9	5	20.06%
A	1	2	6	11	18	8	4	22.16%
A-	0	0	3	3	9	10	4	16.86%
BBB	1	1	0	1	1	4	1	39.15%
其他机构								
AAA	1	5	4	9	20	18	6	24.17%
AA+	0	4	10	18	20	8	4	19.53%
AA	1	4	12	21	32	28	12	21.61%
AA-	0	2	0	3	3	2	2	24.63%
A+	0	1	0	0	0	0	0	-

Table 4. The ROA of companies rated by China Bond Rating Co., Ltd. and other agencies**表 4.** 中债资信和其他机构评级的总资产报酬率分布

总资产报酬率%	<0	[0,3)	[3,6)	[6,9)	[9,12]	>12	变异系数%
中债							
AAA	0	3	9	1	0	0	30.48%
AA+	0	2	5	3	3	1	161.15%
AA	0	7	10	5	1	4	65.80%
AA-	1	17	21	10	3	4	165.79%
A+	1	19	19	8	4	1	68.75%
A	1	22	18	5	3	1	810.05%
A-	0	10	14	3	2	0	57.88%
BBB	0	2	4	1	2	0	48.48%
其他机构							
AAA	0	19	25	10	4	5	84.69%
AA+	1	16	27	13	3	4	159.16%
AA	1	40	48	11	8	2	66.90%
AA-	1	7	0	2	2	0	117.80%
A+	0	0	0	0	1	0	-

Table 5. The Net income of companies rated by China Bond Rating Co., Ltd. and other agencies**表 5.** 中债资信和其他机构评级的利润总额分布

	<0	[0,1)	[1,2)	[2,3)	[3,4]	>4	变异系数%
利润总额	<0	[0,10.22]	[10.22,20.00]	[10.22,30.20]	[30.20,40.68]	>40.68	
中债							
AAA	0	1	0	1	2	9	169.74%
AA+	1	3	5	1	2	2	120.10%
AA	2	6	10	4	2	2	319.84%
AA-	3	28	20	2	1	2	107.37%
A+	4	41	5	2	0	0	256.83%
A	5	39	5	0	1	0	155.23%
A-	1	27	1	0	0	0	169.01%
BBB	2	6	1	0	0	0	118.28%
其他机构							
AAA	3	10	22	7	6	14	285.63%
AA+	4	40	16	2	1	1	125.83%
AA	7	92	9	1	1	0	189.58%
AA-	4	8	0	0	0	0	639.62%
A+	0	1	0	0	0	0	-

间。所以，在高等级主体中，中债资信评级的利润总额高于其他评级机构。另一方面，对比变异系数，可以发现在如 AAA 和 AA+ 的高等级主体中，中债资信的利润总额离散程度比其他评级机构小，也即更集中。

通过以上统计数据进行分析，我们可以得到三个结论：

第一，投资人付费模式下，评级结果区分度更明显，因此评级效率更高，对投资人的参考价值更大。

第二，对同一企业，投资人付费模式下评级结果往往低于发行人付费评级结果，并且在评级结果越低时级差倾向于增加。

第三，在评级结果相同时，发行人付费对评级主体财务数据的要求较低，变化弹性也较大，这种规律在评级结果较高时较明显。因此发行人付费模式下，评级结果很有可能存在虚高的现象。

6. 结论和后续研究方向

作为主流的发行人付费模式存在一个突出的问题：当监管制度不完善时，难以避免评级机构和发行人利益勾结导致评级购买的出现，最终造成评级结果虚高的现象。为此，我国引入了投资人付费模式，希望通过两种模式的竞争，完善信用评级体制。本文的统计分析发现，发行人付费下的评级区分度不高，且比投资人付费下普遍偏高，在评级质量和效率方面都不如投资人付费，但由于后者现阶段在国内的可操作性不强，发行人付费依旧是目前比较理想的方式。

基于上述结论，我们提出如下建议：

1) 对投资者，若投资对象同时具有两种付费模式下评级机构的评级结果，建议在投资决策前同时参考和对比两个评级结果，并侧重关注投资人付费评级机构的评级报告；若只存在发行人付费模式下的评级结果，则应充分考虑“评级虚高”存在的可能。

2) 对监管机构，建议加强对发行人付费评级机构的监管力度，降低评级机构和发行人之间利益勾结造成评级采购的可能；同时，建议增强企业披露信息的监管，减少投资人付费可能存在的信息不对称，从而改善投资人付费模式的评级质量。

3) 对评级行业，建议增加不同的付费模式，以起到相互竞争和约制的效果，从而为投资人提供更为客观和多样的信息。

参考文献 (References)

- [1] Jiang, X.F., Stanford, M.H. and Xie, Y. (2012) Does It Matter Who Pays for Bond Ratings? *Historical Evidence. Journal of Financial Economics*, **105**, 607-621. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.04.001>
- [2] 刘锴. 我国外部信用评级付费模式分析[J]. 征信, 2013, 31(7): 48-52.
- [3] 吴建航. 不同付费模式下评级结果的实证研究[D]: [硕士学位论文]. 上海: 复旦大学, 2014.
- [4] 蔡国喜, 陈代娣, 杨勤宇. 主动的“市场看门人”: 主动评级业务探索[J]. 金融市场研究, 2012(2).
- [5] Bartels, B. and Weder, B. (2013) A Rating Agency for Europe-A Good Idea? *CEPR Discussion Paper*, **149**, 867-868.
- [6] Bai, L. (2010) On Regulating Conflicts of Interest in the Credit Rating Industry. *New York University Journal of Legislation and Public Policy*, **2**, 253-283.
- [7] Doherty, N.A., Kartasheva, A.V. and Phillips, R.D. (2012) Information Effect of Entry into Credit Ratings Market: The Case of Issuers' Ratings. *Journal of Financial Economics*, **106**, 308-330. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.05.012>
- [8] Xia, H. (2014) Can Investor-Paid Credit Rating Agencies Improve the Information Quality of Issuer-Paid Rating Agencies? *Journal of Financial Economics*, **111**, 450-468. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.10.015>
- [9] 李增福. 信用评级收费模式: 机制与选择[J]. 上海金融, 2008(1): 36-39.
- [10] 房友军. 信贷市场信用评级收费模式的路径选择[D]: [硕士学位论文]. 济南: 山东大学, 2012.
- [11] Frenkel, S. (2015) Repeated Interaction and Rating Inflation: A Model of Double Reputation. *SSRN Electronic Journal*, **7**, 250-80. <https://doi.org/10.1257/mic.20110077>

-
- [12] Holden, S., Natvik, G.J. and Vigier, A. (2012) An Equilibrium Model of Credit Rating Agencies. Social Science Electronic Publishing, New York.
- [13] 苗春萌. 我国信用评级业收费模式研究[D]: [硕士学位论文]. 北京: 北京交通大学, 2012.
- [14] 包香明, 朱建新. 我国信用评级收费模式的再思考[J]. 中国投资, 2011(2): 94-97.
- [15] 应娟, 张益新. 信用评级机构收费模式探讨[J]. 上海金融, 2006(6): 73-75.
- [16] 曹艳蓉. 信用评级付费模式改革的法律透视[J]. 学术交流, 2012(8): 48-52.
- [17] 卜谦. 评级机构最优收费模式探讨[J]. 经济视野, 2013(16).
- [18] 徐庆. 信用评级机构付费模式改革及对我国的启示[J]. 华北金融, 2016(7): 10-14.

知网检索的两种方式:

1. 打开知网页面 <http://kns.cnki.net/kns/brief/result.aspx?dbPrefix=WWJD>
下拉列表框选择: [ISSN], 输入期刊 ISSN: 2161-0967, 即可查询
2. 打开知网首页 <http://cnki.net/>
左侧“国际文献总库”进入, 输入文章标题, 即可查询

投稿请点击: <http://www.hanspub.org/Submission.aspx>

期刊邮箱: fin@hanspub.org