

# 经营风险、货币政策与营运资金融资策略

王明虎,朱佩佩

(安徽工业大学 商学院,安徽 马鞍山 243002)

**[摘要]** 营运资金融资策略是企业财务决策的重要内容,而对于我国企业营运资金融资策略究竟如何选择,目前学术界讨论还比较少。利用数理模型分析经营风险、货币政策与企业营运资金融资策略的关系,并进行实证检验,研究发现:受我国融资环境的影响,我国企业多数情况采用比较激进的营运资金融资策略;经营风险增大使得企业偏向于稳健的营运资金融资策略;货币政策的宽松诱发企业采用比较激进的融资策略;在货币政策宽松的条件下,经营风险对营运资金融资策略的稳健作用会减弱。

**[关键词]** 经营风险;货币政策;营运资金融资策略;企业融资;财务决策

**[中图分类号]** F830.9 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2019)03-0055-09

## 一、引言

营运资金融资策略是财务管理的重要决策内容。传统财务管理理论将营运资金融资策略分为匹配型(Matching)、激进型(Aggressive)和保守型(Conservative)三种类型,这三种不同策略在我国企业中究竟如何分布,还鲜有文献讨论。经营风险是营运资金融资决策的重要影响因素,经营风险高的公司会尽量减少使用短期金融性负债这类高风险的融资方式,而选择稳定的营运资本融资作为替代<sup>[1-2]</sup>。货币政策作为国家宏观经济调整的重要工具,会影响企业营运资金政策。货币政策紧缩时,企业现金周期延长,企业多会提高现金持有量<sup>[3-5]</sup>,增加营运资金持有量<sup>[6]</sup>。

已有文献关注了营运资金融资政策的差异,分析了经营风险和货币政策对财务决策的作用,但还有一些需要进一步研究的论题。首先,学者们没有系统考察我国企业在三种不同营运资金融资策略的具体选择分布,因而无法全面评价我国企业营运资金管理的状况;其次,对经营风险和营运资金融资的关系分析还不够深刻,没有结合“经营风险—企业业务变动—营运资金需求和融资变动”这一逻辑思路进行数理分析;第三,对于货币政策与营运资金管理之间关系的研究还存在一些矛盾的结论,譬如,一些文献认为货币政策紧缩时,企业营运资金持有量增加<sup>[3]</sup>,但也有文献研究表明货币政策紧缩会导致企业信贷融资减少<sup>[7]</sup>,而事实上,不太可能在一个时期既出现营运资金增加又出现短期融资减少的情况。

从我国上市公司数据看,营业收入增长率平均波动幅度从2002年的45.3%上升到2016年的54.0%。在这一背景下,上市公司长期资本来源和长期资产占用平均比例由2012年的0.821上升到2016年的1.130,说明营运资金融资策略发生了较大幅度的变动,但这种变动是否与经营风险有关,需要检验。从货币政策情况看,2002—2016年间,我国M2增幅波动幅度较大,最高值为27.2%,最低值为11.3%<sup>①</sup>,而货币政策变动对营运资金的影响究竟是走向激进还趋于保守目前也没有研究予以明确。

本文将采用数理模型分析经营风险、货币政策和营运资金融资策略之间的内在关系,提出研究假设,并运用我国上市公司财务数据对假设进行检验。本文可能的学术贡献在于:(1)系统研究我国不同类型

**[收稿日期]** 2018-10-17

**[基金项目]** 国家社会科学基金资助项目(13BGL049)

**[作者简介]** 王明虎(1972—),男,安徽当涂人,安徽工业大学商学院教授,博士,主要研究方向为企业融资理论、企业管理,邮箱:1471449571@qq.com;朱佩佩(1992—),女,江苏徐州人,安徽工业大学商学院硕士生,主要研究方向为企业融资理论。

营运资金融资政策在企业的具体分布情况。(2)诠释经营风险对企业营运资金融资策略的影响机制,从市场环境视角寻求营运资金融资策略的变动趋势。

## 二、理论分析

### (一) 经营风险与营运资金融资策略

#### 1. 业务量变动与营运资金融资策略

假定某企业总资产为  $TA$ ,其构成包括固定资产  $FA$  和流动资产  $CA$ 。流动资产由两部分构成:一部分是保障企业运营的最低流动资产  $C_0$ ;另一部分是随销售收入  $S$  增加而增加的流动资产,其金额为  $cS$ 。企业的资金来源有三项:所有者投入  $EQ$ 、供应商商业信用  $TR$  和银行信贷  $F$ 。考虑到商业信用与销售收入之间的自然联系,我们设  $TR$  等于  $pS$ 。为研究方便,我们把销售收入  $S$  分为两部分:最低销售收入  $S_0$  和增量收入  $\Delta$ 。

为研究方便,我们做如下假设:

(1)在一个经营期内,企业产能不变,因此  $C_0$ 、 $FA$  保持不变;(2)在一个经营期内企业所有者没有追加投资,因此  $EQ$  保持不变;(3)流动资产需求和业务量  $S$  之间是线性关系,即  $CA=C_0+cS$ ;(4)供应商商业信用  $TR$  与业务量  $S$  之间是正比例关系,即  $TR=pS$ ;(5)在一个经营期内,最低销售收入  $S_0$  不变,增量收入  $\Delta$  会随经营风险增加而增加。

则企业营运资金融资需求  $F$  可以推算如下:

$$\begin{aligned} F &= (C_0+cS)+FA-EQ-pS \\ &= (C_0+FA-EQ)+(c-p)S=(C_0+FA-EQ)+(c-p)(S_0+\Delta) \\ &= [(C_0+FA-EQ)+(c-p)S_0]+(c-p)\Delta \end{aligned}$$

令  $[(C_0+FA-EQ)+(c-p)S_0]=N$  满足最低销售收入  $S_0$ ,且保持不变。则:

$$F=N+(c-p)\Delta \quad (1)$$

式(1)表明,企业营运资金融资需求包括两个方面:一方面是满足最低销售收入  $S_0$  所需要的资金  $N$ ,它保持不变;另一方面是增量销售收入所需要的资金  $(c-p)\Delta$ ,它随增量业务的增加而增加。

为了更直观地反映经营风险与营运资金融资需求之间的关系,我们假定企业一个经营期内业务量呈线性变动,初始和期末阶段业务量都为  $S_0+\Delta/2$ ,最高业务量为  $S_0+\Delta$ ,最低业务量为  $S_0$ ,业务量匀速变动,则随着时间的推移,企业业务量和对外融资需求如图1所示。

图1左图表示的是随着时间的推移企业业务量变动的情况,从期初到  $t_1$  期,业务量经历了先升后降,最后又恢复到期初水平的过程;右图表示的是随着时间推移、业务量的变动,企业对外融资需求由低变高、由高变低最后又恢复到初始状态的变动情况。由于最低融资需求为  $N$ ,可知  $F$  的取值在  $N$  和  $N+(c-p)\Delta$  之间。

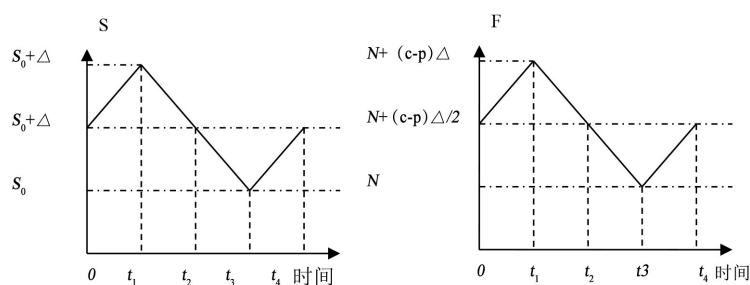


图1 单位经营周期内业务水平与融资需求变动示意图

实务中,企业会采用不同的融资策略。假定实际对外融资额  $F$  由长期借款(超过一个经营期)  $L$  和短期借款(不超过一个经营期)  $D$  两部分构成。当  $L$  等于  $N$  时,我们有:

$$C_0+FA+(c-p)S_0=EQ+L \quad (2)$$

①数据根据CSMAR统计结果计算而得,详见表3。

式(2)表明,当 $L$ 等于 $N$ 时,企业的长期资产需求和长期资本来源相同,此时企业营运资金融资策略被称为匹配型融资策略;而若 $L$ 小于 $N$ 或 $L$ 大于 $N$ ,则长期资本来源就会小于或大于长期占用资产金额,融资策略相应被称为激进型或保守型融资策略。

## 2. 营运资金融资策略计量

根据上述推理,我们用数学方法来计量三种不同融资策略。当企业采用匹配型融资策略时,由式(2)可得:

$$(EQ+L+pS_0)/(C_0+FA+cS_0)=1$$

上式中分母为长期占用资产总值,分子为长期资本来源总值。令 $H=(EQ+L+pS_0)/(C_0+FA+cS_0)$ ,则 $H$ 为1时,企业为匹配型策略;同理,如果企业采用激进或保守型融资策略,则 $H$ 值小于1或大于1。也就是说, $H$ 值越大,企业营运资金融资策略越保守。

## 3. 不同经营风险企业营运资金融资策略分析

假设市场上有两个企业A和B,经营期内平均业务量都是 $S_0+\Delta/2$ 。A企业经营风险高于B企业(A企业最高业务量达到 $S_0+\Delta$ ,最低为 $S_0$ ;B企业最高业务量 $S_0+3\Delta/4$ ,最低业务量 $S_0+\Delta/4$ ),其他条件相同。这两个企业融资需求量随时间推移而变动的情况如图2所示。

图2中,虽然A、B两个企业都经历了业务量的增加—减少—恢复期初的变动,以及由此而产生的融资需求量 $F$ 的变动,但由于A企业业务量变动幅度大于B企业,因此二者的融资需求量变动也不一致。根据上述融资需求状况,A和B两个企业经营期初向银行贷款的金额分别为 $N+(c-p)\Delta$ 和 $N+3(c-p)\Delta/4$ ,到中期后由于业务量下降,企业偿还部分借款,保留借款余额 $N+(c-p)\Delta/2$ <sup>①</sup>。由上述数据可知A企业平均借款余额为 $N+3(c-p)\Delta/4$ ,而B企业余额为 $N+5(c-p)\Delta/8$ ,A企业借款余额高,在相同的长期资产占用水平情况下,经营期内A企业平均借款余额更多, $H$ 值更大,因此其融资策略更稳健。

由此我们提出如下假设:

假设1:其他条件保持不变的情况下,企业的经营风险越高,企业营运资金融资策略越稳健。

### (二) 货币政策与营运资金融资策略

货币政策的变动既影响到企业的投资决策,也影响到企业融资策略,还对营运资金融资策略产生影响。我们仍通过计算 $H$ 值的方法来进行分析。假定企业在第一个经营期内总资产为 $TA$ ,其构成包括固定资产 $FA$ 和流动资产 $CA$ 。流动资产中保障企业运营的最低流动资产为 $C_0$ ,企业的资金来源包括所有者投入 $EQ$ 、供应商商业信用 $pS_0$ 和银行借款 $F$ (其中长期借款 $L$ ,短期借款 $D$ )。第二个经营期国家货币政策扩张,企业增加银行借款 $F_1$ (其中长期借款增加 $L_1$ ,短期借款增加 $D_1$ ),用于扩大产能,增加的固定资产和保障运营的流动资产总和为 $A_1$ 。则企业在第一期的 $H$ 值为 $H_1=(EQ+L+pS_0)/(C_0+FA+cS_0)$ ;第二期 $H$ 值为 $H_2=(EQ+L+L_1+pS_0)/(C_0+FA+A_1+cS_0)$ 。

比较 $H_1$ 和 $H_2$ 的大小,只要比较 $L_1/A_1$ 是否大于 $H_1$ 就可以了。根据我国目前的商业银行经营体制,货币政策宽松度调整所造成的贷款调整主要在于短期贷款,而我国大多数企业商业银行借款也主要是依靠短期借款<sup>[8-9]</sup>,所以 $L_1$ 很小, $L_1/A_1$ 一般小于 $H_1$ ,因此当货币政策扩张时,企业 $H$ 值变小,导致营运资金融资策略更激进。相反,若货币政策收缩,企业 $H$ 值变大,营运资金融资策略更保守,企业持有大量现金<sup>[3-4]</sup>,这就解释了本文在文献综述中提出的现有文献研究中的观点矛盾问题。

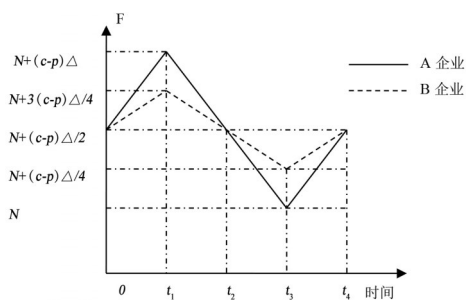


图2 经营风险与营运资金融资策略分析示意图

<sup>①</sup>中后期后两个企业最高资金占用额都是 $N+(c-p)\Delta/2$ ,因此保留借款金额相同。

由此,我们提出以下假设:

假设2:货币政策越宽松,企业营运资金融资策略越激进。

### (三) 货币政策、经营风险与营运资金融资策略

经营风险和货币政策从不同层面影响企业营运资金融资策略,如果把它们的影响综合考虑,会有什么样的结果呢?我们仍利用数理分析方法继续讨论。假定A、B企业有两个经营期,第二个经营期与第一个经营期相比,货币政策发生扩张,其他环境因素不变。两企业除A企业经营风险大于B企业外,其他都相同,则根据假设1,A企业第一期的H值 $H_{1A}$ 大于B企业第一期的H值 $H_{1B}$ 。第二个经营期国家货币政策扩张,两个企业增加银行贷款 $F_1$ ,其中长期借款增加 $L_1$ ,短期借款增加 $D_1$ <sup>①</sup>,用于扩大产能,增加的固定资产和保障运营的流动资产总和为 $A_1$ 。

令A、B两企业第一期和第二期平均银行借款额分别为 $F_{0A}$ 、 $F_{0A}+F_1$ 、 $F_{0B}$ 、 $F_{0B}+F_1$ , $X=(C_0+FA+cS_0)$ , $Y=(EQ+pS_0)$ ,则:

$$H_{1A}=(Y+F_{0A})/X$$

$$H_{1B}=(Y+F_{0B})/X$$

$$H_{2A}=(Y+F_{0A}+F_1)/(X+A_1)$$

$$H_{2B}=(Y+F_{0B}+F_1)/(X+A_1)$$

$$(H_{1A}-H_{2A})-(H_{1B}-H_{2B})=[A_1(F_{0A}-F_{0B})]/[X(X+A_1)]$$

由于 $F_{0A}$ 大于 $F_{0B}$ , $X(X+A_1)$ 大于0,因此 $(H_{1A}-H_{2A})-(H_{1B}-H_{2B})$ 大于0,即在货币政策宽松的情况下,经营风险更大的A企业,其营运资金转变为激进的程度要高于B企业。

由此我们提到如下假设:

假设3:当货币政策变宽松时,经营风险大的企业,其营运资金融资政策向激进转变的程度更高。

## 三、研究设计

### (一) 数据收集处理

本文利用国泰安经济金融研究数据库(CSMAR)收集我国A股上市公司年报和季报财务数据,样本区间为2002—2016年<sup>②</sup>,存款准备金率和贷款基准利率数据来自于中国人民银行官方网站([www.bpc.gov.cn](http://www.bpc.gov.cn)),区域金融发展水平数据来自于樊纲、王小鲁等编制的中国各省市市场化指数系列报告。本文采用Winsorized对主要变量小于1%的异常值进行缩尾处理,删除长期资产来源比重大于2或小于0.5的样本<sup>③</sup>以及其他极端值样本。此外我们按照下列原则对样本进行筛选:(1)剔除研究的时间窗口内有数据缺失的公司;(2)剔除PT、ST、\*ST类的公司;(3)剔除金融类的企业样本。本文共获得有效样本20063份。本文所有统计分析用STATA13实现。

### (二) 模型设计和变量定义

#### 1. 模型构建

为检验本文研究假设,我们设置如下回归模型:

$$H=\alpha+\beta_1risk+\beta_2m2+\beta_3risk\_m2+\beta_4interest+\beta_5lever+\beta_6roa+\beta_7growth+\beta_8state+\beta_9top1+\beta_{10}tobinQ+\beta_{11}size+\beta_{12}tc+\beta_{13}gdp+\beta_{14}fdl+\beta_{15}dkl+\beta_{16}industry+\beta_{17}place+\beta_{18}year+\varepsilon \quad (3)$$

模型中,控制变量的选取主要考虑影响企业营运资金政策的内部运营、业绩、公司治理变量,外部宏

<sup>①</sup>两个企业长期资产增加相同,所以假设增加的长短期借款相同。

<sup>②</sup>2002年以前上市公司不公布季度报告,无法据以计算本文研究的因变量数值。

<sup>③</sup>正常情况下,企业的H值极少可能大于2或小于0.5。如果大于2,说明长期资本来源是长期占用资金的2倍,极大占用资金且资本成本提高,企业不可能这样决策;如果小于0.5,说明企业在一个经营周期内出现财务危机的可能性达到50%,这也是非正常情况。

观环境、货币政策变量,以及行业、所在区域等中观因素变量<sup>①</sup>。

## 2. 变量定义

### (1) 因变量

模型中, $H$ 值是衡量营运资金融资策略的变量。现有文献中,衡量营运资金融资策略的指标有两类:一类是用某一类债务资本来源占流动资产或营业收入比例来计量,这种计量方法可以反映出营运资本的构成,但不能准确衡量营运资本融资的策略类型(保守、激进或者是匹配);另一类是构造不同期限资本来源在营运资金中所比重,比如孙兰兰等以流动资产与流动负债的差除以流动资产与经营性流动负债的差来衡量营运资金融资策略的稳健性<sup>[8]</sup>,但这一方法没有进一步考虑流动资产中有一部分是长期占用资产,而流动负债中有一部分是长期占用资金来源这一情况,因此产生计量错误。

根据上述观点,结合前文理论推导,本文中 $H$ 的计算方法为长期债务、经营性流动负债与股东权益之和再除以长期资产与稳定性流动资产之和。长期债务包括超过一年的债务以及短期借款年度最低额,这部分资金企业长期占用,性质上属于长期资本来源;经营性流动负债包括应付账款、应付票据、预收账款、应付职工薪酬、其他应付款等,视同自然融资来源;稳定性流动资产是通过分行业回归分析测算流动资产与营业收入之间的线性关系,再根据这种线性关系测算出每个企业维持业务的最低流动资产需要量。 $H$ 值越大,说明企业营运资金融资政策越稳健。

表1 变量定义表

变量代码	变量名称	变量计算方法
$H$	公司营运资金融资策略	长期债务、经营性流动负债与股东权益之和,除以长期资产与稳定性流动资产之和
$risk$	经营风险	各企业每年各季度营业收入增长比例的标准差
$m2$	货币政策	$m2$ 的环比年度增长比率
$size$	公司规模	总资产的自然对数
$roa$	盈利能力	总资产收益率
$growth$	公司成长性	营业收入增长率
$lever$	财务杠杆	资产负债率,即总负债/总资产
$tobinq$	托宾Q值	股权市价与净债务市值之和除以总资产
$state$	产权性质	控股股东产权性质,0为民营控股,1为国有控股
$top1$	第一大股东持股比例	第一大股东持股比例
$interest$	财务费用率	财务费用/营业收入
$tc$	商业信用	应付账款、应付票据与预收账款之和除以负债总额
$gdp$	年度全国GDP增速	年度全国GDP增速
$fdl$	金融发展水平	樊纲、王小鲁市场化指数系列报告
$dcl$	存款准备金率	年度央行公布的存款准备金率均值
$industry$	行业	行业控制变量,选取证监会2012年行业分类
$place$	地区	地区控制变量
$year$	年份	年份控制变量

### (2) 主要自变量

现有文献对经营风险的衡量一般采用营业收入的波动幅度进行计量,考虑到需要对每年企业营运资金融资策略进行分析,本文以各企业每年各季度营业收入增长比例的标准差 $risk$ 来衡量。

货币政策的衡量变量包括专家评分法、GDP- $m2$ 增差法(名义GDP增长率与 $m2$ 发行量增长率之差)、 $m2$ 差分法等。考虑到本文主要研究货币政策的宽松程度对企业融资的影响,因此我们选择 $m2$ 的环比年度增长比率作为货币政策计量指标<sup>②</sup>。

本文变量定义如表1所示。

## 四、实证研究结果与分析

### (一) 描述性统计

主要变量描述性统计见表2。从表2数据看, $H$ 的均值为0.977,说明总体上企业营运资金融资策略近于匹配水平。经营风险最小值为0.0218,而最大值为10.62,标准差高达1.138,说明我国企业的经营风险水平参差不齐。

为进一步了解2002—2016年主要变量的变动趋势,本文分年度计算 $H$ 、 $risk$ 和 $m2$ 的均值,结果

<sup>①</sup>前文理论研究中,我们对一些重要变量如产能、流动资产和收入关系做了相关设定,但在实证过程中,有关产能等数据因无法获取而没有列入模型,故无法观测这些变量对企业营运资金管理政策的影响。

<sup>②</sup>货币政策的宽松主要是与上一年相比货币政策的变动,因此选择环比增长率更合适描述这一政策变动特征。

见表3。

由表3可以看出,经营风险 *risk* 有增加趋势, *H* 也由 0.821 上升到 1.130, 初步支持了假设 1。 *m2* 在 2002—2010 年逐年递增, 2011—2016 年期间有下降趋势, 说明了我国近期“去杠杆”政策的效果初现。

为进一步了解我国企业对不同营运资金融资策略的采用情况, 我们对每年企业营运资金融资策略进行了分类统计, 统计分类标准为: *H* 小于 0.9 为激进型融资策略, 在 0.9 和 1.1 之间为匹配型融资策略, 大于 1.1 为保守型融资策略<sup>①</sup>。具体结果见表 4。

表 4 的统计结果显示我国上市公司营运资金融资比例具有两个特点: 一个特点是 2011 年以前激进型融资策略占大部分比例, 匹配和保守型融资策略相对比较少, 这可能与我国企业负债结构中流动负债较多、长期负债较少有较大关系<sup>②</sup>, 根据 *H* 值的计算公式, 当流动负债多, 长期负债少时, 计算 *H* 值的分子的值减少, 而分母的值不变, 导致分数值下降, 因而企业营运资金融资趋向激进。从具体原因看, 商业银行对企业贷款偏重于短期借款是其中的一个重要原因, 由于企业短期借款数量多于长期借款, 导致企业长期资本来源不足, 引发 *H* 值减少; 此外, 我国企业扩张速度过快, 自身积累不足也是导致激进性融资策略占主导地位的一个诱导因素, 扩张速度过快, 企业缺乏足够权益资本支持投资, 增加短期负债成为发展的主要资本来源, 导致长期资本来源的增长速度低于长期资产增长速度, 使营运资本融资趋于激进。另一个特点是随着时间的变迁, 激进型融资策略分布比例逐步下降, 保守型融资策略显著上升, 特别是 2015 年以后保守型融资策略比例超过激进型融资策略, 这可能与我国近年经济增速放缓, 市场不确定性因素增加有关; 当市场不确定因素增加时, 企业要增加长期资本来源, 以避免财务危机, 这客观上使企业营运资金的融资趋于稳健。

(二) 多元回归分析结果

本文对模型进行多元线性回归分析, 具体见表 5。

从表 5 看, 在所有层次回归分析中, *risk* 的系数显著为正, 说明经营风险越高, *H* 值越大, 企业营运资金融资策略越稳健, 支持了假设 1; *m2* 的回归系数显著为负, 说明货币政策越宽松, *H* 值越小, 企业营运资金融资策略越激进, 支持了假设 2; 从第(2)和第(3)列分析看, *risk*、*m2* 系数显著为负, 说明在货币政策宽松时, 经营风险越大的企业, 其营运资金融资策略变得越激进, 支持了假设 3。

从其他控制变量的回归结果看, *top1*、*tobinq*、*growth*、*lever* 的系数显著为负, 说明随着大股东持股比例提高、成长性增加、负债比例提高, 企业营运资金融资策略更激进, *interest*、*size*、*dkl* 的系数显著为正, 说明

表 2 主要变量描述性统计表

变量名	均值	标准差	最小值	最大值
<i>H</i>	0.977	0.335	0.500	1.999
<i>risk</i>	0.509	1.138	0.0218	10.62
<i>m2</i>	15.49	3.92	11.3	27.7
<i>top1</i>	37.35	15.62	9.090	76.68
<i>tobinq</i>	1.948	1.744	0.223	11.86
<i>growth</i>	0.216	0.665	-0.935	5.615
<i>roa</i>	0.0437	0.0559	-0.232	0.235
<i>interest</i>	0.0205	0.0405	-0.0627	0.340
<i>lever</i>	0.456	0.208	0.0479	1.274
<i>size</i>	21.95	1.120	19.12	25.62
<i>dkl</i> (%)	15.95	4.858	6	20.50
<i>gdp</i> (%)	8.968	1.988	6.700	14.20
<i>fdd</i>	7.830	1.981	2.850	11.11
<i>tc</i>	0.390	0.232	0.0153	0.931
<i>state</i>	0.457	0.498	0	1

表 3 主要变量年度均值统计表

年度	<i>H</i>	<i>risk</i>	<i>m2</i> (%)
2002	0.821	0.453	16.8
2003	0.853	0.575	19.6
2004	0.858	0.492	14.6
2005	0.853	0.480	17.6
2006	0.856	0.465	16.9
2007	0.890	0.555	16.7
2008	0.891	0.496	17.8
2009	0.945	0.558	27.7
2010	0.956	0.493	19.7
2011	0.954	0.471	13.6
2012	0.989	0.472	13.8
2013	1.015	0.505	13.6
2014	1.045	0.502	12.2
2015	1.087	0.558	13.3
2016	1.130	0.540	11.3

①严格根据财务管理理论, *H* 值为 1 时企业营运资金融资策略为匹配型, 但实务中极少有企业 *H* 值恰好是 1, 为了研究方便, 将接近于 1 的 *H* 值(0.9~1.1)确定为匹配型策略。

②这其中可能的原因是我国金融机构为控制金融风险而缩短信贷期限, 也有可能是我国企业信用状况较弱, 商业银行不愿意提供中长期贷款。

随着利率的上升、存款准备金率的提高,企业规模增加,企业营运资金融资策略更加保守,这些都更符合财务理论和我国经济制度特征。比较令人关注的是 *gdp*、*fdl* 系数显著负相关, *roa*、*place* 和 *state* 显著正相关,这可能因为宏观经济增速加快,区域金融发展水平提高,企业对未来更有信心,融资约束越小,投资越大,导致融资策略越激进;而经济效益好的企业,因内部盈余增加,负债融资较少,导致营运资金融资政策稳健;东部发达地区信用状况更好,企业长期借款偏多<sup>[9]</sup>,有利于降低短期负债融资;国有企业经营者为规避财务风险,更倾向于保守型融资策略,导致企业营运资金融资策略更稳健。

(三) 基于产权性质和产品市场竞争的进一步分析

1. 产权性质对经营风险-营运资金融资策略的关系影响

不同产权性质环境下,企业的融资约束和经营者行为存在比较大的差异。从产权性质与融资约束关系看,学者比较一致的观点是:与非国有企业相比,国有企业融资约束更小,获得商业银行信贷支持的可能性更大<sup>[10-11]</sup>。从经营者行为看,多数经理人具有风险厌恶特征,在融资选择中倾向于保守型融资策略<sup>[12-13]</sup>。结合上述观点,我们可以推理得出国有企业的营运资金融资策略更稳健这一命题,前文在表5的多元回归中发现 *state* 回归系数显著为正,初步说明这一命题的正确性。然而产权性质对经营风险-营运资金融资策略关系是否存在影响,还需要进一步研究。

根据假设1,经营风险的提高导致企业营运资金融资策略变得更保守。而在国有企业中,经理人本身会存在风险厌恶,当经营风险提高时,其营运资金策略势必更稳健。而在融资环境方面,与非国有企业相比,国有企业具有融资优势,可以利用其与商业银行良好的合作关系获得贷款,或从供应商那里获得更多的商业信用<sup>[14]</sup>,因此,它们可以获得金融机构更多的长期资本支持<sup>[9]</sup>。由此我们提出待验证命题:在国有产权性质下,经营风险对营运资金融资策略的稳健作用更显著。

2. 产品市场竞争对经营风险-营运资金融资策略的关系影响

产品市场竞争是企业资本结构决策的一个重要依据,产品市场竞争越强烈,企业资产负债率越提高<sup>[15]</sup>,产品市场竞争越激烈,资本结构调整速度越快<sup>[16]</sup>。此外,产品市场竞争程度提高还会显著降低企业自由现金流量<sup>[17]</sup>。市场竞争程度的提高,迫使市场主体扩大融资以应付竞争对手的竞争策略,这一方面导致资产负债率增加,另一方面使企业短期负债增加,客观上降低了企业营运资金融资策略的稳健性。由上可知产品市场竞争程度的提高客观上使企业营运资金融资策略变得更为激进。

我们还需要进一步研究产品市场竞争对经营风险-营运资金融资策略关系是否存在影响。市场中不确定性因素越多,企业的融资政策会越趋向保守<sup>[1]</sup>,此时如果产品竞争程度提高,势必降低企业融资决策的稳健程度,由此我们提出待验证命题:产

表4 2002—2016年不同营运资金融资策略分布表

年度	样本量			占年度总样本比例			
	激进型	匹配型	保守型	合计	激进型	匹配型	保守型
2002	488	120	90	698	69.91%	17.19%	12.89%
2003	488	134	123	745	65.50%	17.99%	16.51%
2004	531	151	136	818	64.91%	18.46%	16.63%
2005	547	147	135	829	65.98%	17.73%	16.28%
2006	563	171	140	874	64.42%	19.57%	16.02%
2007	565	179	190	934	60.49%	19.16%	20.34%
2008	604	201	220	1025	58.93%	19.61%	21.46%
2009	586	260	294	1140	51.40%	22.81%	25.79%
2010	742	299	407	1448	51.24%	20.65%	28.11%
2011	868	334	490	1692	51.30%	19.74%	28.96%
2012	892	378	602	1872	47.65%	20.19%	32.16%
2013	815	434	659	1908	42.71%	22.75%	34.54%
2014	747	439	744	1930	38.70%	22.75%	38.55%
2015	680	450	912	2042	33.30%	22.04%	44.66%
2016	637	425	1046	2108	30.22%	20.16%	49.62%

表5 多元回归分析统计表

因变量:H	(1)	(2)	(3)
<i>risk</i>	0.014** (2.18)	0.015** (2.28)	0.005** (2.37)
<i>m2</i>	-0.005*** (-8.88)	-0.011*** (-13.60)	-0.003*** (-3.24)
<i>risk_m2</i>		-0.003*** (-2.88)	-0.003*** (-3.63)
<i>top1</i>			-0.001*** (-8.89)
<i>tobinq</i>			-0.005*** (-3.25)
<i>growth</i>			-0.014** (-3.96)
<i>roa</i>			0.164*** (4.02)
<i>interest</i>			0.719*** (10.11)
<i>lever</i>			-0.316*** (-22.01)
<i>size</i>			0.206*** (70.32)
<i>dkl</i>			0.009*** (8.94)
<i>gdp</i>			-0.008*** (-5.11)
<i>fdl</i>			-0.003*** (-3.23)
<i>tc</i>			-0.013 (-1.28)
<i>place</i>			0.000** (2.28)
<i>state</i>			0.011*** (2.85)
<i>industry</i>	控制	控制	控制
<i>year</i>	控制	控制	控制
常数项	0.875*** (12.90)	1.140*** (84.49)	-2.821*** (-23.58)
N	20013	20006	20006
F值	42.02	133.98	280.49
R <sup>2</sup>	0.0041	0.0259	0.4029

品市场竞争减少了企业营运资金融资策略的稳健性,弱化了经营风险对营运资金融资策略的稳健作用。

为了检验上述命题的正确性,我们在研究模型中增加了产品市场竞争变量 *hhi*,并构建产品市场竞争、产权性质与经营风险的交互项,对模型进行回归分析。*hhi*是以营业收入的赫芬达尔指数来衡量产品市场竞争程度,其计量方式为企业年度营业收入占行业年度营业收入总和比例的平方和。*state\_risk*是 *state*和 *risk*的交乘项,*hhi\_risk*是 *hhi*和 *risk*的交乘项,回归分析结果见表6。

从表6数据看,*state\_risk*与因变量显著正相关,说明在国有产权条件下,经营风险对营运资金融资策略的稳健作用越强;*hhi*与 *H*正相关,说明市场竞争程度越低,企业营运资金融资策略越保守,竞争程度越高,营运资金融资策略越激进;*hhi\_risk*与因变量显著正相关,说明在市场竞争越弱的环境中,经营风险对营运资金融资策略的稳健作用越强。这些都支持了本文的推断。

#### (四) 稳健性检验

##### 1. 变换衡量企业营运资金融资策略的计量方式

我们参照王竹泉等的研究<sup>[2]</sup>,用营运资金净需求 *NCF*来衡量企业的营运资金融资策略,重新对模型进行回归分析,结果见表7第(1)列;变换 *risk*的计量方式,重新以企业的季度营业收入增长的标准离差率衡量企业的经营风险进行回归,研究结果未发生变化,结果见表7第(2)列;考虑到货币政策计量的多样性,参照陆正飞等的计量方法<sup>[18]</sup>,用 *mp*取代 *m2*,重新进行回归分析,结果如表7第(3)列所示。从表7数据看,各种稳健性检验都与本文假设基本相符。

表6 加入产权性质和产品竞争的多元回归分析结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>state</i>	0.009* (1.87)	-0.424*** (-4.14)		0.011*** (2.72)
<i>hhi</i>			0.354*** (9.39)	-0.205*** (-3.41)
<i>risk</i>	0.015** (2.34)	-0.000 (-0.00)	0.015** (2.29)	0.010*** (4.02)
<i>state_risk</i>		0.041*** (4.21)		
<i>hhi_risk</i>				0.007** (1.99)
其他变量	控制	控制	控制	控制
-cons	0.786*** (11.69)	-3.350 (-0.97)	0.763*** (11.28)	-2.842*** (-14.52)
N	20013	20063	20013	18483
F	2.66	330.11	46.7	242.74
R <sup>2</sup>	0.0002	0.4354	0.0045	0.3906

表7 变换因变量的稳健性检验回归分析表<sup>①</sup>

因变量	(1)变换因变量	(2)变换 <i>risk</i> 计量	(3)变换 <i>m2</i> 计量
<i>m2</i>	-0.003 (-1.11)	-0.003*** (-4.29)	0.018 (0.64)
<i>risk</i>	0.091*** (17.93)	0.075*** (4.09)	0.038*** (4.81)
<i>risk_m2</i>	-0.007** (-2.39)	-0.002** (-2.14)	-0.024** (-2.27)

## 五、结论性评述

本文通过理论分析,探讨了经营风险、货币政策对企业营运资金融资策略的影响,并通过实证研究进行检验。研究发现:(1)在2015年以前,我国上市公司营运资金管理以激进型策略为主,2015年以后保守型策略逐步占据主导地位;(2)经营风险的提升会促使企业营运资金融资更加保守;(3)货币政策的宽松有利于企业营运资金融资向激进方向转变;(4)货币政策宽松的情况下,经营风险对营运资金管理的稳健导向减弱。进一步的研究发现:在国有产权情况下,企业经营风险对营运资金管理的稳健作用增强;产品市场竞争程度提高有利于企业营运资金融资向激进方向转变,减少经营风险对营运资金管理的稳健作用。

目前经济新常态可能会在较长的时间持续下去,经营风险的提高会促使企业采用更加保守的营运资金融资策略,占用更多的资金,增加资金成本,因此中央政府实施适度宽松的货币政策就显得很有必要,它可以抵消因经营风险增加而带来的营运资金融资的稳健作用。而对于过剩产能企业一概实施“去杠杆”政策可能有所不妥,过剩产能企业所在行业竞争较为激烈,多数企业会采取比较激进的营运资金融资策略,如果此时强调“去杠杆”,容易使企业陷入财务困难。

本文的研究关注了经营风险、货币政策对营运资金融资策略的影响。从财务理论来说,营运资金融资策略既受环境因素影响,也受到经理人管理风格、融资约束等多方面因素影响。后续研究可以从行为

<sup>①</sup>其他变量回归的结果备索。



因素、融资影响等方面进行进一步研究。

#### 参考文献:

- [1] 王化成,刘欢,高升好. 经济政策不确定性、产权性质与商业信用[J]. 经济理论与经济管理,2016(5):34-45.
- [2] 王竹泉,王贞洁,李静. 经营风险与营运资金融资决策[J]. 会计研究,2017(5):60-67.
- [3] 祝继高,陆正飞. 货币政策、企业成长与现金持有水平变化[J]. 管理世界,2009(3):152-158.
- [4] 蔡卫星,曾诚,胡志颖. 企业集团、货币政策与现金持有[J]. 金融研究,2015(2):114-130.
- [5] 王明虎,魏肖. 货币政策、区域市场化和现金周期[J]. 会计之友,2016(10):11-15.
- [6] 赫丽君. 货币政策对企业营运资金持有水平的影响研究[D]. 成都:西南财经大学,2013.
- [7] 刘飞. 货币政策紧缩与公司债务融资变动[J]. 上海金融,2013(8):59-64.
- [8] 孙兰兰,王竹泉. 供应链关系、产权性质与营运资金融资结构动态调整——基于不同行业景气度的分析[J]. 当代财经,2017(5):115-125.
- [9] 孙铮,刘凤委,李增泉. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据[J]. 经济研究,2005(5):52-63.
- [9] 刘国亮,徐斌. 区域金融发展与我国上市公司债务期限结构[J]. 山东大学学报(哲学社会科学版),2009(3):1-9.
- [10] 罗党论,甄丽明. 民营控制、政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验证据[J]. 金融研究,2008(12):164-176.
- [11] 王明虎,王小韦. 企业规模、融资约束与资本结构波动[J]. 南京审计学院学报,2015(2):12-18.
- [12] Michael C J. Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers[J]. AEA Papers and Proceedings. 1986,76(2):323-329.
- [13] 杨兴全,孙杰. 企业现金持有量影响因素的实证研究——来自我国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论,2007(6):47-54.
- [14] 王明虎. 信贷政策、企业规模和商业信用传递[J]. 会计之友,2015(23):2-9.
- [15] 刘志彪,姜付秀,卢二坡. 资本结构与产品市场竞争强度[J]. 经济研究,2003(7):60-67.
- [16] 黄继承,姜付秀. 产品市场竞争与资本结构调整速度[J]. 世界经济,2015(7):99-119.
- [17] 胡建平,干胜道. 产品市场竞争、自由现金流量和代理成本[J]. 统计与决策,2008(7):184-185.
- [18] 陆正飞,杨德明. 商业信用:替代性融资,还是买方市场?[J]. 管理世界,2011(4):6-14.

[责任编辑:黄燕]

## Operating Risk, Monetary Policy and Working Capital Financing Strategy

WANG Minghu, ZHU Peipei

(School of Business, Anhui University of Technology, Ma'anshan 24300, China)

**Abstract:** Working capital financing strategy is an important part of enterprise financial decision-making, but until now little is discussed about the choice of working capital financing strategy in China in academic research. By means of mathematical analysis, this paper explores the relationship among operational risk, monetary policy and the financing strategy of enterprise working capital, and conducts an empirical test. The study finds that under the influence of our country's financing environment, Chinese enterprises mostly adopt radical financing strategy of working capital. The increase of operational risk makes the enterprise inclined to adopt the steady financing strategy of working capital, while loose monetary policy induces firms to adopt more aggressive financing strategies. Under the condition of loose monetary policies, the sound effect of operating risk on working capital financing strategy will be weakened.

**Key Words:** operating risk; monetary policy; working capital financing strategy; enterprise financing; financial decision-making