

# 实际货币供给、企业风险承担与营运资本目标结构的动态调整选择

袁奋强<sup>1</sup>, 惠志鹏<sup>2</sup>

(1. 江苏理工学院 商学院, 江苏 常州 213001; 2. 贵州财经大学 会计学院, 贵州 贵阳 550025)

**[摘要]**基于权衡理论,分析了风险承担水平对企业营运资本目标结构回调速度的影响,实证研究结果表明:风险承担水平提高会加快企业营运资本目标结构回调速度,实际货币供给水平的提高能够显著放缓企业营运资本目标结构回调速度;同时,实际货币供给水平的提高可以降低企业风险承担水平所带来的风险敞口,从而降低企业风险承担对营运资本目标结构回调速度的影响。进一步检验不同风险偏好倾向下,企业风险承担以及不同风险承担下实际货币供给对企业营运资本目标结构回调速度的影响,结果显示:具有风险偏好倾向的企业,风险承担水平与营运资本目标结构回调速度呈正相关关系;随着企业风险承担水平提高,具有风险规避倾向的企业,其营运资本目标结构的偏离度会进一步加大。另外,在风险偏好型企业中,实际货币供给水平的提高会放大营运资本目标结构偏离度,并且对低风险承担企业的影响更甚;在风险规避型企业中,企业营运资本目标结构回调速度并未对实际货币供给水平表现出显著的敏感性反应,并在高或低风险承担企业中表现出类似效应。

**[关键词]**实际货币供给;风险承担;营运资本目标结构;企业投融资行为;企业资本结构

**[中图分类号]**F820 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2021)02-0116-12

## 一、引言

当前,中国经济增长虽然保持了一定韧性,但外部不确定因素对经济发展带来的挑战明显增多,经济增速放缓所引起的一系列外溢效应对企业发展也产生了诸多影响。提升企业可持续发展能力是破解经济内生动力不足的重要抓手。风险承担在改善企业经营绩效、提升企业市场价值和可持续发展能力等方面扮演着极其重要的角色<sup>[1]</sup>。任何企业的生产经营活动既有赖于企业内部资源有效配置,也离不开外部经济环境影响。企业价值创造和可持续发展能力保持是内部资源与外部经济环境有效整合的结果<sup>[2]</sup>。内部资源配置效率和外部经济环境不确定性又是企业风险产生的直接诱因。从企业风险的具体微观定义出发可见,在进行项目投资决策时,企业所面临的项目收益和现金流不确定性越高,项目风险也就越大。风险承担反映了企业为取得类似高利润所愿承受的高风险代价倾向<sup>[3]</sup>。企业风险项目选择体现着企业自身风险承担能力,风险越大表明企业风险承担能力越强<sup>[2-6]</sup>。企业风险承担水平高低不仅取决于微观主体行为,还约束于宏观经济环境变化和宏观经济政策调整<sup>[2,7]</sup>。宽松或紧缩货币供给政策所带来的市场流动性变化,经由资本成本等约束条件调整来影响企业融资能力<sup>[8-12]</sup>,进而改变企业营运资本水平<sup>[13]</sup>。同时,较高的融资成本又会降低企业风险承担水平<sup>[7]</sup>。为了应对高收益所带来的高风险冲击,基于预防性动机需求,企业必然会调整营运资本持有水平。

基于上述认识,本文以2005—2017年中国A股上市公司为样本,分析了企业风险承担以及不同风险承担下实际货币供给对营运资本目标结构回调速度的影响。同时,文章进一步检验了不同风险偏好倾向下,企业营运资本目标结构回调速度的选择机制。研究结果发现:(1)企业风险承担水平提高会加快企业营运资本目标结构回调速度;对具有风险偏好倾向的企业而言,风险承担水平对营运资本目标结构回调加速的影响更为明显;但对具有风险规避偏好倾向的企业,随着风险承担水平提高,企业实际营运资本结构会进一步偏离目标结构。(2)基于预防性动机理念,实际货币供给水平的提高可以降低企业营运资本持有水平,放缓营运资本目标结构

**[收稿日期]**2020-08-28

**[基金项目]**江苏省社会科学基金规划项目(15EYB012);江苏高校哲学社会科学重点项目(2017ZDIXM049);江苏高校青蓝工程优秀教学团队“中小企业管理特色课程群教学创新团队”项目;国家社科基金规划项目(17BJY031)

**[作者简介]**袁奋强(1974—),男,甘肃通渭人,江苏理工学院商学院教授,博士,从事宏观经济政策与微观企业财务行为研究,E-mail:yfq321@163.com;惠志鹏(1988—),男,江苏连云港人,贵州财经大学会计学院硕士研究生,从事集团企业财务研究。

回调速度;对于风险偏好型企业,实际货币供给水平的提高放大了企业营运资本目标结构偏离度;风险规避型企业营运资本目标结构回调速度对实际货币供给水平则未表现出显著的敏感性反应。(3)随着实际货币供给水平的提高,企业风险承担可以显著降低营运资本目标结构的回调速度;在风险偏好型企业中,实际货币供给水平对低风险承担企业营运资本目标结构回调速度的影响更甚;在风险规避型企业中,实际货币供给水平对不同风险承担水平企业营运资本目标结构回调速度的影响并不显著。

本文可能的贡献主要在于:从风险承担视角拓展了宏观经济政策与微观主体行为的互动研究。为有效刻画企业营运资本动态调整选择,学者们通过在模型中嵌入时变宏观周期性指标解释了营运资本动态调整效应<sup>[17]</sup>。但是,在实际货币供给和企业营运资本目标结构回调速度选择中嵌入风险承担的研究成果则比较鲜见。本文创新性地企业风险承担纳入到实际货币供给水平和企业营运资本目标结构调整研究中,拓展了该领域的研究空间。另外,不同风险偏好倾向的企业具有不同营运资本目标结构调整选择。外部经济环境和企业内部运营水平差异均会基于不同风险偏好,影响企业营运资本目标结构的动态调整。目前,鲜有文献从企业风险偏好和风险规避倾向入手,研究企业风险承担以及不同风险承担下实际货币供给水平对企业营运资本目标结构动态调整的影响。本文将不同企业风险偏好倾向引入企业营运资本目标结构回调选择中,分别以具有不同风险偏好倾向为分组条件,考察了企业风险承担、实际货币供给与营运资本目标结构之间的关系,从而深化了企业营运资本目标结构动态调整理论研究。

## 二、文献回顾与述评

企业家的冒险和创新,其本质就是通过承担风险去追逐超额收益,利润追逐的外化表现就是企业风险承担水平的提高<sup>[14]</sup>。高风险高收益的风险投资选择<sup>[15]</sup>,在提升企业价值同时<sup>[1,3,5]</sup>,也为宏观经济提供长期增长动力<sup>[16]</sup>。由此可见,企业风险承担既取决于外部经济环境和公司治理水平,也受限于企业内部主体行为。同时,企业风险承担又会影响宏观经济政策的制定,改变企业内部主体行为方式。既有关于风险承担的研究主要集中在风险承担影响因素方面,内容涵盖了企业外部环境和微观主体内部特性两个层面。

1. 外部环境层面,包括宏观经济环境、宏观经济政策、外部治理环境三个方面。宏观经济环境变化透过企业外部融资成本变化来调整企业风险承担水平。经济衰退时,较高的外部融资成本使得投资者的投资行为趋于保守,从而形成更低风险承担意愿<sup>[2]</sup>。同样,宏观政策调整能够改变企业风险承担水平,经济政策不确定性作为机遇预期会显著提升企业风险承担水平<sup>[7]</sup>。产权制度、债权人法律和制度保护程度的强化会降低企业风险承担水平<sup>[4-5,16]</sup>。良好的市场环境可以降低管理层自利倾向所带来的投资损失,有助于企业风险承担水平提高<sup>[2]</sup>。分析师关注、机构投资者持股等外部治理水平提升则有助于降低企业风险承担水平<sup>[17]</sup>。同时,较高的企业担保网络和高管社会网络等外部关系网络的存在能够有效缓解企业风险水平,提升风险承担能力<sup>[1,18-19]</sup>。

2. 微观主体内部特性层面,主要基于代理理论分别从股权结构、产权性质、董事会结构、内部委托代理人以及管理层个人特征等方面研究了企业风险承担。(1)从股权结构分析来看:一些学者研究发现大股东分散度越高,企业风险承担水平也就越高<sup>[20]</sup>。同时,股权集中度可以显著削弱经济政策不确定对企业风险承担的正向影响<sup>[7]</sup>。股东个人财富多元化与否同样影响企业风险承担意愿,大股东投资如果过于集中于某一企业时,由于风险承担的代理问题,使得大股东具有更低风险承担意愿<sup>[20]</sup>。为了消除委托代理中的利益冲突,作为监督主体的董事会特征差异,同样会对企业风险承担形成不同影响<sup>[21]</sup>。譬如,在欧美国家,董事会规模较小的企业,风险承担意愿更高<sup>[22]</sup>,而对于日本企业则恰恰相反<sup>[23]</sup>。(2)不同产权性质产生不同风险承担意愿。有学者研究了企业实际控制人的产权性质对企业风险承担水平的影响<sup>[3-5,24-25]</sup>,结果发现:不同产权性质带来的风险承担差异不仅源自企业自身禀赋不同<sup>[6]</sup>,而且也受市场化进程差异<sup>[24]</sup>、经济政策不确定性<sup>[7]</sup>的影响。(3)由于人力资本专用性和职业前景约束<sup>[26]</sup>,企业管理者不仅具有可分散化程度较低的财富<sup>[27]</sup>,而且存在高额代理成本<sup>[28]</sup>,致使其风险承担意愿显著低于股东。特别是当管理者拥有企业决策权时,“风险承担代理问题”会使得企业风险承担意愿低于企业风险承担的最优水平<sup>[29]</sup>。为了缓解委托代理所带来的风险承担代理问题,提升企业股东与管理层利益目标一致性,薪酬激励、股权激励和晋升激励等成为解决问题的主要手段<sup>[29]</sup>。与此同时,管理层与企业股东目标利益背离也受管理者个人特征影响。管理者性别和年龄差异影响企业风险承担水平<sup>[30-31]</sup>。由于管理者个人经历会形成不同的风险决策偏好,因此会有不同的风险承担选择倾向。管理者个人人生经历越复杂,其

对企业风险承担的意愿就越强烈。譬如:具有从军经历<sup>[32]</sup>、海外经历<sup>[33]</sup>和已婚经历的高管<sup>[34]</sup>等均能提升企业风险承担水平。管理者个人职业经历越丰富,其企业风险承担水平同样越高<sup>[28]</sup>。但是,如果管理者有过经济危机的经历,其管理风格往往会趋于保守<sup>[35]</sup>。管理者的职业经历和个人特征等都会内化为管理者的心理认知倾向,进而外化为企业风险承担意愿。当管理者存在过度自信倾向时,企业的风险承担意愿就会被强化<sup>[4-5,36]</sup>。

综上所述,现有文献主要集中于从企业外部环境层面和企业主体行为两条主线研究企业风险承担问题,对企业风险承担的经济后果也仅仅关注了宏观经济增长和微观企业主体价值变化,鲜有将企业风险承担与外部环境结合来考察微观企业主体行为选择的研究。本文通过将实际货币供给与企业风险承担意愿结合,分析不同风险偏好倾向下企业营运资本目标结构动态调整选择,这既有助于分析经济政策调整的经济后果,助推经济政策效应提升,也可以明确企业风险承担下微观主体财务行为选择,为公司治理提供依据。

### 三、理论分析与假设提出

流动性管理在企业风险管理占据重要地位<sup>[37]</sup>,当企业流动性管理不善,流动性负债将会为企业带来较高的偿还压力和偿还成本<sup>[38]</sup>,易使企业陷入流动性困境。为了规避企业风险,具有较高经营风险的企业会偏向于以相对稳定的营运资本来替代短期金融性负债融资<sup>[39]</sup>。同时,出于交易性动机、预防性动机和投机性动机,企业有动力通过流动性资产持有水平调整来获取有价值的投资机会<sup>[40]</sup>。按照权衡理论,企业营运资本持有水平必然存在最优边际,过高的营运资本持有虽然可以更好的满足企业三大动机需要,增强企业财务灵活性,并能以较低成本获取融资结构调整能力<sup>[41]</sup>,降低企业陷入财务困境的相关成本<sup>[42]</sup>,但也增加了机会成本,减少了企业未来收益,同时还可能催生管理层的自利动机<sup>[43]</sup>。为了取得充分资本收益,提高企业价值创造力,理想化的目标营运资本结构成为企业财务管理追逐的目标。然而,由于流动性项目在很大程度上受企业控制,相较于长期财务决策而言,短期财务决策调整弹性更强<sup>[44]</sup>,调整成本更低<sup>[45]</sup>,调整也更为便利<sup>[46]</sup>。营运资本调整就成为企业应对随机或偶然事件冲击<sup>[47]</sup>以及商业信用坏账损失<sup>[48]</sup>等风险的重要手段。随着企业风险承担水平的提高,为了预防此类风险所引致的财务困境问题,企业必然会通过有效管理手段来加快企业营运资本动态调整中的目标回调速度<sup>[13,48]</sup>,从而降低营运资本实际与目标结构的偏离度。

由于流动性项目可以提升企业财务柔性水平,因此营运资本选择更能显现企业财务行为的保守和激进倾向<sup>[49]</sup>。不同风险偏好企业其风险承担意愿存在差异。风险偏好型企业为了取得超额收益,其风险容忍度相对较高。较高风险偏好倾向意味着企业较低的预防性营运资本持有水平,较高营运资本目标负向偏离度,即作为风险偏好型企业,其营运资本实际结构会远低于营运资本目标结构。然而,随着企业实际风险承担水平逐步提高,企业陷入风险困境的概率则会大增,为了消除风险积聚所带来风险危机,具有风险偏好倾向的企业有动力通过企业营运资本目标结构调整来化解潜在风险。风险规避型企业具有较高的风险厌恶程度,保守的风险倾向意味着企业需保持有较高企业营运资本水平和目标结构正向偏离度。随着企业所承担风险水平的提高,风险厌恶所带来的风险规避动机就会愈发强烈,导致企业进一步提高企业营运资本目标结构的正向偏离度。据此,本文提出假设1。

假设1:企业风险承担水平与企业营运资本目标结构回调速度呈显著正相关关系。

货币政策作为宏观经济政策,其主要通过信贷渠道等对经济系统产生影响<sup>[50]</sup>,改变企业融资成本和融资规模,影响企业投资选择<sup>[51]</sup>。当货币政策趋紧时,外部融资约束增强<sup>[40]</sup>,限制了企业高风险投资项目选择<sup>[7]</sup>。宽松的货币政策促进了企业扩张投资,改善了企业金融生态环境<sup>[52]</sup>,降低了企业投资内部现金流敏感性,缓解了企业融资约束<sup>[40]</sup>。所以,随着货币供给水平提高,资本市场流动性进一步释放,企业外部融资约束得以缓解,从而提升了企业风险承担水平。企业风险承担水平的提高意味着企业有更多机会选择高风险、高收益投资项目。此时,高资本支出、高创新投入项目就成为企业必要的投资选择<sup>[53]</sup>。为了支撑货币供给水平调整所带来的企业投资倾向变化,企业通常进行资本结构调整<sup>[54]</sup>。与此同时,企业营运资本也会发生相应的变化和调整<sup>[13]</sup>。从货币政策所带来的营运资本对象调整来看,包括企业商业信用政策<sup>[55]</sup>、现金持有水平<sup>[56]</sup>、企业债务结构<sup>[57-58]</sup>和企业存货水平<sup>[59]</sup>等。综合上述营运资本构成要素变化来看,货币供给水平提高时,降低了企业外部融资约束,提升了企业风险承担水平,减缓了企业营运资本目标结构偏离度的回调速度。然而,根据前文分析可知,企业风险承担与营运资本目标结构回调速度呈显著正相关关系。所以,随着货币供给水平的提高,低风险承担企业会更为显著地放缓企业营运资本目标结构回调速度。

企业风险态度决定了企业投资选择。由于政策不确定性会增加企业所面临的市场风险<sup>[60]</sup>, 为了规避政策不确定性所带来的风险, 谨慎性投资就成为风险规避型企业的重要选择<sup>[61]</sup>。然而, 货币供给水平提升可以降低企业面临的市场风险, 削弱企业对风险反应的灵敏度。虽然, 风险规避型企业投资倾向会随着个体特异风险的增加而减弱<sup>[62]</sup>。但伴随着货币供给水平提升, 风险规避型企业个体特异风险所带来的负向效应会有所降低, 为预防风险而存在的企业营运资本会随之降低, 营运资本目标结构的回调选择动机明显。特别是, 具有低风险承担的风险规避型企业, 营运资本目标结构的回调速度更高。对于风险偏好型企业而言, 货币供给水平的提高会强化企业风险承担, 放大营运资本目标结构的偏离度。相对于高风险水平承担企业, 低风险水平承担的营运资本目标结构企业对货币供给水平具有更高的调整弹性。据此, 本文提出假设 2。

假设 2: 随着货币供给水平提高, 相较于高风险承担企业, 低风险承担企业会更为显著地放缓营运资本目标结构的回调速度。

## 四、研究设计

### (一) 模型变量定义及数据来源

本文以 2005—2017 年中国 A 股上市非金融公司为研究样本, 同时为了保证数据有效性和准确性, 本文又按以下标准对初始数据进行筛选: ①剔除同时发行 B 股、H 股以及境外上市的公司; ②剔除 ST 和 \*ST 类的上市公司; ③剔除主要数据不全、存在缺失值或异常值的上市公司。本文数据全部来自于国泰安数据库。同时, 为了有效消除异常值对研究结论的影响, 本文对主要研究数据做了 1% 和 99% 的 Winsorize 缩尾处理。

### (二) 营运资本目标结构估计及回调速度模型设定

对于企业营运资本目标结构模型的设定, 本文借鉴一些学者估算目标资本结构<sup>[63]</sup>, 以及估算目标营运资本<sup>[13, 64]</sup>需求时所使用的模型, 构建了营运资本目标结构测度模型。具体模型设定如下:

$$LIQ_{i,t}^* = \beta_0 + \beta X_{i,t} + \eta_{i,t} \quad (1)$$

其中,  $\beta$  是多元回归系数向量,  $X_{i,t}$  是一组列向量, 涉及与企业营运资本目标结构相关的公司特征变量。根据上述学者在目标资本结构测度中使用的特征变量以及考虑影响企业营运资本目标结构选择的变量指标, 本文选定了如下指标作为估算变量: 企业成长性指标 ( $MB$ )、经营性现金流入 ( $PN$ )、投资性现金流入 ( $VN$ )、筹资性现金流入 ( $CN$ )、行业营运资本实际结构平均水平 ( $\overline{LIQ}$ )、企业规模 ( $SIZE$ )、企业盈利能力 ( $EBITA$ )、企业抵押能力 ( $MT$ )、资产负债率 ( $LEV$ )。具体变量定义见表 1。

表 1 变量的具体定义和计算

变量	定义和计算说明
$LIQ_{i,t}$	表示 $i$ 公司在 $t$ 年末的营运资本实际结构, 具体计算公式见模型 (2)
$LIQ_{i,t-1}$	表示 $i$ 公司在 $t-1$ 年末的营运资本实际结构, 具体计算公式见模型 (2)
$LIQ_{i,t}^*$	表示 $i$ 公司在 $t$ 年末的营运资本目标结构, 具体计算公式见模型 (1)
$\Delta LIQ_{i,t}$	表示企业营运资本目标结构偏离度, 具体计算公式为: $(LIQ_{i,t} - LIQ_{i,t}^*)$ 的绝对值
$MM_t$	表示第 $t$ 年经标准化处理的实际货币供给水平
$Risk_{i,t}$	表示 $i$ 企业在第 $t$ 年的企业风险承担, 具体计算见下文“企业风险承担水平的测度”
$RR_{i,t}$	高风险承担水平企业的 $RR_{i,t}$ 取 1, 低风险承担水平企业的 $RR_{i,t}$ 取 0, 具体计算见下文
$MB_{i,t}$	企业成长性指标, 等于 $i$ 公司在 $t$ 年末股票市场价值与负债账面价值之和除以当年末的资产总额
$PN_{i,t}$	经营性现金流入, 等于 $i$ 公司在 $t$ 年末的经营性现金流净额除以当年末的资产总额
$VN_{i,t}$	投资性现金流入, 等于 $i$ 公司在 $t$ 年末的投资性现金流净额除以当年末的资产总额
$CN_{i,t}$	筹资性现金流入, 等于 $i$ 公司在 $t$ 年末的筹资性现金流净额除以当年末的资产总额
$\overline{LIQ}_{i,t}$	行业营运资本实际结构平均水平是以年和行业为分组标准进行的计算, 同时为了避免内生性问题, 在计算 $i$ 企业所面临的行业营运资本实际结构平均值时, 剔除了企业自身数据
$SIZE_{i,t}$	企业规模, 等于 $i$ 公司在 $t$ 年末资产总额的自然对数
$EBITA_{i,t}$	企业盈利能力, 等于 $i$ 公司在 $t$ 年末的息税前利润除以当年末资产总额
$MT_{i,t}$	企业抵押能力, $i$ 公司在 $t$ 年末的固定资产净额和存货净额之和除以当年末资产总额
$LEV_{i,t}$	资产负债率, $i$ 公司在 $t$ 年末的总负债与总资产之比
$A_{i,t}$	表示 $i$ 公司在 $t$ 年末的资产总额
$DIV_{i,t}$	表示 $i$ 公司在 $t$ 年末的两权分离率, 实际控制人的控制权与所有权之差
$Growth_{i,t}$	表示 $i$ 公司在 $t$ 年末的营业收入增长率, 计算公式为: $(\text{营业利润本年本期金额} - \text{营业利润上期金额}) / (\text{营业利润本期金额})$
$Year$	年度虚拟变量
$IND$	行业虚拟变量

现有文献对营运资本调整速度的测度主要采用标准局部调整模型。本文同样参照上述学者所使用的测度模型<sup>[13,63-64]</sup>,构建了企业营运资本目标结构调整速度实证模型。具体模型设定如下:

$$LIQ_{i,t} - LIQ_{i,t-1} = \frac{WC_{i,t}}{A_{i,t}} - \frac{WC_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} = \lambda_0 + \lambda_1(LIQ_{i,t}^* - LIQ_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中:  $WC$  为企业营运资本,等于流动资产减去流动负债;  $A$  为企业年末总资产;  $LIQ$  为年末营运资本实际结构;  $LIQ^*$  表示营运资本目标结构。回归系数  $\lambda$  则为企业营运资本目标结构偏离的回调速度。  $i$  和  $t$  分别表示  $i$  公司和  $t$  年。

营运资本目标结构估计模型设定假设基础是:企业营运资本实际结构总是等于目标。实际来讲,自我调节和自我修复是企业生产经营决策中的常态表现,企业资本结构的动态调整更符合企业实践<sup>[63]</sup>。所以,借鉴上述学者的相关研究经验,本文在估算营运资本目标结构的同时,测度了企业营运资本目标结构的回调速度。具体方法为,将模型(1)代入模型(2),可得如下模型:

$$LIQ_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 \beta X_{i,t} + (1 - \lambda_1) LIQ_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

利用模型(3)估计所得的系数向量  $\beta$  值,回代至模型(1),就可以计算得到营运资本的目标结构。对于模型(3)的估计,本文借鉴众多学者做法,采用修正最小二乘虚拟变量法(LSDVC)<sup>[64-65]</sup>。测度企业营运资本目标结构调整速度。同时,为了保证企业营运资本目标结构估计的有效性,在稳健性检验中采用了固定效应模型进行了重新测度,具体结果在稳健性检验中予以列示。

### (三) 企业风险承担水平的测度

较高风险承担意味着较高企业未来收益不确定性。为了测度不确定性条件下企业风险承担水平,众多学者都采用企业盈利波动性(即标准差)进行衡量<sup>[2,7,20,24,66]</sup>①。因此,本文也采用每一时段内资产报酬率( $ROA$ )的波动性来衡量企业风险承担水平。 $ROA_{i,t}$  等于  $i$  企业第  $t$  年息税前利润( $EBIT$ )与当年末资产总额比率。为了剔除行业异质性带来的计量噪声,本文首先计算出包括本企业  $ROA$  的行业平均值,然后以企业每一年的  $ROA$  值减去行业平均值作为调整后的企业  $ROA$ ,最后计算过去五年企业  $ROA$  调整值的标准差。具体公式为:  $adj\_ROA_{i,t} = ROA_{i,t} -$

$$\frac{1}{n-1} \sum_{j=1}^{n-1} ROA_j$$

其中:  $i$  和  $j$  都是企业,且  $i \neq j$ 。  $Risk_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{5} \sum_{i=1}^5 (adj\_ROA_{i,t} - \frac{1}{5} \sum_{i=1}^5 adj\_ROA_{i,t})^2}$ 。其中:  $Risk_{i,t}$  为

第  $i$  企业第  $t$  年的风险承担水平。在企业风险承担水平计算基础上,本文将其划分为高风险承担和低风险承担( $RR_{i,t}$ )两类。具体计算方式如下:首先,按年度和行业计算企业风险承担水平总额;其次,按行业 and 年度计算企业样本数;再次,计算本企业风险承担的行业年度平均值;最后,当企业风险承担水平大于行业年度平均值时,定义为高风险承担企业,  $RR_{i,t}$  取 1,否则为低风险承担企业,  $RR_{i,t}$  取 0。

### (三) 回归模型设定

#### 1. 企业风险承担与营运资本目标结构动态调整的模型设定

由于本文风险承担水平测度采用了趋势外推法,而依据此方法所计算的企业风险承担水平不仅受企业营运资本目标结构调整的反向影响,营运资本目标结构调整还受企业风险承担水平影响,为了缓解内生性问题所带来的模型偏误,因此本文通过构建 2SLS 模型来检验企业风险承担对营运资本目标结构动态调整的影响效应,具体见模型(4)和模型(5),即假设 1 的检验。

$$\Delta LIQ_{i,t} = a_0 + a_1 Risk_{i,t} + a_2 PN_{i,t} + a_3 VN_{i,t} + a_4 CN_{i,t} + a_5 LEV_{i,t} + a_6 Size_{i,t} + a_7 year + a_8 IND + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$\Delta Risk_{i,t} = a_0 + a_1 \Delta RLIQ_{i,t} + a_2 PN_{i,t} + a_3 VN_{i,t} + a_4 CN_{i,t} + a_5 LEV_{i,t} + a_6 Size_{i,t} + a_7 DIV_{i,t} + a_8 Growth_{i,t} + a_9 year + a_{10} IND + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

#### 2. 实际货币供给水平与企业营运资本目标结构动态调整的模型设定

由于实际货币供给能够有效度量货币实际购买力,因此本文采用实际货币供给来描述货币供给量。经济学中将实际货币供给定义为名义货币供给( $MS$ )与一般物价指数( $P$ )的平减值。其中,以广义货币供应量( $M2$ )作

①对于风险承担水平的测度,学者们采用未来资产报酬率的调整标准差,鉴于本文考察企业风险承担水平对企业营运资本目标结构调整的检验,同时,企业未来收益受众多不可控因素的影响,使得预期收益和实际收益之间存在较大差异,而历史收益波动的趋势外推具有相对稳定性,为了避免不可控因素所造成预期和实际收益之间较大差异,本文采用了历史收益波动趋势外推结果来衡量企业风险承担水平。

为名义货币供给 ( $MS$ ) 的衡量指标, 以商品零售价格指数作为一般物价指数 ( $P$ ) 替代值。然后, 对实际货币供给进行标准化处理, 得到实际货币供给水平指标 ( $MM$ ), 具体见公式 (6)。

$$\text{实际货币供给水平}(MM) = [t \text{ 期实际货币供给} - (t-1) \text{ 期实际货币供给}] / (t-1) \text{ 期实际货币供给} \quad (6)$$

本文构建实际货币供给水平与企业营运资本目标结构调整关系模型 (7), 并以风险承担水平高低为分组条件, 检验不同风险承担下实际货币供给水平对企业营运资本目标结构动态调整的影响效应。

$$\Delta LIQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MM_{i,t} + \beta_2 PN_{i,t} + \beta_3 VN_{i,t} + \beta_4 CN_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 year + \beta_8 IND + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

## 五、实证检验与结果分析

### (一) 营运资本目标结构估计结果

文章采用修正最小二乘虚拟变量法 ( $LSDV$ ) 估计企业营运资本目标结构, 具体回归结果详见表 2。

表 2 营运资本目标结构的估计结果

LIQ	MB	PN	VN	CN	EBIT	MT	LEV	SIZE	LIQt-1	year
0.0639***	0.00130***	0.185***	0.501***	0.372***	0.00314***	0.00504***	-0.482***	0.0192***	0.577***	
4.05	11.55	15.55	1448.04	27.99	3.48	6.76	-75.95	9.39	182.07	控制

注: (1) \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ ; (2) 第二行为回归系数, 第三行为  $t$  值。

### (二) 描述性统计和相关性分析

#### 1. 主要变量的描述性统计

从表 3 的主要变量描述统计结果来看, 虽然企业营运资本目标结构偏离度 ( $\Delta LIQ$ ) 和企业风险承担 ( $Risk$ ) 的最大值和最小值差距较大, 但整体分布离散程度不高。另外, 实际货币供给水平的最大值和最小值之间差额较大, 但波动程度并不是特别显著, 说明实际货币供给水平具有相对稳定性。两权分离度 ( $DIV$ ) 和企业营业收入增长率 ( $Growth$ ) 的最大值与最小值之间均存在较

大差异, 其中两权分离度 ( $DIV$ ) 值域的离散程度较小, 而企业营业收入增长率 ( $Growth$ ) 的标准差较大, 说明其值域离散度较大。其他主要变量, 除了企业规模 ( $SIZE$ ) 具有较大标准差以外, 并不存在较大差异。

#### 2. 相关性分析

本文分别运用 Pearson 和 Spearman 相关性分析法, 对本文相关模型中主要变量的相关系数进行了分析。鉴于篇幅原因, 相关系数表未列示, 从分析结果来看, 所有变量两两之间的相关系数均不超过 0.5。同时, 除了两权分离度 ( $DIV$ ) 和企业营业收入增长率 ( $Growth$ ) 与部分变量之间不存在显著的两两相关关系外, 其他变量两两之间的相关系数均表现出较高的显著性, 因此文章以上述变量为基础构建的模型基本满足非多重共线性要求。为了进一步判断多重共线性问题, 本文又采用膨胀系数 ( $VIF$ ) 对各模型进行了检验。从结果来看, 不管是变量的  $VIF$  值, 还是总体平均  $VIF$  值, 其结果均小于 2。由此可以推断, 各变量之间不存在较为严重的多重共线性问题。

#### 3. 企业营运资本目标结构偏离度及实际结构差异检验

表 4 以高低风险承担为分组条件, 描述了企业营运资本目标结构偏离度以及实际结构均值和中位数差异, 并就各自分组条件下的均值和中位数差异显著性分别进行检验。结果表明: (1) 高风险承担企业营运资本目标结构偏离度的均值和中位数均显著高于低风险承担

表 3 主要变量的描述性统计

stats	样本量	平均值	上四分位数	中位数	下四分位数	最小值	最大值	标准差
$\Delta LIQ$	20679	0.328	0.197	0.320	0.446	0.0104	0.769	0.174
$Risk$	20679	0.0288	0.0110	0.0191	0.0336	2.85e-06	5.869	0.0718
$RR$	20679	0.342	0	0	1	0	1	0.474
$MM$	20679	0.182	0.136	0.203	0.212	0.0484	1.450	0.0984
$PN$	20679	0.0454	0.00502	0.0444	0.0882	-0.180	0.250	0.0737
$VN$	20679	-0.0593	-0.0962	-0.0459	-0.0117	-0.321	0.150	0.0784
$CN$	20679	0.0211	-0.0347	0.000671	0.0636	-0.199	0.361	0.0968
$EBIT$	20679	0.0667	0.0181	0.0407	0.0784	-0.153	0.728	0.112
$LEV$	20679	0.464	0.310	0.470	0.620	0.0597	0.895	0.202
$SIZE$	20679	22.07	21.18	21.90	22.77	19.72	25.78	1.236
$DIV$	20679	0.0526	0	0	0.0980	0	0.293	0.0790
$Growth$	20679	0.451	-0.0401	0.131	0.423	-0.757	10.21	1.368

表 4 企业营运资本目标结构偏离度和实际结构差异检验

	$\Delta LIQ$		$LIQ$	
	$RR=0$	$RR=1$	$RR=0$	$RR=1$
平均值	0.321	0.341	0.176	0.158
均值差异	-0.020***		0.018***	
$T$ 检验	-8.2124		5.1786	
中位数	0.313	0.336	0.171	0.154
中位数差异	-0.023***		0.017***	
wilcoxon 秩和检验	-8.059		4.688	

注: (1) \*、\*\* 和 \*\*\* 分别表示均值和中位数在 10%、5% 和 1% 的水平下显著; (2) 均值差异显著性使用  $T$  检验方法, 中位数差异的显著采用非配对数据 wilcoxon 秩和检验。下同。

企业。上述结果说明,企业普遍具有较高的营运资本目标结构偏离度;同时,高风险承担企业具有更高的营运资本目标结构偏离度。(2)低风险承担企业营运资本实际结构的均值和中位数均显著高于高风险承担企业。该结果说明,低风险承担企业的营运资本实际结构普遍高于高风险承担企业。

表5以风险偏好型和风险规避型为基础分组条件,以高低风险承担为进一步分组条件,描述了企业营运资本目标结构偏离度以及企业营运资本实际结构均值和中位数差异,并就各自分组条件下的均值和中位数差异显著性做了检验。结果显示:(1)从风险偏好型企业的结果来看,高风险承担企业营运资本目标结构偏离度的均值和中位数均显著高于低风险承担水平企业;低风险承担与高风险承担企业营运资本实际结构的均值和中位数并未表现出显著性差异。(2)从风险规避型企业的结果来看,高风险承担企业营运资本目标结构偏离度的均值和中位数均显著高于低风险承担水平企业。结果说明,对于风险规避型企业而言,不同风险承担水平会对企业营运资本目标结构偏离度产生较大影响;低风险承担企业营运资本实际结构的均值和中位数均显著高于高风险承担企业。结果说明,对于风险规避型企业而言,不同风险承担会影响企业营运资本实际结构。

(三)多元回归结果

正如前文所述,虽然较高营运资本持有能使企业以较低成本实现融资结构的快速调整,降低陷入财务困境的几率,但是也会带来较高的投资机会成本损失。所以基于权衡理论,营运资本实际结构必然会根据企业风险承担水平实施目标化调整。从表6两阶段回归的第一列来看,随着风险承担提高,企业营运资本目标结构的偏离度会降低,即企业显著加快了营运资本目标结构的回调速度。

通过释放市场流动性,实际货币供给水平提高可以降低企业融资约束,降低企业预防性动机需求下的营运资本持有水平,放缓营运资本目标结构回调速度。从表4的描述统计结果来看,高风险承担企业本身具有更低的营运资本实际结构,同时也具有更高的营运资本目标结构偏离度。正是由于高风险承担企业更低的营运资本实际结构和更高的营运资本目标结构偏离度,因此随着实际货币供给水平的提高,高风险承担企业虽然也会放缓营运资本目标结构调整速度,但是相较于低风险承担企业而言,高风险承担企业会选择更低的回调速度。从表7的回归结果来看,在第一列不考虑风险承担时,随着实际货币供给水平提高,企业营运资本目标结构偏离度放大了。第二列和第三列分别描述了实际货币供给对不同风险承担企业营运资本目标结构回调速度的影响。结果显示:相较于高风险承担企业,低风险承担企业的营运资本目标结构回调速度对货币供给水平变化的反应更为敏感,并且反应系数存在显著差异。假设2得以检验。

表5 不同风险偏好倾向下企业营运资本目标结构偏离度及实际结构差异检验

	风险偏好型				风险规避型			
	$\Delta LIQ$		LIQ		$\Delta LIQ$		LIQ	
	RR=0	RR=1	RR=0	RR=1	RR=0	RR=1	RR=0	RR=1
平均值	0.102	0.121	0.423	0.410	0.333	0.354	0.162	0.143
均值差异	-0.019***		0.013		-0.021***		0.019***	
T检验	-3.018		1.1481		-8.427		5.343	
中位数	0.077	0.089	0.418	0.411	0.324	0.348	0.157	0.141
中位数差异	-0.012*		0.007		-0.024***		0.016***	
秩和检验	-1.908		0.410		-8.307		4.725	

表6 企业风险承担与营运资本目标结构调整

$\Delta LIQ$	总样本	风险规避型企业	风险偏好型企业
Risk	-2.584*** (-5.42)	0.286* (1.76)	-11.222** (-2.11)
Control	控制	控制	控制
CON	0.092 (1.33)	0.517*** (6.57)	1.098* (1.72)
Year/IND	控制	控制	控制
Risk			
$\Delta LIQ$	-0.141*** (-8.93)	-0.085 (-0.24)	-0.133*** (-12.40)
Growth	0.002*** (4.05)	0.007*** (2.73)	-0.000 (-1.14)
CON	0.086*** (9.77)	-0.034 (-0.34)	0.088*** (14.56)
Year/IND	控制	控制	控制
N	20679	1091	19588
F	56.81	3.67	9.06
Risk 组间系数差	10.936***		

注:(1)t statistics in parentheses;(2)基于似无相关模型SUR检验组间系数差差异。下同。

表7 实际货币供给对不同风险承担企业营运资本目标结构调整的影响

$\Delta LIQ$	总样本	RR=1	RR=0
MM	0.154*** (6.22)	0.078** (2.46)	0.215*** (5.24)
control	控制	控制	控制
cons	-0.260*** (-11.19)	-0.138*** (-3.45)	-0.381*** (-13.09)
Year/IND	控制	控制	控制
N	20679	7078	13601
R <sup>2</sup>	0.32	0.31	0.33
F	152.12	50.95	109.12
MM 组间系数差	-0.157***		

注:组间系数差异的显著性,通过自体抽样(Bootstrap)300次得到。下同。

## 六、稳健性检验

为了解决数据选取和模型设定偏误所导致的伪回归问题,提高回归检验结果稳健性,本文还执行了如下测试方式。

### (一)企业风险承担水平测度方法调整

前文采用历史收益波动趋势外推法对企业风险承担水平进行了测度。为了减少企业风险承担水平测度偏误对回归结果的影响,本文以刘志远和王存峰等企业风险承担水平稳健性检验所采用的方法为参照(年度行业均值调整的 ROA 未来五期滚动极差)<sup>[7]</sup>。具体计算方式与前文类似。表 8 与表 9 分别列示了企业风险承担与营运资本目标结构调整、实际货币供给对不同风险承担企业营运资本目标结构调整的多元回归稳健性检验。结论与前文完全一致,表明文章假设的回归检验结果是稳健的。

### (二)控制宏观经济环境后的回归分析

作为逆周期经济调控政策,货币政策会根据外部经济环境变化而不断修正。同时,由于外部经济环境变化的非预期性,货币政策调整具有适时性,货币政策效应显现具有滞后性,因此当外部经济环境发生巨变和经济政策随之较大幅度调整时,企业决策行为就会偏离常规表现。本文研究所取样本区间是 2005—2017 年,在此期间发生了由美国次贷危机所引发的全球经济危机,各国都采取了应对措施,但其会通过市场流动性变化传导至微观企业,从而改变企业营运资本目标结构调整选择。同时,2008 年经济危机发生后,各国宏观经济政策调整幅度较大,直到 2010 年,宏观经济政策调控才趋于相对稳定。表 10 分别列示了企业营运资本实际结构及实际货币供给水平区间差异的统计检验结果。从实际货币供给水平区间变化来看,2008 年到 2009 年的平均值和中位数均显著高于 2010 年到 2017 年的统计结果。同时,实际货币供给水平较高的年度,企业营运资本实际结构越低。该结论在一定程度上,也验证了实际货币供给对营运资本目标结构回调速度的影响。

基于上述认知,本文剔除了 2010 年之前数据,并以 2010—2017 年数据作为分析企业营运资本目标结构回调速度的稳健性检验样本。表 8 第二列列示了 2010 年后企业风险承担与营运资本目标结构调整的多元回归结果。表 11 则列示了实际货币供给水平对不同风险承担企业营运资本目标结构调整的影响。最终的结果与前文一致,表明文章假设的回归检验结果具有稳健性。

表 8 企业风险承担与营运资本目标结构调整

$\Delta LIQ$	滚动极差	$year > = 2010$	营运资本目标结构重估
<i>Risk</i>	-1.841 *** (-4.92)	-2.314 *** (-4.91)	-2.335 *** (-5.40)
<i>Control</i>	控制	控制	控制
<i>cons</i>	0.002 (0.03)	0.117 (1.46)	0.172 *** (2.75)
<i>Year/IND</i>	控制	控制	控制
$\Delta LIQ$	-0.155 *** (-7.17)	-0.138 *** (-7.91)	-0.357 *** (-7.70)
<i>Control</i>	控制	控制	控制
<i>Growth</i>	0.003 *** (4.32)	0.002 *** (4.26)	0.000 (0.79)
<i>cons</i>	0.097 *** (8.27)	0.112 *** (11.99)	0.081 *** (8.36)
<i>Year/IND</i>	控制	控制	控制
N	22702	15271	20679
F	56.40	59.36	44.69

表 9 实际货币供给对不同风险承担企业营运资本目标结构调整的影响

$\Delta LIQ$	总样本	$RR = 1$	$RR = 0$
<i>MM</i>	0.130 *** (6.82)	0.073 ** (2.22)	0.149 *** (6.55)
<i>Year/IND</i>	控制	控制	控制
<i>cons</i>	-0.380 *** (-9.74)	-0.202 *** (-3.39)	-0.563 *** (-7.77)
N	22702	8276	14426
R <sup>2</sup>	0.32	0.31	0.34
F	166.30	58.05	119.99
<i>MM</i> 组间系数差	-0.076 *		

表 10 营运资本实际结构及实际货币供给区间差异检验

	<i>LIQ</i>		<i>MM</i>	
	2008—2009	2010—2017	2008—2009	2010—2017
平均值	0.109	0.198	0.202	0.116
均值差异	-0.089 ***		0.086 **	
T 检验	-16.7547		2.6347	
中位数	0.096	0.197	0.202	0.119
中位数差异	-0.101 ***		0.083 **	
<i>wilconxon</i> 检验	-16.945		2.089	

表 11 实际货币供给对不同风险承担企业营运资本目标结构调整的影响

$\Delta LIQ$	总样本	$RR = 1$	$RR = 0$
<i>MM</i>	0.205 *** (7.08)	0.104 *** (2.75)	0.287 *** (6.17)
<i>cons</i>	-0.277 *** (-10.26)	-0.148 *** (-3.18)	-0.403 *** (-12.02)
<i>Year/IND</i>	控制	控制	控制
N	15271	5205	10066
R <sup>2</sup>	0.33	0.31	0.35
F	128.10	41.35	95.42
<i>MM</i> 组间系数差	-0.183 ***		



(三)企业营运资本目标结构重新估计

前文采用修正最小二乘虚拟变量法对企业营运资本目标结构进行了估计,为了保证估计结果的有效性,本文首先在稳健性检验中采用固定效应模型对企业营运资本目标结构进行重新估算,具体结果见表12;然后,按照固定效应模型所估算的企业营运资本目标结构对主假设进行稳健性检验,具体结果见表8和表13。回归结果显示,采用固定效应模型进行回归所得出的结论与前文基本一致。表明文章结论是稳健的。

表12 企业营运资本目标结构的估计结果

	常数项	LIQ	MB	PN	VN	CN	EBIT	MT	LEV	SIZE	LIQ <sub>t-1</sub>	年度	F值
LIQ <sub>i,t</sub> *	0.037	0.074***	0.003***	0.125***	0.438***	0.344***	0.008	-0.025*	-0.296***	0.015***	0.426***	控制	577.52
	0.47	3.56	2.81	8.51	28.58	28.02	1.03	-1.70	-43.38	4.20	43.76		

注:第三列为t检验值。

七、进一步研究

风险规避型企业较高的风险厌恶倾向,通常会以较高企业营运资本持有来应对。随着企业风险承担水平的提高,风险厌恶给企业所带来的风险规避动机就会越发强烈,从而会促使企业进一步放大营运资本目标结构的正向偏离度。虽然,风险规避型企业所保持的营运资本在很大程度上已缓解了预防性动机下的财务风险,但是具有风险厌恶倾向的企业仍然会有动机提升企业营运资本目标结构的正向偏离度。对于风险偏好型企业而言,虽然企业会通过降低营运资本持有水平来保持较高投资,但是随着企业风险承担意愿的提高,陷入风险困境的概率就会

大幅增加,消除风险积聚效应所带来风险危机和未来投资约束以及提高营运资本持有水平成为企业的必然选择。因此,随着风险承担水平的提高,风险偏好型企业也会主动通过提高实际营运资本持有水平,加快营运资本目标结构回调选择来化解潜在风险。

上文表6第二列和第三列分别列示了风险规避型和风险偏好型企业营运资本目标结构调整对企业风险承担水平的反应机制。从第二列的回归结果来看,面对风险承担水平的提升,风险规避型企业有动机通过提高营运资本持有,使得营运资本目标结构的正向偏离度持续加大。从第三列的回归结果来看,面对风险承担水平的提升,风险偏好型企业会积极提高营运资本持有,并根据风险承担水平的提高不断趋近于目标结构,使得企业营运资本目标结构的偏离度得以显著降低。从最后一行Risk的组间系数显著性差异检验来看,具有不同风险偏好倾向的企业,营运资本目标结构调整对风险承担的反应存在显著差异。

实际货币供给水平提高,经由市场流动性释放缓解企业融资约束,降低企业陷入财务困境的概率,进而能够显著放缓企业营运资本目标结构的回调速度。但是,对于具有不同风险偏好倾向的企业而言,实际货币供给水平所带来的调节效应则不尽相同。随着实际货币供给水平的提高,由营运资本短缺所引起的企业风险得以缓解,提高了风险偏好型企业营运资本目标结构偏离度空间。对于风险规避型企业而言,虽然实际货币供给提高可以缓解风险问题,但是基于保守理念,其会适度降低营运资本持有水平,但并不会大幅度降低企业营运资本目标结构偏离度。从表14第一列回归结果来看,实际货币供给水平提高显著降低了风险偏好型企业营运资本目标结构的回调速度。从表14第二列的回归结果来看,随着实际货币供给水平的提高,降低了风险规避型企业营运资本目标结构的偏离

表13 实际货币供给对不同风险承担企业营运资本目标结构调整的影响

	ΔLIQ	总样本	RR=1	RR=0
MM		0.149*** (6.56)	0.082*** (2.80)	0.204*** (5.41)
cons		-0.148*** (-6.92)	-0.047 (-1.27)	-0.262*** (-9.76)
Year/IND		控制	控制	控制
N		20679	7078	13601
R <sup>2</sup>		0.26	0.26	0.28
F		116.10	39.79	83.66
MM组间系数差		-0.122**		

表14 不同风险偏好下实际货币供给水平对企业营运资本目标结构调整的影响

ΔLIQ	风险偏好型	风险规避型	风险偏好型		风险规避型	
			RR=1	RR=0	RR=1	RR=0
MM	0.176*** (6.92)	-0.083 (-1.41)	0.098*** (3.02)	0.239*** (5.73)	-0.028 (-0.35)	-0.135 (-1.20)
cons	-0.279*** (-11.80)	0.525*** (7.85)	-0.156*** (-3.85)	-0.397*** (-13.36)	0.276* (1.74)	0.510*** (6.44)
Year/IND	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	19588	1091	6697	12891	381	710
R <sup>2</sup>	0.29	0.19	0.29	0.31	0.21	0.19
F	127.58	5.25	43.76	91.31	2.82	4.12
MM组间系数差	0.259***	-0.141**	0.107*			

度,虽然这种表现并不显著,但趋势依然存在。同时,表 14 第一列和第三列的 MM 组间系数差异在 1% 水平上显著。

一方面,差异性风险承担会改变实际货币供给水平对企业营运资本目标结构回调速度的影响。另一方面,实际货币供给水平对企业营运资本目标结构回调速度的影响,会依企业风险偏好不同而发生改变。所以,对于不同风险偏好企业,实际货币供给水平不仅依企业风险偏好对营运资本目标结构调整产生差异性影响,还会对具有不同风险偏好的异质性风险承担企业的营运资本目标结构调整形成差异性影响。具体而言:(1)在风险偏好型企业中,相较于高风险承担企业,低风险承担企业陷入财务困境的概率更低,所以低风险承担企业营运资本目标结构回调速度对实际货币供给水平的反应更为敏感,即实际货币供给水平提升会更为显著地放缓低风险承担企业营运资本目标结构的回调速度。从表 14 第三列和第四列的回归结果和组间系数差异性检验来看,实际货币供给水平提升的确更为显著地放缓了低风险承担企业营运资本目标结构的回调速度。(2)从前文分析可知,随着实际货币供给水平的提高,风险规避型企业降低了营运资本目标结构偏离度。为了进一步分析在不同风险承担下,风险规避型企业营运资本目标结构调整表现,本文按照高风险承担和低风险承担进行了分组检验。从表 14 第五列和第六列的分组回归结果来看:随着实际货币供给水平的提高,高风险承担和低风险承担企业均具有降低企业营运资本目标结构偏离度的倾向,但这种表现同样不具有显著性。

## 八、研究结论

本文以 2005—2017 年中国 A 股上市公司为样本,分析了企业风险承担以及不同企业风险承担下实际货币供给对营运资本目标结构回调速度的影响。同时,文章进一步检验了在不同风险偏好倾向下,企业营运资本目标结构回调速度的选择机制。研究发现:(1)随着企业风险承担水平的提高,企业营运资本目标结构回调速度亦会加快;对于风险规避型企业,虽然自身充沛的营运资本持有在很大程度上会缓解营运资本不足所带来的企业财务风险,但随着企业风险承担水平提高,营运资本实际结构会进一步偏离目标结构;与风险规避型企业不同,风险偏好型企业较低的营运资本持有加剧了企业财务风险,所以随着企业风险承担水平的提高,风险偏好型企业会加快企业营运资本目标结构的回调速度。(2)实际货币供给水平的增加可以缓解企业外部融资约束,降低基于预防性动机下的企业营运资本持有,放缓企业营运资本目标结构回调速度;对于风险偏好型企业而言,随着实际货币供给水平的提高,由营运资本短缺所引起的企业财务风险得以缓解,从而放大了企业营运资本目标结构偏离度;对于风险规避型企业而言,虽然实际货币供给水平的提高可以缓解企业风险问题,但是基于保守理念,其对实际货币供给水平并未表现出显著的敏感性反应。(3)随着实际货币供给水平的提高,高风险承担企业虽然也会放缓营运资本目标结构的回调速度,但是相较于低风险承担企业而言,高风险承担企业具有更低的营运资本目标结构的回调弹性。(4)实际货币供给水平提高会降低企业陷入风险困境的概率,但在不同风险偏好倾向下,企业风险承担差异会使实际货币供给水平对企业营运资本目标结构回调速度产生差异性影响。具体来看:在风险偏好型企业中,实际货币供给水平对低风险承担企业营运资本目标结构回调速度的影响更甚。在风险规避型企业中,高和低风险承担企业的营运资本目标结构回调速度对实际货币供给水平均未表现出显著相关性。

本研究可能存在的不足是对企业风险承担内在机制未做出深入分析,未能考虑哪些因素影响企业风险承担,并透过风险承担影响企业营运资本目标结构的动态调整,未来我们将针对上述问题继续拓展该研究领域。

### 参考文献:

- [1] Hilary G, Hui K W. Does religion matter in corporate decision making in america? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93(3): 455 - 473.
- [2] John K, Lubomir L, Bernard Y. Corporate governance and risk-taking [J]. *Journal of Finance*, 2008, 63(4): 1679 - 1728.
- [3] Boubakri N, Cosset J C, Saffar W. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization [J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(3): 641 - 658.
- [4] 余明桂,李文贵,潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担 [J]. *经济研究*, 2013(9): 112 - 124.
- [5] 余明桂,李文贵,潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担 [J]. *金融研究*, 2013(1): 149 - 163.
- [6] 刘锡良,周彬蕊,许坤. 企业风险承担差异:所有制特性抑或禀赋特征? [J]. *经济评论*, 2018(5): 108 - 121.
- [7] 刘志远,王存峰,彭涛等. 政策不确定性与企业风险承担:机遇预期效应还是损失规避效应 [J]. *南开管理评论*, 2017(6): 15 - 27.

- [8] Zulkhibri D. Corporate investment behavior and monetary policy: Evidence from firm-level data for Malaysia[J]. *Emerging Markets Review*, 2013, 42(3): 269-290.
- [9] Morris S, Shin H S. Contagious adverse selection[J]. *American Economic Journal Macroeconomics*, 2012, 4(1): 1-21.
- [10] 于蔚, 金祥荣, 钱彦敏. 宏观冲击、融资约束与公司资本结构动态调整[J]. *世界经济*, 2012(3): 24-47.
- [11] 钱雪松, 杜立, 马文涛. 中国货币政策利率传导有效性研究: 中介效应和体制内外差异[J]. *管理世界*, 2015(11): 11-28.
- [12] 梁上坤, 陈冬华. 银行贷款决策中的私人效用攫取——基于业务招待费的实证研究[J]. *金融研究*, 2017(4): 112-127.
- [13] 吴娜. 经济周期、融资约束与营运资本的动态协同选择[J]. *会计研究*, 2013(8): 54-61.
- [14] Knight F H. *Risk, uncertainty and profit*[M]. Chicago: Courier Corporation, 2012.
- [15] Amihud Y, Lev B. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers[J]. *The Bell Journal of Economics*, 1981, 12(2): 605-617.
- [16] Acharya V V, Amihud Y, Litov L P. Creditor rights and corporate risk-taking[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102(1): 150-166.
- [17] Brian L C, Laszlo T S, Trevis C, et al. Marching to the beat of different drummers: The influence of institutional owners on competitive actions[J]. *Academy of Management Journal*, 2010, 53(4): 723-742.
- [18] 张敏, 童丽静, 许浩然. 社会网络与企业风险承担——基于我国上市公司的经验证据[J]. *管理世界*, 2015(11): 161-175.
- [19] 张龔, 程六兵, 王竹泉. 担保网络、经济周期与企业风险承担——基于我国上市公司的经验证据[J]. *山西财经大学学报*, 2019(12): 62-79.
- [20] Faccio M, Marchica M T, Mura R. Large shareholder diversification and corporate risk-taking[J]. *Review of Financial Studies*, 2011, 24(11): 3601-3641.
- [21] 何瑛, 于文蕾, 杨棉之. CEO复合型职业经历、企业风险承担与企业价值[J]. *中国工业经济*, 2019(9): 155-173.
- [22] Wang C J. Board size and firm risk-taking[J]. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2012, 38(4): 519-542.
- [23] Nakano M, Nguyen P. Board size and corporate risk taking: Further evidence from Japan[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2012, 20(4): 369-387.
- [24] 李文贵, 余明桂. 所有权性质、市场化进程与企业风险承担[J]. *中国工业经济*, 2012(12): 115-127.
- [25] Khaw K L, Liao J, Tripe D, et al. Gender diversity, state control, and corporate risk-taking: Evidence from China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2016, 39(9): 141-158.
- [26] Kempf A, Ruenzi S, Thiele T. Employment risk, compensation incentives, and managerial risk taking: Evidence from the mutual fund industry[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 92(1): 92-108.
- [27] Wright P, Ferris S P, Sarin A, et al. Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk taking[J]. *Academy of Management Journal*, 1996, 39(2): 441-463.
- [28] 李小荣, 张瑞君. 股权激励影响风险承担: 代理成本还是风险规避? [J]. *会计研究*, 2014(1): 57-63.
- [29] Low A. Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 92(3): 470-490.
- [30] Serfling M A. CEO age and the riskiness of corporate policies[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 25(2): 251-273.
- [31] 吕文栋, 刘巍, 何威风. 管理者异质性与企业风险承担[J]. *中国软科学*, 2015(12): 125-138.
- [32] 赖黎, 巩亚林, 夏晓兰, 等. 管理者从军经历与企业并购[J]. *世界经济*, 2017(12): 143-166.
- [33] 宋建波, 文雯, 王德宏. 海归高管能促进企业风险承担吗——来自中国A股上市公司的经验证据[J]. *财贸经济*, 2017(12): 111-126.
- [34] Roussanov N, Savor P. Marriage and managers' attitudes to risk[J]. *Management Science*, 2014, 60(10): 2496-2508.
- [35] Schoar A, Zuo L. Shaped by booms and busts: How the economy impacts CEO careers and management styles[J]. *Review of Financial Studies*, 2017, 30(5): 1425-1456.
- [36] 何瑛, 张大伟. 管理者特质、负债融资与企业价值[J]. *会计研究*, 2015(8): 65-72.
- [37] Gamba A, Triantis A J. Corporate risk management: Integrating liquidity, hedging and operating policies[J]. *Management Science*, 2013, 60(1): 246-264.
- [38] Todd A G, David A M. Growing out of trouble? Corporate responses to liability risk[J]. *The Review of Financial Studies*, 2011b, 24(8): 2781-2821.
- [39] 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.
- [40] 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.
- [41] Gamba A, Triantis A. The value of financial flexibility[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(5): 2263-2296.
- [42] Rapp M S, Schmid T, Urban D. The value of financial flexibility and corporate financial policy[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 29(6): 288-302.
- [43] 白旻, 王仁祥, 李雯婧. 异质性风险与企业现金持有——基于股价崩盘风险视角的检验[J]. *金融论坛*, 2018(7): 66-82.
- [44] Garcia-Teruel P J, Martinez-Solano P. A dynamic approach to accounts receivable: A study of Spanish SMEs[J]. *European Financial Management*, 2010, 16(3): 400-421.
- [45] Lee C F, Wu C. Expectation formation and financial ratio adjustment processes[J]. *The Accounting Review*, 1988, 63(2): 292-306.
- [46] Peles Y C, Schneller M I. The duration of the adjustment process of financial ratios[J]. *The Review of Economics and Statistics*, 1989, 71(3): 527-532.
- [47] Nadiri M I. The determinants of trade credit in the US total manufacturing sector[J]. *Econometrica*, 1969, 37(3): 408-423.
- [48] 连玉君, 彭方平, 苏治. 融资约束与流动性管理行为[J]. *金融研究*, 2010(10): 158-171.
- [49] 张会丽, 吴有红. 超额现金持有水平与产品市场竞争优势——来自中国上市公司的经验证据[J]. *金融研究*, 2012(2): 183-195.
- [50] Ben S B, Mark G. Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 1995, 9(4): 27-48.

- [51] Gaiotti E, Generale A. Does monetary policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms[J]. *Giornale Degli Economisti E Annali Di Economia*, 2002, 61(1): 29 - 59.
- [52] 谢军, 黄志忠. 区域金融发展、内部资本市场与企业融资约束[J]. *会计研究*, 2014(7): 75 - 81.
- [53] Bargaron L L, Lehn K M, Zutter C J. Sarbanes-Oxley and corporate risk-taking[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 49(1-2): 0 - 52.
- [54] 伍中信, 张娅, 张雯. 信贷政策与企业资本结构——来自中国上市公司的经验证据[J]. *会计研究*, 2013(3): 51 - 58.
- [55] 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.
- [56] 王彦超. 融资约束、现金持有与过度投资[J]. *金融研究*, 2009(7): 121 - 133.
- [57] 王义中, 陈丽芳, 宋敏. 中国信贷供给周期的实际效果: 基于公司层面的经验证据[J]. *经济研究*, 2015(1): 52 - 66.
- [58] Becker B, Ivashina V. Reaching for yield in the bond market[J]. *Journal of Finance*, 2014, 70(5): 1863 - 1901.
- [59] Kashyap A K, Wilcox D W. Production and inventory control at the general motors corporation during the 1920's and 1930's[J]. *American Economic Review*, 1993, 83(3): 383 - 401.
- [60] Pástor L, Veronesi P. Political uncertainty and risk premia[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 110(3): 520 - 545.
- [61] Kim H, Kung H. The asset redeploy ability channel: How uncertainty affects corporate investment[J]. *The Review of Financial Studies*, 2017, 30(1): 245 - 280.
- [62] Panoousi V, Papanikolaou D. Investment, idiosyncratic risk, and ownership[J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(3): 1113 - 1148.
- [63] Byoun S. How and when do firms adjust their capital structures toward targets? [J]. *Journal of Finance*, 2008, 63(6): 3069 - 3096.
- [64] Sonia B, Pedro J G, Pedro M. Working capital management in SMEs[J]. *Accounting and Finance*, 2010, 50(3): 511 - 527.
- [65] Flannery M J, Hankins K W. Estimating dynamic panel models in corporate finance[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013, 19(1): 1 - 19.
- [66] Boubakri N, Cosset J C, Saffar W. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(3): 641 - 658.

[责任编辑: 杨志辉]

## Real Money Supply, Corporation Risk-Taking and Dynamic Adjustment of Working Capital Target Structure

YUAN Fenqiang<sup>1</sup>, HUI Zhipeng<sup>2</sup>

(1. School of Business, Jiangsu University of Science and Technology, Changzhou 213001, China;

2. School of Accounting, Guizhou University of Finance and Economics, Guiyang 550025, China)

**Abstract:** Based on the trade-off theory, the paper analyzes the impact of the level of risk-taking on the rate of corporate working capital target structure call-back. The results of empirical research show that the increase of enterprise's risk-taking level will accelerate the call-back rate of corporate working capital target structure, and the increase of real money supply level can significantly slow down the call-back rate of corporate working capital target structure. At the same time, the improvement of the level of real money supply can reduce the risk exposure brought by the level of corporate risk-taking, so as to reduce the impact of corporate risk-taking on the call-back rate of target structure of working capital. The paper further examines the effects under different risk preferences, that is, corporate risk taking and real money supply under different risk taking on the target structure of working capital. The test results show that the level of risk-taking is positively correlated with the call-back rate of target structure of working capital for enterprises with risk preference tendency. With increasing of the level of enterprise risk-taking, the deviation degree of working capital target structure will be further increased by corporations with risk aversion tendency. In addition, corporations with a risk appetite, the increase of the actual money supply level will magnify the deviation degree of the target structure of corporation working capital, and have a greater impact on low risk-taking enterprises. In risk-averse corporations, the rate of target adjustment of working capital structure does not show a significant sensitivity to the actual money supply level, and shows a similar effect in high or low risk-taking corporations.

**Key Words:** real money supply; risk-taking; working capital target structure; enterprise investing and financing behavior; enterprise capital structure