

企业营销强度、经济绩效与股票市场表现

——来自日常消费品上市公司的经验证据

芦彩梅 李金波

(山西大学 经济与管理学院 山西 太原 030006)

摘要:基于企业资源观和价值相关性理论,利用中国147家生产日常消费品上市公司2009至2016年的非平衡面板数据,重点探究了企业营销强度对股票市场表现的非线性影响机制及经济绩效在二者关系间的中介效应,并运用阿尔蒙(Almon)法测定企业营销投入对经济绩效及股票超额收益影响的滞后期,研究发现:(1)企业营销强度对企业经济绩效及股票超额收益的影响分别滞后2期与3期;(2)企业经济绩效在营销强度对股票超额收益作用过程中起着部分中介作用;(3)企业营销强度与经济绩效之间呈倒U型关系,这种关系能够反映在股票价格中。由此可见,营销投入存在与公司发展相匹配的最优值,企业在投入营销资源的过程中要注重持续性,避免过度营销。投资者投资股票时应根据企业营销信息判断最佳购买时间区间,有效评估企业营销能力,以获得最大收益。

关键词:营销强度;日常消费品企业;股票市场表现;企业绩效;股票超额收益

中图分类号:F270.3 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-6049(2018)04-0053-09

一、引言

随着中国经济市场化进程加快和互联网信息技术深入应用,企业经营环境和发展方式也随之转变,同时,企业间的相互竞争也越发激烈。营销作为企业参与市场竞争的关键环节之一,越来越受到企业重视,从实际投入来看,中国企业在过去十年的营销投入年平均增长率超过10%^[1]。然而,企业营销投入能否真正转化为企业利润和价值取决于企业是否采取了合理的营销战略。已有研究表明营销投入对企业绩效及企业价值的影响具有不确定性,即合理范围内的营销投入对企业绩效和企业价值有显著的正向影响^[2],但过度营销不仅得不到显著的经济效益,还会造成企业资源的严重浪费^[3]。所以如何从企业决策者和投资者视角正确理解营销投入信息并据此作出科学决策,是研究者亟待解决的问题。

现有研究大多关注营销投入与企业绩效、企业价值及股票收益的相关关系上,关于营销投入如何影响股票市场表现及用实证方法探究企业营销强度与经济绩效、股票收益三者间关系的相关研究还较少,由于使用的研究样本和数据类型(分为低频数据与高频数据)不同,营销对股票市场的影响效果也没有得出一致性结论。从资本市场角度看,企业发展前景是股票价值的决定性因素^[4],投资者决策

收稿日期:2018-05-13;修回日期:2018-07-12

基金项目:山西省高等学校哲学社会科学重点研究基地项目(2016305)

作者简介:芦彩梅(1975—),女,山西忻州人,山西大学经济与管理学院副教授,管理学博士,硕士生导师,研究方向为中小企业投融资、金融工程与风险管理;李金波(1991—),男,湖北十堰人,山西大学经济与管理学院硕士研究生,研究方向为金融工程与风险管理。

时可能更加关注利润、绩效等与公司发展前景紧密相关的信息,故从财务绩效的角度探究企业营销对股票市场的影响具有重要的理论和实践意义。

本文以中国日常消费品上市公司为例,主要研究企业营销强度对股票市场表现的非线性影响机制及影响效果,从而对相关研究理论加以补充,为企业决策者及投资者科学决策提供依据和建议。本文的主要贡献可能在于:(1)以往研究大多只采用广告来衡量企业营销,而忽略了企业在产品宣传和推广等营销方面的投入。区别于只以广告衡量营销的做法,本文所指的营销投入涵盖了广告、宣传和推广等费用,并使用营销强度(即营销投入费用占营业收入的比重)的概念科学衡量企业在营销方面的投入力度,有助于企业决策者和投资者全面认识企业营销投入对企业绩效的作用。(2)实证研究了企业经济绩效在营销强度对股票超额收益作用过程中的部分中介效应,即验证了企业营销——经济绩效——股票市场表现的作用机制,有别于企业营销——投资者关注——股票市场表现的作用机制,丰富了企业营销投入对股票市场表现的作用机制研究。(3)检验了企业营销强度与经济绩效之间的倒U型关系,而且这种关系能够反映在股票价格中;并运用阿尔蒙(Almon)法测定企业营销投入对经济绩效及股票超额收益影响的滞后期,即揭示了企业营销投入对股票市场表现的非线性影响机制和影响效果。

二、文献回顾与研究假设

企业资源观指出,企业能够运用缺乏供应弹性的、有价值的资源及能力在行业中获得和保持竞争优势,进而取得可持续的超额利润,公司管理的任务就是找出一部分与众不同的关键资源并进行有效配置,以谋求最优经营绩效^[5]。基于这一理论,本文认为营销是个人和组织为了满足自己的需求同他人交换产品、服务和价值的社会管理过程,其核心任务就是对资源进行合理配置,在营销实施过程中只有创造出优异顾客价值才能实现最优经济绩效,进而为企业股东利益最大化创造出最佳条件。

(一) 企业营销与绩效及股票市场表现关系相关研究

营销是企业提升品牌知名度、扩大产品市场占有率的重要工具,企业通过营销投入的增加能够提升销售额,摊薄产品单位成本,从而可以减少由于生产成本上升导致的销售价格上涨风险^[6]。Abbott *et al.*^[7]研究发现广告营销与促销活动对企业绩效具有不同的作用,即广告投入在短期内与产品的销售收入呈正相关关系,但只有在公司有新产品发布时广告投入对股东价值有显著的正向影响,而市场促销不但会削弱企业的短期利润,对长期利润也有负面影响。恰当的营销策略不仅可以提升企业绩效,也有助于增加企业价值^[8]。Hirschey^[9]在实证检验中考虑企业规模因素,发现营销广告只对大规模企业的市场价值有着持续的积极影响。而Bloch^[10]认为广告的效用是长期的,但是会计准则将广告投入费用化,从而减少了企业利润,降低了企业价值。同时,有研究显示营销对企业无形价值有显著影响,Chauvin及任晓峰^[11-12]的研究表明广告投入不仅能够巩固品牌权益,还能提升品牌知名度,增加企业品牌价值及企业商誉。买忆媛、李逸以新创企业为研究对象,发现在企业初创期,广告投入对新创企业的品牌资产有着正向的作用,但在企业获得融资后广告便失去了对品牌资产的影响作用^[13]。可见,营销对企业经济绩效具有双面影响,对企业而言,只有构建符合自身发展阶段及特征的营销战略才能有效提升品牌竞争力,实现企业的可持续发展。

企业营销对公司股票投资者人数、交易量和股票流动性都会产生显著影响^[14],但其对股票回报率的影响机制和效果迄今为止没有得出统一结论。Han and Manry^[15]选取韩国上市公司为样本进行实证研究,得出广告投入与股票价格负相关,原因在于投资者认为与研发投入相比,营销广告所产生的经济效益只在当期有效,这减弱了投资者对于公司股票的興趣。Lou^[16]研究表明只有在广告年度内,营销广告才会与股票收益正相关,但在广告年度之后广告效应就不再带来更高的股票收益,该现象可能是由于随着时间的推移,广告引发的投资者注意力下降造成的。而Hsu and Jang^[17]以餐饮公司为研究对象,研究广告投入与无形价值、股票回报的关系,发现提高广告的投入在一定程度上能够增加企业的无形价值,但对股票回报并没有影响,故建议把餐饮公司的广告投入作为一项投资更为恰当。

（二）理论分析与研究假设

价值相关性理论认为公司的股票价格包含所有会计和非会计业绩指标中的相关信息,它反映了经济主体的内在价值^[18],营销投入作为企业会计信息的披露项之一,可以为资本市场提供关于公司未来预期收益的信息。通常认为企业营销的对象主要是面向消费者,但是如果把营销投入作为企业未来现金流增加的一项财务投资,那么企业营销强度将会对股票市场投资者决策产生重要影响^[19],原因在于金融资产的价值是未来现金流的折现,因此决定企业价值的是其未来的业绩增长,营销广告通过提高产品销量能够加快企业现金回收速度,进而提升市场对企业财务绩效改善的预期,吸引投资者购买公司股票,推动股票价格上涨。

另一方面,企业营销对经济绩效的作用效果不仅受到企业营销能力、自身资源的制约,也与企业所处的外部环境及行业特点有关。龚朴和张保柱^[20]实证研究发现保健行业的广告支出与企业绩效呈线性递增关系,而在工业和材料行业的广告费用与经营绩效呈倒U型关系。日常消费品行业主要依靠消费者重复性、高频次的消费来获取利润,这一特点决定了通过营销塑造良好的品牌形象对企业绩效至关重要。但在中国会计准则中,营销投入是作为销售费用核算的,过量的营销投入对企业利润会产生负向作用。综上,本文认为企业营销强度对股票市场表现的影响是间接的,其直接作用于企业经济绩效,通过绩效的变化传导至股票市场。其次,营销强度对企业经济绩效的影响可能呈倒U型关系,那么这种关系是否反映在股票价格中?基于以上分析,本文提出以下假设。

假设1:企业经济绩效在营销强度与股票超额收益率关系中起中介作用。

假设2:企业营销强度不仅与经济绩效之间是“倒U型”关系,与股票超额收益率之间也呈“倒U型”关系。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

中国日常消费品行业是一个相对开放的市场,产品同质化现象严重,其市场营销强度显著高于其他行业^[21]。选择日常消费品企业作为本文的研究样本可以增加研究结果的显著性,同时也具有典型性,研究结论对其他行业起到一定的借鉴作用。考虑到研究样本的代表性和可获得性,本文根据全球行业分类标准(GICS)的行业分类,选取了在中国沪深两市主板上市的日常消费品公司的相关数据对研究假设进行实证检验。

本文以万得(Wind)数据库为主要数据来源,缺失数据使用国泰安金融研究数据库(CSMAR)及公司报表中相关数据加以补充,收集了相关公司2009年到2016年共计32个季度的非平衡面板数据。考虑到数据的有效性,本文按照下列标准对数据进行处理:(1)剔除数据异常以及相关数据无法获得的上市公司;(2)为了避免企业经营异常对研究结果造成影响,剔除具有退市风险、退市预警的公司;(3)鉴于新股和次新股的市场表现短期内会出现异常波动,故参考Cooper *et al.*^[22]的处理方法,样本公司必须满足上市已满三年。经过以上筛选,我们最终得到147个日常消费品公司的相关数据。本文使用Eviews软件对数据进行统计和分析。

（二）变量测量

1. 企业营销强度(*Mar*)。本文所指的营销投入涵盖了广告、宣传和产品推广等费用,区别于只以广告衡量营销的做法,数据来源于Wind数据库中“广告宣传推广费”指标。现有研究对企业营销投入的测定主要有两种方法,即营销投入绝对值法和相对比值测量法,Pepall *et al.*^[23]使用广告投入的绝对值作为测量企业营销投入的指标,而孙维峰、黄祖辉、Bass^[24-25]测量企业营销投入时使用了广告投入强度的概念,即广告投入与销售收入的比值。本文认为使用营销强度来衡量企业的营销投入较为科学,营销强度即指营销投入费用占营业收入的比重,该方法能更好的比较不同行业、不同规模企业的营销投入力度,故采用后者。

2. 股票市场表现。现有研究多采用股票超额收益率(*Return*)来衡量股票回报,故本文采用该指标作为股票市场表现的代理变量,其具体计算方法借鉴龚玉池的研究,将个股收益率经过市场指数调

整后得出^[26] ,即股票超额收益率等于计量期间股票收益率与市场指数收益率的差值:

$$R_1 = (P_m + D - P_c) / P_c \times 100\%$$

$$Return = R_1 - R_2$$

其中 R_1 为测量期间股票收益率 P_m 、 P_c 分别为股票经除息除权调整的本季度收盘价、前一季度收盘价 D 是季度内的股票红利; $Return$ 为股票超额收益率 R_2 表示以流通市值加权平均法考虑现金红利再投资的综合主板市场指数回报率。

3. 经济绩效。本文使用总资产回报率(ROA)来衡量企业的财务绩效,该指标能够综合衡量企业盈利能力和资产经营情况,总资产回报率 = (净利润/总资产平均余额) × 100%。

4. 控制变量。参考主

表1 变量定义与说明

流研究的普遍做法^[1,16,24], 本文使用企业总资产衡量企业规模(Size),采用流动比率(Liquidity)来衡量企业流动性,以前十大股东持股比例衡量企业股权集中度(Equity)。以上变量的定义与说明见表1。

变量类型	变量代码	变量名称	变量说明
自变量	Mar	营销强度	营销投入费用与营业收入的比值
	Mar ²	营销强度的平方项	营销投入费用与营业收入比值的平方
因变量	Return	股票市场表现	股票超额收益率
中介变量	ROA	经济绩效	企业净利润与总资产平均余额的比值
控制变量	Size	企业规模	企业总资产的对数值
	Liquidity	企业流动性	企业流动资产与流动负债的比值
	Equity	股权集中度	前十大股东持股比例

(三) 模型设定与检验方法

为了检验企业经济绩效在营销强度与股票市场表现关系间的中介效应是否存在,本文借鉴温忠麟、张雷等^[27]提出的中介效应检验程序及方法,建立如下检验模型:

$$Return = \alpha_0 + \alpha_1 Mar + \alpha_2 Size + \alpha_3 Liquidity + \alpha_4 Equity + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 Mar + \beta_2 Size + \beta_3 Liquidity + \beta_4 Equity + \varepsilon_2 \quad (2)$$

$$Return = \lambda_0 + \lambda_1 Mar + \lambda_2 ROA + \lambda_3 Size + \lambda_4 Liquidity + \lambda_5 Equity + \varepsilon_3 \quad (3)$$

首先对模型(1)进行回归,观察企业营销强度与股票超额收益率之间的回归系数 α_1 , 如果其显著为正,说明企业营销强度能够影响股票市场,进行下一步检验,否则停止检验;接下来对模型(2)回归,检验企业营销强度对经济绩效的影响是否显著为正,如果两者的回归系数 β_1 显著为正,则表明营销可以明显提升企业经济绩效;最后对同时加入了自变量(Mar)和中介变量(ROA)的模型(3)回归,如果经济绩效的系数 λ_2 显著为正但企业营销强度的回归系数 λ_1 不显著,意味着企业经济绩效在营销强度对股票市场表现的作用过程中起完全中介的效果,如果 λ_1 和 λ_2 都显著为正且系数 λ_1 与 α_1 相比有所减小,则表明企业经济绩效在其中扮演着部分中介作用。

营销强度对经济绩效及股票超额收益率的作用可能是一种非线性影响机制^[20],据现有文献的研究,本文假定这种非线性影响呈“倒U型”,故在模型(2)和模型(1)的基础上增加营销强度的平方项(Mar²)得到模型(4)与模型(5),进行多元回归,观察其回归系数的符号和显著性即可检验这种关系。考虑到营销对企业经济绩效和股票市场表现的影响具有一定滞后期^[1,21],本文在检验模型中加入营销强度的滞后项(Mar_{i,t-k})。具体模型如下:

$$ROA_{i,t} = \delta_0 + \sum_k \delta_{1,k} Mar_{i,t-k} + \delta_2 Mar_{i,t}^2 + \delta_3 Size_{i,t} + \delta_4 Liquidity_{i,t} + \delta_5 Equity_{i,t} + \varepsilon_4 \quad (4)$$

$$Return_{i,t} = \omega_0 + \sum_k \omega_{1,k} Mar_{i,t-k} + \omega_2 Mar_{i,t}^2 + \omega_3 Size_{i,t} + \omega_4 Liquidity_{i,t} + \omega_5 Equity_{i,t} + \varepsilon_5 \quad (5)$$

在上述公式中,下标 i 和 t 分别表示企业与季度 k 表示营销强度影响股票市场表现的滞后期数 ε 为回归方程的随机扰动项。在对以上模型回归检验之前,本文将对自变量的滞后期 k 进行测定以便更准确的揭示其影响机制。

四、实证研究

(一) 描述性统计与相关性分析

表 2 报告了本文主要变量的描述性统计结果,可以看出企业营销强度 (*Mar*) 的均值是 0.1237,标准差是 0.3251,标准差是均值的 2.62 倍,而其最大值 0.9071 与最小值 0.0008 之间的差值同样较大,说明中国日常消费品企业营销投入力度较大,但不同企业之间的营销投入具有较大的差异性。股票超额收益率 (*Return*) 的均值达到 0.0231,表明日常消费品行业股票的投资回报率普遍能够跑赢市场。总资产回报率 (*ROA*) 的均值与标准差分别为 0.0308、0.0553,其值分布于 -0.4309 至 0.4796 之间,既有经济绩效良好的企业,也有巨额亏损的企业,表明不同日常消费品企业经营情况差异巨大且行业内竞争激烈。为了消除异方差,本文对企业规模(单位:亿元)做了对数化处理。从表 3 中变量的相关系数可知,企业营销强度与经济绩效、股票超额收益率之间都呈现出显著的正相关性,相关系数分别为 0.2450 ($P < 0.1$)、0.1384 ($P < 0.05$)。

表 2 变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Mar</i>	0.1237	0.3251	0.0008	0.9071
<i>Return</i>	0.0231	0.1910	-0.5855	2.2894
<i>ROA</i>	0.0308	0.0553	-0.4309	0.4796
<i>Size</i>	3.6233	4.7897	-5.6550	8.1672
<i>Liquidity</i>	4.0051	10.2702	0.0282	173.1080
<i>Equity</i>	0.5654	0.1613	0.1440	0.8978

表 3 变量相关系数矩阵

变量	1	2	3	4	5	6
1 <i>Mar</i>	1					
2 <i>Return</i>	0.1384**	1				
3 <i>ROA</i>	0.2450*	0.3015***	1			
4 <i>Size</i>	-0.0332*	-0.1726**	-0.0149*	1		
5 <i>Liquidity</i>	0.1061***	0.0059	0.1473**	-0.0698	1	
6 <i>Equity</i>	0.0238	-0.0008	0.2595***	0.0475*	0.0152	1

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上通过显著性检验。

(二) 模型滞后期测定

根据主流文献的经验证据,企业营销投入对经济绩效及股票市场表现的作用并不会在当期全部表现出来,其影响存在一定的滞后性。故在对模型进行参数估计之前,需要对自变量 (*Mar*) 及模型本身的性质进行检验。本文构建了如下有限多项式分布滞后模型 (PDL) 测定自变量营销强度的滞后期,其中 μ_0 为短期影响乘数, μ_k 为延期过渡性乘数(也称为中期乘数),而 $\sum \mu_k$ 为长期影响乘数。

$$(Return_{i,t}; ROA_{i,t}) = \nu_0 + \mu_0 Mar_{i,t} + \mu_1 Mar_{i,t-1} + \dots + \mu_k Mar_{i,t-k} + \nu_1 Size_{i,t} + \nu_2 Liquidity_{i,t} + \nu_3 Equity_{i,t} + \varepsilon_6 \quad (6)$$

本文运用阿尔蒙 (Almon) 法对模型 (6) 中的参数进行估计,并利用施瓦兹准则 SC (Schwarz Criterion) 判定营销强度的最优滞后期。估计结果如表 4,企业营销强度对股票超额收益率的影响滞后期为 3,也就是说滞后 4 个季度时企业营销对股票超额收益率的作用已经衰减接近于零。从滞后项的系数与显著性可以看出,短期影响乘数为 0.1365,长期影响乘数也达到了 0.3778,说明企业营销对股票超额收益率的影响在当期效果最大并且具有累积效应。运用同样的方法,我们估计出企业营销强度对

表 4 自变量滞后期的测定 (*Return* 为因变量)

变量	系数	标准差	t-统计量	P 值
常数	0.0294	0.0026	6.8230	0.0000
<i>Mar</i> _{<i>i,t</i>}	0.1365	0.4397	0.9216	0.0078
<i>Mar</i> _{<i>i,t-1</i>}	0.1053	0.0183	2.0395	0.0934
<i>Mar</i> _{<i>i,t-2</i>}	0.0811	1.4503	6.5237	0.0067
<i>Mar</i> _{<i>i,t-3</i>}	0.0549	0.0215	2.6754	0.0000
<i>Size</i> _{<i>i,t</i>}	-0.0064	2.0047	-3.1925	0.0552
<i>Liquidity</i> _{<i>i,t</i>}	0.0057	1.63E-05	7.1801	0.0149
<i>Equity</i> _{<i>i,t</i>}	-0.0243	0.0180	1.2942	0.2096
<i>R</i> ²	0.4890	AIC		25.3891
调整后 <i>R</i> ²	0.4779	SC		23.2605
<i>Log likelihood</i>	-261.0513	<i>F</i> 统计量		43.6517
<i>D-W</i> 统计量	0.6225	<i>P</i> 值		0.0004

经济绩效的影响滞后期为 2, 该值小于其对股票超额收益率的滞后期, 表明企业经济绩效对股票价格的影响也存在一定的滞后性, 可能是因为中国股票市场是弱式有效的^[28], 企业相关信息不能及时反映到股票价格中。

(三) 回归结果分析

本部分主要针对上文提出的假设进行多元回归分析, 检验结果如表 5 所示, 可以看出, 每个模型的 F 统计量都在各自的水平上显著, 即本文的回归方程都是显著的。调整后的 R^2 值表明模型的拟合优度较高, 企业营销强度与所有控制变量一起可以解释股票超额收益率 40.87% ~ 57.01% 的变异。

表 5 企业营销强度对经济绩效及股票市场表现影响的回归结果

因变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
	$Return_{i,t}$	$ROA_{i,t}$	$Return_{i,t}$	$ROA_{i,t}$	$Return_{i,t}$
$Mar_{i,t}$	0.123 8* (3.705 7)	0.139 3*** (5.687 4)	0.109 2** (2.479 1)	0.118 6*** (1.836 2)	0.132 6* (6.094 3)
$ROA_{i,t}$			0.306 9*** (4.487 2)		
$Size_{i,t}$	-0.040 5* (-1.9372)	-0.007 2** (-3.856 6)	-0.015 4* (-7.106 3)	-0.009 2*** (-3.935 9)	-0.019 7** (-11.280 9)
$Liquidity_{i,t}$	1.49E-05* (9.249 1)	0.021 4* (5.676 6)	3.89E-05** (8.730 4)	0.004 6 (0.503 4)	3.90E-05** (9.007 1)
$Equity_{i,t}$	0.014 6 (1.233 7)	0.089 5*** (7.830 2)	0.042 8 (3.246 5)	0.086 8*** (5.483 3)	0.017 4 (2.636 4)
$Mar_{i,t}^2$				-0.006 2* (-0.538 1)	-0.059 9** (-5.862 3)
$Mar_{i,t-1}$				0.103 5** (10.803 7)	0.114 0** (1.097 6)
$Mar_{i,t-2}$				0.046 5* (1.159 5)	0.075 2* (1.936 4)
$Mar_{i,t-3}$					0.024 7** (2.597 8)
Constant	0.028 4*** (2.611 3)	-0.018 2** (-5.998 9)	0.029 3*** (2.689 7)	-0.020 6*** (-5.311 2)	0.021 4* (1.804 0)
N	4 359	4 359	4 359	4 281	4 281
F-statistic	3.955 6**	80.100 0*	2.589 5**	34.635 9**	2.011 7***
Adjusted R^2	0.408 7	0.605 3	0.570 1	0.685 4	0.472 8

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著, 括号内数据为 t 统计量。

模型(1) 回归结果表明企业营销强度对股票超额收益率有显著的正向影响($\alpha_1 = 0.123 8$, $P < 0.1$)。模型(2) 中企业营销强度对总资产回报率的回归系数 $\beta_1 = 0.139 3$ ($P < 0.01$), 说明企业营销强度对经济绩效也具有显著的正向影响。而模型(3) 是同时加入了企业营销强度与总资产回报率两个变量的检验结果, 数据显示企业营销强度、总资产回报率对股票超额收益率的作用系数都比较显著: $\lambda_1 = 0.109 2$ ($P < 0.05$)、 $\lambda_2 = 0.306 9$ ($P < 0.01$), 并且企业营销强度的系数 λ_1 与 α_1 相比有所变小。综合模型(1)(2)(3) 的实证结果并结合中介效应检验程序, 表明企业经济绩效在营销强度对股票市场表现作用中起着部分中介作用, 假设 1 得到部分证实。这个检验结果验证了 Srinivasan *et al.*^[29] 提出的企业营销通过提升企业盈利水平影响股票价格这一路径假设。同时, 该结果也对 Lou^[16] 的研究进行了补充, 他们认为企业营销对股票市场表现的影响部分通过吸引投资者关注来实现, 但是本文的研究结果表明忽视企业经济绩效这一中介变量来研究这个问题并没有揭示其影响本质, 因为企业营销通常伴随着企业基本面的同期变化, 如果将投资者关注度的提高与企业基本面的变化区分

开来将更有利于解释其作用机制。

模型(4)与模型(5)检验了企业营销强度对经济绩效及股票市场表现的非线性影响。从实证结果可以看出,相比于模型(1)与模型(2)的拟合优度及F统计量的显著性,在加入营销强度滞后项及其平方项后,模型的解释力显著增强。企业营销强度的平方项对总资产回报率及股票超额收益率的影响都是负的($\delta_2 = -0.0062$, $P < 0.1$; $\omega_2 = -0.0599$, $P < 0.05$),说明企业营销强度不仅与经济绩效之间是“倒U型”的关系(即企业在合理范围内进行营销投入对企业经济绩效有提升作用,随着投入的增加并超过一定限度后对经济绩效的作用效果不升反降),而且这种关系还会进一步反映在股票价格中,支持了假设2。模型中滞后项的系数都是正向显著的,说明企业营销能够对经济绩效及股票价格产生持续的积极影响。

(四) 稳健性检验

为了获得稳定可靠的结果,本文使用2009至2016年的年度面板数据并用变量替换法重新对假设进行了检验。我们采用营业净利润率(*Profit*)来替代总资产回报率(*ROA*)作为企业经济绩效的衡量指标,用企业营销投入(*M&I*)的绝对数表示企业在营销方面的投入力度。检验结果如表6所示,营销投入对企业经济绩效及股票超额收益率的影响没有滞后期,该结果实际上与原样本结果是一致的,原样本使用季度数据的滞后期为3,正好是一年,也就是说企业营销只在投入年度内有效,印证了Luo^[16]的研究。其他结果进一步支持了原假设,说明本文的研究结果稳健。

表6 稳健性检验

因变量	模型(1a)	模型(2a)	模型(3a)	模型(4a)	模型(5a)
	<i>Return_{i,t}</i>	<i>Profit_{i,t}</i>	<i>Return_{i,t}</i>	<i>Profit_{i,t}</i>	<i>Return_{i,t}</i>
<i>M&I_{i,t}</i>	8.93E-05* (7.3998)	1.37E-05* (4.1836)	4.21E-06** (10.5353)	2.73E-05** (6.0474)	5.56E-06* (13.4452)
<i>M&I_{i,t}²</i>				7.63E-14* (23.2816)	3.27E-10** (19.0163)
<i>Profit_{i,t}</i>			0.1039*** (5.8647)		
<i>Size_{i,t}</i>	-0.0275* (-6.3581)	-0.0099*** (-9.6416)	-0.0181** (-10.8305)	-0.0076* (-5.8342)	-0.0253*** (-7.2068)
<i>Liquidity_{i,t}</i>	0.0089** (0.9636)	0.0418 (2.9584)	0.0080*** (0.7126)	0.0521 (3.0394)	0.0131** (0.9529)
<i>Equity_{i,t}</i>	0.0038 (0.9077)	0.0009*** (0.0615)	0.0002 (0.2808)	0.0019* (2.0054)	0.0015** (2.4431)
<i>Constant</i>	0.0763** (3.2984)	0.1044* (5.5423)	0.0583*** (1.6341)	0.1231* (6.5305)	0.0952** (5.1483)
<i>N</i>	1073	1073	1073	1046	1046
<i>F-statistic</i>	19.2923**	201.6358**	22.3247***	138.0165*	13.1208***
<i>Adjusted R²</i>	0.3015	0.5742	0.4930	0.3252	0.4264

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著,括号内数据为 *t* 统计量。

五、结论与对策建议

营销是企业向消费者传达产品价值、提升企业绩效的重要工具,如何理解企业营销投入对企业经济绩效及股票市场表现的作用对企业决策者和股票投资者都具有重要意义。本文利用中国147家生产日常消费品上市公司2009—2016年的非平衡面板数据,重点探究了企业营销强度对股票市场表现的影响机制及影响效果。通过实证分析得出以下结论:(1)企业营销投入对企业经济绩效及股票超额收益率都具有显著的正向影响且分别滞后2期与3期。(2)企业经济绩效在营销强度对股票市场表现作用过程中起着部分中介作用。(3)企业营销强度与经济绩效之间呈倒U型关系,这种关系能够反映到股票价格中。

本研究对现有相关理论作了补充性论证,为企业制定营销战略及股票投资者正确理解企业营销投入信息提供一定的依据和建议:(1)企业营销投入对经济绩效与股票价格的影响具有一定的延时效应与累积效应。说明消费者对企业产品的购买行为有一个从认知、记忆到产生购买欲望的渐进过程,所以企业在投入营销资源的过程中要注重持续性,这样才能使企业品牌形象在消费者心中根深蒂固。而投资者在购买相关股票时应该通过企业营销投入情况判断最佳购买时间区间,以获得最大收益。(2)企业营销投入对股票市场表现的影响是间接的,营销信息反映到股票价格中需要企业经济绩效扮演中介作用,并且它对股票价格的影响效果取决于营销投入转化成企业经济绩效的程度高低。所以投资者购买公司股票时不仅要关注企业营销投入的力度,更要有效评估企业的营销能力。企业在着重提高业绩的同时,更要让市场知道经济绩效改善与营销强度之间的联系以吸引更多投资者对公司股票的兴趣。(3)企业在合理范围内进行营销投入对企业经济绩效有提升作用,随着投入的增加并超过一定限度后对经济绩效的作用效果不升反降。表明营销投入存在与公司发展相匹配的最优值,企业应该制定合理的营销战略,避免过度营销。在市场部门绩效考核中,企业应该摒弃单纯依靠销售额而忽视销售成本的做法,采用以利润为导向的方法或者营销资源投入产出的比例来衡量营销绩效。

参考文献:

- [1]牛志勇,王军.市场竞争、营销投入与企业绩效——基于中国工业企业数据的实证研究[J].山西财经大学学报,2017(6):113-124.
- [2]黄庆华,张芳芳,陈习定,等.非预期增长的市场营销开支与中国农业上市公司价值[J].宏观经济研究,2013(11):69-74.
- [3]许晖,王宣喻.广告投入与企业绩效——基于酿酒上市公司的实证分析[J].上海管理科学,2013,35(1):38-42.
- [4]COLLINS D W, KOTHARI S P. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients [J]. Journal of accounting & economics, 1989, 11(2): 143-181.
- [5]韩顺平,王永贵.市场营销能力及其绩效影响研究[J].管理世界,2006(6):153-154.
- [6]KAMBER T. The brand manager's dilemma: understanding how advertising expenditures affect sales growth during a recession [J]. Journal of brand management, 2002, 10(2): 106-120.
- [7]ABBOTT A J, LAWLER K A, LING M C H. Advertising investments in the UK brewing industry: an empirical analysis [J]. Economic issues, 1997(2): 55-66.
- [8]刘蕾,于春玲,刘霞,等.事件营销效应和广告效应的比较研究——基于房地产行业面板数据的实证分析[J].中国管理科学,2014(S1):178-188.
- [9]HIRSCHEY M, SPENCER R S. Size effects in the market valuation of fundamental factors [J]. Financial analysts journal, 1992, 48(2): 91-95.
- [10]BLOCH H. Advertising and profitability: a reappraisal [J]. Journal of political economy, 1974, 82(2): 267-286.
- [11]CHAUVIN K W, HIRSCHEY M. Advertising, R&D expenditures and the market value of the firm [J]. Financial management, 1993, 22(4): 128-140.
- [12]任晓峰.品牌限制因子分析与品牌发展战略[J].南京财经大学学报,2013(2):60-65.
- [13]买忆媛,李逸.新创企业的广告投入和R&D投入对品牌资产的影响[J].科研管理,2016,37(1):137-144.
- [14]FRIEDER L, SUBRAHMANYAM A. Brand perceptions and the market for common stock [J]. Journal of financial & quantitative analysis, 2005, 40(1): 57-85.
- [15]HAN B H, MANRY D. The value-relevance of R&D and advertising expenditures: evidence from Korea [J]. International journal of accounting, 2004, 39(2): 155-173.
- [16]LOU D. Attracting investor attention through advertising [J]. Review of financial studies, 2014, 27(6): 1797-1829.
- [17]HSU L T, JANG S C. Advertising expenditure, intangible value and risk: a study of restaurant companies [J]. Interna-

- tional journal of hospitality management ,2008 ,27(2) :259-267.
- [18]王治,刘明辉.价值相关性研究的困境与出路:基于投资者信念的思考[J].会计研究,2013(12):11-17.
- [19]SRIVASTAVA R K, SHERVANI T A, FAHEY L. Market-based assets and shareholder value: a framework for analysis [J]. Journal of marketing ,1998 ,62(1) :2-18.
- [20]龚朴,张保柱.学习和控制行为与企业成长价值——我国上市公司的实证检验[J].南开管理评论,2007,10(4):17-22.
- [21]潘海英,范小艳,宗兆昌.广告投入与企业绩效——基于快速消费品上市公司的实证分析[J].投资研究,2016(1):31-36.
- [22]COOPER M J, GULEN H, SCHILL M J. Asset growth and the cross-section of stock returns [J]. Journal of finance ,2008 ,63(4) :1609-1651.
- [23]PEPALL L, RICHARDS D J, NORMAN G. Industrial organization: contemporary theory and empirical applications [J]. Harvard law review ,2005 ,44(2) :261-262.
- [24]孙维峰,黄祖辉.广告支出、研发支出与企业绩效[J].科研管理,2013,34(2):44-51.
- [25]BASS F M. A new product growth for model consumer durables [J]. Management science ,1969 ,15(5) :215-227.
- [26]龚玉池.公司绩效与高层更换[J].经济研究,2001(10):75-82.
- [27]温忠麟,张雷,侯杰泰,等.中介效应检验程序及其应用[J].心理学报,2004(5):614-620.
- [28]张兵,李晓明.中国股票市场的渐进有效性研究[J].经济研究,2003(1):54-61.
- [29]SRINIVASAN S, PAUWELS K, SILVA-RISSO J, et al. Product innovations , advertising , and stock returns [J]. Journal of marketing ,2009 ,73(1) :24-43.

(责任编辑:黄明晴;英文校对:陈芙蓉)

Corporate Marketing Intensity , Economic Performance and Stock Market Performance: An Empirical Study based on the Daily Consumer Goods Listed Companies

LU Caimei , LI Jinbo

(School of Economics and Management , Shanxi University , Taiyuan 030006 , China)

Abstract: Built on the frameworks of resource-based view and value relevance , this paper uses the unbalanced panel data of 147 Chinese daily consumer goods listed companies from 2009 to 2016 , and focuses on exploring the non-linear influence mechanism of corporate marketing intensity on the performance of stock market and the mediating effect of economic performance on marketing intensity and stock market performance. It also uses Almon method to measure the lag of the impact of corporate marketing investment on economic performance and excess stock returns. The results show that: (1) the impact of corporate marketing intensity on corporate economic performance and excess stock returns lags behind by 2 and 3 periods respectively. (2) corporate economic performance plays an intermediary role in the influence of marketing intensity on the excess stock returns. (3) there is an inverted U-shaped relationship between the corporate marketing intensity and the corporate economic performance , which can be reflected in the stock price. It can be seen that the marketing investment has the optimal value that matches the development of the company. In the process of investing in the marketing resources , enterprises should pay attention to continuity and avoid excessive marketing. When investing in the stocks , the investors should judge the optimal purchase time interval based on the company's marketing information , and effectively evaluate the marketing ability of the company to obtain the maximum benefit.

Key words: marketing intensity; daily consumer goods companies; stock market performance; firm performance; excess stock returns