

# 债券通的实施对债券信用评级的影响研究

高 芳, 董文林

东华大学旭日工商管理学院, 上海  
Email: 197073543@qq.com

收稿日期: 2020年11月17日; 录用日期: 2020年12月1日; 发布日期: 2020年12月8日

## 摘 要

“债券通”的实施推动了境内债券市场与国际制度接轨, 促进了中国资本市场进一步开放。本文以“债券通”的实施这一事件为契机, 以2015~2019年A股上市公司发行的中期票据和企业债为样本, 结合倾向得分匹配思想和双重差分模型实证研究了“债券通”的实施是否对债券信用评级能产生影响。研究结果发现: “债券通”的实施会使债券信用评级降低, 并且这一关系在声誉较高的评级机构和投资者关注度的公司中更为明显。这说明“债券通”实施对提升信用评级质量具有积极作用, 有助于完善债券市场体系建设和促进信用评级行业发展。本文拓展了资本市场开放影响的相关研究, 也为债券通的进一步推行提供了理论依据。

## 关键词

债券通, 信用评级, 声誉, 投资者关注

# Research on the Impact of the Bond Connect on Bond Credit Rating

Fang Gao, Wenlin Dong

School of Management, Donghua University, Shanghai  
Email: 197073543@qq.com

Received: Nov. 17<sup>th</sup>, 2020; accepted: Dec. 1<sup>st</sup>, 2020; published: Dec. 8<sup>th</sup>, 2020

## Abstract

The implementation of Bond Connect system has promoted the integration of domestic bond market with international system, which is conducive to the further opening of China's capital market. Taking medium-term notes and corporate bonds issued by A-share listed companies from 2015 to 2019 as samples, this paper uses PSM-DID to empirically study whether the implementa-

tion of Bond Connect system can affect the bond credit rating. The results show that the implementation of Bond Connect system will reduce the credit rating of bonds, and this relationship is more obvious in rating agencies with high reputation and companies with high investor attention. This shows that the implementation of Bond Connect system plays a positive role in improving the quality of credit rating, and helps to improve the construction of bond market system and promote the development of credit rating industry. This paper expands the relevant research on the impact of capital market opening, and also provides a theoretical basis for the further implementation of the bond link system.

## Keywords

Bond Connect, Credit Rating, Reputation, Investors' Attention

Copyright © 2020 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

虽然近年来我国债券市场开放速度不断加快, 但我国债券市场仍处于开放早期, 对外开放程度与我国债券市场在全球中的地位极不匹配(宗良, 2017) [1]。截至 2019 年我国银行间债券市场中境外投资者持有占比约为 2.3%, 持有国债占比为 8.1%, 与发达经济体相比有较大差距。面对经济全球化趋势, 我国作为世界经济的重要组成部分, 坚持积极推进资本市场对外开放进程, 加大对外开放力度。其中, 香港和内地债券市场交易流通债券的机制(简称债券通)在 2017 年 7 月 3 日正式上线试运行。债券通的实施推动了中国债券市场与国际制度接轨, 有助于完善我国债券市场管理机制和促进信用评级行业发展, 因此探讨债券通的经济后果具有重要的现实意义。

债券信用评级是境内外投资者衡量债券违约风险的重要依据, 随着债券市场的开放, 相关监管部门放宽了对境外评级机构的限制来推动信用评级国际化, 促进现有评级体系改善。2017 年以来, 信用评级市场开放的相关政策逐步出台。国际信用评级机构的引入, 会打破中国境内现有评级市场的格局, 通过竞争促进境内信用评级机构提高自身业务能力和市场公信力, 从而出具高质量的信用评级。同时, 债券通实现了境内债券市场和香港债券市场互联互通, 资本的相互流动促进了境内外债券市场在信用评级、信息披露的良性互动, 推动了境内债券市场管理体系的完善和信用评级行业发展。因此, 债券通的实施可能会对债券信用评级产生影响。

基于此, 本文从理论分析和实证研究两方面考察了债券通的实施对债券信用评级的具体影响, 并将样本按照评级机构声誉、发债公司的投资者关注度的高低进行划分, 分别检验债券通的实施对债券信用评级的降低效应是否具有显著差异。本文的研究贡献主要有以下两点: 第一, 现有文献大多研究公司内部因素对信用评级的影响, 较少有从外部因素角度如政策对信用评级的研究。本文从外部因素债券通对信用评级的影响进行研究, 为信用评级的研究提供了经验证据。第二, 丰富了有关于债券市场开放的研究成果。

## 2. 文献综述

近年来我国债券市场高速发展, 开放速度不断加快, “债券通”制度的实施更是推动了债券市场与国际接轨, 促进了我国资本市场的进一步开放。学者普遍对其未来的发展和影响予以肯定, 认为债券通满足了资金供需双方风险偏好多样化的需求, 促进了债券市场交易制度的完善(桂浩明, 2017) [2]和多层

次资本市场建设(彭飞, 2018) [3]。同时, 也有学者提出我国债券市场依旧存在诸多问题, 包括市场化程度低, 风险定价机制不健全, 信用评级体系不完善等, 这也在一定程度上降低了境外投资者对境内债券市场的参与度。

基于现有研究可见, 境内信用评级机构评级质量不高、与境外评级体系不一致是限制境外投资者投资于境内债券市场的主要障碍之一。我国债券信用评级较明显地呈现出评级结果总体偏高、区分度较低的现象, 从而造成信用评级能够提供的信息有限等问题。评级行业竞争状况、声誉机制等因素会影响评级机构行为。一方面, 评级行业的市场竞争状况会对评级机构的行为产生直接影响。Goel *et al.* (2015) [4] 为适当的竞争会使评级机构从长远利益出发, 更加注重保持评级质量和维护自身声誉, 从而会促进评级机构提升评级质量; 也有学者提出行业竞争会促使评级机构出具更多较高的信用评级(姚红宇, 2019) [5], 在严峻的市场竞争中, 评级机构为获取市场份额, 会出具更高的评级结构来满足发行人的需求(Jiang *et al.*, 2012) [6]。另一方面, 声誉是中介机构的核心资产, 会对评级机构的行为决策起到监管作用(Becker *et al.*, 2011) [7]。投资者对评级机构的信赖程度很大一部分取决于评级机构长期建立起来的声誉, 这会促使评级机构维护自己的声誉, 有利于其出具更加稳健可靠的信用评级。

现有研究中关于债券市场开放对信用评级影响的相对较少。在已有研究中, 王冠楠等(2018) [8]和常殊昱(2019) [9]认为债券市场开放会促进信用评级市场开放, 引入国际评级机构有利于完善境内信用评级制度, 提高评级质量。

### 3. 理论分析与研究假设

债券通的实施对缓解债券市场信息不对称起到了重要作用。首先, 债券市场的开放促进了信用评级市场开放, 金融监管部门已批准国际三大评级机构之一标准普尔进入银行间债券市场和交易所债券市场开展债券评级业务。随着国际评级机构的公信力在国内市场的提高, 投资者更加信赖国际评级机构出具的信用评级, 那么企业则会因融资需求从而满足投资者需要选择国际评级机构(王冠楠, 2018) [8]。其次, 实施债券通的目的之一是为了吸引境外投资者将资金投资于境内债券市场, 那么企业为了吸引境外投资会提高信息披露质量, 进而也有利于评级机构收集相关信息出具评级报告。最后, 债券通实施以后, 境内和香港资本市场互联互通, 联系愈来愈密切, 资本的相互流动促进了境内债券市场的现有机制和境外信用评级、信息披露、法律环境的良性互动, 有利于境内债券市场提高管理水平和完善管理体系(桂浩明, 2017) [2]。由此看来, 国际评级机构的引入、企业信息披露质量的提高以及境内债券市场体系的完善, 将会促进评级机构提高评级质量。基于以上分析, 本文提出假设 1:

**H1:** 债券通的实施会使债券信用评级降低。

信用评级机构在债券市场承担着披露违约风险、监管认证的重要职责, 声誉是其发展的核心资产, 对评级机构的行为决策起到监管作用(Becker *et al.*, 2011) [7]。债券通的实施促进了信用评级行业的不断开放, 具有实力的外资评级机构将进入中国债券市场开展业务, 评级机构应当维护自身声誉、提高信用评级质量从而为避免市场被抢占。一旦评级机构的声誉受到损害, 一方面, 投资者不会再信任评级机构出具的信用评级, 那么信用评级发挥的降低债券融资成本的作用将显著下降, 企业也就不会选择该评级机构, 该评级机构可能会因此被市场淘汰; 另一方面, 评级机构的不当行为可能引发监管部门关注, 对其做出处罚(姚红宇, 2019) [5]。因此, 评级机构担心丧失声誉导致利益受损, 这会促使评级机构维护自己的声誉, 有利于其出具更加真实可靠的信用评级。同时, 评级机构越关注自身声誉, 则声誉机制越有利于保障其评级质量。基于以上分析, 本文提出假设 2:

**H2:** 相对于声誉低的评级机构, 债券通的实施对债券信用评级的降低效应在声誉高的评级机构更为明显。

债券市场的开放, 意味着发行债券的企业会同时受到境内外投资者的关注。境内资本市场以个人投资者为主, 个人投资者交易量超过市场总交易量的 85% (华鸣, 2018) [10]。不同于境内资本市场, 境外发达资本市场以机构投资者为主, 他们拥有更为雄厚的资金实力和更专业的收集、分析数据能力。由于境内外信用评级体系、监管环境不一致, 境外机构投资者对信息披露、债券评级质量的要求更为严格, 以此降低信息不对称程度。投资者关注的增加会促使评级机构规范自身行为、提高信用评级质量。一方面, 相比于受到较少投资者关注的公司, 受到较多关注的企业更有压力披露更加透明的财务信息, 从而吸引投资者进行投资。企业提高信息披露质量有助于评级机构收集有关企业真实可靠的财务信息。另一方面, 投资者关注的增加使评级机构压力增大, 为了更好地满足境内外投资者的需求, 避免市场份额被抢占, 会提高信用评级技术和加大评级区分度。基于以上分析, 本文提出假设 3:

H3: 相对于投资者关注度较低的公司, 债券通对债券信用评级的降低效应在投资者关注度较高的公司更为明显。

## 4. 研究设计

### 4.1. 样本选择和数据来源

本文以 A 股上市公司在 2015~2019 年发行的中期票据和企业债为样本, 并按照以下标准对样本数据进行处理: 1) 剔除信用评级、财务数据严重缺失的样本; 2) 为保持评级方法一致性, 剔除短期融资券、资产支持证券的样本; 3) 为对连续性变量上下 1% 进行缩尾处理(Winsorize)。考虑到可能存在的样本选择偏差问题, 本文基于倾向得分匹配法(PSM)利用 Logit 模型进行回归, 根据得分结果对处理组和控制组进行匹配, 采用卡尺为 0.01 的无放回 1 对 1 匹配方法, 最终得到 978 个样本, 最后, 本文基于双重差分模型来检验债券通的实施对信用评级的影响, 使用 stata 软件进行分析。

本文与债券相关的数据来源于万德(Wind)数据库; 投资者关注的数据来源于手工收集百度指数提供的搜索指数; 声誉的数据来源于对评级机构进行分组并赋值; 其他财务数据主要来自于国泰安数据库。

### 4.2. 变量定义和模型设定

本文借鉴郭阳生(2018) [11]的实证研究, 基于双重差分思想构建模型(1)如下:

$$\begin{aligned} \text{Rating}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{List}_{i,t} + \beta_2 \text{Post}_{i,t} + \beta_3 \text{List}_{i,t} \times \text{Post}_{i,t} + \beta_4 \text{State}_{i,t-1} + \beta_5 \text{Size}_{i,t-1} \\ & + \beta_6 \text{Roe}_{i,t-1} + \beta_7 \text{Lev}_{i,t-1} + \beta_8 \text{Big4}_{i,t-1} + \beta_9 \text{State}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{Amount}_{i,t-1} \\ & + \text{Year fixed effects} + \text{Industry fixed effects} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

其中 Rating 代表债券信用评级, 借鉴刘娥平, 施燕平(2018) [12]的做法, 本文将评级等级转化为数值形式予以考虑, 具体赋值如下: AAA 赋值为 2, AA+ 为 1, AA 及以下为 0。List 代表债券通标的虚拟变量, 债券若在银行间债券市场发行赋值为 1, 其余为 0。Post 代表债券通时点虚拟变量, 债券若在债券通实施之后发行赋值为 1, 其余为 0。本文借鉴黄小琳(2017), 姚红宇(2019) [5] [13]等已有文献, 选择公司股权属性、公司规模、盈利能力、资产负债率、审计机构、债券规模作为控制变量, 并对年份、行业加以控制。具体变量定义如表 1 所示。

### 4.3. 倾向得分匹配

本文基于倾向得分匹配法(PSM)对处理组和控制组进行匹配, 选取公司股权属性(State)、公司规模(Size)、盈利能力(Roe)、资产负债率(Leverage)、审计机构(Big4)、债券规模(Amount)作为 PSM 匹配过程中的解释变量, 构建倾向得分匹配模型如下:

$$List_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 State_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Roe_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 Big4_{i,t-1} + \beta_6 State_{i,t-1} + \beta_7 Amount_{i,t-1} + \text{Year fixed effects} + \text{Industry fixed effects} + \varepsilon \quad (2)$$

表 2 列示了倾向得分匹配的检验结果, 平均处理效应(ATT)的估计值为-0.141,  $t$  检验值为-3.04, 在 1%的水平下显著, 说明处理组和控制组的整体匹配效果较好。通过数据平衡检验可以看到, 各个变量的标准化偏差(%bias)均小于 10%, 并且  $t$  检验结果不拒绝处理组和控制组无系统差异的原假设, 这说明匹配后这些变量在两组之间不存在显著性差异, 数据平衡结果较好。

**Table 1.** Variable definition table

**表 1.** 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量解释
被解释变量	债券信用评级	Rating	根据债券信用评级赋值, AAA = 7, AAA- = 6, AA+ = 5, AA = 4, AA- = 3, A+ = 2, A = 1, 其余为 0
解释变量	债券通标的样本虚拟变量	List	债券通标的样本为 1, 非债券通标的样本为 0
	债券通时点虚拟变量	Post	债券通开通之后的时间为 1, 债券通开通之前的时间为 0
调节变量	评级机构声誉	Rep	高声誉组为 1, 低声誉组为 0
	投资者关注	SV	投资者关注高组为 1, 投资者关注低组为 0
控制变量	股权属性	State	国有企业为 1, 否则为 0
	公司规模	Size	公司年末总资产的自然对数
	盈利能力	Roe	净资产收益率, 净利润/净资产
	资产负债率	Lev	期末负债总额/资产总额
	审计机构	Big4	财务报告由四大会计师事务所审计为 1, 否则为 0
	债券规模	Amount	债券发行总额的自然对数
	年份	Year	2015~2019 年, 五个研究年度取四个年份虚拟变量
	行业	Industry	以证监会行业分类标准进行划分, 共划分为 20 个行业, 取 19 个行业虚拟变量

**Table 2.** PSM test

**表 2.** 倾向得分匹配(PSM)效果检验

Variable	Treated	Control	%bias	$t$	$p > t$
State	0.689	0.724	-7.5	-1.19	0.23
Size	24.950	24.999	-3.4	-0.54	0.59
Roe	0.093	0.088	9.1	1.41	0.16
Lev	0.650	0.651	-1.2	-0.19	0.85
Big4	0.303	0.290	2.7	0.42	0.68
Amount	2.333	2.362	-3.7	-0.58	0.56
ATT				-0.141 ( $t = -3.04$ )	

## 5. 实证分析

### 5.1. 描述性统计

由表 3 可见, 在 978 只债券样本中, 债券信用评级(Rating)分为 AAA、AA+、AA 三级, 分别赋值为 2、1、0, 均值为 1.44, 中位数为 2, 表明债券评级大多为 AA+级以上, 评级结果总体偏高。评级机构声

誉(Rep)的中位数为 0.76, 说明有 76% 的债券由高声誉组评级机构进行评级, 体现了高声誉组评级机构所占市场份额较大。

**Table 3.** Descriptive statistics of main variables

**表 3.** 主要变量描述性统计

变量	样本数	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Rating	978	1.44	0.73	0	2	2
Rep	978	0.76	0.43	0	1	1
SV	871	0.49	0.50	0	1	1
State	978	0.71	0.46	0	1	1
Size	978	24.97	1.42	21.67	24.94	28.50
Roe	978	0.09	0.05	-0.04	0.08	0.24
Lev	978	0.65	0.14	0.23	0.67	0.88
Big4	978	0.30	0.46	0	0	1
Amount	978	2.35	0.77	0	2.30	4.10

## 5.2. 回归分析

表 4 列示了债券通的实施对债券信用评级影响的回归结果。若 List × Post 的系数显著为负, 则表示假设一成立。列(1)为加入控制变量后的结果, 列(2)则进一步控制了年度效应和行业效应, List × Post 的系数分别为-0.242、-0.253, 且均在 1% 的水平上显著。这说明了相对于其他债券, 债券通实施后标的债券的信用评级降低, 实证结果支持假设 1, 即债券通的实施会使债券信用评级降低。从控制变量方面来看, 结果均与预期相符。另外, 模型(1)调整后 R<sup>2</sup> 为 0.489, 说明模型(1)拟合程度较好, 具有一定的解释能力。

**Table 4.** Regression results of hypothesis 1

**表 4.** 假设 1 的回归结果

变量	(1)	(2)
Rating	Rating	Rating
List	0.062 [0.844]	0.074 [1.004]
Post	0.349*** [5.548]	0.167 [1.404]
gd	-0.242*** [-2.937]	-0.253*** [-3.059]
State	0.331*** [7.961]	0.298*** [6.302]
Size	0.259*** [11.348]	0.270*** [11.505]
Roe	0.691** [2.030]	0.863** [2.312]
Lev	-1.205*** [-6.939]	-0.992*** [-5.199]

Continued

Big4	0.0878** [2.367]	0.0881** [2.279]
Amount	0.139*** [4.680]	0.130*** [4.327]
_cons	-5.074*** [-11.008]	-5.990*** [-12.353]
Year	未控制	控制
Industry	未控制	控制
adj.R <sup>2</sup>	0.463	0.489
F 统计量	91.58	42.69
N	978	978

注：表中括号内的数值为  $t$  值，\* $p < 0.1$ ，\*\* $p < 0.05$ ，\*\*\* $p < 0.01$ 。

本文借鉴周冬华(2018) [14]的做法，对假设 2 和假设 3 进行分组回归检验，在模型(1)的基础上分别按照评级机构声誉、投资者关注进行分组回归检验。

投资者可根据评级机构长期以来建立的声誉高低来衡量债券信用等级的可靠性，具有较高声誉的评级机构会出具更加真实可靠的信用评级。表 5 的列(1)、(2)结果显示高声誉组中 List  $\times$  Post 的系数为-0.290，在 1%的水平上显著，而在低声誉组中 List  $\times$  Post 的系数为-0.11，并不显著，表明债券通的实施对债券信用等级的降低效应在声誉高的评级机构更为明显，假设 2 成立。

债券通的实施意味着发债公司会同时受到境内外投资者的关注，投资者关注的增加会促使评级机构提高信用评级质量。投资者关注的检验结果列于表 5 的列(3)、(4)，结果显示投资者关注高组 List  $\times$  Post 的回归系数为-0.335，在 1%的水平上显著，而在投资者关注低组中回归系数为-0.004，并不显著，假设 3 成立。

**Table 5.** Regression results of hypothesis 2 and 3

**表 5.** 假设 2、3 的回归结果

变量	声誉		投资者关注	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Rep = 1	Rep = 0	SV = 1	SV = 0
List	0.104 [1.090]	0.00406 [0.036]	0.181* [1.747]	-0.119 [-1.091]
Post	0.313** [2.030]	0.0342 [0.146]	0.394** [2.518]	-0.126 [-0.646]
List $\times$ Post	-0.290*** [-2.822]	-0.11 [-0.743]	-0.335*** [-2.856]	-0.00433 [-0.036]
State	0.220*** [4.196]	0.543*** [5.253]	0.187*** [2.969]	0.321*** [3.709]
Size	0.291*** [11.105]	0.293*** [5.138]	0.358*** [9.549]	0.169*** [5.119]

## Continued

Roe	1.361*** [3.319]	0.43 [0.522]	0.892 [1.606]	-0.466 [-0.797]
Lev	-0.993*** [-4.744]	-1.425*** [-3.166]	-1.638*** [-5.263]	-0.683** [-2.352]
Big4	0.0819** [1.968]	0.209** [1.974]	0.0277 [0.507]	0.0423 [0.760]
Amount	0.144*** [4.341]	0.0545 [0.707]	0.126*** [3.141]	0.179*** [4.129]
_cons	-6.522*** [-12.007]	-5.580*** [-4.891]	-7.818*** [-10.512]	-3.994*** [-5.829]
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
adj.R <sup>2</sup>	0.528	0.451	0.553	0.439
N	745	233	436	435

注：表中括号内的数值为  $t$  值，\* $p < 0.1$ ，\*\* $p < 0.05$ ，\*\*\* $p < 0.01$ 。

## 5.3. 稳健性检验

替换信用评级变量。参考黄小琳等(2017)的研究，本文采用中国人民银行《信用评级要素、标识及含义》划分的“三等九级”(AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C)代替 21 级微调式信用等级，并依次对信用评级变量进行赋值，经检验结果如表 6 所示，List  $\times$  Post 的系数显著为负，证明债券通的实施会使债券信用评级降低，假设依旧成立。

**Table 6.** Robustness test on bond connect and bond credit rating  
**表 6.** 债券通与债券信用评级的稳健性测试

变量	(1) rating	(2) Rating
List	0.0269 [0.622]	0.0405 [0.931]
Post	0.176*** [4.396]	0.104 [1.363]
List $\times$ Post	-0.176*** [-3.360]	-0.189*** [-3.617]
State	0.258*** [8.786]	0.222*** [6.763]
Size	0.153*** [10.124]	0.152*** [9.587]
Roe	0.334 [1.409]	0.492* [1.874]

Continued

Lev	-0.681*** [-6.012]	-0.538*** [-4.191]
Big4	0.107*** [3.561]	0.104*** [3.398]
Amount	0.0805*** [3.985]	0.0745*** [3.613]
_cons	-2.298*** [-7.601]	-2.568*** [-7.995]
Year	未控制	控制
Industry	未控制	控制
adj.R <sup>2</sup>	0.417	0.440
N	978	978

注：表中括号内的数值为  $t$  值，\* $p < 0.1$ ，\*\* $p < 0.05$ ，\*\*\* $p < 0.01$ 。

## 6. 结论与建议

### 6.1. 研究结论

“债券通”制度的实施意味着中国资本市场的进一步开放，推动了中国债券市场与国际制度接轨。本文以 2015~2019 年 A 股上市公司发行的中期票据和企业债作为样本数据，运用倾向得分匹配法和双重差分模型进行实证分析，检验了债券通的实施对债券信用等级的影响，得到研究结论如下：债券通的实施会使债券信用等级降低，同时该效应在声誉高的评级机构以及投资者关注度较高的公司中更为明显。研究结果表明债券市场的开放可有效缓解债券市场的信息不对称，国际评级机构的引入、评级机构的声誉机制以及投资者关注度的增加会促进评级机构维护自身声誉，提高评级质量，从而出具更加真实、可靠的信用评级，有助于缓解境内债券评级虚高、区分度不足等问题。

### 6.2. 政策建议

相关部门首先应根据我国国情借鉴境外债券市场先进的管理理念和监管制度，促进境内债券市场在信用评级、信息披露等方面与国际债券市场接轨，形成适合境内债券市场发展的交易制度和运作机制，营造规范、合理的投资环境，完善资本市场基础设施建设，促进跨境投资便利化；其次，应当加强对发债公司信息披露的监管工作，对于违规操作应详细披露其具体行为和处罚结果，保障投资者的合法权益，维持债券市场的交易秩序；最后，应同时强化对评级机构行业的监管和引导，建立检验信用评级的合理标准，完善评级体系建设，提升境内评级机构公信力和竞争力。

### 基金项目

教育部人文社会科学研究青年基金项目，“债券通”政策的实施效果及其影响机制研究，20YJC790027。

### 参考文献

- [1] 宗良, 陈思宇. 债券通与全球资产配置[J]. 中国金融, 2017(16): 71-73.
- [2] 桂浩明. 债券通与资本市场开放[J]. 中国金融, 2017(12): 56-57.
- [3] 彭飞, 朱建林. 中国债券市场对外开放现状、问题与建议[J]. 现代管理科学, 2018(5): 21-23.

- 
- [4] Goel, A.M. and Thakor, A.V. (2015) Information Reliability and Welfare: A Theory of Coarse Credit Ratings. *Journal of Financial Economics*, **115**, 541-557. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.11.005>
- [5] 姚红宇. 评级机构声誉机制与评级上调——来自中国信用评级的证据[J]. 经济学报, 2019, 6(2): 125-154.
- [6] Jiang, X.F., Stanford, M.H. and Xie, Y. (2012) Does It Matter Who Pays for Bond Ratings? Historical Evidence. *Journal of Financial Economics*, **105**, 607-621. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.04.001>
- [7] Becker, B. and Milbourn, T. (2011) How did Increased Competition Affect Credit Ratings? *Journal of Financial Economics*, **101**, 493-541. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.012>
- [8] 王冠楠, 项卫星, 卢书媛. 中国信用评级市场开放对国内企业评级的影响[J]. 国际金融研究, 2018(8): 78-87.
- [9] 常殊昱. 开放对中国债券市场的影响[J]. 中国金融, 2019(9): 38-39.
- [10] 华鸣, 孙谦. 外国投资者降低了新兴市场股价崩盘风险吗——来自“沪港通”的经验证据[J]. 当代财经, 2018(1): 57-67.
- [11] 郭阳生, 沈烈, 郭枚香. 沪港通改善了上市公司信息环境吗?——基于分析师关注度的视角[J]. 证券市场导报, 2018(10): 35-43, 50.
- [12] 施燕平, 刘娥平. 资本结构调整、信用评级与公司债券融资成本[J]. 财贸研究, 2018, 29(1): 86-98.
- [13] 黄小琳, 朱松, 陈关亭. 债券违约对涉事信用评级机构的影响——基于中国信用债市场违约事件的分析[J]. 金融研究, 2017(3): 130-144.
- [14] 周冬华, 方瑄, 黄文德. 境外投资者与高质量审计需求——来自沪港通政策实施的证据[J]. 审计研究, 2018(6): 56-64.