

高管财务背景、资产紧缩策略与衰退企业反转

张斌¹, 马玉²

(1. 扬州大学, 江苏 扬州 225009)

摘要: 衰退是企业生存与发展的必经过程, 选择适宜的策略应对衰退并成功反转, 是企业实现高质量发展的前提。本文以沪深两市 A 股上市公司 2006—2020 年的数据为样本, 选择资产收益率 (ROA) 作为企业业绩的考查指标, 以循环筛选的方式筛选出衰退企业和衰退反转企业。将此数据作为研究样本, 结合实证检验, 探讨了财务背景高管对衰退企业实现反转的正向影响, 并进一步对财务背景高管影响衰退企业反转的作用机制进行分析, 基于资源基础观的角度研究得出资产紧缩策略在其中的中介作用, 通过以上研究及实证检验结果, 为衰退企业反转提供指导。

关键词: 企业反转; 高管财务背景; 资源基础观; 产权性质; 逆转策略

中图分类号: F272.91

文献标志码: A

1. 引言

随着经济全球化程度的进一步加深, 陈春花等 (2018) 发现, 企业面临的经营风险也在增加, 快速、连续、非线性的经济变化成为当今时代的特征。面对变幻莫测的经济环境与愈加激烈的市场竞争的双重压力, 许多公司开始出现业绩下滑甚至亏损的情况。Trahms 等 (2013) 研究发现, 2010 年标准普尔系数 500 的企业中约有 50% 的公司出现了业绩下滑的现象, 其中发生亏损最多的是花旗集团, 而该企业一年前还位列前 10 大盈利公司之列。自 2019 年以来, 新冠疫情的发生, 从多个方面对全球经济造成影响, 比如消费下滑、失业人口数量急剧上升, 企业如何实现可持续发展成为全球共同的挑战。据世界银行预测, 2020 年全球经济下滑很可能超过 5.2%。

在中国, 仅 2022 年上半年倒闭企业就有 46 万家, 虽然大多是小微企业, 但是疫情对于经济的影响最终必将波及每一个市场参与主体。根据曹小春 (2013)、杜运周等 (2015) 的研究, 身陷衰退的企业如果不进行有效的战略变革, 将会步入绝境。而 Ndofor 等 (2013)、梅林海等 (2015) 的研究表明仅有 30% 左右的企业能成功实现反转。

基于上述背景, 本文将研究的视角聚焦于具有财务背景的高管对企业决策的影响, 从而研究高管的财务背景对衰退企业反转的起到的作用, 进而可以为衰退企业反转提出建议, 对于促进企业高质量发展具有重要意义。

本文的贡献主要体现在下面三个方面。

(1) 本文的变量选择创新。一直以来企业反转领域的顶尖学者都将目光集中在欧美发达国家, 导致现有研究中缺乏对转型经济体特征的总结。将高管财务背景与反转模型相结合, 选取中国上市企业作为研究样本, 验证高管财务背景对企业反转的影响, 有助于补充我国关于企业反转的研究。

(2) 本文的研究角度创新。本文进一步引入高阶梯队理论中高管团队背景特质, 将高管财务背景作为解释变量, 基于资源基础观视角, 结合高阶梯队理论将高管财务背景、资产

紧缩策略与衰退企业反转纳入同一个研究框架中，助力衰退企业反转。国内外学者对于企业衰退和反转影响因素的探究还停留在表面，对于其内部深层次的作用机理缺乏深入探索，本文从资源基础观的视角探索具有财务背景的高管对衰退企业实施的资产策略进行研究，从而分析高管团队对于企业反转作用因素的内在机理，为衰退企业实现反转的路径进行扩充，具有现实指导意义。

（3）本文的数据创新。本文的核心被解释变量衰退企业反转的数据是基于现有数据库，根据有关企业衰退和企业反转定义，结合以往学者的研究基础，采用 Java 循环算法处理得出的原创数据，对以往选取固定时间节点作为衰退企业的筛选周期的方法做出改进，动态衡量企业是否陷入衰退以及是否实现反转，不仅扩大了样本量，也更加贴合实际。

2. 衰退企业反转的相关研究

Schendel 等（1976）第一次注意到公司业绩下降的问题，并提出了公司业绩下滑是一个长期问题，想要打破这种惯性需要显著改变运营效率和整体战略改变。但几年后，学者更多关注企业的成长和发展。直到 1980 年，Whetten 呼吁更多的学者来解决企业业绩下滑的担忧，这一问题正逐渐引起了广泛的讨论。

之前在文献中对于衰退企业的定义可分为两类：一类是基于企业的绩效，另一种是基于组织资源。Robbins 等（1992）、Barker 等（1997）采用第一种界定方法，这种界定方法的标准是企业连续时间内出现业绩下滑的现象，下降程度具象化为 ROI 和 ROS 两个指标；Cameron 等（1987）则倾向于第二种界定方法，从第二个标准来看，如果企业在一定的时间段内，基于内部资源的质量和数量显著下降，可以认为企业遭受了经济衰退。此外，根据 Carmeli 等（2009）的研究，从静态的角度来看，企业经济衰退也可以被定义为状态的适应性和合法性的降低。

关于衰退企业反转的界定，有如下几种。首先，当企业面临经济衰退并且危及到其长期发展时，必须采取及时有效的变革策略挽救企业，这就是关于企业反转的第一层次定义，衰退企业反转是采取有效的行动应对业绩下滑现象的出现和进一步恶化，重建公司生存能力，快速采取一系列行动来改善其业绩；虽然企业在衰退中或多或少会采取一些行动，以防止业绩下滑现象的继续蔓延，但只有少数企业能成功扭转经济衰退达到持续生存的状态，这就涉及企业反转的第二个层次的定义：反转结果被认为是一种行为。Robbins 等（1992）给出了衰退企业反转的定义，他认为衰退企业反转是企业经过一段时间业绩下滑即企业衰退回到前面的良好的管理状态，不再面对生存困境。

本文的研究目的主要在于探究影响衰退企业反转成功与否的因素，因此采用第二重定义方法，将衰退企业反转定义为一个事件结果。结合原有文献的概念界定和本文的研究情境，本文对衰退企业反转的定有如下三个标准：第一，在遭遇衰退情形之前，企业的业绩状况良好；第二，处于业绩下滑中的企业如果没有及时实施正确的反转策略，则业绩会进一步下滑直至倒闭或者被收购；第三，在反转策略的充分实施后，如果企业业绩回升到衰退前的水平，我们则界定衰退企业成功实现反转。

3. 理论分析与研究假设

3.1 高管财务背景与衰退企业反转

根据高阶梯队理论，由于个人具有不同的经历，导致每个个体的认知偏差、对待风险的态度以及个人价值取向有所不同，对于同一个体，这些特点也会随着个人经历的变化而变化。Ferrier 等（2002）发现高层管理人员的异质性（nt-team）对衰退企业业绩逆转有负面影响：高层管理团队成员的异质性越大，在制定和实施逆转战略时就越难达成共识，从而降低衰退

企业逆转成功的机会。Carmeli 等（2006）的研究表明，高管团队的行为整合能力会影响企业扭亏为盈。Dowell 等（2011）发现，董事会的性质和规模将对公司扭亏为盈产生影响，并且独立的组织和较小的董事会成员更有能力实施动态变革。Withers 等（2012）发现高管董事会素质可以降低经济低迷带来的负面影响，并鼓励员工更加努力。曹小春（2015）通过对高层任期关系的研究发现企业管理团队对企业逆转的影响，得出高管任期过长不利于业绩下滑严重的企业。但对于具有财务背景的高级管理者在衰退情境所起到的作用还要结合其自身特点。

具有财务背景的企业高层管理者有如下三个特征：首先，根据姜付秀等（2013）的研究，高管团队中那些具有财务背景的高层管理者，可以将其与财务相关的专业知识，转化为自身的独特优势，从而能够使企业有效调整其资本结构，降低与投资目标的偏离程度，使企业获得更高的投融资收益。当企业面临业绩下滑的情形时，具有财务背景的高层管理者能够帮助在资本结构优化上发挥作用，财务背景高管利用其自身的专业优势进行更加合理的投资活动帮助衰退企业实现反转；第二，姜付秀等（2016）的研究结果指出，高管团队中那些具有财务背景的高层管理者们能够帮助企业外部利益相关者获取信息的，减轻信息不对称的状况，从而降低企业的融资约束水平。当企业面临业绩衰退时，高管团队中具有财务背景的高层管理者可以帮助企业更好地与外界沟通，增强外部投资者对于企业恢复业绩的信心，从而帮助业绩下滑的企业实现反转；第三，根据 Matsunaga 等（2008）的研究，拥有与财务会计相关背景的高层管理者因为会计信息质量的独特要求，在企业的日常经营决策中也具有谨慎性的特点，更加保守，并且相比于高管团队的其他成员，具有财务背景的高层管理者能够稳定处于衰退中企业的盈余波动幅度、预测处于衰退情形下公司的当年盈利状况并且使公司的年度财务报告披露更加真实地表明公司状况。可见，具有财务背景的企业高层管理者能够在财务决策中发挥作用，帮助企业更好地盈利，当企业面临衰退情形时，财务背景高管可以利用其自身特点和专业优势帮助企业渡过危机，实现反转。

综上所述，本文提出假设 1：

H1：在衰退情境下，高管的财务背景对企业反转产生显著的正向影响，具有财务背景的高管比例越高越有利于企业成功实现反转。

3.2 资产紧缩策略的中介作用

一方面，资源基础观表明，适当的紧缩策略是衰退企业实现反转的必要条件。从资源基础观的角度来看，企业一切活动都依赖于资源，对处于衰退的企业来说，企业资源的储备往往不足，公司从外部获取资源也变得更艰难，因此资源对于衰退企业的重要性与日俱增。Robbins 等（1992）研究表明，出现业绩下滑的公司内部资源会在一定程度上不能满足企业日常经营，进一步发展可能会出现企业内部资源消耗殆尽的状况；与此同时，与衰退企业相关的外部利益相关者不如社会上存在的潜在投资者、客户源、银行等将会将资源倾向于那些业绩状况良好的企业，对于那些业绩下滑处于衰退中的企业则会减少资源投入，比如资金支持、生产要素倾斜等，从而导致处于衰退中的企业自身获取资源的能力在一定程度上有所减少。Robbins 等（1992）认为衰退会导致企业内部资源发生紧张，紧缩活动是帮助公司缓解资源紧张的最有效的方式。Lohrke 等（2004）发现及时的紧缩行为会迅速停止绩效恶化，稳定财务状况，并改善企业的经营状况从而有助于企业重新获得生产力和盈利能力。徐高彦等（2018）的研究发现，尤其当企业面临着不容乐观的经济形势时，紧缩在企业反转中的作用就更加显著了。

根据现有学者对于衰退企业反转的相关研究，当企业面临业绩下滑的倾向时，公司首先要做的是帮助企业减少亏损，需要获取更多的企业资源，如充足的现金流来保证企业的生存，这些资源是及时阻止企业业绩下滑并且实现业绩反转的显示准备。根据 Tangpong 等（2015）

对美国 96 家衰退企业作为样本进行匹配和实证研究，发现当企业处于衰退情形时，公司会存在一个短暂的“窗口期”，这个“窗口期”的存续时间一般在两年左右，在此期间企业必须采取及时的资产紧缩策略帮助企业及时“止血”，从而剥离掉企业内部存在的冗余组织，以阻止企业继续出现业绩下滑的状况，否则衰退企业将会难以为继。Abebe 等（2018）的研究表明，对于出现衰退情形的企业，采取资产紧缩策略的时间节点至关重要，Abebe 等人将 1983—2009 年期间美国出现业绩下滑并导致企业衰退的 263 家企业作为样本进行实证研究分析，发现采取迅速的资产紧缩策略与衰退企业实现业绩反转有显著的正向相关关系。对于衰退企业来说，无论是“卧薪尝胆”还是“壮士断腕”，只有先保证企业的生存，才有接下来实现企业反转的机会。

另一方面，根据高阶梯队理论的最新研究，公司中具有财务背景的高层管理者所占比例更高的高管团队，其对于公司的经营决策更加稳健。Belghitar 等（2012）**错误!未找到引用源。**的研究指出，具有财务背景的公司高层管理者更加理解会计信息稳健性的内涵，并且愿意按其要求指导公司行为；根据李焰等（2011）的研究，具有财务背景的公司高层管理者容易被其经历中的专业能力所影响，相比于公司高管团队中的其他管理者，具有财务背景的企业高层管理者的行事风格受其职业要求的影响，决策更加谨慎，会减少公司中存在的收益率较低的投资活动从而增加企业的投资收益。陆瑶等（2017）发现具有财务背景的企业高层管理者能够在公司中起到“烟雾报警器”的作用，能够及时制止企业中出现的不理智的扩张行为，使企业沿着稳步发展的方向前进。

在企业的风险偏好和内部控制方面，具有财务背景的公司高管也有其独特作用。相比于公司高管团队中的其他管理者，具有财务背景的企业高层管理者风险偏好偏向于规避风险，能够在企业发生业绩下滑的状况之前及时制止亏损。当企业出现业绩下滑的倾向时，企业中的可利用资源会出现严重不足的情况，此时高管团队中具有财务背景的高管在进行决策时，做出的决策可能会更加偏向保守，即开展紧缩活动是帮助公司缓解资源紧张。

所以，综合上述两点，当企业面对衰退情景时，实行资产紧缩策略可以帮助企业遏制业绩的进一步下滑，从而为企业下一步的反转提供准备；而具有财务背景的企业高层管理者由于具有谨慎的特点，行事风格更加保守、风险偏好更加偏好于确定性，因此当企业面对衰退情形时，有助于企业采取紧缩战略度过衰退。

综上所述，本文提出假设 2：

H2：在衰退情境下，资产紧缩策略对财务背景高管与衰退企业反转起到正向的中介作用，即高管财务背景高的企业通过实施资产紧策略这一路径帮助企业实现反转。

4. 研究设计

4.1 样本选择与数据来源

本文研究的总样本为沪深两市 A 股上市公司 2006—2020 年的数据。样本筛选：（1）参考已有研究的做法，排除金融业这一特殊行业的公司；（2）保留 2006 年至 2020 年内信息完全披露的公司；（3）按照本文对衰退企业的定义，运用 Java 软件的循环算法对数据进行处理，筛选出衰退企业 1133 家，其中符合衰退企业反转定义的企业 103 家（关于衰退企业和衰退反转企业的具体筛选标准见变量定义）。部分数据来源于 CSMAR 数据库，另有部分数据由研究者自己手工整理各公司年报所得，为消除极端值影响，对主要研究变量进行了 1%水平的缩尾处理，最终得到衰退企业样本观测值 9977 个。

本文选择 2006—2020 年的数据的主要原因在于：①一般情况下，对于企业衰退的研究期大多集中在 3—5 年，为了防止将短期内业绩下滑的企业判定为衰退企业，或者防止已经

处于衰退情形的企业业绩回升只是短期现象，本文将衰退企业的观测周期定为 3—5 年的一个弹性区间，并将每个周期的观测时间拉长至 9 年以观测衰退企业后续的业绩走向，避免企业业绩好转只是“昙花一现”的短期现象；2006—2020 年 14 年间包含了 9 个观测周期，避免了观测周期不够长的问题，同时保证了数据量的充足性，足够对衰退企业进行充分的研究；②在我们研究选择的观察期中包含了 2008 年全球金融危机事件，在这样难以规避的系统性风险下，更能体现各种因素对于衰退企业以及其是否能够实现反转的影响。

4.2 变量设计

4.2.1 被解释变量 (turn)

衰退企业反转 (Turnaround)：记为 turn。衰退企业反转是一种在企业经历危机后的幸存结果，根据 Robbins 等 (1992) 的相关研究，企业在一段生死存亡的时期后恢复到以往良好的经营状态解读衰退企业反转的内涵，其一，衰退反转企业是一度业绩良好的企业；其二，企业陷入衰退情形，处于业绩下滑中的企业如果不进行变革业绩会持续下降，直至倒闭或者被收购；其三，关于衰退企业反转的结果是业绩回升且继续发展。

本文根据 Trahms 等 (2013)、段海艳等 (2018)、徐高彦等 (2018)、栾佳悦等 (2021) 关于衰退企业反转的衡量方法，对于企业是否经历衰退情境一般是从企业的业绩方面进行考虑，本文沿用已有的关于衰退企业反转有关研究的做法，采用企业资产收益率 (ROA) 对企业是否处于衰退情境以及后续是否成功实现反转进行衡量。

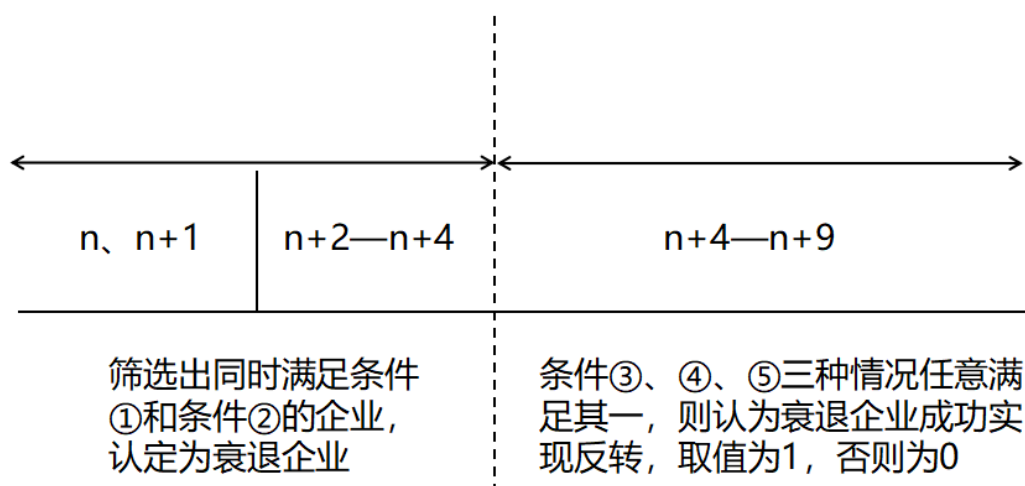
既往研究中关于企业是否处于衰退情境的判定，大多是采取固定时间节点作为一个观测周期研究企业业绩下滑的状况，观测在此期间企业的资产收益率 (ROA) 的变化情况，对于那些符合衰退企业筛选条件的样本进行选择，但这种选取固定时间的作为一个衰退一反转研究周期的做法会导致选出的样本量较少，并且不能灵活地筛选出现实生活中尽可能多的处于衰退情境的企业。此外，对于那些处于衰退情境中的企业是否成功实现反转的界定，根据 Robbins 等 (1992) 给出了衰退企业反转的定义，他认为企业反转是企业经过一段时间业绩下滑即企业衰退回到前面的良好的管理状态，因此为了防止衰退企业业绩回升只是一个短期现象，本文将判定处于衰退情境的企业是否反转的周期拉长，运用 Java 软件按照下列过程编写循环语句，采用灵活的时间节点划定方法突破原有研究中选取固定时间节点的缺陷，不仅能够解决研究样本不充足的问题，而且更加贴合实际情况，通过拉长衰退一反转企业的选择周期，能够防止选出的衰退反转企业的也会是只是一个短暂现象，从而使筛选结果更加可靠。

本文采用 Java 软件编写的筛选过程如下，首先观察所选样本 2006—2020 年上市公司的资产收益率 (ROA)，本文对衰退一反转企业的判定周期为 9 年，假设一个观测周期内的初始年份为第 n 年， n 的取值范围是 2006—2016 年，这是由于样本观测期间的后四年用于观测衰退企业的反转结果，因此不能作为一个衰退企业反转周期的初始年度。在一个观测周期内，从第 $n+2$ 年起至第 $n+4$ 年期间可以判断企业是否处于衰退情境，从第 $n+4$ 年起至第 $n+8$ 年可以判断处于衰退中的企业是否成功实现反转。

具体来说，本文将同时满足下列条件①和条件②的企业定义为衰退企业：①第 n 年和第 $n+1$ 年企业资产收益率同时大于零；②在第 $n+2$ 年、第 $n+3$ 年和第 $n+4$ 年三年中，至少有两年的资产收益率比第 $n+1$ 年下降 16.67%。本文选取 2006—2020 年沪深 A 股上市公司资产负债率作为样本，将 2006-2016 作为 n 的取值范围，以便观测企业后续是否反转的情况，共筛选出衰退企业 9977 家。

衰退反转企业的定义需要分以下三种情况讨论，本文认为下列③④⑤三个条件任意满足其一，则将处于衰退情形的企业视为成功反转：③第 $n+4$ 年资产负债率回到年第 $n+1$ 年的

水平,并且第 $n+5$ 年到第 $n+8$ 年企业的资产负债率没有下降到第 $n+2$ 年和第 $n+3$ 年的水平;
④第 $n+5$ 年或第 $n+6$ 年中的任意一年资产负债率回到第 $n+1$ 年的水平,同时第 $n+7$ 年到第 $n+8$ 年企业的资产负债率没有下降到第 $n+2$ 年和第 $n+4$ 年的水平;⑤第 $n+5$ 年到第 $n+8$ 年的资产负债率有上升趋势,同时资产负债率在 $n+7$ 或第 $n+8$ 年任意一年回到第 $n+1$ 年的水平。对于条件③④⑤,任意满足其一则认为处于衰退的企业成功实现反转,衰退企业反转取



值为 1, 否则为 0。据以上筛选条件共筛选出成功实现衰退企业反转 963 家。

上述筛选过程如图 1 所示:

图 1 衰退企业与衰退反转企业的界定

4.2.2 解释变量 (Back)

财务背景高管比例 (Senior Managements Finanical Backment): 记为 BACK。

依据姜付秀等 (2013), 本文将高管的范围确定为企业董事长、CEO 以及总经理; 对于财务背景, 本文将满足从事过财务相关工作或者有财会相关教育背景两个条件中任意一个的企业高管, 认定为财务背景高管。

现有研究对于高管财务背景的衡量有两种方式: 一是设置为虚拟变量, 高管团队中存在具有财务背景的人则取值为 1, 反之则为 0; 二是设置为连续变量, 用某企业具备财务背景企业高层管理者人数除以高管团队总人数。本文采取第二种方法即连续变量来衡量被解释变量高管财务背景 (BACK), 由于考虑到实际生活中高管团队中不含有财务背景的高层管理者的情况并不多见, 因此本文采用第二种方法衡量高管财务背景 (BACK)。

4.2.3 中介变量 (ATS)

资产紧缩策略 (Asset Tightening Strategy): 记为 ATS。Lim 等 (2012)、Tangpong 等 (2015) 对企业中的资产紧缩给出了定义, 将企业中紧缩资产分为以下三种方式: 裁减企业部分员工、剥离冗余资产以及紧缩开支。本文所研究的变量资产紧缩策略就属于其中的第二种, 即剥离资产。剥离资产是整合企业现有资产, 识别并减少与核心业务无关的冗余资产, 将有限的资源用于企业核心业务以提高企业的运行效率来帮助企业走出困境。

关于中介变量资产紧缩策略的测度, 参考徐高彦等 (2018)、段海艳等 (2020) 的以往文献的研究为基础, 设置虚拟变量 ATS 来衡量企业中所采用的资产紧缩策略。对于企业中

出现总资产减少的情况，如果资产减少的比例大于其所在行业资产减少比例的中位数，则认为企业擦去了资产紧缩策略，记为 1，其余情况均取 0。

4.2.4 控制变量（control）

如表 1 所示，参考徐高彦等（2018）、Tangpong 等（2015）的相关研究，本文设定了下列控制变量。

表 1 变量定义一览

类型	名称	符号	定义
被解释变量	衰退企业反转	turn	根据衰退企业反转的定义，反转为 1，否则为 0
解释变量	高管财务背景	Back	企业高管中具有财务背景的高管人员比例
中介变量	资产紧缩策略	ATS	总资产减少且缩减比率大于行业中位数记为 1，否则为 0
控制变量 Firmcontrol	股权集中度	Zvalue	第一大股东持股数/期末总股数
	托宾 Q 值	TBQ	（股权市值+净债务市值）/资产总计
	资产负债率	Lev	总负债/总资产
	上市年限	Age	公司已上市年数
	股权性质	Sta	哑变量，国有企业取 1，其余取 0
	独立董事比例	Indep	独立董事人数比董事总人数
	高管薪酬	Wage	高管前三名薪酬总额的自然对数
	行业	Industry	行业虚拟变量

4.3 模型构建

为检验研究假设 1，本文建立回归模型（1）。其中，被解释变量为企业反转（turn），解变量为财务背景高管比例（Back）。预期财务背景高管比例（Back）的回归系数 α_1 显著为正，即说明具有财务背景的高管与高管团队有利于企业反转，研究假设 H1 由此得到验证。

$$Turn=\alpha_0+\alpha_1Back+\Sigma Control_{it}+ \varepsilon \tag{1}$$

为检验研究假设 2，本文建立回归模型（2）恒瑞模型（3）。其中，被解释变量为资产紧缩策略（ATS），解变量为财务背景高管比例（Back）。预期财务高管背景比例（Back）的回归系数 π_1 显著为正，模型（3）中的财务高管背景比例（Back）与被解释变量为企业反转（turn）的回归系数 τ_1 和资产紧缩策略（ATS）与被解释变量为企业反转（turn）的回归系数 τ_2 显著为正，，则说明在衰退情境下，高管的财务背景对企业反转产生显著的正向影响中资产紧缩策略的中介效应

存在，即衰退情境下，具有财务背景的高管通过实施资产紧缩策略，帮助处于衰退情形的企业实现反转，研究假设 H2 由此得到验证。

$$ATS=\pi_0+\pi_1Back+\pi_iControls_{it}+\varepsilon \tag{2}$$

$$turn=\tau_0+\tau_1Back+\tau_2ATS+\tau_iControls_{it}+\varepsilon \tag{3}$$

上述所有模型回归时均控制行业（Industry）和年度（Year）。

5.实证结果与分析

5.1 描述性统计

表 2 列示了各相关变量的描述性统计结果及分布情况，用以观察样本公司面临衰退情境的企业数据的基本特征，包括样本观测值、平均数标准差、最大最小值以及中位数。

解释变量高管财务背景的均值为 0.23，说明所选样本中我国上市公司高管人员当中具有财务背景的高管比重较少，仅为 23%。高管财务背景标准差为 0.12，最大值为 0.75，最小值为 0.00，中位数为 20%，中位数小于平均值，说明高管财务背景的分布呈现右偏，而且最大值与最小值之间的极差比较大，也说明企业中具有财务背景高管比例的离散程度比较大。其余控制变量没有明显的偏离值和异常值。

而被解释变量衰退企业是否反转的均值为 0.1，中位数为 0，表明在观测的 9977 个样本中，仅有 10%的企业在经历衰退之后成功实现反转，从这个角度来看，企业想要实现衰退后的反转是一件相当困难的事情，企业面临衰退，走出困境的能力仍有待进一步提升。在衰退情形下，企业急需采取适当的方法来度过困境，实现反转。

表 2 变量描述性统计

variable	观测值	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Turn	9977	0.10	0.30	0.00	0.00	1.00
Back	9977	0.2	0.12	0.00	0.20	0.75
ATS	9977	0.18	0.39	0.00	0.00	1.00
Zvalue	9977	0.36	0.15	0.06	0.35	0.78
BOD	9977	2.17	0.20	1.61	2.20	2.77
TBQ	9977	1.98	1.32	0.00	1.57	12.62
Lev	9977	0.47	0.21	0.05	0.48	1.38
Age	9977	2.23	0.62	0.69	2.40	3.30

Sta	9977	0.49	0.50	0.00	0.00	1.00
ROS	9977	0.07	0.14	-1.20	0.06	1.29
Indep	9977	0.37	0.05	0.13	0.33	0.60

表 3 报告了各年度衰退企业以及衰退企业反转状况，从统计结果可以看出，衰退企业数量呈现倒“u”型变化，从 2008 年起，衰退企业数量不断增多，这主要与 08 年的金融危机有关，与现代学者关于企业业绩下滑的相关研究结果基本一致，2011 年以后，衰退企业数量有所下降，但企业实现反转的比例变动不大，基本都处在一个较低水平。

表 3 衰退—反转企业的年度分组

年份	衰退企业数目	实现反转的企业数目
2006	282	-
2007	508	-
2008	916	52
2009	1105	47
2010	1516	94
2011	1750	108
2012	1253	71
2013	864	60
2014	892	79
2015	640	99
2016	609	120
2017	-	123
2018	-	72
2019	-	27
2020	-	11

5.2 相关性分析

相关性分析结果如表 4 所示，对衰退企业样本根据所设定的模型，对各变量进行相关性检验。得到高管财务背景与企业反转的相关系数为 0.068，且在 1%的水平下显著。初步验证了假设 1，即高管团队中具有财务背景的企业高层管理者所占的比例越高，越有利于衰退企业实现反转。其余变量中资产紧缩策略(ATS)、托宾 Q 值(TBQ)、资产负债率(Lev)、上市年限(Age)、高管薪酬(Wage)与企业反转显著正相关；第一大股东持股比例(Zvalue)与企业反转显著负相关。

此外，根据多重共线性的经验判断，从下表数据来看，各主要变量之间的相关系数绝对值均小于 0.5，因此回归结果不受多重共线性的严重干扰。

表 4 变量的相关系数矩阵

	tum	Back	Divest-t	Zvalue	BOD	TBQ	Lev	Age	Sta	ROS	Indep	Wage
tum	1											
Back	0.068***	1										
ATS	0.045***	0.034***	1									
Zvalue	-0.042***	-0.0100	-0.022**	1								
BOD	-0.032***	-0.100***	-0.054***	0.035***	1							
TBQ	0.061***	0.044***	0.0130	-0.129***	-0.145***	1						
Lev	0.025**	-0.00500	0.0120	0.077***	0.152***	-0.277***	1					
Age	0.168***	0.054***	0.108***	-0.050***	0.097***	-0.00800	0.367***	1				
Sta	0.00500	-0.102***	0.00900	0.236***	0.282***	-0.159***	0.277***	0.374***	1			
ROS	0.124***	0.00600	-0.232***	0.078***	0.020**	0.078***	-0.305***	-0.078***	-0.050***	1		
Indep	-0.0160	0.046***	0.00400	0.048***	-0.413***	0.031***	0.00200	-0.040***	-0.070***	0.00200	1	
Wage	0.037***	-0.037***	-0.092***	0.00500	0.092***	-0.037***	0.0110	0.085***	0.00700	0.132***	0.00800	1

5.3 回归分析

5.3.1 高管财务背景与衰退企业反转

表 5 第（1）列对模型（1）采用 logit 的基准回归结果进行了汇报，检验了财务背景高管（Back）对衰退企业反转（turn）的影响，报告了研究假设 1 的检验结果。

下表显示企业中拥有财务背景的高管比例（Back）与衰退企业反转（turn）的多元回归结果，Back 对 turn 的回归系数为 1.251，且在 1%水平上高度显著，由此说明高管财务背景与企业反转之间存在着显著的正向关系。即在危机情境下，高管团队中财务背景高管所占的比例越高越有利于衰退企业实现反转。这支持了研究假设 1。

在控制变量方面，股权性质（Sta）与衰退企业反转（turn）的回归系数为-0.2729，与衰退企业反转（turn）呈负相关，且在 1%的水平上显著，表明比起国有企业，其他类型的企业在面临衰退情形更加容易实现反转。托宾 Q 值（TBQ）是影响企业反转的另一个重要因素，托宾 Q 值（TBQ）在一定程度上可以反映企业未来的成长性和投资效果，实证结果表明，托宾 Q 值（TBQ）与衰退企业反转（turn）的回归系数为 0.1160，与衰退企业反转（turn）呈正相关，且在 1%的水平上显著。此外，企业上市年限（Age）与衰退企业反转（turn）的回归系数为 1.0574，与衰退企业反转（turn）呈正相关，且在 1%水平上显著，这表明企业上市时间越长，衰退企业实现反转的可能性越大。其余控制变量未体现出显著的相关性。

5.3.2 中介效应检验

表 5 第（2）列显示了财务背景高管（Back）与资产紧缩策略（ATS）之间的回归结果，Back 对 ATS 的回归系数为 0.423，二者呈现出显著正向相关关系且在 5%的水平上显著。表明企业中具有财务背景高管所占的比例越高，企业采取资产紧缩策略的现象越明显，即当企业高管团队中具有财务背景的高层管理者所占比例越多，企业越有剥离冗余资产的倾向。

根据模型（1）的结果显示，高管财务背景与衰退企业反转显著正相关；模型（2）的结果也显示，高管财务背景与企业资产紧缩策略之间呈显著正相关关系。为了验证紧缩策略是否在高管财务背景与企业反转间起到中介作用，将中介变量引入，建立模型（3），研究高管财务背景、资产紧缩策略与衰退企业反转之间的关系，得到回归结果见表 5 第（3）列。

表 5 第（3）列采用 logit 的基准回归结果进行了汇报，报告了资产紧缩策略（ATS）对高管财务背景（Back）和衰退企业反转（turn）间的中介效应检验结果。

表 5 第（3）列显示了高管财务背景（Back）、资产紧缩策略（ATS）和衰退企业反转（turn）三者之间的相关关系，高管财务背景（Back）对衰退企业反转（turn）的回归系数为 1.2182，二者呈现出显著正向相关关系且在 1%的水平上显著。ATS 对 turn 的回归系数为 0.2346，二者呈现出显著正向相关关系且在 5%的水平上显著。

根据回归结果高管财务背景与衰退企业反转呈正向相关关系，且在 1%的水平上显著；同时，企业采取资产紧缩策略与企业反转呈显著正向相关关系，表明资产紧缩策略在高管财务背景影响衰退企业反转的过程中具有中介效应，从而验证了假设二。

表 4-5 高管财务背景与衰退企业反转的回归结果

	(1)	(2)	(3)
--	-----	-----	-----

被解释变量类型	企业反转 (turn)	中介变量 (ATS)	解释变量 (turn)
BACK	1.2512*** (3.8467)	0.4226** (1.9793)	1.2182*** (3.7460)
ATS	/	/	0.2346** (2.3400)
Zvalue	-0.1090 (-0.3746)	-0.0054 (-0.0292)	-0.1022 (-0.3510)
TBQ	0.1160*** (4.0265)	0.0078 (0.3554)	0.1142*** (3.9625)
Lev	0.3992* (1.7735)	-0.2888* (-1.9469)	0.3894* (1.7417)
Age	1.0574*** (10.9875)	0.6191*** (11.1434)	1.0367*** (10.7259)
Sta	-0.2729*** (-2.8327)	-0.1213* (-1.9427)	-0.2684*** (-2.7845)
Indep	-1.6121* (-1.9094)	0.4487 (0.8908)	-1.6380* (-1.9364)
Wage	-0.0114 (-0.2596)	-0.2084*** (-7.5129)	-0.0012 (-0.0272)
_cons	-4.8773*** (-6.0290)	1.1252** (2.3330)	-5.0519*** (-6.1158)
Industry_control	Yes	Yes	Yes
Year_control	Yes	Yes	Yes
N	9977	9977	9977
adj. R ²	0.706	0.450	0.0717

注：小括号内为 z 值，* $p < 0.1$ ，** $p < 0.05$ ，*** $p < 0.01$ 。

5.4 稳健性检验

5.4.1 替换中介变量 (ATS)

前文中对于资产紧缩策略的测度为总资产是否变动，根据段海艳错误!未找到引用源。(2020)的研究，本文采取替换中介变量 (ATS) 的度量方法进行如下稳健性检验。关于资产紧缩策略的变量测度方法有所不同，为了验证研究结论的稳健性，现采用存货资产作为资产紧缩策略的测度变量 (ATS2)，对于企业中存货资产减少的，将存货资产减少比例与行业中位数进行比较，若缩减比大于行业缩减比的中位数记为 1，否则记为 0，进行下列稳健

性测试。

表 6 第（1）列报告结果显示了替换中介变量后，财务背景高管（Back）与用存货是否变化进行衡量的资产紧缩战略(ATS2)之间的回归结果，Back 对 ATS2 的回归系数为 0.3206，二者呈现出显著正向相关关系且在 1%的水平上显著。假设 2 仍然成立，表明上述实验结果具有稳健性。

表 6 第（2）列显示了替换中介变量后，高管财务背景（Back）、资产紧缩策略（ATS2）和企业反转（turn）三者之间的相关关系，Back 对 turn 的回归系数为 0.6520，二者呈现出显著正向相关关系且在 1%的水平上显著。ATS 对 turn 的回归系数为 0.1081，二者呈现出显著正向相关关系且在 5%的水平上显著。假设 3 仍然成立，表明上述实验结果具有稳健性。

表 6 替换中介变量检验结果

被解释变量类型	（1）中介变量（ATS2）	（2）解释变量（turn）
BACK	0.3206*** (2.9110)	0.6520*** (3.9050)
ATS2	/	0.1081** (2.4438)
Zvalue	-0.0308 (-0.3312)	-0.0471 (-0.3267)
TBQ	-0.0106 (-0.9159)	0.0678*** (4.3208)
Lev	-0.1494** (-1.9709)	0.2170* (1.9156)
Age	0.2191*** (8.1356)	0.5359*** (11.2929)
Sta	-0.0316 (-0.9814)	-0.1406*** (-2.9284)
Indep	0.0141 (0.0546)	-0.8087* (-1.9565)
Wage	-0.0885*** (-6.2356)	-0.0045 (-0.1955)
_cons	0.3048	-2.6784***

	(1.2121)	(-6.5332)
Industry_control	Yes	Yes
Year_control	Yes	Yes
N	9909	9541
adj. R2	0.0340	0.0758

注：小括号内为 z 值，* $p < 0.1$ ，** $p < 0.05$ ，*** $p < 0.01$ 。

5.4.2 滞后解释变量

由于衰退企业是否实现反转是企业业绩成果的最终体现，整个过程具有一定的滞后性，因此在考察公司相关财务背景高管对于企业反转的影响时需要考虑滞后效应产生的影响。

本文根据已有的相关研究做法，参考段海艳等~~错误!未找到引用源。~~（2020）所采用的其他内生性检验方法，采取替换解释变量（Back），研究滞后 1 期和滞后 2 期后的回归结果来进行内生性检验。

表 7 第（1）列中报告了对解释变量 Back 进行滞后一期（L.BACK）处理后的回归结果，解释变量 L.BACK 对被解释变量 turn 的回归系数均为 1.5951，回归系数为正，且在 1 % 的水平上显著。

表 7 第（2）列报告了对解释变量 Back 进行滞后两期（L2.BACK）处理后的回归分析结果，解释变量 L2.BACK 对被解释变 turn 的回归系数也均为 1.150，回归系数为正，并且也都在 1 % 的水平上显著。由此结果表明，支持了原假设，通过了稳健性检验，初步验证了解释变量高管财务背景（Back）与被解释变量衰退企业反转（turn）之间不存在内生性。

表 7 解释变量 BACK 滞后一期和滞后两期检验结果

被解释变量类型	（1）解释变量（turn）	（2）解释变量（turn）
	滞后一期检验结果（L.）	滞后两期检验结果（L2.）
L.BACK/L2.BACK	1.5951*** (4.3093)	1.1502*** (2.8841)
Zvalue	-0.1830 (-0.5615)	-0.0514 (-0.1510)
TBQ	0.1182*** (3.6799)	0.1401*** (4.1780)
Lev	0.2727 (1.0556)	0.1708 (0.6125)
Age	0.9552*** (8.7063)	0.8720*** (7.2542)
Sta	-0.3517***	-0.3637***

	(-3.2427)	(-3.1811)
Indep	-0.5309	-0.6693
	(-0.5835)	(-0.6956)
Wage	-0.0117	-0.0085
	(-0.2290)	(-0.1523)
_cons	-4.8211***	-4.2816***
	(-5.1372)	(-4.2164)
Industry_control	Yes	Yes
Year_control	Yes	Yes
N	7317	5665
adj. R2	0.0643	0.0545

注：小括号内为 z 值，* $p < 0.1$ ，** $p < 0.05$ ，*** $p < 0.01$ ；“L.”表示滞后一期，“L2”表示滞后两期。

6. 研究结论

不可预测的经济环境和日益激烈的市场竞争的双重压力,许多公司开始出现业绩下滑甚至亏损的情况。对于那些业绩下滑处于衰退情形的企业如何实现反转越来越受到学者们的关注,并且随着社会学等其他领域学科的引入,企业反转研究逐渐走向更广阔的领域,越来越多的因素被证实对衰退企业反转的成功与否有着重要影响。

本文从高阶梯队理论和资源基础观两个角度出发,对财务背景高管在企业反转过程中产生的影响进行分析。在此基础上进行理论推导和研究假设的提出,接着使用了 JAVA 语言对企业的资产收益率 (ROA) 进行循环处理,筛选出符合定义要求的衰退企业样本。利用样本数据、围绕研究模型对研究假设运用 logit 模型进行实证分析,并进行稳健性检验,使研究结果更加可靠,最后得出以下结论。

(1) 当企业面临衰退情形时,高管团队中有财务背景的工程管理者所占比例越高,越有利于衰退企业实现业绩反转,实证结果表明高管财务背景与企业反转呈显著正相关关系。这一结论在转换计量模型、倾向得分匹配 (PSM 检验)、替换变量等稳健性检验后仍然成立。本文认为具有财务背景的高管具有专业优势、决策更加稳健、风险偏好保守,因此在企业面临衰退时,财务背景高管可以利用其自身特点帮助企业实现反转。

(2) 高阶梯队理论表明,具有财务背景的高管由于独有的专业优势,可以对企业的决策产生影响。本文认为具有财务背景的高管在进行决策时更加稳健,同时面对风险时风险偏好为确定性,本文验证了具有财务背景比例越高的高管团队,其资产策略为紧缩策略的可能性越大。

(3) 对高管财务背景与企业反转的作用机制进行分析,得出在面临企业衰退情形时,具有财务背景的高管占比更高的企业偏向于采用资源紧缩战略帮助企业实现反转。资源基础观表明,当企业面对衰退情形时,资产紧缩策略可以帮助企业度过危机实现反转,高阶梯队理论表明,不同的高管特征会影响企业决策进而影响企业的发展,具有财务背景的高管决策更加稳健,在面临衰退情形时偏向于采取剥离资产等资产紧缩策略帮助企业度过危机。

参考文献

- [1] Trahms C A, Ndofor H A, Sirmon D G. Organizational decline and turnaround: A review and agenda for future research[J]. *Journal of management*, 2013, 39(5): 1277-1307.
- [2] Ndofor H A, Vanevenhoven J, Barker III V L. Software firm turnarounds in the 1990s: An analysis of reversing decline in a growing, dynamic industry[J]. *Strategic Management Journal*, 2013, 34(9): 1123-1133.
- [3] Tangpong C, Abebe M, Li Z. A temporal approach to retrenchment and successful turnaround in declining firms[J]. *Journal of Management Studies*, 2015, 52(5): 647-677.
- [4] Schendel D, Patton G R, Riggs J. Corporate turnaround strategies: A study of profit decline and recovery[J]. *Journal of general management*, 1976, 3(3): 3-11.
- [5] Whetten D A. Organizational decline: A neglected topic in organizational science1[J]. *Academy of Management review*, 1980, 5(4): 577-588.
- [6] Cameron K S, Whetten D A, Kim M U. Organizational dysfunctions of decline[J]. *Academy of Management journal*, 1987, 30(1): 126-138.
- [7] Robbins D K, Pearce J A. Turnaround: Retrenchment and recovery[J]. *Strategic management journal*, 1992, 13(4): 287-309.
- [8] Lohrke F T, Bedeian A G, Palmer T B. The role of top management teams in formulating and implementing turnaround strategies: a review and research agenda[J]. *International Journal of Management Reviews*, 2004, 5(2): 63-90.
- [9] Ferrier W J, Fhionnlaoich C M, Smith K G, et al. The impact of performance distress on aggressive competitive behavior: A reconciliation of conflicting views[J]. *Managerial and Decision Economics*, 2002, 23(4-5): 301-316.
- [10] Carmeli A, Schaubroeck J. Top management team behavioral integration, decision quality, and organizational decline[J]. *The Leadership Quarterly*, 2006, 17(5): 441-453.
- [11] Dowell G W S, Shackell M B, Stuart N V. Boards, CEOs, and surviving a financial crisis: Evidence from the internet shakeout[J]. *Strategic Management Journal*, 2011, 32(10): 1025-1045.
- [12] Withers M C, Corley K G, Hillman A J. Stay or leave: Director identities and voluntary exit from the board during organizational crisis[J]. *Organization Science*, 2012, 23(3): 835-850.
- [13] Barker III V L, Duhaime I M. Strategic change in the turnaround process: Theory and empirical evidence[J]. *Strategic management journal*, 1997, 18(1): 13-38.
- [14] Belghitar Y, Clark E A. The effect of CEO risk appetite on firm volatility: an empirical analysis of financial firms[J]. *International Journal of the Economics of Business*, 2012, 19(2): 195-211.
- [15] Matsunaga S R, Yeung P E. Evidence on the impact of a CEO's financial experience on the quality of the firm's financial reports and disclosures[C]. AAA, 2008.
- [16] Abebe M A, Tangpong C. Founder-CEOs and corporate turnaround among declining firms[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2018, 26(1): 45-57.

-
- [17] 陈春花, 赵海然. 共生: 未来组织企业进化路径[M]. 北京: 中信出版社. 2018..
- [18] 曹小春. 业绩衰退企业实现反转研究综述[J]. 商业经济与管理, 2013 (11): 45-53.
- [19] 杜运周, 王小伟, 邓长庚, 等. 组织衰落与复苏战略: 国外理论述评及未来研究启示[J]. 外国经济与管理, 2015, 37(6): 26-38.
- [20] 梅林海, 张永艳. 创新活动对新创企业的衰退逆转研究——以广东省制造业为例[J]. 产经评论, 2015, 6(5): 78-91.
- [21] 姜付秀, 石贝贝, 马云飙. 信息发布者的财务经历与企业融资约束[J]. 经济研究, 2016, 6: 83-97.
- [22] 段海艳, 李一凡, 康淑娟. “紧缩” 还是 “复苏” ? 衰退企业业绩逆转的战略选择?[J]. 科学学与科学技术管理, 2020, 41(09): 84.
- [23] 曹小春. 企业高管对反转影响的国外研究述评[J]. 南京社会科学, 2015 (9): 38-45.
- [24] 李焰, 秦义虎, 张肖飞. 企业产权, 管理者背景特征与投资效率[J]. 管理世界, 2011 (1): 135-144.
- [25] 姜付秀, 黄继承. CEO 财务经历与资本结构决策[J]. 会计研究, 2013 (5): 27-34.
- [26] 徐高彦, 曹俊颖, 陶颜, 等. 高管-员工薪酬差距, 资产紧缩策略与危机企业反转[J]. 会计研究, 2018 (10): 58-65.
- [27] 陆瑶, 张叶青, 贾睿, 等. “辛迪加” 风险投资与企业创新 [J]. 金融研究, 2017(6):159 - 175
- [28] 栾佳锐, 靳曙光. 金融周期是否影响困境企业反转——基于中国上市公司数据的实证研究[J]. 山西财经大学学报, 2021 (03): 68-81.