

社会信任环境与民营企业债务融资研究*

——来自中国上市公司的经验证据

李四海 刘星河 吴伟炯

[摘要] 本文基于社会嵌入性理论的研究视角,以民营上市公司为研究样本,考察了社会信任资本的银行贷款效应并探讨了社会信任不足的民营企业面临银行贷款困境下的替代性融资选择。本研究突破了以往融资理论“社会零嵌入”的不足,关注非经济制度和非正式制度对企业融资行为的影响,拓展了以往融资理论的研究视野,研究结论表明,当前我国转轨经济背景下社会资本等非正式制度与机制对企业非常重要。

关键词: 社会信任 银行贷款 商业信用

JEL 分类号: C23 G11 E43

一、引言

20世纪80年代以来,随着改革开放的深入,我国的民营经济得到了快速发展,已成为我国经济体系的重要组成部分,为我国经济发展做出了巨大贡献。但是在转型经济的中国背景下,由于制度的缺失、法制的健全、金融市场的不发达以及意识形态等原因,民营企业在多方面遭受着制度和政策上的“歧视”,如在企业融资方面,我国当前的金融体系仍然主要是由四大国有银行主导,政府作为国有银行的终极控制人和所有者,主导和支配着银行信贷资源的配置,导致银行信贷资源更多地配置给了终极控制人和所有者同样为政府的国有企业,而民营企业难以得到银行信贷的支持。面对这种“歧视”和制度约束,在体制内、市场化的途径无法获得经济资源的情况下,民营企业开始依赖于一些替代性的非正式制度和机制来支持企业的发展。

而当前主流的企业融资理论沿袭了新古典经济学“社会化不足”的研究范式,主要关注经济制度和正式制度对企业融资行为的影响,对非经济制度和非正式制度考虑不足。而对于任何一个组织而言,其经济行为总是嵌入在其所处的社会关系和社会结构之中,必然要受到其所嵌入的社会环境的影响。这种企业财务行为的社会“零嵌入性”思维,是现代企业融资理论的一个明显不足。为此有必要将企业的财务行为嵌入到社会结构之中,研究社会环境对企业财务行为的影响,以拓展传统融资理论的研究视野。社会信任在解释经济发展的地区差异时扮演了重要角色。“信任”被普遍认为是除物质资本和人力资本之外决定一个国家经济增长和社会进步的主要社会资本(张维迎,2002)。研究表明,在宏观层面,一个国家的信任度高低对其社会长期稳定和经济持续增长乃至经济效率的提高都具有重要作用(Putnam,1993;Fukuyama,1997;Knack and Keefer,1997);在微观层面,企业内部成员及企业之间较高的信任度可以提高企业竞争力、改进企业绩效(Barney and Hansen,1994;Sako and Helper,1998)。

本文以我国民营上市公司为研究样本,基于社会嵌入性理论的研究视角,研究了社会信任对

* 李四海,暨南大学管理学院,博士研究生;刘星河,厦门大学管理学院,博士研究生;吴伟炯,暨南大学管理学院,博士研究生。本文获得国家自然科学基金项目(71272213),国家自然科学基金项目(71272214),暨南大学“宁静致远”工程项目(12JNKY003)支持,同时感谢湖南省现代企业管理研究中心的资助。

民营企业债务融资的影响,并探讨了这种影响的经济后果。本文的研究贡献及研究意义在于:(1)针对以往融资理论“社会零嵌入”的不足,关注非经济制度和非正式制度对企业融资行为的影响,拓展了以往融资理论的研究视野;(2)基于社会嵌入理论将社会资本(社会信任)引入企业债务融资这一企业财务行为研究领域,为了解企业的资本结构的选择提供了一个新的视角,丰富了企业债务融资研究的相关文献;(3)实证分析了社会信任资本是怎样影响商业信用模式以及交易成本,反映了转轨经济环境下社会资本等非正式机制对企业的重要意义。

本文后面的部分安排如下:第二部分是理论分析和研究假设;第三部分是研究设计;第四和第五部分是实证结果及分析;最后是全文总结。

二、文献回顾

对企业融资结构问题的研究起源于20世纪50年代,1952年杜兰特在《企业债务和股东权益成本:趋势和计量问题》的论文中,把当时对企业融资结构的见解划分为三种:净收入理论、净营运收入理论和传统理论。1958年6月,莫迪利安尼与米勒(Modigliani and Miller)发表了著名论文《资本成本、公司财务和投资理论》,在一系列严格的前提假设下,提出了“任何企业的市场价值与其资本结构无关”的MM定理,创建了经典的企业融资结构理论。之后,他们在放松税收假定后,推导出了完全相反的结论:由于债务的避税作用,企业价值随着企业负债率的增加而不断增加。在此之后,学者们不断深入研究企业融资结构理论的研究,并形成了以权衡理论、激励理论、不对称信息理论和控制权理论为代表的现代企业融资结构理论。其中权衡理论认为,当负债的边际税盾收益等于负债的边际预期破产成本时,资本结构达到最优,企业的价值也就实现了最大化。Jensen and Meckling(1976)提出了激励理论,他们将代理成本分为股权代理成本和债权代理成本,不同的资本结构对应着不同的代理总成本,能最小化股权代理成本与债权代理成本之和的资本结构为最优资本结构。Har, Jensen, Harris and Raviv(1998)等进一步发展和完善了这一理论。不对称信息理论认为,由于经营者和外部投资者之间的信息不对称和破产风险的存在,在一定范围内,企业价值随着负债率的增加而增加。控制权理论的代表人物有Williamson、Aghion和Bolton,其基本思路是通过资本结构的合理安排和动态调整,实现企业控制权也即治理结构的最优安排,从而达到企业价值最大化。上述理论和文献是从融资结构即债权融资和股权融资来展开的,而对于融资结构中债权融资的研究文献更多的是从债权融资的治理效率和影响企业债权融资的因素进行探讨研究。在对企业债权融资影响因素的研究中文献往往是基于企业的内外部因素来进行探讨。内部因素的研究主要包括企业的盈利能力、企业规模、成长性、资产担保价值、非负债税盾以及企业的内部治理等。如Titman and Wessels(1988)、Scott and Martin(1975)、陆正飞和辛宇(1998)、洪锡熙和沈艺峰(2000)研究了企业规模与债权融资的关系,得到了不一致的结论。Titman and Wessels(1988)、Friend and Land(1988)、冯根福等(2000)对企业盈利能力与债权融资进行了研究,得到的研究结论也不一致;Wessels(1988)、吕长江和韩慧博(2001)、胡国柳和黄景贵(2006)等对成长性、资产担保价值、非负债税盾与企业债务融资进行了研究。陆正飞和高强(2003)研究了我国资本市场制度及公司治理对债权融资的影响。对外部因素的研究主要集中于宏观经济环境和行业因素,最近几年也有文献开始关注外部制度环境如投资者法律保护对企业债务融资的影响。当然在这一发展过程中,对现代企业债务融资行为的研究也在不断深入、细化,开始从关注企业融资能力的研究发展到企业融资结构的研究上,如债务期限结构、债务优先权结构和回购权的研究等,并在此基础上形成了关于债务期限结构的代理成本假说、信号假说、税负假说和期限匹配与发行成本假说

等理论。

然而,以上关于企业债务融资行为理论(包括企业融资能力和融资结构)基本上均是将企业作为一个相对独立的个体考察对象来研究其内外部众多经济因素对企业融资行为的影响,而没有将企业置身于整体社会结构中来考察其行为。社会结构和社会网络在企业的财务行为中是“零嵌入”。而事实上,任何企业总是在其所处的社会网络中开展各种财务活动,利用其社会关系网络来为其融资行为服务。美籍匈牙利学者 Polanyi(1992)在《作为制度过程的经济》一文中就指出:“人类的经济行为嵌入并缠结于经济与非经济的制度之中”。同样,企业财务行为的发生也是各种经济制度和非经济制度、正式制度和非正式制度共同作用的结果。而现代企业融资理论主要关注经济制度和正式制度对企业融资行为的影响,对非正式制度往往较少涉及,这种忽视企业财务活动(包括融资行为)的社会“嵌入性”的立场,是现代企业融资理论的一个重要缺失。

三、理论分析与研究假设

(一)理论分析与实验研究

LLSV(1997)在 Putnam(1993)和 Fukuyama(1995)等人研究的基础上,提出在社会资本比较高的社会里,人们倾向于通过信任与合作来获得社会效率的最大化,而不是互相猜疑、互相算计导致‘囚徒困境式’无效率的结果。由此可以看出社会资本的作用,主要体现在提高个体和地区的信任水平。在经济学领域而言,信任的重要作用在于能提供稳定的心理预期,从而降低交易双方由于彼此间信息不对称所产生的交易成本(Williamson, 1975)。当某种不可预见的事件(如契约中不能明确指定的事项)发生时,较高程度的信任,促使交易各方对如何解决该事件以及交易的可能性达成共同的理解,从而更快地达成协议,交换资源。具体来说,信任可以降低事前交易各方为获得交易机会而发生的信息搜集成本,事后交易各方的监督和执行成本,以及通过使交易每一方都期望另一方在未来予以回报而更具让步的灵活性以降低协商成本(刘凤委和李琳, 2009)。因此彼此间的相互信任可以有效促进合作,降低机会主义行为。

我们通过经济学公共物品实验来检验社会信任资本对个体机会主义行为的抑制作用。针对以往融资理论“社会零嵌入”的不足,将个人置于不同信任环境中并考察不同社会信任环境下,个人参与经济决策的机会主义行为——搭便车指数(Free Rider Index, FRI)。先前的研究利用改进的公共品投资实验(Leuthold, 1993; 周燕、张麒麟和程奎, 2010)直接量化了个体的搭便车行为,但是研究存在“社会零嵌入”的不足,未考虑个体所在社会关系网络的影响。而中国社会是遵从“差序格局”的熟人社会(费孝通, 1985),“关系”、“面子”、“人情”等元素是西方社会所不具备的文化特色,中国组群内部(如家庭成员、亲友之间)的信任程度相对较高,但陌生人之间的信任程度较低(郑也夫和彭泗清, 2003)。一些研究也表明在陌生人环境比固定伙伴环境的搭便车水平较高(Fehr and Gächter, 2000; Andreoni and Croson, 2002),但是他们并未真正考虑社会嵌入问题。因此本文实验研究的目的在于检验:信任度高的环境(朋友环境)相对信任度低的环境(陌生环境)具有更少的机会主义行为。

1. 实验设计

采用单因素(社会信任:朋友环境 vs, 陌生环境)实验设计,因变量为博弈者在公共物品投资实验中的搭便车指数。

实验被试都是来自广州市暨南大学、华南理工大学、广东商学院等高校的 32 位本科生,生源来自广东、广西、江西、安徽、山西、山东、台湾、澳门、香港、福建、重庆等省市和地区。男女均各

半,平均年龄 24 岁,每人提供 1 张大一寸头像。被试均通过 QQ 群、校园网 BBS 以及校内海报公开招募,4 人 1 组或单独报名,均自愿参加本实验。以大学生为样本检验以上假设的做法是可行的,在文献中被广泛采用 (Leuthold,1993;Beest and Williams,2006;Zhou,Vohs and Baumeister,2009;周业安和宋紫峰,2008;周燕、张麒麟和程奎,2010)。

信任环境的操作。陌生环境的 16 名被试来自不同生源地、不同学校、不同学院、不同专业、不同年级,保证了被试在实验前均不相识。朋友环境的 16 名被试经过以下两个程序:(1)根据被试的报名信息,从 257 名报名者中挑选 16 名生源地、专业、年级均相同的被试;(2)使用强关系的关系类型、认识久暂、互动频率和亲密程度四维度特征(Zhao,2002;Yeh,and Luo,2001)进一步评估朋友网络的关系强度。朋友网络的被试之间的关系均为好朋友或同宿舍;认识时间均为 3-4 年;生活中较亲密,如分享情感与心情,解决生活问题,一起参与活动等;交流频率均在一周 6 次以上。由于事前选取的 1 组被试未达要求被单独拆分,分别加入到 4 个陌生网络中参加实验。

根据先前研究(如 Gächter and Fehr,1999;Carpenter,2007;Andreoni and Petrie,2008;Sadrieh and Verbon,2006),决策结构、群体规模、信息披露、沟通、资源禀赋框架等因素需要在实验中加以控制。本实验控制条件为:(1)群体规模控制为 4 人;(2)无监视和制裁系统;(3)资源禀赋均相同(实验中为 100 元);(4)实验中无沟通交流;(5)边际收益率确定(5%和 10%)。最终的公共品投资实验如下所述:在公共品投资实验开始前,4 人小组的每位组员都会有 100 元代币作为投资的本金,他们可以选择将某个数额的资金或者投资到个人账户,或者投资到公众账户,投资到个人账户的资金会升值 1.05 倍后返给投资者,投资到公众账户的资金会升值 1.10 倍之后被全组人平分(包括投资个人账户的组员)。其中,投资到个人账户的资金占总投资额的比例称为搭便车指数。

2.实验程序

一次同时安排 4 名被试为一个小组完成实验,每名被试在独立小隔间内完成整个实验。实验分四个阶段进行,共 90 分钟。

第一阶段:实验者宣读指导语。被试被告知参加一个经济学投资实验(即公共品博弈实验),在其中他们将会做出一些投资决策,而这将决定他们的实际收益。被试面临的决策问题是给定初始禀赋,如何在 A 方案和 B 方案两种投资方式进行权衡。被试的最终试验收益是出场费和绩效收益之和;前者是 10 元,每位被试都一样;后者根据被试的决策而定。每位被试面前都有一台计算机,他们所有的决策都必须通过计算机完成。为了使被试更加快捷、准确地理解该实验,每位被试面前还有一份说明书,包括了将要使用到的各种信息。被试还被告知:任何形式的交流都是被禁止的,每位被试面前的物品仅限该被试使用;如果遇到任务问题,必须举手直接和实验人员联系。被试在 20 次投资中的投资选择是一样的。实验软件采用瑞士苏黎世大学开发的实验 Z-tree 软件(Fischbacher,2007),有利于降低被试的交易成本、有效阻止被试之间的交流、控制实验进程和保证数据准确性。第四阶段:被试完成公共物品投资实验,由 Z-tree 软件记录 20 期投资决策中的搭便车指数。

在被试完成所有任务后,支付每名参与实验的被试出场费,并兑现承诺,即根据实际投资收益情况支付报酬(平均报酬 50 元/人)。实验结束后,就实验和被试进行一个简短的访谈,询问被试是否愿意再次参加实验,被试均表示愿意,由此保证了经济学实验的凸显性(Smith,1982)。

3.结果与分析

如图 1 所示,从第一期到第六期,被试者的搭便车指数基本不变,但是从第 7 期开始搭便车指数逐渐上升,在第 11 或 12 期达到了顶峰,随后各期呈现下降趋势,但是最后 2 期的搭便车指数呈现上升。具体而言,朋友环境下的搭便车指数变化曲线在陌生环境曲线之下,可见朋友环境的机会

主义行为更少。

为了进一步分析社会信任对搭便车行为的影响,先计算被试的各期搭便车指数,然后对搭便车指数进行方差分析,结果表明(见表 1):在 1-6 期,朋友高信任环境下的搭便车指数显著低于陌生低信任环境下的搭便车指数, $F(1,31)=32.49, p<0.001$;在 8-12 期,朋友高信任环境下的搭便车指数也显著低于陌生低信任环境下的情况, $F(1,31)=8.64, p<0.01$;在 13-18 期,同样地,朋友高信任环境下的搭便车指数相对陌生低信任情况更低, $F(1,31)=12.83, p<0.01$;在 19-20 期,朋友高信任环境也比陌生低信任环境下的搭便车指数更低, $F(1,31)=16.75, p<0.001$ 。总的来看,20 期博弈中高信任环境比低信任环境的搭便车指数更低, $F(1,31)=19.51, p<0.001$ 。

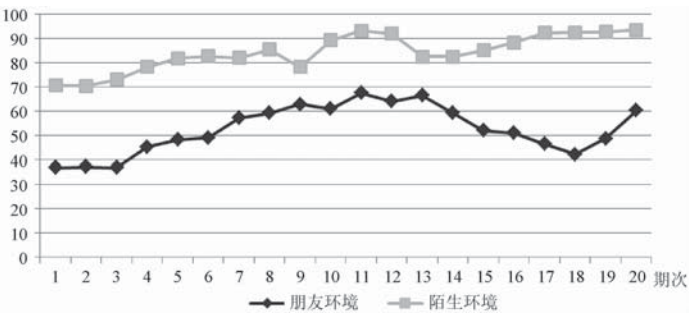


图 1 朋友环境与陌生环境的 20 次博弈中平均搭便车指数趋势

表 1 不同信任环境下各期搭便车指数情况

	1-6 期	7-12 期	13-18 期	19-20 期	总 20 期
社会信任环境					
朋友环境 n=16	42.26(19.26)	62.01(32.51)	52.91(37.56)	54.56(36.94)	52.61(27.75)
陌生环境 n=16	76.16(13.96)	86.73(8.69)	87.26(7.82)	93.13(7.47)	84.36(7.51)

注:括号内为标准差。

(二)本文研究假设

上面的实验检验结果发现,在高信任环境的朋友关系组中,机会主义行为明显低于陌生人组(低信任),这说明信任可以降低彼此之间的机会主义行为,促进合作与交易。对于企业债务融资而言,债权人获得是固定收益,对于债权人而言是否发放贷款的决策考量的重点是债务人能否如期偿还贷款,因此债权人对债务人的信任至关重要。而我们的实验发现高水平的信任关系能够有效降低交易双方的机会主义行为,促进交易的进行,那么如果作为债权人的银行与作为债务人的企业之间存在较高水平的信任关系,那么他们之间的信贷交易将会更容易展开,交易的成本也会更低。由此可以得到如下推论:拥有较高社会信任的企业,债权人(银行)更加倾向于与之合作,资金的借贷会更加容易、借贷期限会更长、借贷成本也会相对较低。

对于社会信任资本的研究,已有的文献如潘越和戴亦一(2009)、皮天雷(2010)研究的是地区社会信任状况,如果一个地区的信任度比较高就认为社会资本比较好。以地区共有的社会信任资本来研究对企业行为的影响,可能开始会遭到质疑,但考虑到社会信任资本存在着基于声誉的信任“连坐机制”,地区社会信任资本的高低、声誉的好坏成为影响企业及个人交易行为的重要标准,地区信任环境的差异会对该地区企业和个人行为产生系统性影响,低信任地区的企业和个人将承担较高的交易成本。基于这种信任传递关系,以地区信任资本来研究对企业融资行为的影响,不仅能够检验非正式制度环境对企业行为的影响,还可以对地区与地区内企业之间存在的行为系统性差异提供经验证据和启示。在社会信任度越高的地区,人们更加倾向于合作,资金的借贷会更加容易、借贷期限会更长、借贷的成本也会相对较低。据此我们可以提出本文的假设:

社会信任度越高的地区,民营企业银行贷款比例越高、贷款成本越低、贷款期限越长。

四、研究设计

(一)研究样本

本文以 2007~2009 年间在沪深证券交易所上市的民营企业为研究样本。之所以选择民营企业为研究样本,是考虑到国有企业与政府之间特殊的产权关系,其融资行为在很大程度上受到政府的干预。我们根据以下原则剔除了一些样本:(1)剔除金融行业样本,因为金融行业的公司的负债不同于非金融行业的公司;(2)剔除数据缺少以及数据极端异常的样本。最终的样本是 2007 年 309 个,2008 年 312 个,2009 年 238 个,共 859 个。样本具体年度和行业的分布情况如表 2 所示。本文所使用的数据中,社会信任度数据来自张维迎和柯荣柱(2002)中国跨省信任调查,企业财务数据来自国泰安数据库(CSMAR)和锐思(RESSET)数据库。

表 2 样本筛选及分布情况

PANAL A		样本年度分布情况			
变化年份		2007 年	2008 年	2009 年	2007~2009 年
企业家数		309 家	312 家	238 家	859 家
PANAL B		样本行业分布情况			
行业	企业家数	行业	企业家数	行业	企业家数
农、林、牧、渔业	20 家	采掘业	4 家	批发和零售贸易	43 家
电力、煤气及水生产和供应业	19 家	制造业	568 家	社会服务业	21 家
交通运输、仓储业	9 家	建筑业	15 家	传播与文化产业	0 家
信息技术业	43 家	房地产业	59 家	综合类	58 家

(二)模型设定和变量定义

为了检验本文提出的假设,我们将待检验的回归方程设定为:

$$Debt=\alpha+\beta_1Trust+\beta_2'X+\beta_3Industry+\beta_4Year+\varepsilon \quad (1)$$

在方程中,Debt 是债务融资变量,表示企业的债务融资情况,本文在此研究的债务融资情况主要指银行贷款,它也是我国企业债务融资的主要来源。所涉及的变量包括银行贷款率变量、银行贷款成本变量和银行贷款期限变量。其具体度量方法为:

银行贷款率变量(STRUCTURE)=贷款总额/企业总负债

银行贷款成本变量(COST)=利息支出/贷款总额

银行贷款期限变量(MATURITY)=长期贷款/贷款总额

方程中 Trust 表示社会信任度,著名学者马克思·韦伯认为,中国人的信任不是建立在信仰共同体基础上的普遍信任,而是建立在血缘关系共同体基础之上的特殊信任,属于低信任度的社会(信任仅存在于血缘关系)。这种基于血缘关系的特殊信任是建立儒家文化和农耕文化的交互作用基础之上的(赵延和杨俊,2007),而随着中国市场经济的发展,作为市场经济基础的信用经济必然会对中国传统的基于血缘关系的信任文化产生冲击。传统的仅存在于血缘关系的信任必然会得以扩散,中国传统的低信任度社会也将逐渐向高信任度社会过渡。但是考虑到中国经济发展以及市场

① 由于地区社会信任与当地文化特征密切相关,其具有很强的延续性与稳定性,虽然本文采用的是张维迎和柯荣柱(2002)的调查数据,但是社会信任在一定期间的延续性使得本文的研究设计能够合理接受,之后张维迎和柯荣柱也未曾对数据进行更新。

化进程存在着明显地区性差异(樊纲,2006),这种差异必然会反映在文化上,特别是信用经济相关的信任文化。正是这种信任文化地区上的差异才为本文的研究提供了可能性,本文在此借鉴张维迎和柯荣柱(2002)通过中国跨省信任调查得出的我国各地区(包括 31 个省、自治区和直辖市)信任度指数^①。信任度指数越大表示信任度越高,信任状况越好。

在方程(1)中,X 是由多个控制变量构成的向量,根据已往的文献(Scott and Martin,1975; Titman and Wessels,1988; Friend and Land,1988; 陆正飞和辛宇,1998; 洪锡熙和沈艺峰,2000),我们控制了影响企业债务融资的一些因素:企业规模(Size)、盈利能力(ROE)、成长性(Growth)、可抵押资产(Asset Struc)、第一大股东持股比例(Shrcr1)、企业税率(Tax)、非债务避税(NDTS)。企业债务融资由于利息是在税前支付,具有税盾效应,从 2008 年开始,我国一般企业所得税税率由原来的 33%降到 25%,税率的变化将会影响债务融资的税盾效应,进而影响企业的债务融资决策。此外,在本文研究中我们还加入了行业和年度的哑变量,以控制不同行业和年份对企业债务融资的影响。最后,根据本文的研究特点,模型中还必须要加入一个地区的发展程度作为控制变量。因为社会信任度在地区间的差异可能还反映了各地经济、金融、社会发展的差异信息。如果不对各地区的发展水平因素加以控制,那么很可能得出的是伪结果。为了尽可能控制省际制度变量对债务融资决策的影响,本文在模型中加入各省金融发展水平变量。其数据来源于樊纲等编制的《中国市场化指数》中的金融发展指数。本文研究中各变量的具体定义见表 3。

表 3 变量的定义

变量	简写	定义
银行贷款率	STRUCTURE	贷款总额/企业总负债
银行贷款成本	COST	利息支出/贷款总额
银行贷款期限	MATURITY	长期贷款/贷款总额
银行贷款违约率	Violate	上年度短期借款(包括一年内到期的长期借款)与当期偿还借款额度之间的差额;大于 0,则表示企业没有按其偿还本金,取值为 1,否则取值为 0,孙峥等(2006)
社会信任度	Trust	指数越大,表示社会信任度越高
公司规模	Size	总资产的自然对数
公司业绩	ROE	净利润/所有者权益
成长性	Growth	当年营业收入/上年营业收入-1
可抵押资产	Asset Struc	固定资产/企业总资产
第一大股东持股比例	Shrcr1	公司第一大股东持股比例
税率	Tax	企业所得税税率
非债务避税	NDTS	(固定资产折旧+无形资产摊销)/总资产
地区金融发展指数	IndexFIN	净指数越大,表示地区金融发展水平越高
年份	Year	当处于该年份时为 1,否则为 0
行业	Industry	当处于该行业时为 1,否则为 0

五、实证结果及分析

(一)社会信任环境与民营企业银行贷款

1.分组的单变量分析

在回归前,我们根据企业是否具有强的社会信任(信任排名在前 50%),把所有样本分别分成 2 组,进行了变量的分组检验。表 4 列出了企业是否有强的社会信任在银行债务融资和企业特征方面的差异。从表中可以发现,企业有强社会信任组与无强社会信任组在企业的银行贷款指标上具有显著的差异,前者有更多的、更长期的银行贷款并且银行贷款成本显著低于后者。同样在企业特征方面也存在着显著差异。有强社会信任组的企业规模显著大于没有强社会信任组的企业,这个结果与 Charumilind、Kali and Wiwattanakantang(2006)及张维迎(2002)的研究结果一致。类似地,有强社会信任组企业的盈利能力也显著高于没有强社会信任组的企业,这个结果与刘凤委和李琳(2009);戴亦一和张俊生(2009)的检验结果相一致。就股权结构而言,有强社会信任组的企业第一大股东持股比例要显著高于无强社会信任组的企业。

表 4 单变量分析

	强社会信任组	弱社会信任组	T 检验
	均值	均值	
STRUCTUR	0.4496	0.4174	1.797*
COST	0.0582	0.0744	-2.383**
MATURITY	0.1063	0.0794	2.652***
Size	21.2861	21.1171	1.980**
ROE	0.1054	0.0688	2.162**
Growth	2.5766	1.9624	0.218
Asset Struc	0.2478	0.2542	-0.463
Shrcr1	0.3337	0.3044	2.338**
NDTS	0.0238	0.0245	-0.595

2.多变量分析

表 4 通过单变量分析初步支持了本文的假设,这里我们在控制其他的可能影响企业贷款的企业特征和行业属性的条件下,进一步通过严格的回归分析来检验社会信任环境对民营企业银行贷款(贷款率、贷款期限、贷款成本)是否具有显著影响。具体检验结果如表 5 所示,从各个模型的结果来看,社会信任环境与企业银行贷款率以及贷款期限存在显著的正相关(在模型 1 中,表示显著性水平的 p 值为 0.115),与企业银行贷款成本显著的负相关。这些说明,社会信任度高的企业相对于社会信任度低的企业能够以更低的成本获得更多、更长期限的银行贷款,这个结果与我们的假设预期一致。

控制变量方面,企业规模越大,银行贷款数量越多、期限越长、成本越低,规模越大的企业实力相对更雄厚,银行放贷的风险相对也会小,因此贷款成本也会相对低一些。第一大股东持股比例越高,银行贷款的成本越低,这可能是因为第一大股东持股比例越高,大股东更有动机去利用企业以及自身的社会资本去争取低成本的银行贷款。固定资产占企业资产比重越大,越容易获得更多、更长期限的银行贷款,这与固定资产可抵押的特性相关,固定资产比重越大,银行在企业违约时收回贷款的可能性越大,其放贷风险相对较小。金融市场越发达的地区,银行贷款成本越低,这与我国的实际情况相符,金融市场越发达,市场存在的竞争越激烈,银行为了争夺更多的客户资源,可能会采取低价竞争策略。

(二)社会信任贷款效应的经济后果

前文的分析已经表明,社会信任会对民营企业的银行贷款(贷款率、贷款成本、贷款期限)具有

表 5 社会信任与民营企业银行贷款的实证证据

	STRUCTURE	COST	MATURITY
Intercept	0.136 (0.781)	0.311*** (6.736)	-0.643*** (-5.867)
Trust	0.070 (1.440)	-0.087* (-1.814)	0.094** (2.096)
Size	0.049 (1.413)	-0.162*** (-4.678)	0.222*** (6.903)
ROE	-0.046 (-1.341)	-0.026 (-0.748)	-0.019 (-0.608)
Growth	0.005 (0.131)	-0.009 (-0.262)	0.017 (0.541)
Asset Struc	0.214*** (3.921)	-0.080 (-1.472)	0.249*** (4.970)
Shrcr1	0.018 (0.505)	-0.086** (-2.484)	0.034 (1.072)
Tax	-0.001 (-0.031)	-0.047 (-1.251)	-0.007 (-0.195)
NDTS	0.027 (0.509)	0.218*** (4.115)	-0.119*** (-2.425)
IndexFIN	-0.014 (-0.299)	-0.077* (-1.611)	-0.041 (-0.931)
Year	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes
Observations	859	859	859
Adj. R ²	0.097	0.111	0.234
F-statistic	5.299***	6.004***	13.303***

注:***、** 和 * 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平,括号中的数字为双尾检验的 t 值。

显著影响,社会信任度高的企业能够以更低的成本获得更多、更长期限的银行贷款。这里我们把这种现象称之为社会信任的贷款效应。检验社会信任的贷款效应的经济后果,发现企业的社会信任是过去的交易行为所产生的社会性评价,债权人以债务人这种过去交易行为评价来给自己一个合理性的未来预期,并最终决定是否贷款。因此,基于企业社会信任而发放的贷款未来违约的可能性会相对较低。对此我们进行了实证检验,以民营企业上年度短期借款^①与当期偿还借款额度^②的差额来表示民营企业是否按期偿还了借款。当此差额大于 0 时,表示民营企业没有按期偿还贷款,变量 Violate 取值为 1,否则取值为 0。表 6 是以是否违约的 Violate 作为因变量而进行的 Logistic 回归的结果。结果表明,社会信任与企业贷款违约率呈显著负相关,社会信任能降低企业贷款的违约率。

(三)稳健性检验

为了考察上述研究结果的可靠性,本研究还进行了稳健性检验。由于样本期间是 2007 年到 2009 年,这期间 2008 年爆发了全球金融危机,这势必会对企业的银行贷款产生冲击。我们通过描

① 包括资产负债表中“一年内到期的长期借款”项目。

② 与现金流量表中“偿还债务所支付的现金”项目金额对应。

述性统计分析发现,受宏观经济的影响,2008年与2007、2009年企业的银行贷款(贷款率、贷款成本、贷款期限)存在着较大变化。金融危机下的2008年民营企业获得银行贷款的难度相对来说更大、成本更高。因此考虑到2008年特殊的环境是否会影响到前面的检验结果,本文做了进一步的检验,结果发现,在金融危机背景下社会信任对企业银行贷款(贷款成本、贷款期限)同样具有显著的影响,只是影响的显著性水平有所下降。

我们还对社会信任度采取了虚拟变量的刻画方法来进行稳健性检验。具体来说,如果该指数变量高于全国该指数的中位数,则定义该变量为1,否则为0,以此来重新检验表4中的相关检验,结果没有太大差异。有的学者使用无偿献血率(BD)来衡量一个地区居民的信任度或社会资本(潘越和戴亦一,2009;皮天雷,2010),我们依据来自“中国输血协会”的数据,以无偿献血率(BD)作为社会信任度的替代变量进行了检验,检验结果并没有发生实质性改变。

这些稳健性检验结果表明,本文的实证检验结果和结论具有较高的稳定性和可靠性。

表6 社会信任贷款效应的经济后果

自变量	回归系数	z
Intercept	4.792	1.51
Trust	-1.045**	-2.36
Size	-0.419***	-2.98
ROE	-1.941***	-2.62
Growth	-0.021	-0.19
Asset Struc	-1.513	-1.30
Shrcr1	-0.012	-1.18
Tax	6.727**	2.14
NDTS	13.033	1.04
IndexFIN	0.153	1.52
Year	Yes	
Industry	Yes	
Observations	859	
Pseudo R ²	0.09	
Log Likelihood	-231.956	

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。

表7 稳健性检验:金融危机背景下的实证结果

	STRUCTURE	COST	MATURITY
Intercept	0.157 (0.51)	0.371*** (2.84)	-0.618*** (-3.69)
Trust	0.001 (0.56)	-0.001* (-1.77)	0.001* (1.87)
Size	0.020 (1.47)	-0.014** (-2.36)	0.042*** (5.98)
ROE	-0.043** (-2.57)	-0.010* (-1.72)	-0.020** (-2.10)
Growth	-0.001 (-0.02)	-0.001 (-0.34)	0.001 (0.83)
Asset Struc	0.177 (1.33)	-0.065* (-1.76)	0.144* (1.84)
Shrcr1	0.001 (0.68)	-0.001* (-1.84)	0.001 (0.45)
NDTS	0.698 (0.56)	1.286** (2.37)	-0.860 (-1.39)
IndexFIN	-0.005 (-0.64)	-0.001 (-0.36)	-0.007* (-1.66)
Year	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes
F-statistic	311	311	311
Adj. R ²	0.117	0.108	0.349
F-statistic	4.132***	1.698**	7.692***

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。

六、拓展分析:民营企业银行贷款困境下替代性融资选择

(一)银行贷款困境下的民营企业债务融资方式

在前面的研究中,我们通过实证研究验证了这样一个结论:同为民营企业、社会信任度低的民营企业的银行贷款(贷款率、贷款成本、贷款期限)与社会信任度高的民营企业存在着显著差异,前者面临着借贷难的困境。而现实中,社会信任度低的企业它们也需要发展,也需要资金的支持,那么在带有歧视的银行融资困境下,这部分企业是如何获得企业发展所需资金的?李懋和柳银军(2009)的研究发现,拖欠货款是企业无偿占用其他企业的资金以解决自身发展的资金需求,拖欠已成为了企业筹措流动资金的一种手段。拖欠货款,也叫做赊销,是企业促进产品销售的一个有利方式。随着社会经济的发展,赊销进一步演变为贸易信贷。赊销贸易信贷是指市场交易的双方,比如提供产品或服务的一方向需要产品和服务的另一方提供赊销服务,贸易信贷的前提是双方之间的长期交易关系和彼此信任。Ge and Qiu(2004)通过实证分析,发现非国有企业比国有企业更多地使用贸易信贷,贸易信贷的主要目的就是进行融资。因此我们猜想,在那些无良好社会信任的民营企业在面临融资困境的情况下,可能会更多的通过贸易信贷的方式来获取企业所需资金,具体而言就是企业会尽可能拖欠其他企业的货款,以实现供应链上进行融资的目的。

我们采用会计报表中应付账款占总负债的比重这个指标来衡量企业拖欠其他企业的货款情况。通过多元回归来检验上面的分析。这里我们将 Trust(社会信任)定义为哑变量,如果信任指数在前 50% 定义为高社会信任组,取值为 1,指数在后 50% 定义为低社会信任组,取值为 0。表 8 列示了相应的回归结果,从回归结果来看,社会信任度的高低与企业应付账款的比重存在显著相关性,社会信任度高的地区的企业应付账款比重重要低,这与我们前面的分析相一致。社会信任度低的地区的企业确实利用拖欠的手段来获得企业所需资金。

(二)社会信任环境对商业信用融资模式的影响

前面的研究发现,社会信任度低地区的企业确实利用了拖欠手段来获得企业所需资金。目前就我国的实际情况看,民营企业普遍面临着融资约束的问题,融资成为民营企业发展的瓶颈。在社会信任度比较低的地区,商业生态环境比较恶劣,市场交易主体彼此间的信任感不强,在购买环节,企业作为付款方可以通过拖欠手段来为自己融资,而在销售环节,企业作为收款方同样会遭遇其他企业的拖欠,毕竟企业的发展都需要资金,融资又成为企业发展的瓶颈。在社会信任度比较高的地区,由于受法律、舆论道德的约束,这种“连环债”式的商业信用可能会得到抑制。但是在社会信任度比较低的地区,由于信任意识的淡薄、法律的缺失、舆论道德

表 8 多元回归分析

自变量	回归系数	t
Intercept	0.526***	5.413
Trust	-0.115***	-3.022
Size	-0.138***	-4.002
ROE	-0.005	-0.156
Growth	-0.026	-0.769
Asset Struc	-0.076	-1.413
Shrer1	0.018	0.514
NDTS	0.035	0.673
IndexFIN	0.168***	4.342
Year	Yes	
Industry	Yes	
N	859	
F-statistic	6.560***	
Adj. R ²	0.121	

注:***、**和*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平,括号中的数字为双尾检验的 t 值。

约束力不强,这种“连环债”式的商业信用相比会更加突出。因此可以得出如下的设想:由于商业生态环境相对比较恶劣,与社会信任度高的地区民营企业相比,社会信任度低的地区民营企业同样会遭遇其他企业的拖欠、拥有更多的应收账款。

我们计算了应收账款/营业收入这个指标值以用来在社会信任度高的民营企业和社会信任度低的民营企业之间进行对比分析。表9列示了相应的多元回归结果,从回归结果来看,社会信任度的高低与企业应收账款的比重存在显著的负相关关系,也就是社会信任度高的地区的企业应收账款的比重相对要低,也与我们的设想相一致。

通过前面的实证研究分析,我们

发现地区社会信任作为一种社会资本对该地区企业的商业信用模式会产生显著的影响,在社会信任度比较低的地区,会更多的出现“连环债”式的商业信用模式,即购买环节企业作为付款方通过拖欠手段来为自己融资,而在销售环节企业作为收款方同样会遭受其他企业的拖欠。在这样的商业生态下,交易成本相当高。企业一方面要设法应付其他企业对于应收账款的催收,另一方面要想办法尽快回收、控制自己的应收账款,加快资金回笼。在这种状况下企业正常的生产经营会受到严重影响,同时也会冲击银行信贷计划的执行。因此,在这种商业生态环境下,企业在进行贸易信贷时会更多的选择相对安全的信用方式。目前,具有明确付款人、付款日期的票据赊销交易相对来说是一种比较安全的信用方式。因为票据可以转让和贴现而对收款方的保障程度更高。从收款方的具体会计核算处理中我们也可以发现,商业信用票据化是一种风险较小的信用方式,如应收票据(有票据的赊销交易)通常不计提坏账准备,只有当出现对方无法按照票据约定的日期还款时才转入应收账款(无票据的赊销交易),并计提坏账。因此交易双方彼此信任度较低时,有票据的赊销交易相对于无票据的赊销交易,可为收款方提供更多的保证。据此可以推断:在控制地区金融发展水平的情况下,社会信任度比较低的地区,企业会较多的使用应付票据这种交易成本更高的商业信用模式。

采用会计报表中应付票据/总负债这个指标来衡量企业有票据的赊销交易情况。以应付票据/总负债这个指标值在社会信任度高的民营企业和社会信任度低的民营企业之间进行比较,指标值的描述性统计结果见表10。

表9 多元回归分析

自变量	回归系数	t
Intercept	1.476***	11.070
Trust	-0.101***	-2.824
Size	-0.287***	-8.878
ROE	-0.086***	-2.680
Growth	0.018	0.569
Asset Struc	-0.083*	-1.638
Shrcr1	-0.052	-1.609
NDTS	-0.133***	-2.704
IndexFIN	0.043	1.194
Year	Yes	
Industry	Yes	
N	859	
F-statistic	12.607***	
Adj. R ²	0.224	

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平,括号中的数字为双尾检验的t值。

表10 变量描述性统计

	Minimum	Maximum	Mean	Median	Std. Deviation
应付票据/总负债	0	0.6693	0.0744	0.0315	0.101
N			859		

从上述描述性统计结果可以看出,应付票据/营业收入这个指标在我国民营上市公司中也存在较大差异,最大值为0.6693,最小值为0,其均值在0.0744。反映有票据的赊销交易在我国企业之间使用并不普遍,商业信用票据化有待加强。通过多元回归分析来检验上面的推论,将Trust(社会信任)定义为哑变量,如果信任指数在前50%定义为高社会信任组,取值为1,指数在后50%定义为低社会信任组,取值为0。表11列示了相应的回归结果,从回归结果来看,社会信任度的高低与企业应付票据的比重存在着负相关性(显著性水平的p值为0.124),社会信任度低的地区企业的应付票据比重重要高,这与我们的推论相一致。在控制变量方面,企业规模越大,应付票据比重越高,地区金融越发达,应付票据的使用率也越高。这也与实际相符,金融越发达,商业信任票据化程度也就相应越高。

表 11 多元回归分析

自变量	回归系数	t
Intercept	-0.105	-1.260
Trust	-0.061	-1.538
Size	0.072**	2.026
ROE	-0.029	-0.826
Growth	-0.019	-0.548
Asset Struc	-0.044	-0.835
Shrcr1	-0.017	-0.476
Tax	-0.025	-0.697
NDTS	0.054	1.027
IndexFIN	0.139***	3.484
Year	Yes	
Industry	Yes	
N	859	
F-statistic	2.309**	
Adj. R ²	0.014	

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平,括号中的数字为双尾检验的t值。

七、结 论

在中国转型经济背景下,由于制度缺失、法制不健全、金融市场不发达以及意识形态等原因,民营企业在多方面遭受到制度和政策上的“歧视”,很难和国有企业同处于公平的市场竞争地位。而在融资方面对于民营企业的政策“歧视”更为突出,融资已成为制约民营企业发展的瓶颈。当然民营企业在面对这种“歧视”和制度约束不会坐以待毙,它们会想尽办法来获取企业发展所需资源。在体制内、市场化的途径无法获得经济资源的情况下,民营企业开始依赖于一些替代性的非正式制度和机制来支持企业的发展。而目前对于企业融资理论,不论是传统融资理论如净收入理论、净营运收入理论和传统理论还是现代企业融资理论如权衡理论、激励理论、不对称信息理论和控制权理论都存在着一个重要缺失:“社会零嵌入”。没有将企业的融资行为嵌入于企业所处的社会结构之中,很少考虑非正式制度对企业财务融资行为的影响。这些都限制了以往融资理论的研究视野。为此有必要将企业的财务行为嵌入到社会网络结构之中,研究社会环境对企业融资行为的影响,以拓展以往融资理论的研究视野。

本文以我国民营上市公司为研究样本,研究了社会信任对民营企业债务融资的影响。我们首先考察了社会信任对企业正式融资渠道——银行贷款的影响。研究发现,社会信任对企业银行贷款具有显著的影响,地区社会信任度高的民营企业比地区社会信任度低的民营企业能以更低的成本获得更多、更长期限的银行贷款,并且研究发现高社会信任环境下发放的银行贷款违约风险相对较低。在此研究的基础上,本文进一步研究了民营企业自身缺乏社会信任而面临着银行借贷难

的困境下是怎样获得所需资金的。我们发现在社会信任比较低的地区的企业选择了拖欠的手段, 不过研究也发现它们同样也会遭遇到其他企业的拖欠, 而这种“连环债”式的商业信用模式最终也导致了这类地区的企业更多的使用了应付票据这种交易成本更高的信用方式。这些研究结果表明, 在我国转型经济背景下不同地区民营经济发展程度的不同, 这其中有社会资本(社会信任)等非制度因素的推动。同时研究结果也反映了社会信任对地区商业信用融资模式的影响, 不同交易成本的商业信用模式在很大程度上是市场主体基于社会信任资本内在选择的结果。

参考文献

- 戴亦一、张俊生(2009):《社会资本与企业债务融资》,《中国工业经济》,第8期。
- 樊纲、王小鲁(2010):《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2009 年度报告》,经济科学出版社。
- 樊纲、王小鲁、朱恒鹏(2007):《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年度报告》,经济科学出版社。
- 费孝通(1985):《乡土中国》,三联书店。
- 李懋、柳银军(2009):《所有制类型对我国企业借贷成本的影响及民营企业的应对措施》,《管理评论》,第9期。
- 刘凤委、李琳(2009):《信任、交易成本与商业信用模式》,《经济研究》,第8期。
- 潘越、戴亦一(2009):《社会资本、政治关系与公司投资决策》,《经济研究》,第11期。
- 皮天雷(2010):《社会资本、法治水平对金融发展的影响分析》,《财经科学》,第1期。
- 沈艺峰、刘微芳(2009):《嵌入性:企业社会资本和企业融资结构》,《经济管理》,第5期。
- 张维迎、柯荣住(2002):《信任及其解释:来自中国的跨省调查分析》,《经济研究》,第10期。
- 周燕、张麒麟、程奎(2010):《不同情境下搭便车行为的改变——基于实验数据的研究》,《中国软科学》,第7期。
- 周业安、宋紫峰(2008):《公共品的自愿供给机制:一项实验研究》,《经济研究》,第7期。
- Fischbacher, U. (2007): “Zurich Toolbox for Ready-made Economic Experiments”, *Experimental Economics*, 10, 171–178.
- Gächter, S. and E. Fehr (1999): “Collective Action as A Social Exchange”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 39, 341–369.
- Granovetter, M. (1985): “Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness”, *American Journal of Sociology*, 3, 481–510.
- Harris, M. and A. Raviv (1988): “Bankruptcy and Agency Cost: Their Significance to the Theory of Optimal Capital Structure”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23, 27–38.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976): “Theory of Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 4, 305–360.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1997): “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance*, 52, 1131–1150.
- Modigliani, F. and M. Miller (1963): “The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment”, *American Economic Review*, 6, 261–297.
- Polanyi, K., C. Aresberg and H. Pearson (1957): *The Economy as Instituted Process, in Trade and Market in the Early Empires: Economics in History and Theory*, Chicago: Henry Regnery Company.
- Williamson O. (2000): “The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead”, *Journal of Economic Literature*, 38, 595–613.
- Williamson, O. (1975): *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, A Study in the Economics of Internal Organization*, New York : Free Press.
- Yeh K. and J. Luo (2001): “Are Virtual Social Relationships Independent from Reality”, *Journal of Cyber Culture and Information Society*, 1, 33–55.
- Zhao Y. (2002): “Measuring the Social Capital of the Laid-off Chinese Workers”, *Current Sociology*, 50, 555–571.

(责任编辑:周莉萍)