

# 生产—流通二元视角下制造业企业职能成本 结构动态调整问题研究

周扬

(中国人民大学商学院,北京 100872)

**摘要:** 为了研究制造业企业中流通投入占生产—流通总投资的比例,文章提出了职能成本结构的概念,将制造业企业视为生产和流通的结合体,分析其如何综合权衡生产职能和流通职能的执行,并从生产层面、流通层面和市场层面构建目标职能成本结构决定模型,从融资能力、资本周转和变现能力构建调整速度影响模型。随后,文章选取2003—2014年沪深两市制造业上市公司为研究样本,利用系统GMM估计和纠偏LSDV估计方法,对文章在理论部分提出的模型进行了实证分析。结果表明:整体而言,在两种方法下,目标职能成本结构调整到一半所需的平均时间大约为2.87年或3.04年;公司规模、资本结构、销售依存度和存货周转率等因素与目标职能成本结构显著负相关,库存率与目标职能成本结构显著正相关;更强的变现能力会显著加快职能成本结构调整速度,但当总资产周转速度减慢,融资能力不强时,企业也会倾向于加速调整职能成本结构。

**关键词:** 职能成本结构;调整速度;动态面板

**中图分类号:** F713 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2154(2017)05-0016-13

**DOI:** 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2017.05.002

周扬. 生产—流通二元视角下制造业企业职能成本结构动态调整问题研究[J]. 商业经济与管理, 2017(5): 16-28.

## Dynamic Adjustment of Manufacturing Enterprises' Function Cost Structure: A Dual Perspective of Production and Circulation

ZHOU Yang

(School of Business, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

**Abstract:** To study the ratio of circulation investment in the sum of production investment and circulation investment in manufacturing enterprise, this paper presents the concept of functional cost structure, regards manufacturing enterprises as the combination of the production function and circulation function and analyzes how the manufacturing enterprises weigh the production function and circulation function. This paper builds the target functional cost structure decision model from the production level, the circulation level and the market level, and builds the speed of adjustment model from the financing capacity level, asset turnover level and liquidity level. Then, this paper selects data of A-share manufacturing listed companies in China from 2003 to 2014, using two alternative methodologies; the system GMM method and LSDVC method. Both methods show that, as a whole, it costs about 2.87 years or 3.04 years to adjust to the half of target function cost structure. There is a significant negative correlation between target function cost structure and corporate scale, capital structure, sales dependence, inventory turnover rate. There is a significant positive correlation between the inventory rate and the target function cost. Stronger liquidity will significantly accelerate the function cost structure adjustment speed, but when the total assets turnover speed slows down or the financing capacity is weak, enterprises will tend to accelerate the speed of adjustment too.

**Key words:** function cost structure; speed of adjustment; dynamic panel data model

收稿日期: 2016-07-18

作者简介: 周扬,男,博士研究生,主要从事流通经济学、商业集聚研究。

## 一、引言

新古典经济学注重研究财富的生产和分配,对流通过程并没有给予积极的关注,市场产生于生产者(供给)与消费者(需求)之间的这一假设足以证明新古典经济学对流通的忽视<sup>[1]</sup>。但是,在分工越加发达的今天,制造业企业在执行生产职能之后,正越来越倚重社会再生产中流通职能的良好执行来完成商品的惊险的跳跃。正如马克思所说:“分工使劳动产品转化为商品,因而使它转化为货币成为必然的事情。同时,分工使这种转化能否成功成为偶然的事情。”<sup>①</sup>因此,在商品生产条件下,私人劳动不能直接表现为社会劳动,是导致产生“商品的惊险的跳跃”的根本原因,只有商品所有者把商品成功地销售出去,生产商品的私人劳动才能表现为社会劳动。

现实中,制造业企业对于流通的重要性有着清醒的认识,不管制造业企业采用何种组织结构,执行流通职能的销售部门往往都占有一席之地。在中国改革开放初期,由于流通行业相对滞后于生产行业的发展,一些大型制造业企业往往在执行生产职能之后还通过自建流通渠道的方式销售产品<sup>[2]</sup>。制造业企业自己执行流通职能有助于成功销售产品,实现产品价值;还有助于通过控制下游企业的方式来获取流通阶段的商业利润,进而控制流通渠道,获取超额利润。但是,从社会再生产和专业化分工的角度来看,将流通职能从生产领域中独立出来有助于间接创造劳动价值,因为流通领域的专业性劳动大大节约了生产者本来需要花费在流通上的劳动时间,从而增加了生产者创造劳动价值的时间<sup>[3]</sup>。随着新兴专业化经销商的出现以及生产经营观念的转变,在很长一段时期内,中国也有部分生产企业出现逐步淡出销售环节的趋势<sup>[4]</sup>。而随着消费者主权意识逐渐崛起,单纯流通职能的流通企业势必难以满足日益增长的定制化需求和个性化需求;同时,制造业企业也有摆脱价值链低端锁定的战略需求,除了转向生产端的研发环节,另一条可行的路径就是转向利润相对更高的销售和售后服务等流通环节;加之,产业关联度进一步加强以后,现代流通的发展使得流通职能的实现能够从以往的专业化发展转向综合化、纵向化发展,因此,又使得商业资本与产业资本开始出现了互动融合的趋势<sup>[5]</sup>。

现有文献对相关问题的探讨散见于纵向一体化、纵向控制和流通渠道等各个领域,为了研究的便利,常常将生产和流通截然对立起来。的确,资本的循环过程是不断的中断,是离开一个阶段,进入下一个阶段;是抛弃一种形式,存在于另一种形式;<sup>②</sup>但为了保持产业资本的连续进行,货币资本、生产资本和商品资本不仅在时间上继起,也在空间上并存,甚而,有些时候它们也在主体上共有,即生产资本和商品资本都归属于同一个资本所有者。在分工不发达的时候,专门的商品经营者没有从分工中分化出来,或者执行生产职能的资本所有者在将生产资本转化为商品资本之后,往往也负责将其商品资本销售给最终消费者(或者其他产业资本家),执行流通职能,将商品资本转化为货币资本。即便随着分工的发展,作为商人资本职能的商业日益发展之后,也并不意味流通职能完全从制造业企业中分割出去了,现实经济中不乏自建流通渠道的例子。因此,就像生产资本转化为商品资本是为了创造价值需要生产投入一样,资本家为了实现价值,将商品资本转化为货币资本的流通过程也需要花费时间和劳动力,也需要流通投入。

因此,不同于以往文献中对生产和流通的孤立分析,在本文中,将制造业企业视为生产和流通的结合体,分析其如何综合权衡生产职能和流通职能的执行。为了分析制造业企业中生产职能与流通职能之间的职能结构安排,本文定义生产—流通职能成本结构为制造业企业投入到流通职能的流通成本占企业生产成本与流通成本之和的比例。对企业的生产—流通职能成本结构的细致分析有助于更为全面地研究企业的生产决策与流通决策,确定企业是否存在目标职能成本结构。职能成本结构的动态调整分析也有助于从动态的角度研究企业调整职能成本结构时遇到的调整成本。并且,对这一问题的研究有助于我们准确把握

①马克思.资本论(第一卷)[M].人民出版社,1976年,第127页。

②马克思.资本论(第二卷)[M].人民出版社,1976年,第118页。

当前商业资本与产业资本快速融合的影响因素,进而分析影响融合速度的调整因素,有助于我们从一个侧面更准确地勾画出生产职能与流通职能的融合趋势,<sup>①</sup>引导制造业企业更为从容地应对这一趋势。

## 二、职能成本结构动态调整模型以及代理变量的选择

### (一) 职能成本结构动态调整模型

在《资本论》第三卷第四篇中,马克思将商业资本引入利润率平均化过程后指出,“商人资本虽然不参加剩余价值的生产,但参与剩余价值到平均利润的平均化”,<sup>②</sup>由此提出了商业资本的商业利润决定问题和纯粹流通过费用补偿问题。对于前一问题,马克思指出,商业资本会按照它在总资本中所占的比例,参加决定一般利润率,这一点并没有引起争论。但对后一问题,学界提出了各种补偿范式,张洪平、丁堡骏(2008)<sup>[6]</sup>通过综述马克思模式和卢森贝、江诗永模式等各种修正模式,指出马克思纯粹流通过费用补偿范式具有还市场经济流通过费用补偿的本来面目、澄清了流通过费用补偿源泉与具体补偿形式之间的关系、强调了各方投资主体的经济利益以及顺应了市场经济发展的时代要求等优点,建议复活马克思的这一范式,并给出了马克思纯粹流通过费用补偿范式的数学表述。从其数学表述可以清晰地发现商业资本家和产业资本家在平均意义上而言,将具有相同的平均利润率;换言之,生产投入和流通投入的投资收益率相等。但这些为执行流通活动实现价值的职能在生产活动之后所追加的流通投入,到底由产业资本家自己承担还是由商业资本家代替产业资本家承担,似乎像新古典经济学对分工问题的处理一样,被无意中忽视了。

因此,本文假设企业在进行职能成本安排时,将依据其所处的市场环境以及技术经济和交易经济的作用,来决定一个目标生产—流通职能成本结构,这也意味着,当这些条件发生改变时,目标职能成本结构随之改变。但,由于资产专用性和预付资本周转速度等原因,制造业企业在偏离目标职能成本结构后的调整不是一蹴而就的,只能做出部分调整,调整的程度和快慢取决于调整成本的大小。考虑到目前并没有文献直接研究制造业企业的生产职能和流通职能的职能成本结构安排,因此在对这一问题进行分析时,本文主要借鉴了公司金融领域中对公司资本结构调整行为的研究(Fama和French,2002<sup>[7]</sup>;肖作平,2004<sup>[8]</sup>;连玉君和钟经樊,2007<sup>[9]</sup>;Huang和Ritter,2009<sup>[10]</sup>;Elsas和Florysiak,2015<sup>[11]</sup>;Flannery和Hankins,2013<sup>[12]</sup>),将其成熟的分析方法引入本文,构建实证模型估计目标职能成本结构以及制造业企业在面临技术冲击、交易冲击和市场冲击后向目标职能成本结构调整的速度,并且通过分析影响调整速度快慢的因素,间接地考察调整成本问题。由于本文的主题并非研究资本结构的动态调整,因此对资本结构调整理论不再做详细介绍。事实上,本文只是采用了其研究方法,研究的问题和理论依据都是完全不同的。

借鉴公司金融领域中的资本结构部分调整模型,本文用如下的调整模型来描述制造业企业职能成本结构的动态调整过程:

$$FC_{it} - FC_{it-1} = \delta_{it}(FC_{it}^* - FC_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, $FC_{it}^*$ 和 $FC_{it}$ 分别表示制造业企业*i*在第*t*年的目标职能成本结构和实际职能成本结构。 $\delta_{it}$ 为调整系数,表示在一个年度内制造业企业的职能成本结构向最优水平调整的快慢,间接反映调整成本的大小。若 $\delta_{it} = 1$ ,则表明公司可以在一个期间内完成全部调整,即不存在调整成本,那么公司在第*t*年的职能成本结构处于最优水平上;若 $\delta_{it} = 0$ ,则表明调整成本大于经由调整而获得的收益,以至于公司不做任何调整,其在第*t*年的职能成本结构仍然保持在前一年的水平上。如果 $0 < \delta_{it} < 1$ ,则说明在存在调整成本的情况下,公司只进行了部分调整。通过变形,(1)式可以表示为:

$$FC_{it} = \delta_{it}FC_{it}^* + (1 - \delta_{it})FC_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

<sup>①</sup>只要企业严格按照会计核算制度去衡量销售费用,则这一融合即便是流程的融合,也不应是会计核算的混淆。

<sup>②</sup>马克思.资本论(第三卷)[M].人民出版社,1976年,第319页。



在(2)式中目标职能成本结构  $FC_{it}^*$  属于无法观测到的企业内部决策变量,为了能够进行实证检验,设定目标职能成本结构为如下的线性函数形式:

$$FC_{it}^* = \sum_j \alpha_j Y_{jit} + F_i \quad (3)$$

其中,  $Y_{it}$  是一组可观测到的影响企业目标职能成本结构的特征变量,  $F_i$  是不可观测的企业固定效应。

如果单独估计静态模型(3),其本质上在于假设  $\delta_{it} = 1$ ,这一严格假设可能不符合现实制造业企业的职能成本结构调整现状。事实上,由于调整成本的存在,  $\delta_{it}$  也是内生的,应同时估计目标职能成本结构  $FC_{it}^*$  和调整系数  $\delta_{it}$ ,即将模型(3)代入模型(2)中,得到下列动态模型:

$$FC_{it} = \delta_{it} \left( \sum_j \alpha_j Y_{jit} + F_i \right) + (1 - \delta_{it}) FC_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

随后,为了分析调整系数的影响因素,本文同时构建了调整系数  $\delta_{it}$  的回归方程,设定为如下的线性函数形式:

$$\delta_{it} = \sum_j \beta_j Z_{jit} \quad (5)$$

其中,  $Z_{it}$  为一组影响调整系数的变量。

借鉴 Faulkender 等(2012)<sup>[13]</sup>、黄继承等(2015)<sup>[14]</sup> 的做法,在设定调整系数  $\delta_{it}$  的回归方程以后,本文根据模型(4)的估计参数得到目标职能成本结构  $FC_{it}^*$ ,以模型(1)为基准模型,通过添加指定变量  $Z_{it}$  与偏离程度  $(FC_{it}^* - FC_{it-1})$  交互项的方式以检验(5)式中各个变量  $Z_{it}$  对职能成本结构调整速度的影响,即,估计以下方程:

$$FC_{it} - FC_{it-1} = \left( \sum_j \beta_j Z_{jit} \right) \times (FC_{it}^* - FC_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

## (二) 职能成本结构的度量

衡量制造业企业在生产职能和流通职能的执行其实有两个角度,一是利用投入指标衡量,二是使用产出指标衡量。本文倾向于使用投入指标衡量,即用成本结构来反映制造业企业的生产—流通职能安排。使用这一衡量主要基于以下原因:首先,企业更容易做到的是控制投入而非控制产出,毕竟产出需要企业将产品放到市场上销售,更多地受到市场环境的影响,超出了企业的直接控制范围;其次,生产和流通在时间上继起,空间上并存,企业的产出指标往往反映的是企业执行生产职能和流通职能的综合结果,即最后总利润的获取是企业生产职能部门和流通职能部门共同努力的结果。同时,本文遵循公司金融领域的指标选取原则,利用会计科目的设置依据来间接反映企业的经济活动。在会计科目设置逻辑中,主营业务成本从定义上即表示当期已销售商品的生产成本,从构念上与企业的生产职能执行成本是一致的,同时,作为损益类科目,在每期期末的时候要进行结转;而销售费用科目衡量的是当期销售商品发生的各项费用,包括企业在销售商品过程中发生的包装费、保险费、展览费、广告费、运输费、装卸费等费用,以及企业为销售本企业商品而专设的销售机构的职工薪酬、业务费等经营费用,从构念上与企业的流通职能执行成本是一致的,也是损益类科目,从计量口径上与主营业务成本相匹配。因此,本文用主营业务成本表示制造业企业主要执行生产职能时发生的成本,用销售费用表示制造业企业主要执行流通职能时发生的成本,职能成本结构从而表示为销售费用占主营业务成本与销售费用之和的比值。

## (三) 目标职能成本结构的拟合变量

受信息不完全的影响,因为难以确定需求在哪里,有多少需求,制造业企业进行生产决策的能力将大大受到限制,制造业企业只能依据其面对的有限市场来推测整体市场的状况。流通商的出现有效降低了由信息不完全引起的不确定性风险,通过集中大量的供给和需求,发挥拍卖师作用使得供需趋于均衡。制造业企业似乎因此能从流通阶段解放出来,专心于生产,致力于研究更高效的生产方法,降低生产成本。但流通商可能无法完全发挥其拍卖师作用,例如受限于流通商经营技术的限制或者市场分割的影响,流通商

开拓市场的能力不足,则制造业企业可能仍然需要自己进行流通投入。即便流通商完全发挥了作用,流通商也不可能购买任何价格的任何商品,当整个社会的该类产品出现过剩时,流通商将拒绝购买制造业企业生产的全部产品,或者不愿意以制造业企业期望的价格进行购买。于是,对于个别制造业企业而言,如果无法迅速转变生产方式,转向其他产品的生产,就只能通过增加流通投入的方式参与到流通领域的销售竞争之中,这两重原因都使得制造业企业不能完全从流通阶段解放出来。制造业企业对于流通商的这种依赖和独立的交织、徘徊也使得制造业企业的最优职能成本结构安排变得更为复杂敏感。为此,本文主要从三个方面选择目标职能成本结构的拟合变量。

**1. 生产层面。**生产能力的提高是制造业企业的原始冲动,也是制造业企业与其他竞争对手竞争的重要手段。因为生产能力的提高使得制造业企业能够用更低的生产成本生产,当销售价格与竞争对手一样时,就能获取更多的利润。但另一方面,生产能力的急剧提高可能使得产品过剩,制造业企业因此需要投入更多的资源到流通领域上去,这两方面共同作用之下会使得制造业企业职能成本结构指标趋于增大。生产能力的提高主要受企业技术创新、企业规模和制度安排的共同影响。

企业技术创新使得制造业企业可以通过引入更为先进的质量改进技术甚至全新的创造性毁灭技术,来提高其生产能力,降低生产成本,更好地满足消费者需求,从而确保其在激烈的市场竞争中脱颖而出。文献中常常使用研发费用率代表企业的技术创新水平,事实上,企业只有在进行自行研发技术时,才会归总研发费用,企业购入的其他技术并未在此指标中有所体现。因此本文使用无形资产占总资产的比率来衡量企业的技术创新水平。<sup>①</sup>

企业规模对生产能力的影响通常和经济学中的规模经济概念联系在一起,在规模经济的作用下,企业规模越大,单位商品的生产成本越低。另外,生产资本在一段时间内存在于商品之中,为了使生产不致中断,企业实际上需要预付大量的生产资本。因此,企业规模越大,生产中断的可能性越小,间接地提高了企业的生产能力。对于企业规模,本文用总资产的自然对数表示。

在企业达到一定生产规模之后,企业的制度安排便显得尤其重要。制度安排主要表现为各种所有制安排。具体而言,资本所有制作为资本所有权的制度安排,表现为资本结构(用资产负债率来衡量)或所有权结构(用国有股占总股本的比例来衡量);企业所有制作为企业所有权的制度安排,表现为公司的治理结构<sup>[15]</sup>,也间接反映了企业的组织管理水平,本文使用独立董事的比例来反映。

**2. 流通层面。**根据销售努力的程度不同,可以将制造业企业介入流通领域的方式划分为以下两种:一是新的流通渠道的构建,二是现有流通渠道的控制。前者是指,在流通商不能完全发挥作用时,制造业企业为了销售产品自建流通渠道;制造业企业的纵向一体化对于制造业企业而言是买入了新的流通渠道,所以也可以划分为这一类。后者则是指即便流通商完全发挥作用,但由于生产过剩,制造业企业需要和其他制造业企业同行竞争,制造业企业会通过维持转售价格(RPM)、捆绑定价、特许使用费和专营协议等契约形式对流通商实行纵向控制。依据现有的财务公开数据,本文难以衡量新流通渠道的构建对制造业企业职能成本结构的影响,但本文可以从一个侧面来间接探讨这一问题,即对商业环境的讨论,因为商业环境属于市场层面上的问题。因此本文在市场层面再来构建指标量化这一效应。

在这一层面,考虑设置指标来衡量制造业企业对于现有流通渠道的控制,注意到控制程度的强弱本身意味着制造业企业与流通商之间的实力对比,因此本文利用销售依存度来间接反映。销售依存度是指制造业企业销售的产品通过主要流通商销售的比例。根据财务报表的数据公开情况,本文选用前五大流通商占公司总销售收入的比例来反映,这一指标越大,说明制造业企业越依赖于流通商销售其产品,相应地,制造业企业职能成本结构这一指标也就更小。

<sup>①</sup>本文主要基于制造业企业技术存量的角度来考虑其技术创新水平,采用这一指标有助于衡量企业在生产职能执行中投入的所有技术创新要素;加之,企业在对无形资产进行会计核算时,会对其进行摊销,也能够更为准确地反映企业目前的技术存量。

其他的更为直接影响制造业企业销售努力的指标包括企业的库存状况、商品周转状况和企业的品牌价值。企业的库存率越高,流通渠道越不通畅;商品周转越慢,则说明企业流通效率越低<sup>[16]</sup>。制造业企业为了实现商品价值,需要加大流通职能的投入,从而改变职能成本结构。这里,使用存货占主营业务收入的比例表示库存率,用存货周转率表示商品周转状况。品牌的形成对制造业企业而言,相当于实现了产品差异化,包括横向产品差异化和纵向产品差异化。这也就意味着,品牌价值越高,一方面可能是因为制造业企业投入了更高的生产努力,提供了更为优质的产品;另一方面也可能是因为制造业企业投入了更高的销售努力,进行了良好的宣传。如何提升品牌价值,依赖于企业在执行生产职能和流通职能时的比较优势,从而改变职能成本结构。对于品牌这一指标,本文使用了世界品牌实验室确定的中国企业品牌500强名单来设置虚拟变量,对于各年度500强名单中的企业赋值为1,反之,未在名单中公布的企业赋值为0。

**3. 市场层面。**在市场经济中,制造业企业要将其作为商品形式投入流通的价值额抽取出来,就需要到市场上和其他制造业企业竞争,从而将价值转化为生产价格,获取生产价格超过成本价格的那部分余额——利润。如果制造业企业同时执行了流通职能,它同时也获得了商品实际价格超过生产价格的那部分余额——商业利润。从市场层面分析,制造业企业是否能获取更多的超过平均利润的超额利润,主要取决于制造业企业所在的市场能否在不断的不平衡中实现平均化。

具体而言,对市场的分析主要包括制造业企业面临的行业竞争程度、流通层面中提到的商业环境以及反映经济地理影响的区域环境。行业竞争程度不同直接影响到制造业企业的生产策略和流通策略,当企业所在行业的竞争程度不高时,它缺乏动力去降低生产成本,改善流通渠道,职能成本结构指标可能会更小。这里,本文用赫芬达尔指数来衡量同一行业中各个制造业企业面临的竞争程度。商业环境的讨论主要是为了考虑外部流通商的发展程度,外部流通商发展程度越低,开拓市场的能力越弱,可能需要制造业企业投入更多的销售努力介入到流通职能的执行中。因此本文用外部流通商发展程度来反映商业环境,具体来说,使用的是制造业企业总部所在地区的批零售业增加值占GDP的比例这一指标。最后,由于中国区域经济发展不均衡,各个区域存在明显的俱乐部经济特质,因此,本文也考虑了区域环境对制造业企业职能成本结构的影响,使用人均实际GDP的自然对数来反映。

#### (四) 调整系数的拟合变量

制造业企业进行职能成本结构调整时往往会面临较大的调整成本,这主要是因为企业为执行生产职能和流通职能所投入的资产有很大一部分属于专用性资产或者预付资本的范畴,在不牺牲价值的条件下,专用性资产较难转换为执行其它职能的资产<sup>[17]</sup>,预付资本也因为沉淀在商品中而难以及时进行再投资。因此,企业在改变其职能成本结构时,可能受到融资能力、资本周转速度和资产变现能力三方面的限制。融资能力可能会从两个层面影响职能成本结构调整速度:一方面,融资能力强则允许企业快速进行追加投资,从而根据企业和市场环境的变化,更为及时地调整职能成本结构;另一方面,融资能力强会导致企业管理者具有投资冲动,过度投资,使得企业无法及时调整职能成本结构。在此,选用融资约束指标作为融资能力的反向指标,在Kaplan和Zingales(1997)<sup>[18]</sup>所提到的KZ指数方法的基础上,结合李科和徐龙炳(2009)<sup>[19]</sup>以及魏志华、曾爱民、李博(2014)<sup>[20]</sup>为贴合中国实际所作出的修正处理,使用Ordered Logit模型对公司的经营现金流、现金持有水平、资本结构、派现水平和Tobin Q进行回归,最后以拟合出来的融资约束指数(KZ指数)来度量公司的融资约束水平。KZ指数越高,说明公司面临的融资约束水平越高,从而融资能力越弱。而资产周转速度越快,企业收回其预付资本的速度也就越快,从而调整其职能成本结构时遇到的调整成本也就越小,在此,选用总资产周转率表示。最后,资产变现能力代表制造业企业在进行职能转换时,在既不能及时融集新的资本,也不能快速收回预付资本的情况下,通过变现资产实现职能成本结构调整的能力,也间接地从反向衡量了资产专用性程度。一般而言,现金的可变现能力最强,流动资产次之,因此,在这里本文使用现金持有和流动资产占总资产的比例来表示资产变现能力。

模型中用到的各个变量列举在表1中。



表1 变量列表

符号	名称	定义
FC	职能成本结构	销售费用/(主营业务成本+销售费用)
IA	企业技术储备	无形资产/总资产
Scale	企业规模	总资产的自然对数
Lev	资本结构	总负债/总资产
Sshr	所有权结构	国有股股数/总股本
CopGov	治理结构	独立董事人数/董事会人数
TopFive	销售依存度	前五大销售客户占公司总销售收入的比例
IR	库存率	存货/主营业务收入
ITR	存货周转率	主营业务成本/存货平均余额
Brand	品牌	根据世界品牌实验室的中国企业品牌500强来设置虚拟变量
HIHI	行业竞争程度	赫芬达尔指数
Distr	商业环境	批零售业增加值占GDP的比例
Econ	区域环境	人均实际GDP的自然对数
CF	经营现金流	经营性现金流量净值/期初总资产
Cash	现金持有	货币资金/期初总资产
Tobin	Tobin Q	(股权市值+净债务市值)/总资产
Div	派现水平	现金股利/期初总资产
KZ	融资能力	KZ指数 <sup>①</sup>
ATR	资产周转速度	销售收入总额/资产平均总额×100%
Cash	变现能力1	货币资金/期初总资产
Cur	变现能力2	流动资产/总资产

### 三、实证研究结果与分析

#### (一) 样本选择

本文的目标是分析制造业企业的目标职能成本结构决定,以及影响其调整目标职能成本结构的因素。目前国内常用的制造业企业数据库包括上市公司数据和中国工业企业数据库,但由于本文某些指标涉及较严格的信息披露要求,如 Tobin Q 值需要有公司的市价、治理结构和销售依存度等指标,中国工业企业数据库中也并未公布,因此本文主要以 2003-2014年沪深两市制造业上市公司为研究对象。根据证监会上市公司行业分类指引(2012版)中对于上市公司主营业务的分类,制造业门类 C 包括13~43大类,以此为基准确定计算行业竞争度的行业范围。同时,为了避免由于部分行业内公司数目过少而造成统计检验量的偏误,本文对年均公司数目小于10家的行业进行了合并,最终得到18个行业细分大类<sup>②</sup>。另外,本文剔除了

<sup>①</sup>根据 Ordered Logit 回归结果,  $KZ = -2.7544 * Cash - 32.2374 * Div - 6.9126 * CF + 0.5122 * Tobin + 5.4338 * Lev$ 。

<sup>②</sup>其中,C13农副食品加工业与C14食品制造业合并为一个大类;C17纺织业、C18纺织服装、服饰业和C19皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业合并为一个大类;C20木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业,C21家具制造业,C22造纸和纸制品业,C23印刷和记录媒介复制业,C24文教、工美、体育和娱乐用品制造业合并为一个大类;C25石油加工、炼焦和核燃料加工业,C26化学原料,化学制品制造业合并为一个大类;C28化学纤维制造业与C29橡胶和塑料制品业合并为一个大类;C40仪器仪表制造业和C41其他制造业合并为一个大类。另外,C16烟草制品业、C42废弃资源综合利用业与C43金属制品、机械和设备修理业这几个大类在样本收集期间内没有上市公司。

ST公司的数据,剔除了重要变量缺失的数据,并且为控制极端值,对所有生产层面和流通层面数据进行了1%和99%的Winsorize处理。大部分生产层面和流通层面数据和调整系数拟合变量来自于国泰安数据库(CSMAR),品牌数据来自世界品牌实验室网站,销售依存度数据来源于公司年报的手工收集,商业环境和区域环境数据来自于中经网。经过处理后,本文最终获得10069个样本数,由于在部分调整模型中使用了滞后解释变量,所以实际的回归总样本为8692个。

## (二) 描述性统计

表2中列示了文中表1中所涉及变量的基本统计量。同时,根据职能成本结构这一指标的分行业统计结果,对18个行业大类进行分组,将职能成本结构行业内均值高于总均值的行业视为高流通投入行业(主要包括C13+C14,C15,C27,C38和C40+C41这五个行业大类),其余的视为低流通投入行业。因此,表2的后三列中也分别报告了低流通投入行业和高流通投入行业各个变量的均值以及组间均值T检验值。

从组间均值T检验来看,在1%的显著性水平下高流通投入行业与低流通投入行业在大部分变量上具有显著差异,只有公司治理结构(CopGov)、商业环境(Distr)和区域环境(Econ)这三个变量在1%的显著性水平下可以认为并无显著差异,但也都在10%的显著性水平下具有显著差异。与低流通投入行业相比,高流通投入行业在技术储备(IA)、库存率(IR)、品牌(Brand)、行业竞争程度(HIHI是行业竞争程度的反向指标)、融资能力(融资约束指标KZ是融资能力的反向指标)、快速变现能力(Cash)和中期变现能力(Cur)这些指标上更高,但在公司规模(Scale)、资产负债率(Lev)等其他指标上则较低。

表2 描述性统计

	均值	标准差	中位数	低流通投入行业	高流通投入行业	T值
FC	0.0913	0.1055	0.0546	0.0609	0.17	-52.50***
IA	0.0422	0.0366	0.0336	0.0391	0.0502	-13.72***
Scale	21.6446	1.1224	21.5023	21.7225	21.443	11.27***
Lev	0.4422	0.2016	0.4461	0.4557	0.4073	10.87***
Sshr	0.1344	0.2168	0	0.1456	0.1053	8.40***
CopGov	0.349	0.1076	0.3333	0.3503	0.3456	1.95*
Topfive	0.2861	0.1908	0.2331	0.3001	0.2498	11.95***
IR	0.2737	0.2216	0.2099	0.2657	0.2945	-5.87***
ITR	4.6536	3.4906	3.7313	4.9573	3.8673	14.19***
Brand	0.1219	0.3271	0	0.0951	0.191	-13.30***
HIHI	0.0803	0.0548	0.0666	0.0827	0.0743	6.91***
Distr	0.1155	0.1521	0.0952	0.1171	0.1112	1.73*
Econ	10.1655	0.6277	10.2412	10.1724	10.1476	1.78*
KZ	2.0268	3.0389	2.2647	2.107127	1.818786	4.27**
ATR	0.7597	0.4952	0.648	0.7704	0.7321	3.48***
Cash	0.227	0.3441	0.1683	0.2198	0.2455	-3.37***
Cur	0.5584	0.1735	0.5674	0.5474	0.5869	-10.31***

注: \*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%和1%显著性水平下显著,下同。

图1报告了2003—2014年各年制造业上市公司职能成本结构这一指标的均值。从制造业上市公司职能成本结构演进趋势可以发现,不管是对全样本进行分析,还是区分为高流通投入行业与低流通投入行业分别进行分析,2003—2007年间,制造业上市公司职能成本结构演进情况大体上表现为下降态势,而2007—



2014年期间,制造业上市公司职能成本结构的整体演进趋势明显地表现为上扬。对这一演进趋势,本文认为可能是受到了2007年底的美国金融危机和消费者主权意识崛起的共同影响,本质上,成本曲线所包含的费用,只是为了迎合需求而进行的生产投入,而流通投入则是为了改变产品需求曲线的位置或形状<sup>[21]</sup>。由于受到出口压力的影响,大批制造业企业转而拓展内销市场,而同时,消费者主权意识崛起,开始注重个性消费,消费者在消费数量得到满足的同时消费倾向日益呈现多样化趋势<sup>[22]</sup>,在这一趋势下,中国制造业企业越来越注重加强流通投入以谋求改变产品需求曲线。

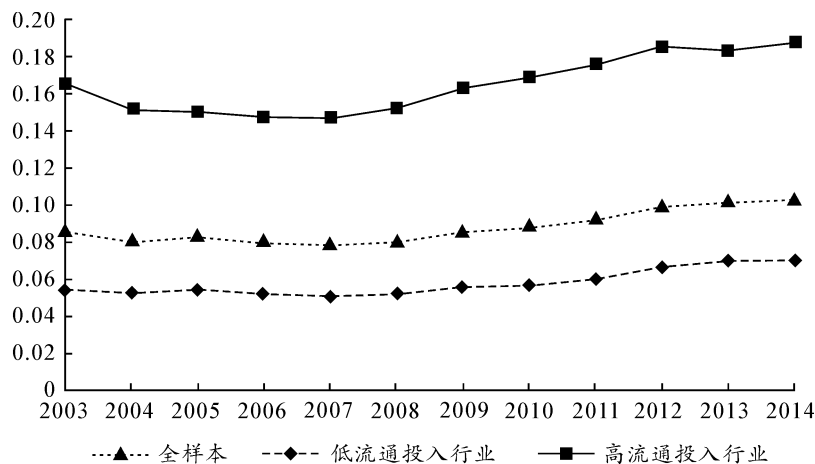


图1 2003-2014年间制造业上市公司职能成本结构演进趋势图

### (三) 实证结果

本文的实证分析主要包括两个方面:首先通过估计模型(4)来确定目标职能成本结构 $FC_{it}^*$ 和调整系数 $\delta_{it}$ ;然后通过估计引入影响调整系数 $\delta_{it}$ 的变量组 $Z_{it}$ 与偏离程度 $(FC_{it}^* - FC_{it-1})$ 交互相乘项的模型(6)来分析哪些变量会影响到调整系数。

模型(4)由于在方程右边包含了被解释变量的滞后项,因此是一个动态面板模型。一些随时间不变的公司固定效应因为不可观测,所以包含在模型估计方程的误差项中,可能与被解释变量的滞后项高度相关,从而带来内生性问题,忽略这一问题将使得模型估计参数有偏;另外,面板数据的其他问题,如遗漏变量问题、序列相关问题,都会在一定程度上导致统计检验不可靠。计量技术的发展使得经济学家衍生出越来越多估计方法致力于解决这些问题,包括:混合OLS估计(OLS)、Fama—MacBeth估计(FM)、固定效应估计(FE)、Arellano和Bond(1991)的差分GMM估计(AB)、Blundell和Bond(1998)的系统GMM估计(BB)、长差分估计(LD)、纠偏LSDV估计(LSDVC)以及双边截取Tobit估计(DPD)等等。各种方法估计出来的系数大小可能相差甚远,但目前为止,到底哪一种方法能够适用于所有通行数据结构并无定论。事实上,每一种方法都有其适用范围。

因此根据Flannery和Hankins(2013)<sup>[12]</sup>、以及顾乃康等(2013)<sup>[23]</sup>利用蒙特卡洛模拟技术进行的详细分析,同时考虑到本文的数据是大N小T的非平衡面板数据,混合OLS估计由于未考虑遗漏的固定效应导致的序列相关,引入被解释变量的滞后项导致的内生性问题而使得估计结果有偏;而Fama—MacBeth估计虽然解决了截面相关问题,但无法解决序列相关问题;固定效应估计无法解决内生性问题,且忽视了短面板偏差问题(Short Panel Bias);差分GMM估计可能出现弱工具变量的问题;长差分估计会牺牲大量有效样本;双边截取Tobit估计对样本的分布形态或数据结构较为敏感。因此,本文主要采用了系统GMM估计(BB)和纠偏LSDV估计(LSDVC)这两种估计方法。同时,本文也分别对低流通投入行业和高流通投入行业进行回归。模型(4)的系统GMM回归结果如表3所示,纠偏LSDV回归结果如表4所示。

表3 职能成本结构的系统 GMM 回归结果

	全样本		低流通投入样本		高流通投入样本	
	估计值	标准误	估计值	标准误	估计值	标准误
L. FC	0.7590 ***	0.0182	0.6681 ***	0.0200	0.7095 ***	0.0315
IA	0.0062	0.0202	-0.0082	0.0159	0.0605	0.0502
Scale	-0.0079 ***	0.0016	-0.0020 *	0.0011	-0.0193 ***	0.0047
Lev	-0.0176 ***	0.0053	-0.0128 ***	0.0040	-0.0281 *	0.0148
Sshr	0.0020	0.0039	0.0003	0.0028	0.0011	0.0126
CopGov	-0.0126 **	0.0058	-0.0070	0.0044	-0.0299 *	0.0161
Topfive	-0.0080 *	0.0047	-0.0130 ***	0.0034	-0.0045	0.0139
IR	0.0312 ***	0.0040	0.0187 ***	0.0031	0.0485 ***	0.0102
ITR	-0.0029 ***	0.0003	-0.0015 ***	0.0002	-0.0081 ***	0.0010
Brand	-0.0026	0.0033	0.0007	0.0025	-0.0083	0.0088
HIHI	-0.0520 **	0.0227	0.0046	0.0155	-0.2316 ***	0.0672
Distr	-0.0308	0.0214	0.0112	0.0163	-0.1867 ***	0.0520
Econ	0.0117	0.0077	0.0261 ***	0.0059	0.0107	0.0166
_cons	0.0946	0.0888	-0.2065 ***	0.0673	0.4454 **	0.2057
年份	YES	YES	YES			
行业	YES	YES	YES			
样本数	8692	6269	2423			

表4 职能成本结构的纠偏 LSDV 回归结果

	全样本		低流通投入样本		高流通投入样本	
	估计值	标准误	估计值	标准误	估计值	标准误
L. FC	0.7722 ***	0.0113	0.6875 ***	0.0133	0.7519 ***	0.0215
IA	-0.0005	0.0152	0.0133	0.0115	-0.0502	0.0382
Scale	-0.0036 ***	0.0009	-0.0017 **	0.0008	-0.0119 ***	0.0027
Lev	-0.0144 ***	0.0034	-0.0047	0.0032	-0.0301 ***	0.0109
Sshr	0.0007	0.0024	-0.0014	0.0022	-0.0037	0.0083
CopGov	-0.0055	0.0046	-0.0039	0.0032	-0.0120	0.0154
Topfive	-0.0154 ***	0.0035	-0.0146 ***	0.0027	-0.0175 *	0.0102
IR	0.0084 ***	0.0026	0.0115 ***	0.0025	0.0111 *	0.0066
ITR	-0.0018 ***	0.0002	-0.0010 ***	0.0002	-0.0051 ***	0.0007
Brand	-0.0004	0.0019	-0.0003	0.0019	0.0016	0.0068
HIHI	-0.0134	0.0130	0.0141	0.0090	-0.1270 **	0.0577
Distr	0.0078	0.0161	0.0082	0.0111	0.0087	0.0569
Econ	0.0077 *	0.0046	-0.0006	0.0052	0.0100	0.0168
年份	YES	YES	YES			
行业	YES	YES	YES			
样本数	8692	6269	2423			

从表3和表4来看,不管是采用系统 GMM 估计方法还是纠偏 LSDV 估计方法,对于全样本而言,职能成本结构(FC)的滞后一阶变量(L. FC)前的系数均在1%的水平上显著,系数估计值也大致相同,一个是0.7590,另一个是0.7722。即在这两种方法估计下,在全样本研究区间内,中国制造业上市公司职能成本结构的年平均调整速度分别为24.1%和22.78%。分别以这两个调整系数计算,制造业上市公司向目标职能成本结构水平复归一半所需的平均时间分别是2.87年和3.04年。对于低流通投入样本而言,年平均调整速度分别为33.19%和31.25%,复归一半所需的平均时间分别是2.09年和2.22年;而对于高流通投入样本而言,年平均调整速度更慢,分别为29.05%和24.81%,复归一半所需的平均时间分别是2.39年和2.79年。

就目标职能成本结构的影响因素而言,提请注意的是,表3和表4中各个变量前的系数是由模型(4)估计而来,并不是模型(3)中目标职能成本结构  $FC_{it}^*$  方程中各个变量前系数  $\alpha$  的直接度量。从模型(4)的方程表达式可知,真实的  $\alpha$  应该是表3和表4中各个变量前的系数再乘以调整系数  $\delta$  (即0.241和0.2278),但这里主要讨论其方向和显著性水平。因此,从表3和表4的回归结果来看,在全样本中,均显示出与目标职能成本结构显著负相关的因素有:公司规模(Scale)、资本结构(Lev)、销售依存度(Topfive)和存货周转率(ITR);均显示出与目标职能成本结构显著正相关的因素是库存率(IR)。这说明:(1)公司规模越大,制造业企业越专注于生产职能投入,减少流通投入。这可能是因为对于制造业企业而言,它更容易实现生产上的规模经济,从而随着公司规模的扩大,规模经济的正向反馈效应使得其进一步增加生产职能投入。(2)资本结构与目标职能成本结构显著负相关,则意味着资产负债率越高的制造业企业,其生产投入越多,流通投入越少。这从一个侧面说明生产投入更依赖于企业的负债融资,可能的原因在于,一般而言,生产投入的资金周转周期会比流通投入的资金周转周期更长,单纯依靠企业自有资本可能难以扩大生产。(3)销售依存度则从一个侧面反映制造业企业的流通渠道控制能力,销售依存度指标越高,说明越依赖于销售客户,对流通渠道的控制能力就越弱。这一指标与目标职能成本结构显著负相关,说明对流通渠道的控制能力就越弱,越依赖于销售客户,企业的流通职能投入也会相应减少。(4)存货周转率与目标职能成本结构的显著负相关关系,以及库存率与目标职能成本结构的显著正相关关系,说明存货周转率越慢,库存率越高,制造业企业流通渠道不顺畅的时候,会增加流通投入在总投入中的比例。(5)在系统GMM回归结果中,行业竞争程度(HIHI)这一指标与目标职能成本结构显著负相关,说明行业集中度越低,行业竞争越激烈,制造业企业也会加强流通投入,当然这一关系在全样本中并不稳健。(6)在纠偏LSDV回归结果中,则发现区域环境(Econ)前的系数在10%的水平上显著为正,说明制造业企业所在地区越发达,人均GDP水平越高,制造业企业流通投入比例越高,不过这一关系也并不稳健。

从低流通投入样本回归结果来看,大部分变量前的系数符号和显著性水平与全样本一致,但也有两个自身的特点:(1)资本结构(Lev)这一变量的结果并不稳健。可能的原因是,对于流通投入较低的行业而言,即便内外部环境发生变化,需要增加流通投入比例,但本身基数较低,所以增加的数额总量也并不多,因此,并不强烈依赖于负债融资占比。(2)行业竞争程度(HIHI)这一指标前的系数符号变为正号,但在两个模型中都不显著,说明对于低流通投入行业而言,当面临更激烈的行业竞争时,其流通投入也不必然发生显著改变。

从高流通投入样本回归结果来看:(1)与全样本回归结果和低流通投入样本回归结果不同,行业竞争程度(HIHI)这一指标前的系数显著为负,且较为稳健。说明高流通投入企业在面临更高的行业竞争时,其倾向于同时提高流通投入比例。(2)与低流通投入样本回归结果相比,其资本结构(Lev)这一变量的结果较为稳健,显著为负,说明高流通投入企业在资产负债率提高时,其流通投入比例会降低。

随后,根据模型(4)确定的估计参数,计算得出目标职能成本结构  $FC_{it}^*$  与偏离程度  $(FC_{it}^* - FC_{it-1})$ ,本文进一步估计了模型(6),结果如表5和表6所示。

表5 职能成本结构调整速度影响方程(目标职能成本结构根据BB法计算)

	全样本		低流通投入样本		高流通投入样本	
	估计值	标准误	估计值	标准误	估计值	标准误
Dev	0.1712***	0.0141	0.3521***	0.0213	0.2379***	0.0318
KZ × Dev	0.0060***	0.0010	0.0001	0.0013	0.0085***	0.0031
ATR × Dev	-0.0207***	0.0080	-0.0164	0.0130	-0.0532***	0.0142
Cash × Dev	0.0526***	0.0065	0.0198**	0.0088	0.0720***	0.0146
Cur × Dev	0.0816***	0.0231	0.0419	0.0328	0.0235	0.0501
_cons	-0.0005	0.0003	-0.0000	0.0002	-0.0020*	0.0010
样本数	8692	6269	2423			
R <sup>2</sup>	0.1678	0.2173	0.2180			



表6 职能成本结构调整速度影响方程(目标职能成本结构根据 LSDVC 法计算)

	全样本		低流通投入样本		高流通投入样本	
	估计值	标准误	估计值	标准误	估计值	标准误
Dev	0.3162***	0.0115	0.4446***	0.0127	0.3331***	0.0142
KZ × Dev	0.0028***	0.0007	-0.0005	0.0005	0.0013**	0.0006
ATR × Dev	-0.0153***	0.0057	0.0052	0.0041	-0.0070*	0.0038
Cash × Dev	0.0285***	0.0045	0.0200*	0.0118	0.0138***	0.0036
Cur × Dev	0.0588***	0.0165	-0.0002	0.0035	0.0097	0.0109
_cons	0.0658***	0.0015	0.1056***	0.0025	0.3466***	0.0136
样本数	8692	6269	2423			
R <sup>2</sup>	0.2243	0.2582	0.2621			

从表5和表6的回归结果来看,对于全样本而言:(1)KZ × Dev 前的系数均显著为正,说明融资约束指标越大,融资能力越低,会刺激制造业企业加快职能成本结构的调整速度。(2)ATR × Dev 前的系数均显著为负,它指的是,总资产周转速度越快,职能成本结构的调整速度反而越慢。这与常识相违背,可能的原因是,企业收回预付资本的速度更快,企业也就越倾向于认同其原有的经营模式和原有的生产、流通投入安排,不会轻易改变职能成本结构,反而是总资产周转速度越慢的时候,企业开始反思其职能安排,有助于加快职能成本结构调整速度。(3)Cash × Dev 前的系数显著为正,因而,企业短期即时变现能力越强,职能成本结构的调整速度越快。Cur × Dev 前的系数显著为正也说明了企业中期变现能力更强有助于企业更快调整其职能成本结构。

对于两个分组样本而言,通过对比分析,也能得出一些更为细致的结论:(1)不管是低流通投入行业还是高流通投入行业,企业短期即时变现能力越强都有助于加快职能成本结构调整速度,不管模型中用到的目标职能成本结构是采用系统 GMM 还是纠偏 LSDV 计算而得。(2)在高流通投入行业样本中,ATR × Dev 前的系数依然显著为负,而在低流通投入行业样本中则变得不显著,说明总资产周转速度对于职能成本结构调整速度的反向作用在高流通投入行业更明显。(3)企业中期变现能力在分组样本回归结果中,对于加快职能成本结构调整速度并无显著效果。中期变现能力的结果不够稳健,企业主要依赖短期即时变现能力实现其职能成本结构调整目标。(4)在高流通投入行业样本中,KZ × Dev 显著为正,但在低流通投入行业样本中,则变得不显著,说明融资能力对企业加快职能成本结构的调整速度的刺激作用主要集中于高流通投入行业。

## 四、结 论

本文借鉴公司金融领域对资本结构的分析方法,通过构建动态面板模型,探讨分析了制造业企业的目标职能成本结构决定问题以及职能成本结构调整速度问题。文中,使用职能成本结构这一概念主要是为了研究制造业企业中流通投入占生产—流通总投资的比例,生产和流通作为经济曲线的横坐标和纵坐标,不可偏废,两者互相制约,互相影响,共同决定企业的商业利润和经营绩效。这一概念的提出也有助于本文从制造业企业角度说明商业资本与产业资本的融合问题,在社会总资本通过采取货币资本、生产资本和商品资本这三种职能形式相应地实现形态变化和循环运动,完成商品的生产 and 流通时,社会总资本中商业资本是否必然从产业资本中分离出来并无定论。在很长一段历史进程来看,随着经济发展,越来越多的商业资本从产业资本中独立了出来,但随着消费者主权意识逐渐崛起,产业关联度进一步加强以后,商业资本与产业资本又开始出现了融合的趋势。以制造业企业为例,其表现为将越来越多的产业资本开始预付或转移到流通,本文构建的2003—2014年的制造业上市公司非平衡面板,确实发现以2007年为分界点,制造业企业的职能成本结构这一指标开始逐年增大。

随后利用系统 GMM 估计和纠偏 LSDV 估计方法,对本文在理论部分提出的目标职能成本结构决定模型进行了全样本估计和分组估计,大致估算出目标职能成本结构调整到一半所需的平均时间,并发现:(1)在全样本中,公司规模(Scale)、资本结构(Lev)、销售依存度(Topfive)和存货周转率(ITR)等因素与目

标职能成本结构显著负相关且较稳健;库存率(IR)与目标职能成本结构显著正相关且较稳健。(2)在系统GMM回归结果中,发现行业竞争程度(HIHI)与目标职能成本结构显著负相关;在纠偏LSDV回归结果中,则发现区域环境(Econ)前的系数在10%的水平上显著为正。(3)模型回归结果也表明,对于流通投入较低的行业而言,公司资本结构(Lev)对目标职能成本结构的影响并不稳健,行业竞争程度(HIHI)这一指标前的系数也并不显著;高流通投入企业则在面临更高的行业竞争时,倾向于同时提高流通投入比例,资本结构(Lev)与目标职能成本结构显著负相关且较稳健。

同时,本文也试图分析职能成本结构调整速度的影响因素,回归结果发现:(1)对于低流通投入行业而言,企业的快速变现能力(Cash)会显著加快职能成本结构调整速度。(2)对于高流通投入行业,除了快速变现能力以外,总资产周转速度和融资能力也会影响到职能成本结构调整速度,但其影响机制更类似于被动应激型,总资产周转速度减慢,融资能力不强时,企业才会快速调整职能成本结构。(3)在全样本下,企业的中期变现能力(Cur)也会显著加快职能成本结构调整速度。

### 参考文献:

- [1]石原武政,加藤司.商品流通[M].吴小丁,王丽等,译.北京:中国人民大学出版社,2004:1-11.
- [2]晏维龙.生产商主导还是流通商主导——关于流通渠道控制的产业组织分析[J].财贸经济,2004(5):11-17.
- [3]鲁品越.流通费用、交易成本与经济空间的创造——《资本论》微观流通理论的当代建构[J].财经研究,2016(1):40-50.
- [4]晏维龙.流通革命与我国流通产业的结构变动[J].财贸经济,2002(10):36-41.
- [5]徐从才.流通理论研究的比较综合与创新[J].财贸经济,2006(4):27-35.
- [6]张洪平,丁堡骏.复活马克思的纯粹流通费用补偿范式[J].当代经济研究,2008(12):1-5.
- [7]FAMA E F, FRENCH K R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt[J]. Review of financial studies, 2002, 15(1):1-33.
- [8]肖作平.资本结构影响因素和双向效应动态模型——来自中国上市公司面板数据的证据[J].会计研究,2004(2):36-41.
- [9]连玉君,钟经樊.中国上市公司资本结构动态调整机制研究[J].南方经济,2007(1):23-38.
- [10]HUANG R, RITTER J R. Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2009, 44(2):237-271.
- [11]ELSAS R, FLORYSIK D. Dynamic capital structure adjustment and the impact of fractional dependent variables[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2015, 50(5):1105-1133.
- [12]FLANNERY M J, HANKINS K W. Estimating dynamic panel models in corporate finance[J]. Journal of Corporate Finance, 2013, 19(1):1-19.
- [13]FAULKENDER M, FLANNERY M J, HANKINS K W, et al. Cash flows and leverage adjustments[J]. Journal of Financial Economics, 2012, 103(3):632-646.
- [14]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.
- [15]刘汉民.所有制、制度环境与公司治理效率[J].经济研究,2002(6):63-68,95.
- [16]李骏阳,余鹏.对我国流通效率的实证分析[J].商业经济与管理,2009(11):14-20.
- [17]WILLIAMSON O E. The economic institutions of capitalism[M]. New York:Simon and Schuster,1985:177-179.
- [18]KAPLAN S N, ZINGALES L. Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow? [R]. Cambridge MA:National Bureau of Economic Research,1995.
- [19]李科,徐龙炳.资本结构、行业竞争与外部治理环境[J].经济研究,2009(6):116-128.
- [20]魏志华,曾爱民,李博.金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J].会计研究,2014(5):73-80,95.
- [21]张伯伦.垄断竞争理论[M].郭佳麟,译.北京:华夏出版社,2009:172-175.
- [22]杜丹清.消费理念多元化视角下的流通模式创新研究[J].经济问题,2013(1):18-22.
- [23]顾乃康,邓剑兰,王贵银.中国企业资本结构动态调整的估计方法与蒙特卡洛模拟[J].数量经济技术经济研究,2013(1):71-87.

