



# 竞争视角下的剩余收益来源分析

黄莲琴<sup>1,2</sup>

1 厦门大学 会计系, 福建 厦门 361005

2 福州大学 管理学院, 福州 350002

**摘要:** 利用剩余收益估价模型能提高股票价格的解释能力和预测价值的准确性, 因此剩余收益的来源显得至关重要。以 2001 年~2005 年中国 A 股制造业上市公司为研究对象, 采用 Panel Data 和 OLS 回归方法, 从竞争的视角对公司剩余收益的来源进行检验。研究结果表明, 剩余收益确实来源于企业的经营活动, 并随着产品市场竞争程度的增强而降低; 公司不同性质的负债杠杆对剩余收益产生截然不同的影响, 经营负债杠杆产生正面影响, 金融负债杠杆产生负面影响, 这种影响随着竞争程度的减弱而增强; 同时剩余收益随着公司规模扩大、市场份额的拓展、产品差异化和资产专用性程度的提高而提升。

**关键词:** 剩余收益; 产品竞争程度; 负债杠杆; 公司竞争特色

中图分类号: F275 文献标识码: A 文章编号: 1672-0334(2008)02-0069-10

## Analysis on the Source of Residual Income Based on Competition Empirical Evidence from Chinese Manufacturing Limited Firms

HUANG Lian-qin<sup>1,2</sup>

1 Department of Accounting, Xiamen University, Xiamen 361005, China

2 School of Management, Fuzhou University, Fuzhou 350002, China

**Abstract** The RM improves the explainability and accuracy of the stock price. The source of residual income shows very important. The paper tests the source of residual income based on competition with the sample of A-share manufacturing listed companies from 2001 to 2005. The empirical study shows that residual income indeed results from the firm operating activity and decreases by product market competition. Operating liability leverage plays the positive influence and financing liability leverage plays the negative influence on residual income, and the effect increase with lowering the competition. Residual income increases by enlarging the firm scale, market share, product differentiation and asset specificity. The conclusion is an important inspiration to evaluate the firm with the RM.

**Keywords** residual income; product market competition; liability leverage; firm competition character

### 1 引言

Ohlson 基于净盈余关系和股利替代性等假设重新阐释了剩余收益估价模型 (residual income model, RM), 认为公司权益价值等于当期净资产账面价值

与未来预期剩余收益现值之和<sup>[1]</sup>, 该模型创立了公司的价值源泉是价值创造而不是价值分配。Bernard 认为, 剩余收益估价模型为财务报表数据与公司价值之间关系的重新确定奠定了基础<sup>[2]</sup>。自此以后,

收稿日期: 2007-11-14 修返日期: 2008-03-18

基金项目: 福州大学科技发展基金 (2005-XQ(S)-09)

作者简介: 黄莲琴 (1967-), 女, 福建闽清人, 厦门大学会计系博士研究生, 福州大学管理学院副教授, 研究方向: 公司财务等。E-mail: hlqin2005@126.com

国内外学者将 RM 与股利贴现模型、自由现金流量模型进行了比较研究,表明 RM 对股票价格具有最强的解释能力,并提高了预测价值的准确性<sup>[2-7]</sup>。既然利用 RM 对公司价值进行评估具有如此效果,那么该模型的主要输入变量剩余收益的来源就显得至关重要,剩余收益是一个预示企业创值能力的指标,因为企业创造的价值是补偿所有投入生产要素成本之后的超额收入,而剩余收益是从会计收益中扣除权益资本成本后的余额。因此,本研究以 2001 年 ~ 2005 年中国 A 股制造业上市公司为样本,从竞争的视角对剩余收益的来源进行研究。

## 2 研究评述

Fletham 等将公司的运作分为经营活动和融资活动,在此基础上对公司的价值进行分析,认为相对于经营活动而言,公司的融资活动存在于完备市场,其账面价值趋近市价,公司的剩余收益仅来源于经营活动<sup>[8]</sup>,但他们仅仅进行了理论模型的推导,没有进行实证检验。同时 RM 提出后,大量学者主要关注模型的适用性和运用的研究,忽视了经营活动何以创造剩余收益的问题。Bernard, Perman 和 Francis 等的研究发现,与股利贴现模型和自由现金流量模型相比, RM 对股票价格的解释能力最强,预测价值的准确性最高<sup>[2-4]</sup>; Xiaoquan Jiang 等发现,对于股票估价而言,在 RM 中的净资产和会计收益比股利贴现模型包含更多有用的信息<sup>[5]</sup>;陈信元等发现,中国证券市场的特殊性并没有影响会计信息对股票价格具有显著的解释能力<sup>[6]</sup>;张景奇等比较了 3 种估价模型,发现 RM 对股票价格几乎没有解释能力,但对股票的内在价值具有明显的解释力,且比其他两个模型强<sup>[7]</sup>;Abaabanel 等利用 RM 对美国的股票市场是否存在短视行为进行检验<sup>[9]</sup>。

根据哈佛学派的结构-行为-绩效 (S-C-P) 模型,市场结构决定企业在市场中的行为,而企业行为又决定市场运行的绩效。Nissim 等通过比率的分解,从赢利性和成长性两方面确定了 RM 的驱动因素,分析出剩余收益的动因是净资产收益率和权益账面价值<sup>[10]</sup>,但仅从企业的财务层面进行了描述性分析,没有分析企业所面临的竞争环境对剩余收益的影响。Qing Cheng 的研究发现,剩余收益随着行业集中度、行业与公司层面进入壁垒的增强、会计稳健性的提高而增加<sup>[11]</sup>,但没有考察在不同的竞争环境下企业将采取不同的市场行为,从而形成自身的竞争特色和融资决策对剩余收益所产生的影响<sup>[11]</sup>。因此,有必要探究剩余收益是否来源于企业经营活动,同时处于竞争环境下的经营活动又何以创造了高于正常绩效的剩余收益。

## 3 理论分析和研究假设

在一个完全竞争市场,企业视产品价格为给定,只能获得平均报酬,经济利润趋于零。但这是一种理想化的假设,因为企业可能是价格的决定者,生产

的产品总会存在异质,信息具有不对称性,资源的流动性不一定是完全的。因此,不完全竞争促使企业的产品价格高于边际成本,获得经济利润;而且竞争程度越低,经济利润越高。面对不同的竞争环境和市场结构,企业采取不同的市场行为,在负债杠杆、公司规模、市场份额、产品差异化和资产专用性等方面形成了各自的竞争特色,从而影响自身经济利润的获得。

根据剩余收益估价模型,剩余收益的计算公式为

$$\begin{aligned} RI_t &= NI_t - rBV_{t-1} = BV_{t-1} \left( \frac{NI_t}{BV_{t-1}} - r \right) \\ &= BV_{t-1} (ROE_t - r) \end{aligned} \quad (1)$$

其中,  $RI$  为剩余收益,  $NI$  为公司的税后净利润,  $BV$  为净资产账面价值,  $r$  为权益资本成本,下标  $t$  表示公司第  $t$  期的指标,  $ROE$  为净资产收益率,  $ROE = \frac{NI}{BV}$ 。从 (1) 式可知,剩余收益是指超过预期正常盈余的预期净收益,是从会计收益中扣除权益资本成本后的余额,符合经济利润的概念要求<sup>[12]</sup>;同时  $RI$  的高低取决于  $ROE$ 、 $BV$  和  $r$ ,而  $BV$  是个前定的变量,  $r$  是个常数,所以  $RI$  的大小取决于  $ROE$ 。

当企业运作分为经营活动 (企业生产和销售产品的过程) 和融资活动 (企业为经营活动的顺利进行而筹集资金的过程) 后,产生了衡量经营活动和融资活动赢利能力的指标,即净经营资产回报率 ( $RNOA$ ) 和净借款成本 ( $NBC$ ),  $RNOA = \frac{OI}{NOA}$ ,  $NBC = \frac{NFE}{NFO}$ 。  $OI$  为经营收益,  $NOA$  为净经营资产,  $NFE$  为净财务费用,  $NFO$  为净金融负债。  $ROE$  可以表示为经营活动与融资活动赢利能力的加权平均值<sup>[10]</sup>,即

$$\begin{aligned} ROE &= \left( \frac{NOA}{BV} \cdot RNOA \right) - \left( \frac{NFO}{BV} \cdot NBC \right) \\ &= RNOA + \frac{NFO}{BV} (RNOA - NBC) \\ &= RNOA + (FLEV \cdot SPREAD) \end{aligned} \quad (2)$$

其中,  $FLEV$  为净金融负债与净资产账面价值的比例,表示金融负债杠杆比例,  $FLEV = \frac{NFO}{BV}$ ;  $SPREAD$  为  $RNOA$  与  $NBC$  之间的差额,表示经营差异率;  $FLEV \cdot SPREAD$  为金融负债杠杆效应。因此,从 (2) 式和 (3) 式可知,剩余收益来源于经营活动和融资活动,即由公司使用净经营资产创造经营收益的赢利能力和将金融债务引入资本结构产生的增量经济影响构成的。Fletham 等认为公司融资活动相对地存在于完备市场,其会计计量将是账面价值且趋近市价,但在经营活动中不成立,其会计计量一般是历史成本,使账面价值低于市价,因此金融资产只获得平均利润,而经营资产则是创造价值的源泉<sup>[3]</sup>。Brennan 等认为,产品市场的低竞争性使供货商产生了差异定价的动机;在厂商垄断市场,交易信用被视为一种战略手段,因为有的企业拥有垄断势力,是价格的决定者,

可以从供货商、客户处获取价值, 即企业不可能从资本市场债权人处赚取收益, 只能从交易债权人处赚取收益, 因此企业被认为是在经营活动中创造价值<sup>[13]</sup>。因此, 本研究提出假设。

假设 1 企业的经营活动创造了剩余收益, 并随着产品市场竞争程度的增强而降低。

自 Brander 等的开创性研究以来<sup>[14]</sup>, 产品市场竞争与资本结构互动关系的研究受到学者们的关注。Zingales、Lyandres、朱武祥、刘志彪等认为, 公司的资本结构影响其在产品市场的行为、竞争能力和业绩, 公司在产品市场上的表现也影响公司的融资决策<sup>[15-18]</sup>。对于资本结构与企业业绩之间的关系, Mar-sulis、Jensen 和 Shah 等国外学者的研究显示, 资本结构与公司业绩存在正相关<sup>[19-21]</sup>; 而李义超、陈小悦、肖作平和李青原等中国学者的研究结论却与国外的研究结果相反, 认为资本结构与公司业绩之间呈负相关<sup>[22-25]</sup>。这可能是由于中国公司债券市场欠发达, 债务融资主要来源于银行贷款, 导致软约束机制, 未起到债务融资的治理效应, 同时这些研究是从传统财务杠杆的角度进行分析。事实上, 企业在运作过程中会出现两种性质完全不同的负债, 一种负债源于企业的融资活动, 如银行借款、发行债券等属于金融负债; 另一种负债则源于企业的经营活动, 如应付账款、应付票据、预收账款和应计费用等属于经营负债。由于两种负债处于不同的活动和市场中, 具有不同的价值内涵, 在进行财务杠杆分析时应将传统的财务杠杆分为金融负债杠杆和经营负债杠杆。Biais 等发现, 供货商比银行拥有更多有关企业不履约的信息<sup>[26]</sup>; Burkart 等认为, 供货商的信息优势来源于交易本身, 随着交易的完成, 供货商自动获取相关信息, 而其他债权人只能引入监督成本才能获取<sup>[27]</sup>。这意味着经营负债比金融负债更能发挥债务的监督约束机制, 导致两种负债杠杆对剩余收益产生不同的影响。因此, 本研究提出假设。

假设 2 剩余收益与经营负债杠杆成正比, 而与金融负债杠杆成反比。

Bain 指出, 进入壁垒是与潜在的进入者相比市场中现有企业所享有的优势, 这些优势是通过现有企业可以持久地维持高于竞争水平的价格而没有导致新企业的进入反映出来的<sup>[28]</sup>。企业为应对市场竞争, 可能从公司规模、市场份额、产品独特性和资产专用性等方面构建公司层面进入壁垒, 从而形成各自的竞争特色。因为公司规模往往会被视为企业经营能力和成就的一种信号, 规模大的公司有条件扩大生产能力, 使产品单位成本下降, 享受规模经济的好处; 而且通过扩大规模, 提高市场占有率, 就可以在行业市场上获得一定的垄断力量, 具备了谋取垄断利润的条件。产品差异化的存在使顾客对该产品产生偏好甚至一定的忠诚度, 从而使企业在市场中树立良好的形象和声誉, 具有先动优势, 可以保持或提高市场占有率和集中度。而产品差异化取决于公司是否拥有价值性、稀缺性、不可模仿性和无法替代

性的资源, 即专用性资源/资产。Mang 认为, 投资于专用性资产有利于提供差异化产品和服务, 降低产品成本, 取得产品市场竞争的主导地位<sup>[29]</sup>; Collis 等认为, 专用性资产能为公司带来稀缺性、产品差异和创新<sup>[30]</sup>; 李青原等研究发现, 公司的资产专用性与盈利能力呈正相关<sup>[31]</sup>。因此, 本研究提出假设。

假设 3 剩余收益随公司规模、市场份额的扩大以及产品差异化、资产专用性程度的提高而增加。

## 4 研究设计

### 4.1 样本数据的选择

由于制造业是由研发、产品和生产过程的设计、生产、营销、客户服务等作业链构成, 最能反映企业生产经营过程的特点, 并能克服行业特征对公司剩余收益的影响, 因此本研究以 2001 年 ~ 2005 年发行的中国 A 股制造业上市公司为研究对象。为保证数据的有效性, 在初选样本的基础上对样本进行处理, 剔除所有者权益和净经营资产为负的公司, 剔除数据异常和缺失的上市公司。经过处理, 最后获得的观测值为 3 322 个 (不平行面板数据), 其中 2001 年 587 家、2002 年 632 家、2003 年 659 家、2004 年 726 家、2005 年 718 家。样本公司的数据取自中国证券市场会计研究数据库 (CSMAR) 和 Wind 资讯。

### 4.2 检验模型和指标

为检验假设 1, 根据 (2) 式, 本研究构建计量模型, 即

$$RI = \alpha_0 + \alpha_1 RNOA + \alpha_2 NBC + \alpha_3 FLSP + \alpha_4 COMP + \alpha_5 GR + \alpha_6 CR + \sum_{i=1}^9 \beta_i M^{ind} + \varepsilon \quad (3)$$

为检验假设 2 和假设 3, 本研究进一步构建两个计量模型, 即

$$RI = \alpha_0 + \alpha_1 FLEV + \alpha_2 OLLEV + \alpha_3 COMP + \alpha_4 GR + \alpha_5 CR + \sum_{i=1}^9 \beta_i M^{ind} + \varepsilon \quad (4)$$

$$RI = \alpha_0 + \alpha_1 \ln S + \alpha_2 MS + \alpha_3 PD + \alpha_4 AS + \alpha_5 RNOA + \alpha_6 GR + \alpha_7 CR + \sum_{i=1}^9 \beta_i M^{ind} + \varepsilon \quad (5)$$

其中,  $\alpha$ 、 $\beta$  为回归系数,  $\varepsilon$  为残差项;  $FLSP$  为金融负债杠杆效应;  $COMP$  为产品市场竞争程度;  $GR$  为公司的成长性;  $CR$  为流通股比例;  $FLEV$  为金融负债杠杆比例,  $OLLEV$  为经营负债杠杆比例;  $\ln S$ 、 $MS$ 、 $PD$  和  $AS$  为计量公司竞争特色的指标,  $\ln S$  为公司规模,  $MS$  为市场份额,  $PD$  为产品差异化,  $AS$  为资产专用性;  $M^{ind}$  为制造业下的子行业哑变量。模型中各变量的含义如下。

(1) 公司剩余收益指标。根据 (1) 式, 剩余收益 = 年末净利润 - 权益资本成本  $\times$  年初净资产账面价值。权益资本成本的估算按 CAPM 模型, 即权益资本成本 = 无风险报酬率 +  $\beta \cdot$  市场风险溢价。无风险报酬率采用 1 年期银行定期存款利率, 2001 年 ~ 2005 年的利率分别为 2.25%、2.025% (加权平均)、1.98%、

2.025% (加权平均) 和 2.25%, 李青原等将市场风险溢价设定为 4%<sup>[25]</sup>, 本研究也将市场风险溢价设定为 4%。为使该指标标准化, 本研究将剩余收益除以总股数, 即以每股剩余收益来度量。

(2) 公司赢利能力指标。以净经营资产回报率 and 净借款成本作为度量经营活动和融资活动赢利能力的指标, 两者之间的差额为经营差异率。

(3) 产品市场竞争程度指标。Lyandres、刘志彪和陈建梁等用赫芬因德指数 (HHI) 度量产品市场竞争程度<sup>[16, 18, 32]</sup>, 该指标是根据各年同一行业内上市公司的数据计算, 反映了行业的市场集中度, 但无法反映企业之间的竞争程度。屈耀辉等利用主成分法将主营业务利润率、存货周转率、应收账款周转率等 3 个指标合成一个指标来度量市场竞争程度<sup>[33]</sup>。根据产业组织理论的观点, 市场竞争程度与市场绩效显著相关, 因此本研究也采用这 3 个代表公司绩效的合成指标 (COMP) 作为度量市场竞争程度的替代变量, 该合成指标值越大说明企业所在的产品市场竞争程度越低。

(4) 负债杠杆指标。根据 Nissin 等的研究, 以金融负债杠杆比例和经营负债杠杆比例作为度量指标<sup>[10]</sup>,  $FLEV = \frac{\text{净金融负债}}{\text{净资产}}$ ,  $OLLEV = \frac{\text{经营负债}}{\text{净经营资产}}$ , 金融负债杠杆效应 = 金融负债杠杆比例 × 经营差异率, 资产和负债的计量都采用账面价值。

(5) 公司竞争特色的指标。以公司规模、市场份额、产品差异化和资产专用性 4 个指标度量公司竞争特色。①公司规模, 以公司主营业务收入的自然对数计量; ②市场份额, 以公司主营业务收入与行业主营业务收入之比计量; ③产品差异化, 在产业组织理论中采用需求交叉弹性和广告密度度量, 由于商品定价和广告费用数据难以获取, 同时企业的广告费用列入营业费用, 因此本研究以营业费用与主营业务收入的比值作为度量产品差异化的替代变量; ④资产专用性, Shleifer 等分别用固定资产与总资

产之比、无形资产与总资产之比度量资产专用性<sup>[34]</sup>, 由于企业的固定资产与无形资产均具有较强的专用性, 因此本研究以固定资产和无形资产之和与总资产的比值反映公司资产专用性程度。

(6) 控制变量。根据影响剩余收益的因素加入若干控制变量。①公司的成长性, 采用公司经营资产的增长率度量; ②流通股比例, 由于中国证券市场股权结构的特殊性, 引入公司流通股占总股数的比例; ③行业变量, 以证监会对制造业进一步划分的 10 个门类为标准, 将行业因素从公司特征中分离出来, 以 9 个哑变量的形式作为控制变量。

## 5 研究结果和分析

### 5.1 描述性统计结果分析

表 1 和表 2 分别报告了变量的描述性统计和变量之间的 Pearson 相关系数。由表 1 数据可知, *RI* 的中位数为 -0.001, 说明制造业上市公司创造剩余收益的能力较差; *COMP* 的中位数为负值, 显示了制造业产品市场总体竞争比较激烈, 但具体到每个公司之间的竞争程度不一; 金融负债杠杆比例和经营负债杠杆比例的中位数分别为 18.9% 和 29.1%, 比例偏低, 但公司间杠杆比率差距很大, 说明各公司利用杠杆程度存在较大差异性; 从公司竞争特色的指标来看, 市场份额较低, 产品差异化程度不高, 公司间的规模与资产专用化程度差异较大。

由表 2 的相关性分析可知, 公司的剩余收益与净经营资产回报率、经营负债杠杆比例、金融负债杠杆效应、市场份额、公司规模、资产专用性和公司成长性之间呈正相关, 而与净借款成本、产品市场竞争程度、金融负债杠杆、产品差异程度和流通股比例呈负相关; 由于度量产品市场竞争程度的替代指标是个合成指标, 该值越大企业所在的产品市场竞争程度越低, 表中 *RI* 和 *COMP* 值的相关系数为正数, 意味着 *COMP* 值越大 (即产品市场竞争程度越低), 则 *RI* 越大, 因此剩余收益与产品市场竞争程度呈负相关。

表 1 变量的描述性统计

Table 1 Variable Description Statistics

	<i>RI</i>	<i>RNOA</i>	<i>NBC</i>	<i>FLSP</i>	<i>COMP</i>	<i>FLEV</i>	<i>OLLEV</i>	<i>MS</i>	<i>hS</i>	<i>PD</i>	<i>AS</i>	<i>GR</i>	<i>CR</i>
均值	-0.010	0.060	0.019	-0.023	-0.000	0.360	0.436	0.002	20.458	0.065	0.409	0.187	0.361
中位数	-0.001	0.059	0.035	-0.008	-0.060	0.189	0.291	0.001	20.388	0.041	0.388	0.115	0.360
最大值	2.078	2.881	15.718	6.045	21.790	58.592	53.058	0.068	25.564	0.782	0.947	4.995	0.806
最小值	-3.136	-1.085	-10.146	-2.750	-4.300	-1.331	0.017	0.000	12.790	0.000	0.018	-0.919	0.024
标准差	0.310	0.132	0.544	0.147	0.572	1.409	1.208	0.003	1.235	0.074	0.166	0.394	0.118
观察值	3.322	3.322	3.322	3.322	3.322	3.322	3.322	3.322	3.322	3.322	3.322	3.322	3.322

表 2 Pearson 相关系数  
Table 2 Pearson Correlations

	<i>RI</i>	<i>RNOA</i>	<i>NBC</i>	<i>FLSP</i>	<i>COMP</i>	<i>FLEV</i>	<i>OLLEV</i>	<i>MS</i>	<i>hS</i>	<i>PD</i>	<i>AS</i>	<i>GR</i>	<i>CR</i>
<i>RI</i>	1												
<i>RNOA</i>	0.708	1											
<i>NBC</i>	-0.009	-0.011	1										
<i>FLSP</i>	0.107	-0.230	0.002	1									
<i>COMP</i>	0.106	0.050	0.000	0.013	1								
<i>FLEV</i>	-0.097	-0.120	0.020	0.568	-0.019	1							
<i>OLLEV</i>	0.058	0.520	-0.007	-0.447	-0.003	-0.045	1						
<i>MS</i>	0.209	0.139	-0.024	0.010	0.087	-0.022	0.078	1					
<i>hS</i>	0.270	0.227	-0.015	0.016	0.135	-0.012	0.109	0.653	1				
<i>PD</i>	-0.066	-0.037	-0.019	-0.073	-0.067	-0.036	0.011	-0.098	-0.185	1			
<i>AS</i>	0.023	-0.095	0.015	0.156	0.081	0.176	-0.148	0.110	0.122	-0.163	1		
<i>GR</i>	0.302	0.167	0.008	0.058	0.032	-0.060	-0.091	0.028	0.025	0.003	0.045	1	
<i>CR</i>	-0.058	-0.038	0.022	0.030	0.011	0.042	-0.019	-0.189	-0.150	0.038	-0.011	0.033	1

## 5.2 检验结果和分析

本研究选取的总样本是时序与截面混合数据, 观察期间长短不一, 为不平行样本, 采用 Panel Data 模型可以综合利用样本信息, 并减少多重共线性带来的影响; 同时采用 Cross-Section SUR 法估计模型, 以期对截面单元异方差性和同期相关性进行修正。根据 Hausman 测试结果, 本研究总样本支持使用随机效应模型。

### 5.2.1 剩余收益的源泉与产品市场竞争性

(3) 式的估计结果如表 3 所示, 由 *F* 值可知, 回归结果是显著有效的; *D. W.* 检验的结果显示, 不存在序列自相关问题; *Adjusted R<sup>2</sup>* 的值达到了 6% 以上, 显示模型拟合效果很好。

首先, 总样本、年度子样本模型的研究表明, *RNOA* 的回归系数在 1% 的显著性水平上显著异于零, 对 *RI* 的影响为正; 而 *NBC* 的回归系数很小, 仅在 2002 年显著, 总样本与其他年度子样本均不显著; 从剩余收益的公式可知, 其动因是净资产收益率, *ROE* 是 *RNOA* 与 *NBC* 的加权平均值, *RNOA* 的系数远大于 *NBC* 的系数, 且 *NBC* 几乎不显著, 这意味着企业的剩余收益主要来源于 *RNOA*, 即剩余收益主要是由企业经营活动创造的, 这支持了研究假设 1 的前半部分。

从 (2) 式可知, *ROE* 是 *RNOA* 和 *FLSP* 之和, 从表 3 可知, *FLSP* 对 *RI* 的影响为正且是显著的, 这说明公司使用金融债务产生了增量杠杆效应, 但其系数远小于 *RNOA* 的系数, 反映了公司的剩余收益主要是由

经营资产创造的。

其次, 度量产品市场竞争程度的指标 *COMP* 的回归系数尽管在 2002 年和 2005 年中不显著, 但在总样本和其他年度子样本的回归系数均显著, 且对 *RI* 的影响均为正, 即该指标值越大, 企业所在的产品市场竞争性越弱, 公司剩余收益越高, 意味着公司剩余收益与产品市场竞争程度呈负相关, 这验证了研究假设 1 的后半部分。

### 5.2.2 剩余收益与负债杠杆效应

由表 2 的描述性统计可知, 度量产品市场竞争程度的指标 *COMP* 的最大值与最小值相差较大, 表明制造业各上市公司的市场竞争环境存在较大的差异。因此, 本研究对假设 2 和假设 3 进行总样本检验的同时, 还进行了分组子样本检验, 即采用 *COMP* 指标的均值对制造业 8 个子行业产品市场竞争的强弱进行了排序 (由于木材、家具行业的样本数目较少, 5 年样本数 12 个, 而其他制造业中产品同质性较差, 因此排序时未将木材、家具行业与其他制造业 2 个子行业列入), 并根据均值的相近性, 选择了均值最大的 2 个子行业 (产品市场竞争最弱) 和均值最小的 3 个子行业 (产品市场竞争最强) 为分组子样本。

(4) 式的估计结果如表 4 所示。金融负债杠杆对 *RI* 的影响为负且显著, 即公司金融负债杠杆比例越高, 剩余收益越小, 意味着公司的剩余收益与金融负债杠杆比例呈负相关, 该结论与中国学者以传统财务杠杆为对象的研究结论一致。OLLEV 对 *RI* 的影响

表 3 假设 1 的检验结果  
Table 3 Test Result of Hypothesis 1

变量	参数估计					
	A (2001年 ~ 2005年)	B (2001年)	C (2002年)	D (2003年)	E (2004年)	F (2005年)
常数项	- 0.139 (- 6.309)	- 0.176** (- 4.495)	- 0.130** (- 3.632)	- 0.199** (- 5.680)	- 0.060 (- 1.273)	- 0.171** (- 3.254)
RNOA	1.710** (63.666)	2.206** (35.169)	1.684** (40.418)	2.266** (39.329)	1.913** (32.636)	2.123** (32.891)
NBC	- 0.001 (- 0.215)	- 0.005 (- 0.251)	0.014 <sup>†</sup> (1.876)	- 0.020 (- 1.561)	- 0.010 (- 0.356)	- 0.006 (- 0.576)
FLSP	0.563** (23.397)	0.064** (2.662)	1.207** (23.680)	0.641** (8.462)	1.495** (20.507)	1.134** (12.704)
COMP	0.032** (5.311)	0.088* (2.112)	0.029 (1.562)	0.040** (4.530)	0.026** (3.035)	0.008 (0.550)
GR	0.127** (15.320)	0.044** (2.820)	0.073** (4.363)	0.097** (9.025)	0.079** (4.011)	0.077* (2.496)
CR	- 0.117** (- 4.028)	- 0.066 (- 1.249)	- 0.056 (- 1.187)	- 0.061 (- 1.300)	- 0.179** (- 2.786)	- 0.073 (- 1.132)
M <sup>int</sup>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Adjusted R <sup>2</sup>	0.614	0.740	0.751	0.760	0.654	0.659
F-statistic	352.575	305.919	127.592	1403.256	92.381	93.332
P-value	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
D. W.	1.940	1.974	1.91	1.872	1.881	1.954
Hausman $\chi^2$	19.593	-	-	-	-	-
观察值	3.322	587	632	659	726	718

注: ①括号内为 *t* 检验, \*\*\*为在 1% 的水平上显著, \*\*为在 5% 的水平上显著, \*为在 10% 的水平上显著; ②按年度分组的子样本是截面数据, 不必进行 Hausman 检验, 因此采用普通最小二乘法估计; ③yes为对制造业的子行业设置的 9 个哑变量进行回归分析, 出于篇幅考虑其结果没有报告。下同。

为正且显著, 即公司经营负债杠杆比例越高, 剩余收益越大, 意味着公司的剩余收益与经营负债杠杆比例呈正相关, 该结论与国外学者提出的传统财务杠杆与公司业绩呈正相关的结论一致, 验证了研究假设 2。这说明由于中国上市公司的金融负债主要源于银行贷款, 银企关系的非市场化造成了债务的软约束, 而信用交易债权人伴随着交易的过程自动获取相关信息, 可能比银行债权人更能发挥债务的治理效应。

两组子样本模型的研究表明, 两种负债杠杆对剩余收益的影响与总样本一样, 进一步验证了前面的分析, 但比较两个模型的系数发现, 随着竞争程度

的减弱, 金融负债杠杆对剩余收益产生更大的负面效应, 经营负债杠杆对剩余收益产生更大的正面效应。因此, 赢利公司如果拥有更多的经营负债、更少的金融负债, 更可能提升公司创造剩余收益的能力。

### 5.2.3 剩余收益与公司竞争特色

(5) 式的估计结果如表 5 所示。总样本、子样本模型的研究表明, 公司规模对 *RI* 的影响都为正且显著, 说明剩余收益与公司规模呈正相关, 即随着公司规模扩大, 越能发挥规模经济的效应, 公司所创造的剩余收益也随之增加。市场份额对 *RI* 的影响为正且显著, 即公司市场份额越大, 剩余收益越大, 意味着公司的剩余收益与市场份额呈正相关。资产专用

表 4 假设 2 的检验结果  
Table 4 Test Result of Hypothesis 2

变量	总样本		产品市场竞争最强的行业		产品市场竞争最弱的行业	
	参数估计	T 值	参数估计	T 值	参数估计	T 值
常数项	- 0.069**	- 2.077	- 0.054 <sup>a</sup>	- 1.930	0.072 <sup>a</sup>	2.298
<i>FLEV</i>	- 0.016***	- 4.481	- 0.025***	- 3.445	- 0.070***	- 5.418
<i>OLLEV</i>	0.022***	5.532	0.018***	4.281	0.081**	2.346
<i>COMP</i>	0.051***	5.617				
<i>GR</i>	0.234***	18.909	0.229***	11.180	0.243***	11.480
<i>CR</i>	- 0.165***	- 3.760	- 0.017	- 0.245	- 0.292**	- 3.910
<i>M<sup>ind</sup></i>	yes		yes		yes	
<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>	0.130		0.108		0.129	
<i>F-statistic</i>	36.547		36.364		43.885	
<i>P-value</i>	0.000		0.000		0.000	
<i>D. W.</i>	1.885		1.866		2.052	
<i>Hausman <math>\chi^2</math></i>	5.340		2.446		3.536	
观察值	3.322		1.239		1.158	

表 5 假设 3 的检验结果  
Table 5 Test Result of Hypothesis 3

变量	总样本		产品市场竞争最强的行业		产品市场竞争最弱的行业	
	参数估计	T 值	参数估计	T 值	参数估计	T 值
常数项	- 0.514***	- 6.090	- 0.454***	- 2.846	- 0.726***	- 5.158
<i>hS</i>	0.015***	3.697	0.015 <sup>a</sup>	1.923	0.027***	3.873
<i>MS</i>	5.136***	3.276	11.085 <sup>a</sup>	2.216	3.189 <sup>a</sup>	1.753
<i>PD</i>	- 0.149***	- 2.596	- 0.347***	- 3.497	0.065	0.456
<i>AS</i>	0.107***	4.275	0.077 <sup>a</sup>	1.722	0.095***	2.698
<i>RNOA</i>	1.523***	51.117	1.047***	25.621	2.393***	37.136
<i>GR</i>	0.147***	16.766	0.165***	10.630	0.094***	7.401
<i>CR</i>	- 0.051***	- 1.611	0.049	0.898	- 0.085 <sup>a</sup>	- 1.689
<i>M<sup>ind</sup></i>	yes		yes		yes	
<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>	0.557		0.481		0.668	
<i>F-statistic</i>	262.290		165.118		333.165	
<i>P-value</i>	0.000		0.000		0.000	
<i>D. W.</i>	1.930		1.894		2.043	
<i>Hausman <math>\chi^2</math></i>	16.189		1.889		12.145	
观察值	3.322		1.239		1.158	

性对  $RI$  的影响也为正且显著, 表明剩余收益与资产专用性呈正相关, 即资产专用性程度越高, 公司的赢利水平越高, 越能提升公司创造剩余收益的能力, 该结论与李青原等的公司赢利能力与资产专用性正相关的结论一致<sup>[31]</sup>。

在总样本和产品市场竞争最强的子样本模型中, 产品差异化对  $RI$  的影响为负且显著; 通过计算 2001年~2005年样本公司的市场集中度指标 ( $HHI$ ) 分别为 0.008 0.007, 0.007 0.008 0.011, 该指数较小, 表明制造业内相同规模的企业较多, 行业内企业的竞争比较激烈, 这说明剩余收益与产品差异化程度之间呈负相关是源于制造业上市公司之间竞争比较激烈, 产品间实质性差异不大, 公司在广告宣传、市场公关等方面的营销战未必能使顾客心理产生偏好, 只会增加企业的支出; 采用价格战又使收入减少, 从而降低了企业创造价值的 ability, 这在竞争程度最强的子样本中表现得更为明显。该结论与陈建梁等提出的营业费用与主营业务收入比值的均值越大表明该行业的竞争越激烈的观点较一致<sup>[32]</sup>。而在产品市场竞争最弱的子样本中,  $PD$  的回归系数不显著却为正, 显示出公司剩余收益与产品差异化呈正相关, 说明在竞争相对较弱的产品市场中, 产品存在一定的异质性, 用广告传递产

品差异信息才可能产生效果。

总之, 公司竞争特色的各个指标基本上都与剩余收益呈正相关, 即剩余收益随着公司规模、市场份额的扩大以及产品差异化、资产专用性程度的提高而增加, 基本上验证了研究假设 3。

### 5.3 稳健性检验

为考察检验结果的可靠性, 本研究对上述结果进行稳健性分析。①对于假设 1, 以股权剩余收益率 ( $\frac{\text{年末剩余收益}}{\text{年末净资产}}$ ) 作为度量剩余收益的替代变量, 检验结果也验证了前面的结论。由于篇幅的限制, 此处没有报告这一结果。②对于假设 2 假设 3 采用样本分组的方式进行验证, 即考虑到公司是否赢利可能会影响公司特征, 因此按公司的净资产收益率将本研究的全部样本公司分为赢利和亏损两组,  $ROE > 0$  的子样本为赢利组,  $ROE \leq 0$  的子样本为亏损组, 实证结果如表 6 所示。

从表 6 可知, 在赢利状态下, 公司的剩余收益与  $FLEV$  呈负相关, 度量产品市场竞争程度的指标  $COMP$  对  $RI$  的影响为正, 即该指标值越大, 产品市场竞争性越不足, 剩余收益越高, 意味着剩余收益与产品市场竞争程度呈负相关; 剩余收益与  $OLLEV$ 、 $MS$ 、 $\ln S$ 、 $PD$  和

表 6 假设 2 和假设 3 的稳健性检验结果  
Table 6 Robustness Test Result of Hypothesis 2 and Hypothesis 3

变量	赢利组 ( $ROE > 0$ )				亏损组 ( $ROE \leq 0$ )			
	假设 2		假设 3		假设 2		假设 3	
	参数估计	T 值	参数估计	T 值	参数估计	T 值	参数估计	T 值
常数项	-0.005	-0.186	-0.719**	-9.949	-0.599***	-3.750	2.037**	5.499
$FLEV$	-0.006**	-2.300			-0.024	-1.043		
$OLLEV$	0.018***	6.234			-0.045	-0.921		
$COMP$	0.038***	6.295			0.105	0.812		
$MS$			4.271**	3.450			26.697**	2.389
$\ln S$			0.027**	8.095			-0.124***	-7.271
$PD$			0.073	1.430			-0.469**	-2.438
$AS$			0.086**	4.306			-0.017	-0.147
控制变量	yes		yes		yes		yes	
Adjusted $R^2$	0.115		0.448		0.075		0.344	
F-statistic	22.243		121.070		2.632		10.553	
P-value	0.000		0.000		0.0004		0.000	
观察值	2.957		2.957		365		365	

注: yes 为对 (4) 式和 (5) 式中所设的控制变量进行回归分析, 出于篇幅考虑其结果没有报告。



AS 呈正相关, 验证了假设 2 和假设 3。在亏损状态下, *FLEV*、*OLLEV* 和 *COMP* 的回归系数不显著, 显示出公司的剩余收益与经营负债杠杆呈负相关, 可能因为信用交易债权人对于亏损公司提高了信用条件, 如减少信用额度、缩短信用期等, 从而使利用经营负债的成本增加, 经营负债对剩余收益产生了负面效应; 同时杠杆效应本身就是一把双刃剑, 只有当企业经营效益好时才会产生扩张收益效应。亏损公司意味着 *ROE* 小于借款利率, 杠杆只会发挥负面效应, 从而进一步使企业利益受损; 而赢利公司因其信用水平高, 给市场传递利好信号, 易取得交易债权人信任, 增加了信用交易, 从而放大了经营负债杠杆的正面效应, 提升了公司的业绩。在公司竞争特色方面, 剩余收益只与公司市场份额呈正相关, 而与其他 3 个指标呈负相关, 因为可能亏损公司给市场传递的是利空消息, 顾客对产品不认可, 资产的专用性无法发挥作用, 广告宣传只会增加公司的支出, 并且随着公司规模的扩大, 无法发挥规模经济的效应, 导致公司业绩下降。总之, 在亏损状态下由于样本公司的特殊性, 验证结论难免有些差异, 但在赢利状态下该检验结果与前述结论完全一致, 基本上支持了本研究结论的稳健性。

## 6 结论

本研究以 2001 年 ~ 2005 年中国制造业上市公司为研究对象, 从竞争的视角对公司剩余收益的来源进行检验。实证结果发现, ① 剩余收益主要是由企业的经营活动创造的, 随着产品市场竞争程度的增加而降低; ② 公司不同性质的负债杠杆对剩余收益产生截然不同的影响, 经营负债杠杆产生正面影响, 而金融负债杠杆产生负面影响, 这种影响随着竞争程度的减弱而增强, 即经营负债杠杆发挥更大的正面效应而金融负债杠杆发挥更大的负面效应; ③ 随着市场份额的拓展、公司规模的扩大、产品差异化和资产专用性程度的提高, 公司所创造的剩余收益也随之增加。相对于股利贴现模型、自由现金流估价模型, 剩余收益估价模型对股票价格的解释能力最强, 预测价值的准确性最高, 因此本研究以剩余收益估价模型对公司价值进行评估具有一定的意义。

## 参考文献:

- [1] Ohlson J A. Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation [ J ]. *Contemporary Accounting Research*, 1995, 11(2): 661-687
- [2] Bernard V. The Feltham-Ohlson Framework: Implications for Empiricists [ J ]. *Contemporary Accounting Research*, 1995, 11(2): 733-747.
- [3] Penman S H, Sougiannis T. A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation [ J ]. *Contemporary Accounting Research*, 1998, 15(3): 343-383.
- [4] Francis J, Olsoson P, Oswald D. Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates [ J ]. *Journal of Accounting Research*, 2000, 38(1): 45-70
- [5] Xiaoquan Jiang, Bon-Soo Lee. An Empirical Test of the Accounting-Based Residual Income Model and the Traditional Dividend Discount Model [ J ]. *The Journal of Business*, 2005, 78(4): 1465-1504
- [6] 陈信元, 陈冬华, 朱红军. 净资产、剩余收益与市场定价: 会计信息的价值相关性 [ J ]. *金融研究*, 2002(4): 59-70  
Chen X Y, Chen D H, Zhu H J. Net Assets, Residual Income and Market Pricing: Value-relevance of Accounting Information [ J ]. *Journal of Financial Research*, 2002(4): 59-70 ( in Chinese)
- [7] 张景奇, 孟卫东, 陆静. 股利贴现模型、自由现金流量模型及剩余收益模型对股票价格与价值不同解释能力的比较分析 [ J ]. *经济评论*, 2006(6): 92-98  
Zhang J Q, Meng W D, Lu J. Compare and Analyze the Different Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Residual Income Model to Stock Price and Value [ J ]. *Economic Review*, 2006(6): 92-98 ( in Chinese)
- [8] Feltham G A, Ohlson J A. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities [ J ]. *Contemporary Accounting Research*, 1995, 11(2): 689-731.
- [9] Jeffery Abarbanell, Victor Bernard. Is the U. S. Stock Market Myopic? [ J ]. *Journal of Accounting Research*, 2000, 38(2): 221-242
- [10] Doron Nissim, Stephen Penman. Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice [ J ]. *Review of Accounting Studies*, 2001, 6(1): 109-154.
- [11] Qiang Cheng. What Determines Residual Income? [ J ]. *Accounting Review*, 2005, 80(1): 85-112
- [12] 谢诗芬, 彭玉龙. EVA 与剩余收益估价: 联系与思考 [ J ]. *财经论丛*, 2004(7): 48-52  
Xie S F, Peng Y L. EVA and Evaluation of Residual Income: Relation and Reflection [ J ]. *Collected Essays on Finance and Economics*, 2004(7): 48-52 ( in Chinese)
- [13] Brennan M, J Maksimovic V, Zehner J. Vendor Financing [ J ]. *Journal of Finance*, 1988, 43(5): 1127-1141.
- [14] Brander James, Tracy Lewis. Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect [ J ]. *American Economic Review*, 1986, 76(5): 956-970
- [15] Luigi Zingales. Survival of the Fittest or the Fattest? Exit and Financing in the Trucking Industry [ J ]. *Journal of Finance*, 1998, 53(3): 905-938
- [16] Evgeny Lyandres. Capital Structure and Interaction ar

- mong Firms in Output Market Theory and Evidence [ J ]. Journal of Business, 2006 79(5): 2381- 2421.
- [ 17 ] 朱武祥, 陈寒梅, 吴迅. 产品市场竞争与财务保守行为 [ J ]. 经济研究, 2002(8): 28- 36  
Zhu W X, Chen H M, Wu X. Product Market Competition and Financial Conservatism [ J ]. Economic Research Journal, 2002(8): 28- 36 ( in Chinese)
- [ 18 ] 刘志彪, 姜付秀, 卢二坡. 资本结构与产品市场竞争程度 [ J ]. 经济研究, 2003(7): 60- 67.  
Li Z B, Jiang F X, Lu E P. Capital Structure and Competition in Product Market [ J ]. Economic Research Journal, 2003(7): 60- 67. ( in Chinese)
- [ 19 ] Masulis Ronald W. The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates [ J ]. Journal of Finance, 1983, 38(1): 107- 126
- [ 20 ] Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers [ J ]. American Economic Review, 1986, 76(2): 323- 329.
- [ 21 ] K Shah. The Nature of Information Conveyed by Pure Capital Structure Changes [ J ]. Journal of Financial Economics, 1994, 36(1): 36- 57.
- [ 22 ] 李义超, 蒋振声. 上市公司资本结构与企业绩效的实证分析 [ J ]. 数量经济技术经济研究, 2001(2): 34- 38  
Li Y C, Jiang Z S. Empirical Analysis on Capital Structure and Corporate Performance of Listed Companies [ J ]. The Journal of Quantitative & Technical Economics, 2001(2): 34- 38 ( in Chinese)
- [ 23 ] 陈小悦, 徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者利益保护 [ J ]. 经济研究, 2001(11): 3- 11.  
Chen X Y, Xu X D. Equity Structure, Firm Performance and the Protection for Investors' Interest [ J ]. Economic Research Journal, 2001(11): 3- 11. ( in Chinese)
- [ 24 ] 肖作平. 上市公司资本结构与公司绩效互动关系实证研究 [ J ]. 管理科学, 2005, 18(3): 16- 22  
Xiao Z P. Empirical Study on the Interactive Relation between Capital Structure and Corporate Performance of Listed Companies [ J ]. Journal of Management Sciences, 2005, 18(3): 16- 22 ( in Chinese)
- [ 25 ] 李青原, 陈晓, 王永海. 产品市场竞争、资产专用性与资本结构——来自中国制造业上市公司的经验证据 [ J ]. 金融研究, 2007(4): 100- 113  
Li Q Y, Chen X, Wang Y H. Product Market Competition, Asset Specificity and Capital Structure: Empirical Evidence from Listed Manufacturing Corporation in China [ J ]. Journal of Financial Research, 2007(4): 100- 113 ( in Chinese)
- [ 26 ] Biais B, C Gollier Trade Credit and Credit Rationing [ J ]. Review of Financial Studies, 1997, 10(4): 903- 937.
- [ 27 ] Burkart M, Ellingsen T. In-Kind Finance: A Theory of Trade Credit [ J ]. The American Economic Review, 2004, 94(3): 569- 590.
- [ 28 ] Bain Joe S. Barriers to New Competition [ M ]. Cambridge Harvard University Press, 1956
- [ 29 ] Mang P Y. Exploiting Innovation Options: An Empirical Analysis of R&D-Intensive Firms [ J ]. Journal of Economic Behavior and Organization, 1998, 35(2): 229- 242
- [ 30 ] D J Collis, C A Montgomery. Corporate Strategy: Resources and the Scope of the Firm [ M ]. The McGraw-Hill Company, 1997.
- [ 31 ] 李青原, 王永海. 资产专用性与公司资本结构: 来自中国制造业股份有限公司的经验证据 [ J ]. 会计研究, 2006(7): 66- 71.  
Li Q Y, Wang Y H. Asset Specificity and Corporate Capital Structure: Empirical Evidence from Chinese Manufacturing's Limited Liability Firms [ J ]. Accounting Research, 2006(7): 66- 71 ( in Chinese)
- [ 32 ] 陈建梁, 王大鹏. 产品市场竞争对企业资本结构的影响 [ J ]. 管理科学, 2006, 19(5): 50- 57.  
Chen J L, Wang D P. The Effect of Product Market Competition on Capital Structure [ J ]. Journal of Management Sciences, 2006, 19(5): 50- 57. ( in Chinese)
- [ 33 ] 屈耀辉, 姜付秀, 陈朝晖. 资本结构决策具有战略效应吗? [ J ]. 管理世界, 2007(2): 69- 75.  
Qu Y H, Jiang F X, Chen Z H. Do Capital Structure Possess the Strategy Effect? [ J ]. Management World, 2007(2): 69- 75 ( in Chinese)
- [ 34 ] Shleifer A, Robert Vishny. Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach [ J ]. Journal of Finance, 1992, 47(4): 1343- 1366 □

**Biography:** HUANG Liangqin is a Ph. D. candidate in the Department of Accounting at Xiamen University and is an associate professor in the School of Management at Fuzhou University. Her research interest concentrates on corporate finance, etc.