利益相关者显性财务利益与中小企业转向
——基于 Logistic 回归的实证分析

贺雪迎，何红渠

(中南大学粉末冶金研究院，湖南长沙，410083；中南大学商学院，湖南长沙，410083)

摘要：中小企业在国民经济中占据重要地位，但是受资源上的限制容易陷入困境。困境中的中小企业业绩转向成功对于其生存和发展至关重要。根据现代企业理论，企业是所有利益相关者的产权契约联结体，是要素所有者交易产权的场所。中小企业规模小，资源匮乏，其业绩的成功转向，更需要取得利益相关者的支持，然而利益相关者是以自身利益最大化为目标函数。研究以 1998～2007 年中小上市公司为样本，通过构建主要利益相关显性财务利益指标，利用 Logistic 回归分析，我们发现主要利益相关者特别是股东、债权人和经理的显性财务利益与中小企业成功转向存在正相关关系。

关键词：中小企业；利益相关者；显性财务利益；企业业绩转向；Logistic 回归
中图分类号：F275.4 文献标识码：A 文章编号：1672-3104(2010)02−0059−05

中小企业在国民经济中占有重要地位，相对大企业来说，其业绩波动大，寿命普遍较短，容易陷入财务困境，所以有着更大的生存危机。若想在市场中立足，必须学会危机管理，当其业绩下滑时，必须能从生存困境中摆脱出来，这种从绩效困境中起死回生，重新获得生长能力的过程被称为企业业绩转向。中小企业转向成功对于其生存和发展至关重要。根据现代企业理论，企业是所有利益相关者的契约联结体。而中小企业规模小，资源匮乏，所以其业绩转向成功，更需要取得利益相关者的支持。作为对支持的回报，则必须尽可能地满足利益相关者的利益要求，这种利益要求包括显性财务利益和隐性利益，而前者具有更好的可度量性。本文基于以往对主要利益相关者的分类，研究了他们的显性财务利益与我国中小上市公司业绩转向的关系。

一、文献回顾与述评

研究公司业绩转向的先驱当数 Schendel 和 Patton，他们开创性地研究了导致企业转向的原因，深度分析了业绩下滑的企业恢复其业绩的行为[1]。Schendel，Patton 和 Riggs 认为公司转向的最重要原因是外部原因而非内部原因[2]。而 Bibeault 则认为企业转向的原因是内部驱动的，外部因素只占相对次要的位置[3]。Slatter 认为引发转身的原因不同，需要有不同的转向战略[4]。他通过对 30 个转向成功公司的调查，发现兼并和收购战略会给企业转向成功带来积极的影响。Ramanujam 认为收入增长，存货和应收账款的减少都会对转向成功起着积极的影响。他认为在公司的组织背景下，如果失去了公司股东的支持，衰退的持续时间会增加，从而使得转向成功的可能性要减小①。同时，在他所研究的 75 家大企业中，业绩衰退前有着较高的负债/所有者权益比例的企业，或者有着较好业绩的企业，转向更易成功；关于外部环境背景，他认为行业的增长和转向成功有着正向关系。O'Neil 则发现转向成功的公司往往都有着很高的员工平均薪酬②。Bruton, Ahlstrom 和 Wan 在研究了来自香港、新加坡和台湾的 90 家转向企业后发现，规模越小的企业转向越易成功[5]。Franz 研究的是德国企业在转向中影响其成功的决定因素[6]。Rasheed 研究的是美国的小企业，他认为小企业在战略转向时采用的转向战略和大企业是不同的[7]。在外部环境与转向成功的关系方面。Pant 调查了 137 家公司(64 家转向成功，73 家转向失败) 后发现，小规模的公司和那些拥有着强势外部控制力量的公司，如有着强势股东的公司，那么这一类企业较

收稿日期：2009−11−08
作者简介：贺雪迎(1973−)，女，湖南岳阳人，中南大学粉末冶金研究院会计师，主要研究方向：财务管理；何红渠(1964−)，男，湖南长沙人，中南大学商学院教授，博士生导师，主要研究方向：公司治理，战略管理.

易转向成功①。Chowdhury 和 Lang 在研究小企业的时候发现，员工工资水平的上升可以增加企业成功的几率[8]。

以往关于企业转向的研究主要集中在转向发生的原因与转向战略方面。在目前，中小企业一方面在经济中占据重要地位，另一方面中小企业具有资源上的限制。可是对于中小企业这样一个特殊的群体，转向研究却鲜有涉及。而且根据现代企业理论，企业是所有利益相关者的产权契约联结体，是要素所有者交易产权的场所。从我国中小企业发展的历史来看，企业的兴衰与利益相关者的关系甚为紧密。可是这一理论也极少在转向研究中出现。如果在转向阶段利益相关者的需求被充分考虑，那么是否会增加公司的价值，从而提高企业绩效，最终促使企业转向成功呢? 对此问题，关键可能是国内较早的研究者[9−10]。但就目前而言，国内外在这方面的研究都较缺乏。不过，本文在遵循 Freeman 关于利益相关者是能够影响组织目标或者能够被组织目标所影响的任何可定义的群体或个体的定义基础上，认为利益相关者的显性财务利益来自于受法律保护的显性合约[11]，例如投融资合约、购销合约和雇佣合约等。

二、研究设计

(一) 转向位置与转向结果界定

1. 转向位置界定

以往的研究较多地采用收入指标、ROI、ROA、ROE 和破产 Z 值等指标来定义转向位置。由于 1998 年至 2007 年间凭证式 2 到 5 年期国债利率最低为 2.07%，因此，本文采用转向位置为满足下列三种情况之一者：① ROA 连续三年呈单调下降，并且至少有一年低于 2%；② ROA 连续两年为负值；③ ROA 某年低于−8%(研究期第一年除外)。并将企业达到转向位置的时点记为 t_0。

2. 转向结果界定

转向成功指在经历业绩低点(t_0)后的第三年的 ROA 大于 4%，且在恢复期(t_1 到 t_3)，ROA 收入都不得低于下降阶段的业绩低值(t_0)；在经历业绩低点后(t_0)的第三年(t_3)的收入不低于业绩下滑的水平的 50%。转向失败则是在经历最低业绩值(t_0)的第三年(t_3)的 ROA 小于 1%。

(二) 主要利益相关者显性财务利益指标及变量定义

我们在陈宏辉等[12]的研究基础上将主要利益相关者界定为股东、债权人、经理、供应商、员工、顾客和政府七类。表 1 列出了七类主要利益相关者及其显性财务利益的计量指标，我们将这些指标作为本文模型的自变量。

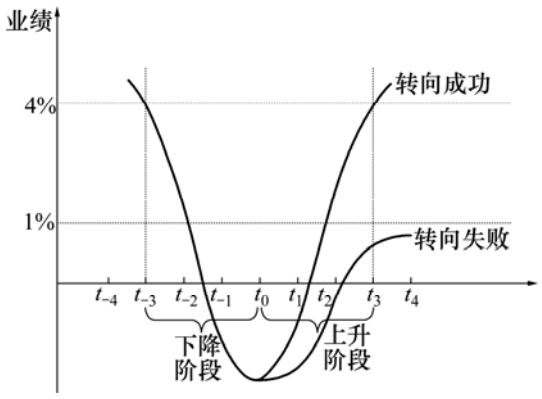

图 **1** 企业转向过程描述

表 **1** 主要利益相关者显性财务利益指标及自变量定义

主要利益相关者	自变量定义
股东	Δ总资产周转率(X_1)=总资产周转率 t_3−总资产周转率 t_0
	净资产增长率(X_2)=(净资产 t_3−净资产 t_0)/净资产
债权人	Δ流动比率(X_3)=流动比率 t_3−流动比率 t_0
	Δ资产负债率(X_4)=资产负债率 t_3−资产负债率 t_0
	Δ现金流量流动负债比率(X_5)=现金流量流动负债比率 t_3−现金流量流动负债比率 t_0
	Δ已获利息倍数(X_6)=已获利息倍数 t_3−已获利息倍数 t_0
经理	经理平均报酬增长率(X_7)=(经理平均报酬 t_3−经理平均报酬 t_0)/经理平均报酬 t_0
供应商	外购成本增长率(X_8)=(外购成本 t_3−外购成本 t_0)/外购成本 t_0
	Δ应付账项周转率(X_9)=应付账项周转率 t_3−应付账项周转率 t_0
	Δ应付账项保障比率(X_{10})=应付账项保障比率 t_3−应付账项保障比率 t_0
	Δ现金应付账项比率(X_{11})=现金应付账项比率 t_3−现金应付账项比率 t_0
员工	员工平均工资增长率(X_{12})=(员工平均工资 t_3−员工平均工资 t_0)/员工平均工资 t_0
顾客	Δ营业成本率(X_{13})=营业成本率 t_3−营业成本率 t_0
政府	纳税增长率(X_{14})=Δ应纳税总额(t_3−t_0)/应纳税总额 t_0

(三) 样本选取

一个完整的经济周期一般为 10 年，企业不可避免地受其影响，因此，我们选定的时间跨度为期 1998 年至 2007 年，而且由于我国中小企业的平均寿命为 2.9 年，故本文以 3 年为观察期。截止 2007 年 12 月 31 日，中小上市公司中达到转向位置的公司共 143 家，剔除 4 家资料不全的公司，共收集样本 139 家。样本数据来自 Wind 数据库和公司年报。

三、实证结果与分析

(一) 单个利益相关者模型分析

从表 2 可以看出，在单独考察各主要利益相关者显性财务利益与转向成功的关系中，股东显性财务利益与转向成功正相关。总资产周转率变动每增加一个单位，转向成功的概率就提高 147.603 倍，而净资产增长率每增加一个单位，转向成功的概率就增加 1.266 倍。在债权人显性财务利益与企业转向成功的关系中，资产负债率变动与转向成功显著负相关，资产负债率每增加一个单位，转向成功的概率就减少 0.99(1−0.010) 倍；流动比率与转向成功显著正相关，它每增加一个单位，转向成功的概率就增加 2.562 倍；经营活动现金净流量流动负债比率变动与转向成功弱显著相关，其每增加一个单位，转向成功的概率就增加 4.208；已获利息倍数变动每增加一个单位，则转向成功概率增加 1.003，但不显著。总体上，债权人显性财务利益与转向成功正相关。代表供应商显性财务利益的变量除应付账项保障比率变动与转向成功显著正相关外，其他变量与转向成功正相关，但不显著。应付账项保障比率每增加一个单位，转向成功的概率就增加 1.134，因此可以认为，供应商显性财务利益与转向成功正相关。经理显性财务利益与转向成功显著正相关，经理平均报酬增长率每增加一个单位，转向成功的概率就增加 4.759。员工显性财务利益与转向成功显著正相关，员工平均工资增长率每增加一个单位，转向成功的概率就增加 1.280 倍。政府显性财务利益与转向成功显著正相关，纳税增长率每增加一个单位，转向成功的概率就增加 1.320。顾客显性财务利益也与转向成功显著正相关，营业成本率每增加一个单位，转向成

表 **2**　单个利益相关者显性财务利益与企业转向的 Logistic 回归

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
股东显性财务利益 Logistic 回归结果	X_1	4.995	1.418	12.405	1	0.000***	147.603
	X_2	0.236	0.163	2.099	1	0.147*	1.266
	Constant	−0.536	0.320	2.813	1	0.093	0.585
债权人显性财务利益 Logistic 回归结果	X_3	0.941	0.523	3.240	1	0.072***	2.562
	X_4	−4.569	1.717	7.080	1	0.008***	0.010
	X_5	1.437	0.996	2.081	1	0.149*	4.208
	X_6	0.003	0.004	0.582	1	0.445	1.003
	Constant	0.414	0.297	1.943	1	0.163	1.513
经理显性财务利益 Logistic 回归结果	X_7	1.560	0.498	9.795	1	0.002***	4.759
	Constant	−0.145	0.245	0.350	1	0.554	0.865
供应商显性财务利益 Logistic 回归结果	X_8	0.119	0.082	2.071	1	0.150	1.126
	X_9	−0.027	0.051	0.293	1	0.150	1.126
	X_{10}	0.126	0.046	7.398	1	0.007***	1.134
	X_{11}	−0.011	0.073	0.023	1	0.880	0.989
	Constant	0.182	0.260	0.488	1	0.485	1.199
员工显性财务利益 Logistic 回归结果	X_{12}	0.247	0.144	2.955	1	0.086**	1.280
	Constant	0.055	0.242	0.052	1	0.820	1.057
顾客显性财务利益 Logistic 回归结果	X_{13}	−0.657	0.273	5.798	1	0.016***	0.518
	Constant	0.025	0.250	0.010	1	0.921	1.025
政府显性财务利益 Logistic 回归结果	X_{14}	0.277	0.128	4.698	1	0.030***	1.320
	Constant	0.029	0.233	0.015	1	0.902	1.029

注：*表示在 15%的水平上显著；**表示在 10%的水平上显著；***表示在 5%的水平上显著。

功的概率就减少 0.518 倍。

(二) 综合模型分析

为了提高模型预测效果，剔除次要因素，我们对样本公司进行了 Binary Logistic 回归分析。经过向后回归法，模型回归结果如表 3 所示。

表 **3** 利益相关者显性财务利益与企业转向综合模型分析

	B	S.E.	Wald	df	Sig.
X_1	4.917	1.791	7.533	1	0.006***
X_4	−5.941	1.851	10.302	1	0.001***
X_7	1.148	0.542	4.487	1	0.034***
Constant	−0.720	0.447	2.586	1	0.108

注：***表示在 5%的水平上显著。

我们发现，进入模型的变量比较少，只有总资产周转率变动、经理平均报酬增长率和资产负债率变动，且前两者与转向成功显著正相关，后者与转向成功显著负相关。

股东是企业的所有者，是企业最重要的利益相关者，对企业的资产拥有支配权，对企业的债务承担偿还义务。总资产周转率代表企业运营效率，而它的高低又影响着企业的企业盈利能力。理论上，企业盈利越多则股东拥有的剩余收益越多。企业的偿债能力越强，债权人的利益越有保障。资产负债率越低，企业的偿债能力就越强。经理负责企业的经营，是企业事实上的“ 控制人 ”, 所以他们的显性财务利益越被满足则努力程度越高。

Logistic 回归分析中的一个重要回归系数即事件发生比可以解释事件发生的概率。发生比指的是一单位连续变量的变动所发生的变化。

如表 4 所示，资产负债率变动的 Exp(B)为 0.003，即资产负债率增加一个单位，转向成功的概率要减少 0.997(1−0.003)倍。同理，资产周转率每增加一个单位，转向成功的概率要提高 136.542 倍，经理平均报酬增长率每增加一个单位，转向成功的概率要提高 3.152 倍。

从表 5 可以看出，模型的 Chi-square 值为 67.329，

表 **4** 模型变量的发生比

	Exp(B)	95.0%C.I.for EXP (B)	
		Lower	Upper
X_1	136.542	4.078	4 572.219
X_4	0.003	0.000	0.099
X_7	3.152	1.090	9.121
Constant	0.487		

表 **5** 模型的综合性检验

	Chi-square	df	Sig.
Step	−2.453	1	0.117
Block	67.329	3	0.000
Model	67.329	3	0.000

有 3 个自由变量，显著性水平为 0.000，这说明模型有较好的拟合度。

Logistic 回归研究的是事件发生率的问题，用模型的预测值分类样本来拟合模型可能更切合实际，其预测情况如表 6 所示。切割值为 0.5，即转向成功概率大于等于 0.5 的企业都列为转向成功。表对角线显示有 32 家企业正确地被预测为转向失败，49 家企业被正确预测为转向成功。反对角线列出了被错误预测转向结果的企业个数。总共有 15 家企业被错误估计了转向结果。其中，7 家错误估计为转向失败，8 家企业被错误估计为成功。从表可以看出转向失败的预测正确率为 80.0%，转向成功的正确预测率为 87.5%。总体而言，96 个样本中 84.4%的比例被正确预测了企业的结果，可以认为模型的拟合度还原剂较高的。

表 **6** 模型的分类

Observed		预测		
		转向结果		正确率
		0.00	1.00	
转向结果	0.00	32	8	80.0
	1.00	7	49	87.5
总概率				84.4
切割值	0.500			

四、结论

本文利用 Logistic 回归分析方法对各主要利益相关者的显性财务利益与中小上市公司业绩转向关系进行了研究。在单个利益相关者模型分析中，我们发现股东显性财务利益与转向成功正相关；总体上，债权人显性财务利益与转向成功正相关；供应商显性财务利益与转向成功正相关；经理显性财务利益与转向成功显著正相关；员工显性财务利益与转向成功显著正相关；政府显性财务利益与转向成功显著正相关；顾客显性财务利益也与转向成功显著正相关。在综合模型中，我们发现股东、债权人和经理的显性财务利益对中小企业转向成功最重要。这可以从他们是企业合

约中最重要的缔约人这个角度得到解释。他们的显性财务利益越得到满足，则股东可以对处于困境的中小企业给予更多的支持和信任，债权人可能提供融资拯救，而经理则更努力。

注释：

① Ramanujam V. Environment context, organizational context, strategy and corporate turnaround. [Unpublished dissertation]. Pittsburgh: the secrets of unleashing corporate potential. Oxford: Blackwell, 1988: 2−3.

② FRANZ T. An empirical examination of the determinants of corporate turnaround in Germmy. [Unpublished dissertation]. HSG: der universities Hochschule fuer Wirtschafts-Rechts and Sozialwissenschaften, 2000: 28−47.

③ PANT L W. The determinants of corporate turnaround. [Unpublished dissertation]. Boston: Boston University. 1986: 39−68.

参考文献：

[1] Schendel D, Patton G. Corporate stagnation & turnaround [J]. Journal of Economics and Business, 1976, 28(1): 236−241.

[2] Schendel D, Patton G, Riggs J. Corporate turnaround strategies: A study of profit decline [J]. Journal of General Management, 1976, 3(3): 3−11.

[3] Bibeault D. Corporate turnaround. How managers turn losers into winners [M]. New York: McGraw Hill, 1982: 35−44.

[4] Slatter R. Saving big blue: Leadership lessons and turnaround tactics of Gerstuer [M]. New York: McGraw Hill, 1999: 20−25.

[5] O'Neill H M. An analysis of the turnaround strategy in commercial banking [J]. Journal of Management Studies, 1986, 23: 165−188.

[6] Bruton G D, Wan C C. Operating turnarounds and high technology firms [J]. Journal of High Technology Management Research, 1994, 5(2): 261−278.

[7] Rasheed. Turnaround strategies for declining small business: The effects of performance and resources [J]. Developmental Entrepreneurship, 2005, (10): 239−242.

[8] Chowdhury S D, Lang J R. Turnaround in small firms: An assessment of efficiency strategies [J]. Journal of Business Research, 1996, 36: 169−178.

[9] 关键. 我国中小上市公司转向成功影响因素的理论和实证分析[D]. 长沙: 中南大学, 2006.

[10] 关健, 宋小丹. 主要利益相关者显性利益与中小企业业绩转向关系——基于 1998~2007 中国中小上市公司的实证分析[J]. 系统工程, 2009, (6): 61−67.

[11] Freeman R E, Reed D L. Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance [J]. California Management Review, 1983, 25(3): 88−106.

[12] 陈宏辉, 贾生华. 企业利益相关者三维分类的实证研究[J]. 经济研究, 2004, (4): 80−90.

Explicit Financial Benefit of Stakeholders and SMEsTurnaround Based On Logistic Regression

HE Xueying, HE Hongqu

(Central South University, Changsha 410083, China)

Abstract: SMEs occupy an important position in the national economy, but they are prone to financial distress because of resource constraints. It is very important for SMEs in difficulties to make successful turnaround in the performance for their survival and development. According to the modern theory of the firm, the firm is a contractual nexus the property rights of all stakeholders and the result of element property rights transaction between the stakeholders. The support from stakeholders is essential for successful turnaround of SMEs. By Logistic regression analysis, this paper shows that there is a positive correlation between the explicit financial benefit of the major stakeholders in 1998−2007 SMEs listed companies, especially shareholders, creditors and managers and SMEs successful turnaround.

Key Words: SMEs; stakeholder; explicit financial benefit; turnaround of enterprise performance; Logistic regression

[编辑：汪晓]