# 新三板上市公司运营资金水平与公司盈利性

## 帅 亮(副教授)

【摘要】公司的运营资金如同公司的血液,影响着公司的盈利性和风险,因此运营资金管理对公司而言至关重要。但是,现有文献对公司运营资金水平和盈利性的关系却未达成一致结论。在对运营资金和盈利性进行文献综述的基础上,使用现金周转期作为衡量运营资金水平的标准,使用资产回报率、运营资金回报率以及净资产回报率作为衡量盈利性的标准,通过建立新三板上市公司运营资金与盈利性的非线性关系模型来探索二者之间的关系。研究发现,最优的运营资金水平确实存在,背离最优的运营资金水平会降低公司盈利性。

【关键词】新三板;运营资金;盈利性;现金周期;资产回报率

【中图分类号】F275 【文献标识码】A 【文章编号】1004-0994(2019)02-0095-7

## 一、引言

新三板的推出,不仅仅是支持高新技术产业的政策落实,或者是三板市场的另一次扩容试验,其更重要的意义在于:它是对全国统一监管下的场外交易市场建立的积极探索,并取得了一定的经验积累。由于"新三板"在我国尚属新生事物,对于新三板企业经营状况的研究在我国还比较薄弱,尤其是在新三板上市公司的运营资金管理与盈利性的关系方面基本处于空白。

目前绝大部分研究认为运营资金管理与盈利性之间存在线性关系。但是Banos等[1]认为,运营资金管理与公司盈利性可能存在着非线性关系。他们认为,即使大家一直认为低水平运营资金会导致更高的收益率,但是也可能会带来销售的损失以及因生产过程中断进而降低公司的盈利性。无论是高水平还是低水平的运营资金管理都会给公司带来成本和收益,这意味着可能存在着最优的运营资金水平。在这一水平上,公司的盈利性是最大化的。高运营资金水平能提高盈利性,因为它可以促进销售,防止生产中断,强化与客户的长期联系。但是,运营资金的最小化也可能导致盈利性提升,因为外部融资成本是高昂的。Autukaite、Molay<sup>[2]</sup>认为,减少运营资金需求将降低融资的需求和资金成本。

基于这两种在公司运营资金水平方面的对立观点,可以认为运营资金管理与盈利性之间可能是倒U型相关而非线性相关,因此使用二次函数来研究二者之间的关系更为合适。运营资金管理对于公司而言十分重要,因为它是平衡风险与盈利性的有效工具。相对于大型企业而言,运营资金管理对中小企业更为重要。Hughes<sup>[3]</sup>对中小企业和大型企业的财务结构研究发现,中小企业更依赖于短期的借贷。中小企业的运营资金管理之所以重要,原因在于其缺少外部融资的渠道,并且将运营资金作为其融资的主要来源。Tauringana、Afrifa<sup>[4]</sup>指出,中小企业的流动性更好,这也使得运营资金管理对于中小企业而言更为重要。

本研究拟对新三板上市公司的运营资金管理进行以下几个方面的分析:首先,本文将检验公司是否存在最优的运营资金水平,在这个水平上公司的盈利性是最大化的。如果运营资金水平与公司盈利性的非线性倒U型关系存在,运营资金水平在背离最优点之后公司的盈利性会出现下降态势。为了解决这一问题,本文借鉴了已有研究成果,使用了最优运营资金水平的残差回归分析。其次,本文针对运营资金水平对新三板上市公司的盈利性影响展开研究。现有关于运营资金水平对盈利性的影响几乎都是针

对大型企业的,缺少针对新三板中小企业的实证研究的结果。本文在新三板上市公司盈利性方面使用资产收益率(ROA)、运营资本回报率(ROCE)和净资产收益率(ROE)三个指标加以衡量。最后,本文的模型使用面板数据进行分析。

## 二、文献综述

- 1. 运营资金。运营资金是企业流动资产总额减流动负债总额后的净额,即企业在经营中可供周转的流动资金净额。由此可知,流动资产和流动负债的变化,都会引起营运资金的增减变化。如流动负债不变,流动资产的增加就意味着营运资金的增加,流动资产的减少就意味着营运资金的减少;如流动资产不变,流动负债增加就意味着营运资金的减少,流动负债减少就意味着营运资金增加。在两者同时变化的情况下,只有两者抵销后的净额才是运营资金的增减净额。
- 2. 盈利性。盈利性是衡量公司盈利能力的重要指标,在我国通常使用资产收益率(ROA)、运营资本回报率(ROCE)和净资产收益率(ROE)三个指标进行衡量。资产收益率(ROA)又称资产回报率,它是用来衡量每单位资产创造多少净利润的指标,计算公式为:资产收益率=净利润/平均资产总额×100%。运营资本回报率(ROCE)用于衡量资本投资效益,是反映公司资本投资效益及盈利能力的比率,计算公式为:运营资本回报率=息税前利润(EBIT)/(总资产-流动负债)×100%。净资产收益率(ROE)反映股东权益的收益水平,用于衡量公司运用自有资本的效率,计算公式为:净资产收益率=税后利润/所有者权益。
- 3. 运营资金管理与盈利性。运营资金周转率通常被用于衡量运营资金管理水平,以年销售净额与营运资金之比表示,反映运营资金在一年内的周转次数。它是根据现代企业制度的要求,为了全面反映企业经济效益状况而设立的一个重要指标。但是运营资金水平与盈利性关系的本质还是取决于公司所选择的特定运营资金管理战略,公司可能会选择保守或者激进的运营资金管理战略。公司选择特定的运营资金管理战略对公司的风险与盈利性会产生重大影响。
- (1)保守的运营资金管理战略会导致更高的运营资金水平,这种战略的目的在于通过增加库存和应收账款来提升销售额,从而提升盈利性。库存的增加会防止生产中断出现,进而降低供给成本和价格

波动。保守战略之所以会提升公司盈利性,是因为它通过提高贸易信贷水平降低了买方与卖方之间的信息不对称。

Blazenko、Vandezande<sup>[5]</sup>认为,保守的运营资金管理战略会带来更多的贸易信贷从而提升公司盈利性,这也可以作为一种产品差异化战略。Wilner<sup>[6]</sup>指出,增加的贸易信贷水平将强化供应商与客户之间的长期关系。保守战略也是一个有效的降价手段,有助于降低交易成本,诱使客户在需求较低时也产生购买行为。但是,运营资金的增加会使现金的机会成本增加,这又会降低公司的盈利性。

Soenen<sup>[7]</sup>指出,运营资金水平过高可能会导致公司破产。Gill等<sup>[8]</sup>利用美国88家上市制造企业2005~2007年的数据来研究公司运营资金水平与盈利性之间的关系,他们发现资金周转期越长的公司盈利性越好。

(2)公司也可以采取激进的运营资金管理战略。 激进的运营资金管理战略将减少库存和应收账款, 这也可能会提高公司盈利性。库存周期的减少将使 仓储成本、保险、损毁以及盗失的成本降低。应收账 款的降低会使公司可用现金流增加,增加的现金可 以用于公司的日常运营,从而减少公司对于成本较 高的外部融资的需求。而且,这些资金还可以存放在 银行获取利息或者投资到可以获得更多盈利的项目 上。激进的运营资金管理战略还可以通过延迟向供 应商付款来提升盈利性。

Falope、Ajilore<sup>[9]</sup>认为,对供应商的延迟支付将增加公司的可用资金。Nobanee、Alhajjar<sup>[10]</sup>对 2132家非金融类的日本上市公司 1990~2004年的面板数据分析发现,公司盈利性与资金周转期负相关,管理者可以通过缩短资金周转期来提高公司的盈利性。王治安、吴娜<sup>[11]</sup>对我国 1050家大型上市公司近五年的财务报表进行了研究,通过净营业周期指标来评价公司运营资金管理和使用效率,研究发现,净营业周期与企业价值之间存在较为显著的负相关关系。顾乃康、孙进军<sup>[12]</sup>以我国沪深两市 1998~2005年的上市公司为样本研究发现,面临融资约束的公司基于预防性动机而持有运营资金的行为更加明显,公司的运营资金持有量与现金流风险呈显著的正相关关系。

# 三、研究假设的提出

有关公司运营资金水平与公司盈利性之间的关 系在学术界一直存在巨大争议。由于公司并不是在 理想市场中经营的,这意味着融资决策会影响公司盈利性。公司的盈利性某种程度上取决于公司的投资决策,而公司的投资决策则主要取决于公司的融资决策。公司具有较强的融资能力有助于公司更好地抓住投资机会,但是融资本身是有成本的,无论是内部融资还是外部融资。

公司外部融资较少使得公司运营资金不充足, 这样会使公司丧失很多的投资机会,从而损害公司 的盈利性;公司外部融资较多使得公司运营资金冗 余,这样会使部分运营资金闲置,从而损害公司的盈 利性。由此认为,采用非线性方法来检验运营资金管 理战略的收益与成本是较为合理的。

本文使用成本与收益之间的平衡来评估最佳的运营资金水平。本文试图解释运营资金水平对公司盈利性的两种不同影响:一方面,在较低的运营资金水平下,保守战略更有效,运营资金水平的提高意味着盈利性提高;另一方面,在较高的运营资金水平下,激进战略更有效,运营资金水平的提高意味着盈利性降低。因此,本文认为在公司运营资金水平与盈利性之间存在非线性关系。鉴于上述分析,本文提出以下两个研究假设。

假设1:公司运营资金水平与盈利性之间呈倒 U型关系。

假设2:公司在背离最佳运营资金水平后盈利 性下降。

### 四、样本数据和研究方法

- 1. 样本选择和数据来源。本研究的样本公司全部来自新三板上市公司。目前我国新三板上市公司已经超过10000家,剔除金融类公司。同时,本研究的对象为中小企业,根据工信部、国家统计局、国家发改委、财政部联合发布的《关于印发中小企业划型标准规定的通知》,本研究选定的样本公司的营业额都低于3亿元。而且,所有样本企业必须具有三年(2014~2016年)完整的财报披露。根据以上条件,本研究最终选定样本企业362家,所有样本企业的数据均来自公开披露的年报。
- 2. 变量选取。本研究的因变量是公司的盈利性。投资收益率是目前评估公司盈利性最常用的指标,同时本研究还使用运营资本回报率和净资产收益率来衡量盈利性。

相关文献中影响公司盈利性的变量非常多,为 了简化问题和有效地开展研究,本文引入了公司年 限、公司规模、固定资产比率、财务杠杆比率、流动比 率以及流动负债占总资产比率作为控制变量。通常认为,公司年限与盈利性正相关,因为年限越长的公司与客户关系越稳定,并且越容易获得资源;公司规模与盈利性负相关,因为规模越小的公司越能快速地适应不断变化的外部环境;固定资产比率与盈利性负相关,因为公司需要更高比例的无形资产(如人力资本)来最大效用地利用资源;财务杠杆比率与盈利性负相关,因为存在负债的代理成本;流动比率与盈利性负相关,因为流动性良好可能意味着公司放弃了投资收益较好的机会;流动负债占总资产比率与盈利性负相关,因为流动负债通常是一年或者一年以内的负债,这意味着公司可能不得不面对冗长和代价高昂的再谈判过程。

本研究的自变量为运营资金水平,选用运营资金周转率作为衡量指标,运营资金周转率的计算公式为:运营资金周转率=销售收入净额/(平均流动资产-平均流动负债)。

3. 研究方法。由于样本数据的差异较大,本文运用初步的数据分析来发现异常值。对于异常值通常有两种处理方法,即缩尾处理与直接删除。本文使用缩尾处理的方法,对于在5%和95%分位数以外的异常值使用与之最近的非异常值替代。本文没有直接删除异常值的原因在于本研究使用的是平衡面板数据。

除了异常值测试,本文还进行了其他检验,如异方差性和连续关系检验。由于使用了面板数据回归分析,本文进行了赫斯曼测试(Hausman Test)以决定是使用固定效应模型还是随机效应模型。该检验也可以判断每个公司不可测的异质性和模型的解释变量之间是否存在相关性,这一检验接受不可测的异质性与所有模型中的回归量不相关的无效假设。这一发现意味着随机效应模型并非显著异于固定效应模型,因此前者是更加连续和有效的方法。综上,本研究的估算模型如下:

 $PROF_{it} = \beta_0 + \beta_1 WTR + \beta_2 WTR^2 +$ 

$$\sum_{k=1}^{7} \beta_k \text{CONTROLS}_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$
 (1)

 $WTR_{it} = \beta_0 + \beta_1 COSIZE_{it} + \beta_2 ATAN_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 SFIN_{it} + + \beta_6 COAGE_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$ (2)  $PROF_{it} = \beta_0 + \beta_1 Deviation +$ 

$$\sum_{k=1}^{7} \beta_k \text{CONTROLS}_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$
 (3)

 $PROF_{it} = \beta_0 + \beta_1 Deviation + \beta_2 Interact +$ 

$$\sum_{i=1}^{7} \beta_{k} CONTROLS_{it} + u_{i} + \varepsilon_{it}$$
 (4)

以上所有变量在表 1 中都进行了界定。其中: PROF指公司盈利性(包括ROA、ROCE和ROE); 自变量为WTR,通过 i 公司在 t 时点的运营资金水平来衡量,下标 i 表示第 i 家公司,下标 t 表示第 t 年, u<sub>i</sub> 表示每个公司的不可测的异质性; ε<sub>it</sub> 为随机误差项。这四个方程将有助于实现本研究的目标。首先,模型(1)用于检验是否存在凹型相关,模型(2)和(3)用于检验背离最优运营资金水平是否会影响公司盈利性,模型(4)用于检验高于或低于最优运营资金水平对于公司盈利性会产生怎样的影响。

表 1	变量名称及说明

-,	<b>大工</b>				
	变量	符号	说明		
因	资产回报率	ROA	息税前收益除以总资产		
了变量	运营资金回报率	ROCE	息税前收益除以运营资金		
里	净资产回报率	ROE	利润除以净资产		
自亦	运营资金周转率	WTR	销售收入净额/(平均流动 资产-平均流动负债)		
变量	运营资金周转率 平方	WTR <sup>2</sup>	WTR的平方		
	公司年限	COAGE	公司成立至今的年限		
	公司规模	COSIZE	公司雇员人数		
控	财务杠杆	LEV	总负债除以总资产		
4.1	固定资产比率	ATAN	固定资产除以总资产		
制	流动比率	LIQ	流动资产除以流动负债		
变量	短期负债占 总资产比率	SFIN	流动负债除以总资产		
里	残差估计值1	Deviation	模型(2)中残差的绝对值		
	残差估计值2	Interact	虚拟变量,1代表正残差,0 代表其他		

# 五、实证研究

1. 描述性统计。表 2 是自变量和因变量的描述性统计结果。样本企业ROA的平均值为-13.96%,中位数为-3.35%; ROCE的平均值为-20.66%,中位数为 0; ROE的平均值为-31.84%,中位数为-1.38%; WTR的平均值为 62.4099,这说明样本公司在将库存转化为销售以及从客户处收到款项的速度较慢,但是支付供应商的款项速度比较快。

控制变量中,公司的平均年限为13.3487年,公司的平均营业收入规模为14412254元,固定资产比率平均值为36.89%,流动比率平均值为2.3650,短期负债占总资产比率平均值为41.35%。

表 2 变量描述性统计分析

变量	样本数量	平均值	标准差	中位数
ROA	362	-0.1396	0.2565	-0.0335
ROCE	362	-0.2066	0.5045	0
ROE	362	-0.3184	0.6356	-0.0138
WTR	362	62.4099	110.3767	43.2000
COAGE	362	13.3487	15.1829	8.2038
COSIZE	362	14412254	13538485	13820770
ATAN	362	0.3689	0.2729	0.3500
LEV	362	0.2217	0.404	0.0149
LIQ	362	2.3650	2.7463	1.3300
SFIN	362	0.4135	0.3837	0.300

2. 相关性分析。本研究所有连续变量的皮尔逊 相关系数如表3所示(用于评估运营资金周转率与 盈利性的相关性)。结果显示,WTR与代表盈利性 的三个指标ROA、ROCE和ROE都负相关但不显 著。WTR与ROA的相关系数为-0.125, WTR与 ROCE的相关系数为-0.115,WTR与ROE的相关 系数为-0.104; ROA与公司年限和公司规模显著正 相关,与流动比率负相关;WTR与公司年限和公司 规模显著正相关,与流动比率正相关但不显著,与固 定资产比率和短期负债占总资产比率负相关但不显 著。在多元回归分析中方程不存在多重共线性问题, 因为相关系数的值均较低。有学者认为,只有在相关 系数超过0.8时才会出现多重共线性问题。结果显 示,自变量之间的相关系数都没有超过该临界值。但 是,也有学者提出,即使没有任何相关系数超标,仍 有可能存在多重共线性问题。因此,本研究还使用了 方差膨胀系数来进一步检验多重共线性,结果显示, 条件指数远低于临界值10,说明方程不存在多重共 线性问题。

3. 运营资金水平与盈利性关系检验。运营资金的最优水平由模型(1)求解。在模型(1)中i公司在t时点的盈利性取决于WTR及WTR<sup>2</sup>。选择这两个变量的目的是检验保守战略和激进战略哪个更优,以及确定运营资金水平与盈利性之间的最佳平衡点。若要证明前述假设,则 $\beta_1$ 和 $\beta_2$ 应分别为正值和负值。同时,本研究还引入了多个控制变量。

表 4 是对模型(1)的回归结果。由表 4 可知, R<sup>2</sup> 的值从 8.8%到 13.9%, 尽管 R<sup>2</sup> 相对较低, 但 t 值较高, 说明变量之间存在显著相关性。第一列中公司盈利性使用 ROA 进行评估, 在第二、第三列中 ROCE 和 ROE 作为公司盈利性的替代指标。WTR 与 ROA

变量	ROA	ROCE	ROE	WTR	COAGE	COSIZE	ATAN	LEV	LIQ	SFIN
ROA	1.000									
ROCE	0.445***	1.000								
ROE	0.553***	0.684***	1.000							
WTR	-0.125	-0.115	-0.104	1.000						
COAGE	0.171***	0.103***	0.160***	0.58*	1.000					
COSIZE	0.148***	-0.014	0.088***	0.206***	0.181***	1.000				
ATAN	-0.035	-0.009	-0.013	-0.066	-0.070	0.109***	1.000			
LEV	0.008	-0.020	-0.273	0.049	0.074	0.239***	0.180***	1.000		
LIQ	-0.145	0.068	-0.032	0.070	-0.053	-0.206	-0.238	-0.232	1.000	
SFIN	0.015	-0.097	-0.004	-0.107	-0.084	0.252***	-0.002	0.113	-0.468	1.000

注:\*、\*\*、\*\*\*分别代表显著性水平为10%、5%和1%,下同。

在10%的水平上显著正相关,与ROCE和ROE在1%的水平上显著正相关。但是WTR<sup>2</sup>与盈利性的三个指标均在1%的水平上显著负相关,这意味着运营资金水平的提高将促使盈利性提高到某个临界点,超过临界点以后运营资金的增加将会降低盈利性。研究结果的显著性显示运营资金水平与盈利性之间的非线性关系确实存在。

对于控制变量而言,ROA与公司年限在1%的水平上显著正相关,这意味着公司存续的时间越久,公司的ROA值越高,这也验证了公司年限越长、经验越丰富,公司受益于学习曲线从而提升其ROA。ROA与公司规模负相关,但并不显著。ROA与固定资产比率在5%的水平上显著负相关,这可能意味着以人力资本和研发形式出现的无形资产的数量将会使盈利性最大化。ROA与财务杠杆负相关,但并不显著,ROA与流动比率显著负相关,这意味着负债会增加公司的代理成本;ROA与短期负债占总资产比率显著负相关,说明公司降低流动性有助于提高ROA水平。

4. 最优运营资金水平背离效应检验。由于WTR与WTR<sup>2</sup>存在反向作用,说明运营资金水平与盈利性之间存在倒U型关系。下面将研究在最优运营资金水平背离是否会影响公司盈利性。上述检验发现,运营资金水平与公司盈利性之间存在非线性关系,这说明存在一个最优点使得公司盈利性最大化,背离这一点后公司盈利性开始下降。为了研究背离产生的影响,本文使用残差估计值作为解释变量代替WTR和WTR<sup>2</sup>。

模型(2)的残差是在模型(1)删除了WTR和WTR<sup>2</sup>之后得到的。因此, Deviation 是残差的绝对

表 4 方程(1)的	内检验结果	

	7 7		
变量	ROA	ROCE	ROE
WTR	0.040*	0.064***	0.109***
	(1.76)	(4.03)	(3.94)
WTR <sup>2</sup>	-0.010***	-0.020***	-0.004***
	(-2.63)	(-4.24)	(-3.42)
COAGE	0.248***	0.417***	0.661***
	(14.26)	(4.90)	(6.72)
COSIZE	-0.320	-1.266***	0.474
	(-1.18)	(-3.36)	(0.67)
ATAN	-4.250**	12.473***	8.053
	(-2.01)	(3.26)	(1.21)
LEV	-0.019	-0.256***	-0.506***
	(-0.93)	(-7.55)	(-9.74)
LIQ	-1.262**	1.109***	-1.695***
	(-2.15)	(4.90)	(-3.55)
SFIN	-4.875*	-8.322***	-2.226
	(-1.83)	(-3.50)	(-0.87)
调整后的R <sup>2</sup>	0.100	0.088	0.139
F值	105.33***	90.85***	152.29***
Hausman test	10.66	1.69	2.29
样本数	960	960	960
常数	11.233***	11.131***	11.636***
	(-7.14)	(-6.63)	(-7.32)

注:括号中表示t统计量,下同。

值。这样处理的目的是使用模型(3)来检验最优运营资金水平的背离是否会影响公司盈利性。Deviation是方程中的一个主要自变量,被定义为模型(2)的残差绝对值。模型(3)中预期β<sub>1</sub><0,意味着最优运营资金水平的背离与公司盈利性负相关。

表5列示了面板数据回归分析的结果,以此来 解释最优运营资金水平的背离是否对公司盈利性的 三个指标都会产生影响。研究发现,Deviation与ROA在5%的水平上显著负相关,与ROCE在10%的水平上显著负相关,这说明Deviation与公司盈利性存在反向关系。这一结果也证实了存在某个临界点,在这个临界点上公司运营资金水平使其盈利性最大化,背离这个点之后公司盈利性开始下降。但是模型(3)无法说明这种背离是正向还是负向的。为了解决这个问题,模型(4)引入了交互项来分析高于或低于最优运营资金水平对公司盈利性的影响。Interact变量被定义为大于最优运营资金水平的背离,是一个虚拟变量,数值1代表正残差,0代表其他。Deviation是一个主要分析的自变量。模型(4)主要是检验Deviation( $\beta_1$ )和Deviation+Interact( $\beta_1$ + $\beta_2$ )如何影响盈利性。预期的 $\beta_1$ <0, $\beta_1$ + $\beta_2$ <0。

表 6 的结果显示,高于或低于最优运营资金水平对盈利性都会产生负面影响。如果残差值为正,则高于最优点变量取值为 1,β<sub>1</sub>+β<sub>2</sub>代表对盈利性的影响;如果残差值为负,则低于最优点变量取值为 0,意味着 Interact 为 0,β<sub>1</sub>代表对公司盈利性的影响。根据表 6 可知,Deviation与ROA、ROCE和ROE都显著负相关。另外,Interact与公司盈利性的三个指标都显著正相关。以上结果证明了假设 2,即无论最优运营资金水平向哪个方向背离,都会降低公司盈利性。因此,本文证实了运营资金水平与盈利性存在相关关系,且最优运营资金水平的背离无论是高于还是低于该水平都会降低盈利性。

## 六、结论及建议

本文对新三板 362 家样本公司近三年的面板数据进行了回归分析。首先,实证检验了运营资金水平存在一个最优水平使得公司盈利性最大化。其次检验了最优运营资金水平背离是否会降低公司盈利性,结果显示最优的运营资金水平确实存在,而且背离最优的运营资金水平会降低公司盈利性。在管理实践方面,由于运营资金水平与盈利性之间存在倒U型关系,中小企业应该致力于确定最优的运营资金水平从而实现盈利最大化。

# 基于上述结论提出如下建议:

1. 加强现金管理。现金是维持企业生命的血液,因此对中小企业运营资金进行高效管理至关重要。中小企业可以通过信息技术建立一个动态的现金流量监测系统,实现会计核算与预算控制同步,提高企业对现金流量和资金需求的把控能力,以便于及时做好资金安排工作,以此保证经营活动的正常

表 5 面板数据回归分析结果

变量	ROA	ROCE	ROE
Deviation	-0.140**	-0.110*	-0.070
	(-2.76)	(-1.70)	(-1.52)
COAGE	0.268***	0.444***	0.072***
	(11.57)	(5.00)	(6.18)
COSIZE	-0.005 $(-0.02)$	-0.876*** (-3.17)	1.072 (1.42)
ATAN	-6.242**	9.848**	3.908
	(-2.33)	(2.27)	(0.52)
LEV	-0.019	-0.257***	-0.506***
	(-0.86)	(-8.65)	(-10.66)
LIQ	-1.704***	0.524***	-2.571***
	(-2.89)	(2.85)	(-5.69)
SFIN	-6.637***	-10.609***	-5.708*
	(-2.68)	(-3.74)	(-1.76)
调整后的R <sup>2</sup>	0.082	0.078	0.124
F值	83.99***	79.60***	133.58***
样本数量	960	960	960
常数	-11.131***	-13.669**	-33.269***
	(-6.63)	(-2.49)	(-6.66)

#### 表 6 背离与盈利性关系分析结果

变量	ROA	ROCE	ROE	
Deviation	-0.290***	-0.381**	-0.522***	
	(-3.62)	(-2.19)	(-3.01)	
Interact	0.171***	0.084***	0.251***	
	(2.82)	(2.57)	(6.98)	
COAGE	0.259***	0.428***	0.676***	
	(10.86)	(4.73)	(6.30)	
COSIZE	-0.370	-1.576***	-0.064	
	(-1.57)	(-4.45)	(-0.09)	
ATAN	-5.278**	11.699***	3.915	
	(-2.20)	(3.26)	(1.06)	
LEV	-0.020	-0.259***	-0.506***	
	(-0.90)	(-8.54)	(-10.07)	
LIQ	-1.223***	0.808***	-2.109***	
	(-2.76)	(3.92)	(-3.84)	
SFIN	-6.435***	-10.220***	-5.076	
	(-2.55)	(-3.33)	(-1.49)	
调整后的R <sup>2</sup>	0.879	0.084	0.1337	
F值	91.12***	86.33***	146.06***	
样本数量	960	960	960	
常数	11.636***	14.640***	-34.846***	
	(-7.32)	(-2.70)	(-6.84)	

开展。

- 2. 加强对库存的管理与控制。库存水平也是决定中小企业运营资金水平和效率的一个重要因素。中小企业可以通过建立生产经营模型来模拟原材料进货和产品库存,从而通过优化的模拟结果来决定其库存水平。中小企业应积极应用零库存和实时管理系统提高库存管理的效率,进而提高运营资金管理的效率和水平。
- 3. 加强应收账款管理。中小企业在经营过程中 应高度重视应收账款的管理,一方面在应收账款形 成时要对客户进行充分的尽职调查,避免因提高销 售额而产生大量的高风险应收账款;另一方面要加 大应收账款的回收力度,保障资金及时回笼,从而提 高资金的效率和利用率。
- 4. 加强融资管理。中小企业往往规模较小,抗风险能力弱,信用评级较低,在融资时存在较大难度。中小企业应在平时与融资机构保持良好的互动,让金融机构对其经营活动有充分的了解和信心。同时,中小企业还应该充分使用各种融资工具,如商业信用融资、应付票据、银行信贷等金融工具,提升自身融资能力,拓宽融资渠道,从而提高企业运营资金的使用效率。

## 主要参考文献:

- [1] Banos-Caballero S., García-Truel P. J., Martínez-Solano P.. How does working capitalmanagement affect the profitability of Spanish SMEs? [J]. Small Business Economics, 2012(2):517~529.
- [2] Autukaite R., Molay E.. Cash holding, working capital and fair value: Evidence from France [ J ]. International Conference of the French Finance Association (AFFI), 2011(8):11~13.
- [3] Hughes A.. Small firms and employment[J]. ESRC Centre for Business Research, 1997(9):71~80.

- [4] Tauringana V., Afrifa G. A.. The relative importance of working capital management and its components to SMEs profitability [J]. Journal of Small Business and Enterprise Development, 2013 (3): 453~469.
- [5] Blazenko W., Vandezande K.. The product differentiation hypothesis for corporate trade credit [J]. Managerial and Decision Economics, 2003 (24): 457~469.
- [6] Wilner B.. The exploitation of relationships in financial distress: The case of trade credit [J]. The Journal of Finance, 2000(1):153~178.
- [7] Soenen L. A.. Cash conversion cycle and corporate profitability [J]. Journal of CashManagement, 1993(4):53~58.
- [8] Gill A., Biger N., Mathur N.. The relationship between working capital managementand profitability: Evidence from the United States [J]. Business and Economics Journal, 2010(10):1~9.
- [9] Falope O. I., Ajilore O. T.. Working capital management and corporate profitability: Evidence from panel data analysis of selected quoted companies in Nigeria [J]. Research Journal of Business Management, 2009(3):73~84.
- [10] Nobanee H., Alhajjar M.. Working capital management, operating cash flow and corporate performance [EB/OL]. http://ssrn.com/abstract 1471236, 2009–10–15.
- [11] 王治安,吴娜. 营运资本管理行业差异及其影响 因素[1]. 财会月刊,2007(26):3~6.
- [12] 顾乃康,孙进军. 现金的市场价值——基于中国上市公司的实证研究[J]. 管理科学,2008(18): 96~104.

作者单位: 武汉学院工商管理系, 武汉 430212