

HUOBI ZHENGCE
YU GONGSI YINGYUN ZIBEN ZHENGCE YANJIU



货币政策 与公司营运资本政策研究

魏 刚 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

HUOBI ZHENGCE

YU GONGSI YINGYUN ZIBEN ZHENGCE YANJIU



货币政策 与公司营运资本政策研究

魏 刚 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

货币政策与公司营运资本政策研究/魏刚著. —北京:
经济科学出版社, 2018. 5

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9436 - 4

I. ①货… II. ①魏… III. ①货币政策 - 关系 - 企业管理 - 运营管理 - 研究 IV. ①F820. 1②F273

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 132625 号

责任编辑: 李 雪

责任校对: 王苗苗

责任印制: 邱 天

货币政策与公司营运资本政策研究

魏 刚 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编辑部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

固安华明印业有限公司印装

710 × 1000 16 开 21 印张 290000 字

2018 年 6 月第 1 版 2018 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9436 - 4 定价: 68. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 打击盗版 举报热线: 010 - 88191661)

QQ: 2242791300 营销中心电话: 010 - 88191537

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

作者简介

About the Author

魏刚，会计学专业（管理学）博士，绍兴文理学院商学院讲师、硕士生导师，研究方向为公司财务理论与财务政策。参与北京市社会科学基金重点项目“资本成本测算及其应用领域研究”（15JGA010）、国家社会科学基金一般项目“资本成本约束下混合所有制公司股权结构优化研究”（15BGL066）、国家自然科学基金面上项目“资本成本约束下公用事业企业政府规制研究”（71572117）等科研项目。在《中央财经大学学报》《软科学》等学术期刊上发表学术论文 8 篇。

YU GONGSI YINGYUN ZHIBEN ZHENGCE YANJIU

HUOBI ZHENGCE

封面设计：秦聪聪

此为试读, 需要完整PDF请访问: www.ertongbook.com

货币政策

与公司营运资本政策研究



前 言

货币政策是宏观流动性管理工具，而营运资本则是企业流动性管理的主要工具，货币政策调整对企业营运资本政策产生最直接的影响，是研究宏观经济政策影响微观企业行为机制的很好视角。本书以营运资本投资管理、融资管理和运营效率构建静态和动态结合的企业流动性分析框架，以货币政策作为影响企业理财活动的宏观环境为出发点，研究宏观流动性管理对企业流动性管理的影响。

首先通过文献研究和实践分析，对营运资本管理的理论研究现状和实践管理行为进行全面和深入的分析和总结，并与美国和欧盟国家公司营运资本管理行为进行比较研究。其次，以企业资源配置理论、流动性风险理论和嵌入宏观变量的公司财务理论为基础，对货币政策影响企业营运资本政策的机理和影响路径进行深入研究，构建基于流动性管理的货币政策影响企业营运资本政策的分析框架。再次，使用单变量差异检验、面板向量自回归模型（PVAR）、面板多元回归分析和 logit 回归等计量经济学分析方法对货币政策影响营运资本投资管理、融资管理和运营效率的理论假设进行检验和分析；将现金流稳定性和融资约束等变量纳入分析框架，研究不同特征的企业货币政策对营运资本政策的影响差异。最后，形成本书的研究结论和政策建议，并对本书研究的局限和进一步研究的问题进行分析。

中国公司流动资产配置比例高于其他国家公司，但执行“激进型”营运资本投资管理的公司比例比其他国家低；使用短期资金满足营运资本资金需求的比例高于其他国家，营运资本融资管理偏于激进；营运资本运营效率比其他国家公司要差，差距最大的体现在存货项目管理。

货币政策通过改变财务风险和价值创造的均衡状态，促使企业通过

营运资本投资管理调整进行流动性管理。货币政策越宽松,企业的营运资本投资管理越倾向于激进;现金流稳定性比较差的企业,会选择更加激进的营运资本投资管理,降低价值创造能力较差的流动性资源配置比例;融资约束程度会抑制货币政策宽松带来的营运资本投资水平的降低;货币政策主要通过现金和存货对营运资本投资产生影响;在货币政策宽松期,企业重视营运资本价值创造能力的程度超过降低风险的能力,在货币政策紧缩期则相反。

货币政策通过改变企业的融资环境对企业融资的风险和成本产生影响,进而促使企业调整营运资本融资管理进行流动性管理。货币政策越宽松,企业越倾向于用短期融资来源满足营运资本资金需要,营运资本政策更倾向于激进;较差的现金流稳定性会促使企业在货币政策宽松期采用更加激进的营运资本融资管理,而较强的融资约束会抑制企业在货币政策宽松期采用更加激进的营运资本融资管理;在货币政策宽松期,营运资本中的短期借款性融资对营运资本融资的影响大于商业信用融资,而货币政策紧缩期则相反。

货币政策通过影响企业的融资约束和需求约束对企业营运资本运营效率产生影响,促使企业通过调整营运资本运营效率从动态上进行流动性管理。货币政策越宽松,企业营运资本运营效率越高,但是较差的现金流稳定性和较强的融资约束均会导致营运资本现金周转期提高;在营运资本不同项目的周转期中,货币政策主要通过具有替代融资功能的应付款项周转期影响现金周转期。

本书研究的创新体现在:从流动性管理视角将宏观货币政策与企业微观流动性管理紧密结合,为宏观经济政策与微观企业行为研究增加新的视角;从营运资本投资、融资和运营效率等三个方面构建企业新的流动性管理框架,丰富营运资本研究内容。

魏 刚

2018年5月于浙江绍兴

目 录

第1章 绪论 / 1

- 1.1 选题背景和研究意义 / 1
- 1.2 主要概念界定 / 6
- 1.3 研究目的和研究内容 / 14
- 1.4 研究思路和研究方法 / 17
- 1.5 本书结构 / 19
- 1.6 研究创新 / 21

第2章 文献综述 / 22

- 2.1 引言 / 22
- 2.2 营运资本投资管理研究 / 23
- 2.3 营运资本融资管理研究 / 29
- 2.4 营运资本运营效率评价研究 / 33
- 2.5 影响营运资本政策的因素研究 / 36
- 2.6 宏观经济政策与微观企业行为研究 / 39
- 2.7 文献评述 / 41

第3章 中国上市公司营运资本政策描述分析和比较研究 / 44

- 3.1 引言 / 44
- 3.2 样本选择和数据来源 / 46
- 3.3 中国上市公司营运资本投资管理分析 / 48
- 3.4 中国上市公司营运资本融资管理分析 / 73
- 3.5 中国上市公司营运资本运营效率分析 / 98

第4章 货币政策影响营运资本政策的机理分析 / 110

- 4.1 引言 / 110
- 4.2 货币政策影响营运资本政策的基本理论 / 112
- 4.3 货币政策与企业流动性管理 / 125
- 4.4 货币政策与营运资本投资管理 / 132
- 4.5 货币政策与营运资本融资管理 / 138
- 4.6 货币政策与营运资本运营效率 / 144

第5章 货币政策影响营运资本投资管理的实证研究 / 148

- 5.1 引言 / 148
- 5.2 理论分析与研究假设 / 149
- 5.3 样本与数据 / 153
- 5.4 变量设计和计算方法 / 155
- 5.5 描述性分析 / 160
- 5.6 单变量比较分析 / 164
- 5.7 货币政策影响营运资本投资管理的 PVAR 模型分析 / 169
- 5.8 货币政策影响营运资本投资管理的多元回归分析 / 195

第6章 货币政策影响营运资本融资管理的实证研究 / 208

- 6.1 引言 / 208

- 6.2 理论分析与研究假设 / 209
- 6.3 样本与数据 / 213
- 6.4 变量设计和计算方法 / 214
- 6.5 描述性分析 / 218
- 6.6 单变量比较分析 / 220
- 6.7 货币政策影响营运资本融资的 PVAR 模型分析 / 226
- 6.8 货币政策影响营运资本融资管理的多元回归分析 / 241

第7章 货币政策影响营运资本运营效率的实证研究 / 254

- 7.1 引言 / 254
- 7.2 理论分析与研究假设 / 255
- 7.3 样本与数据 / 260
- 7.4 变量设计和计算方法 / 261
- 7.5 描述性分析 / 264
- 7.6 单变量比较分析 / 266
- 7.7 货币政策影响营运资本运营效率的 PVAR 模型分析 / 272
- 7.8 货币政策影响营运资本运营效率的多元回归分析 / 289

第8章 研究结论与政策建议 / 301

- 8.1 研究结论 / 301
- 8.2 研究局限和需要进一步研究的问题 / 303
- 8.3 政策建议 / 305

参考文献 / 306

后记 / 320

第 1 章

绪 论

1.1 选题背景和研究意义

1.1.1 选题背景

宏观经济政策与微观企业行为的关系研究成为近年来会计学研究和公司财务学研究关注的新领域，被认为是弥补宏观经济学研究和微观经济学研究之间割裂的重要途径之一。早在 20 世纪 90 年代初，斯蒂格利茨（Stiglitz, 1991）就预言 21 世纪将是宏观经济学和微观经济学分久必合的世纪，宏观经济学和微观经济学相互关系的研究将更加深入^[1]。会计学和公司财务学作为研究微观企业行为的重要学科，需要关注宏观经济变化对微观企业会计活动、财务决策等行为的影响。李心合（2015）倡导财务学研究应该从微观研究拓展至宏观，倡导在财务学研究中把宏观变量内生化的，构建嵌入宏观影响因素的公司财务学研究体系。并提出将反映经济增长、通胀水平和就业等宏观经济运行变量，反映宏观经济政

策的财政政策、货币政策、投资和产业政策等变量，以及反映宏观制度性改革的经济变量纳入财务学研究的范畴^[2]。

货币政策是宏观经济政策的主要组成部分，是政府调控和干预经济运行的重要方式。中国货币政策体系不断完善发展，货币政策在中国的宏观调控手段中从辅助角色转变为发挥主要作用，货币政策调控经济的方式也从直接干预逐步转变为间接干预。公开市场业务、存款准备金等一般性的货币政策工具广泛应用于货币政策调控中，并根据中国经济发展特点使用具有显著效果的选择性货币政策工具。利率市场化改革是中国货币政策市场化改革中的重要组成部分，1993年提出利率市场化改革的目标和基本构想，1996年银行间同业拆解利率放开管制，由市场化机制竞争确定是利率市场化改革实质性的开始。2012~2014年金融机构贷款利率经历浮动管制和取消管制，存款利率实行浮动管制标志着中国利率市场改革加速。至2015年底中国的利率市场改革取得“决定性的进展”并“已基本完成”（中国经济网，2016）^[3]。人民币国际进程取得重要进展，2016年10月被国际货币基金组织（IMF）纳入“特别提款权（SDR）”货币篮子，成为重要的贸易融资、国际支付和外汇交易货币。货币政策调控经济的重要性不断增强及人民币国际化对货币政策调整的影响日益复杂，对企业理财活动的影响越来越大。

营运资本政策属于公司理财活动中的短期理财内容，也是公司财务决策活动中决策频率最高和占用决策者时间最多的活动，但在公司财务理论研究中却没有享有应有的重视，理论研究滞后且与实践活动相脱节（王竹泉等，2007）^[4]。营运资本管理本质上应该是企业流动性管理，现有研究仅仅把营运资本管理定位于流动资产对流动负债的偿付保障能力，视为企业财务安全性的防线或者底线。这种管理思维和管理方法的局限性较大，敏感性不足。从企业流动性管理的角度来说，企业流动性的获得除了依靠流动资产顺利转化为可用流动的能力，还包括企业能否以经济上合理的成本顺利从企业外部补充流动性（埃里克·班克斯，2011）^[5]。企业的流动性风险也广泛存在于营运资本投资及其结构中，

以及营运资本融资来源及其结构中。相比较来说,传统的流动比例指标所依赖的假设是:流动资产的变现能力对流动负债的偿还保障在企业发生财务危机或破产时才具有意义,对于企业日常的流动性风险管控的意义不大。从流动性管理的意义上来说,营运资本的管理不仅仅是财务安全性的保障,比维持这个底线同样重要的是良好的流动性对生产经营和加快企业创造的价值快速流入企业的作用。因此,企业营运资本管理的研究需要突破和进一步深化。

货币政策作为宏观流动性调控的重要手段,其政策体系主要包括货币政策目标、货币政策工具和货币政策传导机制等内容,其中货币政策目标和货币政策工具在宏观经济学理论和货币政策实践中具有明确的定义并形成了较为统一的规律性认识,但货币政策传导机制类似于“黑箱”在货币政策理论研究中广受关注。货币政策传导机制是中央银行使用货币政策工具,通过中介目标实现货币政策最终目标的过程和影响机制。货币政策传导机制的有效性不仅是货币政策当局十分关注的问题,也是研究货币政策理论的学者通过不同的研究方法想要证明的问题。现有文献将货币政策传导机制分为货币渠道传导机制和信用渠道传导机制。货币渠道传导机制的基本过程是货币当局使用货币政策工具通过调节货币供应量影响市场主体的资本成本、资产价格和真实财富,进而影响市场主体的投资行为导致最终的宏观总产出变化。货币渠道传导机制又可以分为利率传导机制、资产价格传导机制和汇率传导机制。信用渠道传导机制认为货币政策当局的货币政策通过银行系统对市场主体产生影响。货币政策调整影响银行放贷能力和企业的贷款能力,引发企业主体的投资行为变化导致最终的宏观总产出变化。信用传导机制又包括银行信贷传导机制和资产负债表传导机制。不同的传导机制需要满足的条件不同,就中国市场而言,存在利率非市场化管控、金融市场不发达等缺陷,信贷传导机制在中国货币政策调控中占据主导地位。而且中国资本市场欠发达,企业融资渠道单一,对银行贷款的间接融资渠道的依赖程度很高,银行是中国金融市场的主要主导力量,信贷传导是中国货币

政策影响微观企业主体的主要机制（韦志华和郭海，2013）^[6]。因此，中国货币政策的传导机制主要是信用传导机制，并且以银行信贷传导机制为主（盛松成和吴培新，2008；梁骞等，2015）^[7,8]。中国的货币政策通过银行信贷渠道对企业行为产生影响，营运资本管理是企业流动性管理的手段，其投资决策、融资决策和管理效率将受到货币政策调整最快和最直接的影响。

中国资本市场建设不断发展和完善，但企业融资约束问题一直存在。提供直接融资渠道的资本市场规模偏小、市场准入条件高，大量的企业无法通过资本市场筹集所需资金；对间接银行体系融资依赖性强，中国特殊的制度环境，国有银行占据主要市场地位，对不同产权性质的企业实施不同的信贷配置政策，使得民营企业遭受信贷歧视。货币政策调整是影响银行体系流动性和信贷规模的主要因素，货币政策紧缩会导致银行信贷歧视现象更加严重（饶品贵和姜国华，2013）^[9]。融资约束问题的存在是企业进行流动性管理的重要原因（连玉君等，2010）^[10]。近年来，一些研究文献研究发现，在融资约束较为严重的企业中，营运资本成为平滑资本性投资、创新投资的重要资金来源（刘康兵，2012；鞠晓生等，2013；曾义，2015）^[11-13]，这种极具风险性的营运资本管理操作对企业资金链安全构成严重威胁。

货币政策作为影响企业的重要环境因素，是公司财务管理理论框架的重要组成部分和逻辑起点，理应纳入研究企业营运资本决策的范畴。营运资本政策的差异对企业投资决策和融资决策均会产生重要影响，是研究公司财务政策不可或缺的重要内容。营运资本作为企业流动性管理的主要工具，应该从营运资本投资、融资和运营效率等方面构建企业全面和科学的流动性分析和管理框架。当企业流动性受到外部流动性冲击时，企业如何通过营运资本投资管理、融资管理和运营效率管理等营运资本政策进行流动性管理？货币政策影响营运资本政策的机制又是怎样的？具有不同特点的企业在货币政策调整过程中其营运资本政策又具有什么特点？2000年以来，中国经济快速发展，货币政策市场化改革加

快，中国企业营运资本政策呈现怎样的变化特征？等等，这些问题的探索和研究成为学术研究和企业管理者十分关注的议题。

1.1.2 研究意义

正如姜国华和饶品贵（2011）所说，长期以来，财务学术研究注重微观企业行为研究，与以宏观经济政策为研究重点的经济学界出现割裂^[14]；而宏观经济政策如利率、汇率和财政政策不可避免的对微观企业的财务管理、公司治理等活动产生影响，这种影响程度在日益复杂的经济环境中更加深远和增强。本书的研究正是在这一范畴内的积极探索，有助于拓展公司财务理论的研究内容和研究范式；有助于丰富公司财务理论的研究文献。

营运资本政策在已有的研究中虽然没有受到应有的重视，但是并不能否认其作为公司财务政策对企业价值创造和风险控制以及其他企业财务政策的影响作用，本书的研究正是基于这一考虑的积极探索。传统的经典公司财务理论基本上是基于资本需求视角的研究，其基本假设是外部资本供给可以无限的弹性获得。但在实际环境中，资金的供给对于企业财务政策行为的影响是不可忽视的。本书基于资金供给方影响企业营运资本的投资和融资行为的研究视角，有助于补充已有的理论研究。

本书的研究对于宏观政策决策者和微观企业经营者均具有很强的借鉴价值。有助于宏观经济政策尤其是货币政策的制定者更好的理解宏观经济政策影响微观企业行为机制和经济后果，帮助决策者更加科学的决策；作为微观企业经营者，公司财务决策不仅仅是适应外部环境的影响，而是要更加积极的基于企业实际做出协同调整。本书的理论与实证研究可以帮助企业决策者更好地分析宏观环境影响与企业公司财务政策调整的关系，科学决策，增强企业可持续发展能力。

1.2 主要概念界定

1.2.1 营运资本

营运资本研究视角的差异和营运资本研究的不断深入,对营运资本概念、内涵的确定也产生了不同界定。结合已有文献和本书研究的视角,对营运资本内涵及营运资本管理内容做如下的梳理和界定。

1.2.1.1 传统的营运资本概念和内容

大部分已有文献所使用的营运资本概念来源于布里格姆和休斯敦(Brigham & Houston 1972)^[15],这一概念包括广义的营运资本和狭义的营运资本。

广义的营运资本概念认为营运资本是与长期资本相对的概念,是企业持有的所有流动资产。这一概念的实质是从企业资金的变现能力角度划分企业的资产,变现能力较强的资产被认为是营运资本。其基本内容包括经营性的营运资本(如货币资金、应收款项、存货等)和金融性的营运资本(如交易性金融资产、应收利息、应收股利等)。

狭义的营运资本概念也叫作净营运资本,即企业流动资产减去流动负债的剩余。这一概念将流动资产与流动负债纳入统一框架考虑,常常用来衡量企业的短期偿债能力和财务风险。其中,流动资产如广义的营运资本,流动负债包括经营性的流动负债(如应付款项、应付职工薪酬等)和金融性流动负债(如短期借款、应付利息、应付股利等)。

1.2.1.2 基于渠道的营运资本概念和内容

王竹泉等(2007)认为传统的营运资本管理研究对营运资本的界定和分类不能准确计算营运资本周转效率,没有重视营运资本管理与企业渠道关系管理的联系,不利于企业的供应链管理和客户管理^[4]。基于以