

式，依托链主型骨干企业的信用溢出效应，为下游配套企业提供基于真实交易背景的应收账款融资、订单融资等供应链金融产品，降低下游企业获取创新资金的门槛和成本；三是健全科技金融风险分担与尽职免责机制，针对科技投资高风险特征，探索知识产权证券化、科技保险等风险分散工具，以金融赋能产业链供应链的体系化自主可控。

信息增益还是信息扭曲？ 多主体评级对债券评级质量的影响

欧阳伊玲 温慧愉 高昊宇

债券市场是实体经济直接融资的重要渠道，信用评级制度是保障债券市场健康发展的基础性制度安排。当前债券市场的持续扩容与党的二十大报告强调的“健全资本市场功能，提高直接融资比重”战略目标高度契合，同时也对“防范化解金融风险”重要任务提出了更高要求。完善信用评级体系，确保评级结果能够准确反映债券信用风险，是信用评级发挥信用风险揭示和定价指导功能的关键保障。随着发行环节强制债项评级监管要求的取消，评级行业正逐步从“监管驱动”向“市场驱动”转型，主体评级的相对数量及其信息影响力持续提升。

在评级信息需求日益增强的市场实践中，发行人同时获得多家机构主体评级，即多主体评级，已成为普遍现象，我国近半数发行人获得过多主体评级。针对多主体评级的信息效应，一方面，不同评级机构之间的交叉验证可以促进风险信息整合，提高评级的信息含量；另一方面，在发行人付费模式下，发行人与多家评级机构同时建立业务联系，可能对评级机构形成替换威胁和竞争压力，使评级机构为维系客户关系而给出虚高评级。因此，多主体评级究竟带来信息增益还是信息扭曲，其对信用评级质量的影响方向和内在机制有待厘清。

本文构建发行人与评级机构的博弈模型，分析评级机构在挽留客户的业务收益与评级失真的声誉损失之间的权衡。模型从评级机构的供给行为和发行人的需求选择出发，揭示三种可能的机制效应。第一是信息增益效应。在不同机构提供相互独立的信号和公开评级的情况下，信息交叉验证使得虚高评级更容易被市场识别和归因，评级机构面临的预期声誉损失更大，因而更倾向于如实揭示风险。第二是评级迎合效应。发行人拥有的在位评级机构越多，转向其他机构的业务替换威胁越可信，评级机构失去当期收入和未来业务关系的预期损失越大，因而更可能迎合发行人并给出虚高评级。第三是评级选购效应。发行人也可能利用多个评级机会主动寻找更有利的评级结果，这一需求侧行为与评级机构主动降低标准的评级迎合有所区别，是需要进一步检验的替代性机制。当信息交叉验证形成的声誉约束占主导时，多主体评级有助于产生信息增益；当业务替换威胁占主导时，多主体评级则会强化评级迎合。若市场整体评级膨胀程度较高，市场对单家机构的声誉惩罚还会减弱，使评级迎合在市场预期下自我强化。

本文选择 2014 - 2021 年间的债券 - 年度样本，以债项评级相对中债隐含评级的偏差衡量评级质量，并以债项评级水平作为补充指标。研究发现，当企业上一年度从多于一家评级机构获得主体评级时，其债项评级相对于市场隐含评级的偏差显著上升，且为向上偏误，表明多主体评级降低了债项的信用评级质量，支持了评级迎合假说而非信息增益假说。考虑到具有多主体评级的发行人可能与单一评级发行人存在难以观测的差异，本文基于超短期融资券“强制双评级”监管政策进行工具变量估计，并加入更多固定效应等方式缓解潜在内生性问题，结果同样支持了多主体评级降低评级质量的结论。

机制分析表明，多主体评级加剧了评级迎合动机，进而导致评级机构给出质量更低的债项评级。具体而言，在内源激励方面，多主体评级激发了评级机构为争取或维系业务而采取策略性迎合行为的动机，在评级机构议价能力较弱（行业竞争较激烈、面临来自大

机构的竞争压力、合作年限较短）时更大程度降低债券评级质量。在外部监督方面，声誉风险的约束（监管部门处罚的警示效应、“投资人付费”评级的交叉验证）可以抑制多主体评级带来的债券评级质量下降。进一步分析显示，相关证据并不支持发行人评级选购假说这一替代性解释，而信息不对称会加剧多主体评级下评级质量的下降。

本文的边际贡献主要包括：第一，从评级业务关系的视角切入，研究主体评级业务关系对发行人—评级机构博弈关系的影响，增加对多重评级的信息效应和经济后果的认识。第二，关注多主体评级这一市场中普遍存在却缺乏研究的现象，从发行人整体信用风险评估的角度补充对评级质量影响因素的研究。第三，通过分析评级机构在挽留客户的业务收益与失真评级的声誉损失之间的权衡，从理论上阐明在声誉约束相对有限、市场评级膨胀预期自我强化时多主体评级更易促使迎合，进而解释了信息增益为何难以转化为评级质量提升。

本文政策建议如下。第一，评级监管应坚持质量导向而非数量导向。本文发现，单纯增加发行人付费评级机构的数量难以带来信息增益，反而可能加剧评级迎合，这为取消发行环节强制评级等改革提供了经验支持。可在现有评级信息披露和市场化评价框架下，要求充分披露评级分歧及其形成依据，将评级偏差、评级膨胀和违约前风险预警及时性纳入评级质量评价，并对评级机构业务竞争压力较大、评级合作年限较短、发行人信息透明度较低的多主体评级项目加强重点监测。

第二，强化对评级机构的声誉约束。基于监管处罚带来的声誉冲击和投资人付费评级的交叉验证对评级迎合的约束作用，建议常态化开展评级质量事后检验，对评级偏差持续偏高的机构予以问责，并加强对市场份额较小、业务依赖度较高机构的执业质量检查；同时稳步扩大投资人付费评级的覆盖范围，发挥其对发行人付费评级的交叉验证作用，促进评级市场良性竞争和有序健康发展。