



# 中国报业上市公司经营绩效的显著性影响因素研究

刘友芝 朱江波

**摘要:** 资产负债率和应收账款周转率是影响我国报业上市公司经营绩效的两大表面显著性财务因素,它的深层次源于我国报业上市公司经营管理的整体资产利用效率低以及在宏观、中观和微观等多个层面的显著性经济影响因素。在宏观层面上,受到现行报业投融资政策瓶颈的限制;中观层面上,传统的报业市场和报业产业遭遇发展瓶颈;微观层面上,受制于报业上市公司内在的经营管理能力。

**关键词:** 中国报业上市公司;经营绩效;显著性影响因素

## 一、引言

报业上市公司是指由我国大陆报业集团或报社绝对控股或实际控制,主要从事报业和相关衍生产业业务的传媒类上市公司。自1999年成都商报社通过绝对控股其子公司并借壳上市以来,截至2009年底,我国相继诞生了博瑞传播、赛迪传媒、北青传媒、华闻传媒、新华传媒和粤传媒等6家报业上市公司,除北青传媒在境外的香港联交所上市外,其余5家都是在境内A股市场上市。本文以这6家中国报业上市公司作为研究对象。

作为特殊的报业企业与一般性上市公司的集合体,报业上市公司需要同时履行正确的舆论导向的特殊社会责任与为各类股东创造较好投资回报的经济责任,在社会效益居于首要位置的前提下,实现社会效益与经济效益的统一,成为报业上市公司经营管理的基本准则。然而,在报业上市公司的实践运作过程中,往往片面地强调报业上市公司的社会责任与社会效益,忽视甚至轻视作为上市公司应履行的一般经济责任,部分报业上市公司的经营管理能力未能与上市过程同步提升,北青传媒、粤传媒相继一度成为“上市业绩就变脸”上市公司的典型代表,赛迪传媒经过十年的借壳上市历程,现已被中国证监会处理为ST传媒公司,在6家报业上市公司中,有3家相继出现了较大的经营管理问题,严重影响了报业上市公司整体的经营绩效<sup>①</sup>,这一现象引起了学者们的关注。

近几年来,学者们大多关注的是整个传媒上市公司的经营绩效及其影响因素的研究,如刘玉丽(2006)<sup>②</sup>、叶文、李伟剑(2007)<sup>③</sup>、姚德权等(2008)<sup>④</sup>。部分学者从传媒市场或报

① 这里所指的报业上市公司经营绩效是报业上市公司在一定经营期间(通常是一个财务经营年度)通过一系列经营管理活动获取的直接经营成果。

② 刘玉丽:《上市传媒公司经营绩效及资本运营实证分析》,载《价值工程》2006年第4期,第116~118页。

③ 叶文、李伟剑:《传媒上市公司经营状况分析》,载《青年记者》2007年第6期,第65页。

④ 姚德权等:《传媒上市公司资本结构与绩效相关性研究》,载《国际经贸探索》2008年第12期,第71~75页。

业市场的中观层面对我国传媒市场或报业市场的经营绩效作了相关研究。如王艳萍(2006)<sup>①</sup>、刘强等(2008)<sup>②</sup>。专门针对报业上市公司经营绩效及其影响因素的研究成果则很少,光大证券分析师朱毅从中国文化体制改革、“十一五”期间中国报业的发展目标和报业集团化的发展趋势等大环境出发,以粤传媒和博瑞传播为例,分析了报业上市公司的经营现状,并对投资者提出了相应的投资建议<sup>③</sup>。

上述研究成果,总体看来,研究对象比较泛化,缺乏专门针对具有特殊经营特征的报业上市公司的进一步细分研究,对报业上市公司经营绩效的影响因素缺乏具体清晰而深入的认识,不利于有针对性地改善报业上市公司的整体经营绩效。

鉴于此,笔者总体上采用抽丝剥茧式的层层递进的实证研究方法,揭示出我国报业上市公司经营绩效的多层次显著性影响因素。首先,运用多元线性回归模型定量分析方法探讨并验证影响中国报业上市公司经营绩效的主要财务影响因素,揭示影响我国报业上市公司经营绩效的表面显著性财务影响因素;然后,运用定性分析方法探讨表面显著性财务影响因素背后深层次的主要显著性经济影响因素。

## 二、表面显著性财务影响因素的定量实证研究

通过相关研究文献和对报业上市公司的实践观察,我们认为,影响我国报业上市公司经营绩效的财务性因素是多元的,因此我们采用多元线性回归模型探讨其多种影响变量及其影响的相关性和影响程度,最终揭示出我国报业上市公司经营绩效的显著性财务影响因素。

### (一) 变量指标选取

根据多元线性回归分析的研究路径,为避免所选取的变量之间存在共线性,我们选取股东权益报酬率(ROE)<sup>④</sup>和每股收益(EPS)<sup>⑤</sup>两个综合反映报业上市公司一定时期内经营绩效的代表性指标作为评价报业上市公司经营绩效的主要财务性指标,并作为多元线性回归模型中的因变量。

关于模型的自变量,即报业上市公司经营绩效的主要财务性影响因素,根据上述研究文献,我们认为股权结构、企业规模、资本结构和资产运营能力是直接影响报业上市公司经营绩效的四大财务性因素,并进一步选取第一大股东持股比例(CR1)、前五大股东持股比例(CR5)作为股权结构指标,总资产(TAs)作为企业规模指标,资产负债率(AIR)作为资本结构指标,总资产周转率(CTR)、应收账款周转率(RTR)作为资产运营管理能力指标,共计六个财务指标作为模型的自变量。

### (二) 研究假设

根据相关研究文献和我们对报业上市公司的实践观察,我们对中国报业上市公司经营绩效的四大财务性影响因素和两个因变量、六个自变量提出如下研究假设:

假设1:股权结构(股权集中度)负面影响报业上市公司的经营绩效。

股权结构是反映报业上市公司股权总额中各股东所占比例及其相互关系。张红军(2000)认为股权集中度、股权构成性质是股权结构的两大核心问题<sup>⑥</sup>。股权集中度可用第一大股东持股比例CR1和前五大股东持股比例CR5两个自变量指标代表,它们对于上市公司的经营绩效会产生一定的影响。

自2005年股权分置改革以来,总体上中国报业上市公司的股权结构正逐步趋于分散,报业上市公司第一大股东持股比例已逐步下降,除在境外上市的北青传媒外,其余五家在境内A股市场上市的报业上市公司第一大股东持股比例大都已减持在20%~40%的范围内,前五大股东持股比例保持在43%~70%,但中国报业上市公司的国有法人股地位仍然突出,拥有实际控制权。根据对我国报业上市公司的实践观察,显示出股权集中度越高,报业上市公司的经营绩效越差。因而,我们假设H1-1:股权集中

①王艳萍:《传媒市场的结构、行为与绩效:中外理论和经验研究》,载《中州学刊》2006年第6期,第251~253页。

②刘强等:《基于DEA分析框架下我国报业市场绩效研究》,载《中国社会科学院研究生院学报》2008年第9期,第30~35页。

③朱毅:《中国报业发展与传媒企业上市》,载《中国报业》2007年第12期,第28~31页。

④股东权益收益率,又称净资产收益率,是指股东的资本(总资产与总负债之差)与获取收益的比率,该指标是衡量公司管理优劣、效益高低的最具综合性的代表指标。

⑤每股收益(Earning Per Share,简称EPS),又称每股税后利润、每股盈余,是指税后利润与股本总数的比率,也是综合反映公司获利能力的重要财务指标。

⑥张红军:《中国上市公司股权结构与公司绩效的理论及实证分析》,载《经济科学》2000年第4期,第53~56页。

度(第一大股东持股比例 CR1 和前五大股东持股比例 CR5)负面影响股东权益报酬率(ROE);H1-2:股权集中度(第一大股东持股比例 CR1 和前五大股东持股比例 CR5)负面影响每股收益(EPS)。

假设 2:企业规模(总资产规模)正面影响报业上市公司的经营绩效。

在其他条件相同的情况下,从投入产出的关系来看,在一定的企业规模范围内,企业的投入增加一倍而产出的增加超出一倍,就会产生规模报酬递增效应,而当企业的规模超出一定范围,企业的投入增加一倍而产出的增加小于一倍,就会出现规模报酬递减效应<sup>①</sup>。我们以总资产指标代表报业上市公司的企业规模,实践观察显示,报业上市公司的总资产规模在我国上市公司甚至在传媒类上市公司中都属于规模小的上市公司。为此,我们假设 H2:企业规模(总资产规模)正面影响报业上市公司的经营绩效。其中,H2-1:总资产规模(TAs)正面影响股东权益报酬率(ROE);H2-2:总资产规模(TAs)正面影响每股收益(EPS)。

假设 3:资本结构(资产负债率)正面影响报业上市公司的经营绩效。

企业的资本结构,主要是指企业各种资本的价值构成及其比例关系,又称为企业的融资结构,反映了企业各项资金来源的组合情况,按其性质不同可分为负债和权益资本(净资产)两类。企业资本结构的主要财务代表性指标是资产负债率。企业的资本结构尤其是资产负债率水平可反映出企业的财务杠杆利用状况,对每股收益 EPS 和股东权益报酬率 ROE 会产生较大的影响<sup>②</sup>。一般来讲,在一定的资产负债率水平范围内(企业最适宜的资产负债率水平为 40%~60%),资产负债率水平越高,反映出企业的资产投资利用率越高,企业未来的业绩成长能力也越高。同时,根据我们对报业上市公司的实践观察,从融资结构来看,股权融资占报业上市公司资本结构中的大部分,而在少量的报业上市公司的债务结构中,绝大多数为短期债务,长期债务所占比例极低<sup>③</sup>。与之形成鲜明对比的是国外成熟传媒企业普遍体现出债务融资额大于股权融资额、长期债务融资额大于短期债务融资额的融资结构。正是报业上市公司融资结构的不合理,造成了我国报业上市公司长期借款资本极低,成为导致报业上市公司整体资产负债率低的直接因素之一。近几年报业上市公司的平均资产负债率(29.7%)整体上低于市场平均水平,并且平均资产负债率呈现出逐年下降趋势,直接影响了报业上市公司经营业绩的持续稳步增长。为此,我们假设 H3:在一定的资产负债率水平范围(40%~60%)内,资产负债率(AIR)正面影响报业上市公司的经营绩效,其中,H3-1:资产负债率(AIR)正面影响股东权益报酬率(ROE);H3-2:资产负债率(AIR)正面影响每股收益(EPS)。

假设 4:资产运营管理能力正面影响报业上市公司的经营绩效。

资产运营管理能力的主要衡量指标为总资产周转率和应收账款周转率,总资产周转率是反映企业运用资产以产生销售收入能力的指标,总资产周转率越高,表明企业生产和销售能力越强,企业资金的利用效率越高,对企业的经营绩效越有利。企业应收账款在流动资产中具有举足轻重的地位。应收账款周转率就是反映公司应收账款周转速度的比率,它说明一定时期内公司应收账款转为现金的平均次数。企业应收账款周转率高,表明公司收账速度快,坏账损失少,企业流动资产利用效率高,对企业经营绩效越有利<sup>④</sup>。为此,我们假设 H4-1:资产运营管理能力正面影响股东权益报酬率(ROE)。其中,H4-1a:总资产周转率(CTR)正面影响股东权益报酬率(ROE),H4-1b:应收账款周转率(RTR)正面影响股东权益报酬率(ROE);H4-2:资产运营管理能力正面影响每股收益(EPS),其中,H4-2a:总资产周转率 CTR 正面影响每股收益(EPS),H4-2b 应收账款周转率(RTR)正面影响每股收益(EPS)。

### (三) 数据来源

以 6 家报业上市公司为样本,选取的样本财务数据来源:(1)取自于各报业上市公司 2006~2009 年公开披露的各年年度财务报告,均系中国证监会核准公布的数据;(2)取自于中国各大著名财经网站,如

①平狄克等:《微观经济学》,中国人民大学出版社 1997 年,第 278~285 页。

②罗斯等:《公司理财》,机械工业出版社 2004 年,第 147~152 页。

③姚德权:《欧美新闻出版企业融资模式分析及其启示》,载《出版发行研究》2008 年第 1 期,第 9~14 页。

④王化成等:《企业业绩评价》,中国人民大学出版社 2003 年,第 23~45 页。

中国上市公司资讯网、和讯财经网、东方财富网数据中心、新浪财经网、中国经济金融数据库。

根据上述数据来源,获取的因变量和自变量的主要数据资料如下:

1. 中国报业上市公司 2006~2009 年经营绩效因变量的基本状况。(1) 股东权益报酬率从赛迪传媒 2009 年最低 -93.65% 到博瑞传播 2009 年最高 20.21% 不等,4 年 6 家报业上市公司的股东权益报酬率平均值仅为 0.6%, 表明报业上市公司的整体经营绩效水平很低;(2) 每股收益从粤传媒 2009 年最低 -0.27 元/股到博瑞传播 2009 年 0.70 元/股不等,4 年 6 家报业上市公司的每股收益均值为 0.1608 元/股, 表明股东的平均获利能力一般且两极分化格局明显, 总体显示了我国报业上市公司的整体经营绩效水平较低且两极分化格局明显的基本状况。

2. 中国报业上市公司 2006~2009 年 6 大财务影响因素自变量的基本状况。(1) 第一大股东持股比例从华闻传媒 2006 年的 16% 到北青传媒持续 4 年的 63.27% 不等, 均值为 34.93%; 前五大股东持股比例从粤传媒 2007 年的 42.8% 到北青传媒持续 4 年的 72.18% 不等, 均值为 53.60%; (2) 总资产规模从赛迪传媒 2008 年最低 5.37 亿元到华闻传媒 2009 年最高 41.52 亿元不等, 均值为 19.03 亿元, (3) 资产负债率从北青传媒 2009 年最低的 11% 到赛迪传媒 2009 年最高的 67% 不等, 4 年 6 家报业上市公司的平均资产负债率为 29.79%, 表明报业上市公司负债率较低, 低于一般企业 40%~60% 的市场最适宜水平; (4) 总资产周转率从赛迪传媒 2009 年最低的 11.15% 到华闻传媒 2009 年最高的 144.48% (即从 0.1155 次/年到 1.4448 次/年), 4 年 6 家报业上市公司平均总资产周转率为 56.37% (即 0.5637 次/年)。应收账款周转率从赛迪传媒 2006 年最低 1.55% 到博瑞传播 2008 年最高 48.46% (即从 0.0155 次/年到 0.4846 次/年), 均值为 13.31% (即 0.1331 次/年)。

#### (四) 多元回归模型的检验分析

1. 多元回归研究模型。为了分析所选取的两个因变量与 6 个自变量之间的多元线性关系, 并检验上述研究假设的真伪, 我们设定如下两个多元线性回归模型:

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CR1_{it} + \alpha_2 CR5_{it} + \alpha_3 TAs_{it} + \alpha_4 AIR_{it} + \alpha_5 CTR_{it} + \alpha_6 RTR_{it} + \epsilon_{it} \text{ (模型 I 式)}$$

$$EPS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CR1_{it} + \alpha_2 CR5_{it} + \alpha_3 TAs_{it} + \alpha_4 AIR_{it} + \alpha_5 CTR_{it} + \alpha_6 RTR_{it} + \epsilon_{it} \text{ (模型 II 式)}$$

其中,  $\alpha_0$  为回归常数,  $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \dots, \alpha_6$  为回归系数,  $\epsilon$  为随即变量, 代表着影响报业上市公司经营绩效的其他因素。而  $i=1, 2, \dots, I$  代表第  $i$  家样本报业上市公司,  $t=1, 2, \dots, T$  代表报业上市公司第  $t$  年的数据观测值。上述两个模型都可以通过线性回归分析所选取的 6 个自变量对中国报业上市公司经营绩效(两个因变量)的相关性和影响程度。模型 I 式主要分析第一大股东持股比例( $CR1_{it}$ )、前五大股东持股比例( $CR5_{it}$ )、总资产( $TAs_{it}$ )、资产负债率( $AIR_{it}$ )、总资产周转率总资产周转率( $CTR_{it}$ )、应收账款周转率( $RTR_{it}$ )等 6 个自变量对中国报业上市公司的代表性经营绩效指标——股东权益报酬率( $ROE$ )的影响。模型 II 式主要分析第一大股东持股比例( $CR1_{it}$ )、前五大股东持股比例( $CR5_{it}$ )、总资产( $TAs_{it}$ )、资产负债率( $AIR_{it}$ )、总资产周转率总资产周转率( $CTR_{it}$ )、应收账款周转率( $RTR_{it}$ )等六个自变量对中国报业上市公司的代表性经营绩效——每股收益( $EPS$ )的影响。

需要说明的是, 上述每个模型中 6 个自变量分别对单个因变量的影响具有独立性, 可排除各因素之间的相互影响, 因而各自变量对单个因变量的影响不存在多重共线性关系。

2. 多元回归模型的具体检验分析。以股东权益报酬率( $ROE$ )和每股收益( $EPS$ )代表报业上市公司经营绩效的因变量, 依据模型 I 式和模型 II 式建立的分析程序, 对 6 家报业上市公司的数据进行具体的计量检验分析, 以揭示出各自变量对因变量的相关性与显著性。

(1) 股东权益报酬率( $ROE$ )影响因素的多元回归模型分析。将本研究所选取的样本数据代入模型 I 式, 各因素对报业上市公司股东权益报酬率( $ROE$ )的影响程度的具体检验结果见表 1。

表 1 的分析结果显示, 在所有的自变量中, 仅有资产负债率( $AIR$ )和应收账款周转率( $RTR$ )对各报业上市公司的股东权益报酬率( $ROE$ )存在显著性正面影响(其显著性水平分别为 0.002 和 0.080)。为此, 只有  $H3-1: H4-1b$  两个假设成立。

表 1 报业上市公司 ROE 影响因素多元回归模型计量结果

预测变量	非标准化 β	标准化 β	T 值	显著性水平 p
常数	33.008		1.231	.235
第一大股东持股比例	-.219	-.137	-.558	.584
前五大股东持股比例	-.138	-.062	-.310	.760
总资产	.002	.096	.456	.654
资产负债率	124.609	.695	3.744	.002
总资产周转率	.183	.264	1.205	.245
应收账款周转率	.515	.351	1.861	.080
R <sup>2</sup> (%)	67.0			
调整后 R <sup>2</sup> (%)	55.4			
N	144			

(2) 每股收益(EPS)影响因素的回归模型分析。将样本数据代入模型 II 式,各因素对报业上市公司每股收益(EPS)的影响程度的具体模拟结果见表 2。

表 2 报业上市公司 EPS 影响因素回归模型计量结果

预测变量	非标准化 β	标准化 β	T 值	显著性水平 p
常数	-.137		-.439	.667
第一大股东持股比例	.000	-.057	-.170	.867
前五大股东持股比例	.003	.152	.553	.588
总资产	.00005978	.319	1.105	.284
资产负债率	.090	.059	.232	.820
总资产周转率	-.001	-.253	-.846	.409
应收账款周转率	.009	.704	2.735	.014
R <sup>2</sup> (%)	62.0			
调整后 R <sup>2</sup> (%)	38.5			
N	144			

表 2 的分析结果显示,在所有的自变量中,仅有应收账款周转率(RTR)对各报业上市公司的每股收益(EPS)存在显著性正面影响(其显著性水平分别为 0.0140)。为此,只有 H4-2b 假设成立。

3. 多元回归模型的综合检验结果。根据表 1 和表 2 的具体检验结果,我们得出多元回归模型的综合检验结果:资产负债率(AIR)、应收账款周转率(RTR)对各报业上市公司的股东权益报酬率(ROE)存在着显著的正面影响;应收账款周转率(RTR)对各报业上市公司的每股收益(EPS)存在着显著的正面影响。而第一大股东持股比例(CR1)、前五大股东持股比例(CR5)、总资产(TAs)和总资产周转率(CTR)对各报业上市公司的股东权益报酬率(ROE)和每股收益(EPS)不存在显著性的影响。总体上只有 H3-1;H4-1b、H4-2b 三个假设成立,其余假设均不成立。

由此得出总体实证检验研究结论:在上述 6 个财务自变量指标中,只有资产负债率和应收账款周转率是影响我国报业上市公司经营绩效的显著性财务因素。

### 三、深层次显著性经济影响因素的综合研究

#### (一) 资产利用效率:深层次的显著性经营管理影响因素

资产负债率(AIR)和应收账款周转率(RTR)双双低下是影响我国报业上市公司经营绩效的两大显著性财务因素,需要进一步探究的是这两大显著性财务影响因素背后深层次的显著性经营管理因素。

1. 剖析报业上市公司经营绩效的综合性代表指标——股东权益收益率(净资产收益率)的财务指标构成,揭示股东权益收益率与资产负债率、应收账款周转率的内在关系。根据杜邦恒等式,股东权益收益率(ROE)=资产报酬率(ROA)×权益乘数=资产报酬率(ROA)×(1+债务权益率)<sup>①</sup>。在杜邦恒等式中,我们清晰地看到,股东权益收益率(ROE)由资产报酬率(ROA)和债务权益率两大财务指标共同决定,其中,债务权益率是直接由资产负债率演变而来,它与资产负债率成正比关系,由此说明股东权益收益率(ROE)首先与资产负债率显著相关;资产报酬率(ROA)是净利润与总资产的比率,而总资产从资产管理角度来讲,主要由企业长期资产与短期流动资产构成。因而,资产报酬率(ROA)由长期资产投资报酬率与短期流动资产利用效率共同决定。进一步地,长期资产投资报酬率在很大程度上决定着企业的资产负债率,在长期资产投资报酬率高于同期无风险的国债利率(长期资产的机会投资成本)的前提下,长期资产的预期投资报酬率越高,企业越愿意负债投资以追求较高的资产报酬率(ROA),其资产负债率也就越高;反之,长期资产投资报酬率越低,其资产负债率也越低。与此同时,由于企业的销售收入是构成企业流动资产的主要来源,因而,应收账款周转率是反映企业短期流动资产利用效率的重要财务指标之一,若企业整体的短期流动资产利用效率越高,应收账款周转率也就越高,反之则反是。综上所述,资产负债率与应收账款周转率对股东权益收益率(净资产收益率)的影响都与企业的资产利用效率(长期资产投资报酬率和短期流动资产利用效率)密切相关。

2. 从报业上市公司的实践运作层面来看,资产负债率(AIR)和应收账款周转率(RTR)与报业上市公司的资产利用效率密切相关。近几年来,报业上市公司受到各种外部环境和内部条件的综合影响,一些长期资产投资项目尤其是传统报业主业投资项目的实际投资报酬率较低,除博瑞传播 2006~2009 年平均长期资产投资报酬率高达 10% 以上外,其余 5 家报业上市公司的长期资产投资报酬率大都低于无风险的国债利率甚至银行存款利率,一些报业上市公司已上马的长期投资项目因实际投资报酬率低于预期而被迫中途停止,有的投资项目则严重亏损。因而,一些报业上市公司通过上市而融通的大量资本出于保障资产安全的考虑,不敢轻易投资而被迫闲置存放于银行以获取保本的低利率收益,由此,进一步制约了报业上市公司的长期资产投资使用率(如北青传媒自 2004 年底从香港联交所募集的上市资金至今只动用了半数,粤传媒 2007 年上市募集资金的投入使用率仅为 53.27%),鉴于此,报业上市公司更不愿举借长期资本而负债投资经营。由此,多数报业上市公司近几年来出现了资产负债率不断下降的趋势,报业上市公司整体的平均资产负债率水平也从 2006 年的 34.7% 降为 2009 年的 28.7%。平均资产负债率的下降趋势,折射出报业上市公司缺乏较高投资报酬率的优质投资项目的尴尬现实。

与此同时,伴随着报业上市公司主营业务的同质化竞争日趋严重,甚至出现不正当的恶性竞争态势,报业主营业务的销售环境也令人担忧,赊销已成为一些报业上市公司的主要销售模式。同时,对赊销所产生的应收账款等缺乏积极有效的管理,进一步导致了各报业上市公司的应收账款持续走高。在应收账款的日积月累过程中,呆账、坏账损失不断加大,减少了报业上市公司的现金流量。为了维持正常的运营活动,不得不举借大量短期流动负债,增加了报业上市公司的短期发债利息成本,降低了报业上市公司当年的净利润,短期流动资产的利用效率也随之降低,直接表现为报业上市公司的整体应收账款周转率低,如 2006~2009 年间我国各报业上市公司的实际应收账款周转率从最低的 0.0155 次/年到最高的 0.4846 次/年,均值为 0.1331 次/年,应收账款的平均回收期为 7.5 年,表明 6 家报业上市公司一年内应收账款转化为现金的平均速度低、次数少,应收账款的现金回收期长。因而,报业上市公司的整体应收账款周转率低,是其短期流动资产利用效率低的现实反映。

综上所述,我国报业上市公司经营管理中的整体资产利用效率低(长期资产投资报酬率和短期流动资产利用效率低)是导致其资产负债率和应收账款周转率双双低下的深层次的显著性经营管理因素。

## (二) 资产利用效率的深层次显著性经济影响因素研究

1. 宏观层面:现行报业投融资政策瓶颈的限制。在我国,由于传媒业的特殊产业属性,国家对传媒

① 罗斯等:《公司理财》,机械工业出版社 2004 年,第 43~47 页。

业的管制严格,其管制主要包括进入管制和行为管制。严格实行主管主办制,严格限制产权交易,防止外部资本进入传媒产业核心领域,禁止一报多刊。刊号成为报业极其稀缺的资源<sup>①</sup>,由于传媒行业实行属地化管理政策以及多个管理部门的分割化管理,导致传媒业的区域化分割和行业化分割,优势媒体跨区域、跨媒体的投资和收购兼并受到政策的严格限制,严重制约了优势媒体的快速扩张和发展,使优势传媒企业在上市后难以获得可持续发展的优质投资发展项目。自党的“十六大”以来,为了振兴文化产业,政府加大对文化产业特别是传媒产业的支持力度,传媒产业的投融资政策逐渐松动,一些报业上市公司通过边缘政策突破的策略,逐渐开拓了一些投资渠道。但从近期看,传媒产业特别是报业投融资政策的松动是有限的,其作用也并未通过报业上市公司的经营绩效得到有效显示。报业投融资政策的严格限制,使报业上市公司尤其是区域性地方报业上市公司的主业投资渠道不畅,报业上市公司通过上市获得的大量资本金无法有效地流入报业主业的内容生产和营销领域,在宏观层面的外部经营环境上对我国报业上市公司上市筹集资金的整体利用效率产生了直接而显著的客观影响,并最终影响着报业上市公司整体的和长期的经营绩效。

2. 中观层面:传统的报业市场和报业产业遭遇发展瓶颈。我国报业上市公司当前整体资产利用率低,从中观的外部环境层面看,在区域性报业市场同质化竞争和新媒体不断挑战的双重挤压下,传统报业主营业务的发展空间受到较大限制,发展前景不甚乐观,现已进入一个产业发展瓶颈期:(1)近几年来,传统报业主营业务的经营成本逐年上升,利润空间不断受到挤压,多数报业上市公司的传统报业主营业务投资项目的长期资产投资报酬率远远低于预期甚至严重亏损;(2)在6家报业上市公司中,除华闻传媒外,其余5家报业上市公司都是区域性地方报业上市公司,而区域性报业市场呈现出“买方市场”竞争格局逐年加剧的趋势,其传统主营业务(如报刊印刷、广告、发行投递)的外部经营环境尤其是销售环境不断恶化,赊销已成为一些报业上市公司的主要销售模式,尤其是报业广告(占多数报业上市公司主营收入的50%以上)销售的赊欠现象严重,直接影响了报业上市公司的流动资产利用效率。

3. 微观层面:报业上市公司内在经营管理能力的制约。面对长期以来的报业投融资政策的限制和近几年来中国传统的报业市场和报业产业外部发展空间的客观限制,提升报业上市公司的资产利用效率,从微观层面看,很大程度上取决于报业上市公司面对外部客观发展环境的限制而与时俱进地提升自身的内在经营管理应变能力。然而,从现实观察来看,6家报业上市公司除了博瑞传播外,其余5家报业上市公司内在的经营管理应变能力并未与上市过程同步提升,如应对外部经营环境变化的战略定位调整能力较差,资产运营管理能力薄弱,传统主营业务结构单一老化等,难以降低甚至会进一步加剧报业上市公司宏观层面和中观层面的外部经营环境对报业上市公司资产利用效率的不利影响,致使其整体资产负债率和应收账款周转率进一步下降,形成了报业上市公司近几年来整体经营绩效的下滑和两极分化的现实格局。

新的时期,面对宏观和中观层面等外部环境带来的某些制约因素和国家加大对文化产业特别是传媒产业的支持力度的外部战略发展机遇,报业上市公司首先要积极应对,不断致力于提高自身应对外部经营环境变化的内在经营管理能力提升,提高报业上市公司整体的核心竞争力,才能最终走出经营困境,逐步提高整体的经营绩效,实现可持续发展。

■ 作者简介:刘友芝,武汉大学媒体发展研究中心教授,经济学博士;湖北 武汉 430072。

朱江波,武汉大学媒体发展研究中心硕士生。

■ 基金项目:教育部规划基金项目(10YJA860015)

■ 责任编辑:于华东

①常永新:《传媒集团公司治理》,中国传媒大学出版社2006年,第107~112页。