

# 债券信用评级膨胀：原因、影响及对策<sup>\*</sup>

宋敏 甘煦 林晚发

**摘要：**作为金融市场中重要的信息中介，信用评级机构对于债券定价以及资源配置效率有着重要的影响。然而，现有文献分别从理论与实证角度发现评级机构发行人的付费模式、利益冲突、过度竞争和监管扭曲可能导致债券信用评级失真（即信用评级膨胀），从而影响信用评级功能。因此，本文基于评级膨胀产生的原因，指出了信用评级监管的重要性。本文也基于现有文献、大数据以及评级环境，从评级机构异质性、企业股权性质、市场信息环境改善、评级竞争、违约事件以及评级模型角度指出了未来的研究方向。

**关键词：**信用评级 评级膨胀 付费模式 评级机构竞争 监管

## 一、信用评级的历史、作用与影响因素

信用评级是信用评级机构基于公开与非公开信息对债务发行人或特定债务进行的等级评估（SEC, 2005），也被视为资本市场中一种重要的债券监管机制（Coffee, 2006）<sup>①</sup>。在一个成熟的资本市场中，债券投资者通常会参考企业的信用评级来对债务发行人的质量进行衡量，另外监管部门也会参考企业信用评级来决定企业是否被允许进入公共债务市场以及是否具有投资者准入资格。作为债券市场最重要的第三方信息提供者，信用评级机构被称为债券市场的基础设施，由其提供的信用评级被债券市场的发行人、投资者、监管机构、公众媒体和证券分析师广泛采用（Kisgen, 2006；Beyer et al, 2010）。

### （一）信用评级的历史：美国的案例

现代信用评级业起源于19世纪的美国。当时美国各州为节省西进运费，开始修筑运河并发行州债，但是1837年的金融风暴使州债倒债事件频发<sup>②</sup>，这使得投资者有很强的动机去收集和分析与债券违约有关的信息。随后，普尔出版公司（1860年成立）、穆迪投资者服务公司（1900年成立）等开展经营评级业务的公司相继成立。1909年，受大规模铁路融资需求的推动，美国债券市场快速发展，投资者迫切需要参考有关信息以做出投资决策。此时，穆迪公司出版了《铁路投资分析手册》作为参考信息提供给投资者并获取费用，这也被认为是现代意义上信用评级的开端。

1924年，美国债券评级市场的竞争程度远比现在激烈，并且评级公司向投资者收取评级报告订阅费，即采取投资者付费模式<sup>③</sup>。1929年股灾后，评级业进入了衰退期，随着后续相关法规的出台，

<sup>\*</sup> 宋敏、甘煦、林晚发，武汉大学经济与管理学院，邮政编码：430072，电子邮箱：fmsong@whu.edu.cn, arielgan@whu.edu.cn, linwanfa2013@163.com。基金项目：国家自然科学基金课题（71802152, 71602148）；国家社会科学基金重大项目（18ZDA113）。感谢武汉大学经济与管理学院赵仲匡老师对本文提出的建设性意见，以及匿名审稿人的修改意见，文责自负。

①按照不同的划分标准，信用评级有多种分类方式。例如，按评级是否公开，可分为外部评级（公开评级）和内部评级；按评级的评估对象，可分为企业信用评级、证券信用评级、主权信用评级等。本文主要探讨债券市场中的信用评级问题，属于外部评级以及证券信用评级下的一个子类，因此下文中所提及的信用评级均指债券信用评级。

②倒债是一个债券市场的专用语，泛指个人或公司因采取破产或清算或落跑（夜逃），导致债权人或持有债券的投资者人血本无归。

③当时并未采取现行的发行人付费模式，而是由投资者为其购买的评级订阅报告付费。

评级业出现短暂的复苏。1970年后,美国证券交易委员会(SEC)为了规范评级业,确立了包含穆迪、标普和惠誉三家公司的“全国认可的统计评级机构”(NRSRO),并要求使用这些机构提供的评级来确定资本规则下证券经纪公司的净资本额,这也确立了三大评级机构(The Big Three)在资本市场的垄断地位。此后,随着复印技术的普及,评级公司的付费模式开始向发行人付费转变,这也导致了评级公司饱受诟病的一系列利益冲突问题(例如“评级购买”)。

2001年的安然丑闻使评级公司再次受到了投资者的质疑。因此,2002年,美国国会通过了《萨班斯法案》,明确要求SEC就信用评级机构的地位和作用进行说明以加强监管。2007年美国次贷危机与2009年欧债危机使信用评级业遭受了前所未有的声讨,这导致2010年美国政府出台《多德-弗兰克法案》,完善对评级业的监管。在上百年的发展过程中,美国信用评级业随着资本市场的高速发展也日趋成熟。

相比之下,我国信用评级业则起步较晚,产生于改革开放后的20世纪80年代末。起初,评级公司由中国人民银行组建并隶属于其在各地的分行系统;之后,经过几次清理整顿,评级机构开始独立运营。1997年,中国人民银行向9家评级公司发放了在全国范围内从事企业债券评级业务的资质;2005年,随着短期融资融券市场的建立,市场上出现了五家(中诚信、大公、联合、上海新世纪和远东)具有全国性债券市场评级资质的评级机构。经过几十年的发展,信用评级业也成为我国资本市场中的支柱产业之一。

## (二) 信用评级的作用

考虑到相比于股权市场,债券市场中债务人和债权人之间信息不对称的问题更为严重,由此形成了委托-代理问题,因此债券市场存在风险的根本原因在于信息传递不充分而导致不合理风险定价<sup>①</sup>。而合理风险定价的前提在于充分的信息披露和信息供给,信用评级的重要作用也正体现于此。研究表明,信用评级能降低市场信息的不对称程度并增强信息的透明度。从信息效率角度,在信用评级信息生产假说下,信用评级提供了企业的私有信息,并能影响投资者的投资决策以及帮助了解企业的潜在风险,影响企业的融资能力(Nayar & Rozeff, 1994; Gray et al, 2006)。此外,许多研究也论证了信用评级在缓解信息不对称、加速信息传播、增加市场流动性上具有明显作用(Boot et al, 2006; Odders-White & Ready, 2006; Sufi, 2007; Bosch & Steffen, 2011)。

具体地,国外学者对信用评级作用的研究成果可归纳为以下几个方面。首先,Graham & Harvey(2001)的调研数据表明,在企业所有的财务决策中,良好的信用评级被企业管理者认为是仅次于财务灵活性的第二重要指标。基于此,国外许多学者已经证实了企业的财务投资决策会受信用评级的影响:信用评级越高,债务融资成本与融资约束越小(Graham & Harvey, 2001; Boot et al, 2006; Kisgen, 2006, 2009; Chernenko & Sunderam, 2012; Harford & Usal, 2014; Aktas et al, 2015; Zhou et al, 2016)。此外,信用评级也会影响公司的融资决策,进而决定供应链等企业战略决策(Whited, 1992; Kaplan & Zingales, 1997; Faulkender & Petersen, 2006; Kouvelis & Zhao, 2017)。最后,由评级机构给出的信用评级不仅能驱动企业采取相关策略以提高资本、降低成本,而且也会影响投资者在证券交易中的决策调整(Leyens, 2011)。

除了会对企业决策产生影响外,信用评级也为企业的违约风险提供了最直接和最主要的信息,对股票价格、资本结构、股票分析师行为、现金持有、风险承担和风险传染有显著影响(Hand & Holthausen, 1992; Blume et al, 1998; Ederington & Goh, 1998; Amato & Furfine, 2004; Kisgen, 2006; Ashcraft et al, 2011; Al-Najjar & Elgammal, 2013; Kuang & Qin, 2013; Agca et al, 2017)。所以,企业管理层趋向于降低企业破产风险以提高财务与投资指标,实现较高评级。

上述两点基于信用评级机构作为声誉机构的职责<sup>②</sup>而展开,考虑到评级机构也可作为准监管机构,因此信用评级不仅能够为投资者提供公司财务稳健性的简明概要,也能够被相关监管法律所引

<sup>①</sup>合理的定价为市场参与者提供了一种有效信号,会使不同需求的投资者根据自身的风险偏好选择合适的投资组合。同时,高风险项目的融资成本较高也会引致企业不会过度融资。因此,合理的风险定价会通过价格机制合理配置资源,降低企业杠杆和系统性金融风险。

<sup>②</sup>即信用评级机构通过为公司评级也可证实该公司的信誉。

用,以此对相关企业进行监管,起到一定的监管认证作用(Beaver et al, 2006; Gonis et al, 2012; Bongaerts et al, 2012)。进一步研究发现,信用评级的作用在一些不透明的行业中更加显著,比如保险行业(Morgan, 2002; Grace et al, 2003; Weiss & Chung, 2004; Pottier, 2007; Chen et al, 2008; Milidonis, 2013)。所以,评级信息作为对企业内部信用风险评估的结果,可以被借鉴用于构建关于其自身的风险管理系统。

相比之下,国内学者对于信用评级作用的研究则主要围绕评级机构作为债券市场中介机构的市场约束有效性展开。总体来说,国内对信用评级作用的研究主要以定性为主,并形成两种观点:一种观点认为,信用评级机构的评级具有一定的约束作用(何平、金梦,2010);另一种观点则认为,信用评级机构的评级并没有体现出明显的价值,具体表现在,评级业付费模式导致的代理问题使得评级机构监督功能缺失,代理问题的存在也使得政府对信用评级监管不足(周宏等,2013)。

近年来,在全球资本市场中,信用评级的作用一直在扩大,这是因为:(1)发行债券类产品的公司数量在不断增加;(2)复杂金融产品的发展,比如资产证券化以及信用衍生品,使得投资者难以准确识别它们背后的违约风险,而需要借助于用简单符号表示的信用评级作为参考;(3)金融市场的全球化使得越来越多的企业选择跨境发债,而各国制度环境的不同也增加了企业的协调成本,此时信用评级起到了缓解信息不对称的作用;(4)金融监管中依据不同的信用评级设置不同的监管要求,强化了发行人对信用评级的重视。然而,安然公司的倒闭和其他一些优良企业违约事件突出了信用风险管理的重要性和信用评级制度存在的问题。

据中国人民银行公布的数据与 Wind 统计分析,目前我国债券市场年融资规模已远超过股权融资规模。中国债券市场的发展需要独立的第三方评级机构参与。所以,近年来国家相关部门制定并通过了一系列政策以确定信用评级的重要性。例如,2006年颁布的《上市公司证券发行管理办法》<sup>①</sup>;2007年证监会颁布的《公司债券发行试点办法》与2009年颁布的《上海证券交易所公司债券上市规则》<sup>②</sup>;2012年的《国家发展改革委办公厅关于进一步强化企业债券风险防范管理有关问题的通知》<sup>③</sup>以及2015年的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第23号——公开发行公司债券募集说明书》<sup>④</sup>。这些政策的颁布促进了信用评级行业的快速成长。

基于此,信用评级的信息效应与功能效应作为信用评级的后果也受到了广泛的关注<sup>⑤</sup>。在信用评级的经济后果方面进行的相关研究发现,信用评级越高,中期票据融资成本越低,公司债的利率越低,信用利差越小(王雄元、张春强,2013)。此外,信用评级机构的评级信息对定向增发折价有影响,同时也可以给企业提供增量信息,进而减小企业与投资者之间的信息不对称。

### (三) 信用评级的影响因素

相比于审计师对公司合规的关注以及分析师对企业盈利能力的关注,信用评级关注的是企业的违约风险。因此,影响企业违约风险的因素也就是影响其信用评级的因素,并且对于信用评级影响因素的研究,学者们基本上从企业层面展开分析,并发现了不同的结论(Bhojraj & Sengupta, 2003; Poon, 2003; Ashbaugh-Skaife et al, 2006; 朱松等, 2013; 刘娥平、施燕平, 2018)。

考虑到公司治理水平、企业风险、盈利水平与企业行为(例如投融资行为)均会影响企业的违约

①该办法要求上市公司公开发行可转换公司债券时,应当委托具有资格的资信评级机构进行信用评级和跟踪评级,资信评级机构每年至少公告一次跟踪评级报告。

②《公司债券发行试点办法》与《上海证券交易所公司债券上市规则》都要求债券发行必须经过评级机构评级,并且还需要达到一定的评级等级才能公开发行。

③《国家发展改革委办公厅关于进一步强化企业债券风险防范管理有关问题的通知》要求应该根据发债主体信用等级完善相应偿债保障措施,并要求相关担保。

④《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第23号——公开发行公司债券募集说明书》对企业债券信用评级披露的信息做出了具体要求。

⑤信息效应指通过信用评级的市场反应来确定信用评级的信息效应;功能效应指分析信用评级的价值相关性以及信用评级对债券发行与债券市场资源配置效率的影响。

风险,大多数国外文献从上述视角分析了影响信用评级的因素。首先,公司治理会影响信用评级,随着公司治理水平的上升,企业的信用评级也将得到提高;并且,以机构投资者作为公司治理衡量指标的研究也发现,机构投资者能够对企业管理层进行一定的监督,从而提高其信用评级得分(Jensen, 1993; Bhojraj & Sengupta, 2003; Ashbaugh-Skaife et al, 2006; Alali et al, 2010)。其次,企业风险也会影响信用评级,这是因为信用评级是企业风险的直接度量指标,Paul & Wilson (2007)认为违约风险较小的企业更可能保持偿债能力,也将会获得较高的评级。在财务风险上,Gamba & Triantis (2008)指出,财务灵活性高的企业在面对金融冲击时更容易避免财务困境,从而得到更高的评级。此外,代表着企业寿命与市场力量的企业规模也会通过影响企业风险进而影响其信用评级。例如,随着企业规模的扩大,其业务更容易实现风险分散,从而在经济低迷期表现得更好,故评级较高(Pettit et al, 2004; Koller et al, 2005; Bottazzi & Secchi, 2006; Altamuro et al, 2014)。除此之外,企业盈利水平也会影响信用评级。Adams et al(2003)认为更高盈利能力伴随着较低的破产风险。Galil(2003)认为保持盈利能力与违约倾向呈负相关,因此盈利能力与信用评级呈正相关。最后,在企业行为方面,企业较高的债务以及杠杆水平会导致其违约风险增加,从而得到较低的信用评级(Pottier & Sommer, 1999; Poon, 2003)。对于企业的投资行为,研究发现投资于研发且成功的公司信用评级较高,这是因为此类公司拥有更高的收入以及更好的财务绩效(Czarnitzki & Kraft, 2004)。而在企业社会责任方面,Attig et al(2013)发现社会责任高的企业会获得高的债券评级。

然而,由于中国债券发行企业的独特背景(比如股权结构差异,即国有企业可能由于存在隐性担保从而信用评级偏高),所以需要结合中国特有的制度环境与企业特征,对其分析信用评级的影响因素。因此,相对于国外相应研究,国内信用评级影响因素研究有不同的发现,可分为两大类。一类是研究公司内部特征对信用评级的影响,其中包括财务指标(朱松等,2013)、资本结构及其调整(施燕平、刘娥平,2018)、股权特征与所有者形式(朱松等,2013)以及企业行为。具体地,在企业行为层面,公司内控质量、盈余管理程度与其信用评级之间呈正相关关系,而企业避税程度与其发行债券的信用评级负相关。

相比于公司内部特征对信用评级的影响,另一类研究则关注来自企业外部因素的影响。研究发现,宏观环境能影响债券信用评级(朱松等,2013)。在审计层面,高质量的审计师能够提高企业信用风险评级准确性,而审计质量的提高也能够提高企业的信用评级(朱松等,2013)。在政府作用方面,政府对信用机构的监管能够提高信用评级的信息含量,而地方政府财政透明度的提高、对债券的担保以及地方政府公共财政收入的增加均能提高城投债的信用评级(钟辉勇等,2016)。

总体上,现有关于信用评级影响因素与其作用的文献仍存在以下几点不足之处:第一,对债券市场功能的定位尚未明确。以往文献笼统地研究信用评级对于企业行为与证券价格的影响。但是,Tobin(1984)在“信息效率市场”之外,提出了以资源配置效率为核心的“功能性效率市场”理论,即信用评级还可在发行人之间分配资金,从而提高整个市场的资源配置效率。第二,现有国内研究对于信用评级作用的结论还存在分歧。其原因可能是政府干预的存在使得信用评级作用减弱。第三,发展中国家(特别是转型经济中的国家)的债券市场具有与发达国家债券市场不同的特征,具体表现在中国债券市场信用评级的异质性,同时存在外资参股的信用评级机构与本土的信用评级机构。以往研究都把信用评级机构作为同质的,然而有研究表明国际评级机构比国内机构具有更大的影响力和声誉(Shin & Moore, 2008; Li et al, 2006)。因此,需要进一步区分异质性评级机构对于债券市场功能的影响。

## 二、信用评级有效性缺失与评级膨胀

### (一)信用评级有效性缺失典型事实

在历次金融危机中,评级机构均被指责没有为市场提供及时有效的信息。比如,在2007年美国次贷危机前,穆迪、标普、惠誉三大信用评级机构把次贷产品评定为最高等级(AAA级),而随着危机

的爆发与蔓延,这些次贷产品一夜之间沦为了“烫手山芋”。这反映出在此次危机中评级机构违背了“金融市场看门人”的职能。此次危机也引发了学界和业界对信用评级有效性的关注(Mathis et al, 2009),甚至有研究认为信用评级是诱发金融危机的一个重要因素(Lewis et al, 2010)。除此之外,债券非委托评级的出现也在一定程度上影响了评级市场的信息含量,例如美国1993年的Jefferson County事件<sup>①</sup>。

反观中国市场,由于债券市场起步较晚,信用信息生产功能未能得到充分发挥。自2014年3月“11超日债”<sup>②</sup>发生违约以来,截至2017年底,中国信用债市场共有111支债券发生了违约,涉及违约金额649.85亿元,涉及发行人57家,在发生实际违约的103支债券中,95%以上均为“AA+”和“AAA”级债券。从历史违约情况看,债券市场中的集中违约开始于2016年上半年,债券的集中违约破坏了债券市场的刚性兑付。

近些年的一系列事件也证实了评级缺少信息含量。比如,在2015年4月21日,保定天威债券出现违约,评级机构并没有对债券信用评级进行及时调整,该债券在发行时评级甚至为AA+。另外,即便拥有AAA的最强评级,15鲁焦01和15鲁焦02两只债券的价格在2017年7月也出现急速下降,即“闪崩”现象。但相关研究表明,信用评级变动向市场传递了信息,具有一定的市场影响(Dichev & Piotroski, 2001; Norden & Weber, 2004; Abad et al, 2011; Finnerty et al, 2013)。在我国债券市场中,信用评级调整也伴随着显著的市场反应(林晚发、陈晓雨,2018),但近几年频繁的评级调整使信用信息含量受到质疑。例如,在2017年债券集中违约之前,共有440家企业主体评级被上调,而被下调的企业主体共有250家。在经济低迷的状况下,企业信用评级上调数甚至接近下调数的两倍,导致其公信力严重缺失。另外,在调整时效上,信用评级调整存在严重的滞后性,评级机构甚至仅在债券违约前几天才将其发行主体的信用评级下调,例如“15铁物资SCP004”违约前三天,大公国际才将该债券发行主体的信用评级从AA+下调至AA-。最后,2018年8月,大公国际评级机构由于买卖评级而被银行间协会与证监会暂停评级业务一年,这也从侧面说明了中国的信用评级失真现象严重。

此外,在中国债券市场中,越来越多的新闻都指出,国有企业信用评级存在膨胀。比如,CITICS债券研究中心认为国有企业存在严重的膨胀现象,搜狐财经发现,2016年初国有企业成为债券评级下调的主角。与此同时,相关文献发现国有企业评级较高源于其自身的预算软约束(钟辉勇等,2016)。

近年来我国债券市场中的违约风险显著上升,债务重组频繁,高评级债券先后出现违约。2017年11月,银行间协会公开通报批评了五家主要评级机构未充分履行客观评级的职能。由不充分的信息披露和信息供给带来的债券风险定价不合理导致负债率过高,引发了市场和政府对债券市场金融风险的担忧。因此,为加强对信用评级行业的统一监管,推进债券互联互通,2018年9月,中国人民银行、中国证监会联合发布了2018年第14号公告,旨在加强对信用评级机构的监管和信息共享。

## (二)评级膨胀的存在性以及检验

那么,上述严重的信用评级问题原因何在?许多学者认为信用评级膨胀(rating inflation)是其中最主要的原因。Bolton et al(2012)提出了信用评级膨胀<sup>③</sup>,即评级报告的评级通常高于真实信息。

<sup>①</sup>1993年,美国科罗拉多州的Jefferson County学区在发行新债时没有继续与其多年的合作伙伴穆迪公司合作,而选择了标普、惠誉公司作为委托评级机构为债券评级。刚开始,该学区发行的债券卖得很好,然而穆迪公司(此次债券发行的非委托评级机构)很快给予该债券负面的评级展望(negative outlook),导致了一些买家马上停止了债券购买,使得该学区不得不重新为债券定价。

<sup>②</sup>在我国,“11超日债”在2014年成为第一支实际发生违约的债券,其在2012年发行时的评级为“AAA”。

<sup>③</sup>信用评级膨胀可分为系统性的评级膨胀和结构性的评级膨胀。系统性的评级膨胀会低估市场的总体风险,造成风险溢价偏低和崩盘风险的累积;结构性的评级膨胀,即评级机构有针对性地对某一类企业高报评级,可能会形成债券融资的错配。

信用评级膨胀加剧了市场信息不对称,造成了风险溢价偏低,这也被认为是形成债务危机的重要原因。

信用评级膨胀的存在使得信用评级的信息生产功能无法得到充分发挥,从而影响了债券市场上有效的价格发现功能。进一步地,评级膨胀会严重影响债券的风险定价机制和市场资源的有效配置:一方面,系统性的评级膨胀会低估市场的总体风险,造成风险溢价偏低和崩盘风险的累积;另一方面,结构性的评级膨胀,即评级机构针对性地对某一类企业高报评级,还可能形成债券融资的错配。因此,系统地检验和评估我国债券市场上的信用评级膨胀问题,具有重要的理论和现实意义。

关于评级膨胀存在性的检验,国外已有文献提出了以下两种渠道。

1. 可直接通过客观评级标准检验信用评级膨胀。在债券市场中,关于企业信用评级水平的确定,Blume et al(1998)开创性地使用固定效用模型,加入行业一年度固定效应进行分析用以检验评级标准在不同行业、年份是否存在异质性。研究发现,随着时间推移,美国信用评级机构的评级标准日趋严格。Benmelech(2017)利用定量信息(即企业层面的财务信息、债券用途以及发行类型等)对企业的主体评级进行了拟合。研究发现,模型的拟合优度达到了70%。这意味着“客观”的评级水平可以由企业的基本面指标进行拟合。基于中国数据的前期研究表明,模型的拟合优度在我国同样达到了65%左右,且膨胀水平因行业和年度各不相同,企业信用评级的残差与来自信用评级的利益冲突以及发行企业的治理水平存在相关关系。

2. 可间接通过评级膨胀导致的结果与信用评级机构是否存在膨胀评级的动机来检验评级膨胀是否存在。具体地,主要包括以下三种方式:(1)对于出现债务重组或违约的债券,其初始评级是否较高。Kisgen(2007)、Ashcraft et al(2010,2011)利用描述性统计方法研究发现,在次贷危机中,发生违约的结构化债务产品的初始评级均处在可投资级别的较高水平。而中国的债券市场则有所不同,由于存在母公司隐性担保和承销商出于自身声誉的考虑,当出现实际偿付困难时,企业更倾向于在母公司和承销商的联合安排下,采取债务重组的方式进行处理<sup>①</sup>。(2)在出现违约潮后,评级机构是否显著下调了对相关债券的评级。如果评级机构确实存在评级膨胀,那么当发生大规模的债券违约后,由于难以继续掩盖有关违约风险的真实信息,评级机构通常出于声誉考虑会调整评级。而对于评级标准与经济周期之间的关系,部分学者通过描述性统计或者定量分析论证了评级标准的顺周期性<sup>②</sup>(Amato & Furfine, 2004; Ashcraft et al, 2010<sup>③</sup>)。与之相反,也有研究发现由于反馈效应的存在,评级标准也会呈现出逆周期性<sup>④</sup>,而这与Blume et al(1998)的研究结论正好相反(Manso, 2013; Goldstein & Huang, 2017; Benmelech, 2017)。(3)给予更高评级的机构是否获利,即给出更高评级的机构是否得到了更大的市场份额和更多的评级费用,这有助于理解评级机构是否具有操纵评级的动机。Beatty et al(2017)利用2010年美国国债重新调整评级的外生冲击进行研究,市场奖励了那些给予更高评级的评级机构,它们的市场份额和收到的评级费用均有所提高。

国内学者也开始质疑信用评级的信息效应,并认为中国的信用评级膨胀现象严重,评级没有充分提供有价值信息。此外,许多报道也证实了债券市场中存在的信用评级膨胀现象,具体表现在评级上调数明显多于下调数以及评级调整时效存在严重的滞后性。这都表明信用评级机构在面对市场风险时,没有对企业做出及时的信用评级调整,甚至还给予较高的信用评级。

①截至2017年底,发生实际违约的债券数量仅为103只。

②即在经济高涨期,评级标准宽松且评级较高,在经济衰退期,评级标准严苛且评级较低。

③Ashcraft et al(2010)描述性地论证了三大评级机构在CDS发生大规模违约后对其评级的系统性下调,并指出了评级机构与投资之间巨大的利益冲突。

④即对于未发生系统性违约的债务产品,研究发现,在美国次贷危机期间,金融机构普遍表现得更加仁慈,其原因可能是出于维持客户和防止客户破产的需要。

### 三、信用评级膨胀的原因及纠正

#### (一)信用评级膨胀的原因

债券市场中的投资人都是债权人,面临的信息不对称问题更严重,因此更加亟须发挥评级机构这一金融基础设施的信息供给功能。因此,深入分析信用评级膨胀现象的原因以及其纠正办法,有助于市场全面理解信用评级的信息含量,也有助于监管机构进行合理的机制设计,从而充分发挥信用评级的作用,全面促进金融市场价格发现功能,化解债券市场中的高杠杆和风险。

以往研究通过理论模型和实证分析主要提出了三类可能导致评级膨胀的原因,即利益冲突、过度竞争和监管扭曲。

1. 利益冲突。相比于其他的市场参与者,评级机构对债券市场的价值体现在可提供更多的信息。但在利益冲突的情况下,即使通过调研得到了真实信息,评级机构也可能存在策略性高报信用评级的动机。此外,除信用评级机构之外,信用评级分析师个人也可能存在其他的利益冲突。基于此,笔者在此着重讨论付费模式形成的利益冲突、评级分析师主观偏差与其职业经历形成的评级膨胀。

信用评级的付费模式是形成利益冲突的重要原因之一。尽管对投资者付费和发行人付费模式的优劣至今仍存在争议,但发行人付费模式始终被大多数评级机构采用。一直以来,发行人付费模式被认为具有严重的利益冲突,评级机构一方面可能存在高报评级以迎合客户的动机;另一方面,采用发行人付费模式的评级机构由于经常与企业往来并建立了私人关系,也可能存在着信息优势(Cheng & Neamtiu, 2009)。此外,在基于反馈效应的理论均衡解上,评级机构在获得真实信息后面临着策略性选择报告信息的问题:一方面,评级机构意识到评级会影响企业的行为。例如在债务展期模型中,较低的评级可能导致企业无法获得再融资而破产,评级机构的盈利也会受损。这种考虑会反馈到评级机构的初始评级上,使评级机构有评级膨胀的动机,这也被称为债券发行人的反馈效应(Boot et al, 2006; Manso, 2013; Holden et al, 2016)。另一方面,在债券投资者的反馈效应下(Goldstein & Huang, 2017),评级机构不能报告完全错误的信息,否则理性的金融市场参与者意识到这一点后将不会为信用评级付费<sup>①</sup>。因此,Goldstein & Huang(2017)指出评级机构的最优策略是报告向上有偏袒具有信息含量的评级。由此可见,在这两种反馈效应中,前者源于利益冲突,而后者可通过声誉机制对评级机构起到约束作用,评级机构需要在两者间权衡。这本质上也源于投资者与发行人间的利益冲突,使信用评级膨胀与具有信息含量的评级并不矛盾。

此外,许多研究均发现,采用发行人付费的评级机构对同一企业的评级水平通常更高(He et al, 2011; Xia & Strobl, 2012; Jiang et al, 2012; Xia, 2014),而基于信用评级信息含量与及时性的研究表明,在发行人付费模式下评级信息含量更高、发布更及时,更具有信息优势(Bonsall, 2014; Berwart et al, 2016)。总的来说,由“发行人付费”业务模式引起的利益冲突被认为是信用评级膨胀的主要原因(Jiang et al, 2012; Cornaggia & Cornaggia, 2013; Xia, 2014)。He et al(2011)为此提供了直接的证据:膨胀程度与发行规模正相关。在国内研究中,林晚发等(2017)较早以投资者付费模式的中债资信评级机构建立为切入点<sup>②</sup>,实证检验发现随着中债资信评级机构的跟踪,“发行人付费”下的评级机构会调整后续评级,并且信用评级质量也会随之提高。

除信用评级机构之外,分析师主观偏差、职业经历以及受到的认知能力局限也会形成评级膨胀。除客观因素外,信用评级分析师可能存在着主观利益冲突,这也会形成分析师的主观偏差,进而导致信用评级膨胀。Griffin et al (2012)首次通过计算分析师层面的系统高估值来验证信用评级分析师

<sup>①</sup>评级机构给出的评级如果不具有信息含量,那么理性的投资者就不会相信评级报告,进而影响到债券的利差不受评级影响,最终使得债券发行人拒绝支付评级费用。

<sup>②</sup>2010年9月,中国银行间市场交易商协会出资成立中债资信评估有限责任公司,旨在为银行间债券市场的企业进行评级。中债资信是中国首家“投资人付费”模式的信用评级公司,因此也是一个相对中立的评级机构。

是否存在主观偏差。Fracassi et al (2016)进一步验证了这一主观偏差对债务融资成本的影响。Cornaggia et al(2016)分析了信用评级分析师离职前的行为,发现其对未来就职企业的评级存在显著的高估,这表明分析师对于未来职业发展的考虑会影响评级水平。Khatami et al(2016)研究发现,分析师对具有朋友关系的企业存在评级高估,这表明私人关联会影响评级水平。此外,评级机构和发债企业的共同股东(Kedia et al, 2017)、共同董事(Benson et al, 2016)等其他利益冲突问题也会导致评级膨胀。

2. 市场竞争。产业组织理论证明,当企业面临激烈市场竞争时,通常采取成本竞争和质量竞争两种方式<sup>①</sup>。具体到评级市场上,由于评级机构本身具有高度的专业性,一般市场参与者很难区分不同质量的评级报告。因此,评级机构通常会采用成本竞争的方式。由于评级报告作为提供信息的产品具有很强的外部性,所以评级市场上的成本竞争可能导致评级膨胀和市场效率下降。与一般市场不同,评级机构提供的是具有公共品性质的产品,因此自由竞争可能并非是最优市场结构。

具体地,在发行人付费模式的前提下,过度竞争导致的生存压力可能使得评级机构过度迎合发行人对评级的需求。Bolton et al (2012)在理论上指出了市场竞争对评级的具体影响渠道,为了迎合客户、争夺市场,评级机构将主动调高评级。而发行人也可以同时联系多个评级机构,并选取一个评级最高的作为主评级机构(Skreta & Veldkamp, 2009),这也被称为评级购买(rating shopping)。Becker & Milbourn(2011)利用惠誉的成立增大了市场竞争这一历史事件,发现竞争确实引致了评级膨胀。但Bae et al(2015)利用惠誉的市场份额在各行业的异质性作为差异来源,发现了相反的结论,即竞争并不会导致评级膨胀。

3. 准入限制监管。评级有可能被监管机构使用,且较低的评级可能会受到更严格的监管,包括机构投资者限制、持债比例限制、市场准入等。监管对企业造成的成本越高,企业就有更强的动机去操纵评级,由此形成扭曲。Bongaerts(2012)进一步指出,当存在多个机构对同一家企业评级时,相对于其他机制,监管是影响评级质量最主要的渠道。

基于美国的数据,许多学者进一步指出信用评级膨胀存在的另一个原因源于监管。美国证监会按照评级是否高于BBB+级将债券区分为投资级和投机级,并对这两类债券的投资人资质、持有比例和保证金要求等做出了严格规定,并且对证券化债券产品的监管更严格。相关理论研究也发现了类似的现象,Stolper(2009)在理论上指出监管是导致评级机构通过合谋而进行评级膨胀的动机。其他研究发现,在商业抵押贷款证券化(MBS)市场上,监管政策的变化增强了企业信用评级膨胀的动机,从而直接导致了次贷危机发生后的大量评级下调(Stanton & Wallace, 2010)。相比之下,对于监管更宽松的普通公司,债券市场没有发现类似的现象(Ashcraft et al, 2010)。这一对监管边际上债券的独特扭曲,很难完全由付费模式和市场竞争解释。Kisgen & Strahan(2010)使用美国证监会将Dominion Bond Rating Service(DBRS)这一位于多伦多的评级机构加入监管参考机构(NRSRO)的事件作为外生冲击进行研究发现,基于信用评级的监管显著促进了评级机构的自我约束和对自身名誉的关注,并降低了企业的融资成本。此外,Opp et al (2013)系统论证了投资者市场准入限制对评级信息含量的影响可能是不确定的,但这会确定性地提升高评级债券的发行量。

中国的监管模式与美国存在不同。我国对债券投资人仅施加50万元以上交易额的限制,而对发行人资质,依据评级是否高于AA级进行了严格限制,即供给方的市场准入限制。总的来说,我国对债券市场的监管更为严格。如Opp et al(2013)指出,如果高评级债券从监管中得到的收益足够大,则评级机构有更强烈的评级膨胀动机;Zhao et al(2018)利用中国对供给方的市场准入限制进行实证研究发现,依据评级的市场准入确实导致了评级膨胀并造成了高达143个基点的福利损失。

<sup>①</sup>成本竞争指企业利用成本优势,供给低质量低价格的产品,而质量竞争指企业采取差异化策略,供给高质量高价格的产品。



尽管上述研究从利益冲突、过度竞争和监管扭曲这三个方面深入分析了信用评级膨胀的原因,然而,对于评级膨胀成因的探讨,现有研究仍存在一定的不足。第一,就过度竞争问题,对于评级机构之间的竞争究竟导致信用评级膨胀还是信用评级紧缩(rating deflation)<sup>①</sup>这一问题,无论在理论上还是实践上,学界和业界一直存在着争议。尽管大量理论文献阐述了竞争对信用评级机构的影响,但实证研究相当匮乏,因此无法为相关理论提供有力支持。第二,对于分析师的主观偏差,已有大量文献将其当成了一种黑箱,对于何种因素导致了主观偏差缺乏研究。尤其是,上述主观偏差究竟是来源于有限认知能力、个人异质信念等行为因素,还是来源于分析师与投资人之间的利益冲突等客观激励机制设计得不合理导致的理性次优均衡,需要分别探讨。

## (二)信用评级膨胀的纠正

基于上述三种评级膨胀的成因,理论上对信用评级膨胀进行纠正的最优监管设计有如下几种:

第一,在评级盈利模式存在利益冲突的情况下,以往研究主要提出了三种可行的监管思路来监管评级机构:(1)施加事后惩罚。如果评级机构评级的债券发生实际违约,可以对其进行事后处罚,这增加了评级操纵的成本,同时通过公开信息有助于增强评级机构对自身声誉的关注(Goldstein & Huang, 2017)。但最优的事后惩罚可能难以准确确定,过高的处罚可能导致债务成本对初始评级水平的反馈机制过强,从而导致评级紧缩。(2)改变付费模式。许多研究比较了发行人付费和投资者付费两种付费模式的优劣,结论一致地发现发行人付费的评级机构在存在利益冲突的同时也具有信息优势(Fulghieri et al, 2013; Bonsall, 2014; Berwart, 2016),所以模式的选择取决于对两者的权衡。(3)扩大监管范围。即使将付费模式由发行人付费改为投资者付费,也不能达到完全纠正评级膨胀的效果。Bizzotto & Vigier(2017)研究指出,监管范围需要扩大到考察评级机构是否尽职地获取了信息。

第二,在评级机构过度竞争的情况下,竞争对评级的效果存在争议。理论上,Bolton et al(2012)研究指出,竞争可能导致评级膨胀。基于此有以下两种监管思路:(1)市场准入设置。竞争和寡头市场的效率均不如垄断市场,因此对评级机构需要设置必要的市场准入。(2)改变激励机制。要求企业在评级结果出来之前支付评级费用,以及强制性要求企业披露所有的备选评级。然而,Manso(2013)研究指出,由于评级市场反馈效应的存在,竞争可能导致评级紧缩。实证上的结论也不一致,激烈的竞争也可能使得评级机构更加注重自身的声誉(Bae et al, 2015)。因此,必须首先分析竞争水平的提高是否引致了更多的信用评级膨胀,在此基础上再确定评级机构间的最优竞争水平。

第三,在存在监管的情况下,监管本身是否形成了对债券市场的扭曲。Stanton & Wallace(2010)研究指出,由于抵押支持债券市场上对AAA评级以下债券实施的更严格监管,从而使得企业有强烈动机将评级至少操纵到AAA级水平,这导致了抵押支持债券市场的信用评级膨胀和后来的金融危机。类似地,Ashcraft et al(2010)研究发现,上述效应在监管更宽松的公司债券市场不明显,因此首先需要确定监管本身在现实条件下是否构成了一种扭曲,其次再确定最优监管模式。

## 四、未来研究方向

综上所述,现有国外研究对于信用评级的作用和有效性进行了一系列的探讨,尤其是对于信用评级膨胀的存在性和成因进行了深入研究。相比之下,国内对于信用评级膨胀的相关研究并不多,其主要原因在于中国债券市场一直被政府部门、企业与投资者所低估,从而信用评级的作用没有受到足够的重视;另外,还存在由于债券市场初期的非公开交易导致数据较难获得等原因。国外经验表明,信用评级膨胀是导致债券市场系统性违约和金融危机的一个重要原因。而目前国内对信用评

<sup>①</sup>在评级机构间竞争更加激烈时,由于生存压力的增加、对自身声誉的关注以及反馈效应的存在,评级机构会给出更加保守的评级,导致评级紧缩。

级膨胀问题的研究相当匮乏,大部分研究仅分析了信用评级的决定因素(朱松等,2013)以及其对企业投资行为与融资成本的影响(王雄元等,2013),仅有周宏等(2013)、林晚发等(2017)分析了付费模式形成的评级膨胀。而且,我国尚未出现检验债券市场上是否存在信用评级膨胀的相关研究,而信用评级膨胀的存在性构成了信用评级信息含量研究的基础。因此,未来的研究可从以下几点展开:

第一,由于发展中国家与发达国家债券市场间具有的不同特征,我国债券市场上外资参股与本土信用评级机构间存在异质性。鉴于国内关于这两类信用评级机构作用差异的研究目前仍较少,所以还需进一步区分异质性评级机构对于债券市场功能的影响,从而为促进债券市场发展提供具体的政策建议。同时,考虑到我国已于2017年宣布向外资评级机构开放国内的评级市场,今后随着外资评级机构的进入,此类研究也会愈加重要。

第二,现有研究较少考虑企业异质性对信用评级的影响。一方面,在分析信用评级的影响因素时,我国发债企业独特的背景也会影响到企业的违约风险,例如股权结构差异下的融资约束与隐性担保差异,所以需要结合我国特有的制度环境与企业特征来研究。另一方面,对于信用评级膨胀的成因分析,考虑到合谋来源于双方,因此还需结合企业的特征展开分析。而现有研究鲜少探讨企业特征以及公司属性对信用评级以及评级膨胀的影响,未来研究可进一步探讨公司自身属性,例如公司治理水平高低是否会影响公司与评级机构之间的合谋行为,进而对其评级产生影响。

第三,考虑到评级机构作为一种信息中介,在信息市场中发挥了重要的作用,并且会与信息市场中的其他中介机构互动,即在提供评级报告时会参看审计师提供的源材料(审计信息)以及证券分析师对公司未来盈利能力的预测。而且,作为专业化违约风险分析的评级信息也会受到审计师与分析师的关注,进而影响到他们对公司的跟踪分析,由此也形成了三者间的动态联系。但现有研究鲜少从信息中介的角度出发研究信用评级,因此,未来研究可在信息市场的大框架下,研究评级机构与其他信息中介(例如会计师事务所、券商)间的相互影响。

第四,针对评级膨胀成因研究的不足之处,现有研究对于评级机构之间的竞争究竟导致信用评级膨胀还是信用评级紧缩还存在争议,后续研究可通过寻找类似美国惠誉公司的成立而增大了市场竞争的情境,从实证方面着手为相关理论提供有力支持。此外,考虑到我国已于2017年宣布向外资评级机构开放评级市场,随着外资评级机构的进入,也为未来研究提供了更多的情境。

第五,由于违约样本有限,现有研究均采用间接方法检验评级的信息含量,缺乏直接证据。虽然存在相关研究使用模型残差与违约指标反应系数来度量评级的信息含量,但是上述方法也存在一定的局限性。今后,在违约大样本可得的情况下,可直接利用违约样本检验其信用评级是否具有信息含量。

第六,尽管国内外学者尝试从与信用评级有关的各方面展开研究,但现有研究仍未打开评级机构评级过程的黑箱。未来,在大数据的帮助下,可利用与评级有关的大数据以及相应的分析方法,试图打开信用评级的黑箱,提高样本预测能力。

#### 参考文献:

- 何平 金梦,2010:《信用评级在中国债券市场的影响力》,《金融研究》第4期。
- 林晚发 何剑波 周畅,2017:《投资者付费模式对发行人付费模式评级的影响:基于中债资信评级的实验证据》,《会计研究》第9期。
- 林晚发 陈晓雨,2018:《信用评级调整有信息含量吗?——基于中国资本市场的证据》,《证券市场导报》第7期。
- 施燕平 刘娥平,2018:《资本结构调整、信用评级与公司债券融资成本》,《财贸研究》第2期。
- 王雄元 张春强,2013:《声誉机制、信用评级与中期票据融资成本》,《金融研究》第8期。
- 周宏 温笑天 夏剑超 方宇,2013:《评级机构数量选择对企业债券信用风险监管的影响——基于评级机构与发债企业串谋行为的博弈分析》,《会计研究》第8期。
- 朱松 陈关婷 黄小琳,2013:《集中持股下的独立审计作用——基于债券市场信用评级的分析》,《会计研究》第7期。
- 钟辉勇 钟宇桦 朱小能,2016:《城投债的担保可信吗?——来自债券评级和发行定价的证据》,《金融研究》第4期。
- Al-Najjar, B. & M. Elgammal(2013), "Innovation and credit ratings, does it matter? UK evidence", *Applied Economics Letters* 20(5):428-431.

- Abad, P. et al(2011), "Credit rating announcements, trading activity and yield spreads: The Spanish evidence", *International Journal of Monetary Economics & Finance* 5(5):38—63.
- Adams, M. et al(2003), "The determinants of credit ratings in the United Kingdom insurance industry", *Journal of Business Finance and Accounting* 30(3—4):539—572.
- Agca, S. et al(2017), "Credit risk propagation along supply chains: Evidence from the CDS market", SSRN Working Paper, No. 3078752.
- Aktas, N. et al(2015), "Credit ratings and acquisitions", SSRN Working Paper, No. 2625736.
- Alali, F. et al(2010), "The effect of corporate governance on firm's credit ratings: Further evidence using governance score in the United States", *Accounting and Finance* 52(2):291—312.
- Altamuro, J. et al(2014), "Operating leases and credit assessments", *Contemporary Accounting Research* 31(2):551—580.
- Amato, J. D. & C. H. Furfine(2004), "Are credit ratings procyclical?", *Journal of Banking and Finance* 28(11):2641—2677.
- Ashbaugh-Skaife, H. et al(2006), "The effects of corporate governance on firms' credit ratings", *Journal of Accounting and Economics* 42(2):203—243.
- Ashcraft, A. B. et al(2010), "MBS ratings and the mortgage credit boom", Federal Reserve Bank of New York Staff Report, No. 449.
- Ashcraft, A. et al(2011), "Credit ratings and security prices in the subprime MBS market", *American Economic Review* 101(3):115—119.
- Attig, N. et al(2013), "Corporate social responsibility and credit ratings", *Journal of Business Ethics* 117(4):679—694.
- Bae, K. H. et al(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(5):1011—1035.
- Beatty, A. et al(2017), "Pay for praise: Do rating agencies get paid more when they provide higher ratings? An examination of the consequences of the recalibration of municipal debt", Georgetown McDonough School of Business Research Paper, No. 3070712.
- Beaver, W. H. et al(2006), "Differential properties in the ratings of certified versus non-certified bond-rating agencies", *Journal of Accounting and Economics* 42(3):303—334.
- Becker, B. & T. Milbourn(2011), "How did increased competition affect credit ratings?", *Journal of Financial Economics* 101(3):493—514.
- Benmelech, E. (2017), "Credit ratings: Qualitative versus quantitative information", SSRN Working Paper, No. 2987211.
- Benson, B. W. et al(2016), "Director networks and credit ratings", SSRN Working Paper, No. 2846187.
- Berwart, E. et al(2016), "An empirical analysis of changes in the relative timeliness of issuer-paid vs. investor-paid ratings", *Journal of Corporate Finance* 10(3):232—263.
- Beyer, A. et al(2010), "The financial reporting environment: Review of the recent literature", *Journal of Accounting and Economics* 50(2—3):296—343.
- Bhojraj, S. & P. Sengupta(2003), "Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors", *Journal of Business* 76(3):455—475.
- Bizzotto, J. et al(2017), "How to persuade a long-run decision maker", SSRN Working Paper, No. 2706683.
- Blume, M. E. et al(1998), "The declining credit quality of US corporate debt: Myth or reality?", *Journal of Finance* 53(4):1389—1413.
- Bolton, P. et al(2012), "The credit ratings game", *Journal of Finance* 67(1):85—111.
- Bongaerts, D. (2012), "Certification and multiple credit ratings", *Journal of Finance* 67(1):113—152.
- Bonsall, S. B. (2014), "The impact of issuer-pay on corporate bond rating properties: Evidence from Moody's and S&P's initial adoptions", *Journal of Accounting and Economics* 57(2—3):89—109.
- Boot, A. W. A. (2006), "Credit ratings as coordination mechanisms", *Review of Financial Studies* 19(1):81—118.
- Bosch, O. & S. Steffen(2011), "On syndicate composition, corporate structure and the certification effect of credit ratings", *Journal of Banking and Finance* 35(2):290—299.
- Bottazzi, G. & A. Secchi(2006), "Explaining the distribution of firm growth rates", *Journal of Economics* 37(2):

235—256.

- Chen, X. et al(2008), “Catastrophic losses and insurer profitability: Evidence from 9/11”, *Journal of Risk and Insurance* 75(1):39—62.
- Cheng, M. & M. Neamtiu(2009), “An empirical analysis of changes in credit rating properties: Timeliness, accuracy and volatility”, *Journal of Accounting and Economics* 47(1—2):108—130.
- Chernenko, S. & A. Sunderam(2012), “The quiet run of 2011: Money market funds and the European debt crisis”, Working Paper from Ohio State University, No. 2012—4.
- Coffee, J. C. (2006), *Gatekeepers: the Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press.
- Cornaggia, J. (2016), “Revolving doors on Wall Street”, *Journal of Financial Economics* 120(2):400—419.
- Czarnitzki, D. & K. Kraft(2004), “Innovation indicators and corporate credit ratings: Evidence from German firms”, *Economic Letters* 82(3):377—384.
- Dichev, I. D. & J. D. Piotroski(2001), “The long-run stock returns following bond ratings changes”, *Journal of Finance* 56(1):173—203.
- Ederington, L. H. & J. C. Goh(1998), “Bond rating agencies and stock analysts: Who knows what when?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33(4):569—585.
- Faulkender, M. & M. Petersen(2006), “Does the source of capital affect capital structure?”, *Reviews of Finance of Studies* 19(1):45—79.
- Finnerty, J. D. et al(2013), “The impact of credit rating announcements on credit default swap spreads”, *Journal of Banking & Finance* 37(6):2011—2030.
- Fracassi, C. et al(2016), “Does rating analyst subjectivity affect corporate debt pricing?”, *Journal of Financial Economics* 120(3):514—538.
- Fulghieri, P. et al(2013), “The economics of solicited and unsolicited credit ratings”, *Review of Financial Studies* 27(2):484—518.
- Galil, K. (2003), “The quality of corporate credit rating: An empirical investigation”, SSRN Working Paper, No. 406681.
- Gamba, A. & A. Triantis(2008), “The Value of Financial Flexibility”, *Journal of Finance* 63(5):2263—2296.
- Goldstein, I. & C. Huang(2017), “Credit rating inflation and firm’s investment”, SSRN Working Paper, No. 3082428.
- Gonis, E. et al(2012), “The rating decision and the determinants of credit ratings: A UK empirical investigation”, International Review of Financial Analysis Working Paper, No. 16416.
- Grace, M. F. et al(2003), “Insurance company failures: Why do they cost so much?”, SSRN Working Paper, No. 463103.
- Graham, J. R. & C. R. Harvey(2001), “The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field”, *Journal of Financial Economics* 60(2):187—243.
- Gray, S. et al(2006), “The determinants of credit ratings: Australian evidence”, *Australian Journal of Management* 31(2):333—354.
- Griffin, J. M. & D. Y. Tang(2012), “Did subjectivity play a role in CDO credit ratings?”, *Journal of Finance* 67(4):1293—1328.
- Hand, J. R. M. & R. W. Holthausen(1992), “The effect of bond rating agency announcements on bond and stock prices”, *Journal of Finance* 47(2):733—752.
- Harford, J. & V. B. Uysal(2014), “Bond market access and investment”, *Journal of Financial Economics* 112(2):147—163.
- He, J. et al(2011), “Credit ratings and the evolution of the mortgage-backed securities market”, *American Economic Review* 101(3):131—35.
- Holden, S. et al(2018), “Credit rating and debt crises”, *International Economic Review* 59(2):973—987.
- Jensen, M. (1993), “The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems”, *Journal of Finance* 48(3):831—880.
- Jiang, J. et al(2012), “Does it matter who pays for bond ratings? Historical evidence”, *Journal of Financial Economics* 105(3):607—621.
- Kaplan, S. & L. Zingales(1997), “Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing con-

- straints?”, *Quarterly Journal of Economics* 112(1):169—215.
- Kedia, S. et al(2017), “Large shareholders and credit ratings”, *Journal of Financial Economics* 124(3):632—653.
- Khatami, S. H. et al(2016), “Rating friends: The effect of personal connections on credit ratings”, *Journal of Corporate Finance* 39(1):222—241.
- Kisgen, D. J. (2006), “Credit ratings and capital structure”, *Journal of Finance* 61(3):1035—1072.
- Kisgen, D. J. (2007), “The influence of credit ratings on corporate capital structure decisions”, *Journal of Applied Corporate Finance* 19(3):65—73.
- Kisgen, D. J. (2009), “Do firms target credit ratings or leverage levels?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44(6):1323—1344.
- Kisgen, D. J. & P. E. Strahan(2010), “Do regulations based on credit ratings affect a firm’s cost of capital?”, *Review of Financial Studies*23(12):4324—4347.
- Koller, T. et al(2005), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, Inc.
- Kouvelis, P. & W. Zhao(2017), “Who should finance the supply chain? Impact of credit ratings on supply chain decisions”, *Manufacturing & Service Operations Management* 20(1):19—35.
- Kuang, Y. F. & B. Qin(2013), “Credit ratings and CEO risk-taking incentives”, *Contemporary Accounting Research* 30(4):1524—1559.
- Leyens, P. C. (2011), “Intermediary independence: Auditors, financial analysts and rating agencies”, *Journal of Corporate Law Studies* 11(1):33—60.
- Lewis, V. et al(2010), “Was the 2008 financial crisis caused by a lack of corporate ethics?”, SSRN Working Paper, No. 1633638.
- Li, J. et al(2006), “Reactions of Japanese markets to changes in credit ratings by global and local agencies”, *Journal of Banking and Finance* 30(3):1007—1021.
- Manso, G. (2013), “Feedback effects of credit ratings”, *Journal of Financial Economics* 109(2):535—548.
- Mathis, J. et al(2009), “Rating the raters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?”, *Journal of Monetary Economics* 56(5):657—674.
- Milidonis, A. (2013), “Compensation incentives of credit rating agencies and predictability of changes in bond ratings and financial strength ratings”, *Journal of Banking and Finance* 37(9):3716—3732.
- Morgan, D. P. (2002), “Rating banks: Risk and uncertainty in an opaque industry”, *American Economic Review* 92(4):874—888.
- Nayar, N. & M. Rozeff(1994), “Ratings, commercial paper, and equity returns”, *Journal of Finance* 49(4):1431—1449.
- Norden, L. & M. Weber(2004), “Informational efficiency of credit default swap and stock market: The impact of credit rating announcements”, *Journal of Banking and Finance* 28(11):2813—2843.
- Odders-White, E. R. & M. J. Ready(2006), “Credit ratings and stock liquidity”, *Reviews of Finance and Studies* 19(1):11—15.
- Opp, C. C. et al(2013), “Rating agencies in the face of regulation”, *Journal of Financial Economics* 108(1):46—61.
- Paul, S. & N. Wilson(2007), “The determinants of trade credit demand: Survey evidence and empirical analysis”, *Journal of Accounting, Business and Management* 14(1):96—116.
- Pettit, J. (2004), “The new world of credit ratings”, SSRN Working Paper, No. 593522.
- Poon, W. P. H. (2003), “Are unsolicited credit ratings biased downward?”, *Journal of Banking & Finance* 27(4):593—614.
- Poon, W. et al(2013), “Does having a credit rating leave less money on the table when raising capital? A study of credit ratings and seasoned equity offerings in China”, *Pacific-Basin Finance Journal* 22(1):88—106.
- Pottier, S. W. (2007), “The determinants of private debt holdings: Evidence from the life insurance industry”, *Journal of Risk and Insurance* 74(3):591—612.
- Pottier, S. & D. Sommer(1999), “Property-liability insurer financial strength ratings: Differences across rating agencies”, *Journal of Risk and Insurance* 66(4):621—642.
- Shin, Y. & W. Moore(2008), “Effects of national recognition on the influence of credit rating agencies: The case of dominion bond rating service”, *Financial Decisions* 20(2):1—28.

- Skreta, V. & L. Veldkamp(2009), “Ratings shopping and asset complexity: A theory of ratings inflation”, *Journal of Monetary Economics* 56(5):678—695.
- Sufi, A. (2007), “Information asymmetry and financing arrangements: Evidence from syndicated loans”, *Journal of Finance* 62(2):629—668.
- Stanton, R. & N. C. Wallace(2010), “MBS subordination, ratings inflation, and the crisis of 2007—2009”, NBER Working Paper, No. 16206.
- Stolper, A. (2009), “Regulation of credit rating agencies”, *Journal of Banking & Finance* 33(7):1266—1273.
- Weiss, M. A. & J. H. Chung(2004), “U. S. reinsurance prices, financial quality, and global capacity”, *Journal of Risk and Insurance* 71(3):437—467.
- Whited, T. M. (1992), “Debt, liquidity constraints, and corporate investment: Evidence from panel data”, *Journal of Finance* 47(4):1425—1460.
- Xia, H. (2014), “Can investor-paid credit rating agencies improve the information quality of issuer-paid rating agencies?”, *Journal of Financial Economics* 111(2):450—468.
- Xia, H. & G. Strobl(2012), “The issuer-pays rating model and ratings inflation: Evidence from corporate credit ratings”, SSRN Working Paper, No. 2002186.
- Zhao, Z. et al(2018), “Rating-based restriction, credit rating inflation and bond covenants: Evidence from Chinese bond market”, SSRN Working Paper, No. 3245027.

### The Inflation of Bond Credit Ratings: Causes, Impacts and Countermeasures

SONG Min GAN Xu LIN Wanfa  
(Wuhan University, Wuhan, China)

**Abstract:** As an important information intermediary in the financial market, credit rating agencies play a vital role in bond pricing and increasing the allocative efficiency. However, the existing theoretical and empirical literature finds that the issuer-pay model, conflict of interest, excessive competition and regulatory distortions result in the inflation of bond credit ratings, which further impedes the functioning of credit ratings. Therefore, on account of the causes of rating inflation, this paper highlights the importance of regulating credit rating agencies. On the basis of existing literature, big data and the rating environment, this paper also points out future directions of research along the lines of the heterogeneity of rating agencies, the nature of corporate equity, improvements in market information environment, rating competition, default events and rating models.

**Keywords:** Credit Rating; Rating Inflation; Pay Model; Competition of Rating Agencies; Regulation

(责任编辑:刘新波)

(校对:李仁贵)