



上海交通大学

SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY

安泰经管学院

ANTAI COLLEGE OF ECONOMICS AND MANAGEMENT

什么导致了应收账款逆票据化？

——监管升级与“影子票据”替代下的企业行为变化

冯 芸 张嘉宸

2025 CFRN 青年金融学者年会

研究动机

- 票据是结算中的重要工具，有助于企业的缓解融资约束
- 过去十年中，我国票据市场建设取得了显著进展



理论上企业应收账款的**票据化**趋势应该不断增强

研究意义

相关文献

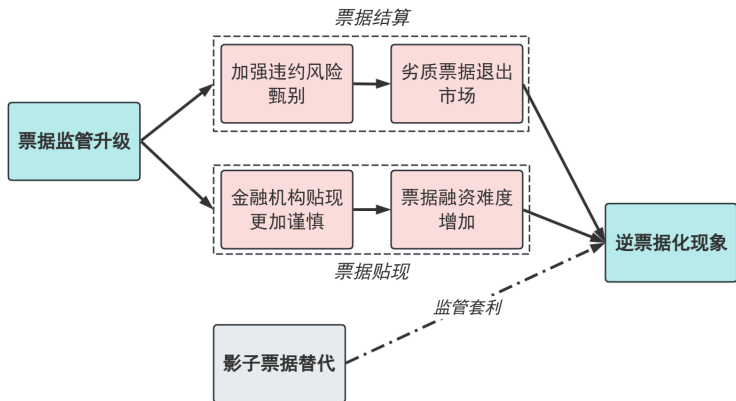
- 应收账款票据化有助于缓解融资约束、提高资金效率，是**企业偏好的选择**
 - 陈垠帆等，2022；王可等，2024
- 上海票交所的成立在稳定就业、促进创新方面具有积极作用，**预期票据市场将会进一步发展**
 - 汤莹玮，2018；王帅等，2025a；王帅等，2025b

探究票据化率反常下降的原因，揭示当前票据制度的局限性

理论分析

- 从票据市场发展历程来看，逆票据化现象有两大驱动因素

- ① 票据监管的升级
- ② “影子票据”的兴起



理论分析

票据监管升级

- 分散、不透明的场外市场→ 集中、规范的场内市场
- 2021 年《规范信息披露有关事宜》，极大地提高市场透明度
 - 风险甄别增强，高违约风险的票据可接受度下降
 - “空转套利”等融资操作暴露，违规贴现受到限制

高风险、不合规的“劣质”票据被挤出市场
制度完善过程中的短期代价

研究设计

- 信息披露政策是否降低应收账款票据化率？
- 政策冲击：2021 年《规范信息披露有关事宜》

连续 DID

$$ARBR_{i,t} = \alpha + \beta Post2021_t \times RecPctile_i + \gamma X_{i,t} + \delta_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$

- **结果变量** $ARBR_{i,t}$: 应收账款票据化率（考虑背书和贴现）
- **政策变量** $Post2021_t$: 2021 年之前取 0，其他情况取 1
- **分组变量** $RecPctile_i$: 政策前 **应收款项总额**（行业内百分位）
- **控制变量** $X_{i,t}$ 、公司固定效应 δ_i 和年份固定效应 λ_t

样本选择

A 股非金融行业上市公司 2019 年至 2022 年的年度频率样本

- 信息披露制度显著降低了 应收账款票据化率

表 2 应收账款票据化率基准回归结果				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	基准回归	基准回归	平行趋势假设评估	平行趋势假设评估
	ARBR	ARBR	ARBR	ARBR
<i>Post2021 × RecPctile</i>	-0.0388*** (-4.7658)	-0.0387*** (-4.7368)		
<i>D2019 × RecPctile</i>			-0.0039 (-0.4819)	-0.0028 (-0.3368)
<i>D2021 × RecPctile</i>			-0.0321*** (-3.7934)	-0.0317*** (-3.6728)
<i>D2022 × RecPctile</i>			-0.0491*** (-4.8796)	-0.0486*** (-4.8116)
控制变量	No	Yes	No	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
公司固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	0.1908*** (91.1677)	-0.0156 (-0.0549)	0.1918*** (72.5860)	-0.0027 (-0.0094)
<i>N</i>	10436	10436	10436	10436
<i>R</i> ²	0.0046	0.0130	0.0051	0.0134

注：为节省篇幅，此处只报告核心变量实证回归结果。*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著，括号中所报告内容为 *t* 值，标准误在公司层面聚类，下表同。

稳健性检验

更换分组变量

- $ARBRPctile_{i,t}$: 政策前**应收账款票据化率**（行业内百分位）

表 4 替换连续分组变量的稳健性检验结果

变量	(1) 连续分组变量稳健性检验 <i>ARBR</i>	(2) <i>ARBR</i>	(3) 平行趋势假设评估 <i>ARBR</i>	(4) <i>ARBR</i>
<i>Post2021 × ARBRPctile</i>	-0.1223*** (-14.0739)	-0.1235*** (-14.2539)		
<i>D2019 × ARBRPctile</i>			-0.0112 (-1.4137)	-0.0105 (-1.3319)
<i>D2021 × ARBRPctile</i>			-0.0916*** (-9.8398)	-0.0920*** (-9.8851)
<i>D2022 × ARBRPctile</i>			-0.1633*** (-15.6180)	-0.1648*** (-15.7653)
控制变量	No	Yes	No	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
公司固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	0.2127*** (94.0943)	-0.1038 (-0.3767)	0.2154*** (78.3975)	-0.0953 (-0.3457)
<i>N</i>	10436	10436	10436	10436
<i>R</i> ²	0.0416	0.0505	0.0491	0.0583

机制检验

票据结算

- 企业对违约风险的甄别，是否会减少票据信用的提供？

表 7 约束违约风险的机制检验结果

变量	1 (1) 信用供给 变化	2 ²⁾ (2) 客户风险异质性	(3)	3 (4) 供应链 资金协同
	<i>CreditBill</i>	高风险 <i>CreditBill</i>	低风险 <i>CreditBill</i>	<i>SCFSync</i>
<i>Post2021 × RecPctile</i>	-0.0124*** (-5.0801)	-0.0170*** (-4.3310)	-0.0084*** (-2.6463)	8.2265** (2.3081)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
公司固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	0.3305*** (3.7541)	0.4474*** (3.4093)	0.2087* (1.7256)	-36.1024 (-0.2630)
<i>N</i>	10436	5149	5267	10436
<i>R</i> ²	0.0468	0.0590	0.0410	0.1317
组间系数差异	不适用	-0.0086* p-value= 0.0840		不适用

注: 组间系数差异检验的 p 值通过 500 次自抽样的费舍尔组合检验方法得到。

机制检验

① 政策显著降低了基于票据的信用净供给量

- 票据信用净供给 $CreditBill_{i,t}$: 应收票据 - 应付票据

② 客户违约风险较高的公司，票据信用供给下降程度更大

- 客户违约风险（分组变量）：政策前企业的坏账准备率

③ 信用在供应链中的传导顺畅度也出现下降

- 资金协同 $SCFSync_{i,t}$: | 应收周转天数 - 应付周转天数 |

机制检验

票据融资

- 金融机构对贴现风险更加谨慎，是否会增加票据融资难度？

表 8 约束违规风险的机制检验结果

变量	1 (1) <i>Discount</i>	2 (2) <i>DiscCost</i>
<i>Post2021</i> × <i>RecPctile</i>	-0.0366*** (-2.6639)	0.3964* (1.6577)
<i>Discount</i>		1.3187*** (4.3772)
控制变量	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes
公司固定效应	Yes	Yes
常数项	0.2047 (0.4053)	3.2320 (0.3966)
<i>N</i>	10436	10436
<i>R</i> ²	0.0029	0.0102

机制检验

信息披露制度确立后：

① 票据贴现比例显著下降

- 票据贴现比例 $Discount_{i,t}$: 已贴现票据 / 应收票据

② 票据贴现成本显著提高

- 票据贴现成本 $DiscCost_{i,t}$: 利息支出 / 已贴现票据

“影子票据”的影响

信息披露制度确立后：

- ① 采用“影子票据”的企业，票据化率下降程度更大
 - 搜集并在年报中匹配“影子票据”产品名称，判断使用情况
- ② 供应链数字化水平越高的企业，票据化率下降程度更大
 - 数字化水平较高，更有能力和动机替换传统票据
 - 根据相关词汇，统计年报词频，判断数字化水平

“影子票据”对传统票据产生了明显的替代

“影子票据”的影响

信息披露制度确立后：

- ① 未采用“影子票据”的企业，应收类款项周转率显著提高
 - 公开逾期信息，能够约束承兑人的还款期限
- ② 采用“影子票据”的企业，账期改善不显著

主要批评：“影子票据”加剧上下游不平等地位，导致账期延长

异质性分析

- **资信较差**的企业更容易被挤出票据市场

表 11 企业资信的异质性分析

变量	(1) 高融资约束 <i>ARBR</i>	(2) 低融资约束 <i>ARBR</i>	(3) 小规模企业 <i>ARBR</i>	(4) 大规模企业 <i>ARBR</i>
<i>Post2021 × RecPctile</i>	-0.0637*** (-4.8250)	-0.0220* (-1.6502)	-0.0709*** (-5.0657)	-0.0175 (-1.2305)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
公司固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	-0.1267 (-0.3119)	0.2462 (0.6395)	-0.1960 (-0.4801)	0.3706 (0.9752)
<i>N</i>	5235	5201	5230	5206
<i>R</i> ²	0.0201	0.0133	0.0222	0.0112
组间系数差异	-0.0417*** p-value=0.0080		-0.0534*** p-value=0.0060	

注：组间系数差异检验的 p 值通过 500 次自抽样的费舍尔组合检验方法得到，下表同。

异质性分析

- 被列为监管重点的**房地产企业**，票据化率下降程度更大
- 供应链中**议价能力较弱**的企业，票据化率下降程度更大

表 12 所属行业和供应链地位的异质性分析

变量	(1) 房地产相关 <i>ARBR</i>	(2) 非房地产 <i>ARBR</i>	(3) 议价能力弱 <i>ARBR</i>	(4) 议价能力强 <i>ARBR</i>
<i>Post2021 × RecPctile</i>	-0.0747*** (-3.3484)	-0.0309*** (-3.5771)	-0.0506*** (-4.7296)	-0.0155 (-1.1934)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
公司固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	0.1585 (0.2134)	0.0723 (0.2352)	-0.0864 (-0.2615)	0.0689 (0.1244)
<i>N</i>	1618	8818	6921	3515
<i>R</i> ²	0.0483	0.0099	0.0160	0.0190
组间系数差异	-0.0438* p-value=0.0960		-0.0351** p-value=0.0280	

政策启示

票据监管的非对称影响

- 票据市场改革初衷是为了更好地支持中小企业
- 弱势企业更容易被排挤出票据市场
- 需要设计配套措施，避免误伤中小企业

“影子票据”纳入监管

- 将“影子票据”和传统票据纳入统一监管，避免监管套利
- 探索差异化管理模式，明确功能定位差异，与票据形成互补
 - 电子债权凭证具有解决中小企业融资难的潜力

感谢各位老师和同学，恳请批评指正！