分类号： 密 级：

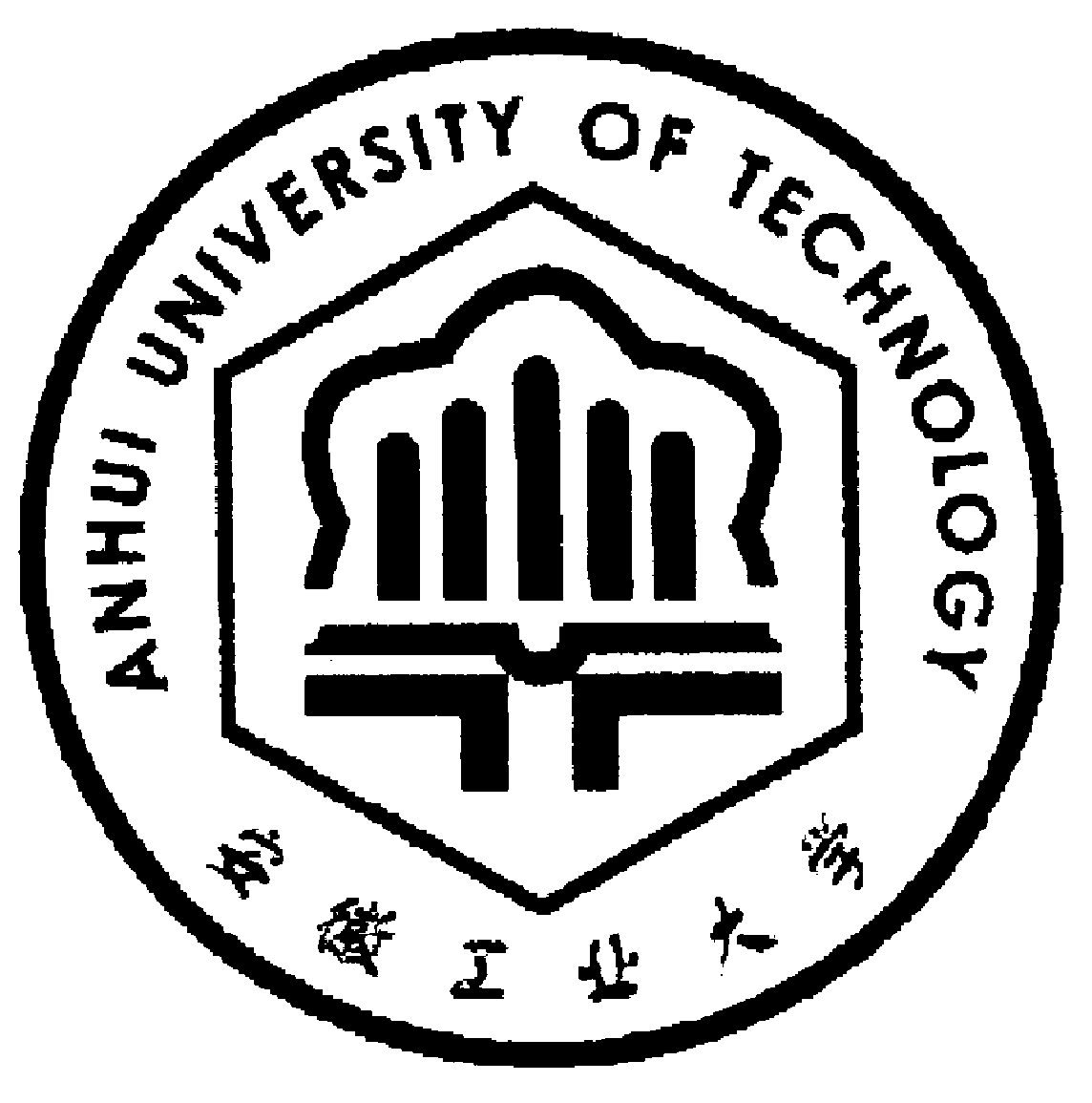
ＵＤＣ： 单位代码：

安徽工业大学

**硕士学位论文**

论文题目：短期融资券融资的财务风险研究

——基于货币政策视角



学 号：

2\_0\_1\_00\_3\_7\_8 \_

作 者： \_方 琰 \_

专 业 名 称： \_会计学 \_

2013 年 5 月 8 日

**安徽工业大学硕士学位论文**

**论文题目：**

短期融资券融资的财务风险研究

——基于货币政策视角

Financial risk research of the short-term financing bonds

— Based on the perspective of monetary policy

**作** **者：**  **方** 琰 **学院：**  **研究生学院**

**指 导** 教 **师：**  **席彦群** **单位：**  **安徽工业大学**

**协助指导教师：**  **王长莲** **单位：**  **安徽工业大学** **论文提交日期：** 2013 年 5 月 8 日

**学位授予单位：安 徽 工 业 大 学**

**安徽马鞍ft 243002**

**独** 创 性 说 明

本人郑重声明：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的研究成果，也不包含为获得安徽工业大学或其他教育机构的学位或证书所使用过的材料。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做了明确的说明并表示了谢意。

签名 日期： \_

**关于论文使用授权的说明**

本人完全了解安徽工业大学有关保留、使用学位论文的规定，即： 学校有权保留送交论文的复印件，允许论文被查阅和借阅；学校可以公布论文的全部或部分内容，可以采用影印、缩印或其他复制手段保存论文,保密的论文在解密后应遵循此规定。

签名 导师签名 日期：

摘要

近年来，鉴于国内外宏观经济形势状况的急剧变化，我国的货币政策出现了频繁调整，其转向速度之快、跨度之大、时间之短均令人始料不及，因此对企业的融资环境带来了极大的影响。短期融资券作为我国资本市场的一种新型融资工具，为企业提供了一种直接融资渠道，自从其推出以来，始终受到广大企业的欢迎。但是在国内货币政策变化的不确定性的情况下，短期融资券却始终受到了企业的热捧的现象背后也势必会存在一定的风险，其不仅仅是企业面临无法兑付到期债务的财务风险，同时也会对资本市场和投资者的利益产生巨大的影响。

本文主要研究在不同的货币政策环境下，企业通过短期融资券融资的风险来源以及相对应所产生的财务风险的变化。研究结果表明：在货币政策宽松阶段，企业发行短期融资券，并不存在明显的短融长投现象，而且短期偿还债务能力也并没有出现显著下降，因此，该阶段的财务风险并没有出现变化。在货币政策紧缩阶段，企业发行短期融资券出现了一定程度的短融长投现象，并且随着货币政策的持续收紧，短期偿还债务能力也开始显著下降，因此，该阶段的财务风险也出现了显著的下降。

最后提出了对策建议：跟踪募集资金投向，防止出现短融长投现象；控制债务资金比例，防止产生过度的负债水平；发展中长期债券市场，实现融资渠道的多样化；完善信用评级体系，严格把关发行主体的信用状况；加强信息披露的监管，提高风险意识。

关键词：**短期融资券**； 货币政策； 财务风险

I

**Abstract**

In recent years, due to the dramatic changes of the macro-economic situation at home and abroad, China's monetary policy appeared frequent adjustments, the turning speed, short time, span of large, was unexpected. This matter has brought great influence to the enterprise financing environment. Short-term financing bonds in China capital market as a new financing tool, providing a kind of direct financing channels, the vast number of enterprises welcome it since its introduction. But in the period of domestic monetary policy changing under conditions of uncertainty, the phenomenon of short-term financing bonds has always been the business pursuits is also bound to have certain risk. Not only is the enterprise faces not honour debt due to the financial risk, but also have a great effect on the capital market and the interests of investors.

This paper mainly studies financing sources of risk and the corresponding changes in the financial risk of the enterprise through the short-term financing bonds under the different monetary policy environment. Research results show that In the loose monetary policy stage, short-term financing bonds does not obviously exist the phenomenon of short financing used for the long invest, and short-term debt repayment ability also did not appear significantly decreased, therefore, the phase of the financial risk did not show changes. In the tightening monetary policy stage, short-term financing bonds appeared to a certain extent of short financing used for the long invest, and along with the continued tightening monetary policy, short-term debt repayment ability also begin to decline significantly, therefore, the phase of the financial risk also appeared to decline significantly.

Finally, according to the conclusion, some suggestion are offered: we should take precaution against the raising off short funds for long term investment. We should prevent excessive debt. We should Vigorously

II

Develop the long-term bond market. We should Check issuer credit status. We should Strengthen the regulation of information disclosure.

Key words: Short-term financing bonds; Monetary policy; Financial risk

III

摘要：............................................................. Ⅰ

ABSTRACT:........................................................... Ⅱ

目 录

[摘要](#_Toc686189671) 3

**[Abstract](#_Toc686189672)** 4

[摘要：............................................................. Ⅰ](#_Toc686189673) 5

[ABSTRACT: ........................................................... Ⅱ](#_Toc686189674) 5

[第一章 引 言](#_Toc686189675) 7

[1.1 选题背景与意义](#_Toc686189676) 7

[1.2 文献综述](#_Toc686189677) 7

[1.2.1 国外文献综述](#_Toc686189678) 7

[1.2.2 国内文献综述](#_Toc686189679) 7

[1.3 研究思路与论文框架](#_Toc686189680) 8

[1.4 本文创新点](#_Toc686189681) 8

[第二章 企业短期融资券的发展与现状分析](#_Toc686189682) 9

[2.1 短期融资券的发展](#_Toc686189683) 9

[2.2 短期融资券的现状](#_Toc686189684) 11

[第三章 短期融资券融资的财务风险理论分析](#_Toc686189685) 20

[3.1 企业财务风险的概念界定](#_Toc686189686) 20

[3.2 短期融资券融资的财务风险理论基础](#_Toc686189687) 20

[3.2.1 营运资金管理策略因素](#_Toc686189688) 20

[3.2.2 负债因素](#_Toc686189689) 21

[3.3 不同货币政策下的融资环境综合分析](#_Toc686189690) 21

[第四章 短期融资券融资财务风险实证研究](#_Toc686189691) 22

[4.1 短期融资券融资财务风险来源实证分析](#_Toc686189692) 22

[4.1.1 营运资金管理策略因素](#_Toc686189693) 22

[4.1.1.1 短融长投现象](#_Toc686189694) 22

[4.1.1.2 研究方法](#_Toc686189695) 22

[4.1.1.3 数据来源与样本选择](#_Toc686189696) 22

[4.1.1.4 变量定义和建立模型](#_Toc686189697) 22

[4.1.1.5 相关性检验结果及分析](#_Toc686189698) 22

[4.1.2 负债因素](#_Toc686189699) 26

[4.1.2.1 负债水平](#_Toc686189700) 26

[4.1.2.2 短期偿还债务能力](#_Toc686189701) 31

[4.2 短期融资券融资的财务风险实证分析](#_Toc686189702) 41

[4.2.1 短期融资券融资的总体财务风险分析](#_Toc686189703) 41

[4.2.2 短期融资券融资的财务风险因素分析](#_Toc686189704) 44

[4.2.2.1 数据来源及样本选择](#_Toc686189705) 44

[4.2.2.2 变量定义和建立模型](#_Toc686189706) 44

[4.2.2.3 回归结果及分析](#_Toc686189707) 45

[4.3 实证小结](#_Toc686189708) 52

[第五章 结论与建议](#_Toc686189709) 53

[参考文献](#_Toc686189710) 54

[在校期间所发表的文章](#_Toc686189711) 56

V

# 第一章 引 言

## 1.1 选题背景与意义

我国的企业短期融资券在2005年一经推出，立即受到市场的追捧，这几年以来，其发行数量与规模更是迅速增加。就在众多主体受益的同时，风险问题其实也同时存在，尤其是2006年“福禧事件”的发生，福禧投资控股有限公司在

2006年发行了10亿元1年期的短期融资券，同年7月份该公司被查其董事长张

荣坤因涉嫌违规拆借社保基金32亿元购买沪杭高速30年的收费经营权，最终被法院冻结其财产，导致了信用危机，最终引发福禧的短期融资券遭到大面积抛售，其短期融资券的信用等级也从A-1降为C，成为国内第一只垃圾债，这一事件引起了其他民营企业的短期融资券价格也大幅度下跌，整个市场对短期融资券的风险表示担忧。类似的事情再次发生在2011年，证监会ft东监管局在对ft东海龙的检查中发现，ft东海龙存在三大问题：违规对外担保、财务核算存在问题以及隐瞒重大信息。通过监管局对其的调查发现，2010年ft东海龙亏损4.07亿元；2011年预计亏损将达到10.02亿元，亏损较2010年大幅增长了145.88%。2012年 3

月中旬，由于资金出现紧张，ft东海龙新增逾期贷款1.58亿元，其直接的影响就是根本没有能力对“11海龙CP01”的4亿元短融融资券进行兑付。而ft东海龙2008年度第一期短期融资券募集说明书显示，评级机构对其债项评级为A-1，发行人主体评级A+。2011年9月，在ft东海龙被证监会查出涉嫌财务欺诈等问题后，评级机构才开始下调ft东海龙债项信用等级和主体评级[1](#_bookmark0).2011年“ft东海龙事件”，市场上更是引起了一片恐慌，短期融资券风险问题再次引起了人们的重视。

在我国，短期融资券市场发展时间比较短，资本市场并不是很发达，信用评级体系也不够有效，因此我国的企业发行短期融资券存在着一定程度的风险。尤其是进入2010年以来，我国的货币政策持续收紧，企业无法从银行方面获取更多的长期贷款，同时由于我国企业的长期资金的融资渠道也相对有限，这样就导致企业可能会去选择短融长投的行为，而短期融资券这一新的融资渠道的出现势必给企业创造了这样的“机会”，短融长投的行为以及产生的财务风险投资者不

1方迎定ft东海龙短期融资券兑付危机债市整顿风暴风雨欲来财经国家周刊

1

容易意识到，但对于企业来说，就会影响到其到期偿还债务能力。

基于以上背景，本文就是针对我国企业短期融资券财务风险进行分析，并用实证的方法来证明财务风险的来源以及潜在的财务风险问题，从而能够在一定程度上提醒投资者加强风险防范意识，也能够使短期融资券的发行者注意到该企业所可能存在的风险以及后果，同时也能够为监管部门提供一些参考，从而规范短期融资券的使用，使得短期融资券能够合理地服务于企业的发展。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 国外文献综述

我国的短期融资券在功能上与美国的商业票据（Commercial Paper）相类似，是为满足企业日常经营活动资金的融通需求，直接向货币市场投资者发行的以短期融资为目的的无担保信用工具。国外商业票据发行人多为信用等级高以及企业财务状况稳定的大型企业。在美国，商业票据具备信用质量高、期限短以及风险小的特征。

在国外，专门研究商业票据的相关文献比较少，其主要研究基本集中在对商业票据的评级、对商业票据收益的影响以及商业票据市场的历史和现状，同时对于风险方面也稍有研究。

20世纪60年代，现代美国商业票据出现，随后得到了快速的发展。早期，对于商业票据的研究只是简单的对商业票据当时的现状进行研究分析。Abken, P. A(1981), Hurley, Eelyn M.（1982）都研究分析了20世纪70年代中期以来美国商业票据市场的发展情况。随后Mitchell A. Post（1992）也概括了20世纪80年代以后美国商业票据的发展状况。JS Alworth, CEV Borio（1993）进一步的调查研究了美国商业票据市场。

随着经济的发展，商业票据市场的逐步扩大，对于商业票据的研究进入了更加深入的研究，其文献主要集中在研究市场对于商业票据的反应状况。Charle

W. Calomiris.（1994）分析了穆迪数据库中发行商业票据的企业，得出结论：发现进入商业票据市场的基本要求是需要较高的信用质量，但是通过长期信用等级来对短期信用质量评价是不充分的。Nandkumar Nayar（1994）研究发现，普通股收益受到商业票据初始评级的影响。初始评级高的商业票据，股票有显著的正的超额收益；初始评级低的商业票据，股票收益没有显著的正的超额收益。

2

Crabbe, LelandPost, Mitehell A.（1994）研究分析了发行在外的商业票据评级下降的市场反应，结果发现：在1986年到1991年期间，在评级下降后两周内，超额累计收益率平均下降了6.69%，在接下来的12周内，平均下降幅度在11.05%. Fayez A. Elayan（1996）研究发现股价对标准普尔公告的商业票据评级是有反应，评级低和评级下降对股价都有负的影响。

进入21世纪以来，对于商业票据的研究进入了多元化的分析。标准普尔

（2002）、Pu Shen（2003）研究分析了美国商业票据市场的萎缩情况，得出商业票据萎缩的主要原因：在经济衰退期，资金需求的减少，在市场低利率下和平缓的收益率的债务重组以及经济衰退的环境等多重因素影响下，投资者提高了商业票据发行人信用评级的要求。Erik Banks（2003）针对商业票据的风险理念、风险确认、风险量化、风险管理以及治理框架等问题进行研究，认为确认融资、流动性、财务杠杆比率与风险暴露之间的联系相当重要。David Doran（2006）通过对欧美商业票据市场的比较，提出了短期债券与货币市场工具相整合，从而增强货币政策的有效性，来化解市场风险。标准普尔（2006）对美国商业票据的总体情况的变化趋势进行了研究。穆迪公司（2004）对企业商业票据和短期评级绩效进行了研究，同时穆迪公司针对商业票据的风险也做一些研究报告，一般是总结多年的历史数据做出等级转移矩阵，再根据不同等级的违约率进行预测。

小结：根据国外关于商业票据的文献研究来看，其研究角度在不断深入。早期的文献主要集中在对于商业票据市场情况的研究，随着商业票据市场规模的扩大，研究者开始对其信用评级以及市场投资者反应来进行研究，近十年以来，全球经济的高速发展，商业票据的发展也得到快速提高，对其的研究也进入了多元化的阶段，研究者开始对其风险状况也进行了重点分析。

### 1.2.2 国内文献综述

我国短期融资券市场发展比较晚，还处于起步阶段，对短期融资券的研究主要集中在以下几个方面：

第一、短期融资券的国际比较研究。

周荣芳（2005）对美国商业票据市场发展情况与运作进行研究，并提出应该通过借鉴美国商业票据市场经验，发展我国企业短期融资券市场。章希（2005）通过比较我国企业短期融资券与美国商业票据，发现美国商业票据的信用增级在商业

3

票据市场得到广泛运用，短期融资券的风险最终完全取决于发行人的信用。同时资产支持商业票据发展也比较迅速，但是资产证券化在我国还未全面推广。因此，我国企业发行短期融资券的风险大于美国的商业票据。邹斌（2007）通过把我国的短期融资券和美国的商业票据进行对比后，发现短期融资券站在银行角度有利于缓解我国银行信用风险，同时也能降低我国银行的坏账比例；站在企业角度也有利于解决一部分民营企业为发展需要但融资难的问题。吴黎（2008）通过对比我国短期融资券与美国、英国以及印度的商业票据，对我国短期融资券的发展提出了一些建议，例如在制度上和政策上逐步放宽对参与短期融资券发行主体的限制条件、完善企业信用评级制度和体系等意见、加强信息披露监管机制。

第二、短期融资券市场的研究。

杨科峰（2005）对企业而言，用低成本的融资券取代高成本的信贷资产是必然的选择。对银行而言，它必然将促使银行信贷管理方式发生根本性调整，加速形成直接融资为主的新格局。谢海玉（2006）通过对短期融资券市场的研究，发现其中存在一些问题，例如发行市场化程度不够、信用评级制度落后、市场发展不均衡、市场基础条件不完善等等。若这些问题随着短期融资券的发展逐步显现，将对我国的短期融资券市场发展产生不利的影响。张敏敏（2006）指出短期融资券的发展过程出现的问题。比如随着发行主体范围的扩大，短期融资券的信用风险凸显，我国信用评级机构是否能够做到及时跟踪评级，真正意义上起到提示风险的作用。李威（2009）也提出了短期融资券市场中的问题，例如信用评级制度落后、市场发展不均衡等。针对这些问题提出了完善短期融资券市场的相关建议，例如增加信用增级服务、规范信用评级市场、完善信息披露制度等。

第三、短期融资券的发行定价研究。

杨静涛（2007）通过实证研究发现经营性现金净流入、EBITDA、未用授信额度和货币资金这四个偿债和现金流量指标都对定价有显著影响，而发行人的负债现状也会影响到短期融资券的定价。朱晖（2008）对短期融资券发行利率影响较大的因素主要是央票利率和短期融资券的发行规模。马改云，孙仕明（2009）从违约风险和流动性风险的角度对我国短期融资券发行利差的风险结构进行了实证分析。实证结果显示，违约风险是我国短期融券发行利差的决定性因素，流动性风险虽然是一个重要因素，但远非决定性因素。李俊杰（2011）研究发现企业长期信用评

4

级、企业性质、发行主体规模、个券发行规模、Shibor利率、发行期限都是短期融资券发行人和承销商在发行定价时需要考虑的因素，而Shibor利率是影响短融券发行利差的最基本和最重要的因素。

第四、短期融资券发行的影响因素研究。

吴育辉、魏志华、吴世农（2008）从财务状况和公司治理两个视角，实证检验我国上市公司发行短期融资券的主要影响因素。结果表明总体而言，我国发行短期融资券的公司具有较好的财务状况，而在公司治理状况方面并无显著差异具体来看，当公司规模越大、信用等级越高、财务杠杆越低、经营风险越低时，上市公司选择发行短期融资券进行融资的概率就越高。陈健（2008）提出构建流动性评价为核心的短期融资券信用评价体系。商慧（2009）研究发现企业是否选择发行短期融资券主要受到股权结构、盈利能力、资本成本、信用评级等因素的影响。王婉、常珊（2012）通过实证分析得出，我国发行短期融资券的上市公司有较好的公司治理水平，特别是股东制衡度越高、董事会独立性越强的上市公司越倾向于发行短期融资券进行融资。曾玉芬（2012）通过利用2005年到2011年的数据进行实证研究，主要针对企业的财务状况和公司治理来进行分析，得出结论：规模越大，信用等级越高，财务杠杆越低，经营风险越小，盈利能力越强的公司越有可能利用短期融资券融资。

第五、短期融资券的风险研究。

陈伟（2005）认为企业过度重视了短期融资券的筹资功能，可能会忽略短期融资券融资所带来的风险，他认为类似于商业银行“短存长贷”的“短债长投”现象也很有可能在发行短期融资券的企业中出现，企业可以利用滚动发行短期融资券以长期占用资金，这样就容易出现投融资不匹配的风险。钟华（2005）认为我国短期融资券市场存在四大风险，募集资金用途未明确规定、担保条款缺失、企业可能过度负债经营以及信用评级体系不完善，这些风险将严重影响到我国短期融资券的发展。刘小清认为热捧短期融资券时要注意资金的使用监督，信息披露机制是否健全等问题。

牛丽静（2006）认为企业发行短期融资券所筹集的资金，并不是用以解决企业资金流动性的问题，而主要是用于替换银行贷款或投资于长期项目。周好文、王蕾（2006）认为由于我国企业短期融资券导致了银行优质客户的流失、银行作为承

5

销商所承担的信用风险增加，使得缓解银行信用风险的功能在短期融资券这个渠道上无法体现。李红、戴鸿（2006）认为发行短期融资券，使得企业将面临偿付风险与财务杠杆两个方面的风险。

孙克、冯宗宪（2007）对我国短期融资券市场的现状进行了分析，通过实证分析检验了不同待偿期限短期融资券的信用差价的差异性，发现了短期融资券的信用价差随着待偿期限的增加而增大，同时通过对现有各个待偿期限的短期融资券的信用差价分布的统计分析，认为信用风险是短期融资券所面临的一大风险。周子元、邓雁（2007）通过对发行短期融资券上市公司进行研究，发现其违约距离和短期融资券风险溢价具有负相关的关系。汪金凤（2007）运用2007年以前的数据进行实证研究，发现我国企业存在利用短期融资券进行短融长投的现象，而且企业的财务风险随着短期融资券的发行而增大。

杨大楷、蔡锦涛（2008）通过对我国短期融资券的风险分析以及借鉴国外商业票据的风险控制办法和经验，对我国短期融资券市场的风险控制提出了多方面、多角度的建议。宁勤诚（2010）运用2008年的数据进行实证研究，发现我国短期融资券的财务风险主要受到短期偿债能力、短期资产营运能力、公司规模、长期投资水平以及主体信用评级等因素的影响。

小结：根据国内关于短期融资券的相关文献研究，我们发现其对短期融资券的研究主要集中在了短期融资券的国际比较研究、短期融资券市场的研究、短期融资券的发行定价研究、短期融资券发行的影响因素研究以及短期融资券的风险研究5个方面。针对短期融资券的风险，多数文章都是规范性文章，同时由于我国的短期融资券市场发展也比较晚，历史数据缺乏，且尚没有出现违约现象，因此，我们也不可能采取国外的风险矩阵的方法来研究我国的短期融资券的风险问题。

## 1.3 研究思路与论文框架

本文主要基于不同货币政策的环境下，研究我国企业通过短期融资券融资的财务风险问题。首先，从介绍企业短期融资券在我国的发展以及现状出发，分析出目前企业发行短期融资券融资的动机，其次通过理论研究来对其财务风险进行分析，然后通过实证的方法来证明前面对于企业发行短期融资券融资的动机和产生的财务风险的猜想，最后是结论和建议。具体结构安排如图1-1：

6

1、引言

2、企业短期融资券的发展与现状分析

5、结论与建议

3、短期融资券融资的财务风险理论分析

4、短期融资券融资的财务风险实证研究

风险来源分析

潜在财务风险分析

图 1-1 论文框架

第一章，引言。介绍本文的选题背景以及所要研究的问题；介绍国内外学者对短期融资券的研究状况，并做出适当评价；介绍本文的主要内容与研究思路；最后提出本文的创新点。

第二章，企业短期融资券的发展与现状分析。通过介绍我国短期融资券的发展来深入了解短期融资券，其次对短期融资券的现状进行研究，来分析企业发行短期融资券融资的行为，为后文的实证研究提供现实依据。

第三章，短期融资券融资的财务风险理论分析。借鉴国内外学者的研究成果，针对短期融资券融资的财务风险进行理论阐述，为下文的实证研究提供理论依据。

第四章，短期融资券融资的财务风险实证研究。本章主要分为两部分进行实证研究，第一部分是通过实证分析来研究企业短期融资券融资的风险来源；第二部分是通过实证分析来研究企业短期融资券融资所产生的财务风险。

第五章，结论与建议。在前面各章研究的基础上，提出短期融资券融资的财务风险控制的政策建议。

7

## 1.4 本文创新点

本文的创新点主要表现在以下两个方面：

第一，将企业发行短期融资券融资的风险来源与所产生的财务风险相结合进行分析，之前的研究多数是进行单独分析，并未考虑其因果关系，而且多数集中在表面的评述性研究。

第二，把研究时间分为两个阶段，即货币政策宽松阶段和货币政策紧缩阶段。在不同的货币政策环境下来分析短期融资券融资的财务风险，之前的研究很少考虑货币政策这一影响因素。

8

# 第二章 企业短期融资券的发展与现状分析

企业短期融资券是指在中国境内符合条件，同时具有法人资格的非金融企业在银行间债券市场发行期限最长不超过365天的还本付息的有价证券。短期融资券的出台，填补了企业短期债券品种的空白，不仅仅能够提高企业债收益率曲线的拟合优度，而且在企业的资金周转方面，特别是在当银行信贷处于紧缩时期，对提高企业的资金流动性具有非常重要的意义。短期融资券自从推出来以后，已经成为我国企业融通短期资金的重要手段。

## 2.1 短期融资券的发展

第一阶段：1989年—1997 年

1989年以前，银行信贷资金相对有限，一些企业选择在本地区域发行短期融资券，用来弥补短期流动资金缺口。1989年，中国人民银行颁布了《关于发行企业短期融资券有关问题的通知》（银发[1989] 45号），由于改革开放后经济取得了高速发展，企业需要大量资金，因此，企业短期融资券得到了迅速发展。具体见表2-1：

表2-1 1989年-1997年我国企业短期融资券发行规模单位:亿元

| 年份 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 发行额 | 29.72 | 50.15 | 104.44 | 228.53 | 215.78 | 123.32 | 170.80 | 120.62 | 69.42 |

资料来源：周荣芳美国票据市场发展及对中国的借鉴作用

但是巨额资金需求同时也刺激了市场上的乱拆借、乱提高利率和乱集资的现象的出现。90年代初各地超规模发行债券情况严重。到1997年一些地区企业债券和短期融资券不能按期兑付的问题逐渐暴露出来。1997年开始，央行不再审批发行短期融资券，短期融资券逐渐退出了市场。

第二阶段：2005年—至今

暂停发行短期融资券后，企业短期资金的融通主要通过向银行借贷解决。导致一段时间以来，我国企业融资方式一直以间接融资为主，直接融资渠道狭窄。

2004年，央行的《货币政策执行报告》中显示当年我国的非金融机构部门融资总额中，银行贷款所占的比重达到82.9%，国债为10.8%，股票为5.2%，企业债为1.1%。长期以来，我国金融市场直接融资与间接融资失调状况非常明显，结构不平衡的

9

矛盾相当突出。具体见表2-2：

表2-2 国内金融市场融资情况表单位:亿元

| 项目 | 全年融资量 | | | 比重（%） | | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 2003年 | 2002年 | 2001年 | 2003年 | 2002年 | 2001年 |
| 市场融资总额 | 35154 | 23976 | 16555 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 贷款 | 29936 | 19228 | 12558 | 85.1 | 80.2 | 75.9 |
| 国债 | 3525 | 3461 | 2598 | 10.0 | 14.4 | 15.7 |
| 企业债 | 336 | 325 | 147 | 1.0 | 1.4 | 0.9 |
| 股票 | 1357 | 962 | 1252 | 3.9 | 4.0 | 7.6 |

资料来源：周荣芳美国票据市场发展及对中国的借鉴作用

进入21世纪后，由于经济运行过热，国家出台了一系列宏观调控措施来紧缩银行信贷。同时在2005年以前，股票市场持续低迷，证监会进行了股权分置改革，要求未完成股权分置改革的企业停止再融资，因此，很大程度上降低了股权融资的功能。再加上我国企业债发行程序繁琐、利率定价机制不灵活，企业债的整体发行情况处于停滞不前的状态。在信贷紧缩、股权融资功能削弱以及企业债低迷的多重因素的共同作用下，企业短期融资券的重新出现成为了必然。2005年，中国人民银行颁布了《短期融资券管理办法》（中国人民银行令[2005]第2号）、《短期融资券承销规程》以及《短期融资券信息披露规程》（中国人民银行令[2005]第10号），这标志了短期融资券的重新启动，为企业提供了一种新的直接融资的手段。2008年，为了进一步完善银行间债券市场管理，促进非金融企业直接债务融资发展，中国人民银行制定了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》（中国人民银行令[2008]第1号），同时废止了《短期融资券管理办法》以及相关配套文件。

## 2.2 短期融资券的现状

短期融资券自2005年恢复以来，受到了企业的高度追捧，每年的发行额都在不断提高。受到短期融资券的快速影响，在中国人民银行公布的《货币政策执行报告》中，国内非金融机构部门融资结构变化明显。由于中国人民银行在《货币政策执行报告》中将短期融资券统计在企业债中，因此，企业债融资的比重整体呈现上升趋势，在2006年至2007年有小幅度的降低，这可能与当时候股票市场走

10

势比较强势有关，更多企业选择通过股票市场进行融资，在2007年股票市场融资的比重高达13.1%，随后股票市场开始呈现弱势状态后，企业债的融资比重开始逐年上升。同时从贷款上来看，其融资比重在2008年有一定程度的小幅提高，这可能与2008年金融危机导致股票市场融资大幅度缩水，国家为了刺激经济通过调低利率放松银根有关，但是近几年就一直呈现下降趋势。我国金融市场直接融资与间接融资失调状况稍有改善，结构不平衡的矛盾正在逐步得到解决。具体见表2-3：

表2-3 2005年-2010年国内非金融机构部门融资结构年度比较

| 年份  项目 | 2005年 | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010年 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 比重（%） | 比重（%） | 比重（%） | 比重（%） | 比重（%） | 比重（%） |
| 贷款 | 78.1 | 82.0 | 78.9 | 83.1 | 81.2 | 75.2 |
| 股票 | 6.0 | 5.6 | 13.1 | 6.1 | 3.0 | 5.5 |
| 国债 | 9.5 | 6.7 | 3.6 | 1.7 | 6.3 | 8.8 |
| 企业债\* | 6.4 | 5.7 | 4.4 | 9.1 | 9.5 | 10.5 |
| 合计 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

\*：包括企业债、公司债、中期票据和短期融资券

资金来源：中国人民银行2005年-2010年《货币政策执行报告》，中国人民银行网站

自2005年短期融资券出台以来，发行当年短期融资券的融资规模就一举超过了企业债券的融资规模，而且连创新高，2007年出台的公司债券以及2008年出台的中期票据的融资规模也远远低于短期融资券，虽然公司债券和中期票据的融资规模也在逐年提高，但是其提高的速度相对于短期融资券来说，还是相对比较平稳的。从趋势上看，短期融资券的发行规模还将创新高。短期融资券不仅发行总量庞大，而且单只短期融资券的融资规模也非常惊人。例如2008年3月21日国家电网公司发行短期融资券300亿元，甚至超过了2008年上半年所有发行的地方企业债券总量108亿元。近几年，不仅仅单只短期融资券的融资规模较大，而且在一年内，同一家企业发行短期融资券的频率也开始提高。例如2010年的长江电力，分别在2010年4月2日完成25亿元的第一期短期融资券发行，2010年5月13日完成

45亿元的第二期短期融资券发行，2010年6月3日完成35亿元的第三期短期融资券的发行，2010年8月24日完成75亿元的第四期短期融资券的发行以及2010年9月27日完成25亿元第五期短期融资券的发行。由此可见短期融资券的发展速度相当迅

11

速，具体见表2-4以及图2-1：

表2-4 企业债券、公司债券、中期票据以及短期融资券融资规模对比

| 年份  项目 | 2005年 | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 规模（亿元） | 规模（亿元） | 规模（亿元） | 规模（亿元） | 规模（亿元） | 规模（亿元） | 规模（亿元） |
| 企业债券 | 654.00 | 1,015.00 | 1,709.35 | 2,366.90 | 4,252.33 | 3,627.03 | 3,485.48 |
| 公司债券 | — | — | 112.00 | 288.00 | 734.90 | 511.50 | 1,291.20 |
| 中期票据 | — | — | — | 1,737.00 | 6,912.65 | 4,970.57 | 8,199.93 |
| 短期融资券 | 1,453.00 | 2,919.50 | 3,349.10 | 4,338.50 | 4,612.05 | 6,892.35 | 10,162.30 |

资料来源：根据中国债券信息网、中国证监会网站公布的数据整理



12000

10000



8000

6000

4000

企业债券公司债券中期票据短期融资券

2000



0

2005年2006年2007年2008年2009年2010年 2011 年

图2-1企业债券、公司债券、中期票据以及短期融资券融资规模对比

对于企业来讲，通过短期融资券融资的优点是非常明显的，但是任何事物都有其两面性，在观察到短期融资券给企业带来利益的同时，我们应该同时考虑其风险的存在，以下三个方面是短期融资券的与其他融资方式所体现出的最大优势，但在分析其优势的同时，根据现状，我们也发现其可能存在一定的风险。

首先，融资成本小。短期融资券的融资作用与银行短期贷款基本一致，但是短期融资券的发行利率和银行贷款利率相比，发行利率较低，直接为企业节省了财务费用，降低了融资成本。一年期限银行贷款的利率在2007年底高达7.47%，而2007年企业短期融资券的一年期平均发行利率在4.33%左右，短期融资券的低成本融资优势相当明显。但是最近两年，这种成本优势在逐渐减少，2011年的一

12

年期限银行贷款利率最高在6.56%，同年下半年的企业短期融资券的发行利率（见表2-5）基本已经没有多少优势，只有少数信用等级高的企业才能获得相对较低的发行利率，一些等级较低的企业，其发行利率已经超过一年期银行贷款利率。

2011年10月25日，江西水泥发行了该年第一期4亿元短期融资券，发行利率高达

8.98%，创下短期融资券推出以来利率最高纪录，稍早阶段，中利科技发行的2011年第一期短期融资券4亿元的发行利率也达到了8.5%，这也是短期融资券发行利率首次超过8%。

表 2-5 2011年8-12月份短期融资券平均发行利率（%）

| 主体级别 | A+ | AA- | AA | AA+ | AAA |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 8 月 | 6.92 | 7.06 | 6.52 | 6.01 | 5.54 |
| 9 月 | 8.50 | 8.11 | 7.15 | 6.70 | 5.98 |
| 10 月 | 8.62 | 8.31 | 7.27 | 6.40 | 5.81 |
| 11 月 | 8.66 | 8.16 | 6.83 | 5.85 | 5.20 |
| 12 月 | 8.39 | 7.82 | 6.80 | 5.87 | 5.18 |

资料来源：根据中国债券信息网的数据整理

其次，发行手续快速便捷，融资效率高。中国银行间市场交易商协会对银行间市场发行债务融资工具采用注册制管理方式，发行手续简单，注册时间约为 2

－3个月。通过对主要债务融资工具的比较，企业债券和公司债券发行分别需要国家发展与改革委员会和中国证监会的审核，这样无形中延长了企业的融资周期，也有可能错失一次投资的机会。而短期融资券的发行仅需要在交易商协会注册，很大程度上缩减了企业的融资周期，同时短期融资券通过一次注册后，可以分期发行，企业可以结合自身的融资需要进行发行，充分提高资金的使用效率。通过比较，我们还能发现，短期融资券的发行方式较为灵活，在担保方面，也不像企业债和公司债需要担保，短期融资券是一种无担保的融资方式。这些都大大提高了企业的融资效率。具体见表2-6：

13

表2-6 主要债务融资工具比较

| 融资方式 | 企业债券 | 公司债券 | 中期票据 | 短期融资券 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 融资规模限制 | 不超过净资产的40%，已发行的短融不占企  业债额度 | 不超过净资产的40% | （地方企业）合并计算不超过净资产的40% | |
| 融资期限 | 5年及以上为主 | 5年及以上为主 | 3年或5年为主 | 1年以内 |
| 融资成本 | 较低 | 较低 | 低 | 最低 |
| 适用范围 | 中长期融资 | 中长期融资 | 中期融资 | 短期融资 |
| 发行主体 | 中央政府所属机构、国有独资企业或国有控  股企业 | 上市公司试点发行 | 凡具有法人资格的非金融企业均可发行 | |
| 发行规模  灵活性 | 一次审批后  足额发行 | 一次审批，足额  发行 | 一次注册，分期发行，  有效期两年 | |
| 发行方式 | 投资银行承销以“推销”的方式销  售，更多的是关注筹资人的需求 | | 灵活多变，反向询价机制，兼顾投  资、筹资双方需求 | |
| 担保方式 | 需要担保 | 需要担保 | 无担保 | |
| 发行审批 | 国家发展与改  革委员会审核 | 中国证监会核准 | 注册制 | |

最后，融资具有可持续性。按现行规定，中国人民银行对企业发行短期融资券实行余额管理，监管部门只需控制短期融资券待偿余额不超过企业净资产的

40%即可。这样“理性”的企业都会选择进行持续性的发行短期融资券进行融资。以华能国际为例，其每年都通过发行短期融资券融资达到50亿元以上。这种持续性的短期融资券融资实质上已经形成了长期资金。具体见表2-7：

14

表2-7 2005年-2011年华能国际短期融资券发行情况

| 发行日期 | 融资额（亿元） | 期限 |
| --- | --- | --- |
| 2005年5月26日 | 45 | 365天 |
| 2005年5月26日 | 5 | 270天 |
| 2006年5月23日 | 5 | 365天 |
| 2006年6月26日 | 45 | 365天 |
| 2007年8月9日 | 50 | 364天 |
| 2008年7月25日 | 50 | 365天 |
| 2009年2月24日 | 50 | 365天 |
| 2009年9月9日 | 50 | 270天 |
| 2010年3月18日 | 50 | 365天 |
| 2010年6月30日 | 50 | 365天 |
| 2011年1月18日 | 50 | 365天 |
| 2011年9月19日 | 50 | 365天 |

资料来源：根据中国债券信息网数据整理

融资成本低、发行手续快速便捷以及融资具有可持续性，这三个特征是短期融资券这一融资渠道最大的特点，也是众多企业热衷于通过短期融资券来进行融资主要的考虑因素。近几年，随着货币政策的紧缩，企业从银行这一渠道进行融资的难度加大，企业将寻找新的融资渠道，上述短期融资券的三大特点将受到企业的高度关注，因此，我们发现在货币政策紧缩的2010年以及2011年，短期融资券的发行规模出现的快速提高，特别是在2011年，其发行规模出现了井喷现象。短期融资券几乎可以说是遭到了企业的疯狂追捧，在这一片繁荣景象的背后，往往也隐藏着巨大的风险。2011年9月16日，联合资信评估有限公司发布跟踪评级报告，确定将ft东海龙主体长期信用等级、评级展望以及“11海龙CP01”短期融资券的信用等级下调，这也是该年债券市场首家信用遭调降的企业。同时中国银行间市场交易商协会也发布公告，称ft东海龙在“11海龙CP01”短期融资券项目申请注册发行期间，蓄意隐瞒公司重大事项，并且募资约定用途与实际用途不符，该公司剩余2亿元的短融券额度也遭到注销。此次ft东海龙降级事件在债券市场引起了不小的轰动，值得人们进行反思。

15

短期融资券的这三大优势一定程度上可以说是一把双刃箭，在为一些企业提供融资便利的条件下，有部分企业会充分利用这一政策，为了获取高收益，走高风险的道路。随着短期融资券的发行利率不断的提高，一方面将在一定程度上给企业带来了沉重的债务偿还压力，另一方面造成短期融资券的低成本融资的优势逐步消失，那么发行手续快速便捷和融资具有可持续性这两大特征的优势将显得更加明显，尤其是在货币政策紧缩阶段，企业一旦存在资金短缺问题，急需资金，短期融资券的发行手续快速便捷将是企业首先看中的，其次由于存在融资的可持续性这一特征，很有可能造成部分企业为了获得资金而不计成本地发债，“海龙事件”仍有可能重演，例如，部分企业想进行长期投资，但是由于货币政策的持续紧缩，融资渠道受到限制，那短期融资券的融资具有可持续性这一特征将为这样的企业创造了“良好”的环境，企业通过滚动发行短期融资券，将短期资金用于长期投资，这样就容易造成投融资期限不匹配而产生的风险。

16

# 第三章 短期融资券融资的财务风险理论分析

## 3.1 企业财务风险的概念界定

目前理论界对于“企业财务风险”的概念没有统一的认识，可谓仁者见仁，智者见智。理论界主要是从以下几个方面去阐述财务风险。第一、筹资视角下的企业财务风险；第二、不确定性视角下的企业财务风险；第三、资本结构视角下的企业财务风险。

本文主要研究企业短期融资券融资所产生的财务风险，因此采纳了筹资视角下的企业财务风险这一观点。这种观点认为，财务风险是企业在筹集资金过程中，融资不当使公司丧失了偿还债务的能力而导致投资者预期收益下降而产生的风险。企业借入资金必须按期还本付息，在未来偿还债务能力不确定的情况下，就会增加企业的负担和压力，使企业面临着资不抵债的潜在风险，这也就形成了企业的财务风险。

汪平（2003）认为，财务风险是由于企业使用了负债而给普通股东所增加的风险。即财务风险产生的基本原因是企业在生产经营过程中运用负债，使用负债越多，财务风险越大；如果不使用负债，则没有财务风险。

## 3.2 短期融资券融资的财务风险理论基础

本文对短期融资券融资的财务风险主要是根据不同货币政策环境下的短期融资券的融资行为来分析，具体分为两个方面，第一是营运资金管理策略因素，即企业如何使用发行短期融资券所募集的资金，如果存在短融长投的现象，则很大程度上会影响到企业的财务风险。第二是负债因素，由于短期融资券发行规模大，期限短，对企业到期偿还债务能力提出了很高的要求，因此短期内会影响到企业的财务风险。

### 3.2.1 营运资金管理策略因素

Scott Besley与Eugene F．Brigham对营运资金给出了如下定义：指流动资产，即公司对于短期资产的投资。净营运资金指流动资产减去流动负债的所得，即通过长期负债融资而购买的流动资产的数额。在实践中，营运资金一般是用流动资产与流动负债的差额来表示，即企业为维持日常经营活动所需要的净投资额。

营运资金策略是公司的重要财务政策之一，它是关于确定每一种流动资产的

17

目标水平以及选择为流动资产进行融资的途径与方式的政策(EugeneF．Brigham, LouiS C．Gapenski, 1995)。也就是说，所谓营运资金策略，既包括流动资产的投资政策，也包括流动负债的融资政策。

临时性占用的流动资产

短期资金

经常性占用的流动资产

长期资金

长期资产

国外大部分财务教科书有关营运资金政策的阐述较为一致，往往将营运资金的管理策略分为三种类型：高风险、高报酬的营运资金投资和融资战略被称为是激进的政策；中等风险和中等报酬的营运资金投资和融资战略则被称为是中庸的政策；低风险和低报酬的营运资金投资和融资战略被称为是稳健的政策(Moyer et al, 2001; Pinches, 1992; Brigham and Gapenski, 1995; Gitman, 1994; Herbert J．Weinraub and Sue Visscher, 1998)。激进的策略是指临时性负债不但融通临时性流动资产的资金需要，还需要解决部分永久性资产的资金需求；中庸的策略是指对于临时性流动资产，运用临时性负债筹集资金满足其资金需求；稳健的策略是指临时性负债只融通部分临时性流动资产的资金需要，另一部分临时性流动资产和永久性资产则由长期负债和权益资本作为资金来源。具体如图3-1：

激进的营运资金管理策略



临时性占用的流动资产

短期资金

经常性占用的流动资产

长期资金

长期资产

中庸的营运资金管理策略

18



短期资金

临时性占用的流动资产

经常性占用的流动资产

长期资金

长期资产

稳健的营运资金管理策略图3-1

当今国内外市场竞争空前激烈，企业已很难通过提高售价来保持盈利，对企业而言更现实的选择是从自身发掘业绩提升与竞争力增强的潜力，因此控制成本，加速周转，加强营运资金管理以提高效益愈来愈重要了。国外其实已经很早就开始对营运资金管理作为企业的管理重点，例如美国通用电器公司把降低营运资金作为企业的目标；美洲标准公司的总裁也决心将营运资金降低为零，也正是靠压缩营运资金，才挽救公司于崩溃的边缘。

随着对营运资金管理的不断深化研究，零（负数）营运资金的理念随即产生了。事实上不少美日企业提出“零负营运资金”的口号，目的是为了压缩库存和应收账款，用更少的资金做同样的业务，让营运资金创造更多收益。在中国，也有许多企业坚持“零负营运资本”的理念，用短期资金来源支持长期资产，即短融长投行为，这种策略在有利的市场环境下，确实也让一部分企业在短期内看到了显著的财务效果。但是这种策略也是有其弊端的，投资学的基本理念就是高收益必然伴随着高风险，过快规模扩张形成的流动性较差的长期资产如果不能及时转换为流动性较强的现金资产，企业就会发现维持运营非常吃力，如果债权人开始催款，企业将面临着资金流断裂的风险，进而加大财务风险。

虽然有不少学者支持激进型的营运资金管理策略，但是采用这种策略必须要综合考虑宏观经济状况、市场环境、企业所处的行业、产品生命周期以及企业自身的财务状况等因素。一旦有个别因素发生变化，而企业仍然坚持使用激进的营运资金管理策略，将势必对企业构成威胁。在中国，也不缺乏这样的例子，例如太平洋建设集团，在2005年以前从资本结构来看，其负债比率并不是很高，2003

19

年是43％，2004年是35％，2005年是22．55％，如果企业每年能获得稳定的现金流，企业的业务模式完全可以维持。但实际上，在2005年底到2007年期间，太平洋建设一直经受讨债风波，2007年有2000万资产被强行拍卖。其原因主要在于太平洋建设的所有子公司大部分投资都是以固定资产持有，而销售额的增加主要表现为应收账款，虽然太平洋建设业绩持续攀升，但业务的快速增长并未带来现金的流入，而太平洋建设用短期资金来源支持长期资产，这种方式带来的高速增长模式当太平洋建设的固定资产难以变现时，将会面临着巨大的偿债风险和运营风险。而当年的顺驰全国到处拿地盖楼的事情也很类似，由于房产周转率较低，欲用70亿资产支持100亿销售有着相当大的风险，其中这30亿的资金缺口若不是路劲基建公司注入的5亿流动资产，顺驰可能早已破产。

最近2010年和2011年这两年，国家银根紧缩，浙江许多民营企业都陷入资金链危机，甚至不少企业因此导致破产，深入了解企业破产原因，其中不乏使用短期资金来源支持长期资产扩张的。由此可见过度采用激进型营运资金管理策略会给企业带来的显著经济效率和随之带来的是高风险的财务状况。

近几年以来，短期融资的渠道得到了快速发展，短期融资券的出现给了企业更多的资金来源，同时也对企业的营运资金管理提出了更高的要求，通过上一章对于短期融资券的发展与现状分析，我们也能发现，短期融资券存在着特有的优势，比如融资规模大、可滚动发行等等，尤其是可滚动发行这一特征，就很容易被那些偏好使用激进型的营运资金管理策略的企业所利用，这样短期资金实质上就成了长期资金，但是一旦期间出现资金的断裂，那企业的财务风险也将随即显现。

### 3.2.2 负债因素

企业的负债因素可以分为两个角度来考虑，首先是企业的融资成本角度。融资成本的实质就是资金的使用者支付给资金的所有者的报酬。针对短期融资券来说，其财务风险的主要影响因素来源于向投资人支付的利息。Mayers和Majluf在1984年发表的《企业知道投资者所不知道信息时的融资和投资决策》中，根据信号传递的原理推出了他们的融资有序理论。他们认为，理性的企业融资会遵循内部融资本—无风险债券—有风险债券—股权融资的顺序来进行融资。融资成本的越高，将给企业带来的财务风险也越高。从前面一章的分析中，我们发现近

20

几年，短期融资券的发行利率在逐步上升，在2011年下半年，短期融资券的平

均发行利率也已经超过1年期银行贷款利率。作为债务融资，这种融资方式的成本的提高，势必给企业带来了一定的财务风险。

其次是企业的短期偿还债务能力分析，由于短期融资券属于短期资金，因此，我们关注的将是企业的短期偿还债务能力，它反映的是企业偿付日常到期债务的能力。权衡理论认为，MM理论只考虑了负债带来的纳税利益，未考虑负债带来的财务拮据成本和风险。财务拮据成本是指企业没有足够的偿还债务能力，不能及时偿还到期债务，从而导致财务风险增加和破产概率增大而出现的成本。财务拮据成本产生的原因是负债，若不能有效控制，轻则会降低企业价值，重则会导致企业破产。权衡理论是通过研究负债抵税收益与企业破产成本现值之间的权衡关系来确定企业最优资本结构的理论。权衡理论既考虑了负债带来的抵税收益，也考虑了负债带来的各种成本（主要财务拮据成本），在对它们进行权衡的基础上确定企业的资本结构，财务风险随着财务拮据成本的提高而增加，债务越多，财务拮据成本的支付越多，因此偿还债务能力将有所下降。我国企业的短期融资券发行规模大，发行期限都在1年以内，发债企业都需要在1年内还本付息，同时由于短期融资券不可能像短期银行贷款那样可以展期或者重新谈判，短期融资券到期还本付息的刚性要远大于短期银行借款，这样短期融资券产生的短期风险也远大于短期银行借款的风险。

## 3.3 不同货币政策下的融资环境综合分析

我国的货币政策主要有宽松性货币政策、稳健性货币政策以及紧缩性货币政策，不同的货币政策对我国企业发行短期融资券融资有着重大的影响。

宽松性货币政策意味着利率逐步下降以及货币的供给量不断提高，市场流动性增强，新的投资项目将有利可图，每一个利率水平下的需求水平也会增加，这意味着企业将有更加好的盈利机会，企业获得银行贷款较为容易，在这种环境下，企业能够很方便的寻找到各种融资渠道。在稳健性货币政策下，国家对银行信用倾斜，对部分行业要进行信用紧缩，在这种情况下，只有符合国家产业政策的企业才能够获得信贷支持。在紧缩性货币政策下，国家为了抑制通胀，防止经济泡沫，大幅度降低信用，大部分企业都很难从银行获得融资。

近年来，由于国家宏观经济形势的急剧变化，财政与货币政策也频繁调整，

21

2008年，为了抵御国际金融危机的影响，国务院提出实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并出台扩大内需的十项措施，促进经济平稳较快增长；2010年，随着我国宏观经济形势的复苏，防止通胀和防止投资过热的压力越来越大，国家的货币政策又开始释放紧缩的货币信号；2011年上半年紧缩的货币政策更是

频出，平均每个月都调整一次存款准备金率。可以说，近年来的宏观调控政策转向速度之快、跨度之大、时间之短均令人始料不及，对企业的融资环境带来了极大的影响。

因此，通过上述理论分析，我们推测在不同的货币政策环境下，企业进行短期融资券融资所产生财务风险也可能会有所不同。在货币政策处于宽松阶段，企业的融资渠道广泛，无论从偿还债务能力方面还是长期投资方面，都有充裕的资金提供给企业使用，因此，这个阶段企业存在的财务风险可能相对较小。但是当货币政策处于紧缩阶段，市场上的融资渠道相对受限，企业自身的资金开始紧张，偿还债务的压力将逐渐提高，而短期融资券的滚动发行特点也很可能为企业创造短融长投的机会，一旦在货币政策紧缩阶段企业发生资金周转问题，将会加大企业的财务风险。下一章，我们将通过数据统计以及实证分析的方法对上市公司在不同的货币政策环境下，通过短期融资券进行融资的风险来源以及对应的财务风险变化进行研究分析。

22

# 第四章 短期融资券融资财务风险实证研究

本文主要研究不同货币政策环境下，上市公司短期融资券融资的财务风险。本章将分为两个部分进行实证研究。第一部分通过研究不同货币政策环境下上市公司发行短期融资券融资行为，从而分析出短期融资券融资财务风险的可能来源，通过前文，我们推测其风险来源可能来自短融长投现象和短期偿还债务能力的下降。第二部分根据不同货币政策环境下的短期融资券融资动机来分析其财务风险。

## 4.1 短期融资券融资财务风险来源实证分析

### 4.1.1 营运资金管理策略因素

#### 4.1.1.1 短融长投现象

限制企业发债所募集的资金的用途是相当重要的，但是根据相关规定并没有明确说明短期融资券的用途。而企业在发行短期融资券的募集说明书中基本都表明募集资金主要有三大用途：（1）补充营运资金；（2）降低融资成本；（3）优化融资结构。短期融资券募集资金用途规定过于宽泛后，可能会造成一些企业存在一些可操作的空间，理论上，短期融资券所募集的资金属于短期资金，应该用于短期投资，但是如果企业把这部分募集资金用于长期投资，很容易造成投融资期限不匹配的风险。在货币政策宽松阶段，市场资金充裕，企业如果进行长期投资，从银行取得资金会相对方便。但是在货币政策紧缩阶段，市场资金紧张，企业如果再想进行长期投资，从银行取得资金将显得困难，加上我国企业债市场不完善，结果就造成企业在货币政策紧缩阶段为长期投资而进行融资的渠道严重缺乏。这样一些“理性”的企业就可能会通过滚动发行短期融资券进行长期投资，从而造成短融长投的行为。因此，我们提出假设：

假设1：货币政策宽松阶段，上市公司发行短期融资券进行短融长投的现象并不明显；货币政策紧缩阶段，上市公司发行短期融资券进行短融长投的现象显著。

#### 4.1.1.2 研究方法

上市公司通过发行短期融资券获得现金后，增加了流动负债的同时，将会形成等量的流动资产，如果上市公司将短期融资券所募集的资金用于日常生产经营活动，那么，上市公司将用这部分资金购买原材料或者支付应付账款，这样的活

23

动不会引起流动资产减去流动负债所构成的营运资金发生变化，也就是说短期融资券的发行不会导致营运资金的变动。但是如果上市公司挪用短期融资券所募集的资金用做长期投资或者购买固定资产，必然导致营运资金减少。上市公司一旦存在短融长投的现象，短期融资券的发行必将引起营运资金的减少。因此，我们将对短期融资券的发行额与营运资金的增加额作相关性检验。

#### 4.1.1.3 数据来源与样本选择

样本数据选自CSMAR数据库的上市公司季报数据，由于本文从货币政策宽松阶段和货币政策紧缩阶段两个时期进行分析，货币政策的时间划分是以中国人民银行公布的存款准备金率变动周期为标准，以存款准备金率持续降低的阶段划分为货币政策宽松阶段，以存款准备金率持续提高的阶段划分为货币政策紧缩阶段。货币政策宽松阶段从2008年9月25日至2010年1月17日，本文为了研究具有

对比性，选取2009年内发行短期融资券的上市公司作为样本进行研究。货币政

策紧缩阶段则选取2010年1月18日至2011年12月4日期间内发行短期融资券的上市公司作为样本进行研究。

#### 4.1.1.4 变量定义和建立模型

通过上述分析，上市公司是否存在短融长投的现象，我们主要是要去检验上市公司发行短期融资券的发行额与发行前后季度的营运资金额的增加额之间是否呈显著负相关。具体见表4-1：

表4-1 变量定义表

| 变量名称 | 变量符号 | 变量描述 |
| --- | --- | --- |
| 营运资金变化 | yi | 发行季度的营运资金减去发行前季度的营运资金 |
| 短期融资券发行额 | xi | 短期融资券发行额 [](#_bookmark1) |

注：i =1, 2，3，分别代表2009年、2010年以及2011年的变量。

#### 4.1.1.5 相关性检验结果及分析

我们将2009年、2010年以及2011年的三组相关性检验结果分别列于表4-2、表4-3、表4-4：

短期融资券发行额为上市公司当年发行的第一期短期融资券的募集金额。

24

表 4-2 2009年corr过程

简单统计量

| 变量 | N | 均值 | 标准偏差 |
| --- | --- | --- | --- |
| y1 | 46 | -130406611 | 1550697295 |
| x1 | 46 | 888586957 | 792213960 |

Pearson相关系数, N = 46

当H0: Rho=0时，Prob> |r|

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | y1 | x1 |  |
| y1 | 1.00000 | -0.02601 |  |
| y1 |  | 0.8637 |  |
| x1 | -0.02601 | 1.00000 |  |
| x1 | 0.8637 |  |  |

注：\*\*\*表示在1%的水平上显著，\*\*表示在5%的水平上显著，\*表示在10%的水平上显著。

表 4-3 2010年corr过程

简单统计量

| 变量 | N | 均值 | 标准偏差 |
| --- | --- | --- | --- |
| y2 | 72 | -252548050 | 2011305395 |
| x2 | 72 | 865208333 | 1020710688 |

Pearson相关系数, N = 72

当H0: Rho=0时，Prob> |r|

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | y2 | x2 |  |
| y2 | 1.00000 | -0.40097 |  |
| y2 |  | 0.0005\*\*\* |  |
| x2 | -0.40097 | 1.00000 |  |
| x2 | 0.0005\*\*\* |  |  |

注：\*\*\*表示在1%的水平上显著，\*\*表示在5%的水平上显著，\*表示在10%的水平上显著。

表 4-4 2011年corr过程

简单统计量

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 变量 | N | 均值 | 标准偏差 |
| y3 | 105 | -130406611 | 1550697295 |
| x3 | 105 | 888586957 | 792213960 |

Pearson相关系数, N = 105

当H0: Rho=0时，Prob> |r|

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | y3 | x3 |  |
| y3 | 1.00000 | -0.19747 |  |
| y3 |  | 0.0435\*\* |  |
| x3 | -0.19747 | 1.00000 |  |
| x3 | 0.0435\*\* |  |  |

注：\*\*\*表示在1%的水平上显著，\*\*表示在5%的水平上显著，\*表示在10%的水平上显著。

从表4-2可以看出，2009年的短期融资券发行额与发行当季度的营运资金额的增加额具有负相关性，显著性为0.8637，并不是很显著，该年上市公司进行的短期融资券融资并未出现明显的短融长投现象。从表4-3可以看出，2010

25

年的短期融资券发行额与发行当季度的营运资金额的增加额具有负相关性，且在

1%的水平上显著，该年上市公司进行的短期融资券融资出现了明显的短融长投现象。从表4-4可以看出，2011年的短期融资券发行额与发行当季度的营运资金额的增加额也具有负相关性，且在5%的水平上显著，该年上市公司进行的短期融资券融资也出现了明显的短融长投现象，但是显著性有所下降。这三张表显示出了在货币政策宽松阶段的年份，上市公司发行短期融资券所募集的资金并未出现明显用于长期投资的现象，而在货币政策紧缩阶段的年份，上市公司发行短期融资券所募集的资金出现了用于长期投资的现象，这与我们的假设1相符合。

### 4.1.2 负债因素

#### 4.1.2.1 负债水平

根据相关规定，待偿还融资券余额不能超过企业净资产的40%，我国上市公司倾向于用足额度，这样很可能造成发行规模较大，使得上市公司的短期负债迅速增加，造成整体负债水平的上升。

我们选取的衡量负债水平的指标有：流动负债、负债总额和财务费用。下面我们将根据年报的数据对这些指标的变化进行分析。采用的数据均来自CSMAR数据库的上市公司的年报数据，分别对货币政策宽松阶段的2009年样本以及货

币政策紧缩阶段的2010年和2011年样本进行分析。

运用SAS9.1对货币政策宽松阶段的2009年发行短期融资券的上市公司进行分析其负债水平，其描述性统计如下表4-5和表4-6：

表4-5 2009年发行短期融资券企业的负债水平描述性统计

| 指标名称 | 年度 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 流动负债  （亿元） | 2008 年 | 72.2930 | 98.2647 | 2.7871 | 516.5173 |
| 2009 年 | 85.1904 | 111.2998 | 2.7797 | 565.5762 |
| 总负债  （亿元） | 2008 年 | 118.9739 | 212.3274 | 2.9189 | 1230.1486 |
| 2009 年 | 157.8707 | 279.4003 | 2.8017 | 1452.8025 |
| 财务费用  （亿元） | 2008 年 | 3.9715 | 7.1706 | 0.0607 | 36.2442 |
| 2009 年 | 3.8745 | 8.0889 | 0.0643 | 44.3543 |

表4-6 2009年发行短期融资券企业的负债水平配对样本T检验

| 指标名称 | 配对样本 | 均值 | T 值 | P 值 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 流动负债 | 2009-2008 | 12.8974 | 2.57 | 0.0138\*\* |
| 负债总额 | 2009-2008 | 38.8967 | 2.12 | 0.0400\*\* |
| 财务费用 | 2009-2008 | -0.0970 | -0.28 | 0.7819 |

注：\*\*\*表示在1%的水平上显著，\*\*表示在5%的水平上显著，\*表示在10%的水平上显著。

26

从表4-5可以看出，2009年发行短期融资券的上市公司负债水平指标流动负债、负债总额均略有上升，财务费用趋于平稳。表4-6是配对样本T检验的结果。从表4-6可以看出，流动负债和负债总额均上升，且均在5%的水平上显著，财务费用变化不显著。

运用SAS9.1对货币政策宽松阶段的2010年和2011年发行短期融资券的上市公司进行分析其负债水平，其描述性统计如下表4-7、表4-8和表4-9、表4-10：

表4-7 2010年发行短期融资券企业的负债水平描述性统计

| 指标名称 | 年度 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 流动负债  （亿元） | 2009 年 | 98.3009 | 299.9353 | 2.6188 | 2101.0141 |
| 2010 年 | 130.1845 | 385.7343 | 3.2948 | 2643.9725 |
| 总负债  （亿元） | 2009 年 | 150.4311 | 411.2760 | 2.6278 | 2454.2180 |
| 2010 年 | 179.5845 | 503.9399 | 4.9150 | 3154.1447 |
| 财务费用  （亿元） | 2009 年 | 2.6013 | 6.6501 | -0.1887 | 44.3543 |
| 2010 年 | 3.3728 | 8.7868 | 0.0633 | 51.0556 |

表4-8 2010年发行短期融资券企业的负债水平配对样本T检验

| 指标名称 | 配对样本 | 均值 | T 值 | P 值 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 流动负债 | 2010-2009 | 31.8836 | 2.98 | 0.0039\*\*\* |
| 负债总额 | 2010-2009 | 29.1534 | 2.40 | 0.0191\*\* |
| 财务费用 | 2010-2009 | 0.7715 | 2.10 | 0.0391\*\* |

注：\*\*\*表示在1%的水平上显著，\*\*表示在5%的水平上显著，\*表示在10%的水平上显著。

从表4-7可以看出，2010年发行短期融资券上市公司负债水平指标流动负债、负债总额和财务费用均有上升。表4-8是配对样本T检验的结果。从表4-8可以看出，流动负债有所上升，且在1%的水平上显著，负债总额和财务费用也均有所上升，且均在5%的水平上显著。

表4-9 2011年发行短期融资券企业的负债水平描述性统计

| 指标名称 | 年度 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 流动负债  （亿元） | 2010 年 | 98.1816 | 325.5823 | 2.8213 | 2670.8458 |
| 2011 年 | 119.9241 | 392.2418 | 5.0163 | 3224.8551 |
| 总负债  （亿元） | 2010 年 | 131.9691 | 408.2722 | 3.3325 | 2919.6259 |
| 2011 年 | 159.6442 | 487.6802 | 6.0974 | 3572.6407 |
| 财务费用  （亿元） | 2010 年 | 2.3800 | 7.3175 | -0.2550 | 51.0556 |
| 2011 年 | 3.3925 | 9.6955 | -0.6321 | 74.9353 |

表4-10 2011年发行短期融资券企业的负债水平配对样本T检验

| 指标名称 | 配对样本 | 均值 | T 值 | P 值 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 流动负债 | 2011-2010 | 21.7425 | 3.22 | 0.0017\*\*\* |
| 负债总额 | 2011-2010 | 27.6750 | 3.37 | 0.0010\*\*\* |

27

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 财务费用 | 2011-2010 | 1.0125 | 3.41 | 0.0009\*\*\* |

注：\*\*\*表示在1%的水平上显著，\*\*表示在5%的水平上显著，\*表示在10%的水平上显著。

从表4-9可以看出，2011年发行短期融资券上市公司负债水平指标流动负债、负债总额和财务费用均有上升。表4-10是配对样本T检验的结果。从表4-10可以看出，流动负债、负债总额和财务费用也均有所上升，且均在1%的水平上显著。

根据上面对于发行短期融资券上市公司负债水平的分析，我们可以发现货币政策宽松阶段的2009年，发行短期融资券上市公司负债水平有所上升，其流动负债水平相对2008年上升了18%，负债总额相对2008年上升了33%，财务费用相对2008年下降了3%；货币政策紧缩阶段的2010年，发行短期融资券上市公司负债水平有所上升，其流动负债水平相对2009年上升了33%，负债总额相对

2009年上升了20%，财务费用相对2009年上升了30%，其幅度明显高于2009 年

发行短期融资券上市公司负债水平；同样在货币政策紧缩阶段的2011年，发行

短期融资券上市公司负债水平也有所上升，其流动负债水平相对2010年上升了

22%，负债总额相对2010年上升了22%，财务费用相对2010年上升了42%。

上市公司发行短期融资券后，流动负债都会有所增加，负债总额也有所增加，但是在货币政策宽松阶段，财务费用变化并不是很明显，相反在货币政策紧缩阶段，流动负债增加的幅度更大，财务费用增加的也比较明显。因此，在货币政策紧缩阶段将会影响到上市公司的短期偿还债务能力。

#### 4.1.2.2 短期偿还债务能力

根据对发行短期融资券上市公司负债水平的研究分析，我们预期：在货币政策宽松阶段，由于市场货币供给量充足以及整个市场的投资环境和经营环境良好，上市公司发行短期融资券的当年，短期偿债压力并不是很大。但是在货币政策紧缩阶段，市场货币供给量开始紧张，企业经营环境开始不容乐观的时候，上市公司发行短期融资券的当年，短期偿债压力将会开始显现。

本文选取衡量短期偿债能力的指标有：流动比率、速动比率、保守速动比率、现金比率以及现金流量比率。

其中：

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

28

保守速动比率=（货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收账款净额）/流动负债

现金比率=现金及现金等价物期末余额/流动负债现金流量比率=经营活动现金流量/流动负债

本节采用的数据均来自CSMAR数据库的上市公司年报数据。分别对货币政策宽松阶段的2009年样本以及货币政策紧缩阶段的2010年和2011年样本进行分析。

运用SAS9.1对货币政策宽松阶段的2009年发行短期融资券的上市公司进行分析其短期偿还债务能力，描述性统计如下表4-11与图4-1：

表4-11 2009年发行短期融资券的上市公司短期偿债能力描述性统计

| 指标名称 | 年份 | 样本数 | 均值 | 标准差 | 中位数 | 最小值 | 最大值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 流动比率 | 2008 年 | 46 | 0.960702 | 0.42421 | 0.993069 | 0.099300 | 1.955724 |
| 2009 年 | 46 | 0.979357 | 0.50130 | 1.006914 | 0.113938 | 2.494677 |
| 速动比率 | 2008 年 | 46 | 0.648600 | 0.35292 | 0.558544 | 0.086449 | 1.687786 |
| 2009 年 | 46 | 0.649877 | 0.36930 | 0.569424 | 0.091943 | 1.538347 |
| 保守速动比率 | 2008 年 | 46 | 0.504134 | 0.32881 | 0.378639 | 0.076780 | 1.466759 |
| 2009 年 | 46 | 0.506987 | 0.35515 | 0.400071 | 0.057630 | 1.423138 |
| 现金比率 | 2008 年 | 46 | 0.315384 | 0.28413 | 0.213090 | 0.049194 | 1.259497 |
| 2009 年 | 46 | 0.300891 | 0.25917 | 0.187441 | 0.028936 | 1.021684 |
| 现金流量比率 | 2008 年 | 46 | 0.208851 | 0.21331 | 0.168054 | -0.377371 | 0.790533 |
| 2009 年 | 46 | 0.218392 | 0.23211 | 0.166041 | -0.160307 | 1.074335 |

1.2

1

0.8

0.6

2008年

2009年

0.4

0.2

0

流动比率

速动比率 保守速动比率 现金比率 现金流量比率

图 4-1 2009年发行短期融资券的上市公司短期偿债能力指标均值比较

29

通过对表4-11和图4-1的观察分析，对比同一家上市公司在发行短期融资券前后两年的流动负债、速动比率、保守速度比率、现金比率以及现金流量比率后，我们发现上市公司在2009年发行短期融资券后，并没有对该公司当年的短期偿债能力产生影响，是否具有统计上的意义，我们将进一步做配对样本T检验。表4-12为上市公司短期偿债能力的T检验结果。

表4-12 2009年发行短期融资券的上市公司短期偿还债务能力配对样本T检验

| 指标名称 | 配对样本 | 均值 | T 检验值 | P 值 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 流动比率 | 2009-2008 | 0.0187 | 0.51 | 0.6154 |
| 速动比率 | 2009-2008 | 0.0013 | 0.04 | 0.9652 |
| 保守速动比率 | 2009-2008 | 0.0029 | 0.11 | 0.9167 |
| 现金比率 | 2009-2008 | -0.014 | -0.65 | 0.5194 |
| 现金流量比率 | 2009-2008 | 0.0095 | 0.29 | 0.7746 |

注：\*\*\*表示在1%的水平上显著，\*\*表示在5%的水平上显著，\*表示在10%的水平上显著。

从表4-12也可以看出，上市公司在2009年发行短期融资券后，该公司当年的短期偿债能力并没有显著变化，这很有可能就是由于在货币政策宽松阶段，企业的融资渠道广泛，在资金出现短缺的时候，很容易找到融资渠道，因此，短期偿债能力并未受到影响。因此，我们可以一定程度上认为，在货币政策宽松阶段，上市公司发行短期融资券将不会给公司带来财务风险。

运用SAS9.1对货币政策紧缩阶段的2010年和2011年发行短期融资券的上市公司进行分析其短期偿还债务能力，描述性统计如下表4-13、表4-14与图4-2、图4-3：

表4-13 2010年发行短期融资券的上市公司短期偿债能力描述性统计

| 指标名称 | 年份 | 样本数 | 均值 | 标准差 | 中位数 | 最小值 | 最大值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 流动比率 | 2009 年 | 72 | 1.125010 | 0.62357 | 1.036176 | 0.086627 | 3.929153 |
| 2010 年 | 72 | 1.062608 | 0.49375 | 1.044662 | 0.038463 | 2.665125 |
| 速动比率 | 2009 年 | 72 | 0.783469 | 0.52470 | 0.703511 | 0.086627 | 3.195786 |
| 2010 年 | 72 | 0.731719 | 0.44841 | 0.676556 | 0.038463 | 2.576613 |
| 保守速动比率 | 2009 年 | 72 | 0.626651 | 0.48714 | 0.537054 | 0.057630 | 2.482182 |
| 2010 年 | 72 | 0.579271 | 0.43109 | 0.475541 | 0.036188 | 2.521031 |
| 现金比率 | 2009 年 | 72 | 0.379835 | 0.35153 | 0.258742 | 0.047723 | 1.896145 |
| 2010 年 | 72 | 0.345746 | 0.30635 | 0.241606 | 0.029489 | 1.588379 |
| 现金流量比率 | 2009 年 | 72 | 0.212387 | 0.23780 | 0.162458 | -0.207823 | 0.997824 |
| 2010 年 | 72 | 0.125444 | 0.22058 | 0.098621 | -0.2331860 | 0.893655 |

30

1.2

1

0.8

0.6

2009年

2010年

0.4

0.2

0

流动比率

速动比率 保守速动比率 现金比率 现金流量比率

图 4-2 2010年发行短期融资券的上市公司短期偿债能力指标均值比较

表4-14 2011年发行短期融资券的上市公司短期偿债能力描述性统计

| 指标名称 | 年份 | 样本数 | 均值 | 标准差 | 中位数 | 最小值 | 最大值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 流动比率 | 2010 年 | 105 | 1.268206 | 0.64165 | 1.231145 | 0.038463 | 3.202629 |
| 2011 年 | 105 | 1.116841 | 0.53529 | 1.045334 | 0.056780 | 3.344538 |
| 速动比率 | 2010 年 | 105 | 0.905124 | 0.56885 | 0.745645 | 0.038463 | 2.910338 |
| 2011 年 | 105 | 0.779448 | 0.47354 | 0.670762 | 0.056780 | 2.969440 |
| 保守速动比率 | 2010 年 | 105 | 0.713544 | 0.50869 | 0.537162 | 0.036188 | 2.521031 |
| 2011 年 | 105 | 0.611172 | 0.45200 | 0.468338 | 0.054786 | 2.945313 |
| 现金比率 | 2010 年 | 105 | 0.420191 | 0.36954 | 0.278055 | 0.029489 | 1.890042 |
| 2011 年 | 105 | 0.333676 | 0.30004 | 0.256057 | 0.042377 | 1.800956 |
| 现金流量比率 | 2010 年 | 105 | 0.139383 | 0.25488 | 0.104137 | -0.408211 | 1.355419 |
| 2011 年 | 105 | 0.102096 | 0.19747 | 0.092192 | -0.288410 | 1.064920 |

31

1.4

1.2

1

0.8

0.6

2010年

2011年

0.4

0.2

0

流动比率

速动比率 保守速动比率 现金比率 现金流量比率

图4-3 2011年发行短期融资券的上市公司短期偿债能力指标均值比较表4-13、表4-14以及图4-2、4-3分别是2010年和2011年发行短期融资

券的上市公司短期偿债能力指标均值的描述性统计和短期偿债能力指标均值比较，通过对比同一上市公司在发行短期融资券前后两年的流动负债、速动比率、保守速动比率、现金比率以及现金流量比率后，我们发现上市公司在2010年和

2011年发行短期融资券后，该公司当年的短期偿债能力出现了一定程度的下降，我们将进一步做配对样本T检验，表4-15和表4-16为上市公司短期偿债能力的

T检验结果。

表4-15 2010年发行短期融资券的上市公司短期偿还债务能力配对样本T检验

| 指标名称 | 配对样本 | 均值 | T 检验值 | P 值 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 流动比率 | 2010-2009 | -0.062 | -1.39 | 0.1692 |
| 速动比率 | 2010-2009 | -0.052 | -1.36 | 0.1796 |
| 保守速动比率 | 2010-2009 | -0.047 | -1.49 | 0.1403 |
| 现金比率 | 2010-2009 | -0.034 | -1.23 | 0.2231 |
| 现金流量比率 | 2010-2009 | -0.087 | -3.57 | 0.0006\*\*\* |

注：\*\*\*表示在1%的水平上显著，\*\*表示在5%的水平上显著，\*表示在10%的水平上显著。

表4-16 2011年发行短期融资券的上市公司短期偿还债务能力配对样本T检验

| 指标名称 | 配对样本 | 均值 | T 检验值 | P 值 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 流动比率 | 2011-2010 | -0.151 | -3.08 | 0.0027\*\*\* |
| 速动比率 | 2011-2010 | -0.126 | -3.03 | 0.0031\*\*\* |
| 保守速动比率 | 2011-2010 | -0.102 | -2.77 | 0.0067\*\*\* |
| 现金比率 | 2011-2010 | -0.087 | -2.97 | 0.0037\*\*\* |
| 现金流量比率 | 2011-2010 | -0.037 | -2.17 | 0.0324\*\* |

32

注：\*\*\*表示在1%的水平上显著，\*\*表示在5%的水平上显著，\*表示在10%的水平上显著。

从表4-15和表4-16可以看出，上市公司在2010年发行短期融资券后，短期偿债能力稍有减弱，但是从短期偿还债务能力的T检验来看，流动比率、速动比率、保守速动比率和现金比率的反映不是太显著，反而现金流量比率的降低显著。我们可以认为，刚进入货币政策紧缩阶段，发行短期融资券的上市公司的短期偿还债务能力确实是有一定减弱，仅仅只能从现金流（现金流量比率）上才能发现，通过资产负债表来分析的短期偿还债务能力（流动比率、速动比率、保守速动比率和现金比率）并没有显著变化，这时的风险不易察觉，但是随着货币政策的持续收紧，我们发现上市公司在2011年发行短期融资券后，短期偿还债务能力明显有所降低，流动比率、速动比率、保守速动比率、现金比率以及现金流量比率均呈显著降低趋势，短期偿债压力的风险急剧加大。

因此，通过分别对货币政策宽松阶段和货币政策紧缩阶段，发行短期融资券的上市公司的发行当年的短期偿还债务能力进行分析，可以发现，货币政策宽松阶段，上市公司的发行短期融资券当年的短期偿债能力并没有显著变化，而货币政策紧缩阶段，上市公司的发行短期融资券当年的短期偿债能力却逐步降低，从而可能会隐藏着潜在的财务风险。

通过以上的分析，我们可以看出在不同货币政策环境下，短期融资券的财务风险可能来源于短融长投现象以及短期偿还债务能力的下降，下文将通过回归模型来加以证明。

## 4.2 短期融资券融资的财务风险实证分析

### 4.2.1 短期融资券融资的总体财务风险分析

目前国际上对于财务风险的实证研究中，多变量财务风险预警模型应用比较广泛，是国际学术界和金融界运用的主流方法，其中Altman的Z值计分模型在国内运用最为广泛。向德伟（2002）通过实证研究支持了Z值计分模型在中国股市的有效性，王云芳（2005）认为Z值计分模型在评价企业的财务风险方面具有较强的有效性。因此，本文采用Altman的Z值计分模型来评价我国企业进行短期融资券融资的财务风险。

Z = 1.2∗X1 + 1.4∗X2 + 3.3∗X3 + 0.6∗X4 + 1.0∗ X5

其中：

X1=营运资金/总资产=（流动资产-流动负债）/总资产

33

X2=留存收益/总资产=（未分配利润+盈余公积）/总资产X3=息税前利润/总资产=（税前利润+财务费用）/总资产

X4=资本市值/总负债=（每股净资产\*非流通股股数+每股市价\*流通股数）/

总负债

X5=销售收入/总资产=主营业务收入/总资产

X3中的息税前利润严格意义上等于税前利润加上利息费用，但是利息费用无法直接从年报中获得，因此本文用财务费用代替利息费用。X4的资本市值中的数据均取的是当年最后一个交易日收盘后的数据。

在Altman的Z值计分模型中，Z值得分越小，代表企业财务风险越大，反之，则越小。如果Z值小于1.81，则可以认为该企业存在很大的破产风险；如果Z值大于2.99，则可以认为该企业的财务状况处于良好的状态；如果Z值处于1.81与2.99之间，则表明该企业的财务状况非常不稳定。

由于在上一节的实证分析中，我们发现在货币政策宽松阶段，上市公司进行短融长投的现象并不是很明显，而在货币政策紧缩阶段，上市公司进行短融长投的现象却比较明显。因此，下面将分别从货币政策宽松阶段和货币政策紧缩阶段两个阶段对上市公司进行短期融资券融资的财务风险进行分析，分别计算各阶段上市公司发行短期融资券当年和上一年的Z值，通过单一样本T检验来检验财务风险变化的显著性。货币政策宽松阶段，我们选取样本2009年的Z值数据来检验上市公司发行短期融资券后财务风险变化的显著性，货币政策紧缩阶段，我们选取样本2010年和2011年的Z值数据来检验上市公司发行短期融资券后财务风险变化的显著性。本节数据均来自CSMAR数据库。

运用SAS9.1对2009年—2011年的样本进行单一样本T检验，检验结果如表4-17：

表 4-17 Z值单一样本T检验表

| 发行年份 | Z 值差 | 均值 | T 检验值 | P 值 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 2009 年 | Z2009 − Z2008 | 0.5426 | 3.12 | 0.0032\*\*\* |
| 2010 年 | Z2010 − Z2009 | -0.452 | -2.47 | 0.0159\*\* |
| 2011 年 | Z2011 − Z2010 | -1.567 | -6.53 | <.0001\*\*\* |

注：\*\*\*表示在1%的水平上显著，\*\*表示在5%的水平上显著，\*表示在10%的水平上显著。

从Z值的单一样本T检验表（表4-17）上可以看出，货币政策宽松阶段的

2009年的样本数据显示，Z2009−Z2008的均值是0.5426且在1%的水平上显著，

34

说明在货币政策宽松阶段，发行短期融资券的上市公司发行当年的财务风险并没有恶化，反而有好转的趋势。这很有可能是短期融资券这一新的融资渠道给企业一定程度上提供了资金的周转，提高了企业当时的资金周转效率。货币政策紧缩阶段的2010年的样本数据显示，Z2010−Z2009的均值是-0.452且在5%的水平下显著，同时2011年的样本数据显示，Z2011−Z2010的均值是-1.567且在1%的水平下显著，说明在货币政策紧缩阶段，短期融资券的发行使得上市公司当年财务风险总体上有所提高，特别是2011年，随着货币政策的不断紧缩，财务风险的提高更加明显，这很有可能是由于大规模的短期融资造成企业短期偿还债务的压力增大，而且市场资金偏紧张，企业很可能难以周转资金，现金流出现短缺，或者是经营环境的恶化使得企业的盈利下降。

通过对财务风险的显著性差异的检验，得出货币宽松阶段的2009年发行短期融资券的上市公司发行当年的财务风险并没有出现恶化现象，相反，在货币紧缩阶段的2010年和2011年发行短期融资券的上市公司发行当年的财务风险出现恶化，特别是随着货币政策不断收缩，其恶化程度进一步提高，下面将这三年的

Z值数据进一步进行衡量分析。

对2009年发行短期融资券的上市公司发行当年的Z值进行描述性统计，结果如表4-18：

表4-18 2009年Z值描述性统计

| 样本数 | 平均值 | 标准差 | 中位数 | 最小值 | 最大值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 46 | 2.643775 | 2.05610 | 2.257507 | 0.504022 | 12.630227 |
| Z<1.81 | | 1.81<Z<2.99 | | Z>2.99 | |
| 样本数 | 百分比 | 样本数 | 百分比 | 样本数 | 百分比 |
| 15 | 33% | 19 | 41% | 12 | 26% |
| 平均值 | 标准差 | 平均值 | 标准差 | 平均值 | 标准差 |
| 1.181923 | 0.32006 | 2.372978 | 0.32097 | 5.136972 | 2.79369 |

通过观察（表4-18）2009年的Z值描述性统计表，可以看到，Z值小于1.81的样本数为15家，占总样本的33%, Z值平均值为1.18，Z值大于2.99的样本数为12家，占总样本的26%, Z值平均值为5.14，同时2009年的Z值平均值是2.64，在Altman的Z值计分模型中可以认为该公司并不存在很大的财务风险，加上前面对财务风险的显著性的检验，其财务风险的变化并不显著，因此结果都表明了在货币宽松阶段，上市公司在发行短期融资券的当年出现财务风险的并不是很明显。

35

对2010年和2011年发行短期融资券的上市公司发行当年的Z值进行描述性统计，结果如表4-19和表4-20：

表4-19 2010年Z值描述性统计

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 样本数 | 平均值 | 标准差 | 中位数 | 最小值 | 最大值 |
| 72 | 2.941980 | 1.98476 | 2.260260 | 0.687732 | 12.349592 |
| Z<1.81 | | 1.81<Z<2.99 | | Z>2.99 | |
| 样本数 | 百分比 | 样本数 | 百分比 | 样本数 | 百分比 |
| 24 | 33% | 22 | 31% | 26 | 36% |
| 平均值 | 标准差 | 平均值 | 标准差 | 平均值 | 标准差 |
| 1.407884 | 0.29137 | 2.307495 | 0.30923 | 4.928860 | 2.13532 |

表 4-20 2011年Z值描述性统计

| 样本数 | 平均值 | 标准差 | 中位数 | 最小值 | 最大值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 105 | 2.330642 | 1.51660 | 1.957821 | -0.901016 | 7.923226 |
| Z<1.81 | | 1.81<Z<2.99 | | Z>2.99 | |
| 样本数 | 百分比 | 样本数 | 百分比 | 样本数 | 百分比 |
| 50 | 48% | 28 | 27% | 27 | 26% |
| 平均值 | 标准差 | 平均值 | 标准差 | 平均值 | 标准差 |
| 1.243400 | 0.40515 | 2.345394 | 0.29140 | 4.437398 | 1.32114 |

通过观察（表4-19）2010年的Z值描述性统计表，可以看到，Z值小于1.81的样本数为24家，占总样本的33%, Z值平均值为1.41，Z值大于2.99的样本数为26家，占总样本的36%, Z值平均值为4.93，从绝对值上来分析，似乎并未发现财务风险的存在，但是从前面对财务风险变化的显著性检验已经发现，其实2010年发行短期融资券的企业发行当年的财务风险已经远大于上一年，再来观察（表4-20）2011的Z值描述性统计表，可以看到，Z值小于1.81的样本数为50家，占总样本的48%, Z值平均值为1.24，Z值大于2.99的样本数为27家，占总样本的26%, Z值平均值为4.48，Z值小于1.81的样本数的比重明显开始增加，同时前面对财务风险变化的显著性检验也已经发现，随着货币政策不断紧缩，进入2011年后，发行短期融资券的企业发行当年的财务风险在显著增大。因此，我们得出结论，在货币政策宽松阶段，上市公司进行短期融资券融资

的财务风险相对较小，而在货币政策紧缩阶段，上市公司进行短期融资券融资存在一定的财务风险。

### 4.2.2 短期融资券融资的财务风险因素分析

通过对短期融资券融资的财务风险变化的显著性分析和其每年的财务风险的描述性统计，可以发现，在货币政策宽松阶段，上市公司进行短期融资券融资

36

的风险相对较小，而在货币政策宽松阶段，上市公司进行短期融资券融资存在财务风险，在本章的第一节，我们研究了上市公司的短期融资券融资行为，得出的结论是在货币政策宽松阶段，上市公司发行的短期融资券并未存在短融长投的现象，同时该阶段，上市公司的短期偿还债务能力也未出现明显变化；在货币政策紧缩阶段，上市公司发行的短期融资券存在短融长投的现象，同时该阶段，上市公司的短期偿还债务能力出现了显著的降低，这个时候财务风险将会提高。基于以上的分析，我们认为短期融资券融资的财务风险可能受短融长投的行为以及短期偿还债务能力的影响。因此，我们提出2个假设：

假设2：在货币政策宽松阶段，长期投资水平与发行短期融资券的上市公司的财务风险无影响；在货币政策紧缩阶段，长期投资水平与发行短期融资券的上市公司的财务风险有正的影响。

假设3：在货币政策紧缩阶段，短期偿还债务能力与发行短期融资券的上市公司的财务风险有负的影响。

#### 4.2.2.1 数据来源及样本选择

样本数据选自CSMAR数据库的上市公司年报数据，样本选择需要与上一节选择数据具有一致性，货币政策宽松阶段选取2009年内发行短期融资券的上市公

司作为样本进行研究。货币政策紧缩阶段则选取2010年1月18日至2011年12

月4日期间内发行短期融资券的上市公司作为样本进行研究。

#### 4.2.2.2 变量定义和建立模型

表 4-15 变量定义表

| 变量类型 | 变量名称 | 变量符号 | 变量描述 |
| --- | --- | --- | --- |
| 因变量 | 财务风险 | Zscore | Altman Z 值 |
| 解释变量 | 长期投资水平 | Cqtz | 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 |
| 短期偿还债务能力 | Dqcz | 流动资产/流动负债 |
| 控制变量 | 流动资产周转率 | Zczz | 营业收入/流动资产 |
| 总资产净利率 | ROA | 净利润/总资产 |
| 经营活动现金流 | Ncfps | 经营活动现金净额/总资产 |

根据变量设定和研究假设，我们建立回归模型如下：

模型一：Zscore =β0 +β1Cqtz +β2Zczz +β3Zcjl +β4Ncfps +ε模型二：Zscore =β0 +β1Dqcz +β2Zczz +β3Zcjl +β4Ncfps + ε

模型一中的变量分别是上市公司2009年、2010年和2011年的数据，β0为截

37

距，β1~β4为系数，ε为残差。

模型二中的变量分别是上市公司2010年和2011年的数据，β0为截距，β1~β4

为系数，ε为残差。

#### 4.2.2.3 回归结果及分析

运用SAS9.1对模型进行多元线性回归，回归结果如下：表4-16模型一：2009年REG过程结果

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | | Analysis of Variance | | |  | |
| Number | F Value | Pr > F | | | R-Square | Adj R-Sq |
| 46 | 8.90 | <.0001 | | | 0.4648 | 0.4126 |
|  |  | Parameter Estimates | | |  |  |
| Variable | Parameter Estim | ate | T Value | Pr | > |t| | Variance Inflation |
| Intercept | 1.55209 |  | 3.19 | 0.0028 | | 0 |
| Cqtz | -1.2883E-10 |  | -1.43 | 0.1614 | | 1.14630 |
| Zczz | 0.08825 |  | 0.52 | 0.6037 | | 1.17688 |
| ROA | 38.65511 |  | 5.56 | <.0001\*\*\* | | 1.19879 |
| Ncfps | -8.14018 |  | -1.89 | 0.0664 | | 1.28159 |

注：\*\*\*表示在1%的水平上显著，\*\*表示在5%的水平上显著，\*表示在10%的水平上显著。

表 4-17 模型一：2010年REG过程结果

|  | | Analysis of Variance | | |  | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Number | F Value | Pr > F | | | R-Square | Adj R-Sq |
| 72 | 9.16 | <.0001 | | | 0.3536 | 0.3150 |
|  |  | Parameter Estimates | | |  |  |
| Variable | Parameter Estim | ate | T Value | Pr | > |t| | Variance Inflation |
| Intercept | 1.78759 |  | 5.25 | <.0001 | | 0 |
| Cqtz | -1.1692E-10 |  | -2.08 | 0.0412\*\* | | 1.03499 |
| Zczz | 0.05460 |  | 1.08 | 0.2854 | | 1.04335 |
| ROA | 26.00458 |  | 4.62 | <.0001\*\*\* | | 1.26252 |
| Ncfps | 0.33742 |  | 0.11 | 0.9153 | | 1.29384 |

注：\*\*\*表示在1%的水平上显著，\*\*表示在5%的水平上显著，\*表示在10%的水平上显著。

表 4-18 模型一：2011年REG过程结果

|  | | Analysis of Variance | | |  | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Number | F Value | Pr > F | | | R-Square | Adj R-Sq |
| 105 | 4.84 | 0.0013 | | | 0.1622 | 0.1287 |
|  |  | Parameter Estimates | | |  |  |
| Variable | Parameter Estim | ate | T Value | Pr | > |t| | Variance Inflation |
| Intercept | 2.00025 |  | 9.47 | <.0001 | | 0 |
| Cqtz | -5.3955E-11 |  | -1.12 | 0.2672 | | 1.01429 |
| Zczz | 0.02911 |  | 0.52 | 0.6015 | | 1.07624 |

38

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| ROA | 11.01512 | 4.12 | <.0001\*\*\* | 1.29796 |
| Ncfps | -4.60323 | -1.89 | 0.0619 | 1.38356 |

注：\*\*\*表示在1%的水平上显著，\*\*表示在5%的水平上显著，\*表示在10%的水平上显著。

通过对2009年、2010年和2011年三年的回归模型结果观察，发现在2009年，长期投资水平对财务风险呈负相关性，显著性为0.1614，并不是很显著。根据前面的实证分析，也可以发现2009年也并没有明显出现短融长投的现象。在2010年，长期投资水平对财务风险呈负相关性，显著性为0.0412，在5%的水平上显著。同时根据前面的实证分析也发现2010年，上市公司出现了明显的短

融资长投现象，因此，很容易出现投融资期限不匹配而产生的财务风险。在2011年，长期投资水平对财务风险呈负相关性，显著性为0.2672，显著性并不明显，但是根据前面的实证分析也发现2011年上市公司虽然存在短融长投的现象，但是其显著性已经有所降低。

表 4-17 模型二：2010年REG过程结果

Analysis of Variance

Number F Value Pr> F R-Square Adj R-Sq 72 12.48 <.0001 0.4270 0.3927

Parameter Estimates

| Variable | Parameter Estimate | T Value | Pr > |t| | Variance Inflation |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Intercept | 0.42233 | 1.00 | 0.3231 | 0 |
| Dqcz | 1.62589 | 3.67 | 0.0005\*\*\* | 1.16036 |
| Zczz | 0.10503 | 2.11 | 0.0384\*\* | 1.13172 |
| ROA | 22.91934 | 4.24 | <.0001\*\*\* | 1.31203 |
| Ncfps | 0.35043 | 0.12 | 0.9062 | 1.28022 |

注：\*\*\*表示在1%的水平上显著，\*\*表示在5%的水平上显著，\*表示在10%的水平上显著。

表 4-18 模型二：2011年REG过程结果

|  | | Analysis of Variance | | |  | |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Number | F Value | Pr > F | | | R-Square | Adj R-Sq |
| 105 | 5.71 | 0.0003 | | | 0.1860 | 0.1535 |
|  |  | Parameter Estimates | | |  |  |
| Variable | Parameter Estim | ate | T Value | Pr | > |t| | Variance Inflation |
| Intercept | 1.42096 |  | 4.56 | <.0001 | | 0 |
| Dqcz | 0.65209 |  | 2.05 | 0.0430\*\* | | 1.21704 |
| Zczz | 0.05551 |  | 0.99 | 0.3258 | | 1.13373 |
| ROA | 9.29569 |  | 3.32 | 0.0013\*\*\* | | 1.46613 |
| Ncfps | -4.00299 |  | -1.65 | 0.1024 | | 1.41309 |

注：\*\*\*表示在1%的水平上显著，\*\*表示在5%的水平上显著，\*表示在10%的水平上显著。

39

通过对2010年与2011年的回归模型结果观察，发现在2010年，短期偿还债务能力对财务风险呈正相关性，显著性为0.0005，在1%的水平上显著；在2011年，短期偿还债务能力对财务风险也呈正相关性，显著性为0.0430，在5%的水平上显著，基本符合假设3。即在货币紧缩阶段，发行短期融资券的上市公司发行当年的短期偿还债务能力的下降将会提高该公司的财务风险。

## 4.3 实证小结

通过对上市公司发行短期融资券融资的风险来源以及相应的财务风险的实证分析，在货币政策宽松阶段的2009年，发行短期融资券的上市公司并未存在短融长投的现象，并且当年的短期偿还债务能力并未出现明显变化。因此，后面的对于其财务风险的实证分析也发现其当年的财务风险也未发生明显变化，相反还稍有好转的迹象。而在货币政策紧缩的2010年，发行短期融资券的上市公司出现了明显的短融长投现象，并且短期偿还债务的能力开始出现一定程度的下滑，后面的对于其财务风险的实证分析也发现当年的财务风险出现了一定程度的恶化，而进一步的实证分析也发现，长期投资水平和短期偿还债务能力确实对其财务风险的恶化存在一定的影响。随着货币政策的持续紧缩，在2011年虽然发行短期融资券的上市公司仍然存在一定的短融资长投的现象，但是其显著性有所下降，但是短期偿还债务的能力出现了明显的下降，其后的对于其财务风险的实证分析也发现其当年的财务风险也出现也明显的恶化，但是长期投资水平已经不是影响其财务风险恶化的主要原因，短期偿还债务能力的明显下降，将会影响其财务风险。

根据以上关于风险来源以及潜在风险的研究分析，我们得出结论，短期融资券融资的财务风险主要来源是短融长投现象和短期偿还债务能力的下降，但是从我们的研究中发现，其风险来源在不同货币政策环境下扮演的角色轻重是不一样的。在货币政策宽松阶段，我们可以发现，短期融资券的发行并不会造成上市公司的财务风险，相反有加快短期资金周转的效果，降低了上市公司的财务风险。其次，在进入货币政策紧缩阶段，由于市场供给资金的减少，上市公司可能由于某些长期项目已经获批，但是资金未到位，货币政策的突然变化，让上市公司无法马上获得相应的长期贷款，这时的短期融资券的一些特征将被企业所利用，从而出现了上市公司进行短融长投的现象，因此，财务风险受到了长期投资水平的

40

影响，财务风险有所提高。随着货币政策的持续收紧，上市公司将会意识到资金的周转难度，短融长投的风险将被上市公司所意识，因此，上市公司的短融长投的行为将有所收敛，反而要花更多精力在维护上市公司的资金的周转上，这时候可能就会通过大量发行短期融资券，来进行资金的周转，这个情况下，财务风险的重点就在短期偿还债务能力上了，通过我们的研究发现，在这个时期，上市公司的短期偿还债务能力明显有所下降，这样就提高了企业的财务风险。

41

# 第五章 结论与建议

短期融资券作为我国企业的一种新的融资渠道，可以使企业进入银行间债券市场进行快速便捷地融资，从而丰富了融资渠道，但是由于短期融资券发行的规模较大、期限较短，必然会出现在到期日存在大量资金偿还的问题，从而会涉及到企业的财务风险。本文从货币政策的视角下来对企业短期融资券的财务风险进行研究分析，从而提出一些建议来控制和防范企业短期融资券的财务风险，希望能够提醒投资者加强风险防范意识，同时也希望能够为短期融资券的发行者以及监管部门提供一些参考。

（1）跟踪募集资金投向，防止出现短融长投现象

短期融资券这一新融资渠道的出现主要目的就是为了满足企业短期资金流通的需要，如果企业把发行短期融资券所募集到的资金用于长期项目的投资，而长期项目又很难在短期内产生收益，这样就容易出现投融资期限不匹配而产生的资金链断裂，最终导致无法兑付债务的财务风险。通过本文的分析，在刚进入货币政策紧缩阶段，企业最容易出现短融长投行为，从而带来财务风险，因此在这个阶段，需要重点对企业的募集资金的投向高度关注，防止出现投融资期限不匹配，使企业面临极大的财务风险。

（2）控制债务资金比例，防止产生过度的负债水平

企业在是否发行短期融资券进行融资的决策时，一方面需要根据企业自身的负债规模和偿债能力来决定发行的时机和发行量，另一方面也要考虑到自身的资产运营能力以及盈利能力能否承受在短期融资券到期时的偿债压力。根据本文的研究分析，在货币政策持续紧缩的过程中，企业的短期偿还债务能力在不断下降，这将给企业带来潜在的财务风险。因此，通过制定合适的发行规模和发行时间，可以有效地避免由于财务杠杆效应所产生的风险因素，防范企业在生产经营过程中由于过度负债而产生债务风险。

（3）发展中长期债券市场，实现融资渠道的多样化

通过加强对短期资金的控制管理来防止投融资期限不匹配所产生的财务风险，这往往只能解决暂时性的问题，其根本的实质需要解决企业长期资金需求的渠道，这样才能解决长期资金需求侵占短期债券市场的现实问题。通过本文对目

42

前债券市场的分析，目前国内长期投资渠道相对局限，这就很容易把风险转嫁到短期融资渠道上来。因此，需要通过大力发展中长期债券市场，以满足企业中长期资金的需要，通过增加企业融资渠道的选择，可以有效避免由于单一的融资渠道而出现的风险，从而保证短期资金合理得被企业所使用。

（4）完善信用评级体系，严格把关发行主体的信用状况

在成熟的市场经济国家，信用评级在有效识别风险方面起着重要的作用，信用等级划分的准确性和及时性是有效降低融资工具财务风险的关键。短期融资券是我国资本市场推行的新型融资工具，我们需要不断完善的短期融资券信用评级体系，对发行主体的信用状况严格把关，随时跟踪发行主体信用评级，不能让“海龙降级”事件重演，从而充分发挥信用评级在其财务风险中的积极作用。

（5）加强信息披露的监管，提高风险意识

除了需要完善的评级体系外，还要加强对短期融资券发行主体的信息披露监管，从而降低由于短期融资券市场的信息不对称带来的风险。银行间债券市场应该加强对短期融资券市场的信息披露的分析研究，建立严格的信息披露制度；同业拆借中心和中央结算公司应该加强信息披露的规范和检测分析，及时发现异常的交易与结算情况。

43

参考文献

专著

[1] 阿斯瓦斯·达摩达兰． 应用公司理财． 北京: 机械工业出版社, 2000．

[2] 财政部企业司． 企业财务风险管理． 北京 : 中国经济出版社 , 2004

[3] 李三喜 , 徐荣才． 3C 框架-全面财务风险管理手册及应用． 北京 : 中国市场出版社 , 2007

[4] 时文朝． 短期融资券市场理论与实务． 北京: 中国经济出版社, 2005．

[5] 时文朝． 公司直接债务融资研究与实践． 北京: 中国经济出版社, 2006．

[6] 斯蒂芬A.罗斯, 伦道夫W. 威斯特菲尔德, 杰弗利F.杰富． 公司理财（第 8版）． 北京: 机械工业出版社, 2010．

[7] 威廉R. 斯科特． 财务会计理论． 北京: 机械工业出版社, 2010．

[8] 威廉·L. 麦金森． 公司财务理论． 大连: 东北财经大学, 2002．

[9] 吴婧． 上市公司负债融资治理效应研究． 北京: 中国商业出版社, 2010．

[10] 杨淑娥．企业多层次财务危机预警研究．北京: 经济科学出版社, 2009．

[11] 岳朝龙, 黄永兴． SAS与现代经济统计分析． 合肥: 中国科学技术大学出版社, 2009．

[12] 中国注册会计师协会．财务成本管理．北京: 中国财政经济出版社, 2011．

期刊论文

[1] Abken, P. A． Commercial Paper． Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review, March/April, 1981: 11-21

[2] Hurley, Eelyn M． The commercial Paper market since the mid-seventies． Federal Researve Bulletin, June, 1982: 327-340

[3] Mitchell A. Post． The evolution of the U. S. commercial paper market since 1980． Federal Researve Bulletin, Dec, 1992: 879-891

[4] JS Alworth, CEV Borio． Commercial Paper Markets: A Survey. April 1993 [5] Charle W. Calomiris． Commercial Paper, Corporate Finance, and the Business Cycle: A Microeconomie PersPeetive． NBER Working paper No. W4848, from [http: //www. nber. org. Papers/W4848](http://www.nber.org.papers/W4848)44

[6] Crabbe, LelandPost, Mitehell A． The Effect of a Rating Downgrade on Outstanding Commercial Paper． Journal of Finance, Vol.49, No.1. (MAR, 1994) [7] Nandkumar Nayar, Miehael S. Rozeff． Ratings, Conlrnercial Paper, and Equity Return． The Joumal of Finane, VOI.49, No.4. (SeP, 1994)

[8] Fayez A. Elayan． The Effect of Commercial Paper Rating Changes and Credit-Watch Placement on Cornmon Stock Price． The Financial Review, Vol. 31: 149-67

[9] Pu Shen． Why Has the Nonfinancial Commercial Paper Market Shrunk Recently． Economic Review, First Quarter, 2003

[10] Standard & Poors． U. S. commercial Paper outlook: a firm tone in 2006． Global Fixed Income Research, Feb.1 2006

[11] Moody． Short-term rating Performance and corporate commercial Paper defaults, 1972-2004． A Moody Special Comment． October 2004: 1-20 [12] W. D. KnightWorkingCapitalManagement--Satisfactionversus Optimization, Financial Management, Hyun Han Shin, Luc Soenen, Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability, Financial Practice and Education, Fall/Winter 1998, Page 37-45

[13] Greg Filbeck, Thomas M． Krueger, all Analysis of Working Capital Management Results across Industries, Mid-American Journal of Business, fall of 2005, Page 11

[14] Modigliani F and M Miller． Some estimates of the cost of capital to the electric utility industry． American Economic Review, 1966, 56(3) [15] Altman E l． Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy[J]． Journal of Finance, 1968, 210(4): 27-32

[16] 周荣芳． 美国商业票据市场的实践及其启示[J]． 南方金融． 2005. P53-55

[17] 章希． 短期融资券与美国商业票据的比较[J]． 中国货币市场． 2005. P11-13

[18] 邹斌． 我国企业短期融资券与美国商业票据的比较研究[D]． 吉林: 吉林大学, 2007

[19] 吴黎． 国际商业票据发展及对我国短期融资券市场的启示[J]． 中国商

45

界．2005. P25-27

[20] 杨科峰． 我国债券市场的金融创新[D]． 吉林: 吉林大学, 2006

[21] 谢海玉． 中国短期融资券市场发展问题研究[D]． 北京: 对外经济贸易大学, 2006

[22] 张敏敏． 我国企业短期融资券现状及发展前景分析[D]． 北京: 首都经济贸易大学, 2006

[23] 李威． 我国短期融资券市场问题研究[D]． 广州: 暨南大学, 2009

[24] 杨静涛． 短期融资券发行利差实证研究[D]． 北京: 北京大学, 2007

[25] 朱晖． 基于央票利率的短期融资券定价与发行研究[D]． 南京: 南京理工大学, 2008

[26] 马改云, 孙仕明． 基于Z值模型的短期融资券发行利差风险结构分析[J]． 南方金融, 2009. P51-54

[27] 李俊杰． 我国短期融资券发行利差研究[D]． 成都: 西南财经大学, 2011

[28] 吴育辉, 魏志华, 吴世农． 中国上市公司发行短期融资券的影响因素分析[J]． 金融研究, 2009. P93-106

[29] 陈健． 短期融资券发行主体信用状况的实证研究[D]． 北京: 华北电力大学, 2008

[30] 商慧． 短期融资券筹资偏好的因素分析[D]． 兰州: 兰州理工大学, 2009

[31] 王婉, 常珊． 影响企业发行短期融资券的公司治理特征分析[J]． 会计之友, 2012. P43-46

[32] 陈伟． 企业只看到“融资”功能警惕短期融资券的风险[N]． 中国经营报, 2005

[33] 钟华． 用途未明负债过度四大风险笼罩短期融资券市场[N]． 财经时报, 2005

[34] 商进． 未雨绸缪防范短期融资券信用风险[N]． 中国证券报, 2005

[35] 牛丽静． 短期融资券兑付风险乍现央行深层次考虑问题[N]． 财经时报, 2006

[36] 刘星, 魏锋, 詹宇． 我国上市公司融资顺序的实证[J]． 会计研究, 2002

[37] 周好文, 王蕾． 企业短期融资券研究的新视角[J]． 当代经济科学, 2006

[38] 李红, 戴鸿． 上市公司对短期融资券偏好原因及风险研究[J]． 企业经济, 2006. P121-12246

[39] 孙克, 冯宗宪． 我国短期融资券市场的信用风险分析[J]． 统计与决策, 2007

[40] 周子元, 邓雁． 上市公司短期融资券风险溢价研究[J]． 金融教学与研究, 2007. P43-44

[41] 汪金凤． 我国企业短期融资券风险分析与实证研究[D]． 湖南: 中南大学, 2007

[42] 杨大楷, 蔡锦涛． 我国短期融资券的风险分析和控制[J]． 经济经纬, 2008

[43] 宁勤诚． 上市公司短期融资券财务风险影响因素的实证研究[D]． 重庆: 重庆工商大学, 2011

[44] 李志军, 王善平． 货币政策、信息披露质量与公司债务融资[J]． 会计研究, 2011. P56-62

[45] 张月玲, 洪慧林等． 我国企业营运资金管理研究现状及展望[J]． 会计之友, 2012. P17-21

[46] 董秋萍． 营运资本管理理论综述与展望[J]． 中国证券期货, 2010. P56-57

[47] 周静． 零营运资金管理策略分析[J]． 理财研究, 2007. P38-39

[48] 孙立明． 企业财务风险预警研究[D]． 重庆: 重庆大学, 2011

[49] 朱荣． 企业财务风险的评价与控制研究[D]． 辽宁: 东北财经大学, 2007

[50] 孙国峰． 银行间债券市场发展与中央银行货币政策调控[J]． 金融研究, 2000

47

# 在校期间所发表的文章

方琰.浅析我国上市公司新型再融资方式.江苏科技信息[J].2012.2

48

致谢

时光如梭，很快三年的研究生生活即将结束，这也预示着将与美丽的安徽工业大学三年的情缘即将告一段落了。回首自己在安徽工业大学度过的研究生生涯，多少欢笑、多少忧愁，不禁感慨万千。

非常有幸能成为我一直仰慕和敬佩的席彦群老师的一名学生，席彦群老师严谨的治学精神和深厚的专业素养，培养了我作为一名研究生应有的独立思考和钻研的求学态度。在研究生毕业论文的最终成稿过程中，席彦群老师更是悉心指导，倾注了大量的心血。无论从选题、资料搜集和查阅、论文框架和具体写作过程中，席彦群老师都尽心尽力予以指导，更为可贵的是席彦群老师在此过程中给予的巨大鼓励，使我在论文写作过程中能最终克服一次次的困难，完成论文的写作！在此，再次向席彦群老师致以诚挚的谢意！

感谢我的同学在我论文写作期间给予了不少技术上、思想上的帮助。同时感谢我的同学在我论文写作过程中给予我生活上和精神上的巨大支持和鼓励，才使我在论文的写作过程中拥有舒适的环境、开阔的思维和良好的心态。

最后，我要深深感谢我的家人和朋友们，使我在浓厚的学习氛围下成长为一个有思想、有知识的研究生；我亲爱的家人和朋友们在我学习生涯中给予的无数支持和鼓励以及在论文写作过程中耐心的支持和帮助，并在最后的研究生论文写作中能静心静气地面对困难，坚持完成了论文的写作。

在此，谨向以上所有关心我支持我的老师、同学以及家人，致以深切的谢意！

49