

中外信用等级评定差异分析

——以恒大集团为例

周建识 吕浩龙 王轶超

南京审计大学

DOI:10.12238/ej.v7i4.1460

[摘要] 2023年12月,穆迪评级对中国主权信用评级作出调整引发财政部回应,并由此引发中外信用评级机构的新一轮分歧。本文展示了中外信用等级评定的总体性结果差异,列举了实例,并简要分析了差异产生的原因:中国信用评级机构由于独立性不强,专业性不足等原因与国际三大信用评级机构存在差距,通过具体分析国内外信用评级机构对恒大集团评级报告的差别说明差异在企业评级工作中的体现,并从信用评级标准、从业人员、付费模式、国际化这些方面提出如何改进的建议。

[关键词] 信用评级; 专业性; 独立性

中图分类号: F830.61 **文献标识码:** A

Difference analysis between Chinese and foreign credit rating

——Take Evergrande Group as an example

Jianshi Zhou Haolong Lv Yichao Wang

Nanjing Audit University

[Abstract] In December 2023, Moody's Ratings' adjustment to China's sovereign credit rating triggered a response from the Ministry of Finance, which triggered a new round of differences between Chinese and foreign credit rating agencies. This paper shows the overall results of Chinese and foreign credit rating differences, listed examples, and briefly analyzes the causes of the difference: China credit rating agencies due to independence is not strong, professional reasons and the three international credit rating agencies, through the specific analysis of domestic and foreign credit rating agencies to Evergrande group rating report difference of the difference in the enterprise rating work, and from the credit rating standard, practitioners, payment model, internationalization put forward how to improve.

[Key words] Credit rating; professionalism; independence

引言

2023年12月5日,穆迪评级公司发布报告,维持中国主权信用评级不变,但将评级展望由“稳定”调整为“负面”,理由是化解地方债和纾困国有企业将削弱中国的财政和经济实力,并预言中国2024年和2025年的GDP年增长率将放缓至4%。中国财政部第一时间回应“感到失望”,并展示相关数据与未来经济发展规划,证明中国经济增长势头强劲。同日,中诚信国际迅速更新了中国主权信用评级,政府外币等级为AA+g,展望为稳定,并在报告中表示中国2024年和2025年的GDP年增长率将达5%。

事实上,这早已不是中外信用评级机构的评级结果第一次产生分歧了。2017年7月,中国人民银行发布《中国人民银行公告[2017]第7号》,标志着境外评级机构可以独资进入中国市

场,2019年1月28日,标普信评获准正式进入我国评级市场开展业务,中外信用评级机构的结果差异从那时就体现出来,并且持续至今。

1 文献综述

国内外学者对于信用等级评定的研究主要集中于评价模型、评价结果等方面,而这些方面中外信用评级机构存在较大差异。(冯奇和李梦刚,2013)

在评级模型方面,在中国评级公司致力于研究评价指标是否符合中国市场行情,对影响公司信用评价等级的因素进行分析时,国际已经大踏步迈入对信用评价体系进行改良与结合大数据、机器学习等高精智能技术的阶段,例如Nora等(2022)使用KAM进行信用评级建模来回答审计师强调公司重大风险和关键

判断的段落是否有助于评估公司的信用评级的相关问题；Plakandaras等(2020)开发了替代预测模型证明了在样本内预测方面，最准确的是与非线性RBF核耦合的SVM模型。国内的专家学者对技术应用在信用评级领域发展的研究也有涉猎，例如田一擎等(2023)从统计模型、机器学习模型和神经网络模型3个层面梳理了企业信用评级方法发展的脉络，并且深入对比了主要模型的优缺点。相关研究人员也在致力于开发适合中国企业和市场情况的评价技术，弥补技术差距。

从评级结果角度看，中外信用评级机构均存在出具结果不符合评级规范的情况，但具体表现有所不同。2003年，在美国发动伊拉克战争之际，德国反对，同年3月，德国众多企业被接连降级(张晨和韦丽娜，2013)。国内则主要表现为评级机构因业务开展，获取收益等原因被大型国企与政府部门“绑架”，从而发表不恰当的信用背书，例如李晓鄂(2012)披露大公国际曾宣布铁道部发行的超短期融资券信用等级为AAA级，超过了中国的国家信用，她借此呼吁关注独立性问题，并从行政力量干涉，外国资本控制，付费模式存在弊端三个角度对问题进行论述。李慧敏(2022)认为我国长期存在监管机构过于依赖信用评级的问题：债券发行人有强烈的动机与信用评级机构共谋，通过购买高等级的评级获得监管上的便利^[1]。

综合而言，中国信用评级机构在模型使用、评级标准等方面与国际信用评级机构存在差距，同时更易受到付费模式、企业胁迫、行政干涉等外部压力的影响。

2 恒大集团信用等级评定对比

2.1 恒大集团简介

中国恒大集团位于深圳，是一家在香港联交所主板上市的国际企业集团。在中国房地产市场开始快速发展的2015年，恒大集团在这一兴起的热门领域积极布局，拓展自身的商务版图，一跃成为中国房地产市场的中流砥柱，直到暴雷事件的发生。从2021年6月7日，恒大官网发布通告，辟谣商票未及时兑付开始，恒大便出现借款逾期问题，深陷违规借款，债务违约，楼盘无法交付等重重漩涡，最终演变为信用风险近乎全面暴露^[2]。

2.2 恒大集团信用等级变化流程对比

2015年5月7日，国际评级机构标普把恒大的长期企业信用评级由“BB-”下调至“B+”，展望为负面后，中诚信国际、大公国际、联合评级发布恒大地产信用评级报告，无一例外，全都给予了恒大最高信用等级AAA，评级展望为稳定。在此之后，国际评级机构给出的跟踪评级结果维持在B+等级略有浮动，中诚信国际则一直给出AAA级别的信用等级认证，直到2021年债务亏空事件的发生。企业不良财务状况的暴露导致了频繁出具的跟踪报告与持续下调的信用等级，并最终分别于十月至十二月不等终止评级，在这一过程中，国际信用评级机构较国内反应更加迅速，评级下调更加猛烈。

国际信用评级机构认为恒大存在较大的信用风险，这一观点从2015年下调评级开始贯彻始终。标普国际认为恒大的财务数据存在伪造等情况，公司真实状况不容乐观：负债规模过大、

融资渠道受限、盈利能力下降等问题未来一段时间内都很难改善。在2021年风险暴露时，恒大恶化的财务指标使其在量化评级框架下得分愈加走低，例如穆迪规模、盈利能力与效率、杠杆水平三项一级量化指标。相关性指标评测，例如市场波动情况，土地开发政策，企业历史股利政策等等，穆迪评级也未给予高评价。

然而，直到2021年9月，中诚信才第一次将恒大评级下调为AA，在此前的报告中，中诚信国际从盈利能力，资产质量，现金流及偿债能力等方面进行考核，并对恒大的状况给予了肯定，在报告的末尾，中诚信国际简单陈述了恒大的融资支持，认为恒大有较为充足的外部授信以及广泛的金融机构合作能够对整体偿债能力提供支持。

2.3 恒大集团信用等级差异分析

从专业性角度分析，造成评级结果差异的主要原因是评级标准的差异。以中诚信国际和穆迪的评级标准为例，根据中诚信国际发布的《中诚信国际建筑行业评级方法与模型》介绍，中诚信对建筑及房地产行业的信用状况考核主要包含五大重要因素，分别为行业风险、运营实力、财务风险、其他影响因素、外部支持。与之相对的，针对房地产企业，2018年穆迪公布了《房屋建筑和房地产开发企业》。穆迪对建筑及房地产行业的信用状况考核同样包含五大重要因素：规模、业务概况、盈利能力和效率、企业杠杆、财务政策，这些核心指标下属的包含子指标与对应的解释说明，具体指标的计算方法也列示在文件中，保证了评价标准的公开透明^[3]。

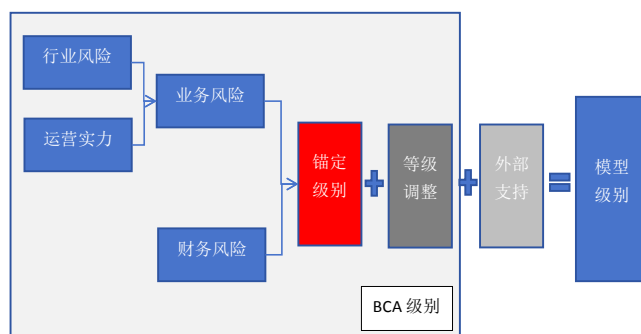


图3.1 中诚信国际建筑行业评级模型评估框架

数据来源：《中诚信国际企业集团评级方法与模型》

通过横向对比信用评级标准可以发现，首先，国内信用评级标准大多没有标注一级指标的权重，投资者在参考信用评级结果时，无法了解评级的各个方面的重要程度，其次，定义清楚、量化明确的评级指标占比较低，在《中诚信国际建筑行业评级方法与模型》中，一级指标行业风险、运营实力、财务风险、其他影响因素与外部支持中仅有两项是定量指标，其余为定性指标。不够严谨清晰的指标会导致评级结果的操作空间较大，例如财务情况不乐观的企业或可以通过寻求政府的支持与背书，在其他一级指标上补足财务信息方面指标的分值，以此取得期望的评级结果。与此同时，定量分析的指标设置也不够合理，相似的财

务数据在穆迪与中诚信国际的报告中取得的信用分数截然不同, 一定程度上反映了国内标准过于宽松, 存在信用风险隐患的数据得不到应有的预警, 反而取得较高的评价。

从独立性角度分析, 国外评级机构出具报告中不止一次提及, 恒大存在对金融系统内人员与地方政府官员实施了不正当的贿赂计划的问题, 截至目前暂无直接证据表明恒大存在对国内信用评级机构的利益输送, 但值得注意的是, 在恒大的债务违约风险上, 中诚信国际持有与穆迪截然相反的态度, 恒大的问题并未在信用风险的层面得到中诚信足够的重视, 毛利率、利息保障倍数等数据的持续下降被“需持续关注”“仍需注意”等字眼一笔带过, 行业突出的负债率, 糟糕的项目进程仅被视作“可能触发评级下调因素”, 这种评级结果差距是否仅仅来自于评级方法中得分指标的不合理还未可知^[4]。

2.4 行业整体性差异分析

房地产与建筑行业头部企业的信用等级数据显示出一种整体趋势: 国内信用评级机构所给信用等级显著高于国际机构。在相关企业的评级报告中, 国内信用评级机构对房地产行业依旧保持乐观, 认为其财务数据符合行业特征, 盈利能力与持续经营能力尚佳, 债务违约风险较小, 并在公司价值、偿债能力、外部支持等条款给予企业理想的评级分数, 对于部分财务情况不佳的企业, 虽然关于其利润、流动性等风险的提示存在, 但力度轻微, 与恒大一样停留在“可能影响未来信用等级”的水准。

除此之外, 国际信用评级机构对于企业状况的变化更加敏感, 对于可能的信用风险预警更加及时有效。以龙湖地产为例, 2022年11月至2023年九月期间, 惠誉对其进行三次评级工作, 展望分别为负面、稳定、负面, 横向对比中诚信国际的跟踪评级报告, 在2022年六月与2023年六月集中发布的大批量债项跟踪报告全部显示企业主体信用等级为AAA级, 这种对公司风险预警不充分、不及时的情况也与恒大集团的评级情况趋同。

3 对中国信用评级行业的建议

3.1 改进评级标准

国内信用评级机构若想长久发展, 需要对各自的信用评价方法与标准不断更新完善。首先, 对于信用评级的一级指标权重进行划分与公示, 在提高信用评级标准的透明度的同时, 可以体现出信用评级机构的重视倾向, 从而向市场披露防范信用风险的重点领域。其次, 吸收更多的定量指标进入评级标准。最后, 将定性指标转化为定量指标, 可以有针对性地选取合适的定量

指标来对企业或债券的信用水平进行更加科学的衡量^[5]。

3.2 提升从业素养

中国信用评级行业自2019年12月26日起施行《信用评级业管理暂行办法》, 这一管理办法健全了符合管理实际的监管模式, 明确了相关部门的监管权及各方法律责任。随着行业监管不断强化完善, 国内信用评级机构也应不断提升从业人员的职业素养, 应定期组织人员培训与职务检查, 对于发行人利益输送、迫于外界压力违规评级等现象进行内部检查与杜绝; 合理规划部门事务, 建立隔离机制, 断绝利益冲突导致的违规情况发生的可能。

目前, 中国信用评级机构从业者对比国际信用评级机构从业者, 在业务能力, 职业经验等方面仍存在较大差距, 需加强同国际信用评级机构的交流与合作, 引进、吸收国外同行先进的制度和经验, 例如基于区域整体性风险设置的差异化评级标准, 并在此基础上加强分析人员的培训, 提高其综合素质, 为评级对象带来更优质与专业的服务。

4 结束语

中国信用评级机构应自查自省, 摆脱专业性、独立性等方面的问题, 发挥应有的信息与预警功能, 逐步缩减与国际信用评级机构的差距, 早日实现信用评级机构品牌与信用评级公信力的国际化, 在信用领域助推国家经济的国际布局, 为国际化金融合作、共同发展作出贡献。

[参考文献]

[1]田一擎,程曦,冯博靖.企业信用评级计算模型综述[J].数据与计算发展前沿,2023,5(04):139-153.

[2]黄鹂.债券市场互联互通背景下信用评级行业发展分析和监管建议[J].华北金融,2022,(07):48-54.

[3]刘凤.我国信用评级行业监管问题研究[J].西南金融,2017,(08):72-76.

[4]李晓郭.中国信用评级机构独立性探索——以上海国际金融中心建设为背景[J].天津法学,2012,28(03):70-75.

[5]杨金蓉.信用评级机构的独立性研究[J].学理论,2014,(02):65-66.

作者简介:

周建斌(2001--),男,汉族,黑龙江哈尔滨人,南京审计大学硕士研究生在读,研究方向:金融科技与金融机构。