

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741 _____

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 乡村振兴超短期融资券融资效应研究
—以“22晋路桥 SCP001”为例

研究生姓名: 牛钧巍

指导教师姓名、职称: 黄萍教授

学科、专业名称: 应用经济学 金融硕士

研究方向: 金融理论与政策

提交日期: 2023年6月13日

独创性声明

本人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的研究成果。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过的研究成果。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作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 牛钧巍 签字日期： 2023.6.13

导师签名： 考芹 签字日期： 2023.6.13

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 牛钧巍 签字日期： 2023.6.13

导师签名： 考芹 签字日期： 2023.6.13

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

**Research on the Financing Effect of
Ultra-short-term Financing Bonds for Rural
Revitalization—Taking "22 Jin Road Bridge
SCP001" as an Example**

Candidate: Niu Junwei

Supervisor: Huang Ping

摘 要

探索乡村振兴与金融的有效融合是金融领域一项重要课题。紧密围绕乡村振兴战略目标而推出的超短期融资券，在各类融资模式中脱颖而出，作为一种直接融资方式，以其低融资成本、高灵活性、发行注册效率高等优点，成为投资者和发行人首选融资工具，成为拓宽资金来源的重要渠道。乡村振兴超短期融资券的发行充分发挥金融服务实体经济、定向提供资金保障的作用，募集资金 30%以上应用在乡村振兴项目中，使企业融资状况得到有效改善，带动乡村振兴项目所在地区的经济增长，促进就业与增收，具有明显的乡村振兴效果。

本文以 2022 年山西路桥集团发行的乡村振兴超短期融资券-“22 晋路桥 SCP001”作为研究对象，发行人的资质和专业水平在公路投资建设行业具有突出的竞争优势，在全国特别是山西省内处于领先地位，成功募集的 10 亿元资金中 3.04 亿元用于乡村振兴领域，募集资金主要是用来偿还乡村振兴项目所形成的本金和利息，其发行极大地改善了发行人的经营状况。作为山西省首发的乡村振兴超短期融资券，研究其融资效应，对于今后我国其他企业拓展乡村振兴超短期融资券融资路径具有非常好的示范效应。

本文通过文献分析法、案例分析法与比较分析法，首先对乡村振兴超短期融资券定义及融资效应基本概念进行了界定，介绍了乡村振兴超短期融资券融资发展现状，并梳理了相关理论基础。其次从债券融资主体简介及经营情况、行业影响，债券融资动因和债券融资情况等方面对“22 晋路桥 SCP001”乡村振兴超短期融资券案例进行介绍，并从社会效应、成本效应、财务效应和融资风险四方面对案例融资效应进行多角度的分析。最后得出结论认为发行超短期融资券降低了企业融资成本；财务业绩、经营业绩明显提升；债券发行社会效应显著；但同时也会给企业带来一定的融资风险。根据案例，可以得出以下建议：增强企业实力，提升企业信用等级；建立偿债基金，降低违约风险；完善监管体制，设置风险警戒线；明确乡村振兴定位，募集资金需量化。

关键词：“22 晋路桥 SCP001” 乡村振兴 超短期融资券 融资效应

Abstract

Exploring the effective integration of rural revitalization and finance is an important topic in the financial field. The ultra-short-term financing bond, which is launched closely around the strategic goal of rural revitalization, stands out among various financing models. As a direct financing method, it has become the preferred financing tool for investors and issuers with its advantages of low financing cost, high flexibility and high issuance and registration efficiency, and has become an important channel to expand the source of funds. The issuance of ultra-short-term financing bonds for rural revitalization gives full play to the role of financial services to the real economy and targeted funding guarantee, and more than 30% of the raised funds are applied in rural revitalization projects, which effectively improves the financing situation of enterprises, promotes economic growth in the areas where rural revitalization projects are located, promotes employment and income, and has obvious rural revitalization effects.

In this paper, "22 Jin Road Bridge SCP001", the ultra-short-term financing bond for rural promotion issued by Shanxi Road and Bridge Group in 2022, is taken as the research object. The issuer's qualification and professional level have outstanding competitive advantages in the road investment and construction industry, and are in a leading position in the country, especially in Shanxi Province. Of the 1 billion yuan successfully raised, 304 million yuan was used in the field of rural revitalization. The raised funds were mainly used to repay the principal and interest formed by the rural revitalization project, and its issuance greatly improved the operating conditions of the issuer. As the first

ultra-short-term financing bond for rural revitalization in Shanxi Province, studying its financing effect has a very good demonstration effect for other enterprises to expand the financing path of ultra-short-term financing bond for rural revitalization in the future.

Through literature analysis, case analysis and comparative analysis, this paper first defines the definition of ultra-short-term financing bonds for rural revitalization and the basic concept of financing effect, introduces the development status of ultra-short-term financing bonds for rural revitalization, and sorts out the relevant theoretical basis. Secondly, the paper introduces the case of "22 Jin Road Bridge SCP001" ultra-short-term financing bond for rural revitalization from the aspects of the introduction of the main body of bond financing, the operation situation, the industry influence, the motivation of bond financing and the situation of bond financing, and analyzes the case financing effect from multiple angles from the social effect, cost effect, financial effect and financing risk. Finally, it is concluded that the issuance of ultra-short-term financing bonds reduces the financing cost of enterprises. Significant improvement in financial performance and operating performance; The social effect of bond issuance is significant; But it will also bring some financing risks to enterprises. According to the case, the following suggestions can be made: enhance the strength of enterprises and enhance the credit rating of enterprises; Establish a sinking fund to reduce default risk; Improve the supervision system and set up risk warning lines; Clear positioning of rural revitalization, raising funds need to be quantified.

Keywords: "22 Jin Road Bridge SCP001"; Rural revitalization ;Ultra-short-term financing bonds; Financing effect

目 录

1 引言	1
1.1 研究背景和研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	3
1.2.1 国外文献综述	3
1.2.2 国内文献综述	4
1.2.3 文献述评	6
1.3 研究内容与方法	7
1.3.1 研究内容	7
1.3.2 研究方法	8
1.4 研究创新点与不足之处	9
1.4.1 研究创新点	9
1.4.2 不足之处	9
2 概念界定与相关基础	10
2.1 乡村振兴超短期融资券相关概念界定	10
2.1.1 乡村振兴超短期融资券的概念	10
2.1.2 乡村振兴超短期融资券融资效应的界定	11
2.2 乡村振兴超短期融资券融资现状	12
2.2.1 超短期融资券融资现状	12
2.2.2 乡村振兴超短期融资券融资状况	13
2.3 相关理论基础	14
2.3.1 MM 理论	14
2.3.2 融资优序理论	15
2.3.3 债务融资构造理论	15
3 “22 晋路桥 SCP001” 融资案例介绍	16
3.1 “22 晋路桥 SCP001” 融资主体概况	16

3.1.1	债券融资主体简介	16
3.1.2	债券融资主体经营情况及行业影响	17
3.2	“22 晋路桥 SCP001”融资动因分析	20
3.2.1	企业短期资金需求增加	20
3.2.2	超短期融资券优于其它融资工具	21
3.2.3	良好偿债保障	22
3.3	“22 晋路桥 SCP001”融资情况	24
3.3.1	债券发行信息	24
3.3.2	募集资金用途	25
3.3.3	信用评级情况	28
3.3.4	债券融资后续管理与信息披露	29
4	“22 晋路桥 SCP001”融资效应分析	31
4.1	债券融资的社会效应分析	31
4.1.1	对企业声誉的影响分析	31
4.1.2	对募投项目乡村振兴效果的分析	31
4.2	债券融资的成本效应分析	32
4.2.1	同一主体发行不同债券融资成本分析	32
4.2.2	不同主体发行债券融资成本分析	33
4.2.3	与其他融资工具相比的优势利差	33
4.3	债券融资的财务效应分析	34
4.3.1	现金流量影响分析	34
4.3.2	偿债能力分析	37
4.3.3	盈利能力分析	39
4.3.4	营运能力分析	41
4.4	债券融资的风险分析	43
4.4.1	财务风险分析	43
4.4.2	经营风险分析	45
4.4.3	政策风险分析	46
5	结论与建议	47

5.1 结论	47
5.1.1 降低了企业融资成本	47
5.1.2 提升了企业财务业绩	47
5.1.3 债券发行社会效应显著	48
5.1.4 债券发行存在信用等风险	48
5.2 建议	48
5.2.1 增强企业实力，提升信用等级	49
5.2.2 建立偿债基金，降低违约风险	49
5.2.3 完善监管体制，设置风险警戒线	49
5.2.4 明确乡村振兴定位，募集资金需量化	50
参考文献	51
后 记	55

1 引言

1.1 研究背景和研究意义

1.1.1 研究背景

乡村振兴是我国脱贫攻坚战取得全面胜利，经济进入高质量发展阶段之后，为实现城乡共同富裕而实行的的重要举措。2018年发行的《中共中央国务院关于实施乡村振兴战略的意见》首次明确了乡村振兴战略时间表，而《乡村振兴战略规划（2018-2022年）》的发布让乡村如何发展有了行动指南。“十四五”规划和2035年远景目标纲要为推进乡村振兴作出全面部署。2021年中央一号文件公布让“乡村振兴”正式替代“脱贫攻坚”成为农村改革新的战略方针。乡村振兴战略已经成为实现“两个一百年”奋斗目标和中华民族伟大复兴中国梦的必然要求。

探索乡村振兴与金融的有效融合成为金融领域一项重要任务。在各类融资模式中，债券作为直接融资方式，越来越受到投资者的青睐，成为拓宽资金来源的重要渠道；债券主管部门为响应国家乡村振兴战略，加大了乡村振兴重点区域的金融资源投入力度，乡村振兴类债券发行量和发行规模逐年增加；2017年《国务院办公厅关于创新农村基础设施投融资体制的指导意见》中，首次出现乡村振兴专项债券。2020年《政府工作报告》提出要加大现代农业设施方面的专项债券投入，标志着专项债券将广泛地应用于乡村振兴领域；2021年6月，中国人民银行牵头六部门印发《关于金融支持巩固拓展脱贫攻坚成果全面推进乡村振兴的意见》，肯定在巩固乡村脱贫成果等方面乡村振兴债所发挥的重要作用。2021年至今，乡村振兴债券进入加速发展期，品类不断扩充。2021年中央一号文件中提出要丰富乡村振兴债券品类，扩充公司债、短期融资券等非金融企业债，《中共中央、国务院关于做好2022年全面推进乡村振兴重点工作的意见》着眼国家重大战略需要，提出要关注重点领域农村基础设施建设，特别是乡镇通三级及以上等级公路、较大人口规模自然村通硬化路的建设要加大力度发展，在此背景下山西路桥建设集团2022年发行了“22晋路桥SCP001（乡村振兴）”超短期融资券，成为山西省首发乡村振兴债券。

政策银行债、地方政府专项债和乡村振兴信用债是乡村振兴债三大部分。债券全称中自带的“乡村振兴”标识是乡村振兴债最突出的特色，乡村振兴债券的发行极大地满足了乡村振兴项目所需巨大的资金需求，且随着乡村振兴战略的不断深入，对资金的需求也会水涨船高。本文研究的“22 晋路桥 SCP001（乡村振兴）”债券是超短期融资券，属于乡村振兴信用债的一种，它的发行，保障了农村基础设施方面特别是三个主要高速公路建设所需资金，在道路交通方面缩短乡村到城区的距离，便于老区周边农产品、工业品快速运输到消费者手中，道路的畅通也为当地旅游业的发展提供了便利条件，环境的改善、经济的发展会更加吸引外部资金投入到乡村振兴项目中。

1.1.2 研究意义

理论意义：超短期融资券是我国近几年在债券市场上兴起的一种创新的融资模式，其独有的特点越来越受到发行人的青睐。超短期融资券这种融资模式存在的时间比较短，以往的文献鲜有对超短期融资券这种融资模式进行详细的研究。多数学者也只在短融券与其他融资模式的比较上进行研究，超短期融资券方面的研究则更少，随着融资方式的不断丰富和创新，超短期融资券独有的发行条件引起了发行人和投资者关注；因此作为一种全新的融资模式，在现阶段非常有必要对其进行全面研究，由于短期融资券类似于国外成熟的短期商业票据，因此通过比较借鉴研究对我国超短期融资券发展具有非常高的研究价值和研究意义。

现实意义：紧密围绕乡村振兴战略目标而推出的乡村振兴超短期融资券，充分发挥金融服务实体经济、定向提供资金保障的作用，企业融资状况得到有效改善，近两年我国乡村振兴债在政策的大力支持下，发行量和存量都大幅增长；2021年，乡村振兴债共发行了395只，其中政策银行债占51.1%，信用债占39%，地方政府专项债占9.9%；发行规模为15399亿元。本文研究的“22 晋路桥 SCP001（乡村振兴）”超短融券就是信用债的一种，同时，作为地方企业发行超短期融资券的先行者和山西省发行的首单乡村振兴超短期融资券企业，也引起社会各界的广泛关注。作为创新型债券融资工具，市场上发行经验不足，一些急需资金补充的企业，由于不了解超短期融资券这类融资工具，而错失良机；山西路桥集团较早发行超短期融资券且融资额较大，积累了丰富经验；本文通过“22 晋路桥 SCP001（乡村振兴）”融资案例分析，为其他发行超短期融资券的地方企业提供参考和借鉴；乡村振兴超短期融资券的发行拓宽了企业的融资渠道，降低了融

资成本，对乡村振兴战略全面推进、实现城乡共同富裕具有积极意义，对资本市场上提供融资经验和可借鉴的操作过程，有很强的现实意义。

1.2 文献综述

1.2.1 国外文献综述

超短期融资券本质上是一种融资性质的商业票据，类似于国外的商业票据（Commercial Paper）；目前美国 CP 市场规模最大，发展也最为成熟，学习和借鉴美国、英国等国家的 CP 市场发展经验，并结合我国现阶段乡村振兴发展战略进行创新，进而推动国内融资券市场健康发展意义重大。

（1）超短期融资券融资动因研究

国外学者主要从降低融资成本，获得短期资金需求等方面研究超短期融资券融资动因。Matthias Kahl, Anil Shivdasani, Yihui Wang (2015) 认为降低企业融资成本是短期融资券的发行动因。拥有较高信用等级是企业进入短期融资券市场的入场券，门槛的提高降低了投资者投资风险，也限制了高投资风险公司的进入。Singh Sonia (2016) 认为利用商业票据的发行，使企业在较低融资成本下就能获取短期资金需求。宏观方面，国外学者认为超短期融资券融资在货币市场上起到了积极调节作用。Joshua Fairbanks; Mark Griffiths 和 Drew Winters (2019) 认为货币市场流动性危机可以通过选择融资机制 (CPFF) 的临时流动性担保计划来解决，在应对金融危机方面商业票据市场起到了促进作用。Majid Haghani Rizvi, N. Kundan Kishor, Hardik A. Marfatia (2019) 认为短期融资券和回购协议市场占据货币市场基金资产的一半份额，货币市场基金中金融资产会修正货币市场基金、回购协议市场以及商业票据市场三者不平衡；因此短期融资券对市场起到了调节作用。

（2）超短期融资券融资效应方面研究

国外学者通过实证对超短期融资券融资效应方面进行研究，得出发行超短融缓解了企业融资压力，对稳定企业未来现金流具有积极作用。Graham hall 等人 (2000) 在研究融资方式时，把 200 多家美国中小企业作为研究对象，利用线性回归分析方法分析得出：公司通过长期债券融资时，绩效与时长成正比关系，通过短期债券融资时，公司经营业绩不受影响。Booth (2001) 为分析盈利能力对债券融资的影响，把 10 个国家的盈利能力指标作为研究对象，认为发行超短融对缓和公司融资压力有一定作用。Denis 和

Mihov (2003) 认为, 企业债券的发行受企业信用等级和公司未来现金流的影响; 当企业信用等级较高、未来现金流稳定, 预计可以按期偿还本息时, 企业首选的融资方式就是公开发行债券, 反之信用等级低的企业债券和股票的发行受限, 只能通过银行贷款进行融资。

(3) 超短期融资券信用风险与信用利差的研究

通过票据市场研究, 国外学者得出信用等级影响着企业信用风险和信用利差。PuShen (2003) 通过研究萧条时期美国商业票据市场, 得出票据的信用等级对票据成功发行尤为重要, 经济不景气阶段票据的信用等级要求要比经济繁荣期更高。Song Zhu (2013) 认为, 信用评级高低直接影响投资者对债券发行的风险判断, 企业融资成本也会受到直接影响; 预期违约损失和非预期违约损失溢价都会影响企业信用利差。Mariolia Kozubovska (2017) 认为, 在资产支持票据 (ABCP) 的背景下, 融资成本由于信息不透明而增加, 美国银行控股公司 (BHCs) 通过第三方担保 ABCP 管道的方式来提供信用增级和流动性额度, 从而增加了系统性风险。Photis Lysandrou, Mimoza Shabani (2018) 认为经济萧条或者衰退期的美国商业票据市场, 投资者投资更加保守, 企业能否在市场上成功发行及承销票据取决于企业的信用等级和收益率的保证, 在萧条时期, 对比成长期和繁荣期来说, 投资人对于票据的信用等级要求也相对提高。

1.2.2 国内文献综述

(1) 超短期融资券融资动因研究

大部分国内学者认为超短期融资券融资能够降低企业的融资成本。俞敏 (2010) 认为企业把超短期融资券作为融资工具, 可以大大降低企业支付利息费, 发行成本要比同期银行借款低很多。李凤 (2013) 认为短期融资券的发行利率远低于银行贷款, 通过替代银行贷款来改变企业流动债务的结构, 进而降低企业的财务费用。朱芷娴 (2015) 认为企业发行超短期融资券在降低融资成本、提高资金使用效率、帮助企业扩大生产等方面优势明显。彭爽、李永清 (2017) 认为超短期融资券解决了企业一直以来融资成本高、融资困难等问题, 减少企业对银行贷款的依赖。张媛媛 (2016) 认为对超短期融资券的财务风险研究是有效化解企业财务风险的重要风控策略。一部分国内学者认为超短期融资券融资有助于资本市场健康发展。刘世达 (2018) 认为在宏观市场上, 企业发行超短期融资券对资本市场的健康发展有促进作用。吴诺天 (2019) 认为, 通过直接融资比重的提高, 间接地提升了企业管理能力。在乡村振兴与超短期融资券融合方面, 国内学者认为乡村

振兴超短期融资券比同类债券融资成本更低。因乡村振兴所需资金量巨大，单单靠国家财政资金的支持远远不够，所以在此背景下进行超短期融资券融资，会拥有较低的发行利率，弥补了短缺的资金流，助力农村发展。王红卫（2020）提出，要加大金融产品创新的力度，充分发挥超短期融资券融资成本低的优势，投入农村建设。刘小娟（2022）认为乡村振兴债的发行成本更低。短融的融资成本低于其同类债，乡村振兴债成本低的特征更显著。

（2）超短期融资券融资效应研究

多数国内学者认为超短期融资券融资后公司业绩明显提升。吴育辉等(2009)在研究短期融资券发行的影响因素时，发现财务状况、信用级别和规模都是影响公司成功发行短期融资券因素。如果公司规模大，信用等级又很高，那么公司通过发行短期融资券获取流动资金的可能性大大提高。王婉等(2012)认为能够发行短期融资券的公司治理能力都很强，这些公司董事会独立性、股权制衡起决定性作用。郑玉(2014)认为信用等级高的企业发行超短期融资券能有效缓解企业融资约束，提高投资的效率，从而影响公司业绩。谢军和黄志忠(2014)认为货币政策是影响企业短期融资券发行因素之一。货币政策宽松时，企业获取银行信贷资金或发行短期融资券融资，都可以通过较低利率获得。当货币政策紧缩时，企业通过银行贷款的成本可能会大幅增加，这时企业更青睐于发行短期融资券。徐媛媛(2019)认为超短期融资券的成功发行，向外界传递出一种企业经营状况良好和具有较高信用保障的信号，增强投资者对企业进行投资的信心，对资本市场上债券发行良性循环起到促进作用。高攀(2020)认为短期融资工具可释放信用风险，降低融资成本，优化资本结构，能够解决民营企业融资难问题。也有学者认为超短期融资券的发行给企业带来消极影响，饶育蕾，赵鹏，汪金凤(2008)认为企业用超短期融资券进行融资所获得的资金并未用于短期融资，而是用于长期投资，短融长投现象的存在会加大财务风险。张浩(2018)认为企业发行超短期融资券的募集资金用途是为了偿还以往的债务，这种“以新还旧”行为极大地增加了债券发行人的违约风险。

（3）超短期融资券信用利差和信用风险的研究

何涵妍(2017)认为产业周期、财务困境及资本市场上回购行为都可能造成债券出现信用违约，我国应该完善相关的政策来应对企业信用违约行为，而不能仅仅依靠市场进行调节。李亚平、黄泽民（2017）认为在中期票据市场上能通过降低信息不对称程度进而显著地影响信用利差。同时，二人还认为信用利差还受宏观经济和金融市场因素影响，债券增信和隐形担保也会导致债券价格波动。王伯英(2018)认为货币政策对信用利差的

影响在不同评级的公司债券中是有区别的，信用级别越高，影响程度越低，呈明显负相关。巩欣洁(2018)发现，如果经营活动中企业现金流不足，会造成信用风险的产生，如果是故意违约，则更加大企业的信用风险产生。周宏、周畅等人(2018)认为公司治理结构对债券信用利差有潜在影响，公司治理的好可以提高企业经营业绩，提高信息透明度，进而降低债券的信用利差；且这种降低效应在民营企业中比在国有企业中体现的更明显。林晚发、刘颖斐等(2019)认为如果企业信用风险较高并且信息不对称时，承销商评级与债券信用利差之间呈负相关性，承销商评级较高时，债券的信用利差就会降低。王静(2019)认为信用利差和价差是影响企业债券风险的主要指标。企业的经营状况、财务状况、宏观经济情况等都会影响信用利差。财政政策和货币政策等宏观因素是影响债券能否成功发行的重要因素。刘镜秀，何亮(2019)认为信息披露质量与信用利差存在负相关。信息披露质量越高，市场参与者对企业的实际情况越了解，企业信息更透明，二级市场债券信用利差进一步降低，企业融资成本有效降低。宋颖杰 王维维(2022)观察乡村振兴债券在一级市场和二级市场上的定价情况，对债券上市前后的信用利差进行比较，得出一级市场上存在“政策溢价”。

1.2.3 文献述评

2021年3月，交易商协会推出乡村振兴超短期融资券这一创新专项产品，在国家乡村振兴战略的背景下，承接了扶贫票据，成为各类非金融企业债务融资工具。债券名称中被冠予“乡村振兴”或“专项乡村振兴”标签，30%以上募集资金要投入乡村振兴项目建设；乡村振兴超短期融资券，是一年多来发展起来的一种创新直接融资工具，很多地区都是首发；与国外发达资本市场相比，我国资本市场还不成熟；我国的超短期融资债券相当于国外短期商业票据，国外文献研究方向倾向于发行短期商业票据动因、融资成本等，国内文献主要是从动因、企业盈利指标变化、信用风险和信用利差等方向进行研究。

鉴于我国发行乡村振兴超短期融资券始于2021年，多数国内学者都是在理论上进行研究，结合具体案例进行研究很少；因此本文选取“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”案例进行详尽分析，并在国内学者对超短期融资券文献研究的基础上，获得债券成功发行的建议，为今后相关企业发行类似债券提供参考。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

乡村振兴超短期融资券作为一种直接融资方式，是拓展资金来源的重要渠道，承担了支持乡村振兴发展的重任，本文选取“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”超短期融资券案例进行研究，研究内容如下：

第一章为引言。主要包括研究背景和意义、文献综述、研究内容与方法、研究创新点与不足之处四个部分。

第二章为概念界定与相关基础。主要包括乡村振兴超短期融资券定义、发行超短期融资券的优缺点；融资效应基本概念的界定；介绍了乡村振兴超短期融资券融资发展现状，并梳理了超短期融资券融资的理论基础。

第三章为融资案例介绍。由债券融资主体简介及经营情况、行业影响，债券融资动因和债券融资情况组成。

第四章为融资案例效应分析。本文从债券融资的社会效应、债券融资的成本效应、债券融资的财务效应和债券融资的风险四个方面进行分析。

第五章为结论与建议。针对案例分析情况得出降低企业融资成本等结论，并根据结论对企业进行超短期融资券融资提出建议。

论文的技术路线图如图 1.1 所示：

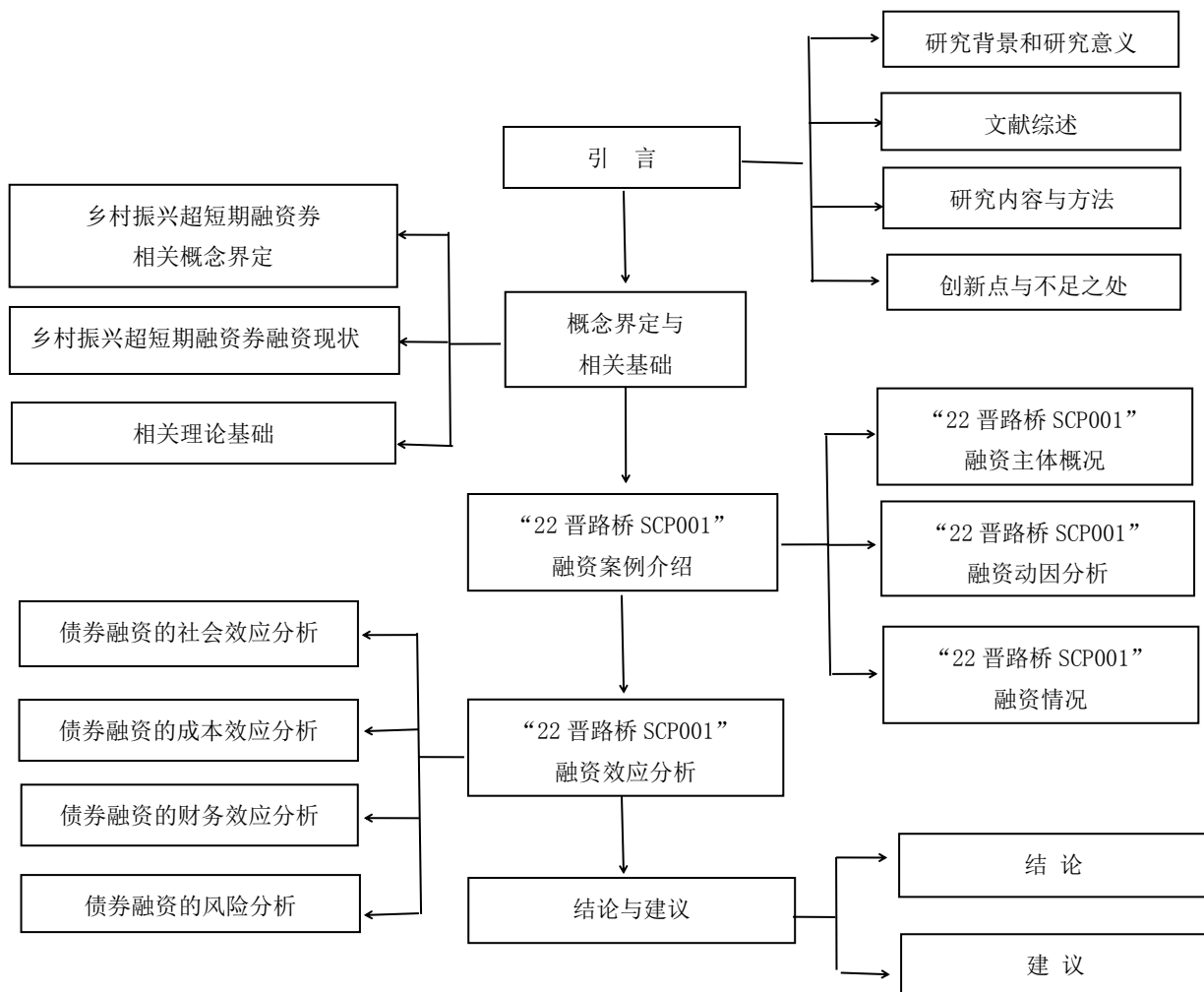


图 1.1 技术路线图

1.3.2 研究方法

本文主要使用了文献分析法、案例分析法和比较分析法对山西路桥集团超短期融资券融资效应进行研究。

(1) 文献分析法

在确定选题后，本文通过对现有的关于超短期融资券研究的相关学术刊物进行梳理归纳，整理分析研究方法及研究结论，从中找出本文研究的主要切入点，作为本文写作参考理论，为后文乡村振兴超短期融资券具体案例的分析提供理论依据。

(2) 案例分析法

以“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”作为本文案例研究对象，详细研究其融资基本

情况。并对融资动因、融资效应进行深入分析，得出相关结论和建议；将理论融合于实践，为今后乡村振兴超短期融资券的发行提供现实依据。

（3）比较分析法

通过对山西路桥集团超短期融资券融资前后进行比较分析，并结合与行业均值的对比，得出结论和建议。比较分析法有助于案例的深入研究，对比分析贯穿全文。

1.4 研究创新点与不足之处

1.4.1 研究创新点

（1）研究角度上：目前鲜有学者在乡村振兴超短融研究领域进行案例研究，对非上市公司超短期融资券融资效应研究更少，本文对信用债中的超短期融资券与当前的热点乡村振兴相结合进行研究，是对主题类超短期融资券融资分析案例的一种尝试，丰富了该领域下主题类融资工具运用的研究。

（2）研究内容：乡村振兴债中的超短期融资券这一融资工具在我国起步较晚，以往学者对超短融的研究主要集中在银行间债券市场，或对超短期融资券定价方面进行实证研究，本文对非金融企业山西路桥集团发行的山西省首单乡村振兴超短期融资券案例进行研究，丰富了非金融企业债券发行的研究内容，并为乡村振兴项目融资渠道提供借鉴。山西路桥集团是国内为数不多的全产业链资质的交通行业的集团公司，下设 75 家分子公司，其中山西路桥股份有限公司在深交所上市，研究其融资方式具有一定的典型性。

1.4.2 不足之处

本文在研究过程中主要依靠外部公开渠道获取文章内的数据与相关资料，获取资料有限。因为乡村振兴超短期融资券是创新品种债券，市场规范体系尚未形成，获取有效准确的市场数据相对比较困难；另外其融资过程的影响因素也很多，笔者本人研究水平有限，因此对案例中的某些问题分析可能会有些不到位，乡村振兴超短期融资券的融资效应通过一个案例来研究，存在一定的局限性和片面性。

2 概念界定与相关基础

2.1 乡村振兴超短期融资券相关概念界定

企业以《银行间债券市场非金融企业超短期融资券业务规程（试行）》和《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》作为发行超短期融资券的依据，拓宽直接债务融资渠道，丰富了货币市场工具品种。

2.1.1 乡村振兴超短期融资券的概念

乡村振兴超短期融资券是交易商协会在 2021 年 3 月推出的创新专项产品，本质上仍然是超短期融资券；

乡村振兴超短期融资券的定义是中国银行间市场交易商协会关于《银行间债券市场非金融企业超短期融资券业务规程（试行）》公告中对超短期融资券定义与乡村振兴主题的结合。需要满足以下几点，一是在银行间债券市场发行，非金融企业应具有法人资格且信用评级较高，发行期限不超过 270 天的短期融资券。二是企业通过发行超短期融资券所募集的资金应满足流动资金需要，不能用于长期投资。三是募集资金中 30%以上和 100%比例用于乡村振兴项目建设，债券名称中贴上“乡村振兴”或“专项乡村振兴”字样。

(1) 乡村振兴超短期融资券特点：一是信息披露内容简洁。发行时不用重复披露信息。超短期融资券发行主体信用评级高，债务融资能力强，能及时披露各种信息，且投资者对发行主体认可度高。二是注册效率高。一次注册后，超短期融资券可以分多期发行，再次发行不用重复注册，减少了注册备案时间，发行效率大大提高。三是缩短了等待公告发布时间。由 5 天已经进一步缩短为 1 天，公告时间缩短，使发行主体可以根据市场变化，来及时安排资金使用，极大地提高了资金的使用效率。四是资金使用灵活。只要遵守相关法律法规及政策规定，债券发行符合《业务规程》要求，发行人发行超短期融资券所募集资金就可以投入到企业流动性所需的资金上。

(2) 企业发行乡村振兴超短期融资券的优点：一是发行期限更短。发行期限在 270 天内，非金融企业在充分评估企业生产经营和财务状况后，根据自身的资金需求，选择恰当时机，确定发行期限，以期用最小的成本，来满足企业对资金的需求。二是发行主体信用评级高。超短期融资券属于无担保债券，发行主体信用度高，要求发行企业信用

等级要 AA 级别以上，并且具有丰富的债券发行经验，近三年须已发行债务融资 50 亿元人民币以上。三是发行注册效率高。超短期融资券发行模式为注册制，一次性注册，可分期发行，再次发行不用重复注册，只需要在发行前一个工作日发布公告文件，发行后再向交易商协会报告；同时，备案流程也大幅简化，只需备案一次，再次发行只需更新材料就可以。四是条款设计灵活。发行人和机构投资者之间可以自行协商设计融资产品的期限、利率，方式灵活多变。

(3) 企业发行乡村振兴超短期融资券缺点：一是准入标准高。信用等级高并且具有法人资格是非金融企业发行超短融的最低门槛，发行人的信用评级 AA 以上；此外，发行人还必须有丰富的发债经验，发行债务总量要大于 50 亿元。二是受利率波动影响大。尽管超短期融资券发行利率是发行企业与投资者协商确定，但随着利率市场化，超短期融资券的发行人与投资者增多，簿记以及路演成为发行企业与承销商确定利率的方式，市场利率的波动影响超短期融资券的发行利率。三是资金用途受限。发行超短期融资券募集资金的用途应用于短期投资而不得用于长期投资，可用于规定的用途，例如乡村振兴债券要资金比例 30%以上用于偿还乡村振兴项目中的债务利息和营运资金的补充。四是增加破产风险。企业发行超短期融资券在获取融资资金的同时，企业短期债务增加，企业债务总量不断提高，进而企业破产风险加大。

2.1.2 乡村振兴超短期融资券融资效应的界定

目前国内学者都是对上市公司的债券融资效应进行界定，一般认为债券融资效应由短期宣告效应和长期财务绩效效应组成。主要体现在股价产生的效应、业绩产生的效应和公司治理效应上。

本文研究的“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”的发行主体山西路桥集团是非上市公司，研究对象是主题类超短期融资券，故融资效应无法像上市公司一样，利用股价产生的效应来进行分析。所以结合案例的基本情况，本文认为乡村振兴超短期融资券的融资效应是债券发行人在权衡收益与风险的基础上，在资本市场通过融资获得资金后，对企业经营状况等方面所带来的后果和影响。应主要从社会效应、财务效应、融资的成本效应以及融资风险影响等方面进行研究。

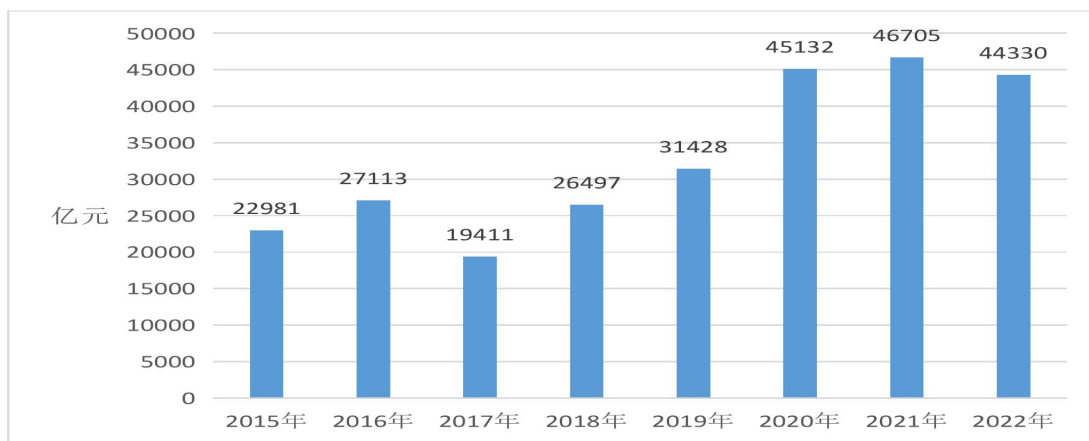
2.2 乡村振兴超短期融资券融资现状

作为融资领域的创新品种，超短期融资券凭借着注册发行效率高，发行利率低、条款设计灵活的独有特点为非金融企业提供了一条快速获得短期融资的新路径。

2.2.1 超短期融资券融资现状

近年来超短期融资券受到越来越多的企业青睐，其出现扭转了企业只能依靠银行贷款进行融资的途径。把发行超短期融资券作为首选融资工具的企业越来越多，发行规模持续走高。发行量占比远远高于其他各类债务融资工具。

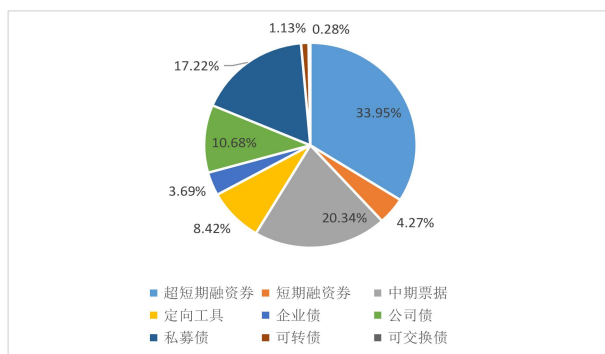
如图 2.1 所示：自 2015 年以来，除 2017 年稍有下降外，我国超短期融资券发行规模呈现增长趋势，发行量逐年增加，表明资本市场上这种直接融资工具越来越得到各方关注，同时企业也尝试到发行超短期融资券给企业带来的益处，因此更倾向于选择超短期融资券进行资金筹集。2016 年中央经济工作会议把“去杠杆”作为结构性改革的重点致使 2017 年超短期融资券发行规模缩小，金融去杠杆工作初见成效，2022 年受市场融资低迷的影响，超短期融资券整体发行略有收缩。



数据来源：wind 金融终端

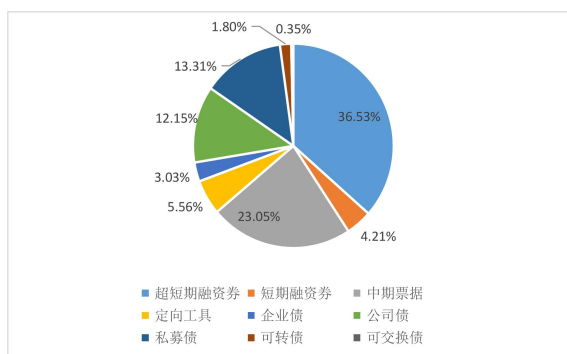
图 2.1 2015-2022 年超短期融资券发行规模

如图 2.2 和图 2.3 所示：2022 年超短期融资券发行的数量和规模均居各类信用债券之首，占信用债券的比例分别为 33.95%和 36.53%，比占比排名第二的中期票据分别高出 13.6 和 13.5 个百分点。



数据来源：wind 金融终端，新世纪评级

图 2.2 2022 年各类信用债券发行数量占比



数据来源：wind 金融终端，新世纪评级

图 2.3 2022 年各类信用债券发行规模占比

2.2.2 乡村振兴超短期融资券融资状况

2021 年 3 月交易商协会推出创新专项产品乡村振兴超短期融资券以来，深受发行人的青睐，通过中国货币网公开资料整理得出，截止到 2022 年末共发行 75 期乡村振兴超短期融资券，其中 2021 年发行 48 期和 2022 年发行 27 期。注册发行金额 4457 亿元，实际发行金额 650.5 亿元；其中 2021 年注册金额 2117 亿元，实际发行 315 亿元，2022 年注册金额 2340 亿元，实际发行金额 335.5 亿元；2022 年注册金额和实际发行额分别比 2021 年增加 223 亿元和 20.5 亿元，表明 2022 年虽然发行期数比 2021 年减少，但注册金额和发行额度都呈上升趋势，注册额度最高的内蒙古伊利实业集团注册 300 亿，也从侧面反映了企业的实力。发行期限上限为 270 天，最少的天数为 30 天。主体信用等级越高，发行利率优势越突出，利率 3% 以下企业 47 家，占总发行期数的 63%，其中 AAA 等级中兴通讯 SCP044（乡村振兴）发行利率才 1.60%，远远低于同期银行贷款利率，极大地降低了企业融资成本。

如表 2.1 所示：截止到 2022 年底，成功发行的乡村振兴超短期融资券，信用等级都是 AA 级别以上，说明发行乡村振兴超短期融资券需要较高的信用等级，主体信用等级为 AAA 的企业共 38 家，注册总额 3488 亿元，实际发行总额 520 亿元，平均单只发行额度为 13.68 亿元；主体信用等级为 AA+ 的企业共 30 家，注册总额 844 亿元，实际发行总额 113 亿元，平均单只发行额度为 3.77 亿元；主体信用等级为 AA 的企业共 7 家，注册总额 125 亿元，实际发行总额 17.5 亿元，平均单只发行额度为 2.5 亿元；企业信用等级越高，债券发行的数量越多，注册金额和实际发行金额越大，AA+ 信用等级企业发行数量虽然只比 AAA 信用等级的少 8 只，但发行总量却减少 407 亿元，实际发行额占 AAA 信用等级企业的发行金额 21.7%，AA 信用等级企业实际发行额占 AAA 信用等级企业的发

行金额只有 3.4%。可见信用等级的高低对企业发行数量及发行额度都有很大影响，信用等级越高，发行数量越多，发行额度越大，也从侧面反映出投资者更青睐于投资高信用等级企业债券。

表 2.1 截止到 2022 年底乡村振兴超短期融资券发行总体情况表

主体信用级别	发行数量（只）	注册总额（亿元）	发行总额（亿元）	平均单只发行额度（亿元）
AAA	38	3488	520	13.68
AA+	30	844	113	3.77
AA	7	125	17.5	2.5

数据来源：中国货币网相关资料整理

如表 2.2 所示：截止到 2022 年底，在成功发行的乡村振兴超短期融资券中，AAA 信用等级企业发行利率在 1.6%-3.68%之间，平均发行利率为 2.43%；AA+信用等级企业的发行利率在 2.1%-6.25%之间，平均发行利率为 3.35%；AA 信用等级企业的发行利率在 3.18-6.8%，平均发行利率为 4.58%；如此可以看出信用等级越高，发行利率越低。

表 2.2 截止到 2022 年底乡村振兴超短期融资券发行利率情况表

主体信用级别	AAA		AA+		AA	
	利率区间	平均利率	利率区间	平均利率	利率区间	平均利率
2021 年	1.6-3.68	2.69	2.77-6.25	3.56	3.18-6.8	4.68
2022 年	2.3-3.68	2.12	2.1-5.98	3.20	4	4

数据来源：中国货币网相关资料整理

2.3 相关理论基础

2.3.1 MM 理论

1958 年 Modigliani 与 Miller 在《美国经济评论》上发表的文章中提出的，站在公司资本结构研究角度，将经营风险控制在一定水平，在剔除税收以及交易成本条件下，无论是股票还是债务融资，资本结构对企业市场价值将不产生影响，即企业负债与价值没有关联。既然债务对企业的价值不会产生影响，那么研究资本结构也就没有意义了。MM 理论在修正后把所得税因素充分考虑进去，企业负债形成的债务利息在税前扣除，

达到免税或抵税目的,投资者的个人所得税与投资利息收入相抵消,企业增加了现金流,减少下来的所得税利息降低了企业成本,资本结构受所得税的影响;财务杠杆越高,企业成本就越节约,获取的价值越高;假设企业把负债极限最大化,也就是资本全部是债务,那么企业就会具有最高价值以及最低成本;现实中这种行为并不存在。

2.3.2 融资优序理论

1984年美国金融学家Myers和智利学者Milev提出市场中是存在交易成本以及信息不对称的。公司在融资时不管何种融资方式都需要支付大量的交易成本,根据信息不对称理论,市场活动的参与者对信息的掌握程度是不同的,掌握丰富信息的内部投资者比外部更加清楚企业内部财务收益和投资风险方面的情况;在投资者对企业实际生产经营情况不清楚的情况下,只能参考公司价值;外部投资的方式会导致公司的价值下降,为防止企业价值下降,当企业对项目进行投资时,优先考虑内部的盈余资金,剩余部分再进行外部融资,融资顺序为先内后外,依次为发行债券,在股票市场上发行股票。超短期融资券作为低风险的无需担保的债权融资,融资顺序仅次于内部融资,成为企业融资的首选。

2.3.3 债务融资构造理论

在债务融资过程中,企业会受到来自内部环境和外部环境的影响。企业内部环境影响因素有企业经营情况和负债在资本结构中的占比。债务一方面加大了企业破产风险,另一方面又对公司价值起着重要的作用,企业一要降低破产风险,二要尽可能提升公司价值。债务规模应控制合理的范围内,公司债务融资规模受总资产限制,外部投资者合理的资本结构,会看其负债和资产所占总资产之比例,合理资本结构比例的公司会更加吸引投资者投资,使企业获得流动资金。企业债务融资结构也会受股权结构影响。一旦股权结构发生变化,就会影响公司整体资产结构,债务融资比例发生变化;因此,当股东拥有公司全部股权时,应当选择债务融资来保护股东权益,保证公司融资稳定,股权分散的情况下,公司容易受到外界干扰,而不会倾向于债务融资;公司发展经营还会受行业整体发展影响,发展良好时,对外呈现出良好发展信号,投资者更愿意投资;所以企业在发行债券前要对自身的经营状况和资产负债情况进行研究。

3 “22 晋路桥 SCP001” 融资案例介绍

3.1 “22 晋路桥 SCP001” 融资主体概况

3.1.1 债券融资主体简介

“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”的发行主体是山西路桥建设集团有限公司（简称“山西路桥集团”）成立于 1993 年，是山西省公路工程建筑施工的领军企业，经山西省人民政府批准设立的大型国有企业，注册资本 72.15 亿元，资产总额超 1250 亿元，年施工产值 300 亿元，公司的实际控制人是山西省国资委，主要从事交通基础设施的投资、建设、施工，以及与之密切相关的咨询、设计、检测、机电、绿化、交安、交通物流、智慧交通、再生资源利用、高速公路光伏发电等上下游关联产业；山西路桥集团拥有交通全产业链资质，拥有国家公路工程施工总承包特级资质、壹级资质、公路行业设计甲级资质，融资租赁牌照，商业保理牌照，以及 80 余项专业承包资质。BOT/BT/TOT/PPP 项目在全国都具有标杆示范意义，累计投资 1700 亿元，承建高速公路和国省干线公路 6300 余公里，运营管理公路约 600 公里，是山西省重要的交通项目投融资主体，山西交通基础设施投资建设施工的骨干和主力军。

股权结构上，山西交通控股集团有限公司持有发行人 100% 股权，为控股股东；山西省国有资本投资运营有限公司持有山西交通控股集团有限公司 90% 股权，山西省人民政府国有资产监督管理委员会为发行人实际控制人，持有山西省国有资本投资运营有限公司 100% 股权，具体情况如图 3.1 所示。

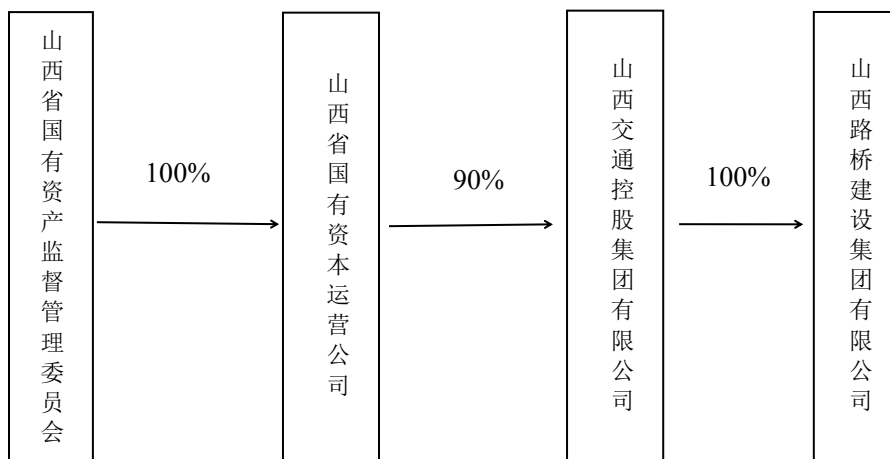


图 3.1 山西路桥集团股权结构图

3.1.2 债券融资主体经营情况及行业影响

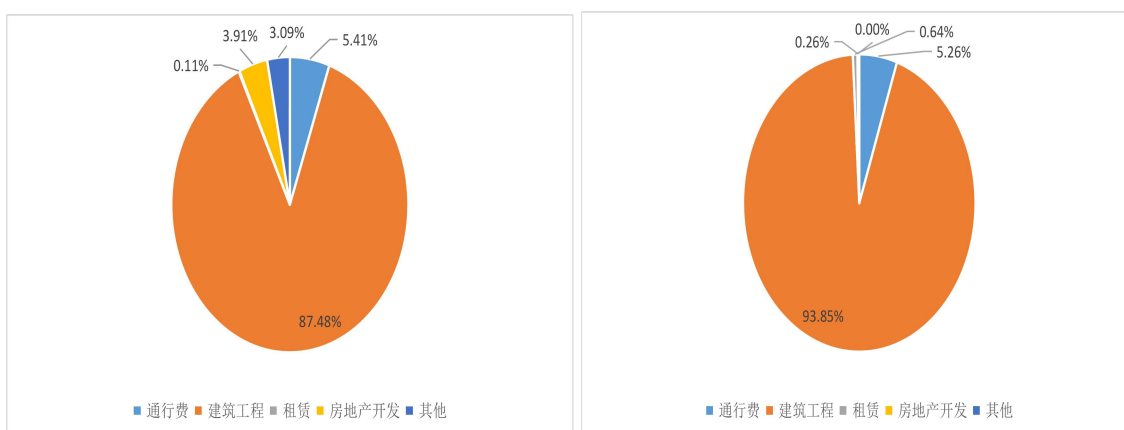
近五年和一季，发行人营业收入分别为 122.31 亿元、162.70 亿元、173.13 亿元、230.49 亿元、253.77 和 34.62 亿元，毛利润分别为为 26.81 亿元、28.04 亿元、44.12 亿元、53.97 亿元、57.68 和 6.85 亿元，增长趋势明显。发行人主业为公路施工和运营，主要业务板块包括公路施工、高速公路收费、房地产开发、租赁及其他，具体情况如表 3.1 所示：

表 3.1 2017-2022 年 3 月末各业务板块营业收入构成情况

单位：亿元、%

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
通行费	15.15	12.39	15.74	9.67	15.2	8.78	12.22	5.3	13.74	5.41	1.82	5.26
建筑工程	90.61	74.09	128.71	79.11	148.39	85.71	211.84	91.91	221.99	87.48	32.49	93.85
租赁	1.43	1.17	1.09	0.67	0.88	0.51	0.61	0.26	0.28	0.11	0.22	0.64
房地产开发	0.01	0.01	5.52	3.39	2.43	1.4	0.49	0.21	9.92	3.91	-	-
其他	15.11	12.35	11.64	7.15	6.23	3.6	5.32	2.31	7.83	3.09	0.09	0.26
合计	122.31	100	162.70	100	173.13	100	230.49	100	253.77	100	34.62	100

数据来源：中国货币网，22 晋路桥 SCP001（乡村振兴）发行募集说明书



数据来源（图 3.2 和 3.3）：22 晋路桥 SCP001（乡村振兴）发行募集说明书

图 3.2 2021 年发行人各项业务占比图

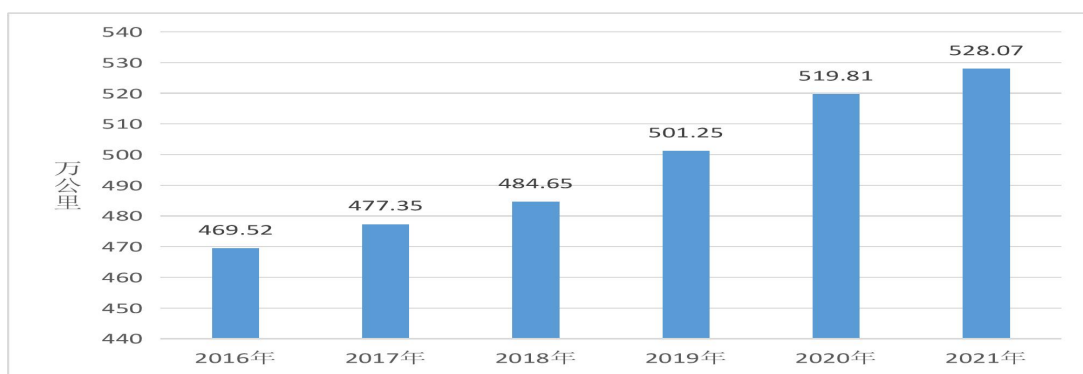
图 3.3 2022 年 3 月末发行人各项业务占比图

如表 3.1 及图 3.2、图 3.3 所示：发行人营业收入主要由建筑工程和高速通行费构成。近三年，二者合计占收入比重超过 90%。2021 年度公司收入大幅上涨，较 2020 年

度上涨了 10.1%，主要原因系当期施工类项目完成进度较大所致。2017-2022 年一季度，发行人工程施工收入占营业总收入的比重分别为 74.09%、79.11%、85.71%、91.91%、87.48%和 93.85%，工程量增加使工程施工业务收入 2021 年比 2017 年增加了 131.4 亿，增长 1.45 倍。高速公路收费业务占营业总收入的比重分别为 12.39%、9.67%、8.78%、5.30%、5.41%和 5.26%，呈现波动趋势，2020 年以来受疫情影响，通行费业务占比相对较小，收费减少。

行业方面：交通基础设施行业的投资和建设一直以来作为国家鼓励发展和重点扶持的行业受到中央和地方各级政府的高度重视。而公路交通的覆盖面广、机动灵活、门到门运输的特点与优势成为现代交通最广泛、最普及的运输方式，在综合运输体系中占重要的地位。据 2021 年交通运输部发布的统计公报数据显示，截至 2021 年末全国公路总里程和公路密度分别为 528.1 万公里和 55.0 公里/百平方公里，同比增加 8.26 万公里和 0.86 公里/百平方公里。

在国家政策的大力扶持下，我国高速公路路网建设发展迅速。2021 年高速公路里程达到 16.9 万公里，同比增加 0.81 万公里，占公路总里程的 3.2%，呈不断增长趋势。依据《国家公路网规划（2013-2030）》规划，2013-2030 年要形成由高速公路和普通国道组成的 40.1 万公里的国家公路网。高速公路网以首都放射线、北南纵线、东西横线为框架，附以地区的环线、并行线、联络线等，再加上远期展望线，总里程将达到 13.6 万公里；从中可以看出，我国高速公路业处于产业扩张期，广阔的行业前景为高速公路投资带来了稳定的效益回报。山西省公路是晋煤外运的重要途径，公路建设一直得到政府的大力扶持。通过不断完善“三纵十二横十二环”高速公路网建设，实现“县县通高速”目标，高速公路总里程达到 0.73 万公里；全国公路总里程具体情况见图 3.4。



数据来源：交通运输部发布交通运输行业发展统计公报

图 3.4 2016-2021 全国公路总里程情况图

行业竞争方面：在大型专业路桥建设行业中，市场主要参与者中，第一梯队是中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司、中国建筑股份有限公司等这些具有超大规模及技术优势的特级资质企业，第二梯队是建筑强省的大中型企业，第三梯队是其他具有专业承包资质及分包资质的中小企业，从行业发展趋势来看，越来越集中于专业突出、技术装备水平高和资金实力强的企业。山西省内市场参与者主要是中铁十七局、三局、十二局以及建工集团等，市场份额约为 40%。发行人突出的竞争优势是其资质和专业水平，发行人持有全国仅有 39 个，山西仅此一家的公路施工总承包特级资质、拥有公路行业设计甲级资质、公路监理甲级资质，以及公路机电、检测、交安工程、养护等 30 余项专项资质，并持有商务部和国家税务总局颁发的融资租赁牌照。发行人作为山西省境内最主要的从事路桥基础设施建设、交通系统设施施工的企业，受到山西省人民政府、山西省交通厅及各相关部门的大力支持，在山西省内市场处于龙头地位，在业内具有相当的影响力和核心竞争能力。发行人在山西省境内具有绝对的区位优势，业务主要集中于山西省，“十三五”期间山西省完成了区内国家级高速公路建设，推动高平至沁水、永和至永和关、晋蒙黄河大桥、右玉至平鲁、长邯改扩建、长治至临汾、神池至岢岚、北京至乌鲁木齐山西段、运宝黄河大桥 9 个续建项目工程建设，市场增量较大，有利于发行人继续扩大规模。

从山西路桥集团近年来的资产负债状况数据可以看出，总体上财务状况良好，具备较好的偿债能力。2017 年至 2022 年 9 月末，总资产、总负债、所有者权益都显示出较为明显的增长态势，尤其是“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”发行后，2022 年三季度末的总资产就已经超过了上年总量。具体情况如表 3.2 所示：

表 3.2 山西路桥集团资产负债表

						单位：万元
项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 9 月末
总资产	7,986,923.53	8,300,367.5	9,033,816.7	10,411,823.1	11,091,169.2	12,391,303.3
总负债	6,241,511.40	6,556,141.3	7,023,967.8	8,138,421.5	8,274,609.0	9,194,178.4
所有者权益	1,745,412.13	1,744,226.1	2,009,848.9	2,273,401.6	2,816,560.0	3,197,124.9

数据来源：wind 金融终端

山西路桥集团 2022 年 9 月末资产总额就达到 12,391,303.30 万元，比 2021 年增加了 1,300,134.1 万元，主要是非流动资产增加所致；2021 年末比 2017 年末增加 3,104,245.67 万元，增长 38.9%，年均增长 8.6%。主要原因是其他流动资产带动增加资产总额的增加。

如表 3.3 所示：近几年山西路桥集团资产数据，流动资产占总资产的比重为 35%左右，货币资金、应收账款、其他应收账款及存货四项占流动资产的比重基本都在 90%以上，2017-2020 年应收账款和其他应收款和存货量成上升态势，而 2021 年其他流动资产 85269.5 万元，同比增长 1.3 倍，整体流动资产略有下降，货币资金和应收账款、存货等也呈下降趋势；非流动资产占总资产的比重为 65%左右，说明企业经营状况稳定，总体上以在建工程、无形资产为主，特别是 2017 年-2020 年期间，无形资产占非流动资产的比重基本在 50%上下浮动。

表 3.3 山西路桥集团资产情况

单位：万元

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 9 月
流动资产	2,796,729.2	2,772,105.8	3,047,654.2	3,427,529.8	3,151,331.6	3,323,398.23
#货币资金	1,405,538.3	1,069,419.7	979,067.1	965,588.2	809,666.6	906,504.99
应收账款	258,504.38	553,290.9	595,811.2	629,584.8	616,326.3	614,485.12
其他应收款	754,433.52	675,643.5	805,519.2	1,022,911.5	983,396.6	980,967.68
存货	243,351.06	368,337.1	590,579.9	727,106.5	292,193.0	289,618.99
非流动资产	5,190,194.3	5,528,261.7	5,986,162.5	6,984,293.3	7,939,837.59	9,067,905.09
#在建工程	312,022.0	869,099.9	1,673,823.3	1,987,677.5	112,261.70	137,905.02
无形资产	2,907,489.4	2,501,426.7	2,910,301.1	3,954,942.3	2,508,341.44	2,728,862.57
其他非流动资产	71,660.7	56,320.8	126,165.3	281,872.3	4,620,050.10	5,476,089.09

数据来源：wind 金融终端

3.2 “22 晋路桥 SCP001” 融资动因分析

3.2.1 企业短期资金需求增加

作为资本密集型的公路施工行业，高速公路修建前期需要投入大量的原材料、人力成本，而高速公路正式运营后，发行人通过收取过路费方式获取收益。高速公路建设属于超前投资行业，具有高投资额和长回收期等特点。高速项目的工程规模较大，需大量

资金支持。刚开始公路运营的项目很难实现盈利，现金流就会出现短缺，失去平衡；这时企业需要足够的短期资金和长期资金，并正确加以运用。另外，伴随着企业由公路施工逐步向公路建设运营战略转型，BOT 和 TOT 项目将不断增加，而这两个项目对前期投入金额要求较高，山西路桥集团对未来三年资本支出预计每年均在 150 亿元以上，持续加大的资本支出加重了企业的融资压力和财务负担；2017 年以来企业 PPP 业务迅速增长，截至 2022 年 3 月末，发行人在建项目中，PPP 项目 24 个、金额合计 756.63 亿元，项目数量较多、规模较大，高速公路收费业务占比上升。超短期融资券发行速度快、发行期限灵活、发行费用低等优点，使企业优化融资结构，降低利息费用，同时解决了企业短期资金需求。

3.2.2 超短期融资券优于其它融资工具

超短期融资券对于发行人来说，是以较高信用等级作保障，而取得较高信用等级是在企业良好的经营状况和偿债保障下取得的。超短期融资券在审批程序上不像其他融资工具那么复杂，企业符合发行的要求，只需在中国银行间市场交易协会进行注册并备案，提交符合标准的资料就可以发行债券。如表 3.4 所示：从山西路桥集团历年发行的各类债券情况看，超短期融资券发行期限不超过 270 天，而中期票据，定向发行和非定向发行的债券发行期一般都在 3 年以上，募集资金用途一方面用于补充企业经营所需流动资金，另一方面偿还银行借款的本金和利息。超短期融资券优于其他证券还在于发行利率基本上在 5% 以下，明显低于其他债券，特别是随着山西路桥集团信用等级的提高，超短期融资券的发行利率也在降低，本文案例“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”发行利率才 2.9%，极大的降低了企业的融资成本，明显优于其他融资模式。

表 3.4 山西路桥集团各类债券发行情况表

债项简称	发行总额(亿元)	债券利率(%)	发行期限	计息方式	性质	用途	信用等级
12 晋路桥 CP001	8	4.60	365 天	到期一次还本付息	短期融资券	补充流动资金和偿还银行借款	AA-
14 晋路桥 PPN001	5	7.80	3 年	每年付息一次	非公开定向发行	归还银行贷款	AA

续表 3.4

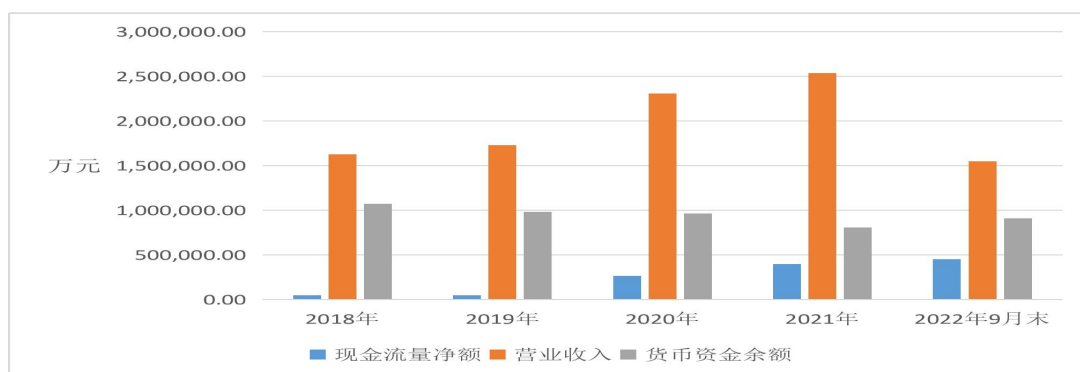
债项简称	发行总额(亿元)	债券利率(%)	发行期限	计息方式	性质	用途	信用等级
17 晋路桥 MTN001	10	6.50	5 年	每年付息一次	中期票据	用于投资 BOT 项目、补充流动资金及偿还银行借款	AA
17 晋路桥 SCP002	5	4.83	270 天	到期一次还本付息	超短期融资券	精准扶贫公路项目借款	AA
18 晋路桥 SCP004	10	4.98	180 天	到期一次还本付息	超短期融资券	补充流动资金和偿还银行借款	AA+
19 山西路桥 PPN001	5	6	3 年	每年付息一次	定向发行	归还银行贷款	AA+
19 晋路桥 SCP001	5	3.84	270 天	到期一次还本付息	超短期融资券	偿还有息债务	AA+
20 晋路桥 MTN001	15	4.95	3 年	到期一次还本付息	中期票据	流动资金贷款和长期贷款	AA+
20 晋路桥 SCP001	10	3.30	270 天	到期一次还本付息	超短期融资券	偿还银行贷款	AA+
21 晋路桥 SCP003	5	4.30	180 天	到期一次还本付息	超短期融资券	偿还金融机构借款	AA+
22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)	10	2.90	180 天	到期一次还本付息	超短期融资券	偿还贷款的本金和利息	AA+

数据来源:中国货币网相关资料整理

3.2.3 良好偿债保障

发行超短期融资券除了考虑发行债券是否能给发行人和投资人带来效益外,更应考虑发行人的偿债能力,如果出现发行的债券到期无法偿还本息的违约事件,则发行人的生产、财务以及声誉等方面都会受到负面影响,进而影响以超短期融资券作为载体的乡村振兴效果。因此债券发行人为了能让“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”按时、足额偿

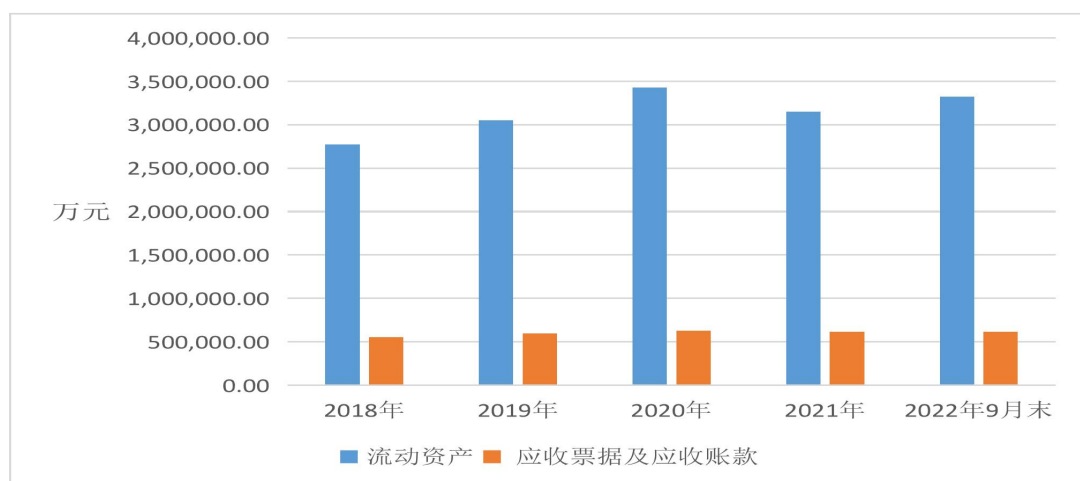
付制定了一系列保障计划，形成了包括加强募集资金的使用管理、严格信息披露等一系列确保超短期融资券能够按期兑付的内部机制。



数据来源：wind 金融终端

图 3.5 山西路桥集团经营性现金流和货币资金情况图

近年来山西省内公路投资建设行业快速发展，发行人工程施工业务增长较快，2019年中标合同价款 535.95 亿元，2020 年和 2021 年中标合同价款虽然比 2019 年减少，但仍中标了 370 多亿元合同。BT 项目方面，截至 2022 年末，已完工 BT 项目两个，收回了 117.81 亿元的回购款，剩余回购款将在项目竣工决算审计后收回，如图 3.5 所示：2019 年-2022 年 9 月，发行人经营活动产生的现金流量净额和营业收入总体呈上升趋势；货币资金余额虽略有下降，但总体变化不大，发行人经营性现金流流入和货币资金较为充裕，三大主营业务板块产生的现金流有保障，可有效保障本期债券本息的偿付。



数据来源：wind 金融终端

图 3.6 发行人流动资产和应收票据及应收账款情况图

如图 3.6 所示：从发行人可变现资产看，2019-2022 年 9 月，发行人流动资产余额和应收票据及应收账款除 2020 年外总体上呈上升态势，应收票据及应收账款同货币资金合计占流动资产的比重近几年基本在 50%上下浮动。发行人现金持有水平适当，应收账款质量较好，流动资产整体可变现能力较强，可为本期债券本息偿还提供支持。

除了现金流和可变现资产上有足够的偿债来源外，发行人外部融资能力也较强，作为山西省交通行业的支柱企业，截至 2021 年末，已获得中国银行、工商银行、兴业银行等多家金融机构的授信额度合计 1,403.81 亿元，已使用授信额度 653.09 亿元，尚余授信额度 750.72 亿元，授信额度较为充裕。随着发行人经营效益提升及股东实力增强，省内主要金融机构对其均持较为积极的态度。发行人的融资能力稳定，融资渠道便捷、多样性逐渐增加，有利于保障到期债务本息的偿付。

根据债券存续期相关信息披露，“22 晋路桥 SCP001（乡村振兴）”已于 2022 年 11 月 30 日顺利发布本息兑付公告，上海新世纪资信评估投资服务有限公司保持发行人 AA+的评级，认为发行人偿债能力强，债券安全性高，评级展望为稳定。

3.3 “22 晋路桥 SCP001” 融资情况

3.3.1 债券发行信息

从中国货币网发布的数据得出，截止到 2022 年末，山西路桥集团共发行 15 期超短期融资券。本文选取的“22 晋路桥 SCP001（乡村振兴）”是由山西路桥集团 2022 年 2 月 21 日在中国银行间市场交易商协会注册，中国银行股份有限公司为本期超短期融资券发行的主承销商和簿记管理人，以实名记账方式发行，在上海清算所登记托管，兴业银行股份有限公司为本期超短期融资券的联席主承销商。注册总额 30 亿元人民币，本期发行金额上限人民币 10 亿元，发行期限 180 天，资金用于补充营运资金以及偿还利息。超短期融资券的利息随本金一起支付，产品到期日前 5 个工作日，在指定媒体上发布的兑付公告，具体发行信息如表 3.5 所示：

表 3.5 山西路桥集团 2022 年度第一期超短期融资券（乡村振兴）发行信息

债券简称	22 晋路桥 SCP001（乡村振兴）	债券种类	超短期融资券
注册金额	30 亿元人民币	发行金额	10 亿元人民币
发行时间	2022 年 6 月 9 日	期限	180 天
票面金额	100 元人民币	债项利率	2.9%
发行对象	全国银行间债券市场的机构投资者	上市日期	2022 年 6 月 13 日
起息日	2022 年 6 月 10 日	兑付日期	2022 年 12 月 7 日
还本付息方式	到期一次还本付息	担保方式	无担保
发行方式	主承销商组织承销团，集中簿记建档、配售	信用评级等级	AA+

数据来源：22 晋路桥 SCP001（乡村振兴）发行募集说明书

主承销商组织承销团是乡村振兴超短期融资券发行方式，在全国银行间债券市场通过集中簿记建档、配售的方式公开发售。在规定时间内，承销团成员在集中簿记建档系统上提交《山西路桥建设集团有限公司 2022 年度第一期超短期融资券（乡村振兴）申购要约》给簿记管理人，申购金额下限为 1000 万元或其整数倍。

乡村振兴超短期融资券定价原则及方式，如果认购超过基础定价，簿记管理人就会在申购时间截止后将全部合规申购单进行整理，把申购利率按照由低到高进行排列，最终发行利率是实际发行金额所对应的申购利率。如果认购规模不足，有效申购总金额小于基础发行规模，就要在簿记截止时间前利用提高利率区间再次簿记，如果是以代销方式承销的，就应缩减实际发行额。

3.3.2 募集资金用途

发行人于 2022 年 6 月 10 日发行了山西路桥建设集团有限公司 2022 年度第一期超短期融资券（乡村振兴），债券简称“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”，募集资金 10 亿元，用途为：一是归还发行人到期发债资金和流动资金贷款，二是归还“太佳高速公路东段项目”、“阳蟒高速公路项目”和“隰吉高速公路项目”贷款的本金和利息；资金用途二为乡村振兴项目专用用途。根据发行人融资需求，拟发行不超过 10 亿元的超短期融资券，用于偿还公司有息债务，其中 3.04 亿元用于乡村振兴领域，占本期募集资金的 30.4%；剩余 6.96 亿元用于偿还发行人到期发债资金和流动贷款。目前募集资金 10 亿元已全部使用完毕。募集资金具体用途如表 3.6 和表 3.7 所示：

表 3.6 发行超短期融资券拟偿还到期金融机构借款情况

序号	借款主体	金融机构/贷款机构	借款金额	借款余额	借款日	到期日	担保方式	资金用途	拟使用募集资金金额
1	山西路桥建设集团有限公司	华夏银行	7.00	2.00	2021/7/29	2022/7/29	信用	偿还流动贷款	1.96
2	山西路桥建设集团有限公司	21 晋路桥 SCP004	5.00	5.00	2021/9/17	2022/6/14	信用	偿还到期发债资金	5.00
合计									6.96

数据来源：22 晋路桥 SCP001（乡村振兴）发行募集说明书

表 3.7 发行超短期融资券拟用于偿还乡村振兴贷款情况

序号	借款主体	金融机构	借款金额	借款余额	借款日	到期日	担保方式	资金用途	拟使用募集资金金额
1	山西路桥集团太佳高速公路东段有限公司	工商银行	48.66	44.16	2019/6/28	2031/12/28	质押	偿还乡村振兴项目贷款的本金和利息	1.35
2	山西路桥建设集团阳蟒高速公路有限责任公司	工商银行	37.00	35.63	2017/3/28	2047/12/21	质押	偿还乡村振兴项目贷款本金和利息	1.07
3	山西路桥集团隰吉高速公路有限公司	建设银行	6.00	6.00	2020/4/1	2050/4/1	质押	偿还乡村振兴项目贷款利息	0.06
4	山西路桥集团隰吉高速公路有限公司	邮储银行	25.00	25.00	2020/7/17	2050/7/15	质押	偿还乡村振兴项目贷款利息	0.25
5	山西路桥集团隰吉高速公路有限公司	工商银行	30.00	30.00	2021/2/2	2049/12/21	质押	偿还乡村振兴项目贷款利息	0.31
合计									3.04

数据来源：22 晋路桥 SCP001（乡村振兴）发行募集说明书

“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”具有明显的乡村振兴属性，这也是与其他将募集资金部分或全部用于偿还债务或补充流动资金的超短期融资券相比特别之处。所筹资金 3.04 亿元专项用于乡村振兴领域项目，发挥资本市场服务国家乡村振兴战略的要义。

表 3.8 乡村振兴项目基本情况

项目名称	区位优势	通车前	通车后
太佳高速公路	贯穿山西省东西	农作物卖不出去，旅游受阻	串起吕梁方山、北武当、碛口等旅游景点；农作物走出老区
阳蟒高速公路	贯通山西南部与河南中西部	交通不便，旅游受阻	解决当地一部分就业；带动当地旅游产业发展
隰吉高速项目	创造一个良好的出省通道	交通不便，经济落后	提供了就业岗位；带动当地旅游产业发展

数据来源：22 晋路桥 SCP001（乡村振兴）发行募集说明书

中共中央、国务院《关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》（“2022 年中央一号文件”）提出“扎实开展重点领域农村基础设施建设”、“有序推进乡镇通三级及以上等级公路、较大人口规模自然村（组）通硬化路”，同时还提出“重点发展农产品加工、乡村休闲旅游、农村电商等产业”、促进农民就地就近就业创业。从募集书上得知山西路桥集团募集的超短期融资券主要是用于太佳高速公路、阳蟒高速公路和隰吉高速公路三个高速公路建设项目贷款本金和利息的支付，具体情况如表 3.8 所示：

新修建的太佳高速公路是一条横跨山西省东西的运输大动脉，建成后山西西部的区位优势将得到极大提升，80%的吕梁市县只需一小时就可以上高速。太佳高速公路沿途县经济落后，道路不畅通，农作物运不出去，丰富物产卖不出去，农民无法增收；交通不便也影响旅游资源，太佳高速建成后，将把吕梁方山、北武当、碛口等旅游景点串起来，当地旅游行业将迎来新的机遇；太佳高速的修建，对中部崛起、路网规划实施，革命老区建设，沿线矿产及旅游资源开发都具有积极促进作用，具有重要意义。

改变落后的境况，促进吕梁革命老区经济发展。阳蟒高速公路把山西南部与河南中西部贯通起来，与青兰、荷宝、连霍等国家高速公路相连接，建成后将是山西通往中部各省份和东部发达地区的重要经济通道，阳蟒高速主线有 330 人的项目管理人员，收费站，养护工区，高速服务区，隧道管理站和路段监控通信分中心等基本上都是在当地招聘服务和维护人员，解决了高速公路沿线的部分就业问题。为山西与经济发达地区的交流、改善投资环境、促进当地经济发展、带动旅游产业发展都将具有重要意义。

隰吉高速公路的修建为临汾市辖区隰县、大宁县、吉县等县域交通出行带来极大的便利，项目沿途设立的互通收费站，监控通信中心，养护工区，服务区等需要的大部分服务和维护人员均在当地招聘，同样提供了就业岗位。

上述三条高速公路项目，一是通过提升改造，提高沿线运输能力，缩短空间距离，极大缓解了过去因道路承载能力不足而影响农副产品及丰富矿产的运输等问题，为沿线区域农业产业进一步发展提供积极助力；二是凭借良好生态资源和区位优势，使得高速周边经济发展动力强劲，带动了乡村休闲农业和乡村旅游业的发展，帮助沿途乡村通过“交通+生态旅游”、“交通+特色产业”、“交通+电商快递”等模式提振乡村经济；三是项目工程建设期间有助于推动所在地基础设施建设，同时工程所在地相关产业，如建材、贸易等行业也得到了相应发展。

3.3.3 信用评级情况

发行人的信用评级机构是上海新世纪资信评估投资服务有限公司。从近三年评级情况看，发行人 2019-2021 年上海新世纪资信评估投资服务有限公司对发行人的评级为 AA+，展望为稳定。主体长期信用等级为 AA+表明债券发行人偿债能力较强，不利经济环境对其影响较小，违约风险低。近三年发行人未发生重大债务违约情况，到期债务本金及利息都按时支付，通过人民银行信贷征信系统查询，发行人无不良信贷记录。

从近三年债务偿还情况，发行人有 98.85 亿元的待偿还债务余额。债务融资工具均按时付息兑付，不存在欠息和本金违约情况。

截至 2021 年末，发行人获得各类授信额度合计 1,403.81 亿元，已使用授信额度 653.08 亿元，尚余授信额度 750.72 亿元，具体情况如表 3.9 所示：

表 3.9 2021 年末银行授信明细表（亿元）

序号	授信银行	授信金额	已使用额度	授信余额
1	国开行山西省分行	292.17	63.44	228.73
2	工商银行	185.78	146.28	39.5
3	中国银行	114.88	76.17	38.72
4	邮储银行	132.00	42.41	89.59
5	农发行	81.65	42.82	38.83
6	民生银行	75.50	35.18	40.32
7	兴业银行	72.12	40.28	31.84
8	建设银行	64.90	11.44	53.46

续表 3.9

序号	授信银行	授信金额	已使用额度	授信余额
9	招商银行	54.00	—	54.00
10	农业银行	50.00	4.43	45.57
11	北京银行	35.00	30.00	5.00
12	浙商银行	44.30	44.04	0.26
13	华夏银行	36.50	8.50	28.00
14	光大银行	32.50	27.24	5.26
15	晋商银行	25.00	19.28	5.72
16	中信银行	22.00	11.10	10.90
17	交通银行	22.00	13.02	8.98
18	浦发银行	19.00	6.97	12.03
19	进出口银行	15.00	15.00	—
20	渤海银行	11.00	1.40	9.6
21	农信社	8.00	6.82	1.19
22	广发银行	6.50	4.28	2.23
23	平安银行	3.00	2.00	1
24	汇丰银行	1.00	1.00	—
合计		1,403.81	653.08	750.72

数据来源：中国货币网

3.3.4 债券融资后续管理与信息披露

发行人为保护投资者的合法权益，制定全面的信息披露管理制度。对管理部门及负责人的职责、财务管理和会计核算的内部控制及监督机制等方面都做出了明确规定，规范了公司重大信息披露需由公司财务融资部对“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”存续期间各类定期报告及重大信息进行披露。

超短期融资券发行前的 1 个工作日，发行人需要在中国货币网和上海清算所网站上披露以下文件：发行人超短期融资券（乡村振兴）募集说明书；发行主体信用评级报告；经审计后的合并及母公司财务报表等中国银行间市场交易商协会要求披露的文件。

存续期间信息要定期披露。在中国货币网、上海清算所网站上定期披露如下信息：上一年年度报告、季度财务报表；债务融资工具存续期内，企业信息披露的时间应当不晚于企业按照境内外监管机构、市场自律组织、证券交易场所要求，或者将有关信息刊登在其他指定信息披露渠道、媒体上的时间。发行人需在债务融资工具利息支付日或本金兑付日前 5 个工作日披露可能影响投资人实现其债权的重大事项，包括：企业名称变

更，停产等企业经营状况发生重大变化信息发布；发行人应当及时披露付息或兑付存在不确定性的风险提示公告。

4 “22 晋路桥 SCP001” 融资效应分析

融资效应是指债券发行人在权衡收益与风险的基础上，在资本市场通过融资获得资金后，对企业经营状况等方面所带来的影响。本文研究对象是主题类超短期融资券，发行主体山西路桥集团是非上市公司，因此本文认为乡村振兴超短期融资券的融资效应主要从社会效应、财务效应、融资的成本效应以及融资风险影响四个方面进行研究。

4.1 债券融资的社会效应分析

4.1.1 对企业声誉的影响分析

本次债券的发行人作为一家中部地区的企业，在省内及周边地区有很高的知名度，树立了优秀的品牌形象，通过公路产业和龙头企业带动作用，促进就业，促进当地经济发展，与乡村振兴国家战略高度契合，体现出发行人的社会责任。通过百度搜索山西路桥乡村振兴，可以得到多家媒体的报道诸如山西首单乡村振兴债券落地，发行规模 10 亿元和山西路桥集团成功发行山西省首单乡村振兴债。着重突出了首单乡村振兴债，进一步提高了发行人的知名度。同时承销机构、中国货币网、上海清算所对发行过程等进行详尽的介绍，是山西路桥集团以乡村振兴模式对企业的直接宣传，此次乡村振兴超短期融资券的成功发行，彰显了山西路桥集团的国企责任担当与创新融资能力，进一步提高了集团在资本市场的品牌声誉效益和影响力。

通过社会效益进一步促进企业经济效益，发行人通过对多个 BT、BOT 及 TOT 项目的建设和运营，有利于其未来继续承接省内外大型项目；同时能够运用超短期融资券融资，说明企业各方面经营状况良好，符合发行要求，在资本市场上树立了公司融资品牌形象，有助于社会的广泛关注。

4.1.2 对募投项目乡村振兴效果的分析

评价债券发行所产生的乡村振兴效果，可以从分析募投资金所投向的项目着手。募集的资金主要投向太佳、阳麟和隰吉三家高速公路建设；太佳高速公路东段项目作为山西省新增的承东启西的一条运输动脉，极大地改善山西西部的区位优势，自此吕梁市 80% 的县（市、区）可在一小时内上高速，同时串联起沿途的尖草坪西塆乡、阳曲县泥屯镇、西陵井乡以及静乐县赤泥洼乡、丰润镇、龙泉乡、赤土壑、岚县郭家庄等，对提升当

地的旅游资源、物产资源等方面起到了促进作用。阳蟒高速公路项目贯通山西南部与河南中西部，使山西有一条通往中部省份和沪、浙、苏等东部发达地区的经济通道，有效连接青兰、荷宝、连霍等国家高速公路，对于加强山西与经济发达地区的交流、促进区域经济发展、改善投资环境、带动旅游产业发展具有重要意义。隰吉高速公路项目的实施将为临汾市隰县、大宁县、吉县等县域交通出行带来极大的便利，同时将有效带动沿途县域区域内的经济发展，改善省际交通联系，提升地区内的煤炭产业、旅游产业的快速发展。

以上三条高速公路的建设，极大的缓解因道路承载能力不足而影响农副产品及矿产资源的运输问题，为沿线区域农业产业进一步发展提供助力，帮助沿途乡村通过“交通+生态旅游”、“交通+特色产业”等模式提振乡村经济。目前上述高速公路正积极发挥着乡村振兴推动作用，乡村振兴效果良好。

4.2 债券融资的成本效应分析

2012年至2022年，发行人共发行33只债券，其中超短期融资券发行15只，中期票据发行6只，短期融资券1只，定向发行8只，本文从同一主体发行不同债券融资成本、不同主体发行债券融资成本和其他融资工具相比的优势利差三个方面对本文债券融资成本进行分析。

4.2.1 同一主体发行不同债券融资成本分析

鉴于“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”为超短期融资券，因此选择拥有相同期限的债券进行比较，中期票据和定向发行等债券不适宜作为比较对象。选择“18 晋路桥 SCP004”与“21 晋路桥 SCP003”进行对比，如表 4.1 所示，可以得出结论，本文乡村振兴超短期融资券与一般超短期融资券“18 晋路桥 SCP004”与“21 晋路桥 SCP003”均出自同一发行人主体，期限均为 180 天，“18 晋路桥 SCP004”的债券利率为 4.98%，“21 晋路桥 SCP003”的债券利率为 4.3%，扣除时间成本，本文所研究的乡村振兴类主题的超短期融资券债券利率 2.9%，明显低于同一主体，相同期限的一般超券期融资券，进而显著降低发行成本，具有成本优势。

表 4.1 同一发行主体部分债券发行情况表

债项简称	发行总额（亿元）	债券利率	发行期限	性质
18 晋路桥 SCP004	10	4.98	180 天	超短期融资券
21 晋路桥 SCP003	5	4.30	180 天	超短期融资券
22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)	10	2.90	180 天	超短期融资券

数据来源:中国货币网

4.2.2 不同主体发行债券融资成本分析

如表 4.2 所示, 本文选取了同一年发行的乡村振兴超短期融资券进行比较, 发现信用等级同是 AA+水平的债券发行利率差在 0.1-0.85 个百分点间浮动, 与 AAA 信用等级债券相比, 信用等级高的债券明显发行利率更低, 表中所示的 AAA 信用等级的“22 国能租赁 SCP001(乡村振兴)”和“22 金龙鱼 SCP002(乡村振兴)”发行利率分别比 AA+信用等级的“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”低 0.51 和 1.08 个百分点, 说明超短期融资券信用等级越高, 发行利率也会更低。

表 4.2 部分不同主体超短期融资券(乡村振兴)发行情况表

债券简称	注册金额 (亿元)	发行金额 (亿元)	期限 (天)	主体信用 级别	利率(%)
22 康恩贝 SCP001(乡村振兴)	10	2	180	AA+	2.80
22 渝医药 SCP001(乡村振兴)	40	2	180	AA+	3.75
22 国能租赁 SCP001(乡村振兴)	40	10	180	AAA	2.39
22 海大 SCP001BC(乡村振兴)	35	4	180	AA+	3.18
22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)	30	10	180	AA+	2.90
22 金龙鱼 SCP002(乡村振兴)	80	25	180	AAA	1.82

数据来源:中国货币网

4.2.3 与其他融资工具相比的优势利差

本文通过利息分析超短融的发行对公司财务费用的影响。

优势利差由超短融发行利率与同期同期限的银行贷款基准利率之差计算得出。山西路桥集团发行的“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”与银行贷款利差为优势利差, 再利用优势利差算出节省的利息费用。所节省的利息成本可通过下述公式计算

优势利差=基准利率-超短期融资券票面年利率

节约融资成本=债券发行金额×优势利差×发行期限/365

表 4.3 22 晋路桥 SCP001(乡村振兴) 利差分析表

产品简称	发行金额 (亿元)	发行期限 (天)	票面年利 率 (%)	利息费用 (万元)	基准利率 (%)	优势利差 (%)	节约融资 成本 (万 元)
22 晋路桥 SCP001(乡 村振兴)	10	180	2.9	1430.14	4.35	1.45	715.07

数据来源:中国货币网

如表 4.3 所示,山西路桥集团此次发行 10 亿元超短融。到期需要支付利息费用 1430.14 万元,2022 年在发行期间一年内银行贷款基准利率均是 4.35%,如果将 22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)超短融替换成等额银行贷款将产生 2145.21 万元利息费用;与银行贷款利息费用相比,超短融的发行可以为山西路桥集团节省 715.07 万元的财务费用,大幅降低企业融资成本。

4.3 债券融资的财务效应分析

4.3.1 现金流量影响分析

高速公路项目的造价高,前期投入大,项目的回收期较长,是一种超前投资行业,同时也面临着资产负债率高,还本付息压力大等问题。现金流量反映企业经营、投资或筹资活动现金流入和流出的情况,超短期融资券融资具有发行速度快、发行费用低等特点,可以较好地解决公司短期资金需求;各类资金活动产生的现金净额情况如表 4.4 所示:

表 4.4 山西路桥集团 2017-2022 年 9 月各类资金活动产生的现金净额情况表

单位:万元

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
经营活动产 生的现金流 量净额	84,932.90	48,124.10	48,700.34	265,058.24	398,173.32	449,095.84

续表 4.4

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
投资活动产						
生的现金流	-899,487.28	4.33	-1,350,527.84	255,193.02	-1,308,337.11	-1,061,295.84
量净额						
筹资活动产						
生的现金流	1,131,415.69	-197,358.47	1,031,584.40	-351,516.88	740,472.59	807,996.07
量净额						

数据来源：wind 金融终端

（1）经营现金流分析

如表 4.4 所示，2018 年和 2019 年山西路桥集团经营活动产生的现金流量净额较少，在投资，特别是筹资活动中产生的现金流较大，表明债券发行人的资金这两年集中于筹资和投资领域，所募集资金补充了公司营运资金。2020 年-2022 年 9 月份经营活动产生的现金流量净额逐年增加，特别是“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”发行后的 2022 年 9 月数据显示出，仅前三季度现金流净额就超出了以往年份全年额度，2022 年前 9 月累计比 2020 年增长 69.4%，年均增长 30.2%，现金流净额的大幅增长表明乡村振兴超短期融资券发行后，企业经营状况越来越好，通过工程收入等收到的现金大幅提高。

（2）投资性现金流分析

如表 4.4 所示，发行人通过发行超短期融资券募集的资金，加大了高速公路等基础设施项目投资力度，除 2018 年和 2020 年外，其余年份投资性现金流出增大，表明企业在投融资领域发展较好。在取得超短期融资券等融资工具的发行资质后，公司抓住机遇发行超短融券，及时补充了短期资金。2018 年特别是 2020 年投资性现金流为正，表明投资活动资金的流入大于流出，前期投入得到回报；公司建筑工程占公司业务的 80% 以上，随着项目的陆续竣工和再建，加上项目受宏观经济市场环境的影响大，导致近六年投资性现金流净额波动幅度较大。

（3）筹资性现金流分析

公司筹资领域的现金流受发行超短期融资券的影响较大，如表 4.5 所示，山西路桥集团近年来筹资活动现金流入呈现上升趋势，主要是借款收到的现金占比最大，近五年占比都在 90% 以上。筹资活动现金流出情况总体也呈上升趋势，2018 年和 2021 年略下

降，占比最大的均为偿还债务支付的现金，占比分别为 75.4%、79.2%、87.2%、81%、88.5%和 90.2%。超短期融资券的期限在 270 天以内，偿还债务时发生筹资活动现金流出。筹资活动现金流出项目中，由于近年来超短期融资券发行成功后，其所募集的资金大多用于偿还有息借款，均会影响企业筹资活动现金流入和流出。

该公司主要通过向银行借款、发行债券等方式融资，近几年先后发行了超短期融资券、定向债务融资工具、中期票据以及公司债。2017-2022 年 9 月公司取得借款及发行债券收到的现金分别为 159.16 亿元、139.67 亿元、382.46 亿元、403.19 亿元和 365.71 亿元和 332.69 亿元。同期企业得到投资收入分别为 39.16 亿元、3.19 亿元、2.87 亿元、6.09 亿元和 36.25 亿元和 18.86 亿元，其中 2021 年吸收投资收到的现金大幅增长 494.88%至 36.25 亿元，主要系收到用于项目建设的政府补助所致。公司其他因素对筹资环节现金流量影响净额主要系收到与偿还关联方借款、发行债券产生的费用现金支出等，2021 年其他因素对筹资环节现金净流出规模大幅减少，主要系受到上年收购子公司少数股东股权所产生的高基数影响。2021 年，公司筹资环节产生的现金流量净额为 74.05 亿元，由负转正且大幅增加，乡村振兴超短期融资券发行后，仅从 2022 年 9 月数据来看，就比 2021 年全年的筹资活动产生的现金流净额增加 6.75 亿元，主要是企业支付其他与筹资活动有关的现金大幅减少所致。

表 4.5 山西路桥集团筹资活动产生的现金流量明细表

	单位：万元					
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
筹资活动产生的现金流量净额	1,131,415.69	-197,358.47	1,031,584.40	-351,516.88	740,472.59	807,996.07
吸收投资收到的现金	391,600.00	31,941.13	28,734.19	60,930.95	362,467.76	188,566.33
取得借款收到的现金	1,591,550.00	1,396,673.74	3,824,571.31	4,031,869.21	3,657,147.52	3,326,906.38
收到其他与筹资活动有关的现金	554,469.93	46.8	-	-	30,000.00	-
筹资活动现金流入小计	3,137,619.93	1,428,661.68	3,853,305.50	4,092,800.16	4,049,615.28	3,515,472.71

续表 4.5

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年9月
偿还债务支付的现金	1,511,854.02	1,287,600.66	2,459,202.60	3,601,554.81	2,929,961.79	2,442,372.52
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	279,395.10	318,608.92	345,940.68	341,069.73	341,227.47	262,368.45
支付其他与筹资活动有关的现金	214,955.11	19,810.57	16,577.82	501,692.51	37,953.43	2,735.68
筹资活动现金流出小计	2,006,204.23	1,626,020.15	2,821,721.09	4,444,317.05	3,309,142.69	2,707,476.65

数据来源：wind 金融终端、债券发行人历年财务报表

4.3.2 偿债能力分析

建筑与工程行业特点是投资大，资金回收期较长，高额借款使企业每年都会产生大量利息费用，因此研究债券发行人的偿债能力变得非常重要。

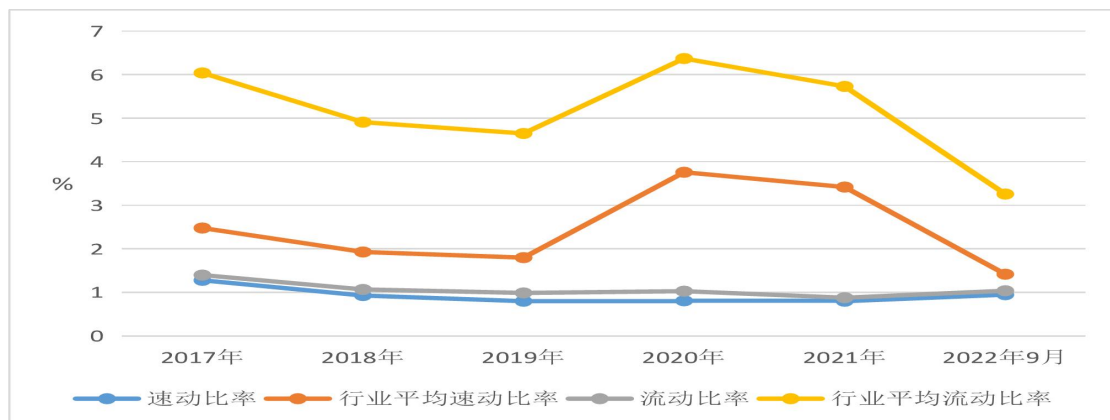
债券发行人近几年主要偿债指标如表 4.6 所示：

表 4.6 债券发行人近几年主要偿债指标情况表

	指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年9月
短期	速动比率	1.28	0.93	0.8	0.81	0.8	0.95
偿债能力	行业平均速动比率	2.48	1.93	1.80	3.76	3.42	1.42
	流动比率	1.4	1.07	0.99	1.03	0.88	1.04
	行业平均流动比率	6.04	4.91	4.65	6.37	5.73	3.26
长期	资产负债率	78.15	78.99	77.75	78.17	74.61	74.2
偿债能力	行业平均资产负债率	54.21	54.31	54.92	55.88	55.91	61.56
	利息保障倍数	1.14	1.14	1.44	1.44	1.75	1.81

数据来源：wind 金融终端、债券发行人历年财务报表

流动比率和速动比率是用来研究企业短期偿债能力的重要指标，可以衡量企业把流动资产转为现金流的能力，特别是速动比率扣除了变现能力弱的存货和不能变现的待摊费用、预付账款，更能体现出企业偿债水平。如图 4.1 所示：发行人的流动比率与速动比率在 0.8-1.4 之间，二者数据相差不大，表明企业存货和待摊费用在流动负债中占比较小，趋势平稳，虽然低于行业平均比率，但是处于正常水平。2017 年至 2022 年 9 月，发行人流动比率分别为 1.40、1.07、0.99、1.03、0.88 和 1.04，速动比率分别为 1.28、0.93、0.80、0.81、0.8 和 0.95，2018 至 2021 年较 2017 年均有所下降，主要是因为发行人归还融资、偿还往来款以及项目投入金额较高，2021 年发行人由于存货减少的影响，导致流动比率下降，总体来说指标值处于合理区间。2022 年 9 月企业流动比率和速动比率为近五年最高，分别比 2021 年增加 0.16 和 0.15 个百分点，说明“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”的发行提升了企业的偿债能力。2020 年之后，受整个市场不景气大环境影响，行业平均流动比率与速动比率下降趋势明显，而本文发行人在同样环境下仍然实现了流动比率和速动比率的波段提高，显示出发行人本身实力雄厚，短期偿债能力进一步提升。

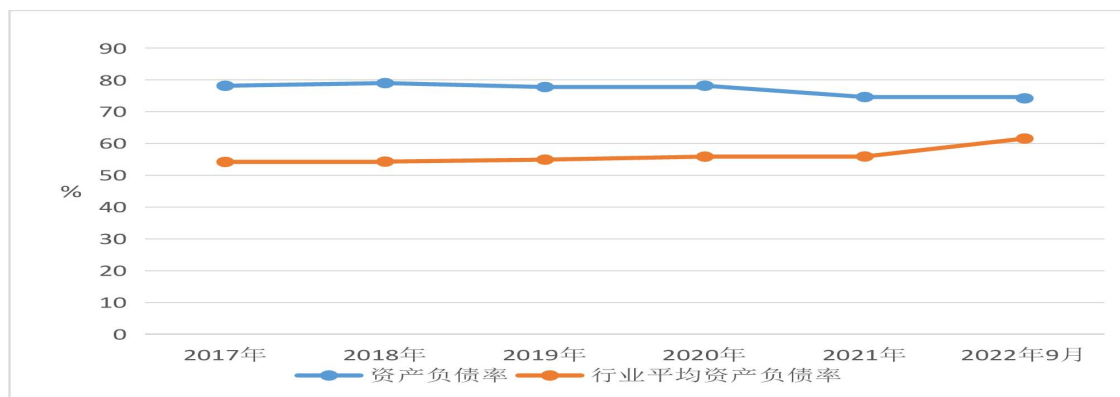


数据来源:中国货币网、wind 金融终端

图 4.1 债券发行人 2017 年-2022 年 9 月部分短期偿债指标情况

资产负债率是衡量企业长期偿债能力的重要指标，用以反映企业使用贷款进行经营活动的能力，正常情况下，企业的资产负债率合理区间是 40%-60%，如图 4.2 所示：2017 年至 2022 年 9 月，发行人资产负债率分别为 78.15%、78.99%、77.75%、78.17%、74.61% 和 74.25%，高出行业平均值 20 多个百分点，保持稳定但指标值较高，正常情况下，负债率已经达到警戒线，存在财务风险，主要是因为发行人在建 BT、BOT 项目和拟建 PPP 项目的前期投入金额高，除自有资金外仍需筹资，发行人资产负债率高；2020 年以来，

发行人逐步加强了对融资的管理，采用多种方式降低资产负债率，从数据上看，与行业均值之间差距逐步缩小。特别是 2022 年发行人通过发行“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”进行融资，融资成本得到有效降低，企业日常经营活动所需要的流动资金得到保障，资产负债率不断降低，与行业平均值差距由 2021 年的 18.7 收窄到 12.64，企业经营规模逐步扩大，通过持续优化资产负债结构，长期偿债能力也得到加强。



数据来源:中国货币网、wind 金融终端

图 4.2 债券发行人 2017-2022 年 9 月资产负债率

EBITDA 利息保障倍数是企业息税前利润与利息费用的比值，也是反映企业长期偿债能力的重要指标，利息保障倍数越大，企业支付利息费用的能力越强。如表 4-6 所示，2017 年至 2022 年 9 月，发行人 EBITDA 利息保障倍数分别为 1.14、1.14、1.44、1.44、1.75 和 1.81，呈稳步上升态势，从数据上看，“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”的发行使 EBITDA 利息保障倍数明显增加，说明企业支付利息的能力不断增强，发行人营业状况良好，营业收入和营业利润不断增加，是带动利息保障倍数增长的主要原因。

整体而言，发行人资产负债结构稳定，同行业特性相适应，流动性较为充足，具备一定的长、短期偿债能力。

4.3.3 盈利能力分析

为研究发行人近年盈利能力的变化情况，首先我们选取了 2017 年-2022 年 9 月毛利率数据，并把销售净利率等指标分别与行业平均情况对照分析。

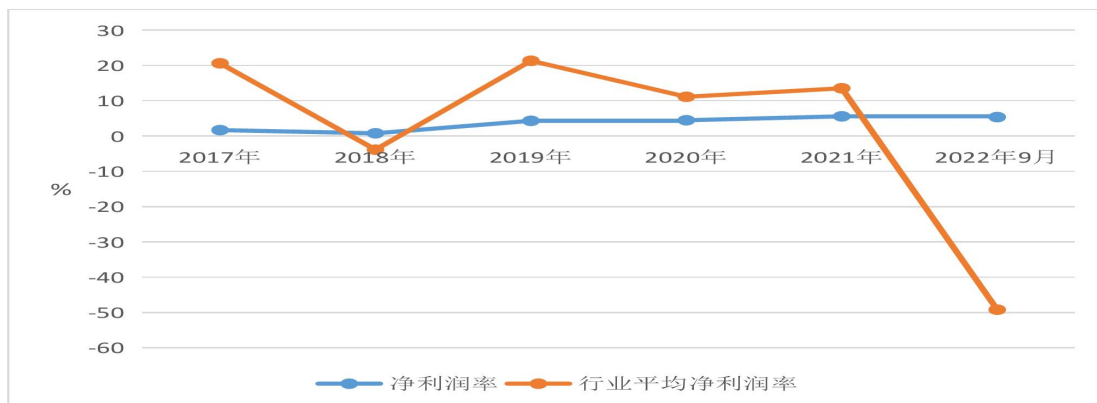
表 4.7 2017-2022 年 9 月债券发行人盈利能力情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
毛利率	21.93	17.23	25.48	23.42	22.73	21.92
净利润率	1.68	0.77	4.31	4.47	5.58	5.37
行业平均净利润率	20.60	-3.86	21.31	11.11	13.52	-49.18
总资产报酬率	2.94	2.21	3.13	3.63	3.43	1.77
行业平均总资产报酬率	1.78	1.68	1.55	1.46	1.34	0.76
净资产收益率	-0.15	0.7	4.41	5.82	5.69	3.10
行业平均净资产收益率	2.77	2.71	2.02	2.33	1.97	1.13

数据来源:中国货币网、wind 金融终端

发行人承接的项目规模大、数量多、前期资本性投入高,近年来,主要盈利能力指标波动较为明显。如表 4.7 所示:2017 年毛利率较高,主要是因为发行人近年的项目均为自建自投,利润率较高;2018 年同比下降 4.7 个百分点,主要是因为根据集团规划,当年合并了毛利率较低的地方路桥企业;2019 年较上年提升 8.25 个百分点,主要是因为山西路桥建设集团有限公司 2019 年施行精细化管理,成立了核算中心,山西路桥建设集团有限公司作为利润中心严格管理作为成本中心的各地方路桥企业,同时,年初对钢材和沥青等主材进行集中采购,从而实现成本控制;2020-2022 年 9 月之间数值无显著变化,说明“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”的发行对企业盈利能力无显著影响。

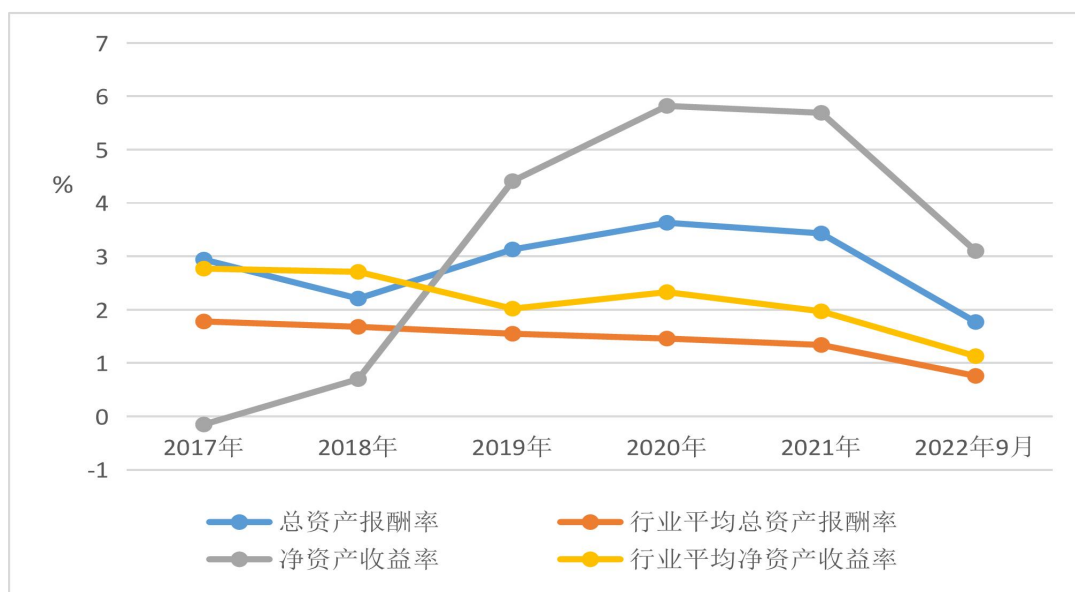
如图 4.3 所示:除 2018 年由于政府补助和补贴减少导致净利润率下降外,其余年份受当年政府补助和补贴较高和房地产板块和通行费板块本身利润率较高的影响,利润率不断提升。与行业平均值相比,仅 2018 年和 2022 年 9 月数值高出行业平均水平,其余年份均低于行业平均值,除 2022 年 9 月外,二者之间的差距不断缩小。



数据来源:wind 金融终端,山西路桥集团财务报告

图 4.3 山西路桥集团主要盈利指标图(1)

如图 4.4 所示：2018 年总资产报酬率和净资产收益率总体上呈上升趋势。2019 年和 2020 年总资产报酬率同比上升 0.92 和 0.5 个百分点，净资产收益率同比上升 3.71 和 1.41 个百分点，主要是因为工程承揽量增长，带动收入及净利润增长。2021-2022 年 9 月份总资产报酬率、净资产收益率均与上年无显著变化，与行业平均值相比，总资产报酬率均高于行业平均，净资产收益率近四年数值远远高于行业平均水平，说明“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”债券的发行对企业的经营活动起到了一定的促进作用，但对企业本身盈利能力水平的提升有限。



数据来源：wind 金融终端，山西路桥集团财务报告

图 4.4 山西路桥集团主要盈利指标图 (2)

4.3.4 营运能力分析

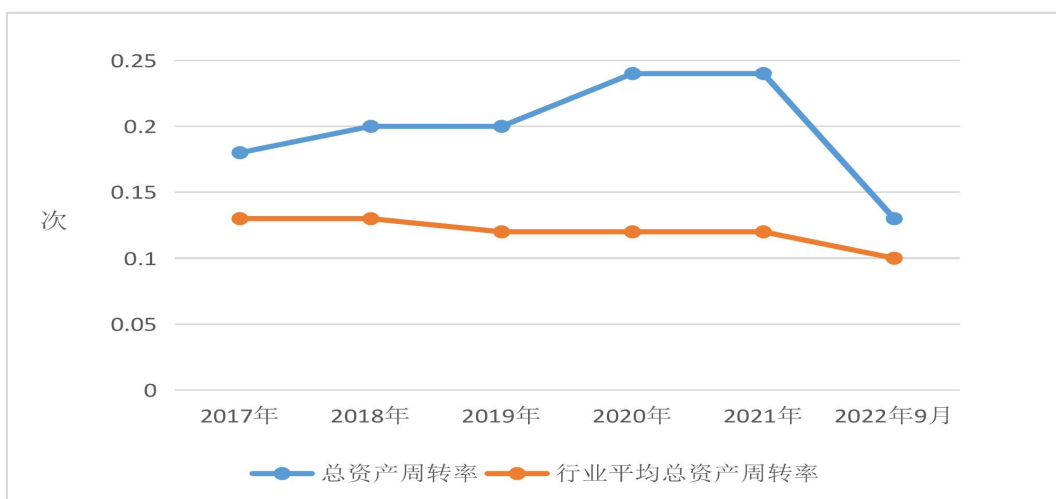
从营业收入占单位总资产比例的变动情况分析山西路桥集团总资产周转率。如表 4.8 所示：总资产周转率整体呈上升趋势，表明企业营业收入不断提升，资产利用率越来越高，公司经营能力不断增强。存货周转率在 2018-2020 年呈下降，之后呈上升趋势。说明当年 2018-2020 年营运能力相比其余年份较弱，企业为维持正常运营急需补充现金流，因此山西路桥集团选择 2018 年和 2020 年分别发行 5 期和 2 期超短期融资券，2022 年更是发行了乡村振兴超短期融资券，以弥补现金流短缺，提高了企业营运能力。

表 4.8 2017-2022 年 9 月债券发行人营运能力情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
总资产周转率	0.18	0.20	0.20	0.24	0.24	0.13
行业平均总资产周转率	0.13	0.13	0.12	0.12	0.12	0.10
存货周转率	4.68	4.40	2.69	2.68	3.31	2.39
行业平均存货周转率	12.74	18.54	16.42	11.97	3.65	10.68

数据来源：wind 金融终端，山西路桥集团财报

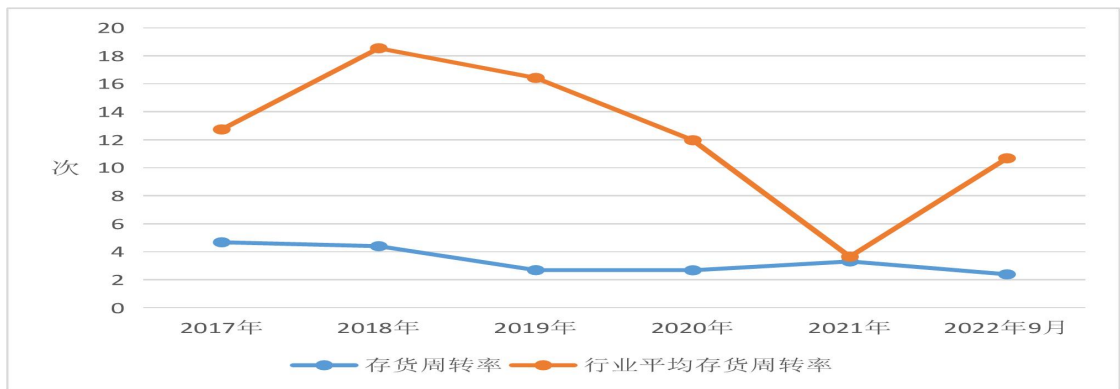
如图 4.5 所示，2017 年以来，总资产周转率均高于行业平均值，说明债券发行人的资金的使用效率高于同行业平均水平。



数据来源：wind 金融终端

图 4.5 债券发行主体主要营运指标情况（1）

如图 4.6 所示债券发行人存货周转率均低于行业平均水平，但很平稳，表明企业运行平稳，项目稳定。



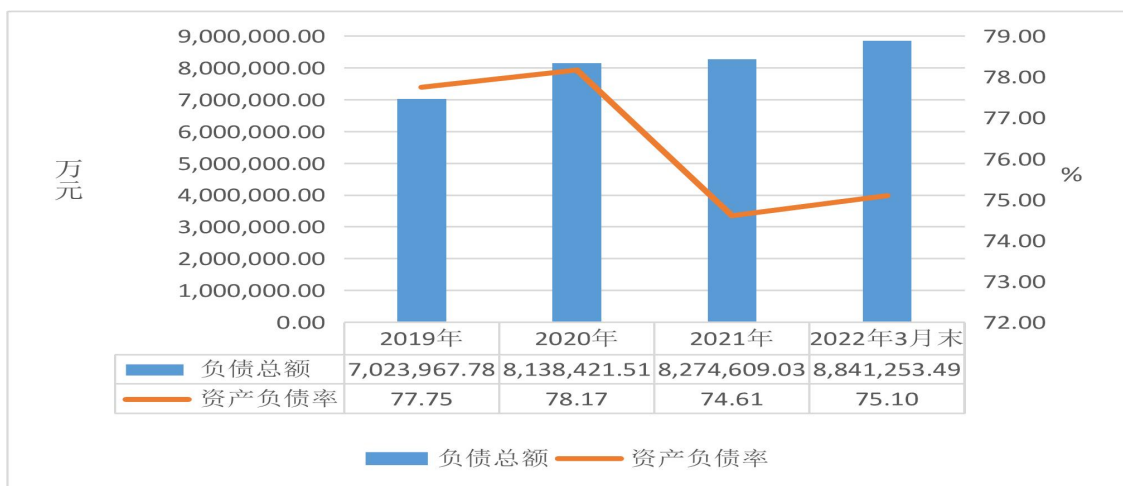
数据来源：wind 金融终端

图 4.6 债券发行主体主要营运指标情况（2）

4.4 债券融资的风险分析

对企业融资风险的影响分析主要从财务风险、经营风险、政策风险三个方面分析发行超短期融资券可能面临的风险。

4.4.1 财务风险分析

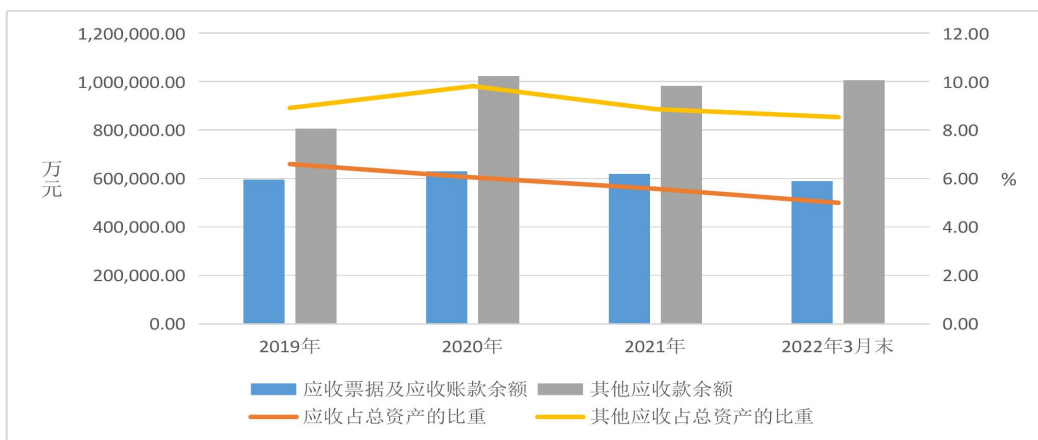


数据来源：22 晋路桥 SCP001（乡村振兴）发行募集说明书

图 4.7 2019-2022 年 3 月末山西路桥集团资产负债情况

如图 4.7 所示，2019-2021 年及 2022 年 3 月末，发行人负债总额呈不断上升的状态，特别是 2022 年 3 月末，仅一个季度的额度就超过了近三年各年全年；资产负债率分别

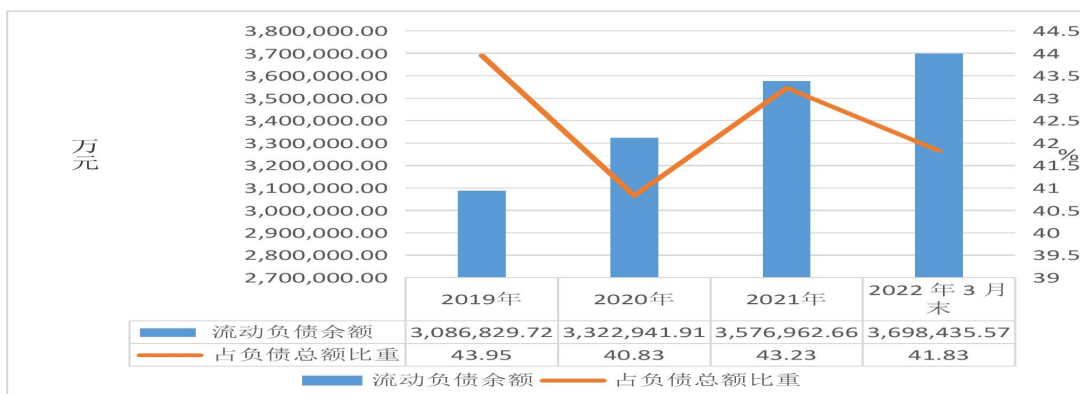
为 77.75%、78.17%、74.61% 和 75.10%，表明企业负债规模较大，资产负债率较高，有长期偿债能力减弱的风险。



数据来源：22 晋路桥 SCP001（乡村振兴）发行募集说明书

图 4.8 山西路桥集团应收票据及应收账款情况

如图 4.8 所示，发行人存在着应收款项回收风险。2019-2021 年及 2022 年 3 月末，发行人应收款项金额较高，占总资产比例较大，对资金运营效率和现金水平可能产生负面影响，从而影响其偿债能力。2021 年末应收账款前五位合计应收金额 245,893.34 万元，占应收账款总额的 39.90%；其他应收账款前五位合计应收金额 865,451.47 万元，占其他应收款总额的 88.01%，债务集中度较高，存在资金被占用和大额应收账款无法按时回收的风险。



数据来源：22 晋路桥 SCP001（乡村振兴）发行募集说明书

图 4.9 2019-2021 年及 2022 年 3 月末短期偿债情况

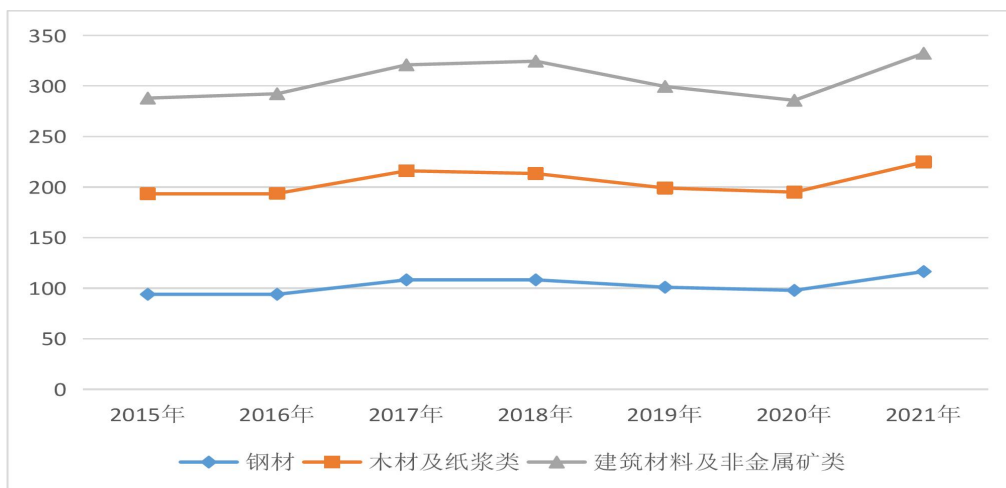
如图 4.9 所示, 2019-2021 年及 2022 年 3 月末, 发行人流动负债余额占负债总额的比重均超过 40%, 特别是 2022 年 3 月末一个季度的余额就超过了全年的额度, 短期债务压力增加。未来如果发行人经营规模继续扩大, 则相应增加流动资金需求, 若出现市场整体流动性偏紧或金融机构政策变化, 则发行人可能面临融资成本上升、债务压力加大, 偿债能力降低的风险。面临着短期偿债压力较大的风险。

4.4.2 经营风险分析

(1) 经济周期风险。发行人所从事的公路行业受宏观经济周期影响较大, 企业的市场容量和主营业务稳定性随宏观经济的周期性波动而变化。特别是发行人的主营业务发展和盈利能力在未来宏观经济下行、固定资产投资增速放缓的影响下减弱。经济活动受经济周期的影响使营运能力发生变化, 进而对公路流量和收费产生影响。此外, 高速公路建成通车后, 因车辆的昼夜通行会形成正常磨损, 且若某些路段的车流量已超过设计车流量, 就必须对路面进行定期养护, 从而增加道路的养护成本, 交通流量的减少, 使债券发行人的通行费收入减少, 经营业绩下滑。

(2) 业务集中度较高的风险。公路桥梁的投资建设是发行人主业, 业务结构和收入来源单一, 而基建施工类企业受国家政策影响较大, 一旦出现不利政策, 发行人经营风险加大, 业绩将受到较大影响。发行人完备的资质体系及本地化优势对其业务拓展较为有利, 目前项目基本集中于山西省内, 若省内行业环境发生重大变化, 则可能对其业务发展产生较大影响。虽然未来发行人业务将逐步拓展至内蒙古、新疆及西藏三省, 但当前仍存在业务集中度较高的风险。

(3) 原材料价格波动风险。由于交通基础设施项目施工周期较长, 如图 4.10 所示: 2015-2018 年间, 钢材等建筑材料的价格呈不断上升趋势, 之后 2018-2019 年间价格走低, 2021 年价格又大幅提升, 价格波动较大; 施工期间钢材、沥青、水泥、木材、油料、沙子以及碎石等主要原材料价格一旦出现上涨, 就会导致施工成本增加; 随着发行人项目的增多, 成本不能有效控制, 经营风险就会加大。



数据来源：山西省历年统计年鉴

图 4.10 2015-2021 年山西省建筑材料工业生产者购进价格指数

4.4.3 政策风险分析

政策风险。发行人从事公路等基础设施的建设与宏观经济发展密切相关，是国家重点扶持的国民经济基础产业，享有一定的财政补贴和税收优惠政策，宏观经济环境如果发生变化，则相关税收优惠政策就会出现不同程度的调整，对发行人的经营活动和盈利能力将产生影响。同时发行人车辆通行费收费标准受物价水平及总体成本上升影响而发生变化，一定程度上会影响发行人的车辆通行费收入。另外企业在施工时将产生废气、粉尘、噪音等污染，会随着有关环保标准提升而增加企业环保治理成本，从而削弱了企业经营业绩。

5 结论与建议

5.1 结论

本文在介绍了乡村振兴超短期融资券融资相关理论基础后,以“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”案例为对象,在分析其融资效应后,得出以下研究结论。

5.1.1 降低了企业融资成本

债券发行人山西路桥集团通过发行超短期融资券,并用募集的资金偿还贷款,由于乡村振兴超短期融资券的发行利率相对同期银行借款利率较低,存在优势利差,相比于通过银行贷款,公司的融资成本较低。通过计算得知:债券发行人发行超短期融资券成功利用了与银行借款之间的优势利差,利用融资资金偿还长期借款利息的方式降低了公司的融资成本。同时本文通过对比同一主体和不同主体发行债券的融资成本,可以看出同一主体的乡村振兴超短期融资券发行利率明显小于其他类型;不同主体发行的乡村振兴超短期融资券利率,主体信用等级越高,发行利率越低。信用评级高的企业向投资者传递出企业经营状况良好的信号,投资者投资风险越低,投资项目的意愿越强烈,而企业募投来的资金也减缓了自身的融资压力。

5.1.2 提升了企业财务业绩

本文通过现金流、偿债能力等方面对发行主体的财务状况进行研究。结果表明,近三年企业通过工程收入等收到的现金收入大幅提高,经营状况良好。发行超短期融资券对公司投资和筹资领域的现金影响较大,投资性现金流出增大,表明企业在投融资领域发展较好。由于公司建筑工程占公司业务的80%以上,随着项目的陆续竣工和再建,加上宏观市场环境的影响大,导致近六年投资性现金流波动幅度较大。流动比率和速动比率的波段提高,显示出发行人本身实力雄厚,短期偿债能力进一步提升,企业资产负债结构稳定,同行业特性相适应,流动性较为充足,通过不断优化资产负债结构,长期偿债能力将不断加强。通过销售净利率、总资产报酬率和净资产收益率三类指标分别与行业平均情况对照分析,得出“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”债券的发行对企业的经营

活动起到了一定的促进作用,但对企业本身盈利能力水平的提升有限;债券的发行弥补现金流短缺,提高了企业营运能力。

5.1.3 债券发行社会效应显著

通过成功发行山西省首单乡村振兴债,进一步提升了发行人的知名度,彰显了山西路桥集团的国企责任担当与创新融资能力,提高了集团在资本市场的品牌声誉效益和影响力,树立了公司在资本市场的融资品牌形象,有助于社会的广泛关注,通过公路产业和龙头企业带动作用,促进就业,促进当地经济发展,与乡村振兴国家战略高度契合。同时募投三条高速公路项目的建设完成将极大的缓解因道路承载能力不足而影响农副产品及矿产资源的运输问题,为沿线区域农业产业进一步发展提供助力,对当地的乡村振兴具有显著的推动作用。帮助沿途乡村通过“交通+生态旅游”、“交通+特色产业”等模式提振乡村经济。

5.1.4 债券发行存在信用等风险

发行超短期融资券可能会给企业带来信用风险、财务风险以及一些其他风险。其中发行人在债券到期后无法偿本付息,不能履行到期债务的信用风险是最重要的。作为一种无担保的债券,发行债券到期能否还本付息与企业偿债能力密切相关,如果企业偿债能力下降,就会出现“15 山水 SCP001”一样信用违约的情况。同时由于中国银行间交易商协会对于乡村振兴超短期融资券所募集资金的用途,只在先期注册备案时加以说明,之后并没有严格限制,缺少监管,会导致发行人可能会将募集资金以新还旧或投入一些风险较大的项目上,从而导致企业信用风险的增加。

5.2 建议

就目前的结果来看,“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”的成功发行,实现了企业、投资者、地区的共赢,回顾债券发行及案例分析整个过程,得出如下经验建议:

5.2.1 增强企业实力，提升信用等级

超短融是一种无担保融资工具，发行人财务状况越好，信用等级越高，给投资者和融资市场越能发出积极的信号，意味投资者投资风险较小，企业实力强，发行人无力偿付债务的情况基本不存在，债券发生违约的可能性较低，投资者进行投资会收到稳定的效益回报，这也正是超短期融资券在资本市场越来越受到投资者青睐的原因。通过本文案例的分析，可以看出债券发行人正因为较高的信用等级才具有发行超短期融资券的资格，才能让发行债券贴上乡村振兴的标签，拥有较低的发行利率，最后达到降低融资成本。信用等级高低、信息披露是否充分都是评估项目能否进行投资的前提条件，债券发行后的信息披露将持续对企业经营管理进行反向监督。信用等级低的企业发行的债券发生违约风险可能性较大，会给投资人带来投资风险，给融资市场带来企业经营不善的信号，再次融资也比较困难，会产生恶性循环。

5.2.2 建立偿债基金，降低违约风险

影响乡村振兴超短期融资券成功发行关键是企业是否具备防范违约风险的能力，是否有足够的偿债能力来支付到期债务的本金和利息。在整个发债存续期间，投资者首要关注的是财务风险、经营风险和管理风险等企业自身的风险；同时要关注信用风险，避免企业无法偿还给自己带来损失。因此，为降低企业违约概率，发行人应采取必要的防范措施，建立风险防范机制。

企业发行乡村振兴超短期融资券后，可以提取部分资金建立偿债基金，并有计划地对基金进行定时定额资金补充，以应对由于企业经营不善而形成的违约事件。企业需要有专门的部门管理偿债基金，制定相应的规章制度，以保证需要的时候能够以备用基金偿还到期债务和利息。在企业经营状况良好的情况下，建立偿债基金不会影响资金链和企业盈利水平，还会降低违约风险概率。

5.2.3 完善监管体制，设置风险警戒线

当前我国资本市场呈现出良好发展态势，这是乡村振兴超短期融资券能在债券融资市场上快速发展起来的保证，但同时我国债券市场还处于不断发展阶段，债券市场中各监管机构的监管职责不明确，监管效率低下的问题也不同程度的存在。因此，政府应完

善监管体制，实行资本市场自由化管理，由市场发挥自动调节资金配置作用，不但各部门要明确职能分工，而且要密切配合，才能提高债券的市场监管效率，营造出公平公正的监管环境，以保证资本市场能够健康运行。政府应该重视相关企业的发债资格审核，审批流程要公开公示，对企业发债数量和金额等进行限制，设置风险警戒线，当触及警戒线时要及时预警。同时，监管部门也应加大对发行人信息披露质量的监督力度，对披露虚假信息的企业进行严厉处罚，以杜绝发债企业为了自身利益选择性隐瞒一些重要信息。

5.2.4 明确乡村振兴定位，募集资金需量化

债券市场服务机构应明确债券市场支持乡村振兴的定位。在乡村振兴超短期融资券融资过程中，交易所仅要求发行人在募集说明书和债券定期报告中说明募集资金用途及相应的乡村振兴效果，对具体需要说明的指标并没有明确，因此应建立更加具体的，像投放额度、投放比例、乡村振兴项目进度、受益程度等可量化指标。

本期债券将募集资金的30%投向乡村振兴项目，不仅符合债券发行的有关规定，同时体现了资本市场助力乡村振兴的要义。但市场上还有一种声音，是对这种带有特定标签的债券发行持反对意见，认为这种明显带有政策扶持的融资，可能会出现“假振兴，真圈钱”的政策套利行为，部分企业发行特定标签的超短期融资券存在着借新还旧行为，这种做法加剧了对发行人动机的质疑。而本文“22 晋路桥 SCP001(乡村振兴)”的发行及到期兑现，对当地的乡村振兴起到了积极的作用。发行乡村振兴债券为山西路桥集团带来了显著的声誉效益，同时通过前文的案例分析，发行本期债券也为山西路桥集团带来了经营规模扩大、营业收入增加的业务效益以及短期流动性资金增加的财务效益。债券的成功发行以较低的成本快速补充企业现金流，对企业正常经营的保障与维持效果凸显，募集资金也有力地支持了三条高速项目的运营，体现出乡村振兴超短融券的发行呈现出正向效应。

参考文献

- [1] Denis D J, Mihov V T. The Choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowings[J]. *Journal of Financial Economics*. 2003, 70(1): 3-28.
- [2] Fairbanks J, Griffiths M, Winters D. Financial crisis solutions in the commercial paper market: An analysis of the CPEF and the TLGP[J]. *Managerial Finance*,2019.
- [3] Graham Hall.theory of the firm:Mananagerial Behavior,Agency Costs and Ownership Structure[J].*the Journal of Financial Economic*.2000.
- [4] Kozubovska M. The effect of US bank holding companies' exposure to asset-backed commercial paper conduits on the information opacity and systemic risk[J]. *Research in International Business and Finance*, 2017, 39: 530-545.
- [5] Laurence Booth,Varouj Aivazian and Asli Demirguc-Kunt.Capital Structures in Developing Countries[J].*the Journal of Finance Economic*.2001.
- [6] Majid Haghani Rizi, N. Kundan Kishor, Hardik A. Marfatia. *The European Journal of Finance*,2019, Vol.25 (5),pp.395-414.
- [7] Mark D Griffiths,Vladimir Kotomin and Drew B.Winters.Commercial Paper Market, and Regulatory Responses[J].*the Global Financial Crisis*.2011.
- [8] Matthias Kahl, Anil Shivdasani, Yihui Wang. *The Journal of Finance*, 2015, Vol.70 (1), pp.211- 255.
- [9] Photis Lysandrou,Mimoza Shabani. *Journal of Post Keynesian Economics*,2018,Vol.41 (4),pp.526-546.
- [10] Shen Pu. Why Has the Nonfinancial Commercial Paper Market Shunk Recently?. *Economic Review*, 2003(12):18-27
- [11] Singh S. Commercial paper an instrument of low cost borrowing[J]. *International Journal of Management, IT and Engineering*,2016,5(8): 1-7.
- [12] Song Zhu.Credit Rating in China's Bond Market:Evidence from Short-term Financing Bonds[J].*Modem Economy*.2013,4(2):119-129.
- [13] Standard & Poor.U.S. Commercial Paper:the Shrunken Market. *Global Fixed Income Research*,Mar.2002.

- [14] 范路达. 我国企业超短期融资券信用风险研究[D]. 中南财经政法大学, 2019.
- [15] 高凯旋. 企业短期债务融资工具定价影响因素及应用对策研究[D]. 山东财经大学, 2017.
- [16] 高攀. 民营企业债券融资支持工具的实践与展望——以18荣盛 SCP005的成功发行为例[J]. 河北金融, 2020(05):60-65.
- [17] 巩欣洁. 我国公司债券信用风险研究[J]. 时代金融, 2018(20):170.
- [18] 何涵妍. 关于信用债违约风险应对的思考与建议[J]. 中国经贸导刊(理论版), 2017(35):39-40.
- [19] 黄皓. J公司融资模式创新研究[D]. 东华大学, 2016.
- [20] 蒋宗利. 我国短期融资券信用利差研究[D]. 西南财经大学, 2012.
- [21] 李凤. 短期融资券优化企业融资结构[J]. 科学大众(科学教育), 2013(06):167-168.
- [22] 李睿. 江西高速集团超短期融资券发行探析[D]. 江西财经大学, 2018.
- [23] 李亚平, 黄泽民. 信用评级、债券增信与中期票据融资成本[J]. 上海金融, 2017(02):45-51.
- [24] 林晚发, 刘颖斐, 赵仲匡. 承销商评级与债券信用利差——来自《证券公司分类监管规定》的经验证据[J]. 中国工业经济, 2019(01):174-192.
- [25] 刘镜秀, 何亮, 周林. 海外高收益债券市场的发展与启示[J]. 现代管理科学, 2019(05):81-83.
- [26] 刘仁香. JXGS公路投资集团超短期融资券融资案例分析[D]. 江西财经大学, 2017.
- [27] 刘士达, 王浩, 张明. 信用评级有效性与监管依赖:来自银行同业存单的证据[J]. 经济学报, 2018, 5(01):17-37.
- [28] 刘小娟. 中国乡村振兴债市场运行初探[J]. 现代金融导刊, 2022(01):41-46.
- [29] 马新东. 我国超短期融资券信用利差影响因素的实证研究[D]. 吉林大学, 2020.
- [30] 彭爽, 李永清. 我国商业银行发展非金融企业短期融资券业务研究[J]. 经济问题, 2017(07):64-68.
- [31] 饶育蕾, 赵鹏, 汪金凤. 我国短期融资券募集资金是否存在短融长投——对中国上市公司的实证研究[J]. 财务与金融, 2008(04):1-7.
- [32] 宋颖杰, 王维维. 我国乡村振兴债券发展现状及政策建议[J]. 中国货币市场, 2022(02):12-17.

- [33] 王伯英. 货币政策冲击、宏观经济变动与信用利差调整[J]. 南方金融, 2018(12):32-40.
- [34] 王红卫. 创新农村基础设施建设融资模式思考—基于中部某省的调研[J]. 现代管理科学, 2020(02):112-114.
- [35] 王静. 货币政策、宏观经济对企业债券信用利差的影响[J]. 现代经济信息, 2019(01):340.
- [36] 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(01):43-46.
- [37] 吴诺天. 探究多种证券投资方式对金融市场的影响[J]. 纳税, 2019, 13(32):184-185.
- [38] 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(05):93-106.
- [39] 谢军, 黄志忠. 宏观货币政策和区域金融发展程度对企业投资及其融资约束的影响[J]. 金融研究, 2014(11):64-78.
- [40] 徐媛媛. 东风汽车集团公司发行超短期融资券案例分析[D]. 江西财经大学, 2019.
- [41] 余敏. 企业短期融资券融资偏好探析[J]. 中国商界(下半月), 2010(05):64.
- [42] 杨汕. 伊利股份发行超短期融资券的经济效应研究[D]. 广州大学, 2022.
- [43] 张浩. 我国信用债市场风险的特征、影响及对策研究[J]. 南方金融, 2018(01):57-67.
- [44] 张媛媛. 基于短期融资券融资的财务风险及策略探讨[J]. 当代会计, 2016(06):32-33.
- [45] 张李宇. 上市公司发行超短期融资券融资效应研究-以赣粤高速为例[D]. 江西财经大学, 2021.
- [46] 张舫. 扶贫专项公司债券发展研究-以 S18红狮2为例[D]. 浙江大学, 2020.
- [47] 翟若雨. 企业发行绿色中期票据融资的案例研究-以“21重庆轨交 GN002”为例[D]. 西南大学, 2022.
- [48] 郑玉. 短期融资券与上市公司业绩关系探析[J]. 证券市场导报, 2014(04):42-48.
- [49] 周宏, 周畅, 林晚发, 李国平. 公司治理与企业债券信用利差—基于中国公司债券2008-2016年的经验证据[J]. 会计研究, 2018(05):59-66.

- [50] 朱芷娴. 短期融资券在中小企业融资中的应用[J]. 现代商业, 2015(26):71-72.

后 记

转瞬间三年的研究生生活即将结束，回想起校园生活的点点滴滴，充实且多彩的生活画面深深印在脑海里。

首先，对我的导师表示诚挚的敬意和感谢。老师渊博的知识和对学业严谨的态度将使我终身受益。谆谆教导时常在耳边响起，在论文写作上，从起始开题阶段的如何查资料，确定选题、论文框架的构建，直至论文初稿的形成和修改，每一步指导，都使我在迷茫中看到曙光，加深了对专业知识的认知，提高了我的学术思想。

其次，非常感谢金融学院所有的授课老师和研秘，是你们的倾囊相授和传道授业解惑，拓宽了我的专业视野，提高了我的理论素养，在开题和预答辩过程中严格把关，针对论文提出自己的意见和建议，使我论文结构更加优化，思路更加条理清晰。

最后，还要感谢家人和朋友一路的支持和鼓励，是你们的陪伴，让我的生活幸福无忧。

感谢你们！我将不忘初心，以积极乐观的态度面对今后的工作和生活。