

评级功能视角下的利益冲突和付费模式

黄国平

(中国社会科学院金融研究所, 北京 100732)

摘要: 信用评级作为风险评估机制和信息披露的手段, 功能在于保护投资者利益和提高资本市场效率。金融危机充分暴露了发行人付费模式下的利益冲突给信用评级行业带来的发展困境。探索多种形式的付费模式, 有效平衡和协调信用评级机构营利性质与其享有公共管理职权之间矛盾将是评级监管改革主要内容。探讨当前评级监管和评级收费模式改革趋势, 有助于对处于初始发展阶段的中国评级行业提供有益的启示。

关键词: 信用评级机构, 利益冲突, 收入模式, 评级购买, 评级膨胀

Abstract: Credit rating, as a Risk Assessment Mechanism and Information Disclosure Mean, Its Function is to Protect the Interests of Investor and to Improve the Efficiency of Capital Markets. Financial Crisis Show Conflicts of Interest Existing in Issuer-Payment Mode may Give Rise Dilemma to Credit Rating Industry. Regulatory Reform of Rating Industry are currently Focusing on Strengthening Regulatory System, and Improving Rating transparency, how to Achieve Balance For-profit and Its Public Management Functions will be the Future Focus. Rethinking Its Reform, as well as its Malfunction in the Crisis, should be Bring Enlightenments to China's Development of Rating Industry.

Keywords: Credit Rating Agency; Conflicts of Interest; Pay Model; Rating Shopping; Rating Inflation.

作者简介: 黄国平, 安徽安庆人, 经济学博士, 中国社会科学院金融研究所副研究员, 研究方向: 金融风险与资产定价。

中图分类号: F830.2 **文献标志码:** A

导言

信用评级是评级机构秉承独立、客观、公正的立场, 对包括企业、金融机构、政府和个人在内的参与信用活动的各类经济主体履行其相关经济承诺能力和意愿(可信用度)进行综合评价, 并以简洁的符号表示其评价结果的活动。20世纪70年代, 信用评级业在美国迅速发展, 但也导致行业良莠不齐¹, 从而促使“全国认可统计评级机构(Nationally Recognized Statistical Rating Organization, NRSRO)”制度的出台²。NRSRO在推动美国信用评级制度完善提高的同时, 其问题和弊端也日益显现, 不仅导致信用评级机构开始从商业机构转变为拥有巨大“外包监管权”的准监管机构, 而且其本身也沦为大型评级机构垄断评级市场的工具。

评级机构作为资本市场看门人的作用不仅在于评级能够提供“信息服务(Information Service)”, 而且也体现在提供“监督服务(Monitor Service)”, 促使发行人采取纠错行为方面。另外, 对发行人而言, 评级又具有典型的信号功能, 是实现不完全信息博弈分离均衡的一种重要手段, 这也是“发行人付费模式(Issuer Pay Model)”成为信用评级业主要盈利模式的关键原因。然而, 发行人付费模式可能扩大和加重评级机构偏离专业独立性, 牺牲声誉资本换取自身利益, 即“利益冲突(Conflicts of Interest)”问题。

金融危机后, 加强利益冲突管理成为各国评级行业监管改革的共同选择, 对应措施包括完善评级机构的内部治理结构, 明确信用评级机构承担的主要责任, 改善评级过程和评级结果的透明度, 提高信息披露的质量, 增加评级机构责任, 避免评级套利, 探索多种形式付费模式。本文将在评级功能视角下就支付模式和利益冲突问题展开分析和讨论。

功能视角下的利益冲突及声誉资本作用和条件

信用评级在本质上可以看作是评级机构代表处于信息劣势地位的市场和投资者对债务人信用风险水平进行评估、甄别。从直接意义上看, 评级主要是为市场和投资者提供信息和

监督服务，降低信息成本，提高市场流动性。从更深层次上看，评级的信息披露对发行人(尤其是具有较高信用质量发行人)本身也是有利的。在实务中，评级结果一般不代表特定违约率或损失率，仅代表评级机构对信用风险水平的相对评估或参考意见，投资者在参考评级结果的基础上需要独立进行投资决策。三大评级机构关于信用评级内涵定义参见表 1。

表 1：三大评级机构关于评级内涵定义

机构	评级定义
惠誉(Fitch)	评级表达的是一种相对排名，即关于信用风险的序数测度，而不是对违约率和违约损失的特定预测。惠誉评级只强调信用风险，并不考虑和处理被评级证券利率、流动性和其他市场变化所导致的市场价值损失。
穆迪(Moody's)	尽管评级没有被定义为关于违约率的精确评估，但是，平均意义上，它是违约频率的一种预期。穆迪评级传达的是一种关于发行人或债务相对信用值的意见。评级过程也会考虑一些似是而非的情景或结果——对这些情景或结果可能发生的事件或潜在的信用后果设置某些权重但不是预测他们——所形成的意见。经济活动的正常波动通常会考虑到这些情景中，然后根据我们对这些情景发生的可能性观点和意见，我们给出基于经济周期和给定时限相对稳定的评级。
标准普尔(S&P)	评级旨在提供发行人和债务总体信用值的相对排名。评级不是绝对违约概率测度。信用值既包括违约可能性，也包括回收率、支付优先性和信用稳定性等因素。

来源：IMF 金融稳定报告(2010)。

信用评级功能在于提供关于发行人信用风险方面的信息，使得投资者和市场能够根据不同债务人风险水平进行分类和甄别，降低投资决策不确定性，提高决策质量。同时，投资者决策质量提高，为不同信用质量发行人债务融资提供公平的市场环境，有助于降低逆向选择和道德风险。评级功能的实现有赖于评级过程及结果的及时、客观和可靠，这也是评级机构声誉资本(Reputation Capital)的累积过程。声誉资本是评级结果发挥典型信号功能的基础，亦是促使发行人付费模式得以流行的内在原因。甚至，声誉资本也是评级机构在资本市场的作用和地位不断加强，蜕变为拥有巨大“外包监管权”的准监管机构的重要因素。评级机构可能有条件和能力因自身的利益篡改和扭曲评级结果，从而产生利益冲突。

声誉资本理论认为声誉是任何信用评级机构生存和发展的基础，评级机构每一个评级都会影响“声誉资本”的增减：独立、公正、可靠的评级将增进其声誉资本，反之则会减损声誉资本。鉴于此，有观点认为，由于存在着长期声誉压力，利益冲突并不会对评级机构的评级准确性和客观性造成实质影响(Caouette & Altman, 2008; Smith & Walter, 2002)^{[3][8]}。债务市场的两种重要特征有助于声誉资本机制的有效发挥：一是由于存在着大量发行人，单个发行人对评级结果的不悦并不能对评级机构形成实质威胁；二是评级结果相对透明，评级错误很快能够被市场发现，从而损害评级机构的声誉。然而，在金融发展和金融创新高度复杂化的市场条件下，声誉资本是否能够有效地防止和规避可能存在的利益冲突对评级结果的不利影响，这需要以下几个条件：

第一，从投资者角度，能够对评级质量做出迅速而正确的反馈，以增进或减损评级机构声誉资本。随着金融创新速度日益加快，金融产品日趋复杂，即使是老练的投资者也很难真正理解这些金融产品的内容与结构，对评级结果的反馈会出现明显的滞后性，因而在短时间内不能对评级机构声誉资本产生显著影响。

第二，从发行人的角度，选择评级结果的能力和范围是有限的，不会导致评级结果系统性偏差。有证据表明，即使评级机构迫于声誉压力对发行人进行客观公正的诚实评估，但发行人选择评级者的能力和范围也会导致存在系统性偏差的过分乐观评级结果(Skreta & Veldkamp, 2009)^[7]。由于存在评级购买(Rating Shopping)，利益冲突会随着评级机构的增多

和竞争程度加强而愈益严重(Bolton, Freixas, and Shapiro, 2008)^[2]。事实上,随着惠誉加入,评级行业成为当前三足鼎立的局面,评级膨胀(Rating Inflation)已愈益明显(Becker & Milbourn, 2008)^[1]。

第三,从评级机构的角度,声誉资本能够有效地转化为评级机构的经营收益。随着评级机构的主流盈利模式从投资者付费转向发行人付费模式,声誉资本就不再是决定评级机构利润多寡的关键因素。对于发行人而言,选择评级机构原则首先关注的是能否提供最高评级,而不是最好声誉。当然,声誉好的评级机构在投资者中影响力更大,但类似NRSRO这样的制度使这种差异弱化,甚至导致评级机构经济收益与其声誉资本并无直接联系。

付费模式与利益冲突

现代信用评级业产生于20世纪初的美国。当时,随着公司债、市政债的发展,为解决投资市场的信息不对称问题,评级机构利用其专业知识,采用简单的评级符号对债券及其发行人的偿还能力进行评价,并将评级结果整理成手册出售给投资人。20世纪70年代以前,信用评级业一直沿袭了这种投资者付费模式(Investor Pay Model),作为其主要盈利方式。70年代后,伴随着NRSRO制度实施,评级业主流的盈利模式开始从投资者付费模式转变为发行人付费模式(Issuer Pay Model)。付费模式的转变可能有多种原因,但最重要的可能是,相对于投资者而言,发行人更愿意向评级机构支付费用,以期能够获得NRSRO较高的信用评级³。NRSRO制度出台后,从联邦到各州,越来越多的法律法规开始援引NRSRO这个概念。2002年,SEC向美国参议院提交的报告显示,当时至少有8部联邦法律、47部联邦监管规则、100多部地方性法律和监管规则将NRSRO的评级结果纳入监管体系,作为监管依据。随着金融监管对信用评级结果的倚重程度日益加深,发行者支付评级费用“购买”发行证券进入资本市场的压力和动机也就越大。由于监管部门通常会限定某些对控制风险有特别要求的,诸如银行、养老基金、证券投资基金、保险公司等机构投资者投资证券的评级级别,评级结果实际上起到市场“准入证”的作用。同时,评级结果被监管当局广泛应用于计算最低资本要求的依据,监管本身也成为金融机构评级需求的关键因素。

发行人收费模式似乎对各方都有利:对投资者而言,免费获得评级结果;对发行人而言,缴纳评级费用意味着取得了进入融资市场的通行证;对评级机构而言,带来更大的经济利益(应娟与张益新, 2006)^[11]。然而,相对于投资者付费模式而言,发行人付费模式可能诱导和加剧利益冲突。

第一,在发行人付费模式下,信用评级机构不仅需要向投资者提供准确的信息服务,同时需要“照顾和取悦”作为付费者的发行人,评级机构容易被置于产生利益冲突的“二难”困境。在所有的金融系统看门人(Financial Gatekeeper)中,信用评级机构面临着最严重的利益冲突问题:一是评级机构为取悦客户而篡改评级结果;二是评级机构被允许向其客户兜售诸如产品设计、咨询、预评等与评级有关的附加服务,方便发行人穿梭于评级机构从事“评级购买(Rating Shopping)”活动(Partnoy, 2006)^[6]。

其二,在发行人付费模式下,评级方法和技术的不足可能会被蓄意利用,从而可能加剧和放大利益冲突。评级机构对结构化证券的评估之所以失效,原因在于因利益冲突所造成的评级膨胀(Rating Inflation)以及评级在风险揭示方面的信息粗糙和不足,而后者则有可能进一步促使评级膨胀,继而扩大发行人和评级机构“共谋(Collusion)”的空间(Pagano & Voppin, 2009)^[5]。

其三,在发行人付费模式下,旨在降低进入壁垒,提高行业竞争,防范和减少利益冲突的措施,反而可能会进一步导致评级膨胀,加剧利益冲突。根据Bolton et al (2008)^[2]的分析,在声誉成本(Reputation Costs)较低,或者不成熟投资者占比较大的条件下,评级机构数量越多,行业竞争越激烈,发行者购买“好”评级结果的机会就越大,从而导致投资者实际境遇越

差。

在投资者付费模式下，信用评级机构主要利润来源是投资者，投资者向信用评级机构支付费用的基础是信用评级机构能够提供准确可靠的评级结果。诚然，投资者付费模式可能也会有潜在利益冲突⁴，但实践结果表明，投资者付费的评级机构在评级标准的制定和执行上更为严格。对比采用投资者付费模式 Realpoint 与采用发行人付费的穆迪在结构化金融产品上的评级结果，可以看到，不仅在相应级别和期限上，Realpoint 评级的违约率明显低于穆迪评级，而且 Realpoint 评级级别的一致性也好于穆迪(参见表 2)。

表 2：结构化金融产品违约率比较

等级符号		一年期违约率(%)			三年期违约率(%)		
穆迪	Realpoint	穆迪	Realpoint	差值	穆迪	Realpoint	差值
Aaa	AAA	2.1	0.04	2.06	6.6	0.04	6.56
Aa1	AA+	11.3	0	11.3	36.6	0	36.6
Aa2	AA	5.8	0	5.8	30.2	0	30.2
Aa3	AA-	6.6	0.54	6.06	41.7	0.79	40.91
A1	A+	9.7	0	9.7	44.6	0	44.6
A2	A	9	0	9	35.6	0	35.6
A3	A-	15.9	0.2	15.7	51.2	0.25	50.95
Baa1	BBB+	14.2	0	14.2	52.3	0	52.3
Baa2	BBB	18.9	0.18	18.72	50	0.34	49.66
Baa3	BBB-	22.8	1	21.8	57.6	0.99	56.61
Ba1	BB+	34.7	0.43	34.27	61.1	0.55	60.55
Ba2	BB	35.2	0.39	34.81	53.9	0.67	53.23
Ba3	BB-	45.9	1.06	44.84	33.1	1.34	31.76
B1	B+	61.3	2.36	58.94	28.2	3.62	24.58
B2	B	65.2	7.96	57.24	47.8	9.51	38.29
B3	B-	73	8.95	64.05	29.3	12.03	17.27
Caa2	CCC	88.9	30.77	58.13	58.5	30.36	28.14

数据来源：美国证监会。一年期为 2009 年数据，三年期为 2007 至 2009 年数据。

利益冲突管理中的付费模式改革与实践

信用评级机构享有公共管理职权的职能源于其专业性。评级机构为投资者、市场与发行人提供专业的信用风险预测，使得他们能够做出更合理的投资和融资安排，因而在客观上具有维持资本市场稳定的功能。然而，评级机构作为一种私营机构，经济价值最大化是其追求和关注的首要问题，公共管理只不过在其创造利润时的“副产品”。评级机构在评级标准上出现“竞次现象”，以更加宽松的标准和要求招揽生意，目的是为了吸引更多业务，获得更多地的市场份额(龚宇，2008)^[10]。随着信用评级机构收费模式从投资者付费向发行者付费模式转变，追逐利润动机与承担公共管理职能的矛盾愈益难以协调，利益冲突更加凸现。金融危机后，发行人付费模式广受质疑，评级收费模式多样化的问题在理论和政策层面受到了广泛的关注和研究(Lynch, 2008; White, 2010)^{[4][9]}。解决利益冲突的付费模式的改革和完善，在总体思路应包括以下几个方面：

第一，鼓励投资人付费模式，努力培育投资人付费市场。这种方案似乎简单实用，只要增加采取投资者付费模式的合格评级机构的数量就可以达到。事实上，美国 SEC 最新注册吸收的三家 NRSRO 成员均采用投资者付费模式⁵。但在当前信息技术高度发达，传播方式

日新月异的条件下，该方案会削弱评级机构的盈利能力，威胁评级行业生存。同时，如果所有评级机构都采用投资者付费模式，这势必造成没有付费的公众投资者不能合法地获得免费的评级信息，致使付费投资者比普通公众获得更多的信息优势，容易出现“选择性信息披露制度化”的后果，弱化投资者公开监督的作用。

第二，完善现有私营占主体评级体系，设立公共评级机构加以补充和辅助。评级信息具有公共产品性质，根据公共经济学理论，政府比私营部门更适合提供公共产品。政府出资的公共评级机构与私营评级机构相比，具有信息公开透明、非盈利性目标和公众权威性的特征，有利于确保评级质量和可信度。设立公共评级机构最明显的好处是其不会面临因发行人为评级服务付费而产生的利益冲突；同时，也给立法者和监管者在建立依赖评级的监管规则时提供另外的选择。这一方案并不需要推翻现行信用评级机构管理体制或者消除私营信用评级机构，私营评级机构将在既有的管理体制下发挥作用，公共评级机构则更多地旨在为普通公众提供公共性和基础性评级信息，以满足公众的知情权，切实实现证券监管中信息披露的原则和目标。

第三，强化制度和监管体系，完善发行人付费模式。在保持现有的发行人付费的主流模式下，针对发行人付费中存在的各种问题和不足，采取诸如政府雇用、集中结算、投资者所有等方式加以完善。在这种形式下，政府监督、裁决或以公共资金购买私营评级机构评级服务，采用主动评级方法向社会和公众发布公共和基础性信息。政府雇用(或参与)私人评级业务所扮演的角色与公共评级机构承担的责任一致，不仅可以减缓发行人付费带来的利益冲突，而且也避免了可能的“选择性信息披露制度化”而弱化了投资者公开知情和监督权；同时，政府也可以根据私营评级机构提供的公共评级服务质量，来决定雇用评级机构和“采购”项目，并且利用“采购评级”作为监管手段，引导规范评级业整体发展。

实践中，各国(地区)监管当局也提出了解决评级机构利益冲突各种付费方案。2010年7月，美国通过的《多德-弗兰克法案》要求美国证监会提出备选付费模式以促进更加准确地评级；同时，授权美国审计署(GAO)展开付费模式相关研究，旨在建立替代性商业模式和独立专业分析师组织，以激励信用评级机构提供准确的评级结果。2010年11月，欧盟提出包括投资人付费、基于评级结果付费、交易平台付费、政府租用模式、公用事业模式等解决发行人付费模式下的利益冲突替代方案。2011年，英格兰银行在其金融稳定报告中提出，应通过实施结构性改革解决利益冲突问题，可选择的方案包括投资人付费、评级清算所、公共评级机构等三种形式。危机后提出的付费模式主要改革方案参见表3。

表3：危机后付费模式的主要改革方案

运营模式	主要内容	优势	劣势
投资者付费模式	(1)评级机构依靠向投资者出售评级信息而获得收入； (2)评级机构接受机构投资者委托评级，或者提供主动、独立评级。	(1)减缓和降低发行人付费模式下的利益冲突； (2)提供更准确的评级信息，保护投资者利益。	(1)存在“搭便车”问题； (2)盈利模式不能满足不断提高的评级开支，影响评级方法提高； (3)容易出现“选择性信息披露制度化”后果，弱化投资者公开监督的作用。
公共事业模式	将评级机构作为公用事业机构，由政府提供资金运营。	(1)具有信息公开透明、非盈利性目标和公众权威性特征，有利于确保评级质量和可信度； (2)更多为公众提供公共性和基础性评级信息，以满足公众的知情	(1)在公共事业模式下，评级机构缺乏改善评级质量的动机和压力； (2)容易受到政治压力影响。

			权,实现证券监管中的信息披露原则和目标。	
发 行 人 付 费 模 式	政 府 租 用	政府根据评级机构的评级结果的准确性来选择和租用评级机构提供公共评级服务。	(1)减缓发行人付费带来的利益冲突; (2)政府利用“采购评级”作为监管手段,引导规范评级行业整体发展。	(1)租用选取容易受到政治压力影响; (2)根据评级结果选择评级机构,不利于小型评级机构发展。
	投 资 人 所 有	有证券市场最大、最先进机构投资者控股共同组建信用评级机构,并负责机构的日常运转。评级机构既可以是盈利性的也可以是非盈利性的。	(1)有利益评级市场竞争,打破垄断; (2)有利于提高评级质量,注重投资人利益; 第三,利于维持收入水平,避免收费分散而导致利益冲突。	不能有效解决发行人付费模式下的各种潜在利益冲突。
	集 中 结 算 平 台 方 式	发行人在评级之前将评级费用支付给结算平台,结算平台选取评级机构并支付评级费用。	切断发行人与评级机构之间的商业联系,避免评级购买,提高评级质量。	可能会产生新的监管问题,需要明确结算平台的监管主体。
	基 于 评 级 结 果 的 付 费 方 式	将部分评级费用纳入基金,推迟评级费的支付,最终评级费用的支付取决于评级表现。	加强对评级机构的激励约束,提高评级结果的准确性。	评级机构依靠基金维持基本运营,可能影响评级技术和方法的提高和完善。

结论及政策启示

利益冲突的本质在于评级提供公共服务功能与评级机构受自身利益驱动导致评级结果偏离客观性和专业独立性的内在矛盾。发行者人付费模式扩大和加剧评级的利益冲突,评级机构追逐利润动机与承担公共管理职能的矛盾愈益难以协调。金融危机后,评级收费模式多样化问题受到了广泛的关注和研究。政策和监管实践中,各国(地区)监管当局相继提出了解决评级机构利益冲突各种付费方案,旨在防范和减少各种形式的利益冲突。

中国的信用评级行业发展始于20世纪80年代末,是政府基于培育成熟的资本市场的需要,以特许经营的方式设立的。因此,评级行业自建立初始,即承担了启蒙社会信用意识,辅助政府引导市场规范行为的社会责任。但在缺乏统一行业规范,没有进行有效监管的情况下,其所承担的社会功能远未实现。目前,国内信用评级机构规模普遍偏小,市场运作不规范,不能做到利益中立和行业自律,从而对社会公众也缺乏权威性和公信力,市场需求非常有限,几乎都是来自于被评企业和业务主管部门强制规定。而且,中国评级机构的盈利方式几乎都是采用发行人付费模式,利益冲突问题凸现,甚至评级收费上普遍存在着“以级定费”方式,评级买卖和评级膨胀严重。处于快速发展阶段中国评级业,存在问题实属正常,但需要认真反思,正视不足和缺陷,并加以完善和纠正。

第一,完善现行收费制度,探索多种付费形式。发行人付费模式虽然易导致利益冲突,但从制度安排的内在合理性和我国当前实际情况来看,具有存在的现实依据。“被评级者埋单”的收费模式不仅具有较强可操作性,更因当前我国评级业仍处于发展初期,市场对评级的认同度有限,采用投资者付费模式可能影响评级机构的基本生存条件,进而影响到评级质量的提高。因此,对现行收费制度可进行适当改革,探索多种形式的付费模式,提高评级独立性⁶。混合收费方式可能是一种合理和可行的方案,即一部分费用直接向被评对象收取,

另一部分费用则根据评级机构的市场表现和社会公信力以政府购买必要的基础和公共信息的方式进行资助和扶持。此外,要对评级机构的信用评级业务和辅助性业务进行适当的分离,减少被评对象通过辅助业务来“贿赂”评级公司的可能性。

第二,提高评级方法体系,降低利益“共谋空间”。早在2007年7月,美国众议院要求信用评级机构向投资者提供更多有关如何进行信用风险计量的信息。随着我国资本市场逐步成熟,也有必要通过完善评级方法体系,提高以信息透明度为核心的金融监管体系的建设,降低发行者和评级机构的“共谋空间”。评级机构不仅应披露包括评级方法、评级流程、评级数据、假设依据、定级主要观点,还应披露其本身与被评对象资本、实际控制人等之间的关联关系。监管部门应在建立统一数据和信息平台的基础上,对信用评级机构方法体系、评级结果以及违约率(违约损失)进行统计和公布,并以此为依据对信用评级机构的合规性及业务水平进行检验。

第三,加强政府支持力度,培育权威评级机构。虽然,国际评级市场上的“三巨头”垄断格局被认为是造成信用评级缺乏透明性和竞争性的主要罪因,美国证监会也因此通过降低NRSRO的准入门槛,增加新成员的方式来增强评级行业竞争性;但是,国内评级市场面临的则是机构数量多、规模小的过度竞争格局。当前,开展资信评级业务的机构有近百家,其中真正具有市场竞争力的也仅有中诚信、大公国际、上海远东和联合资信等少数几家。过度垄断会产生道德风险,但过度竞争则不利于规模效应和技术创新,因此,在维持适当竞争结构的条件下,当务之急是对本土评级机构进行合理扶持,培育本土的权威评级机构。

注释:

- 1.宾州中央铁路公司债券违约事件就是其中的典型事例。在宾州中央铁路公司破产前,信用评级机构给予其发行的债券最高信用评级,但其破产后,价值8200万美元的债券全部违约。
- 2.NRSRO制度本意只是要挑选那些评级准确客观,获得市场、投资者广泛认可的评级机构的评级结果作为监管依据,适用的范围也仅限于计算经纪人/交易商的净资本要求。
- 3.收费模式转变主要原因还包括:一是随着通讯和传播技术发展,投资者付费模式造成通过“搭便车”的方式获取免费信息现象泛滥而难以为继;二是金融创新导致金融产品和市场日趋复杂化,评级成本不断攀升,投资者付费的盈利模式不能满足不断提高的评级成本。
- 4.投资者付费模式下可能存在潜在利益冲突,虽然还缺乏实证研究结果,但在理论上,投资者的意愿照样也会扭曲评级结果。如债券发行前,投资者希望得到较低的评级而获利,债券发行后希望提高评级获利。
- 5.2007年美国证监会(SEC)指定了采用投资者付费的Egan-Jones为NRSRO成员。2008年SEC再次指定采用投资者付费的Lace Financial和Realpoint作为NRSRO成员
- 6.2010年8月成立的中债资信评估有限责任公司(China Credit Rating Co., Ltd.)就是由中国银行间市场交易商协会代表全体会员出资设立的国内首家采用投资人付费业务模式的新型信用评级公司。

参考文献:

- [1] Becker B., T. Milbourn. Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry [R]. Working Paper, 2008.
- [2] Bolton, Patrick, X. Freixas, J. Shapiro. The Credit Rating Game [R]. Working Paper, 2008.
- [3] Caouette, John B., Edward I. Altman, Paul Narayanan, and Robert Nimmo. Managing Credit Risk: The Great Challenge for the Global Financial Markets (2nd Edition) [M]. New York: John Wiley, 2008.
- [4] Lynch, T. E.. Deeply and Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment [C]. Indiana University Maurer School of Law-Bloomington Legal, Studies Research Paper Series, Research Paper Number 133, 2008.
- [5] Pagano, Marco, P. Voppin. Credit Ratings Failure: Causes and Policy Options [R]. For the ECPR Conference on Financial Regulation and Macroeconomic Stability: Key Issues for G20, Hosted by British Treasury and Bank of England on 31, Jan., 2009.
- [6] Partnoy, Frank. How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers [M]. “Financial Gatekeepers: Can they Protect Investors?”, Edited by Yasuyuki Fuchita, and Robert E. Litan, Nomura Institute of

Capital Markets Research, D.C .Washington: Brooking Institution Press, 2006.

[7] Skreta, V., L. Veldkamp. Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation [J]. *Journal of Monetary Economics*, 2009, 56 (5): 678–95.

[8] Smith, R. C., I. Walter. Rating Agencies: Is There an Agency Issue? [M]. “Ratings, Rating Agencies, and the Global Financial System”, Edited by Richard M. Levich, Carmen Reinhart, and Giovanni Majnoni, 289–318, Boston: Kluwer, 2002.

[9] White, L. J.. The Credit Rating Agency [J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2010, 24: 211-226.

[10] 龚宇. 美国信用评级监管制度变迁——次贷危机下的反思[J]. *证券市场导报*, 2008, (7).

[11] 应娟, 张益新. 信用评级机构收费模式探讨[J]. *上海金融*, 2006, (6).