

# 我国信用评级机构声誉机制研究

李小金

(广东省科技干部学院 珠海 519090)

**【摘要】**前几年全球金融危机的阴影犹在,信用评级机构面临严重的“声誉危机”。本文通过借鉴声誉溢价模型,分析不同收费模式下声誉如何影响评级机构行为,认为现有的收费模式并不是导致“声誉失效”的原因,而是我国信用评级行业应建立起声誉机制并实施有效的监督。

**【关键词】**信用评级机构 声誉机制 收费模式

## 一、研究背景

对于信用评级机构的法律定性,一般将之理解为信用评级服务和产品的提供者,但在界定时有不同的角度。有的侧重于评级机构的性质,有的侧重评级启动程序中与委托方的关系,还有的侧重于评级机构的业务和营运。本文认为信用评级机构是依法设立的从事信用评级业务的社会中介机构,即金融市场上一个重要的服务性中介机构,它是由专门的经济、法律、财务专家组成的对证券发行人和证券信用进行等级评定的组织。

普尔、穆迪和惠誉是最具权威性的国际上公认的专业信

方政府要本着“执政为民”的理念,在具体操作过程中灵活制定适合本地区的公共租赁住房的配租条件与轮候制度,切实使公共租赁住房真正惠及住房困难群体。例如,郑州市《关于进一步加强保障性住房准入退出管理的通知》放宽准入门槛,将月收入标准从原来的1 900元放宽到2 280元,以后还会上浮到3 040元。还有,目前普遍采用“摇号配租”的轮候制度,表面上看似公平,实质上是有靠“赌”、靠运气来“中奖”,难保公平。各地方政府除了扩大公共租赁住房房源,加大覆盖面积,还要通过广泛征求民意,建立科学合理的轮候制度,优先保障那些需求急切的群体。

各地方政府要建立公共租赁住房信息化服务平台,确保信息公开、透明,并委托移动通讯部门以短信形式广告公众。一是要把当年建设的公共租赁住房项目位置、规模、开竣工时间、分配时间在个地方政府网站和相关部门的网站进行公示;二是将公共租赁住房分配与审批程序、审批阶段性成果公示;三是联合工商、公安、民政、税务、金融、证券部门进行信息共享共用、保障审核对象信息的精确性。同时,对配租结果进行公示,动员社会公众进行监督与举报,可借鉴韩国经验,建立承租户诚信档案制度,一旦发现有违规行为必定严肃处理。

最后,要以行政立法强化监管力度。国外基本上是以法律

用评级机构。现在,我国规模较大的全国性评级机构有大公国际、中诚信、联合资信、上海新世纪四家。

我国信用评级业虽处在发展初期,但评级机构同样遭遇了“信誉危机”。以大公国际为例,2011年4月“云南省公路开发投资有限公司违约事件”之后,6月29日,另一家云南省政府的独资平台公司云投集团主体信用评级,被大公国际从AA上调至AA+。随后,7月城投债遭遇了信用危机,但大公国际又上调了两款其他城投债的评级。

大公国际2011年8月8日给予铁道部AAA主体信用等级。而在此前,大公国际给予中国本币的评级是AA+,低

形式来确立公共租赁住房政策的,这样公共租赁住房建设体系才得以良性循环。我们也必须加紧行政立法速度,确保公共租赁住房建设有法可依。

## 四、结语

公共租赁住房在我国仍处于起步阶段,要使公共租赁住房的建设、管理和维护走上一条良性发展的道路,还需在实践中不断探索,对公共租赁住房管理制度建设和机制创新,使保障性住房真正惠及困难家庭。相信随着国家住房保障政策法规的逐步完善,一定能够建立起一套更加公平、完善、高效的住房保障体系,全面实现“人人有房住”的民生目标。

**【注】**本文系2012年河南省科技攻关计划项目“城市弱势群体住房问题研究”(项目编号:122102310524)的阶段性研究成果。

## 主要参考文献

1. 柯敏. 公租房:如何应对“冷场危机”?——聚焦全国性公租房遇冷现象. 中华建设, 2012; 6
2. 李然然. 我国公租房供给中的难题解析. 中国房地产, 2012; 8
3. 马振华. 武汉存量房纳入公租房的探索. 长江日报, 2012-06-13

于铁道部的评级,引起市场哗然——“大公国际给予美国政府的评级仅为A,展望负面,如此看来一个政府的偿还能力还不如一个部委机关,实在让人不解。”其实,大公国际只是国内所有类似机构的缩影,太多的“牵绊”让这些机构面对国内庞大的债券市场也束手无策。

## 二、文献综述

理论界关于声誉对信用评级机构行为影响的认识并未达成一致。Kreps等(1982)建立了一个声誉机制模型,在模型里引入了不完全信息,声誉机制模型解开了有限重复“囚徒困境”博弈的悖论,认为评级机构提供信息能缓解信息不对称,大大提高市场的有效性。Kreps等的论述后来被总结为KMRW模型。延续KMRW模型的思想,Chemmanur和Fulghieri(1994)构建了一个从动态角度分析承销商声誉如何形成的模型,被称之为C-F模型。

但Becker和Milbourn(2008)认为评级机构声誉机制完全发挥不了其应有的作用,原因就在于评级机构之间的竞争尤其是恶性竞争的存在会导致评级质量的严重下降,阻碍了声誉机制发挥作用。Beatriz Mariano(2009)的研究认为,即使评级机构的利益冲突问题不存在,评级机构对声誉的关切也不足以促使评级机构披露更多的信息,提供更高的评级质量。

而在我国,信用评级市场发展时间更短,信用评级在我国资本市场上的话语权还相当有限,导致国内对评级机构声誉机制方面的研究还比较少。笔者通过对相关文献的梳理发现,现有研究普遍认为信用评级市场声誉机制失效,不同学者从不同角度分析信用评级市场声誉机制失效的原因,如梁涛(2011)从投资者对评级报告不敏感、评级信息披露不充分、评估标准不严格以及国际三大信用评级机构对评级市场的垄断四个方面来分析声誉失效的原因。侯晨阳(2010)认为在当今市场条件下,特别是信用评级机构转变收费模式以后,声誉的高低与利润的大小并无直接联系。李增福(2008)认为尽管现有的付费机制可能看起来会促使评级机构为了使发行人满意而倾向于评定较高的等级,然而这些评级机构有压倒一切的要维持它们高质量、准确评级的声誉压力。因此,大多数情况下向发行人收费这种模式并不会对评级机构的可靠性、公正性产生不良影响。

## 三、不同收费模式下信用评级机构声誉溢价模型

### (一)收费模式

收费模式经历了由“订购人付费”向“发行人付费”过渡的过程。订购人付费模式即评级机构向投资者收费,再次收费模式下评级机构主要是通过评级出版物、评级报告、行业研究报告等的出售来获取必要的收入。采用此种收费模式必须基于一个重要前提,那就是评级结果被市场广泛采纳,评级机构也得到投资者的普遍认可。信用评级行业发展初期普遍采用这种收费模式,目前仍有评级公司采用,如美国的Egan-Jones评级公司,这家评级公司的收入主要来源于投资者支付的会员费,机构投资者认可Egan-Jones评级结论,支付相应的费

用来获取增值服务。

发行人付费是目前实务中普遍采用的收费模式,即评级机构向发行人收费。随着发行证券的公司越来越多,评级的需求也随之增加,发行人付费这种收费模式先后被国际上最具权威的三大评级机构即穆迪、惠普、标普采用。人们无法通过正常渠道了解评级机构的收支情况,因为所有评级机构从不公开自己的财务内容。但根据相关研究数据和间接材料可知,目前主要评级公司的大部分收入都来自发行方为评级所支付的费用。

### (二)信用评级机构声誉溢价模型

本文借鉴张强(2010)关于声誉机制的研究文献,利用评级机构声誉溢价模型来阐述不同收费模式下评级机构声誉机制。

#### 1. 研究假设。

(1)消费者重复购买评级服务且无限期,令 $T=1,2,3,\dots$ , $t$ , $\delta=1/(1+r)$ 表示贴现因子, $0\leq r<1$ , $r$ 为贴现率。如果评级机构存在欺诈行为,对于单个消费者来说,购买行为可能只是一次性或有限次,根据Kandori(1992)的研究,评级机构的欺诈行为会传递给其他消费者,市场上的所有消费者将选择不再信任。但如果评级服务是高质量的,即使单个消费者是有限次的购买,对于整个消费者来说,购买评级服务的过程是无限期重复的。

(2)大多数评级机构在评估发行人的价值、提供评级质量时都会发生评估成本,为了模型分析的需要,本文假设评级机构分为高成本类型的评级机构 $C_H$ 和低成本类型的评级机构 $C_L$ 。

(3)如果评级机构想得到更真实、更高质量的评级报告,必须花费更高的成本用于对被评估企业的调查、评估上,评级机构的成本支出中用于评估被评估企业的值的相应支出占的比重也较大。因此本模型假设评估成本是评估质量的正相关函数 $C(q)$ ,也即如果评级机构属于高成本类型,那提供的评级质量相应来说也比较高。

(4)消费者认为评级机构提供的服务质量是固定不变的,如果一直提供高质量的评级机构突然在某一时期提供了低质量评级报告,投资者在接下来的时间里会选择不再信任。

(5)评级机构清楚自己发布的评级质量,但投资者只有获得服务且经过市场的验证以后才能理解评级服务的质量,假设 $t$ 时期机构发布评级报告, $t+1$ 时期投资者检验评级质量。消费者根据评级机构的声誉形成质量预期, $t$ 时期的声誉 $R_t$ 。由评级机构在 $t-1$ 时期所提供的评级质量来衡量: $R_t=q_{t-1}$ ,因此他们会预期 $q_t=R_t$ 。

2. 均衡分析。一是不同收费模式下成本如何影响评级机构的收入。在投资者付费模式下,投资者依据评级报告的质量来支付费用,也就是说投资者愿意以更高的价格来购买质量高的评级报告,如果经过市场验证后发现是低质量的评级报告,投资者会支付很低的价格甚至不会再次购买,评级机构收

入的高低取决于评级报告的质量。在发行方付费模式下,最后的支付人是发行企业,具体到各家评级机构收费标准可能有差异,但总的来说,评级机构发布的评级报告更真实,投资者更加信任高声誉评级机构,使得发行者也会寻求高声誉评级机构来评级,这也就使得高声誉评级机构能够对发行者收取更高的评级费用,获取高额利润。可见,不管哪种收费模式,出于自身利润最大化,评级机构都有足够的动力去建立并维护自身的声誉,发行真实度高、质量高的评级报告,声誉机制能够抑制低质量、不真实的评级报告。

二是声誉机制发挥作用的具体条件。评级机构作为一个盈利性机构,追求的是利润最大化。为了分析的需要,本文假设评级机构高质量的评级服务能够收取更高的评级费用,且评级收入高于其评级成本,  $I_H > C_H$ ; 当评级机构提供的评级服务质量较低时,其向投资者或发行人收取的费用仅能支付评级过程中发生的成本,即  $I_L = C_L$ ,也就是说这类评级机构的超额利润为零。

假设消费者认为评级机构提供的服务质量是固定不变的,若投资者认定有声誉的机构提供的是高质量的评级服务,根据假设评级机构也会提供高质量的服务,并一直收取较高的评级费用  $P_H$ ,那么这类评级机构的跨期利润为收入减去成本即净利润的折现值,用公式表示为:

$$(I_H - C_H)(1 + \delta + \delta^2 + \dots) = (P_H - C_H)/(1 - \delta) = [(1 + r)/r](I_H - C_H)$$

评级机构客观、公正地发布评级报告的必要条件是:  $[(1 + r)/r](I_H - C_H) \geq (I_H - C_L)$ , 即:  $I_H \geq r(C_H - C_L) + C_H$ 。因此,为使评级机构不降低评级质量,高质量的评级服务必须获得溢价,收入  $I_H$  至少比其成本  $C_H$  高出  $r(C_H - C_L)$ , 且最低限度质量溢价  $r(C_H - C_L)$  随贴现率  $r$  的提高而提高。还有一种可能,提供高质量的评级机构突然在第二期降低评级质量,虽然在提供低质量服务的当期成本会相应减少  $C_H - C_L$ ,但评级机构在提供低质量服务的同时已经失掉了声誉溢价,第二期以后净利润的折现值为:  $(P_H - C_H)(\delta + \delta^2 + \dots) = (I_H - C_H)/r$ 。在这个均衡中,声誉之所以能够发生作用,在于声誉能够缓解发行人和投资者之间的信息不对称,从而向投资者传递客观的对其决策有用的信息。

根据以上分析,本文认为不管在何种收费模式下,只要满足最低的声誉溢价,即高质量评级服务所获得的收入  $I_H$  至少比其成本  $C_H$  高出  $r(C_H - C_L)$ , 声誉会促使评级机构发布高质量的评级报告,这与收费模式无关。

#### 四、建立我国评级机构声誉机制的政策建议

目前,我国评级机构采用的收费模式是向发行人收费,债券发行公司选择评级机构并支付相应的评级费用。在这种收费模式下,为了争抢客源,争夺市场份额,评级机构有可能降低评级标准,正是基于此种担忧,投资者难免怀疑评级机构的公正性。对此,笔者认为并不是现有的向发行人收费模式导致了声誉失效,而是在我国的信用评级行业根本没有建立起声

誉机制。而且向发行人收费本身并没有什么问题,问题在于我国没有一个统一的评级收费标准,评级机构的随意性很大。

基于此,笔者提出以下建议:

1. 构建通畅的信号传递机制。通畅的信号传递机制应从评级机构、监管者以及投资者三方来构建。首先,严格要求评级机构建立起规范的信息披露制度。应按中国人民银行颁布的《信用评级管理指导意见》规定将“信用评级报告全文、信用评级机构统计报表、跟踪评级报告及跟踪评级安排”等材料及时向中国人民银行报送。其次,监管者需要建立相应的检验体系。比如,中国人民银行或证监会以违约率为核心考核指标,对评级报告的质量进行验证,并定期或不定期地向社会公示评级违约结果。最后,投资者也需要提高信息鉴别与分析能力。采取多种渠道对投资者进行评级市场知识的相关教育,降低人为因素造成的信息不对称问题。

2. 完善评级机构声誉的社会实施机制。可以从激励和约束两方面来完善评级机构声誉的实现机制。一方面,政府监管对声誉的激励机制会使得评级机构非常重视评级质量和自己的声誉;另一方面,加强惩罚机制,加大评级机构违规失信的成本。同时要完善评级机构退出机制,使得评级机构作假的成本加大,这是建立信誉机制的必要条件。通过激励和约束机制,这样就会使得整个评级市场形成一种良好的声誉机制——声誉越好评级机构的发展就越好。

3. 有效监管规范评级机构间竞争。我国的信用评级机构并不缺乏监管,但因为历史原因形成了“多头监管”的监管模式。在监管机构方面,由中国人民银行、国家发改委、银监会、保监会、证监会等多个部门在各自领域实行归口管理,这在一定程度上对信用评级机构未能形成有效的监管体系,造成了有些方面无人监管、有些方面又重复监管的问题。在评级结果方面,也缺乏全国范围内统一的复审、监督机构,这就使得许多信用评级机构之间恶性竞争,甚至不惜牺牲评估质量来争取评级业务,严重制约了信用评级行业的健康发展。因此,在我国的信用评级行业需要建立起有效的监管体系,提高评级机构公信力。

#### 主要参考文献

1. 聂飞舟.信用评级机构法律监管困境及金融危机后的改革出路.法学,2011;3
2. 郑又源.我国信用评级机构规制与监管问题研究.兰州大学学报(社会科学版),2010;6
3. 聂伟柱.80家备案30家亏损 信用评级机构现状堪忧.每日经济新闻,2009-11-20
4. 罗博.信用等级竟可买卖 公信力缺失成评级业短板.经济参考报,2011-08-05
5. 柳永明.美国对信用评级机构的监管:争论与启示.上海金融,2007;12
6. 童德芳,高厚礼.资信评级行业发展的博弈分析.金融研究,2006;9