

文章编号:1003 - 207(2009)06 - 0186 - 07

利益相关者影响企业财务绩效的理论 分析与实证研究

纪建悦,刘艳青,王 翠,吕 帅

(中国海洋大学经济学院,山东 青岛 266071)

摘要:本文从利益相关者视角出发,综合价值链理论、契约理论和期望理论,分析了利益相关者影响企业财务绩效的机理,指出利益相关者满足是影响企业财务绩效的关键因素,并在理论上分析了实现企业财务绩效最大化的条件。在此基础上,采用面板数据模型对中国上市公司数据进行了实证分析。研究表明:利益相关者满足与企业财务绩效之间存在着显著的相关性,值的分析显示中国上市公司对不同利益相关者的满足水平并不合理,公司可按照 值对不同利益相关者的投入产出效率进行调整,从而提升其财务绩效。

关键词:利益相关者;公司财务绩效;面板数据模型

中图分类号:F275 **文献标识码:**A

1 引言

市场经济条件下,企业盈利能力的提高一直是理论界和实务界关注的焦点,现实中企业仍普遍存在盈利效率的丧失,即 Leibenstein(1966,1980)指出的 X 效率问题^[1,2]。这种关于企业同类资产既定风险下盈利能力差异的研究往往被概括为管理能力等因素而未深入探讨^[3],这种情况又被形象命名为“黑箱子”问题。自 SRI(Stanford Research Institute, 1963)、Rhenman(1964)提出利益相关者概念后,利益相关者理论迅速兴起,并得到了学术界和实业界的广泛认可^[4,5]。特别是 Freeman(1984)提出“对利益相关者利益的系统管理对企业的成功是至关重要的”观点^[4],为研究“黑箱之谜”开启了新的利益相关者的视角。

国外学者从利益相关者视角研究企业财务绩效时,往往将企业对利益相关者关注的问题界定为企业承担的社会责任,并将其大小设定为 CSP(企业社会绩效)综合指标,通过建立统计模型分析 CSP 与 CFP(企业财务绩效)间的相关性来分析企业承担社会责任与企业绩效之间的关系^[6-14]。这类研

究的结果呈现截然不同的两种情况:(1)正相关关系,如 Berman(1999),Ruf(2001),Margarita(2004),Eugenia 和 Alina(2008),Scott(2009)等;(2)负相关关系或无显著相关关系,如 Freedman(1986),Husted(2000),Stephane 和 Charles(2002),Moneva(2007),Peter 和 Anshuman(2008)等。

我国学者借鉴国外学者的研究方法,运用类似思路以我国的上市公司为样本,进行了实证研究。如周佳(2008)以国内上市的 1094 家公司 2001 - 2004 年的数据为样本,用财务数据将企业对各利益相关者承担的社会责任分别进行刻画并加以排序和评分,通过对不同利益相关者赋予不同权重进行加权平均计算得出企业承担社会责任绩效的总得分,运用回归分析得出社会绩效与财务绩效之间呈显著正相关关系^[15]。也有学者试图将企业对不同主体承担社会责任的绩效进行区分,分析企业对不同主体承担社会责任的绩效与企业财务绩效的关系。如王怀明(2007)构建了企业对国家、员工、投资者和公益事业的社会责任贡献评价指标,以我国上证 180 指数公司为样本进行实证分析,研究发现,我国上市公司对国家、投资者和公益事业的社会责任贡献与企业绩效正相关,而对员工的社会责任贡献与企业绩效则是负相关的关系^[16]。

上述研究从实证的角度部分阐述了利益相关者与企业财务绩效存在一定的相关关系,这为进一步

收稿日期:2008 - 12 - 22;修订日期:2009 - 11 - 10

基金项目:山东省自然科学基金资助项目(Y2008H05)

作者简介:纪建悦(1974 -),男(汉族),山东青岛人,中国海洋大学经济学院副教授,博士,中国注册会计师,硕士生导师,研究领域:公司金融、国民经济学。

深入研究利益相关者与企业财务绩效之间的关系进行了必要积累,然而,正如 Wood, Jones (1995) 指出的那样,这些研究最大的问题是缺乏理论基础,未能从理论上解释企业的利益相关者对企业财务绩效产生影响的内在机理^[17]。基于此,本文在综合契约理论、价值链理论的基础上,构建了综合考虑利益相关者投入的生产函数;进而结合期望理论,分析影响利益相关者对企业进行专用性投入进而影响企业财务绩效的因素,从理论上剖析两者之间的内在机理,并以中国上市公司为样本进行实证研究。

2 利益相关者影响企业财务绩效的理论分析

2.1 影响企业财务绩效的利益相关者的识别

当今学术界公认的利益相关者的观点是“能影响组织的经营目标,并被组织经营目标所影响的人群”(Freeman, 1984)。根据这一观点,企业利益相关者包括股东、债权人、管理者、员工、客户、供应商、政府、企业所处的社区等^[18]。

在分析与企业财务绩效相关的利益相关者时,需要紧密结合绩效的产生过程来识别利益相关者,企业财务绩效的产生过程实际上就是一个企业价值创造的过程。Peter Hines (1994) 认为价值链是从价值实现的最终目标出发的“集成物资价值的运输线”,是一条始于供应商、经过企业内部、最终要满足顾客对产品需求的作业链,而利润是满足顾客对产品需求这一最终目标的副产品^[19],这意味着任何产品价值链中的每一业务单元在价值创造的不同阶段都包含不同的利益主体。则企业可以看作是为满足客户需要而建立起来的作业链,它由股东、债权人提供资金,以供应商提供的原料为起点,由员工(含管理者)从事各种作业创造价值,最终由客户实现价值增值。在当今信息技术时代,政府的政策、宏观调控力度不仅影响采购、生产、销售这条“有形价值链”,而且影响信息的收集、组织、筛选与分配这条“虚拟价值链”(Rayport, Sviokla, 1995)^[20],从而影响企业的整个生产经营活动。因此,本文研究利益相关者满足与企业财务绩效的关系时所分析的利益相关者包括股东、债权人、员工(含管理者)、顾客、供应商和政府。

2.2 基于利益相关者的企业生产函数

契约理论认为企业是与不同利益主体(利益相关者)之间的一系列(不完全)契约的有机组合。不同利益主体通过缔结并履行契约来达到其预期目标

(即最大限度地谋取自身利益)。Pfeffer 和 Salancik (1978) 认为利益相关者控制企业或者组织的资源,而这些资源可以促进或提高公司决策的执行情况,进而影响公司绩效^[21]。由此,企业产出与各利益相关者的投入资源之间是一种投入产出关系,常用的表示企业投入产出关系的是柯布-道格拉斯生产函数,在利益相关者视角下,投入企业的资源将不仅仅局限于劳力和资本两种形式,温素彬, (2008) 指出,利益相关者投入企业的资源至少包括货币资本、人力资本、生态资本和社会资本等形式^[22]。考虑到投入资源的多种形式,基于利益相关者的企业生产函数可以表示为:

$$Y = f(I) \quad (1)$$

其中, Y 表示企业的产出, I 表示企业利益相关者对企业的专用性资源投入向量,其表达式为 $I = (I_1, I_2 \dots I_6)$, 且有 $\frac{\partial Y}{\partial I_i} > 0$ 。

该函数的含义为:企业的产出是由各利益相关者的投入共同决定的,其产出随着利益相关者的专用资源投入的增加而增加。

2.3 利益相关者的满足 - 投入分析

根据上述生产函数,要增加企业的产出,需要增加利益相关者的资源投入,因此,需要分析影响利益相关者专用性资源投入的因素。Vroom (1964) 提出的期望理论认为,员工预期企业对于其达成目标的后奖励的效价越大,越会激发员工投入资源做出努力^[23,24]。本文将企业对于员工达成目标后的奖励看作是企业对利益相关者的满足,则有下列关系成立,企业对利益相关者的满足越大,则越会激发相关利益者投入企业所需要的资源的数量和质量,利益相关者对企业产出的贡献越大。由此,可以得出如下的利益相关者满足—投入函数:

$$I = F(S), \text{ 且有 } \frac{\partial I}{\partial S_i} > 0 \quad (2)$$

其中, S 为利益相关者满足水平向量, $S = (S_1, S_2, \dots, S_6)$, S_i 为第 i 类利益相关者的满足水平。

2.4 利益相关者的满足与企业的成本分析

企业对于利益相关者的满足水平的提高可以增加企业的产出(收益),但是,企业对利益相关者的满足是需要支付成本的,一般情况下,企业支付的成本与对利益相关者的满足水平呈正比。企业对各利益相关者进行满足的成本函数可以表示为:

$$C = g(S) \text{ 且有 } \frac{\partial C}{\partial S_i} > 0 \quad (3)$$

2.5 企业财务绩效与利益相关者满足的关系

根据上述分析,企业的产出与成本均与利益相关者满足相关,由此,可以得出企业财务绩效与利益相关者满足之间的函数表达式为:

$$= Y - C = f(I) - C = f[F(S)] - g(S) = \tag{4}$$

其中: Y 表示企业的利润,即企业的财务绩效。

其最大化条件为 $\frac{dY}{dS} - \frac{dC}{dS} = 0$, 即 $\frac{d_1}{dS_1} =$

$\frac{d_2}{dS_2} = \dots = \frac{d_6}{dS_6} = 0$ 。设 MC 为企业增加某利益相关者 1 单位的满足所需要花费的成本,设 MR 为企业增加某利益相关者 1 单位的满足所带来的收益,则当 MC=MR,即 $M = 0$ 时,增加一单位利益相关者的满足已经不再能带来企业财务绩效的增加,此时,利益相关者所带来的企业财务绩效达到了最大。

若企业没有充足的资金实现 $\frac{dY}{dS} = 0$, 企业在有限的资金约束下,同样可以根据以上原则,不断使 $\frac{d_1}{dS_1} = \frac{d_2}{dS_2} = \dots = \frac{d_6}{dS_6} = (\lambda > 0)$, 以实现有限资金约束下的企业财务绩效最大化。其经济含义就是使花费在各利益相关者满足上的最后一元所能带来的企业盈利能力的提高是相等的,否则管理者应当提高对目前 $\frac{d_i}{dS_i}$ 高的利益相关者的投入来增加总的企业盈利能力,随着投入的增加,根据边际满足递减和边际报酬递减的原则, $\frac{d_i}{dS_i}$ 会逐渐变小。

综上所述,本文理论分析得出如下观点:(1) 利益相关者满足是影响企业财务绩效的关键变量。(2) 实现财务绩效最大化的原则是使企业对各利益相关者单位满足所产生的绩效是相同的。

3 利益相关者与企业财务绩效关系的实证研究

3.1 研究思路

为验证上述理论观点立,本文拟选取合适的企业财务绩效指标和反映利益相关者满足水平的指标,建立分析两者关系的多元统计模型,选择合适的样本数据,通过指标的统计显著性及各个回归系数的数值大小进行分析判断。

3.2 指标选取与模型构建

根据 2.1 的分析,本文识别出的影响财务绩效的利益相关者范围包括股东、债权人、员工、客户、供应商和政府,因此选取反映这六类利益相关者满足

水平的指标,具体指标如下:

(1) 股东满足程度度量指标。股东是企业的最主要投资者,关系到企业的生存和发展,在企业中有至关重要的作用。资本保值增值率反映了股东投入企业资本的保全性和增长性。本文用其代表企业对股东的满足指标。一般认为,该指标越高,企业的资本保全状况越好,所有者权益增长越快,企业对股东满足程度越高。

计算公式:资本保值增值率 = 期末所有者权益/期初所有者权益

(2) 债权人满足程度度量指标。债权人是企业资金的另一主要提供者,企业占用债权人的资金,理应对债权人承担到期还本付息和借贷安全的重要责任。资产负债率是衡量公司偿还负债能力和经营风险的重要指标,较高的资产负债率提高了企业的债务风险,是对债权人利益的侵害,本文采用资产负债率的负数作为衡量债权人利益满足的指标。一般对债权人而言,企业的资产负债率越小越好。

计算公式:资产负债率 = 负债总额/资产总额

(3) 员工(含管理层)满足程度度量指标。员工是企业财务绩效的主要创造者,不论是高质量的产品,还是高价值的服务,都要靠员工的劳动来实现,所以企业对员工的满足(物质、非物质的)很重要。考虑到数据的易得性,本文选取支付给员工的现金比率作为员工满足程度的度量指标。

计算公式:支付给职工的现金比率 = 用于职工的现金支出/销售商品提供劳务收到的现金

(4) 客户满足程度度量指标。客户是公司财务绩效的直接实现者,让客户满意是所有组织的中心目标。客户利益满足形式最为多样化,为了数据可量化、可对比,本文采用销售成本率来描述企业让渡给顾客利益的水平。

计算公式:销售成本率 = 主营业务成本/主营业务收入

(5) 供应商满足程度度量指标。良好的供应链合作伙伴关系(Mathews, 1996)可以实现在一定时期内信息互通、风险共担、利益共享,从而确保某个特定的目标和利益的实现^[25]。与供应商建立稳固的合作关系是现代企业维持良好运营不可或缺的条件。本文用应付账款周转率作为供应商满足程度衡量指标,周转率越高说明企业占用供应商货款时间越短,占用其资金的程度越低,为供应商提供的便利越多。因为本文样本涵盖全部上市公司各行业,应付账款周转率与其他变量量纲差异较大,在此需要

进行极值标准化。

计算公式:应付账款周转率 = (主营业务成本 + 期末存货 - 期初存货) / 平均应付账款

(6) 政府满足程度度量指标。政府是企业政策的制定者和公共服务的提供者,为企业经营提供有利保障。企业通过遵守法律法规、及时足额纳税等方式可以提高政府对其关注程度,进而政府可能会增加公共服务的投入,为其发展创造良好的外部环境,有利于提高企业绩效。本文用资产纳税率来衡量企业对政府的满足程度,该比率越高(接近或超过行业资产纳税率),表明企业通过税收方式对政府做出的贡献程度越大,对相关税法遵守情况越好。

计算公式:资产纳税率 = 企业纳税总额 / 平均资产总额

(7) 企业财务绩效度量指标。资产净利率是一项概括性很强的财务指标,上述各指标的变动都会对其产生影响,本文选取该指标作为公司财务绩效的度量变量。

计算公式:资产净利率 = 净利润 / 平均资产总额
不同规模的企业受社会关注程度不同、对各利益相关者的满足情况也不同。本文引入企业规模(期末资产总额极值标准化)作为控制变量,以便准确分析各利益相关者满足指标对公司财务绩效指标的影响。各指标汇总见表 1。

表 1 变量汇总表

变量类型	变量符号	变量名称	计算方法
因变量	企业财务绩效	ROA	资产净利率 净利润 / 平均资产总额
	股东满足程度	EQR	资本保值增值率 期末股东权益 / 期初股东权益
自变量	债权人满足程度	DBR	资产负债率 负债总额 / 资产总额
	员工满足程度	CUR	支付给职工的现金比率 用于职工的各项现金支出 / 销售商品提供劳务收到的现金
	客户满足程度	CTR	销售成本率 主营业务成本 / 主营业务收入
	供应商满足程度	APR	应付账款周转率 (主营业务成本 + 期末存货 - 期初存货) / 平均应付账款
	政府满足程度	ATR	资产纳税率 全部税金 / 总资产
控制变量	SIZE	企业规模	期末资产总额极值标准化

3.3 样本选择与数据来源

考虑到分析数据的完备性、准确性,本文在样本的选择中,遵循以下原则:

(1) 上市公司的全面性,即数据应尽量多地涵盖公司个体、行业范围,以便对中国上市公司整体利益相关者经营状态给出更为合理分析。由于金融类上市公司的资产与负债具有其自身的特性,且数目不多,在此剔除。

(2) 上市公司时间序列数据期数的最大性。更多的时期数据可以更好地分析利益相关者满足变化对公司价值创造影响的精确程度,从而提高模型检验分析的质量。

(3) 上市公司数据的可取行和平衡性。中国上市公司利益相关者价值实证研究,关键是要对比研究公司利益相关者满足差异及其带来的影响。而数据的可比性又主要由数据的时间平衡性和可取性影响。因此在样本选择上必须考虑该方面因素。

遵循以上原则,本文选择中国深沪上市的 881 家非金融类上市公司 1999 - 2008 年连续 10 年的面板数据作为研究样本,数据来源于国泰安公司开发的中国上市公司财务报表数据库(本文使用其中的资产负债表、现金流量表 - 直接法)和中国上市公司

财务指标分析数据库(本文使用其中的发展能力文件、盈利能力文件、营运能力文件)。

其中:反映企业财务绩效的总资产净利润率来源于盈利能力文件;反映股东满足程度的资本保值增值率来源于发展能力文件;反映债权人满足程度的资产负债率由资产负债表中的资产总计和负债合计计算求得;反映员工满足程度的支付给职工的现金比率由现金流量表(直接法)中的支付给职工以及为职工支付的现金和销售商品、提供劳务收到的现金计算求得;反映客户满足程度的销售成本率来源于盈利能力文件的营业成本率;反映供应商满足程度的应付账款周转率来源于营运能力文件;全部税金由资产负债表中的应交税费和现金流量表(直接法)中的支付的各项税费求得、进而与资产负债表中的资产总计做比求得反映政府满足程度的资产纳税率;控制变量企业规模通过对资产负债表中的资产总计进行极值标准化求得。

3.4 模型设定

本文采用均衡面板数据模型(Balanced Panel Data Model),综合考虑截面和时间序列两方面信息,构造和检验比以往单独使用截面数据或时间序列更为真实的行为方程,进行更加深入全面的分析。

本文样本数据截面成员多而时期较少,需通过 panel workfile 进行分析。所选取的 881 家上市公司能较好地反映中国上市公司的总体,因此本文采用固定影响变截距模型。由于利益相关者满足对公司财务绩效影响的长期性、滞后性以及其它难以量化的因素未引入模型,模型存在自相关,需添加 AR 项进行修正,经修正后的模型为:

$$ROA_{it} = c + c_i^* + \beta_1 EQR_{it} + \beta_2 DBR_{it} + \beta_3 CUR_{it} + \beta_4 CTR_{it} + \beta_5 APR_{it} + \beta_6 ATR_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + u_{it} u_{it} = \rho u_{it-1} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

其中,ROA 代表公司财务绩效,EQR 代表对股东的满足,DBR 代表对债权人的满足,CUR 代表对员工的满足,CTR 代表对客户的满足,APR 代表对供应商的满足,ATR 代表对政府的满足,SIZE 为极

值标准化的企业资产规模控制变量;C 为样本总体中各个体成员方程中都相等的总体均值截距项, c_i^* 为跨成员方程变化的表示个体对总体均值偏离的个体截距项,而所有偏离之和为零; β 为对应于解释变量向量系数向量, u_{it} 为随机误差项, ϵ_{it} 为白噪声。上市公司标识数字 $i(1 \leq i \leq 881)$,时期数 $t(1 \leq t \leq 10)$ 。模型表示 i 上市公司第 t 期企业财务绩效的提高来自于该期资产规模下该企业对各利益相关者满足的增加所带来的专用性投入的增加。

4 实证分析

4.1 变量的描述性统计

首先,对利益相关者满足指标数据进行初步的统计描述:

表 2 样本总体变量的描述性统计表

	ROA	EQR	DBR	CUR	CTR	APR	ATR	SIZE
均值	0.017639	1.105177	0.500977	0.088993	0.75987	0.000622	0.049802	0.025553
标准差	0.245037	0.71885	0.294652	0.150109	0.166777	0.014278	0.043735	0.049691

4.2 面板数据实证结果及分析

由于考虑到各上市公司个体间存在截面异方差现象,本文采用 cross-section weights 对样本数据按修正模型(5)进行广义最小二乘法估计,结果如表 3、表 4 所示。

表 3 截面成员系数 估计值

	Coefficient	Std. Error	t - Statistic	Prob.
C	0.001952	0.000393	4.972621	0.0000
D(EQR)	0.022325	0.001350	16.53847	0.0000
D(-DBR)	0.378217	0.008298	45.57773	0.0000
D(CUR)	-0.060543	0.009698	-6.243116	0.0000
D(CTR)	-0.186784	0.007962	-23.46070	0.0000
D(APR)	0.021967	0.059041	0.372068	0.7099
D(ATR)	0.206140	0.027596	7.469917	0.0000
D(SIZE)	0.181796	0.038463	4.726535	0.0000
AR(1)	-0.357140	0.012609	-28.32484	0.0000

表 4 Cross-section weights 加权估计效果统计量

R-squared	0.525489	Mean dependent var	-0.005943
Adjusted R-squared	0.457075	S.D. dependent var	0.135450
S.E. of regression	0.099842	Sum squared resid	61.39506
F-statistic	7.680956	Durbin-Watson stat	2.054678
Prob(F-statistic)	0.000000		

根据表 3、表 4 可以得出以下结论:

(1) 利益相关者满足是影响企业财务绩效的关键变量。面板数据模型 Cross-section weights 加权估计的 R-squared 为 0.525489(本文样本数据涵盖

了各行业的全部上市公司,各行业指标数据会有差异,故而认为该 R-squared 可接受)、DW 统计量为 2.054678、F 统计量的 P 值近似为零,整体拟合优度较好,表明中国上市公司对各利益相关者的满足是影响其财务绩效的关键变量,并可以较好地解释其绩效的变化。

(2) 中国上市公司对利益相关者的满足同其财务绩效间的关系不合理,公司可通过调整利益相关者满足水平进一步提升其财务绩效。值代表不同利益相关者满足贡献力,正值表明提高该利益相关者满足可有效提高公司财务绩效(数值越大,效果越显著),负值表明企业对该利益相关者的满足对公司财务绩效产生负效应。从表 3 可知,中国上市公司不同利益相关者满足指标系数存在差异,表明公司对不同利益相关者的投入产出效率并不一致,存在满足过度或者满足不足的情形,合理调整利益相关者满足水平可进一步提升公司财务绩效。

总体来讲,公司对债权人、政府满足指标系数值为较大正值,表明公司同这两类利益相关者建立了良好关系,公司对其满足带来了良好的回报,可通过建立良好资信、改善债权人实际利益来培养稳定债权人团体,通过合理及时纳税、遵守相关法律法规等进一步提高政府满足程度,以便提高他们对企业专用性投资的数量和质量,显著提高公司的财务绩效;股东、供应商的满足指标系数 值为较小正值,

说明公司进一步加大对股东、供应商的分配对提升公司财务绩效的效果不明显,这可能是因为公司虽较关注该利益相关者利益,但缺乏进一步更有效的方式对其进行激励使其为企业带来更多价值;公司对员工、客户的满足指标系数值为负值,说明公司对员工、客户的分配政策未能激发员工、客户的积极反应或公司对员工、客户的利益让渡过度,使公司对其投入成本大于收益。

由此可见,当前部分公司虽关注利益相关者,但缺乏合理分配原则,只有通过更合理的分配使价值调整至趋同,才能使各利益相关者协作效率最高,实现公司财务绩效长期最优化。

(3) AR(1)项的 p 值近似为零,考虑到现实情况,主要表明企业利益相关者的利益满足对企业的绩效变化影响存在一定滞后性。这可能是因为利益相关者对企业进行足额专用性资源投入不是即期一次性实现,利益相关者需要一段时间确认企业对其满足是长期可信的,才会真正足额地进行专用性资源投入,这会导致一定的时滞。

5 结语

本文在相关理论的基础上,深入剖析了利益相关者影响企业财务绩效的内在机理,得出利益相关者满足是影响企业财务绩效的关键因素,进而得出了实现公司财务绩效最优化的利益相关者满足原则。进一步,本文通过建立面板数据模型,利用我国上市公司数据进行了实证分析,结果表明:(1)利益相关者满足是影响企业财务绩效的关键变量;(2)我国上市公司的利益相关者满足水平存在不合理的现象,公司可以通过调整利益相关者满足水平进一步提升其财务绩效;(3)利益相关者满足与企业财务绩效的实现之间存在一定的滞后性。

本文对利益相关者满足与公司财务绩效关系的研究仍处于探索阶段,研究中存在指标选取偏重财务指标以及满足形式单一化等方面的不足,采用问卷调查等方式获取利益相关者满足的非财务数据,以及对企业利益相关者满足形式进行具体细分研究,这将是以后进一步研究的方向。

参考文献:

[1] Leibenstein, H. . Allocative efficiency versus X-inefficiency[J]. American Economic Review, 1966,56: 392 - 415.
[2] Leibenstein, H. . X-efficiency, Intrafirm Behavior, and

Growth. Lagging Productivity Growth [M]. Ballinger Publishing, 1980.
[3] Mefford, R. N. . Introducing management into the production function[J]. The Review of Economics and Statistics, 1986,68: 96 - 104.
[4] Freeman, R. E. . Strategic Management: A Stakeholder Approach[M]. Boston: Pitman, 1984.
[5] Nasi J. . What is stakeholder thinking? A snapshot of a social theory of the firm[M]. Understanding stakeholder thinking, Helsinki: LSR-Julkaisut Oy, 1995: 19 - 32.
[6] Ruf, B. M. , Muralidhar, K. R. , Brown, M. , Janney, J. J. , Paul, K. . An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective[J]. Journal of Business Ethics, 2001,32: 143 - 156.
[7] Tsoutsoura, M. . Corporate social responsibility and financial performance[R]. UC Berkeley, Working Paper Series, Center for Responsible Business, 2004.
[8] Iamandi, E. , Caragin, A. R. , Chiciudean, A. , Cristina, M. . Corporate social responsibility-analyzing social and financial performance: The case of Romania[J]. European Research Studies, 2007,(3):15 - 24.
[9] Callan, S. J. , Thomas, J. M. . Corporate financial performance and corporate social performance: An update and reinvestigation[J]. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 2009,16(2): 61 - 78.
[10] Freedman, M. , Jaggi, B. . An analysis of the impact of corporate pollution disclosures included in annual financial statements on investors' decision[M]. Advances in public interest accounting, Greenwich, 1986.
[11] Husted, B. W. . A contingency theory of corporate social performance [J]. Business and Society, 2000,39: 24 - 48.
[12] Trebucq, S. , Charles-Henri D Arcimoles. The corporate social performance-financial performance link: Evidence from France[R]. Working paper No. 02 - 01, University of Bordeaux, 2002.
[13] Moneva J. M. , Rivera-Lirio, J. M. , Muñoz-Torres, M. J. . The corporate stakeholder commitment and social and financial performance[J]. Industrial Management & Data Systems, 2007,107: 84 - 102.
[14] May, P. , Khare, A. . An exploratory view of emerging relationship between corporate social and financial performance in Canada[J]. Journal of Environmental Assessment Policy and Management, 2008,10(3):239 - 264.

- [15] 周佳,陈守明.企业社会责任与财务绩效关系的实证研究[D].同济大学,2008.
- [16] 王怀明,宋涛.我国上市公司社会责任与企业绩效的实证研究[J].南京师大学报(社科版),2007,(2):58-62.
- [17] Wood, D.J., Jones, R. E.. Stakeholder mismatching: A theoretical problem in empirical research on corporate social performance [J]. International Journal of Organizational Analysis, 1995, (3): 229 - 267.
- [18] Freeman, R. E.. Strategic Management: A Stakeholder Approach [M]. Boston, Pitman, 1984.
- [19] Peter Hines, P.. Creating World Class Suppliers: Unlocking Mutual Competitive Advantage [M]. Pitman Publishing Ltd, London, 1994:312.
- [20] Rayport, J. F., Sviokla, J. J.. Exploiting the virtual value chain [J]. Harvard Business Review, 1995, (Sep-Dec.): 75 - 99.
- [21] Pfeffer, J., Salancik, G. R.. The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective [M]. New York: Harper & Row Publishers, 1978.
- [22] 温素彬,方苑.企业社会责任与财务绩效关系的实证研究[J].中国工业经济,2008,10:150-160.
- [23] Vroom, V. H., Yetton, P.. Leadership and Decision Making [M]. University of Pittsburgh Press, 1973.
- [24] Vroom, V. H.. Work and Motivation, Revised Edition [M]. Jossey-Bass Classics, 1995.
- [25] Mathews, J., Tyler, A., Thorpe, A.. Pre-construction project partnering: Developing the process [J]. Engineering Construction and Architectural Management, 1996, (1/2): 117 - 131.

The Theoretical Analysis and Empirical Research on the Relationship between Stakeholders and Enterprises' Financial Performance

JI Jian-yue, LIU Yan-qing, WANG Cui, LV Shuai

(School of Economics, Ocean University of China, Qingdao 266071, China)

Abstract: Incorporating the insights of the value chain theory, the contract theory and the prospect theory, this paper analyzes the internal mechanism how stakeholders affect enterprise's financial performance. It concludes that, the stakeholders' satisfaction is the key to influence enterprise's financial performance, and that how to rationally meet stakeholders' interests plays a pivotal role in enhancing the maximization of enterprises' financial performance. An empirical study on Chinese listed companies is conducted based on the panel data model. The analysis shows that, the stakeholders' satisfaction and the enterprise's financial performance are significantly correlated, and the satisfaction level of different stakeholders is unreasonable. This according to value, an enterprise can further enhance its financial performance by rationally adjusting the input-output efficiency of different stakeholders.

Key words: stakeholders; firm value; panel data model