

2022 年 1 月 20 日

January 20,2022

## 企业信用评级研究管窥

蒋贤锋 刘斌<sup>1</sup>

**摘要：**本文梳理了企业信用评级领域的研究文献，对评级机构竞争、评级利益冲突、评级选购、评级委托方式、评级披露方式、评级差异、评级与经济周期的关系、评级付费模式、结构化产品评级、评级和监管的关系等方面的研究成果做了归纳总结。这些研究为基于我国市场环境和特征的相关监管政策设计、评级机构治理、投融资决策等提供了有益参考。

**Abstract:** We provide a simple review of literature on corporate credit rating based on the works we collected. The literature has covered rich topics of competition between rating agencies, conflict of interest in ratings, rating shopping, rating solicitation methods, split ratings, the relationship between rating and economic cycles, rating repayment methods, ratings of structured products, and the relationship between ratings and regulation. The research has contributed exploratory evidence of rating decisions and their effects on quality ratings, securities prices, and the real economy. They may have some instructive implications for designing relevant rating regulation, rating agency governance, financing, and investment decision in the context of the Chinese market.

**关键词：**信用评级；竞争；利益冲突；评级选购

**声明：**中国人民银行工作论文发表人民银行系统工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点，不代表人民银行。如需引用，请注明来源为《中国人民银行工作论文》。

**Disclaimer:** The Working Paper Series of the People's Bank of China (PBC) publishes research reports written by staff members of the PBC, to facilitate scholarly exchanges. The views of these reports are those of the authors and do not represent the PBC. For any quotations from these reports, please state that the source is PBC working paper series.

<sup>1</sup>蒋贤锋（[jxianfeng@pbc.gov.cn](mailto:jxianfeng@pbc.gov.cn)）、刘斌，中国人民银行金融研究所研究人员。感谢匿名审稿人和人民银行工作论文 2021 年第 2 期（总第 2 期）工作论文报告会参会者的建设性意见。文章观点均为作者本人观点，不代表人民银行。

新中国的企业信用评级市场是在 20 世纪 80 年代末随着企业债券市场的出现而逐步发展起来。那时，国际主要评级机构已积累了近 100 年的历史经验，对国外企业债券市场的发展起了较大推动作用。2008 年，我国银行间市场在逐步引入非金融企业债务融资工具后迅速发展，对评级的需求也日益旺盛。此时，美国市场爆发影响深远的次贷危机，评级机构被认为没有在其中起到应有的积极作用（Hamerle et al. 2009; Wojtowicz, 2014）。作为后起的国内评级机构在学习悠久历史的国际评级机构经验的同时，也应该避免它们的消极影响。

着眼于未来债券市场进一步发展和开放，我国信用评级市场的规模和国际影响力将日益扩大，国内外评级机构的竞争将会加剧。根据国际清算银行（BIS）对发行人国别的统计，截至 2020 年第 4 季度<sup>2</sup>，我国债券余额达 18.56 万亿美元，比 2004 年末增长 28 倍以上，目前我国债券市场规模在全球仅次于美国。随着我国经济金融改革和发展，债券市场的规模将进一步扩大，评级市场也将随之大幅度扩容。据 Wind 的数据统计，我国债券市场上拥有主体评级的企业数量，从 2007 年年底的 307 家上升到 2021 年 6 月 10 日的 5299 家<sup>3</sup>，增加了 16 倍以上。

与此同时，从允许更多境外机构投资者进入银行间债券市场到“债券通”的实施，我国债券市场对外开放力度逐步扩大；国际评级机构在与国内评级机构长期合作基础上，已陆续按照国内监管要求直接进入国内市场，与国内评级机构展开同台竞技，评级市场的竞争程度日益激烈。同时具有交易所债券市场和银行间债券市场评级资质的评级公司从 2016 年底不到 6 家增加到 2020 年底的 12 家，增加了 1 倍并且新增两家全外资的评级公司<sup>4</sup>。

梳理信用评级的国际学术工作不仅可以帮助推进该领域的研究，更有助于我国的相关政策制定者、信用评级机构、其他市场参与者等学习国际经验、避免走弯路、更好地发挥评级的积极作用。两个例子可以说明这点。一个例子和评级机构间竞争有关。通常认为，评级机构间竞争和大多数其他市场的竞争一样会提高市场总福利。但文献显示，竞争只在一些特定的行业才会提高评级质量或信息含量。因此，在制定有关评级市场竞争的政策时必须审慎，应该在考虑到具体的市场环境和结构、制度等因素基础上因地、因时设计有针对性的竞争政策。另一个例子是我国企业的国际评级和国内评级的比较。由于二者之间表面上呈现出巨大的差异，因此一些观点认为国内评级相对于国际评级信息含量较低。但在考虑国际评级内部的相对位置而相应调整后，蒋贤锋和 Packer（2017）发现二者之间仍然具有一定的可比性，并且蒋贤锋（2017）、Jiang and Packer（2017, 2019）发现债券发行定价对二者都有所反应。此外，在评级利益冲突、评级付费模式、评级与监管的关系等议题

<sup>2</sup> <https://stats.bis.org/statx/srs/table/c1>. 2021 年 6 月 11 日查询。由于数据库更新，不同时间查询结果可能有差异。

<sup>3</sup> 2021 年 6 月 25 日查询。由于数据库更新，不同时间查询结果可能有差异。

<sup>4</sup> 其中一家全外资公司还没有完成在两个债券市场评级的备案。

（蒋贤锋，2018），研究工作也已经贡献了很多有价值的思考和学术证据，对评级市场的监管者、参与者、用户群体的决策等大有裨益。

本文接下来依次总结一般企业及其债务工具的信用评级、金融企业信用评级、企业评级对识别主权评级影响的作用等方面的研究工作，最后进行总结，并指出文献对我国监管政策设计的参考作用和未来相关研究的两个方向。

## 一、一般企业及其债务工具评级的研究

### （一）评级机构间竞争

由于市场上的评级机构数量很少，很多观察者自然地从小市场中垄断与竞争的关系出发，提议引进更多评级机构以提高评级质量。但另一种观点与此相反，认为竞争会降低评级机构勤勉工作的激励而降低评级质量。要回答哪一种观点更可靠，必须考虑具体的市场环境、竞争策略、评级行业等相关因素，目前还没有统一的结论。

Doherty et al.（2012）从理论上分析了新进入评级机构和已有评级机构之间的竞争策略：均衡时，新进入者会采用更严格的评级标准，给那些已有评级机构评级的每个评级级别中的信用价值中等以上企业评级。结果，评级的信息含量增加，评级质量上升。Doherty et al.发现标普进入评级机构 A. M. Best 占垄断地位的保险行业的样本为理论预测提供了很好的支持，并且已有评级机构 A. M. Best 在标普进入之后采用了细化评级符号的应对策略来提高评级信息含量。

Morkoetter et al.（2017）从投资者和发行者的角度实证分析了住房贷款抵押证券（Residential Mortgage-Backed Securities, RMBS）评级中评级机构竞争的影响。他们对同一个 RMBS 是否有多个评级来衡量竞争程度，发现竞争程度越大，评级机构发布的评级信息越多、越精确，表明评级机构越有激励进行信息搜集、加工，提高了使用评级的投资者的效用；同时 RMBS 发行者提高优先级（即高评级的）层级（tranch）的比例以降低总的发行成本。总体上，从投资者和发行者角度出发，评级机构竞争的积极效应比较明显。

竞争对评级质量的积极影响并不在任何时候都成立。Frenkel（2015）构建了双重声誉<sup>5</sup>模型，发现只有当新进入评级机构的声誉比较低时，竞争才能提高评级质量。在一般的评级机构博弈模型中，Camanho et al.（2012）显示竞争总体上会导致评级质量下降，这在新进入评级机构和已有评级机构的声誉都不高的情形下更加明显。Bolton et al.（2012）从竞争便利评级选购（rating shopping）的角度分析，也认为竞争会降低评级质量。此外，Manso（2013）从评级对企业融资成本反

---

<sup>5</sup>评级机构既要在投资者面前保持高评级标准的公开声誉，又要在发行者面前维护低评级标准的私下声誉。

馈影响角度进行了理论建模，发现竞争导致评级级别下降、融资成本上升，增加了企业违约可能性，降低企业福利。

竞争会降低评级质量的实证证据也存在，代表性的是 Becker and Milbourn (2011)<sup>6</sup>。他们认为惠誉在每个行业的市场占有率可以作为衡量该行业评级机构竞争程度的一个外生变量。竞争程度越高的行业，评级质量总体上越低<sup>7</sup>：评级级别提高、评级和债券收益率的关联下降、评级预测违约的能力下降。这可能反映了声誉机制：竞争带来的声誉成本下降很小的话，评级机构有激励调高评级（或降低评级质量）；但可能不支持评级选购机制：那些同时有惠誉和标普或穆迪评级的债券，其标普或穆迪的评级级别比较低<sup>8</sup>。Flynn and Ghent (2018) 在结构化产品评级中也发现类似结论，Baghai and Becker (2020) 从 CMBS 市场提供了竞争可能降低评级质量的证据。

从长期看，不同市场结构下竞争的长期效果可能不一样。Hirth (2014) 在理论上认为，如果复杂投资者<sup>9</sup>对评级机构的影响较大，那么评级会表现出周期性特征；如果简单投资者<sup>10</sup>在市场中比例居多，那么评级的动态表现出鞍点稳定（非周期性）。在简单投资者为主的市场结构中，一段时间内的促进诚实评级的监管可以从长期提高评级质量。

## （二）利益冲突

利益冲突（Conflict of Interests）是发行者付费评级模式中比较有争议的干扰评级质量的一个重要因素，主要指评级机构以可能损失长期利益（声誉下降）的代价采取获取短期利益（发布高评级获取当期评级费用）的行为。为了从被评级对象获取更多短期利益（表现为更多当期评级业务），评级机构有激励在发布评级时调高（inflate）评级（或者说付出较低的评级成本）。但从长期来看，这意味着评级的质量下降。一旦未来评级质量下降得到市场验证（譬如高评级伴随高违约率），评级机构声誉受损，市场占有率下降，造成更多损失，即长期利益下降。另一方面，为了巩固并提高长期声誉以获取更多长期利益，评级公司可能需要在确定、发布评

---

<sup>6</sup>但 Bae et al. (2015) 在控制了未观察到的行业效果导致的内生性之后，发现数据没有显示惠誉市场占有率和评级质量有关系，认为竞争没有导致评级虚高。

<sup>7</sup> Becker and Milbourn (2011) 与 Doherty et al. (2012) 的结论不同是有其原因的：1. 前者分析的对象是企业债券的债项评级，后者分析的是保险企业的企业层面评级；2. 前者的数据中，已有的主要评级机构是两家，后者的数据中，已有评级机构数为一家；3. 前者的分析中新进入评级机构和已有评级机构的评级符号几乎相同，后者的分析中二者的评级符号不完全一致。

<sup>8</sup> Becker and Milbourn (2010) 认为如果评级选购机制成立的话，标普或穆迪对惠誉评级的债券也会调高评级。他们不认为这是发行者对惠誉的评级选购行为。Bongaerts et al. (2012) 也观测到惠誉对相同评级对象的评级要高于标普和穆迪，但发现惠誉的高评级没有降低信用利差，而且惠誉评级在投资/投机级别分水的关键级别（BBB-和 BB+）没有表现出高于标普或穆迪的评级，因此也认为不存在发行者对惠誉的评级选购行为。

<sup>9</sup> 即 sophisticated investors，他们通过自身分析对评级做出评价、监测、筛选。

<sup>10</sup> 称之为 trusting investor 或 naive investor，他们对评级结果不加选择的接受。

级时承担更高的短期成本（更加勤勉工作增加成本，使得短期利益下降），或者评级更加谨慎。

Bolton et al. (2012) 构建了一个贝叶斯博弈模型，认为三个原因可造成这种利益冲突：（1）由于很多监管要求一些投资必须是高评级的，因此调高评级可以使发行人的融资目标投资者范围扩大、降低融资成本，因此更容易获得评级业务；

（2）当发行人觉得评级不够高时，可能选择不进一步付费购买、不公开评级，即评级选购，从而降低评级公司的收益；（3）如果市场环境（投资者、监管）过度依赖评级，那么调高评级导致的评级质量下降不太可能受到惩罚，增加评级公司调高评级的激励。因此，作者建议如下制度来防范评级中的利益冲突：发行人在委托评级之前向评级公司支付预付费（up-front fees），并且评级无论高低都应该由评级机构公开。当然，作者也意识到这类建议在实施方面的困难。实践中，很多评级机构没有义务将所有委托的评级结果公布。因此，在评级机构确定最终评级之后，很难禁止发行人向高评级的评级机构支付二次费用来让评级结果公布，而低评级的评级机构为了维护发行人的未来利益而不公布没有二次付费的评级结果。

实践中，利益冲突可能源自评级机构内部部门利益安排的不同。尽管大多数评级机构都有致力于保证评级高质量以维持声誉的内部部门，但主要的内部部门是发布评级、销售评级以获取业务来增加利润的部门。如果前一个内部部门的意见不能得到后一个内部部门的充分重视，那么评级利益冲突可能更加严重。Griffin and Tang (2011) 收集了一家顶级评级公司的评级部门（rating division）和监测部门（surveillance division）对 CDO 在 2002-2007 年的数据，认为利益冲突更多地可能存在评级部门。评级部门的任务是发布评级并配合销售部门获取评级业务，监测部门的任务主要是监测 CDO 评级是否合适（类似于风险管理部门）。由于评级部门和销售部门相关，但监测部门和销售部门不直接相关，因此，评级部门也受到对 CDO 评级中长期利益和短期利益冲突的影响，而监测部门则基本不受到这种利益冲突的影响。数据表明：监测部门的评级评估比评级部门的评级评估更精确，而且对 CDO 未来风险的信息含量更多。但是，监测部门为未来评级变动的预测经常被评级公司最终公开的评级决策忽视。

利益冲突也可能与评级人员有关。如果评级人员和被评级对象有潜在的相关利益，评级可能会被调高。Cornaggia et al. (2016) 利用 Dodd-Frank 法要求评级公司公布那些在过去 12 个月内离职人员到被评级或参与过评级的目标公司就业的案例，搜集三大评级公司从 2010 年 7 月到 2013 年 6 月的数据，发现这些离职人员普遍会在离职前调高目标公司的评级，平均调高 0.18-0.23 个评级符号。从市场反应来看，这些被调高评级的信息含量下降。评级公司力图避免这种利益冲突，在相当部分的这些评级人员离职后，调低了他们给出的评级。此外，作者没有发现这些即将离职人员调高非目标就业公司评级的证据，也没有发现其他非离职人员在同期调

高发行人评级的证据。但 Kempf (2020) 的分析显示，评级人员离职后的被雇佣可能性激励他们在评级岗位时提供高质量评级，所以有关评级人员离职行为对评级结果的影响还需进一步研究。

利益冲突还可能和评级机构的股权安排有关<sup>11</sup>。一方面，如果评级机构和被评级对象的股权相互关联，那么评级机构和被评级对象之间可能存在共同利益或共同偏好，评级可能被调高。Kedia et al. (2017) 对 2001-2010 年的债券评级进行分析，发现对穆迪大股东投资的规模较大企业的债券，穆迪的评级比标普平均高 0.467 个级别，在下调评级时比标普慢 71 天。另一方面，如果评级机构的主要股东的偏好发生变化，评级调高的可能性也会发生变化。Kedia et al. (2014) 认为，在穆迪于 2000 年上市成为公众公司之后更加注重收入和市场占有率，评级质量有所下降。与至今仍然未上市的标普相比较，穆迪在上市之前比标普评级平均低 0.302 个级别，而在上市之后则比标普高 0.286 个级别。

可以认为利益冲突是发行者付费评级模式中的一种内在机制，这种机制的具体效果如何可能还取决于一些外部条件，包括市场中的相关参与者如何对待评级等因素，譬如 Oop et al. (2013) 关于监管对评级的运用即是影响利益冲突效果的一种外部因素。

### (三) 评级选购

评级选购 (rating shopping) 指被评级主体从提供评级服务的多个评级机构中购买最高的评级。对同一个主体，多家评级机构会以非委托评级的方式主动给出公开的评级，同时还可能受被评级者申请而采取委托评级的方式被动提供公开或未公开的评级。面对多个评级，被评级者出于自身利益考虑，通常只从那些最高评级的评级机构中购买，其他的评级机构可能得到、也可能失去评级费用，但不会公开对被评级者不利的评级结果。

评级选购研究中主要难点在于如何识别存在这种选购行为。评级选购和评级竞争的效果很难区分，而且很多未被购买的评级不会公开，因此在识别评级选购的研究中面临至少两方面的困难：如何分解非评级选购的其他因素、如何解决数据获取的问题。以前的研究主要采用间接方法，对于那些同时有多个公开评级的债券，如果某个评级明显高于其他评级，则可能表明债券发行人进行了评级选购。采用这种方法，Becker and Milbourn (2011)、Bongaerts et al. (2012) 提供了评级选购行为的微弱证据。但这样的分析显然存在样本选择偏误，即那些进行了评级选购并且只被最终选购的评级机构公布评级的样本被排除出评级选购的样本 (Bae et al.

<sup>11</sup>即使在利益冲突机制之外，股权结构也可能和评级的结果及其信息含量相关。对我国大陆市场上的评级分析显示，有外资股东的评级机构的评级通常更低 (Livingston et al. 2018)、发行利差更低 (Livingston et al. 2018; Hu et al. 2020)，但它们和完全内资的评级机构的评级在预测未来信用风险时并无统计上的差异 (Hu et al. 2020)。这些研究没有详细探究其中的相同点、差异的原因。

2017)。此外，评级选购之外的因素导致评级差异的效果可能使得分析结果不那么可靠，因为评级选购不是导致评级虚高的唯一因素。

最近的研究开发相对更直接的方法来测度评级选购。给定某个被评级对象，Kronlund（2020）对未公开该对象评级结果的评级机构的评级进行分析，测算理论上的影子评级，将其和公开该评级对象的评级结构的评级结果相比较。Chang et al.（2020）对我国市场进行了初步研究，搜集了某家评级机构的所有评级（包括公开和未公开评级），将其与其他评级机构的公开评级进行比较。他们都发现了可能的评级选购证据，同时发现市场投资者似乎对可能存在评级选购的债券要求更高的票面利率。

#### （四）评级委托方式

按照是否由被评级主体或其发行人向评级公司发起委托，评级可分为委托评级（solicited rating，有时称“请求评级”）和非委托评级（unsolicited rating，也称为“主动评级”）。前者指评级公司被委托后利用被评级对象的非公开信息、结合公开信息综合考虑后发布的评级，后者指被评级公司没有被委托而利用被评级对象公开信息分析后发布的评级。通常，委托评级需要委托人向评级公司付费，未委托评级不会给评级机构带来直接的评级费用。从时间上看，委托评级的历史比较久，但非委托评级的兴起时间不长<sup>12</sup>。

由于不需要付费，因此非委托评级的存在有些令人难解。Fulghieri et al.（2014）对此在动态理性预期（dynamic rational expectation）框架提出了一个策略性动力（strategic motivation）的解释：评级机构在不可观测的非均衡路径上采取降低被评级对象非委托评级的策略，从而对发行人在可观测的均衡路径上的决策产生影响：一方面，评级机构在非均衡路径的策略对发行人形成威胁，发行人为此更可能选择均衡路径，增加向评级机构申请委托评级的可能<sup>13</sup>，从而提高评级公司的收益；另一方面较低的非委托评级向市场显示评级公司的评级标准比较严，提高评级公司长期声誉。均衡时，高质量企业选择委托评级，低质量企业选择非委托评级。最终，当非委托评级给评级公司带来的收益很大时，总体评级标准下降；当这种收益不够大时，总体评级标准更严格。无论如何，策略性动力意味着非委托评级比委托评级要低，这得到了一些实证研究（Poon, 2003; Poon and Firth, 2005; Poon et al. 2009; Poon and Chan, 2010; Van Roy, 2013）的支持。

但Bannier et al.（2010）发现，在控制相关变量的影响后，一些行业（尤其是银行业）非委托评级发行人的事后违约率低于委托评级的发行人，这与Fulghieri et

<sup>12</sup>穆迪在1996年或之前就曾发布过非委托评级（The Economists, 2001），标普从1996年开始提供非委托评级，惠誉至少从2001年开始提供非委托评级（Behr and Guettler, 2008）。

<sup>13</sup>这是构成美国司法部在1996年对一家评级机构调查的主要原因，尽管最终没有起诉。（The Economist, 2001）

al. (2014) 预测的均衡路径有所不同。Gibert (2016) 对 2010-2015 年的数据进行分析, 发现非委托主权评级比委托主权评级一般而言要高些。进一步, Gibert 对评级公司评级以外的辅助业务进行了理论解释。假设评级公司在任意情形都发布与被评级对象质量相等的真实评级, 作者考虑两类企业: 目前和未来都是高质量的企业 (作者称之为 A 类企业)、未来可能是高质量或低质量的企业 (作者称之为 B 类企业), 发现存在这样一个均衡: 高质量被评级对象不购买辅助服务, 也不委托评级, 从而得到高的非委托评级; 低质量被评级对象购买辅助服务, 委托评级, 既可能得到高级别, 也可能得到低级别, 从而非委托评级平均要高于委托评级。具体的均衡取决于发行人、评级公司、市场特征。这个解释至少看起来可以兼容委托评级和非委托评级的各种比较。

### (五) 评级披露方式

评级符号的数量有限。通常我们观察到的评级表现为几个有限的离散符号 (譬如, A、B、C 等)。用这些有限符号刻画具有无限连续数值的被评级对象信用风险是否合理、是否产生某些影响? Goel and Thakor (2015) 对此提出了一种回答。评级机构实际上起到协调发行人、投资者不同需求的作用: 一方面要考虑到发行人需要高级别, 另一方面还要考虑到投资者需要更精确评级。为平衡这两种需求, 评级机构选择用有限个评级符号来表示发行人的信用价值, 使得评级的信息具有一定模糊性, 并且评级机构有激励将评级调高到某个程度。这种具有模糊性的评级降低了社会福利。作者认为尽可能多数量的评级符号、披露发行人所有购买的评级信息有利于提高评级的质量。

从历史角度看, 评级符号数逐步增多或评级符号有更加细化 (refinement) 的趋势。1973 年之前的评级符号数更少, 或者说评级反映的内容更加粗糙。1973 年, 标普和惠誉逐步在评级符号后面增加“+”、“-”号来表示在同一级别评级中排名靠前或靠后的位置; 1982 年 4 月 26 日, 穆迪宣布并同时所有评级符号后面增加 1、2、3 三个数字之一来表示相同级别评级中的信用价值排名最高、居中、最后 (Kliger and Sarig, 2000)。由于突然性和全面性 (之前没有宣布并立即实施、宣称采用同样数据计算、没有改变原评级排位), 穆迪细化评级符号的行动为相关实证研究提供了较好的识别条件。在穆迪细化评级后, Kliger and Sarig (2000) 发现比预期评级调高 (评级符号后面加 1) 会增加企业的债券价值, Tang (2009) 发现调高评级的企业会发行更多的债券、增加投资。此外, 评级符号细化也可能成为已有评级机构应对新进入评级机构的一种策略 (Doherty et al. 2012)。

在发布评级符号的同时或之前、之后, 评级机构有时还发布对评级未来变化的观点, 包括评级观察 (watch) 和评级展望 (outlook)。评级观察和评级展望都是

对未来评级可能变化的一种判断，其区别<sup>14</sup>在于：（1）评级观察通常涉及未来短期（半年以内或左右，也有更长时间）的评级变化，评级展望一般指未来中期（1年左右，也有更长时间）的评级变化；（2）评级观察发布的频率一般低于评级展望。每次评级结果的发布可能伴随着评级展望信息，但评级观察则在影响评级的重大事件发生时才发布。穆迪、标普分别在 1991、1981 年开始发布评级对象的评级观察（Banner and Hirsch, 2010），评级展望的历史可能更长。

Holthausen and Leftwich（1986）用较少的样本分析了标普在 1981-1983 年间的评级观察数据，认为带评级观察的评级下调的信息含量要少于不带评级观察的直接评级下降。但 Hill and Faff（2007）在对主权评级的研究中认为，市场对这两类信息的反应没有不同。

Banner and Hirsch（2010）在对评级观察的经济学解释方面进行了尝试。作者认为信息渠道和隐含合同（implicit contract）渠道是评级观察产生的主要经济动因。在信息渠道方面，评级观察是评级机构出于满足投资者提高信息精度、及时性的需求而提供的服务（Cantor and Mann, 2006）；在隐含合同渠道方面，评级观察相当于一种作为隐含的外部监管机制（类似银行对借款人的外部监督），提醒发行人采取措施避免风险扩大。作者分析穆迪 1982-2004 年的评级数据，认为高质量企业的评级观察主要起到信息渠道作用，而低质量质量的评级观察主要起到隐含合同作用。

关于评级信息中的评级展望研究主要集中于其告示效应（announcement effect），它通常和评级观察联系。Hull et al.（2004）分析了 CDS 价差和公司评级信息发布之间的关系，从 CDS 价差的变化角度认为负面评级观察包含了较多信息含量，但评级直接下降或负面展望几乎不具有信息含量，同时 CDS 价差的变化对评级直接变化、评级观察、评级展望的变化有一定预测作用。Finnerty et al.（2013）也认为负面的评级观察对 CDS 市场具有信息含量。

## （六）评级差异

当多个评级机构对同一个对象评级时，各评级机构给出的评级可能相同，也可能不同。后一种情况下的评级称为评级差异<sup>15</sup>（split ratings）。譬如，对相同债券，一个评级机构的评级可能是 A+，另一个评级机构的评级可能是 BBB。Packer et al.（1997）分析了 1983-1993 年的 4399 只债券评级，发现标普和穆迪共同评级过的债券中 55%的债券在这两个评级机构间的评级有差异。

<sup>14</sup> 评级观察是评级机构的评级评论（rating review）中的重要内容，在学术研究中有时将二者等同，但一般不将评级展望归类到评级评论。

<sup>15</sup> 即使同一个评级机构对同一评级对象在同期的不同评级之间也可能有差异。国际评级在披露上通常区分其关联债务的货币，即本币债务的评级和外币债务的评级。这两种评级有时不同。Amstad et al.（2020）贡献了有关这种差异的一个实证分析。

评级差异的原因可能与评级决策函数或评级机构的主观调整有关。Ederington（1986）比较了标普和穆迪对工业企业债券的评级差异，认为数据没有显示这两个评级机构的评级决策存在系统性不同，评级差异更多是由于评级机构偶然的主观调整所致。但 Moon and Stotsky（1993）认为在比较评级差异时还应该考虑到发行人对评级机构选择的内生性，并在分析市政债券评级后认为这种内生性对穆迪评级的影响要大于对标普评级的影响，考虑到内生性之后两家评级机构的评级决策函数有所不同<sup>16</sup>。

评级差异的原因可能与每个评级公司使用的评级符号有不同含义相关，即评级基准效应（蒋贤锋和 Packer, 2017）或评级尺度效应（difference in rating scale, Cantor and Packer, 1997）。譬如，一家评级机构使用评级符号衡量评级对象在某个集合里的信用价值排名，另一家评级机构的评级符号衡量另一个集合里信用价值的排名。当这两个集合不完全一致时，即使评级符号完全一致，它们对两家评级机构而言也会有不同含义。蒋贤锋和 Packer（2017）给出了简单模型刻画这种情形，并以我国企业的国内评级和国际评级为例展示了如何调整评级符号来使得不同评级系统下的评级具有可比性。即使衡量评级对象的排名集合相同，每个评级机构仍然可能采用相同评级符号表示不同的信用价值（Cantor and Packer, 1997）。

评级差异的存在对评级信息含量的影响可能取决于具体情形。Jiang and Packer（2017）对我国市场的研究发现，同时包含国内评级和国际评级可以提高对国内债券发行时信用利差的预测能力。但 Bongaerts et al.（2012）发现评级差异对提高信息含量的程度非常有限。尽管惠誉的评级可能高于标普和穆迪评级中的最低级别从而可能将债券在监管意义上从投机级别提高到投资级别，但债券发行的信用利差对标普和穆迪评级有所反映、而对惠誉的反应几乎不存在。陈关亭等（2021）认为我国市场上的多重评级可以向市场传递更多信息，更有利于降低融资成本。

## （七）评级的影响

评级受到关注的原因之一是评级对证券市场和实体经济产生影响。已有研究表明证券价格对评级变化的反映呈非对称性。对发行人的股票价格而言，多数研究显示它在发行人债券评级下调后显著下降，但在发行人债券评级上调后的变化不明显（Cantor, 2004），前一种效果尤其在评级下降到投机级别时更明显（Goh and Ederington, 1999）。当然，如果同时伴随有其他事件的发生，可能会出现例外或效果加强。譬如在美国证监会发布公平信息披露监管（Regulation Fair Disclosure）规则后，评级上调后企业的股票价格显著上升；那些发生了重组或杠杆率上升的企业，股票价格在发行人评级下调后没有下降（Goh and Ederington, 1993）；CDS 交

---

<sup>16</sup>一些在穆迪评级决策函数中显著的变量在标普评级决策函数不再显著。

易可以缓解股票价格对企业评级下降的负面反应：当企业的主体评级下降时，如果他们的债券有 CDS 交易，那么他们的股票价格相对于样本内其他股票的价格下降程度低 44-52%（Chava et al. 2012）。至于债券价格的反映也表现出一定的非对称性，但 May（2010）认为早期研究囿于债券交易不频繁导致的样本较少会使得分析结论不太稳健。譬如，Weinstein（1977）认为债券价格对评级下调或上调的反应都不明显，而 Hite and Warga（1997）则发现债券价格对两种评级变化的反应都显著。利用更多的样本量，May（2010）倾向于支持 Hite and Warga（1997）的结论，而且发现债券价格在评级下调后的下降程度要大于评级上调后的上涨程度。

评级对实体经济的影响主要体现在企业融资和投资决策的变化。Kisgen（2006）分析了标普的发行人评级数据，发现和评级稳定的企业比较，那些处于评级面临上调或下调<sup>17</sup>的企业发行的债券与发行的股票比例更小，即债务和股权比例下降，资本结构发生改变。进一步，Kisgen（2009）研究了标普的发行人评级的实际变化对企业融资的影响，发现评级下调后一年内企业的债券发行占总资产比例比股票发行比例小 1.5-2 个百分点，但评级上调后企业的债券发行比例变化不明显。在对投资影响方面，Khieu and Pyles（2016）发现评级下调后的企业，尤其是那些过度投资企业，会降低投资，评级上调后的企业会增加投资。Itay and Huang（2018）还考虑到了评级存在虚高的情形。由于评级机构不会给肯定违约的企业以高评级，因此高评级还是给市场传递了一些信息。Itay and Huang 的模型显示：高评级会增加企业的投资，但好企业增加无风险的投资，差企业增加有风险的投资。当有风险项目的预期收益较高时，高评级导致的投资增加更多投向有风险项目，反而会降低总体经济效益。李琦等（2011）认为我国市场中评级调整对公司的盈余管理具有一定抑制作用，马榕和石晓军（2016）认为这种抑制作用更多体现在发行长期债券的企业。

## （八）评级与经济周期

评级在市场中的作用在很大程度上依赖于评级机构的信誉，维护信誉则需要相应的成本，并产生相应的收益。相关成本、收益与经济状况或经济周期密切相关。理论上，Bar-Issac and Shapiro（2013）认为评级呈现出逆周期（countercyclical）特征<sup>18</sup>：相对于经济衰退阶段，经济高涨时的评级质量要降低，或者评级虚高的现象更突出。造成这种现象的原因包括：经济高涨时的企业违约少，使评级质量更难验证（或者说高成本维护评级信誉却会产生较少收益）；经济高涨时债券发行多，对

<sup>17</sup> Kisgen（2006）定义评级是否面临上调或下调的两个分类：大变化（Macro-Rating Change）和小变化（Micro-Rating Change）。前者指评级带+或-号的评级，它们可能被上调或下调到另一个等级，譬如从 BBB+ 上调到 A；后者指评级不带+或-号，他们可能被上调或下调到同一个等级，譬如从 BBB 上调到 BBB+。

<sup>18</sup> 有的媒体喜欢用“顺周期”（procyclical）：经济高涨时总体评级级别高，经济衰退时总体评级级别低。“顺周期”和“逆周期”是对同一本质的两种表示方式：前者指具体的评级级别，后者指隐含的评级质量。

评级需求大，调高评级带来评级业务增长产生的收益大（即利用评级信誉的激励大）；经济高涨时雇佣专业评级人士的成本高（即维护评级信誉成本高）。当经济周期中不确定部分表现出持续性，评级的逆周期程度有所下降；当经济周期中不确定部分表现出均值回复，评级的逆周期程度会加剧。Bar-Isaac and Shapiro（2011）、Bolton et al.（2012）等人的模型也显示评级质量呈现逆周期特征。He et al.（2011）在房地产抵押贷款支持证券的评级中发现了可能的逆周期特征

Dilly and Mahlmann（2016）提供了一般债券评级中的经济周期特征。Dilly and Mahlmann 在综合评级收入、劳动力市场、违约率、低质量项目比率、简单投资者比例各因素基础上，采用主成分分析方法建立了高涨指数。他们发现：在除了 B 级及以下评级的其他评级中，经济高涨时的债券发行信用利差要高于经济衰退时的发行信用利差，表明市场和评级机构对债券的信用质量看法有差距；相对于经济衰退期间，经济高涨时债券的评级在未来更容易被降级。这两方面证据表明评级机构在经济高涨时调高评级。另一个更直接的证据是：以投资者付费的评级为基准，发行者付费的评级确实在经济高涨时调高评级。

### （九）评级付费模式

评级付费至少有两种常见模式：发行人付费（issuer-paid）和投资者付费（investor-paid）。在第一种模式中，发行人向评级机构支付费用。实践中，发行人从多个评级机构获得初步评级结果后，可能只给最高评级的评级机构付费级并将其评级结果公布，但不给其他评级机构进一步付费、也不公布其他评级机构的评级结果（Coffee, 2008）。在第二种模式中，对发行人证券有需求的投资者向评级机构付费购买其评级结果，该评级通常不公布。

历史上，在美国评级机构成立之后非常长的时期内，所有评级机构采取投资者付费模式，但主要评级机构在 1970 年代左右转向发行人付费模式（Jeon and Lovo, 2013）。这至少和两方面情形相关（Jiang et al. 2012）：一方面，越来越多的债券发行大大增加了投资者对评级的需求，将向多位投资者顾客收费转向单一发行人顾客收费可以简化流程；另一方面，传真、复印设备的大力推广极大地减少了投资者从其他投资者拷贝评级信息的成本。Jiang et al.（2012）发现，在 1971 年至 1974 年 6 月间，穆迪采取发行人付费而标普采取投资者付费，穆迪对相同债券的评级在统计上要高于标普的；在 1974 年 7 月至 1978 年间，穆迪和标普都采取发行人付费，二者的评级在统计上的差异不显著。

最近的研究运用实际数据对这两种付费模式的信息含量进行了比较。Cornaggia and Cornaggia（2013）比较了一家发行人付费评级机构和一家投资者付费的评级机构，发现前者的评级对坏信息的反应比后者的评级慢。Xia（2014）分析了 1999-2011 年的数据，发现作为第三方的投资者付费评级公司的进入，提高了

市场上已存在的发行者付费评级公司的评级质量，使得后者的评级更加谨慎、信息含量更充分<sup>19</sup>。Bhattacharya et al. (2018) 对 1999 年 7 月到 2010 年 12 月间机构投资者的股票交易数据进行分析，发现追随投资者付费模式评级的投资者比追随发行人付费模式评级的交易业绩高。吴育辉等 (2020) 认为我国市场上投资者付费模式评级的信息含量要高于发行人付费模式的评级。值得注意的是，在这些研究中，投资者付费评级机构的市场份额都远远小于发行人付费评级机构的市场份额，因此结论可能是不稳健的。

在理论上，Kashyap and Kovrijnykh (2016) 将评级付费视为对评级机构在评级工作努力的一种补偿 (compensation) 机制，考虑了三种方式：发行人付费、投资者付费和社会计划者 (planner) 付费。由于评级机构的努力不可观测，因此在作为委托人的发行人 (或投资者或社会计划者) 与作为代理人的评级机构之间存在信息不对称，评级机构容易产生道德风险 (moral hazard)。作者认为，由于评级机构在均衡时不够努力，每一种付费模式下的评级都会犯错，但犯错程度有所不同。

目前主要的评级机构经历了从投资者付费到发行人付费模式的演变。对此，Bongaerts (2015) 对此提供了一个解释。在评级机构、发行人、投资者三者都相互知道对方信息的博弈模型中，作者发现投资者付费下的评级质量、社会福利要高于发行人付费模式，但投资者付费模式存在三种搭便车 (free-riding) 行为。第一是发行人搭便车：由于能估计投资者付费购买的评级结果较低，发行人选择不发行债券，不向评级机构购买服务，减少评级机构收入。第二是投资者搭便车：由于投资者购买的评级信息的产权很难保护，投资者从别的投资者那里能很容易获取评级信息。第三是评级机构搭便车：当投资者购买评级并公布后，低质量企业不会再发债，起到“正向选择” (positively selection) 效果，使得市场上留下来的发行人质量上升，因此评级机构降低评级努力。

## (十) 结构化产品评级

结构化产品指那些收益权按优先级别 (trench) 分成多个结构的产品：优先级别低的结构中的产品收益只有在优先级别高一级的结构中的产品收益实现之后才能得到分配。通常，优先级别分为高级 (senior)、夹层 (mezzanine)、低级 (junior)。在现实中，高级、夹层、低级每一级又分成具体的若干级。常见的结构化产品将大量资产 (包括债券、贷款、应收债款等) 混合起来 (pooling) 打包抵押作为基础资产。

结构化产品的评级采用和一般债券评级相同的符号，因此具有和一般债券评级相同的特征。譬如，评级机构在评级中的利益冲突 (Griffin and Tang, 2012, Efung

---

<sup>19</sup> Hu et al. (2019) 关于我国市场的分析提供了类似结论。我国市场引入融合投资者付费、准公共性质 (唯一股东为非营利机构) 的评级机构在一定程度上提高了已有发行人付费的评级机构的评级质量。

and Hau, 2015) 等。但结构化产品的评级和一般债券评级的不同更加突出, 最明显的事实是<sup>20</sup>: 一般债券中 AAA 级别的比例不超过 1%, 而担保贷款凭证 (collateralized loan obligation, CLO) 中 AAA 级别的价值比例超过 70% (Benmelech and Dlugosz, 2009)。过高的 AAA 级别比例为研究评级利益冲突提供了一种新视角 (He et al. 2010): 在与评级机构就委托评级进行谈判时, 发行量大的发行者的谈判能力更强, 在一个市场周期内对评级机构收益的影响更大。因此, 如果某个结构产品的发行量越大, 那么评级机构越倾向于给出 AAA 评级, 这在市场高涨时期更突出。

结构化产品的高评级和其产品的机制、监管环境、投资者因素有关 (Benmelech and Dlugosz, 2009)。当抵押资产的相关性很低、系统性风险较小时, 结构化产品中优先级别部分的违约率要远远低于抵押资产的违约率, 因此获得高于抵押资产级别的评级。同时, 监管上对投资评级有要求、一些投资者过分相信评级的含义, 形成了对高级别结构化产品的客观需求。在这些因素的综合影响下, 如果市场没有大幅度下跌, 结构化产品中优先级别的部分就会出现大量的高评级。此外, De Morze (2005) 从信息不对称角度解释了结构化产品分级的理由、以及分级中优先级别评级更高的现象。

结构化产品中优先级别的高评级在最近的次贷危机中不仅没有减小投资者的损失, 更是被认为在扰乱定价功能等方面和次贷危机有莫大关系 (Hamerle et al. 2009; Wojtowicz, 2014): 评级高估使得评级机构低估了结构化产品各级别的风险, 从而放大了危机的负面作用。这种对风险的低估至少有如下几方面的原因: 抵押产品组合的实际相关性大于理论相关性, 系统性风险在次贷危机时突然爆发 (Coval et al. 2009), 评级机构对作为一种新型产品的结构化产品的历史信息不足 (Kashyap and Kovrijnykh, 2016), 结构化产品的复杂性增大评级机构的意见差异从而增加发行者选购评级的激励 (Skreta and Veldkamp, 2009)。此外, 投资者过度依赖于评级也可能和次贷危机中评级的负面作用相联系 (Hamerle et al. 2009; Coval et al. 2009), 但 Mahlmann (2012) 认为这方面的证据并不充足。

#### (十一) 评级及其监管

国外研究显示, 监管对评级的运用可能是导致评级虚高的一个外部原因, 它有时可能比评级利益冲突 (内部原因) 更重要。Ashcraft et al. (2010) 指出, 次贷危机前的 2005-2007 年期间, 数据显示 MBS (mortgage-backed securities) 的评级标准已经有所降低。同时, Opp et al. (2013) 认为同期普通债券的评级标准变化不大。在此期间, 监管政策允许从 2002 年 1 月 2 日开始大幅降低高评级商业 MBS 的风险资本计算权重, 但对低评级商业 MBS 或普通债券的监管要求没变 (Stanton

---

<sup>20</sup>这在全球金融危机之后有所缓解。

and Wallace, 2017)。对此，单独评级利益冲突一个因素很难解释这种现象，而监管政策变化的说服力要强一些。

Opp et al. (2013) 的理性预期模型显示：由于参与方都是理性预期的，投资者不会被评级机构的评级行为“愚弄”，即发行者付费评级模式中评级机构的当前利益和长期利益之间的冲突在均衡时不会导致调高评级，监管中对评级的运用反而可能对评级质量有一定影响<sup>21</sup>。监管对评级的运用给高评级带来价值。当这个价值低于一定门槛时，评级机构有激励花费更多成本获取更多信息；当这个价值超过一定门槛时，评级机构没有激励获取更精确信息。因此，监管对评级的运用（便利高评级）可能提高或降低评级的信息含量，但一定会导致更多的高评级。此外，Strolper (2009) 显示，尽管评级机构可能“合谋”起来调高评级，但还是可以通过设置合理的监管者——评级机构之间的机制使得评级机构有激励避免这种合谋，采取真实评级策略。同时，评级本身也可能会提供相对于非评级的监管方面的有用信息 (Parlour and Rajan, 2019)。

监管可能导致评级虚高的一个自然实验是美国证监会于 1975 年 6 月开始将银行和经纪商的资本要求和债券评级相联系，并引入了“全国认可统计评级机构” (National Recognized Statistical Rating Organization, NRSRO) 的规则。前者扩展了评级在监管上的运用，后者增加了进入 NRSRO 范畴的评级机构的相对市场影响力。Behr et al. (2018) 发现这次改革之后的评级质量有所下降：相同评级级别的债券在改革之后的违约概率比之前显著提升，Baa 级的债券在改革之后下调到投机级别的概率比之前增加了 19%。

此外，对评级机构的监管可能也难以达到预期效果。Dimitrov et al. (2015) 认为多德弗兰克法 (Dodd-Frank) 对评级机构进行更严厉的监管<sup>22</sup>没有达到预期效果：Dodd-Frank 法颁布之后，评级机构发布更低的评级（非投资级别债券的比例比之前高 1.19 倍），更多的虚假警告（投机级别证券在未来没有违约的可能性比

---

<sup>21</sup> 有些企业债券同时有标普评级和穆迪评级，并且一种评级显示投资级别（譬如 A-或 A3），另一种评级则显示投机级别（譬如 BB 或 Ba2）。相比其他债券，Bongaerts et al. (2012) 发现这些债券更容易获取第三方评级（惠誉的评级）并由第三方评级被划到投资级别。Bongaerts et al. (2012) 认为，相对于信息制造、评级选购，这更支持监管认证 (regulation certification)：监管上对债券级别的划分对债券的发行、投资有很大影响。

<sup>22</sup> Dodd-Frank 法关于评级监管的改革主要有两方面：降低私人起诉评级公司法律标准、扩大 SEC 对评级监管的范围来增加评级机构的合规成本，试图以此来促进评级机构提高评级质量 (Dimitrov et al. 2015)。由于在面向大众的媒体上公布对被评级对象的评级信息，评级机构在 Dodd-Frank 法之前可以援引美国宪法第一修正案 (First Amendment) 中的言论自由来为可能的由于评级质量问题引发的起诉辩护，起诉者必须证明评级机构是“故意给出虚假评级” (with knowledge they are false or with reckless disregard for their accuracy)。Dodd-Frank 法第 333 条只要求起诉者证明评级机构没有对评级对象执行合理的调查 (reasonable investigation)，在司法实践中大大降低了起诉困难，增加了评级机构的责任。此外，Dodd-Frank 法取消了以前相关法律中保护评级机构发布评级信息的“前瞻性陈述的安全港”条款 (safe harbor for forward-looking statement)，将评级机构置于和会计公司、证券分析师相同的地位，并赋予美国证监会在评级机构进行了重大虚假陈述或欺诈时处置评级机构的权力。Coffee (2011) 和 Alicanti (2011) 从法律层面提供了 Dodd-Frank 法关于评级改革的更详细讨论。

之前高 1.84 倍），调低评级的信息含量更少（债券价格下降从之前的 1.023% 下降到之后的 0.654%）。

## 二、金融企业评级

和一般企业评级相比，金融企业评级在以下几个方面的特征比较突出：评级中面临的信息不透明度更高，外部担保的作用更加重要，对资金供给的影响比较大。

Morgan（2002）发现单个银行多个评级间的差异要大于其他行业单个企业的多个评级间差异：前者平均为 0.4 个级别、后者平均为 0.1 个级别。这表明对以银行为代表的金融机构评级时面临的信息不透明度更高，究其原因，一种解释是相较于其他企业，银行机构的信息更加不透明，另一种解释是监管导致银行信息不透明。Morgan 认为前一个解释更具有说服力。

外部担保对金融企业而言更加重要，以至于主要的国际评级机构都对金融企业在通常评级（独立评级，stand-alone rating）之外提供至少一种额外体现担保的评级：综合评级（all-in rating）（Packer and Tarashev, 2011）。独立评级指金融机构本身的财务稳健性，综合评级则考虑到了金融机构获得的外部隐含担保。在 2008 年全球金融危机中，金融机构独立评级和其稳健性的相关度不高，对这次金融危机的预测程度较低。金融危机之后的一段时期内，评级机构不仅总体上降低了银行的综合评级，而且修改评级方法，更加重视外部担保对银行综合评级的作用。

金融机构评级对金融机构支持经济发展作用的影响较大。Adelino and Ferreira（2016）采用主权评级下调前后银行评级的变化识别评级的影响，发现银行评级的下降导致辛迪加贷款供给减小 25%，并且这种影响方向在控制了资金需求方、宏观经济面、经济周期等方面的因素后仍然很明显。其中的机理可能和评级影响银行的资金来源成本有关：评级下降后，银行资金来源中的长期资金借贷、同行资金融通相比较其他银行下降的更明显。

## 三、企业评级对识别主权评级影响的作用

企业评级及调整对金融市场的影响不可忽视，相比较之下，主权评级的影响更加重要。在分析主权评级对经济影响的同时，主权评级调整可能先受到国家经济面变化的影响，即主权评级调整本身是内生的，因此如何识别主权评级影响比较困难。从企业评级角度进行的分析提供了一种新思路。<sup>23</sup>

Almeida et al.（2017）从主权评级上限（sovereign rating ceiling）这一特征提出了度量主权评级影响的新方法。历史上，评级机构对企业的评级从来都低于其在国的主权评级，即企业评级的主权评级上限。1997 年之后，才有少量企业超越

---

<sup>23</sup> 感谢匿名审稿人的建设性意见。

其所在国的主权评级（Adelino and Ferreira, 2016）。Almeida et al.（2017）认为，那些在主权评级变化之前和主权评级相同评级水平的企业（称为“受约束企业”，bound firms）的评级变化可以识别主权评级的影响。在考虑到稳健的 Abadie and Imbens（2011）意义上的平均处置效应（average effect of the treatment on the treated）后，Almeida et al.（2017）认为主权评级下降将导致那些受约束企业相对于非受约束企业将额外减少 8.9 个百分点的实际投资，减少 5.5 个百分点的债券发行，受约束企业的债券发行成本在主权评级下降后也明显上升<sup>24</sup>。此外，主权评级的上升对企业实际投资、债券发行没有明显影响。

#### 四、总结及探讨

信用评级领域的学术研究已经比较丰富，涵盖了对一般企业、金融企业及其债务工具的评级，不仅讨论了评级机构间竞争、评级决策中当前好评级的收益和未来声誉损失之间利益冲突等内生因素的作用，也讨论了评级选购、经济周期、监管环境等外部因素的作用；不仅比较了评级符号细化、评级观察、评级展望等具体评级披露方式的影响，也比较了评级付费模式、评级委托方式的影响，还分析了美国金融改革对评级质量的影响。

评级领域的研究为监管政策设计提供了丰富参考，其中可探讨的至少包括：

1、促进或减少评级机构竞争的政策设计应该基于具体市场环境等多种因素而遵循审慎原则。由于可能和评级机构自身属性（声誉）、评级对象特征、经济周期、监管环境等一系列复杂因素相关，因此已有研究还没有在竞争对评级质量影响的议题上达成一致，相关政策设计应该依据不同的经济体制、市场环境等宏观和微观因素而有所不同。一种体制下的政策设计完全照搬其他体制经验，效果可能适得其反；同一种体制下不同时期的政策作用也可能有所不同。

2、为减少评级利益冲突可以从内部管理和外部监管两方面采取措施。相关文献显示，评级机构内部部门的利益考量不同可能会放大或不能阻止评级决策时的利益冲突，从而导致评级虚高，因此评级机构应该建立严格的内控机制，防止内部其他部门影响评级部门决策的独立性。此外，文献显示评级人员跳槽到被评级企业是导致评级利益冲突引发评级虚高的一个因素，相应的外部监管制度或政策设计<sup>25</sup>可能在一定程度上对此起到防范作用。

3、审慎设计评级付费模式。主流评级付费模式经历了从投资者付费到发债者付费的演变。文献既发现前者相对于后者的优点，也注意到前者相对于后者的缺点，还提出了其他的付费模式设计。鉴于付费模式对评级质量的重要影响，相关的

<sup>24</sup>也有文献考察了主权评级在单独事件后的影响：Kraussl（2005）分析了亚洲金融危机及之后数据，发现在新兴市场中，主权评级的下降或负面展望相对于评级上调对借贷金额、波动的影响更大。

<sup>25</sup>尽管学术上有不同的证据，但国际上一个通常的做法是对评级人员的离职后行为进行相应规范，譬如美国《证券交易法》第 15E(h)(5)条、我国《信用评级业管理暂行办法》第十五、六十条。

政策设计需要综合比较各种模式的优缺点，并考虑具体的市场环境、制度因素、文化背景、发展阶段等因素。

4、加强评级机构信息披露。文献显示，评级信息披露的频率和质量是评级质量的重要内容，对投资决策进而市场波动有重要影响。有些评级机构的信息披露比较充分，但有些评级机构做得还不够。加强这方面的监管政策设计和执行有助于促进评级发挥积极作用。

此外，在评级委托方式、披露方式、复杂产品评级、金融企业评级等领域的监管政策设计也可以从相关文献吸取经验。

放眼未来，评级领域的学术研究至少可以在以下两方面有新的贡献：1、评级对宏观经济的影响。已有文献主要关注企业、债务工具层面的微观影响、决策机制和宏观层面对评级的影响，评级对宏观经济影响的研究目前还很缺乏，主要是微观评级作用宏观经济机理的识别和分解还不是十分明晰。随着研究领域的扩展和深化，未来在这方面的理论和实证研究可能会产生不少有价值的成果。2、国际视野下我国评级市场研究。国内文献对国内评级的关注已有一些，但国际文献对此的关注时间还不长，而且主要集中于从国内市场的角度展开分析，很少将我国置于国际评级机构、国内评级机构以不同方式共存的国际大环境中。其中的主要原因是我国债券市场及评级市场发展时间比较短。随着我国债券市场及评级市场的日益发展及其和国际市场的联接日益深化，预期未来在国际视野下对我国评级市场的研究将会在研究视角、结论等方面会出现不少创新。

## 参考文献

- [1] 陈关亭、连立帅、朱松，2021，《多重信用评级与债券融资成本——来自中国债券市场的经验证据》，《金融研究》第2期：94-113页。
- [2] 蒋贤锋，2017，《国内外企业债券主体评级比较的几个误区及政策思考》，人民银行研究院（所）金融研究报告2017年第63期。
- [3] 蒋贤锋，2018，《信用评级监管的十个学术证据及相关政策设计启示》，人民银行研究院（所）金融研究报告专报2018年第37期。
- [4] 蒋贤锋、Frank Packer，2017，中外企业信用评级的差异及其决定因素，中国人民银行工作论文第5号。
- [5] 李琦、罗炜、谷仕平，2011，《企业信用评级与盈余管理》，《经济研究》第S2期：88-99页。
- [6] 马榕、石晓军，2016，《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）》第1期：197-216页。
- [7] 吴育辉、翟玲玲、张润楠、魏志华，2020，《“投资人付费” vs. “发行人付费”：谁的信用评级质量更高？》，《金融研究》第1期：130-149页。
- [8] Adelino, Manuel, and Miguel A. Ferreira. 2016. Bank Ratings and Lending Supply: Evidence from Sovereign Downgrades. *Review of Financial Studies* 29(7): 1709–1746.
- [9] Alicanti Stephen P. 2011. A Pattern of Unaccountability: Rating Agency Liability, the Dodd-Frank Act, and a Financial Crisis That Could Have Been Prevented. *ExpressO* [http://works.bepress.com/stephen\\_alicanti/4/](http://works.bepress.com/stephen_alicanti/4/).
- [10] Almeida, Heitor, Igor Cunha, Miguel A. Ferreira, and Felipe Restrepo. 2017. The Real Effects of Credit Ratings: The Sovereign Ceiling Channel. *Journal of Finance* 72(1): 249-290.
- [11] Amstad, Marlene, Frank Packer, Jimmy Shek. 2020. Does Sovereign Risk in Local and Foreign Currency Differ? *Journal of International Money and Finance* 101, 102099.
- [12] Ashcraft, Adam, Paul Goldsmith-Pinkham, and Vickery James. 2010. MBS Ratings and the Mortgage Credit Boom. Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 449.
- [13] Bae, Kee-Hong, Hamdi Driss, and Gordon S. Roberts, 2017, Do Credit Rating Agencies Inflate their Ratings? A Review, *Journal of Financial Transformation* 45, 90–100.
- [14] Bae, Kee-Hong, Jun-Koo Kang, and Jin Wang. 2015. Does Increased Competition Affect Credit Ratings? A Reexamination of the Effect of Fitch's Market Share on Credit Ratings in the Corporate Bond Market. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 50: 1011-1035.
- [15] Baghai, Ramin and Bo Becker. 2020. Reputations and Credit Ratings: Evidence from Commercial Mortgage-Backed Securities. *Journal of Financial Economics* 135(2): 425-444.
- [16] Banner, Christina E. and Christian W. Hirsch. 2010. The Economic Function of Credit Rating Agencies: What does the Watchlist Tell Us? *Journal of Banking & Finance* 34(12): 3037-3049.

- [17] Bannier, Christina E., Patrick Behr and Andre Guttler. 2010. Rating Opaque Borrowers: Why are Unsolicited Ratings Lower? *Review of Finance*, 14:263–294.
- [18] Bar-Isaac, Heski, and Joel Shapiro. 2011. Credit Ratings Accuracy and Analyst Incentives. *American Economic Review* 101(3): 120-124.
- [19] Becker, Bo, and Todd Milbourn. 2011. How Did Increased Competition Affect Credit Ratings? *Journal of Financial Economics* 101: 493–514.
- [20] Behr, Patrick, Darren J. Kisgen, and Jerome P. Taillard. 2018. Did Government Regulations Lead to Inflated Credit Ratings? *Management Science* 64(3): 983-1476.
- [21] Benmelech, Efraim and Jennifer Dlugosz. 2009. The alchemy of CDO credit ratings. *Journal of Monetary Economics* 56(5): 617-634.
- [22] Bhattacharya, Utpal, Kelsey D. Wei and Han Xia. 2018. Follow the Money: Investor Trading Around Investor-Paid Credit Rating Changes. SSRN, <https://ssrn.com/abstract=2474391>.
- [23] Bolton, Patrick, Xavier Freixas, and Joel Shapiro. 2012. The Credit Ratings Game. *Journal of Finance* 67(1), 85-112.
- [24] Bongaerts, Dion, Martijn Cremers, and William N. Goetzmann. 2012. Tiebreaker: Certification and Multiple Credit Ratings. *Journal of Finance* 67(1): 113–152.
- [25] Bongaerts, Dion. 2015. The Economics of Investor-Paid Credit Rating Agencies. The European Winter Finance Summit 2015.
- [26] Boot, Arnoud W. A., Todd T. Milbourn, and Anjolein Schmeits, 2006, Credit Ratings as Coordination Mechanism. *Review of Financial Studies* 19(1): 81–118.
- [27] Camanho, Nelson, Pragyan Deb, and Zijun Liu. 2012. Credit Rating and Competition. Working paper, Catolica Lisbon School of Business & Economics.
- [28] Cantor, Richard, 2004, An Introduction to Recent Research on Credit Ratings, *Journal of Banking and Finance* 28, 2565–2573.
- [29] Cantor, Richard, and Frank Packer. 1997. Differences of Opinion and Selection Bias in the Credit Rating Industry. *Journal of Banking and Finance* 21: 1395–1417.
- [30] Chang, Zhang, Xiaolu Hu, Zheyao Pan, and Jing Shi. 2020. Rating Shopping: Evidence from the Chinese Corporate Debt Security Market. *Accounting and Finance* (E-pub ahead of print)
- [31] Chava, Sudheer, Rohan Ganduri and Chayawat Ornthanalai. 2012. Are Credit Ratings Still Relevant? (版本: 2018年3月22日). EFA 2012 会议论文. <https://ssrn.com/abstract=2023998>.
- [32] Coffee, J., 2008. Turmoil in the U.S. Credit Markets: the Role of the Credit Rating Agencies. Testimony before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, April 22, 2008.
- [33] Coffee, John C. 2011. Ratings Reform: the Good, the Bad, and the Ugly. *Harvard Business Law Review* 1: 236–278.

- [34] Cornaggia, Jess and Kimberly J. Cornaggia. 2013. Estimating the Costs of Issuer-Paid Credit Ratings. *Review of Financial Studies* 26(9): 2229-2269.
- [35] Cornaggia, Jess, Kimberly J. Cornaggia and Han Xia. 2016. Revolving Doors on Wall Street. *Journal of Financial Economics* 120(2): 400-419.
- [36] Coval, Coval, Jakub Jurek, and Erik Stafford. 2009. The Economics of Structured Finance. *Journal of Economic Perspectives* 23(1): 3–25.
- [37] Dilly, Mark, and Thomas Mahlmann. 2016. Is There a “Boom Bias” in Agency Ratings? *Review of Finance* 20(3): 979-1011.
- [38] Dimitrov, Valentin, Darius Palia, and Leo Tang. 2015. Impact of the Dodd-Frank Act on Credit Ratings. *Journal of Financial Economics* 115: 505–520.
- [39] Doherty, Neil, Anastasia V. Kartasheva, and Richard D. Phillips. 2012. Information Effect of Entry into Credit Ratings Market: The Case of Insurers’ Ratings. *Journal of Financial Economics* 106: 308–330.
- [40] Ederington, Louis. 1986. Why Split Ratings Occur. *Financial Management* 15: 37-47.
- [41] Eling, Matthias, Harald Hau. 2015. Structured Debt Ratings: Evidence on Conflicts of Interest. *Journal of Financial Economics* 116(1): 46-60.
- [42] Evans, Cheryl. 2012. What Makes You So Special?: Ending the Credit Rating Agencies' Special Status and Access to Confidential Information. *Valparaiso University Law Review* 46(4): 1091-1137.
- [43] Finnerty, John D., Cameron D. Miller and Ren-Raw Chen. 2013. The Impact of Credit Rating Announcements on Credit Default Swap Spreads. *Journal of Banking & Finance* 37(6): 2011-2030.
- [44] Flynn, Sean, and Andra Ghent. 2018. Competition and Credit Ratings after the Fall. *Management Science* 64(4): 1477-1973.
- [45] Frenkel, Sivan. 2015. Repeated Interaction and Rating Inflation: A Model of Double Reputation. *American Economic Journal: Microeconomics* 7(1): 250-80.
- [46] Fulghieri, Paolo, Gunter Strobl and Han Xia. 2014. The Economics of Solicited and Unsolicited Credit ratings. *Review of Financial Studies* 27(2):484–518.
- [47] Gibert Anna. 2016. Selection in Unsolicited Ratings: the Case of the Sovereign Debt Market. *German Institute for Economic Research*, working paper.
- [48] Goel, Anand M. and Anjan V. Thakor. 2015. Information Reliability and Welfare: A Theory of Coarse Credit Ratings. *Journal of Financial Economics* 115(3): 541-557.
- [49] Goh, Jeremy, and Louis Ederington. 1993. Is A Bond Rating Downgrade Bad News, Good News, or No News for Stockholders? *Journal of Finance* 48: 2001–2008.
- [50] Goh, Jeremy, and Louis Ederington. 1999. Cross-Sectional Variation in the Stock Market Reaction to Bond Rating Changes. *Quarterly Review of Economics and Finance* 39: 101–112.

- [51] Griffin, John M., and Dragon Yongjun Tang. 2011. Did Credit Rating Agencies Make Unbiased Assumptions on CDOs. *American Economic Review: Papers & proceedings* 101(3): 125-130.
- [52] Hamerle, Alfred, Thilo Liebig, and Hans-Jochen Schropp. 2009. Systematic Risk of CDOs and CDO Arbitrage. *Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 13*.
- [53] He, Jie. Jun Qian, and Philip E. Strahan. 2011. Credit Ratings and the Evolution of the Mortgage-Backed Securities Market. *American Economic Review* 101: 131–135.
- [54] Hill, Paula, and Robert Faff. 2007. Do Credit Watch Procedures Affect the Information Content of Sovereign Credit Rating Changes? <https://ssrn.com/abstract=968273>.
- [55] Hirth, Stefan. 2014. Credit Rating Dynamics and Competition. *Journal of Banking & Finance* 49: 100-112.
- [56] Hite, Gailen, and Arthur Warga. 1997. The Effect of Bond-Rating Changes on Bond Price Performance. *Financial Analysts Journal* 53(3): 35-51.
- [57] Holthausen, Robert W., and Richard W. Leftwich. 1986. The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices. *Journal of Financial Economics* 17(1): 57–89.
- [58] Hu, Xiaolu, Jing Shi, Lafang Wang, and JingYu. 2020. Foreign Ownership in Chinese Credit Ratings Industry: Information Revelation or Certification? *Journal of Banking & Finance* 118(105891).
- [59] Hu, Xiaolu, Haozhi Huang, Zheyao Pan, and Jing Shi. 2019. Information Asymmetry and Credit Rating: A Quasi-Natural Experiment from China. *Journal of Banking and Finance* 106: 132–152.
- [60] Hull, John, Mirela Predescu and Alan White. 2004. The Relationship between Credit Default Swap Spreads, Bond Yields, and Credit Rating Announcements. *Journal of Banking & Finance* 28(11): 2789-2811.
- [61] Itay Goldstein Chong Huang. 2018. Credit Rating Inflation and Firms' Investments. Wharton School of Business, University of Pennsylvania. <http://finance.wharton.upenn.edu/~itayg/Files/creditratingagency.pdf>
- [62] Jeon, Doh-Shin and Stefano Lovo. 2013. Credit Rating Industry: A Helicopter Tour of Stylized Facts and Recent Theories. *International Journal of Industrial Organization* 31(5): 643–651.
- [63] Jiang, John X., Mary Harris Stanford, and Yuan Xie. 2012. Does It Matter Who Pays for Bond Ratings? Historical Evidence. *Journal of Financial Economics* 105(3): 607-621.
- [64] Jiang, Xianfeng, and Frank Packer. 2017. Credit Ratings of Domestic and Global agencies: What Drives the Differences in China and How are They Priced? BIS Working Papers No 648. <https://www.bis.org/publ/work648.htm>.
- [65] Jiang, Xianfeng, and Frank Packer. 2019. Credit Ratings of Chinese Firms by Domestic and Global Agencies: Assessing the Determinants and Impact. *Journal of Banking and Finance* 105(August): 178–193.

- [66] Joffe, Marc. 2015. Public Disservice: the Negative Impact of Credit Ratings on US Municipal Bond Issuers. *Journal of Law in Society* 17(1): 121-148.
- [67] Joffe, Marc. 2018. Unfinished Business: Despite Dodd-Frank, Credit Rating Agencies Remain the Financial System's Weakest Link. Reason Foundation working paper. <https://reason.org/wp-content/uploads/2018/02/dodd-frank-credit-rating-agencies-system-weak-link.pdf>.
- [68] Johnson, Craig, Yulianti Abbas, and Chantalle LaFontant. 2018. The Impact of Dodd-Frank on Credit Ratings and Bond Yields: The Municipal Securities' Case. Brookings 7th annual Municipal Finance Conference, <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/04/Johnson-C.-et-al.pdf>.
- [69] Kashyap, Anil K. and Natalia Kovrijnykh. 2016. Who Should Pay for Credit Ratings and How? *Review of Financial Studies* 29(2): 420–456.
- [70] Kedia, Simi, Shivaram Rajgopal, and Xing Zhou. 2014. Did Going Public Impair Moody's Credit Ratings? *Journal of Financial Economics* 114(2): 293-315.
- [71] Kempf, Elisabeth. 2020. The Job Rating Game: Revolving Doors and Analyst Incentives. *Journal of Financial Economics* 135(1): 41-67.
- [72] Kedia, Simi, Shivaram Rajgopal, and Xing Zhou. 2017. Large Shareholders and Credit Ratings. *Journal of Financial Economics* 124(3): 632–653.
- [73] Khieu, Hinh, and Mark K. Pyles. 2016. The Influence of a Credit Rating Change on Dividend and Investment Policy Interactions. *The Financial Review* 51(4): 579-611.
- [74] Kisgen, Darren. 2006. Credit Ratings and Capital Structure. *Journal of Finance* 61(3): 1035-1072.
- [75] Kisgen, Darren. 2009. Do Firms Target Credit Ratings or Leverage Levels? *Journal of Financial and Quantitative Economics* 44(6): 1323-1344.
- [76] Kliger, Doron and Oded Sarig. 2000. The Information Value of Bond Ratings. *Journal of Finance* 55(6): 2879–2902.
- [77] Kraussl, Roman. 2005. Do Credit Rating Agencies Add to the Dynamics of Emerging Market Crises? *Journal of Financial Stability* 1(3): 355-385.
- [78] Kronlund, Mathias. 2020. Do Bond Issuers Shop for Favorable Credit Ratings? *Management Science* 66(12): 5485-6064.
- [79] Livingston, Miles, Winnie Poon, Lei Zhou, L. 2018. Are Chinese Credit Ratings Relevant? A Study of the Chinese Bond Market and Credit Rating Industry. *Journal of Banking and Finance* 87: 216-232.
- [80] Mahlmann, Thomas. 2012. Did investors Outsource their Risk Analysis to Rating Agencies? Evidence from ABS-CDOs. *Journal of Banking & Finance* 36(5): 1478–1491
- [81] Manso, G., 2013. Feedback Effects of Credit Ratings. *Journal of Financial Economics* 109: 535-548.
- [82] May, Anthony. 2010. The Impact of Bond Rating Changes on Corporate Bond Prices: New Evidence from the Over-The-Counter Market. *Journal of Banking and Finance* 34(11): 2822-2836.

- [83] Moon, C.-G., and J.G. Stotsky. 1993. Testing the Differences Between the Determinant's of Moody's and Standard & Poor's Ratings. *Journal of Applied Econometrics* 8: 51–69.
- [84] Morgan, Donald P. 2002. Rating Banks: Risk and Uncertainty in An Opaque Industry. *American Economic Review* 92(4): 874–88.
- [85] Morkoetter, Stefan, Roman Stebler, and Simone Westerfeld. 2017. Competition in the Credit Rating Industry: Benefits for Investors and Issuers. *Journal of Banking and Finance* 75: 235–257.
- [86] Opp, Christian, Marcus M. Opp, and Milton Harris. 2013. Rating Agencies in the Face of Regulation. *Journal of Financial Economics* 108: 46–61.
- [87] Packer, Frank, Richard Cantor, and Kevin Cole. 1997. Split Ratings and the Pricing of Credit Risk. *Journal of Fixed Income* 7(3): 72–82.
- [88] Poon, Winnie P. H. 2003. Are Unsolicited Credit Ratings Biased Downward? *Journal of Banking and Finance* 27(4): 593–614.
- [89] Poon, Winnie P. H. and Kam C. Chan. 2010. Solicited and Unsolicited Credit Ratings: A Global Perspective. ADBI Working Paper Series, No. 244.
- [90] Poon, Winnie P. H., and Michael Firth. 2005. Are Unsolicited Credit Ratings Lower? International Evidence from Bank Ratings. *Journal of Business Finance and Accounting* 32(9-10): 1741–71.
- [91] Poon, Winnie P. H., Lee Junsoo and Benton E. Gup, 2009. Do Solicitations Matter in Bank Credit Ratings? Results from A Study of 72 Countries. *Journal of Money, Credit and Banking* 41(2-3): 285–314.
- [92] Skreta, Vasiliki and Laura Veldkamp. 2009. Ratings Shopping and Asset Complexity: a Theory of Ratings Inflation. *Journal of monetary economics* 56(5): 678-695.
- [93] Stanton, Richard, and Nancy Wallace. 2017. CMBS Subordination, Ratings Inflation, and Regulatory-Capital Arbitrage. *Financial Management* 47(1): 175–201.
- [94] Stolper, Anno. 2009. Regulation of Credit Rating Agencies. *Journal of Banking & Finance* 33(7): 1266-1273.
- [95] Tang, Tony T. 2009. Information Asymmetry and Firms' Credit Market Access: Evidence from Moody's Credit Rating Format Refinement. *Journal of Financial Economics* 93(2): 325–351.
- [96] The Economist, 2001. Credit-rating agencies: New interests, new conflicts. *The Economist*, 12 April 2001.
- [97] Weinstein, Mark. 1977. The Effect of A Rating Change Announcement on Bond Price. *Journal of Financial Economics* 5(3): 329-350.
- [98] Wojtowicz, Marcin. 2014. CDOs and the Financial Crisis: Credit Ratings and Fair Premia. *Journal of banking & finance* 39: 1-13.
- [99] Xia Han. 2014. Can Investor-Paid Credit Rating Agencies Improve the Information Quality of Issuer-Paid Rating Agencies? *Journal of Financial Economics* 111(2): 450–468.