

# 民营企业社会资本与债务融资特征研究

——基于2011~2013年沪深A股公司的经验证据

李传宪(教授), 韩闪闪

**【摘要】** 社会资本能给民营企业带来利益,在债务融资方面体现为融资能力、融资间隔与融资额度等。本文以2011~2013年沪深两市的民营企业为研究样本,对社会资本与债务融资特征的关系进行了实证分析。研究结果表明:民营企业的社会资本增强了企业的债务融资能力,缩短了企业的债务融资间隔,减少了企业的贷款融资额度。

**【关键词】** 社会资本; 债务融资能力; 融资间隔; 融资额度

**【中图分类号】** F27

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2016)02-0007-4

## 一、引言

我国民营经济一直在国民经济中发挥着重要作用,然而由于受到我国市场经济发展水平、法律环境和社会机制的影响,在融资方面一直受到不同程度的制约。虽然企业的融资行为表面上看是一种货币资金的流转,实质上体现的是一种社会关系,以及依靠这种关系获取稀缺资源进行融资的能力。这种能力在目前经济转型背景下的中国尤其重要。在新兴的市场经济体系尚未完善的环境下,社会资本作为一种非正式制度,为解决企业融资问题提供了新视角。Khwaja和Mian(2005)以93316家巴基斯坦企业为例,实证分析了企业的银行贷款数据。其研究表明,企业社会资本的政治关联强度与银行贷款成本负相关,政治关联强度越高的企业从银行贷款的成本越低,而且强政治关联企业的银行贷款额度是弱关联企业贷款额度的三倍。

现代企业的融资路径主要有内部融资和外部融资两种,大多数企业都不能够仅仅依靠自有资金来维持运营,而债务融资因具有利息费用可税前抵扣、节约代理成本等优势,成了企业融资的主要途径。那么,在特定背景下的中国市场,社会资本作为一种重要的资源,必定会对民营企业的债务融资行为产生影响。而债务融资行为特征主要表现为债务融资能力的大小、融资间隔的长短和融资额度的高低。本文拟选取2011~2013年我国民营上市公司的经验数据,实证分析社会资本与债务融资特征之间的关系。

## 二、文献回顾

1. 社会资本及其测量。社会资本,顾名思义,是社会学中

“社会”和经济学中“资本”的结合,天生被赋予社会属性和经济属性。由于社会资本同时具备两种属性,对于社会资本概念和度量手段的界定,学术界众说纷纭,大体上可以分为“资源观”、“能力观”和“关系网络观”三类。法国社会学家Pierre Bourdieu(1985)最早提出社会资本概念,他认为社会资本是“实际或潜在资源的集合,这些资源与由相互默认或承认的关系所组成的持久网络有关,而且这些关系或多或少是制度化的”。边燕杰和邱海雄(2000)首次把社会资本的概念引入国内,他们的社会资本能力观认为社会资本是经济主体通过与社会各界的联系获取稀缺资源的能力。而以Lin(2001)为代表的学者认为社会资本是一种关系网络,他们认为在市场竞争过程中,缺乏财富、人力、声誉等社会资源的经济主体为了实现经营目标和战略部署,必须汲取社会资源,而这些社会资源往往都嵌入在社会关系网络中。借鉴国内外相关的理论成果,我们认为信任、社会规范和关系网络是企业社会资本的三个核心要素。

在企业社会资本的测量方面,边燕杰(2000)针对我国国情,用以下3个指标来测量企业的社会资本,包括纵向的企业法人是否有上级国家部门机关的任职经历,横向的是否在其他行业有过工作经历,以及是否有全面广泛的社会交际圈和朋友圈。李路路(1995)侧重强调关系网络群体,从企业法人关系最密切的亲朋好友,以及这个亲朋好友的经济地位或在国家部门机关的行政地位两个角度来测量企业家的社会资本。国外学者Batjargal和Liu(2004)以企业家为视角,从朋友关系角度来测量,发现企业社会资本在债务融资过程中发挥

**【基金项目】** 教育部人文社会科学青年基金项目“制度背景、机构特征与公司控制权私有收益——基于双重代理问题的研究”(项目编号:13YJC630181); 重庆市教委科学技术研究项目“重庆市民营企业融资策略与投资效率研究”(项目编号:KJ1400111)

## □ 改革·发展

着链接信息、降低风险、减小不确定性的作用,并在风险投资中扮演着重要角色。Shipliov(2006)首次把高管团队理论和企业的社会资本理论结合起来,认为企业经营管理的成败不再仅仅是企业家一个人的事,而取决于整个高管团体,并分别用“对内团结社会资本”和“对外沟通社会资本”作为衡量指标来测量企业的社会资本。综上所述,国内外大部分文献是从企业家社会资本和高管团队社会资本层面来测量企业的社会资本,本文拟以企业组织视角,从企业性质和企业声誉两个方面来测量企业的社会资本。

2. 社会资本与债务融资。债务融资理论先后经历了从企业内部到企业外部、从正式制度到非正式制度发展的过程,自20世纪80年代“社会资本”概念被提出以后,其强大的解释力迅速得到了政治学、经济学、管理学等广大学者的青睐,学者们纷纷尝试以社会资本视角来解释企业的财务行为。

Luigi Guiso 等人(2001)通过对意大利不同地区的人们在金融机构的贷款数据进行研究,发现社会资本较高的北部地区的人们能以较低的成本从正规金融机构取得信贷资金,拥有更高比例的支票和投资股票,而且社会资本对信贷额度的影响在经济发展程度低、社会机制不健全的地区更为显著。罗党论和甄丽明(2008)的研究表明,相比没有政治关联的民营企业,有政治关联的民营企业通常会获得更高额度的政府补贴或更多的政府救助资金。刘轶和张飞(2009)发现,社会资本丰富的企业能够显著改善集群企业的融资问题,具有较高社会资本的企业能以较低的利息取得贷款,以及提供较少的抵押品。肖作平和田小辉(2010)实证分析了我国非金融上市公司的数据,发现政治关系强度与债务融资正相关,即具有高级别政治关系的企业,其债务融资规模更大,融资期限更长。陈建林(2013)以家族涉入视角分析社会资本对创业企业债务融资的影响,得到了类似的结果,即对民营创业企业来说,家族涉入有助于改善企业的债务融资困境,提高获得贷款的可能性,降低债务融资成本。

通过对上述相关文献的回顾,我们发现,研究多集中于社会资本的概念、测量以及与企业融资关系等方面,缺乏对企业债务融资特征的研究;而且学术界对企业融资间隔、融资额度的研究更少,大部分都只停留在定性研究阶段。本文拟从社会资本视角出发,实证分析其对企业融资特征(即债务融资能力、融资间隔和融资额度)的影响。

### 三、理论分析与研究假设

基于经济学中囚徒困境和博弈论的视角,游戏双方只有保持诚信、互助、不背叛不抛弃的原则才能达到共赢的状态,而且,双方交易的次数会随着对方诚实守信概率的增加而增加。企业在这种模式下与政府、供应商、客户、银行等利益相关者建立起来的合作关系,在债务融资过程中能有效避免由于信息不对称引起的道德风险和逆向选择问题,对企业的经营绩效和企业声誉有着长远的影响。马宏(2010)指出:社会

资本作为一种非正式制度,嵌入在社会关系网络结构中,其内在的信任、规范和社会关系网络能够降低中小企业融资过程中的信息不对称程度,并降低融资成本、增加融资渠道、增强融资合约的灵活性和有效性。由此,本文提出以下假设:

H1:在同等条件下,企业的社会资本水平越高,债务融资能力越强。

由于不同产权属性的企业所面临的外部政治、经济、文化环境和自身可利用的社会资本水平不同,导致了企业的债务融资间隔存在较大差异。从信号传递理论角度来看,社会资本水平高的企业,一般都伴随较高的知名度和声誉度。在信息不对称的市场大环境下,企业的一举一动都在向外界传递公司内部的财务信息,尤其是向外界融资这种关乎企业持续经营的信息必然会引起广泛关注。因此,企业很可能为了向外界传递积极正面的财务信息,故意延长再次融资的时间间隔,缩小债务融资额度。从公司治理角度来看,一旦进行债务融资,或多或少都会引发上市公司财务杠杆效应,并引起股价的波动,不利于企业稳定,而对于社会资本水平高的企业,为了保持组织战略稳定、股价平缓,也很有可能延长债务融资间隔,缩小债务融资额度。

此外,从融资路径选择角度来看,民营上市公司的融资路径主要有内部留存、股权融资、银行借款、商业信用和民间借贷五种形式。上市公司再融资存在明显的融资偏好和融资优序。杨涛(2007)的研究结果表明,在我国上市公司进行融资时表现出强烈的股权融资偏好,首选向股东定向或非定向借款,其次才是债务融资,最后才采用内部融资。黄少安和张岗(2001)也得到了一致的研究结果,他们认为中国上市公司存在股权融资偏好的原因在于我国特有的社会体制和经济政策。同时,社会资本水平高的企业,在与顾客和供应商交易的过程中,可以通过赊销、赊购的方式获得商业信用融资。至于民间借贷,企业往往能以较低的成本获取大量的融资额度,比如家族借款、亲朋支援、合伙集资等方式。社会资本水平高的企业拥有更多的融资方式选择,一定期间内通过债务融资的次数更少;社会资本水平高的企业融资的金额也相对更少。由此,本文提出以下假设:

H2:在同等条件下,企业社会资本水平越高,债务融资间隔越长。

H3:在同等条件下,企业社会资本水平越高,债务融资额度越小。

### 四、研究设计

1. 样本选择与数据来源。本文以2011~2013年沪深两市A股民营公司为研究样本,剔除ST、\*ST公司、金融、保险行业和数据缺失的部分公司,共获得研究样本1199个,其中2011年203个、2012年411个、2013年585个。本研究中的相关数据均来自于国泰安(CSMAR)和锐思(RESET)数据库。最终数据的统计分析工作主要由SPSS19.0完成。

2. 变量定义及模型设计。企业的社会资本主要来源于企业与政府、供应商、顾客、员工、竞争对手等利益相关者的强关系网络。为了验证本文的研究假设,将社会关系的两个衡量指标政治关联(PC)和公司声誉(Reputation)作为解释变量,分析其是否对公司债务融资能力(Lev)、融资间隔(Duration)和银行贷款额度(Loan)产生影响。由于公司规模(Size)、公司成长能力(Growth)、盈利能力(Profit)、公司年龄(Age)、是否属于制造业(Industry)均会对公司债务融资产生影响,将其纳入控制变量范围。具体变量定义如表1所示:

变量类型	变量名称	代码	变量定义
被解释变量	债务融资能力	Lev	期末资产负债率
	融资间隔	Duration	公司近三年相邻两次债务融资间隔的平均天数,取其自然对数
	银行贷款额度	Loan	公司近三年在银行贷款的平均额度,取其自然对数
解释变量	政治关联	PC	虚拟变量,董事、监事、高管现任或曾任人大代表、政协委员或曾在政府机关工作,取值为1,否则为0
	公司声誉	Reputation	期末无形资产自然对数
控制变量	公司规模	Size	期末总资产自然对数
	成长能力	Growth	主营业务增长率
	盈利能力	Profit	净资产收益率
	公司年龄	Age	公司成立至今的时间
	行业变量	Industry	制造业取1,其他取0

为了验证H1,分析企业的社会资本与企业债务融资能力的关系,借鉴孙俊华、陈传明(2009)等相关学者的模型,建立多元回归模型(1):

$$\text{Lev} = \beta_0 + \beta_1 \text{PC} + \beta_2 \text{Reputation} + \beta_3 \text{Size} + \beta_4 \text{Growth} + \beta_5 \text{Profit} + \beta_6 \text{Age} + \beta_7 \text{Industry} + \varepsilon \quad (1)$$

为了验证H2,分析企业的社会资本与企业债务融资间隔的关系,建立多元回归模型(2):

$$\text{Duration} = \beta_0 + \beta_1 \text{PC} + \beta_2 \text{Reputation} + \beta_3 \text{Size} + \beta_4 \text{Growth} + \beta_5 \text{Profit} + \beta_6 \text{Age} + \beta_7 \text{Industry} + \varepsilon \quad (2)$$

为了验证H3,分析企业的社会资本与企业从银行贷款额度的关系,建立多元回归模型(3):

$$\text{Loan} = \beta_0 + \beta_1 \text{PC} + \beta_2 \text{Reputation} + \beta_3 \text{Size} + \beta_4 \text{Growth} + \beta_5 \text{Profit} + \beta_6 \text{Age} + \beta_7 \text{Industry} + \varepsilon \quad (3)$$

## 五、实证分析

1. 描述性统计。根据统计,在本文1199个样本中,具有政治关联背景的样本有74个,占样本总量的6.17%。如表2的统计分析结果显示:具有政治关联背景企业的资产负债率在最小值、最大值和均值上都显著高于无政治关联的企业,而且其在融资额度方面也略低于无政治关联企业,这一描述性统计结果在一定程度上初步证实了本文的三个研究假设。

表2 有无政治关联样本分组主要变量描述统计

变量	政治关联			无政治关联		
	最小值	最大值	均值	最小值	最大值	均值
Lev	0.179	1.469	0.666	0.008	1.202	0.445
Duration	1.681	5.886	4.802	1.712	5.886	4.976
Loan	14.509	21.465	17.531	13.816	22.179	18.116
Reputation	9.514	21.284	17.925	9.576	23.939	17.944
Size	19.244	24.030	22.121	18.532	25.329	21.665
Growth	-0.586	30.092	0.882	-0.791	140.241	0.635
Profit	-2.534	1.012	0.018	-1.651	6.918	0.068

2. 主要变量相关性分析。简要分析表3可知,代表企业债务融资能力的资产负债率水平与社会资本水平显著正相关,融资间隔与社会资本水平显著正相关。

3. 回归分析。下页表4列示了三个模型的回归分析结果,体现了社会资本与企业债务融资能力、债务融资间隔和贷款额度之间的关系。

模型(1)调整的R<sup>2</sup>为0.378,说明该线性回归模型的拟合优度较好,能够较好地解释社会资本与公司负债融资能力之间的关系。而且公司的资产负债率与政治关联( $t=4.219, \beta_1=0.093$ )、公司声誉( $t=5.156, \beta_2=0.018$ )均在1%的水平上显著正相关,说明企业的社会资本增强了公司的债务融资能力,企业的社会资本越大,公司的债务融资能力越强,H1得到了验证。而且,我们发现企业的债务融资能力与公司规模、公司成长性和公司年龄显著正相关。

表3 主要变量 Pearson 相关关系

	Lev	Duration	Loan	PC	Reputation	Size	Growth	Profit
Lev	1	0.121***	0.221***	0.245***	-0.001	0.433***	0.086***	0.034
Duration	0.121***	1	0.020	0.060**	0.180***	0.229***	-0.028	-0.007
Loan	0.221***	0.020	1	0.085***	0.057*	0.428***	0.025	0.056*
PC	0.245***	0.060**	0.085***	1	-0.003	0.103***	0.010	-0.046
Reputation	-0.001	0.180***	0.057*	-0.003	1	0.382***	0.041	-0.029
Size	0.433***	0.229***	0.428***	0.103***	0.382***	1	0.025	0.066**
Growth	0.086***	-0.028	0.025	0.010	0.041	0.025	1	0.129***
Profit	0.034	-0.007	0.056*	-0.046	-0.029	0.066**	0.129***	1

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示显著性水平为1%、5%和10%,下同。

表4 社会资本与债务融资特征回归结果

因变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)
常量	-0.956 (-8.927)***	-27.309 (-7.382)***	-1.879 (-13.523)***
PC	0.093 (4.291)***	1.219 (1.635)	0.031 (1.132)
Reputation	0.018 (5.156)***	0.369 (3.094)***	-0.113 (-3.664)***
Size	0.074 (13.270)***	1.123 (5.797)***	0.457 (14.677)***
Growth	0.002 (2.399)**	-0.035 (-1.235)	0.014 (0.547)
Profit	-0.007 (-0.357)	-0.215 (-0.325)	0.021 (0.783)
Age	0.013 (14.641)***	-0.020 (-0.640)	0.018 (0.637)
Industry	0.004 (0.361)	0.181 (0.436)	-0.016 (-0.554)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.378	0.258	0.446
F 值	103.529***	12.088***	42.358***

模型(2)调整的R<sup>2</sup>为0.258,F值等于12.088,在1%的水平上显著,说明上述自变量对因变量25.8%的解释变量具有统计意义。同时,Reputation的回归系数0.369在1%的水平上显著,PC的回归系数不显著,说明增加一个单位的公司声誉,企业的融资间隔就会延长0.369个单位,与公司是否具有政治关联背景无关,H2得到验证,企业的社会资本水平越高,债务融资间隔越长。

由模型(3)的回归系数和显著性水平可知,Reputation的回归系数-0.113在1%的水平上显著,PC的回归系数不显著,而且该模型具有统计意义,拟合优度较好。由此可以判断,政治关联不对企业的贷款额度产生影响,而贷款额度与公司声誉显著负相关,每增加一个单位的公司声誉,贷款额度就会减少0.113个单位,说明公司声誉越好,贷款的额度越小,与公司是否具有政治关联背景无关,H3得到验证,即企业的社会资本水平越高,贷款额度越小。

4. 稳健性检验。为了提高研究的真实性和可靠性,本文进行了以下两项稳健性检验:①异常值处理,将连续变量在1%水平以下和99%水平以上的异常值进行 Winsorize 处理;②变量替代,借鉴已有研究(边燕杰,2000;孙俊华和陈传明,2008),用企业家的纵向关系网络(EVN)替代自变量政治关联(PC),该指标用企业的法人代表是否在上级机关、同行业、上下游企业任过职进行测量,分别赋值为1、0。稳健性检验的结果与上述结论无实质性差异。

## 六、结论

本文以2011~2013年沪深A股的民营上市公司为研究样本,从政治关联和公司声誉两个维度测量企业的社会资

本,实证考察了在我国经济转型背景下社会资本与债务融资特征之间的关系。研究结果表明:

第一,由于社会资本作为一种特殊的资源配置方式,其内在的信任、规范和关系网络能有效降低企业在融资过程中的信息不对称和交易风险,因此,社会资本在一定程度上解决了民营上市公司融资难、融资成本高等难题,相比社会资本水平低的公司,社会资本水平高的公司债务融资能力更强。

第二,由于我国市场化、法治化进程发展迅速,企业对政府的依赖下降,长期与供应商、客户、员工和竞争对手等利益相关者保持互惠、友好的合作关系变得尤为重要,相比政治关联,公司声誉对企业债务融资的影响更显著,声誉越好的企业,债务融资间隔越长、贷款额度越小。因此,为了缓解债务融资对民营企业的束缚,企业要加强对社会资本这一非正式制度的重视,深化与利益相关者的合作,推动与政府部门的交流,努力营造和谐、共赢的市场竞争环境。

本文存在以下不足之处:①由于社会资本的概念丰富、涵盖内容广泛,仅仅从政治关联和公司声誉的测量角度无法全面地反映其本质。②只选取了2011~2013年3年的样本期间,研究结果有其局限性,无法真实地呈现不同转轨时期和其他特定背景下社会资本这一非正式制度对民营上市公司债务融资特征的影响,有待进一步探讨。

## 主要参考文献:

- 罗党论,甄丽明.民营控制、政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验证据[J].金融研究,2008(12).
- 刘轶,张飞.基于社会资本的中小企业集群融资分析[J].湖南大学学报,2009(3).
- 肖作平,田小辉.政府关系对公司债务政策的影响——来自中国上市公司的经验证据[J].证券市场导报,2010(12).
- 陈建林.家族控制与民营企业债务融资:促进效应还是阻碍效应?[J].财经研究,2013(7).
- 马宏.社会资本与中小企业融资约束[J].经济问题,2010(12).
- 杨涛,黄健柏.基于过度自信的股权激励模型[J].系统工程,2007(10).
- 黄少安,张岗.中国上市公司股权融资偏好分析[J].经济研究,2001(11).
- 孙俊华,陈传明.企业家社会资本与公司绩效关系研究——基于中国制造业上市公司的实证研究[J].南开管理评论,2009(12).
- 边燕杰,邱海雄.企业的社会资本及其功效[J].中国社会科学,2000(2).
- 作者单位:西南政法大学管理学院,重庆401120