

券商收入结构与盈利能力关系实证检验

夏仕亮^{1,2}(副教授)

(1.淮阴师范学院经济管理学院,江苏淮安 223001; 2.河海大学商学院,南京 210098)

【摘要】证券行业的激烈竞争使得传统业务给国内券商带来利润增长的贡献不断减少,越来越多的券商开始积极开展创新业务,开拓新的收入渠道。本文基于国内上市券商2009~2014年半年度数据,采用面板数据分析,定量研究了券商收入结构对其盈利能力的影响。结果表明,证券公司传统业务收入对券商盈利能力的影响是正向的,相反的是,创新业务收入占比对券商盈利能力的影响是负向的,其中投资银行业务收入占比近年来不断提高,相对于其他创新业务收入占比要高些,但对券商盈利能力却没有产生积极影响,有也不显著;券商在开展多元化业务、优化收入结构时必须控制业务成本费用才能有效提高盈利能力,适中规模的券商能促进盈利能力的增强。

【关键词】上市券商;收入结构;创新业务收入;盈利能力

一、引言

我国证券业伴随着资本市场的建立和发展,经历了两个发展阶段:一是建立规模阶段,发展初期,证券公司(简称“券商”)普遍跑马圈地,扩大经营规模,扩大市场份额,开拓利润空间;二是扩张优化阶段,有了一定的规模以后,券商着力深化既有服务和提高商业附加值,以实现自我优化。如今,我国证券业进入了行业兼并、强强联合、强弱联合,鼓励优质公司做大做强新阶段。

在新的历史时期,国内券商走创新之路,采用集团化模式。一方面,通过扩张规模,扩充网点布局,实现规模效应;另一方面,提升业务盈利能力,改善收入结构,在确保收入和交易量的同时,使业务结构更加均衡,避免出现过度依靠单项业务,导致收入剧烈波动的局面。

二、我国证券业发展中存在的不足

我国资本市场的迅速发展带动了证券业的发展。但现阶段我国证券业的发展存在三个明显不足:

1. 收入渠道狭隘,券商业务缺少特色,其收入结构趋于相同。经纪和自营业务收入是券商的主要收入,投资银行与资产管理等创新业务占营业收入的比例很小。经纪业务等传统业务的交易佣金持续下降,收入曲线具有高度不稳定性及周期性的特征,给以佣金作为主要收入来源的国内券商带来了行业风险,因此券商传统业务领域的竞争进入“白热化”状态。据证券业协会(2015)发布的国内2014年度证券公司经营数据,截至2014年底,120家证券公司全年实现营业收入2 602.84亿元。其中,在各主营业务收入中,代理买卖证券业务净收入1 049.48亿元、保荐业务与证券承销业务净收入240.19亿元、财务顾问业务净收入69.19亿元、投资咨询业务净收入22.31亿元、

资产管理业务净收入124.35亿元、证券投资收益(含公允价值变动)710.28亿元、融资融券业务利息收入446.24亿元,全年实现净利润965.54亿元。从以上数据可以看出,传统业务收入在收入结构中仍占有很大比重,达到了50%以上。券商在市场中没有主动权,只能被动地接受市场变化带来利润波动的影响,过分单一的收入来源结构无法适应投资者多样化的投融资需要,券商的核心竞争力并没有从本质上得到提高。

2. 营业利润起伏不定,波动较大。券商代理买卖证券、证券承销以及自营业务等主体业务与市场的活跃程度紧密相关,当市场变化剧烈时,因避险工具的缺失,多样化利润点尚未形成,在业务成本短期无法改变的情况下,券商的生存和发展将受到负面影响。

3. 经营方式不够精细。业务创新缺少时间与经验的积累,致使证券业集中度较低,短期无法改变低水平竞争现象,多元化业务发展的局面尚未形成。当前证券业面临竞争过度及竞争不足并存的现象。一方面,业务品种单一,券商的业务主要集中在承销、经纪等传统业务上,使得证券一级市场和二级市场过度竞争;另一方面,财务顾问、风险投资、投资咨询等业务创新不足,深度不够,竞争不充分,创新业务对券商利润增长的贡献仍然很小。我国券商如何优化业务收入结构、提高盈利能力,是一个既现实紧迫又极具理论价值的重要课题。

三、券商收入结构影响其盈利能力的相关研究

关于证券公司收入结构与盈利能力的关系问题,学术界从多个角度、运用不同方法进行了大量研究。胡兴华(2014)对我国券商同美国券商收入结构进行了对比研究,发现两者在收入结构上差异明显,我国券商畸形的收

入结构严重地影响到券商盈利的增长,成为制约券商发展的瓶颈。雷兆春、雷宁、关虹(2007)从我国证券公司收入结构特点出发,指出我国券商传统业务收入占比较大、新兴业务占比较低的收入结构特点,使我国证券业陷入低水平竞争状态,利润增长乏力。梁小迪(2007)、马琳琳(2010)从我国证券公司业务角度研究了业务收入结构对证券公司盈利水平的影响,认为实现通道式盈利模式向服务盈利模式的转变是提高我国券商盈利水平的关键。刘鹤翠(2012)对我国证券公司盈利模式创新进行了分析,指出证券公司必须适应经营环境,改变盈利模式、改善收入结构,以形成持续盈利的能力。刘亮(2014)结合宏源证券、国元证券、西部证券和方正证券等券商收入结构变化进行考察,对我国证券公司创新业务对收入的贡献度进行了分析,结果表明,创新业务给证券行业收入带来强劲增幅,改善了靠天吃饭的收入结构,但效果较为有限。王优兵(2015)在研究中指出,我国证券公司收入的创新转型可以扩大收入范围,但业务技术要求高,成本控制难,对券商盈利提高存在负面影响。

在定量研究方面,国内研究券商收入对盈利能力影响的文献还较少。就现有研究来看,多数认为,券商开展创新业务、完善收入结构,有利于降低券商经营风险,提高盈利能力。赵伟(2013)选取我国100家券商2007~2011年的年报数据进行实证分析,定量研究券商收入多元化的风险效应,结果表明,传统业务收入比重越高、风险越大,创新业务收入的增加有利于降低券商经营风险。毛英东(2014)在赵伟研究的基础上也进行了实证研究,他的研究在肯定券商开拓新型业务、增加收入来源、增强盈利能力的同时,提示了引进新型业务带来的风险。

本文拟利用我国上市券商2009~2014年半年度数据分析我国证券公司收入结构对盈利能力的影响,探究券商投资银行等创新业务对其盈利能力的影响和开展新型业务实现盈利增长的影响因素。

四、样本选择、变量选取与数据来源

本文所采用的样本均为国内上市券商。截至2014年底,我国上市券商共有18家,鉴于我国证券行业起步晚,整体上券商上市的时间也偏晚,所以本文选取了我国上市较早、公布的数据较为完整、质量较高的9家上市券商作为研究样本。这9家券商具体包括:东北证券、光大证券、国金证券、国元证券、海通证券、中信证券、太平洋证券、西南证券、长江证券。本文所使用的数据来源于各券商官网的财务报表、巨潮资讯网、国家统计局官网以及证券业协会官网公布的行业数据。

1. 被解释变量——盈利能力。券商的盈利能力是指其通过经纪业务、证券承销业务、自营业务等传统业务和投资银行业务、资产管理业务、汇兑业务等创新业务以及其他业务来获取利润的能力。一般用来评判盈利能力的

指标有营业利润率、总资产收益率、净资产收益率和每股收益等。本文采用证券公司通常使用的总资产收益率(ROA)和净资产收益率(ROE)来衡量券商的盈利水平。其计算公式如下:

$$ROA = \text{净利润} \div \text{平均资产总额} \times 100\%$$

$$\text{平均资产总额} = (\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) \div 2$$

$$ROE = \text{净利润} \div \text{平均净资产总额} \times 100\%$$

$$\text{平均净资产总额} = (\text{期初净资产总额} + \text{期末净资产总额}) \div 2$$

2. 解释变量——净收入。传统业务收入和创新业务收入是证券公司收入的主要组成部分,其中传统业务收入主要由券商开展代理买卖证券净收入、证券承销净收入以及自营业务净收入构成,创新业务收入主要来自资产管理业务、投资银行业务、汇兑业务等。为了进一步研究收入结构对券商盈利水平产生的影响,本文将创新业务收入分为投资银行净收入和其他创新业务净收入。券商收入结构在本文中 will 用以下变量来表示:

$$\text{传统业务净收入占比(TBIR)} = \text{传统业务净收入} / \text{营业收入} \times 100\%$$

$$\text{创新业务净收入占比(BIIR)} = \text{创新业务净收入} / \text{营业收入} \times 100\%$$

$$\text{投资银行净收入占比(IBIR)} = \text{投资银行净收入} / \text{营业收入} \times 100\%$$

$$\text{其他创新业务净收入占比(OBIIR)} = \text{其他创新业务净收入} / \text{营业收入} \times 100\%$$

3. 控制变量——资产规模、成本收入比、权益比率、宏观经济环境。出于排除其他因素对本文研究影响的考虑,本文拟引入以下与券商盈利水平密切相关的控制变量:①券商资产规模(ASSET),一般认为,券商的定位和战略方向会受到券商资产规模的直接影响,以致券商的盈利能力也会受到影响。②成本收入比(COST),成本收入比是券商的业务及管理费用与营业收入的比值,能够反映券商经营成本的高低,是用来衡量券商业务成本控制能力的指标。③权益比率(EQUITY),权益比率是股东权益与总资产的比值,是用来衡量券商资本结构状况和风险厌恶程度的主要指标,它与券商的资金和风险厌恶程度呈正相关关系。④宏观经济环境(GDP),是用来衡量某地区经济发展水平,常用国内生产总值增长率这一指标作为券商盈利能力的宏观解释变量。

为了分析我国券商总体的盈利能力和收入结构状况,本文对变量ROA、ROE、TBIR、BIIR和IBIR进行了简单的描述性统计,结果如表1所示。从表1可以看出,从2009年下半年到2014年下半年,样本券商的总资产收益率和净资产收益率都有较大的波动,传统收入占比大体呈下降趋势,创新业务收入占比稳中有升,但投资银行收入占比不仅波动大,而且呈下降趋势。

表 1 变量纵向分析的描述性统计

	ROA 均值(%)	ROE 均值(%)	TBIR 均值(%)	BIIR 均值(%)	IBIR 均值(%)
2009x	3.42	11.25	84.33	7.09	4.25
2010s	1.57	5.15	79.26	8.78	5.59
2010x	2.51	7.37	83.01	5.75	4.41
2011s	1.82	4.70	79.29	8.28	3.42
2011x	0.87	1.18	70.23	10.19	4.78
2012s	1.57	3.61	77.23	7.38	3.83
2012x	0.56	1.28	66.95	12.60	7.68
2013s	1.36	3.00	75.94	11.57	6.18
2013x	0.90	2.10	74.29	9.20	7.95
2014s	1.55	4.38	71.70	9.98	5.40
2014x	1.99	5.96	56.27	8.39	3.59

表 2 变量横向分析的描述性统计

	ROA 均值(%)	ROE 均值(%)	TBIR 均值(%)	BIIR 均值(%)	IBIR 均值(%)
长江证券	1.73	5.72	79.18	5.03	2.01
东北证券	1.42	5.84	80.12	9.22	6.19
光大证券	1.57	4.46	67.24	10.86	2.27
国金证券	2.00	6.29	73.90	10.12	8.51
国元证券	1.58	3.20	75.40	3.83	2.16
海通证券	1.63	3.99	65.01	12.49	6.03
太平洋证券	2.05	5.09	79.95	5.57	4.77
西南证券	1.98	5.19	82.59	5.58	3.12
中信证券	2.47	5.76	74.01	15.73	10.20

表2列示了各变量横截面数据的描述性统计结果。从各券商的均值来看,各券商资产收益率比较接近,且处于较低水平。传统收入占比都比较高,大都超过营业收入的70%或接近70%的较高水平。相比之下,各券商的创新业务收入占比都较低,除中信证券达到15%外,其他各券商创新收入占比都低于13%。这跟我国券商收入结构单一、长期依靠传统业务、创新业务发展水平较低有关。另外,表内业务中,各券商投资银行业务收入占比也比较低,说明投资银行业务同其他创新业务一样,目前在我国金融市场发育不良,仍有很大增长空间。

五、实证分析模型构建及其回归结果

研究券商收入结构与其盈利能力之间的关系,必须考虑到研究数据横截面和时间序列的特征,同时要求有效克服数据之间容易出现的异方差和自相关性的影响,使得研究结果更具说服力。为此,本文拟采用面板数据模型进行回归,主要使用Eviews6软件对面板数据模型进行回归分析,事先建立随机影响变截距模型作为假设条件,采用Hausman统计量检验来确定是固定影响变截距模型

还是随机影响变截距模型。经计算检验,否定了原假设,肯定了固定影响变截距模型在本文研究中的回归结果更为精确。构建的模型如下:

$$ROA = a_{it} + b_{it}TBIR + c_{it}BIIR + d_{it}IBIR + e_{it}OBIIR + f_{it}ASSET + g_{it}COST + h_{it}EQUITY + j_{it}GDP + V_{it} \quad (1)$$

$$ROE = a_{it} + b_{it}TBIR + c_{it}BIIR + d_{it}IBIR + e_{it}OBIIR + f_{it}ASSET + g_{it}COST + h_{it}EQUITY + j_{it}GDP + V_{it} \quad (2)$$

模型(1)采用总资产收益率ROA作为因变量,模型(2)则采用净资产收益率ROE作为因变量。本文采用两个被解释变量,并保持解释变量相对一致,是为了检验模型的稳定性和保证回归分析结果的准确性。

上述模型中:ROA表示第i家上市券商第t时期的总资产收益率;ROE表示第i家上市券商第t时期的净资产收益率;TBIR表示第i家上市券商第t时期传统业务收入占比;BIIR表示第i家上市券商第t时期创新业务收入占比;IBIR表示第i家上市券商第t时期投资银行业务收入占比;OBIIR表示第i家券商第t时期其他创新业务收入占比;ASSET表示第i家上市券商第t时期资产规模绝对值;COST表示第i家上市券商第t时期成本收入比;EQUITY表示第i家上市券商第t时期权益比率;GDP表示第i家上市券商第t时期GDP增长率;V表示随机误差项。

本文使用9家上市券商2009年上半年至2014年下半年数据对模型(1)、模型(2)进行回归,结果如表3所示:

表 3 模型(1)的固定影响变截距模型回归结果

变量	系数	标准差	Prob
TBIR	0.015 149	0.010 357	0.147 0
BIIR	-0.004 333	0.032 580	0.894 5
IBIR	-0.036 287	0.035 321	0.307 0
OBIIR	0.010 033	0.038 005	0.792 4
ASSET	-6.58E-10	2.80E-10	0.021 2
COST	-0.036 779	0.004 048	0.000 0
EQUITY	0.022 913	0.011 914	0.057 6
GDP	0.006 518	0.003 717	0.082 9
R-squared	0.633 825		
Adjusted R-squared	0.569 443		
F-statistic	9.844 704		
Prob(F-statistic)	0.000 000		

表3列示了模型(1)的回归结果,从中可以看出,R²值为0.633 8,R²调整值为0.569 4,均大于0.5,说明模型(1)整体拟合度较高。在解释变量中TBIR的Prob值在0.1左右,表明其对被解释变量ROA、ROE有显著影响,且是正向的,而其余解释变量对被解释变量的影响不显著;控制变量ASSET、COST、EQUITY以及GDP对券商盈利能力指标均有显著影响,只是影响的方式并不相同。

表4 模型(2)的固定影响变截距模型回归结果

变量	系数	标准差	Prob.
TBIR	0.067 529	0.030 180	0.027 7
BIIR	0.058 017	0.094 939	0.542 7
IBIR	-0.200823	0.102 927	0.054 1
OBIIR	-0.054515	0.110 747	0.623 7
ASSET	-1.35E-09	8.17E-10	0.101 3
COST	-0.108734	0.011 797	0.000 0
EQUITY	0.156 230	0.034 718	0.000 0
GDP	0.023 510	0.010 832	0.032 6
R-squared	0.694 510		
Adjusted R-squared	0.640 797		
F-statistic	12.930 12		
Prob(F-statistic)	0.000 000		

表4列示了模型(2)的回归结果,从中可以看出,R²值为0.694 5,R²调整值为0.640 8,均大于0.5,说明模型(2)整体拟合度也较高。解释变量TBIR、IBIR的Prob值均小于0.1,表明模型(2)选中的两变量对被解释变量ROA、ROE有显著影响,而变量BIIR和OBIIR对被解释变量影响不显著。在模型(1)、模型(2)的固定影响变截距模型中,本文选取的主要控制变量均对券商盈利能力有显著影响,且变量ASSET和COST的影响是负向的,EQUITY和GDP的影响是正向的。

六、回归结果分析

从模型(1)、模型(2)的回归结果来看,解释变量对被解释变量的影响显著,影响方式大体相同,表明本文的模型从整体上看是稳健的。表3、表4回归结果中R²的值均大于0.5,说明模型(1)、模型(2)整体拟合度较高。从解释变量来看,券商创新业务占比、投资银行收入占比及其他创新业务收入占比回归系数都不显著,且其对于券商的盈利能力具有负面影响。相反的是,传统业务收入占比回归系数较为显著,对券商盈利能力具有积极的影响,这说明券商的总资产收益率和净资产收益率主要受传统业务收入影响,而创新业务收入对其影响较小。

从控制变量来看,模型回归的结果显示,成本收入比对券商总资产收益率和净资产收益率的影响是负向的,这跟我们通常的认识是相同的。资产规模对券商总资产收益率和净资产收益率都呈负效应,这与国内券商高负债的资产构成结构密切相关。权益比率与样本的两个盈利指标均显著正相关。GDP增长率均显著地影响券商的总资产收益率和净资产收益率,说明GDP增长率是对券商盈利能力具有较强影响力的控制变量。总资产收益率和净资产收益率同宏观经济具有一致的增长性。

七、启示与建议

本文利用2009年上半年至2014年下半年我国9家上市券商经营及行业数据,检验了券商收入结构对其盈利

能力的影响,得到了一些启示,并提出相关建议:

第一,传统收入占比的增加会显著增强国内券商整体的盈利能力,这对国内券商具有普遍的启示意义。这是因为我国证券行业起步较晚,正处于新兴发展阶段,尚有很大的发展潜力。传统业务虽然竞争激烈,但还没有完全达到充分饱和的程度,仍具有一定的上升空间。

第二,创新业务收入占比对券商盈利能力的影响不显著。创新业务对国内券商盈利能力影响较小,是因为其在我国券商收入结构占比中处于较低水平,而且在一定时间内波动比较剧烈,还不能成为券商收入的稳定来源。然而,对比欧美发达国家证券市场和其他新兴资本市场的成功经验,我们不难看出,创新业务收入在发达国家券商收入结构中占据着很大的比重,为其带来了巨额收入。因此,我们仍需注重开拓新的收入渠道,积极进行业务创新,完善收入结构,防范市场风险。

第三,在券商创新业务中,投资银行业务收入占比较大,但其对券商盈利能力的影响同样不显著。这与我国经济结构和宏观经济环境具有高度相关性。我国经济结构仍以第二产业为主,第三产业还不发达,在居民投资欲望和投资能力不断增强的情况下,尽早布局居民投资领域很有前瞻性,也显得越来越有必要。

第四,成本收入比对券商盈利能力具有显著负效应。国内券商在开展新兴业务、优化收入结构的同时,要注重对成本费用的控制管理。因为盈利能力是多方面因素共同作用的结果,意图单纯地创新业务就可以提高盈利能力是不现实的。如何根据自身的实际情况,采用经济可行的发展方式,是值得各券商思考的问题。

主要参考文献

- 胡兴华.中外券商收入结构比较研究[J].金融研究,2014(3).
- 雷兆春,雷宁,关虹.我国证券公司收入结构特点与发展策略[J].中南民族大学学报,2007(3).
- 梁小迪.试论我国证券业的六大业务[J].陕西青年管理干部学院学报,2007(2).
- 马琳琳.中国证券公司业务结构分析[J].经济研究,2013(4).
- 刘鹤.我国证券公司盈利模式创新研究[J].财经问题研究,2012(2).
- 刘亮.中国证券公司创新业务对收入贡献分析[J].经济研究,2014(21).
- 王优兵.刍议我国证券公司的创新转型[J].经济管理,2015(1).
- 赵伟.我国证券公司收入多元化的风险分析[J].宏观经济研究,2013(7).
- 毛英东.我国证券公司收入多元化的风险分析[J].财会月刊,2014(23).