

社会地位会影响企业融资约束吗?*

——来自 A 股民营上市公司的经验证据

陈 钢 王 栋

(河南财经政法大学工商管理学院,河南 郑州 450046)



内容提要: 本文从企业的社会性对经济性行为影响的视角研究社会地位对民营企业融资约束的影响。以 2009—2018 年沪深 A 股民营上市公司为研究样本,研究发现社会地位越高的企业面临的融资约束程度越小。将企业所在地区的市场化程度以及企业高管的金融背景纳入考虑之后,研究发现相比于市场化程度较高的地区,在市场化程度较低地区,社会地位缓解企业融资约束的效果更为显著;相较于拥有金融关联的企业,没有金融关联的企业提升社会地位更有利于缓解融资约束。且进一步研究发现,在市场化程度较低地区,没有金融关联的企业社会地位缓解融资约束的效果最为显著。这些结论不仅拓展了企业“社会属性”对其“经济性”行为的影响研究,而且能够为民营企业缓解融资约束提供有益借鉴,尤其是处在市场化程度不高地区,且不存在金融关联的民营企业。

关键词: 民营上市公司 社会地位 融资约束

中图分类号: F276.6 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2020)02—0160—15

一、引 言

外部融资不顺畅是民营企业健康发展过程中面临的关键难题(Cull 和 Xu, 2005^[1]; 邓建平和曾勇, 2011^[2]; 李维安等, 2015^[3]), 使得解开民营企业融资约束的“黑箱”成为理论界与实践界关注的热点议题之一。现有研究认为, 引发民营企业面临融资约束问题的主要原因在于信息不对称和代理问题(Stiglitz 和 Weiss, 1981^[4]; 邓建平和曾勇, 2011^[2]; 邓川和孙金金, 2014^[5]), 且主要从政府政策、法律保护和金融发展等正式制度视角(Love, 2003^[6]; 朱红军等, 2006^[7]; 黄志忠和谢军, 2013^[8]; 于文超等, 2018^[9]), 以及社会信任、关系和声誉机制等非正式制度视角(Allen 等, 2005^[10]; Mitchell 和 Walker, 2010^[11]; 邓建平和曾勇, 2011^[2]) 探究解决这两类主要问题, 进而缓解民营企业融资约束的内外部路径。然而, 这些研究都将企业个体视为单纯的“经济性”组织, 没有关注到其拥有的“社会属性”。企业个体因嵌入在社会单元中而具备社会属性(Podolny, 1993^[12]; 2005^[13]; Friedkin, 2001^[14]), 也会因处于社会建构的等级制度中的不同位置而拥有不同的地位(Merton, 1957^[15]; Weber, 1968^[16])。同时, 有研究表明, 地位能够显著影响企业的行为和行为结果(Podolny,

收稿日期: 2019 - 10 - 11

* 基金项目: 国家自然科学基金项目“基于治理特殊性的企业基金会自主性研究”(71802072); 国家自然科学基金重点项目“现代社会治理的组织与模式研究”(71533002); 中国博士后科学基金面上项目“银行间市场摩擦能抑制地方政府债务吗?”(2018M641971)。

作者简介: 陈钢, 男, 讲师, 管理学博士, 研究领域是公司治理与社会组织治理, 电子邮箱: chengang20061988@126.com; 王栋, 男, 讲师, 管理学博士, 研究领域是公司治理, 电子邮箱: 35425071@qq.com。通讯作者: 王栋。

2001^[17]; Benjamin 和 Podolny, 1999^[18]; Jensen, 2003^[19]; Castellucci 和 Ertug, 2010^[20]; Bothner 等, 2012^[21]; Shen 等, 2012^[22])。比如, Shen 等(2012)^[22]研究发现, 并购双方的社会地位差异会对双方并购后的市场表现产生显著影响。由此, 本文认为, 在由众多民营企业与金融机构和相关部门所构成的社会体系中, 社会地位会对民营企业面临的融资约束产生影响, 原因有以下几个方面: 第一, 从信息传递来看, 社会地位蕴含着企业潜在的品质、产品质量等方面的信息(Merton, 1987^[23]; Chen 等, 2012^[24]), 为金融机构和相关部门搜寻企业的相关信息提供有益参考, 这可能在一定程度上能够缓解其与企业之间的信息不对称。第二, 根据角色理论, 地位所具有的认知干扰功能, 会使得市场参与者对地位高的企业产生正面的评价(Benjamin 和 Podolny, 1999)^[18], 这就可能意味着不同社会地位的企业不仅拥有同金融机构和相关部门“谈判”的不同强度的话语权, 而且实现金融机构和相关部门对其的期望的可能性也不同, 进而影响金融机构和相关部门的相关决策。第三, 从缓解代理问题来看, 社会地位较高的组织通常比社会地位较低的组织更加经常地出现在诸如政府、媒体、证券分析师等公众视线中(Phillips 和 Zuckerman, 2001)^[25], 这可能使得社会地位较高的企业受到的外部监督更为严格, 有助于缓解代理问题, 进而强化金融机构和相关部门的信心。有鉴于此, 本文从企业具有社会性的角度出发, 研究社会地位与民营企业融资约束之间的具体关系, 试图回答如下问题: 民营企业在寻求外部融资时, 是否会遭遇银行、证券、保险等金融机构和相关部门“看人下菜碟”的现象? 也就是说, 社会地位是否会影响到民营企业面临的融资约束? 更进一步地, 如果存在影响, 这种影响是否在不同市场化程度地区的民营企业间存在差异? 同时, 在中国“关系型”社会情境中, 没有依靠“某个人或者某几个人”同金融机构和相关部门搭建关系的民营企业是否可以通过提升社会地位缓解融资约束?

为了解答以上问题, 本文以 2009—2018 年沪深 A 股民营上市公司为研究样本, 考察社会地位对融资约束的具体影响, 实证结果发现, 社会地位越高的民营企业面临的融资约束程度越小。进一步将企业所在地区的市场化程度以及是否拥有金融背景高等正式与非正式制度纳入考察, 实证结果发现, 相较于市场化程度较高的地区, 在市场化程度较低的地区, 社会地位越高的民营企业面临的融资约束程度越小; 相较于拥有金融关联的民营企业, 没有金融关联的民营企业社会地位越高, 其面临的融资约束程度越小, 且在市场化程度较低的地区更为凸显, 这可能意味着民营企业社会地位与金融关联在缓解融资约束的效果中存在替代效应。

本文可能的贡献在于: 第一, 从企业具有的社会属性视角拓展了民营企业融资约束研究, 实证检验了企业在社会体系中所拥有的地位对其融资约束影响的存在性; 第二, 将社会学学科的角色理论应用于企业的经济性问题分析中, 有助于交叉学科理论与现实问题之间的紧密融合; 第三, 拓展了从非正式制度视角考察企业融资约束的研究, 实证检验了存在金融关联的企业同不具有金融关联的企业社会地位与融资约束之间关系的差异, 为后续相关研究提供了新的视角。

二、理论推演与研究假设

1. 社会地位与民营企业融资约束

现有研究认为, 民营企业面临融资约束的两个主要原因分别是信息不对称和代理问题(Stiglitz 和 Weiss, 1981^[4]; 邓川和孙金金, 2014^[5]), 且大都从政府政策、法律保护和金融发展等正式制度视角(Love, 2003^[6]; 朱红军等, 2006^[7]; 黄志忠和谢军, 2013^[8]; 于文超等, 2018^[9]), 以及关系和声誉等非正式制度视角(Allen 等, 2005^[10]; 邓建平和曾勇, 2011^[2])探讨缓解民营企业所面临的融资约束的可能路径。不过, 现有研究大都将企业视为“经济性”组织, 没有关注到企业嵌入社会单元中而存有“社会属性”这一事实。有研究认为, 企业处于社会建构的等级制度中会形成固有的地位

(Podolny, 1993^[12]; Friedkin, 2001^[14])。这种地位指的是社会体系中社会建构的秩序或排名,强调的是社会等级的差异(Podolny, 2005)^[13]。同时,有研究表明社会地位能够显著影响企业的行为以及行为结果(Podolny, 2001^[17]; Benjamin 和 Podolny, 1999^[18]; Castellucci 和 Ertug, 2010^[20]; Bothner 等, 2012^[21]; Shen 等, 2012^[22])。有鉴于此,本文认为,社会地位会对民营企业融资约束产生影响,其理论依据有以下几个方面:

首先,从信息传递来看,社会地位蕴含着企业潜在的品质、产品质量和外表现等方面的信息,能够为金融机构和相关部门搜寻企业的相关信息提供有益参考,这可能一定程度上有助于缓解金融机构和相关部门与企业之间的信息不对称。具体来说,在资本市场中,企业潜在的品质通常不容易被外界所察觉,这使得交易双方之间存在信息不对称(Akerlof, 1970)^[26],且这种情况随着环境不确定性的增加而加剧(Spence, 1973)^[27]。基于市场参与者具有自我强化能力的共识(Merton, 1968)^[28],有研究认为,处于不同地位的企业品质变化是可预测的,并且这些品质差异随着时间的推移会保持稳定,所以社会地位可以作为向外界传递企业不可观察品质、产品质量等方面信号的媒介(Podolny, 1993)^[12]。因此,这能够使得其他人可以利用企业的社会地位进一步推断其潜在的、不可观察的品质,并决定他们应该如何采取行动(Shen 等, 2012)^[22],且根据企业的地位推断其拥有的潜在品质有助于促进经济交易的达成(Benjamin 和 Podolny, 1999^[18]; Jensen, 2003^[19])。除此之外, Merton(1987)^[23]研究认为,地位高的企业社会体系中具有更好的外在表现和声誉,也传递出其拥有高质量的产品或行为等方面的信号。Chen 等(2012)^[24]研究指出,社会地位是个人或组织在一个明确定义的社会等级中所占据的特定类别,社会地位高能够为组织带来更多的尊重和尊敬,且社会地位高的组织的产品通常被认为是高质量的。那么,在民营企业寻求外部融资时,社会地位高的企业通常给金融机构和相关部门带来的第一印象可能就是内部运作良好、产品质量可信、外界声誉较高等可观测或者不可观测的多样性信息,这不仅能够节省金融机构和相关部门搜寻企业相关信息的成本,而且能够增强金融机构和相关部门对企业履约能力或者为其带来预期收益等方面的信心,这些自然有助于社会地位高的企业与金融机构和相关部门之间达成融资协议,从而缓解融资约束。

其次,根据角色理论,地位所具有的认知干扰功能,会使得市场参与者对地位高的企业产生更加正面的评价(Benjamin 和 Podolny, 1999)^[18],这就可能意味着不同社会地位的企业不仅拥有同金融机构和相关部门“谈判”的不同强度的话语权,而且能够实现金融机构与相关部门对其所拥有的履约能力的期望的可能性也不同,进而影响金融机构和相关部门的相关决策。具体而言,在社会和组织发展过程中,相互依存各方的地位不对等是不可避免且无处不在的(Berger 等, 1980)^[29],而且这种地位不对等有助于各方理清如何进行社会互动(Sutton 和 Hargadon, 1996)^[30]。同时企业社会体系中占据的不同地位赋予了其特有的角色和义务(Podolny, 2005)^[13],也反映了市场参与者对企业的期望(Phillips 和 Zuckerman, 2001)^[25],这就意味着清晰的地位等级不仅有助于更好地确定相互依存的企业彼此是处于主导地位还是跟随地位(Shen 等, 2012)^[22],而且有助于市场参与者判断他们应该做什么以及如何去做(He 和 Huang, 2011)^[31]。因此,当企业的社会地位不同时,它们的动机和期望就会有所区别,并且可以根据自己所拥有的不同角色行事。现有研究提供了地位差异如何影响企业间互动的证据。例如, Castellucci 和 Ertug(2010)^[20]以一级方程式赛车竞标赛为例,研究赛车队和发动机提供商之间的地位差异所带来的后果时发现,地位较低的发动机提供商更愿意为地位较高的赛车队提供更好的服务。基于这些,本文认为可能有两个方面的原因使得社会地位高的企业面临的融资约束程度更小。一方面,社会地位高赋予了企业特定的角色,是其在社会体系中身份的象征(Benjamin 和 Podolny, 1999)^[18],而且有助于获得更多的尊重(Carline 等, 2009)^[32]。在这个意义

上,民营企业同金融机构和相关部门进行“谈判”的过程中,无论对于竞争对手还是金融机构和相关部门而言,社会地位高的企业都更可能处于相对主导地位,或者说拥有更强的话语权,这可能使得金融机构和相关部门更倾向于向其提供支持,从而缓解其面临的融资约束。另一方面,银行、证券、保险等金融机构和相关部门向企业提供融资时,会更多地期望企业拥有较小的后期还款风险、较好的企业未来发展前景,以及能够有效地履行贷款契约(孙峥等,2005)^[33],进而维持其收益稳定。有研究认为,地位较高的组织比地位较低的组织获取机会和无形或有形资源的能力更强(Phillips和Zuckerman,2001)^[25],比如更丰富的社会资源和社会网络关系(Podolny,2005)^[13],这意味着社会地位高的企业可能拥有一种潜在的担保与声誉机制,就使得其拥有实现金融机构与相关部门的期望的更大可能性,进而增强这些部门对于社会地位高的企业的信心,从而更可能得到更为丰厚的支持,缓解企业的融资约束。

除此之外,从缓解代理问题来看,社会地位能够为缓解企业的代理问题间接助力。通常情况下,社会地位较高的组织通常会比社会地位较低的组织更加经常地出现在公众视线中(Phillips和Zuckerman,2001)^[25],比如政府、媒体、证券分析师等,这可能使得社会地位较高的企业的高层管理者受到的外部监督更为严格,进而更为有效地约束其可能存在的机会主义行为,缓解代理问题。如此,金融机构与相关部门更可能相信社会地位高的企业获得的融资支持不会因企业高层管理者的低效使用,甚至滥用而影响到企业的还款风险、发展前景以及履约能力,进而更可能为其提供更多支持,从而缓解企业面临的融资约束。因此,本文提出如下假设:

H₁:民营企业社会地位与融资约束程度呈负相关关系。

2. 市场化程度、社会地位与民营企业融资约束

金融市场的发展对企业融资约束有着重要影响得到国内外诸多学者的广泛证实(Love,2001^[6];朱红军等,2006^[7])。虽然我国市场化进程的稳步推进取得了显著的成果,但呈现出行政区域层面上的不平衡现象(邓建平和曾勇,2011)^[2],这意味着不同地区的金融市场减轻信息不对称程度和代理问题的力量有所不同,使得缓解企业融资约束的效果存有差异。因此,市场化程度差异必然会影响到社会地位与企业融资约束之间的关系。具体原因可能有以下几个方面:

首先,在市场化程度较低的地区,企业同外界的信息不对称程度相对更高,这可能使得社会地位具有的信息传递属性在这些地区起到的作用更大。有研究指出,金融机构和相关部门,尤其是银行给予企业支持时,更可能面临借贷双方的信息不对称(罗党论和甄丽明,2008)^[34]。所以,在市场化程度较低的地区,社会地位所具有的能够将企业内部不可观察的品质、产品质量、运营状况等方面的信息向外界传递的功能,更加有助于减弱金融机构和相关部门与企业之间存在的信息不对称,进而使得社会地位在缓解企业面临的融资约束时能够发挥更为明显的效用。

其次,在市场化程度较低的地区,市场化政策仍旧不完善,这使得社会地位这种象征企业身份的机制在这些地区可能发挥更大的作用。邓建平和曾勇(2011)^[2]研究指出,银行同企业之间的贷款契约通常不是经市场机制,而是由行政审批达成,这就使得贷款申请和批准可能更加不透明和不公正。这就很有可能意味着金融机构和相关部门给予企业支持的原因并非全是市场化或者说经济性的,还很可能是社会性的。所以,在市场化程度低的地区,社会地位这种象征企业身份,且影响企业话语权强度的社会性因素,能够对金融机构和相关部门的相关决策产生影响,进而发挥更为明显的缓解融资约束的效用。

第三,在市场化程度较低的地区,普遍存在着各种法律保护不健全、信任文化较为缺失等方面的问题(邓建平和曾勇,2011)^[2],社会地位这种潜在的担保机制可能发挥更大的作用。具体

来说,在这些地区,社会地位作为一种社会性因素,可以通过带给企业更多机会和有形或者无形资源而形成一种潜在的担保机制,在缓解因法律保护不健全、信任文化缺失等所导致的金融机构和相关部门对民营企业履约信心不足所发挥的作用可能会更加明显。那么,相较于市场化程度较高地区,市场化程度较低地区的企业社会地位缓解融资约束的效用会更为凸显。因此,本文提出如下假设:

H₂:相较于市场化程度较高地区,在市场化程度较低地区,社会地位与企业融资约束之间负相关关系更加显著。

3. 金融关联、社会地位与民营企业融资约束

金融关联对企业面临的融资约束有着重要影响得到国内外学者的广泛证实(Burak 等, 2008^[35]; Ciamarra, 2012^[36]; 邓建平和曾勇, 2011^[2])。本文认为,金融关联也会影响到社会地位与融资约束之间的关系,原因可能在于以下几个方面:

首先,金融关联作为一种由“人”构成的信息传递渠道,有着减弱金融机构和相关部门与企业之间的信息不对称的作用(邓建平和曾勇, 2011)^[2]。那么,这可能会使得企业不可观察品质、产品质量、运营状况等方面的内部信息经由金融关联这一渠道被金融机构和相关部门所获知,导致社会地位发挥的信息传递效用减弱。反之,不存在金融关联的企业内部各方面信息向金融机构和相关部门传递的渠道受限,这就使得社会地位这一能够向外界传递企业内部不可观测到的正面信息的渠道发挥作用的可能性更大。

其次,金融关联能够提供由“人”形成的潜在的担保机制,能够在一定程度上增强金融机构和相关部门对于企业的信心(邓建平和曾勇, 2011)^[2]。那么,不存在金融关联的企业因缺乏这种由“人”形成的潜在担保机制,使得其获得金融机构和相关部门的信任更加困难,这就会使得社会地位这一同样能够为企业提供隐形担保的机制发挥更为明显的效用。另外,作为一种“关系”,金融关联本身是一种资源外,还是一种能够调动和获取更多资源的资源,进而有助于增强企业的履约能力。那么,对于不存在金融关联的企业而言,在缺少由“人”搭建而成的关系的情况下,自然会使得社会地位这种能够为企业带来更多机会和无形或有形资源的机制发挥的效用更加明显。因此,本文提出如下假设:

H₃:相较于拥有金融关联的企业,不存在金融关联的企业社会地位与融资约束之间的负相关关系更加显著。

三、研究设计

1. 样本和数据来源

由于本文应测算滞后一期的社会地位的数据,所以选取2008—2018年沪深A股上市公司为初始样本。其中将2008年作为样本起始年的原因是:一是避免我国从2007年开始实行《公司法》和《证券法》所引起的环境变化对结果产生影响;同时,测量社会地位的模型中相关变量的数据需要滞后一期处理。二是国泰安(CSMAR)中高层管理者的金融背景相关数据信息从2008年开始披露,且在模型中需要滞后一期使用。进一步地,为了消除可能存在异常社会地位的样本上市公司,对初始样本进行以下筛选:1)剔除金融行业上市公司;2)剔除当年首次公开发行股票的上市公司;3)剔除ST和*ST类上市公司;4)剔除数据不全及净资产小于0的上市公司。经过此轮处理,得到21411个测算社会地位的样本。

对于融资约束的测量,遵照前人相关研究(黄宏斌等, 2016)^[37],对“国泰安(CSMAR)数据库—民营上市公司文件库”中的初始样本进行以下筛选:1)剔除金融服务行业上市公司;2)剔除当年首次公开发行股票的上市公司;3)剔除ST和*ST类上市公司;4)剔除总资产及净资产小于0的上市

公司;5)剔除数据不全及明显异常值样本。加之构建的测算公司社会地位的模型中相关变量使用的数据以及高管金融背景等数据均需滞后一期处理,所以本文最终得到 2009—2018 年共 8131 个样本。

本文所使用的研究样本的分析师关注数量、高管金融背景以及财务数据等方面的数据均来源于国泰安(CSMAR)数据库。制度环境数据来源于王小鲁等(2018)^[38]编制的中国分省份市场化指数报告。另外,为了尽可能地避免极端异常值可能对本文研究结论造成影响,将所有回归模型中的变量均在样本 1% 和 99% 分位数部位进行了 Winsorize 处理。

2. 模型设定与相关变量说明

参照 José 和 Francisco(2015)^[39]、万良勇等(2015)^[40]和黄宏斌等(2016)^[37]等的相关研究,本文借鉴 Almeida 等(2004)^[41]使用的现金—现金流敏感性方法测算企业面临的融资约束,建立如下模型:

$$\Delta Cash_{i,t} = \alpha + \beta_1 CF_{i,t} + \beta_2 DStd_{i,t} + \beta_3 DNwc_{i,t} + \beta_4 Expend_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \sum TIME + \sum ID + \varepsilon \quad (1)$$

其中,现金持有量变动($\Delta Cash$)测算为企业现金及现金等价物增加额与年初总资产的比值;净现金流(CF)测算为企业经营活动现金净流量与年初总资产的比值;流动负债变动($DStd$)测算为企业流动负债增加额与年初总资产的比值;净营运资本变动($DNwc$)测算为企业营运资本增加额与年初总资产的比值;资本支出($Expend$)测算为企业构建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金与年初总资产的比值;投资机会($Growth$)测算为企业主营业务收入增加额与上年度主营业务收入的比值;公司规模($Size$)测算为企业总资产账面值的自然对数。

为了检验本文假设 H_1 ,在模型(1)基础上加入社会地位($Status$),以及社会地位与净现金流的交乘项($Status_CF$),建立如下模型:

$$\Delta Cash_{i,t} = \alpha + \beta_1 CF_{i,t} + \beta_2 Status_{i-1} + \beta_3 CF_{i,t} \times Status_{i-1} + \beta_4 DStd_{i,t} + \beta_5 DNwc_{i,t} + \beta_6 Expend_{i,t} + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 Size_{i,t} + \sum TIME + \sum ID + \varepsilon \quad (2)$$

为了检验假设 H_2 和假设 H_3 ,将样本分别根据所在地区的市场化程度高或低以及是否存在金融背景分为两组子样本,进而在模型(2)的基础上进行考察。其中,市场化程度($Market$)根据王小鲁等(2018)^[38]编制的中国分省份市场化指数报告进行测算,由于该报告仅包含 2008—2016 年的数据,所以参照余明桂等(2010)^[42]的做法,采用样本年的前两年的平均值预测其他未披露年份的数据,进而根据年度各省份市场化指数的中位数测算,高于中位数的样本取值为 1,否则为 0;金融背景($Finance$)根据样本公司是否有曾经或者现在在银行、证券、保险、信托和基金等公司任职的高管测算,是为 1,否为 0,其中高管包含董事会、高级管理者和监事会等成员。

而对于企业社会地位的详细测算过程为:根据马太效应(Merton, 1968)^[28],社会地位的一种表现是在既定的质量或者业绩的水平上,社会地位高会带来更丰厚的收益(Bothner 等,2012)^[21]。那么,在资本市场中,上市公司会因受到更多的分析师关注而获得更多收益(Shen 等,2012)^[22],原因在于更多的分析师关注有助于公司吸引更多的投资者,从而获得丰厚收益(Merton, 1987)^[23]。进一步地,有研究发现除了公司规模、股票收益率、总资产收益率和股票收益波动率等会对分析师关注产生影响外(Lang 和 Lundholm, 1996^[43];Zhang, 2006^[44]),企业的社会地位也会显著地正向影响分析师关注数量(Shen 等,2012)^[22]。有鉴于此,本文借鉴 Shen 等(2012)^[22]的研究,采用如下模

型测算民营上市公司的社会地位:

$$\begin{aligned} \ln Coverage_{t-1} = & \alpha_0 + \beta_0 \ln Assets_{t-1} + \gamma_0 \ln Ret_{t-1} + \theta_0 ROA_{t-1} \\ & + \rho_0 STDRET_{t-1} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

其中, $\ln Coverage$ 代表企业在样本年度的 12 月份的分析师关注数量加 1 后取自然对数的值; $\ln Asset$ 代表企业总资产取自然对数的值; $\ln Ret$ 代表企业的累计股票收益率加 1 后取自然对数的值; ROA 代表企业的总资产收益率; $STDRET$ 代表企业的月度股票收益率的标准差。该模型中使用的变量数据均滞后一期,在此基础上,利用年度横截面数据进行回归,将所得残差进行标准化的值作为测算企业社会地位 ($Status$) 的指标。

另外,本文还控制了年份效应和行业效应。主要变量的定义与说明如表 1 所示。

表 1 主要变量定义与说明

变量类型	变量符号	变量名	变量含义
因变量	$\Delta Cash$	现金持有量变动	企业现金及现金等价物增加额与年初总资产的比值
自变量	$Status$	社会地位	模型 3 对样本年度横截面数据回归所得残差的标准化值
控制变量	CF	净现金流	企业经营活动现金净流量与年初总资产的比值
	$DStd$	流动负债变动	企业流动负债增加额与年初总资产的比值
	$DNuc$	净营运资本变动	企业营运资本增加额与年初总资产的比值
	$Expend$	企业资本支出	企业构建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金与年初总资产的比值
	$Growth$	投资机会	企业主营业务收入增加额与上年度主营业务收入的比值
	$Size$	公司规模	企业总资产账面值的自然对数
	$Market$	市场化程度	根据王小鲁等(2018) ^[38] 发布的分省份、分年度市场化指数中位数测算,大于中位数为 1,否则为 0
	$Finance$	金融背景	企业高管曾经或现在是否在金融机构任职,是为 1,否为 0
	$Year$	年份效应	本文样本共涉及 10 个年份,运行 9 个时期哑变量
$Industry$	行业效应	参照中国证监会行业分类 2012 版,并将制造业进一步细分,本文样本共涉及 21 个行业,运行 20 个行业哑变量	

资料来源:本文整理

四、实证分析

1. 描述性统计

本文使用的主要变量的描述性统计结果如表 2 所示。其中,现金持有变动变量 ($\Delta Cash$) 的均值为 0.03,最小值为 -0.23,最大值为 0.65,说明样本公司的现金持有变动水平较小,但也不乏部分现金持有变动水平较高的样本公司。净现金流量变量 (CF) 的均值是 0.05,最小值为 -0.3,最大值为 0.38,说明可见样本公司的净现金流量平均水平不高,但也存有净现金流相对充足的样本公司。社会地位 ($Status$) 的均值为 0.04,标准差为 0.99,中位数为 -0.32,说明样本公司的社会地位普遍偏低,且存有一定差异。市场化程度 ($Market$) 均值为 0.81,说明有 81% 的样本公司处于市场化程度相对较高的地区。高管金融背景 ($Finance$) 均值为 0.63,说明有 63% 的样本公司拥有金融关联。

表 2 主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
$\Delta Cash$	8131	0.030	0.130	-0.230	0.650	0.010
CF	8131	0.050	0.100	-0.300	0.380	0.050
$Status$	8131	0.040	0.990	-1.290	3.120	-0.320
$DStd$	8131	0.080	0.200	-0.270	1.210	0.040
$DNwc$	8131	0.040	0.180	-0.370	0.980	0.010
$Expend$	8131	0.060	0.070	0	0.380	0.040
$Growth$	8131	0.250	0.770	-0.670	5.990	0.120
$Size$	8131	22.02	1.110	19.320	25.15	21.960
$Market$	8131	0.810	0.390	0	1	1
$Finance$	8131	0.630	0.480	0	1	1

资料来源:本文整理

2. 相关性分析

本文主要变量的相关性分析结果如表3表示。采用 Pearson 相关性分析方法得出的结果发现,所有变量间的相关性系数均小于 0.5,意味着模型中的变量之间不存在多重共线性。从结果可知,民营上市公司净现金流量变量(CF)与现金持有量变动变量($\Delta Cash$)在 1% 水平上显著正相关,初步说明样本公司存在融资约束,而社会地位变量($Status$)与现金持有变动变量($\Delta Cash$)呈负相关关系,而社会地位变量($Status$)与净现金流量变量(CF)在 5% 水平上呈显著正相关关系,初步说明社会地位高的民营上市公司现金持有变动水平较小,且拥有更多的净现金流量,更为精确的结果还需要进一步考察。

表 3 主要变量相关性分析

变量	$\Delta Cash$	CF	$Status$	$DStd$	$DNwc$	$Expend$	$Growth$	$Size$	$Market$	Fin
$\Delta Cash$	1									
CF	0.226***	1								
$Status$	-0.007	0.023**	1							
$DStd$	0.302***	0.029**	0.015	1						
$DNwc$	0.619***	0.003	0.001***	0.050***	1					
$Expend$	0.114***	0.221***	0.091***	0.275***	0.022*	1				
$Growth$	0.224***	0.082***	-0.012	0.451***	0.263***	0.169***	1			
$Size$	0.076***	0.016	0.097***	0.211***	0.053***	0.065***	0.104***	1		
$Market$	-0.024**	0.013	0.062***	-0.007	0.005	-0.011	-0.014	0.001	1	
Fin	0.005	-0.042***	-0.003	0.001	-0.003	-0.012	0.008	0.013	0.037***	1

注: *、**、*** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著性水平

资料来源:本文整理

3. 回归分析^①

(1) 民营上市公司社会地位对融资约束影响回归结果。为了使民营上市公司社会地位与融资约束之间关系的回归结果更具稳健性,本文采用模型 1~模型 4 进行回归,结果如表 4 所示。其中,模型 1 给出了不加入社会地位变量($Status$)的全样本数据回归结果,可知净现金流量变量与现金持有量变动变量在 1% 水平上显著正相关,说明民营上市公司存在明显的融资约束,这与黄宏斌

① 限于篇幅,模型中控制变量的回归结果未在正文中汇报,备案。

等(2016)^[37]研究结果一致。模型 2 给出了在模型 1 基础上加入社会地位变量(*Status*),以及净现金流量与社会地位交乘项变量(*Status_CF*),但未控制年份与行业效应的回归结果,可知交乘项变量的系数在 5% 水平上显著为负,初步说明提升社会地位能够起到缓解融资约束的作用。模型 3 给出了在模型 2 基础上控制了年份效应的回归结果,可知交乘项变量的系数在 5% 水平上显著为负,初步说明提升社会地位能够起到缓解融资约束的作用。模型 4 给出了在模型 3 基础上控制了行业效应的回归结果,可知交乘项变量的系数在 1% 水平上显著为负,说明较高的社会地位能够起到缓解融资约束的显著作用。从以上结果可知,民营上市公司提升社会地位能够缓解融资约束,意味着假设 H_1 得到验证。

表 4 企业社会地位对融资约束影响的回归结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
<i>CF</i>	0.289*** (17.88)	0.291*** (18.50)	0.285*** (18.02)	0.287*** (17.87)
<i>Status</i>		0.001 (0.04)	0.001 (0.25)	0.001 (0.53)
<i>Status_CF</i>		-0.034** (-2.46)	-0.035** (-2.54)	-0.036*** (-2.64)
<i>Constant</i>	0.059** (2.36)	0.021 (0.99)	0.033 (1.50)	0.057** (2.25)
<i>Year</i>	控制	不控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	不控制	不控制	控制
观测值	8131	8131	8131	8131
R^2	0.519	0.513	0.517	0.520
R^2_a	0.517	0.512	0.516	0.518
F	64.37***	233.8***	124.5***	61.02***

注:括号中为 t 值; *、**、*** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著性水平

资料来源:本文整理

(2)地区市场化程度对企业社会地位与融资约束之间关系的影响。地区市场化程度对民营上市公司社会地位与融资约束之间关系影响的回归结果如表 5 所示。将样本根据地区市场化程度的年度中位数分为市场化程度高(*Market* = 1)与市场化程度低(*Market* = 0)两组,为了使结果更具稳健性,使用模型 5 ~ 模型 8 进行回归。模型 5 给出了市场化程度高的样本组,不加入年份和行业效应的回归结果,显示公司社会地位与净现金流量交乘项系数为负,但未达到 10% 显著性水平;模型 6 给出了在模型 5 基础上加入年份和行业效应的回归结果,显示社会地位与净现金流量交乘项系数为负,达到 10% 显著性水平,这意味着在市场化程度较高的地区,民营上市公司社会地位能够在一定程度上缓解融资约束,但受到年份和行业的影响。模型 7 给出了市场化程度低的样本组,不加入年份和行业效应的回归结果,可知公司社会地位与净现金流量交乘项系数为负,且达到 5% 显著性水平;模型 8 给出了在模型 7 的基础上加入年份和行业效应的回归结果,可知公司社会地位与净现金流量交乘项系数为负,且达到 5% 显著性水平,这意味着在市场化程度较低的地区,民营上市公司社会地位能够更加明显地缓解融资约束。同时,从两组样本回归系数可知,市场化程度低组的社会地位与净现金流量的交互项系数绝对值(0.085)大于市场化程度高组的社会地位与净现金流量交互项系数绝对值(0.024),表明相较于市场化程度高地区的公司,市场化程度低地区的公司社会地位缓解融资约束的效果更为显著,这意味着假设 H_2 得到验证。

表 5 市场化程度对企业社会地位与融资约束关系影响的回归结果

变量	市场化程度高		市场化程度低	
	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
<i>CF</i>	0.285*** (16.79)	0.284*** (16.24)	0.308*** (8.03)	0.302*** (8.01)
<i>Status</i>	0.000 (0.23)	0.001 (0.58)	-0.000 (-0.11)	0.000 (0.06)
<i>Status_CF</i>	-0.023 (-1.60)	-0.024* (-1.70)	-0.081** (-1.97)	-0.085** (-2.15)
<i>Constant</i>	0.026 (1.15)	0.080*** (2.83)	0.002 (0.04)	-0.009 (-0.15)
<i>Year</i>	不控制	控制	不控制	控制
<i>Industry</i>	不控制	控制	不控制	控制
观测值	6594	6594	1537	1537
R^2	0.518	0.527	0.499	0.512
R^2_a	0.518	0.524	0.496	0.501
F	189.50***	51.98***	55.43***	17.07***

注:括号中为 t 值; *、**、*** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著性水平

资料来源:本文整理

(3) 高管金融背景对企业社会地位与融资约束之间关系的影响。高管金融背景对民营上市公司社会地位与融资约束之间关系影响的回归结果如表 6 所示。将样本根据公司是否拥有金融背景高管分为金融背景组 (*Finance* = 1) 和无金融背景组 (*Finance* = 0)。为了使结果更具稳健性,模型 9 给出了未控制年份和行业效应的金融背景样本组回归结果,发现社会地位与净现金流量交乘项系数为负,但未达到 10% 显著性水平;模型 10 给出了控制年份和行业效应的金融背景样本组的回归结果,发现社会地位与净现金流量交乘项系数为负,但未达到 10% 显著性水平,这意味着存在金融背景高管的民营上市公司社会地位缓解融资约束的效果不显著。模型 11 给出了不加入年份和行业效应的无金融背景样本组回归结果,发现公司社会地位与净现金流量交乘项系数为负,且达到 5% 显著性水平;模型 12 给出了加入年份和行业效应的无金融背景样本组回归结果,发现公司社会地位与净现金流量交乘项系数为负,且达到 5% 显著性水平,这意味着不存在金融背景高管的民营上市公司社会地位能够明显地缓解融资约束。同时,从两组样本回归系数可知,无金融背景组的社会地位与净现金流量的交互项系数绝对值(0.056)大于有金融背景组的社会地位与净现金流量交互项系数绝对值(0.026),表明相较于存在金融背景高管的公司,不具有金融背景高管的公司社会地位缓解融资约束的效果更显著,这意味着假设 H_3 得到验证。

表 6 金融背景对企业社会地位与融资约束关系影响的回归结果

变量	有金融背景		无金融背景	
	模型 9	模型 10	模型 11	模型 12
<i>CF</i>	0.291*** (15.57)	0.290*** (15.17)	0.299*** (10.43)	0.294*** (10.12)
<i>Status</i>	-0.000 (-0.06)	0.000 (0.29)	0.000 (0.12)	0.001 (0.56)
<i>Status_CF</i>	-0.024 (-1.44)	-0.026 (-1.52)	-0.052** (-2.24)	-0.056** (-2.42)

续表 6

变量	有金融背景		无金融背景	
	模型 9	模型 10	模型 11	模型 12
<i>Constant</i>	0.040 (1.60)	0.082 *** (2.72)	-0.018 (-0.46)	0.007 (0.16)
<i>Year</i>	不控制	控制	不控制	控制
<i>Industry</i>	不控制	控制	不控制	控制
观测值	5136	5136	2995	2995
R ²	0.525	0.532	0.495	0.510
R ² _a	0.524	0.529	0.494	0.504
F	165.70 ***	46.64 ***	78.80 ***	22.90 ***

注:括号中为t值;*、**、***分别代表10%、5%和1%的显著性水平

资料来源:本文整理

(4)进一步研究。根据公司所处地区的市场发达程度,以及是否存在金融关联高管将样本分为“高市场、有金融”“高市场、无金融”“低市场、有金融”“低市场、无金融”四个子样本的进一步检验结果如表7所示。其中,模型13给出了“高市场、有金融”组的回归结果,发现社会地位与净现金流量交乘项系数为负,但未达到10%显著性水平;模型14给出了“高市场、无金融”组的回归结果,发现社会地位与净现金流量交乘项系数为负,但未达到10%显著性水平;模型15给出了“低市场、有金融”组的回归结果,发现社会地位与净现金流量交乘项系数为负,但也未达到10%显著性水平;模型16给出了“低市场、无金融”组的回归结果,发现社会地位与净现金流量交乘项系数为负,且达到5%显著性水平,这意味着处在市场化程度不高地区且没有金融背景高管的民营上市公司,社会地位能够更加明显地缓解融资约束。这一结果说明,在企业缺少由“人”形成的金融关系来缓解面临的融资约束的情况下,尤其是处在相对较差的制度环境中时,社会地位这种蕴含企业内部潜在的信息且有助于企业获取更多资源的社会性因素可以发挥更大的效用。

表 7 进一步研究的回归结果

变量	市场化程度高		市场化程度低	
	有金融背景	无金融背景	有金融背景	无金融背景
	模型 13	模型 14	模型 15	模型 16
<i>CF</i>	0.286 *** (13.19)	0.287 *** (14.94)	0.303 *** (7.73)	0.289 *** (3.45)
<i>Status</i>	0.001 (0.63)	0.000 (0.15)	-0.003 (-0.69)	0.011 (1.48)
<i>Status_CF</i>	-0.020 (-1.07)	-0.033 * (-1.74)	-0.049 (-1.16)	-0.205 ** (-2.51)
<i>Constant</i>	0.090 *** (2.66)	0.059 (1.37)	0.041 (0.60)	-0.147 (-1.21)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
观测值	4109	2485	1027	510
R ²	0.528	0.537	0.557	0.455

续表 7

变量	市场化程度高		市场化程度低	
	有金融背景	无金融背景	有金融背景	无金融背景
	模型 13	模型 14	模型 15	模型 16
R ² _a	0.524	0.531	0.542	0.418
F	36.46***	83.56***	14.72***	12.45***

注:括号中为 t 值; *、**、*** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著性水平

资料来源:本文整理

(5) 稳健性检验。出于前文结果稳健性的考虑,本文对社会地位对企业融资约束的影响进行如下两种检验^①:一是利用公司年度分析师关注数量替换前文测算企业社会地位的模型 3 中的公司年度 12 月份的分析师关注数量,重新测量样本公司社会地位,进而检验前文所提假设。假设 H₁ ~ 假设 H₃ 的稳健性检验的结果显示,社会地位和净现金流的交乘项 (*Status_CF*) 回归系数仍然为负,且在 5% 水平下显著,与前文结果一致。在市场化程度低组,社会地位和净现金流的交乘项系数在 5% 水平上显著为负,与前文结果一致。在无金融背景组,社会地位和净现金流的交乘项系数在 10% 水平上显著为负,虽然较前文 5% 的显著性水平有所下降,但未对结果造成实质性影响。进一步研究的稳健性检验给出的结果显示,“低市场、无金融”组的社会地位和净现金流的交乘项回归系数仍然为负,且在 10% 水平下显著,虽较前文 5% 显著性水平有所下降,但系数的绝对值仍然明显大于另外三组的交乘项系数绝对值,意味着“低市场、无金融”组的民营企业社会地位缓解融资约束的效果最明显,与前文结果一致。二是利用固定效应回归模型重新对本文使用的非平衡面板数据进行检验。使用 Hausman 检验后发现 ($P=0.0000$),随机效应检验被拒绝,因此使用固定效应模型重新对前文假设进行检验。假设 H₁ ~ 假设 H₃ 的稳健性检验结果显示,社会地位和净现金流的交乘项 (*Status_CF*) 回归系数仍然为负,且在 10% 水平下显著,与前文结果一致。在市场化程度低组,社会地位和净现金流的交乘项系数在 10% 水平上显著为负,与前文结果一致。在无金融背景组,社会地位和净现金流的交乘项系数在 10% 水平上显著为负,虽较前文 5% 的显著性水平有所下降,但未对结果造成实质性影响。进一步研究的稳健性检验结果显示,“高市场、有金融”“高市场、无金融”和“低市场、有金融”三组的社会地位与净现金流的交乘项系数均为负,但显著性水平未达到 10%,而“低市场、无金融”组的社会地位和净现金流的交乘项回归系数仍然为负,且达到 5% 的显著性水平。总体上看,“低市场、无金融”组相较其他三组,无论是交乘项系数绝对值还是显著性水平都明显较高,意味着“低市场、无金融”组的民营企业社会地位缓解融资约束的效果最为明显,与前文结果一致。

五、结论与建议

企业作为经济性组织嵌入社会单元中而具有社会性,同时处于社会建构的等级制度的不同位置而拥有不同的社会地位。因此,本文从企业社会性对经济性行为影响的视角出发,以 2009—2018 年沪深 A 股民营上市公司为研究样本,考察民营企业社会地位与融资约束之间的具体关系,结果发现,民营企业社会地位能够起到缓解融资约束的效用。进一步将企业所在地区的市场化程度以及是否拥有金融背景高管等正式与非正式制度纳入考察,结果发现相较于市场化程度较高的地区,在市场化程度较低的地区,社会地位越高的民营企业面临的融资约束程度越小;相较于拥有金融关联的民营企业,不存在金融关联的民营企业社会地位缓解融资约束的效果更加显著,且在市场化程度较低的地区更为凸显,这可能意味着民营企业社会地位与金融关联在缓解融资约束的效果中存在替代效应。

① 限于篇幅,稳健性检验的回归结果未在正文中汇报,备索。

上述研究发现可能具有以下理论启示:第一,现有关于民营企业融资约束的研究大都将企业视为单纯的经济性组织,而忽视了企业嵌入社会单元而具有社会属性这一事实,本文研究证实了民营企业社会地位对融资约束影响的存在性,这为未来从企业的社会属性出发研究相关经济性行为提供了极具研究潜力的新视角;第二,鉴于企业处于社会建构的等级制度的不同位置而拥有不同的社会地位,本文将角色理论这一社会学理论应用于企业的经济性问题分析中,希望未来的相关研究能够将交叉学科领域的理论更好地融入现有体系;第三,本文拓展了从非正式制度视角考察企业融资约束的研究,实证检验了金融关联对社会地位与民营企业融资约束之间关系的具体影响,不仅为没有搭建金融关联的民营企业缓解融资约束寻找可能路径,而且为后续相关研究提供了经验证据上的有力支撑。

上述发现也为民营企业缓解融资约束提供有益的经验证据:一是鉴于社会地位能够起到缓解融资约束的效用,民营企业在寻求外部融资时,为了尽可能地避免遭受到金融机构和相关部门“看人下菜碟”的现象,企业应该着力练好“内功”,真正实现“高质量”发展,提升其在由众多企业、金融机构和相关部门等所建构的社会体系中的社会地位。这一方面能够向金融机构和相关部门传递出企业内部的不可观测的“好的”信息,缓解双方的信息不对称;另一方面能够增强企业同金融机构和相关部门对话的“话语权”,影响这些机构和部门的相关决策的制定。除此之外,社会地位越高的企业不仅拥有更强的获取资源的能力,同时受到来自媒体、政府、公众等的外部监督可能更为严格,这使得金融机构和相关部门对其信心更强,从而获得更多支持。二是在制度环境相对较差的地区,以及没有依靠“某个人或者某几个人”同金融机构和相关部门搭建关系的民营企业,更应该将提升社会地位作为其获取金融机构和相关部门支持的重要途径。也就是说,这些企业的决策者力图获取更为丰厚的外部融资时,更加应该将更多精力聚焦于企业内在实力的真正提升上,放眼于企业的健康且高质量的长期发展,而非一味地追求同金融机构和相关部门搭建“关系”。

参考文献

- [1] Cull, R., and L. C. Xu. Institutions, Ownership, and Finance: The Determinants of Profit Reinvestment Among Chinese Firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77, (1): 117 - 146.
- [2] 邓建平, 曾勇. 金融关联能否缓解民营企业的融资约束[J]. 北京: 金融研究, 2011, (8): 78 - 92.
- [3] 李维安, 王鹏程, 徐业坤. 慈善捐赠、政治关联与债务融资——民营企业与政府的资源交换行为[J]. 天津: 南开管理评论, 2015, (1): 4 - 14.
- [4] Stiglitz, J. E., and A. Weiss. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information[J]. *The American Economic Review*, 1981, 71, (3): 393 - 410.
- [5] 邓川, 孙金金. QFII 持股、产权性质与企业融资约束[J]. 北京: 管理世界, 2014, (5): 180 - 181.
- [6] Love, L. Financial Development and Financial Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model[J]. *Review of Financial Studies*, 2003, 16, (3): 765 - 791.
- [7] 朱红军, 何贤杰, 陈信元. 金融发展、预算软约束与企业投资[J]. 北京: 会计研究, 2006, (10): 64 - 71, 96.
- [8] 黄志忠, 谢军. 宏观货币政策、区域金融发展和企业融资约束——货币政策传导机制的微观证据[J]. 北京: 会计研究, 2013, (1): 63 - 69, 96.
- [9] 于文超, 殷华, 梁平汉. 税收征管、财政压力与企业融资约束[J]. 北京: 中国工业经济, 2018, (1): 100 - 118.
- [10] Allen, F., Qian, J., and Qian, M. Law, Finance, and Economic Growth in China[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, (77): 57 - 116.
- [11] Mitchell, K., and M. D. Walker. Bankers on Boards, Financial Constraints, and Financial Distress[R]. Working Paper, 2010.
- [12] Podolny, J. A Status-based Model of Market Competition[J]. *American Journal of Sociology*, 1993, (98): 829 - 872.
- [13] Podolny, J. Status Signals: A Sociological Study of Market Competition[M]. Princeton University Press: Princeton, NJ, 2005.
- [14] Friedkin, N. E. Norm Formation in Social Influence Networks[J]. *Social Networks*, 2001, 23, (3): 167 - 189.
- [15] Merton, R. The Role-set: Problems in Sociological Theory[J]. *British Journal of Sociology*, 1957, (8): 106 - 120.
- [16] Weber, M. Economy and Sociology: An Outline of Interpretive Sociology[M]. Roth G, Wittich C eds. Bedminster Press: New York, 1968.

- [17] Podolny, J. Networks as the Pipes and Prisms of the Market[J]. *American Journal of Sociology*, 2001, (107): 33 – 60.
- [18] Benjamin, B., and J. Podolny. Status, Quality, and Social Order in the California Wine Industry, 1981 – 1991[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1999, (44): 563 – 589.
- [19] Jensen, M. The Role of Network Resources in Market Entry: Commercial Banks' Entry into Investment Banking, 1991 – 1997[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2003, (48): 466 – 497.
- [20] Castellucci, F., and G. Ertug. What's in It for Them? Advantages of Higher-status Partners in Exchange Relationships[J]. *Academy of Management Journal*, 2010, (53): 149 – 166.
- [21] Bothner, M., Kim, Y., and N. Smith. How does Status Affect Performance? Status as a Liability versus Status as an Asset in the PGA and NASCAR[J]. *Organization Science*, 2012, (23): 416 – 433.
- [22] Shen, R., Y. Tang, and G. Chen. When the Role Fits: How Firm Status Differentials Affect Corporate Takeovers[J]. *Strategic Management Journal*, 2012, 35, (13): 2012 – 2030.
- [23] Merton, R. C. A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information[J]. *Journal of Finance*, 1987, (42): 483 – 510.
- [24] Chen, Y. R., S. R. Peterson, D. J. Phillips, J. M. Podolny, and C. L. Ridgeway. Introduction to the Special Issue: Bringing Status to the Table—Attaining, Maintaining, and Experiencing Status in Organizations and Markets[J]. *Organization Science*, 2012, 23, (2): 299 – 307.
- [25] Phillips, D., and E. Zuckerman. Middle-status Conformity: Theoretical Restatement Empirical Demonstration in Two Markets[J]. *American Journal of Sociology*, 2001, (107): 379 – 429.
- [26] Akerlof, G. A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1970, (84): 488 – 500.
- [27] Spence, M. Job Market Signaling[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1973, (87): 355 – 374.
- [28] Merton, R. Matthew Effect in Science[J]. *Science*, 1968, (159): 56 – 63.
- [29] Berger, J., S. Rosenholtz, and M. Zelditch. Status Organizing Processes[J]. *Annual Review of Sociology*, 1980, (6): 479 – 508.
- [30] Sutton, R., and A. Hargadon. Brainstorming Groups in Context: Effectiveness in a Product Design Firm[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1996, (41): 685 – 718.
- [31] He, J., and Z. Huang. The Informal Hierarchy of the Board of Directors and Firm Financial Performance: Exploring a Tacit Structure Guiding Boardroom Interactions[J]. *Academy of Management Journal*, 2011, (54): 1119 – 1139.
- [32] Carline, N., S. Linn, and P. Yadav. Operating Performance Changes Associated with Corporate Mergers and the Role of Corporate Governance[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2009, (33): 1829 – 1841.
- [33] 孙峥, 刘凤委, 李增泉. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据[J]. *北京: 经济研究*, 2005, (5): 52 – 63.
- [34] 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]. *北京: 金融研究*, 2008, (12): 164 – 178.
- [35] Burak, A. G., U. Malmendier, and G. Tate. Financial Expertise of Directors[J]. *Journal of Finance Economics*, 2008, (88): 323 – 354.
- [36] Ciamarra, E. S. Monitoring by Affiliated Bankers on Board of Directors: Evidence from Corporate Financing Outcomes[J]. *Financial Management*, 2012, 41, (3): 665 – 702.
- [37] 黄宏斌, 翟淑萍, 陈静楠. 企业生命周期、融资方式与融资约束——基于投资者情绪调节效应的研究[J]. *北京: 金融研究*, 2016, (7): 96 – 112.
- [38] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告[M]. *北京: 社会科学文献出版社*, 2018.
- [39] José, L., and S. Francisco. Financial Constraints and Cash-cash Flow Sensitivity[J]. *Applied Economics*, 2015, 47, (10): 1037 – 1049.
- [40] 万良勇, 廖明情, 胡璟. 产融结合与企业融资约束——基于上市公司参股银行的实证研究[J]. *天津: 南开管理评论*, 2015, 18, (2): 64 – 72, 91.
- [41] Almeida, H., M. Campello, and M. S. Weisbach. The Cash Flow Sensitivity of Cash[J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59, (4): 1777 – 1804.
- [42] 余明桂, 回雅甫, 潘洪波. 政治关系、寻租与地方政府财政补贴的有效性[J]. *北京: 经济研究*, 2010, (3): 65 – 78.
- [43] Lang, M., and R. Lundholm. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior[J]. *Accounting Review*, 1996, (71): 467 – 492.
- [44] Zhang, X. Information Uncertainty and Stock Returns[J]. *Journal of Finance*, 2006, (61): 105 – 137.

Can Social Status Affect Corporate Financing Constraints? Evidence from A-share Private Listed Companies

CHEN Gang, WANG Dong

(School of Business Administration, Henan University of Economics and Law, Zhengzhou, Henan, 450046, China)

Abstract: As an economic organization embedded in the social unit, enterprises have sociality, and at the same time they have different status which is traditionally defined as a relative position in a socially constructed hierarchy. Therefore, from the perspective of the impact of companies' sociality on their economic behavior, this paper examines the specific relationship between the social status and financing constraints based on the Shanghai & Shenzhen A-share private listed companies in 2009 – 2018. The results show that: 1) social status can play an important role in alleviating private enterprises' financing constraints. The reasons are that: firstly, from the perspective of information transmission, social status which contains enterprises' various information about potential quality and product quality can reduce the degree of information asymmetry between companies and financial institutions and the related departments, such as bank, securities company, fund company and so on; secondly, according to the role theory, companies with higher social status have stronger bargaining power with the financial institutions and the relevant departments, and stronger ability to achieve expectations of fulfilling the contract, which may affect the decision-making of the financial institutions and the relevant departments; in addition, from the perspective of alleviating agency problems, organizations with higher social status often attract more attention from outside, such as government, media, securities analysts and so on, which help to alleviate agency problems by making enterprises with higher social status subject to more strict external supervision, and strengthen confidence of financial institutions and relevant departments. 2) Further examining formal and informal institutions which include the degree of marketization of the region where the company is located and whether it has executives who have financial background, this paper found that compared with regions with more degree of marketization, the social status have more significant effective in alleviating financing constraints in regions with lower degree of marketization; compared with the private companies with financial associations, the social status have more significant effective in alleviating financing constraints in private companies without financial associations, especially in the regions with lower degree of marketization. This may mean that there is a substitution effect in mitigating the effects of financing constraints between the social status and financial associations.

The possible theoretical implications of this paper are as follows: (1) from the perspective of social attributes of companies, it expands the research on financing constraints of private companies, and empirically verifies the existence of the influence of companies' position in the social system on financing constraints; (2) applying the role theory of sociology to the analysis of economic problems of companies, which is conducive to the close integration of interdisciplinary theories and practical problems; (3) it expands the research on enterprise financing constraints from the perspective of informal institution, and empirically tests the differences of the relationship between social status and financing constraints between companies with financial associations and those without financial associations, which provide a new perspective for the follow-up research.

In addition, the results also provide useful empirical evidence for private companies to alleviate financing constraints: when private enterprises seek external financing, in order to avoid the phenomenon that financial institutions and relevant departments "look after others" as much as possible, they should truly to achieve their healthy and "high-quality" development by striving to practice "internal strength", and further improve their social status in the social system, instead of blindly pursuing "relationships" which make up of someone or a few people with financial institutions and related departments, especially private enterprises with no financial associations and in the regions with lower degree of marketization.

Key Words: private listed companies; social status; financing constraints

JEL Classification: D21, G32

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2020.02.010

(责任编辑:文 川)