DOI:10.20069/j.cnki.DJKX.2026004

债券通的经济后果:企业债务违约风险视角

窦 超,黄宇童,李梦佳
中央财经大学 商学院,北京 100081

移动端阅读

摘要:债务违约现象在中国资本市场频繁发生,已成为威胁金融市场稳定的重要隐患。以2007—2022年中国A股上市公司为样本,利用债券通政策中"北向通"的实施作为准自然实验,从债务违约风险视角实证检验债券通的经济后果。研究发现,债券通显著降低了标的企业的债务违约风险。机制检验结果表明,该效应在治理水平较低的企业中更为显著,显示出债券通在公司治理薄弱情境下的风险缓释作用。异质性分析结果表明,该机制在信息披露质量较低、利益侵占程度较高、投资者保护水平较弱、机构调研水平较低以及企业风险较高的环境中具有更强的治理效力。因此,政府部门应强化债券通的治理功能,市场投资者应积极利用债券通的治理效应,企业应适应债券市场的治理机制。

关键词:债券通;债务违约风险;企业治理水平;债券市场开放程度
文献标识码:A **文章编号:**1002-2848-2026(01)-0120-15

在国民经济步入新常态的背景下,受宏观经济增速放缓、产业结构转型升级、中美贸易摩擦等多重因素的综合影响,中国宏观经济形势整体较为严峻。企业面临的经营压力日益增大,债务违约事件频发,违约规模不断扩大,给中国资本市场造成了较大冲击。作为企业债务融资的重要来源,中国债券市场自20世纪90年代正式建立以来,成为缓解企业融资压力、满足企业融资需求的主要渠道。然而,现阶段制度建设的不完善与市场机制的不成熟对中国债券市场的效率提升与风险防范产生了严重的制约作用,导致发债企业良莠不齐、问题频出。债券市场积压的风险要素得不到有效化解,各类问题隐患不仅对企业的资金链和长期可持续发展产生冲击,还严重威胁到金融市场的安全与稳定。从国外的经验来看,企业的债务违约不仅影响自身经营安全,还具有极强的传染效应。如果单个企业的违约问题不能得到妥善处理,违约风险可能蔓延至整个债券市场,引发企业集中违约,甚至诱发系统性金融风险,进而影响金融体系的稳定。因此,如何应对和缓解企业债务违约隐患、提升债券市场效率、防范系统性金融风险、切实维护金融稳定迫在眉睫,也是当前经济领域关注的一大焦点问题。

自2014年"11超日债"首次违约、打破市场刚性兑付以来,中国债券市场的违约债券数量和违约金额均呈现迅猛增长的态势,并逐步蔓延至国有企业。截至2022年底,市场违约债券共计1 080只,总规模达8 710亿元。其中,仅在2022年资本市场就有174只债券发生违约,金额高达879亿元[①],凸显了问题的严峻性。监管机构为了应对企业频发的债券违约问题,也先后推出了多项针对性的制度变革,其中债券通的建立完善是近年来的一项重大举措。作为中国债券市场与国际资本市场互联互通的重要政策,债券通

基金项目:国家自然科学基金青年基金项目(72002235);国家自然科学基金面上项目(72372172);中央高校基本科研业务费资助项目。

作者简介:窦超,男,中央财经大学商学院副教授,博士生导师,研究方向为财务会计、资本市场和公司金融;黄宇童,女,中央财经大学商学院博士研究生,研究方向为财务会计和资本市场;李梦佳,女,通信作者,中央财经大学商学院博士研究生,研究方向为财务会计和资本市场,电子邮箱为limengjia0925@163.com。

① 数据来源于Wind数据库。

包括北向通及南向通[①]，其目的在于促进香港与内地债券市场之间的双向互联互通合作，并提高两地市场的流动性和透明度。相较于服务内地机构投资者“走出去”投资香港及全球债券市场的南向通，2017年7月先期上线运行的北向通则定位于为境外投资者提供经由香港投资内地银行间债券市场[②]的投资渠道，属于“引进来”的核心载体，理应能有效提升境内债券市场的开放水平，并通过积极引入国际投资者推动改善中国债券市场的发展质量，也因此成为本文探究债券通经济后果的核心窗口。相较于实务界对债券通的高度重视，学界对这一重大政策变革的关注仍显不足，尤其是在探讨其直接经济后果方面，即对发债企业质量与潜在违约风险的影响研究还较为匮乏，债券市场互联互通影响机理的相关研究也存在空白。因此，债券通究竟能否有效发挥外部治理效应、助推企业防范债务风险，亟待系统探究，具有重要的理论意义和实践价值。

本文以2007—2022年中国A股上市公司为样本，利用债券通实施这一外生事件作为准自然实验，实证检验了债券通对企业债务违约风险的缓解效应。基于此，本文的主要研究贡献体现在两点。第一，基于债券通视角，从债务违约风险角度系统分析了债券市场互联互通所带来的直观经济后果。目前，关于资本市场互联互通的研究大多集中于股票市场的陆港通及其宏观和微观经济影响[1-2]，而从债券市场对外开放视角展开的研究则相对较少，且主要关注债券通对汇率风险及企业财务信息质量的影响[3-4]。因此，债券通作为互联互通机制在债券市场中的代表，其对企业债券的直接影响效果需进一步验证。本文以债券通政策为切入点，将宏观政策影响与微观市场反应相结合，揭示债券通的外部治理作用，拓展了债券市场对外开放经济后果的研究领域，填补相关研究空白。第二，从企业债务违约影响因素和治理机制的角度补充相关研究内容。当前，学界关于资本市场对外开放对企业债务违约影响的研究多集中于股票市场的陆港通[5]，而对债券市场互联互通的研究则较为稀缺。本文以债券通的实施为准自然实验，为债务违约影响因素的研究提供新的证据，对后续类似领域的研究具有重要的参考价值。

一、文献综述

债务违约通常被视为企业财务困境的一种表现形式，若企业融资方案不能保证当期资本收益覆盖成本，便可能面临债务违约风险[6]。在中国资本市场，受宏观经济下行压力、环境不确定性、公共卫生事件突发以及金融环境周期性波动等因素的叠加影响，实体经济的债务违约风险显著积聚[7]。企业的债务违约风险问题早已受到投资者的广泛关注。学界对企业债务违约的影响因素也作了诸多探讨，主要从外部环境和内部管理两方面展开。从外部环境的宏观视角来看，市场的经济因素如国内生产总值(GDP)增长率、银行贷款利率、货币供应量、失业率和工业生产率等因素，均会显著加剧企业发生债务违约的可能性[8]。此外，股票市场的价格波动、货币政策不确定性、通货膨胀、金融危机、经济衰退带来的高税负压力以及突发的流行病危机等因素，也会提升整体经济风险，降低企业盈利水平，从而增加企业债务违约风险[7,9]。从内部管理的微观视角来看，企业的经营状况，如盈利能力、财务结构、股票流动性和销售业绩等，均会对企业债务违约风险产生影响[10]。虽然企业短期内可依赖流动性储备维持资金运转，但长期现金流枯竭仍可能引发债务违约风险[6]。此外，企业的创新性活动在一定范围内能对企业的债务违约水平起到缓解作用，但在超过特定范围后，风险可能反而增大[11]。企业的治理结构也与债务违约风险密切相关。股权结构方面，机构投资者和管理层持股比例低、大股东持股比例高、家族控制权越强的企业，债务违约概率更高[12]。管理层背景方面，具有宏观背景的独立董事有助于降低企业债务违约风险，而管理层强大的社会关系网络可在困境时为企业争取更多资金支持从而降低企业发生债务违约的概率[13]。综上所述，学界已从企业外部环境和内部管理两个层面，对企业债务违约风险的影响因素进行了较为深入的研究。然而，从资本市场互联互通视角出发的研究相对较少。目前，仅有部分文献关注债券市场的陆港通对企业债务违约风险的影响[5]，而针对债券通这一新兴制度安排的经济后果探究还相对匮乏，尤其缺

① “南向通”2021年9月24日起正式运行，符合要求的境内投资者可以通过“南向通”投资于在香港市场交易流通的境外债券，即内地投资者在国际金融市场上配置资产。

② 参见http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3309706/index.html。

少基于债券市场的债券通视角对债务违约的系统研究。

尽管学界对债券市场互联互通的探索已初见端倪，部分研究开始关注债券通对市场的影响，但主要侧重于债券定价、信息透明度及企业社会责任等方面。例如，张雪鹿等[3]研究发现债券通的启动实施对债券定价会产生正的汇率风险溢价效应；刘津宇等[14-15]通过考察债券市场的制度型开放均得出相似的结论，即债券通能够提振债券价格，降低债券信用利差；王彦慧等[4]指出债券市场对外开放也会提高企业财务信息的稳健性，降低融资成本；余静文等[16]从可持续发展视角出发，认为债券市场对外开放有助于提升企业的环境、社会和公司治理（ESG）表现；而Hu等[17]从宏观层面对债券通交易量及其引入的外商投资量进行了简要阐述。上述研究成果为后续研究提供了初步参考，但在互联互通机制对发债企业的质量与违约风险的影响方面仍是空白，亟待深入探究。

二、理论分析与研究假设

债券通不同于股票市场的陆港通，其扩大了债券市场的开放程度，加大了资本市场对外开放力度，吸引了更多国际债权投资者参与内地资本市场的交易。基于债券通的独有特征，本文从境外投资者特质、债权人属性、债券市场对外开放三个渠道考察债券通实施可能影响企业债务的作用机理。

首先，债券通引入了经验丰富、理念成熟的境外投资者，这些投资者大多拥有较强的风险识别能力和自我维权意识，能够有效地发挥外部治理效应。一方面，中国资本市场发展历史较短，投资者尚未形成完善的认知体系，而成熟经济国家市场的标准化、国际化制度给境外投资者提供了更为丰富的经验[18]，境外投资者能够将其丰富经验转化为能力优势，面对相同或相似内容时得到优于本地投资者的信息，更容易识别出企业的潜在风险[19]。此外，境外投资者所处的法律监管严格、市场约束较强的环境使其对企业的盈余管理行为更加敏感，降低了企业为谋取私利蒙骗投资者的可能性[20]。另一方面，国外发达资本市场的投资者以专业的机构为主，注重长期收益和时间复利，是驱动企业投资效率提升的主要力量[19]。这些成熟机构投资者掌握充足的人力、物力资源，风险识别和自我维权能力优于内地投资者[4]。境外机构投资者通过信息渠道和维权管理渠道主动介入企业风险问题。在信息渠道方面，境外机构投资者来自资本市场发达的国家或地区，在信息获取等方面具有相对优势[21]，能够及时察觉企业问题并改变投资决策以规避风险，缓解投资者与企业间的信息不对称[22]。在维权管理渠道方面，境外机构投资者利用成熟健全的法律法规介入企业治理，约束经理人的机会主义行为，抑制控股股东的股权质押，监管管理层隐藏披露重大消息等行为，维护自身权益。在北向通背景下，香港金融管理局为境外投资者提供了集体诉讼的维权渠道，相比于内地的委托诉讼等维权形式更加高效，对企业的震慑作用更强，增加了企业的诉讼压力和成本[4]。债券通实施前，境外投资者很难进入内地资本市场参与投资，而债券通实施后，香港作为金融中心允许境外投资者自由进出，境外投资者可以进行投资活动，影响内地企业的运营管理。可见，债券通引入的境外机构投资者客观上经验丰富、实力强大，具备很强的甄别风险和维护权益的能力，有助于缓解企业债务违约风险。

其次，债券通为企业引入了更多债权投资者，这类交易者偏好规避风险、追求资金安全，能够更好地发挥风险治理效应。债券通与陆港通的本质区别在于引入了不同类型的投资者，在风险承担能力和收益需求等方面存在较大差异。从以往对陆港通的研究经验来看，陆港通引入的境外股权投资者更注重价值投资，倾向于将更多资金投入到企业的主营业务中，优化企业的投资结构，提高企业的非财务信息定价水平和股票定价效率，实现经济效益的最大化[21]。企业通过实施积极的现金股利政策迎合境外股权人的需求，以吸引更多外资股东[18]。区别于陆港通引入的股权投资者，债券通引入了风险厌恶型的债权人。根据Kahneman等[23]的前景理论，当面临确定性收益时，人的选择行为倾向于风险规避。债权人通常获得固定收益，因而更倾向于风险规避。当企业存在较大风险时，债权人会优先采取清算行动以保障资产安全[11]。理性的债权人在投资前首先会考虑风险因素，如果较高的收益率不能抵消更高的预期违约率，或某一金融资产在未来可能承担的损失逐渐增大，债权人会控制资金投入以追求资产安全[15]。债权人还会避免投资拥有较多长期债务的企业，因为该类企业偿债能力较差，投入的资产极易受到损失[24]。债权人不能分享投资收益却要承担企业的破产风险，当企业投资状况良好获得较高收益时，债权人仅能收

回本金和相应利息，无法享受更多投资收益，但当企业经营状况较差造成亏损甚至破产时，债权人需承担大部分投资损失。因此，债权人会尽量避免对破产风险较大的企业进行投资，维护其资产的长期安全[12,24]。债券通的开通为发债企业带来了更多的债权投资者，与追求高收益的股东不同，风险厌恶型债权人更追求资产安全与收益稳健，他们的进入将会对企业形成更多约束，平衡企业决策权的分配，制约高风险经营行为。综上，债券通引入的债权投资者更注重规避风险以追求资产安全，督促企业降低违约概率，有助于缓解企业的债务违约风险。

最后，债券通进一步扩大了债券市场的对外开放程度，投资群体的丰富与扩大将刺激企业形成优胜劣汰的融资竞争机制，并学习、适应先进的市场交易制度与投资者保护机制，促进内地企业的质量整体提升。一方面，资本市场对外开放为债券市场带来了额外的融资渠道，改善了企业的融资环境。运行良好、表现出色的企业将备受投资者关注，获得更多投资资金，促进企业长期良性发展[18]；相反，经营水平较差的企业得到的市场投资较少，资金短缺和高负债问题将加剧其破产风险[5]。资本市场开放引入的发达市场投资者主要践行长期价值投资理念，即使企业短期业绩不佳，投资者依然会遵循非财务信息等隐含迹象对发展前景较好的企业投入更多资金，变相淘汰只注重短期投机行为的企业[2]。此外，资本市场对外开放不仅吸引境外投资者为企业提供增量资金，还促使优质企业主动释放积极的经营信号以吸纳外部投资，推动其可持续发展，并在一定程度上抑制劣质企业通过国际市场渠道融资[21]。另一方面，香港资本市场的制度溢出效应有助于提升内地企业质量。Ross[25]利用信息传递理论指出，金融市场之间的溢出效应可以解释信息传递过程和股票市场效率，香港资本市场的金融制度体系与投资者保护机制领先于内地资本市场，通过互联互通机制，香港资本市场完善的制度结构传递作用于内地资本市场，进一步提高内地企业的质量。资本市场对外开放增加了国际金融市场的联动，使内地企业能够迅速对来自国际市场的信息作出反应，并基于成熟资本市场的经验不断学习进步，提升企业的整体水平[14]。债券通的开通加剧了市场竞争，增强了企业的危机意识，盈利能力较低、治理效果较弱、运营能力较差的企业更易被市场识别并淘汰。同时，债券通使内地企业能够更好地模仿学习境外发达市场先进的风险防范管理制度，与国际接轨，改善企业制度环境和整体水平。因此，债券通政策的启动实施盘活了中国资本市场，对外开放引致的良性竞争机制和制度溢出效应对企业的债务违约风险起到缓解作用。综上所述，本文提出如下研究假设：

假设：债券通政策有助于缓解企业债务违约风险。

三、研究设计

（一）研究数据

本文的主要研究样本涵盖了2007—2022年间沪深A股上市公司在银行间债券市场和交易所债券市场所发行的债券。具体而言，本文使用的债券数据来源于Wind数据库；涉及的与债务违约相关的数据来源于中国经济金融研究（CSMAR）数据库；治理数据、财务数据、机构投资者调研数据以及企业特征数据均由CSMAR获得；内部控制质量数据来源于迪博数据库；媒体报道数据来源于中国研究数据服务平台（CNRDS）。为确保数据的完整性与可靠性，本文的研究对象需满足以下条件：仅限于在银行间债券市场和交易所债券市场发行债券的上市公司；上市公司仅在中国境内上市，未在境外上市；剔除金融行业、房地产行业、ST和*ST企业、数据缺失和异常的样本；2007—2022年财务数据完整；对连续变量经过上下1%的缩尾处理。通过以上数据筛选，本文最终整理获得1 327家上市公司样本，共计23 689个企业季度观测值。

本文研究对象主要集中在制造业，以及电力、热力、燃气及水生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业等行业。这一分布既符合上市公司整体的行业分布特征，也表明本文为助力实体经济稳健发展提供样本支持①。

① 样本具体行业分布留存备索。

(二)研究方法

为了检验债券通对企业债务违约风险的影响,本文采用双重差分方法,以纳入债券通的企业为实验组,未纳入债券通的企业为对照组。这有助于控制两组间的特征差异,减少内生性问题,并结合翟淑萍等[7,11,14-15]关于企业债务违约风险和债券通的研究设计,构建了如下模型检验本文的研究假设:

$$EDF_{i,t+1}=\beta_0+\beta_1 BXT_i\times Post_{i,t}+\beta_2 Lev_{i,t}+\beta_3 Size_{i,t}+\beta_4 Roa_{i,t}+\beta_5 Liq_{i,t}+\beta_6 Age_{i,t}+\beta_7 Ind_{i,t}+\beta_8 Bsz_{i,t}+\beta_9 Bal_{i,t}+\beta_{10} Scl_{i,t}+\beta_{11} Gua_{i,t}+\sum ID+\sum YQ+\delta_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量$EDF_{i,t+1}$衡量企业i在第$t+1$期的债务违约风险;BXT_i是衡量企业i的债券是否纳入债券通的虚拟变量,若企业i在银行间债券市场中有债券发行或交易流通,则BXT_i取值为1,否则为0;$Post_{i,t}$表示债券通开通的时间点,根据中国人民银行和香港金融管理局的联合公告,北向通于2017年7月3日上线,因此2017年第三季度及以后$Post_{i,t}$取值为1,否则为0;$BXT_i\times Post_{i,t}$用于捕捉债券通对企业债务违约风险的影响。其他控制变量包括企业的财务指标,如负债水平(*Lev*)、企业规模(*Size*)、盈利能力(*Roa*)、资产流动性(*Liq*)、企业年龄(*Age*);公司治理指标,如独立董事占比(*Ind*)、董事会规模(*Bsz*)、股权制衡度(*Bal*);债券层面指标,如债券规模(*Scl*)以及债券是否存在担保(*Gua*)。同时,本文在式(1)中加入了企业固定效应(*ID*)和年季度固定效应(*YQ*),以控制个体层面不随时间变化的特征以及时间层面的因素影响。变量详细定义如表1所示。

表1 变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
EDF	债务违约风险	采用简化违约概率对Merton DD模型进行近似估计
BXT	债券通标的	债券通的虚拟变量,如果企业发行的债券在债券通中北向通标的范围内,即企业在银行间债券市场中有债券发行或交易流通时取1,否则为0
Post	债券通开启时间	债券通中北向通启动时点的虚拟变量,若在试点开放后,取值为1,否则为0
Lev	负债水平	总负债/总资产
Size	企业规模	总资产取对数
Roa	盈利能力	净利润/总资产
Liq	资产流动性	流动资产/总资产
Age	企业年龄	上市时间取对数
Ind	独立董事占比	独立董事人数/董事会总人数
Bsz	董事会规模	董事会总人数取对数
Bal	股权制衡度	第二至第十大股东持股之和/第一大股东持股比例
Scl	债券规模	发行规模取对数
Gua	债券担保	债券是否存在担保,有担保赋值1,否则为0

Merton[26]基于期权定价理论采用Merton DD模型在估算违约概率方面得到了广泛认可。其中,KMV模型应用较为广泛,它以KMV企业构建的庞大历史违约信息数据库为基础,确定违约距离与违约概率之间的映射关系,估计出违约距离变化的经验分布,并据此计算违约概率,难以准确地在中国市场被模仿应用[11]。为此,本文采用Bharath等[27]提出的Naïve模型估计违约概率,以此作为违约风险的代理变量,具体如式(2)所示:

$$DD_{it}=\left\{\log\left[(Equ_{it}+Deb_{it})/Deb_{it}\right]+(r_{it-1}-\sigma_{Vit}^2/2)\times T_{it}\right\}\Big/(\sigma_{Vit}\times\sqrt{T_{it}}) \quad (2)$$

其中,DD_{it}表示违约距离;Equ_{it}表示企业总市值,是股票发行总数与季末市场价格的乘积;Deb_{it}是企业债务的面值,计算方式为季末短期负债与长期负债的1/2的加总;r_{it-1}是企业滞后一季的季度收益率,通过企业上一季度的周股票收益率计算得出;T_{it}是债券到期时间;σ_{Vit}是企业资产波动率的估计量,通过σ_{Eit}计算得出;σ_{Eit}是股票收益率的波动率,利用企业上一季度的周收益率数据取标准差求得。σ_{Vit}的计算公式如下:

$$\sigma_{Vit}=Equ_{it}/(Equ_{it}+Deb_{it})\times\sigma_{Eit}+Deb_{it}/(Equ_{it}+Deb_{it})\times(0.05+0.25\times\sigma_{Eit}) \quad (3)$$

其中,0.05为企业债务的结构性波动,0.25为与违约风险相关的波动。

在式(2)(3)的基础上,可以计算出违约风险距离DD_{it},然后通过标准累计正态分布函数$Nor(\cdot)$求出企业违约概率,公式如下:

$$EDF_{it}=Nor(-DD_{it}) \quad (4)$$

其中,企业债务违约风险指标(*EDF*)取值范围在0~1之间,其值越大,代表企业的违约风险越高。

（三）描述性统计

变量的描述性统计结果如表2所示。企业季度债务违约风险的均值为0.246，标准差为0.411，最小值为0，中位数为0，这表明不同企业的债务违约风险存在较大差异，且分布呈现右偏特征。债券通标的均值为0.415，表明在上市公司中，有41.5%的企业债券处于债券通标的状态，实验组与对照组的样本数量差异较小；债券通启动时间的均值为0.546，说明样本中有54.6%的数据来自债券通开通之后，实验组和控制组观测值较为平衡。控制变量的统计特征与以往文献基本一致，均在合理范围内，进一步验证了本文研究数据的可靠性。

表2　主要变量的描述性统计结果

变量	观测值数	均值	标准差	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数
EDF	23 689	0.246	0.411	0	0	0	0.439
BXT	23 689	0.415	0.493	0	0	0	1.000
Post	23 689	0.546	0.498	0	0	1.000	1.000
Lev	23 689	0.534	0.161	0.022	0.424	0.537	0.649
Size	23 689	23.174	1.164	19.958	22.360	23.033	23.902
Roa	23 689	0.022	0.043	−2.071	0.005	0.017	0.035
Liq	23 689	0.486	0.206	0.007	0.330	0.487	0.644
Age	23 689	2.412	0.620	0	1.946	2.485	2.944
Ind	23 689	0.375	0.057	0	0.333	0.364	0.429
Bsz	23 689	2.170	0.207	1.099	2.079	2.197	2.197
Bal	23 689	0.870	0.796	0.008	0.285	0.639	1.211
Scl	23 689	17.453	33.553	0.100	4.800	8.000	16.500
Gua	23 689	0.216	0.411	0	0	0	0

四、实证分析

（一）债券通与债务违约风险

为了检验债券通的启动实施对企业债务违约风险的影响，本文首先依据式（1）进行相应的回归分析，结果如表3所示。第（1）列结果显示，在不加入其他控制变量时，*BXT*×*Post*的系数为−0.025，在5%的水平下显著为负，表明债券通政策实施有助于降低企业债务违约风险；第（2）列引入了一系列企业的财务指标以及公司治理指标作为控制变量，结果显示*BXT*×*Post*的系数为−0.041且在1%的水平下显著，说明加入控制变量之后上述结论依然成立，债券通对企业债务违约风险具有缓解作用这一结论较为稳健；第（3）列在第（2）列的基础上补充了债券层面的控制变量进行回归，可以发现*BXT*×*Post*与企业债务违约风险在1%的水平下仍显著负相关。此外，方差膨胀因子（VIF）的检验结果也均小于临界值10，表明本文研究模型不存在明显的自相关问题。由此可知，债券通政策实施之后，相较于未纳入债券通企业，纳入债券通企业的债务违约风险显著降低，与本文主要假说的预期相一致。

（二）债券通影响债务违约风险的机制检验

债券通影响企业债务违约风险的途径主要是通过影响公司治理结构，发挥强化治理水平的作用。对于原本治理水平较差的企业，债券通能对公司治理起到外部补充的作用，优化公司治理的效率，从而更好地监督管理企业经营，使得治理水平提升的边际效应更强[21]。鉴于此，本研究分别从内部治理和外部治理两个维度进一步探索债券通对企业债务违约风险的作用。

在企业的内部治理方面，本文从董事会规模、独立董事占比和内部控制质量三个视角进行综合检验。根据董事会规模是否高于同年度行业中位数，将上市公司分为董事会规模大组和董事会规模小组。实证结果显示，在董事会规模小组中，*BXT*×*Post*的系数在1%的水平下显著为负，而在董事会规模大组中，*BXT*×*Post*的系数为负但不显著，见表4第(1)(2)列。类似地，按照独立董事占比和内部控制质量是否高于同年度行业中位数进行分组，结果表明，在独立董事占比低和内部控制质量低的组别中，*BXT*×*Post*的系数均在1%的水平下显著为负，而在独立董事占比高和内部控制质量好的组别中，*BXT*×*Post*的系数为负但不显著。综上所述，当企业内部治理水平较低时，债券通会在更大程度上降低企业的债务违约风险，与本文的假说保持一致。

表3 债券通与债务违约风险的回归估计结果

变量	被解释变量：*EDF*			变量	被解释变量：*EDF*		
	(1)	(2)	(3)		(1)	(2)	(3)
BXT×*Post*	−0.025**	−0.041***	−0.041***	*Bsz*		0.019	0.006
	(−2.261)	(−3.749)	(−3.728)			(0.637)	(0.200)
Lev		0.121***	0.107***	*Bal*		−0.034***	−0.035***
		(3.311)	(2.952)			(−4.727)	(−4.897)
Size		0.154***	0.145***	*Scl*			0.001***
		(15.446)	(14.399)				(6.321)
Roa		−0.513***	−0.514***	*Gua*			0.078***
		(−7.299)	(−7.330)				(5.046)
Liq		−0.027	−0.023	常数项	−0.022	−3.285***	−3.039***
		(−0.757)	(−0.632)		(−0.240)	(−13.926)	(−12.756)
Age		−0.105***	−0.096***	观测值数	23 689	23 689	23 689
		(−5.332)	(−4.889)				
Ind		0.064	0.035	Adj. R^2	0.159	0.172	0.175
		(0.778)	(0.426)	VIF检验	1.000	1.290	1.360

注：1. ()中为*t*值。

2. ***和**分别表示在1%和5%的水平下显著。

3. 企业和年季度固定效应已控制。

在企业的外部治理方面，本文选用机构投资者持股、分析师关注度、审计师是否为国际四大会计师事务所以及媒体关注度4个变量衡量企业的外部治理水平。首先，按照机构投资者持股数量是否高于同年度行业中位数，将样本分为机构投资者持股少组和机构投资者持股多组。结果显示，在机构投资者持股少的组别中，债券通对企业债务违约风险具有负向影响，在1%的水平下显著；在机构投资者持股多组中，这一关系不显著，见表4第(7)(8)列。其次，根据同年度行业的中位数，将样本分为分析师关注度少组和关注度多组，结果表明在分析师关注度少组中，*BXT*×*Post*的系数在1%的水平下显著为负，见表4第(9)(10)列。此外，本文还考察了审计师是否为国际四大会计师事务所对债券通与企业债务违约风险间关系的影响，结果表明当企业的审计师来自非国际四大会计师事务所时，*BXT*×*Post*的系数在1%的水平下显著为负，见表4第(11)(12)列。最后，按照媒体正面报道数量的同年度行业中位数，将研究样本分为正面报道多组和报道少组，回归结果显示，在媒体正面报道多组中，债券通与企业债务违约间的关系并不显著，而在媒体正面报道少组中，*BXT*×*Post*的系数在1%的水平下显著为负，表明债券通对企业债务违约风险的缓解作用更多地表现在正面报道少的样本企业中，见表4第(13)(14)列。因此，债券通的启动在外部治理水平较差的企业中能更显著地降低企业债务违约风险。

综上所述，当企业的公司治理水平较低时，无论是内部治理还是外部治理，债券通都能更好地发挥其降低企业债务违约风险的作用，验证了本文的假设。

表4　机制检验回归估计结果

变量	内部治理					
	(1)董事会规模小	(2)董事会规模大	(3)独董占比少	(4)独董占比多	(5)内控质量低	(6)内控质量高
BXT×*Post*	−0.053***	−0.033	−0.041***	−0.029	−0.048***	−0.020
	(−3.929)	(−1.501)	(−2.815)	(−1.586)	(−3.054)	(−1.159)
常数项	−3.167***	−3.590***	−2.647***	−3.847***	−3.418***	−2.193***
	(−10.798)	(−6.381)	(−7.844)	(−9.331)	(−10.224)	(−5.496)
观测值数	17 480	6 209	13 619	10 070	13 408	10 281
Adj. R^2	0.160	0.162	0.163	0.144	0.125	0.160

变量	内部治理							
	(7)机构投资者持股少	(8)机构投资者持股多	(9)分析师关注少	(10)分析师关注多	(11)非四大	(12)四大	(13)正面报道少	(14)正面报道多
BXT×*Post*	−0.075***	−0.004	−0.051***	−0.022	−0.040***	−0.066	−0.055***	−0.026
	(−4.686)	(−0.274)	(−3.128)	(−1.326)	(−3.481)	(−1.631)	(−3.493)	(−1.547)
常数项	−3.914***	−2.741***	−4.006***	−2.070***	−2.990***	−2.082**	−3.246***	−2.476***
	(−11.017)	(−6.771)	(−10.761)	(−5.459)	(−11.828)	(−2.040)	(−9.821)	(−6.050)
观测值数	13 056	10 633	12 415	11 274	21 970	1 719	13 385	10 304
Adj. R^2	0.180	0.140	0.175	0.150	0.171	0.208	0.130	0.147

注：1. ()中为*t*值。

2. ***和**分别表示在1%和5%的水平下显著。

3. 企业和年季度固定效应已控制，控制变量结果留存备索。

五、异质性分析

(一)信息披露质量

债券通的启动引入了更具经验的境外投资者，能够改善企业的信息环境，增加企业债务违约行为被发现的概率[12]。对于信息披露质量较差的企业，由于难以与投资者建立互信关系，往往面临缺乏投资资金等问题，从而更容易发生债务违约事件。债券通的实施带来的治理作用，能够有效弥补企业信息披露质量的不足，且其作用效果在信息披露质量高的企业更显著。因此，本文从进一步信息披露质量的角度出发，检验不同信息环境下债券通与企业债务违约风险间的关系，结果如表5所示。

表5　信息披露质量回归估计结果

变量	被解释变量：*EDF*			
	(1)盈余管理水平低	(2)盈余管理水平高	(3)会计信息质量高	(4)会计信息质量低
BXT×*Post*	−0.024	−0.068***	−0.015	−0.073***
	(−1.471)	(−4.068)	(−0.911)	(−4.366)
常数项	−3.070***	−3.096***	−3.256***	−2.868***
	(−8.691)	(−8.127)	(−8.611)	(−7.953)
观测值数	12 019	11 670	11 867	11 822
Adj. R^2	0.131	0.171	0.131	0.141

注：1. ()中为*t*值。

2. ***表示在1%的水平下显著。

3. 企业和年季度固定效应已控制，控制变量结果留存备索。

本文借鉴现有文献[4,20]，选用盈余管理水平和会计信息质量两个指标作为企业信息披露质量的替代变量。表5第(1)(2)列按照盈余管理水平是否高于同年度行业中位数，将样本分为盈余管理水平低组和高组，结果显示，在盈余管理水平高组中，*BXT*×*Post*的系数为负且在1%的水平下显著。第(3)(4)列则根据企业会计信息质量是否高于同年度行业中位数，将样本分为会计质量高组和质量低组，结果显示，在会计信息质量低组中，债券通更能显著降低企业债务违约风险，而在会计信息质量高组中，这一关系并不明显。综上所述，在信息披露质量较差的企业中，债券通的实施对企业债务违约风险的治理作用更加

明显。

(二)利益侵占

上市公司大股东的利益侵占行为极大地损害了中小股东的利益,大股东独断专行导致中小股东的话语权等合法权益得不到保障[21]。因此,利益侵占程度较高的企业,其债务违约风险更大。债券通的启动显著提升了资本市场的开放程度,对上市公司的大股东行为形成了有效约束,抑制了利益侵占导致的权利不对称问题,尤其对利益侵占较大的企业,其债务违约风险的治理效果更为明显。本文参考现有文献[28-29],从大股东掏空程度、关联交易以及股权质押三个方面,考察利益侵占对债券通缓解债务违约风险的影响,结果如表6所示。其中,大股东掏空程度采用其他应收款占总资产的比重衡量。

表6 利益侵占回归估计结果

变量	被解释变量:*EDF*					
	(1)大股东掏空程度低	(2)大股东掏空程度高	(3)关联交易金额少	(4)关联交易金额多	(5)质押比例小	(6)质押比例大
BXT×*Post*	−0.017 (−1.118)	−0.053*** (−3.069)	−0.026 (−1.481)	−0.056*** (−3.559)	0 (0.007)	−0.086*** (−4.580)
常数项	−2.715*** (−7.803)	−3.129*** (−7.738)	−3.591*** (−9.235)	−2.707*** (−7.359)	−2.651*** (−7.728)	−3.148*** (−7.883)
观测值数	12 732	10 957	11 853	11 836	13 326	10 363
Adj. R^2	0.155	0.146	0.133	0.169	0.157	0.148

注:1. ()中为*t*值。

2. ***表示在1%的水平下显著。

3. 企业和年季度固定效应已控制,控制变量结果留存备索。

首先,根据大股东掏空程度是否高于同年度行业中位数,将样本分为掏空程度低组和高组。实证结果显示,在大股东掏空程度低组,*BXT*×*Post*的系数为负但不显著;而在大股东掏空程度高组,*BXT*×*Post*的系数在1%的水平下显著为负,表明债券通对利益侵占严重的企业具有显著的治理效果,见表6第(1)(2)列。同样地,根据关联交易金额和股权质押的比例是否高于同年度行业中位数,将样本分为关联交易金额少组与多组、股权质押比例小组和大组。回归结果显示,在关联交易金额多组以及股权质押比例大组中,*BXT*×*Post*的系数在1%的水平下呈显著负相关,见表6第(3)~(6)列。以上检验结果均与本文假设一致,印证了债券通在利益侵占程度较高的企业中能更有效地降低企业债务违约风险。

(三)投资者保护

本文从市场化程度和地区投资者保护水平两个方面检验投资者保护程度,并借鉴张璇等[30]的研究,采用市场中介组织的发育完善程度衡量地区投资者保护水平,检验结果如表7所示。根据地区市场化程度是否高于同年度行业中位数,将上市公司分为市场化程度低组和高组。第(1)(2)列结果显示,债券通对企业债务违约的影响主要体现在市场化程度低的企业中。此外,按照投资者保护水平是否高于同年度行业中位数,将样本分为保护水平弱组和强组。第(3)(4)列结果显示,债券通的治理作用主要存在于保护水平弱组中,*BXT*×*Post*的系数在1%的水平下显著为负。综上表明,在投资者保护水平较弱的企业,债券通对企业债务违约的治理作用更明显。

(四)机构调研

机构投资者在企业运营中发挥着重要的舆论监督和治理作用[20],其调研行为会使企业受到更多的市场关注进而提升企业的信息披露质量与公司治理水平。相反,很少被调研的企业更可能隐藏其经营不善等问题,导致其债务违约概率较高。因此,债券通政策的实施对被调研较少企业的治理作用更明显。有鉴于此,本文做了如下检验:首先,按照机构投资者调研次数的同年度行业中位数,将上市公司分为调研次数少组和多组。表8第(1)(2)列回归结果显示,在调研次数少组中,*BXT*×*Post*的系数在1%的水平下显著为负,表明债券通政策对降低企业债务违约风险的作用并非源于关注度的提升,因此这种作用在

调研次数少的企业中更加明显。其次，本文根据参与调研机构数量的同年度行业中位数，将上市公司分为调研机构数量少组和多组。第(3)(4)列实证结果表明，在调研机构数量少组中，*BXT*×*Post*的系数在1%的水平下显著为负，因此在机构调研水平较低的企业中，债券通能更好地起到治理作用，显著降低企业债务违约风险。

表7　投资者保护回归估计结果

变量	被解释变量：*EDF*			
	(1)市场化程度低	(2)市场化程度高	(3)保护水平弱	(4)保护水平强
BXT×*Post*	−0.054***	−0.026	−0.045***	−0.025
	(−3.601)	(−1.505)	(−3.096)	(−1.246)
常数项	−3.493***	−2.814***	−3.171***	−2.472***
	(−10.226)	(−7.725)	(−10.350)	(−5.394)
观测值数	12 462	11 227	14 612	9 077
Adj. R^2	0.185	0.145	0.172	0.127

注：1. ()中为*t*值。

2. ***表示在1%的水平下显著。

3. 企业和年季度固定效应已控制，控制变量结果留存备索。

表8　机构调研回归估计结果

变量	被解释变量：*EDF*			
	(1)调研次数少	(2)调研次数多	(3)调研机构数量少	(4)调研机构数量多
BXT×*Post*	−0.052***	0.001	−0.050***	−0.005
	(−3.787)	(0.060)	(−3.691)	(−0.254)
常数项	−3.340***	−1.977***	−3.347***	−2.173***
	(−11.172)	(−4.389)	(−11.117)	(−4.941)
观测值数	15 325	8 364	15 096	8 593
Adj. R^2	0.185	0.113	0.189	0.112

注：1. ()中为*t*值。

2. ***表示在1%的水平下显著。

3. 企业和年季度固定效应已控制，控制变量结果留存备索。

(五)企业风险

企业在资本市场的经营过程中需承担各种风险，当风险水平较高时，企业可能面临盈利下降、资金链断裂、偿债困难等问题，从而加剧债务违约风险的发生概率。因此，本文从产权风险、研发风险、融资风险、违规风险四个方面对债券通影响企业债务违约风险的效果进行考察。

首先，企业的产权风险取决于企业实际控制人的属性。国有企业通常由政府控制，有政府信用兜底，经营稳定且风险较低；而民营企业则由个人投资者控制，需要自负盈亏，经营风险较大[13]。因此，债券通对债务违约风险的治理作用主要体现在风险较大的民营企业中。本文将样本按产权性质分为产权风险大组(即民营企业)和产权风险小组(即国有企业)。表9第(1)(2)列结果表明，*BXT*×*Post*的系数在产权风险大的企业中为−0.087，并在1%的水平下显著，而在产权风险小的企业中不显著，这表明债券通与企业债务违约风险间的联系在产权风险小的环境中不显著。

其次，创新型企业往往肩负着设计研发新产品等较高的研发风险，也要承担更多不确定性风险[2]。债券通在研发风险较大的高新技术企业中治理作用更为明显。借鉴孟庆斌等[11]的研究，本文根据无形资产增量的同年度行业中位数，将样本分为研发风险低组和高组。表9第(3)(4)列结果表明，*BXT*×*Post*的系数在研发风险低组中为负但不显著，而在研发风险高组中显著为负，支持了本文的假设。

再者，资本市场开放能够有效缓解企业的融资风险。本文检验了债券通实施对企业债务违约风险的缓解作用，在不同程度融资约束环境中的企业有何差异。参考连立帅等[2]的方法，本文采用SA指数度量融资约束，绝对值越大表示企业面临的融资约束越严重。按照SA指数的同年度行业中位数将研究样本

分为融资约束小组和大组。表9第(5)(6)列结果表明，债券通的治理作用主要体现在融资约束较大的企业中，在融资约束大组中*BXT*×*Post*的系数在1%的水平下显著为负。

最后，企业的违规行为也会使企业债务违约风险更高。为了检验债券通是否在有违规风险的企业环境中对债务违约风险有更强的治理作用，本文采用CSMAR中的证监会行政处罚数据作为企业违规行为的替代变量，将被证监会处罚过的样本企业定义为违规风险较大组，未被证监会处罚过定义为违规风险较小组，结果如表9第(7)(8)列所示。

在违规风险小组和大组中，*BXT*×*Post*的系数均在1%的水平下与债务违约风险呈负相关，但在违规风险大组中这一系数更小，说明相较于违规风险较小组，债券通在违规风险大的企业环境中能更大程度地降低违规企业的债务违约风险。表9中Chow检验也佐证了上述差异的存在。

表9 企业风险回归估计结果

变量	被解释变量：*EDF*							
	(1)产权风险大	(2)产权风险小	(3)研发风险低	(4)研发风险高	(5)融资约束小	(6)融资约束大	(7)违规风险小	(8)违规风险大
BXT×*Post*	−0.087***	−0.022	−0.018	−0.053***	−0.015	−0.073***	−0.034***	−0.078***
	(−4.692)	(−1.513)	(−0.982)	(−3.613)	(−0.772)	(−4.911)	(−2.874)	(−2.907)
常数项	−3.198***	−2.798***	−3.323***	−2.860***	−3.445***	−2.638***	−3.078***	−2.875***
	(−8.222)	(−7.947)	(−8.499)	(−8.459)	(−8.443)	(−6.895)	(−11.624)	(−4.690)
观测值数	11 211	11 329	10 856	12 833	11 832	11 857	19 838	3 851
Adj. R^2	0.141	0.228	0.108	0.167	0.143	0.199	0.175	0.174
Chow检验							0.049**	

注：1. ()中为*t*值。

2. ***和**分别表示在1%和5%的水平下显著。

3. 企业和年季度固定效应已控制，控制变量结果留存备索。

六、稳健性检验①

1. 平行趋势检验

利用双重差分模型识别因果关系的一个关键前提是满足平行趋势假定，即要求实验组和对照组在政策实施前具有平行趋势。为此，本文参考王彦慧等[4,18]的研究设计，将式(1)替换成动态回归模型，将*Post*拆分为Bef_2、Bef_1、*Cur*、Aft_1、Aft_{2+}重新进行回归，分别对应债券通实施两季度前、一季度前、当季、一季度后、两季度及以后。回归结果显示，在债券通实施前，实验组与对照组的企业债务违约风险不存在显著差异；而在债券通实施后，实验组的债务违约风险显著下降，表明平行趋势假定成立。

2. 因变量、自变量替代指标

出于稳健性的考虑，参考丁志国等[6,12]的方法，本文采用Z-Score和企业是否发生债务违约的虚拟变量分别替代债务违约风险对式(1)进行检验。实证结果表明，两者的回归系数均保持显著性，进一步增强了本文研究结论的稳健性。同时，为了排除可能影响债务违约风险的其他因素，本文将债券通启动时点滞后一期，假设2017年第四季度为正式启动时点，检验发现交互项的回归系数仍显著为负，表明本文结论依然成立，不受这一假设变动的影响。

3. PSM平衡性检验

为解决样本选择偏差问题，本文使用倾向得分匹配(PSM)方法进行检验。对比匹配前，匹配后变量基本不存在系统性的显著差别，总体满足了平衡性测试要求。进一步剔除不满足共同支撑假设的样本后，债券通对企业债务违约风险的显著降低作用依然存在，进一步支持了本文的结论。

① 篇幅限制，结果留存备索。

4. 安慰剂检验

为了进一步检验结论是否受到其他遗漏变量的影响，本文通过随机设定样本企业为纳入债券通企业，生成虚构的处理组与控制组，并对式(1)进行回归，重复上述过程500次。估计结果表明，虚构处理效应的系数大部分集中在0附近，表明企业债务违约风险的降低主要归因于债券通政策的实施，而非随机因素所致。

5. 增加控制变量和固定效应、剔除特殊时点

参考翟淑萍等[7,14]的研究方法，本文引入各省GDP的年增长率(*GDP*)作为宏观经济变量引入回归模型。结果表明，*BXT*×*Post*仍与企业债务违约风险显著负相关，表明本文结论在控制宏观经济因素后依然成立。进一步，本文在式(1)的基础上纳入了行业固定效应进行回归，*BXT*×*Post*与企业债务违约风险的回归系数依然显著负相关，进一步验证了本文结论的稳健性。此外，考虑到政策实施具有滞后性，剔除2017年的样本数据后重新进行回归，*BXT*×*Post*与企业债务违约风险之间仍存在显著负相关关系，进一步证实了本文核心结论的稳健性。

七、研究结论与启示

本文以债券通政策中北向通的开通作为准自然实验，以债券通标的企业为切入点，选取2007—2022年中国A股上市公司的债券数据，构建双重差分模型，实证检验了债券通对企业债务违约风险的影响。研究发现，债券通实施后，债券通标的企业的债务违约风险显著降低，且经过平行趋势检验等稳健性检验后，结论依然稳健，表明债券通能够有效降低企业债务违约风险。进一步机制分析表明，当企业治理水平较低时，债券通的治理效应更为显著。异质性检验结果显示，在信息披露质量差、利益侵占严重、投资者保护弱、机构调研少、企业风险高的情景下，债券通的治理作用更为突出，显著降低企业的债务违约风险。从整体来看，中国债券市场的开放程度仍低于国际市场，与经济高质量发展要求存在差距。基于此，本文提出以下建议：

第一，政府部门应强化债券通的治理功能，优化市场约束机制。具体措施包括完善信息披露制度、提升企业信用评级公信力、优化境内外投资者对债券市场的监督机制。政府部门还应当加强对债券市场监管协调，确保境外资本的合理配置，防范因治理机制失衡而引发的系统性金融风险。

第二，市场投资者应积极利用债券通的治理效应，提升市场运行效率。在跨境投资过程中，投资者应充分认识债券通在筛选企业债务违约风险方面的作用，以推动市场定价效率的提升。一方面，境内投资者可借鉴境外投资者在信息甄别方面的经验，增强对企业信用风险的识别能力，并推动债券市场信用评级体系的进一步完善。另一方面，境外投资者的进入将强化市场的约束作用，促使企业提升信息披露质量，投资者可借助债券通更高效地获取企业财务与非财务信息，降低市场信息不对称问题，进而优化债券市场的整体治理环境。

第三，企业应适应债券市场的治理机制，强化市场约束意识。在债券市场对外开放的背景下，企业需提升债务管理能力，并增强对市场声誉的维护，以适应更透明和规范的融资环境。债券通加强了市场对企业信用状况的监督，企业若未能有效控制财务风险，将面临更严格的市场约束。因此，企业应完善信用管理体系，优化债务结构，主动接受市场监督，防范过度负债，并在信息披露与公司治理等方面对标相关准则，以提升市场认可度、降低融资成本，进而增强企业长期竞争力。

参考文献：

[1] 刘海飞，柏巍，李冬昕，等.沪港通交易制度能提升中国股票市场稳定性吗：基于复杂网络的视角[J].管理科学学报，2018，21(1)：97-110.
LIU H F，BAI W，LI D X，et al. Does Shanghai-Hong Kong stock connect trading mechanism improve the stability of Chinese stock market? A complex network perspective[J]. Journal of Management Sciences in China，2018，21(1)：97-110.

[2] 连立帅，朱松，陈关亭．资本市场开放、非财务信息定价与企业投资：基于沪深港通交易制度的经验证据[J]．管理世界，2019，35(8)：136-154.
LIAN L S，ZHU S，CHEN G T. Industrial competition aspiration and organization strategic deviation：an empirical study in China[J].Journal of Management World，2019，35(8)：136-154.

[3] 张雪鹿，张宗新．人民币债券的汇率风险溢价及对融资成本的影响：来自中国债券市场对外开放的经验证据[J]．国际金融研究，2021，38(11)：76-86.
ZHANG X L，ZHANG Z X. Exchange rate risk premium of renminbi bond and its impact on funding cost：evidence from the openness of Chinese bond market[J].Studies of International Finance，2021，38(11)：76-86.

[4] 王彦慧，傅仁辉．债券市场开放能提高信息披露稳健性吗[J]．会计研究，2022，43(6)：43-55.
WANG Y H，FU R H. Does bond market integration enhance disclosure conservatism?[J]. Accounting Research，2022，43(6)：43-55.

[5] 贾秀彦，吴君凤．资本市场开放能够降低企业债务违约风险吗？基于“沪深港通”交易制度的经验证据[J]．世界经济研究，2022，41(12)：73-87.
JIA X Y，WU J F. Does capital market liberalization reduce the risk of corporate debt default：evidence from Shanghai & Shenzhen-Hong Kong stock connect[J].Word Economy Studies，2022，41(12)：73-87.

[6] 丁志国，丁垣竹，金龙．违约边界与效率缺口：企业债务违约风险识别[J]．中国工业经济，2021，39(4)：175-192.
DING Z G，DING Y Z，JIN L. Default boundary and efficiency gap：debt default risk identification for enterprises[J]. China Industrial Economics，2021，39(4)：175-192.

[7] 翟淑萍，韩贤，张晓琳，等．数字金融能降低企业债务违约风险吗[J]．会计研究，2022，43(2)：117-131.
ZHAI S P，HAN X，ZHANG X L，et al. Can digital finance reduce the risk of corporate debt default?[J]. Accounting Research，2022，43(2)：117-131.

[8] FIGLEWSKI S，FRYDMAN H，LIANG W. Modeling the effect of macroeconomic factors on corporate default and credit rating transitions[J].International Review of Economics and Finance，2012，21(1)：87-105.

[9] 王永钦，陈映辉，杜巨澜．软预算约束与中国地方政府债务违约风险：来自金融市场的证据[J]．经济研究，2016，51(11)：96-109.
WANG Y Q，CHEN Y H，DU J L. Soft budget constraint and the default risk of Chinese local government debts：evidence from the financial markets[J].Economic Research Journal，2016，51(11)：96-109.

[10] BROGAARD J，LI D，XIA Y. Stock liquidity and default risk[J]. Journal of Financial Economics，2017，124(3)：486-502.

[11] 孟庆斌，侯粲然，鲁冰．企业创新与违约风险[J]．世界经济，2019，42(10)：169-192.
MENG Q B，HOU C R，LU B. Firms’ innovation and the risk of default[J]. The Journal of World Economy，2019，42(10)：169-192.

[12] 陈德球，肖泽忠，董志勇．家族控制权结构与银行信贷合约：寻租还是效率?[J]．管理世界，2013，29(9)：130-143.
CHEN D Q，XIAO Z Z，DONG Z Y. The composition of the clannish control rights and the credit contract of banks：is it rent-seeking or efficiency?[J].Journal of Management World，2013，29(9)：130-143.

[13] 窦超，杨雪，刘巍，等．独立董事宏观视野与公司债务违约[J]．会计研究，2022，43(7)：58-74.
DOU C，YANG X，LIU W，et al. Can independent directors with macro vision relieve debt default：from the perspective of independent director’s “advisory” function[J].Accounting Research，2022，43(7)：58-74.

[14] 刘津宇，苏治．债券市场开放的价格效应与境外货币政策传导[J]．世界经济，2023，46(12)：3-34.
LIU J Y，SU Z. China’s bond market opening-up：pricing effects and cross-border monetary policy spillovers[J]. The Journal of World Economy，2023，46(12)：3-34.

[15] 甄红线，吉继平．债券市场开放影响债券信用利差吗：基于“债券通”的准自然实验[J]．金融研究，2023，66(12)：38-55.
ZHEN H X，JI J P. Does bond market opening affect bond credit spreads? A quasi-natural experiment using “bond connect”[J].Journal of Financial Research，2023，66(12)：38-55.

[16] 余静文，欧阳益知，王兆霖．债券市场对外开放与企业ESG表现：基于债券通的研究[J]．世界经济研究，2024，43(12)：118-132.
YU J W，OUYANG Y Z，WANG Z L. Bond market liberalization and corporate ESG performance：evidence from bond connect[J].World Economy Studies，2024，43(12)：118-132.
[17] HU G X，WANG J. A review of China's financial markets[J].Annual Review of Financial Economics，2022，14(1)：465-507.
[18] 陈运森，黄健峤，韩慧云．股票市场开放提高现金股利水平了吗：基于"沪港通"的准自然实验[J]．会计研究，2019，40(3)：55-62.
CHEN Y S，HUANG J Q，HAN H Y. Does stock market liberalization increase corporate dividends? A quasi-experiment of Shanghai-Hong Kong stock connect[J].Accounting Research，2019，40(3)：55-62.
[19] 陈运森，黄健峤．股票市场开放与企业投资效率：基于"沪港通"的准自然实验[J]．金融研究，2019，62(8)：151-170.
CHEN Y S，HUANG J Q. Stock market liberalization and corporate investment efficiency：evidence from Shanghai-Hong Kong stock connect[J].Journal of Financial Research，2019，62(8)：151-170.
[20] 庄明明，梁权熙．境外机构投资者能促进企业投资效率提升吗?[J]．世界经济研究，2021，40(2)：102-117.
ZHUANG M M，LIANG Q X. Foreign institutional ownership and investment efficiency[J].World Economy Studies，2021，40(2)：102-117.
[21] 连立帅，朱松，陈超．资本市场开放与股价对企业投资的引导作用：基于沪港通交易制度的经验证据[J]．中国工业经济，2019，37(3)：100-118.
LIAN L S，ZHU S，CHEN C. Stock market liberalization and corporate investment sensitivity to stock price：evidence from Hong Kong-Shanghai stock connect[J].China Industrial Economics，2019，37(3)：100-118.
[22] CHEN R，EL GHOUL S，GUEDHAMI O，et al. Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations[J].Journal of Corporate Finance，2017，42：408-421.
[23] KAHNEMAN D，TVERSKY A. Prospect theory：an analysis of decision under risk[J].Econometrica，1979，47(2)：263-292.
[24] ACHARYA V V，AMIHUD Y，LITOV L. Creditor rights and corporate risk-taking [J]. Journal of Financial Economics，2011，102(1)：150-166.
[25] ROSS S A. Information and volatility：the no-arbitrage martingale approach to timing and resolution irrelevancy[J].The Journal of Finance，1989，44(1)：1-17.
[26] MERTON R C. On the pricing of corporate debt：the risk structure of interest rates[J].The Journal of Finance，1974，29(2)：449-470.
[27] BHARATH S T，SHUMWAY T. Forecasting default with the Merton distance to default model[J].The Review of Financial Studies，2008，21(3)：1339-1369.
[28] 李旎，郑国坚．市值管理动机下的控股股东股权质押融资与利益侵占[J]．会计研究，2015，36(5)：42-49.
LI N，ZHENG G J. Stock pledge and expropriations of controlling shareholders motivating by market capitalization management[J].Accounting Research，2015，36(5)：42-49.
[29] 张艾莲，时若歌．中小企业的创新投入激励：债务融资还是股权控制?[J]．西安交通大学学报(社会科学版)，2022(6)：31-40.
ZHANG A L，SHI R G.The innovation investment incentive of small and medium-sized enterprises：debt financing or equity control?[J].Journal of Xi'an Jiaotong University(Social Sciences)，2022(6)：31-40.
[30] 张璇，李子健，李春涛．银行业竞争、融资约束与企业创新：中国工业企业的经验证据[J]．金融研究，2019，62(10)：98-116.
ZHANG X，LI Z J，LI C T. Bank competition，financial constraints，and corporate innovation：evidence from industrial firms in China[J].Journal of Financial Research，2019，62(10)：98-116.

编辑：郑雅妮，王磊

The Economic Consequences of the Bond Connect Trading Mechanism —Evidence from Corporate Debt Default Risk

DOU Chao, HUANG Yutong, LI Mengjia

School of Business, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China

Summary In recent years, frequent debt default incidents in China's capital market have posed severe challenges to financial market stability. Against this backdrop, how to effectively mitigate corporate default risks through bond market reforms has become an urgent issue. As one of the key initiatives for opening China's bond market to the outside world, the Bond Connect mechanism has significantly enhanced the interconnection between domestic and overseas bond markets, aiming to improve the overall quality of bond-issuing enterprises and thereby promote the stable operation of China's financial system.

Based on this context, this paper selects A-share listed companies in China from 2007 to 2022 as research samples, treats the implementation of the Northbound Trading mechanism under Bond Connect as an exogenous shock, and constructs a difference-in-differences (DID) model to empirically test the economic consequences of this mechanism from the perspective of corporate debt default risk. The results show that the implementation of the Bond Connect mechanism significantly reduces the debt default risk of target enterprises. Further mechanism analysis reveals that this effect is more pronounced among enterprises with weaker internal or external governance, indicating that Bond Connect is particularly effective in mitigating debt default risk in contexts of weak corporate governance. Heterogeneity tests further find that the external governance effect of the Bond Connect is more prominent in contexts characterized by lower information disclosure quality, higher levels of interest expropriation, weaker investor protection, lower levels of institutional investor research, and higher enterprise risk levels. The results of this paper indicate that deepening the opening of the bond market helps reduce corporate default risk by strengthening external governance mechanisms, enhancing the robustness and risk resilience of the financial system, which has important policy implications.

The research contributions of this paper are mainly reflected in the following two aspects First, starting from the Bond Connect mechanism, it systematically analyzes the direct economic consequences of bond market interconnectivity at the level of corporate debt default risk. By taking the Bond Connect policy as an entry point, this paper effectively links macro-level policy shocks with micro-level market responses, aiming to reveal the external governance function of Bond Connect, thereby expanding the literature on the economic consequences of bond market opening and filling gaps in existing research in this area. Second, this paper also enriches research on the determinants and governance mechanisms of corporate debt default. By treating the implementation of the Bond Connect mechanism as a quasi-natural experiment, this paper provides new empirical evidence on factors affecting corporate default risk, offering useful reference for subsequent research in related fields.

Overall, by deeply exploring the cross-border bond market interconnection mechanism, this paper further enriches research in related fields. This paper also examines the risks and opportunities brought by Bond Connect from a dialectical perspective, aiming to provide valuable policy insights for enterprises, market participants, and regulatory authorities to help them better adapt to the new landscape of bond market opening, improve enterprise quality, prevent financial risks, and promote high-quality development.

Keywords bond connect; debt default risk; corporate governance level; degree of bond market openness