

CITY UNIVERSITY OF HONG KONG
香港城市大學

**The Impact of Financial System Innovation on
Firm's Risk Taking Level-- Evidence from the
Initiation of Shanghai Commercial Paper
Exchange**

金融制度創新對企業風險承擔水平的影響
--基於上海票交所成立的證據

Submitted to
College of Business
商學院
in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Doctor of Business Administration
工商管理博士學位

by

Li Xian
李嫻

September 2023
二零二三年九月

中文摘要

商業匯票在中國社會融資體系中扮演著重要的角色。一方面，作為一種短期融資工具，商業匯票能夠為企業提供快速、高效的資金籌集方式。商業匯票制度的完善能夠幫助實體經濟中的企業優化資金管理，提高資金使用效率，降低融資成本。這對於擴大社會融資渠道，提高社會融資效率具有重要的作用，並促進實體經濟的發展。另一方面，商業匯票市場也是貨幣政策傳導的重要渠道之一。通過調整商業匯票的發行量和再貼現利率，央行可以有效地調控市場的貨幣供給、擴張和收縮社會信用、影響市場利率和傳遞貨幣政策意圖，推動貨幣政策目標的實現。商業匯票市場的健康發展也有助於提高貨幣政策的有效性。另外，商業匯票作為短期融資工具，可以幫助銀行分散貸款的違約風險，滿足短期流動性需求，並獲取貼現收益帶來的資本利得。

在 2016 年左右，中國的商業匯票市場曾遭遇頻繁風波，大案要案頻出，市場秩序混亂，給企業和公眾帶來了不必要的損失。在這樣的背景下，中國人民銀行決定進行金融頂層設計，成立了上海票據交易所（文中簡稱為“票交所”），並頒佈了《票據交易管理辦法》。中國金融市場的管理者們致力於完善制度構建，通過金融創新推動市場規範化發展。這些舉措旨在建立健全系統，確保市場能夠安全、穩定和高效地運行。自 2016 年 12 月票交所成立以來，全國的商業匯票市場逐步統一，實現了商業匯票全生命週期電子化，包括出票、承兌、背書、贖回、貼現、轉貼現和再貼現。2017 年至 2020 年，商業匯票市場的業務總量年均增長了 15.4%。目前，電子票據的占比已經達到了 99%，傳統的紙質票據帶來的風險已經幾乎消失。使用商業匯票的企業數量年均增長了 36.72%，區域分佈更加均勻。其中，企業商業匯票使用額達到了 44 萬億元，占總額的 53%。與此同時，商業匯票融資利率與一般貸款的加權平均利率之間的差距，從 2017 年的平均 86 個基點擴大到了 2022 年的 218 個基點，這在一定程度上幫助企業降低了融資成本。

在這樣的背景下，本文以 2016 年上海票據交易所的建立為例，研究金融制度創新是否能提高企業的風險承擔水平。我們選取了 2011-2019 年的 A 股上市公司作為研究樣本，採用雙重差分模型的分析方法，以商業匯票使用傾向為依據，將樣本分為實驗組和對照組。研究結果表明，上海票交所的成立顯

著提高了企業的風險承擔水平。我們還針對風險承擔水平的影響因素和經濟後果進行了異質性研究，檢驗了票交所成立對於不同供應鏈集中度、不同融資約束、不同所有權制度和不同地區市場化程度的公司風險承擔水平的影響，同時進一步檢驗了票交所成立對企業績效和商業信用的影響。這些研究填補了當前文獻中對中國票據市場的研究空白，研究結果有助於強調外部環境對企業的影響，以及金融制度創新通過組織建設和制度創新對企業經營風險和業績的重要性，進一步揭示了金融頂層設計的優化對於市場經濟下企業有效運行的積極作用。

Abstract

Commercial paper plays a significant role in China's social financing system. On one hand, as a short-term financing instrument, commercial paper offers firms a rapid and efficient resource of capital funding. The refinement of the commercial paper system can help optimize capital management for firms in the real economy, enhance capital utilization efficiency, and reduce financing costs. This is pivotal for expanding social financing channels, improving social financing efficiency, and promoting the development of the real economy. On the other hand, the commercial paper market serves as a crucial conduit for monetary policy transmission. By adjusting the issuance volume and rediscount rates of commercial paper, the central bank can effectively regulate market monetary supply, expand or contract social credit, influence market interest rates, and convey monetary policy intentions, thereby facilitating the achievement of monetary policy objectives. The healthy development of the commercial paper market also enhances the effectiveness of monetary policy. Furthermore, as a short-term financing tool, commercial paper can help banks diversify default risk associated with loans, meet short-term liquidity demands, and generate capital gains from discounting.

Around 2016, China's commercial paper market experienced frequent turbulence, with numerous high-profile cases of irregularities, resulting in market disorder and unnecessary losses for businesses and the public. In response to this backdrop, the People's Bank of China initiated financial top-level design, establishing the Shanghai Commercial Paper Exchange Corporation Ltd (referred to as "the Exchange" herein) and promulgating the "Measures for the Administration of Commercial Paper Transactions". The regulators of China's financial markets have committed to refining institutional frameworks, promoting market standardization through financial innovation.

These measures aim to establish a robust system that ensures the market operates safely, stably, and efficiently. Since the establishment of the Exchange in December 2016, China's commercial paper market has gradually unified, achieving full lifecycle digitalization, including issuance, acceptance, endorsement, redemption, discounting, interbank discounting, and rediscounting. From 2017 to 2020, the total business volume in the commercial paper market grew annually by an average of

15.4%. Currently, digital paper accounts for 99% of the market, with traditional commercial paper posing almost negligible risk. The number of firms using commercial paper has grown annually by an average of 36.72%, with a more homogeneous regional distribution. Among them, the total amount of commercial paper used by firms has reached 44 trillion Chinese yuan, constituting 53% of the total. Meanwhile, the gap between commercial paper rates and the weighted average rates of normal loans has expanded from an average of 86 basis points in 2017 to 218 basis points in 2022, thereby helping businesses reduce financing costs to some extent.

In such a context, this study takes the establishment of the Shanghai Commercial Paper Exchange in 2016 as a case study to investigate whether financial system innovation can enhance firms' risk taking. We select A-share listed firms from 2011 to 2019 as research samples and employ a Difference-in-Differences model analysis method. Based on commercial paper usage propensity, we divide the samples into experimental and control groups. The research results indicate that the establishment of the Shanghai Commercial Paper Exchange significantly enhances firms' risk taking. We also conduct heterogeneous studies on the influencing factors and economic consequences of risk-taking levels, examining the impact of the Exchange's establishment on corporate risk-taking levels for companies with different supply chain concentrations, financing constraints, ownership systems, and regional marketization levels. Furthermore, we investigate the impact of the Exchange's establishment on corporate performance and commercial credit. These studies fill a gap in current literature on China's commercial paper market, emphasizing the external influences on firms and the significance of financial institutional innovation through organizational construction and system innovation on firms' operational risk and performance. This further underscores the positive role of optimizing financial top-level design in the effective operation of enterprises in the socialist market economy.

致謝

時光飛逝，人生中最珍貴的博士學習經歷隨著本篇論文的完成而即將結束。如果說本科和碩士學習更多的是接受知識，那麼博士學習則是教會了我如何去發現和創造知識，讓我真正領會到知識的有趣和力量。

首先，我要衷心感謝我的導師——香港城市大學王軍波教授和復旦大學呂長江教授，兩位導師在我論文的選題、實證和撰寫過程中給予我太多的真誠幫助和耐心指導。兩位教授精湛的學術水平，嚴謹的科研精神，感染並激勵我在博士學習和論文寫作過程中盡力做到全力以赴和精益求精。您們是我學術道路上的明燈和堅實的後盾，您們對學術的激情和對科研的執著讓我受益匪淺。在我迷茫和困惑的時候，您們總是耐心地指引我，沒有您們的支持和鼓勵，我無法完成這篇博士論文，更無法成為今天的自己。“書山有路勤為徑，學海無涯苦作舟”，在您們的鼓勵和指導下，在博士學習和論文準備期間，我閱讀了近千篇文獻和上百本國內外專著，為論文的撰寫打下了堅實的基礎。

另外，我還要特別感謝香港城市大學吳雪平教授和復旦大學洪劍鞘教授，您們在我論文開題和預答辯提出的寶貴意見和建設性指導，您們廣博的知識和睿智的眼光，使得我的論文更加深刻和全面。

我還要感謝同門師兄師姐和同窗同學，你們是我學術路上的夥伴和知音。和你們的交流與探討讓我受益匪淺，你們的陪伴讓我在追求知識的道路上倍感溫暖。衷心感謝你們的幫助和支持，是你們讓我的博士生涯充滿了友情和歡笑。

同時，我還要感謝我的家人，你們是我生命中最堅實的依靠。感謝你們對我學業的支持和鼓勵，讓我在遇到挫折和困難時從未放棄，因為有你們的支持，我才能堅持走到今天。你們的愛是我永遠的動力和力量源泉，感謝你們一直以來對我的付出和理解。

最後，我要向本篇博士論文所研究領域的先驅學者們致以崇高的敬意和感謝，正是由於你們的前瞻性和不懈探索，才為我們提供了寶貴的學術資源和經驗借鑒。

目錄

中文摘要	i
Abstract.....	iii
CITY UNIVERSITY OF HONG KONG.....	v
Qualifying Panel and Examination Panel.....	v
致謝	vi
目錄	vii
表目錄	x
圖目錄	xi
第 1 章 導論	1
1.1 研究背景.....	1
1.1.1 中國新時期經濟微觀主體與宏觀政策概覽	1
1.1.2 企業風險承擔與商業匯票	2
1.1.3 上海票交所成立前我國商業匯票市場概況及問題	4
1.1.4 上海票交所的職能及發展概況	11
1.1.5 上海票交所對企業的意義	13
1.2 研究問題.....	14
1.2.1 票據制度創新對企業融資風險的影響	14
1.2.2 票據制度創新對企業信用風險的影響	21
1.2.3 企業風險承擔對企業經營的影響	22
1.2.4 問題提出	23
1.3 研究方法.....	24
1.4 研究貢獻.....	25
第 2 章 理論基礎與文獻綜述.....	26
2.1 制度經濟理論.....	26
2.1.1 理論概述	26
2.1.2 金融制度	28
2.1.3 金融制度創新	31
2.2 風險承擔理論.....	32
2.2.1 理論概述	32

2.2.2	企業風險承擔的影響因素	33
2.2.3	企業風險承擔的經濟後果	39
2.3	商業信用理論	41
2.3.1	商業信用	41
2.3.2	商業信用獲取的影響因素	43
2.4	票據理論	47
2.5	文獻評述	49
第 3 章	研究設計與數據來源	50
3.1	假設提出	50
3.1.1	票交所成立對企業風險承擔的影響	50
3.1.2	企業風險承擔水平的異質性因素	52
3.1.3	企業風險承擔水平的異質性影響	58
3.2	變量設定	59
3.2.1	企業風險承擔水平度量	59
3.2.2	控制變量	59
3.2.3	企業特徵變量	60
3.3	模型設定	61
3.4	數據與樣本	62
第 4 章	企業風險承擔水平的實證分析	63
4.1	描述性統計	63
4.2	主要實證結果	66
4.3	穩健性檢驗	68
4.3.1	更換可替代的解釋變量	68
4.3.2	更換實驗組的識別方法	68
4.3.3	使用聚類穩健標準誤修正異方差	69
4.4	異質性分析	71
4.4.1	影響企業風險承擔的異質性因素	71
4.4.2	企業風險承擔產生的異質性影響	74
第 5 章	研究結論與政策建議	79
5.1	研究結論	79

5.2	政策建議.....	80
5.3	研究局限與研究展望.....	82
5.3.1	研究局限性	82
5.3.2	未來研究展望	83
	參考文獻	84

表目錄

表 1: 各變量定義	61
表 2: 樣本年度分佈	64
表 3: 變量描述統計	64
表 4: 樣本行業分佈	65
表 5: 回歸模型係數	67
表 6: 穩健性檢驗後的回歸係數	70
表 7: 基于企業風險承擔水平因素的異質性分析	77
表 8: 基于企業風險承擔水平影響的異質性分析	78

圖目錄

圖 1：我國匯票市場分類	5
圖 2：2011-2011 中國各年度電子匯票出票金額和單筆平均金額	6
圖 3：上海票交所的成立對中國票據交易的積極影響	12
圖 4：1998-2023 中国工業企業應收賬款及流動資產情況統計	17
圖 5：2017-2022 票據融資利率與企業貸款利率走勢對比	19
圖 6：商業匯票在汽車行業中的運用	21
圖 7：供應鏈集中度對商業信用的影響鏈條	54