

上市公司盈利持续性及其影响因素

——以机械、设备及仪表行业为例

李世辉(副教授), 曾辉祥, 徐越

【摘要】 本文以我国机械、设备及仪表行业的123家上市公司为研究对象,基于2005~2014年的时间序列数据,借助一阶自回归模型分别按年度和时间段测度了样本企业的盈利持续性。在此基础上,以产业组织理论和企业资源理论为指导,对盈利持续性的影响因素进行了实证检验。研究表明:我国机械、设备及仪表行业上市公司的盈利持续性水平整体不容乐观;专业化率、公司规模对企业盈利持续性存在显著正向影响,企业年龄对企业盈利持续性存在显著负向影响,企业性质并不是判断企业能否持续盈利的关键因素。

【关键词】 盈利持续性; 资产报酬率; 一阶自回归模型; 影响因素

【中图分类号】 F830.91

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)12-0026-5

一、引言

历经数十年的发展,我国上市公司的运作日趋规范,国际竞争力和影响力已得到极大提升。有资料显示,全球将近60%的企业存活期不超过一百年,成功运营百年且能持续盈利的企业更是屈指可数。盈利持续性作为衡量企业利润质量的重要指标,是指企业当期实现的利润在未来期间可以重复发生的可能性。盈利持续性是财务信息披露的核心内容,是判断企业投资价值的核心要素,也是公司上市和维持上市的条件。

自改革开放以来,我国上市企业备受市场竞争的冲击,如何提升盈利质量和盈利持续性,实现企业的可持续发展已经成为学术界和实务界普遍关注的问题。基于产业组织理论和企业资源理论,本文分析了2005~2014年间我国上证A股123家机械、设备及仪表行业的盈利水平,并在此基础上对其盈利持续性的影响因素进行了实证分析。笔者认为,研究中国大环境下上市公司的盈利持续性问题,有利于完善我国上市公司的盈利机制,以防止上市公司在盲目追求利益最大化的过程中忽视对风险因素的监控。

从目前的研究状况来看,国外学者从20世纪就开始对盈利持续性展开研究(Mueller, 1986; Roquebert, 1996; McGahan, 1999, 2003; Hawawini, 2003; Yurtoglu, 2004; Chacar, 2010; Goddard, 2011; Chari, 2012; Tsoulfidis, 2015),研究所涵盖的范围相对比较广泛,例如盈利持续性的影响因素、公司盈利能力与盈利质量、盈利持续性与股票市场的关系等。

国内学者对盈利持续性的关注相对较晚,大部分研究集中于行业视角下的盈利持续性对比,以及盈利持续性的影响因素分析等方面(周晓苏, 2007; 彭韶兵, 2007; 李军, 2012; 王玉涛, 2013; 翟永会, 2014; 陆岷峰, 2015)。

综合国内外学者的研究成果,可以将其研究视角概括为以下两个方面:①盈利持续性的比较研究,包括特定行业间的对比分析,以及国别视角下特定行业的对比等。比如,1958~1982年美国48个行业的利润持续性(Coate, 2011)、英国制造业和服务业的盈利持续性(Goddard, 1988),以及1985~1999年法国、意大利、日本、澳大利亚、西班牙、美国和丹麦制造业的利润持续性对比(Kambhampati, 1995)等。②盈利持续性的影响因素研究,主要是行业层面(市场集中度、市场份额、纵向一体化、市场风险和行业的进入、退出的难易程度等)和企业层面(产品创新倾向、回避竞争的能力、市场账面价值比、公司规模和公司声誉等)的影响因素。相对于行业层面因素,企业层面因素的研究更为丰富,越来越多的研究将企业战略层面的因素纳入其中。

纵观已有的关于盈利持续性的研究,国内外学者从不同的视角、运用多种方法对盈利持续性进行了广泛研究,形成了多种盈利质量的评价方法。一方面,尽管国外学者很早就开始关注盈利持续性问题,并进行了极为广泛的研究,但由于研究情境的差异性,国外相关研究结论并不能指导中国企业的实践。另一方面,目前大部分学者主要关注某一行业(例如制造业、服务业及银行业等)的整体盈利持续性问题,而较

【基金项目】 国家自然科学基金项目“上市公司策略性信息披露的实验与实证研究”(项目编号:71372209)

少关注某一特定的二级行业。鉴于此,本文以中国机电、设备及仪表行业上市公司为研究对象,借鉴和继承已有的研究思路,探讨我国大环境下上市公司的盈利持续性,是具有重要的理论与现实意义的。

二、上市公司盈利持续性测度

盈利持续性是企业拥有长期竞争优势的外在表现,也是企业当前收益对前期收益的一种依赖程度的表现。一般而言,竞争越激烈,则盈利持续性可能越弱,这就有可能出现某期高于平均盈利水平的企业在下期低于平均盈利水平,反之亦然。

目前,关于盈利持续性的测度学术界主要倾向于两种观点。第一种观点认为,盈利持续性指利润收敛于零或是某个平均值的速度(Mueller, 1977; Cubbin, 1987; Robert, 2002; 等)。该观点基于竞争环境假设和替代假设,其中竞争环境假设是指长期市场竞争的结果会导致企业的超额利润趋于零,盈利持续性较弱;替代假设认为,由于存在市场进入障碍,因此公司具有盈利持续性。第二种观点认为,盈利持续性为公司前期收益在当期收益中所占的比重(Waring, 1996; Porter, 1999),亦即前期所实现的会计盈利在当前重复发生的可能性,且该指标常被用来衡量公司的利润质量。基于此,本文认为盈利持续性可以定义为当期盈利对于前期盈利的依赖程度,它代表盈利变动的趋势,企业的盈利水平在一定时期内保持相应速率的增长。若企业在短期内具有较高的盈利水平,但缺乏持续性,则表明企业的经营状况并不理想。因此,盈利的可持续性为短期利益与长远利益、盈利质量与增长速度之间的统一。

(一)盈利持续性测度模型

为了全面反映企业的盈利能力和投入产出状况,本文首先计算了不同时间跨度内企业的平均资产报酬率和行业平均资产报酬率,比较在前一个时间跨度内高于行业平均资产报酬率的企业是否会在下一期仍然高于行业平均资产报酬率,以便通过直观的数字变化粗略地评价样本企业的盈利持续性。

现行关于盈利持续性的研究延续和发展了 Mueller (1986) 的自回归模型,应用较为广泛的是一阶自回归方法和二阶自回归方法。本文也采用一阶自回归模型,即:

$$\pi_{it} = +\lambda_1 \pi_{it-1} + \alpha_1 + \mu_{it} \quad (1)$$

其中, π_{it} 表示企业 i 在 t 期的盈利,通常用资产报酬率(ROA)衡量; μ_{it} 为随机误差; λ_1 、 α_1 均为估计参数。通常将 λ_1 称为盈利持续性系数, $|\lambda_1|$ 越大,表示当期盈利对于上期盈利的依赖程度越强,即盈利持续性越强,说明市场的竞争程度越低,反之亦然。

(二)测度结果及分析

本文选取了机械、设备及仪表行业中于2005年12月31日之前在沪上市的A股公司作为研究样本,剔除数据缺失或

数据不连续以及净资产为负的样本后,最终得到123家企业。此外,本研究所需的财务数据来源于国泰安数据库(CSMAR)。通过计算123家样本企业2005~2014年10年间的资产报酬率,并分别进一步计算和比较样本企业在前三年(2005~2007)和后三年(2012~2014)每个样本企业的平均资产报酬率和行业平均资产报酬率,其结果分别见图1和图2。

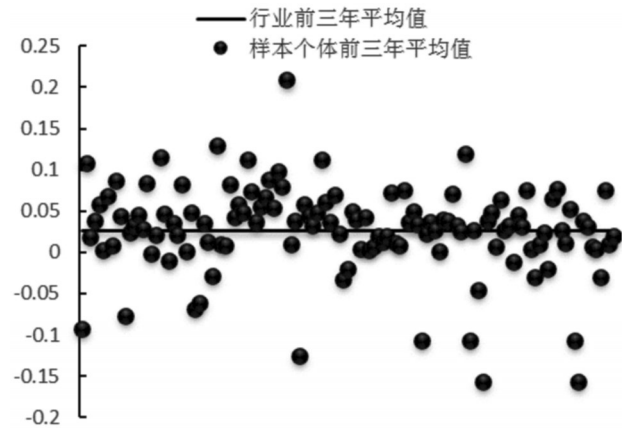


图1 前三年行业及样本个体资产报酬率均值分布

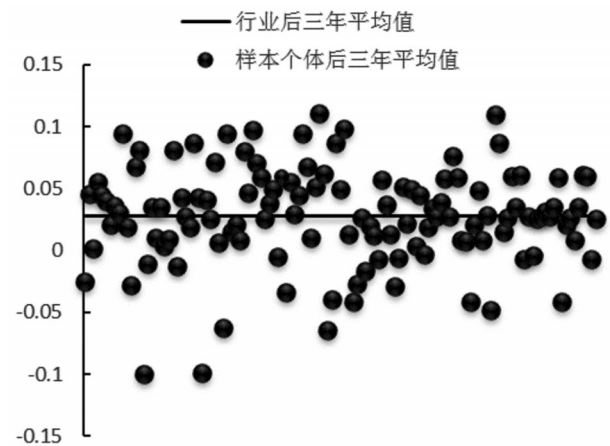


图2 后三年行业及样本个体资产报酬率均值分布

结果显示,前三年(2005~2007)和后三年(2012~2014)平均资产报酬率高于行业平均资产报酬率(分别是0.0261和0.0276)的企业分别为69家和61家,数量减少,且前三年的69家企业中有39家企业的平均资产报酬率在后三年低于行业平均水平。从样本企业在2005~2014年间的财务表现可以看出,优质企业的数量在逐渐减少,且机械、设备及仪表行业上市公司的整体盈利持续性水平不容乐观。

此外,根据模型(1)中的一阶自回归模型,借助Eviews 7.2分析2006~2014年间样本企业的盈利持续性,估计结果如表1所示。同理,为了使结果更具说服力,扩大时间跨度,以2006~2008、2009~2011、2012~2014为第1、2、3个时间段,分别计算各时间段的平均资产报酬率,一阶自回归的结果如表2所示。

表 1 2006~2014年盈利持续性分析

年度	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
λ	0.4947	0.2083	0.3507	0.3938	0.4139	0.2996	0.3258	0.2686	0.3535
P	0.0000	0.0182	0.0000	0.0000	0.0000	0.0179	0.0000	0.0000	0.0000

表 2 分阶段盈利持续性分析

时间段	λ	P
第2时间段(2009~2011)	0.2578	0.0000
第3时间段(2012~2014)	0.2197	0.0000

由表1可以看出,2006~2014年间机械、设备及仪表行业上市公司每一年的盈利水平对前一年的依赖程度,所有的λ值都小于0.5,大部分的λ值为0.3左右,说明当期的盈利水平对前一年的依赖性不强。

表2反映的是以三年为一个时间跨度的平均盈利水平对上一个三年的依赖程度,第2、第3时间段的λ值分别为0.2578和0.2197,说明盈利持续性也不强。

由此可以看出,机械、设备及仪表行业的上市公司其盈利持续性的整体状况不容乐观,而且随着时间跨度变长,当期盈利对于上一期盈利的依赖程度有减弱的迹象。

三、上市公司盈利持续性影响因素的实证检验

为了深入考察上市公司的盈利持续性问题,本文拟进一步分析影响盈利持续性的主要因素,并进行实证检验。

(一)理论分析及变量选取

产业组织理论以微观经济学理论为基础,强调分析市场结构(经济发展过程中的垄断与竞争)与企业绩效的相互关系,为维持合理的经济效率和市场秩序提供理论基础和对策依据。产业组织学派从企业外部竞争环境出发,认为较之企业层面因素,行业层面因素能够更好地解释盈利持续性问题。这些行业结构特征主要包括行业集中度、行业壁垒、行业规模、行业风险、多元化程度等。基于该理论,我们可以发现行业壁垒、市场份额对企业盈利的可持续性具有重要的影响。由于行业壁垒的存在,行业市场占有率大的企业具有规模优势,竞争力强,小企业很难与之抗衡,所以更容易取得稳

定、持久的利润,盈利持续性更强。

与产业组织理论的观点相反,企业资源理论认为,较之行业层面因素,基于企业资源层面能够更好地解释不同企业之间盈利持续性的差异。企业资源能力特征主要包括:声誉、利益相关者关系、研发强度、资本结构等。其中,企业独特的、难以被模仿的异质性资源是企业竞争优势的来源,也是超额盈利存在的原因。有研究表明,控制其他一些相关因素后,良好的公司声誉、利益相关者关系及研发强度与盈利持续性呈正相关关系(郭小群等,2010;徐浩峰和朱松,2011)。资本结构对企业盈利持续性的影响存在两面性,企业沉重的债务负担会制约企业选择投资新项目,负债的杠杆作用也可以使企业获得更多的利润。除此之外,企业的业务组合特征、企业规模、所有权结构等都是企业资源能力的表现。

总体而言,影响企业盈利和盈利持续性的因素大致可以概括为宏观经济、行业和企业三个主要方面。然而,究竟哪些因素更为重要,学者们目前仍未达成共识。本文认为,宏观经济环境对所有企业都会产生影响,行业差异(发展潜力、发展水平、发展速度及制度背景等)决定其受影响的程度。基于产业组织理论和企业资源理论,参照上文对盈利持续性影响因素的分析,本文重点选取专业化率、企业性质、企业规模及企业年龄作为解释变量,来研究这四个因素对于企业盈利持续性的影响。

(二)模型构建

本文的研究样本为在沪上市的123家机械、设备及仪表企业,样本年限为2005~2014年。鉴于样本数据特征,本文拟构建面板数据模型。经过豪斯曼检验(豪斯曼统计值为13.59、P值为0.018),本文选择使用固定效应模型,如式(2)所示:

$$E_{it} = \omega_{it} + \alpha_1 \text{Spec}_{it} + \alpha_2 \text{Prop}_{it} + \alpha_3 \text{Size}_{it} + \alpha_4 \text{Age}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中,因变量 E_{it} 表示盈利持续性,此处选取十年前后资产报酬率的排名位次的相对变化来量化盈利持续性(详见图3); α_i 为系数; ω_{it} 为常数项; t 表示年份, $t=2005, 2006, \dots, 2014$; i 表示样本企业, $i=1, 2, \dots, 123$ 。各变量的含义、预期方向及描述性统计如表3所示。

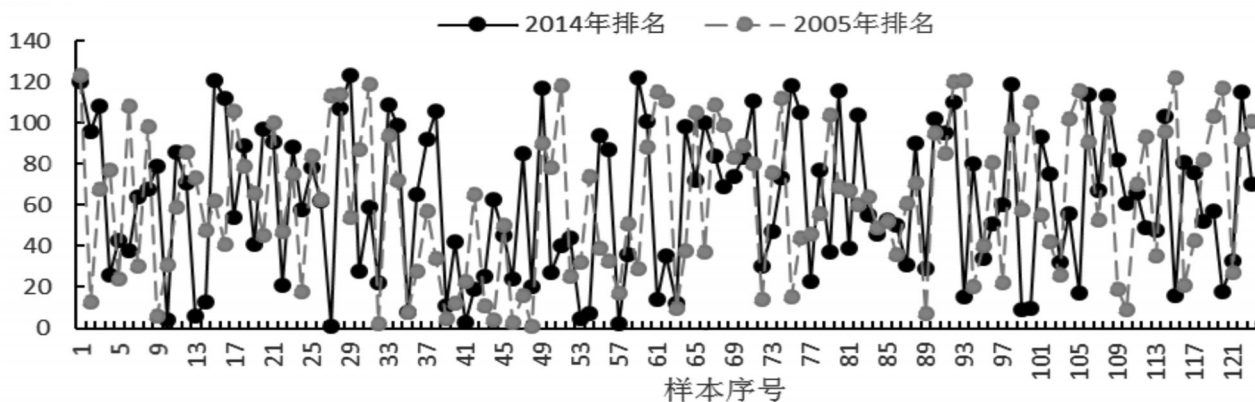


图3 样本企业2005年与2014年的资产报酬率排名

表3 各变量的含义、预期方向及描述性统计

变量名称	符号	变量定义	预期方向	平均值	最大值	最小值	标准差	观测值
专业化率	Spec	主营业务收入/营业总收入(百分比)	+	0.9664	1.000	0.4640	0.1249	1230
企业性质	Prop	国有, Prop=1; 非国有, Prop=0	/	0.6545	1	0	0.4757	1230
企业规模	Size	企业总资产的对数	+	9.4844	11.6179	8.3056	0.5385	1230
企业年龄	Age	企业存在时间	-	14.3618	28	1	4.7005	1230
盈利持续性	E	资产报酬率排名位次的相对变化	/	-	-	-	-	-

由自变量的描述性统计可以发现,企业专业化率的平均水平约为0.966,其中专业化率最高为1,最低为0.464;企业性质作为虚拟变量,仅有少量样本企业发生变动,由平均值可以看出,在123家上市公司中约有60%以上的企业属于国有企业,超过了样本总量的一半;企业规模变量在8.31~11.62的范围内变动,均值约为9.48,相对平稳;企业年龄则差异相对较大,以2005年为基准,样本中企业的存在时间从1~19年不等,但大部分企业的存续年限集中在8~12年之间。

(三)实证结果及分析

为避免出现多重共线性问题,造成估计结果的偏误,首先对自变量进行多重共线性检验,结果表明自变量间不存在多重共线性问题(篇幅限制,此处不再列示详细结果)。通过对式(2)中的面板模型进行估计,固定效应模型一的结果见表4第一列。

表4 模型回归结果

固定效应模型一		固定效应模型二(稳健性)	
变量	回归系数	变量	回归系数
C	-2.999*** (-2.71)	C	-2.999* (-1.80)
Spec	8.06** (2.19)	Spec	8.06*** (2.92)
Prop	0.34 (0.16)	Prop	0.34 (0.47)
Size	5.27** (2.53)	Size	5.27* (1.71)
Age	-2.35*** (-3.11)	Age	-2.35** (-2.48)
F值	0.0062	F值	0.0071

注:***、**、*分别表示在1%、5%及10%水平上显著。

从表4模型一的回归结果可知,F检验值小于0.05,这说明固定效应方程中的变量具有解释效力。总体而言,企业专业化率、企业规模和企业年龄对其持续盈利能力均有显著影响。

1. 企业的专业化率对公司的持续盈利能力有显著正向影响,每当公司的专业化率提高1个单位,其盈利持续性排名就会提高8.06名。这是因为企业的专业化率越高,企业的核心业务竞争力越强,企业的盈利越稳定,企业的盈利持续性水平就越高。

2. 公司规模同样在5%的水平上对公司的持续盈利能力有显著正向影响,这是因为更大的公司规模意味着企业具有更加强大的实力,在其他因素保持一致的情况下,则具有更强大的规模优势,从而盈利持续性水平也越高。当公司规模提升1个单位时,公司的盈利持续性排名也将提高5.27名。

3. 企业年龄则对盈利持续性水平具有显著的负向影响。企业年龄每增加一年,公司的盈利持续性排名将下降2.35。这种负向影响可能普遍存在于其他行业中,企业能否持续盈利往往与其创新性和发展潜力有关。新成立的企业虽然可能发展并不成熟,但具有更强的创新意识和发展潜力,因此具有更好的持续盈利能力。

4. 在传统印象中,国有企业因为具有更加良好的政策性保障措施而可能具有更强的持续性。事实上,企业性质(企业是否为国企)对于公司的盈利持续性虽然有正向作用,但这种影响并不十分显著。因此,可以认为企业性质并不是判断企业能否长期盈利的关键因素。

此外,考虑到模型一可能存在的异方差问题,本文进行了组间异方差检验。结果表明,组间异方差统计值为46380.19,P值为0.001,P值在1%的水平上仍然显著,所以判定该固定效应模型可能存在异方差问题。由高斯-马尔科夫定理可知,虽然变量的回归系数是无偏的,但是其显著性可能存在偏误,因此需要建立模型二对回归系数进行稳健性估计。由表4模型二的估计结果可知,自变量的显著性结论基本没有发生变化,企业专业化率、企业规模和企业年龄仍然对其持续盈利能力有显著影响。其中,企业专业化率在1%的水平上显著,而企业规模和企业年龄的显著性则有所下降,企业性质依然不能作为判断企业能否持续盈利的重要标准。

四. 结语

(一)研究结论

本文以机械、设备及仪表行业的123家上市企业为例,测度了样本企业2005~2014年的盈利持续性。基于产业组织理论和企业资源理论,借助面板数据模型对盈利持续性的影响因素进行了实证检验。研究表明:机械、设备及仪表行业上市公司的盈利持续性水平较低;专业化率和公司规模对盈利持续性有稳健的显著正向影响,且企业年龄对盈利持续性有稳健的显著负向影响,而企业性质并不是判断企业能否持

□ 改革与发展

续盈利的关键因素。

(二) 政策建议

第一,增强企业的核心竞争力,做大做强主营业务。主营业务即企业的核心业务,其稳定性对企业盈利持续性有着重要的影响。因此,企业应当紧紧围绕自身独特的资源和文化,结合所处行业的既定环境,加大主营业务投资,构建核心能力。同时,增加研发投入,增强自主创新能力,经营具有自身特色的核心产品和服务,巩固并增强自己的竞争优势,以实现盈利的持续性。

第二,完善企业内部结构的有效治理,提升企业的盈利质量。企业内部结构治理的目标在于使公司经营管理者与所有者对企业发展形成一致认识,且能有效监督和约束企业的经营管理,进而提升盈利质量。具体而言,应完善股权结构,建立适度分散的持股结构,实现股东之间的有效制衡;健全董事会的运作机制,落实独立董事制度,保证其独立性,高效地发挥董事会的职能,进而提高公司治理效率。

(三) 研究的局限性

第一,本文在样本选取方面,仅以2005~2014年制造业中机械、设备及仪表行业的123家上证A股公司为例,其研究结论可能并不适用于其他行业。

第二,由于数据资料获取限制,本文在对盈利持续性的影响因素进行实证分析时,仅选取了企业层面的部分因素,并没有考虑行业层面和制度层面。实际上,上市公司盈利持续性也会受到行业层面和制度层面因素的影响,比如政策、行业壁垒等。

第三,在盈利持续性的量化方面,本文只选取了单一的资产报酬率来进行排序,没有纳入其他指标综合考虑。同时,根据位次的相对变化直接量化盈利持续性这一做法目前还没有学者尝试,有待进一步的研究和检验。在后续的研究中,还有待寻求一种更为全面的盈利持续性量化方法,并扩展研究样本和研究期间进一步验证,力争更加全面和准确地分析上市公司盈利持续性水平及其影响因素。

主要参考文献:

Mueller D. C.. The Persistence of Profits above the Norm [J]. *Economic*, 1977(17).

Mueller D. C.. *Profits in the Long-run*[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 1986.

Roquebert J. A., Phillips R. L., Westfall P. A.. Markets vs Management: What "Drives" Profitability? [J]. *Strategic Management Journal*, 1996(8).

McGahan A. M., Porter M. E.. The Persistence of Shocks to Profitability[J]. *The Review of Economics and Statistics*, 1999(1).

McGahan A. M., Porter M. E.. The Emergence and Sus-

tainability of Abnormal Profits[J]. *Strategic Organization*, 2003(1).

Hawawini G., Subramanian V., Verdin P.. Is Performance Driven by Industry- or Firm-Specific Factors? A New Look at the Evidence[J]. *Strategic Management Journal*, 2003(1).

Yurtoglu B. B.. Persistence of Firm-Level Profitability in Turkey[J]. *Applied Economics*, 2004(36).

Chacar A. S., Newbury W., Vissa B.. Bringing Institutions into Performance Persistence Research: Exploring the Impact of Product, Financial, and Labor Market Institutions[J]. *Journal of International Business Studies*, 2010(7).

Goddard J., Liu H., Molyneux P., Wilson J. O.. The Persistence of Bank Profit[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2011(11).

Chari M. D., David P.. Sustaining Superior Performance in an Emerging Economy: An Empirical Test in the Indian Context[J]. *Strategic Management Journal*, 2012(2).

Lefteris T., Constantinos A., Thanasis P.. Revisiting Profit Persistence and the Stock Market in Japan[J]. *Structural Change and Economic Dynamics*, 2015(33).

周晓苏,张继袖,王健. 中国上市公司赢利持续性研究[J]. *管理科学*, 2007(1).

彭韶兵,黄益建. 会计信息可靠性与盈余持续性——来自沪深股市的经验证据[J]. *中国会计评论*, 2007(2).

李军. 盈利持续性研究综述[J]. *系统工程*, 2012(10).

王玉涛,陈晓,薛健. 限售股减持:利润平滑还是投资收益最大?[J]. *金融研究*, 2013(1).

翟永会. 市场结构、获利能力与证券公司效率[J]. *财经理论与实践*, 2014(4).

陆岷峰,汪祖刚. 中国商业银行盈利能力持续性研究——基于2000-2012年的商业银行非平衡面板数据[J]. *经济与管理评论*, 2015(3).

成敏,张春仁. 基于资源观的战略风险研究[J]. *湖北社会科学*, 2009(11).

郭小群,杨剑波,彭本红. 银行业上市公司盈利能力持续性的影响因素[J]. *金融论坛*, 2010(9).

徐浩峰,朱松,余佩琨. 企业竞争力、盈余持续性与不对称性[J]. *审计与经济研究*, 2011(5).

肖华,张国清. 内部控制质量、盈余持续性与公司价值[J]. *会计研究*, 2013(5).

周浪波,杨琼. 企业增长对财务弹性的影响——基于制造业上市公司的实证分析[J]. *中南大学学报(社会科学版)*, 2014(6).

作者单位:中南大学商学院,长沙410083