

# 我国证券公司财务特征对 盈利能力影响的实证研究<sup>①</sup>

谷雨

(中南大学商学院,湖南长沙410083)

**摘要:**对86家国内证券公司2005年到2013年的非均衡的面板数据进行分析,考察证券公司财务特征对公司盈利能力的影响。实证结果显示,证券公司的规模、固定资产占总资产的比例、杠杆率与权益回报率显著正相关。建议监管部门鼓励证券公司做大规模,增加杠杆倍数,以全面提升证券公司盈利能力。

**关键词:**证券公司;盈利能力;规模;杠杆率

**中图分类号:**F832

**文献标志码:**A

**文章编号:**1672-7835(2015)02-0092-06

## An Empirical Study of the Effect on Profitability Generated by the Financial Characteristic of Domestic Securities Companies

GU Yu

(School of Business, Central South University, Changsha 410083, China)

**Abstract:** This paper quotes the imbalance panel data of 86 domestic securities companies from 2005 to 2013, to study the relation between the securities companies' financial characteristics and profitability. The empirical results show that significantly positive correlation between the return on equity and the scale, proportion of fixed assets to total assets, leverage ratio of the securities companies. Finally, this paper offers relevant policy proposals.

**Key words:** securities company; profitability; scale; leverage ratio

在过去的20多年间,中国证券业经历了巨大的变化,一批大券商拥有了较强的盈利能力,开始涉足国际化业务,而很多中小券商、地域性券商则陷入佣金价格战,举步维艰,盈利能力堪忧。但国内迄今少有系统研究中国证券公司盈利能力的影响因素的论文。作者利用86家国内证券公司从2005年到2013年的非均衡面板数据,就证券公司财务特征对公司盈利能力的影响进行了实证分析。

### 1 文献回顾

国际上对证券公司盈利能力的研究相对较少,最为知名的,是《利润模式》(Profit Patterns)一书,提供了适用于金融服务业的3种主要模型:利润趋同模型、利润复归模型和中间陷落模型<sup>[1]-62</sup>。

国内对证券公司盈利能力的研究,主要以论述型研究为主,实证研究较少。梁小迪提出从根本上解决我国证券业的业务变革问题,关键是实现通道盈利模式向服务盈利模式的转变,实现这种转变的根本在于推荐证券公司的产权改革,完善法人治理结构<sup>[2]</sup>。

<sup>①</sup> 收稿日期:2014-09-18

作者简介:谷雨(1981-),男,湖南长沙人,博士研究生,主要从事工商管理研究。

王德全总结了香港大福证券(TAIFOOK)成功的关键因素,并对内地同业从品牌经营、业务创新、服务盈利模式、法人治理结构、公司运作模式以及内部控制制度等几个方面探讨券商盈利模式<sup>[3]</sup>。

国信证券研究所在《开放条件下中国券商盈利模式研究》(2004)中,运用亚德里安·J·斯莱沃斯基的《利润模式》理论,对我国券商的盈利模式进行了实证分析。总结了以中金公司为代表的优势业务模式和以中信证券为代表的业务创新模式,构建了证券公司盈利结构的最优模型。他们认为,国内证券公司在转型时期,出现了“无利润复归”、“趋同”和“中间陷落”的情形,各类券商也因此采取措施应对经营困境。原先依靠经纪业务和主动投资的盈利模式已无法持续,必须及时随市场转型,以创新服务为核心。

2 数据、模型和变量

2.1 数据

为研究中国证券业盈利能力的影响因素,作者收集了 86 家在中国内地设立的证券公司从 2005 年到 2013 年的财务数据,共 713 个观测值。本文中,证券公司的财务信息均取自 WIND 数据库和证券公司披露的历年年报。证券公司观测值的年度分布详见表 1。

2.2 模型

本文的模型主要考察了证券公司各种财务指标对证券公司盈利能力的影响,使用的基本回归模型如下:

$$Security\ Performance\ Measure = constant + \beta_1 * Lnasset + \beta_2 * Fixed\ Asset + \beta_3 * Invested\ Asset + \beta_4 * Debt + \beta_5 * Intangible\ Asset + \beta_6 * Year\ fixed\ effects + Error\ term.$$

具体的变量介绍及定义详见下文及表 2。

表 1 观测值的年度分布情况

年份	观测值数量
2005	55
2006	78
2007	82
2008	82
2009	83
2010	83
2011	84
2012	85
2013	81
总计	713

表 2 变量定义表

变量名称	定义
ROE	权益回报率,归属母公司所有者净利润除以所有者权益
Lnasset	公司规模,公司总资产的自然对数
Fixed Asset	固定资产,公司固定资产占总资产的比例
Invested Asset	投资性资产,交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资三者之和占总资产的比例
Debt	杠杆率,总负债占公司总资产的比例
Intangible Asset	无形资产,无形资产占公司总资产的比例

2.3 绩效变量

本文使用归属母公司所有者净利润的权益回报率来度量证券公司的盈利能力。

归属母公司所有者净利润的权益回报率(ROE)是归属母公司所有者净利润和净资产的比率。我们用 ROE 来衡量证券公司的盈利能力。Rhoades 认为,ROA 对于表外经营活动(例如衍生品交易)利润较多的金融机构存在正向偏差,因为这些活动只产生收入和费用,而不生成资产<sup>[4]</sup>。因此,本文将 ROE 作为盈利能力的度量指标。本文也用 ROA 作为被解释变量进行了回归,发现主要结果没有发生变化。

为了避免极端值对研究结果产生影响,本文在回归时对归属母公司所有者净利润的权益回报率做了 winsorize 处理,方法是对大于 99% 分位数的数值以 99% 分位数的数值替代,对小于 1% 分位数的数值以 1% 分位数的数值替代。

## 2.4 自变量

### 2.4.1 公司规模

规模效应是一个经济学上研究的课题。它是根据边际成本递减推导出来的,就是说企业的成本包括固定成本和变动成本,混合成本则可以分解为这两种成本,在生产规模扩大后,变动成本同比例增加而固定成本不增加,所以单位产品成本就会下降,企业的销售利润率就会上升,产生规模经济。

规模经济又称规模利益,是由于一定的产量范围内,固定成本可以认为变化不大,那么新增的产品就可以分担更多的固定成本,从而使总成本下降。人们根据生产力因素数量组合方式变化规律的要求,自觉地选择和控制生产规模,求得生产量的增加和成本的降低,而取得最佳经济效益。规模经济或生产力规模的经济性,就是确定最佳生产规模的问题。

经济学认为,规模经济产生的原因有5个:(1)专业化。从亚当·斯密的著作开始,人们认识到分工可以提高效率。规模越大的企业,其分工也必然是更详细的;(2)学习效应。随着产量的增加,工人可以使熟练程度增加,提高效率;(3)可以有效地承担研发费用等;(4)运输、采购原材料等方面存在的经济性;(5)价格谈判上的强势地位。

但是,随着规模的扩大,有可能给公司带来的是规模不经济。规模不经济(Diseconomies of scale)指随着企业生产规模扩大,而边际效益却渐渐下降,甚至跌破零、成为负值。造成此现象的原因,可能是内部结构因规模扩大而更趋复杂,这种复杂性会消耗内部资源,而此耗损使规模扩大本应带来的好处相互消减,因此出现了规模不经济的现象。

规模不经济产生的原因可能有如下几点:(1)技术因素。企业规模是与一定的技术条件相适应的。企业规模的扩大必然导致生产能力的扩大,而生产能力的扩大又是以技术进步为前提的。企业规模既有伴随技术进步而逐步扩大的趋势,又受技术条件的制约。一旦技术无法适应企业规模的扩大,就会导致规模不经济出现。(2)管理因素。一般来说,企业的规模与管理的难度成正比,与管理的效率成反比。大企业必须分设复杂的管理层次,设计众多的激励和监督机制,这就必然增加企业非生产人员和设备的数量,而造成企业成本上升和费用增加。(3)产品相关性因素。从事多种产品生产的企业,其产品之间的相关性越小,需要的技术设备和劳动投入就越多,产品成本也就越高。另外,产品的相关性越小,各类产品之间的管理体制就越不同,相互之间的协调配合也就越复杂,从而使管理和生产效率下降。

本文使用证券公司总资产的对数作为公司规模的代理变量,研究规模对盈利能力的影响。由于上述的规模经济和规模不经济现象在理论上都有可能出现,所以,本文不预测该变量在回归方程中的系数。

### 2.4.2 固定资产投入

通常来说,证券行业是一个轻资产行业。证券公司的固定资产,一般配置在总部大楼、营业部房产及IT系统方面。固定资产占比相对较高的公司,可能在营业部、网点方面相对较多,拥有较大的市场份额。此外,这些公司可能在信息系统方面也投入较多,拥有较强的信息处理、客户关系管理等能力,可以更好的满足客户需求,开展QFII股票销售交易等对IT系统要求较高的新业务。但是,固定资产较多,会带来较多的折旧,给公司利润带来负面影响。

本文使用证券公司固定资产占总资产的比例作为公司固定资产投入的代理变量,研究固定资产占比对盈利能力的影响。

### 2.4.3 公司投资情况

证券公司盈利的渠道,除代理买卖证券(经纪业务的佣金收入)、承销发行(投行业务)、代客理财(资产管理业务)、资本中介(融资融券业务、做市业务)等外,还有一项很重要的业务:自营业务,即公司以自有资金进行投资。

公司的自营业务既包括权益类的自营投资,也包括固定收益类的自营投资。可以说,自营业务是一把双刃剑。自营业务如果能取得较高的回报率,将会大大增加公司的净利润<sup>[5]</sup>,提升ROE。2006至2007年我国的牛市中,证券公司业绩突飞猛进的重要原因之一,就是自营业务取得了非常靓丽的成绩。

当然,在熊市中,一旦自营业务亏损,也将严重影响公司的净利润,拉低 ROE。

例如,据《21 世纪经济报道》文章,2011 年,考虑资产减值损失并扣掉直投影响,中信证券全年自营亏损达 14.4 亿元。同样,截至 2011 年年末,西南证券共实现自营投资收益 -3.73 亿元,同上年 4.42 亿投资收益相比,亏损严重。

因此,公司在经营过程中应当将资金配置在自营业务上,还是配置在融资融券等不需承担风险的资本中介业务上? 本文通过考察投资情况对盈利能力的影响来回答这一问题。

证券公司的投资资产根据管理层的目的和意图、自身的性质可以分为交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资。我们考察交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资三者之和占总资产的比例来考察投资情况对盈利能力的影响。

#### 2.4.4 杠杆率

杠杆率是近年来人们在讨论证券公司时经常提到的一个名词。中信建投证券分析师魏涛在研究报告中指出:“加杠杆符合金融改革的潮流。金融改革的一大方向是建立多层次资本市场,和大力发展直接融资。如果要发展多层次资本市场,那么作为资本市场中介机构的券商无疑当仁不让,肩负重任。国内外经验告诉我们,如果没有券商提供流动性和做市业务,那么多层次资本市场和直接融资市场要么发展不起来,要么就有很多弊端。国外投行的杠杆一般远高于商业银行,美国商业银行杠杆为 10 倍左右,而投行为 20 倍左右,次贷危机前更是达到了 40 倍左右。目前我国证券业全行业的净资产合计仅仅有 6 900 亿元,扣除客户保证金后财务杠杆仅仅为 1 倍多。而未来中国的 OTC 市场、资产证券化产品、债券产品以及各种利率、期权、期货衍生品市场的庞大规模可能以数十万亿计! 因此,证券公司必须加大杠杆,而且可以加杠杆,此乃大势所趋。”

我们用公司总负债与公司总资产之比来作为公司负债情况的代理变量。我们预期,公司杠杆率与 ROE 为正相关。

#### 2.4.5 无形资产

证券公司的无形资产通常包括:交易席位费、软件购置与开发、客户关系、商标权及土地使用权。

其中,交易席位费是指证券交易所会员按照证券交易所章程、业务规则向证券交易所交纳的交易席位使用费。上交所目前有形席位和无行席位在 3 000 个左右。按照交易所规定,证券交易所的会员要取得席位,必须向证券交易所缴足席位费,席位费的数目由证券交易所决定。会员一旦拥有席位,就不允许退。但是,在一定条件下,席位可以转让。2011 年 8 月 11 日和 11 月 14 日,沪深交易所、中登公司分别向各大券商及保险公司下发《关于保险机构证券投资交易有关问题的通知》<sup>[6]</sup>及《关于补充说明保险机构证券投资交易有关问题的通知》<sup>[7]</sup>。这两份通知明确要求,2014 年前,保险公司的交易席位将被清理,转而通过券商渠道进行交易。因此,交易席位的多少,对于证券公司开展业务,特别是争夺 QFII、保险资产管理公司等新兴业务至关重要。而公司在客户关系、软件购置与开发等方面的投入,也会对公司的经营活动产生深远的影响。

我们用公司无形资产与公司总资产之比来作为公司无形资产情况的代理变量。我们预期,公司无形资产比率与 ROE 为正相关。

本文的研究期间为 2005 年至 2013 年,在这期间,证券公司的经营环境和资本市场发生了巨大的变化,例如 2005 年到 2007 年的大牛市不良资产,2008 年金融危机等,都会对证券公司的盈利能力产生影响。因此,为了排除不同年份中资本市场、宏观经济条件及政策的变化对本文结论的可能影响,本文在回归中加入了年份固定效应变量。

### 3 实证研究结果

#### 3.1 描述性统计

表 3 报告了对样本证券公司归属母公司净利润权益收益率(ROE)的描述统计结果。

从表中我们看到,归属母公司净利润权益收益率共有 711 个观测值。全部观测值的归属母公司净

利润权益收益率平均为 13.56%,中位数为 8.74%,表明整体而言,证券公司 2005 年至 2013 年的盈利能力比较优秀。数据还显示,证券公司 ROE 的 25% 分位数为 3.52%,75% 分位数为 19.51%,标准差为 22.10%,最小值为 -117.07%,最大值为 382.91%,表明各观测值之间差异较大,需要我们深入研究影响各证券公司盈利能力的因素到底有哪些。

表 3 变量描述统计:被解释变量

	ROE
观测值	711
平均值	13.56
中位数	8.74
最小值	-117.07
最大值	382.91
25% 分位数	3.52
75% 分位数	19.51
标准差	22.10

表 4 报告了对证券公司总资产的自然对数、固定资产占总资产比例、投资资产占总资产比例、无形资产占总资产比例以及负债率的描述统计结果。从表中我们看到,证券公司呈现典型的轻资产特征,固定资产占总资产比例平均为 2.32%,中位数为 1.55%。无形资产占总资产比例更低,平均为 0.31%,中位数为 0.18%。而通过描述统计我们看到,证券公司一部分资金配置到了交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资三项投资资产上,投资资产占总资产的比例平均为 15.65%,中位数为 12.12%。在公司资金的来源方面,对负债率的描述统计结果显示,负债率的平均值为 70.42%,中位数为 72.09%。

表 4 自变量描述统计

	Lnasset	Fixed Asset	Invested Asset	Intangible Asset	Debt
观测值	713	713	713	713	713
平均值	22.98	2.32	15.65	0.31	70.42
中位数	23.00	1.55	12.12	0.18	72.09
最小值	18.68	0.15	0	0	5.05
最大值	26.33	19.06	76.76	6.29	193.60
25% 分位数	22.22	0.94	1.87	0.07	62.44
75% 分位数	23.63	2.83	9.79	0.34	79.75
标准差	1.20	11.59	25.38	0.51	15.41

3.2 证券公司财务特征对盈利能力的影响

表 5 报告了模型的回归结果。回归结果显示,证券公司的规模、固定资产占总资产的比例、杠杆率与权益回报率显著正相关,这也涉及公司资产结构管理方面<sup>[8]</sup>。

证券公司的规模与权益回报率正相关,说明在我国的证券行业,存在规模效应。通常来说,规模大的券商,在品牌效应、声誉、业务牌照、创新业务等方面会有较大的优势,这些优势,会转化为公司的客户、业务等,进而增强公司的盈利能力<sup>[9]</sup>。

证券公司的固定资产占总资产比例与权益回报率正相关,其原因可能是,在我国,证券公司盈利的主要来源是经纪业务。而固定资产占比相对较高的公司,可能在营业部、网点方面相对较多,拥有较大的市场份额。此外,这些公司可能在 IT 方面也投入较多,拥有较强的信息处理能力,可以更好的满足客户需求。因此,固定资产占比较高会给公司带来较高的盈利能力。

证券公司的杠杆率与权益回报率正相关。公司提高杠杆率,用于自营业务等资本消耗型业务的资金会增加,同时,用于股权质押、融资融券等资本中介型业务的资金也会增加,只要公司能够取得超过借

款利率的回报率,那么就可以增加公司的权益回报率。

表 5 证券公司财务特征对盈利能力的影响

	ROE	ROE	ROE	ROE	ROE
常数项	-45.44 (-3.16)***	-49.17 (-3.50)***	-49.37 (-3.50)***	-69.45 (-4.62)***	-69.11 (-4.56)***
Lnasset	2.21 (3.36)***	1.40 (2.14)**	1.42 (2.15)**	1.89 (2.82)***	1.87 (2.78)***
Debt		0.30 (6.06)***	0.30 (5.81)***	0.29 (5.54)***	0.29 (5.51)***
Invested Asset			-0.01 (-0.21)	0.02 (0.33)	0.02 (0.36)
Fixed Asset				1.47 (3.81)***	1.46 (3.79)***
Intangible Asset					-0.27 (-0.20)
观测值	711	711	711	711	711
年份固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
调整后 R 平方	0.28	0.32	0.32	0.33	0.34
F 值	32.02	33.96	30.83	29.68	27.36

4 结论

上述实证表明证券公司的规模、固定资产占总资产的比例、杠杆率与权益回报率显著正相关。该结论对于证券公司的监管有较强的政策意义:为了支持我国证券公司提升盈利能力和自身综合实力,以更好地服务实体经济,监管部门应当切实采取措施,完善相关政策法规,支持证券公司通过并购重组等方式做大公司规模,鼓励证券公司开设营业部等分支机构,加大对信息技术系统等方面的投入。此外,与美国等发达国家证券公司金融创新过度杠杆过高的情况不同,我国证券公司的金融创新不足杠杆偏低,不仅难以为投资者提供更为全面的金融服务,也极大制约了自身盈利能力的提升,因此,有必要鼓励我国的证券公司加大创新力度,增加杠杆倍数,以全面提升公司的盈利能力。

参考文献:

[1] 亚德里安·斯莱沃斯基,大卫·莫里森.利润模式[M].张星,等译.北京:中信出版社,2007.

[2] 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):31-33.

[3] 王德全.券商生存之道——香港大福证券(TAIFOOK)给我们的启示[J].时代金融,2006(4):79-80.

[4] Rhoades S. The efficiency effects of bank mergers: An overview of case studies in nine mergers[J]. Journal of Banking and Finance, 1998(22):273-291.

[5] 龙月娥,叶康涛.会计——税收差异、盈余管理与证券市场估值[J].中南财经政法大学学报,2013(2):117-123.

[6] 沪深交易所,中登公司.关于保险机构证券投资交易有关问题的通知[Z].上证会字[2011]24号,2011.

[7] 沪深交易所,中登公司.关于补充说明保险机构证券投资交易有关问题的通知[Z].上证会字[2011]36号,2011.

[8] 林长青.证券公司资产结构管理研究[J].企业经济,2014(4):170-174.

[9] 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):43-47.

(责任校对 游星雅)