



多评级模式与债券融资成本

——基于银行间市场债券的实证研究

谢斌 刘晋 黎帆 孙铭凯

摘要 中央金融工作会议提出，金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分，要加快建设金融强国，推动金融高质量发展。债券市场作为金融市场的重要组成部分，要促进债券市场高质量发展。评级工作对债券市场有着重大意义，多评级模式是探讨债券市场高质量发展的路径之一，为验证多评级模式的有效性和合理性，帮助厘清多评级模式和评级分歧对债券融资成本的作用机制，本文基于银行间市场债券数据进行研究证实：多评级模式能够显著降低债券融资成本。多评级模式之下，评级一致的发债企业比评级不一致的发债企业债券融资成本降低效应更强。考虑现实情况的复杂性和样本内部的差异性进行分组回归，结果显示高发债成本组采用多评级模式能够更有效地降低债券融资成本，但如果评级意见存在分歧，则会比低发债成本组要求更高的利率惩罚；次信用等级组采用多评级模式能够更有效地降低债券融资成本，但引入评级意见分歧后，模型效应不再显著。

关键词 多评级 债券融资成本 信用评级 银行间市场

一、引言

为促进债券市场信用评级行业规范、健康和高质量发展，2021年8月6日人民银行等五部委联合发布《促进债券信用评级行业健康发展的通知》^①（下称《通知》），对我国信用评级市场产生重大而深远的影响。《通知》提出“鼓励发行人选择两家及以上信用评级机构开展评级业务”，以及“发挥双评级、多评级以及不同模式评级的交叉验证作用”，再次明确了在信用评级行业的新发展阶段中，双评级、多评级模式

所具有的重要作用和现实意义，引导市场积极探索实践双评级、多评级模式，发挥其改善信息不对称、交叉验证、竞争约束等市场化机制作用。

信用评级在债券市场发展中的重要作用和地位已在各界达成广泛共识。信用评级运用于债券风险揭示、定价、交易和风险管理业务中，是一种缓解信息不对称、保护投资者和改善金融市场运行效率的市场机制。双评级、多评级是指采取两家或两家以上评级机构进行信用评级并独立出

谢斌，温州银行金融市场部负责人；刘晋、黎帆、孙铭凯，温州银行金融市场部。

① 人民银行,发展改革委,财政部,银保监会,证监会.关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知[EB/OL].(2021-08-06)[2024-01-22].https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-08/08/content_5630150.htm.



具评级报告的模式。

目前,我国主要实行单评级制度,双评级、多评级仅是受鼓励行为,而非强制行为。银行间市场关于双评级制度的探索可以追溯至2012年对信贷资产证券化产品做出的强制双评级制度安排^①,要求资产支持证券在全国银行间市场的发行与交易初始评级应当聘请两家具有评级资质的资信机构,并提交两家机构的评级报告。主流债券品种如短期融资券、中期票据、企业债等未有双评级、多评级的强制规定。

与国内市场不同,国际上许多国家和地区已经在实施双评级制度,双评级、多评级成为金融市场基础框架中广泛存在的部分,并形成了良好的市场运转秩序。在成熟度较高的债券市场,双评级常常由市场力量驱动自发形成;欠成熟或落后的金融市场则一般由行政力量推动形成双评级制度(王希军等,2013)。双评级制度最早形成于美国,以欧美为代表的成熟金融市场的双评级模式由市场自发力量推动形成,在市场中被广泛采用并成为市场惯例,后被纳入部分监管规则中;日韩等国则是通过政府行政力量推行双评级制度,保障债券市场良性运转,减弱外资评级机构对国内信用评级市场的冲击,即使政府后续取消强制性要求,双评级模式也已经成为惯例,成为市场框架中的一部分。

我国信用评级行业生态亟待优化。我国债券市场发展迅速,信用评级行业也随

之不断壮大,但客观来说,我国信用评级市场与欧美市场相比起步晚、发展不成熟,评级行业存在着评级膨胀、信息失灵、公信力不足等问题,成为影响我国债券市场进一步发展的不利因素。面对我国评级行业的发展现状,可借鉴国际做法,探索、制定和推行适合我国债券市场运行实际的多评级制度。

为验证多评级模式的有效性和合理性,帮助厘清多评级模式和评级分歧对债券融资成本的作用机制,本文基于银行间市场的运行规则和样本数据,从国际经验、理论分析和实证检验等多角度进行研究,旨在得出有益于推动多评级制度实践的实证资料,为推动银行间债券市场评级制度和基础设施建设,以及评级行业高质量发展提出相关建议。

二、文献述评

(一) 信用评级与债券融资成本

Boot et al. (2006) 提出信用评级可以作为多重均衡之下的一种协调机制,平衡投资者和公司之间的关系,从而稳定金融市场。何平和金梦(2010)发现债券评级和主体评级对债券发行成本均有显著的解释力,较高的评级可以有效降低发行成本。沈红波和廖冠民(2014)基于对短期融资券的研究,证明信用评级能够有效传递额外信息,尤其是在信息不对称程度高的情况下。王雄元和张春强(2013)基于对中

^① 中国人民银行,银保监会,财政部.关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知(银发[2012]127号)[EB/OL].(2012-05-17)[2024-01-22].<http://www.pbc.gov.cn/chubanwu/114566/114579/114619/2866899/index.html>.



期票据的研究，验证了评级越高融资成本越低的结论，并指出较低的评级机构声誉会削弱这种效应。李明明和秦凤鸣（2017）的研究支持了“竞争有利说”，发现市场竞争有助于改善信用评级的信息质量和准确度。寇宗来等（2015）认为评级虚高问题在阻碍信用评级对融资成本的真实作用。

（二）多评级与债券融资成本

Hsueh & Kidwell（1988）研究证实评级一致和评级不一致这两种情况均会给发行者带来发行成本下降的好处，其原因是评级结果无论一致或不一致均可以向市场提供额外信息。Morkoetter & Westerfeld（2009）发现多评级是重要的定价因素，评级数量与信用利差之间存在负相关关系，即额外的评级伴随着较低的信用利差，向市场传递了增量信息。

关于双评级制度中出现的评级分歧现象，学者们对其对债券发行成本的影响亦有不同的结论。一些学者认为市场会更相信较低评级，并以之为基础进行定价（Billingsley et al., 1985）；也有学者认为较高评级决定发行成本（Ziebart & Reiter, 1992），或者认为介于两个评级之间（Hsueh & Kidwell, 1988）。研究结论的分歧来源于多种因素，比如债券种类差异、样本受限、研究方法差别等。

国内关于双评级制度的研究很少，主要分为国内外制度比较研究和双评级制度产生的影响两方面。郭舒萍（2013）、王希军等（2013）分析整理了国外主要金融市场的双评级制度实践，指出我国发展双评级制度具有积极意义，并提出我国双评级

制度建设的构想。陈关亭等（2021）研究发现多评级有助于降低债券融资成本，投资者付费模式会增强这种融资成本效应。周岩等（2021）运用 Hotelling 模型研究发现从单一评级制度改革为双评级制度会降低评级机构费用收入和利润水平，使评级机构面临较大的改革冲击。

三、理论分析和假设提出

（一）模型的理论机制

1. 信息提供机制

投资者和发行人之间天然存在信息不对称问题，投资者处于信息弱势地位，难以对发债主体和债券的信用质量进行准确判断，导致投资者承担更高的风险水平，因而要求更高的回报率。信用评级具有“信息发现”功能，信用评级首先评定了信用风险，预测了债券的违约可能性（Hilscher & Wilson, 2016）；其次评级机构的分析包含了公开信息如财务指标（Kaplan & Urwitz, 1979）；最后评级可能包含了公开信息之外的专有信息或额外风险信息（Kliger & Sarig, 2000）。生产信息、分享信息能够带来市场福利的提升，市场认可评级的存在，信用评级一定程度上能够打破信息壁垒，从而降低债券融资成本。

2. 市场竞争和声誉机制

评级市场呈现典型的寡头垄断格局，市场竞争和声誉会对评级质量产生影响。评级机构对市场的不完全覆盖提供了竞争的空间，新进入的评级机构会努力提升信息挖掘能力和评级质量。声誉是市场对评级机构的一种“认证”，既代表了信任和认



可，更是一张行业的“资格券”。存在竞争的情况下，虚报、欺诈、降低质量等机会主义行为一旦被识破，评级机构可能会丧失公信力和未来潜在收益。

（二）研究假设

基于以上理论分析，双评级、多评级制度一方面可以促使不同评级机构向市场传递差异化的增量信息，另一方面也可以增强认证效果，加强声誉约束。不同的评级机构基于差异化的信息和差异化的自有评价体系对发行人进行风险判断，得出差异化评判的结果，差异化的增量信息得以传递，信息不透明的情况得以进一步改善，债券融资成本因此降低。Hsueh & Kidwell (1988) 研究证实，多评级能够传递额外信息，改善信息壁垒的阻碍；也可以发挥双评级、多评级及不同模式评级的交叉验证作用，加强声誉机制和竞争机制对评级机构的约束。

假设 1：相比单一评级，多评级模式有利于降低发债企业的债券融资成本。

双评级、多评级制度必然会存在评级意见一致或存在分歧的现象。评级一致现象会因为双重认证而带来发行成本下降的好处，Hsueh & Kidwell (1988) 指出双评级在具备一致性的情况下相当于对信用质量的双重确认，可以有效地降低借贷成本。评级不一致显性地说明了信息的不完全覆盖和信息壁垒问题的存在，因而会被追加额外的风险补偿，从而使得债券发行成本被推高。Billingsley et al. (1985) 实证检验发现相比于评级一致的债券，投资者会对评级不一致的债券要求更高的回报

率，从而推高债券融资成本。但由于无论是一致或是不一致，相比于单一评级来说，均可以向市场提供额外信息，从投资者的视角来看，可能会将评级不一致的债券视为信用质量有一些下降，而会倾向于相信两个不一致的评级中更低的一个评级水平。

假设 2：多评级模式之下，评级一致的发债企业相比于评级不一致的发债企业，债券融资成本降低效应更强。

四、研究设计

（一）样本和数据

研究样本为银行间市场 2012—2021 年所有公开发行的存续或已到期的超短期融资券、短期融资券、一般中期票据和一般企业债。研究所涉及的债券基本信息、债券收益率信息、主体评级信息、发债主体财务数据等来自 Wind、国泰安数据库和中国债券信息网。数据处理过程中已剔除发行失败、财务信息缺失的样本，得到观测值 43 127 个，数据处理工具为 Stata 15。

（二）模型设定

信用利差是测度债券相对融资成本的常用指标，故采取信用利差作为债券融资成本的代理变量。信用利差计算中涉及的无风险收益率基准为与企业所发行债券同时期同期限国债的到期收益率。微观层面上，单个债券的信用利差是指发行人债券发行时的到期收益率与相应的无风险收益率基准之间的差异，信用利差越大，则意味着发债需要支付的溢价越高，发债的成



本越高。

借鉴 Hsueh & Kidwell (1988)、陈关亭等 (2021) 的研究方法, 为验证多评级对于债券融资成本的影响, 设定模型如下:

$$Spread_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Multiple_{it} + \sum \varphi_i Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

为验证评级不一致对于债券融资成本的影响, 设定模型如下:

$$Spread_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Multiple_{it} + \beta_2 Split_{it} + \sum \varphi_i Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

(三) 变量说明

如表 1 所示, 模型 (1) (2) 中的 *Spread* 为债券发行利差, 是债券发行日的到期收益率与同时期同期限国债收益率的差值, 用以衡量债券融资成本。解释变量为多评级 (*Multiple*) 虚拟变量, 当有两家及以上评级机构对同一对象进行评级时为 1, 反之为 0。模型 (2) 的解释变量还包括评级分歧 (*Split*) 虚拟变量, 当多评级中各评级结果不一致则为 1, 反之为 0。为了避免银行间市场不同品种债券债项评级要求和标准的差异^①, 上述所指评级均为主体评级, 可比性更强。*Controls* 是指一系列控制变量, ε 为误差项。

控制变量包含债券特征变量、企业特征变量和其他变量。其中, 债券特征变量为: 债券规模 (*Scale*), 债券面值总额的自然对数; 担保情况 (*Guarantee*), 当债券有担保时为 1, 反之为 0; 债券期限 (*Term*), 债券发行时确定的到期时长。企业特征变量为: 评级等级 (*Rating*), 以主体信用等

级衡量, 如果有多评级且评级不一致, 则取最高主体信用等级; 企业规模 (*Size*), 企业上一年年末总资产的自然对数; 主营业务收入增长率 (*Growth*), 企业上一年主营业务收入增长率; 资产负债率 (*Leverage*), 企业上一年年末的总负债除以总资产; 净资产收益率 (*ROE*), 企业上一年净利润除以净资产; 经营性现金流比率 (*OCFR*), 企业上一年年末的经营活动现金净流量除以总资产; 上市情况 (*List*), 当企业是上市公司时为 1, 反之为 0; 企业性质 (*State*), 当企业为国有企业时为 1, 反之为 0; 行业 (*Industry*) 虚拟变量。其他控制变量为: 评级机构声誉 (*Reputation*); 年份 (*Year*) 虚拟变量。

五、实证结果分析

(一) 描述性统计

附表 1^② 报告了主要变量的描述性统计分析结果。债券融资成本 (*Spread*) 均值为 1.829%, 样本债券整体到期收益率较同期国债到期收益率高出 1.829%。*Spread* 小于零和大于 10 的样本在事前被剔除, 因为其发行价格可能受到非市场因素的重大影响而产生价格扭曲。多评级 (*Multiple*) 均值为 0.795, 即 79.5% 的样本是双评级或多评级样本。评级分歧 (*Split*) 均值为 0.644, 即 64.4% 的样本存在评级不一致的情况。对信用评级等级 (*Rating*) 由低至高赋值 1 至 21, 变量均值超过 20, 说明我国企业的

① 2021年3月, 银行间市场取消债务融资工具强制评级, 仅保留企业主体评级要求。

② 附表1~4见增强出版, 中国知网—《金融市场研究》。



表 1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	债券融资成本	<i>Spread</i>	债券发行时的到期收益率与相应的无风险收益率基准之间的差
解释变量	多评级	<i>Multiple</i>	当有两家及以上评级机构对同一对象进行评级时为 1, 反之为 0
	评级分歧	<i>Split</i>	当多评级结果不一致则为 1, 反之为 0
控制变量	信用评级等级	<i>Rating</i>	企业主体信用等级
	债券规模	<i>Scale</i>	债券面值总额的自然对数
	担保情况	<i>Guarantee</i>	当债券有担保时为 1, 反之为 0
	债券期限	<i>Term</i>	债券发行时确定的到期时长
	企业规模	<i>Size</i>	企业上一年年末总资产的自然对数
	主营业务收入增长率	<i>Growth</i>	企业上一年总营业收入增长率
	资产负债率	<i>Leverage</i>	企业上一年末的总负债除以总资产
	净资产收益率	<i>ROE</i>	企业上一年净利润除以净资产
	经营性现金流比率	<i>OCFR</i>	企业上一年年末经营活动现金净流量除以总资产
	上市情况	<i>List</i>	当企业是上市公司时为 1, 反之为 0
	企业性质	<i>State</i>	当企业为国有企业时为 1, 反之为 0
	评级机构声誉	<i>Reputation</i>	当评级机构声誉较好时为 1, 反之为 0
行业	<i>Industry</i>	Wind 一级行业类别	
年份	<i>Year</i>	年份虚拟变量	

信用评级整体偏高。上市情况 (*List*) 均值为 0.167, 仅 16.7% 的样本企业为上市企业。企业性质 (*State*) 均值为 0.874, 即 87.4% 的样本企业为国有企业。样本债券整体期限 (*Term*) 均值为 2.176 年, 说明多数债券是中短期债券。此外, 财务指标等变量均进行了剔除极端值或缩尾处理。

(二) 主回归分析

附表 2 报告了多评级和评级分歧影响债券融资成本的回归结果。列 (1) 和列 (2) 是对假设 1 的验证, 从回归结果上看, 列 (1) 多评级变量 (*Multiple*) 回归系数在 1% 的

水平上显著为负, 列 (2) 引入一系列控制变量后, 多评级变量 (*Multiple*) 回归系数仍然在 1% 的水平上显著为负, 这说明相比单一评级, 多评级能够显著地降低发债企业的债券融资成本, 验证了假设 1。这可能是因为多评级的企业向市场传递增量信息, 缓释了信息不对称问题, 同时增强了认证效果, 加强了声誉约束。

进一步考虑评级意见分歧带来的影响。列 (3) 基于全部样本在模型中纳入评级分歧变量 (*Split*), 回归结果显示多评级变量 (*Multiple*) 的回归系数仍然显著



为负，而评级分歧变量 (*Split*) 的回归系数则在 1% 的水平上显著为正。列 (4) 将样本限定在多评级样本中，评级分歧变量 (*Split*) 的回归系数仍在 1% 的水平上显著为正，这表明评级分歧相比评级意见一致而言，会显著抬高发债企业的债券融资成本，换言之评级意见一致则有利于降低融资成本，因为评级意见一致传递了对评级质量的双重确认，而评级分歧则说明评级的信息质量存在瑕疵而追加风险补偿，验证了假设 2。列 (3) 多评级变量 (*Multiple*) 的回归系数仍然显著为负的结果进一步说明，在控制评级分歧变量后，无论评级意见是一致或是不一致，相比于单一评级来说，多评级均可以有效降低企业的债券融资成本，因为多评级向市场提供额外信息，而获得一部分发行成本下降带来的好处。

企业特征相关的控制变量里，可以看到信用评级等级 (*Rating*) 回归系数显著为负，说明信用评级水平越高，企业债券融资成本越低，且聘请声誉较好的评级机构 (*Reputation*) 也能有效帮助降低债券融资成本。此外，企业规模大、债务杠杆低、ROE 越高、成长性越好的企业，融资成本更低，其原因在于这类企业的信用风险更低，偿债能力更强。债券特征相关的控制变量中，发行规模 (*Scale*) 的回归系数显著为负，表明债券发行规模有一定的成本节约效应，这可能是因为发行规模越大流动性越高，而高流动性有助于降低债券融资成本 (寇宗来, 2015)。发行期限 (*Term*) 的系数为正，亦可以从流动性的角度解释，

期限长、流动性差则具有更高的成本。除此以外，上市情况变量 (*List*) 回归系数显著为负，反映了上市企业筹措债券资本具备成本优势，企业性质 (*State*) 变量回归系数显著为负，反映了政府隐含担保的价值。

(三) 分组回归

值得注意的是，现实情况可能具有复杂性，样本内部可能存在较大差异，例如评级膨胀现象的存在得到普遍认可，评级调高的动机可能会更集中地体现在 AA+ 和 AAA 的样本群体中，评级虚高的问题更为严重，而在 AA- 或 AA 的样本中评级虚高的问题可能相对缓和，那么评级的有效性、多评级的影响机制、评级分歧的市场反应很可能有差异。参照寇宗来 (2015) 的研究方法，接下来就发债成本和信用等级水平进行分组回归，对主假设进行进一步验证。

附表 3 报告了根据发债成本进行分组回归的结果。以信用利差 (*Spread*) 中位数为界，将样本划分为高发债成本组和低发债成本组，然后各自进行回归。列 (1) 回归结果显示，高发债成本组中多评级变量 (*Multiple*) 回归系数显著为负，列 (2) 纳入评级分歧变量 (*Split*) 后，多评级变量 (*Multiple*) 回归系数仍然为负，但显著性水平有所下降，评级分歧变量 (*Split*) 回归系数显著为正，与前文的主体回归结果一致。列 (3) 回归结果显示，低发债成本组中多评级变量 (*Multiple*) 回归系数显著为负，但绝对值低于高发债成本组，说明高发债成本组的多评级模式对债券融资成本的降低作用更为有效。列 (4) 纳



入评级分歧变量 (*Split*) 后，多评级变量 (*Multiple*) 回归系数不再显著，但评级分歧变量 (*Split*) 回归系数仍然显著为正，其绝对值低于高发债成本组，说明高发债成本组对评级分歧的惩罚更大。总体而言，分组回归结果与前文基本一致，相比单一评级来说，高发债成本组采用多评级模式能够更有效地降低债券融资成本，但如果评级意见存在分歧，则会比低发债成本组要求更高的利率惩罚。

附表 4 报告了根据信用等级进行分组回归的结果。以信用评级等级 (*Rating*) 为界，将信用等级为 AAA 和 AA+ 的样本划分为优信用等级组，将信用等级低于 AA+ 的样本划分为次信用等级组，然后各自进行回归。列 (1) 和列 (3) 回归结果显示，优信用等级组和次信用等级组中多评级变量 (*Multiple*) 回归系数均显著为负，但后者的绝对值更大，显著性水平更高，说明在次信用等级组采用多评级对降低债券融资成本更为有效。列 (2)、列 (4) 显示了纳入评级分歧变量 (*Split*) 的模型回归结果，优信用等级组多评级变量 (*Multiple*) 回归系数仍然为负，但显著性水平下降，评级分歧变量 (*Split*) 回归系数显著为正，与前文的主体回归结果一致，次信用等级组的主要解释变量回归系数则不再显著，相关效应难以定论。总体而言，分组回归结果与前文基本一致，相比单一评级来说，次信用等级组采用多评级能够更有效地降低债券融资成本，但引入评级意见分歧后，模型效应不再显著。

(四) 实证研究结论

实证研究的结果证明。① 相比单一评级，多评级模式能够显著地降低债券融资成本。双评级、多评级的发债企业可以向市场传递增量信息，缓释信息不对称问题，同时增强了认证效果，加强声誉约束。② 多评级模式之下，评级一致的发债企业比评级分裂的发债企业债券融资成本降低效应更强。在控制评级分歧变量后，或者是无论评级意见是一致或是不一致，相比于单一评级来说，多评级均可以有效降低企业的债券融资成本，因为多评级均可以向市场提供额外信息，而享受到一部分发行成本下降带来的好处。③ 考虑现实情况的复杂性和样本内部的差异性，分组回归很有必要。根据债券融资成本分组后，分组回归结果与前文基本一致，相比单一评级来说，高发债成本组采用多评级模式能够更有效地降低债券融资成本，但如果评级意见存在分歧，则会比低发债成本组要求更高的利率惩罚。根据信用等级分组后，分组回归结果与前文基本一致，相比单一评级来说，次信用等级组采用多评级模式能够更有效地降低债券融资成本，但引入评级意见分歧后，模型效应不再显著。

六、政策建议

第一，积极探索实践双评级、多评级。多评级模式之下，两家或多家评级机构对同一发行人进行评级，其评级结果、评级能力和评级行为都受到市场的监督，并且可以交叉验证。双评级、多评级有利于向市场提供更多的增量信息，缓释信息不对



称问题，从而带来债券融资成本下降的好处。多评级还可以促使声誉机制更好地发挥对评级机构的约束作用，抑制评级机构间的级别竞争，促使机构为了长远利益而坚持公平公正的竞争，有利于促进债券市场良性运转和繁荣发展。双评级、多评级模式是促进债券信用评级市场加强信息披露、强化市场约束机制的利器，应当积极探索和实践双评级、多评级模式，有效发挥双评级、多评级模式的作用。

第二，通过行政力量引导双评级、多评级模式发展。双评级、多评级模式源起方式是由债券市场成熟度决定的，从国外双评级、多评级模式起源和发展的普遍规律来看，一般是受市场力量推动而自发形成，或者由行政力量推动实施，在实施后又进一步起到促进评级市场有序竞争、良性发展的作用。在我国当前债券市场信用评级环境之下，难以靠市场自发力量推动

形成双评级、多评级制度，需要依靠行政力量推动，系统性地制定双评级、多评级行业规范，逐步推动双评级、多评级模式市场化、广泛化、常态化。应当在政府的指导下，鼓励有条件的评级机构开展多评级，边探索边总结，逐步制定和推行符合我国债券市场实际的双评级、多评级制度。在实施初期，可由政府和监管部门积极引导，给予优惠政策、出台鼓励措施、搭建配套设施，降低企业双评级、多评级的成本，提供发行便利，例如减免相关税费、创设双评级债券注册发行快速通道、适当扩增双评级债券发行规模和发行期限等，让市场主体权衡成本收益自主裁量，循序渐进地扩展实施范围和品种覆盖范围，推动双评级、多评级模式真正融入市场、有序运转、提质增效。[N]

学术编辑：张毓

参考文献

- [1] 陈关亭,连立帅,朱松.多重信用评级与债券融资成本——来自中国债券市场的经验证据[J].金融研究,2021(02):94-113.
- [2] 董文亮,李诞午.信用评级、信息披露与投资人保护——基于民企债券融资困境的研究[J].金融市场研究,2023(06):55-65.
- [3] 郭舒萍.“双评级”制度的国际实践及对我国的启示[J].上海金融,2013(12):141-142.
- [4] 何平,金梦.信用评级在中国债券市场的影响力[J].金融研究,2010(04):15-28.
- [5] 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?[J].金融研究,2015(10):81-98.
- [6] 李明明,秦凤鸣.中国信用评级业市场结构探析[J].经济经纬,2017,34(03):153-158.
- [7] 沈红波,廖冠民.信用评级机构可以提供增量信息吗——基于短期融资券的实证检验[J].财贸经济,2014(08):62-70.
- [8] 史淑梅,王钟萍,杨东.资信评级机构注意义务的认定标准与责任分配[J].金融市场研究,2023(01):62-71.
- [9] 王希军,李士涛,金兵兵.国外双评级制度实施情况及其启示[J].征信,2013,31(05):56-58.
- [10] 王雄元,张春强.声誉机制、信用评级与中期票据融资成本[J].金融研究,2013(08):150-164.
- [11] 徐文鸣,杜宇轩,王磊.全面注册制时代信用评级监管的改革经验[J].金融市场研究,2022(10):15-23.
- [12] 周岩,赵希男,黄诗童.付费模式与评级制度对信用评级机构竞争的影响研究[J].运筹与管理,2021,30(09):194-202.
- [13] Billingsley R S,Lamy R E,Marr M W,Thompson G R.Split ratings and bond reoffering yields[J].Financial



- Management,1985,14(2):59.
- [14] Bongaerts D,Cremers M,Goetzmann W.Tiebreaker: certification and multiple credit ratings[J].The Journal of Finance,2012,67(1):113-152.
- [15] Boot A W A,Milbourn T T,Schmeits A.Credit ratings as coordination mechanisms[J].The Review of Financial Studies,2006,19(1):81-118.
- [16] Hilscher J,Wilson M.Credit ratings and credit risk: is one measure enough?[J].Management Science,2016, 63(10):3414-3437.
- [17] Hsueh L P,Kidwell D S.Bond ratings: are two better than one?[J].Financial Management,1988,17(1):46-53.
- [18] Kaplan R,Urwitz G.Statistical models of bond ratings: a methodological inquiry[J].Journal of Business, 1979(52):231-261.
- [19] Kliger D,Sarig O.The information value of bond ratings[J].Journal of Finance,2000,200(55):2879-2902.
- [20] Morkoetter S,Westerfeld S.Impact of multiple CDO rating on credit spreads[J].The Journal of Fixed Income, 2009(19):55-72.
- [21] Ziebart D A,Reiter S A.Bond ratings, bond yields and financial information[J].Contemporary Accounting Research,1992,9(1):252-282.

Multi-Rating Model and Bond Financing: An Empirical Study Based on Interbank Market Bonds

XIE Bin LIU Jin LI Fan SUN Mingkai

(Bank of Wenzhou, Financial Market Department)

Abstract This study conducts research based on bond market data aimed at verifying the effectiveness and rationality of the multi-rating model and helping clarify the mechanism of its impact on bond financing costs. It concludes that the multi-rating model can significantly reduce financing costs of bond issuers. It finds that under the multi-rating model, bond issuers with consistent ratings have lower financing costs than those with divergent ratings. In consideration of the complexity of the actual situation and the differences within the sample, group regression was conducted.

Keywords Multi-Rating, Bond Financing Costs, Credit Rating, Interbank Market

JEL Classification C10 G12 G24