销售与管理费用率变动和未来盈余增长
——基于费用粘性和内部要素变动的分析

侯晓红，袁　铭

[摘　要]销售与管理费用率是预测企业未来盈余的重要指标。采用2005－2017年A股上市公司数据，应用费用粘性理论，从销售与管理费用率内部要素变动视角，研究了销售与管理费用率变动和未来盈余增长的关系。研究发现，销售收入上升时，销售与管理费用率下降与未来盈余增长负相关；销售收入下降时，销售与管理费用率上升和未来盈余增长正相关。进一步研究表明，上述关系受产权性质和市场化进程影响。这一研究结论拓宽了销售与管理费用率变动对企业未来盈余增长影响的研究视野，对投资者更好地依据成本信息进行决策提供了理论基础和经验证据。

[关键词]销售与管理费用率变动；未来盈余增长；费用粘性；内部要素变动

[基金项目]国家自然科学基金面上项目“空间距离、同业模仿与环境信息披露机会主义行为：动因、实现路径与经济后果”（项目编号：71572189）

[中图分类号]F257；F832.51　[文献标识码]A　[文章编号]1009-105X(2020)03-0117-16

DOI：10.3969/j.issn.1009－105x.2020.03.010

引　言

销售与管理费用率是分析企业价值的重要指标。传统的财务分析认为，销售与管理费用率代表了企业的经营效率，其下降表明经营效率提高，有利于企业未来盈余增长；其上升则表明经营效率降低，传递了未来盈余增长的不利信号（Lev and Thiagarajan，1993）。然而，Abarbanel和Bushee发现，销售与管理费用率变动和未来盈余变动并不相关（1997），可能是因为销售与管理费用率的变动传递了除资源使用效率之外的其他信息（D Yu，Anderson，2018）。Anderson等发现，当收入上升1%，销售与管理费用上升0.55%，而当收入下降1%，销售与管理费用仅下降0.35%，并将成本这种易升难降的特点命名为成本粘性（2003）。之后，国内外许多学者验证了成本粘性的存在性（孙峥、刘浩，2004；Calleja，Steliaros M，Thomas D C，2006），并且广泛存在于制造业、金融业和服务业等各行业中（Subramaniam，Weidenmier，2003；刘武，2006；孔玉生等，2007）。成本粘性理论表明，销售与管理费用和收入之间不存在传统成本理论假定的线性关系，经营效率并非销售与管理费用率变动传递的全部内涵，可能反映了公司的战略，也可能反映了管理层对未来

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

预期的态度,还可能包含了管理层的代理问题和其他因素的影响。因此,在我国现有的资本市场环境下,对于管理层不同微观决策动机博弈下的成本管理行为对企业的未来盈余有何影响,现有文献研究较少。

销售与管理费用率变动是反映公司成本管理行为的动态过程,对于预测和解释经济活动和经济行为的发生具有前瞻性作用,不能仅将其视为市场实际需求水平的滞后反应。因此,对销售与管理费用率变动的分析,可以揭示管理层的资源调整行为和微观决策效率,可以更好地预测企业的未来价值。本文以成本粘性理论为指导,以销售与管理费用率变动为研究对象,检验公司成本管理行为对未来盈余增长的影响,这将对投资者决策具有重要意义。本文与以往研究的不同点在于:(1) 根据费用粘性理论,分析管理层进行成本决策的不同动机,揭示销售与管理费用率变动与公司未来盈余增长的关系主要取决于管理层多重动机博弈的结果,为揭示销售与管理费用率变动的信号内涵提供了理论基础和经验证据;(2) 从销售与管理费用率指标内部要素变动视角,分析不同情形下销售与管理费用率变动对企业未来盈余增长的影响,将拓宽基本面指标分析的思路,为投资者如何分析相对指标的信号内涵提供新的思路,有助于投资者更好地利用成本信息进行决策。

一、文献综述

会计数据提供了预测未来盈余的有用信息,是基本面分析的重要信息来源(Bauman,1996)。对基本面指标的正确分析是企业价值评估的前提,但这方面的研究相对较少,没有完整的体系框架(Ou,Penman,1989;Nissim,Penman,2001),特别是对销售与管理费用率尚无明确的分析思路。传统的基本面分析将销售与管理费用率视为经营效率的测度,认为其上升表明经营效率降低,不利于未来盈余增长;反之,其下降有利于未来盈余增长,并且销售与管理费用率下降能够带来更多的超额回报(Lev,Thiagarajan,1993)。但 Abarbanell 和 Bushee 在研究投资者如何根据基本面指标作出决策时,发现销售与管理费用率下降和未来盈余增长并不显著相关(1997)。D Yu 和 Anderson 指出,基本面指标提供了资源使用效率和产品预期需求两方面的信息(2018)。显然,传统基本面分析只关注了资源使用效率。同时,销售与管理费用也具有投资属性(盛祥云,2008),包括对无形资产(Chen,2014;Lev,Sougiannis,1996;Klock,Megna,1993)和市场基础资产(Srivastava R K , Shervani T A , Fahey L,1998;Luo,2008)的投入,能够增强企业的盈利能力。

Anderson 等人认为基本面分析的观点实质是基于传统的成本线性理论(2007),但研究证实成本具有粘性(Calleja K , Steliaros M , Thomas D C,2006;孔玉生等,2007;刘彦文和王玉刚,2009)。Banker 等人归纳了成本粘性的三个动因(2011)。一是调整成本,调整成本越高,管理者变更资源水平的意愿越低。二是管

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

理者预期，乐观预期使管理者保留更多闲置资源，而悲观预期管理者迅速调减资源。三是代理问题，帝国构建使费用支出居高不下。随后，Kama 和 Weiss(2013)发现盈余管理使费用大幅下降，降低了成本粘性(江伟等，2015；段旭梅、李竹梅，2017)。可见，管理者的成本管理动机具有多样性。成本粘性有助于解释企业的成本管理行为，进而揭示销售与管理费用率变动传递的信息。

基于成本粘性，Anderson 等将销售与管理费用率变动分为收入上升和收入下降两种情况，发现收入下降时销售与管理费用率上升和未来盈余变动正相关，且这种情况下的超额回报更高(2007)。Baumgarten 等认为，销售与管理费用率上升是否对未来盈余具有积极作用，取决于这一指标的上升是管理者的刻意为之，还是表明管理者对费用失去了控制，研究发现当企业前期销售与管理费用率低于行业均值，即管理者对费用的控制有效时，当期销售与管理费用率上升有利于未来盈余增长(2010)。万寿义和王红军(2011)使用我国上市公司样本得到了与 Anderson 等人(2007)相似的结论。然而，销售与管理费用率包含了销售与管理费用和收入两个要素，二者对分析销售与管理费用率的变动都不可或缺。将二者的变化联结起来分析，更有助于把握成本粘性的特征，可以更好地揭示销售与管理费用率变动传递的未来盈余信息。

二、理论分析和研究假设

(一) 销售与管理费用率下降和未来盈余增长的关系

销售与管理费用率下降是由以下三种情形所致：(1) 销售收入上升，销售与管理费用上升，但上升幅度小于销售收入；(2) 销售收入上升，费用下降；(3) 销售收入下降，销售与管理费用下降，但下降幅度大于销售收入。

情形(1)表明，在销售收入增长时，费用的增长幅度小于销售收入的增长。这种情形表明，管理者对销售与管理费用进行了有效控制，没有出现费用粘性。根据委托代理理论，当销售收入增长时，管理者出于帝国构建动机，一般都会通过在职消费或过度投资等方式获取控制权的私人收益，并不断进行“帝国构建”，以期从管理规模更大、更复杂的组织中获取地位、薪酬、特权和升迁等利益，因而费用支出的增长会超过业务量的增长，由此产生费用粘性。但情形(1)却表明这种倾向得到了遏制，说明公司治理机制良好，成本费用控制有效，所以此时的销售与管理费用率降低有利于未来盈余的增长。

情形(2)表明，在销售收入上升时，费用反而下降。这种情形的出现，可能有以下两方面的原因：其一，管理者对资源的配置不仅取决于当期收入增长的需要，还取决于企业前期资源的使用水平(Banker，Byzalov，2014)，如果前期销售与管理费用冗余程度较高，即便收入增长也只能吸收部分冗余费用，为提高经营效率，管理者必须处置剩余冗余资源，使销售与管理费用降至合理水平。因此，此时的销售与管理费用率降低有利于企业盈余的增长。其二，销售收入的增长可能源于新产品

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

或新技术的研发成果转化,由于相关投资已经完成,因此费用降低。所以,此时的销售与管理费用率降低有利于企业未来的盈余增长。

情形(3)表明,在销售收入下降时,费用下降,且降幅超过了销售收入。这种情形表明出现了成本的反粘性。委托代理理论表明,当销售收入下降时,管理者出于保盈动机,会大幅削减当期费用,由此导致费用粘性降低,甚至出现反粘性(马永强、张泽南,2013;张俊瑞,2017)。另外,根据成本粘性的管理者预期理论,当销售收入下降时,如果管理者对未来持悲观预期,认为销售收入的下降会持续很长时间,就会做出削减资源和减少相关投资的决策,因而使成本粘性降低,甚至出现成本反粘性。这不仅触及了较高的向下调整成本,也增加了未来的向上调整成本(Banker R D , Byzalov D, Plehn-Dujowich J M,2011),因而不利于未来的盈余增长。

综上所述,本文提出如下 2 个假设:

假设 1:销售收入上升时,无论销售与管理费用上升或下降,销售与管理费用率的下降均有利于未来盈余的增长。

假设 2:销售收入下降时,如果销售与管理费用下降,且降幅大于销售收入时,销售与管理费用率的下降不利于未来盈余的增长。

(二) 销售与管理费用率上升和未来盈余增长的关系

销售与管理费用率上升是由以下三种情形所致:(1) 销售收入上升,销售与管理费用上升,但上升幅度大于销售收入;(2) 销售收入下降,费用上升;(3) 销售收入下降,销售与管理费用下降,但下降幅度小于销售收入。

情形(1)表明,在销售收入上升时,费用上升的幅度大于收入上升的幅度,因而产生费用粘性。这种情形的出现,可能是管理层帝国构建的机会主义动机所致。根据委托代理理论,管理层始终追求控制权的私人收益,其控制的资源越多,越能够为其自身带来好处,因此,在销售收入上升时期,管理层有动机利用投资来维持和提高其职业声誉,或者通过提高在职消费增加其控制权私利,致使销售与管理费用的增长超过企业实际需要,使企业的经营效率偏离其最优水平。因此,此种情形的销售与管理费用率的上升不利于企业未来盈余的增长。

情形(2)表明,销售收入下降,费用增长,因而导致费用粘性产生。根据成本粘性的动因理论,这一情形的出现可能是由管理者的乐观预期所致。如果管理者认为收入的下降只是经营周期的暂时波动,而未来业务量增长的可能性很高,那么增加对销售与管理费用的投资,有助于提高企业对市场机会的反应能力,可以获得先发优势,赢得市场份额,从而可以创造更多的盈余积累。另外,乐观预期的管理者大多服务于实施差异化战略的企业(周兵等,2016),而销售与管理费用是形成差异化战略的重要途径,由于销售与管理费用具有战略投资的属性(Chen,2014;Lev,Sougiannis,1996;Luo,2008;Enache,Srivastava,2017),因而能够为企业实现战略收益。因此,此种情形下的销售与管理费用率上升有利于企业未来盈余的增长。

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

情形(3)表明,在销售收入下降时,费用下降的幅度小于收入的下降幅度,导致费用粘性产生。根据成本粘性的动因理论,调整成本是阻碍费用下降的重要原因(Banker R D , Byzalov D , Chen L,2013)。由于向下的调整成本较高,管理者通常不会将费用一次性调减到位,以避免在经济好转时产生过高的调整成本。只有当收入连续下降时,管理者才会加大调减费用的力度(Banker R D, Byzalov D, Ciftci M,2014)。这说明,管理者出于企业长期价值的考虑,保持适度的冗余费用,使更多的资产留存在企业内部,为未来盈余增长奠定基础。因此,此种情形下的销售与管理费用率上升有利于企业未来盈余的增长。

综上所述,本文提出假设 3 和假设 4。

假设 3:当销售收入上升,销售与管理费用也上升时,销售与管理费用率的上升不利于未来盈余的增长。

假设 4:当销售收入下降时,无论销售与管理费用上升或下降,销售与管理费用率的上升都有利于未来盈余的增长。

(三) 产权性质的影响

国有企业的成本粘性要高于非国有企业(万寿义、徐圣男,2012;王棣华、赵娜娜,2015),这意味着国有企业的销售与管理费用率更容易上升,对未来盈余的影响可能有别于非国有企业。

当销售收入上升时,国有企业销售与管理费用率的上升可能源于资源浪费或过度投资。由于国有企业和政府联系密切,具有资源、政策双重优势,能够迅速形成规模经济并从中获益,但预算软约束(林毅夫、李志赟,2004)也使国有企业过多依赖资源的贡献,从而强化了超额费用的负面影响(刘春奇等,2017),加之国有企业代理问题较为严重,管理者以政治升迁为主要目标,追求任期内业绩增长,可能会盲目扩张业务规模,加重费用的冗余程度。而非国有企业必须以效率为先,通常不存在费用严重冗余的现象。

当销售收入下降时,国有企业销售与管理费用率的上升可能源于国有企业的政治担当。国有企业是国民经济的支柱,其经营目标具有多元性,既承担一般企业具有的资本保全、资产增值的功能,又承担增进民生福祉等社会责任,因此,国有企业在经营行为的选择上始终以国家的根本利益为出发点。当金融危机来临时,其保盈动机较弱,因而成本粘性较高(马永强、张泽南,2013)。相比之下,非国有企业的经营活动始终遵循股东利益至上的原则,当销售收入下降时,经理人为完成受托经营责任,通常优先考虑缩减业务规模、压缩费用开支、降低用工成本,以缓解业绩考核压力,即便经理人预期企业未来经营前景较好,在本能的保盈动机驱使下,也会因缺乏破除经营困局的勇气,对战略投资持谨慎态度,这一定程度上削弱了销售与管理费用的战略投资效果。

综上所述,本文提出假设 5。

假设 5:产权性质对销售与管理费用率和未来盈余增长的关系具有调节作用。

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

(四)市场化进程的影响

市场化是企业经营的基础环境。由于政治、经济及历史等诸多因素,我国各地区的市场化存在很大差异,因此各地区的企业能够获得的资源、政策及信息存在差异,并进一步影响公司的组织结构和经营行为的选择。市场化程度越高,公司的成本管理越有效。在高市场化水平下,依托于要素市场的繁荣和中介组织的成熟,企业在承诺资源时有更多的备选方案,能够订立更加灵活的契约条款,因而降低了调整成本,进而使成本粘性下降(崔亚男等,2012;赵振洋,2014)。同时,在高市场化水平下,健全的法律制度和强有力的监管形成了对投资者的有效保护,减轻了管理者的机会主义行为对企业价值的减损,具有良好的外部治理效果,因而降低了成本粘性。相比之下,低市场化水平下的公司治理更依赖于内部治理机制的建设,以弥补法治体系对管理者机会主义行为的监管盲区,从而达成降低成本粘性的目标(梁上坤等,2015;梁上坤,2016;侯晓红等,2017)。另外,在高市场化水平下,产品市场的竞争更加激烈,公司致力于内部资源的优化与整合,在反复的市场博弈中形成了经验丰富和执行高效的管理队伍,提高了公司对费用控制的能力,降低了费用的冗余程度,并且由于高市场化水平下的信息不对称程度减轻,管理者对市场变化具有更强的感知能力,其经营预期更符合公司和市场的发展规律,进而在资源配置上充分考虑公司未来发展的需要,通过适时调整资源配置结构,及时把握市场机遇,发挥销售与管理费用的战略投资属性,打开战略发展的突破口。

综上所述,本文提出假设6。

假设6:市场化水平对销售与管理费用率和未来盈余增长的关系有调节作用。

三、研究设计

(一)研究模型和变量定义

借鉴Anderson(2007)、万寿义和王红军(2011)的研究,本文构建了如下模型以检验本文的假设。

$$CEPS_{1i,t} = \alpha + \beta_1 SSd1_{i,t} + \beta_2 SSd2_{i,t} + \beta_3 SSd3_{i,t} + \beta_4 SSu1_{i,t} + \beta_5 SSu2_{i,t} + \beta_6 SSu3_{i,t} + \delta CEPS_{i,t} + \sum \gamma Other\ Signals_{i,t} + \sum Industry + \sum Years + \varepsilon_{i,t}$$

其中,$CEPS_1$为因变量,表示未来盈余的变动。解释变量$SSd1$、$SSd2$和$SSd3$代表前述销售与管理费用率下降的三种情形。$SSu1$、$SSu2$和$SSu3$代表前述销售与管理费用率上升的三种情况。控制变量为$CEPS$和$Other\ Signals$,代表其他7种基本面指标。$Industry$和$Year$是行业和年度虚拟变量。制造业根据2012年分类指引细分至二级。变量的具体定义见表1。

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

表 1　变量定义和计算方法

变量名	定义	计算方法
$CEPS_1$	未来一期每股收益的变动	$(EPS_{t+1}-EPS_t)/P_{t-1}$
ΔSGA_ratio	销售与管理费用率的变动	$SGA_t/Sales_t-SGA_{t-1}/Sales_{t-1}$
$SSd1$	销售收入上升，销售与管理费用上升，但上升幅度小于销售收入时，销售销售与管理费用率的变动	若满足定义条件，$SSd1=\Delta SGA_ratio$；否则，$SSd1$ 取 0
$SSd2$	销售收入下降，费用上升时，销售销售与管理费用率的变动	若满足定义条件，$SSd2=\Delta SGA_ratio$；否则，$SSd2$ 取 0
$SSd3$	销售收入下降，销售与管理费用下降，但下降幅度大于销售收入时，销售销售与管理费用率的变动	若满足定义条件，$SSd3=\Delta SGA_ratio$；否则，$SSd3$ 取 0
$SSu1$	销售收入上升，销售与管理费用上升，但上升幅度大于销售收入时，销售销售与管理费用率的变动	若满足定义条件，$SSu1=\Delta SGA_ratio$；否则，$SSu1$ 取 0
$SSu2$	销售收入下降，费用上升时，销售销售与管理费用率的变动	若满足定义条件，$SSu2=\Delta SGA_ratio$；否则，$SSu2$ 取 0
$SSu3$	销售收入下降，销售与管理费用下降，但下降幅度小于销售收入时，销售销售与管理费用率的变动	若满足定义条件，$SSu3=\Delta SGA_ratio$；否则，$SSu3$ 取 0
$CEPS$	当期每股收益的变动	$(EPS_t-EPS_{t-1})/P_{t-1}$
ΔINV	存货比率的变动	$INV_t/Sales_t-INV_{t-1}/Sales_{t-1}$
ΔAR	应收账款比率的变动	$AR_t/Sales_t-AR_{t-1}/Sales_{t-1}$
ΔGM	毛利率的变动	$GM_{t-1}/Sales_{t-1}-GM_t/Sales_t$
ETR	实际税率	$((TR_{t-3}+TR_{t-2}+TR_{t-1})/3-TR_t)*CEPS$
$\Delta CAPEX$	资本支出率的变动	$Capex_t/IndCapex_t-Capex_{t-1}/IndCapex_{t-1}$
ΔLEV	长期负债占所有者权益的变动	$LongtermDebt_t/Equity_t-LongtermDebt_{t-1}/Equity_{t-1}$

（二）样本选择

本文选取 2005－2017 年沪深 A 股上市公司数据为研究样本。本文执行了如下数据筛选：(1) 删除金融、保险业样本；(2) 为避免特殊处理期间数据异常波动，剔除了交易状态为 ST、PT、*ST、SST 和 S*ST 的样本；(3) 删除了销售费用等项目值为负的异常样本；(4) 删除了样本缺漏值，最终得到 9033 个公司年度样本。为减轻极端值影响，对所有连续变量在 1%水平上缩尾处理。所有数据来自 CSMAR 数据库。

四、实证研究

（一）描述性统计

表 2 是主要变量的描述性统计。$CEPS_1$ 均值为 0.0011，中位数为 0.0006，标准

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

差为 0.0345,说明未来盈余总体上相对前期上升,但不同公司未来盈余变动的幅度存在较大差异。$\Delta SG\&A_ratio$ 均值为 0.0040,中位数为 0.0018,标准差为0.0399,说明当期销售与管理费用率相对前期上升,但不同公司的销售与管理费用率变动差异较大。

在销售与管理费用率下降的三个变量中,$SSd2$ 的均值最小,在销售与管理费用率上升的三个变量中,$SSu2$ 的均值最大。从上述 6 种情况的样本量占比来看,$SSd1$ 占比最高,为全部样本的 28.54%,$SSd3$ 占比最低,仅为全部样本的 4.99%,说明收入下降时,管理者很少大幅削减费用。

表 2 主要变量描述性统计

变量名	样本量/比例	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
$CEPS_1$	9033/100%	0.0011	0.0006	−0.1297	0.1411	0.0345
ΔSGA_ratio	9033/100%	0.0040	0.0018	−0.1544	0.1897	0.0399
其中:						
$SSd1$	2578/28.54%	−0.0179	−0.0088	−0.1544	−0.0000	0.0270
$SSd2$	1005/11.13%	−0.0314	−0.0177	−0.1544	−0.0003	0.0359
$SSd3$	451/4.99%	−0.0179	−0.0069	−0.1544	−0.0000	0.0295
$SSu1$	2502/27.70%	0.0155	0.0085	0.0000	0.1897	0.0226
$SSu2$	1556/17.23%	0.0364	0.0219	0.0003	0.1897	0.0416
$SSu3$	941/10.41%	0.0276	0.0121	0.0000	0.1897	0.0417

(二)相关性分析

表 3 是皮尔逊相关系数表。结果显示,相关系数最大为 0.452,不存在自相关问题。销售与管理费用率下降的三个变量和 $CEPS_1$ 均正相关但不显著,有待回归分析的精确检验。销售与管理费用率上升的三个变量中,$SSu2$、$SSu3$ 与 $CEPS_1$ 都正相关且显著,和理论预期一致,表明这两种情形下销售与管理费用率的上升有利于未来盈余的增长。

(三)多元线性回归

表 4 是多元线性回归结果。列(1)是全样本的结果,从列(1)可以看出,表征销售与管理费用率下降的三个变量中,$SSd1$ 和 $SSd2$ 的系数均在 5%水平上显著为负,说明这两种情况下销售与管理费用率的降低有利于未来盈余的增长,假设 1 得到证明;而 $SSd3$ 的系数为正但不显著,假设 2 未得到证明。表征销售与管理费用率上升的三个变量中,$SSu1$ 的系数为正但不显著,假设 3 未得到证明,而 $SSu2$ 和 $SSu3$ 的系数分别在 1%和 5%水平上显著为正,说明这两种情况下销售与管理费用率的上升有利于未来盈余的增长,假设 4 得到证明。

列(2)和列(3)是按产权性质分组回归的结果。$SSd2$ 的系数,在国有企业在 10%水平上显著为负,但在非国有企业虽然为负但不显著,说明在销售收入上升,

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

表 3　相关系数表

ΔLEV	$CEPS_1$	SSd1	SSd2	SSd3	SSu1	SSu2	SSu3	CEPS	ΔINV	ΔAR	ΔGM	ETR	ΔCAPEX
$CEPS_1$	1												
SSd1	0.009	1											
SSd2	0.003	−0.070***	1										
SSd3	0.012	−0.036***	−0.026**	1									
SSu1	−0.004	0.096***	0.070***	0.037***	1								
SSu2	0.074***	0.088***	0.064***	0.033***	−0.089***	1							
SSu3	0.038***	0.056***	0.041***	0.021**	−0.057***	−0.051***	1						
CEPS	−0.170***	−0.138***	−0.116***	−0.031***	0.017	−0.175***	−0.108***	1					
ΔINV	0.021**	0.275***	0.122***	−0.010	0.002	0.243***	0.224***	−0.121***	1				
ΔAR	−0.032***	0.099***	0.052***	−0.032***	−0.049***	0.080***	0.114***	−0.081***	0.121***	1			
ΔGM	0.066***	−0.078***	−0.026**	−0.035***	−0.141***	−0.017	0.029***	−0.452***	−0.067***	0.005	1		
ETR	−0.110***	−0.015	0.034***	−0.001	0.022**	−0.063***	−0.053***	0.125***	−0.022**	−0.021*	0.057***	1	
ΔCAPEX	−0.011	−0.006	−0.006	−0.002	0.025**	−0.001	−0.013	0.029***	−0.010	0.001	0.024**	0.014	1
ΔLEV	0.032***	−0.002	0.008	0.001	−0.003	0.028***	0.006	−0.125***	0.097***	0.024**	−0.078***	−0.017*	0.051***

注：***表示在 1%水平上显著，**表示在 5%水平上显著，*表示在 10%水平上显著。

销售与管理费用下降时，销售与管理费用率的下降有利于未来盈余的增长，但这一效应在国有企业更为明显。$SSu2$ 的系数，在国有企业为 0.078，且在 1%水平上显著，系数和显著性均高于非国有企业，说明在销售收入下降、销售与管理费用上升时，销售与管理费用率的上升有利于未来盈余的增长，但这一效应在国有企业更为明显，说明产权性质具有调节作用，假设 5 得到证明。

列 4 和列 5 是按市场化的中位数分组回归的结果。$SSd1$ 和 $SSd2$ 的系数在高市场化组均不显著，在低市场化组均在 5%水平上显著为负，说明销售收入上升时，销售与管理费用率的下降有利于未来盈余的增长，但这一效应仅在低市场化水平下显现；$SSu2$ 和 $SSu3$ 的系数在高市场化组分别在 1%和 5%水平上显著为正，但在低市场化组均不显著，说明销售收入下降时，销售与管理费用率的上升有利于未来盈余的增长，但这一效应仅在高市场化水平下显现。从组间系数差异的检验结果来看，$SSd2$ 的系数的组间差异显著，其在低市场化组的系数绝对值更高，说明低市场化组 $SSd2$ 对未来盈余变动的影响影响程度更大；$SSu2$ 的组间系数差异也具有显著性，其在高市场化组的系数更高，说明高市场化组 $SSu2$ 对未来盈余影响程度更大。以上结果表明，市场化水平具有调节作用，假设 6 得到证明。

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

表 4 多元线性回归结果

$CEPS_1$	(1)全样本	(2)国有	(3)非国有	(4)高市场化	(5)低市场化
$SSd1$	−0.055**	−0.071*	−0.048*	−0.034	−0.109**
	(−2.40)	(−1.84)	(−1.79)	(−1.24)	(−2.35)
$SSd2$	−0.051**	−0.063*	−0.044	−0.021	−0.147***
	(−2.18)	(−1.88)	(−1.43)	(−0.77)	(−3.14)
$SSd3$	0.001	−0.020	0.020	−0.045	0.023
	(0.03)	(−0.29)	(0.35)	(−0.79)	(0.27)
$SSu1$	0.019	0.018	0.018	0.019	0.030
	(0.71)	(0.42)	(0.58)	(0.62)	(0.48)
$SSu2$	0.065***	0.078***	0.053**	0.094***	−0.000
	(3.83)	(3.06)	(2.49)	(4.57)	(−0.01)
$SSu3$	0.049**	0.044	0.050*	0.073**	0.054
	(2.10)	(1.19)	(1.81)	(2.51)	(1.25)
$CEPS$	−0.187***	−0.193***	−0.198***	−0.129***	−0.316***
	(−14.64)	(−12.27)	(−8.51)	(−8.54)	(−11.48)
ΔINV	0.000	−0.001	0.001	−0.001	0.002
	(0.04)	(−0.87)	(0.88)	(−0.95)	(0.96)
ΔAR	−0.029***	−0.032***	−0.023***	−0.016**	−0.054***
	(−5.03)	(−3.96)	(−2.89)	(−2.35)	(−4.42)
ΔGM	0.008	0.020**	−0.008	−0.003	0.033**
	(1.15)	(2.14)	(−0.84)	(−0.37)	(2.28)
ETR	−0.291***	−0.301***	−0.260***	−0.434***	−0.077
	(−8.44)	(−7.46)	(−3.75)	(−10.17)	(−1.16)
$\Delta CAPEX$	−0.017	−0.023	0.007	−0.018	−0.002
	(−0.51)	(−0.58)	(0.13)	(−0.49)	(−0.02)
ΔLEV	−0.000	−0.001	0.002	0.001	−0.004
	(−0.04)	(−0.25)	(0.62)	(0.48)	(−1.12)
C	−0.005	−0.008**	0.001	−0.002	−0.009*
	(−1.64)	(−2.07)	(0.27)	(−0.42)	(−1.87)
行业	**控制**	**控制**	**控制**	**控制**	**控制**
年份	**控制**	**控制**	**控制**	**控制**	**控制**
样本量	9033	6207	2826	6658	1934
调整 R^2	0.081	0.084	0.078	0.074	0.123
似无相关检验($Prob > chi2$):					
$SSd1$		0.6476		0.1375	
$SSd2$		0.6742		0.0106	
$SSd3$		0.6114		0.3854	
$SSu1$		0.9885		0.8513	
$SSu2$		0.5317		0.025	
$SSu3$		0.911		0.6985	

注:* 为 1%水平上显著,** 为 5%水平上显著,* 为 10%水平上显著。**

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

五、稳健性检验

本文进行了如下的稳健性检验。(1) 通过 hausman 检验选定固定效应模型，以控制遗漏变量等原因引起的内生性问题和不随时间变化的因素影响，其回归结果见表 5。从表 5 可以看出，在全样本组中，$SSd1$ 和 $SSd2$ 的系数均在 1%水平上显著为负，$SSu2$ 和 $SSu3$ 的系数均在 1%水平上显著为正，这与上文的回归结果一致；在不同产权性质下，$SSd2$ 的系数绝对值在国有企业更高，$SSu2$ 的系数显著性相同，在国有企业 $SSu2$ 对未来盈余的影响程度更大，$SSu3$ 的系数在国有企业更高，但并未通过组间系数差异检验；在不同市场化水平下，$SSd1$ 和 $SSd2$ 的系数绝对值均在低市场化组更高，$SSu2$ 和 $SSu3$ 的系数均在高市场化组更高，与上文的结果相似。(2) 采用未经剔除非经常性损益的基本每股收益重新计算相关变量，并采用固定效应模型，回归结果见表 6。从表 6 可以看出，全样本组的回归结果与上文一致；从产权性质的分组结果来看，国有企业 $SSd1$ 的系数绝对值及其显著性均高于非国有企业，$SSu2$ 的系数在国有企业更高，$SSu3$ 的系数及其显著性在非国有企业更高，与上文结果一致；不同市场化进程的回归结果与上文相似。(3) 由于公司股价受多方面因素的影响，$CEPS_1$ 的计算采用股价进行标准化，这可能使 $CEPS_1$ 包含了来自市场方面的信息，进而使研究结论产生偏误。为消除潜在不利影响，采用每股净资产代替股价进行标准化，重新计算相关变量，回归结果见表 7。从表 7 可以看出，在全样本组中，$SSd1$ 和 $SSd2$ 的系数均显著为负，$SSu2$ 和 $SSu3$ 的系数均显著为正，这与上文结果一致；在国有企业组和非国有企业组中，$SSd2$ 的系数绝对值及其显著性均在国有企业更高，$SSu2$ 的系数在国有企业更高；而在高市场化组和低市场化组中，$SSd1$ 和 $SSd2$ 的系数绝对值及其显著性均在低市场化组更高，$SSu2$ 和 $SSu3$ 的系数及其显著性均在高市场化组更高，这与上文结果一致。因此，本文的结论具有一定的稳健性。限于篇幅，稳健性检验未报告控制变量。

表 5　固定效应模型回归结果

$CEPS_1$	(1)全样本	(2)国有	(3)非国有	(4)高市场化	(5)低市场化
$SSd1$	−0.085***	−0.154***	−0.049	−0.063*	−0.103*
	(−3.10)	(−3.50)	(−1.50)	(−1.87)	(−1.85)
$SSd2$	−0.110***	−0.117***	−0.111***	−0.086***	−0.207***
	(−4.08)	(−3.07)	(−3.02)	(−2.64)	(−3.79)
$SSd3$	−0.054	−0.067	−0.034	−0.101	−0.091
	(−1.01)	(−0.88)	(−0.46)	(−1.50)	(−0.94)
$SSu1$	0.037	0.046	0.017	0.021	0.080
	(1.18)	(0.92)	(0.46)	(0.57)	(1.02)

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

续表 5

$CEPS_1$	(1)全样本	(2)国有	(3)非国有	(4)高市场化	(5)低市场化
$SSu2$	0.151***	0.195***	0.108***	0.182***	0.087**
	(7.41)	(6.47)	(3.99)	(7.38)	(2.11)
$SSu3$	0.141***	0.182***	0.105***	0.168***	0.158***
	(5.03)	(4.16)	(3.00)	(4.72)	(2.98)
C	0.009	0.014	−0.020	0.005	0.010
	(0.91)	(1.20)	(−1.02)	(0.37)	(0.52)
行业/年份	控制/控制	控制/控制	控制/控制	控制/控制	控制/控制
样本量	9033	6207	2826	6658	1934
$WithinR2$	0.124	0.133	0.125	0.113	0.189
似无相关检验($Prob > chi2$):					
$SSd1$		0.0971		0.5443	
$SSd2$		0.9109		0.0594	
$SSd3$		0.7405		0.9207	
$SSu1$		0.6456		0.4966	
$SSu2$		0.0716		0.0606	
$SSu3$		0.2512		0.881	

注:***为1%水平上显著,**为5%水平上显著,*为10%水平上显著。

表 6 未剔除非经常性损益的回归结果

$CEPS_1$	(1)全样本	(2)国有	(3)非国有	(4)高市场化	(5)低市场化
$SSd1$	−0.128***	−0.226***	−0.077**	−0.093**	−0.142**
	(−3.97)	(−4.42)	(−1.99)	(−2.34)	(−2.14)
$SSd2$	−0.095***	−0.131***	−0.063	−0.071*	−0.197***
	(−3.21)	(−3.21)	(−1.53)	(−1.85)	(−3.03)
$SSd3$	−0.037	−0.012	−0.018	−0.112	−0.035
	(−0.56)	(−0.13)	(−0.20)	(−1.39)	(−0.30)
$SSu1$	−0.004	−0.058	0.024	0.003	0.036
	(−0.12)	(−0.97)	(0.50)	(0.06)	(0.37)
$SSu2$	0.114***	0.159***	0.085**	0.145***	0.063
	(4.47)	(4.26)	(2.50)	(4.71)	(1.23)
$SSu3$	0.118***	0.101*	0.132***	0.161***	0.136**
	(3.26)	(1.82)	(2.95)	(3.61)	(2.03)
C	−0.018	−0.008	−0.031	0.009	0.021
	(−1.62)	(−0.63)	(−1.50)	(0.57)	(0.93)
行业/年份	控制/控制	控制/控制	控制/控制	控制/控制	控制/控制
样本量	9958	6866	3091	6665	1938
$WithinR^2$	0.167	0.170	0.206	0.151	0.202

注:***为1%水平上显著,**为5%水平上显著,*为10%水平上显著。

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

表 7　采用期末净资产进行标准化的回归结果

$CEPS_1$	(1) 全样本	(2) 国有	(3) 非国有	(4) 高市场化	(5) 低市场化
$SSd1$	−0.184***	−0.212**	−0.172**	−0.124*	−0.310***
	(−3.45)	(−2.45)	(−2.47)	(−1.96)	(−3.03)
$SSd2$	−0.096*	−0.128*	−0.066	−0.057	−0.221**
	(−1.76)	(−1.69)	(−0.83)	(−0.89)	(−2.05)
$SSd3$	−0.033	−0.080	−0.017	−0.115	0.065
	(−0.31)	(−0.52)	(−0.11)	(−0.87)	(0.33)
$SSu1$	0.086	0.153	0.041	0.081	0.096
	(1.37)	(1.59)	(0.48)	(1.13)	(0.71)
$SSu2$	0.215***	0.215***	0.212***	0.259***	0.156**
	(5.32)	(3.69)	(3.71)	(5.35)	(2.08)
$SSu3$	0.179***	0.243***	0.121*	0.244***	0.124
	(3.30)	(2.85)	(1.69)	(3.67)	(1.27)
C	−0.003	−0.012	0.017	0.008	−0.021*
	(−0.41)	(−1.44)	(1.39)	(0.84)	(−1.94)
行业/年份	控制/控制	控制/控制	控制/控制	控制/控制	控制/控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	9180	6272	2909	6768	2337
调整 R^2	0.091	0.084	0.105	0.080	0.129

注：***为 1%水平上显著，**为 5%水平上显著，*为 10%水平上显著。

六、结论与建议

本文应用成本粘性理论，从销售与管理费用率内部要素视角研究了其与未来盈余增长的关系。研究发现：(1) 在销售收入上升时，无论销售与管理费用下降或上升，销售与管理费用率的下降均有利于未来盈余的增长；在销售收入下降时，无论销售与管理费用上升或下降，销售与管理费用率的上升均有利于未来盈余的增长；(2) 产权性质对上述关系具有调节作用，因销售收入上升且费用下降导致的销售与管理费用率下降，对未来盈余的有利影响在国有企业更加显著；因销售收入下降且费用上升导致的销售与管理费用率上升，对未来盈余的有利影响也在国有企业更加显著；(3) 市场化进程对上述关系具有调节作用，高市场化水平下，销售与管理费用率的上升更有利于未来盈余的增长，而低市场化水平下，销售与管理费用率的下降更有利于未来盈余的增长。

针对以上结果，本文提出如下建议：(1) 对销售与管理费用率变动的分析不能停留于数字的变化，应关注管理者的成本管理行为对其信息内涵的实质影响，厘清销售与管理费用率下降是否源于经营效率的真实提高，以及销售与管理费用率上

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

升是否源于战略投资,在此基础上结合企业经营的其他信息,作出符合具体情况的盈余预测,提高预测精度,以更好进行价值评估。(2)应加快市场化进程的建设,完善治理环境,减轻代理问题对销售与管理费用率信息内涵的扭曲,充分发挥销售与管理费用的战略投资属性,使其成为公司盈余增长的重要动力。(3)由于销售与管理费用包含的项目较多,建议公司披露销售费用和管理费用的项目明细,使投资者更好地理解公司的经营政策,使投资者更好地理解销售与管理费用率变动传递的未来盈余信息。

参考文献:

崔亚男,2012:《市场化程度、所有权性质与成本粘性——来自我国A股上市公司的经验证据》,《财会月刊》第33期。

段旭梅、李竹梅,2017:《盈余管理、所有权性质与费用粘性——基于我国制造业上市公司的经验数据》,《企业经济》第8期。

侯晓红、李璐,2017:《内部控制、管理者权力与费用粘性》,《会计之友》第5期。

江伟、胡玉明、吕喆,2015:《应计盈余管理影响企业的成本粘性吗》,《南开管理评论》第2期。

孔玉生、朱乃平、孔庆根,2007:《成本粘性研究:来自中国上市公司的经验证据》,《会计研究》第11期。

梁上坤、陈冬、胡晓莉,2015:《外部审计师类型与上市公司费用粘性》,《会计研究》第2期。

梁上坤,2016:《股权激励强度是否会影响公司费用黏性》,《世界经济》第6期。

林毅夫、李志赟,2004:《政策性负担、道德风险与预算软约束》,《经济研究》第2期。

刘春奇、王秋红、晁峰,2017:《超额管理费用与企业"真实"业绩:促进还是抑制》,《南方经济》第11期。

刘武,2006:《企业费用"粘性"行为:基于行业差异的实证研究》,《中国工业经济》第12期。

刘彦文、王玉刚,2009:《中国上市公司费用粘性行为实证分析》,《管理评论》第3期。

马永强、张泽南,2013:《金融危机冲击、管理者盈余动机与成本费用粘性研究》,《南开管理评论》第6期。

盛祥云,2008:《企业费用支出乘数及其合适度研究——以中国制造业上市公司为例》,《华东经济管理》第10期。

孙铮、刘浩,2004:《中国上市公司费用"粘性"行为研究》,《经济研究》第12期。

万寿义、王红军,2011:《基于成本性态的销售费用与管理费用基本面分析——来自中国制造业上市公司的经验证据》,《东北财经大学学报》第4期。

万寿义、徐圣男,2012:《中国上市公司费用粘性行为的经验证据——基于上市公司实质控制人性质不同的视角》,《审计与经济研究》第4期。

王棣华、赵娜娜,2015:《不同产权性质下成本粘性差异性分析与控制对策研究》,《中国注册会计师》第11期。

张俊瑞、王良辉、汪方军,2017:《高管-独董任职联结与"机会主义"的费用粘性——基于独立董事外生离任所构建的拟自然实验》,《山西财经大学学报》第10期。

赵振洋,2014:《中国市场化指数与费用粘性研究——基于我国上市公司的经验证据》,《价格理论与实践》第6期。

周兵、钟廷勇、徐辉、任政亮,2016:《企业战略、管理者预期与成本粘性——基于中国上市公司经验证据》,《会计研究》第7期。

Abarbanell J S, Bushee B J, 1997," Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Prices", *Journal of Accounting Research*, vol.1, pp.1.

Anderson M C, Banker R D, Janakiraman S N, 2003," Are Selling, General, and Administrative Costs sticky?", *Journal of Accounting Research*, vol.1, pp.47.

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

Anderson M, Banker R, Huang R, 2007," Cost Behavior and Fundamental Analysis of SG&A Costs", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol.1, pp.1.

Banker RD, Byzalov D, Plehn-Dujowich J M, 2011," Sticky Cost Behavior: Theory and Evidence", *Social Science Electronic Publishing*.

Banker RD, Byzalov D, Chen L, 2013," Employment Protection Legislation, Adjustment Costs and Cross-country Differences in Cost Behavior", *Journal of Accounting and Economics*, vol.1, pp.111.

Banker R D, Byzalov D, Ciftci M, 2014," The Moderating Effect of Prior Sales Changes on Asymmetric Cost Behavior", *Journal of Management Accounting Research*, vol.2, pp.221.

Banker R D, Byzalov D, 2014," Asymmetric Cost Behavior", *Journal of Management Accounting Research*, vol.2, pp.43.

Bauman M, 1996," A Review of Fundamental Analysis Research in Accounting", *Journal of Accounting Literature*, vol.15, pp.1.

Baumgarten D, Bonenkamp U, Homburg C, 2010," The Information Content of the SG&A ratio", *Journal of Management Accounting Research*, vol.1, pp.1.

Calleja K, Steliaros M, Thomas D C, 2006," A Note on Cost Stickiness: Some International Comparisons", *Management Accounting Research*, vol.2, pp.1.

Chen S, 2014," Financial Constraints, Intangible Assets, and Firm Dynamics: Theory and Evidence", *Imf Working Papers*, vol.88.

Enache L, Srivastava A, 2017," Should Intangible Investments be Reported Separately or Commingled with Operating Expenses? New evidence", *Management Science*, vol.7, pp.3446.

KamaI, Weiss D, 2013," Do Earnings Targets and Managerial Incentives Affect Sticky Costs?, *Journal of Accounting Research*, vol.1, pp.201.

Klock M, Megna P, 1993," The Impact of Intangible Capital on Tobin's q in the Semiconductor Industry", *American Economic Review*, vol.2, pp.265.

Lev B, Thiagarajan S R, 1993," Fundamental Information Analysis", *Journal of Accounting research*, vol.2, pp.190.

Lev B, Sougiannis T, 1996," The Capitalization, Amortization, and Value-relevance of R&D", *Industrial Health*, vol.6, pp.498.

Luo X, 2008," When Marketing Strategy First Meets Wall Street: Marketing Spendings and Firms' Initial Public Offerings", *Journal of Marketing*, vol.5, pp.98.

Nissim D, Penman S H, 2001," Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice", *Review of Accounting Studies*, vol.1, pp.109.

Ou J A, Penman S H, 1989," Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Return", *Journal of Accounting and Economics*, vol.4, pp.295.

Srivastava R K, Shervani T A, Fahey L, 1998," Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis", *Journal of Marketing*, vol.1, pp.2.

Subramaniam C, Weidenmier M L, 2003," Additional Evidence on the Sticky Behavior of Costs", *Social Science Electronic Publishing*.

Yu D, Anderson M, 2018," Fundamental Analysis Conditioned on the Direction of Sales Change". http://hdl.handle.net/10125/59361.

（作者：侯晓红，袁铭，中国矿业大学，从事财务成本管理研究）

（责任编辑：付继娟）

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

Changes in Sales, Overhead Rates and Future Earnings Growth: An Analysis Based on Cost Stickiness and Internal Factor Variation

HOU Xiaohong, Yuan Ming

[**Abstract**] The sales and overhead rates are important indexes to predict the future earnings of an enterprise. Based on the data of A-share listed companies from 2005 to 2017, this paper applies the cost stickiness theory to the study of the relationship between the changes of sales and overhead rates and future earnings growth from the perspective of internal factor variation. The results show that when sales revenue increases, the decline of sales and overhead rates is negatively related to future earnings growth; and when sales revenue declines, the increase of sales and overhead rates is positively related to future earnings growth. Further study shows that the above relationship is affected by the nature of property rights and the process of marketization. This paper broadens the research field of the influence of the change of sales and overhead rates on the future earnings growth of enterprises, and provides theoretical basis and empirical evidence for investors to make better decisions based on cost information.

[**Keywords**] change in sales and overhead rates; future earnings growth; cost stickiness; internal factor variation

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net