

分类号 F83/615
U D C 0005802

密级
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 社会信任对债券评级质量的影响研究

研究生姓名: 孙旭

指导教师姓名、职称: 丁汝俊 教授

学科、专业名称: 金融专硕

研究方向: 金融管理

提交日期: 2024年6月1日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 孙旭 签字日期： 2024.06.02

导师签名： [Signature] 签字日期： 2024.06.02

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同意” / “不同意”) 以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入CNKI中国知识资源总库或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 孙旭 签字日期： 2024.06.02

导师签名： [Signature] 签字日期： 2024.06.02

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

Research on the impact of social trust on bond rating quality

Candidate : Sun Xu

Supervisor:Ding Rujun

摘 要

最近几年我国的信用评级市场正在经历着较大的波动，大量不利事件的冲击使得本就不明朗的市场更加暗流涌动，在此影响下，信用评级机构的效力与口碑正在饱受投资者的质疑，同时由于信用评级机构在对市场主体评级时存在不够及时、不够准确、质量低下等问题，于是信用评级机构的时效性与准确性问题被推到了风口浪尖之上，因此在目前复杂多变的经济背景下研究信用评级质量是被什么因素影响的、如何影响的是十分重要的。自 2022 年来山东大量民企倒闭破产，过程中呈现出信用评级级别较高、集中、连锁等特点，“山东担保圈”现象愈演愈烈。企业之间存在互相联保互保的现象，尤其是在疫情之后我国经济大环境不明朗的背景下，单个企业如果出现了较大的资金缺口甚至资金链断裂，那么相关区域内所有与之互保联保企业的信用状况都将受到严重影响；另外，企业并没有完全披露对外担保信息，对应的企业的信用风险就无法完全通过信用评级体系呈现出来，这也就使得企业存在评级虚高的问题，继而相关区域整体的信用评级质量都会受到影响。2014 年发生的“超日债”违约事件对评级市场来说是一场震惊行业的地震，此后开始许多评级较高的债券开始违约，出现问题，其中不乏大量国有企业，“刚性兑付”的预期落空；2018 年的大公国际“停评”事件更是暴露出我国信用评级机构存在管理无序、从业人员不符合资质、利益冲突严重等问题，这些都导致了我国信用评级机构评级的低质量。

本文选用 2012-2022 年发行的债券作为研究样本，以 2008-2022 年社会综合调查的与信任有关的问卷调查结果来描述地区的社会信任水平，中债市场隐含评级与评级机构评级之间的评价分歧来定义债券评级质量，使用普通最小二乘法进行基准回归，探究社会信任与债券评级质量之间的相关关系以及是通过何种途径进行此关系的。本文研究发现，社会信任对债券评级质量有显著的负影响，表现为评级质量的膨胀，为了检验稳健性，本文使用了 2007 年社会综合调查对陌生人信任的调查问题作为社会信任的代理变量、删除了样本数据中占比较大的省份的影响、使用了地区无偿献血指标作为社会信任的工具变量，回归结果仍然稳健。机制检验通过了主观偏信为主要影响机制，具体表现为评级机构会对社会信任水平较高的区域形成区域内企业违约概率较低的预期，使得评级机构高估企业经营状况，低估企业违约可能，最终导致评级水平的膨胀，评级质量的降低。主观偏信产生自债券评级分析机构与发债的公司或企业长时间的博弈产生的分析惯性。本文进一步检验了主观偏信存在情况下的利益冲突、道德风险、声誉效应是否为社会信任影响债券评级质量的机制。检验发现，在评级机构已经形成主观偏信的情境下，

利益冲突机制表现为评级机构其出于增扩当地的市场份额的目的，往往采取取悦客户、膨胀评级的行为，债券评级质量由此降低；本文假设的道德风险机制表现为评级机构采取懒惰行为，自身较少的进行信息的加工与甄别，并过度引用与依赖企业的公开信息，企业美化过的公开信息与真实信息的偏离可能会使评级进一步膨胀扩大，但实证研究并未支持该假设；声誉效应机制表现为评级机构存在主动追求良好声誉的逐利行为与监管压力下不得不维持声誉的行为，以及拥有良好声誉的企业往往具有较高的内部控制质量，有效的内部控制提高了企业的公开信息披露质量，这会促使评级机构严谨评级，降低社会信任对债券评级质量的膨胀效果，从而纠正评级质量。

关键词：社会信任 信用评级 主观偏信 声誉效应

Abstract

In recent years, China's credit rating market has been experiencing significant fluctuations, and the impact of a large number of adverse events has made the already uncertain market more turbulent. Under this influence, the effectiveness and reputation of credit rating agencies are being questioned by investors. At the same time, due to the problems of untimely, inaccurate, and low quality of credit rating agencies in rating market entities, the timeliness and accuracy of credit rating agencies have been pushed to the forefront of the storm. Therefore, it is very important to study what factors affect the quality of credit ratings and how they affect it in the current complex and changing economic context. Since 2022, a large number of private enterprises in Shandong have gone bankrupt, showing characteristics such as high credit rating, concentration, and chain operation. The phenomenon of "Shandong Guarantee Circle" has become increasingly severe. There is a phenomenon of mutual protection and mutual protection among enterprises, especially in the context of the uncertain economic environment in China after the epidemic. If a single enterprise has a significant funding gap or even a broken funding chain, the credit status of all mutual protection and mutual protection enterprises in the relevant region will be seriously affected; In addition, if enterprises do not fully disclose external guarantee information, the corresponding credit risk of the enterprise cannot be fully presented through the credit rating system, which leads to the problem of inflated ratings for the enterprise, and subsequently affects the overall credit

rating quality of the relevant regions. The "super day bond" default event that occurred in 2014 was a shocking earthquake for the rating market. Since then, many higher rated bonds have started to default, causing problems, including many state-owned enterprises, whose expectations of "rigid redemption" have been dashed; The 2018 Dagong International rating suspension incident further exposed the problems of disorderly management, unqualified employees, and serious conflicts of interest in China's credit rating agencies, all of which led to the low quality of credit ratings.

This article selects bonds issued from 2012 to 2022 as research samples, and uses the results of a trust related questionnaire survey from the 2008 to 2022 social comprehensive survey to describe the level of social trust in the region. The evaluation divergence between implicit ratings in the Chinese bond market and ratings from rating agencies is used to define the quality of bond ratings. The ordinary least squares method is used for benchmark regression to explore the correlation between social trust and bond rating quality, as well as the channels through which this relationship is established. This study found that social trust has a significant negative impact on the quality of bond ratings, manifested by the inflation of rating quality. To test robustness, this study used the 2007 CGSS survey on stranger trust as a proxy variable for social trust, removed the influence of provinces with a larger proportion in the sample data, and used regional voluntary blood donation indicators as instrumental variables for social trust. The regression results remained robust. The mechanism test has

passed the subjective bias as the main influencing mechanism, which is manifested in the expectation that rating agencies will form a lower probability of corporate default in regions with high social trust, leading to an overestimation of the company's operating conditions and an underestimation of the possibility of corporate default, ultimately leading to an expansion of rating levels and a decrease in rating quality. Subjective bias arises from the analytical inertia of long-term games between bond rating analysis agencies and issuing companies or enterprises. This article further examines whether conflicts of interest, moral hazard, and reputation effects in the presence of subjective bias are mechanisms by which social trust affects the quality of bond ratings. The test found that in the context of subjective bias formed by rating agencies, the conflict of interest mechanism is manifested as the fact that rating agencies often adopt behavior of pleasing customers and inflating ratings for the purpose of expanding local market share, resulting in a decrease in the quality of bond ratings; The moral hazard mechanism assumed in this article is characterized by rating agencies engaging in lazy behavior, engaging in less information processing and screening, and excessively citing and relying on publicly available information from companies. The deviation between publicly available and truthful information that companies have beautified may further inflate and expand ratings, but empirical research does not support this hypothesis; The reputation effect mechanism is manifested by the profit seeking behavior of rating agencies actively pursuing good reputation and the behavior of having to

maintain reputation under regulatory pressure, as well as the fact that enterprises with good reputation often have higher internal control quality. Effective internal control improves the quality of public information disclosure of enterprises, which will encourage rating agencies to rigorously rating and reduce the inflationary effect of social trust on bond rating quality, thereby correcting rating quality.

Keywords: social trust; credit rating; subjective preference; reputation effect

目录

1 绪论	11
1.1 研究背景和研究意义	11
1.1.1 研究背景	11
1.1.2 研究意义	12
1.2 研究内容和研究方法	13
1.2.1 研究内容	13
1.2.2 研究方法	15
1.2.3 技术路线图	16
1.3 文献综述	17
1.3.1 关于社会信任的文献	17
1.3.2 关于评级质量的文献	19
1.4 创新点与不足之处	21
1.4.1 创新点	21
1.4.2 不足之处	22
2 理论分析与研究假设	23
2.1 理论分析	23
2.1.1 主观偏好理论	23
2.1.2 利益冲突理论	23
2.1.3 道德风险理论	24
2.1.4 声誉效应	24
2.2 研究假设	25
3 社会信任与债券评级的相关数据与变量	27
3.1 样本选择	27
3.2 变量定义	27
3.3 描述性统计	28
4 社会信任对债券评级质量影响的实证分析	30
4.1 回归方法与结果	30

4.2 稳健性检验	33
4.2.1 使用新的社会信任代理变量	33
4.2.2 删除占比较大省份的影响	34
4.2.3 使用工具变量检验内生性	35
5 社会信任对债券评级质量影响的机制检验	37
5.1 主观偏信	37
5.2 利益冲突	39
5.3 道德风险	42
5.4 声誉效应	43
6 结论与建议	46
6.1 研究结论	46
6.2 政策建议	47
6.2.1 加强评级机构职业能力建设	48
6.2.2 转变评级机构付费模式	48
6.2.3 加强对评级机构声誉的奖惩	48
6.2.4 加强对评级机构的监管	48
参考文献	50
后记	55

1 绪论

1.1 研究背景和研究意义

1.1.1 研究背景

随着资本市场的发展与完善，评级机构在市场中发挥了越来越重要的角色，他们通常拥有专业的知识和技能，通过市场分析、实地调研、直接对话管理者等方式收集、加工信息，在研究报告中解读分析上市公司的经营状况和发展策略、做出盈余预测，是上市公司与市场投资者之间重要的信息传递中介，显著减少了市场上的信息不对称问题，使金融市场运行更加有效。因此，评级机构被视为金融市场中重要的信息来源，被投资者和其他市场参与者普遍关注。评级机构评级的准确性，直接决定了其传递的信息价值，影响着资本市场的资产配置效率；因此研究评级机构债券评级质量的影响因素有十分重要的意义。社会信任是一种更为一般意义的信任，是指对陌生人的普遍信任。社会信任作为一种非正式制度，是一个地区的公共品，同一个社会组织的成员，会被贴上相同的标签。社会信任代表一个区域内的合作意愿，信任首先是一种主观行为，个体会对其他个体实施的行为进行判断，也就是说信任代表个体主观的认为自身被欺骗的概率。由于道德风险、信息不对称广泛的存在，信任可以提升合作概率、减少交易阻力，从而提高经济的运行效率、降低市场无序行为。

信用评级同样也是监管部门执行监管工作的重要参考指标，银保监会（现国家金融监督管理总局）和证监会分别就保险资金和货币基金能够投资的债券级别做出了严格的要求。根据保监会印发的保险资金投资债券暂行办法，保险资金投资的金融企业（公司）债券应当具有国内信用评级机构评定的 A 级或者相当于 A 级以上的长期信用级别；保险资金投资的证券公司债券应当具有国内信用评级机构评定的 AA 级或者相当于 AA 级以上的长期信用级别；保险资金投资的非金融企业（公司）债券应当具有国内信用评级机构评定的 A 级或者相当于 A 级以上的长期信用级别。证监会颁发的货币市场基金监督管理办法明确规定货币市场基金不得投资于信用等级在 AA+以下的债券。自 2022 年来山东大量民企倒闭破产，过程中呈现出信用评级级别较高、集中、连锁等特点，“山东担保圈”现象愈演愈烈。企业之间存在互相联保互保的现象，尤其是在疫情之后我国经济大环境不明朗的背景下，单个企业如果出现了较大的资金缺口甚至资金链断裂，那

么相关区域内所有与之互保联保企业的信用状况都将受到严重影响；另外，企业并没有完全披露对外担保信息，对应的企业的信用风险就无法完全通过信用评级体系呈现出来，这也就使得企业存在评级虚高的问题，继而相关区域整体的信用评级质量都会受到影响。2014年发生的“超日债”违约事件对评级市场来说是一场震惊行业的地震，此后开始许多评级较高的债券开始违约，出现问题，其中不乏大量国有企业，“刚性兑付”的预期落空；2018年的大公国际“停评”事件更是暴露出我国信用评级机构存在管理无序、从业人员不符合资质、利益冲突严重等问题，这些都导致了我国信用评级机构评级的低质量。从2014年发生的“超日债”违约事件到2018年的大公国际“停评”事件，再到2022年山东大量优质民企倒闭破产的现象，加之“山东担保圈”的愈演愈烈，社会信任到底在信用评级中扮演了什么样的角色将是本文重点思考的问题。

1.1.2 研究意义

从理论方面来说，社会信任代表一个区域内的合作意愿，信任首先是一种主观行为，个体会对其他个体实施的行为进行判断，也就是说信任代表个体主观的认为自身被欺骗的概率。信任一般分为两类：其一是建立在与固定的个体或团体长期的互动、交流基础之上的特定的信任；其二是社会信任，它表示个体对陌生的个体或团体能否进行合作的预期，是一种广泛化的信任。信任可能起源于长期的现实生活，也就是个体与其他个体或团体在长期的互动交流中展现出来的可信任性；信任也可能来自于个体的主观偏好，也就是信任的个体或团体身上存在某种特定的属性，基于这些特定的属性而主观的产生信任。由于道德风险、信息不对称广泛的存在，信任可以提升合作概率、减少交易阻力，从而提高经济的运行效率、降低市场无序行为。信用评级是经济金融活动中不可缺少的一环，信用评级中包含与发债主体有关的财务状况、生产经营、信用水平等经济信息，是投资者投资的参考来源，对于资本市场、货币市场上的资金往来施加着重要影响。同时，信用评级对监管当局来说也是不可获取的，相关的监管活动都需以此为参考，在国家金融监督管理总局成立之前，银保监会和证监会已经审慎管理了保险基金等的参与债券级别。

从现实层面来说，信用评级既是微观主体的决策依凭，又是监管部门的工作参考，无论是金融市场的运行效率还是金融市场的稳定性都受到信用评级质量的影响。低质量的信用评级会扭曲市场信息，无法为投资者提供有效的决策依据，使得高质量企业可能

难以获取市场融资，从而出现“柠檬问题”，劣币驱逐良币，金融市场运行不畅；而高质量的信用评级为市场主体提供的信息具有时效性、准确性，得益于此，投资者与发债主体之间的信息不对称问题、道德风险问题等得到有效缓解，金融市场的资本配置水平得到有效提升，金融市场稳定性、安全性进一步增强。本文的研究结论对于目前我国进入社会主义新时代、寻求高质量发展、实现经济转型的发展阶段有重要的理论与实践意义，同时我国的评级市场也随着经济发展阶段的转型呈现出更多新的特点与需求，本文对我国新时代条件下评级市场的改革与转型也具有重要的政策意义。本文针对我国信用评级市场存在的问题结合实证研究，提出了加强评级机构职业能力建设、转变评级机构付费模式、加强对评级机构声誉的奖惩、加强对评级机构的监管等建议。

1.2 研究内容和研究方法

1.2.1 研究内容

本文选用 2012-2022 年发行的债券作为研究主体，以 2008-2022 年社会综合调查的与信任有关的问卷调查结果来描述地区的社会信任水平，以社会信任程度的由浅及深来赋予从低到高的数值，对该数集求平均值来描述某区域的社会信任水平。将评级级别按照高低顺序赋予数值，以此表示评级质量，将中债市场隐含评级与评级机构评级之间的评价分歧来定义债券评级质量，该指标代表投资者评价与评级机构评价的不同，并表示二者的分歧程度，该指标数值的大小意味着投资者与评级机构分歧的大小，二者越偏离，评级质量也就越差。本文的控制变量选取了省份层面、债项以及发债主体，固定效应的设置为将中债市场隐含评级、年份、行业、区域加入到回归方程中。本文使用普通最小二乘法基准回归结果表明了社会信任对债券评级质量的影响：社会信任对债券评级质量有显著的负影响，表现为评级质量的膨胀，二者的数量关系为：1 单位程度的社会信任会向更差处偏离 0.461 单位程度的评级质量。为了检验稳健性，本文使用了 2007 年社会综合调查有关陌生人信任的调查问题作为社会信任的代理变量、删除了样本数据中占比较大的省份的影响、使用了地区无偿献血指标作为社会信任的工具变量，回归结果仍然稳健。社会信任对评级质量的影响是通过膨胀评级使得信用评级虚高而评级质量变差，评级机构会对高社会信任程度的地区产生高估评级、低估违约的倾向，从而使区域整体评级水平偏高。

本文认为评级机构对高社会信任地区产生的主观偏信是社会信任影响信用评级质量的主要途径。主观偏信可能产生自评级机构与某省份内企业长期博弈的惯性，也可能产生自某些与从业行为无关的区域特质。若债券评级分析机构是首年分析观察该行业或者省份，那么社会信任很难对评级质量产生较大影响，也就说明长期博弈后的惯性是主观偏信的来源；若两组对比样本中社会信任对评级质量的影响无明显区别，就说明某些与从业无关的区域特质是主观偏信的来源。回归结果表明，若债券评级分析机构为首次对该行业或者省份进行分析，则 Conf 的作用力明显减小，这就表明了长期合作后的惯性是主观偏信的来源。由于相较于私营企业，国有企业存在“隐性担保”的预期，评级机构往往会因此低估其违约概率，同时国有企业的存在年限往往高于私营企业，评级机构与其合作的年限也就更长，那么本文认为相较于私营企业，对国有企业而言社会信任对评级质量的影响更大，回归结果验证了本文的猜测。

本文已经分析了社会信任是通过主观偏信这一机制膨胀了信用评级从而影响评级质量的，那么在主观偏信已经存在的基础上，评级机构可能会采取的行动如下：首先是以增扩当地的市场份额为目的，取悦客户高估评级，导致评级质量发生偏差，即评级机构存在利益冲突问题；其次是懒惰行为，可能会带有道德风险的性质，出于降低成本增加收益的考虑，评级机构自身会较少的进行信息的加工与甄别，并同时过度引用与依赖企业的公开信息，加之企业公开信息的不完全性从而导致了评级机构依赖的信息与企业的实际经营状况大相径庭，同时，如果债务融资在客户的融资结构中占比较大，那么出于降低融资成本的考虑，客户可能会通过各种手段要求评级机构提高评级级别，若评级机构过强的独立性导致其采取取悦客户提高评级级别的行动，那么评级就会更加膨胀。首先，本文参考文献设置了 3 个代理变量以验证利益冲突机制，使用 Herfindahl-Hirschman 指数来描绘债券评级分析机构的市场集中程度，在 70%以下的为市场竞争激烈的区域；使用资产负债率描述发债主体的融资结构，将资产负债率 80%-90%的发债主体列为以债务融资为主要融资方式的主体；使用中债市场隐含评级序列处于 AA 以下或者处于 AA 级序列衡量的具有强烈动机降低融资成本的企业，实证结果显示了利益冲突机制的虚拟变量与社会信任变量存在显著正相关关系，说明了利益冲突机制使社会信任显著降低了评级质量。其次，本文估计若道德风险也是导致社会信任降低评级质量的机制，那么对那些在利益的驱使下美化财务报表的企业来说，社会信任会产生更强烈的评级扩张，文另参考文献设置了以第一大股东持股比例处于 80%分位数以上衡量的企业较低的内部控制水平以及以资产收益率 ROA 处于 20%分位数以下衡量

的企业较高的盈利动机来完成对企业公开信息质量的描述，满足上述两项条件的企业往往具有较强的意图美化公开信息，但是实证分析并未通过这一假设，说明社会信任并未通过道德风险途径降低评级质量。最后，本文检验了声誉效应在社会信任影响评级质量的过程中扮演了什么样的角色，声誉效应对社会信任的影响存在于三方面：一是趋严的监管环境会使得评级机构迫于监管的压力不得不注重自身的声誉从而提升评级质量；二是投资者的关注与评价会影响评级机构声誉的好坏从而影响其收益，在维护口碑、提高收益的驱使下会使得评级机构正确信用评级，继而提升评级质量；三是拥有良好声誉的企业往往具有较高的内部控制质量，有效的内部控制提高了企业的公开信息披露质量，使得评级机构拥有充分准确的信息进行信用风险预测、开展评级工作，直接提高了评级机构的评级精度、减弱了评级的高估与膨胀水平。本文在此基础上设置了3个指标用以描述声誉效应如何影响评级质量，指标分别为以累计发债频次与累计发债规模处于前20%描述的更受投资者关注的发债主体、以2008-2012年期间描述更强烈的金融监管环境以及以DIB内部控制信息披露指数作为衡量内部控制质量的指标，实证结果表明了声誉效应代理变量与社会信任变量存在显著正相关关系，即评级机构对声誉的追求动机会导致更为准确的评级质量，会降低社会信任导致的信用评级的膨胀。

本文探究以社会信任为代表的区域因素对评级质量的影响，在此之前的研究多从评级机构的收益与成本（Doniy,2021; Cosall et al., 2021; Li et al., 2020; Jadox et al., 2020）、评级机构的内部控制（Jacker et al., 2022; Han et al., 2022; Sun et al., 2021）、评级机构的监管及外部性（Khaan, 2021; Taghai et al., 2022;）、经济周期波动对评级机构的影响（Shap et al., 2020; Belly et al., 2022）、评级经验（Hu et al., 2020）以及评级机构的声誉（Serama, 2021; Fimitroy et al., 2022）等方面研究评级质量，而少有研究对区域因素如何影响评级质量感兴趣，因此本文从区域因素出发丰富了现有文献，探究了社会信任等非正式制度如何对债券的评级质量产生影响。

本文将在第二章节阐述以社会信任为代表的非正式制度和与债券评级的质量相关的理论，并据此作出推论猜想；第三章节解释样本数据的选择以及实证分析的设计；第四章节为实证研究部分，包括回归方法与结果，以及稳健性检验；第五章节为机制检验，分别验证主观偏信、利益冲突、道德风险以及声誉效应；第六章节为研究结论以及政策建议。

1.2.2 研究方法

(1) 文献研究法：通过查阅国内外文献、搜集相关期刊文章、研读相关公司年报，阅读与国内外社会信任对债券评级质量影响研究的参考文献和时事资料，学习国内外学者针对此问题的观点与看法，为分析具体数据提供了理论基础，也为本文写作框架提供了思路。

(2) 实证分析法：本文选用 2012-2022 年发行的债券作为研究样本，全部样本数据为 16358 支债券，由于存在样本缺损、尾部评级机构评级等情况，经过处理后的样本数据为 12487 支债券。债券具体信息包括所属省份、所属行业、发债主体、财会信息等，均来自于国泰安数据库。以 2008-2022 年社会综合调查的与信任有关的问卷调查结果来描述地区的社会信任水平，以社会信任程度的由浅及深来赋予从低到高的数值，对该数集求平均值来描述某区域的社会信任水平。将评级级别按照高低顺序赋予数值，以此表示评级质量，将中债市场隐含评级与评级机构评级之间的评价分歧来定义债券评级质量，该指标代表投资者评价与评级机构评价的不同，并表示二者的分歧程度，该指标数值的大小意味着投资者与评级机构分歧的大小，二者越偏离，评级质量也就越差。在稳健性检验方面，本文使用了 2007 年社会综合调查有关陌生人信任的调查问题作为社会信任的代理变量；在内生性检验方面，本文使用了地区无偿献血指标作为社会信任的工具变量，数据来源于我国卫健委网站。

1.2.3 技术路线图

本文认为社会信任主要来源于主观偏信，并通过利益冲突、道德风险、声誉效应表现出来。其中利益冲突会导致评级机构采取为占据市场而取悦客户的行为，而道德风险会导致评级机构过于依赖客户发布的信息而采取懒惰行为，这两者都会导致评级膨胀，使评级质量更差；声誉效应会导致评级机构注重声誉给自身带来的正向效果从而准确评级，是评级质量更好。

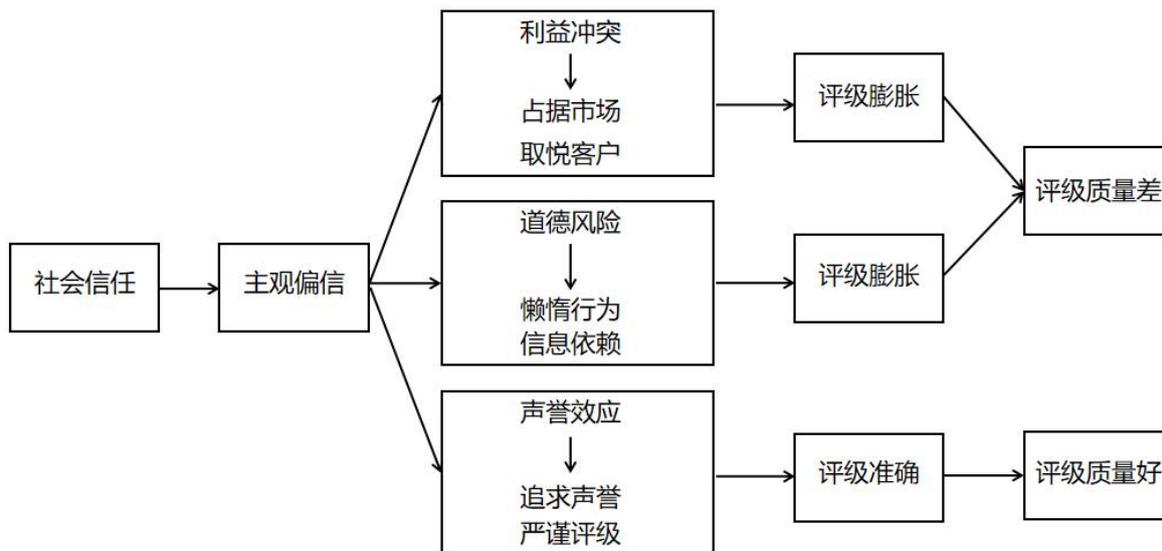


图 1 技术路线图

1.3 文献综述

1.3.1 关于社会信任的文献

信任首先是一种主观行为，个体会对其他个体实施的行为进行判断，并在此基础上建立自身利益是否会受到损害的预期（Cameta, 2002; Jurauor, 2004; Duca, 2007）。信任一般分为两类：其一是建立在与固定的个体或团体长期的互动、交流基础之上的特定的信任；其二是社会信任，它表示个体对陌生的个体或团体能否进行合作的预期，是一种广泛化的信任。张维迎（2002）和 Luieo 等（2007）研究发现，信任可能起源于长期的现实生活，也就是个体与其他个体或团体在长期的互动交流中展现出来的可信任性；信任也可能来自于个体的主管偏好，也就是信任的个体或团体身上存在某种特定的属性，比如“同乡人”、“当地人”等，基于这些特定的属性而主观的产生信任。

由于道德风险、信息不对称广泛的存在，信任可以提升合作概率、减少交易阻力，从而提高经济的运行效率、降低市场无序行为。乔亚楠（2023）研究发现社会信任是对法律体系的补充，高质量的社会信任可以改善地区融资环境，对提高企业融资效率的提升有显著影响。韩珣和封玥（2023）指出社会信任对于减少道德风险有显著影响，社会信任水平的提升能够减少管理者的利己主义、降低经营和财务交叉风险以及稳定投资者

情绪。李文贵和鲍娇蕾（2023）研究发现，社会信任能够加深企业的信息披露程度，提升企业盈余的稳定性以及对于会计师准确分析预测企业财务状况有显著影响并降低会计工作中的不准确性。张萍和韩小芳（2022）研究指出，企业的内部控制水平与当地的社会信任水平有密切联系，二者存在正向相关关系。赵庆庆等（2022）研究结果表明，地区社会信任有助于降低企业的成本粘性，这一关系在资源调整成本较高和管理层代理冲突较严重的企业中更加显著，即社会信任主要通过降低资源调整成本和管理层代理冲突进而降低成本粘性。刘芳辰（2022）研究发现，社会信任水平可以显著影响企业债务期限结构，社会信任水平越高的地区，企业越容易获得长期债务融资。康旺霖等（2021）指出，企业所在地区的社会信任水平越高，其代理成本越高，社会信任存在被滥用的风险。王佳晨等（2021）研究发现，法治化水平在社会信任与会计信息质量关系中起到正向的调节作用，高水平的社会信任可以提升上市公司会计信息质量。明玉琪（2021）指出，提高社会信任水平对市场中的交易有很大的影响，可以降低人力成本，减少诉讼风险等。王艳等（2017）研究指出，高社会信任水平对企业并购有显著正向影响，具体表现为减少交易主体的“柠檬问题”与搭便车现象、提升交易双方的互信水平从而减少并购冲突与降低交易成本、促进并购顺利进行与增加并购收益。

Gu 等 (2020)研究表明，来自社会信任度高的地方的 CEO 会对公司的股价产生不利影响，因为由于人们对可信度的刻板印象，这些公司可能会对 CEO 采取较弱的监察力度。Sialm 等（2020）研究指出，对于总部位于高信任地区的公司，董事会成员可能会更信任和宽容，这可能导致董事会被不道德的内部人士利用，同时在信任度高的地区，老练的散户投资者更喜欢投资本地股票。Ishii（2020）研究发现，社会信任可能对内部人员的背德交易产生反作用，社会信任作为一种主观的环境变量可能为业内人士提供更多的交易机会，在高浓度的信任环境中可能会出现监管松动的现象。Pevzner（2020）使用中国省市面板数据研究指出，尽管近年来中国经济发展迅速，已成为全球第二大经济体，但是中国保护中小股东利益的法律、金融体制机制不健全，其中一个重要原因是中国拥有丰富的社会资本，如社会信任、良好的人际关系和良好的声誉。Guretal（2017）认为，在高社会信任环境中，即便企业内控缺乏对管理决策的监督，委托决策仍可以通过授权的方式减少企业的财务成本，该行为的风险随着社会信任程度的提升而降低，即使在经济复杂的环境中，只要社会信任程度较高该行为就能够提升企业效益、增加盈利可能。Cen（2016）研究发现，信任可以显著促进经济增长，具体表现为信任水平每增加 1%会使经济增长率增加 0.064%；在微观层面，社会信任还可以降低企业的内部成

本，保护中小股东的利益。Roy 等（2014）研究表明，社会信任可以减少各种机会主义行为，促进人们的合作，从而提高他们的福利，社会信任对企业参与社会专业分工也有一定影响。

1.3.2 关于评级质量的文献

评级质量反映的是信用评级机构所出具的信用评级信息能否准确的表示企业的预期违约情况、信用价差与评级之间的相关性以及是否评级是否存在未流通的内涵信息。本文探究以社会信任为代表的区域因素对评级质量的影响，在此之前的研究多从评级机构的收益与成本、评级机构的内部控制、评级机构的独立性、市场波动对评级机构的影响等方面研究评级质量，而少有研究对区域因素如何影响评级质量感兴趣，因此本文从区域因素出发丰富了现有文献，探究了以社会信任为代表的区域因素通过何种机制影响评级质量，延伸了评级质量的研究范围。

赵征等（2023）研究发现，相较国外的信用评级机构，我国的信用评级机构在评级的时效性、准确性等方面有所欠缺，同时存在高估企业评级、为了获取市场份额扭曲评级等情况，认为国内信用评级机构仍然与相对名望的国外信用评级机构存在较大差距。安辉等（2022）研究指出，相对于债项评级，发行主体的评级更受到投资者关注，投资者对债项评级的看法受到其对发行主体评级看法的影响，具体表现为发行主体评级对债券融资的作用强于债项评级对债券融资的作用，发行主体评级会一定程度上抵消债项评级的影响。李孟玲（2022）研究发现，我国信用评级机构往往会低估违约风险，分析师存在过度乐观估计悲观状况的倾向，同时在违约发生前违约方常常伴随粉饰报表、虚假披露等行为。李慧敏（2022）研究表明，信用评级质量受到来自市场竞争、金融监管以及盈利模式的影响，市场的竞争程度越高评级就越会膨胀，金融监管越强评级就趋于收缩，从而使评级质量被扭曲，评级水平发生偏移。李睿（2022）通过大公国际停评事件指出，惩戒性监管会导致评级机构审慎评级，虽然收缩了评级水平，但是对真实的评级质量并未产生正面影响，进一步分析指出相较于国外，我国的评级机构种类匮乏、评级内容不够丰富、过于统一辨识度较差等问题，另外声誉效应和收入效应都与评级质量存在显著的正相关关系。池依倩（2022）基于中国信用债市场的违约事件，并选取了 2014 至 2020 年中国信用债市场的违约数据及评级机构的相关信息，分析违约债券的信用评级情况及质量，从中发现我国债券评级市场目前存在的问题，应通过加强监管、强化评

级机构中介责任、提高分辨违约风险的能力、发展“投资者付费”模式、加大信用评级跟踪力度等措施，以规范我国信用评级行业的发展。葛晶晶（2022）研究发现，声誉效应虽然会提升评级信息的有效性，但对待不同企业使用不同的标准会降低评级的公平性，评级机构的声誉会对投资者形成误导与错觉，同时评级机构受到负面信息带来的声誉冲击远大于正面信息为其带来的声誉提升。安小雪（2022）研究指出，债券评级受到债券资格门槛的影响，具体表现为债券资格的高门槛会引导高评级的债券进入市场，但是债券的利差并未因为准入门槛的高低而出现明显区别，即准入类的监管政策并不会提高评级质量，反而会膨胀评级。王颖（2021）研究发现，市场竞争与声誉效应存在协同关系，表现为市场竞争会提高高声誉评级机构出现的概率，高声誉的评级机构能够更有效的监测债券状况、更准确的预测违约概率，从而提高评级质量，市场竞争与声誉效应的这种协同作用在上市公司和国有企业中更加显著。郭培培（2020）研究指出，市场竞争对评级质量的提升有正向的影响，我国信用评级市场处于垄断竞争状态，处于顶端的高声誉评级机构存在膨胀评级的问题，而其他评级机构则存在羊群效应，评级机构的声誉并不能帮助投资者有效识别债券。白芳等（2019）研究发现，通过将监管与声誉作对比，公募债券受到更高级别的监管，同时拥有更高级别的评级，在使用债券公开发行与否来衡量外部监管的方法下，监管的影响对评级机构的不同分区都有显著影响，并且对底部评级机构来说监管的效力要强于声誉的影响。

Cantor、Packer（2020）研究发现，虽然债券信用违约带来的负面冲击有较强的时滞性，在短期内难以形成对评级机构收益的影响，但是声誉依然是评级机构举足轻重的招牌，若评级机构能够严谨评级工作，产出高质量信息，建立良好的声誉，那么其在长期内遭受不利冲击的概率就会下降。Chaney、Ossa（2020）研究非正式视角下社会信任等制度问题，他们在研究中指出，由于合同是不完美的，公司在随后的谈判中被敲竹杠的风险就越大，导致公司不愿进行投资，从而使其投资效率低下，而社会信任可以促进企业之间的合作，减轻被敲竹杠的风险。Becker、Milbourn（2019）研究发现，在市场竞争强度比较高的环境中，评级机构会认为保持良好的声誉并不是理智的行为，因为在这种情况下好声誉无法为评级机构增加收益，他们会认为选择讨好客户提高客户的评级水平能为他们带来更多的利润，能够涵盖声誉下降带来的损失。Goel、Thakor（2019）研究指出，评级机构为了保持良好的声誉往往需要付出代价，如果声誉提升带来的收益无法弥补为此付出的成本，评级机构会认为声誉是无效的。Gur、Bjørnskov（2017）研究发现，中国人对陌生人不信任的倾向往往阻碍企业发展，家族企业领导者倾向于将家

族企业平均分配给子嗣，而不是雇佣专业经理人，在高社会信任环境中，家族企业领导人往往考虑聘请专业经理人，建立系统的企业管理，从而促进企业发展；另外社会信任促进企业发展另一途径通过促进权力下放而实现。Juslin（2009）研究发现，正式制度推动企业提高 ESG 绩效，而社会信任等非正式制度则发挥着价值约束和社会规范的作用，企业 ESG 行为创造了利益相关者的价值，在社会信任水平较高的地区，企业有动机从事公益业务，并与各种利益相关者回报价值，实现互利。

综上所述，现有研究主要关注了信任在企业经营决策中的重要作用（并购、异地发展、委托管理等）、信任如何影响企业在资本市场中的表现（IPO、债券发行、盈余发布的市场反应、股价同步性等）以及信任作为非正式制度对正式制度的替代与补充（股价崩盘风险、财务稳健性、高管不恰当行为、风险承担行为）。信用评级机构作为重要的信息中介，却鲜有研究分析信任对信用评级质量的影响，本文尝试填补这一文献缺口。

1.4 创新点与不足之处

1.4.1 创新点

（1）本文探究以社会信任为代表的区域因素对评级质量的影响，在此之前的研究在此之前的研究多从评级机构的收益与成本、评级机构的内部控制、评级机构的独立性、市场波动对评级机构的影响等方面研究评级质量，而少有研究对区域因素如何影响评级质量感兴趣，因此本文从区域因素出发丰富了现有文献，探究了以社会信任为代表的区域因素通过何种机制影响评级质量，延伸了评级质量的研究范围。

（2）本文通过实证设计，检验了社会信任对债券评级质量的影响：社会信任会显著降低评级质量，并且在经过更换社会信任代理变量、删除占比较大的样本数据影响、设置工具变量后该结果仍然显著，本文继续探究了评级机构的主观偏信、利益冲突、道德风险、声誉效应是否为社会信任对债券评级质量的影响机制，机制检验通过了主观偏信、利益冲突会膨胀评级，声誉效应会收缩评级，道德风险并未对评级质量产生影响。

（3）本文的研究结论对于目前我国进入社会主义新时代、追寻高质量发展、实现经济转型的发展阶段有重要的理论与实践意义。第一，主观偏信是社会信任导致债券评级质量变差的首要原因，为此要提高对信用评级从业者的准入门槛和技能教育，减少其工作中的主观看法与经验主义。第二，评级机构的利益冲突会加剧社会信任对债券评级质量的扭曲，为此要降低评级机构的独立性，加强监管惩戒。第三，声誉效应会对扭曲

的评级信息拨乱反正，为此转变评级机构经营模式，政府要给与支持与奖励，推动声誉效应转化为现实收益。

1.4.2 不足之处

第一，对于有效量化债券违约、违约预测的方法可以进行深入探究，对于社会信任影响债券评级质量的更多机制也可以进行更深入研究，可以根据各省份不同的现状提出更针对性的政策建议，未来在数据支撑力度较强的情况下可以深入探究。

第二，与社会信任以及债券评级质量相关的数据指标种类繁多且复杂，因此本研究构建的评估指标体系可能存在某种程度的局限性。

2 理论分析与研究假设

2.1 理论分析

信任首先是一种主观行为，个体会对其他个体实施的行为进行判断，也就是说信任代表个体主观的认为自身被欺骗的概率。信任可能起源于长期的现实生活，也就是个体与其他个体或团体在长期的互动交流中展现出来的可信任性；信任也可能来自于个体的主管偏好，也就是信任的个体或团体身上存在某种特定的属性，比如“同乡人”、“当地人”等，基于这些特定的属性而主观的产生信任。由于道德风险、信息不对称广泛的存在，信任可以提升合作概率、减少交易阻力，从而提高经济的运行效率、降低市场无序行为。

2.1.1 主观偏好理论

主观偏好理论来自于行为金融学中的锚定效应，是指当人们需要对某一客体或现象进行预测、估计时，会事先对其赋予某些特殊属性，这些特殊属性来自于主体的主观认识，这些一开始就被赋予的特殊属性会制约着后续的预期，就像锚一样成为了定位基点。在本文中，主观偏信是社会信任影响债券评级质量的首要因素，主观偏信可能产生自评级机构与某省份内发债主体长期博弈的惯性，也可能产生自某些与从业行为无关的区域特质，如宗教、文化传统等。同时，相较于私营企业，评级机构对国有企业存在“隐性担保”预期，并且国有企业存在年限往往高于私营企业，评级机构与其合作的年限也就更长，这都会导致评级机构产生主观偏信，主观偏信便会导致评级机构膨胀评级水平，造成评级质量变差。

2.1.2 利益冲突理论

利益冲突来源于信息不对称，以委托-代理现象最为常见，代理方相较于委托方更具有信息优势，同时二者的利益并不趋同，在此情况下代理方便会采取利于自身而损害委托方的行动。在本文的分析中，评级机构往往根据历史经验判断债券发生违约的概率较低，同时评级机构很少采用“投资者付费”的盈利模式，其客户主体为发行方，在这种模式下利益冲突就会普遍存在，那么其出于增扩当地的市场份额的目的就会采取取悦

客户从而膨胀评级的行动，评级膨胀程度与利益冲突的严重程度同向增加。由于主观偏信的存在，评级机构会对高社会信任程度区域内的企业产生低信用风险的预期，评级机构会在此预期的影响下选择以攫取市场优势为目的的讨好行为，评级质量就会随之扭曲，这在竞争程度高的区域中尤为明显。同时，如果债务融资在客户的融资结构中占比较大，那么出于降低融资成本的考虑，客户可能会通过各种手段要求评级机构提高评级级别，若评级机构过强的独立性导致其采取取悦客户提高评级级别的行动，那么评级就会更加膨胀。

2.1.3 道德风险理论

道德风险是在信息不对称的情况下，行为主体为了最大化自身的效用而损害他人利益的行为。在本文中，评级机构出于降低成本增加收益的考虑会采取懒惰行为，即评级机构自身会较少的进行信息的加工与甄别，并同时过度引用与依赖企业的公开信息，加之企业公开信息的不完全性从而导致了评级机构依赖的信息与企业的实际经营状况大相径庭，同时，如果债务融资在客户的融资结构中占比较大，那么出于降低融资成本的考虑，客户可能会通过各种手段要求评级机构提高评级级别，若评级机构过强的独立性导致其采取取悦客户提高评级级别的行动，那么评级就会更加膨胀。

2.1.4 声誉效应

声誉效应是指好声誉的持有者能够藉此获得诸如降低成本、便宜行事等优势，从而增加自身的收益。对评级机构来说，无形的声誉可以转换成有形的现实收益，拥有良好的声誉能够获得更多客户的青睐、获得投资者的信任，从而能够攫取更大的市场占有率，同时也会减少监管机构的关注，降低受到监管惩处的可能。反之，恶劣的声誉会为评级机构带来更多的麻烦、更高的成本。因此，建立并保持良好的声誉已经成为评级机构的经营策略。在本文中，声誉效应对社会信任的影响存在于三方面：一是趋严的监管环境会使得评级机构迫于监管的压力不得不注重自身的声誉从而提升评级质量；二是投资者的关注与评价会影响评级机构声誉的好坏从而影响其收益，在维护口碑、提高收益的驱使下会使得评级机构正确信用评级，继而提升评级质量；三是拥有良好声誉的企业往往具有较高的内部控制质量，有效的内部控制提高了企业的公开信息披露质量，使得评级机构拥有充分准确的信息进行信用风险预测、开展评级工作，直接提高了评级机构的

评级精度、减弱了评级的高估与膨胀水平。

2.2 研究假设

债券评级的作用中最重要的是传递信息的功能，该功能的正常发挥离不开投资者与评级机构之间建立信任关系，也离不开评级机构与发债主体之间建立信任关系，这样才能保证信息的有效性。

一方面，信任是一种主观行为，个体会对其他个体实施的行为进行判断，也就是说信任代表个体主观的认为自身被欺骗的概率。评级机构对发债主体的信用评级不仅建立在企业的财务信息、经营状况等客观事实的基础之上，还取决于评级机构如何看待发债主体的公开信息、信用风险等。有学者研究发现，在高社会信任程度的区域，投资者往往会倾向于认为企业的公开信息披露是真实可靠的，其实际经营状况、财务信息等都是公开透明的，市场上很少存在投机、造假等行为。因此，主观偏信就开始发挥作用：高社会信任地区历史和经验上的优异表现会使评级机构形成该地区企业低违约概率的预期，评级的中立性、客观性被主观偏信取代，评级藉此被扭曲膨胀，评级质量下降。

另一方面，有先前的研究指出，在社会信任水平比较高的区域，发债主体的信息披露确实是主动的、可信的，其经营状况、财务信息也是事实上的，该区域的信用评级机构极少受到主观偏信影响，信用评级是客观的、准确的，发债主体与评级机构之间、评级机构与投资者之间建立起了良好的互信，各方之间信息不对称程度较轻，债券评级质量较高。

本文在上文两个方面的基础上提出以下两个对立假设：

H1：主观偏信效应——高社会信任水平会使评级机构产生主观偏信，主观地高估发债主体经营状况，低估信用风险，评级具有浓重的主观色彩，评级质量被扭曲下降。

H2：信息净化效应——在社会信任水平比较高的区域，发债主体的信息披露准确、有效，评级机构客观、中立，各市场主体之间互信程度高，信息不对称现象较少，评级质量较高。

如果评级机构已经产生了主观偏信，那么其可能会采取的行动将如下：首先是以增扩当地的市场份额为目的，取悦客户高估评级，导致评级质量发生偏差，即评级机构存在利益冲突问题；其次是懒惰行为，可能会带有道德风险的性质，出于降低成本增加收益的考虑，评级机构自身会较少的进行信息的加工与甄别，并同时过度引用与依赖企业

的公开信息，加之企业公开信息的不完全性从而导致了评级机构依赖的信息与企业的实际经营状况大相径庭，企业往往会在利益的驱使下采取美化财务信息等行动，评级机构使用的虚假信息会使评级水平被高估，从而降低了评级质量。另外，评级机构主动或被动的对声誉的追求会影响其评级行为，声誉效应对社会信任的影响存在于三方面：一是趋严的监管环境会使得评级机构迫于监管的压力不得不注重自身的声誉从而提升评级质量；二是投资者的关注与评价会影响评级机构声誉的好坏从而影响其收益，在维护口碑、提高收益的驱使下会使得评级机构正确信用评级，继而提升评级质量；三是拥有良好声誉的企业往往具有较高的内部控制质量，有效的内部控制提高了企业的公开信息披露质量，使得评级机构拥有充分准确的信息进行信用风险预测、开展评级工作，直接提高了评级机构的评级精度、减弱了评级的高估与膨胀水平。

本文在上述分析的基础上提出以下三个假设：

H3: 利益冲突效应——评级机构在主观偏信的影响下，为了增扩当地的市场份额会采取取悦客户高估评级，导致评级质量发生偏差的行动，即评级机构的利益冲突会膨胀债券评级。

H4: 道德风险效应——评级机构采取懒惰行为，自身较少的进行信息的加工与甄别，过度依赖企业优于实际情况的不完全公开信息，这种带有道德风险的行为会膨胀债券评级。

H5: 声誉效应——评级机构受到声誉的影响，无论是监管压力下被动对声誉的追求还是主动对声誉的维护，都会降低评级膨胀现象，提升评级质量。

3 社会信任与债券评级的相关数据与变量

3.1 样本选择

本文选用 2012-2022 年发行的债券作为研究样本，全部样本数据为 16358 支债券，由于存在样本缺损、尾部评级机构评级等情况，经过处理后的样本数据为 12487 支债券。债券具体信息包括所属省份、所属行业、发债主体、财会信息等，均来自于国泰安数据库。本文以 2008-2022 年社会综合调查的与信任有关的问卷调查结果来描述地区的社会信任水平，以社会信任程度的由浅及深来赋予从低到高的数值，对该数集求平均值来描述某区域的社会信任水平。将评级级别按照高低顺序赋予数值，以此表示评级质量，将中债市场隐含评级与评级机构评级之间的评价分歧来定义债券评级质量，该指标代表投资者评价与评级机构评价的不同，并表示二者的分歧程度，该指标数值的大小意味着投资者与评级机构分歧的大小，二者越偏离，评级质量也就越差。在稳健性检验方面，本文使用了 2007 年社会综合调查有关陌生人信任的调查问题作为社会信任的代理变量；在内生性检验方面，本文使用了地区无偿献血指标作为社会信任的工具变量，数据来源于我国卫健委网站。

3.2 变量定义

本文将评级级别按照高低顺序赋予数值，以此表示评级质量，其中对最高评级级别的 AAA+ 赋予数值 21，最低评级级别 C 赋予数值 1，中间其他级别数值由高到低。将中债市场隐含评级与评级机构评级之间的评价分歧来定义债券评级质量，该指标代表投资者评价与评级机构评价的不同，并表示二者的分歧程度，该指标数值的大小意味着投资者与评级机构分歧的大小，二者越偏离，评级质量也就越差。

本文以 2008-2022 年社会综合调查的与信任有关的问卷调查结果来描述地区的社会信任水平，以社会信任程度的由浅及深来赋予从低到高的数值，对该数集求平均值来描述某区域的社会信任水平。使用 *Conf* 表示社会信任，使用 *aDifference* 表示绝对评级差，即取债券发行评级减中债市场隐含评级的绝对值，使用 *Difference* 表示评级差，即债券发行评级减中债市场隐含评级。

在债券控制变量方面，本文选用了面值 (*Money*)、存续期 (*Term*)、票息 (*Coupon*)、

是否由 3 家以上的评级机构评级 (MAR)、是否签定回售条款 (Puttable)、是否签定赎回条款 (Redemption)、发行债券是否为企业债 (Firm)、是否在多个市场进行交易 (Crossmarket)、固定利率或浮动利率 (Rate)、是否有担保 (Guarantee)。

在公司控制变量方面, 本文选用了是否为国有企业 (Stateowned)、是否为上市公司 (Lcompany)、权益收益率 (ROE)、公司成立年限 (Etime)、现金比率 (Cashratio)、举债经营比率 (Lev)、长期负债比率 (Ldebt)、营业收入增长率 (Rgrowth)、企业规模 (Size)、总资产周转率 (Aturnover)、营业收入 (Income)、经营现金净流量 (NCF)。

在省份控制变量方面, 本文选用了省份生产总值 (GDP)、经济增长率 (GDPzz) 以及人均生产总值 (GDPpj)。

3.3 描述性统计

描述性统计具体如表 1 所示, 社会信任 (Conf) 的均值为 3.624, 说明我国社会信任水平略高于平均水平, 并且最大最小值相差 2 个单位, 说明各省份之间存在较大差距。评级差的均值与大于 0, 说明评级机构相较投资者更为乐观, 最大值为 7 个单位, 说明评级机构与投资者存在较大分歧。绝对评级差的均值接近 1, 说明平均来看评级机构会比投资者高估 1 个等级。

表 1 描述性统计

变量	数量	均值	标准差	最小值	最大值
Conf	12,154	3.624	0.157	2.144	4.297
Difference	12,487	1.258	1.397	-2	7
aDifference	12,487	1.192	1.248	0	7
Money	12,487	2.359	0.603	0.710	3.871
Term	12,487	7.582	0.401	6.617	8.596
Coupon	12,487	1.897	0.199	1.523	2.291
MAR	12,487	0.009	0.098	0	1
Puttable	12,487	0.391	0.517	0	1
Redemption	12,487	0.030	0.179	0	1
Firm	12,487	0.615	0.476	0	1
Crossmarket	12,487	0.562	0.508	0	1
Rate	12,487	0.624	0.476	0	1
Guarantee	12,487	0.293	0.455	0	1
Stateowned	12,487	0.807	0.376	0	1
Lcompany	12,487	0.165	0.370	0	1
Etime	12,487	2.638	0.474	1.405	3.666

Lev	12,487	52.34	17.62	10.83	86.37
Ldebt	12,487	43.81	23.69	0	91.31
Cashratio	12,487	50.48	55.30	2	374.6
ROE	12,487	6.087	6.083	-1.052	31.91
Rgrowth	12,487	30.13	85.16	-60.83	618.7
Atunover	12,487	0.284	0.382	0.00699	2.009
Size	12,487	1.379	1.047	0.129	4.985
Income	12,487	0.583	0.884	0.00547	4.297
NCF	12,487	0.116	0.439	-0.981	2.512
GDP	12,487	1.438	0.496	0.313	2.474
GDPzz	12,487	8.452	2.086	3.591	14.84
GDPj	12,487	1.979	0.495	1.082	2.865

表 2 为债券发行之后的评级差与绝对评级差的统计，最左列时间表示评级机构发布评级晚于中债市场隐含评级的时间，单位为年，表 2 显示当评级机构发布评级的时间与中债市场隐含评级的时间越接近时，二者之间的差距越大，并在第 0 年时达到最大值；当评级机构发布评级的时间与中债市场隐含评级间隔越来越大时，评级差与绝对评级差都在逐渐变小，说明二者的差异随着时间越来越小，评级机构的评级随时间收敛于中债市场隐含评级。

表 2 债券发行之后的评级差与绝对评级差

时间	评级差			绝对评级差		
	均值	标准差	频次.	均值	标准差	频次.
0	1.139	1.184	13,126	1.186	1.149	13,126
1	1.027	1.114	11,297	1.082	1.100	11,297
2	0.960	1.087	8,248	1.013	1.055	8,248
3	0.842	1.008	5,624	0.902	0.986	5,624
4	0.741	0.102	3,209	0.894	0.931	3,209
5	0.668	0.970	1,941	0.747	0.894	1,941
6	0.579	1.014	945	0.714	0.915	945
7	0.493	0.816	318	0.531	0.837	318
8	0.182	0.598	159	0.168	0.511	159
9	0.0957	0.308	77	0.0973	0.285	77
10	0.0468	0.362	58	0.0482	0.390	58
总计	0.974	1.107	45,002	1.041	1.074	45,002

4 社会信任对债券评级质量影响的实证分析

4.1 回归方法与结果

本文的实证分析方法为普通最小二乘法，回归方程如下所示：

$$\text{Rating difference}_i = \alpha_0 + \beta * \text{Conf}_i + \gamma * \text{Bond}_i + \delta * \text{Issuer}_i + \theta * \text{Province}_i + \varepsilon_i$$

Rating difference 代表评级机构评级与中债市场隐含评级的偏离，包括评级差与绝对评级差；Conf 代表社会信任水平，Bond 与债券有关的控制变量，Issuer 代表与发行有关的控制变量，Province 代表以省份衡量的区域控制变量， ε_i 为随机项。固定效应的设置为将中债市场隐含评级、年份、行业、区域加入到回归方程中，选取的聚类稳健标准误，其来源于债券层面。缩尾处理选择了 1%和 99%分位数进行，包含了所有连续性变量。

表 3 描述了社会信任水平与绝对评级差之间的关系，第（1）列是单变量普通最小二乘法回归，第（2）列使用了固定效应，包括评级、年份、行业、区域的作用，第（3）列使用了控制变量，包括债券有关的控制变量、与发行有关的控制变量以及以省份衡量的区域控制变量。回归分析表明，社会信任水平与与绝对评级差存在显著正相关关系，验证通过了假设 H1，排除了假设 H2。

表 4 描述了社会信任水平与评级差之间的关系，第（1）列是单变量普通最小二乘法回归，第（2）列使用了固定效应，包括评级、年份、行业、区域的作用，第（3）列使用了控制变量，包括债券有关的控制变量、与发行有关的控制变量以及以省份衡量的区域控制变量。回归分析表明，社会信任水平与与评级差存在显著正相关关系，验证通过了假设 H1，排除了假设 H2。

表 3 基础回归-绝对评级差

	(1)	(2)	(3)
变量	aDifference	aDifference	aDifference
Conf	0.899***	0.461***	0.356***
	(0.081)	(0.069)	(0.070)
Money			0.082***
			(0.009)
Term			-0.022
			(0.034)

Coupon			-1.498***
			(0.071)
MAR			0.039
			(0.074)
Puttable			-0.502***
			(0.213)
Redemption			-0.117**
			(0.036)
Firm			-0.078
			(0.053)
Crossmarket			0.185***
			(0.045)
Fixedrate			-0.491***
			(0.124)
Guarantee			0.940***
			(0.019)
Stateowned			-0.136***
			(0.028)
Lcompany			-0.009
			(0.033)
Etime			-0.022
			(0.026)
Lev			-0.002
			(0.003)
Ldebt/100			-0.2***
			(0.000)
Cashratio/100			0.01***
			(0.000)
ROE/100			0.7***
			(0.003)
Rgrowth/100			-0.01
			(0.000)
Aturnover			-0.020
			(0.051)
Size			0.352***
			(0.017)
Income			0.016
			(0.028)
CFO			-0.191***
			(0.035)
GDP			0.026
			(0.016)
GDPzz			-0.007

			(0.005)
GDP _{it}			-0.068*
			(0.050)
常量	-1.902***	-0.339***	2.974***
	(0.247)	(0.240)	(0.382)
数量	12,154	12,352	12,352
调整R方	0.009	0.568	0.702
控制变量	否	否	是
行业、年份	否	是	是
区域	否	是	是
评级	否	是	是

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

表 4 基础回归-评级差

	(1)	(2)	(3)
变量	Difference	Difference	Difference
Conf	0.969***	0.401***	0.293***
	(0.081)	(0.068)	(0.059)
Money			0.090***
			(0.022)
Term			0.009
			(0.031)
Coupon			-1.668***
			(0.071)
MAR			0.057
			(0.082)
Puttable			-0.157**
			(0.080)
Redemption			-0.133***
			(0.039)
Firm			-0.087**
			(0.037)
Crossmarket			0.172***
			(0.041)
Fixedrate			-0.182**
			(0.083)
Guarantee			0.964***
			(0.019)
Stateowned			-0.112***
			(0.029)
Lcompany			0.023
			(0.034)
Etime			-0.018

			(0.023)
Lev			-0.001**
			(0.002)
Ldebt/100			-0.2***
			(0.000)
Cashratio/100			0.01***
			(0.000)
ROE/100			0.6***
			(0.003)
Rgrowth/100			-0.01
			(0.000)
Aturnover			-0.039
			(0.051)
Size			0.357***
			(0.031)
Income			0.049*
			(0.030)
CFO			-0.200***
			(0.019)
GDP			0.020
			(0.031)
GDPzz			0.001
			(0.006)
GDPtrj			-0.037
			(0.052)
常量	-2.163***	-0.199	2.707***
	(0.257)	(0.236)	(0.362)
数量	12,154	12,352	12,352
调整R方	0.008	0.600	0.731
控制变量	否	否	是
行业、年份	否	是	是
区域	否	是	是
评级	否	是	是

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.2 稳健性检验

4.2.1 使用新的社会信任代理变量

本文的稳健性检验设计选自 2007 年社会综合调查有关陌生人信任的调查问题，用

该调查结果作为社会信任的代理变量，用 Conf2007 表示，对于数据期内未进行调查的年份，使用具体年份的就近调查数据予以补充。

社会信任的形成建立在社会历史、文化传统等的基础之上，而非由血亲关系形成的内部闭环，所以社会信任具有独立性与稳定性的特点，本文由此预期，将 Conf2007 替换 Conf 后回归结果的属性并不会发生变化。更换社会信任代理变量后的稳健性检验回归结果具体如表 5 所示，第（1）列是单变量普通最小二乘法回归，第（2）列使用了固定效应，包括评级、年份、行业、区域的作用，第（3）列使用了控制变量，包括债券有关的控制变量、与发行有关的控制变量以及以省份衡量的区域控制变量，第（4）（5）（6）列同理。回归分析表明，社会信任水平与与绝对评级差、评级差皆存在显著正相关关系，社会信任代理变量更换有效，通过了稳健性检验。

表 5 稳健性检验-使用新的社会信任代理变量

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
变量	aDifference	aDifference	aDifference	Difference	Difference	Difference
Conf2007	0.149***	0.080*	0.111**	0.203***	0.082	0.099**
	(0.049)	(0.052)	(0.051)	(0.063)	(0.052)	(0.037)
常量	0.911***	1.040***	4.028***	0.765***	1.003***	3.594***
	(0.117)	(0.076)	(0.304)	(0.120)	(0.094)	(0.303)
数量	11,942	12,031	12,031	11,942	12,031	12,031
调整R方	0.002	0.594	0.695	0.003	0.612	0.741
控制变量	否	否	是	否	否	是
行业、年份	否	是	是	否	是	是
区域	否	是	是	否	是	是
评级	否	是	是	否	是	是

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

4.2.2 删除占比较大省份的影响

本文选用 2012-2022 年发行的债券作为研究样本，全部样本数据为 16358 支债券，由于存在样本缺损、尾部评级机构评级等情况，经过处理后的样本数据为 12487 支债券。为了删除样本数据较多的省份的影响，本文将剔除在样本数据中占有量超过 10% 的省份，分别为：浙江省的 1365 个样本数据与广东省的 1283 个样本数据，经过处理后的样本数据为 9839 个。

回归结果具体如表 6 所示，第（1）列是单变量普通最小二乘法回归，第（2）列使

用了固定效应，包括评级、年份、行业、区域的作用，第（3）列使用了控制变量，包括债券有关的控制变量、与发行有关的控制变量以及以省份衡量的区域控制变量，第（4）（5）（6）列同理。回归分析表明，社会信任水平与与绝对评级差、评级差皆存在显著正相关关系，删除样本数据较多的省份的影响有效，通过了稳健性检验。

表 6 稳健性检验-删除占比较大省份的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
变量	aDifference	aDifference	aDifference	Difference	Difference	Difference
Conf	0.902***	0.394***	0.295***	0.944***	0.358***	0.346***
	(0.079)	(0.081)	(0.058)	(0.090)	(0.064)	(0.077)
常量	-1.719***	-0.092	3.325***	-1.957***	0.071	2.962***
	(0.270)	(0.251)	(0.438)	(0.282)	(0.257)	(0.424)
数量	9,012	9,347	9,347	9,012	9,347	9,347
调整R方	0.022	0.597	0.715	0.023	0.599	0.744
控制变量	否	否	是	否	否	是
行业、年份	否	是	是	否	是	是
区域	否	是	是	否	是	是
评级	否	是	是	否	是	是

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

4.2.3 使用工具变量检验内生性

内生性问题往往是因为未能全面的将会影响回归模型的变量纳入考虑而产生的，对本文来说，可能会存在某些未能纳入考虑的变量既与社会信任相关，又与评级质量相关。为了缓解内生性问题，由于本文在选用问卷调查结果时可能会存在问卷填写者的主观倾向影响以及样本选取的随机扰动影响。为此，本文选用区域献血的积极性作为社会信任的工具变量，具体做法为使用 2008-2022 年地区无偿献血指标做对数处理，用 DOB (Donation Of Blood) 表示。第一，如果某区域无偿献血的积极程度比较高，那么说明该区域的居民具有较强的合作性，尤其无偿献血面向的是陌生人，这就是社会信任的体现；第二，无偿献血与评级机构之间并无相关联系，评级质量并不会受到无偿献血的影响。因此，无偿献血指标既能够代表社会信任，又与评级机构无相关联系，其满足了工具变量的外生性要求。

内生性检验具体如表 7 所示，第（1）列表示一阶段回归，（2）（3）列表示两阶段回归。一阶段回归中的 F 值为 75.6，说明工具变量通过了弱工具变量检验，工具变量

有效，并且无偿献血指标与社会信任水平的相关系数显著为正。在两阶段回归中，评级差、绝对评级差与社会信任水平的相关系数都显著为正，说明了评级确实存在膨胀现象，通过了内生性检验。

表 7 稳健性检验-使用工具变量检验内生性

	(1)	(2)	(3)
	一阶段回归	两阶段回归	两阶段回归
变量	Conf	aDifference	Difference
DOB	0.030***		
	(0.002)		
Conf		1.778***	1.461***
		(0.562)	(0.541)
数量	11,826	11,826	11,826
F值	75.6		
控制变量	是	是	是
行业、年份	是	是	是
区域	是	是	是
评级	是	是	是
调整R方		0.211	0.260

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

5 社会信任对债券评级质量影响的机制检验

5.1 主观偏信

上文的实证研究表明，社会信任水平对债券评级质量有显著的负影响，通过评级被高估的方式体现。本文认为社会信任影响债券评级质量的根源产生自评级机构对社会信任程度较高地区的主观偏信，这种先入为主的意识会使评级机构高估评级并低估违约风险。主观偏信可能产生自评级机构与某省份内企业长期合作的惯性，也可能产生自某些与从业行为无关的区域特质，比如文化传统、宗教等。

张博等（2018）研究发现，若陌生人之间使用相同的方言会增加其合作的可能性，方言代表了一衣带水的文化内涵和老乡之间的社会信任，方言的使用会使债权人对债务人产生偏信，对民间金融有重要意义，这在异乡的情境下更为显著。辛宇等（2021）研究指出，若创业者有宗教信仰的皈依，其更容易得到来自同一宗教信仰投资者的资金支持，相同的宗教信仰代表着团体之间的社会信任，在宗教信仰氛围浓厚的地区，创业者更容易获得资金支持。先前的研究证明，社会信任会产生自诸如文化传统、宗教等区域特质，这些特殊属性往往与评级机构无关，但却会使评级机构产生对发债主体的主观偏信，从而扭曲评级。

张维迎等（2002）研究发现，藉由第一印象建立起来的社会信任并不牢固，深层次的互信需要通过重复博弈才能够形成，博弈次数越多，形成的信任就越牢固。即主观偏信可能产生自评级机构与某省份内企业长期合作的惯性，若评级机构与发债主体经过多次结果较好的合作，那么评级机构就会建立起发债主体会像过去的合作中一样可信的预期，该预期会随着合作效果而增强，建立在此预期基础上的评级质量就会被膨胀扭曲。

为了探究主观偏信产生的根源，本文将机制变量定义为评级机构是否为首年分析观察某行业或省份，若是，则社会信任很难对评级质量产生较大影响，也就说明长期博弈后的惯性是主观偏信的来源；若两组对比样本中社会信任对评级质量的影响无明显区别，就说明某些与从业无关的区域特质是主观偏信的来源。

本文以 FYP 表示首年分析观察某省份，以 FYI 表示首年分析观察某行业。具体回归结果如表 8（1）（2）（3）（4）列所示，代表评级机构首年进入省份、首年进入行业的虚拟变量与社会信任水平存在显著负相关关系，说明当处于陌生的环境中，社会信

任无法对债券评级质量形成有效影响，评级被高估的现象也是显著减少的，验证通过了主观偏信来源于评级机构与发债主体长期博弈后的惯性，而非产生自产生自某些与从业行为无关的区域特质。

由于相较于私营企业，国有企业存在“隐性担保”的预期，即政府会为国有企业发行的债券兜底，评级机构往往会因此低估其违约概率，同时国有企业的存在年限往往高于私营企业，评级机构与其合作的年限也就更长，在长期的合作中更容易形成主观偏信。那么本文认为相较于私营企业，对国有企业而言社会信任对评级质量的影响更大，国有企业发行的债券将会更被高估。为了进一步验证主观偏信产生自评级机构与某省份内企业长期合作的惯性，本文设置了虚拟变量 Stateowned 衡量企业的所有权性质，若发债主体是国有企业，那么 Stateowned 取值为 1，否则为 0。在本文选取的 12487 个债券样本中，发债主体为国有企业的一共有 9543 个样本，在总样本中占 76.42%，发债主体为私营企业的一共有 2944 个样本，在总样本中占 23.58%。具体回归结果如表 8（5）（6）列所示，代表国有企业性质的虚拟变量与社会信任水平存在显著正相关关系，更加验证了主观偏信产生自长期博弈而非区域特质。

表 8 机制检验-主观偏信

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
变量	aDifference	Difference	aDifference	Difference	aDifference	Difference
Conf	0.471*** (0.083)	0.390*** (0.080)	0.482*** (0.068)	0.423*** (0.069)	0.052 (0.117)	0.112 (0.119)
Conf*FYP	-0.631*** (0.224)	-0.492** (0.219)				
FYP	2.052*** (0.699)	1.646** (0.784)				
Conf*FYI			-0.432*** (0.163)	-0.350** (0.171)		
FYI			1.455*** (0.527)	1.199** (0.558)		
Conf*Stateowned					0.342*** (0.133)	0.201 (0.118)
Stateowned					-1.284*** (0.431)	-0.790* (0.425)
常量	-0.392 (0.239)	-0.170 (0.251)	-0.436 (0.263)	-0.208 (0.248)	3.931*** (0.507)	3.425*** (0.503)
数量	11,826	11,826	11,826	11,826	11,826	11,826
调整R方	0.612	0.633	0.612	0.633	0.719	0.752

控制变量	是	是	是	是	是	是
行业、年份	是	是	是	是	是	是
区域	是	是	是	是	是	是
评级	是	是	是	是	是	是

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

5.2 利益冲突

评级机构很少采用“投资者付费”的盈利模式，其客户主体为发行方，在这种模式下利益冲突就会普遍存在。若评级机构根据历史经验判断债券发生违约的概率较低，那么其出于增扩当地的市场份额的目的就会采取取悦客户从而膨胀评级的行动，评级膨胀程度与利益冲突的严重程度同向增加。由于主观偏信的存在，评级机构会对高社会信任程度区域内的企业产生低信用风险的预期，评级机构会在此预期的影响下选择以攫取市场优势为目的的讨好行为，评级质量就会随之扭曲，这在竞争程度高的区域中尤为明显。同时，如果债务融资在客户的融资结构中占比较大，那么出于降低融资成本的考虑，客户可能会通过各种手段要求评级机构提高评级级别，若评级机构过强的独立性导致其采取取悦客户提高评级级别的行动，那么评级就会更加膨胀。

本文使用 Herfindahl-Hirschman 指数来描绘评级机构的市场集中程度，设置虚拟变量 HHI，当 Herfindahl-Hirschman 指数在 70%以下时该虚拟变量取值为 1，否则为 0。共有 6492 个样本数据处于市场竞争较为激烈的区域，占比为 51.99%，处于垄断市场区域的样本一共有 5995 个，占比为 48.01%。具体回归结果如表 9（1）（2）列所示，竞争程度虚拟变量与社会信任变量的交乘项显著为正，说明竞争的激烈程度会放大社会信任对债券评级质量的影响，高竞争烈度导致评级机构更强的利益冲突，评级被膨胀扭曲就更严重，验证了利益冲突是导致社会信任降低债券评级质量的诱因之一。

本文使用举债经营比率描述发债主体的融资结构，将举债经营比率 80%-90%的发债主体列为以债务融资为主要融资方式的主体，设置虚拟变量 Lev，当发债主体满足条件时赋值 1，不满足时赋值 0。被认为过度依赖债务融资的发债主体一共有 1865 个，占比为 14.94%。具体回归结果如表 9（3）（4）列所示，资产负债率虚拟变量与社会信任变量的交乘项显著为正，说明评级机构的讨好行为会高估评级等级，降低评级质量，验证通过了假设 H3。

表 9 机制检验-利益冲突

	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	aDifference	Difference	aDifference	Difference
Conf	0.088	-0.002	0.301***	0.235***
	(0.098)	(0.103)	(0.059)	(0.072)
Conf*HHI	0.324***	0.384***		
	(0.114)	(0.126)		
HHI	-1.092***	-1.271***		
	(0.379)	(0.360)		
Conf*Lev			0.162	0.327**
			(0.148)	(0.149)
Lev			-0.584	-1.137**
			(0.520)	(0.542)
常量	3.770***	3.764***	2.985***	2.894***
	(0.455)	(0.442)	(0.384)	(0.362)
数量	11,826	11,826	11,826	11,826
调整R方	0.719	0.754	0.731	0.750
控制变量	是	是	是	是
行业、年份	是	是	是	是
区域	是	是	是	是
评级	是	是	是	是

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

与中债市场隐含评级不同的是，评级机构评级往往在 AA、AA+、AAA 三个级别更为集中，在本文选取的样本中分别有 4963、3148、3679 个，共计占据样本数量的 94.42%，而中债市场隐含评级往往集中于 AA 级别，呈现出向左偏的正态分布，在本文选取的样本中有 9859 个，占 78.96%，在 AA-级别以下的债券中，中债市场隐含评级一共有 801 支，而评级机构仅有 7 支。这说明中债市场隐含评级在 AAA 级别以下的债券会被评级机构膨胀评级，因此本文猜测：中债市场隐含评级在 AA 级别及以下级别的债券，发债主体有动机游说评级机构提高评级级别以达到降低融资成本的目的，且中债市场隐含评级越低，发债主体提高评级的目的就越强，由此引发的利益冲突就越严重。

设置虚拟变量 AA，用以描述中债市场隐含评级，当债项在中债市场隐含评级的评价级别低于 AA 级别时，虚拟变量赋予 1，不满足条件的赋予 0。具体回归结果如表 11 所示，（1）（2）列表明描述评价级别的虚拟变量与社会信任存在显著正相关关系。设置虚拟变量 AA'，对处于 AA 级别至 AAA 级别的赋予 1，对高于 AAA 级别的赋予 0，（3）（4）列表明处于 AA 级别至 AAA 级别的主体具有更强的动机追求评级级别的提升。表 11 进一步验证了利益冲突是导致社会信任降低债券评级质量的诱因之一，主观

偏信使评级机构高估高社会信任区域发债主体的评级，低估其违约风险，又在利益冲突的影响下选择扩张市场份额、讨好顾客的行动，债券评级在这一过程中被高估，债券的评级质量变差。

表 10 评级对比

	中债隐含评级		机构评级	
	频次	占比	频次	占比
AAA+	112	0.94%	0	0.00%
AAA	997	8.41%	3,478	29.33%
AAA-	475	4.01%	153	1.29%
AA+	1,468	12.38%	3,037	25.61%
AA	4,903	41.35%	4,940	41.66%
AA-	3,125	26.36%	242	2.04%
A+	361	3.04%	2	0.02%
A	158	1.33%	1	0.01%
A-	56	0.47%	2	0.02%
BBB+	50	0.42%	1	0.01%
BBB	49	0.41%	1	0.01%
BB	37	0.31%	0	0.00%
B	17	0.14%	0	0.00%
CCC	30	0.25%	0	0.00%
CC	19	0.16%	0	0.00%
总计	11,857	100%	11,857	100.00%

表 11 机制检验-隐藏在评级里的利益冲突

	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	aDifference	Difference	aDifference	Difference
Conf	0.436***	0.409***	-0.115	-0.256*
	(0.84)	(0.090)	(0.177)	(0.138)
Conf*AA	1.252***	1.171***		
	(0.462)	(0.470)		
AA	-1.791	-1.487		
	(1.535)	(1.556)		
Conf*AA'			0.447***	0.583***
			(0.168)	(0.153)
AA'			-0.492	-0.734
			(0.570)	(0.493)
常量	1.231***	0.874*	1.759***	1.623***
	(0.484)	(0.468)	(0.663)	(0.594)
数量	11,826	11,826	11,542	11,542
调整R方	0.556	0.560	0.487	0.542
控制变量	是	是	是	是

行业、年份	是	是	是	是
区域	是	是	是	是
评级	否	否	否	否

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.3 道德风险

在上文的分析中，已经验证了利益冲突是社会信任膨胀债券评级的机制，接下来将验证在主观偏信下评级机构采取的另一行动——带有道德风险性质的懒惰行为是否为社会信任影响债券评级质量的机制。评级机构的主观偏信会使其采取懒惰行为，出于降低成本增加收益的考虑，评级机构自身会较少的进行信息的加工与甄别，并同时过度引用与依赖企业的公开信息，美化过的公开信息与真实信息的偏离可能会评级进一步膨胀扩大。本文认为倘若道德风险是社会信任影响债券评级质量的机制，那么就会出现发债主体美化公开信息，评级机构使用这些不真实的信息从而导致评级膨胀的现象。

本文使用企业内部控制与企业盈余管理来描述发债主体美化公开信息的动机。企业内部控制以企业的股权结构衡量，具体表现为最大股东的持股占比，企业最大股东的持股占比代表企业内部治理结构的优劣，占比较大说明最大股东绝对掌控企业，企业的内部治理结构就比较差，就存在虚假披露公开信息的倾向。设置虚拟变量 SH，若发债主体最大股东的持股占比超过 20%，那么 SH 取值为 1，否则为 0。企业盈余管理使用资产收益率来衡量，具体表现为若发债主体资产收益率较低，那么就会存在较强的动机美化公开信息，掩饰其真实财务状况。设置虚拟变量 ROA，若发债主体的资产收益率在 20%以下时，ROA 取值为 1，否则为 0。

具体回归结果如表 12 所示，（1）（2）列表明发债主体内部控制虚拟变量与社会信任变量的交乘项系数显著为负，说明企业较差的内部治理结构并不会导致社会信任影响债券评级质量；（3）（4）列发现交乘项的回归结果是负数且结果显著，说明发债主体较差的资产收益率并不会导致社会信任影响债券评级质量。表 12 说明了评级机构不会受到内控较差、盈利动机强的发债主体的影响而膨胀评级，验证了道德风险并不是导致社会信任降低债券评级质量的诱因之一，排除了假设 H4。

表 12 机制检验-道德风险

	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	aDifference	Difference	aDifference	Difference

Conf	0.445***	0.431***	0.390***	0.322***
	(0.086)	(0.087)	(0.068)	(0.070)
Conf*SH	-0.158*	-0.239**		
	(0.095)	(0.102)		
SH	0.514	0.773**		
	(0.346)	(0.345)		
Conf*ROA			-0.237***	-0.159
			(0.125)	(0.108)
ROA			0.768**	0.490
			(0.393)	(0.377)
常量	2.701***	2.364***	2.859***	2.764***
	(0.466)	(0.425)	(0.384)	(0.363)
数量	11,826	11,826	11,826	11,826
调整R方	0.737	0.762	0.714	0.755
控制变量	是	是	是	是
行业、年份	是	是	是	是
区域	是	是	是	是
评级	是	是	是	是

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.4 声誉效应

声誉是企业持有的一种无形资产，拥有较好声誉的企业能够藉此获得诸如降低成本、便宜行事等优势，从而增加自身的收益，这就是企业追求良好声誉的动机。声誉可以看做市场对评级机构看法的集合，声誉会给予对方一个先入为主的想法，同时会促进形成主观偏信，这些都是社会信任的体现。对评级机构来说，无形的声誉可以转换成有形的现实收益，拥有良好的声誉能够获得更多客户的青睐、获得投资者的信任，从而能够攫取更大的市场占有率，同时也会减少监管机构的关注，降低受到监管惩处的可能。反之，恶劣的声誉会为评级机构带来更多的麻烦、更高的成本。因此，建立并保持良好的声誉已经成为评级机构的经营策略。

评级机构的声誉首先表现为其评级能力的专业性，对于投资者来说，评级机构对广受关注的发债主体的评级质量是反映其专业能力的指标。因此，对于追求声誉的评级机构来说，对这些广受关注的发债主体准确评级就成为了建立良好声誉的基础。本文使用发债规模与发债频率描述发债主体是否收到广泛关注，分别设置虚拟变量 Scale 与 Freq，若发债主体的这两项指标能够达到当年所有发债企业的前 20%，那么认为该发债主体是

广受关注的，满足条件的虚拟变量赋予值 1，不满足的赋予值 0。

除了主动追求声誉的逐利行为之外，评级机构还会迫于监管的压力不得不注重声誉建设。当市场监管力度加大时，评级机构会在监管惩戒的压力下选择至少保持声誉或提升声誉。由于在金融危机及后续时期中，投资者对评级机构的不专业评级行为会有更低的容忍度，同时监管部门在该时期也会出于缓解危机、亡羊补牢的目的加强监管力度，加大监管惩处，所以本文使用金融危机及后继时期来描述严厉的监管环境，设置虚拟变量 FC，当债券发行于 2008-2012 年时，虚拟变量取值为 1，否则为 0。

具体回归结果如表 13 所示，第（1）（2）列显示发债频率虚拟变量与社会信任变量的交乘项系数显著为负，第（3）（4）列显示发债规模虚拟变量与社会信任变量的交乘项系数显著为负，说明在广受关注的样本中，评级机构对其评级更为准确，社会信任对膨胀评级的影响更小；第（5）（6）列显示监管力度虚拟变量与社会信任变量的交乘项系数显著为负，说明在严厉的监管环境中评级机构的评级活动更为准确，社会信任对膨胀评级的影响更小。表 13 验证了声誉效应降低了社会信任对评级膨胀的影响，评级质量得到了提升，通过了假设 H5。

表 13 机制检验-声誉效应

变量	aDifference	Difference	aDifference	Difference	aDifference	Difference
Conf	0.362***	0.338***	0.352***	0.314***	0.337***	0.229***
	(0.072)	(0.072)	(0.072)	(0.072)	(0.064)	(0.063)
Conf*Freq	-0.184	-0.334***				
	(0.120)	(0.125)				
Freq	0.626	1.102***				
	(0.388)	(0.391)				
Conf*Scale			-0.134	-0.227*		
			(0.118)	(0.109)		
Scale			0.430	0.725*		
			(0.408)	(0.395)		
Conf*FC					-0.715***	-0.546***
					(0.161)	(0.162)
FC					2.486***	1.824***
					(0.538)	(0.537)
常量	2.886***	2.645***	2.949***	2.764***	0.791**	0.723**
	(0.392)	(0.389)	(0.379)	(0.374)	(0.364)	(0.328)
数量	11,826	11,826	11,826	11,826	11,815	11,815
调整R方	0.737	0.751	0.738	0.756	0.693	0.699
控制变量	是	是	是	是	是	是

行业、年份	是	是	是	是	/	/
区域	是	是	是	是	是	是
评级	是	是	是	是	是	是

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

另外，拥有良好声誉的企业往往具有较高的内部控制质量，有效的内部控制提高了企业的公开信息披露质量，使得评级机构拥有充分准确的信息进行信用风险预测、开展评级工作，直接提高了评级机构的评级精度、减弱了评级的高估与膨胀水平。本文使用 DIB 内部控制信息披露指数作为衡量内部控制质量的指标，以内控指数的中位数为基准，分为内控有效 (Effective) 和内控质量差 (Poor) 两组进行检验。具体回归结果如表 14 所示，(1) (3) 列为内控有效上市公司的回归结果，回归系数不显著；(2) (4) 列为内控质量差的上市公司的回归结果，回归系数分别为 1.568 和 6.949，且通过了显著性检验。结果表明低质量的内部控制，使得评级机构对处于高社会信任水平地区的发债主体做出评级分析时依赖的公开信息质量较差，增加了预测偏差和分歧度。

表 14 机制检验-内部控制

	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	BiasEffective	BiasPoor	DispersionEffective	DispersionPoor
Conf	0.132	1.568***	1.987	6.949**
	(0.211)	(0.375)	(2.515)	(2.929)
常量	5.412***	-14.732***	25.194	-107.287***
	(1.989)	(3.182)	(21.270)	(26.152)
数量	5,730	4,091	5,730	4,091
调整R方	0.232	0.262	0.098	0.137
控制变量	是	是	是	是
行业、年份	是	是	是	是
区域	是	是	是	是
评级	是	是	是	是

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

6 结论与建议

6.1 研究结论

本文选用 2012-2022 年发行的债券作为研究主体，以 2008-2022 年社会综合调查的与信任有关的问卷调查结果来描述地区的社会信任水平，将中债市场隐含评级与评级机构评级之间的评价分歧来定义债券评级质量，使用普通最小二乘法进行基准回归，检验以社会信任为代表的非正式制度是否以及如何对债券评级质量产生影响。本文研究发现，社会信任对债券评级质量有显著的负影响，表现为评级质量的膨胀，为了检验稳健性，本文使用了 2007 年社会综合调查对陌生人信任的调查问题作为社会信任的代理变量、删除了样本数据中占比较大的省份的影响、使用了地区无偿献血指标作为社会信任的工具变量，回归结果仍然稳健。机制检验通过了主观偏信为主要影响机制，具体表现为：评级机构会对社会信任水平较高的区域形成区域内企业违约概率较低的预期，使得评级机构高估企业经营状况，低估企业违约可能，最终导致评级水平的膨胀，评级质量的降低；本文进一步验证了主观偏信产生自长期博弈的惯性，而非某些与从业行为无关的区域特质。

本文进一步检验了主观偏信存在情况下的利益冲突、道德风险、声誉效应是否为社会信任影响债券评级质量的机制：

1. 检验发现，在评级机构已经形成主观偏信的情境下，利益冲突机制表现为：评级机构大多采用“发行人付费”的盈利模式，在这种模式下利益冲突就会普遍存在。若评级机构根据历史经验判断债券发生违约的概率较低，那么其出于增扩当地的市场份额的目的就会采取取悦客户从而膨胀评级的行动，评级膨胀程度与利益冲突的严重程度同向增加。由于主观偏信的存在，评级机构会对高社会信任程度区域内的企业产生低信用风险的预期，评级机构会在此预期的影响下选择以攫取市场优势为目的的讨好行为，评级质量就会随之扭曲，这在竞争程度高的区域中尤为明显。同时，如果债务融资在客户的融资结构中占比较大，那么出于降低融资成本的考虑，客户可能会通过各种手段要求评级机构提高评级级别，若评级机构过强的独立性导致其采取取悦客户提高评级级别的行动，那么评级就会更加膨胀。

2. 本文假设的道德风险机制表现为评级机构的主观偏信会使其采取懒惰行为，出

于降低成本增加收益的考虑，评级机构自身会较少的进行信息的加工与甄别，并同时过度引用与依赖企业的公开信息，美化过的公开信息与真实信息的偏离可能会评级进一步膨胀扩大。本文认为倘若道德风险是社会信任影响债券评级质量的机制，那么就会出现发债主体美化公开信息，评级机构使用这些不真实的信息从而导致评级膨胀的现象，但实证研究并未支持该假设。

3. 声誉效应机制表现为，对评级机构来说，无形的声誉可以转换成有形的现实收益，拥有良好的声誉能够获得更多客户的青睐、获得投资者的信任，从而能够攫取更大的市场占有率，同时也会减少监管机构的关注，降低受到监管惩处的可能，在这些利益的驱动下，评级机构会选择主动追求良好声誉，从而其会严谨、准确的进行评级工作；另外，除了主动追求声誉的逐利行为之外，评级机构还会迫于监管的压力不得不注重声誉建设，当市场监管力度加大时，评级机构会在监管惩戒的压力下选择至少保持声誉或提升声誉，这也会促使评级机构严谨评级，降低社会信任对债券评级质量的膨胀效果，从而纠正评级质量；同时，拥有良好声誉的企业往往具有较高的内部控制质量，有效的内部控制提高了企业的公开信息披露质量，使得评级机构拥有充分准确的信息进行信用风险预测、开展评级工作，直接提高了评级机构的评级精度、减弱了评级的高估与膨胀水平，从而提高了评级质量。

6.2 政策建议

信用评级既是微观主体的决策依凭，又是监管部门的工作参考，无论是金融市场的运行效率还是金融市场的稳定性都受到信用评级质量的影响。低质量的信用评级会扭曲市场信息，无法为投资者提供有效的决策依据，使得高质量企业可能难以获取市场融资，从而出现“柠檬问题”，劣币驱逐良币，金融市场运行不畅；而高质量的信用评级为市场主体提供的信息具有时效性、准确性，得益于此，投资者与发债主体之间的信息不对称问题、道德风险问题等得到有效缓解，金融市场的资本配置水平得到有效提升，金融市场稳定性、安全性进一步增强。本文的研究结论对于目前我国进入社会主义新时代、寻求高质量发展、实现经济转型的发展阶段有重要的理论与实践意义，同时我国的评级市场也随着经济发展阶段的转型呈现出更多新的特点与需求，本文对我国新时代条件下评级市场的改革与转型也具有重要的政策意义。

6.2.1 加强评级机构职业能力建设

主观偏信来源于债券评级分析与发债的公司或企业长时间的博弈产生的分析惯性。债券评级分析机构往往基于历史的分析观察经历对发债主体形成其较低违约可能性的预期，并在此预期的指导下开展评级工作，从而导致评级膨胀、质量下降。为此需要加强对评级机构的职业能力建设，提高评级分析师的准入门槛，强化评级分析师的专业能力素养，加紧订立、完善评级分析师的从业规章制度，建立行业自律、外部监督的运行体系。

6.2.2 转变评级机构付费模式

评级机构的利益冲突是导致其取悦客户、疏忽本职的不安定因素。评级机构大多采用发行方付费的制度，这使得评级机构有足够的动机去讨好客户，为此应当加快转变评级机构的付费模式为投资者付费，这既可以保证评级机构对投资者负责、忠于本职，也能减少评级市场上的搭便车现象，提高评级机构收益。另外，评级机构的独立性也会导致评级机构与客户达成私下交易，因此要加强对评级机构独立性问题的审核，遏制其过度逐利的行为。

6.2.3 加强对评级机构声誉的奖惩

声誉能够有效遏制评级机构膨胀评级的行为。对评级机构来说，拥有良好的声誉能够获得更多客户的青睐、获得投资者的信任，从而能够攫取更大的市场优势，同时也会减少监管机构的关注，降低受到监管惩处的可能。反之，恶劣的声誉会为评级机构带来更多的麻烦、更高的成本。因此，应当建立对评级机构的评价体系，对符合标准的给予奖励与政策支持，对低于标准的严格惩处，激励评级机构主动追求良好的声誉，推动无形的声誉可以转换成有形的现实收益。

6.2.4 加强对评级机构的监管

评级机构在外部的监管压力下会纠正评级时的膨胀行为，谨慎评级。为此，监管部门应当完善信用评级的相关法律法规，加强对评级机构的、利益冲突行为的监管与惩处，

对不同的利益主体设置交易标准，严格规范各方市场参与者的合规行为，切实加强对投资者合法利益的保护。

参考文献

- [1] 左静静、邱保印和蒋挺. 社会信用体系建设能否抑制企业环保失信? . 外国经济与管理. 2023, 45 (03): 101-117
- [2] 周云波和黄祺雨. 数字普惠金融与居民社会信任——基于经济公平和机会公平的双视角. 现代经济探讨. 2023 (01): 15-28
- [3] 温涛和刘亭廷. 金融素养和社会信任能促进农户数字金融参与吗. 西南大学学报(社会科学版). 2023, 49 (01): 85-100
- [4] 李文贵和鲍娇蕾. 社会信任与分析师盈余预测. 管理评论. 2023, 35 (01): 283-297
- [5] 韩珣和封玥. 社会信任对非金融企业影子银行化的影响研究. 管理学报. 2023, 20 (04): 610-619
- [6] 赵征、黄宪、苏美佳和陈张琪. 债券违约频发下的主体评级质量审视——评级机构准确性的多期追踪检测与解析. 国际金融研究. 2023 (01): 85-96
- [7] 徐佳瑶. 评级机构付费方式对评级质量的影响研究 ——以信用债样本为例. 浙江大学. 2022
- [8] 赵庆庆、李百兴和李瑞敬. 社会信任与成本粘性. 经济与管理研究. 2022, 43 (10): 130-144
- [9] 刘芳辰. 社会信任对企业债务期限结构的影响. 东北财经大学. 2022
- [10] 安小雪. 监管政策影响了债券评级质量吗? ——理论框架与经验证据. 北京工商大学学报(社会科学版). 2022, 37 (01): 88-100
- [11] 池依倩. 从债券违约现象看我国信用评级质量. 商业经济. 2022 (05): 164-165+196
- [12] 李睿. 监管惩罚事件对评级质量的影响 ——基于大公国际停评事件的研究. 中央财经大学. 2022
- [13] 于建新、章承涛、李广正和姜博文. 信用评级质量检验机制探讨 ——基于评级结果与债券定价一致性的视角. 征信. 2022, 40 (02): 45-50
- [14] 安辉、王昊和唐红. 中国评级机构评级质量检验研究-基于公司债的视角. 管理科学. 2022, 35 (05): 144-158
- [15] 李慧敏. 我国债券信用评级质量影响因素研究. 华东师范大学. 2022
- [16] 李孟玲. 基于债券违约视角的信用评级质量研究. 浙江大学. 2022

- [17]明玉琪. 社会信任、机构投资者与审计定价. 北方经贸. 2021(07): 89-92
- [18]康旺霖、高鹏和王垒. 社会信任与企业代理成本：“紧箍咒”还是“庇护伞”？. 金融发展研究. 2021(12): 13-21
- [19]吴育辉、翟玲玲、张润楠、魏志华. “投资人付费” vs. “发行人付费”：谁的信用评级质量更高？. 金融研究. 2020(01): 130-149.
- [20]李二勇、耿得科、王文丽. 2013年以来监管推动中国信用评级质量提高了吗？. 征信. 2020, 38(11): 48-55.
- [21]曹春方、夏常源和钱先航. 地区间信任与集团异地发展——基于企业边界理论的实证检验. 管理世界. 2019(01): 179-91.
- [22]杨国超和盘宇章. 信任被定价了吗？——来自债券市场的证据. 金融研究. 2019(01): 35-53.
- [23]吕朝凤、陈汉鹏和 Santos López-Leyva. 社会信任、不完全契约与长期经济增长. 经济研究. 2019(03): 4-20.
- [24]白芳、南海娟、张博铭. 市场竞争、监管和声誉对评级行为的影响. 中国证券期货. 2019(06): 31-39.
- [25]张博和范辰辰. 文化多样性与民间金融：基于方言视角的经验研究. 金融研究. 2018(07): 69-89
- [26]王秋龙. 基于logit模型的我国信用债市场的信用风险研究. 西南财经大学. 2018.
- [27]翁舟杰、刘思妤. 我国公司债券信用评级质量的实证分析. 财经科学. 2018(09): 1-15.
- [28]王艳和李善民. 社会信任是否会提升企业并购绩效？管理世界. 2017(12): 125-40.
- [29]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. 金融研究. 2017(03): 130-144.
- [30]辛宇、李新春和徐莉萍. 地区宗教传统和民营企业创始资金来源. 经济研究. 2016(4): 161-173
- [31]寇宗来、盘宇章、刘学悦. 中国的信用评级真的影响发债成本吗？. 金融研究. 2015(10): 81-98.
- [32]王雄元、张春强. 声誉机制、信用评级与中期票据融资成本. 金融研究. 2013(08): 150-164.

- [33]何平、金梦. 信用评级在中国债券市场的影响力. 金融研究. 2010(04):15-28.
- [34]张维迎、柯荣住. 信任及其解释: 来自中国的跨省调查分析[J]. 经济研究, 2002(10):59-70+96.
- [35]Baghai, Ramin P., and Bo Becker. 2020. "Reputations and Credit Ratings: Evidence from Commercial Mortgage-Backed Securities." *Journal of Financial Economics* 135(2): 425-44.
- [36]Hu, Xiaolu, Jing Shi, Lafang Wang, and Jing Yu. 2020. "Foreign Ownership in Chinese Credit Ratings Industry: Information Revelation or Certification?" *Journal of Banking & Finance* 118: 105891.
- [37]Badoer, Dominique C., Cem Demiroglu, and Christopher M. James. 2019. "Ratings Quality and Borrowing Choice." *The Journal of Finance* 74(5): 2619-65.
- [38]Kanagaretnam, Kiridaran, Gerald J. Lobo, Chong Wang, and Dennis J. Whalen. 2019. "Cross-Country Evidence on the Relationship between Societal Conf and Risk-Taking by Banks." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 54(1): 275-301.
- [39]Bae, Kee-Hong, Hamdi Driss, and Gordon S. Roberts. 2019. "Does Competition Affect Ratings Quality? Evidence from Canadian Corporate Bonds." *Journal of Corporate Finance* 58: 605-23.
- [40]Hu, Xiaolu, Haozhi Huang, Zheyao Pan, and Jing Shi. 2019. "Information Asymmetry and Credit Rating: A Quasi-Natural Experiment from China." *Journal of Banking & Finance* 106: 132-52.
- [41]Chen, Deqiu, Li Li, Xuejiao Liu, and Gerald J. Lobo. 2018. "Social Conf and Auditor Reporting Conservatism." *Journal of Business Ethics* 153(4): 1083-1108.
- [42]Gupta, Atul, Kartik Raman, and Chenguang Shang. 2018. "Social Capital and the Cost of Equity." *Journal of Banking & Finance* 87: 102-17.
- [43]Dong, Wang, Hongling Han, Yun Ke, and Kam C. Chan. 2018. "Social Conf and Corporate Misconduct: Evidence from China." *Journal of Business Ethics* 151(2): 539-62.
- [44]Samuel B, Kevin Koharki, and Monica Neamtiu. 2017. "When Do Differences in Credit Rating Methodologies Matter? Evidence from High Information Uncertainty Borrowers." *The Accounting Review* 92(4): 53-79.
- [45]Li, Xiaorong, Steven Shuye Wang, and Xue Wang. 2017. "Conf and Stock Price

- Crash Risk: Evidence from China.” *Journal of Banking & Finance* 76: 74–91.
- [46] Gur, Nurullah, and Christian Bjørnskov. 2017. “Conf and Delegation: Theory and Evidence.” *Journal of Comparative Economics* 45(3): 644–57.
- [47] deHaan, Ed. 2017. “The Financial Crisis and Corporate Credit Ratings.” *The Accounting Review* 92(4): 161–89.
- [48] Chen, Deqiu, Xuejiao Liu, and Cong Wang. 2016. “Social Conf and Bank Loan Financing: Evidence from China.” *Abacus* 52(3): 374–403.
- [49] Dudley, Evan, and Ning Zhang. 2016. “Conf and Corporate Cash Holdings.” *Journal of Corporate Finance*: 25.
- [50] Dilly, Mark, and Thomas Mählmann. 2016. “Is There a ‘Boom Bias’ in Agency Ratings? *.” *Review of Finance* 20(3): 979–1011.
- [51] Cline, Brandon N., and Claudia R. Williamson. 2016. “Conf and the Regulation of Corporate Self-Dealing.” *Journal of Corporate Finance* 41: 572–90.
- [52] Cao, Chunfang, Changyuan Xia, and Kam C. Chan. 2016. “Social Conf and Stock Price Crash Risk: Evidence from China.” *International Review of Economics & Finance* 46: 148–65.
- [53] Bae, Kee-Hong, Jun-Koo Kang, and Jin Wang. 2015. “Does Increased Competition Affect Credit Ratings? A Reexamination of the Effect of Fitch’s Market Share on Credit Ratings in the Corporate Bond Market.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 50(5): 1011–35.
- [54] Dimitrov, Valentin, Darius Palia, and Leo Tang. 2015. “Impact of the Dodd-Frank Act on Credit Ratings.” *Journal of Financial Economics* 115(3): 505–20.
- [55] Bonsall, Samuel B. 2014. “The Impact of Issuer-Pay on Corporate Bond Rating Properties: Evidence from Moody’s and S&P’s Initial Adoptions.” *Journal of Accounting and Economics* 57(2): 89–109.
- [56] Bar-Isaac, Heski, and Joel Shapiro. 2013. “Ratings Quality over the Business Cycle.” *Journal of Financial Economics* 108(1): 62–78.
- [57] Becker, Bo, and Todd Milbourn. 2011. “How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?” *Journal of Financial Economics* 101(3): 493–514.
- [58] Guiso, Luigi, Paola Sapienza, and Luigi Zingales. 2008. “Confing the Stock Market.” *The Journal of Finance* 63(6): 2557–2600.

- [59] Durlauf, S. N. and M. Fafchamps. 2007. "Social Capital", in P. Aghion and S. N. Durlauf (ed.), *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam: Elsevier
- [60] Gambetta, Diego. 2000. "Can We Conf Conf?" *Conf: Making and Breaking Cooperative Relations* 13: 213-237.

后记

我首先要感谢我的指导老师丁汝俊老师，丁老师对我论文的研究方向做出了指导性的意见和推荐，在论文写作过程中及时对我遇到的困难和困惑给予悉心指导，并提出了许多有益的改进建议，为此付出良多，我对丁老师的帮助和关怀表示诚挚的谢意。同时，还要感谢兰州财经大学的所有授课老师和同学们，大家在三年的硕士研究生生活中相互学习、相互帮助，共同度过了一段美好难忘的时光。

还要感谢身边的朋友以及亲人们在论文写作过程中给予的大力支持和帮助，也要感谢参考文献的作者们，他们的文章让我学到了很多，让我对自己的研究课题有了更深入的认识。

总之，感谢论文评阅老师们的辛苦工作，感谢丁老师对我的辛勤指导，感谢我的亲人、朋友以及同学们对我的支持与鼓励。

