

社会资本影响民营企业债务来源吗?*

徐业坤^{*1},李维安²

(1. 辽宁大学商学院,辽宁 沈阳 110136;

2. 南开大学中国公司治理研究院,天津 300071)

内容提要:社会资本有助于缓解民营企业融资困难。本文以2002—2009年1961个民营上市公司为样本进行的实证分析表明,社会资本影响民营企业债务来源,社会资本丰富的地区,民营企业债务融资中银行借款的数量相对较少,而商业信用的比重相对较高,商业信用能够替代有限的银行信贷资源;法律制度影响社会资本与债务来源之间的关系,法律环境较差的地区,社会资本对于民营企业获得债务融资特别是商业信用更为重要。进一步地,本文的研究结果还表明,社会资本丰富的地区,民营企业短期债务比率相对较高。本文的研究结论不仅证实了社会资本影响企业融资来源,而且为破解民营企业融资难题提供了一种思路。

关键词:非正式制度;社会资本;制度环境;债务来源

中图分类号:F276.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2016)04—0046—14

一、引言

非正式制度和正式制度共同支撑着资本市场与社会经济的运行,正式制度的间隙和漏洞主要通过各种非正式关系解决(边燕杰、丘海雄,2000)。作为一种重要的非正式机制,社会资本通过促进人与人之间的合作,能够影响金融市场的资源分配。Guiso等(2004)研究发现,社会资本影响金融发展,法律环境差的地区尤其如此;而戴亦一等(2009)的研究表明,社会资本良好的地区,企业更容易获得负债和长期负债;肖作平、张樱(2014)则发现,社会资本对银行贷款利率、贷款金额、贷款期限以及贷款担保等具有重要的影响。尽管这些研究提供了社会资本影响地区金融和企业负债的证据,但对于社会资本及其与正式制度间的关系如何影响企业

债务来源却较少涉及。

银行贷款和商业信用为我国民营经济的快速发展提供了资金支持,中国企业家调查系统发布的2011年专题报告显示,银行贷款与商业信用共同构成了民营企业融资的重要来源。当前金融制度尚未完善,民营企业银行信贷融资普遍存在融资难、门槛高、费用贵等问题。在经济下行的局面下,民营企业融资难的问题尤为突出。以声誉和关系为基础的非正式融资渠道以及治理机制为民营经济的快速发展发挥了重要的作用,而我国社会“高度的社会信任”^①累积的社会资本是形成声誉和关系机制的重要原因(Allen等,2005),那么,社会资本能否起到拓宽民营企业债务融资来源的作用呢?进一步地,已有文献证实了社会资本在制度环境差的地区对于经济增长的作用更为显著(Ahlerup等,

收稿日期:2015-12-23

* **基金项目:**国家自然科学基金重点项目“我国集团企业跨国治理与评价研究”(71132001);教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“混合所有制企业治理问题研究”(14JJD630006);辽宁省社会科学规划基金青年项目“辽宁国有企业混合所有制改革研究:基于治理的视角”(L14CGL034)。

作者简介:徐业坤*(1984-),男,江苏宿迁人,讲师,管理学博士,研究方向为公司治理与公司财务,E-mail:xuyekun5841@163.com;李维安(1957-),男,山东青岛人,长江学者特聘教授,管理学博士、经济学博士,研究方向为公司治理、社会治理,E-mail:liweiannankai@126.com。*为通讯作者。

^①关于中国社会的信任程度,研究结论存在差异。例如,La Porta等(1997)利用World Values Surveys数据进行的研究表明,中国社会是高度信任的社会,而福山(1995)和蔡洪滨等(2006)则认为,中国社会普遍缺乏信任。

2009)以及社会资本与法律在影响地区金融(Knack & Keefer, 1997; Guiso 等, 2004)、企业投资(潘越等, 2009)方面存在替代作用, 在影响企业债务合约方面, 社会资本与法律制度是否也存在这种替代关系, 即法律环境差的地区, 社会资本对于民营企业债务融资而言是否更为重要呢?

本文以2002—2009年1961个民营上市公司数据为样本, 检验了社会资本对民营企业债务来源的影响。研究表明, 社会资本丰富的地区, 民营企业获得银行借款数量相对较少, 而使用商业信用的比重增加; 法律环境较差的地区, 社会资本对民营企业债务融资特别是商业信用更为重要。与已有研究相比, 本文可能的贡献在于: 第一, 提供社会资本与法律制度在影响企业债务来源方面存在替代关系的经验证据。潘越等(2009)认为, 社会资本是法律之外重要的替代性投资保护机制; 游家兴、邹雨菲(2014)的研究则发现, 企业家社会资本与法律保护机制在影响公司多元化方面存在明显的替代效应, 而本文的结论证实了社会资本与法律对企业债务融资的影响同样存在替代关系, 表现为法律环境较差的地区, 社会资本对民营企业债务融资的影响更为明显, 而随着法律环境的改善, 社会资本的作用有所减弱, 从企业债务融资的视角提供了社会资本与法律制度替代效应的证据。第二, 从债务来源的视角丰富和拓展社会资本影响企业债务融资的研究。与Guiso等(2004)、戴亦一等(2009)、肖作平、张樱(2014)以及Zeng & Zhang(2011)的研究不同, 本文选择长期面临融资困扰的民营企业作为研究对象, 从社会资本及其与法律制度的综合作用视角解释了各地区民营企业债务来源结构的差异, 证实了银行贷款与商业信用之间的替代关系, 丰富和拓展了中国情境下社会资本微观经济功效的研究。

二、理论分析与研究假设

1. 制度环境与社会资本的作用

经济转型时期, 社会规范、习俗、关系等非正式制度安排起到了修改、补充或扩展正式规则的作用, 影响经济运行中资源的配置和企业行为(Stulz & Williamson, 2003), 某些情况下, 非正式制度比正式制度可能还要重要(科斯等, 1994)。作为一种重

要的非正式制度, 社会资本是群体认可的一系列非正式价值观或社会规范, 这些价值观或规范使得群体成员之间能够相互合作, 从而降低交易成本, 促进个人或者企业之间交易的实现(Coleman, 1988; 周晔馨等, 2014)。我国经济转型过程中, 正式制度例如金融、法律制度等处于不断完善的过程中, 社会资本一定程度上能够起到弥补转型过程中普遍存在的体制间隙和漏洞的作用(边燕杰、丘海雄, 2000), 支撑着社会经济的运行。通过协调行动、社会道德对不守信行为的内在约束以及社会舆论的外部惩罚等方式, 社会资本能够促进人与人之间的合作(Putnam, 1993; Portes, 1998), 提高社会诚信水平和经济效率, 因而, 在市场机制不完备的时候, 社会资本一定程度上能够补充市场机制, 影响甚至是主导生产要素的分配。特别是, 在正式制度欠发达的地方, 要素的合理流动受到诸多限制, 社会资本对经济活动的影响更为明显, 高水平的公民之间合作性规范和社会信任程度能够有效地降低由信息不对称所致的合约监督、执行成本, 降低交易成本, 提高经济资本的效率(刘凤委等, 2009)。

经济转型时期的中国, 银行对民营企业有着严重的信贷歧视, 迫使民营企业不得不通过寻求非正式制度或机制来缓解融资约束。对于企业债务融资而言, 无非是“今天借钱明天偿还更多的钱”的一种交易, 交易的实现不仅取决于合约的可执行性, 还取决于债权人对债务人的信任程度(Guiso 等, 2004), 即债权人相信债务人不会欠债不还。社会资本正是通过影响人与人之间的信任以及提供潜在的惩罚威胁起到润滑融资合约的作用。通过影响经济活动参与人的激励、预期和行为, 社会资本能够促进债务交易合约的实现, 缓解企业财务资本的不足(Adler & Kwon, 2002), 而社会资本具有的生产性特征也使得位于社会资本丰富地区的企业能够获得更多的债务资源(Zeng & Zhang, 2011; 戴亦一等, 2009)。

2. 社会资本与债务来源

社会资本实际上是人与人互动中形成的一系列资源的集合, 在市场机制不完备的时候能够一定程度上起到弥补市场机制的作用, 从而影响生产要素的分配和资源的获取(陆铭、李爽, 2008)。首先, 社会资本通过增进人与人之间的合作, 降低了企业

获得商业信用的成本。Putnam(1993)认为,社会资本能够通过协调行动来提高经济效率,具有“协调行动”的功能。社会资本丰富的地区,人与人之间的信任程度相对较高,人们在交易过程中会产生稳定的心理预期,有助于降低交易成本,促成交易的实现(Francois & Zabochnik, 2005; 周晔馨等, 2014)。我国的金融市场并不发达,民营企业在债务融资过程中面临着较为严重的金融歧视,企业获得银行信贷资源较为困难,转而会采用向亲戚朋友借款、商业信用等方式来替代有限的银行信贷,以提供企业发展所需的资金(Allen等, 2005),以中国企业为对象的一些研究表明,商业信用一定程度上确实起到了替代银行贷款的作用(Ge & Qiu, 2007; Cull等, 2009; 石晓军等, 2009),为民营企业的发展做出了重要贡献。作为信用的一种重要形式,商业信用的供给需要社会习俗、规则等的维持,受社会资本的调节和影响,通过协调双方的行动,社会资本丰富的地区,民营企业获得商业信用更为容易。其次,社会资本通过道德约束机制提供了潜在的惩罚威胁,降低了债务合约的潜在违约风险,有助于促成企业之间债务合约的实现。在产权保护薄弱、契约执行困难的情况下,债务合约实现的前提是债权人相信债务人的承诺值得充分信任,如果债权人认为债务人可能会欠债不还、合约对自身的保护有限或者未来合约执行困难,债务合约的实现就需要外部的约束作为保障。此时,社会资本就会在交易中发挥关键作用。社会资本丰富的地区,社会道德约束、群体惩罚机制能够有效地降低合约监督、执行成本,为债务的偿还提供了担保(肖作平、张樱, 2014),因而,随着承诺可置信程度的增加,民营企业获得商业信用的比重可能会增加。刘凤委等(2009)的研究也表明,社会资本水平高的地区,企业签约成本相对较低,更容易获得商业信用,而在银行信贷资源有限的情况下,民营企业可能会更多地使用商业信用来缓解融资约束。因此,本文提出如下假设:

H₁: 社会资本与商业信用正相关,社会资本丰富的地区,民营企业债务融资中商业信用的比重较高。

我国企业的外部融资主要依靠银行信贷,然而,政府不但是银行体系的监管者和主导者,更是

主要商业银行的所有者,因此,政府能够对商业银行的信贷行为施加强有力的影响(Fan等, 2008)。金融制度欠发达导致“金融压抑”产生的后果是,银行出现严重的信贷歧视,倾向于向国有企业提供信贷,同时,压抑对私人部门的信贷(卢锋、姚洋, 2004),进而导致民营企业获得贷款的难度远高于国有企业,其获得银行信贷的条件更为苛刻、成本更高(Brandt & Li, 2003)。统计表明,我国民营经济获得的银行贷款占银行贷款总数的比重只有7%(Firth等, 2009),这与民营企业在国家经济发展中的贡献极不相称。对于民营企业而言,面临的银行信贷融资困难使得寻求银行贷款之外的融资途径成为现实选择。

在正式融资渠道受阻的情况下,基于非正式契约关系的非正式融资渠道支撑了民营经济的发展。信贷配给理论认为,商业信用可以成为银行贷款的替代性融资途径(Petersen & Rajan, 1997), Ge & Qiu(2007)利用中国社会科学院问卷调查数据进行的研究表明,商业信用是我国非国有企业在银行贷款资源有限情况下的一种重要的替代性非正式融资渠道,通过对逾期商业信用和商业信用结构的进一步分析发现,非国有企业使用商业信用主要是出于融资而非交易的目的; Cull等(2009)利用中国工业企业的面板数据进行的研究也发现,商业信用与银行借款之间是相互替代的,民营企业受限于外部融资(正式的银行机构倾向于为国有企业提供贷款)却能够保持增长,商业信用发挥了重要作用。正如前文的分析,在获得银行贷款困难的情况下,社会资本丰富的地区,民营企业使用商业信用的比重可能会有所增加,而商业信用比重的增加一定程度上会“挤出”银行贷款。因此,本文提出如下假设:

H₂: 社会资本与银行借款负相关,社会资本丰富的地区,民营企业债务融资中银行贷款的比重较低。

3. 社会资本、法律制度与债务来源

企业债务融资不仅受法律、金融等正式制度的影响(Fan等, 2012),还受到政治关联(余明桂、潘红波, 2008)、社会资本(戴亦一等, 2009; 肖作平、张樱, 2014)等非正式制度的影响。正式制度和非正式制度共同影响了企业财务行为,潘越等(2009)认为,对于企业投资而言,社会资本是法律保护之外

重要的替代性保护机制,起到了支持经济强劲增长的作用;而游家兴、邹雨菲(2014)的研究则发现,在对公司多元化的影响上,企业家社会资本与法律保护机制存在明显的替代效应。同样,社会资本与民营企业债务融资之间的关系可能会受到正式制度尤其是法律制度的影响。法律为债权人的利益提供了正式制度保障,法律制度欠完善时,非正式制度会对债务合约和金融发展产生更大的影响。Knack & Keefer(1997)以信任作为社会资本的代理变量进行的研究表明,在正式制度缺失的地区,信任在促进经济活动方面的作用更为重要,当法律系统执行合约不可信以及由于欠发达的金融市场导致正式融资途径受到较大限制时,信任更为重要;Guiso等(2004)的研究也表明,法律制度不完善的地区,社会资本是促进金融发展的重要因素,法律执行较差时,社会资本产生的效应更为明显,法律制度效率越高,信任的作用越弱,有时甚至不再起作用。

债务合约的建立是债权人和债务人博弈的过程,社会资本和法律制度的质量共同影响了合约的制定以及履行。从博弈的角度分析,当法律无法为债权人的利益提供有效的正式制度保障时,社会资本通过潜在的惩罚威胁能够让那些“贪心的”交易方遵守合约的安排,从而降低潜在的违约风险,促进债务合约的制定及执行(肖作平、张樱,2014;周晔馨等,2014),因此,在法律环境较差的地区,社会资本对企业的债务融资可能更为重要。Ahlerup等(2009)利用借款人与生产者之间的投资博弈模型分析了社会资本与法律环境对经济增长的影响,博弈模型的均衡条件表明,当法律制度质量较差时,只有社会资本水平较高,债权人才会向生产者提供借款,债务合约才可能实现。换言之,法律环境较差时,社会资本对于债务合约的达成更为重要,而随着法律制度质量的改善,社会资本的作用有所减弱。因此,本文提出如下假设:

H₃: 法律环境较差的地区,社会资本对于民营企业债务融资更为重要。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文初始样本为2002—2009年所有民营上市

公司,按照规定,2001年12月20日起上市公司应在年报中披露公司的实际控制人,以2002年作为初始时间点能够更好地判断企业是否属于民营企业。样本筛选遵循以下原则:①剔除当年民营化的上市公司;②剔除金融类上市公司;③剔除当年交易状态为ST、PT的上市公司;④由于计算成长机会时使用到托宾Q变量,因此,剔除同时发行B股或其他股的上市公司;⑤剔除每股净资产为负、财务数据缺失或异常的样本。最后,共计获得1961个观测值组成的混合数据。初始民营上市公司代码来自于CCER数据库,财务数据均取自CSMAR数据库,缺失的财务数据通过锐思(RESSET)金融研究数据库补充获得。用于衡量社会资本的民间组织数量、社会捐赠情况数据来自于各年的《中国民政统计年鉴》,献血率数据取自卫生部官方网站(www.moh.gov.cn)。反映地区法律和金融发展水平的制度环境数据取自樊纲等(2010)编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2009年度报告》。各省份的年末人口、人均GDP、交通设施以及教育水平等数据由各年的《中国统计年鉴》获得。

2. 变量界定

(1) 社会资本。社会资本的衡量并没有统一的方法,Putnam(1993)认为,可以通过选举的参与程度、对社会群体组织的热衷程度、社会公德等来衡量一个国家或地区的社会资本。受数据采集的限制,研究中经常采用一些替代变量来反映这些指标。社会学家普遍认为,社会资本来自志愿性社团内部个体之间的互动(张维迎、柯荣柱,2002),经验研究中,Knack & Keefer(1997)使用被访者加入群体的平均数量来表征社会资本,戴亦一等(2009)和Zeng & Zhang(2011)使用了民间组织的数量来反映社会资本,本文也使用该变量(Socialcom)即各地区每万人拥有民间组织的平均数量作为地区社会资本的表征变量之一,民间组织数量取自各年《中国民政统计年鉴》中的“社会组织”数据。社会公德水平能够反映一个地区社会资本的丰度,Guiso等(2004)和潘越等(2009)采用的是自愿无偿献血比率表征公德水平以衡量地区社会资本,本文也使用各地区的自愿无偿献血率(Vb)作为社会资本的代

理变量^①。Putnam(2001)还提到可以使用人们对慈善事业的投入占收入的比重来观测社会资本,Zeng & Zhang(2011)使用了地区人均捐款数额占可支配收入的比重来反映社会资本,借鉴他们的做法,本文还使用了各地区的社会捐赠情况(Socialdon)即各地区每人平均捐赠数额除以人均可支配收入^②来表征地区社会资本,捐赠数额为各年《中国民政统计年鉴》披露的“民政部门接受的社会捐赠”数据中直接捐赠款数额和间接捐赠款数额的合计。

(2) 银行借款。上市公司银行借款的相关数据主要披露在年报财务报表附注的短期借款、长期借款以及一年内到期的长期借款(非流动负债)科目中,实证研究中主要采用短期借款与长期借款以及一年内到期的长期借款之和或者短期借款与长期借款之和除以总资产来反映银行借款(朱凯、陈信元,2007;余明桂、潘红波,2008),本文也采用这种方法,即通过计算短期借款与长期借款以及一年内到期的长期借款之和除以总资产来衡量银行借款(Loan)。

(3) 商业信用。商业信用主要体现为应收账款和应付账款。对于企业而言,应付账款是由上游企业提供的,更有助于缓解企业的融资约束。Ge & Qiu(2007)和石晓军等(2009)利用应付账款与总资

产的比值来反映商业信用,以检验银行贷款与商业信用之间的关系。参考他们的做法,本研究使用该指标来衡量商业信用(Tradecredit)。

(4) 制度环境。本文主要检验法律制度对社会资本与企业债务融资关系的影响,并控制地区金融发展水平的影响,因此,本文使用樊纲等(2010)编制的各地区“市场中介组织的发育和法律环境”分指数和“信贷资金分配的市场化”分指数来分别表征各地区的法律环境、金融发展水平。指数越大,意味着法律、金融环境越好。受制度环境数据的限制,本文以2007年各省份的制度环境数据替代2008年和2009年的数据,在稳健性检验部分,本文还剔除了2008年和2009年的样本观测值进行相关检验。

(5) 其他变量。参考余明桂、潘红波(2008,2010)的研究,在检验社会资本对银行借款的影响时,本文控制了盈利能力、公司规模、资产结构和成长机会等变量,这些变量在商业信用的相关研究中也作为控制变量(刘凤委等,2009;石晓军等,2009)。此外,本文还控制了年龄和行业竞争程度(Cull等,2009)以及经营现金流(余明桂、潘红波,2010)、第一大股东持股比例(刘凤委等,2009)等对商业信用的影响。变量界定和说明如表1所示。

表1 变量界定与说明

变量名称		代码	变量说明
被解释变量	商业信用	Tradecredit	应付账款/总资产
	银行借款	Loan	(短期借款+长期借款+一年内到期的长期借款)/总资产
解释变量	社会资本1 (民间组织的数量)	Socialcom	各地区每万人拥有民间组织的平均数量,民间组织数据来源于各年《中国民政统计年鉴》
	社会资本2 (社会捐赠状况)	Socialdon	各地区每人平均捐赠数额除以人均可支配收入,捐赠数据来源于各年《中国民政统计年鉴》,人均可支配收入数据来源于各年《中国统计年鉴》
	社会资本3 (自愿无偿献血率)	Vb	各地区的自愿无偿献血比率,数据来源于卫生部官方网站(www.moh.gov.cn)
	法律环境	Legal	樊纲等(2010)编制的各地区“市场中介组织的发育和法律环境”分指数

^①卫生部官方网站(www.moh.gov.cn)只披露了2004年和2005年自愿无偿献血率数据,因此,本文在利用自愿无偿献血率表征地区社会资本进行分析时,只用2004年和2005年的样本观测值。

^②采用的是《中国统计年鉴》中的“城镇居民人均可支配收入”数据。

	变量名称	代码	变量说明
共用控制变量	金融发展水平	<i>Finance</i>	樊纲等(2010)编制的各地区“信贷资金分配的市场化”分指数
	盈利能力	<i>Profit</i>	息税折旧摊销前利润/总资产, 息税折旧摊销前利润 = 营业利润 + 财务费用 + 折旧 + 摊销
	成长性	<i>Growth</i>	托宾 Q 值, (流通股收盘价 * 流通股股数 + 非流通股股数 * 每股净资产 + 总负债)/总资产
	资产结构	<i>Assetst</i>	固定资产/总资产
	公司规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数
	所属行业	<i>Industry</i>	虚拟变量, 制造业按照细类进行划分
	年度	<i>Year</i>	虚拟变量
商业信用其他控制变量	年龄	<i>Age</i>	企业成立年数与 1 之和的自然对数
	经营现金流	<i>Ocash</i>	经营活动产生的现金流量净额/总资产
	行业竞争程度	<i>HHI</i>	企业年度主营业务收入除以行业内所有上市公司年度主营业务收入之和的平方
	大股东控制力	<i>Share</i>	第一大股东持股比例

资料来源: 本文整理

3. 计量模型

为检验本文提出的假设, 建立如下计量模型:

$$\begin{aligned}
 Tradecredit = & \beta_0 + \beta_1 Socialcapital + \\
 & \beta_2 Profit + \beta_3 Growth + \beta_4 Assetst + \\
 & \beta_5 Size + \beta_6 Age + \beta_7 Ocash + \beta_8 HHI + \\
 & \beta_9 Share + \beta_i Industry + \beta_j Year + \varepsilon \quad (1)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 Loan = & \beta_0 + \beta_1 Socialcapital + \beta_2 Profit + \beta_3 Growth + \\
 & \beta_4 Assetst + \beta_5 Size + \beta_i Industry + \beta_j Year + \varepsilon \quad (2)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 Loan(Tradecredit) = & \beta_0 + \beta_1 Socialcapital + \beta_2 Legal + \\
 & \beta_3 Socialcapital * Legal + \\
 & \beta_4 Finance + \beta_i X + \varepsilon \quad (3)
 \end{aligned}$$

其中, *Socialcapital* 分别用 *Socialcom*、*Socialdon* 以及 *Vb* 替代, 模型(1)和模型(2)分别用于检验假设 H_1 、假设 H_2 。模型(3)用于检验假设 H_3 , 式中的 *X* 为控制变量, 以 *Tradecredit* 作为被解释变量时, 为模型(1)中的相关控制变量, 而以 *Loan* 作为被解释变量时, 为模型(2)中的相关控制变量。

四、实证结果与分析

1. 描述性统计

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果。从表 2 中可以发现, 样本民营上市公司债务融资中, 银行借款 (*Loan*) 的平均值为 0.234, 而商业信用

(*Tradecredit*) 的平均值为 0.079, 银行借款在民营企业债务融资中的比重相对更高。社会资本方面, 各地区每万人拥有的民间组织平均数量为 3.326 个, 各地区城镇居民人均可支配收入中用于捐款的数额仅为 0.0007 元, 自愿无偿献血率为 75.064%, 各地区社会资本水平存在一定的差异, 有助于考察其对企业债务来源的影响。其他变量方面, 样本民营上市公司息税折旧摊销前利润与总资产比重的平均值为 0.092, 托宾 Q 值平均为 1.777, 固定资产占总资产的比重平均为 0.268, 各公司在财务指标方面存在一定的差异, 这些差异可能会影响企业债务融资; 样本公司平均年龄约为 10 年, 第一大股东的持股比例的平均值为 33.4%, 大股东的控制力依然较强。

表 2 主要变量描述性统计

变量	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>Tradecredit</i>	0.079	0.065	0	0.617
<i>Loan</i>	0.234	0.146	0	0.691
<i>Socialcom</i>	3.326	1.188	0.797	8.286
<i>Socialdon</i>	0.0007	0.0009	0.00001	0.004
<i>Vb</i>	75.064	18.671	0	100
<i>Legal</i>	8.453	3.846	1.49	16.61

变量	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>Finance</i>	9.920	2.411	0.77	13.15
<i>Profit</i>	0.092	0.053	-0.042	0.551
<i>Growth</i>	1.777	1.089	0.771	10.978
<i>Assetst</i>	0.268	0.171	0.0008	0.916
<i>Size</i>	9.180	0.378	8.150	10.623
<i>Age</i>	1.044	0.173	0.477	1.477
<i>Ocash</i>	0.054	0.089	-0.543	0.455
<i>HHI</i>	0.0001	0.0004	1.39e-10	0.009
<i>Share</i>	0.334	0.139	0.032	0.852

资料来源:本文整理

2. 社会资本与债务来源的回归分析

表3报告了社会资本与商业信用、银行借款关系的回归结果。从表中的(1)~(3)列结果看,社会资本与商业信用均成正相关关系,且使用每万人拥有民间组织的平均数量作为地区社会资本的表征变量时,社会资本与商业信用之间的正相关关系通过了显著性检验,即社会资本丰富的地区,民营企业债务融资中商业信用的比重相对较高,基本验证了假设H₁。融资是民营企业使用商业信用的主要动机,社会资本通过增进人与人之间的合作以及潜在的道德惩罚和约束机制,能够降低交易成本,促进企业之间债务合约的实现(陆铭、李爽,2008;周晔馨等,2014),对于缓解民营企业融资约束能够起到重要的作用(Francois & Zabochnik, 2005; Ge &

Qiu, 2007),在民营企业融资难的现实状况下,充分发挥社会资本的融资功能有着更为重要的现实意义。表3中的(4)~(6)列结果表明,社会资本与银行借款负相关,且使用每万人拥有民间组织的平均数量作为地区社会资本的表征变量时,社会资本与银行借款之间的负相关关系通过了显著性检验,社会资本丰富的地区,民营企业银行借款的比重相对较低,基本符合假设H₂的推断,这一结论与Zeng & Zhang(2011)、肖作平、张樱(2014)的研究结论存在差异,与他们的研究对象不同,本文只选择了民营上市公司样本,而政府控制的国有商业银行是我国金融体系的主导者,使得民营企业面临的金融歧视长期存在,其能够获得的信贷资源相对较为有限。此外,社会资本与银行借款之间的负向关系还可能是由于商业信用比重的增加一定程度上“挤出”了银行借款,这一点将在后文做进一步分析。

其他变量方面,对于商业信用而言,成长性越好、固定资产占比越高、存续时间越长的企业债务融资中商业信用的比重越低,而公司规模越大、第一股东持股比例越高、经营现金流越充足的企业商业信用的比重越高;表示行业竞争程度的HHI指数与商业信用成显著的正相关关系,与余明桂、潘红波(2010)的结论一致;对于银行借款而言,盈利能力越强、成长性越好的民营企业,银行借款的比重越低,而固定资产占比越高、公司规模越大的企业,银行借款的比重越高,与余明桂、潘红波(2008)等的结论基本一致。

表3 社会资本与民营企业债务来源

变量	因变量: <i>Tradecredit</i>			因变量: <i>Loan</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Socialcom</i>	0.003** (2.08)			-0.005* (-1.76)		
<i>Socialdon</i>		2.966 (1.03)			-1.723 (-0.27)	
<i>Vb</i>			0.0001 (0.64)			-0.0003 (-1.10)
<i>Profit</i>	0.005 (0.18)	0.007 (0.27)	0.273** (2.36)	-0.557*** (-8.24)	-0.565*** (-8.41)	-0.903*** (-5.29)
<i>Growth</i>	-0.003* (-1.96)	-0.003** (-2.01)	-0.035* (-1.85)	-0.013*** (-4.02)	-0.012*** (-3.95)	0.019 (0.72)

变量	因变量: <i>Tradecredit</i>			因变量: <i>Loan</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Assetst</i>	-0.042*** (-4.00)	-0.041*** (-3.93)	-0.070*** (-2.99)	0.221*** (9.37)	0.219*** (9.30)	0.267*** (5.22)
<i>Size</i>	0.018*** (4.49)	0.019*** (4.63)	0.012 (0.99)	0.089*** (10.32)	0.088*** (10.28)	0.094*** (4.27)
<i>Age</i>	-0.019** (-2.24)	-0.020** (-2.34)	-0.008 (-0.38)			
<i>Ocash</i>	0.045*** (2.79)	0.046*** (2.84)	0.035 (0.90)			
<i>HHI</i>	6.027* (1.69)	5.989* (1.68)	12.078 (1.19)			
<i>Share</i>	0.017* (1.82)	0.017* (1.82)	0.020 (0.90)			
<i>Industry&Year</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>_cons</i>	-0.127*** (-3.47)	-0.125*** (-3.43)	-0.056 (-0.48)	-0.483*** (-5.84)	-0.487*** (-5.88)	-0.533** (-2.39)
<i>N</i>	1961	1961	403	1961	1961	403
<i>R-sq</i>	0.265	0.264	0.283	0.278	0.275	0.312
<i>F</i>	19.26	19.13	5.70	22.94	22.81	10.92

注:括号内的数值为经 White 异方差调整后的统计量; * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

资料来源:本文整理

3. 社会资本、法律环境与债务来源的回归分析
制度环境影响企业债务融资,表4报告了社会资本、法律环境与民营企业债务来源的主要回归结果。从表4中的(1)列和(2)列看,商业信用受到地区法律环境的影响较为明显,而从(4)列看,尽管显著性程度较弱,银行借款会受到地区金融发展水平的影响,说明法治水平影响企业之间的信用行为,良好的法律环境有助于企业之间债务合约的实现,而信贷资金分配的市场化有助于民营企业获得更多的银行借款,即金融发展水平越高的地区,民营企业获得银行借款相对越容易。总体来看,引入法

律环境和金融发展水平变量后发现,法治水平与商业信用成正相关关系,而金融发展水平与商业信用之间的关系并没有通过显著性检验,意味着民营企业对商业信用的使用受地区金融发展水平的影响较弱。从制度环境与银行借款的关系看,法治水平与银行借款成负相关关系,但没有通过显著性检验,而金融发展水平会对银行借款产生正向影响,与 Firth 等(2009)利用非上市私有企业调查数据进行研究的结论基本一致,金融环境的改善有助于减轻民营企业面临的信贷歧视,获得更多的银行借款。

表4 社会资本、制度环境与民营企业债务来源

变量	因变量: <i>Tradecredit</i>			因变量: <i>Loan</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Socialcom</i>	0.006** (2.21)			-0.056*** (-3.39)		

变量	因变量: <i>Tradecredit</i>			因变量: <i>Loan</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Socialcom * Legal</i>	-0.001 ** (-2.10)			0.002 *** (3.30)		
<i>Socialdon</i>		9.572 * (1.83)			-24.358 * (-1.89)	
<i>Socialdon * Legal</i>		-0.903 ** (-2.50)			2.044 ** (2.43)	
<i>Vb</i>			0.001 (1.36)			-0.001 (-1.22)
<i>Vb * Legal</i>			-0.00005 (-0.75)			0.0001 (0.55)
<i>Legal</i>	0.001 * (1.86)	0.001 * (1.80)	0.003 (1.47)	-0.001 (-1.07)	-0.001 (-1.12)	-0.005 (-1.46)
<i>Finance</i>	0.0002 (0.22)	0.0002 (0.33)	-0.001 (-0.62)	0.003 * (1.68)	0.002 (1.26)	0.003 (0.66)
<i>Other variables</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>_cons</i>	-0.137 *** (-3.75)	-0.129 *** (-3.52)	-0.062 (-0.55)	-0.464 *** (-5.44)	-0.499 *** (-5.88)	-0.536 ** (-2.31)
<i>N</i>	1961	1961	403	1961	1961	403
<i>R - sq</i>	0.269	0.269	0.294	0.281	0.277	0.319
<i>F</i>	18.09	18.11	5.81	21.51	21.09	9.61

注:括号内的数值为经 White 异方差调整后的统计量; * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ 。为节约篇幅,表中只保留了主要变量的回归结果

资料来源:本文整理

表4中的(1)~(3)列检验了法律环境对社会资本与民营企业商业信用关系的影响。从回归结果看, *Socialcom * Legal* 与 *Socialdon * Legal* 的系数为负值,且通过了显著性检验,而 *Socialcom*、*Socialdon*、*Legal* 的回归系数均为正,且均通过了显著性检验,这表明,社会资本与商业信用之间存在正相关关系,且法律环境较差的地区,社会资本对于民营企业获得商业信用更为重要,随着法治水平的提高,社会资本对于获得商业信用的重要性有所减弱,验证了假设 H_3 和假设 H_1 。表4中的(4)~(6)列检验了法律环境对社会资本与银行借款关系的影响。从回归结果看,引入制度环境变量之后,社会资本与银行借款之间的负向关系依然成立,而社会资本与法律环境的交乘项系数在(4)列和(5)列显著为正,说明法律环境的改善一定程度上弱化了社会资本与银行借款之间的负向关系。总体来看,

回归结果表明,制度环境差的地区,民营企业更加需要通过“体制之外”的途径如商业信用来缓解融资约束,社会资本在其中扮演了重要角色,而随着法律环境的改善,社会资本对民营企业债务融资的影响有所减弱,与 Ahlerup 等(2009)的结论基本一致。制度环境尤其是法治水平差的地区,社会资本对民营企业债务融资的影响更为明显,在这些地区,债务合约的制定、执行以及监督存在较高的成本,社会资本通过增进人与人之间的信任以及潜在的惩罚和约束机制,有助于债务合约的实现(Francois & Zabochnik, 2005; 周晔馨等, 2014)。在当前法律和金融制度尚未健全的现实背景下,丰富地区社会资本对于缓解民营企业面临的融资困难具有重要意义。

4. 进一步讨论

(1) 商业信用对银行借款的替代作用。正如前

文所分析的,社会资本与银行借款之间的负向关系一方面可能是由于我国银行体系的“金融压抑”等原因所致,另一方面则可能是由于社会资本在促进民营企业商业信用比重增加的同时“挤出”了银行借款。Peterson & Rajan(1997)发现,当企业无法从银行等金融机构获得借款时,会转而使用商业信用融资,商业信用成为银行贷款的替代性融资途径。金融市场欠发达的中国,商业信用是民营企业重要的非正式融资渠道,Ge & Qiu(2007)和 Cull 等(2009)的研究均表明,对于我国民营企业而言,商业信用与银行借款之间是相互替代的,商业信用对缓解民营企业融资约束尤其是短期融资困难起到了重要的作用。从表5对商业信用与银行借款关系的检验结果看,商业信用与银行借款成显著负相关关系,证实了商业信用与银行借款之间的替代关系,商业信用作为一种重要的“体外循环”对银行借款具有抵消作用(石晓军等,2009)。当前,通过征信体系建设、培育社会信用文化等途径丰富社会资本,有助于民营企业获得商业信用以替代有限的银行信贷资源,进而缓解融资难题。

(2)社会资本与债务期限。已有研究表明,商业信用通常是企业短期外部融资的一种重要途径,

但并不是长期融资的理想工具(Peterson & Rajan, 1997)。从前文的分析看,社会资本影响民营企业债务来源结构,那么,对企业债务期限结构会产生何种影响呢?现有有关企业债务期限影响因素的研究主要集中于法律、金融等正式制度视角(Fan 等,2012),部分文献如戴亦一等(2009)从社会资本视角考察了非正式制度对企业债务期限结构的影响,以长期负债占总负债的比重作为债务期限结构代理变量进行的研究表明,尽管显著性程度相对较弱,社会资本与长期负债比成正相关关系。以短期负债除以总负债(*Sdebt*)和长期负债除以总负债(*Ldebt*)作为债务期限结构的代理变量,本文检验了社会资本与债务期限结构的关系,主要结果报告在表5中。从表5的回归结果看,社会资本与短期负债成正相关关系,而与长期负债成负向关系,使用民间组织数量作为社会资本代理变量时通过了显著性检验,与戴亦一等(2009)的研究结论存在差异,原因可能是本文只选择了民营上市公司作为研究样本,对于民营企业而言,商业信用是一种重要的短期融资渠道,而社会资本丰富的地区,企业获得商业信用的比重相对较高,更有利于缓解短期融资约束,因而企业的短期负债比率相对较高。

表5 社会资本与债务来源、债务期限

因变量	<i>Tradecredit</i>	<i>Socialcom</i>	<i>Socialdon</i>	<i>Vb</i>	<i>R-sq</i>	<i>F</i>
<i>Loan</i>	-0.392*** (-8.54)				0.298	25.51***
		0.014*** (4.93)			0.210	16.03***
<i>Sdebt</i>			4.370 (0.55)		0.202	15.24***
				0.00004 (0.11)	0.282	6.12***
<i>Ldebt</i>		-0.014*** (-4.91)			0.210	16.01***
			-4.372 (-0.55)		0.202	15.22***
				-0.0001 (-0.15)	0.280	6.10***

注:括号内的数值为经 White 异方差调整后的统计量;* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$;为节约篇幅,表中只保留了主要变量的回归结果

资料来源:本文整理

5. 稳健性检验

(1)内生性检验。当企业及时偿还债务和利息之后能够增进人与人、企业与企业之间的相互信任,进而有助于提升当地的社会资本水平,这种内生性可能影响研究结论。潘越等(2009)选择无偿献血率作为社会资本的工具变量进行内生性处理,本文能够公开获得的献血率数据只有2004年和2005年数据,与样本期间存在较大差距。张维迎、柯荣柱(2002)的研究发现,教育水平、交通设施等因素能够充分解释我国各省份信任度的差异,刘凤委等(2009)在研究中选择了市场化程度、经济发展水平、交通情况和公民教育程度等作为信任的工具变量进行内生性处理。借鉴他们的做法,本文选择各省份人均GDP、交通情况(铁路营业里程、内河航道里程及公路里程之和)以及公民教育程度(大专以上受教育人数)作为社会资本指标之一社会捐赠(Socialdon)的工具变量,通过这些工具变量来预测

各地区的社会捐赠水平,然后使用社会捐赠的估计值替代计量模型中的社会资本变量进行相关的分析,受篇幅的限制,主要结果显示在表6中(1)列和(2)列以及(5)列和(6)列。从结果看,研究结论在考虑内生性的情况下依然是稳健的^①。

(2)不同数据样本的检验。受数据的限制,前文2008年和2009年制度环境数据采用的是2007年的数据,为了考察结论的稳健性,本文剔除2008年和2009年的样本观测值进行了重新检验。同时,由于社会捐赠水平可能受到特殊事件的影响,例如2008年发生的汶川大地震可能导致各地区捐赠水平的明显增加,且这种影响可能会持续到2009年,因此,本文进一步剔除了2008年和2009年样本观测值,重新检验了社会捐赠与商业信用、银行借款之间的关系,结果报告在表6中的(3)列和(4)列以及(7)列和(8)列。从表中的回归结果看,尽管显著性水平有所不同,主要结果无实质变化。

表6 稳健性检验结果

变量	因变量:Tradecredit				因变量:Loan			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Socialdon_pre	15.470** (2.21)	22.900 (1.58)			-26.461** (-2.10)	-99.742*** (-3.58)		
Socialdon_pre * Legal		-3.000** (-2.36)				7.250*** (2.70)		
Socialdon			15.346* (1.82)	41.148* (1.91)			-16.102 (-1.08)	-159.263*** (-3.39)
Socialdon * Legal				-3.925 (-1.46)				16.183*** (3.67)
Legal		0.002* (1.84)		0.002** (2.21)		-0.0002 (-0.10)		-0.001 (-0.67)
Finance		-0.0004 (-0.48)		-0.0007 (-0.74)		0.003 (1.24)		0.001 (0.60)
R-sq	0.266	0.269	0.283	0.291	0.276	0.280	0.260	0.270
N	1961	1961	1191	1191	1961	1961	1191	1191

注:括号内的数值为经White异方差调整后的统计量;* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01。为节约篇幅,表中只保留了主要变量的回归结果

资料来源:本文整理

五、结论与政策启示

1. 研究结论

制度影响企业的财务行为。已有研究的结论

表明,法律和金融等正式制度影响企业投融资行为(Fan等,2012),而另一些学者如Allen等(2005)的研究发现,在中国这样的转型经济国家,非正式制度如关系、信任、政治联系等通过降低交易成本在

^①对社会资本其他两个衡量指标进行的重新检验结果并没有明显的差异,限于篇幅未予以报告。

民营经济发展和融资中扮演了重要角色。作为一种重要的非正式制度,社会资本对于我国民营企业的融资产生了重要影响。本文以2002—2009年民营上市公司数据为样本,选择民间组织的数量、社会捐赠以及自愿无偿献血率等指标来衡量社会资本,证实了社会资本对企业债务来源的影响。研究发现,地区社会资本影响民营企业债务融资,社会资本丰富的地区,民营企业债务融资中银行借款相对较少而商业信用的比重相对较高,商业信用能够替代有限的银行信贷资源;社会资本对债务来源的影响受正式制度的调节,表现为法律环境较差的地区,社会资本对于民营企业债务融资更为重要,而随着法律环境的改善,社会资本对民营企业债务融资的影响有所减弱。进一步的研究表明,社会资本丰富的地区,民营企业短期债务比率相对较高。

2. 政策启示

在政府主导银行体系、市场机制难以有效发挥作用的现实背景下,银行倾向于将有限的信贷资源优先投放给国有企业,导致民营企业面临着金融歧视,这也是导致我国民营企业长期面临融资瓶颈的重要原因。本文的研究结论表明,社会资本对于缓解民营企业融资约束具有重要作用,丰富地区社会资本有助于民营企业获得更多的商业信用,进而替代银行信贷的不足,缓解企业面临的融资约束尤其是短期融资困难。本文结论的政策启示在于:

首先,深化金融体制改革,加强金融制度供给。尽管商业信用能够缓解短期融资困难,但对于我国民营企业而言,银行贷款始终是企业债务融资尤其是长期债务融资的主要来源,一些调查报告显示,银行贷款是民营企业、小微企业首选的融资渠道。因此,解决民营企业融资难的困境,需要从根本上深化金融体制改革,“清淤化积”,加强金融资源和

金融服务的供给,加快发展多层次资本市场、民营银行等中小金融机构和规范的互联网金融,拓宽民营企业融资渠道,为民营企业融资营造良好的金融环境。

其次,着力培育社会资本,充分发挥社会资本的融资功效。当前,我国金融制度尚未健全,在持续深化金融体制改革的同时,政府和有关部门还应着力培育社会资本,一方面,加快和完善个人与企业征信体系建设,充分发挥大数据、云计算等技术在征信体系建设过程中的作用,建立有效的信用信息共享机制和失信惩戒机制,培育社会信用文化;另一方面,充分发挥商会、协会等民间组织的积极影响,搭建企业与金融机构的交流合作平台,通过民间组织向金融机构推介民营企业发展项目,为其克服融资困扰提供良好的外部环境。

最后,完善法律制度建设。社会资本及其作用的发挥受正式制度的影响,例如法律制度执行质量和效率的提高能够促进人们对社会规范、价值观等的遵守。因此,在推进金融制度建设、培育社会资本的同时还应全面推进依法治国,严格执法、公正司法,以为民营企业发展提供更为充分的法律保障。

此外,企业之间的商业信用行为容易导致债务的盘根错节,因此,政府部门还需要对商业信用行为进行严格的监管,以防企业之间“三角债”问题的历史重演。

需要指出的是,本文考察了民营企业所在地区社会资本对企业债务来源、债务期限等的影响,而没有结合企业自身拥有的社会资本例如企业家社会关系网络系统地讨论企业内外部社会资本的综合作用,这是本文的局限性所在,同时也是未来值得深入探讨的研究方向。

参考文献:

- [1] Adler, P. S., Kwon, S. W. Social Capital: Prospects for a New Concept[J]. *Academy of Management Review*, 2002, (27): 17-40.
- [2] Ahlerup, P., Olsson, O., Yanagizawa, D. Social Capital vs Institutions in the Growth Process[J]. *European Journal of Political Economy*, 2009, (25): 1-14.
- [3] Allen, F., Qian, J., Qian, M. Law, Finance, and Economic Growth in China[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, (77): 57-116.
- [4] Brandt, L., Li, H. B. Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information or Incentives[J]. *Journal of Comparative Economics*, 2003, (31): 387-413.

- [5] Coleman, J. S. Social Capital in the Creation of Human Capital[J]. American Journal of Sociology, 1988, (94): 95 - 120.
- [6] Cull, R., Xu, L. C., Zhu, T. Formal Finance and Trade Credit during China's Transition[J]. Journal of Financial Intermediation, 2009, (18): 173 - 192.
- [7] Fan, J. P. H., Rui, O. M., Zhao, M. X. Public Governance and Corporate Finance: Evidence from Corruption Cases[J]. Journal of Comparative Economics, 2008, 36, (3): 343 - 384.
- [8] Fan, J. P. H., Titman, S., Twite, G. An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices[J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 2012, 47, (1): 23 - 56.
- [9] Firth, M., Lin, C., Liu, P., Wong, S. M. L. Inside the Black Box: Bank Credit Allocation in China's Private Sector[J]. Journal of Banking & Finance, 2009, (33): 1144 - 1155.
- [10] Francois, P., Zabojnik, J. Trust, Social Capital, and Economic Development[J]. Journal of the European Economic Association, 2005, (3): 51 - 94.
- [11] Ge, Y., Qiu, J. P. Financial Development, Bank Discrimination and Trade Credit[J]. Journal of Banking & Finance, 2007, (31): 513 - 530.
- [12] Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L. The Role of Social Capital in Financial Development[J]. American Economic Review, 2004, (94): 526 - 556.
- [13] Knack, S., Keefer, P. Does Social Capital Have an Economic Payoff? A Cross-Country Investigation[J]. Quarterly Journal of Economics, 1997, 112, (4): 1251 - 1288.
- [14] Petersen, M. A., Rajan, R. G. Trade Credit: Theory and Evidence[J]. Review of Financial Studies, 1997, (10): 661 - 691.
- [15] Portes, A. Social Capital: Its Origins and Applications in Modern Sociology[J]. Annual Review of Sociology, 1998, (24): 1 - 24.
- [16] Putnam, R. D. Social Capital Measurement and Consequences[J]. Canadian Journal of Policy Research (Isuma), 2001, 2, (1): 41 - 51.
- [17] Putnam, R. D. The Prosperous Community: Social Capital and Public Life[J]. The American Prospect, 1993, (13): 35 - 42.
- [18] Stulz, R. M., Williamson, R. Culture, Openness, and Finance[J]. Journal of Financial Economics, 2003, (70): 313 - 349.
- [19] Zeng, Y. M., Zhang, J. S. The Value of Social Capital as an Informal Institution: Evidence from Firms' Debt Financing in China[R]. CFRN Working Paper, 2011.
- [20] 边燕杰, 丘海雄. 企业的社会资本及其功效[J]. 北京: 中国社会科学, 2000, (2).
- [21] 戴亦一, 张俊生, 曾亚敏, 潘越. 社会资本与企业债务融资[J]. 北京: 中国工业经济, 2009, (8).
- [22] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2009 年报告[M]. 北京: 经济科学出版社, 2010.
- [23] 科斯, 阿尔钦, 诺思. 财产权利与制度变迁[M]. 上海人民出版社, 1994.
- [24] 刘凤委, 李琳, 薛云奎. 信任、交易成本与商业信用模式[J]. 北京: 经济研究, 2009, (8).
- [25] 卢锋, 姚洋. 金融压抑下的法治、金融发展和经济增长[J]. 北京: 中国社会科学, 2004, (1).
- [26] 陆铭, 李爽. 社会资本、非正式制度与经济发展[J]. 北京: 管理世界, 2008, (9).
- [27] 潘越, 戴亦一, 吴超鹏, 刘建亮. 社会资本、政治关系与公司投资决策[J]. 北京: 经济研究, 2009, (11).
- [28] 石晓军, 张顺明, 李杰. 商业信用对信贷政策的抵消作用是反周期的吗? [J]. 北京: 经济学(季刊), 2009, (1).
- [29] 肖作平, 张樱. 社会资本对银行贷款契约的影响[J]. 深圳: 证券市场导报, 2014, (12).
- [30] 游家兴, 邹雨菲. 社会资本、多元化战略与公司业绩[J]. 天津: 南开管理评论, 2014, (5).
- [31] 余明桂, 潘红波. 金融发展、商业信用与产品市场竞争[J]. 北京: 管理世界, 2010, (8).
- [32] 余明桂, 潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. 北京: 管理世界, 2008, (8).
- [33] 张维迎, 柯荣柱. 信任及其解释: 来自中国的跨省调查分析[J]. 北京: 经济研究, 2002, (10).
- [34] 周晔馨, 涂勤, 胡必亮. 惩罚、社会资本与条件合作[J]. 北京: 经济研究, 2014, (10).
- [35] 朱凯, 陈信元. 银行腐败与公司资本结构决策[J]. 北京: 金融研究, 2007, (1).

Does Social Capital Matter for Private Enterprises' Debt Sources?

XU Ye-kun¹, LI Wei-an²

(1. Business School, Liaoning University, Shenyang, Liaoning, 110036, China;

2. China Academy of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin, 300071, China)

Abstract: The capital market and economy rely on both formal and informal institutions, and the weaknesses of formal institutions are solved mainly by informal mechanisms. As an important informal mechanism, social capital could affect the allocation of financial resources by promoting the relationship among participants in economic activities; however, the role of social capital is affected by formal institutions, which is proved by academic work.

As for China, private enterprises make great contributions to economy's rapid development; however, the dilemma of financing is always the most difficult problem for most private enterprises, and the problem is more severe under current economic circumstance. Allen et al. (2005) argue that alternative mechanisms like reputation and relationships are remarkably effective in the Private Sector, while social trust shapes China's social values and institutions, for corporate financing, reputation- and relationship-based implicit contractual agreement works effectively, financing from private credit agencies instead of banks is the most important channel for its growth. Thus, this paper aims to answer whether social capital could contribute to private enterprises' financing or not, moreover, since influences of social capital are mediated by legal institutions which providing the fundament for the enforcement of debt contract, this paper also investigates the role of legal system.

Social capital could be help for alleviating the financing problems of private enterprises. This paper chooses the data of private listed companies from 2002 to 2009 as a sample to study the relationship among social capital, institutional environment and debt financing. The empirical evidence indicates that social capital affects the debt sources of private enterprises, in regions with plentiful social capital, the amount of bank loans is smaller while the proportion of trade credit is higher in the debt financing of private companies, and trade credit can substitute the limited loan resources to some extent. In addition, legal institution affects the relationship between social capital and debt sources, in regions with weak legal environment, social capital is more critical for private enterprises' debt financing especially the trade credit. The results also suggest that the short-term debt ratio is relatively higher in private enterprises in regions with plentiful social capital.

This paper makes several contributions to the literature. First, our findings provide empirical evidence for the effects of both social capital and legal system as well as their substitution effect on corporate debt sources by adopting the data of private enterprises in China. The results suggest that social capital is more important for private enterprises' debt financing in regions with weak legal system, while the effects of social capital decrease with the improvement of legal environment, thus providing evidence for the substitution effects of social capital and legal system from the view of corporate financing. Second, this paper enriches academic literature on the effects of social capital on corporate financing from the view of debt sources. This paper proves the substitution relation between bank loans and trade credit, and extends the work on the micro economic consequences of social capital. In addition, the conclusions not only prove the effects of informal institutions on enterprises' financing, but also provide important implications for solving the current dilemma of private enterprises' financing.

Key Words: informal institutions; social capital; institutional environment; debt sources

(责任编辑:鲁言)