

分类号 F23/1131
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 化学原料企业存贷双高的成因、风险及对策研究——以亿利洁能为例

研究生姓名: 杨轲

指导教师姓名、职称: 刘薇 副教授

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 成本与管理会计

提交日期: 2024年6月1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： 杨轲 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 刘梅 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 刘梅 签字日期： 2024.6.1

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： 杨轲 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 刘梅 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 刘梅 签字日期： 2024.6.1

**Research on the Causes, Risks and
Countermeasures of Double High Deposit
and Loan of Chemical Raw Material
Enterprises--Taking Elion Energy as an
Example**

Candidate: Yang Ke

Supervisor: Liu Wei Zhang Shuhai

摘 要

近年来多家爆雷的上市公司中，普遍存在一种财务特征——存贷双高。所谓“存贷双高”，指的是财务报表上显示既有较高的货币资金，同时又有高额的短期借款、长期借款等有息负债。随着部分投资者将这种特征与财务舞弊联系起来，“存贷双高”一时间引发了市场和监管机构的密切关注。

本文在权衡、信息不对称、优序融资和控制权私利等理论的基础上，选取化学原料行业头部企业亿利洁能作为研究对象，系统分析“存贷双高”这一财务异象。首先，通过总结国内外相关文献的研究成果，明确“存贷双高”的界定标准，并对比分析化学原料行业与 A 股上市公司的存贷状况，判断该行业“存贷双高”现象是否显著；其次，以亿利洁能为案例，从内外部两方面，探究其“存贷双高”现象的形成原因，并结合财务与非财务指标，揭示该现象引发的风险；最后，从三个视角为亿利洁能及化学原料行业上市公司提出防范及应对“存贷双高”现象的对策建议。

本文研究发现：第一，亿利洁能形成“存贷双高”的外部诱因主要是其产业特性和不稳定的经济政策；高股权质押比例、激进式战略转型、内部控制缺失是形成亿利洁能“存贷双高”现象的内部原因。第二，“存贷双高”现象导致亿利洁能违约风险增加、财务状况不佳、偿债压力增大、盈利能力减弱、投融资能力下降、投资者信心受挫以及声誉受损。第三，上市公司可以通过加强大股东权利制约、稳步推进战略转型、深化银企合作、完善内部控制制度来防范及应对“存贷双高”现象，监管机构应重点加强信息披露制度建设，注册会计师则要强化审计监督职责。本研究旨在通过案例与相关理论的紧密结合，为化学原料企业“存贷双高”问题的研究注入新的见解，助力上市公司在面对类似问题时做出更为科学理性的决策。

关键词：存贷双高 货币资金 有息负债 亿利洁能

Abstract

In recent years, a number of listed companies in the explosion, there is a common financial characteristics - deposit and loan double high. The so-called "double-high deposits and loans" refers to the financial statements show both a high level of money funds, but also a high level of short-term loans, long-term loans and other interest-bearing liabilities. With some investors associating this feature with financial fraud, "double-high deposits and loans" has attracted the close attention of the market and regulators for a while.

Based on the theories of trade-offs, information asymmetry, preferential financing and control self-interest, this paper selects Elion Energy, a leading enterprise in the chemical raw materials industry, as the research object and systematically analyses the financial anomaly of "double-high deposits and loans". Firstly, by summarizing the research results of relevant literature at home and abroad, we will clarify the definition criteria of "double-high deposits and loans", and compare and analyse the deposits and loans of the chemical raw materials industry with those of A-share listed companies, so as to determine whether the phenomenon of "double-high deposits and loans" is significant in this industry. Secondly, taking Elion Energy as a case study, we explore the

reasons for the phenomenon of "double-high deposits and loans" from both internal and external perspectives, and reveal the risks arising from this phenomenon by combining financial and non-financial indicators. Finally, it puts forward countermeasures and suggestions to prevent and cope with the phenomenon of "double-high deposits and loans" for Elion Energy and listed companies in the chemical raw materials industry from three perspectives.

This paper finds that, firstly, the external causes of Elion Energy's "double-high deposits and loans" are mainly its industrial characteristics and unstable economic policies; the internal causes of Elion Energy's "double-high deposits and loans" are its high proportion of equity pledges, radical strategic transformation, and lack of internal control. Secondly, "double high deposit and loan" phenomenon is the internal reason for Elion Energy. Secondly, the phenomenon of "double-high deposits and loans" has led to an increase in the risk of default by Elion Energy, poor financial conditions, increased pressure on debt servicing, weakened profitability, reduced investment and financing capacity, investor confidence and reputational damage. Thirdly, listed companies can prevent and cope with the phenomenon of "double-high deposits and loans" by strengthening the constraints on the rights of major shareholders, steadily advancing the strategic transformation, deepening the cooperation between banks and enterprises, and perfecting the internal

control system, while the regulators should focus on strengthening the construction of information disclosure system, and the certified public accountants should strengthen the auditing and supervisory duties. This study aims to inject new insights into the research of "double-high deposits and loans" of chemical raw materials enterprises through the close combination of cases and related theories, and help listed companies make more scientific and rational decisions when facing similar problems.

Keywords: Double high deposit and loan; Monetary funds; Interest-bearing liabilities; Elion Energy

目 录

1 引 言	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.2.1 理论意义.....	2
1.2.2 现实意义.....	2
1.3 文献综述.....	3
1.3.1 存贷双高成因的相关研究.....	3
1.3.2 存贷双高风险的相关研究.....	4
1.3.3 存贷双高治理的相关研究.....	5
1.3.4 文献述评.....	6
1.4 研究内容及方法.....	7
1.4.1 研究内容.....	7
1.4.2 研究方法.....	9
2 相关概念与理论基础	10
2.1 存贷双高的界定.....	10
2.2 理论基础.....	11
2.2.1 权衡理论.....	11
2.2.2 信息不对称理论.....	11
2.2.3 优序融资理论.....	12
2.2.4 控制权私利理论.....	12
3 化学原料行业存贷双高情况及案例选择	14
3.1 化学原料行业存贷双高情况.....	14
3.1.1 化学原料行业存贷现状.....	14
3.1.2 化学原料行业存贷双高情况分析.....	16
3.2 案例选择原因及亿利洁能概况.....	17

3.2.1 案例选择原因	17
3.2.2 亿利洁能概况	19
3.2.3 亿利洁能存贷双高情况分析	23
4 亿利洁能存贷双高成因与风险分析	31
4.1 亿利洁能存贷双高外部成因分析	31
4.1.1 产业特性影响	31
4.1.2 经济政策不稳定	32
4.2 亿利洁能存贷双高内部成因分析	34
4.2.1 高股权质押比例	34
4.2.2 激进式战略转型	37
4.2.3 内部控制缺失	38
4.3 亿利洁能存贷双高财务风险分析	41
4.3.1 KMV 模型分析	41
4.3.2 Z-Score 模型分析	44
4.3.3 偿债能力风险	45
4.3.4 盈利能力风险	48
4.3.5 投融资风险	50
4.4 亿利洁能存贷双高非财务风险分析	52
4.4.1 投资者信心受挫风险	52
4.4.2 声誉风险	53
5 防范及应对存贷双高的对策建议	55
5.1 基于上市公司视角	55
5.1.1 加强大股东权利制约	55
5.1.2 稳步推进战略转型	56
5.1.3 完善内部控制制度	57
5.1.4 深化银企合作	58
5.2 基于监管机构视角	59
5.3 基于注册会计师视角	60
6 研究结论与展望	61

6.1 研究结论	61
6.2 局限及展望	62
参考文献	63
后 记	68

1 引言

1.1 研究背景

近年来，随着康美药业、康得新等上市公司相继曝出财务舞弊事件，存贷双高成为重要的财务异象指标之一，引发了市场对这类现象背后可能隐藏的财务造假、资金占用、违规担保等问题的高度警觉。“存贷双高”是指上市公司账面上出现大量货币资金的情况下，仍承担着巨额的有息负债。东旭光电、奥马电器、德威新材等 400 多家企业近三年来都因为财务报表上出现“存贷双高”现象收到了监管机构的问询函，监管机构要求这些公司详细说明相关情况，并对存在的疑点做出合理解释，以确保财务信息的真实性、准确性和完整性。从企业长远发展的角度看，“家中有粮”的同时还要举借外债这显然有违企业价值最大化目标。但仅就财务分析角度而言，“存贷双高”现象并不能直接等同于财务舞弊行为，一般企业也有可能受行业特性、集团合并报表、经济政策等客观因素的影响出现“存贷双高”。

化学原料行业身为我国国民经济的支柱性产业，一直是支撑消费增长非常重要的行业，与国家工业生产和国民生活紧紧联系在一起，人们对化学原料行业关注度一直很高。当前，随着我国进入“十四五”规划以及逐步落实双碳目标，我国能源供给结构和消费模式正逐步转型，化学原料行业的市场格局也有所调整，行业竞争明显加剧。在这个过程中不少化学原料企业出现了资产负债率高、多元化发展突出等现象。同时，在众多“爆雷”企业陆续出现“存贷双高”的财务异象后，界面新闻、钛媒体 APP 等专业机构和人士分析指出，亿利洁能事实上也已出现“存贷双高”特征，不少投资者开始怀疑其货币资金的真实性以及是否会发生“爆雷”事件。

亿利洁能股份有限公司是我国上市较早的化学原料生产企业之一。近年来，公司不断调整产业结构，聚焦新材料、新能源产业投资运营，做大做强光伏治沙产业，知名央企与行业翘楚都与亿利实现了合作。然而在亿利洁能看似一片形势大好的情况下，却频频被质疑“存贷双高”。为了全面解读亿利洁能的“存贷双

高”现象，本文基于权衡理论、信息不对称理论、优序融资理论和控制权私利理论，对其“存贷双高”现象的形成原因及可能存在的风险进行探索，并对防范及应对该现象提出有参考性的建议。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

(1) 存贷双高现象的出现不符合最优资本结构理论，发起了对传统财务管理理论的挑战。本文对存贷双高问题的研究有助于完善现有财务理论对此类现象的解释，丰富权衡理论、信息不对称理论、优序融资理论、控制权私利理论的内涵。

(2) 现有结合“存贷双高”现象的企业财务风险研究文献相对匮乏，少有的几篇案例分析论文都聚焦于已经发生“爆雷”的企业，这便降低了研究结果的可信度。本文选择化学原料行业龙头企业亿利洁能作为研究对象，分析企业在战略转型大背景下出现的存贷双高问题，有利于提高研究结果的可信度。

(3) 以往关于企业“存贷双高”成因的研究过于关注财务舞弊行为，较少有学者揭示存贷双高现象背后的资源配置失衡、大股东利益侵占等问题。本文的研究有助于充实这方面的理论知识。

1.2.2 现实意义

(1) 本文以传统化学原料生产企业与光伏治沙领军企业亿利洁能作为案例研究对象，深入探究其“存贷双高”现象的产生原因及其引发的一系列风险。通过对亿利洁能这一个案的分析，进一步为出现存贷双高的这一类企业揭示存贷双高背后的深层次驱动因素，并就企业如何加强大股东权利制约、稳步推进战略转型、完善内部控制制度、深化银企合作提供一定的思路。

(2) 本文在案例分析过程中，不仅计算整理出了 2017—2022 年间我国化学原料行业上市公司货币资金、有息负债和总资产的平均值，以及它们各自占总资产的比重，而且与同期间我国 A 股上市公司（除 ST、金融业、房地产业）进行

了对比，有助于帮助投资者更直观的了解亿利洁能的存贷现状。

1.3 文献综述

1.3.1 存贷双高成因的相关研究

从融资环境来看，作为我国较早开始研究“存贷双高”问题的学者，戴璐、汤谷良（2007）的研究结果显示：中国资本市场长期以来存在的“高存高贷”现象，产生的根源是某一特定时期债务融资制度特征的影响。戴璐（2008）还通过实证分析发现我国上市公司股权再融资后持续出现“双高”结构的背后，实质是恶意融资动机和超额短期借款行为。戴璐（2010）又进一步发现“存贷双高”现象产生于转型经济背景下的银企博弈。高敬忠、王天雨等（2021）以2007年—2018年A股上市公司为样本，实证研究发现经济政策不确定性与“双高现象”的发生呈正相关关系，并且这种正向关系受到企业产品竞争力、融资约束和公司治理水平的影响。武龙（2022）进行了深层次的研究，他发现我国企业普遍存在的“存贷双高”现象的本质是信贷留存行为。

从大股东掏空视角来看，唐玮等（2019）的研究与翟胜宝等（2020）的研究共同揭示了一个现象，即大股东的股权质押行为可能会加剧上市公司在银行贷款环节承受的融资压力。这种压力体现在两个方面：一方面，上市公司在试图获取贷款时，可能会由于大股东高股权质押比例的影响而被迫接受更高的贷款利率；另一方面，尽管愿意承担更高的融资成本，上市公司却也很难获取大规模、长期限的信贷支持，由此导致公司的受限资金量增加，同时有息负债也随之上升。贾凡胜、王晗迪等（2023）从第二类代理问题的角度出发，对我国企业中长期存在的“存贷双高”现象进行了内在逻辑检验。研究发现：企业“存贷双高”问题的严重程度与其大股东的所有权与控制权分离度正相关，大股东“掏空”动机可能是企业“存贷双高”的驱动因素。

随着近年来多家“存贷双高”的企业爆雷，张瑞丽、刘中华（2017）将存贷双高的形成原因总结为行业特征、集团合并报表、资金受限、资金占用、虚构货币资金五方面。他们还发现“高存高贷”企业的会计信息质量明显低于非双高企

业。杜雨烟（2020）在对东旭光电债权违约的案例分析中，指出虚增货币资金数额、货币资金被挪用、集团型公司的合并报表、存在大量未披露的受限资金都是上市公司出现“存贷双高”问题的原因。白学锦、徐灿宇（2023）也指出，存贷双高现象的出现可能隐藏着诸如大股东资金占用、关联交易不公、财务报表操控等潜在风险和陷阱。

当然，也有部分学者认为“双高现象”是一种正常行为，王福胜等（2012）指出，在宏观经济形势的影响下，纺织、煤炭、化工和钢铁等传统行业面临的关键挑战表现为成本攀升、收益压缩以及产能过剩。为了应对这些困境，这些行业内的企业往往会采取多元化的战略调整措施，其中一个措施便是通过自身拥有的固定资产作为抵押物，获取贷款融资，进而将筹得的资金注入新的投资项目中。赵选明、张旭霞（2019）研究发现存贷双高出现在某些特定行业是正常的，但是属于异常财务信息之一。陈敏等（2021）学者的观点指出，“存贷双高”这一现象并非必然和财务舞弊行为有关联，尤其在某些具有特定经营特征的行业之中，企业在执行扩张战略或实行多元化发展时，“存贷双高”状态可能是一种暂时性的正常表现。

1.3.2 存贷双高风险的相关研究

在存贷双高的风险研究方面，Baek 等（2006）在他们的研究中指出，大股东占用上市公司的资金实际上类似于获取了一笔无需支付利息且不受偿还时间约束的贷款。在此种情境下，一旦企业的大股东或实际控制人遭遇财务困境，挪用上市公司资金便成为了一种效率高且成本低的应急融资手段。然而，这种资金占用行为可能会导致上市公司出现现金流紧张、资产负债结构失衡以及其他的不稳定因素。刘莉（2019）认为集团合并报表导致的“存贷双高”，并不意味着企业一定存在财务舞弊，杜雨烟（2020）的研究也认可了这一观点。刘莉（2019）同时警告因为需要扩张而预留资金导致的“存贷双高”，如果新的投资收益与投入不匹配，就会影响到企业原有的业务发展，最终导致企业陷入财务困境。张瑞丽（2020）则进一步认为资金受限导致的“存贷双高”也不属于财务舞弊，不会导致会计信息失真。但卢嘉欣（2020）同时指出如果大量资金受限，企业只能被

迫向外部筹资，这就又进一步加重了存贷双高。林擘（2021）则在创业板上市公司范围内研究发现：存贷双高显著加剧了企业的财务违规风险。叶凡等（2021）的研究表明，当企业账面上表现出“存贷双高”特征时，企业可能会出现将其存款用于为大股东提供贷款担保、集团财务公司资金受限的情况。这种情形将会直接降低企业的市场竞争力，并对企业的生产经营带来负面效应。窦超、原亚男（2022）等以2007—2019年我国A股上市公司为研究样本进行实证分析，研究表明：大股东关联交易越频繁以及企业盈余管理的程度越高，那些存在“存贷双高”现象的公司就越可能出现股价崩溃。任海云等（2022）通过对康美药业债券违约事件的深度剖析发现，企业财务报表中出现的“存贷双高”异象，可能是其后续发生债券违约的预警信号。杨濛、刘嫦等（2023）以2006—2020年全部A股上市公司为样本，分析“存贷双高”现象对企业创新的影响及作用渠道。他们发现企业在大股东掏空越严重、盈余管理程度越高、内部控制越差以及产品市场竞争越弱时“存贷双高”现象对企业创新的影响越显著。

在存贷双高的风险识别方面，杜雨烟（2020）采用现金流量杜邦分析法对东旭光电在存贷双高时期面临的风险进行识别，她发现存贷双高期间东旭光电的资产管理水平低、资产负债比率高、现金流异常、生产项目停滞。卢嘉欣（2020）则基于Logit回归模型建立企业违约及舞弊风险评估模型，对160家存贷双高企业进行量化评估，整体准确率达到92%，具有较好的预测效果。唐鑫（2021）从债务违约距离的视角识别存贷双高企业的信用风险，研究发现宜华生活存贷双高期间具有更高的信用风险。

1.3.3 存贷双高治理的相关研究

倘若企业在经营发展过程中持续出现“存贷双高”现象，其不良影响将会逐渐显露。通过对相关文献进行梳理发现，完善内控机制、设立集团财务公司、深化银企合作、推进数字化转型等都能够降低“存贷双高”带来的不利影响。郝惠琍（2008）和杨德明（2009）认为完善内部控制制度能够有效地约束和减少大股东挪用公司资金的行为，防止大股东的侵占行为。陈伟、张勇军（2012）指出在集团型公司内，进行统借统贷、资金收支两条线、内部结算、银企直连电子支付、

统一银行授信额度、流动资金贷款随借随还、银行法人账户透支、委托贷款等做法可以对冲“存贷双高”。赵选民和张旭霞（2019）表示分析财务报表间的勾稽关系是识别企业是否存在货币资金虚增或收入舞弊行为的重要手段。现金流量表中的“经营活动现金流入”项目不易进行进行操纵和粉饰，更能直观反映企业的真实收入。杨玉龙等（2020）的研究则强调了银企间信息不对称问题会导致银行面临逆向选择难题，企业通过建立健全信息披露机制，定期准确完整地公开财务和经营信息，有助于缩小银企双方的信息不对称，从而有利于企业获得信贷支持。王夏（2021）鼓励有条件的企业集团可以设立财务公司或统一的资金结算中心，一方面为企业闲置资金找到投资渠道，另一方面也缓解了部分子公司的资金短缺问题，进而加强资金流管理，提高资金的使用率。毛建辉（2023）开辟了新的研究视角，他将“存贷双高”与企业数字化转型联系起来，通过实证研究发现企业数字化转型，尤其是借助大数据技术，能够显著提升企业的财务管理效率和决策智能化水平，从而在一定程度上抑制“存贷双高”现象的发生。贾凡胜、王晗迪等（2023）认为，有效的外部治理和内部治理机制在遏制大股东通过不正当手段占用公司上市公司资金，特别是在防止企业出现不合理的“存贷双高”现象方面发挥着关键作用。白学锦、徐灿宇（2023）提醒投资者在进行投资决策时，必须对存贷双高企业给予高度警惕。

1.3.4 文献述评

纵观现有研究可以发现，虽然“存贷双高”已经长期存在于中国资本市场中，但近几年才受到投资者和监管机构的广泛关注。企业“存贷双高”现象的相关研究文献仍然比较匮乏，在一些关键领域还需做更深层次的探索和分析。

第一，大多数学术研究以 A 股上市公司为主体，采用了实证分析方法，集中揭示了导致企业“存贷双高”现象的普遍性原因。然而，大样本回归不能充分捕捉到每一家公司所处的特定环境和具体情况。这意味着，针对单一公司层面的研究仍有待进一步深入。本文选择存在典型“存贷双高”现象的亿利洁能作为研究对象，基于公司实际情况，针对该现象进行深入研究，旨在揭示亿利洁能“存贷双高”的成因、分析该现象对企业的风险影响，最终提出治理措施，具有实际

应用性。

第二，现有文献还未形成对“存贷双高”界定、风险识别以及后续治理的统一标准，这就给本文的进一步研究给予了很大的空间。此外，对于“存贷双高”现象的成因，现有文献主要聚焦于企业内部因素的探讨，而往往忽视了外部因素的作用。同时，在探讨该现象所引发的风险时，大多数研究主要关注财务指标的分析，对非财务指标的考量相对较少。本文在借鉴已有文献的基础上，不仅考虑了产业特性、经济政策等外部因素，还结合了投资者信心、企业声誉等非财务指标，对亿利洁能“存贷双高”现象的成因和风险进行了深入分析，以期使研究内容更为全面和深入。

1.4 研究内容及方法

1.4.1 研究内容

在前人研究的基础上，本文确定以涉足多个行业的亿利洁能为案例，通过整理国泰安数据库、东方财富 Choice 以及企业年报等多个权威数据来源信息，深入剖析了亿利洁能出现“存贷双高”现象的原因及其引发的风险，并提出针对性措施。具体而言，主要分为以下三点：

第一，亿利洁能“存贷双高”现象的成因。本部分基于权衡理论、信息不对称理论、优序融资理论和控制权私利理论，从产业特性、经济政策、大股东股权质押、战略转型以及内部控制等五方面，对该现象产生的原因进行了层次化的分类总结。

第二，亿利洁能“存贷双高”现象引发的风险。在前文“存贷双高”现象成因分析的基础上，从案例企业的财务指标分析入手，研究其 KMV 模型、Z-Score 模型、偿债能力、盈利能力、投融资能力，并综合外部投资者信心以及声誉等非财务指标，全方位梳理该现象所造成的风险。

第三，防范及应对“存贷双高”的对策建议。针对案例企业的实际情况，本文旨在从上市公司、监管机构、注册会计师三个视角出发，为应对并缓解“存贷双高”问题所带来的消极影响提出对策建议，期望最大程度地实现企业价值创造

与增值。

本文研究框架如图 1.1 所示：

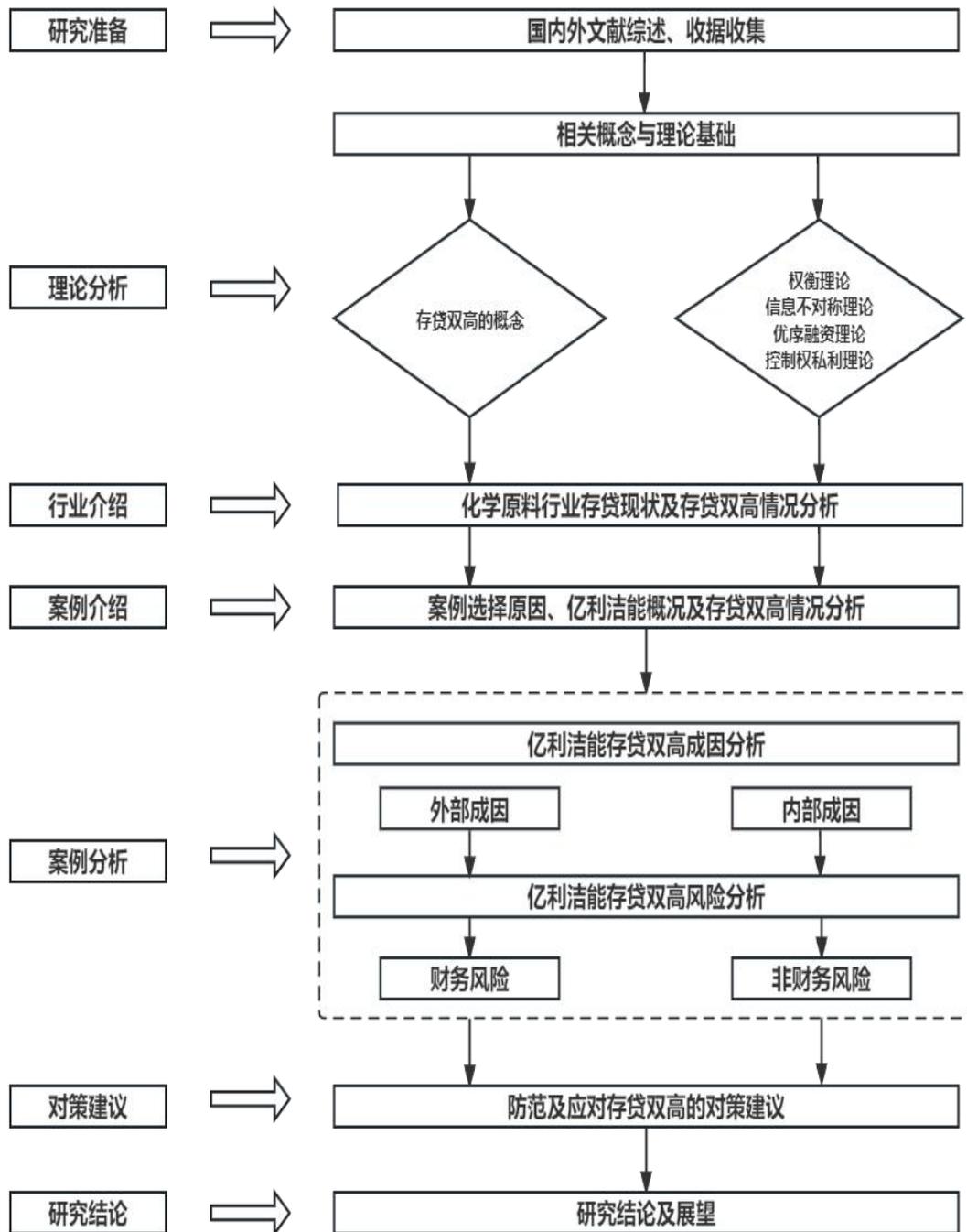


图 1.1 研究框架图

1.4.2 研究方法

本文采用案例分析法，将亿利洁能存贷双高问题作为研究对象。在理论分析的基础上，通过大量研读上市公司公告、财务报告等资料，从内部和外部两个维度探索亿利洁能存贷双高问题的根源，利于财务和非财务指标分析存贷双高给企业带来的风险。同时结合案例公司实际，提出了一些针对性解决措施，涉及上市公司、监管机构、注册会计师等三个主体。

2 相关概念与理论基础

2.1 存贷双高的界定

近年来，国内学术界对存贷双高这一企业财务现象的研究日益深入，然而在理论研究和文献积累方面尚处于初步阶段。针对存贷双高的内涵，目前学术界并未形成一套公认的、标准化的定义框架。以往的各类研究中，研究者们往往根据各自研究背景与目的的不同，灵活设定“存款”和“贷款”的具体构成要素，以及选择合适的衡量指标来界定何为“存贷双高”现象。

国内关于存贷双高问题的早期研究中，戴璐和汤谷良（2007）率先给出了明确的定量界限，他们认为公司短期借款占总资产的比重以及货币资金占总资产的比重连续两年同时达到 20%及以上，则被视为呈现“存贷双高”现象。这一界定为后续对存贷双高的研究提供了参考标准。李存峰（2009）则进一步细化了判定条件，他将连续三年中现金存量占期末总资产比重超过 15%（含 15%），并且短期借款占总资产比重超过 20%（含 20%）的企业视为呈现“双高”特征。尽管三位学者在判断“高存高贷”状态时所设定的具体比例阈值有所不同，但他们都将总资产作为基准来衡量企业现金持有量和短期负债水平，从而揭示出存贷双高的特点，为理解及识别该类异常的企业财务结构提供了理论依据。

最近几年，朱莲美等（2017）对存贷双高的定义做出了新的变化，将企业货币资金占总资产比重超过 20%，且这一比例显著高于同期行业平均水平，同时货币资金与短期借款的比值大于 2 的企业认定为存在“双高”现象。他们通过引入货币资金与短期借款的比值，从而揭示出二者之间的内在关联。赵春艳（2020）不同于以往仅关注货币资金与有息负债相对规模的做法，她引入了明确的定量阈值和行业比较机制。以货币资金和有息负债均超过 10 亿元人民币，同时要求这两项财务指标在行业内位列前 30%的排名区间作为“存贷双高”的界定标准。张瑞丽等（2020）将“存”的范围延伸至货币资金、理财产品及应收票据之和，同时，他们认为“贷”也应该囊括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、应付债券以及长期借款等有息负债。以“存”“贷”同时处于所在行业的 70%

分位数水平，判断企业是否存在“存贷双高”现象。

2.2 理论基础

2.2.1 权衡理论

权衡理论指的是企业在决定其资本结构时，需要在负债的收益与成本之间进行权衡。通常来说，企业通过债务融资可以获得利息抵税效应，从而减少企业的实际负担，这样可以增加企业价值。然而，随着负债水平的提高，财务困境成本也会随之增加。权衡理论认为存在一个最优负债比率，在最优负债比率下，债务带来的抵税效应正好等于因债务的增加而产生的边际财务困境成本，此时实现了企业价值的最大化。

权衡理论得到了多位学者的认可。Jensen（1986）通过实证分析发现，企业在设定负债水平时确实存在权衡行为。他发现企业的负债率并非随意设定，而是倾向于选择一个既能利用债务带来的税盾效应，又能尽量避免因高额负债导致的财务困境成本的最优点。Opler 等（1999）通过分析美国上市公司的数据发现，企业的现金持有量很大程度受到交易需求、预防性需求以及机会成本的影响。当公司面临较高的现金短缺成本或较低的机会成本时，会倾向于持有更多的现金以平衡这两种成本。

在权衡理论下，企业账面上呈现的“高存高贷”现象可以被合理地解释。基于预防性动机和交易性动机，企业在持有高额货币资金的同时承担较大规模的有息负债，并非是矛盾的行为。一方面，基于对未来不确定性风险的担忧，企业可能会保持充足的现金储备，以防止在面临经济环境不稳定和市场风险时陷入财务困境。另一方面，从交易性角度考虑，企业由于谋求战略投资机会或短期内资金需求增加，因此会保留大量现金以应对和把握这些机会，而非急于偿还现有债务。

2.2.2 信息不对称理论

信息不对称理论认为，在交易过程中，若一方（通常称为“信息优势方”）拥有相对数量多且质量高的信息，而另一方（即“信息劣势方”）则信息匮乏，

那么这种不对等的信息分布将对市场运作和资源配置效率产生显著影响。具体来说，信息不对称可能导致逆向选择问题，即市场上质量较差的商品或服务更有可能被出售给无法准确判断其价值的消费者，因为信息劣势方难以有效区分优质与劣质产品。另一个典型问题是道德风险，它表现为交易完成后，由于信息不对称导致的一方无法完全监督另一方的行为，使得后者可能从事不利于前者利益的活动，例如投保人降低自身安全防范意识或贷款者投资高风险项目。

在我国的银企关系框架下，银行与企业间广泛存在着信息不对称问题。由于银行难以全方位掌握企业的经营状况和风险详情，为了避免由于逆向选择可能导致的不良贷款风险，银行不仅采用了更为审慎的信贷政策，并对放贷条件设置了更加苛刻的条件，这就间接导致了企业融资成本的上升，融资负担加重。为应对这一困境，企业在实际运营中往往倾向于保持较高的现金储备水平，有效缓解融资压力，容易出现“存贷双高”。

2.2.3 优序融资理论

优序融资理论主要基于信息不对称理论：企业管理层对公司的了解程度远超过外部投资者，为了避免向市场传递公司负面信息企业管理层更倾向于通过内部资金或低风险的债务融资。同时，由于外部融资的成本较高，企业只会在迫不得已时才会选择外部融资。优序融资理论认为企业会按照内源融资、低风险债券、高风险债券、权益融资的顺序进行融资，以实现成本最小化目标。

企业出现“高存高贷”现象，确实与优序融资理论所倡导的理性融资行为存在矛盾。按照优序融资理论，企业在持有大量货币资金的情况下，理论上应该优先偿还外部债务以降低融资成本，而不是同时保持高水平的现金和负债。然而，“存贷双高”的企业却选择了在拥有巨额货币资金的同时仍举借大规模的有息负债。

2.2.4 控制权私利理论

控制权私利理论认为在股权集中的背景下，拥有公司控制权的大股东或管理层会利用其控制地位为自己谋取额外的利益，这些利益通常不会惠及所有股东，

尤其是中小股东。Grossman 和 Hart（1988）的研究奠定了控制权私利理论的基础，他们认为控制权不仅仅体现在现金流的分配上，更重要的是，控制权本身就是一个有价值的资产，因为它赋予了拥有者操控公司资源和决策流向的能力。控制权私利的存在往往会导致企业资源配置偏离效率边界，加剧代理问题，并影响公司价值和中小投资者的利益。

在控制权私利理论的框架下，大股东通过股权质押、资金归集等方式，长期占用上市公司的货币资金，从而导致上市公司账面上的资金无法满足日常运营需求，最终致使上市公司产生业绩不振、盈利能力不佳、资金链断裂等风险。此时，为了向市场证明企业资金状况良好、偿债能力强，同时掩盖大股东违规占用公司资金的事实，企业只能采用外部融资等手段来弥补资金短缺，甚至通过舞弊手段虚构资金，造成存贷双高的事实。

3 化学原料行业存贷双高情况及案例选择

3.1 化学原料行业存贷双高情况

3.1.1 化学原料行业存贷现状

为了深入探究当前我国化学原料企业的存贷现状，本文选取了 2017 年至 2022 年间 A 股市场 58 家化学原料行业（同花顺二级行业分类）上市公司作为研究样本。通过对这些公司货币资金及有息负债水平的计算与分析，有助于更好的了解化学原料行业的存贷现状。早期关于存贷双高的研究中仅将短期借款视为负债来衡量是否“高贷”，近年来，学者们倾向于将有息负债的范围扩大，以便更全面地反映企业的负债状况。本文将短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券的合计数作为企业有息负债的余额。

表 3.1 化学原料行业上市公司货币资金与有息负债情况（亿元）

年份	公司数	货币资金	有息负债	资产总计	货币资金占	有息负债占
		平均值	平均值	平均值	总资产比重	总资产比重
2017	41	12.48	24.82	94.93	13.14%	26.14%
2018	41	13.57	26.44	101.54	13.36%	26.04%
2019	42	14.20	28.83	115.73	12.27%	24.91%
2020	46	15.31	27.54	118.49	12.92%	23.24%
2021	55	15.07	20.82	117.30	12.85%	17.75%
2022	58	17.99	24.34	126.66	14.21%	15.54%

数据来源：国泰安

从表 3.1 来看，2017—2022 年间，化学原料行业上市企业货币资金平均值整体呈现上升态势，货币资金平均值由 2017 年的 12.48 亿元上升到 2022 年的 17.99 亿元，上涨了 44.15 个百分点；有息负债平均值在 2017—2019 年间出现上升，

2019 年后又下降到了 2017 年的数值，整体变化不大。货币资金平均值的增长速度要远远大于有息负债。从绝对值的角度看，化学原料行业上市公司的货币资金平均值稳定地保持在 15 亿元左右。与此同时，这些公司的有息负债平均值均超过了 20 亿元。

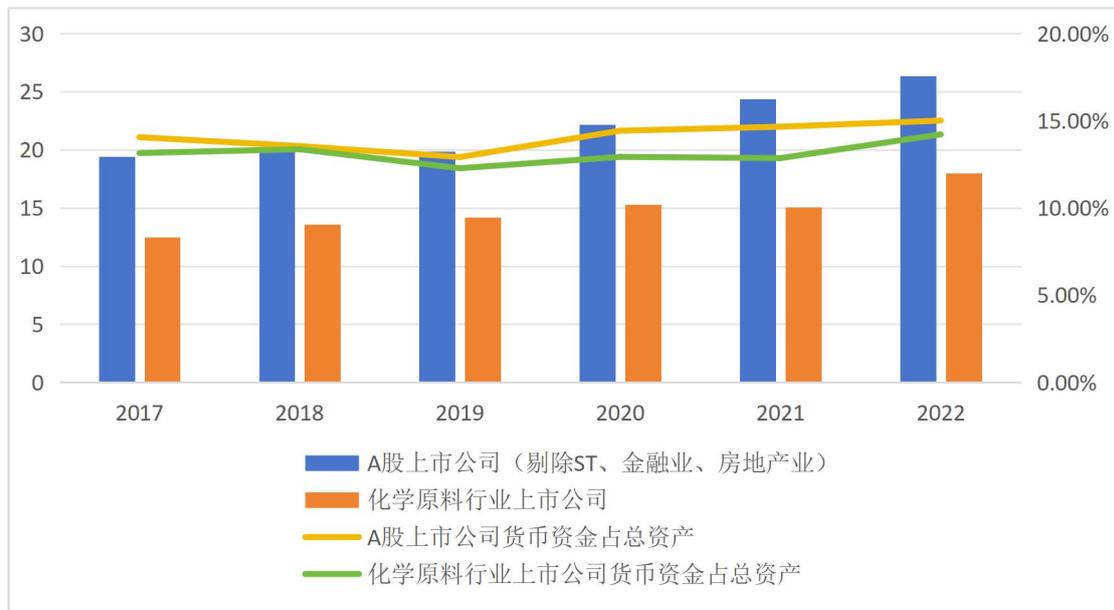


图 3.1 A 股上市公司与化学原料行业上市公司货币资金对比

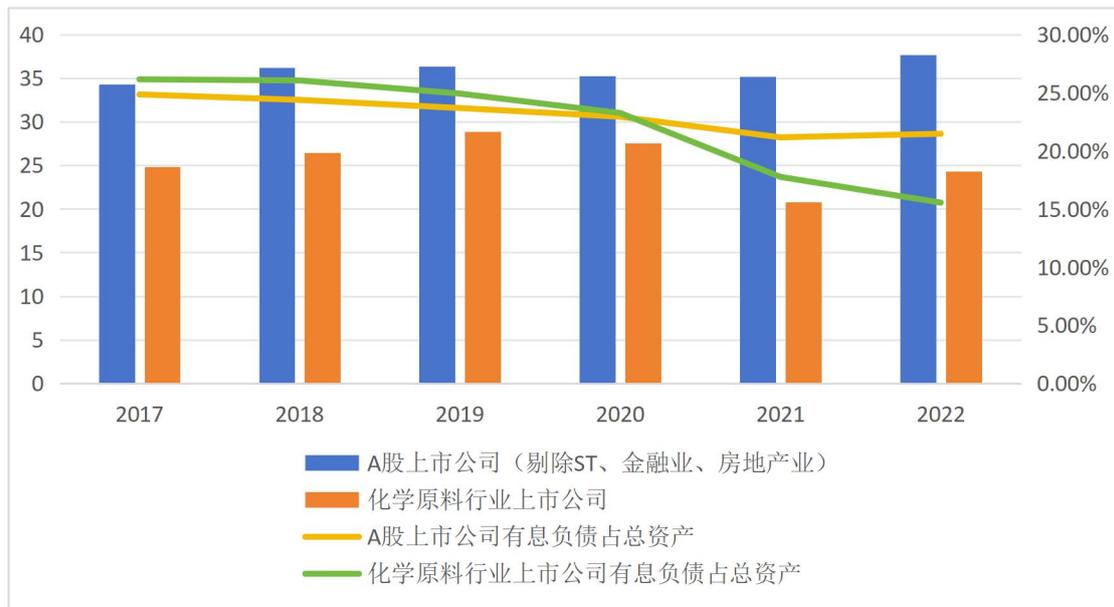


图 3.2 A 股上市公司与化学原料行业上市公司有息负债对比

如上图 3.1、3.2 所示，通过对比化学原料行业上市公司与 A 股上市公司（除

ST、金融业和房地产业)的货币资金水平,可以发现化学原料行业的货币资金平均值相对较低。从货币资金占总资产的比重来看,2017至2022年间化学原料行业上市公司与A股上市公司的变动趋势大致相同,且占比差异并不显著。综合来看,化学原料行业的货币资金水平相较于A股上市公司整体而言并不算高,没有呈现出行业性的“高存”特征。

同样,从绝对值的角度来看,化学原料行业上市公司的有息负债平均值历年来均低于全体A股上市公司(除ST、金融业和房地产业)的有息负债平均值。这一数据从侧面说明,相对于其他行业,化学原料行业上市公司在财务杠杆的运用上更加保守。从有息负债占总资产比重的角度来看,2017至2020年期间,化学原料行业上市公司有息负债占总资产的平均比重略微高于全体A股上市公司(除ST、金融业和房地产业)的平均水平。然而,值得注意的是,2020年以后化学原料行业上市公司这一比重呈现出明显的下滑趋势。到了2022年,已经明显低于A股上市公司整体水平。所以,化学原料行业上市公司整体上也不存在“高贷”特征。

3.1.2 化学原料行业存贷双高情况分析

根据上文的计算结果显示,化学原料行业上市公司货币资金的平均值在15亿元左右,有息负债的平均值在25亿元左右。证监会2012版行业分类中化学原料及化学制品制造业上市公司数量达372家,是一个庞大的产业,可能会存在特定因素的影响。因此本文仅研究化学原料(以“同花顺二级行业分类”为标准)单一一个细分行业的上市公司存贷双高情况。目前学术界尚未对“存贷双高”的界定标准达成一致,本文在赵春艳(2020)界定“存贷双高”思想的基础上,制定了化学原料行业上市公司对于“存贷双高”的判断标准:当一家公司账面上同时出现货币资金余额超过15亿元、有息负债账面余额超过25亿元,并且这两项指标在行业内均排名前30%时,我们认定该公司具备存贷双高现象。

在这一判断标准下,本文将2017至2022年期间各年的A股化学原料上市公司分为两类:双高公司和非双高公司。通过这一分类,我们可以更清晰地了解化学原料行业中“存贷双高”的波及范围,为后续的分析 and 研究提供基础。如表

3.2 所示，化学原料行业存在存贷双高现象的公司数量占全部化学原料行业上市公司的比重在 2017—2022 年期间内保持在 20%左右，只有 2019 年达到了 23.81%。赵春艳（2020）的研究显示，2015 至 2017 年期间，全体上市公司中存贷双高的发生率大约为 23.0%。总体来说，与全体上市公司相比，化学原料行业上市公司出现存贷双高现象的比例相对较低。这进一步证实了化学原料行业并未表现出典型的存贷双高特征。

表 3.2 2017—2022 年化学原料行业上市公司存贷双高样本统计

年份	样本公司总数	双高样本数	所占比重	非双高样本数	所占比重
2017	41	9	21.95%	32	78.05%
2018	41	8	19.51%	33	80.49%
2019	42	10	23.81%	32	76.19%
2020	46	10	21.74%	36	78.26%
2021	55	11	20.00%	44	80.00%
2022	58	11	18.97%	47	81.03%

数据来源：国泰安

3.2 案例选择原因及亿利洁能概况

3.2.1 案例选择原因

近年来，A 股市场不乏因财务舞弊、债券违约等事件而“爆雷”的上市公司。这些公司“爆雷”前账面上往往呈现出一种异常的财务现象，即“存贷双高”。具体来说，尽管这些公司拥有充足的资金，却仍然选择向外部大量举借负债。虽然投资者们往往将存贷双高与财务舞弊或债券违约等负面词汇联系起来，但在房地产业等重资产行业或某些未成立财务公司的大型集团中，存贷双高现象也可能正常存在。本文选择亿利洁能作为案例公司，主要基于以下考虑：

（1）行业现状

化学原料行业产品质量和性能差异较小，产品竞争能力主要体现为生产成本

的高低。因为作为基础化工产品，化学原料产品性能差异不大，销价控制和生产成本控制是公司化工业务业绩驱动的主要因素。随着环保、节能减排力度加大，化学原料行业多家公司选择向清洁低碳方向战略转型，亿利洁能也不例外。然而在战略转型过程中，亿利洁能却频频被质疑存贷双高。

（2）亿利洁能违规历史

自 2017 年以来亿利洁能及其关联方一度成为监管机构违规名单上的“不速之客”，2020 年 4 月，亿利洁能曾因在未履行审计决策程序、未进行标的审计的情况下，签署两项股权出售协议，并在近两个月后才延迟披露相关事项，收到了上交所出具的警示函。此后，2021、2022 及 2023 年亿利洁能及其关联方共收到了包括处罚决定、公开批评、监管措施、公开谴责在内的各类处罚 6 次，如此高频率的违规情况出现，更加让人怀疑亿利洁能是否有更大的风险出现。

表 3.3 亿利洁能违规情况统计

处罚时间	违规类型	处理单位	处罚对象	处罚结果
2017-09-28	未依法履行其他职责	国家发改委	内蒙古亿利学工业有限公司	公开处罚
2020-04-17	未及时披露公司重大事件	上海证券交易所	亿利洁能股份有限公司	公开批评
2021-06-24	行政处罚	银保监会 北京监管局	亿利集团财务有限公司	处罚决定
2021-08-27	未依法履行其他职责	上海证券交易所	亿利资源集团有限公司	公开批评
2021-10-13	未及时披露公司重大事件	上海证券交易所	亿利洁能股份有限公司	监管措施
2022-02-22	行政处罚	银保监会 北京监管局	亿利集团财务有限公司	处罚决定
2023-06-21	资金占用	上海证券交易所	亿利资源集团有限公司	公开谴责

续表 3.3 亿利洁能违规情况统计

处罚时间	违规类型	处理单位	处罚对象	处罚结果
2023-06-21	未及时披露公司重大事件， 未依法履行其他职责，资金 占用，关联交易未披露	上海证券交 易所	亿利洁能股份 有限公司	公开谴责

数据来源：东方财富 Choice

（3）数据可得性

亿利洁能属于 A 股上市公司（股票代码：600277），案例数据获取方便，同时真实性和可靠性也能得到保障。作为案例研究最基础的部分，本文数据均来源于亿利洁能公开披露的定期报告、国泰安数据库、东方财富 Choice，并通过 Excel 软件计算整理出各项财务指标的行业均值。

本文期望通过对亿利洁能这一案例的深度分析，界定其是否长期存在存贷双高现象，如果这一现象真实存在，希望本文能够挖掘出其形成的背后原因，全面了解其引发的各类风险并就如何避免存贷双高现象的出现提出对策。

3.2.2 亿利洁能概况

（1）亿利洁能简介

亿利洁能股份有限公司，注册资本达 273,894.01 万元，是一家于 1999 年 1 月正式成立的企业。公司于 2000 年 7 月 4 日成功登陆上海证券交易所，股票代码：600277。主营业务涵盖现代煤化工、光氢新能源、清洁热力等。亿利洁能始终秉承“绿色发展，生态优先”的理念。

“十四五”期间，亿利洁能力求为国家实现“2030 碳达峰”“2060 碳中和”目标做出贡献，在巩固既有产业优势的同时，积极顺应国家发展新能源和绿色环保产业的战略方向，深入调整产业结构，明确将新材料、新能源产业作为投资运营的重点领域，特别是光伏治沙产业，更是被寄予厚望。公司在鄂尔多斯地区建有以电石、聚氯乙烯、烧碱为核心产品的达拉特旗循环经济园区和以乙二醇、甲醇、尿素等为核心产品的库布其现代煤化工产业园区，两大工业园区为推动“风

光氢储新材料”一体化、多能互补、清洁能源替代、“源网荷储”一体化等模式发展绿电就近消纳创造了得天独厚的基础条件。在风光端,公司自 2013 年起投资建设吉瓦级光伏治沙项目,是国内较早探索实践光伏治沙模式的企业之一。在原盐电解、煤气化重整、副产氢回收等制氢端和乙二醇、甲醇及合成氨等用氢端均也拥有多年的生产管理经验和成熟的运营团队,具备大规模发展绿氢产业的基础条件。

(2) 主营业务介绍

亿利洁能经营业务主要围绕化工产品展开,随着国家政策、市场环境的变化和公司自身的发展需求,亿利洁能的经营业务也经历了多次调整和优化。

表 3.4 亿利洁能主营业务变化历程

年份	主营业务
2000—2007	化学原料、医药制造、生物生态、工程施工
2008—2011	化学原料、医药制造、生物生态、工程施工、发电
2012—2017	化学原料、医药制造、生物生态、工程施工、发电、煤炭经销
2018—至今	化学原料、供应链物流、煤炭经销、清洁能源、光伏发电

资料来源:亿利洁能年报整理

从上表 3.4 可知,2000 年上市之初,亿利洁能主要涉足了化学原料、医药制造、生物生态和工程施工四大业务领域。根据年报显示,化学原料和医药制造成为公司业务收入的主要来源,这两大业务利润占公司净利润的比例高达 70%,为公司的稳健发展奠定了坚实基础。

在 2015 年年报中,亿利洁能提到由于医药生产业务规模相对较小、净利润未达到预期水平,且与公司发展方向的契合度不高,为了优化资源配置,提高公司的盈利能力和市场竞争力,计划出售医药业务。2016 年以来随着国家经济转型和市场环境的变化,亿利洁能积极响应国家节能环保的号召,加快转型步伐。2016 年第三次股东大会通过了亿利洁能多项剥离医疗制造业务的方案,涉及库伦蒙药、包头中药、亿利中药饮片等多家公司 100%的股权,交易金额共计 3.7

亿元。与此同时，公司积极寻求清洁能源领域的发展机会，通过投资新建项目、收购兼并具有潜力的清洁能源企业，以及产融结合等方式，全方位布局清洁能源领域。亿利洁能还注重产业链的延伸和拓展。2018年成功入局供应链物流领域，进一步完善了公司的产业布局。

（3）主营业务经营状况

亿利洁能目前的主营业务涵盖六大板块，分别是化工制造业、供应链物流、煤炭采掘、煤炭经销、清洁能源和光伏发电。这些板块在公司的整体发展中发挥着不可或缺的作用，共同打造了亿利洁能以化学原料制造为主的多元化业务体系。2017—2022年各板块收入如图3.3所示。

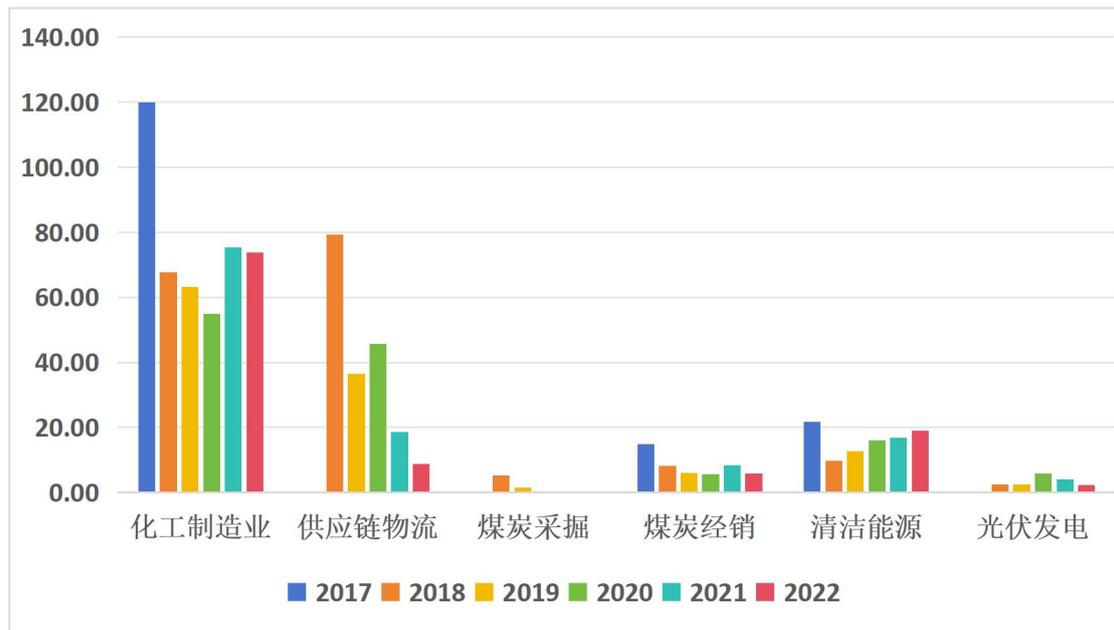


图 3.3 2017 年—2022 年亿利洁能各板块收入（单位：亿元）

从图 3.3 可知，2017—2022 年间，亿利洁能最核心的业务为化工制造业，营业收入平均超过了 60 亿元，占公司总收入的比重也超过了 40%，一直是公司营收的最重要来源。然而，2022 年化工制造业的营收已经从 2017 的 120.82 亿元下降到了 73.85 亿元。2018 布局的供应链物流业务虽然在初期呈现良好的发展势头，但在 2022 年其营收也下降到了冰点。同时，面对煤炭行业日益增长的压力与挑战，亿利洁能 2020 年成功剥离煤炭采掘业务，煤炭经销业务也不再是公司的主

要经营方向。值得注意的是，到 2022 年末，亿利洁能清洁能源业务收入已经成功超越了供应链物流，成为公司的第二大收入来源。这一变化不仅凸显了清洁能源市场的潜力和增长空间，也体现了亿利洁能在转型发展和战略布局方面的成效。

(4) 公司治理与股权结构

一个健全的公司治理体系应当确保决策过程的透明性、公正性以及中小股东利益的均衡。深入探究亿利洁能的股权分布及公司治理机制，对于全面解析该公司所面临的“存贷双高”现象具有重要的参考价值。

表 3.5 亿利洁能前十大股东

股东名称	持股排名	持股数量	持股比例 (%)	股东类型
亿利资源集团有限公司	1	1289400000	36.21	其他机构
三峡鄂尔多斯市能源有限公司	2	397800000	11.17	其他机构
内蒙古金融资产管理有限公司	3	60000000	1.69	其他机构
张武	4	42000000	1.18	自然人
财通基金-宁波银行-万向信托	5	41426287	1.16	信托资产管理计划
东峪投资合伙企业	6	36006034	1.01	其他机构
刘凤芹	7	30122437	0.85	自然人
汇天泽投资有限公司	8	28340015	0.8	其他机构
陈维恩	9	16756791	0.47	自然人
陈新兰	10	15529900	0.44	自然人

资料来源：亿利洁能 2022 年年报

从表 3.5 可知，亿利洁能作为一家上市公司，其股权结构过于集中，前十大股东持股比例合计达 54.98%。亿利资源集团作为公司的第一大股东，持股比例达到了 36.21%，这一比例远超过其他股东，使其成为公司的绝对控股股东。第二大股东三峡鄂尔多斯市能源有限公司和第三大股东内蒙古金融资产管理有限公司分别持有 11.17%和 1.69%的股权。亿利资源集团的法人代表为王文彪先生，

作为实际控制人，这进一步增强了其在亿利洁能经营决策中的影响力。王文彪与亿利洁能的股权关系如图 3.4 所示：

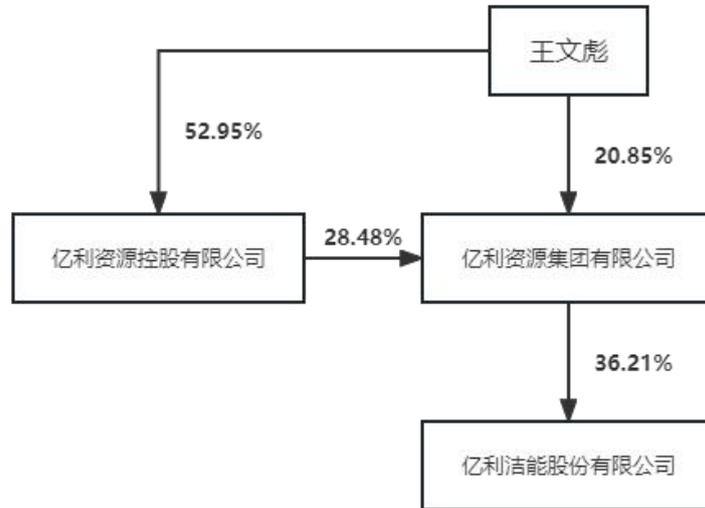


图 3.4 王文彪与亿利洁能股权关系图

亿利资源集团有限公司成立于 1988 年，是联合国认定的全球治沙领导者企业，30 多年来联手绿色企业和农牧民，治理绿化库布其沙漠超过 6000 平方公里，被巴黎气候大会标举为“治沙样本”。王文彪先生不仅是亿利资源集团的创始人之一，还是现任的董事长及法定代表人，他在公司中持有 20.85% 的股权。亿利资源集团经过 30 多年的持续发展，已成长为中国百强民营企业之一，其经营业务涵盖了多个领域，包括投资、中药、矿产资源开发利用、矿产和煤炭的进出口业务、生态建设、化工及原料、物业管理、金属材料、装饰材料以及纺织材料等。此外，集团还涉足化肥生产等领域，业务十分广泛。

3.2.3 亿利洁能存贷双高情况分析

(1) 亿利洁能存贷双高界定

2017 年以来面临传统氯碱和煤炭行业持续低迷的现状，亿利洁能努力寻找转型切入点，积极适应经济新常态，致力于高效清洁能源投资与运营，确立了光伏治沙战略部署和光伏、氢能源发展实施路径，依托控股股东亿利集团 30 余年

治理沙漠积累的土地资源优势，与三峡集团、国家电投、中国能建等大型央企合作开发西部沙区大型光伏治沙项目投资。凭借“光伏治沙”光环，亿利洁能实现了资产规模的快速增长。亿利洁能的总资产的变化如图 3.5 所示。

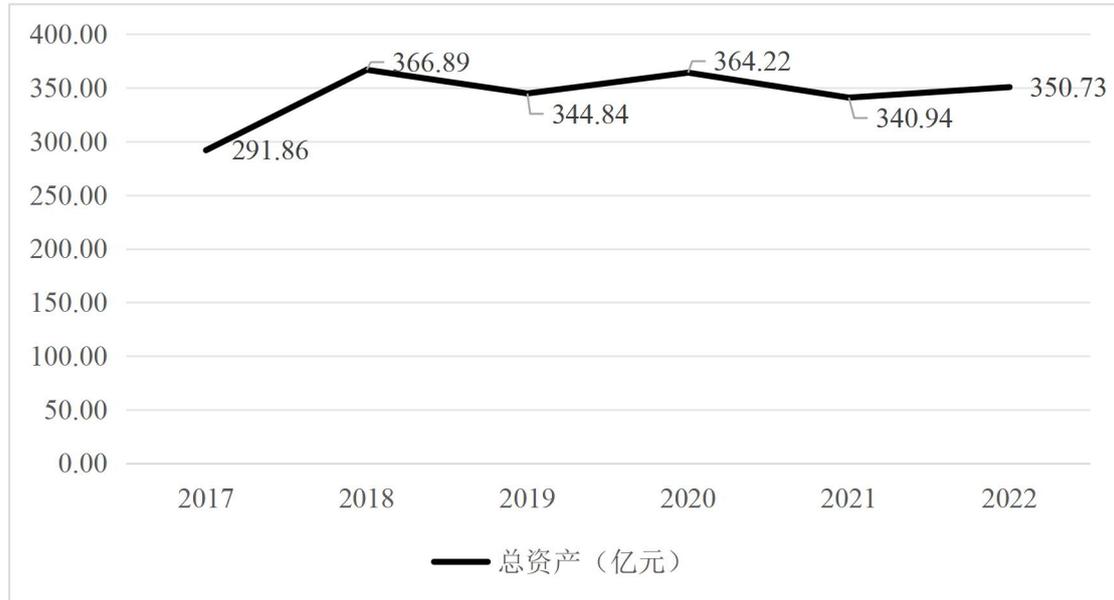


图 3.5 亿利洁能 2017—2022 年总资产 (亿元)

在高景气赛道上驰骋的亿利洁能看似前景光明，然而随着社会各界对存贷双高问题的广泛关注，亿利洁能财务报表中长期存在的这一现象也遭到了多家媒体披露。为了更准确地把握亿利洁能的存贷双高特征，本文根据亿利洁能披露的年报，整理了 2017—2022 年货币资金和有息负债金额的相关数据。如表 3.6 所示。

表 3.6 亿利洁能近六年存贷金额表 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
货币资金	94.42	104.03	101.78	84.00	65.36	43.81
短期借款	23.89	26.48	39.62	50.17	24.74	23.16
一年内到期的非流动负债	6.70	15.30	37.08	21.97	16.28	15.77
长期借款	7.16	14.62	4.07	19.38	33.36	23.37
应付债券	30.48	23.91	6.23	9.91	9.93	2.00
有息负债合计	68.23	80.31	87.00	101.43	84.31	64.30

数据来源: 亿利洁能年报

2017—2022 年亿利洁能期末货币资金和有息负债余额呈现出较大的变化幅度。货币资金余额经历了先上涨后下降的趋势，特别是 2018 年货币资金持有量高达 104.03 亿元，为历年之最。2019 年后货币资金持有量出现了迅猛的下降，但 2022 年公司账面上仍有 43.81 亿元货币资金。另一方面，亿利洁能的有息负债长期维持在较高水平，2020 年亿利洁能的有息负债余额甚至超过了 100 亿元。这从侧面反映出公司在过去几年面临着较大的偿债压力。

根据前文对存贷双高的定义，将亿利洁能的存贷数据与行业均值放在一起，作为判断亿利洁能存贷双高的标准。由下表 3.7 可以看出，2017—2022 年亿利洁能货币资金的账面余额均超过了 15 亿元，有息负债的账面余额也都超过了 25 亿元，远大于行业均值。同时，货币资金与有息负债行业排名都在前 30% 内，可以认定亿利洁能在 2017—2022 年期间存在存贷双高现象。

表 3.7 亿利洁能货币资金和有息负债与化学原料行业均值比较

年份	化学原料行业均值		亿利洁能			
	货币资金 (亿元)	有息负债 (亿元)	货币资金 (亿元)	有息负债 (亿元)	货币资金 行业排名	有息负债 行业排名
2017	12.48	24.82	94.42	68.23	4.88%	9.76%
2018	13.57	26.44	104.03	80.31	4.88%	9.76%
2019	14.20	28.83	101.78	87.00	4.76%	9.52%
2020	15.31	27.54	84.00	101.43	4.35%	6.52%
2021	15.07	20.82	65.36	84.31	5.45%	5.45%
2022	17.99	24.34	43.81	64.30	13.79%	12.07%

数据来源：国泰安

同时，本文也通过将亿利洁能货币资金占总资产比例以及有息负债占总资产比例同化学原料行业均值进行对比的方式进一步确定亿利洁能存贷双高的事实。从图 3.6 中可以看出，亿利洁能近年来货币资金占总资产的比例出现显著波动。2017 年其货币资金占比非常高，超过了 30%，尽管到 2022 年末已经降至 12.49%，

但 2022 年的半年报显示亿利洁能仍然拥有 43.81 亿元的货币资金。与此同时，亿利洁能的有息负债占总资产的比例则保持在一个相对稳定的区间。除 2022 年以外，始终在 25% 上下浮动，其中 2020 年有息负债占总资产比率达到峰值 27.85%。这意味着亿利洁能在维持一定流动性的同时，也有较高的债务负担，存贷双高现象可能在一段时间内持续存在。而与化学原料行业整体水平相比，2017—2021 年亿利洁能货币资金占总资产的比例一直高于行业均值，虽然 2022 年年报中的货币资金水平恶化，但通过查阅亿利洁能 2022 年半年报可以发现，其货币资金占总资产的比值也达到了行业均值。因此用相对值来看，亿利洁能也达到了“高存”的标准。亿利洁能有息负债占总资产的比例在 2019—2022 年也一直高于行业均值，2017、2018 年该比例虽然略微低于行业均值，但通过分析发现这两年亿利洁能分别存在 19.00 亿、21.80 亿元的长期应付融资租赁款，如此巨额的长期应付融资租赁款也可能是附带利息的。所以可以进一步确定，2017—2022 年亿利洁能存贷双高的事实。

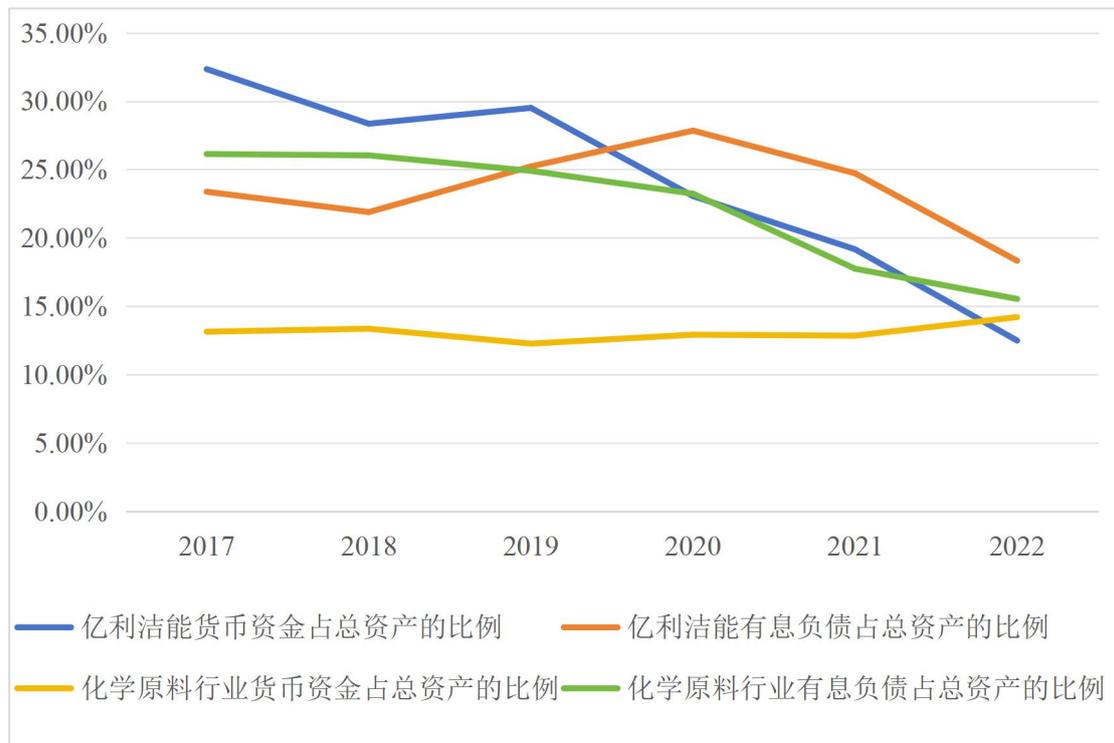


图 3.6 亿利洁能与化学原料行业货币资金、有息负债占总资产比例对比图

（2）亿利洁能“高存”分析

亿利洁能为何会长期持有巨额货币资金？为了对其货币资金的真实情况一探究竟，本文对亿利洁能 2017—2022 的货币资金组成情况进行了详细的梳理。整理得到了图 3.7。

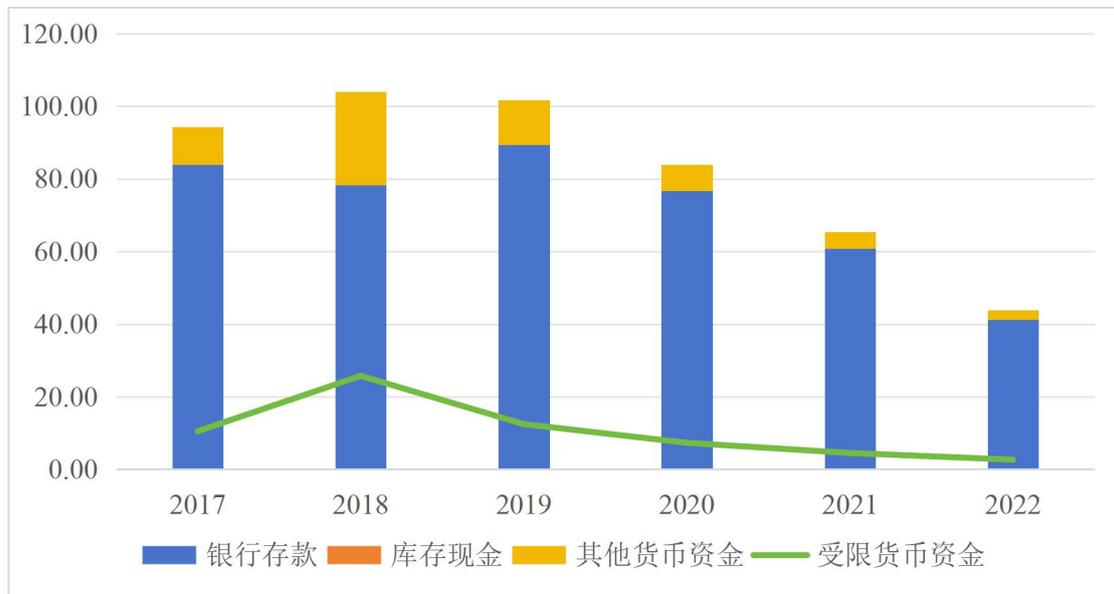


图 3.7 亿利洁能 2017—2022 年货币资金组成情况图（亿元）

由于亿利洁能库存现金在货币资金中的占比过低，所以在图 3.7 中，库存现金科目因为比例尺的原因未能单独显示出来。从图 3.7 可以看出，2017 年至 2022 年，亿利洁能受限货币资金的期末余额先是从 10.48 亿元逐步增加至 2018 年的高峰值 25.74 亿元，随后逐年减少，直至 2022 年末降至 2.64 亿元。这说明受限货币资金占总货币资金的比重已经大大降低，亿利洁能大部分货币资金都处于相对可动用状态。

此外，亿利洁能的货币资金主要是由银行存款构成的，其他货币资金的占比也比较小。通过研读亿利洁能的年报信息，可以发现公司有大额资金以银行存款的方式存放在其关联方亿利集团财务公司。如表 3.8 所示。亿利财务公司成立于 2012 年，由亿利资源集团控股。近年来，亿利洁能大量资金存入集团财务公司。截至 2022 年末，亿利洁能在集团财务公司的存款仍有 38.93 亿元，占到了公司货币资金总额的 88.86%，这表明关联方亿利集团财务公司对亿利洁能存在

高度依赖。通过查阅相关网站可以发现，当前亿利财务作为被告涉及的案件数量众多，累计超过 500 件，涉诉待偿金额约 16 亿元。

表 3.8 亿利洁能存放财务公司存款情况（单位：亿元）

	2022 年报	2021 年报	2020 年报
货币资金期末余额	43.81	65.36	84.00
其中：存放财务公司存款	38.93	51.27	39.71
利息收入	0.27	0.93	1.11

数据来源：亿利洁能年报

总的来说，亿利洁能账面上有虽然有巨额的货币资金，但实际上，大资金都存放于其大股东亿利资源集团控制下的财务公司。这就使得这些资金的安全性遭受质疑，尤其在亿利财务公司面临诸多法律纠纷和成为失信被执行人的情况下，市场普遍担心亿利洁能能否顺利拿到这些存款。

（4）亿利洁能“高贷”分析

通过上文表 3.7 可得，亿利洁能近年来账面上存在大额的有息负债，远远超过了行业均值。图 3.8 展示了亿利洁能 2017—2022 年有息负债的构成和分布。

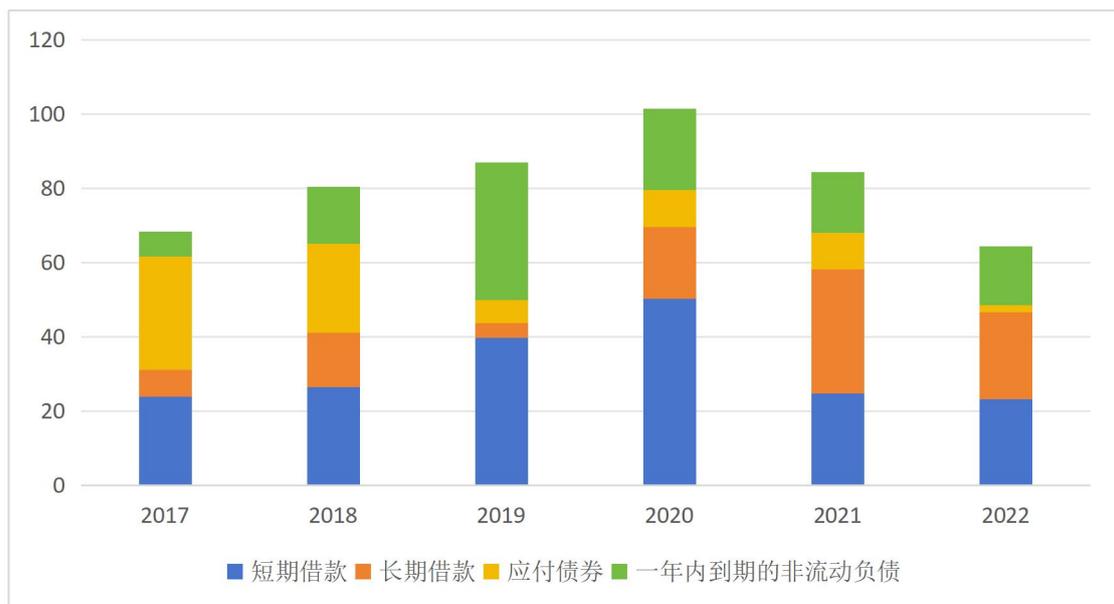


图 3.8 亿利洁能 2017 年—2022 年有息负债分布图（亿元）

从图 3.8 中可以看出，亿利洁能近六年的有息负债中，长期借款规模呈上升趋势，短期借款总体上变化不大，应付债券总体上趋于下降，2019 年一年内到期的非流动负债金额较大，2020 年其中一部分长期负债到期，金额减少。此外，2020 年的有息负债最多，超过 100 亿元。这是因为 2020 年受新冠肺炎疫情全球蔓延、国际大宗商品市场剧烈波动，加之全球性、地域性政治不确定性等不利因素影响，亿利洁能所在的聚酯行业产业链受到严重冲击，下游市场需求不足，产品库存增大，产品销量及销价下滑，生产经营压力增加，企业盈利能力出现不同程度下降。与此同时，为了不断调整产业结构，持续聚焦节能环保战略，亿利洁能收购了张家口迎宾廊道 60%股权和亿源新能源 100%股权，同时参股投资宁波氢能创新中心有限公司。亿利洁能盈利能力的低迷并不能跟上扩张的步伐，企业只能通过外部借款满足资金需求。

截至 2022 年末，亿利洁能的有息负债余额达到 64.30 亿元，每年 4.91 亿元的利息费用高占到了公司净利润的 50%以上，形成了巨大的财务负担。然而，公司 43.81 亿元的存款收到的利息却仅为 2703 万元，存款利息收入和贷款利息支出之间形成了强烈反差。另外，2022 年年报中透露，为了获取高额借款，亿利洁能已将其多项重要资产进行了抵质押，在债务清偿之前，这些资产的部分权益已转移到债权人手里。如下表 3.9 所示。

表 3.9 亿利洁能主要资产受限情况(截至 2022 年末)(亿元)

受限资产	受限额度 (亿元)	账面价值 (亿元)	受限比例	受限原因
固定资产	53.24	140.44	37.91%	融资租赁及借款抵押
长期股权投资	49.54	79.58	62.25%	借款抵押
在建工程	24.77	30.91	80.14%	融资租赁及借款抵押
应收账款	9.32	11.22	83.06%	借款、融资租赁款质押
货币资金	2.67	43.81	6.09%	保证金及银行账户冻结
无形资产	2.12	10.88	19.52%	融资租赁及借款抵押
合计	141.67	316.84		

数据来源：亿利洁能年报

综上所述，亿利洁能的有息负债近年来一直保持在较高水平，且只能通过优质资产抵押等方式获得高成本资金，可以判定亿利洁能“高贷”的事实。

4 亿利洁能存贷双高成因与风险分析

4.1 亿利洁能存贷双高外部成因分析

4.1.1 产业特性影响

由于传统的能源化工行业下行见底，出于企业自身发展的需要和大气污染、雾霾治理的需要，亿利洁能积极寻求符合当下及未来发展且符合产业政策支持的新的利润增长点，自 2015 年 12 月份更名为亿利洁能以来，亿利洁能积极响应全球清洁能源转型的大趋势，于 2016 年 6 月转让医药资产，2016 年 12 月剥离 4 家低效非主营业务企业。2017 年 1 月，公司以每股 6.93 元完成 45 亿元的定向增发，推进“微煤雾化”清洁热力供应项目。随着全球能源供给的日益紧张，清洁能源行业有望在未来持续扩大市场份额。然而，清洁能源项目通常需要大量的前期投资，包括设备采购、项目建设等。巨额的成本在短期内让亿利洁能的财务负担加重，只能依靠外部筹资来推进清洁能源项目的建设。此外，清洁能源项目回报周期较长，短时间内难以盈利，这就导致亿利洁能一时间内无法归还到期的债务，陷入了“借新偿旧”的漩涡，加剧了“高贷”的程度。并且，随着多家实力强劲的企业入局，再加之政府补贴减少、税收优惠取消等不利影响，亿利洁能的清洁能源项目遭遇了激烈的竞争激烈，这也对其盈利能力产生了不少的影响。亿利洁能分行业营业利润如表 4.1 所示。

表 4.1 亿利洁能分行业营业利润构成表（单位：亿元）

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
光伏发电		1.84	1.86	3.84	2.58	1.56
化工	11.77	18.49	12.80	7.18	15.02	11.63
供应链物流		1.15	1.00	0.65	0.68	0.63
煤炭经销	3.92	1.51	1.28	0.14	0.22	0.19
清洁能源	3.81	2.07	2.89	3.95	-0.78	0.95

续表 4.1 亿利洁能分行业营业利润构成表（单位：亿元）

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
煤炭采掘		3.18	0.97			

数据来源：东方财富 Choice

除清洁能源行业外，亿利洁能产业中化工制造业、光伏发电均属于重资产、资金密集型行业，在生产储备中采购原材料辅料、日常运营维护等需要大量的现金储备，这也就导致了亿利洁能日常运营中容易出现“高存”现象。

表 4.2 2017—2022 年亿利洁能发展能力指标

年份	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入增长率%	42.53	10.32	-28.81	4.43	-3.69	-10.13
净利润增长率%	91.39	49.91	-2.06	-40.85	30.08	9.85
所有者权益增长率%	50.40	10.98	5.08	3.89	2.81	1.63

数据来源：国泰安

如表 4.2 所示。近年来，亿利洁能在实施转型战略的过程中，尽管业务板块有所增加，但从发展能力指标来看，新增业务板块并没有有效地提升公司的整体盈利能力，反而亿利洁能的盈利能力出现明显的减弱趋势。综上所述，亿利洁能的产业特性决定了其日常经营中需要高额资金投入、高额资金运转，但其盈利能力却不足以支撑起如此大额的资金需求，最终导致其出现存贷双高。因此，产业特性是亿利洁能存贷双高产生的主要原因之一。

4.1.2 经济政策不稳定

经济政策不稳定性是指政府在经济管理和调控过程中，由于各种因素导致政策制定、实施和效果产生不确定性、波动性或不可预测性。这种不稳定性可能源于多种原因，如政治因素、经济周期、国际环境变化、社会压力等。

我国当前所处的经济发展新时代具有多重历史使命和多元发展目标。在这种

背景下，政府在实施宏观调控时面临着巨大挑战，因为既要培育新质生产力、推进供给侧结构性改革、促进产业结构转型升级，又要统筹区域协调发展，落实“一带一路”倡议，同时还要确保经济增长的稳定性，保障民生改善，防范化解金融和经济风险，并维持社会稳定。许多国内外学者都指出，在复杂的内外部环境下，一家政府理论上很难同时实现多个目标。如图 4.1 所示，我国经济政策不稳定性指数在 2017—2018 年之间出现了明显的下滑，然而在 2018—2022 年间却呈现出了波动上升趋势，这表明在该时期内，我国经济政策环境经历了一定程度变化。

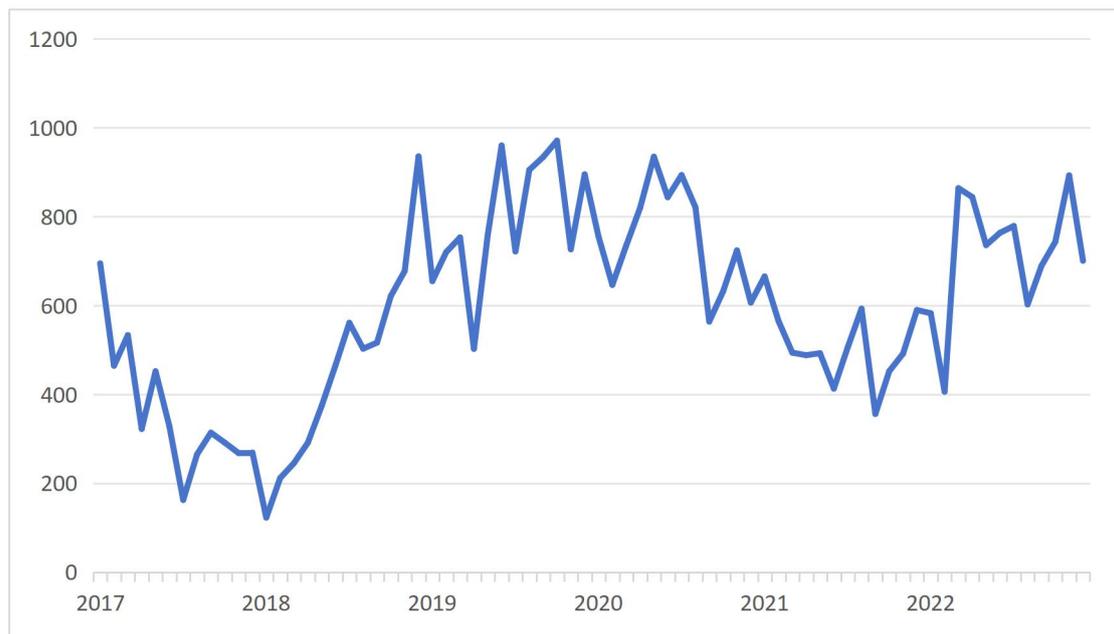


图 4.1 2017 年—2022 年中国经济政策不稳定性指数

数据来源：https://policyuncertainty.com/china_monthly.html

从企业经营的角度看，经济政策的不确定性加剧了公司经营现金流的波动，导致公司在资金运作上面临很大的挑战。为了缓解这种不确定性带来的压力，管理层在倾向于增加公司现金储备的同时努力寻找宽松的贷款政策。这就导致了企业“存贷双高”现象的出现。从企业投资的角度看，在经济政策不确定的情况下，投资机会增多的同时也会伴随着更高的风险。而融资成本则因市场的不稳定而上升，给企业带来了更重的财务负担。企业在决策过程中，既要保证有充足的现金储备以应对可能出现的风险，又要把握住高回报的投资机会，可能会选择继续借

入资金的方式进行投资，这种策略也会导致企业“存贷双高”。从企业财务风险的角度看，在经济政策不确定性增加的大背景下，银行和外部贷款人为了预防可能到来的风险，更愿意放出还贷风险小、对债务人束缚作用强的短期借款。而对于企业来说，此时需要权衡还款压力和资金链断裂的风险。为了应对再融资的困难，企业可能会选择持有高额现金的同时，利用短期借款进行多期滚动的方式来筹资，以满足资金需求。这也会导致企业出现存贷双高现象。

4.2 亿利洁能存贷双高内部成因分析

4.2.1 高股权质押比例

上市公司控股股东通过股权质押进行对外融资是资本市场上一种常见的手段。亿利洁能的控股股东亿利资源集团也采用了这种融资方式。然而，大股东股权质押行为虽然在短期内能够快速解决资金短缺问题，但却带来了较高的财务风险。随着质押比例的不断攀升和质押期的延长，不仅可能影响公司的财务状况，还可能对中小股东和债权人的利益造成损害。

亿利洁能曾公告称，亿利集团所持公司股份质押原因系民营企业向银行等金融机构融资时以股票质押作为综合增信担保。亿利集团经营、资信情况良好，不存在平仓风险，同时其将采取包括但不限于追加担保、提前还款等措施应对可能产生的风险。实际上，亿利集团的债务压力较大。根据亿利洁能披露，截至 2021 年末，亿利资源集团一年内到期债务为 160 亿元，其中已发行债券余额 33 亿元。2017 年以来，亿利资源集团的财务压力一直备受关注。亿利资源集团一期债券“14 亿利集 MTN002”曾出现技术性违约，公司实控人王文彪曾将持有的亿利集团股权质押给内蒙古国资，并在 2018 年提出“进稳退”经营战略，要求在生态环保洁能主业上积极进取、全力推进，发展求质量、求稳健、求经营含金量，退出不符合生态环保洁能的非主要业务，处置“小、亏、非”业务，去重资产重负债。2019 年，亿利集团将生态修复业务和洁能环保业务整合给亿利洁能。但是，亿利集团的财务压力并未从根本上得到解决。2021 年初，公司被大公资信将亿利集团主体及相关债项信用等级由 AA+ 下调至 AA，将亿利集团评级展望由

稳定调整为负面。2021年7月，亿利集团财务公司因未建立有效的流动性管理机制，被北京银保监局罚款190万元，并责令改正，对相关责任人给予警告。2021年8月，因为股份冻结信息披露不及时，影响了投资者的合理预期，上交所对亿利集团予以通报批评。2021年10月，王文彪被北京市第三中级人民法院列为被执行人。

为了应对日益增长的财务压力，亿利资源集团采用了包括股权质押、发债、定向增发等多种手段。东方财富Choice数据显示，亿利洁能大股东亿利资源集团从2014年开始涉足股权质押业务，截止2022年12月30日，一共质押亿利洁能股权37笔，占其所持亿利洁能股份的100%，具体数据如表4.3所示：

表 4.3 2017—2022 年亿利洁能控股股东股权质押情况

公告时间	累计质押笔数	占所持股份比例 (%)	占总股本比例 (%)
2017/3/31	86	98.63	48.47
2017/6/30	86	88.83	43.67
2017/9/29	69	81.62	40.11
2017/12/29	76	97.15	47.81
2018/3/30	73	99.45	48.89
2018/6/29	62	98.56	48.46
2018/9/28	53	84.82	41.71
2018/12/28	45	93.8	46.11
2019/3/29	39	99.6	48.97
2019/6/28	37	99.82	49.07
2019/9/30	34	99.82	49.07
2019/12/27	34	99.82	49.07
2020/3/27	30	99.82	49.07
2020/6/24	30	99.82	49.07
2020/9/30	30	99.82	49.07
2020/12/31	29	99.82	49.07

续表 4.3 2017—2022 年亿利洁能控股股东股权质押情况

公告时间	累计质押笔数	占所持股份比例 (%)	占总股本比例 (%)
2021/3/26	29	99.82	49.07
2021/6/25	29	99.82	49.07
2021/9/30	37	99.82	49.07
2021/12/31	35	99.79	37.9
2022/3/25	35	99.79	37.9
2022/6/24	37	100	37.9
2022/9/30	37	100	37.9
2022/12/30	37	100	36.21

数据来源：东方财富 Choice

公开数据显示，自亿利洁能上市后，其控股股东亿利资源集团便开始了股权质押。由表 4.3 可知，2022 年，亿利资源集团的股权质押次数达到了 37 次，而且所质押股权占亿利洁能总股本的比例也达到了极高的 36.21%，接近规定的股权质押上限 60%。同时，控股股东将其持有的股份中，高达 100% 的部分进行了质押，这意味着亿利资源集团将其全部的股权押了出去。

由上表 3.5 可知，截止 2022 年末，亿利资源集团作为亿利洁能第一大股东，直接持有其 36.21% 的股权；而除了第二大股东三峡鄂尔多斯能源外，其余前十大的持股比例均在 1% 左右，因此，可以说亿利资源集团在亿利洁能拥有绝对的话语权。亿利资源集团一股独大并将其持有的亿利洁能全部股权进行了质押，这便增加了其侵占中小股东和债权人利益的风险。在这种情况下，亿利洁能持有高额的货币资金可能是为了满足大股东的私人利益。同样，作为控股股东，亿利资源集团对亿利洁能的存贷双高问题长期视而不见，难道是为了进行大股东侵占吗？

亿利资源集团是否存在大股东侵占行为我们不得而知，但是，其作为控股股东，竟然将亿利洁能当做一个向集团提供资金的机器，高比率股权质押导致亿利洁能融资渠道受限，只能依赖银行借款来获取资金，从而忽视了上市公司的整体

利益。

4.2.2 激进式战略转型

2017年以来，为了顺应国家发展新能源和绿色环保产业的战略方向，亿利洁能积极拓展供应链物流、清洁能源、光伏发电等多个领域，通过收并购活动整合上下游产业链资源，不断扩大经营范围和深化战略布局。

表 4.4 2017—2022 年亿利洁能投资事件

时间	投资事件	交易金额（万元）
2022-04-02	武威新腾格里生态能源科技有限公司 50%股权	70,000.00
2022-04-02	内蒙古三峡亿利新能源有限公司 50%股权	70,000.00
2022-01-01	甘肃亿恒新能源有限公司	60,000.00
2022-01-01	库布其光氢治沙（杭锦旗）新能源有限公司	150,000.00
2020-08-28	宁波氢能创新中心有限公司	5,000.00
2019-05-07	亿利生态修复股份有限公司 100.01%股权	475,489.17
2018-08-13	新杭能源 75.19%股权	68,366.32
2017-12-28	亿利租赁 100%股权	50,000.00
2017-06-06	亿鼎投资中心旗下热电联产相关土地、房产及机器设备	166,900.00

数据来源：东方财富 Choice

2016年以前，亿利洁能的核心业务集中在化学原料、医药和煤炭三大领域。然而，2016年开始中国医药行业步入低速增长阶段，医药板块的盈利能力不足以支撑企业整体运营的稳健发展。同时，随着国家环保政策的收紧，煤炭业务面临着前所未有的压力，不仅利润空间受到挤压，而且由于环保政策对煤炭开采和使用限制的加大，使得煤炭业务的收益起伏波动较大，难以成为公司利润的主要来源。不仅如此，日趋严格的环保法规还使亿利洁能的化学产业成本增加，导致该业务的盈利能力也出现下滑。在这样的情境下，亿利洁能原先倚重的主营业务板块失去了强劲的增长力，长期盈利能力受到拖累，公司整体营收下降。然而，

公司战略转型需要大量的资金来源，根据公司年报可知其主要通过对外抵质押优质资产的方式满足投资，这便为公司的存贷双高问题埋下了种子。

表 4.5 亿利洁能 2015—2022 年发行债券情况

日期	方式	募集资金净额（亿）	资金用途
2015-01-26	发行债券	10.00	偿还公司债务
2016-04-25	发行债券	10.00	偿还公司债务
2020-04-10	发行债券	5.00	偿还公司债务及补充营运资金
2020-07-07	发行债券	5.00	偿还公司债务及补充营运资金

数据来源：东方财富 Choice

由表 4.5 可知，在激进的战略转型过程中，亿利洁能的资金链始终保持在高压状态，负债总额持续攀升。其通过发行债券等方式筹措的资金主要用于还债及维持经营。这一系列因素叠加，成为导致亿利洁能出现“存贷双高”问题的关键原因之一。

4.2.3 内部控制缺失

内部控制制度在企业经营中扮演着重要角色。一方面，健全的内部控制制度能够有效地保障企业资金的安全性，从而降低资金被挪用的风险。另一方面，内部控制制度可以规范企业业务流程、明确职责分工、强化内部监督，为企业的健康发展提供制度保障。然而，如果一个企业的内部控制制度不健全，就很可能诱发各种风险，例如财务舞弊、资金使用效率低下等，导致“存贷双高”等财务异常现象的发生。

亿利洁能曾在 2012 年和 2017 年两次与关联公司亿利资源集团财务公司签订了《金融服务协议》及其补充协议。根据协议内容，亿利集团财务公司负责为亿利洁能提供涵盖存款保管、资金结算、信贷服务等在内的综合性金融服务方案。协议规定亿利洁能在财务公司的各类存款账户（包括存款利息在内）每月最高余额总计不得超过 40 亿元人民币，以防止资金过度集中。与此同时，财务公司向

亿利洁能提供的贷款额度（同样包括累计贷款利息在内）每月最高余额也不超过 40 亿元人民币，以此来限制亿利洁能的债务规模。2020 年度，亿利洁能在财务公司的存款月最高余额达 60.83 亿元，超出前期协议约定金额达 20.83 亿元，超出部分占最近一期经审计净资产的 13.55%，达到股东大会审议标准，亿利洁能未能及时就超出部分履行股东大会审议程序与信息披露义务，违反了《上海证券交易所股票上市规则》，上交所对亿利洁能时任董事会秘书侯菁慧、时任财务总监张艳梅予以监管警示。然而，上交所的监管警示无济于事，2021 年年底亿利洁能的 65.36 亿货币资金中仍然有 51.27 亿元存放在亿利财务公司，且这一金额同样超过公司 2021 年第三次临时股东大会审议批准的存款最高 40 亿元的限额。该事项也是导致亿利洁能 2021 年财报被出具非标准审计意见的原因之一，审计机构将该事项列入了强调事项段，明确表达了亿利洁能将大额资金存放于亿利财务公司有潜在风险。东方财富 Choice 数据显示，2017 年以来，亿利洁能股份有限公司及相关责任人还多次因未及时披露公司重大事件、未依法履行其他职责、资金占用、关联交易未披露而受到上交所、银保监会等多部门通报批评、监管关注和处罚。

表 4.6 2017—2022 年与“亿利财务公司”相关的关键审计事项

报告期	审计意见类型	与“亿利财务公司”相关的关键审计事项
2020-12-31	标准无保留意见	亿利洁能公司货币资金余额 840,021.53 万元，占资产总额的比例为 23.06%，其中存放亿利集团财务有限公司 397,119.65 万元。由于货币资金余额重大且银行账户数量较多，其准确性及完整性对财务报表产生重大影响，将货币资金的存在作为关键审计事项。
2021-12-31	带强调事项段的无保留意见	亿利洁能公司货币资金中存放亿利集团财务有限公司款项余额为 51.27 亿元，超过亿利洁能公司 2021 年第三次临时股东大会审议通过的存放亿利财务公司款项月 40 亿元限额。截至 2022 年 4 月 29 日，存放款项余额为 39.05 亿元。亿利洁能公司有息负债规模较大，大额资金存放亿利财务公司，存放亿利财务公司的款项可能存在流动性、安全性风险。

续表 4.6 2017—2022 年与“亿利财务公司”相关的关键审计事项

报告期	审计意见类型	与“亿利财务公司”相关的关键审计事项
2022-12-31	带强调事项段的 无保留意见	亿利洁能公司货币资金中存放亿利集团财务有限公司款项余额为 389,343.59 万元，占期末货币资金比例较高；2022 年 1-4 月存放亿利财务公司款项余额曾超过股东大会审议通过的存放限额。亿利洁能公司大额资金存放亿利财务公司，可能存在流动性、安全性风险。

数据来源：东方财富 Choice

许多大型集团设立财务公司的目的在于集中管理内部资金流、优化资源配置、拓宽融资渠道，并期望借此降低融资成本，提高资金使用效率。然而，集团财务公司能否真正能实现这些目标，我们却不得而知。此外，据亿利洁能 2021 年半年报披露，亿利财务公司 2021 年上半年营收约 1200 万元，而上半年亿利财务公司仅对亿利洁能及子公司票据贴现的利息就已经有 1593 万元。对金融机构而言，贴现利息是营业收入的组成部分，粗略看，亿利财务公司的收入和其从亿利洁能处实现的收入数量级相当。

亿利洁能本身每年担负着巨额利息支出，却将大额资金存放在财务公司？存贷双高背后，更深层次的原因其实是公司内部控制缺失，导致亿利洁能的资金管理和使用效率低下，由此才出现了存贷双高问题。股东大会审议通过的在财务公司的存款限额成为“一纸空文”，可见亿利洁能内部控制制度约束力之弱，亿利洁能在财务方面内部控制的缺失，成为公司长期存在存贷双高的原因之一。

综上所述，亿利洁能存贷双高的成因复杂，从外部因素来看，受产业特性、经济政策的影响；从公司内部来看，包括高股权质押比率、激进式战略转型、内部控制缺失三方面。

4.3 亿利洁能存贷双高财务风险分析

4.3.1 KMV 模型分析

(1) KMV 信用风险度量模型

KMV 模型是一种基于现代金融理论的信用风险评估模型，它在继承 BS 期权定价模型思想的同时结合企业信用风险的特点对 BS 模型进行了拓展和应用。简单来说，在 KMV 模型中，企业被视为一个基于其资产价值的期权。其中，资产的市场价值相当于底层资产价值，而债务的面值则类似于期权的执行价格。具体计算过程如下：

第一步：构造方程组，求解资产价值及其波动率。

$$E = VN(d_1) - Fe^{-rT}N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{V}{F}\right) + (r + 0.5\sigma_V^2)T}{\sigma_V\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma_V\sqrt{T} = \frac{\ln\left(\frac{V}{F}\right) + (r - 0.5\sigma_V^2)T}{\sigma_V\sqrt{T}}$$

$$\sigma_E = N(d_1) \left(\frac{V}{E}\right) \sigma_V$$

在上述公式中，N 表示标准正态累积分布函数，E 表示公司的权益市值，F 表示违约点，r 表示无风险利率，T 表示债务期限， σ_E 表示权益价值波动率，V 表示公司的资产价值， σ_V 表示资产价值波动率。

第二步：计算违约距离 DD。违约距离数值越小，意味着企业资产市值距离违约临界点越近，企业的违约风险也就越高。

$$DD = \frac{V - F}{V * \sigma_V}$$

(2) 参数设定

公司的权益市值 (E) = 报告年度最后一个交易日的收盘价 * 总股本；公司的权益价值波动率 (σ_E) = $\sigma_n * \sqrt{n}$ ，其中 $\sigma_n = \sqrt{\frac{1}{n-1} * \sum_{i=1}^n (u_i - \bar{u})^2}$ ， $\bar{u} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n u_i$ ， $u_i = \ln\left(\frac{s_i}{s_{i-1}}\right)$ ，n 为实际交易天数， s_i 为股票第 i 个交易日的收盘价格， s_{i-1} 为股票

第 $i-1$ 个交易日的收盘价格；公司的违约点 $(F) = \text{流动负债} + 0.5 * \text{非流动负债}$ ；无风险利率 (r) ，选取中国人民银行公布的一年期存款利率；债务期限 (T) ，设定债务期限为 1 年。计算完这些参数后，利用 MatlabR2018b 软件求出资产的市场价值 (V) 和资产价值波动率 (σ_V) ，最后计算出违约距离 (DD) 。

表 4.7 亿利洁能 2014 年—2022 年违约距离测度（单位：亿元）

	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
权益市值	148.83	187.64	81.89	121.93	151.35	134.57	148.57	189.53	186.39
权益价值 波动率	0.53	0.63	0.32	0.38	0.32	0.20	0.44	0.41	0.33
无风险利 率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	2.12	2.97
债务期限	1	1	1	1	1	1	1	1	1
流动负债	96.31	86.44	120.47	132.02	129.80	76.85	82.82	69.62	73.22
非流动负 债	55.01	58.28	52.90	29.11	62.26	57.49	45.40	35.97	29.29
债务市值	123.82	115.58	146.92	146.58	160.93	105.60	105.52	87.61	87.87
资产价值	176.46	213.43	114.68	154.64	187.26	158.13	172.11	200.08	190.89
资产价值 波动率	0.45	0.55	0.23	0.30	0.26	0.17	0.38	0.39	0.33
违约距离	0.66	0.83	-1.24	0.17	0.55	1.93	1.02	1.45	1.65

数据来源：年报整理计算、国泰安、Matlab2018b

存贷双高现象的出现会让企业发生违约风险的概率大幅增加。一般来说，存贷双高的企业更有可能将账面上的货币资金用于偿还短期债务，这会影响到企业营运资金的补充，导致其无法按期支付供应链企业的款项，从而使企业出现违约风险。此外，存贷双高的企业在偿还债务时，可能面临集团财务公司占用其大额资金或货币资金受限的情况，致使企业出现债券违约或票据逾期事件。如果这类

情况出现,将会严重影响企业的信用记录,甚至导致企业的融资能力进一步下降。

从表 4.7 违约距离测度的结果来看,与其他年份相比,2013—2017 年间亿利洁能存在较低的信用违约风险。其中 2017 年违约距离达到 1.93,为历年最大,意味着此时公司信用状态良好。2017 年是亿利洁能出现存贷双高现象的首年,市场没有意识到这种财务异象可能引发的风险,各项财务指标对存贷双高现象的反映速度有所滞后,造成了违约距离虚大的情况。2018 年亿利洁能连续第二年出现存贷双高现象,违约距离急剧缩小至 0.55,迅速靠近 0,2019 年亿利洁能存贷双高现象愈演愈烈,违约距离受此现象的潜在影响迫近 0,信用风险提高。2020 年亿利洁能违约距离下降至-1.24,信用风险极高,违约概率大,面临倒闭风险。结合表 4.8 可以看到,亿利洁能 2020 年出现债务集中到期现象,共计有 26 亿元债券到期,造成巨大的债务偿还压力。东方财富 Choice 数据显示,2020 年 1 月 1 日亿利洁能拟发行规模达 20 亿元的可转换公司债券方案遭到了证监会的否决,可以推断亿利洁能陷入了借新偿旧的漩涡。2022 年亿利洁能的违约距离虽然大于 0,但与出现存贷双高现象的期间相比,只能说暂时没有信用风险。上海票据交易所的信息披露显示,截至 2022 年底,亿利洁能的商业承兑汇票逾期金额已经高达 4.26 亿元人民币,而累计发生的逾期额更是达到了 5.89 亿元人民币。尽管亿利洁能的货币资金存量相比往年大幅下降,但其手里仍然持有 43.81 亿元现金,这不得不让人产生质疑其货币资金情况的真实性。自 2012 年以来,亿利洁能总计发债 36 亿元,2025 年还需要偿还 10 亿元的到期债券。如表 4.8 所示。可以说,亿利洁能正在“负重前行”。在全球经济持续低迷、亿利洁能存在大量有息负债、货币资金可能被违规占用的情况下以及债券集中到期、盈利能力下降、大股东亿利资源集团信用评级被下调的作用下,亿利洁能出现违约风险的可能性也随之增加。

表 4.8 亿利洁能历年发债一览

债券名称	发行日期	债券期限(年)	发行金额(亿)	利率(%)
12 亿利 01	2012.04.23	8	8.00	7.30
12 亿利 02	2012.07.19	8	8.00	6.42

续表 4.8 亿利洁能历年发债一览

债券名称	发行日期	债券期限（年）	发行金额（亿）	利率（%）
14 亿利 01	2015.01.26	5	10.00	6.95
14 亿利 02	2016.04.26	5	10.00	7.00
20 亿利 01	2020.04.10	5	5.00	7.00
20 亿利 02	2020.07.07	5	5.00	7.00

资料来源：东方财富 Choice

4.3.2 Z-Score 模型分析

Z-Score 模型通常用于评估企业的破产风险，其计算函数 $Z=1.2(X_1)+1.4(X_2)+3.3(X_3)+0.6(X_4)+0.999(X_5)$ 。其中， X_1 =营运资本/资产总额； X_2 =留存收益/资产总额； X_3 =息税前利润/资产总额； X_4 =股东权益市值/负债总额； X_5 =销售收入/资产总额。计算出的 Z 值的大小将用于评估亿利洁能财务风险的大小。

表 4.9 亿利洁能 2017 年—2022 年 Z 值分析

	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年
Z 值	1.17	1.51	0.89	1.11	1.23	1.58
Z 值-同比增 减（%）	-0.34	0.62	-0.22	-0.12	-0.35	0.16
因素分解：						
X_1 （%）	-5.66	4.23	-1.06	-0.10	0.19	16.60
X_2 （%）	13.87	12.11	9.56	8.75	6.40	5.78
X_3 （%）	4.20	4.47	3.97	5.36	5.69	4.90
X_4 （%）	98.36	129.66	47.24	75.68	78.80	100.17
X_5 （%）	31.87	36.48	35.46	35.86	47.35	53.95
Z 值结果描述	堪忧	堪忧	堪忧	堪忧	堪忧	堪忧

数据来源：年报整理计算

由表 4.9 可知，2017—2022 年亿利洁能的 Z 值都处于堪忧的水平，这反映出利洁能的财务状况一直不太乐观。

Z-Score 模型中， X_1 值反映了企业流动资金的充足程度，亿利洁能的 X_1 值自 2017 年以来显著降低，甚至出现负值，这就意味着亿利洁能在资金运营方面存在着很大的问题。结合其资产负债表上的流动资产科目来看，亿利洁能出现了应收账款回收期延长、存货周转率下降等困境。 X_2 值体现企业积累的利润，一般来说，新建企业的 X_2 值低于老的企业。亿利洁能的 X_2 值一直处于上升状态，这是因为亿利洁能的上市时间较长，累计获利多。 X_3 值反映了企业利用其全部资产获取利润的能力。2017 年至 2022 年亿利洁能的 X_3 值总体呈下降趋势，这一趋势可能表明亿利洁能在这段时间内的资产利用效果不佳，经营管理水平未能达到预期。 X_4 值是评估企业长期偿债能力的重要指标，反映了企业资产与负债之间的相对关系。 X_4 值的变化趋势能够反映企业偿债能力的强弱，进而揭示企业的财务风险状况。亿利洁能的 X_4 值在 2017 年至 2022 年期间总体居高不下，其增加负债规模的同时，股权价值却并未随之增长。亿利洁能应该提高借款的利用效率，避免存贷双高现象的加剧，降低财务风险发生的概率。 X_5 值的高低可以反映企业资产的周转速度和效率。当 X_5 值较高时，说明企业资产转化为销售收入的能力较强，资产利用效率高。与 2017 年相比，2022 年亿利洁能的 X_5 值明显降低，这从侧面反映出近几年亿利洁能资产周转缓慢，产品销量放缓，从而导致盈利状况不佳。

综上所述，双高期间亿利洁能的 Z 值系数整体出现下滑，破产压力明显增大，财务状况堪忧。

4.3.3 偿债能力风险

康得新、康美药业和东旭光电在出现“存贷双高”现象后，都接连发生了违约事件，而违约事件的发生的背后隐藏着企业在偿债能力上的漏洞。无独有偶，2017 年持续出现“存贷双高”现象的亿利洁能也被曝出存在高额的票据逾期。因此，本节选取短期偿债能力、长期偿债能力指标并结合化学原料行业均值来分析亿利洁能出现“存贷双高”现象之后偿债能力的变化。

(1) 短期偿债能力

表 4.10 亿利洁能短期偿债能力情况

	亿利洁能			行业均值		
	流动比率	速动比率	现金比率	流动比率	速动比率	现金比率
2017	1.63	1.57	1.09	2.01	1.69	0.62
2018	1.01	0.97	0.60	2.08	1.75	0.63
2019	1.00	0.96	0.68	2.02	1.73	0.77
2020	0.97	0.94	0.64	2.06	1.81	0.84
2021	1.17	1.12	0.72	2.31	2.01	0.96
2022	0.79	0.72	0.43	2.06	1.80	1.00

数据来源：国泰安

流动比率，作为反映企业流动资产与流动负债间比例关系的关键指标，对于评价企业的短期偿债能力具有重要意义。一个较高的流动比率通常表明企业拥有更为充足的流动资金来应对短期债务偿还需求。通常认为，流动比率等于 2 时，被认为是健康的。这代表企业具备足够的流动资产来偿还其流动负债，从而保证短期偿债能力的稳定。然而，根据表 4.10 的数据，我们可以发现亿利洁能的流动比率仅在 2017 年达到最高值 1.63，甚至在 2020 和 2022 年间低于 1，这一数值与健康的流动比率相距甚远。更令人担忧的是，从整体趋势来看，亿利洁能的流动比率呈现出明显的下降趋势。同时，与化学原料行业的平均流动比率进行对比分析可以发现，2017 至 2022 年间，整个化学原料行业的流动比率一直保持在 2 以上的健康水平，亿利洁能的流动比率远低于行业平均水平。这就说明，亿利洁能不健康的流动比率不是因为行业特殊性导致的。因此，可以判断亿利洁并没有充足的流动资金来应对短期债务偿还需求。速动比率是短期内可以快速变现的流动资产与流动负债之间的比值。当速动比率大于 1 时，企业的短期偿债风险也就相应降低了。与 2017 年相比，2022 年亿利洁能的速动比率已下降超 50%，而行业平均速动比率却呈整体上升趋势。同时，从表 4.8 中可以看出，亿利洁能的

速动比率在 2018 年、2019 年、2020 年和 2022 年均低于 1。这一指标的低迷，反映出公司在这几年间用于支持业务发展的流动资金存在不足。由于速动比率低于健康值，亿利洁能利用流动资产来偿付流动负债的压力显著增大。2017 年至 2022 年，亿利洁能的现金比率出现长期下降趋势，这与化学原料行业整体现金比率的持续上升形成了明显反差。现金比率能够反映企业随时可动用的流动资金状况。亿利洁能现金比率的下降，表明其可随时动用的流动资金出现严重不足，这也意味着亿利洁能短期债务偿还能力相对较弱。

综上所述，通过深入分析亿利洁能的流动比率、速动比率和现金比率等关键财务指标，我们可以发现：存贷双高期间，亿利洁能的短期偿债能力明显存在缺陷。

（2）长期偿债能力

长期偿债能力与短期偿债能力一样，都是评价企业存贷双高风险的关键指标。

表 4.11 亿利洁能长期偿债能力情况

	亿利洁能				行业均值			
	利息保障倍数	资产负债率	权益乘数	产权比率	利息保障倍数	资产负债率	权益乘数	产权比率
2017	2.50	0.46	1.85	0.85	20.77	0.41	3.46	2.46
2018	2.60	0.52	2.10	1.10	24.80	0.39	2.45	1.45
2019	3.15	0.47	1.88	0.88	21.19	0.37	1.72	0.72
2020	2.03	0.48	1.91	0.91	33.97	0.36	1.69	0.69
2021	2.38	0.42	1.74	0.74	60.49	0.34	1.73	0.73
2022	3.13	0.43	1.76	0.76	29.26	0.36	1.75	0.75

数据来源：国泰安

如图 4.11 所示，通常而言，企业的资产负债率维持在 40%至 60%之间被视为健康水平。然而，通过分析行业平均数据，可以发现化学原料行业的资产负债率普遍低于 40%。相较之下，亿利洁能近年来的资产负债率一直维持在 40%以

上,甚至在 2018 年达到了 52%,这就说明亿利洁能对负债的依赖程度相对较高,资产负债率长时间居高不下可能会致使面临更加苛刻的外部融资条件,并增加偿还债务压力。产权比率是衡量企业财务结构稳定性的重要指标之一。亿利洁能的产权比率在考察期表现相对平稳,但在 2019—2022 年间仍略高于化学原料行业均值。亿利洁能产权比率较高,这从侧面反映出其资本结构中更多地依赖于负债,而非股东权益,从而面临更高的财务风险。不过,亿利洁能较高的产权比率也可以被看作是其倾向于高风险、高报酬的经营模式的体现。利息保障倍数是企业支付利息能力的重要衡量指标。2017—2022 年,亿利洁能的利息保障倍数远低于行业平均值,这表明其因为需要定期支付利息而承担着不小的偿债压力。这种压力不仅会影响亿利洁能偿债的安全性与稳定性,还可能对企业的整体运营和盈利能力产生负面影响。权益乘数反映了企业财务杠杆的大小。当权益乘数较大时,意味着股东投入的资本在资产中所占的比重较小,企业偏向于依赖债务融资。2019—2022 年间,亿利洁能的权益乘数高于行业均值,因此亿利洁能不仅杠杆率较高,而且需要承担高额的偿债成本。

综上所述,在存贷双高期间,亿利洁能的短期和长期偿债能力都受到了挑战。如果亿利洁能长期背负高额债务,且其偿债能力无法得到有效提升,那么必将会增加公司的财务风险,致使投资者和债权人对其未来的偿债能力产生进一步担忧。

4.3.4 盈利能力风险

2017 年至 2022 年,国内外环境发生了一系列重大变化,中美贸易战、新冠疫情的爆发以及环保政策的日益严格,都对国内化学原料行业造成了冲击,化学原料行业成本普遍上升,亿利洁能也不可避免地受到了波及,亿利洁能的盈利能力变得极为不稳定。同时,伴随着“存贷双高”现象的不断加剧,亿利洁能的净利润难以支撑大规模有息负债下产生的巨额利息支出,盈利能力不断降低。盈利能力不仅是企业生存与发展的基础,还是企业抵御风险的重要保障,在面临市场波动、政策调整等外部风险时,具备较强盈利能力的企业更有可能度过难关,保持稳定的运营和增长。

总资产报酬率能够深入揭示企业在资产配置、使用效率以及资产流转方面的

表现，净资产收益率聚焦于企业如何有效运用股东权益实现盈利目标，营业净利率则直接反映了企业在日常运营中通过营业收入转化为净利润的能力。这三个指标在财务分析中各有侧重，本文综合使用这三个指标评估企业的盈利能力和运营效率。

表 4.12 亿利洁能盈利能力情况

	亿利洁能			行业均值		
	总资产报酬率	净资产收益率	营业净利率	总资产报酬率	净资产收益率	营业净利率
2017	4.90	5.61	4.77	6.23	7.05	7.94
2018	5.69	6.33	6.48	8.21	10.34	10.08
2019	5.36	6.15	8.91	5.69	6.66	6.17
2020	3.97	3.38	5.05	5.71	6.71	8.64
2021	4.47	4.38	6.81	14.56	18.21	14.12
2022	4.20	4.71	8.33	9.24	12.64	9.31

数据来源：国泰安

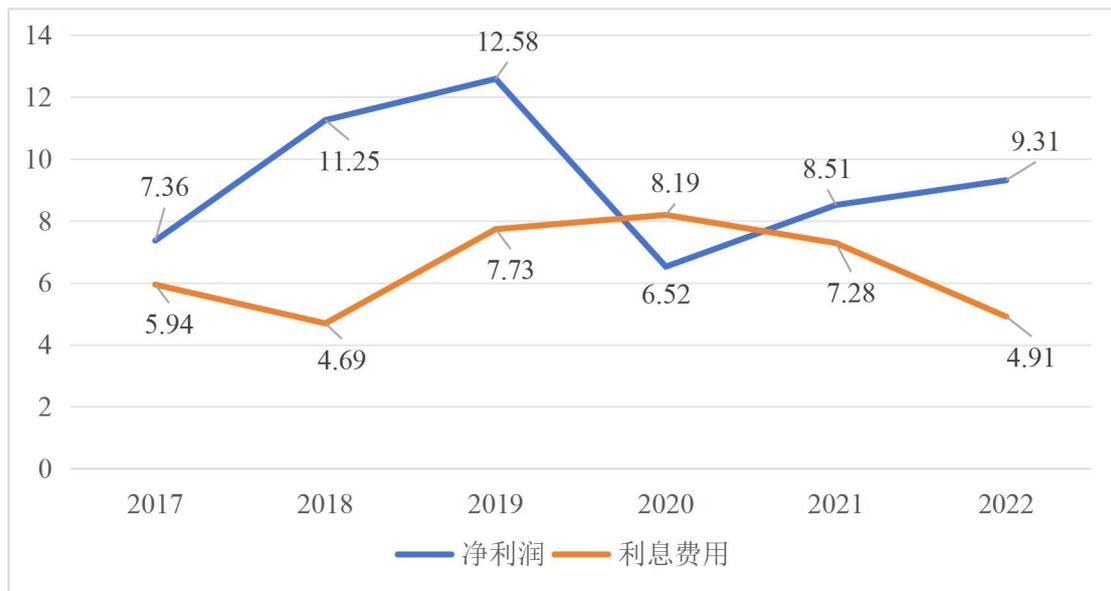


图 4.2 亿利洁能 2017 年—2022 年利息费用变化（亿元）

从表 4.12 可以看出, 亿利洁能 2017 年—2022 年总资产报酬率、净资产收益率和营业净利率均低于同年化学原料行业平均值, 这反映出在行业中的综合盈利能力表现相对较弱, 与行业平均值存在不小差距。亿利洁能存贷双高现象最显著的几年是 2018 年至 2020 年, 这三年企业的盈利能力也在一直下降。2020 年, 亿利洁能的总资产收益率、净资产收益率和营业净利率分别降到了 3.97%、3.38% 和 5.05%, 基本上触碰到了这六年的最低点, 这与当年企业净利润的猛烈下降存在很大关联。而净利润严重下滑的背后, 是亿利洁能高额的利息费用, 从图 4.2 中可以看出, 自 2018 年起, 亿利洁能的利息费用开始呈现上升趋势, 至 2020 年更是达到了 8.19 亿元的峰值, 是当年净利润的 1.26 倍。这样的利息费用负担, 无疑对企业的盈利能力构成了巨大的威胁。2022 年, 亿利洁能各业务板块协同效应有所增加, 盈利能力有所提升, 但仍处于历史低位。

4.3.5 投融资风险

“存贷双高”对企业的投资行为也有一定的影响, 进一步了加大了亿利洁能的投融资风险。

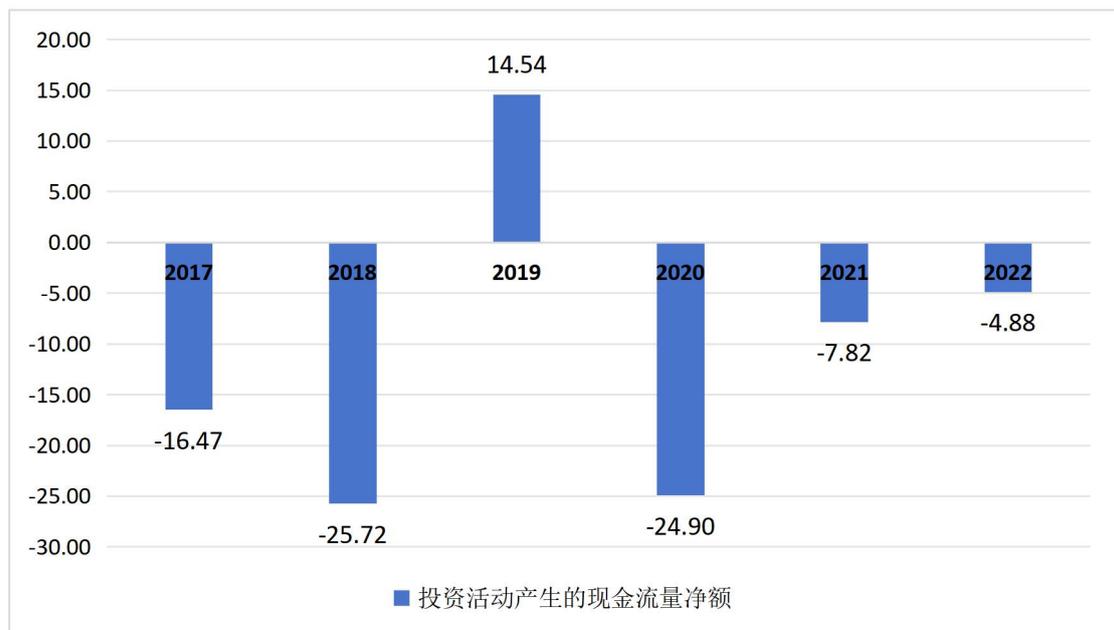


图 4.3 亿利洁能 2017 年—2022 年投资活动现金流量净额 (单位: 亿元)

从图 4.3 中可以明显观察到，亿利洁能在 2017 年至 2022 年间的投资活动现金流量净额除 2019 年外均为负值，这反映出亿利洁能在存贷双高期间的投资活动并未带来足够的投资收益，反而造成了现金的净流出。持续的投资净流出使亿利洁能短时间内无法回笼资金，影响着公司的投资能力。同时，亿利洁能主要通过抵押优质资产的方式，从银行及金融机构获取资金以支持其投资，这种融资模式导致公司的债务偿还规模持续处于高位。如表 4.13 所示，2018 年亿利洁能的财务数据中暴露出巨大的偿债压力。公司仅用于偿还债务所支付的现金就高达 49.22 亿元，更为严峻的是，在筹资活动方面，公司出现了“倒贴”现象，筹资活动现金流出超过现金流入的金额达到了 17.21 亿元。不光 2018 年如此，2020 年亿利洁能取得借款收到的 55.61 亿元资金中当年便需支付 50.30 亿元用以偿还债务，公司陷入了借新还旧的漩涡。此外，亿利洁能的投资活动现金流出主要集中在购建固定资产、无形资产和其他长期资产以及投资支付的现金上，这反映了在存贷双高期间持续的重资产投入是亿利洁能投融资能力下降的关键因素。

表 4.13 亿利洁能 2017 年—2022 年筹资活动现金流量明细（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
吸收投资收到的现金	44.51	0.26	1.66	0.03	0.00	0.10
取得借款收到的现金	42.46	39.11	36.64	55.61	23.72	17.57
收到其他与筹资活动有关的现金	39.76	29.86	12.38	31.56	28.44	21.15
筹资活动现金流入小计	126.73	69.23	50.67	87.20	52.16	38.82
偿还债务支付的现金	58.51	49.22	35.07	50.30	32.84	30.41
分配股利、利息或偿付利息支付的现金	5.95	5.61	6.52	9.78	11.38	3.88
支付其他与筹资活动有关的现金	8.91	31.61	23.12	33.14	36.77	28.91
筹资活动现金流出小计	73.37	86.43	64.72	93.22	80.99	63.20
筹资活动现金流量净额	53.36	-17.21	-14.05	-6.03	-28.84	-24.38

数据来源：国泰安

亿利洁能为了谋求企业的长远发展，选择了激进式的战略转型。然而，转型所需的巨额资金大部分依赖于金融机构的借款，这使得其背负了巨大的债务压力。居高不下的债务水平不仅侵蚀了公司的筹资现金流，还进一步加剧了融资约束，限制了亿利洁能从其他渠道筹集资金的能力。

4.4 亿利洁能存贷双高非财务风险分析

4.4.1 投资者信心受挫风险

自康美药业和康得新等上市公司因“存贷双高”问题被曝光存在财务造假行为后，资本市场对存贷双高现象产生了极高的警惕性和敏感度。一旦上市公司账面上出现“存贷双高”现象，市场信心就会受此影响，尤其是投资者对这类公司的信任度会骤然下降。在亿利洁能被爆出长期存在“存贷双高”现象后，不少投资者都对亿利洁能未来的盈利能力、财务稳健性和公司治理效力产生了质疑，这种负面情绪直接导致亿利洁能股价走势出现了明显的下滑。通过图 4.4 股价波动幅度的变化，可以直观地看出市场对亿利洁能“存贷双高”现象的担忧。

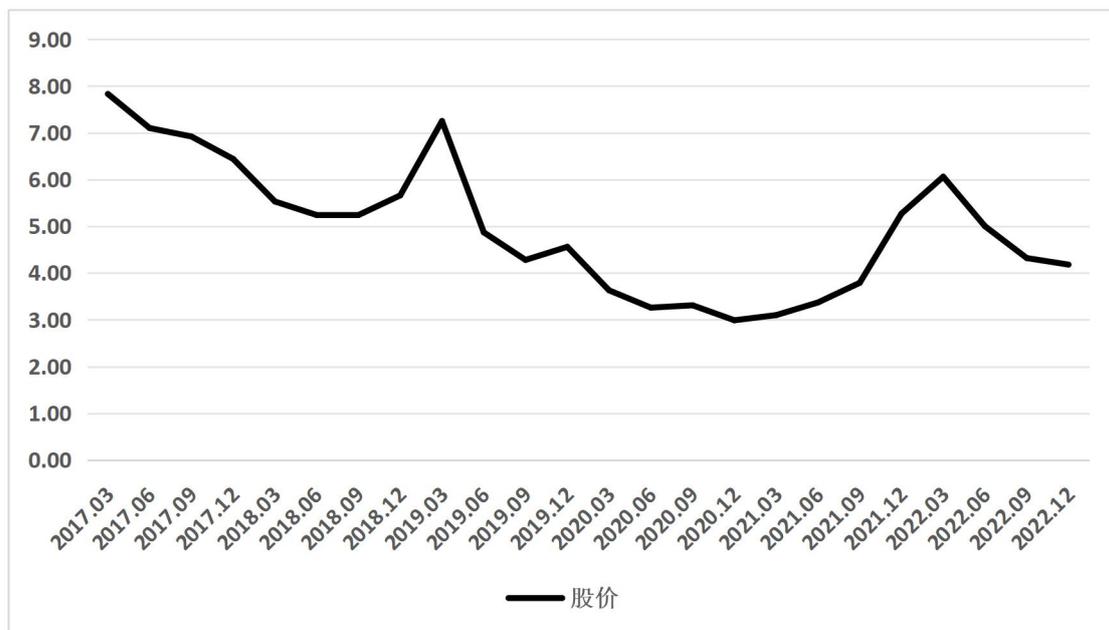


图 4.4 亿利洁能 2017 年—2022 年股价走势图

自 2017 年亿利洁能进军清洁能源、光伏发电行业，其账面上便呈现出“存贷双高”现象，由于前期控股股东亿利集团三十多年治沙积淀的土地空间优势，且该区域均位于国家“十四五”新能源发展规划重点区域，并且其高于主业化工原料行业的利润率使投资者充满期待，从而显著提高了公司的股价。2019 年之后，从宏观经济来看，中美贸易战的影响和经济政策不确定性的增加呈不利好条件，从行业政策来看，我国进入“十四五”规划和逐步落实“双碳目标”，一方面刺激我国能源供给结构和消费模式转型，另一方面也刺激行业调整市场格局，加剧市场竞争；同时，随着国家环保政策、环保巡视督查手段及相关产业淘汰准入政策的实施及变化，亿利洁能“存贷双高”现象更加突出，投资者不断意识到意识到业绩背后潜在着巨大的财务风险，公司股价开始下降，市场之前所表现出的正面反应，在后期阶段逐渐消失，转为消极态度。

4.4.2 声誉风险

品牌形象对于上市公司来说是无形资产，是其高质量发展中必须重视的关键要素。一旦账面上呈现“存贷双高”现象，就暴露出公司在治理结构和财务管理方面存在的缺陷，同时不可避免地对公司的声誉带来冲击和损害，导致市场对企业的信任度缺失。因此，妥善管理和维护品牌形象，积极应对“存贷双高”等潜在问题，对于上市公司至关重要。

随着多家出现“存贷双高”现象的上市公司爆雷，投资者们会潜意识的将“存贷双高”与企业违规占用资金、虚构资金、债券违约等财务舞弊行为联系起来，导致企业声誉受损。自从“存贷双高”这一财务异象引起广泛关注后，网络舆论场中掀起了一股对存贷双高企业进行深度剖析和风险预警的热潮，有多家媒体整理出了存贷双高企业名单，以供投资者避雷。

亿利洁能在出现了存贷双高现象后也难逃这一命运。如表 4.14 所示，在曝光亿利洁能存在存贷双高问题的报道中，新浪财经的作者用了“亿利洁能处置资产增收 5.9 亿 疑存贷双高”，预警了亿利洁能可能存在的财务风险点。财税闲谈公众号作者马军生博士发文“亿利洁能，会是下一个东旭吗？”直接将亿利洁能与众所周知的因存贷双高而被发现财务舞弊的典型案件东旭光电联系在了一

起。之后怀疑亿利洁能财务问题的文章不断涌现，还有学者认为亿利洁能被曝出“存贷双高”很可能会影响到公司业务的发展，甚至会出现财务危机。

表 4.14 亿利洁能存贷双高相关报道

序号	发布时间	报道标题	发布媒体
1	2019-12-13	亿利洁能，会是下一个东旭吗？	“财税闲谈”公众号
2	2019-12-18	亿利洁能超 70 亿关联腾挪背后：大股东资金迷局	新浪财经
3	2020-04-08	亿利洁能处置资产增收 5.9 亿 疑“存贷双高”	新浪财经
4	2021-08-02	7 亿收购一年后 8 亿卖出！亿利洁能“甩卖”缓解资金压力？	投资时报
5	2022-08-01	财务公司成隐秘角落，亿利洁能危机临近？	界面新闻
6	2022-08-08	股东减持被“先斩后奏”，大股东诉讼缠身，亿利洁能“存贷双高”难破	钛媒体

资料来源：互联网收集整理

5 防范及应对存贷双高的对策建议

通过前文分析可知,亿利洁能产生存贷双高现象是由多方面因素共同导致的,公司表面上拥有大量货币资金,但实际上绝大部分都被放置在其关联公司——亿利资源集团财务公司,其安全性并不为人所知。那么对于包含亿利洁能在内的化学原料行业上市公司来说,能够从由亿利洁能存贷双高现象引起市场质疑的事件当中吸取哪些教训?在企业的经营管理过程中,为了避免出现存贷双高问题,应当注意哪些方面?相应地,监管机构和注册会计师又应当对表现出存贷双高特征的公司做些什么?本章对此给出了一些防范及应对建议。

5.1 基于上市公司视角

5.1.1 加强大股东权利制约

亿利洁能案例中,大股东亿利资源集团不仅将其所持上市公司全部股份进行了质押,而且上市公司的巨额货币资金还存放在亿利资源集团控制的财务公司。亿利资源集团对上市公司拥有极大的掌控权,如果大股东利用企业控制权来为自身获取利益,实行掏空式经营,那么上市公司就会面临一系列的严峻问题,这一现象也会促使企业存贷双高问题出现。在之前的证券市场中,不少上市公司沦为了大股东的“提款机”。随着政府治理力度的加强及公司治理体系的不断完善,大股东掏空行为被有效遏制。但是,仍然有一些手段因其隐蔽性而不易治理。资金归集和股权质押就是隐蔽手段的典型代表。诸如康得新、方正破产案、东旭光电等爆雷事件中,都明显透露出大股东通过财务集团公司不同程度地占用上市公司的资金。此外,泛海控股、九芝堂、大连电瓷等公司的大股东质押行为也造成公司股价持续下跌,甚至出现爆仓风险。基于上述情况,对大股东权利实施制约是极为必要的。具体对策如下:

(1) 建立健全股权制衡机制,引导多主体投资,分化股权结构集中度。为了降低控股股东持股比例,可在控股股东基础上,吸引其他战略投资者。战略投资者可以涵盖投资银行、证券公司等专业机构投资者。专业机构投资者大多拥有

卓越的专业能力，充分掌握了资本市场相关动态。引入这些机构投资者能够为上市公司提供高质量的投资资源和专业的运营理念，他们还能够密切关注公司日常运营发展情况并在此基础上提供各类风险防范措施，这对于上市公司来说意义斐然。

(2) 改进投票制度，使中小股东的治理权得到充分保证。当前，存在控股股东通过获取较高投票权从而自行决定公司经营管理相关决策的违规行为。在此过程中，中小股东往往被忽视，其投票权重无法有效参与公司决策。基于此，企业应当改进目前仅将持股比例作为表决话语权的单一模式，建立有效制度，提升中小股东相应话语权，有效阻止控股股东通过表决权来损害中小股东的利益。同时，应当号召各股东强化自身责任感，主动参加股东大会，利用多元化方式，为中小股东开辟更多参与公司治理的途径。

(3) 充分发挥外部董事在公司治理结构中的监督和指导的角色。外部董事应当严格要求控股股东及实际控制人不得侵犯财务公司的独立性，确保其在财务决策方面不受控股股东的干涉。为了防范和应对可能出现的资金安全风险，应当设立预警机制，对存放资金的风险状况进行实时监控。

(4) 加强对大股东股权质押活动的监管力度。可以限定大股东单次或累计质押其持股数量不得超过自身持股总量的 50%，并且，大股东运用股权质押融资所获资金的具体投向应提交至股东大会审议。此外，还可以在特定时间段内对大股东的股权质押次数加以合理限制。

5.1.2 稳步推进战略转型

上文提到，亿利洁能原有的化学原料以及战略转型以来大力投资的清洁能源和光伏发电均属于重资产、资金密集型行业，不仅在项目建设阶段需要巨额的资金投入，而且在生产储备中采购原材料辅料、日常运营维护等需要大量的现金储备。同时，战略转型以来，拓展业务板块并没有带来协同效应的提升，没能有效拉动整体盈利能力，反而盈利能力越来越弱，公司只能依靠对外筹资补充运营资金和推动战略转型。

因此，稳定推进战略转型对亿利洁能的持续发展尤为重要。首先，在战略转

型过程中亿利洁能要立足于自身的财务实力和业务基础，制定出切合实际的投融资计划。应结合转型的具体需求和项目实施的时间节点，合理确定筹资规模以及转型速度，避免出现因筹资规模过大而导致的资金成本过高以及财务风险加剧等问题。同时，亿利洁能需分阶段、按步骤的实施计划，确保转型工作与筹资节奏相匹配，要监控现金流量，以避免出现财务风险。此外，化学原料企业应权衡融资成本和投资成本，合理预估项目投资价值，而非急于“铺摊子”进行大规模投资。

其次，由上文图 3.1 可知，2017—2022 年间化学原料制造仍是亿利洁能营收的最主要来源，占营业收入总额的比重均达到了 40%左右。在聚焦光伏治沙战略转型的同时，亿利洁能还需要巩固自身在化学原料领域的核心竞争力，提高产品质量、利用规模优势降低成本，保持行业头部企业地位，在战略转型过程中实现盈利能力和现金流的双重提升，为公司的长期发展保驾护航。而在清洁能源和光伏发电板块，亿利洁能应减少自有资金投资，采取引进战略投资者的方式共同建设新能源项目，例如公司以往与三峡能源共同投资建设蒙西基地库布其 200 万千瓦光伏治沙项目、与国家电投合作建设鄂尔多斯 0.4GW 风光制氢一体化项目、与国内储能行业翘楚海博思创共同投资建设年产能 10GWh 电化学储能装备智造项目，从而降低资金成本，缓解公司资金压力。

5.1.3 完善内部控制制度

良好的内部控制制度是企业稳健运营和持续发展的基石，能够确保企业的经营活动都在各种制度框架下稳步进行，有效防止舞弊风险，保障企业资产的安全完整性，提高经营效率，实现企业的战略目标。亿利洁能之所以出现存贷双高现象，很大可能是由于不完善的内部控制制度难以确保公司的有效运行和财务健康而造成的。虽然外部审计机构在对亿利洁能出具的审计报告中明确指出了公司拥有良好的内部控制制度，但是自 2020 年以来，亿利洁能已经连续多次没有实行其股东大会审议程序与信息披露义务，这显然违背了上市公司应有的规范运作原则，也暴露出其内部控制制度在执行层面的重大缺陷。具有良好内部控制制度的公司都存在如此不规范行为，那么其他公司更应该时刻保持警惕，持续优化并严

格执行内部控制制度，明确董事会、监事会以及高级管理层在内部控制中的角色与责任，面对公司运营过程中可能出现的问题或风险事件，公司应及时评估现有内控制度的有效性，并根据需要进行适时调整和完善，确保内控制度能够真正地执行。

其次亿利洁能案例中，控股股东持股比例高且实际控制人影响力显著，公司出现内部治理结构失衡的问题，董事会的独立性和有效性也都受到了影响。由此可见，董事会在参与企业重大决策与企业内控监管方面发挥出的作用极其渺小。所以，完善上市公司内部控制机制和监事会制度势在必行。监事应该加强对公司及股东的检查与监督，以预防潜在问题的发生。此外，不可剥夺公司员工的监督权，有效发挥员工对内部控制的监督作用，定期对全体员工进行内控意识和内控程序的培训，提高员工遵守内控制度的自觉性，营造良好的内控文化氛围。同时为了进一步加强内部控制力度，可选择由董事会作为审计部门直接上属机构，以此避免审计机构受管理层直接影响，确保审计工作的独立性和客观性。使审计部门更好地发挥其对企业财务报告真实性、内部控制有效性以及风险管理的监督职能，提前发现并预警相关问题，协助董事会和管理层制定应对措施，从而有效控制和化解风险。

5.1.4 深化银企合作

亿利洁能的“存贷双高”现象反映了公司在资金管理上的复杂局面，即一方面持有大量现金及等价物，另一方面却又背负着较高的短期和长期债务，此种局面对公司的各方面都造成了不利影响。内部融资可以有效优化集团内部的资金调度和使用，避免资金闲置，减少财务成本，减轻企业的偿债压力。虽然亿利洁能目前已经拥有集团财务公司，但亿利财务公司违背了整合内部资源、增加融资途径的初衷，不仅没有将闲置资金盘活，反而成为了集团公司侵占上市公司资金的隐秘通道。外部融资能够给企业在短期内能带来显著优势，但其产生的高成本代价也不可小觑。亿利洁能虽然通过外部融资快速获取了大量资金以支持其发展和投资，但同时也陷入了资产受限、融资成本攀升和新增借款困难的窘境。因此，深化银企合作是解决上述问题的有利途径，可以规避高额债务带来的财务压力。

在银行与企业之间，银行作为掌握信息相对较少的一方，往往会出现信息不对称问题，如此将会加剧银行逆向选择的可能。由于银行无法监控企业后续行为，为保护自身资产安全，在企业申请借贷时，银行往往要求对企业进行信用评估和财务审查，并且企业需要满足银行提出的抵押物和保证金要求。因此，亿利洁能想要降低受限资产比例，一方面要对企业本身的资产结构进行调整，另一方面也要保证信息披露的质量，主动向银行提供真实的财务状况、盈利水平、现金流水平等与企业偿债能力相关的信息，以减少银企之间的信息不对称程度。在与银行建立了信任后，企业可以凭借前期建立的良好信用条件向银行争取更优惠的信贷政策，减少申请贷款时所需的抵押资产数量，降低主要资产的受限比例，增强资产的流动性，以求获取更多的资金来源。同时，亿利洁能还可以与银行商定通过“随借随还”的方式对流动资金进行管理。即双方约定，当资金短缺时由银行安排借款，资金溢余时银行有权利优先扣款，在约定时间内，企业可以不计次数的安排借款和还款，如此不仅可以提高流动资金的运转效率，还能预防资金占用的风险，从而缓解企业“存贷双高”的问题。

5.2 基于监管机构视角

无论从何种角度出发，存贷双高现象常常被视为企业财务状况异常的信号，因为它可能隐藏着诸如财务操纵、资金占用、甚至财务造假等一系列问题，这些问题严重威胁资本市场的公平公正和中小股东、投资者的权益。为了有效遏制此类现象，监管机构需要提高对存贷双高问题的关注度。即使当前证监会已将存贷双高问题纳入相关文件说明，但是近两年各种上市公司收到的有关于存贷双高的问询函却在逐渐增加，由此可看出上述文件所造成的影响并不显著，而且很多上市公司都能给利益相关者就自身存贷双高问题一个圆满的答复，因此以资金占用或虚增货币资金等方式实施财务舞弊的企业，就会心存侥幸。综上所述，监管机构在关注存贷双高问题时，既要加强对上市公司的问询和审查，也要不断完善相关法规和监管手段，打破上市公司在回应存贷双高问题时的“自圆其说”，切实提高财务信息质量，净化资本市场环境。而且，目前上市公司信息披露制度在细致性、准确性以及操作性等方面仍存在较多不足之处，监管机构应当继续加以完

善和优化，在制度层面构建起一套严密的上市公司信息披露体系，有效压缩财务舞弊的空间，从而保障资本市场的公平透明。

5.3 基于注册会计师视角

证监会在发布的《会计监管风险提示第9号——上市公司控股股东资金占用及其审计》中，特别强调了注册会计师在审计上市公司财务报表时，应对存贷双高现象保持高度警惕。随着财务舞弊手段的多样化，存贷双高现象作为曾经揭露诸多财务舞弊案件的关键线索，无疑引起了注册会计师的高度重视。注册会计师在审计存贷双高特征明显的上市公司时，可以通过深入了解企业业务背景和内控情况、检查银行账户和交易的合理性以及详尽核对银行函证和往来款项等方式，识别和评估企业是否存在重大错报和舞弊风险。同时，注册会计师应当表现出高度的专业素养和独立性，在完成以上审计程序的基础上，根据获取的证据和评估的结果，客观、公正地出具审计意见，以揭示可能存在的财务风险和潜在的舞弊行为。

6 研究结论与展望

6.1 研究结论

存贷双高作为一种特殊的财务报表特征，蕴含着诸多值得深入探讨的问题。本文以化学原料行业为切入点，结合亿利洁能这一具体案例，在 2017—2022 年各项数据的基础上，首先通过理论研究和行业对比，对亿利洁能是否存在“存贷双高”进行了界定。其次，从企业内部和外部两方面对其“存贷双高”成因进行了归纳。最终运用 KMV 模型、Z-Score 模型综合财务以及非财务指标分析了“存贷双高”带来的风险，并提出防范及应对“存贷双高”的对策建议。综上，本文主要得出以下几点研究结论：

第一，亿利洁能账面上呈现出“存贷双高”特征。亿利洁能的货币资金和利息负债规模持续处于高位且远超化学原料行业均值，达到了“存贷双高”的界定标准。在对其“高存”以及“高贷”现象进行详细研究后可以发现，由于亿利洁能的大量资金由其集团财务公司掌控，其实际可以动用的货币资金存量与账面上所列示的金额出入较大，并且该财务公司当下正面临诉讼困扰，难以保证亿利洁能存放资金的安全性和真实性。另外，亿利洁能每年都面临较为沉重的债务压力，公司的生产经营在较大程度上需要依赖外部资金。

第二，亿利洁能之所以出现存贷双高特征，涉及多种复杂的内外部因素。基于公司内部角度来看，高股权质押比例、激进的战略转型、内控制度不完善等因素都在一定程度上导致亿利洁能账面上出现存贷双高特征；基于外部环境来说，产业特性以及经济政策都促使了亿利洁能“存贷双高”现象的加剧。

第三，“存贷双高”给亿利洁能带来了一定风险。通过 KMV 模型计算得出，亿利洁能的违约距离相比“非双高”期间明显缩短，存在违约风险。亿利洁能的 Z 值系数也出现整体下滑，“存贷双高”期间一直处于堪忧状态。除此之外，“存贷双高”导致亿利洁能的偿债能力、盈利能力、投融资能力出现不同程度的减弱，公司股价和企业声誉也因此受到波及。

第四，考虑到存贷双高形成原因的复杂性和风险的严峻性，建议上市公司在

防范存贷双高现象方面应重点加强大股东权利制约、稳步推进战略转型、完善内部控制机制、深化银企合作。同时建议监管机构提高对存贷双高问题的关注度、注册会计师采取更严格的审计策略，以揭示上市公司可能存在的财务风险和潜在的舞弊行为。

6.2 局限及展望

论文以亿利洁能作为案例研究对象，研究亿利洁能存贷双高的成因，分析亿利洁能存贷双高的风险，寻求防范及应对存贷双高的对策建议，在分析过程中还存在着一些不足之处：

一是“存贷双高”作为一种近几年才被公众意识到的特殊的财务现象，国内外对于这一领域的研究文献相对匮乏，文章能够借鉴的直接参考文献有限，缺少理论基础支持，而且目前学术界对“存贷双高”现象没有统一的衡量标准，在不同的衡量标准下的研究结果可能存在偏差；

二是在研究过程中，论文对原因的分析部分有一些因素由于能获取到的信息有限，没能展现出来。比如亿利资源集团作为母公司，是否存在违规占用资金的情况？对亿利洁能存贷双高的形成有没有推动作用？公司整体规模较为庞大，股权和组织结构错综复杂，因此在未来的研究中可以尝试结合亿利洁能实际控制人公司等进行分析。

参考文献

- [1] Amir Ahmad Dar,Shahid Qadir.Distance to default and probability of default:an experimental study[J].Journal of Global Entrepreneurship Research,2019,9(1):1-12.
- [2] Baek J.S.,Kang J.K.,Lee I.Business Groups and Tunneling:Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols[J].The Journal of Finance,2006,61(5):2415-2449.
- [3] Charles Ward and Chao Yin and Yeqin Zeng. Institutional investor monitoring motivation and the marginal value of cash[J]. Journal of Corporate Finance, 2018, 48 : 49-75.
- [4] Christopher A. Hennessy. Tobin's Q, debt overhang, and Investment[J]. The Journal of Finance, 2004,59(4):1717-1742.
- [5] Committee, Treadway. Fraud Commission Issues Final Report[J]. Journal of Accountancy, 1987, 37(4):34-47.
- [6] Ernie Hendrawaty. Value of excess cash holdings of financially unconstrained companies[J]. Con-temporary Economics,2019,13(3):293-304.
- [7] Gerald R.Jensen, Donald P. Solberg, Thomas S. Zorn. Simultaneous determination of insider ownership,debt,and dividend policies[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1992,27(2):247-263.
- [8] Harford J, Mansi S, Maxwell W F. Corporate Governance and Firm Cash Holdings [J]. Journal of Finance, 2008, 87(3):535-555.
- [9] Manev I.M. The managerial network in a multinational enterprise and the resourceprofiles of subsidiaries[J].Journal of International Management,2003, 9(2):133-151.
- [10] Michael C. Jensen. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. The American Economic Review,1986,76(2):323-329.

- [11] Opler T, Pinkowitz L, Stulz R. The determinants and implications of corporate cash holdings[J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 52(1):3-46.
- [12] Thomas W. Bates, Kathleen M. Kahle, Rene M. Stulz. Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?[J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64(5):1985-2021.
- [13] 白学锦,徐灿宇.上市公司存贷双高异象分析[J].*财会月刊*, 2023, 44(20):111-117.
- [14] 陈敏,吴静.企业货币资金存贷双高研究分析——基于晨鸣纸业和山鹰纸业的案例[J].*新会计*, 2021(09):4-12.
- [15] 陈伟,张勇军.Z集团降低“存贷双高”的做法[J].*财务与会计(理财版)*, 2012(10):43-44.
- [16] 戴璐,汤谷良.长期“双高”现象之谜:债务融资、制度环境与大股东特征的影响——基于上海科技与东盛科技的案例分析[J].*管理世界*, 2007, (08):129-139.
- [17] 戴璐.“双高”现象、银企博弈与转型经济融资环境的影响[J].*中国软科学*, 2010, (02):40-52+168.
- [18] 戴璐.股权再融资后的“双高”现象研究:超额短期借款融资的视角[J].*经济科学*, 2008, (03):85-96.
- [19] 翟胜宝,童丽静,伍彬.控股股东股权质押与企业银行贷款——基于我国上市公司的实证研究[J].*会计研究*, 2020(06):75-92.
- [20] 窦超,原亚男,白学锦.上市公司“存贷双高”异象与股价崩盘风险[J].*中国工业经济*, 2022, (04):174-192.
- [21] 杜雨烟.企业“存贷双高”的成因与财务风险分析——以东旭光电债权违约为例[J].*商业会计*, 2020, (11):27-32.
- [22] 高敬忠,王天雨,王英允.经济政策不确定性与“双高现象”[J].*外国经济与管理*, 2021, 43(04):3-18.
- [23] 贡晓军,成香.基于Z-Score预警模型的万科集团财务风险研究——以万科集团为例[J].*现代商业*, 2022, (26):159-161.
- [24] 郝惠琍.货币资金内部控制管理存在的问题及对策[J].*山西财经大学学*

- 报,2008(S2):85.
- [25] 贾凡胜,王晗笛,夏常源.大股东“掏空”动机与企业“存贷双高”之谜[J].浙江工商大学学报,2023,(06):89-104.
- [26] 靳利军,张东萌,汤小莉.康得新、康美药业财务造假行为特征与风险防范[J].商业会计,2020,(24):51-53.
- [27] 李宾,覃子岳,蓝勇平.上市全国性股份制商业银行信用风险度量——基于KMV模型[J].经济研究参考,2022,(12):125-136.
- [28] 李常青,幸伟,李茂良.控股股东股权质押与现金持有水平:“掏空”还是“规避控制权转移风险”[J].财贸经济,2018,39(04):82-98.
- [29] 李存锋.我国上市公司“双高”现象研究[D].首都经济贸易大学,2010.
- [30] 李维安,戴文涛.中国上市公司高额现金持有动机、后果及成因[J].山西财经大学学报,2013,35(08):96-104.
- [31] 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,(10):56-62+97.
- [32] 林擘.CEO权利寻租、“存贷双高”与企业财务违规风险[J].财会通讯,2021,(16):30-35.
- [33] 刘丹.企业集团财务公司产业链金融风险管理探析[J].现代商业,2023,(11):137-140.
- [34] 刘莉.上市公司存贷双高的风险分析与识别[J].商业会计,2019,(16):72-75.
- [35] 卢嘉欣.存贷双高企业违约风险及舞弊风险研究[J].中国集体经济,2020,(35):78-79.
- [36] 毛建辉.企业数字化转型与“存贷双高”异象——来自文本解读的证据[J].当代财经,2023,(08):95-107.
- [37] 彭桃英,周伟.中国上市公司高额现金持有动因研究——代理理论抑或权衡理论[J].会计研究,2006(05):42-49+95.
- [38] 邱静,高冉.存贷双高背后的大股东掏空与债券违约[J].产业与科技论坛,2021,20(02):220-222.
- [39] 任海云,刘晶.存贷双高现象与债券违约——以康美药业为例[J].西部财

- 会,2022,(04):45-49.
- [40] 芮琳琳.我国零售企业债务信用风险测度及其影响因素[J].商业经济研究,2022,(15):163-167.
- [41] 唐玮,夏晓雪,姜付秀.控股股东股权质押与公司融资约束[J].会计研究,2019(06):51-57.
- [42] 唐鑫.宜华生活存贷双高与信用风险分析[D].湖南工商大学,2021.
- [43] 唐瑜婕,叶云.基于Z-Score模型的软件服务企业财务风险研究——以迪威迅为例[J].财务管理研究,2023,(02):42-47.
- [44] 陶启智,廖恒,崔思佳.我国制造业上市公司高额现金持有动因——委托代理理论抑或优序融资理论[J].财经科学,2014,(04):42-52.
- [45] 童盼,陆正飞.负债融资、负债来源与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据[J].经济研究,2005(05):75-84+126.
- [46] 万良勇,饶静.不确定性、金融危机冲击与现金持有价值——基于中国上市公司的实证研究[J].经济与管理研究,2013,(05):63-71.
- [47] 王福胜,宋海旭.终极控制人、多元化战略与现金持有水平[J].管理世界,2012,(07):124-136+169.
- [48] 王满,权烨,高婷.融资约束、超额现金持有和投资效率的实证研究[J].西南民族大学学报(人文社科版),2017,38(09):117-123.
- [49] 王夏.企业“存贷双高”现象的成因、经济后果及治理策略[J].中国总会计师,2021,(05):43-45.
- [50] 武龙.我国企业“存贷双高”异象及其信贷留存本质研究[J].会计之友,2022,(03):2-8.
- [51] 项捷.医药企业“存贷双高”现象的成因和风险分析[D].北京交通大学,2021.
- [52] 谢岚,何文英.“家中有粮”为何还要举债外借? 监管层近三年400多条问询剑指存贷双高[N].证券日报,2022-05-11(A03).
- [53] 徐波,程金洲,姜焯君.基于KMV模型的中国制造业上市公司信用风险评价[J].科技和产业,2022,22(07):76-83.
- [54] 杨德明,林斌,王彦超.内部控制、审计质量与大股东资金占用[J].审计研

- 究,2009(05):74-81.
- [55] 杨军,赵继新,李宇航.多元化经营战略对企业财务风险的影响研究[J].财会通讯,2020,(14):78-81.
- [56] 杨濛,刘嫦,李庆德.抑制还是促进:上市公司“存贷双高”现象与企业创新[J].安徽大学学报(哲学社会科学版),2023,47(04):145-156.
- [57] 杨玉龙,王曼前,许宇鹏.去杠杆、银企关系与企业债务结构[J].财经研究,2020,46(09):138-152.
- [58] 叶凡,叶钦华,黄世忠.货币资金舞弊的识别与应对——基于豫金刚石的案例分析[J].财务与会计,2021(11):37-42.
- [59] 张荣艳,章爱文,白夏茜.上市公司负债融资结构对企业绩效影响研究——以沪市100家上市公司为研究对象[J].财会通讯,2013,(24):80-82.
- [60] 张瑞丽,刘中华.“存贷双高”、会计信息质量与公司治理[J].会计之友,2020,(24):118-124.
- [61] 张永生.亿利洁能定向增发收购资产过程中的大股东利益输送研究[D].上海交通大学,2019.
- [62] 张勇.基于现金池管理模式对集团财务风险预警影响的探析——以制造业上市公司L集团为例[J].财务管理研究,2022,(01):42-47.
- [63] 赵春艳.“高存高贷”下的公司财务舞弊——以康美药业财务舞弊为例[J].郑州航空工业管理学院学报,2020,38(02):106-112.
- [64] 赵选民,张旭霞.从“存贷双高”看企业财务舞弊——以康美药业为例[J].经营与管理,2019,(12):54-56.
- [65] 周伟,谢诗蕾.中国上市公司持有高额现金的原因[J].世界经济,2007,(03):67-74.
- [66] 朱莲美,王青贺,成竹君.上市公司“双高现象”的影响因素研究[J].财会通讯,2017,(14):35-39.

后 记

写到“后记”部分，意味着我的学生时代就要落下帷幕了。回首二十多年的求学路，要感谢的人实在太多太多……

首先，最想感谢我的导师刘薇老师，能够成为薇姐的学生是我读研期间最幸运的事。本文从开始选题到最终定稿的每一个环节都离不开老师的悉心指导。祝福吾师，学术长青！

其次，感谢在兰财遇到的室友们。研一入学时三位杨氏室友帮我搬行李的场景仿佛就发生在昨天一样，转眼间，我们已经彼此陪伴走过了三年时光。祝福吾友，前程似锦！

最后，我之所以有今天的成长，要特别感谢父母的养育之恩。求学二十载，正是父母在背后的无条件支持才让我能潜心完成自己的学业。祝福吾亲，身体健康！

感谢兰财的培养，我将以今日为起点，扬帆起航！