

国家自然科学基金青年项目 (71302114)
教育部人文社科基金青年项目 (14YJC630174)
天津财经大学优秀青年教师培育计划项目 (YQ1402) 资助出版

“十二五”辽宁省重点图书出版规划项目



三友会计论丛

SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

第16辑

Macroeconomic Factors and
Dynamic Adjustment of
Working Capital

宏观经济因素 与营运资本的动态调整

吴娜 等著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

全国百佳图书出版单位

国家自然科学基金青年项目 (71302114)
教育部人文社科基金青年项目 (14YJC630174)
天津财经大学优秀青年教师培育计划项目 (YQ1402) 资助出版

“十二五”辽宁省重点图书出版规划项目

第16辑

三友会计论丛

SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

Macroeconomic Factors and
Dynamic Adjustment of
Working Capital

宏观经济因素 与营运资本的动态调整

吴娜 等著

图书在版编目 (CIP) 数据

宏观经济因素与营运资本的动态调整 / 吴娜等著. —大连 :
东北财经大学出版社, 2018.7

(三友会计论丛·第16辑)

ISBN 978-7-5654-3275-0

I. 宏… II. 吴… III. 中国经济-宏观经济-影响-资本
经营-经济结构调整-研究 IV. ①F123.16 ②F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 176376 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街217号 邮政编码 116025)

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连永盛印业有限公司印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 127千字 印张: 9.5

2018年7月第1版

2018年7月第1次印刷

责任编辑: 李 栋 刘 佳

责任校对: 刘东威

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

定价: 42.00元

教学支持 售后服务 联系电话: (0411) 84710309

版权所有 侵权必究 举报电话: (0411) 84710523

如有印装质量问题, 请联系营销部: (0411) 84710711



随着我国以社会主义市场经济体制为取向的会计改革与发展的不断深入，会计基础理论研究的薄弱和滞后已经产生了越来越明显的“瓶颈”效应。这对于广大会计研究人员而言，既是严峻的挑战，又是难得的机遇。说它是“挑战”，主要是强调相关理论研究的紧迫性和艰巨性，因为许多实践问题急需相应的理论指导，而这些实践和理论在我国又都是新生的，没有现成的经验和理论可资借鉴；说它是“机遇”，主要是强调在经济体制转轨的特定时期，往往最有可能出现“百花齐放，百家争鸣”的昌明景象，步入“名家辈出，名作纷呈”的理论研究繁荣期和活跃期。

迎接“挑战”，抓住“机遇”，是每一个中国会计改革与发展的参与者和支持者义不容辞的责任。为此，我们与中国会计学会财务成本分会、东北财经大学会计学院联合创办了一个非营利的学术研究机构——三友会计研究所，力求实现学术团体、教学单位、出版机构三方的优势互补，密切联系老、中、青三代会计工作者，发挥理论界、实务界、教育界的积极性，致力于会计、财务、审计三个领域的科学研究和专业服务，以期为我国的会计改革与发展作出应有的贡献。

三友会计研究所的重大行动之一就是设立了“三友会计著作基金”，用于资助出版“三友会计论丛”。它旨在荟萃名人力作及新人佳作，传播会计、财务、审计研究

与实践的最新成果与动态。“三友会计论丛”于1996年推出第一批著作；自1997年起，本论丛定期遴选并分辑推出。

采取这种多方联合、协同运作的方法，如此大规模地遴选、出版会计著作，在国内尚属首次，其艰难程度不言而喻。为此，我们殷切地希望广大会计界同仁给予热情支持和扶助，无论作为作者、读者，还是作为评论者、建议者，您的付出都将激励我们把“三友会计论丛”的出版工作坚持下去，越做越好！

东北财经大学出版社

三友会计论丛编审委员会

顾问:

欧阳清 冯淑萍 李志文

委员(以姓氏笔画为序):

马君梅	王化成	王立彦	王光远	方红星
田世忠	刘 峰	刘永泽	刘志远	刘明辉
孙 铮	李 爽	杨雄胜	何顺文	宋献中
张为国	张龙平	张先治	张俊瑞	陆正飞
陈 敏	陈国辉	陈建明	陈信元	陈毓圭
罗 飞	周守华	郑振兴	孟 焰	赵德武
秦荣生	夏冬林	徐林倩丽	黄世忠	谢志华
蔡 春	薛云奎	戴德明	魏明海	

作者特别感谢2013年度国家自然科学基金青年项目“经济周期、融资约束与营运资本的动态协同选择”(项目号:71302114)、教育部人文社科基金青年项目“货币政策、营运资本平滑与投资效率的动态传导效应”(项目号:14YJC630174)、财政部全国会计领军(后备)人才(学术类)培养项目第六期和天津财经大学优秀青年教师培育计划项目(项目号:YQ1402)的资助。

吴娜博士从教后，潜心科研，逐步聚焦于营运资本管理研究方向（领域），且多有相关成果发表。在学校和学院的支持下，她又组织成立了营运资本管理研究所，带领志趣相投的研究团队进行学术研究和学术交流，不断拓宽自己的研究思路，提升研究水平，专著《宏观经济因素与营运资本的动态调整》就是其近年最具代表性的研究成果。

宏观经济因素与营运资本的动态调整是研究和化解债务危机的重要基础理论，也是现实政策选择中亟待解决的重要问题。国外对于该领域的理论研究已经取得了一定的成果，国内已有研究主要是从企业内部对其进行考察，忽视了宏观经济因素对营运资本管理的内在影响机理和作用，从而使宏观经济政策对企业营运资本管理的效应未能达到预期目标。本书运用经济周期理论、融资约束理论和权变理论等对宏观经济因素与营运资本的相机协同选择机理进行研究，构建了基于宏观经济政策下的营运资本协同选择模型，检验了营运资本是否在不同宏观经济因素下向目标营运资本需求调整，调整速度与宏观经济因素是否相关等。

本书构建了新兴市场经济体制下的经济周期、融资约束与营运资本的相机协同选择理论框架和体系；充实了融资约束理论和营运资本理论，并可为国家宏观经济政策的制定提供政策依据。

本书具有实际应用价值——企业在不同经济周期下，当面临宏观经济政策波动时如何通过营运资本的动态调整，降低自身融资约束程度，增强其对外部宏观经济政策冲击的抵御能力，防止企业资金链的断裂和防范债务危机的发生具有重要的参考价值；企业在不同经济周期下，提供了基于融资约束的营运资本动态调整速度及方向的预测参考值；因营运资本的调整速度可以直接反映中国企业受到的融资约束程度，间接体现信贷市场的摩擦程度，即各种原因造成的融资难易度，对衡量中国不同经济周期下的信贷市场摩擦水平具有一定的指示作用。

我认为，本书主要有以下研究创新和特点：

(1) 视角新颖。从宏观经济因素视角而不再局限于微观视角研究营运资本管理；从动态的角度研究营运资本的动态调整；从“调整成本”的视角，以产能治理为媒介，通过检验“市场化进程/创新投资”→“调节产能”→“调节营运资本”的传导逻辑并以此构建市场化进程、创新投资与营运资本动态调整之间的关系进行研究。此外，分析市场化进程（外部因素）与创新投资（内部因素）对营运资本调整速度的影响究竟是正向协同互动还是反向协同互动。

(2) 理论突破。构建了新兴市场经济体制下的宏观经济因素与营运资本的相机协同选择理论框架体系。研究认为，除狭义的公司治理理论所述的代理成本和调整成本外，企业生产经营的调整成本也是影响企业生存与发展的重要因素，创新投资对于调整成本的影响使得“创新投资”成为广义公司“治理”调整成本（而非代理成本）的重要内部机制，并与“市场化进程”这一治理“调整成本”的外部机制共同作用，对企业产能治理及营运资本投资形成影响。

(3) 实证检验。建立了不同经济周期下基于行业差异的融资约束与营运资本管理的动态调整模型。以产能治理为媒介，在创新投资、产能治理与营运资本方面的动态调整；市场化进程、产能治理与营运资本的动态调整；市场化进程、创新投资与营运资本动态调整的协同互动；市场化进程、创新投资下的不同创新模式与营运资本的动态调整方向；市场化进程、创新投资下的不同创新模式与营运资本的动态调整路径；市场化进程、创新投资与营运资本投资效率等方面的实证检验。很惭愧，我并不熟

序 1

悉“实证检验”，无资格置评，这里仅说明作者是从多侧面、多因素对该研究进行了实证检验，其结论具有说服力。

为研究成果写序，本应是一个学习机会，但囿于自己的研究领域和能力，颇有惴惴不安之感。

宏观探道，微观探真，愿吴娜博士在科研的道路上走得更远。对她的进步、对其研究成果，深表欣慰，乐为之序。



天津财经大学教授、博士后合作导师

盖地

2018年5月30日

营运资本作为企业最具活力的资本，就像人体的血液，其重要作用不言而喻，营运资本与企业的生存、发展息息相关，营运资本的管理是企业经营管理活动的重中之重。早在 20 世纪 30 年代，西方发达国家就开始了营运资本管理的研究，中国对于营运资本管理的研究始于 20 世纪末期，起步较晚。

从 20 世纪末以来，国内对于营运资本管理已有的研究多集中于企业微观层面，主要是从企业内部对其进行考察，忽视了宏观经济因素对营运资本管理的内在影响机理和作用，从而使宏观经济政策对企业营运资本管理的效应未能达到预期目标。宏观经济因素与营运资本的动态调整是研究和化解债务危机的重要基础理论，也是现实政策选择中亟待解决的重要问题。

吴娜博士多年以营运资本理论与实践的研究作为其主要研究方向，在该领域的学术研究颇有建树，取得了许多高水平的研究成果。

在《宏观经济因素与营运资本的动态调整》这一论著中，她运用经济周期理论、融资约束理论和权变理论等对宏观经济因素与营运资本的相机协同选择机理进行研究，构建了基于宏观经济政策下的营运资本协同选择模型，并检验了营运资本是否在不同的宏观经济因素下向目标营运资本需求调整，调整速度如何，调整速度与宏观经济因素是否相关。本专著的研究成果对于营运资本管理的理论发展和实践价值都做出了比较突出的贡献。理论贡献在于构建了新兴市场经济体制下的宏观经济因素与营运资本的相机协同选择理论框架和体系，而实践贡献在于为相关理论研究

探寻经验证据和政策参考值。

我曾是吴娜博士的大学老师，看着她从本科、硕士、博士到博士后这一路走来，深切地感受到了她在求学道路上的孜孜不倦、坚韧不拔，其钻研精神令人敬佩。我以有这样优秀的学生而感到骄傲和自豪，于是欣然提笔为本著作作序。



天津财经大学教授、博士生导师

韩传模

2018年5月31日

宏观经济因素与营运资本的动态调整是研究和化解债务危机的基础理论，也是现实政策选择中亟待解决的问题。虽然，国外对于该方面的理论研究已取得了一定的成果，但是，由于国内已有的研究主要是从企业内部对其进行考察，忽视了宏观经济因素对营运资本管理的内在影响机理和作用，从而使宏观经济政策对企业营运资本管理的效应未能达到预期目标。因此，本书运用经济周期理论、融资约束理论和权变理论等对宏观经济因素与营运资本的相机协同选择机理进行研究，构建了基于宏观经济政策下的营运资本协同选择模型，并检验了营运资本是否在不同的宏观经济因素下向目标营运资本需求调整，调整速度如何，调整速度与宏观经济因素是否相关。研究的理论贡献在于构建了新兴市场经济体制下的宏观经济因素与营运资本的相机协同选择理论框架和体系，而实践贡献在于为相关理论研究探寻经验证据和政策参考值。

研究结论如下：

首先，基于中国各个行业上市公司2000—2016年面板数据，对各个行业的营运资本需求进行描述性统计分析后发现，中国上市公司各个行业的营运资本需求随经济周期的波动呈现出规律性波动；通过对其进行Kruskal-Wallis H和LSD检验后发现，中国上市公司各行业的营运资本的平均秩差异是显著的，这种行业间的营运资

本显著差异并不是由个别行业的异常值引起的，而是行业间普遍存在的；货币政策、财政政策对各个行业的营运资本需求具有统一的、显著的负向影响，该研究结果为基于宏观经济政策下的目标营运资本模型的构建奠定了基础。

其次，基于中国各个行业上市公司2000—2016年面板数据，构建了基于宏观经济政策目标营运资本模型的基础上，使用GMM对中国上市公司各个行业在不同的经济周期和融资约束下的营运资本动态调整进行了实证检验，研究结果显示：（1）企业存在目标营运资本需求，并且其受货币政策和财政政策的影响显著；（2）在不同的经济周期下，公司的营运资本需求会向目标营运资本需求调整。经济周期与制造业企业营运资本需求的调整速度负相关，即在经济周期上行期，调整速度较慢；在经济周期下行期，调整速度较快；而对于房地产业和批发零售业的影响正好相反。（3）在不同的经济周期下，不同融资约束的企业营运资本需求会以不同的速度向目标营运资本需求调整：在经济周期上行期，制造业无融资约束公司对营运资本的调整速度较慢，只进行微调，但融资约束公司由于受到自身融资约束的影响，仍然保持较快的调整速度。在经济周期下行期，无融资约束公司营运资本需求的调整速度迅速加快，但融资约束公司对营运资本需求的调整速度变得更快，即融资约束会促使企业在经济周期下行期更加积极地进行营运资本管理。房地产业和批发零售业的情况正好相反，在经济周期上行期，房地产业和批发零售业无融资约束公司对营运资本的调整速度相对于经济周期下行期较快，但融资约束公司由于受到自身融资约束的影响，仍然保持较快的调整速度。在经济下行期，无融资约束公司营运资本需求的调整速度迅速变慢，房地产业基本不调整，融资约束公司对营运资本需求的调整速度亦变慢，主要原因在于经济周期下行期即经济不景气时，大部分企业会偏离制造生产主业，将资金大量投向房地产业或第三产业，即“脱实向虚”，因此房地产业与批发零售业在经济周期下行期会出现企业大量的闲置资金注入，资金供给充足，大大缓解了这两个行业的融资约束。在经济周期下行期，这两个行业表现为营运资本调整速度的大幅降低（甚至不调整）。

再次，本书以新西兰32家企业2004—2015年的年度面板数据为样

本,从经济周期波动的视角筛选了宏观及微观层面影响企业营运资本的影响因素,并进行了静态和动态两方面的实证检验,实证结果显示:(1)企业存在目标营运资本需求,并且其受货币政策和GDP的影响显著;(2)在不同的经济周期下,企业的营运资本需求会向目标营运资本需求调整。经济周期与企业营运资本需求的调整速度负相关,即在经济周期上行期,货币政策紧缩,营运资本调整速度较慢;在经济周期下行期,货币政策宽松,调整速度较快,而且新西兰企业的营运资本需求调整速度明显高于中国。本书的经验证据再次表明:(1)在不同的经济周期,企业的经营目标是不同的:在经济周期上行期,企业以追求企业价值最大化为目标;而在经济周期下行期,将转为流动性最大化。(2)货币政策是在不同的经济周期下,缓解企业融资约束,指导企业进行营运资本管理的关键宏观调控工具。(3)营运资本的调整速度有助于解释在不同的经济周期下,货币政策对微观企业经营的传导机制。

最后,本书基于中国制造业上市公司1990—2013年平衡面板数据,证明了市场化进程与创新投资均能显著提高营运资本向最优水平调整的速度,从而优化了营运资本管理,提高了存量资本的运行效率,但市场化进程与创新投资对营运资本调整速度的协同影响为负,低市场化进程下创新投资对营运资本调整速度的推动作用更强。研究意义在于以固定资产投资为媒介,从调整成本视角探索了市场化进程与创新投资对营运资本动态调整速度影响的逻辑路径,拓展了营运资本动态调整理论的实证边界以及不同调整因素之间互动关系的逻辑内涵,为理解存量资本治理路径、反思与改善市场化进程提供了政策参考。

本书第1章至第4章由吴娜副教授完成,第5章由吴娜副教授、于博副教授和王博梓硕士完成。在本书的写作过程中,王博梓对部分章节的数据进行了收集和整理,并与于博副教授共同参与了第5章的写作,硕士研究生白雅馨、樊瑞婷参与了第2章参考文献的收集与排序工作,在此对他们的协助表示感谢!同时,也向本书引用成果的所有作者以及对本书提供宝贵修改意见的天津财经大学盖地教授、韩传模教授、于立教授、彭正银教授、刘志远教授、张俊民教授、白仲林教授和田昆儒教授深表感谢!最后,感谢东北财经大学出版社编辑们的辛勤付出!

由于研究精力所限，本书展现的研究内容很可能存在一些纰漏和不足之处，敬请各位专家、学者和读者批评指正。

吴娜

2018年5月26日

第1章 导 论/1

- 1.1 研究背景/1
- 1.2 研究意义/2
- 1.3 研究目的/3
- 1.4 研究框架/4
- 1.5 研究方法/5
- 1.6 创新点/6

第2章 相关理论与文献综述/8

- 2.1 相关理论/8
- 2.2 文献综述/18

第3章 宏观经济政策与营运资本的行业 异质性/31

- 3.1 引 言/31
- 3.2 理论基础与研究假设/32
- 3.3 研究设计/33
- 3.4 回归结果/41
- 3.5 结 论/52

第4章 经济周期、融资约束与营运资本的 动态调整/53

- 4.1 引 言/53
- 4.2 理论基础与研究假设/55
- 4.3 研究设计/59
- 4.4 回归结果/66
- 4.5 稳健性检验/70
- 4.6 进一步分析——以新西兰面板
数据为例/76