

学校编码: 10384  
学号: 15520131151941

分类号\_\_密级\_\_  
UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

非现金营运资本、现金资产与公司价值关系  
研究

——来自我国上市制造业企业的经验证据

The Research on the Relationship Between Noncash  
Working Capital Management, Cash Asset and Firm's Value:  
Evidence from China's Listed Manufacturing Companies

徐文悦

指导老师姓名: 覃志刚 副教授

专业名称: 资产评估硕士

论文提交日期: 2016年 月

论文答辩时间: 2016年 月

学位授予日期: 2016年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评阅人: \_\_\_\_\_

2016年 月 日

# 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年    月    日

## 摘 要

营运资本管理是企业短期财务管理中的核心内容,对企业价值创造的能力有重要影响。本文研究了企业的营运资本管理是否是一种收益-风险的动态权衡结果,营运资本管理对企业价值的影响是否会受到企业的终极控制权、所处生命周期阶段等因素影响的问题。本文选取了中国上市制造业企业作为研究对象,将营运资本区分为非现金与现金两种存在形式,从生产管理理论与公司治理理论出发,探究营运资本管理如何对企业价值创造活动产生影响。研究表明,企业价值与非现金营运资本是倒U型关系,非现金营运资本管理对企业价值创造存在促进和抑制两种作用。由于国有企业与非国有企业在公司治理方面存在差异,非国有企业价值与非现金营运资本之间是倒U型关系,国有企业样本中则没有这种关系;企业在生命周期不同阶段侧重的财务管理重点不同,对于成熟期与衰退期的企业,企业价值与非现金营运资本管理有倒U型关系,在成长型企业中则不存在这种关系。此外,加入现金资产作为调节变量后发现,企业的营运资本管理是一种收益-风险的动态权衡,企业现金持有不断增加而带来的低收益及代理成本会削弱非现金营运资本价值,因此管理层需决定这两种不同状态的营运资本结构,以最大化企业价值。

**关键词:** 营运资本; 现金持有; 企业价值

## Abstract

Working capital management plays a significant role in short-term financial management, it has an important impact on the ability of creating value for a firm. We could like to know if working capital management is a result of dynamic tradeoff between earning and risk, whether the impact of working capital management is different with different property in ultimately controlling power and different stage of life cycle. This paper selects the listed manufacturing companies as the object of research, with which working capital is divided into two parts: one is noncash working capital, the other is cash asset. The aim of this paper is to explain how working capital management influences the value of firm, with the theory of production management and corporate governance. The results show that the relationship between firm's value and noncash working capital is inverted U-shaped, which means that noncash working capital management has two kinds of effect, one is acceleration effect, another is inhibiting effect. Besides, due to the difference in corporate governance between stated-owned companies and non stated-owned companies, the inverted U-shaped relationship exists in the non stated-owned companies only; companies in different stage of life cycle pay attention to different aspect of financial management, the inverted U-shaped relationship exists in mature and recessionary companies, but not in the growing companies. What's more, we find that working capital management is the result of dynamic tradeoff after adding the cash asset as the adjustment variable, which says the increasing amount of cash held in company would weaken the ability of creating value of noncash working capital because of too much cash would bring low proceeds and agency cost. Thus, managers have to decide exactly the structure of working capital to maximize firm's value.

**Key Words:** Working Capital; Cash Holding; Firm's Value

# 目 录

<b>第一章 导论</b> .....	<b>1</b>
1.1 选题背景.....	1
1.2 研究问题和意义.....	2
1.3 研究思路与文章框架.....	2
<b>第二章 文献综述</b> .....	<b>5</b>
2.1 营运资本管理研究综述.....	5
2.2 企业现金持有研究综述.....	9
2.3 文献评述.....	13
<b>第三章 理论基础</b> .....	<b>14</b>
3.1 非现金营运资本管理与企业价值的关系.....	14
3.2 现金持有量与企业价值关系.....	15
<b>第四章 研究设计</b> .....	<b>18</b>
4.1 研究假设.....	18
4.2 样本及数据来源.....	22
4.3 变量设置.....	23
4.4 回归模型.....	25
<b>第五章 实证分析</b> .....	<b>26</b>
5.1 描述性分析.....	26
5.2 回归分析.....	33
<b>第六章 结论</b> .....	<b>45</b>
6.1 主要结论.....	45
6.2 相关建议.....	47
6.3 研究的不足.....	48
<b>参考文献</b> .....	<b>49</b>
<b>致 谢</b> .....	<b>53</b>

# Contents

<b>Chapter 1 Introduction</b> .....	<b>1</b>
1.1 Research Background.....	1
1.2 Research Question and Significance.....	2
1.3 Research Method and Framework.....	2
<b>Chapter 2 Literature Review</b> .....	<b>5</b>
2.1 Literature Review on Working Capital.....	5
2.2 Literature Review on Cash Holding.....	9
2.3 Comments on Literature.....	13
<b>Chapter 3 Fundamental Theory</b> .....	<b>14</b>
3.1 Relationship Between Noncash Working Capital and Firm Value.....	14
3.2 Relationship Between Cash Holding and Firm Value.....	15
<b>Chapter 4 Research Design</b> .....	<b>18</b>
4.1 Research Supposition.....	18
4.2 Data Origin and Sample Selecting.....	22
4.3 Definition of Variables.....	23
4.4 Research Procedure.....	25
<b>Chapter 5 Empirical Analysis</b> .....	<b>26</b>
5.1 Descriptive Statistics.....	26
5.2 Empirical Analysis.....	33
<b>Chapter 6 Conclusion and Discussions</b> .....	<b>45</b>
6.1 Conclusions.....	45
6.2 Research Enlightenment.....	47
6.3 Limitations.....	48
<b>References</b> .....	<b>49</b>
<b>Acknowledgement</b> .....	<b>53</b>

## 第一章 导论

### 1.1 选题背景

营运资本管理是企业短期财务管理的重要内容,它是指企业对流动资产和流动负债进行结构和规模的动态调整以决定未来的收益和风险,在可以承受的风险范围能实现收益的最大化的管理过程。高效的营运资本管理能够降低企业的生产经营成本,提高收益水平和质量。具备科学管理制度的现代企业都需要给予营运资本管理足够的重视。2014年,美国和欧洲2000家大型企业有总计多达1.3万亿美元的非必要现金资产投入到营运资本中,占总销售收入的7%<sup>1</sup>。换句话说,每销售10亿美元,企业在营运资本上的节约空间就有7000万美元,由此足见营运资本管理的必要性。

除了在财务方面的影响,营运资本管理还关系到企业战略目标的实现,一个全面的营运资本管理应该包括三个部分——收入管理(应收账款)、供应链管理(存货和物流)以及支出管理(应付账款),通过对营运资本管理的细化,强调三个组成部分的行为会给企业带来最优的效果,保障企业处于一个平稳的生产经营状态中,助于企业实现长期规划战略目标。营运资本管理如果出现了问题,对企业绩效产生负面的影响,企业资金链条会承受较大压力,制约着企业的正常生产经营活动。

影响企业营运资本结构的因素众多,从生产领域到企业战略层面,从微观个体差异到宏观经济波动,内部与外部的因素共同作用于企业的营运资本管理。企业管理者不仅需要考虑组织内部和外部所有营运资本的驱动力,还要考虑这些驱动力在商业和市场发生变化时的敏感性。可以说,营运资本管理已经渗透到了企业生产管理和治理的方方面面,这种管理是一种动态过程,需要根据企业自身和外界的情况进行调整,以保证企业价值最大化的实现。

---

<sup>1</sup> 数据来源: Ernst&Young. All tied up: working capital management report 2014.

## 1.2 研究问题和意义

企业作为社会中创造价值的主要主体,担负着利用有限的资源创造最大价值的重任。而我国制造业企业当前面临转型发展的重要问题,粗放型、低价值附加型的生产经营方式在全球价值链分工中难以创造出较高的价值,为了提高市场竞争力,除了培养自主研发能力,加强产业技术升级等“硬实力”以外,我国制造业企业还应该重视起资源的利用效率,尤其需要重视在整个生产经营链条上的管理,优化营运资本管理的能力,提高应变市场变化的灵活性,增强自身的“软实力”。

鉴于营运资本的管理对于企业价值有重要影响作用,本文采用中国制造业上市企业的数据进行相关的研究。研究的问题包括:营运资本对企业价值的影响方式;企业的最终控制权性质的不同是否导致营运资本管理对企业价值的影响发生改变;处于不同生命周期阶段的企业,其营运资本管理如何影响企业价值;以及非现金的营运资本管理是否会通过现金资产持有影响企业价值的创造活动。

目前国内的学术研究对营运资本管理对企业价值的影响作用关注较少,不够深入,本文的研究具有以下几点意义:

- (1) 丰富了相关理论研究,提供新的研究思路
- (2) 研究样本时间跨度长,数据量大,可靠性高
- (3) 文章结论为企业制定政策提供理论支撑,具有实践意义

此外,本文还在以下方面具有一定的创新性:将营运资本区分为非现金形式的营运资本与现金资产,结合营运资本管理理论和现金持有的相关理论来研究营运资本如何影响企业价值创造,并且提供了控制权性质与生命周期两个考察视角,为这方面的研究提供了新的思路。

## 1.3 研究思路与文章框架

本文将制造业上市企业作为研究对象,探究营运资本对企业价值的影响作用。本文利用2000至2013年间我国上市制造业企业的数据,先从整体层面进行分析研究,检验非现金营运资本、现金资产与企业价值的关系。其次,根据企业的最终控制权性质、所处的生命周期阶段,将总体样本分为子样本,再次检验营运资

本与企业价值的相关关系，并结合样本的分组特征进行说明。

本文的研究框架如下：

第一部分为研究综述，概括性介绍文章的选题背景和意义、写作思路和文章框架结构。

第二部分为文献综述及理论基础，主要介绍营运资本管理和现金持有的相关国内外重要文献，并在此基础上进行一定的总结和归纳。

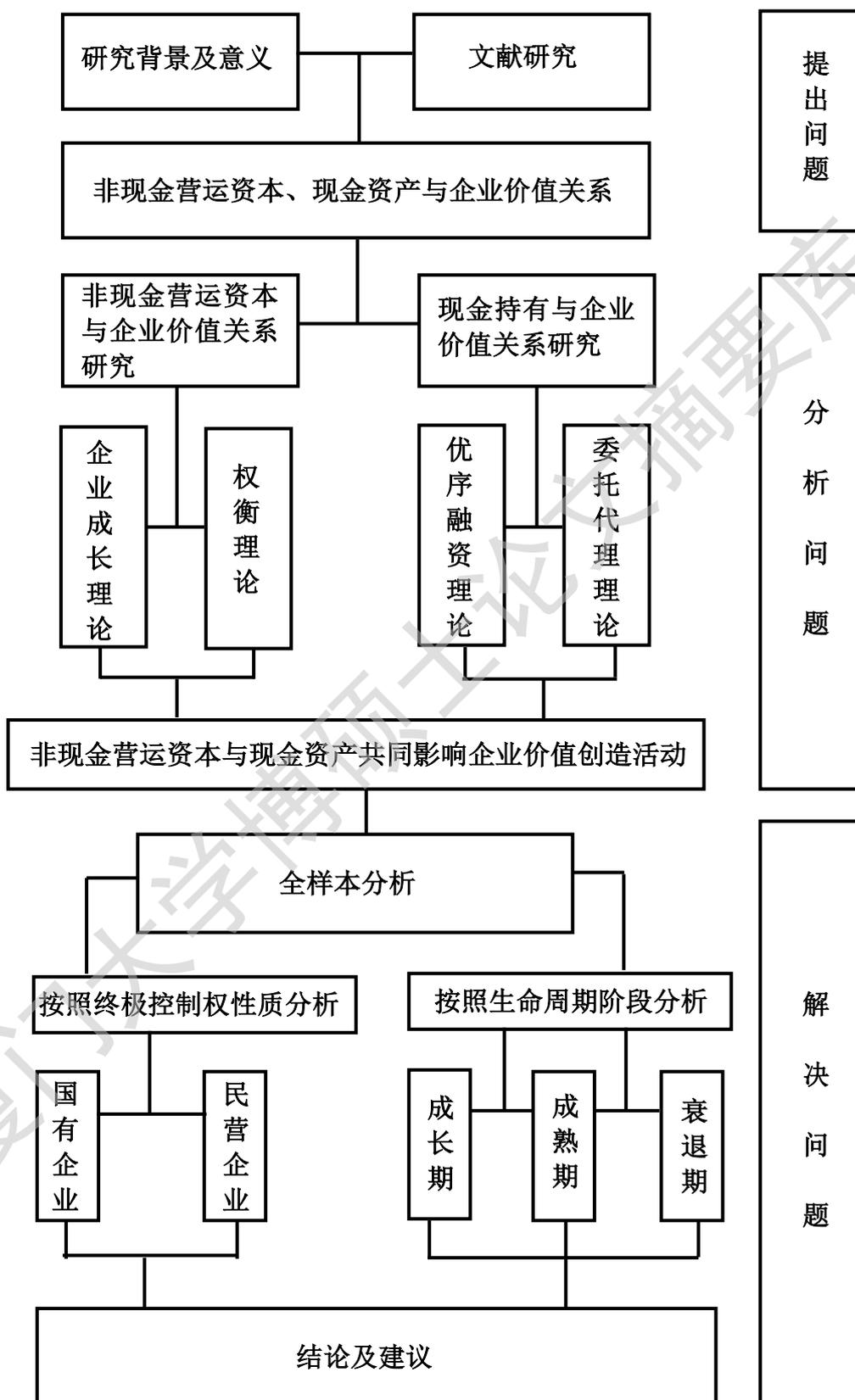
第三部分为相关理论基础，介绍了营运资本管理和现金持有量与企业价值之间的理论关系。

第四部分为研究设计，主要介绍研究的理论分析、研究假设、数据搜集、变量定义等内容。

第五部分为样本描述统计与实证研究，从总体研究，分组研究两个方面考察营运资本与企业价值的关系。

第六部分为结论讨论与政策建议，根据实证检验的结果进行相关讨论并给企业制定营运资本管理计划提出相应建议，最后指出在论证中的不足之处。

论文结构图如下：



## 第二章 文献综述

### 2.1 营运资本管理研究综述

#### 2.1.1 国外相关研究

国外对于营运资本管理的研究起步比国内的要早,主要采用了规范性分析和实证性分析的研究方法。

Greg 和 Thomas (2005) 认为,企业可以通过降低在流动资产中的不必要资金来为扩张提供低成本的融资帮助,公司的营运资本管理就是合理配置应收账款、存货和应付账款的比例,以达到流动资产和流动负债最优结构组成的目的。

Habil (2016) 研究了企业的风险敏感性对净营运资本投资决策的影响。他认为,较少的净营运资本会导致企业销售水平和利润的负向变化,即对净营运资本投入较少时,销售变化的敏感性较大。企业进行的流动性投资可以对冲个体的经营风险。

Mehwish 和 Imran (2015) 认为,企业进行营运资本管理是为了满足短期的流动性需要并且最大化投资回报,因而营运资本管理政策将决定了企业持有现金的头寸大小。作者研究了巴基斯坦 10 家商业银行在的营运资本管理与现金持有的关系,结果发现,银行成立年限,规模大小,现金周转期等都是影响银行现金持有量多少的关键因素。具体来说,现金周转期越长,银行持有的现金量越多,企业成立年限越低,成长性越高,持有的现金量也越多。

Nihat、Ettore 和 Dimitris (2015) 三位学者在其共同研究的文章中指出,对于不同行业和公司,存在一个最优的营运资本结构,能够使得企业创造出最大的价值。他们使用了 1982 年到 2011 年间美国上市公司的数据作为研究样本,根据行业的不同对数据进行分类,全面细致的分析了营运资本对企业价值创造的影响。在实证分析研究中,三位学者使用了不同行业在当年的净营运资本中值作为该行业的最优营运资本存量,分析表明,当企业的净营运资本存量超过其所在行业当年的中值水平,对其价值创造具有负面影响,因而企业可以通过降低营运资本的规模,并且降低的部分通过投资到固定资产等资本性支出时可以为企业带来额外的价值。这与 Greg 和 Thomas 的研究结果是一致的,即多余的营运资本可以

作为内部融资为更有价值的项目提供低成本的融资，从而整体上提高企业创造价值的能力。当企业的净营运资金低于行业中值，企业此时通过提高在营运资本上的投入能够增强企业的价值创造能力。

Banos、Garcia 和 Martinez (2012) 三位学者通过研究西班牙中小型公司的营运资本管理与绩效水平的关系发现，营运资本管理与价值创造之间并不是线性关系，而是凹的，三位学者认为线性关系的研究忽视了风险的存在，并采用了增加自变量二次项的方法检验了这种凹的关系。营运资本流动性强，风险低，带来的收益也较低，但当企业采用激进型的营运资本管理政策时，虽然带来较高收益，同时也会伴随着流动性紧缩的风险。因此考虑到风险的存在，营运资本管理与价值创造应该是一个非线性的关系。这意味着这些中小型企业可以找到一个最优的营运资本水平使得其能够创造最大的价值。此外，Banos、Garcia 和 Martinez (2014) 在另一篇文章中检验了英国非金融企业的营运资本水平与企业价值的关系，结果表明，当营运资本的水平处于低水平时候，在营运资本上的投入能够显著增加企业价值，当营运资本处于较高水平时，这种关系则是负向的。

Singhania 和 Sharma (2014) 以印度 BSE500 的制造业企业为对象，研究了营运资本管理与企业绩效的关系，并检验了宏观经济对这种关系的影响，作者将样本按照金融危机发生的时间顺序，将 2005 至 2006 年划分为危机前，2007 至 2008 年划分为危机时，2009 至 2010 年划分为危机后。作者发现，在发生经济衰退时，应付账款周转率与企业绩效之间的关系是负向关系，即在金融危机发生时，企业加快付款能够提高盈利能力。

Aleksandra Szpulak (2015) 认为营运资本并不像传统认为那样，与销售现金流连续地、同比例变动，而是离散性的。作者完善了企业价值最大化的财务模型，以包括离散的存货、销售变化情况，更加符合现实经济情况。

Ray (2014) 分析了印度铝业公司的营运资本管理对企业收益的影响。他发现，在过去 10 年间，该公司的流动资产占总资产的比重从 40% 上升至 83%，超出了利润目标所需要维持的流动性水平，高流动比例意味着企业更多关注了清偿能力，而不是盈利能力。该公司超过一半的营运资本来自长期融资，例如提高存货的储存周期，降低存货周转率，这增加了企业的成本，降低了收益水平，对长期融资来源的过度依赖不利于企业在未来的发展。

此外, Marc Deloof (1996) 对 1992 至 1996 年间比利时的 1009 家非金融企业进行了研究, 他发现有很大一部的企业将过多的资金投入到了营运资本中, 同时拥有很多短期的应付账款, 这被当做是一种融资手段。他发现营收水平与应收账款的周转期、存货周转期和应付账款周转期存在负相关关系。这意味着管理层可以通过减少应收账款和存货的周转期到一个合理的水平来提高股东的收益。而营收水平和应付账款周转期负相关与收益较差的企业推迟付款期限的假设一致, 即收入高的企业通常应付账款周期较短。

Garcia 和 Martinez (2007) 对西班牙 1996 至 2002 年的 8872 家中小企业进行了研究, 由于中小企业相比大型企业更难以获得外部长期融资, 使得他们更加依赖短期融资, 使得流动资产在总资产中的比例达到了 69%, 流动负债在总负债中比例也达到 52%。文章研究结果显示, 企业的盈利能力与营运资本周转期呈现负相关关系, 因此企业可以通过降低存货和现金的周转期来提高利润水平。

然而, Gill 和 Mathur (2010) 利用美国上市公司数据研究营运资本管理与绩效关系时得到了相反的结果。他们发现, 现金周转期、存货周转期与企业的盈利能力是正向关系, 因此延长企业的现金周转期, 增加存货水平可以提供企业的盈利水平。

Lazaridis 和 Tryofonidis (2006) 的研究表明, 当企业延长向供应商支付货款时, 即增加应付账款的周转期, 可以显著提高企业的盈利水平。Deloof(1996) 等人的研究结果则表明应该尽快向供应商支付货款, 以维持良好的关系。

### 2.1.2 国内相关研究

相比国外的相关研究, 我国学者对营运资本管理的研究较晚。营运资本是在我国实行了与国际会计准则接轨后才逐渐被企业和学术界所认识, 这为学术界研究短期财务管理打开了大门。

汪平和闫甜 (2007) 分析了我国上市公司的营运资本管理特点和现状, 并分析了营运资本管理与企业价值的关系。研究结果表明企业的营运资本占用水平对于资产报酬率并没有带来显著影响, 但是其周转率与企业的资产报酬率是负相关关系, 即企业不断提高营运资本周转水平可以为企业创造更多价值。因此他们认为“零营运资本”在理论上具有可行性。但营运资本的政策制定就是决策层对于企业收益与风险权衡后的结果, 单纯考虑营运资本为企业带来的价值而忽视流动

性风险显然不够科学。

孔宁宁、张新民和吕娟（2009）以我国制造业上市企业为研究对象，对营运资本管理效率与企业盈利水平的关系进行了研究。他们认为，营运资本的管理的目的在于保证生产经营活动中合理的流动性同时规避环境变化带来的风险，保持充裕的流动性与提高收益性不能够同时兼得。他们发现我国制造业上市公司的盈利能力与营运资本周转期是负相关关系，但在最小二乘回归模型中，现金周转期对于企业盈利的影响并不显著。根据实证研究结果，文章同样对“零营运资本”的理念表示支持，即企业应该做到零存货，零应收并且最大化延长对供应商的支付期限。

然而现实情况是，对于位于产业链上的厂商来说，产品和资金难以做到无缝对接转移，必然出现有的供应商流动性发生紧缩，有的厂商要增加存货库存以应对下一环节的厂商对存货的临时需要，最终影响整个生产链条上资金周转流畅度。

袁卫秋（2012）利用 2000-2009 年制造业上市公司数据，从营运资本管理的政策和效率两个方面探讨对企业绩效的影响作用。作者使用主成分分析法从净资产收益率、总资产报酬率、营业收入利润率、净资产现金回收率、盈利现金比率和销售获现比率等六个指标中筛选出对企业绩效解释作用最大的变量，最终选取前四个进行综合计量并作为因变量，作者使用流动资产在总资产和长期资本中的占比来代表营运资本管理政策，用现金周转期代表营运资本管理效率。通过实证分析，作者发现营运资本管理能够对业绩产生明显的影响，同时还发现，营运资本的管理政策要比效率更重要，流动资产占比越小，企业的盈利水平越高，说明企业应该加强对固定资产的投入。

李洁（2011）与其他研究者不同，其选取了 2006 年底上市的 222 家中小企业作为研究对象，分析了营运资本管理效率对中小企业绩效的影响。研究结果表明，中小企业的绩效与应收账款周转期是负相关关系，加速资金回笼能够增加价值，由于中小企业的资金实力比大企业弱，资产结构中流动资金占比较大，因此缩短应收账款回款周期够降低中小企业的流动性风险。然而，作者的研究发现，存货的周转率与企业绩效是正相关，增加存货余额可以提高企业绩效，这与预期不符，可能的解释是对于中小企业来说，由于存货紧缺导致生产中断、客户转移的风险较大，因此需要增加存货。

王竹泉、孙莹（2012）等人以 2177 家上市公司为研究对象，采用了总体分析、行业趋势分析、地区比较分析和专题分析的方法对我国上市公司的营运资金管理绩效进行了全面透彻的研究。从采购，生产，营销三方面的营运资本管理水平来看，2011 年我国上市公司的营运资金管理效率较前几年出现了全面下降趋势，说明上市公司对营运资本管理能力不够稳定和成熟。此外，文章对战略新兴产业的企业进行了研究。作为新的生产方式和新的商业模式的代表，这些行业的企业有着与传统企业不同的管理和生产方式，研究其营运资本管理与绩效之间的关系具有深刻意义。作者指出，战略新兴产业的上市公司的营运资金管理绩效出现严重下降趋势，营运资本周转期与上年相比均有所增加，从渠道和要素的角度看，绩效下降幅度为 31.91%和 14.49%，这表明战略新兴产业的企业除了在生产方式和商业模式上保持创新能力以外，还需要给予营运资本管理方面足够的重视。

## 2.2 企业现金持有研究综述

### 2.2.1 国外相关研究

Julien、Semyon 和 Erwan (2015) 三位学者研究了企业投融资及现金管理决策模型，该模型认为企业在资本市场筹资具有不确定性，由于高额投资需求量与融资供给量之间不匹配，导致企业价值是凸的，边界策略是次优的。该模型认为，高投资成本的企业投融资行为及现金决策与投资成本低的企业有很大不同，企业在消耗完内部融资之前会进行外部融资。该模型很好的预测了不同企业的在进行投融资时的现金决策。

Wen-Yen Hsu, Yenyu Huang 和 Gene Lai (2015) 研究了董事会及财务委员为对企业现金持有的影响。他们主要关注独立董事及独立财务委员的影响作用，研究结果发现，高比例的独立董事和财务委员的企业会持有过多的现金以避免投资不足的情况，同时，这些独立董事承担了监督管理层使用现金的责任。作者认为，一旦企业未来的增长被预期到，独立董事和财务委员会选择持有更多现金，以避免未来高成本的外部融资成本。

Adrian Cheung (2016) 使用了 1991-2011 年间 14206 个企业观测值，研究了企业通过履行社会责任影响现金持有的三种机制。第一种机制是企业建立社会资本以增强和股东的良好关系，建立社会资本能够降低企业持有的现金量；第二种

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.