



## 跟随还是对冲： 发行人付费评级机构如何应对中债资信的低评级？

**研究成果：**跟随还是对冲：发行人付费评级机构如何应对中债资信的低评级？

**作者：**寇宗来，千茜倩，陈关亭

**发表期刊：**《管理世界》，2020年第9期，PP. 26-36

国外研究和实践经验表明，当投资人付费评级机构给出更低的评级时，发行人付费模式评级机构为维护市场声誉，通常也会“跟随”着调低评级，从而抑制评级膨胀。但是，中国发债企业的评级数据却给出了截然相反的结果：给定发行人付费模式评级机构“中债资信评估有限责任公司”（简称中债资信）给出低评级，发行人付费评级机构不但不会“跟随”，反而会调高拟发债企业的后续主体评级进行“对冲”。我们从监管套利角度，解释了这种反常现象，即在中债资信对拟发债企业给出很低的主体评级后，拟发债企业为了成功发债而寻求发行人付费评级机构给出更高评级，以便对冲掉来自中债资信的负面冲击。

本文首先构建了一个理论模型，其中引入了债券发行的最低评级约束，并依据库恩-塔克定理刻画了上述对冲机制。然后，基于2009至2014年我国发债企业主体评级的数据，以中债资信对发债企业给出主体评级作为“准自然实验”，利用双差分方法对“对冲机制”做了细致的经验检验。结果发现，与我们的理论推测相一致，只有当中债资信对发债企业给出显著更低的主体评级时，发行人付费评级机构才会采取显著的“对冲策略”，即提高这些发债企业的主体评级。

本文研究对评级制度改革具有一定的参考价值。首先，带有悖论性质的是，为了降低因为评级扭曲而导致的债券市场风险，监管部门可能需要适当降低债券发行的主体评级要求，进而在更加宽松的监管环境下，让投资机构对拟发债企业及其债券按风险程度进行更加灵活充分的市场定价。其次，监管部门应该采取措施，尽可能切断发行人付费评级机构与发债企业之间的直接利益关联。比如，一种可能的模式是先让发债企业将评级费用交给国家设立的第三方平台，然后由第三方平台来选择合适的评级机构。在该模式下，发行人付费评级机构失去了与发债企业的利益交换渠道，也就没有了为获得评级业务而取悦发债企业并扭曲主体或债项评级的激励。

供稿：科研事务办公室 编辑：高晨卉 责编：吴淑媛 赵霞