

分类号：
学 号： 20222016053

密 级：公开
单位代码：10759

石河子大学

硕士学位论文



债券市场公众投资者参与对债券违约风险的研究

学 位 申 请 人	王诗涵
指 导 教 师	白俊教授
申请学位门类级别	管理学硕士
学 科、专 业 名 称	工商管理
研 究 方 向	会计学
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子
2025 年 5 月

分类号：
学 号： 20222016053

密 级：公开
单位代码：10759

石河子大学

硕士学位论文



债券市场公众投资者参与对债券违约风险的研究

学 位 申 请 人	王诗涵
指 导 教 师	白俊教授
申请学位门类级别	管理学硕士
学 科、专 业 名 称	工商管理
研 究 方 向	会计学
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子
2025 年 5 月

**Research on participation of Public investor in the bond market on
the bond default risk**

A Dissertation Submitted to

Shihezi University

In Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master of Management Science

By

Wang shi-han

(Business Administration)

Dissertation Supervisor:

May, 2025

石河子大学学位论文独创性声明及使用授权声明

学位论文独创性声明

本人所呈交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名：王诗涵

时间： 2025 年 5 月 26 日

使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定，学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文在学校图书馆保存并允许被查阅。有权自行或许可他人将学位论文编入有关数据库提供检索服务。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

研究生签名：王诗涵

时间： 2025 年 5 月 26 日

导师签名：王诗涵

时间： 2025 年 5 月 26 日

摘要

公众投资者作为金融资本市场中的主要参与成员始终是资金供给的重要群体，是债券市场运行的核心支撑和根本源泉，在影响信用类债券的风险溢价中发挥着最直接的参与作用。公众投资者由于在知识技能经验及承担风险的财产等方面存在不足，故也成为资本市场上最需要保护的参与群体，在 2015 年之前的资本市场发展早期，企业发生债券违约风险时往往通过政府兜底或动用公共资源等方式化解危机，这种软着陆的兑付方式使公众投资者形成了“有事找政府”的路径依赖，削弱了其市场风险意识，导致公众投资者为了追求高收益而无视发债企业的违约风险，这种模式严重违背了基本的经济运行规律，扭曲了债券信用市场的定价机制。鉴于此，2015 年《公司债券发行与交易管理办法》对公众投资者参与要求进行了进一步规范，采用信用评级的方式划分公众投资者的债券投资范围，在第十八条中明确指出仅信用评级达到 AAA 级的公司债券才可以被公众投资者所持有。此后公众投资者通过风险自担参与到债券定价中，其对债券风险溢价及其代表的债券违约风险产生的影响都有待进一步研究分析，而对此的研究有助于公众投资者更积极主动地参与到债券市场中，促债券市场在多元化和市场化的进程中不断深入。

本文基于信息不对称理论、委托代理理论、投资者行为理论和投资者保护理论，以 2010—2022 年发行的公司债券为研究样本，通过 2015 年《管理办法》正式运行检验公众投资者参与模式转变为风险自担后对债券违约风险的影响。研究发现：第一，公众投资者参与能显著降低公司债券的违约风险，发挥出积极的治理效应；第二，该效应通过债券信息增信（契约条款和担保）、财务信息增信（经营稳定性）和金融中介增信（审计质量和承销声誉）三重增信机制实现；第三，异质性分析显示，该效应在法制水平完善、金融市场发达和媒体监督较强的地区，以及融资约束较低和非国有企业中更为显著。本文的研究结论对建立市场化多元化的债券市场和促进公众投资者更积极有效地发挥参与的治理作用有一定的启示意义。

本文在公众投资者与债券市场领域做出三方面创新：首先，创新性构建公众投资者量化测度方法，通过基于《管理办法》准入制度设计的可操作化指标突破数据可获得性瓶颈，以为大样本公众投资者参与方式提供渠道；其次，运用双重差分模型评估债券市场化改革的效果，证实了风险自担原则在重塑市场定价机制方面的积极作用，有助于形成“卖者尽责，买者自负”的债券市场运转模式；最后，通过“债券信息—财务信息—金融中介信息”三维分析框架，揭示了不同类型信息对投资者做出差异化决策的影响，以为优化信息披露提供精准靶向，继而通过“在方法上解决公众投资者测量难题、理论上深化对投资者行为认知、实践上为监管部门完善投资者保护体系”提供科学依据，来突破合格投资者中心主义的研究局限，为多层次投资者保护体系的构建提供实证支持。

关键词：公众投资者；债券违约风险；风险自担

Abstract

As the primary participants in financial capital markets, public investors have always been a crucial source of funding, serving as the core pillar and fundamental driving force behind the operation of the bond market. They play the most direct role in influencing the risk premiums of credit bonds. However, due to their limitations in knowledge, skills, experience, and risk-bearing capacity, public investors are also the most vulnerable group in the capital market, necessitating heightened protection. In the early stages of capital market development prior to 2015, corporate bond defaults were often resolved through government bailouts or the use of public resources. This soft-landing repayment approach fostered a "rely on the government in times of trouble" mentality among public investors, weakening their awareness of market risks. Consequently, public investors pursued high yields while disregarding the default risks of bond-issuing enterprises—a practice that severely violated fundamental economic principles and distorted the pricing mechanism of the bond credit market. In response, *the 2015 Administrative Measures for the Issuance and Trading of Corporate Bonds* introduced stricter regulations on public investor participation. It classified bond investment eligibility for public investors based on credit ratings, explicitly stating in Article 18 that only corporate bonds with a AAA credit rating could be held by public investors. Since then, public investors have engaged in bond pricing under a risk-bearing framework. However, the extent of their influence on bond risk premiums and the implied default risks remains a subject for further research. Such research will not only help investors participate more actively in the bond market but also promote the continued marketization and diversification of the bond market.

This study is grounded in information asymmetry theory, principal-agent theory, investor behavior theory, and investor protection theory. Using a sample of corporate bonds issued between 2010 and 2022, we examine the impact of public investors' shift to a risk-bearing participation model—implemented under *the 2015 Administrative Measures for the Issuance and Trading of Corporate Bonds*—on bond default risk. The findings reveal that public investor participation significantly reduces corporate bond default risk. This effect is achieved through a triple-channel mechanism involving bond information enhancement (via covenant terms and guarantees), financial information enhancement (through operational stability), and financial intermediary enhancement (via audit quality and underwriter reputation). Heterogeneity analysis further indicates that the effect is more pronounced in regions with developed financial markets, robust legal systems, and strong media oversight, as well as among firms with lower financing constraints and non-state-owned enterprises. These conclusions provide meaningful implications for fostering a more market-oriented and diversified bond market while encouraging more active and effective participation by public investors.

This study makes three significant contributions to the field of public investors and bond markets:

First, it innovatively develops a quantitative measurement method for public investors by designing operational indicators based on the access criteria specified in the *Administrative Measures*, thereby overcoming data availability constraints and establishing a viable approach for large-sample research on public investor participation. Second, employing a difference-in-differences model, it evaluates the policy effects of bond market reform and demonstrates the positive role of the risk-bearing principle in reshaping market pricing mechanisms, which facilitates the establishment of a "seller diligence, buyer responsibility" operational paradigm in the bond market. Finally, through a three-dimensional analytical framework encompassing "bond information, financial information, and intermediary information," the study reveals the differential impacts of various information types on investment decisions, providing targeted insights for optimizing information disclosure. By methodologically addressing the measurement challenges of public investors, theoretically deepening the understanding of investor behavior, and practically offering scientific evidence for regulatory authorities to improve investor protection systems, this research breaks through the limitations of institution-centric investor studies and supports the construction of a multi-tiered investor protection framework.

Key words: Public investors; Bond default risk; Risk-bearing principle

目录

摘要.....	I
Abstract.....	II
第1章 绪论.....	1
1.1 研究背景和意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 研究内容与方法.....	4
1.2.1 研究内容.....	4
1.2.2 研究方法.....	6
1.2.3 研究技术路线图.....	7
1.3 研究创新点与不足.....	8
1.3.1 研究创新点.....	8
1.3.2 研究不足.....	8
第2章 公众投资者与债券违约风险的概念界定和理论基础.....	10
2.1 概念界定.....	10
2.1.1 公众投资者.....	10
2.2.2 债券违约风险.....	12
2.2 理论基础.....	16
2.2.1 信息不对称理论.....	16
2.2.2 委托代理理论.....	17
2.2.3 投资者行为理论.....	19
2.2.4 投资者保护理论.....	20
第3章 公众投资者与债券违约风险的文献综述和假设提出.....	22
3.1 文献综述.....	22
3.1.1 有关公众投资者参与资本市场的研究.....	22
3.1.2 有关债券违约风险的影响因素研究.....	25
3.1.3 有关公众投资者对债券违约风险影响的研究.....	30
3.1.4 文献述评.....	32
3.2 假设提出.....	33
3.2.1 公众投资者参与对债券违约风险的治理效应与噪声效应.....	33
3.2.2 公众投资者参与对债券违约风险的发行人增信机制分析.....	34
第4章 公众投资者参与对债券违约风险的基本检验.....	38

4.1 基本检验设计	38
4.1.1 样本选取与数据来源	38
4.1.2 模型设计与变量定义	38
4.2 基本检验回归结果	40
4.2.1 描述性统计分析	40
4.2.2 基准回归结果	41
4.2.3 双重差分模型的适用性检验	42
4.3 稳健性检验	44
4.3.1 减少测度误差	44
4.3.2 排除同时期其他事件干扰	44
4.3.3 倾向得分匹配	45
第5章 公众投资者参与对债券违约风险的影响机制检验	47
5.1 基于债券信息增信的检验	47
5.1.1 公众投资者参与、债券契约条款与债券违约风险	47
5.1.2 公众投资者参与、债券是否担保与债券违约风险	48
5.2 基于财务信息增信的检验	50
5.3 基于金融中介信息增信的检验	52
5.3.1 公众投资者参与、审计师质量与债券违约风险	52
5.3.2 公众投资者参与、承销商声誉与债券违约风险	54
第6章 公众投资者参与对债券违约风险的异质性分析	56
6.1 基于外部宏观环境的异质性分析	56
6.1.1 法律制度环境、公众投资者参与和债券违约风险	56
6.1.2 金融市场环境、公众投资者参与和债券违约风险	58
6.1.3 媒体新闻环境、公众投资者参与和债券违约风险	59
6.2 基于公司特征的异质性分析	61
6.2.1 产权性质、公众投资者参与和债券违约风险	61
6.2.2 融资约束、公众投资者参与与债券违约风险	63
第7章 研究结论与建议	65
7.1 研究结论	65
7.2 启示与建议	66
参考文献	69

第1章 绪论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

“十四五”发展规划纲要与2035年远景规划明确指出要改善融资结构，不断提高直接融资在服务实体经济中的比重。债券市场作为我国金融市场体系的核心组成部分之一，是满足政府部门、金融机构和实体企业等各类主体直接融资需求的重要平台，在完善资本市场财富管理、收缩社会融资成本与分散金融风险等方面发挥了不可或缺的“缓冲剂”作用（金鹏辉，2010；江轩宇等，2021）。截至2024年第四季度末，公司债券作为企业主要使用的信用类直接融资工具，其票面总额已突破11.93万亿元，占全部债券存量比重的30.61%，表明企业实体具有较为充沛地通过发行信用类债券来优化融资结构的需求。然而自2014年首支公募一般公司债——“11超日债”——发生实质性违约以来，信用类债券的违约品种和违约规模均有较高的增长态势，并呈现出向以中央国企为代表的优质信用评级主体、弱周期行业扩散的“负面常态化”倾向（张浩，2018；郑步高和王鹏，2021）。此外，违约事件的信用冲击也将进一步地加剧市场波动，单一违约甚至会将风险传染至企业发行的其他债券，对行业和产业链上下游都带来负面溢出效应（王永钦等，2014；张春强等，2019）。有效降低企业的违约风险，既是促进我国债券市场高质量健康发展的关键一环，也是达成防范系统性金融风险战略目标的必由之路。

从我国证券市场的整个发展历程来看，公众投资者（Public investors）作为金融资本市场中的主要参与成员始终是资金供给的重要群体，是债券市场运行的核心支撑和根本源泉（冯果，2018）。在债券交易市场中，公司债券采用“公开竞价”的方式，即在众多投资者进行共同竞价后由精算机构磋商成交。此外，根据债券定价的要素分解框架，信用债的价格等于无风险利率与风险溢价之和（王博森和姜国华，2016），由此可见，公众投资者在影响这四种信用类债券交易价格的风险溢价中发挥着最直接地参与作用。吕怀立等（2016）认为，产生企业违约的一个重要原因就是由于投资者不清楚发债企业的实际获利水平和所负担的经营风险，导致债券的交易价格出现错误。错误的价格使企业负担了偏离实际还款能力的融资成本，最终无法按期偿还本息，造成信用违约的后果。因此投资者如何在影响债券风险溢价的过程中影响企业债券的违约风险是在完善债券

市场中亟待解决的重要问题，有着重要的理论与实践意义。

2015年1月15日出台的《公司债券发行与交易管理办法》（后文简称《管理办法》）首次引入“合格投资者”与“公众投资者”的概念，主要区分方式是投资者的风险识别水平和承担能力。公众投资者作为债券市场的重要投资主体，由于在知识技能经验及承担风险的财产等方面都弱于专业投资者，故也成为资本市场上最需要保护的参与群体，因此在2015年之前的资本市场发展早期，企业发生违约风险时往往通过政府兜底或动用公共资源等方式化解危机，形成了刚性兑付的投资者保护模式（洪艳蓉，2020）。这种软着陆的兑付方式使公众投资者形成了“有事找政府”的路径依赖，削弱了其市场风险意识，导致公众投资者为了追求高收益而无视发债企业的违约风险（蒋彧和高瑜，2015）。这种模式严重违背了基本的经济运行规律，扭曲了债券信用市场的定价机制，还向政府转移了额外的风险负担，一旦债券集中违约造成风险大规模释放，不仅难以维稳债市，更可能爆发系统性金融风险，不利于我国整体金融安全与经济的可持续发展。鉴于此，2015年《管理办法》对公众投资者参与要求进行了进一步规范，采用信用评级的方式划分公众投资者的债券投资范围，在第十八条中明确指出仅信用评级达到AAA级的公司债券才可以被公众投资者所持有。这种政策上的市场参与限制对公众投资者向发债企业索要的风险求偿要求有何种影响，以及此种影响的实现机制和作用路径为何都有待进一步的实证检验。

1.1.2 研究意义

本文主要探讨随着债券市场化进程的深入，公众投资者参与对债券违约风险的影响在《管理办法》这一明确规范的冲击下产生了何种变化，并通过分析其具体作用路径，以对公众投资者在影响债券违约风险中发挥的作用产生更直观清晰的认识。本文为债券违约风险的影响因素研究提供了公众投资者的债券市场参与视角，并通过分析公众投资者参与前后债券违约风险的变化深入探究其中的内在机理，以对债券违约风险的预防和应对从公众投资者的市场化行为角度提供数据支撑。具体而言，本文的理论和实践意义如下所示：

1.1.2.1 理论意义

第一，本文拓展了债券违约风险的影响因素研究。现有文献对于信用债价格中风险溢价的形成机制，特别是投资者在定价中发挥作用的研究较为有限，且定位主体主要聚焦在机构投资者中（王彤彤和史永东，2021；程六兵和张龔，2022），缺乏公众投资者的视角。而公众投资者始终是债券市场中重要的参与主体，随着关于公众投资者债券市场参与规定的细化，公众投资者如何在这种市场化进程中影响企业的债券违约风险，具

体表现为治理作用还是噪声作用，抑或二者兼具都是亟待探讨的重要问题。公众投资者作为重要的债券持有人，通过发掘其具体影响债券违约风险的作用机制，补充发展了投资者参与定价的理论体系，也提供了债券违约风险影响因素研究的新视角。

第二，本文丰富了投资者市场化行为在债券市场中产生的经济后果研究。公众投资者作为资本市场的主要参与主体，一直以来在我国文献研究的关注重点都倾向于股票市场，目前股市中与公众投资者概念相近的中小股东的治理研究较为丰富（黄泽悦等，2022；王玉涛等，2022；张倩倩等，2023），为债券市场中公众投资者如何通过对债券的风险定价来影响企业的违约风险提供了重要的经验借鉴。然而在股票市场中的中小股东参与治理渠道不能直接照搬到债券市场中，主要是由于股市中的中小股东与债市中的公众投资者有一定差别，二者在风险偏好，参与门槛，治理渠道等方面都存在一定差异，因此需要具体问题具体分析，以针对性地提出适合于债券市场中公众投资者影响债券定价的机制路径，减少由于“一刀切”对二市投资者认知的同质性假设倾向带来的分析误差。

1.1.2.2 现实意义

第一，为债券市场的市场化检验提供了投资者视角。2015年《管理办法》的出台重点规范了公众投资者的市场参与要求，以便在刚性兑付打破的背景下落实投资者“买者自负”的责任（洪艳蓉，2020），使得债券市场定价更符合经济规律，减少由于政府过度介入而对投资者造成的债券市场“投资无风险”的假象，使其在考虑投资需求时充分评估自身能实际承担的风险水平，在此基础上更准确明晰地索取对债券的风险补偿，使得信用债券更能匹配企业和投资者双方所能承担的风险与收益要求，减少由于供需错配或定价虚高带来的繁荣泡沫，对可持续发展信用债券市场，防范化解系统性金融风险有着重要作用。

第二，为公司债券发展与创新提供了需求层面的偏好导向。受全球宏观经济发展下行趋势影响，投资者向债券市场倾斜的表现愈加明显，未来债券市场的公众投资者参与主体会更加丰富多元，并会像股票市场那样呈现出一定范围内的分散化特征。故对企业发行的公司债券的种类和规模都提出了较高的市场化需求，在此背景下，企业根据投资者不同需求进行公司债券的品种创新已是大势所趋。本文通过对发行公司债券企业的违约风险进行分析，有助于投资者能更好地选择符合自身风险偏好的金融产品，以匹配不同投资者持有债券的异质性需求。

1.2 研究内容与方法

1.2.1 研究内容

本文旨在考察公众投资者在债券市场中的参与如何降低公司债券的违约风险。我国公司债券上市起步时间较晚，自2007年证监会发布《公司债券发行试点办法》开始，我国的公司债券才正式进入流通市场的交易舞台。截至2015年前，公司债券市场的主要参与对象为公众投资者，故在债市中采用严格的发行者准入制度，通过审批核准等资质检验控制发行人质量及其发行债券的规模与节奏以保护投资者收益权不受侵害，因此使得债券违约均有政府这一“强支撑”进行刚性兑付，导致投资者有较强的政府兜底惯性（洪艳蓉，2020）。虽然这种模式在市场培育初期引入了大量潜在投资者入市并积极开拓了债券市场，但是却将投资者应自担的信用风险转变为政府责任，不仅逆市场发展规律而行，还导致投资者在债券购买前忽视对企业的实质经营能力的评估，严重削弱了优质优价的市场定价原则，不利于债券市场的可持续发展。而2014年“11超日债”无法全额支付8980万二期利息且未受到上海政府出面施以援手则宣告了政府开始退出承担兜底责任的舞台，也揭开了公众投资者逐步进行风险自担、买者负责的序幕。为规范公众投资者参与市场的行为秩序，证监会于2015年出台《公司债券发行与管理办法》，明确规定公众投资者仅能购买评级为AAA的公司债券，这种考虑投资者自身特点进行类别汇集的方法使得公众投资者不能再无视发债企业的经营状况，必须对购买的债券产品进行风险评估，因此投资者准入市场条件的变化为研究投资者参与公司债券市场方式的转变提供了一个较好的准自然实验的研究环境。此外，以往对于公众投资者研究的文献较多偏向理论模型检验，缺少大样本分析的衡量方式，故该投资准入政策的出台也提供了较好的定位公众投资者的方式。进一步地，由于投资者选择债券时以企业和债券两类主体的相关信息为考核判断的依据，故企业为了保留并吸引更多公众投资者购买自己的债券产品，会对应投资者需求在企业层级和债券层级两类信息进行信息增进，即增量提供更全面、丰富、多样的信息供投资者使用，此时公众投资者的风险自主承担是否可以规范债券市场发展秩序，以及投资者利用增信后的信息匹配适合的公司债券，以在债券的风险定价中反映出其真实价格，进而通过差异化的市场定价降低发债企业的融资成本并激励相关企业优化投资行为都是本文要解决的核心问题。

根据上述分析，本文主要探究公众投资者参与对公司债券违约风险的影响，全文共包含七个章节，每章节的研究内容安排如下所示：

第一章节为绪论，主要介绍在资本市场中愈来愈重要的债券市场中违约常态化的背景下，公众投资者参与方式市场化的转变对债券定价衡量的违约风险可以产生的影响，

并通过引入 2015 年出台的《管理办法》对衡量该影响提供一个较好的外部冲击事件，以更好地凸显出研究公众投资者问题的实际性和必要性，并在理论意义和实际意义中展示出来。最后结合创新点和不足完善本部分内容，通过提出可能存在的不足为后续研究“抛砖引玉”。

第二章节是概念界定和理论基础。首先通过给出公众投资者具体的定义和其主要特点以更好地理解公众投资者的群体界限，以及公众投资者与合格投资者之间的差异，这是由于尽管本文主要以公众投资者为研究对象，但是合格投资者（也称机构投资者）作为资本市场中的另一重要参与者，目前在学术界拥有更为广泛的探究文献，因此本文通过分析二者之间存在的主要异同以加深公众投资者研究的必要性和其在债券市场中发挥作用的不可替代性。其次通过给出债券违约风险的概念以及投资者可能对其产生的影响为本文的主要因变量给出具体定义，以便于细致了解本文所主要考察的风险类别。最后，在理论上通过信息不对称理论、委托代理理论、投资者行为理论和投资者保护理论等丰富理论为本文后续分析给出成熟的理论支撑。

第三章节为文献综述和假设提出。主要从公众投资者在债券市场中的参与以及公众投资者对于债券违约风险的研究两部分进行展开，一方面从历史研究中考察公众投资者参与债券市场在哪些方向发挥了作用，以从这些内容中找出文章可能存在的分析思路；另一方面通过研究以往文献对于公众投资者对于违约风险产生的影响，以在同类型研究中凝练出其在主要衡量方式或理论分析等方面的研究内容，最后通过文献述评总结上述文献存在的研究亮点与不足，并指出本文如何在此基础上进行拓展与丰富。之后结合上文综述概括和理论框架对主要研究问题提出一组竞争性假设，并从信息角度进行机制分析，并从债券信息增信、财务信息增信和金融中介信息增信三个维度，通过结合公司债券本身、发行主体和中介机构这三个类别的增信进行多面分析，以给出公众投资者影响债券违约风险的机制路径。

第四章节是基本检验。结合第三章节给出的假设详细给出利用《管理办法》这一外生冲击进行探究的双重差分模型设计，并详细介绍样本选取、主要数据来源和所选变释，并给出描述性统计、基准回归结果和稳健性检验的实证分析，以保证基准回归部分的准确性和可靠性。

第五章节是影响机制检验。基于研究假设中的三重增信机制，本章从三条路径展开分析，并在债券和中介路径下进一步细分出两条子路径，以深入探究公众投资者影响债券违约风险的具体传导机制，以及何种信息增信对于公众投资者影响债券违约风险（以债券风险定价进行反映）的效果更为显著。

第六章节是异质性检验。在上述基准回归和机制检验的基础上，本章进一步考察外部宏观环境（法律制度环境、金融市场环境及媒体监督环境）以及内部企业特征（产权性质及融资约束程度）这两类在债券市场与投资者的相关研究中的常见因素，通过进行

差异化的分析揭示在不同市场条件和企业特征下，公众投资者对债券违约风险影响的差异性。

第七章节是结论与建议。根据基准回归检验、机制检验和异质性分析给出实证层面的研究结论，并在此基础上对公众投资者、发债企业和政府三类市场参与主体提出改进与优化建议，积极引导风险自担后的投资者通过风险识别与买者自负提高资源有效配置，不断强化投资者参与主体地位与完善保护投资者利益的债券市场秩序，真正助力债券市场向着多元化、可持续性的稳定发展之路迈进。

1.2.2 研究方法

本文主要以公众投资者为研究对象，着眼于债券违约背景下公众投资者作为参与主体发挥的作用，并通过《管理办法》的发布实施作为外生冲击来考察二者之间的关系，并通过信息增信机制探究不同类型增信的传导显著性程度，故而本文主要采用文献归纳法、理论分析法和实证研究法进行研究：

(1) 文献归纳法是通过系统梳理已有文献资料，提炼研究中的核心观点并形成理论框架的研究方法。本文首先运用文献归纳法，对公众投资者市场参与影响债券市场的不同角度和相近方向文献的研究方法进行系统的梳理与评论，总结出现有相关研究的特色和局限，在此基础上结合《管理办法》这一外生事件冲击作为研究切入点，并提出可能的拓展方向，从而表明本文是在前述文献的基础上进行的深化与创新。

(2) 理论分析法是基于现有理论或构建模型，通过逻辑推演揭示现象内在机理的思辨性研究方法。本文运用理论分析法，对涉及的信息不对称理论、委托代理理论、投资者行为理论和投资者保护理论等主要理论进行详细梳理，在结合理论的基础上进行定性分析并提出主要研究假设，进而对公众投资者在信息层面影响债券违约风险的具体作用机理进行深入探究。进一步地，通过异质性检验，分析不同宏观环境和企业特质下公众投资者影响债券违约风险的差异性，从而明确在何种因素下公众投资者能更有效地影响债券违约风险，以针对性地为债券市场投资者结构优化和监管改革提供针对性政策建议。

(3) 实证研究法是通过采用定量或定性数据，观察、实验或统计验证假设的客观分析方法。基于前述理论分析，本文采用2010—2022年公司债券的数据，以债券信用利差衡量的债券违约风险为被解释变量，以2015年《管理办法》的投资者准入制度作为衡量政策支撑，以2015年后AAA级公司债券作为公众投资者参与的代理变量，据此来设计双重差分模型检验公众投资者参与影响债券违约风险的情况。在基准回归的基础上，通过债券自身、发行企业和金融中介三重增量信息进行中介效应的机制检验，探究何种路径下公众投资者最能识别与使用信息。最后通过外部宏观环境，内部产权性质和

融资约束两种企业面临的环境因素分别进行异质性分组回归检验，用以针对性地识别出何种环境下公众投资者更能发挥其影响效用，以在实证定量分析的数据结果支撑下给出公众投资者如何能在债券市场中持续发挥作用的相关建议，更好地促进学术研究以支持实践的发展。

1.2.3 研究技术路线图

根据上述研究内容框架和研究方法安排，本文的技术路线图如下所示。

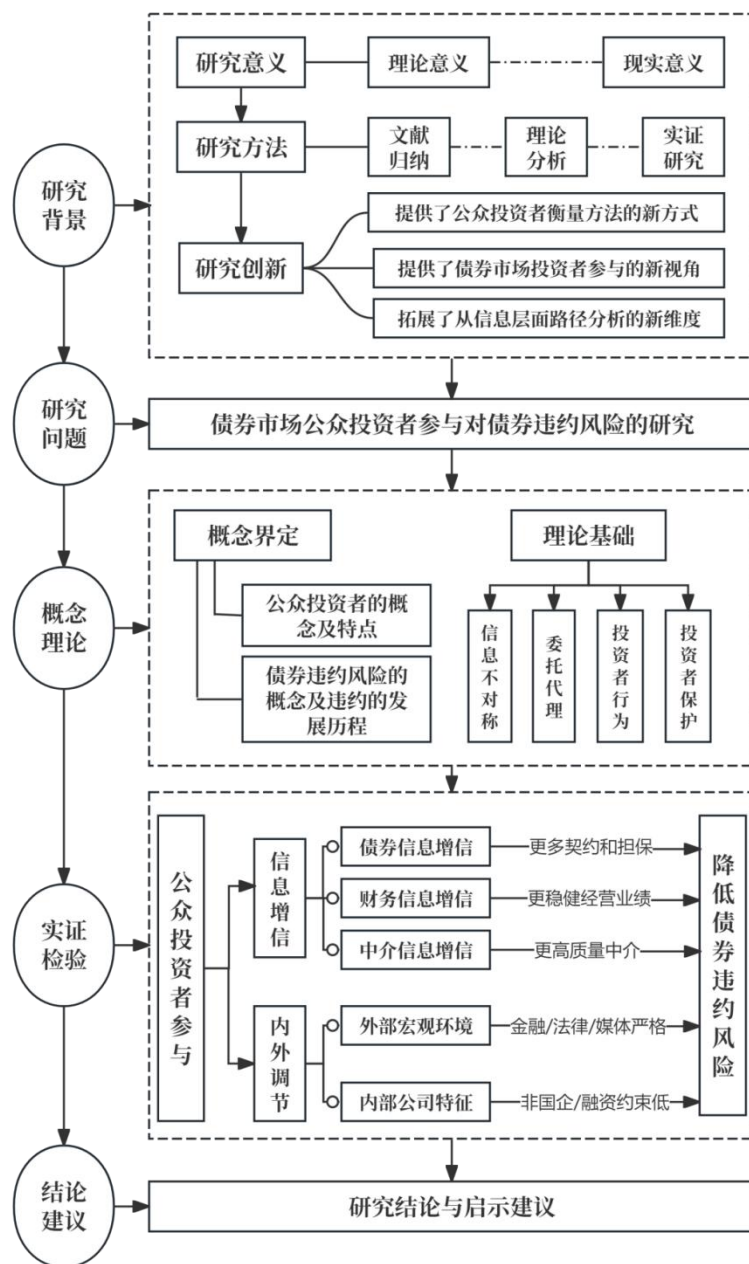


图 1-1 技术路线图