

# 民营企业的社会责任、政治关联与债务融资

## ——来自中国资本市场的经验证据\*

○ 李 姝 谢晓嫣

**摘要** 本文从民营企业社会责任战略性运用的角度,研究我国民营企业的政治关联、社会责任与债务融资之间的关系。对2008—2010年沪深两市A股民营上市公司的实证研究发现:我国民营企业中政治关联的确广泛存在,政治关联能给企业带来贷款、特别是长期贷款的融资便利,地方性政治关联与长期贷款的正向显著性比中央性政治关联更强;社会责任履行度越高越有助于民营企业获得贷款,并且企业社会责任的履行能够帮助企业建立政治联系。本研究为我国转轨经济时期民营企业寻求替代性机制来解决融资约束问题提供了实证证据。

**关键词** 社会责任, 政治关联, 债务融资, 民营企业

\*本文受教育部人文社会科学研究规划基金项目(12YJA630062)、天津市2011年度哲学社会科学规划项目(TJGL11-088)资助

### 引言

改革开放30多年来,我国民营经济已经从草根经济发展成为国民经济的重要组成部分,民营企业在增加财政收入、扩大就业和促进经济增长方面具有举足轻重的作用。然而,我国民营企业在支持中国经济发展的同时也遇到了发展瓶颈,如融资难、社会责任履行不够等问题。如何在市场经济不完善的情况下,解决我国民营企业发展中面临的这些问题,成为理论界和实务界共同关注的一个问题。

Allen等<sup>[1]</sup>曾提到过,在体制不完善的情况下,中国民营经济之所以发展迅速,支撑起了整个国家经济的飞速前进,在于民营企业找到了很好的非正式机制,即基于关系、名誉和信任基础上的替代机制。根据资源依赖理论,由于企业赖以生存发展的资源,包括资金、土地、政策等都由政府掌控,所以就产生了企业对政府的依赖,企业

也自然希望能够加强和政府的联系。李维安<sup>[2]</sup>认为,我国民营企业正经历从行政型治理向经济型治理的转型,其基本现象呈现为政治联系依赖。也正是因为政府能够为具有政治关联的公司提供好处,<sup>[3,4]</sup>如较低的税率和债务融资等故而政治关联成为了企业寻求发展替代性机制的良好途径。2011年11月的数据显示,在当选全国工商联第十届五次委员会的委员中,来自民营企业的人员超过了60%。<sup>[5]</sup>

然而,民营企业不比国有企业,由于国企中的国有股权造成的天然政治联系,国有上市公司比民营上市公司能获得更多的长期债务融资、<sup>[6]</sup>财政补贴等好处。对于在政策和制度上受到“歧视”的民营企业来说,为了保障企业的生存和发展,必须主动采取政治战略来处理与外界环境和组织的关系。<sup>[7]</sup>民营企业主动寻求并建立政治关联就成为重要的替代性机制,为其谋求贷款优势、税收优惠等提供帮助。那么,该替代机制是如何建立和维护的,建立后又对民营企业在解决融资约束方面产生了怎样的影响?目前的研究文献中关于政治关联与融资约束之间关系的研究较多,但从社会责任视角对此问题进行研究的还很少。事实上,从社会责任履行的角度来说,民营企业与国有企业也有很大不同,我国国有企业从建立伊始就被赋予他强大的社会责任,这是我国国有企业性质的重要体现。然而民营企业,即西方经济学所研究的私人企业,其目标就是追求利润最大化,因此民营企业并非天生关注社会责任。<sup>[8]</sup>民营企业履行社会责任的动机是需要,疏礼兵<sup>[9]</sup>认为,从需要满足的角度来看,民营企业承担社会责任的行为动机大致有三个方面,即企业自身生存和发展的需要、获取社会权力的需要、企业家个人价值和社会认同的需要。

综上所述,本文基于资源依赖理论、利益相关者理论与信号理论,从民营企业社会责任战略性运用的角度,

研究我国民营企业的政治关联、社会责任与债务融资之间的关系,分析民营企业通过履行社会责任从而建立和维护与政府的关系,以及由此带给企业的融资便利,以便深入地了解我国民营企业在政治经济体制不完善的转型经济体中是如何进行策略选择的,试图指明一条具体的缓解民营企业融资约束的路径并研究其作用机制,从而为更好地促进我国民营企业的发展提供理论与实证支持。

本文的研究贡献在于:(1)从我国民营企业履行社会责任的视角研究社会责任、政治关联与债务融资的关系,完善了Allen等学者<sup>[1]</sup>提出的我国民营企业发展过程中寻求替代机制的问题,回答了该替代机制是什么、是如何建立的、对企业产生了什么影响等问题。(2)本文将民营企业政治关联划分为地方性政治关联与中央性政治关联,更为深入细致地分析了企业社会责任履行对于建立不同类型政治关联的影响,以及不同类型政治关联对于企业债务融资的影响。

## 一、文献综述与假设提出

国内外许多学者的研究表明,政治关联有助于企业获得融资便利。Mian等<sup>[10]</sup>在分析了巴基斯坦国内超过9万家公司的银行贷款后,发现有政治关联的公司获得贷款的数量比其他公司多45%。Charumilind等<sup>[11]</sup>研究了泰国公司的情况后,发现有政治关联的公司容易以较少的抵押品换取更多的长期贷款。Leuz等<sup>[12]</sup>发现,在印尼有政治关联的公司由于获得贷款相对容易而基本不到国际市场融资。孙铮等<sup>[13]</sup>在研究市场化程度、政府干预与企业债务期限结构中,指出,当长期债务契约的执行得不到政治、法律体系的保障时,“政府关系”成为了重要的替代机制。余明桂等<sup>[14]</sup>研究认为,相对于没有政治关联的企业而言,有政治关联的企业更容易获得长期贷款,且贷款的期限也更久,甚至政治关联能帮助企业更容易地进入金融业。在市场化程度低、金融法制水平发展落后的地区,由于政府更容易侵害企业产权,政治关联的作用也就更明显了。胡旭阳<sup>[15]</sup>认为,民营企业高管的政治背景之所以能够降低企业进入金融业的壁垒,主要原因在于企业的政治关联能够传递出关于企业质量的信号,从而提高了民营企业的融资能力,促进民营企业的发展。李维安等<sup>[16]</sup>和张敏等<sup>[17]</sup>均发现,政治关联便于企业获得长期贷款。连军等<sup>[18]</sup>研究表明,政治关联能帮助民营企业获得更多的银行贷款,这是对扭曲的银行资金配置的一种矫正,它可以缓解民营企业发展对资金的渴求。何镜清等<sup>[19]</sup>的研究表明,民营企业家的政治关联使企业获得更高的银行贷款比率和更长的贷款期限,同时民营企业家的政治关联程度越高,政治关联

在金融危机中的贷款效应越明显。

虽然我们不能肯定民营企业在建立政治关联后,腐败和寻租的行为能被法律等规章制度彻底杜绝,但是由于我国民营企业地位的特殊性,通过政治关联一定程度上能够起到信号传递的效果,畅通民营企业与利益相关者的信息交流,从而更有利于利益相关者消除对民营企业的偏见,还民营企业一个公平的发展空间。在法律的框架内,因为高管曾经或现在为人大、政协委员、政府部门官员等而建立了政治关联,该政治关联会通过以下两个路径帮助企业获得融资便利:一是高管熟悉政府部门的工作流程或者可以更好地表达自身的诉求。二是政治关联形成的良好声誉在信息不对称的新兴市场中可以很好地作为补充性渠道传达企业经营良好的信息,以消除利益相关者因为信息不对称而进行的逆向选择。因此,我们提出以下假设:

假设1:民营企业的政治关联有助于企业提升债务融资能力

如果政治关联真能通过上述路径对企业债务融资有所帮助,那么企业是否会主动寻求政治关联,又该如何建立与政府的政治联系呢?

Lindblom<sup>[20]</sup>认为,企业社会责任的履行及社会责任信息的披露均具有战略目的,可以视为企业的一种战略行为。他进一步指出,改变利益相关者对企业的认识、传达企业经营业绩改善的信号、改变利益相关者对于企业未来绩效的期望、转移社会对于企业目前面临问题的注意力等都可以是企业披露社会责任战略目的。赵选民<sup>[21]</sup>指出,企业可以将社会责任纳入企业的发展战略,从系统的视角看待企业社会责任的履行,使得企业社会责任由义务向战略转变。可见,将履行企业社会责任作为企业发展战略的一部分,可以说在一定程度上为这一问题提供了解决思路。企业获得可以通过履行更多的社会责任、取得与政府的政治联系达到其获得融资便利目的。

首先,企业社会责任的履行可以向社会公众传递出企业遵纪守法,经营绩效良好,关注员工、环境、消费者等信息。这对我国民营企业来说是十分重要的。在民营企业产生之初,社会上对其存在着一定程度的意识形态偏见,对其缺乏制度和政策的保护,民营企业的经营风险和财务风险较大。在信息不通畅及偏见存在的情况下,利益相关者无法获得真正代表企业现状的信息,出于“逆向选择”而拒绝给企业提供资金及其他优惠政策。此时,民营企业社会责任的履行可以作为一种替代机制向利益相关者传达企业经营良好的信息,从而避免了信息不对称和“逆向选择”,有利于消除社会对民营企业的不公正待遇,促进民营企业的正常发展。

## 主题文章

Elkington<sup>[22]</sup>认为,大多数履行企业社会责任的公司都将其视为建立较好企业形象的公共管理工具。民营企业通过履行社会责任而树立良好的声誉,向利益相关者传递企业良好的信息,使得企业更有实力和信誉去获得融资。孙回回<sup>[23]</sup>通过声誉模型进行民营企业融资问题的分析,结果显示,民营企业能够通过声誉机制有效缓解信贷上的信息不对称,从而获得更多地贷款。翟华云<sup>[24]</sup>提出了在存在预算软约束的经济背景下,企业可以通过更好的披露企业社会责任的方式来获得更多外部融资。Dan等<sup>[25]</sup>以社会责任报告为基础,选取了1993-2008年披露独立社会责任报告的196家美国公司为样本,对社会责任报告信息披露与权益资本成本的关系进行了研究,结果指出,社会责任履行较好的公司在披露独立的社会责任报告后会降低权益资本成本,并且在随后的年度内融资能力会更强。Goss等<sup>[26]</sup>的研究表明,披露企业社会责任信息的公司能够以较低的利率获得银行贷款,并且贷款期限更长。何贤杰等<sup>[27]</sup>的研究结果表明,相对于未披露社会责任报告的公司,披露公司的融资约束程度显著较低;同时,在披露公司样本中,信息披露质量越高,融资约束程度越低。因此,本文提出以下假设:

假设2:社会责任履行度的提高有助于民营企业提升债务融资能力

其次,在民营企业因为履行社会责任而改善声誉时,企业更容易被公众和政府所认可,民营企业主或其高管人员被选举为地方或全国的人大代表及担任政协委员的几率越高;另一方面,根据Turban等<sup>[28]</sup>的捐赠—招聘模型,企业捐赠方面社会责任的履行能够向社会传递企业价值的信号,从而使得更多的人才了解到企业的实力,此时,曾经担任过政府官员、有政府背景的相关人士无论是出于对企业文化、经济实力的认可还是对自身声誉的保证都会更容易加入到这些企业中去,从而使得企业更容易建立政治关联。由此,本文提出以下假设:

假设3:社会责任履行越好的民营企业越容易建立政治关联

再次,由于民营企业的政治关联得来不易,需要企业在遵守法律的基础上履行更多的经济、道德责任。而同时,政治关联这种资源的失去也较为容易,且再生比较困难。一般具有政治背景的民营企业主或高管都有一定的社会声誉和知名度,更容易被媒体和政府关注,一旦发生违法、劳资纠纷等情况就会被第一时间报导,不但损害了其政治地位,而且也使得企业声名扫地,所以丧失这些资源的潜在损失是高昂的。可以说,政治关联一旦得以建立,维护该政治资源的内在利益驱动力将会

很强。<sup>[29]</sup>此外,维持甚至是提升这种政治联系,不仅可以建立良好的企业形象,也有利于个人政治地位的提升。此时,相对于没有建立政治关联的企业来说,拥有政治关联的企业履行社会责任有利于加强政治关联与融资能力的关系,由此本文提出以下假设:

假设4:履行社会责任越好的公司,通过政治关联提高其融资能力的作用越强

## 二、研究设计

### 1. 变量设置

#### (1) 政治关联

“政治关联”(Political Relationship)最早是Fisman<sup>[30]</sup>在研究印尼企业与苏哈托家族的关系时提出的概念。但到目前为止对政治关联的定义却并没有统一,Fan等<sup>[4]</sup>认为,一个企业中的总经理是或者曾经是地方或中央的官员,就意味着该企业存在政治关系。Claessens等<sup>[31]</sup>则认为,政治关联是指公司通过选举捐款与当选者形成的联系。虽然对于政治关联的定义一直没有得到统一的表述,但一般而言,“政治关联是指公司与拥有政治权力的个人或组织之间形成的隐形政治契约,包括公司的高管、董事曾经或者当时在政府部门任职、通过选举捐款获得关系等”。

不同国家的政治关联会有不同的表现形式。参考Chen等<sup>[32]</sup>的研究,本文将企业董事会成员(不包括独立董事)或经理层高管存在以下情况之一即认为企业存在政治关联(PR):(1)曾经担任政府部门的官员,比如在党委(含纪委)、政府、法院、检察院任职;(2)现任或曾经担任党代表、人大代表或政协委员。企业存在政治关联PR取1,不存在PR取0。同时,考虑到曾经或现在担任中央类(Center)的政府官员、全国人大代表和担任地方类(Local)官员、地方人大代表的高管由于其政治关联的存在层级及企业良好信息的传递强弱有所不同,对地方银行、地区消费者、全国投资者等会有不同的影响效果,所以,本文还将政治关联分为地方(Local)和中央(Center)两个层次来分别加以研究。

#### (2) 社会责任

在企业社会责任的概念提出以后,学术界一直没有形成统一的认识,由此也产生了不同的计量标准,本文主要从雇员平均工资和企业捐赠额两个方面来衡量我国民营企业社会责任的履行程度。依据如下:

##### ① 雇员平均工资(Wage)

利益相关者理论认为,企业在做决策时应充分考虑与其具有利益相关性的群体利益,这些群体包括员工、供应商、债权人、政府、消费者、投资者等。从该观点出发,

企业必须通过承担社会责任来满足不同方面对其不同的期望和要求。就我国而言,实现经济转型的一大关键就是从投资拉动型经济向投资、出口、消费共同带动的经济发展模式转变。而要实现促进内需,就必须解决好人民劳动报酬收入不断提高这个问题。在2012年3月的第十一届全国人民代表大会第五次会议中温家宝总理就提到要“积极调整收入分配关系,着力提高低收入群众收入,扩大中等收入者所占比重”。<sup>[33]</sup>同时,各地出台的最低工资标准也进一步证明了政府部门对于人民劳动报酬的关注程度。企业能够做到提高员工工资标准,及时支付员工工资就能很好地在政府部门及社会上树立良好的形象。Stephen Brammer 和 Stephen Pavelin<sup>[34]</sup>在研究中将企业社会责任的界定缩减为三项内容,即员工、环境和社区,可见对员工的责任是企业社会责任的重要组成部分。姜万军等<sup>[35]</sup>构建的社会责任指标体系中也包括了员工工资保障水平。2008年5月发布的《上海证券交易所关于加强上市公司社会责任承担工作的通知》中,给出了每股社会贡献值的概念,其中向员工支付的工资是计算每股社会贡献值的一项重要指标。因此,出于我国现状的考虑并结合已有的文献,本文首先选择了雇员平均工资作为衡量我国民营企业社会责任履行程度的指标,由于该指标可能存在行业性差异,所以本文采用经行业调整的雇员平均工资指标。

$$\text{雇员平均工资 (Wage)} = \frac{\text{应付职工薪酬}}{\text{员工人数}}$$

## ② 捐赠额 (Donation)

Carroll<sup>[34]</sup>认为,企业社会责任包括了4个递进的层次:经济责任、法律责任、道德责任和慈善责任。从理论上说,对处于发展期的中国民营企业而言,目前最主要的还是承担前三种社会责任,而在发展处于成熟阶段后一般才会考虑更高级别的慈善责任。然而,由于目前我国各种自然灾害时有发生、社会福利保障体系尚不健全、某些偏远农村地区尤其是基础教育还需捐助的情况下,个人或是企事业单位对于捐赠的热情也是同样引人注目的。据2011年4月颁布的《中国慈善榜排行榜》捐赠数据显示,民营企业在数量上仍然占据优势,“在上榜的707个企业中,民营企业为374个,占总数的52.8%,捐赠总额约为65.3亿元,占全部捐赠总额的56.3%,高于国有及外资企业”。<sup>[35]</sup>Ma等<sup>[37]</sup>发现,我国民营企业通过对政府和社会福利项目的慷慨捐赠来使企业家获得政治关联。山立威等<sup>[36]</sup>的研究发现,捐赠行为具有显著的声誉和广告动机效益。梁建等<sup>[38]</sup>也以慈善捐赠作为企业社会责任的替代指标,研究了与民营企业政治关联的关系。因此,企业热衷于捐赠的主要原因

在于大额的捐赠更加有利于引起社会反映,从而建立自己的声誉,较之其他的社会责任更加能够在短期内传递良好的企业形象,如王老吉在2008年汶川大地震的捐赠活动中捐出了一亿元,其产品马上脱销,社会反应热烈,企业形象立刻提高。所以,民营企业更倾向于运用社会责任中的捐赠来维系与政府的政治关联。因此本文选择了企业捐赠额作为我国民营企业社会责任履行度的第二个衡量指标。

$$\text{捐赠额 } Donation = \ln(\text{捐赠金额} + 1)$$

该指标之所以取对数是为了避免捐赠额的数量级较大和为了减少模型的异方差;捐赠额加1是因为0不能取对数,而我国有为数不少的上市公司年捐赠额为0,因此加1是为了使这些样本公司的捐赠额取对数有意义,从而成为有效样本。后面描述性统计中的结果即为(捐赠额+1)取对数后的结果。

## (3) 债务融资

由于我国民营企业的融资难问题至今一直存在,受金融危机以及欧债危机的影响,我国民营企业资金链断裂而破产的不在少数,如何获得更多的银行贷款成为了民营企业急需解决的一个问题,也是民营企业最希望获得政府帮助的方面。所以本文选择总贷款比率(Debt)来计量债务融资。

$$Debt = \frac{\text{银行贷款总额}}{\text{企业总资产}}$$

此外,债务期限也是债务契约的重要内容。由于债务期限越长债权人面临的风险越大,加上民营企业一般规模小、经营风险大,在信息不畅通的情况下,银行一般难以批准长期贷款,而长期贷款对于债务人来说是一种资金使用权的稳定拥有,对于其发展战略是至关重要的。所以将民营企业获得的贷款分为长期贷款(Debt L)和短期贷款(Debt S)来分别进行考量,其中:

$$Debt L = \frac{\text{企业长期贷款额}}{\text{企业总资产}}$$

$$Debt S = \frac{\text{企业短期贷款额}}{\text{企业总资产}}$$

## 2. 模型设计

假设1:民营企业的政治关联有助于企业提升债务融资能力。

建立如下模型:

$$Debt = \alpha + \beta PR + \sum \gamma Control + \epsilon \quad (1)$$

其中:

$$\sum \gamma Control = \gamma_1 ROE + \gamma_2 MIR + \gamma_3 DR + \gamma_4 Q + \gamma_5 Capital + \gamma_6 IGR + \gamma_7 Size + \gamma_8 Year + \gamma_9 Industry$$

在该模型中我们控制了如下变量:

主题文章

(1) 净资产收益率 (ROE)。Rajan 等<sup>[41]</sup> 研究表明, 净资产收益率和主营业务增长率影响企业的融资需求。净资产收益率对贷款的影响方向不确定: 一方面企业净资产收益率越高, 越能使用内部融资来解决企业的资金需求, 减少外部银行贷款的融资数量; 另一方面, 企业净资产收益率越高, 代表企业经济绩效越好, 越容易获得银行贷款。

(2) 主营业务增长率 (MIR)。企业主营业务增长越多, 说明企业为扩大生产需要的资金就越多, 从而会增加银行贷款的需求。

(3) 资产负债率 (DR)。江伟等<sup>[6]</sup> 学者将资产负债率引入对企业贷款比率研究的模型, 一般认为企业资产负债率越高, 其中长期贷款的比率也就越高。

(4) 托宾值 (Q)。余明桂等<sup>[14]</sup> 在探讨政治关联对贷款数量的影响时将其引入模型。托宾值越高, 说明企业的市场价值高于资本的重置成本, 新厂房设备的成本要低于企业的市场价值, 这种情况下, 企业在资本市场上的吸引力就会上升, 由于我国资本市场的特殊性, 企业会更加倾向于选择发行股票融资, 从而降低了企业银行贷款的比率。

(5) 资本密集度 (Capital)。即固定资产与总资产的比值。当总资产一定时, 资本密集度越高, 说明企业机器设备上的支出就越多, 对资本的需求就越大, 银行贷款比率也就越高。

(6) 投资增长率 (IGR)。该指标参考钟晓英<sup>[42]</sup> 的界定方法, 用现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金”减去“处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金”净额除以企业总资产。企业的投资增长率越高, 对资金的需求越大, 银行贷款比率就越高。

(7) 企业规模 (Size)。何镜清等<sup>[19]</sup> 以及许多学者的研究均对企业规模进行了控制。我们使用总资产的对数来代表企业规模, 规模大的企业对资金的需求会上升, 所以企业规模越大, 银行贷款比率越高。

(8) 哑变量。引入年份 (Year) 和行业 (Industry) 这两个哑变量来控制宏观经济政策和经济景气程度不同对企业银行贷款获得的难易程度的影响。

对于假设 2: 社会责任履行度的提高有助于民营企业提升债务融资能力, 建立如下模型, 其中控制变量同模型 1:

$$Debt = \alpha + \beta Wage + \theta Donation + \sum \gamma Control + \varepsilon \quad (2)$$

对于假设 3: 社会责任履行越好的民营企业越容易建立政治关联, 在构建该模型时我们考虑到企业社会责任和政治关联可能存在内生性的问题。一方面, 如本文

所分析的, 企业可能通过战略性地履行社会责任来建立和维护政治关联; 另一方面, 这种政治关联对民营企业社会责任的履行也起到了一定助推作用。由于与政府的关系更为密切, 政府的权力对建立政治关联的企业干预性更强。Fan<sup>[4]</sup> 指出, 企业政治关联可能是政府对企业的—种持续干预的手段。这种干预可以是多方面的, 比如可以通过干扰公司经营决策来迫使企业承担更多的社会功能 (这些社会功能包括积极参与社会公益活动、维护社会稳定和地区经济发展、最大化员工利益等)。这些来自政府的干预均使得企业更多地履行了社会责任。所以在模型三中, 本文使用前一年的企业社会责任与滞后一年的政治关联进行 Logistic 回归, 以消除内生性问题。

$$\log[\text{prob}(PR_t)/(1-\text{prob}(PR_t))] = \alpha + \beta Wage_{t-1} + \theta Donation_{t-1} + \sum \gamma Control_t + \varepsilon \quad (3)$$

$$\text{其中 } \sum \gamma Control = \gamma_1 ROE + \gamma_2 MIR + \gamma_3 Q + \gamma_4 Size + \gamma_5 Year + \gamma_6 Industry$$

在该模型中我们控制了如下变量:

(1) 净资产收益率 (ROE)。李维安等<sup>[16]</sup> 研究表明, 企业绩效与政治关联存在显著的相关关系。净资产收益率代表了企业的获利能力, 企业获利能力强, 说明企业目前的经济绩效较好, 企业对地方经济发展的贡献也就越大, 民营企业主或其高管越容易被评为人大或政协委员, 企业越容易吸引曾经的政府官员来任职。

(2) 主营业务增长率 (MIR)。主营业务增长率代表了企业发展的能力, 该指标越大, 说明企业的发展前景越好, 同样, 民营企业主或其高管越容易被评为人大或政协委员, 企业越容易吸引曾经的政府官员来任职。

(3) 托宾值 (Q)。企业价值越高, 代表了企业竞争力越强, 建立政治关联也就更加容易。

(4) 企业规模 (Size)。使用总资产的对数来代表企业规模, 一般而言, 规模越大的企业在地方的影响力就越大, 建立政治关联也就更容易。

(5) 哑变量。引入年份 (Year) 和行业 (Industry) 这两个哑变量来控制宏观经济政策和经济景气程度不同对政治关联建立的难易程度的影响。

对于假设 4: 履行社会责任越好的公司, 通过政治关联提高其融资能力的作用越强, 建立如下模型, 其中控制变量同模型 1:

$$Debt = \alpha + \beta_1 BWage + \beta_2 BDonation + \beta_3 BPR + \beta_4 BPR \times BWage + \beta_5 BPR \times BDonation + \sum \gamma Control + \varepsilon \quad (4)$$

以上模型中 Wage、Donation 和 PR 均进行了标准化: 对自变量进行标准化主要是考虑到模型 (4) 存在着 0-1 变量和 0-1 变量与连续变量的交乘项, 两者之间容易产生多重共线性。Hamilton<sup>[40]</sup> 指出, 中心化 (Centering)

可以成功地减少多项式或交互效应模型中的多重共线性。一般而言进行中心化主要有两种方法：一种是减去平均值，一种是z分数。<sup>①</sup>而此处，本文选用了减去平均值的方法将变量标准化，即标准化后的自变量 = 原自变量 - 该自变量的均值。标准化后的解释变量为BWage、BDonation、BPR、BLocal、BCenter。

### 3. 样本选择与数据来源

本文选取沪深两市非金融保险业2008-2010年A股民营上市公司样本数据，共获得3年的2354个样本，同时对样本进行了如下处理：

- (1) 剔除ST、\*ST类特殊处理的上市公司；
- (2) 剔除公司披露的董事会成员、经理层管理人员政治背景难以确定的公司；
- (3) 剔除相关数据缺失的公司。

一共得到1724个有效样本，其中2008年390个数据，2009年498个数据，2010年836个数据。

我国民营企业政治关联的资料主要是通过和在和讯网搜集的企业年报中获得，公司年报中“董事、监事、高级管理人员及员工情况”一栏详细记载了公司董事会成员和总经理的履历，从中可以确定企业的政治关联；企业雇佣员工数量也可以在该板块中找到。捐赠主要通过手工搜集的方式在报表附注“营业外支出”中找到。应付职工薪酬、长期贷款、短期贷款、资产总额、现金流量表数据及托宾Q值从Wind数据库下载。其他财务指标和行业数据从CCER经济金融数据库下载。在数据处理上主要用到了Excel，SPSS16.0软件。

## 三、描述性统计分析

### 1. 描述性统计

首先，我们对相关变量进行了描述性统计分析，统计的结果见表1。可以看出，政治关联在我国民营企业上市公司中确实广泛存在，占到了全样本的48%，而地方性的政治关联在总体样本中占到了39%，远远大于8%的中央类的政治关联。说明企业高管曾经或现在担任地方性政府官员或者地方性代表和政协委员我国民营企业建立政治关联的主要方式。

从企业社会责任方面的指标来看，企业间的差异性较大。在雇员平均工资方面，取对数后的最大值达到15.525。就整个民营企业来说雇员平均工资的对数为10.873，相当于平均员工月薪酬在5300左右，其中值为10.771，与均值相差不大；在企业捐赠方面，有的企业一年没有捐赠，而最高的企业一年捐款额的对数为18.214，查看原始资料，该值为正泰电器2009年向浙江正泰公益基金会捐赠7000万元和向中国青年创业就

业基金会捐赠1000万元。社会捐赠的均值在9.778，即17500元左右的捐款，中值为12.0332，即168000元。

表1 相关变量的描述性统计

	最小值	最大值	均值	中值	标准差
<b>主要变量</b>					
PR	0	1	0.480	0	0.499
Local	0	1	0.390	0	0.484
Center	0	1	0.080	0	0.280
Wage	7.514	15.5247	10.873	10.771	0.739
Doantion	0	18.214	9.778	12.0332	5.521
Debt	0	0.758	0.150	0.126	0.138
Debt L	0	0.530	0.0392	0	0.072
Debt S	0	0.732	0.111	0.084	0.114
<b>控制变量</b>					
ROE	-0.115	0.448	0.048	0.036	0.055
MIR	-0.902	43.607	0.268	0.083	1.600
DR	0.011	0.997	0.385	0.386	0.205
Q	0.131	15.113	2.068	1.690	1.311
Capital	0	0.916	0.201	0.170	0.151
IGR	-0.534	0.879	0.052	0.060	0.063
Size	18.679	25.014	21.194	21.080	0.966

在银行贷款方面，最高占总资产的75.8%的资金源自银行贷款，而有的企业没有获得银行贷款，平均值在15%左右，其中长期贷款平均值只有3.9%，说明我国民营企业在银行贷款，特别是长期贷款的获得方面的确存在不小的困难。

其次，我们对变量进行了相关性检验。由于政治关联为0-1变量，其他为连续变量，所以此处采用了Spearman相关性分析。

在与贷款(Debt)的相关性方面，政治关联(PR)、雇员平均工资(Wage)和捐赠额(Donation)均和预期相同，在1%水平下呈现显著的正相关关系；控制变量上，主营业务增长率(MIR)、资产负债率(DR)、托宾值(Q)、资本密集度(Capital)、投资增长率(IGR)、企业规模(Size)和预期一致，且相关性显著。虽然净资产收益率(ROE)和企业贷款(Debt)出现了负相关，但是并不显著，负号的出现可能是由于企业净资产收益率提高后，可以使用内部留存收益来扩大生产，而减少了外部银行贷款数额。

雇员平均工资(Wage)和捐赠额(Donation)这两个代表企业社会责任履行程度的指标均和政治关联(PR)在1%的水平下显著正相关；在控制变量方面，净资本收益率(ROE)、主营业务增长率(MIR)和企业规模(Size)均如预期一样和政治关联显著正相关，托宾值(Q)却呈现负相关，但是不显著。以上相关性分析初步验证了我们之前的预期。

### 2. 单因素检验

为了了解有无政治关联对于我国民营企业社会责任和融资约束的影响，本文将样本分为有政治关联组和无

主题文章

表2 Spearman相关性分析

	PR	Wage	Donation	Debt	ROE	MIR	DR	Q	Capital	IGR	Size
PR	1.000										
Wage	0.080***	1.000									
Donation	0.319***	0.020	1.000								
Debt	0.146***	0.138***	0.120***	1.000							
ROE	0.063***	0.145***	0.214***	-0.020	1.000						
MIR	0.066***	0.093***	0.146***	0.119***	0.484***	1.000					
DR	0.148***	0.051**	0.187***	0.706***	0.063***	0.195***	1.000				
Q	-0.056	0.085***	-0.126***	-0.208***	0.428***	0.198***	-0.214***	1.000			
Capital	0.028	-0.232***	0.071***	0.348***	0.108***	0.096***	0.167***	0.051**	1.000		
IGR	0.151*	0.022	0.167*	0.552***	0.204***	0.118***	0.215***	0.082*	0.133	1.000	
Size	0.192***	0.156***	0.403***	0.294***	0.148***	0.204***	0.479***	-0.162***	0.024	0.116	1.000

注：表中第一行为系数，第二行为 Sig. 值。\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著

政治关联组进行了单因素检验。首先对两组样本进行了均值 T 检验，以比较两个独立样本是否存在显著差异。其次，由于均值的 T 检验必须假设两个样本都来自于正态总体分布，为了更加严谨，本文还采用了非参数独立样本的 Z 检验的方法，检验结果如表 3 所示。

从表 3 中可以看到，雇员平均工资 (Wage)、捐赠额 (Donation) 的指标中有政治关联的民营企业均比没有政治关联的企业数值大，三者的均值 T 检验和非参数 Z 检验分别在 10% 和 1% 水平下显著，说明社会责任履行较多的企业更容易获得政治关联。

表3 单因素检验

		有效样本	均值	均值T检验	非参数Z检验
Wage	有政治关联	827	10.902	5.594*	1.822***
	无政治关联	893	10.843		
Donation	有政治关联	825	11.930	815.155***	6.441***
	无政治关联	895	7.786		
Debt	有政治关联	827	0.170	7.352***	2.943***
	无政治关联	895	0.132		
Debt L	有政治关联	827	0.055	155.436***	3.405***
	无政治关联	895	0.025		
Debt S	有政治关联	827	0.116	0.123	1.570**
	无政治关联	895	0.107		
Size	有政治关联	827	21.267	0.107	1.008
	无政治关联	895	21.003		

有政治关联的民营企业的总贷款比率 (Debt) 比没有政治关联的民营企业高，且在 1% 水平下显著，将总贷款分为长期贷款比率 (Debt L) 和短期贷款比率 (Debt S) 后发现，长期贷款的 F 值为 155.436，大于总贷款比率的 7.352，非参数的 Z 值检验结果也同样证明两组的长期贷款比率存在着显著的差异，均在 1% 水平下通过了检验；而短期贷款比率 (Debt S) 虽然在非参数 Z 检验中两组样本差异的显著性为 1.4%，但相比贷款总额比率 (Debt) 及长期贷款比率 (Debt L)，显著性下降。在均值 T 检验中短期贷款比率的 F 值为 0.123 (F 值显著性为 0.725)，表明两组样本的短期贷款并不存在显著性的差异，可见两组样本短期贷款比率 (Debt S) 的差异性

并不明显。所以，可以认为政治关联对于企业银行贷款的融资影响主要体现在长期贷款上，在接下来的分析中，将主要分析总贷款比率 (Debt) 和长期贷款比率 (Debt L) 与政治关联、企业社会责任方面的关系。

考虑到有政治关联组与无政治关联组社会责任与债务比率的差异是否是由企业规模因素导致的，我们对这两组样本的规模也进行了差异分析，结果显示，这两组样本并不存在显著的规模差异。

#### 四、回归结果分析与稳健性检验

##### 1. 回归结果与分析

首先，我们以总贷款比率 (Debt) 和长期贷款比率 (Debt L) 为因变量进行回归，以验证假设 1 与假设 2。针对模型 1，为了考察地方性政治关联和中央性政治关联对贷款比率的影响是否有所不同，我们还分别对地方和中央两种不同性质的政治关联进行了回归。表 4 回归结果中第一列和第四列是对全样本的回归，考察的是有无政治关联对总贷款比率和长期贷款比率的影响，第二列和第五列是考察地方性政治关联对总贷款比率和长期贷款比率的影响，是将有地方性政治关联的公司和无政治关联的公司作为样本，样本数为 1580，其中有地方性政治关联的公司 685 家，取值为 1；其余为无政治关联的，取值为 0。同理，第三列和第六列是考察中央性政治关联对总贷款比率和长期贷款比率的影响，是将有中央性政治关联的公司和无政治关联的公司作为样本，使用的样本数为 1054，其中有中央性政治关联的样本数为 159，取值为 1；其余为无政治关联的公司，取值为 0。回归结果如表 4 所示。

针对模型 1 的回归结果，我们可以看出，在以总银行贷款率 (Debt) 为因变量的回归结果中，政治关联 (PR) 在 5% 水平下和民营企业的银行贷款率 (Debt) 正相关，地方性质的政治关联 (Local) 在 10% 水平下显著，而中

央性质的政治关联 (Center) 与民营企业银行总贷款率无关。而且我们发现,政治关联 (PR) 对长期贷款率 (Debt L) 的影响更大,在 1% 水平下显著正相关。同样的,地方性政治关联 (Local) 与民营企业长期贷款 (Debt L) 的显著性水平为 1%, 高于地方性政治关联 (Local) 与总银行贷款率 (Debt) 的 10% 的显著性水平。中央性政治关联的显著性仍比地方性政治关联低。假设 1 得到验证,说明有政治关联的民营企业融资能力更强,而且地方性的政治关联更有助于企业获得贷款,尤其是长期贷款。其主要原因在于,民营企业在寻求银行贷款时大多是向银行的本地分支机构进行申请,存在本地政治关联的企业主或高管和当地银行来往更为密切,更有利于信息的传递与沟通,相对贷款的获得也就更多。

针对模型 2 的回归结果,我们可以看出,雇员平均工资 (Wage) 与民营企业的总银行贷款率 (Debt) 在 1% 水平下显著正相关,与民营企业的长期贷款率 (Debt L) 在 5% 水平下显著正相关,说明企业在雇佣员工方面的社会责任履行得越多,向银行等利益相关者传递的良好信息就越有利于民营企业获得银行贷款;捐赠额与总银行贷款率 (Debt) 正相关,但不显著,但捐赠额与长期贷款率 (Debt L) 在 10% 水平下显著正相关,假设 2 得到验证。之所以捐赠不像雇员平均工资那样对银行贷款的影响显著,原因可能在于捐赠传递的信息只是短期的暂时性信息,在向利益相关者提供企业长期性经济效益良好的补充信息方面雇员平均工资传递的信息更强,而捐赠这种信息作用较弱,政府和银行在考虑相关决策时,更多地考虑企业的长期价值;而且雇员平均工资属于企业社会责任中最基本的责任,也是国家制度规定中的硬性指标,而捐赠属于较高道德层次的社会责任,政府和银行在进行决策时首先关注的是硬性指标的履行情况。

查看以上两个模型中的控制变量可以发现,净资产收益率 (ROE) 与企业总贷款比率 (Debt) 在 1% 水平下显著负相关,与长期贷款比率没有显著的相关性。说明民营上市公司在企业净资产收益率高的情况下,更多地通过内部留存收益或是股权融资的方式来满足对资金的需求,而不会选择向银行寻求贷款这条对它们来说相对困难的道路。主营业务增长率 (MIR) 与总贷款率 (Debt) 在 5% 水平下正相关,说明具有增长性的企业更容易获得银行贷款。企业政治关联和社会责任的履行虽然有助于企业获得融资便利,但其前提也必须是企业各项会计指标良好,经营风险与财务风险较小。资本密集度 (Capital) 和企业贷款 (Debt) 均在 1% 水平下正相关,说明固定资产多的企业更需要通过贷款,尤其是长期贷款来满足固定资产的购置。投资增长率 (IGR) 与企业

贷款均在 1% 水平下正相关,说明企业的投资增长率越高,对资金的需求越大,银行贷款比率越高。

表4 模型1与模型2的回归结果

	模型1				模型2			
	Debt		Debt L		Debt		Debt L	
Constant	0.063 1.046	0.042 0.637	0.040 0.492	-0.202 -5.298***	-0.194 -4.821***	-0.262 -5.458***	0.178 2.568***	-0.189 -4.466***
PR	0.011 2.442**			0.014 4.991***				
Local		0.008 1.661*			0.011 3.727***			
Center			0.007 0.876			0.016 3.189**		
Wage							0.015 4.912***	0.004 1.967**
Donation							0.001 0.431	0.002 1.758*
ROE	-0.195 -4.145***	-0.166 -3.365***	-0.194 -3.396***	0.012 0.417	0.024 0.794	0.013 0.400	-0.152 -3.092***	0.008 0.279
MIR	0.003 2.189**	0.003 2.154**	0.003 2.242**	0.000 -0.427	0.000 -0.418	0.000 -0.084	0.003 2.426**	0.000 -0.661
DR	0.464 34.486***	0.462 32.954***	0.461 27.085***	0.095 11.210***	0.096 11.143***	0.078 7.784***	0.463 33.625***	0.092 11.071***
Q	-0.004 -2.116**	-0.005 -2.580*	-0.005 -2.101**	-0.003 -2.701***	-0.003 -2.787***	-0.004 -3.014***	-0.003 -1.315	-0.003 -2.220**
Capital	0.175 10.446***	0.168 9.520***	0.179 8.349***	0.066 6.269***	0.058 5.307***	0.074 5.879***	0.164 9.713***	0.063 5.867***
IGR	0.005 3.566***	0.005 3.427***	0.005 3.486***	0.003 3.225***	0.003 3.253***	0.004 3.222***	0.004 3.316***	0.004 3.339***
Size	-0.005 -1.942*	-0.004 -1.347	-0.005 -1.390	0.011 6.105***	0.011 5.601***	0.012 5.739***	-0.002 -0.736	0.012 7.081***
Year	已控制							
Industry	已控制							
调整R <sup>2</sup>	0.562	0.556	0.566	0.370	0.337	0.332	0.569	0.361
F值	111.404***	99.759***	69.709***	51.633***	41.157***	27.180***	110.060***	47.806***

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著

其次,我们以政治关联对因变量进行回归以验证假设 3。由于考虑到企业社会责任和政治关联可能存在着相互的作用而产生内生性问题,所以使用前一年的企业社会责任指标与滞后一年的企业政治关联进行 Logistic 回归,以消除内生性问题。因为需要选取的样本区间,至少有两年的配对数据,通过以后一年的数据为基准对前一年的数据进行筛选,2008-2009 年配对数据共 324 个,2009-2010 年配对数据共 420 个,所以对于模型 3 使用的样本量共 744 个。回归结果见表 5,其中 3 列数分别表示对总体政治关联 (PR) 及地方性 (Local) 和中央性 (Center) 政治关联进行回归的结果。

针对模型 3 的回归结果可以看出,雇员平均工资 (Wage) 和捐赠 (Donation) 两项社会责任的提高对民营企业建立政治关联具有显著作用,两者分别在 5% 和 1% 的水平下显著。在将政治关联区分为地方性 (Local) 和中央性 (Center) 后,捐赠额 (Donation) 比雇员平均工资对民营企业建立政治关联的作用更强,关系更加稳健,依然在 1% 水平下显著。正如前文分析的雇员平均工资 (Wage) 属于社会责任中的经济责任和法律责任的范畴,是政府所要求的基本的社会责任,而社会捐赠 (Donation)

主题文章

属于更高层次的道德责任,其信号作用更加明显,在社会上引起的反响可能更大,更能临时解决政府或慈善机构短期的资金需求,因而更容易获得政治关联。总之,企业社会责任的履行能够使得企业获得政治关联,假设3得到验证。从控制变量来看,企业规模对于获得政治关联影响显著,说明规模较大、影响力较大的企业更容易获得政治关联。

表5 模型3的回归结果

	PR	Local	Center
Constant	-5.042 14.072***	-1.788 1.859	-13.449 39.879***
Wage	0.326 5.845**	0.168 1.821	0.211 1.066
Donation	0.116 37.944***	0.091 22.154***	0.112 6.729***
ROE	-1.513 0.866	-1.830 1.223	2.228 0.757
MIR	-0.80 1.456	-0.042 0.714	-0.926 4.382**
Q	0.080 1.619	-0.012 0.034	0.167 3.268**
Size	0.223 5.125**	0.023 0.059	0.549 12.561***
Year	已控制	已控制	已控制
Industry	已控制	已控制	已控制
调整R <sup>2</sup>	0.185	0.110	0.179
F值	63.905***	60.437***	65.821***

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%水平下显著

最后,我们以总贷款比率(Debt)和长期贷款比率(Debt L)为因变量进行回归,以检验假设4,用以验证民营企业社会责任的履行是否有助于增强政治关联与债务融资的关系,使企业获得更多的贷款。同样,我们也分别考查了地方性政治关联和中央性政治关联两方面的影响。样本的选取同模型1,回归结果见表6。

针对模型4的回归结果,我们可以看出,标准化以后的政治关联(BPR、BLocal和BCenter)对于民营企业总贷款比率(Debt)和长期贷款比率(Debt L)的影响仍然是显著的,这又一次验证了假设1。同样,标准化以后的雇员平均工资(BWage)与捐赠额(BDonation)对于民营企业总贷款比率(Debt)和长期贷款比率(Debt L)的影响仍然也是显著的,这又一次验证了假设2,说明我国民营企业在政治经济体制不完善的转型经济体中,建立政治关联和履行社会责任成为了民营企业融资和寻求发展的替代性机制的良好途径。

从雇员平均工资的角度来解读上表,根据交乘项的回归结果,虽然在银行总贷款比率(Debt)的三个回归中,雇员平均工资(BWage)分别与政治关联(BPR、BLocal和BCenter)的三个交乘项的系数为正,但不显著,说明雇员平均工资的提高没有能够显著增强政治关联对于债务融资的正向作用,但是在对长期贷款比率(Debt L)的回归中,雇员平均工资和地方性政治关联交乘项在

10%水平下正相关,说明雇员工资方面的企业社会责任的履行能增强地方性政治关联与长期贷款率两者间的正向作用,说明企业社会责任的履行在一定程度上从正面强化了政治关联和长期贷款的关系,使得民营企业更容易获得银行的长期贷款。证明了从系统的角度,将企业社会责任纳入企业战略计划,战略性地使用社会责任给企业带来的融资便利。从企业捐赠的角度来解读上表,根据交乘项的回归结果,系数均为正,但不显著。因此,假设4并未完全通过验证。

表6 模型4的回归结果

	Debt			Debt L		
	PR	Local	Center	PR	Local	Center
Constant	0.023 0.361	0.011 0.156	-0.055 -0.664	-0.236 -5.936***	-0.220 -5.221***	-0.319 -6.284***
BWage	0.014 4.186***	0.014 3.846***	0.015 3.205***	0.003 1.489	0.002 1.028	0.005 1.884*
BDonation	0.000 0.749	0.000 0.397	0.000 0.531	0.001 3.080***	0.001 2.086**	0.001 3.000***
BPR	0.010 2.023**			0.014 4.480***		
BLocal		0.008 1.597*			0.010 3.130***	
BCenter			0.008 0.816			0.024 3.884***
BWage×BPR	0.002 0.261			0.005 1.233		
BWage×BLocal		0.005 0.810			0.007 1.715*	
BWage×BCenter			0.010 0.875			0.003 0.367
BDonation×BPR	0.002 1.752			0.001 0.389		
BDonation×BLocal		0.002 1.525			0.000 0.234	
BDonation×BCenter			0.001 0.723			0.003 2.375
ROE	-0.175 -3.669***	-0.150 -3.000***	-0.189 -3.278***	0.032 1.051	0.037 1.183	0.039 1.106
MIR	0.003 2.018**	0.003 2.002**	0.003 2.182**	-0.001 -0.572	0.000 -0.517	0.000 -0.301
DR	0.465 34.572***	0.463 33.029***	0.463 27.358***	0.097 11.378***	0.098 11.278***	0.083 8.065***
Q	-0.003 -1.689*	-0.005 -2.227**	-0.004 -1.717*	-0.003 -2.609**	-0.004 -2.782***	-0.003 -2.415**
Capital	0.165 9.810***	0.158 8.945***	0.155 7.222***	0.063 5.940***	0.055 5.043***	0.067 5.109***
IGR	0.005 3.572***	0.005 3.526***	0.005 3.503***	0.003 3.448***	0.004 3.446***	0.004 3.439***
Size	-0.003 -1.113	-0.002 -0.778	-0.001 -0.311	0.013 6.923***	0.012 6.083***	0.015 6.469***
Year	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Industry	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
调整R <sup>2</sup>	0.566	0.559	0.575	0.369	0.336	0.336
F值	94.551***	84.403***	60.337***	43.036***	34.274***	23.175***

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%水平下显著

Carroll<sup>[36]</sup>曾指出,企业社会责任包括了经济责任、法律责任、道德责任和慈善责任,四者间是层层递进的关系,理论上来说对处于发展期的民营企业而言目前最主要的还是承担前两者或是前三者的责任,而在发展处于成熟阶段后一般才会考虑最高级别的慈善责任。陈晓峰<sup>[41]</sup>也曾指出,如果将企业的整个存续期视为一个生命周期的话,那么在企业的不同存续期间上企业对社会责任的理解和履行都是不同的。因为企业对社会责任的理解和履行有一个渐进的过程。相对而言,对于雇员的法律责任和经济责任较慈善责任更早地被企业所接受。所以捐赠没有起到显著调节政治关联和债权融资的作用,主要还是由于我国民营企业还处于起步发展阶段,并没有将慈善责任纳入企业的战略目标,大部分企业只是在本企业经济绩效良好、流动资金充足的情况下,迫于社会压力进行适当的捐赠,所以这种情况下企业可能已经通过留存收益或者股权融资解决了融资问题,而其对于银行贷款的获得作用就减弱了。

控制变量上,主营业务增长率(MIR)、资本密集度(Capital)以及投资增长率(IGR)均和企业银行贷款率(Debt)存在显著的相关关系,说明发展能力强、固定资产多的企业,对于银行贷款的需求大,获得的银行贷款也相对较多。净资产收益率和托宾Q分别在1%或10%水平下和企业银行贷款率负相关,原因在于当企业在经济绩效好、获得市场认可度较高时,民营企业更倾向于选择股权融资或是依靠留存收益的积累,从而减少了对银行贷款的需求。

## 2. 稳健性检验

为验证回归结果的稳健性,本文进行了以下测试:(1)借鉴高敬忠等<sup>[42]</sup>和张萍等<sup>[43]</sup>的研究,将企业为股东、债权人、职工、客户、消费者、供应商、社区等利益相关方所支付的现金流与主营业务收入净额的比定义为企业社会责任履行度。即企业社会责任履行度(CSR)=(分配股利或利润所支付的现金+营业费用+支付利息所支付的现金+支付给职工以及为职工支付的现金+购买商品、接受劳务支付的现金+缴纳税费实际支付的现金)/主营业务收入净额。用该指标替代前文中的雇员平均工资以及捐赠额进行回归,回归结果基本一致。(2)替换银行贷款比率的计算方法。前文使用的是银行贷款总额与企业总资产的比值,是为了消除企业资产负债率、资本结构方面的财务决策的影响,用企业银行贷款总额除以企业负债总额来衡量企业总体负债中通过银行贷款取得的比率,用该指标进行回归,得到的回归结果没有变化。由此说明,本文的研究结论具有较好的可靠

性与稳健性。

## 五、研究结论

在我国民营企业中,政治关联的确广泛存在,其中企业主或高管担任地方政协委员、人大代表是建立政治关联的主要方式。建立政治关联和履行社会责任是我国民营企业在经济法律制度不完善的市场机制下寻求的替代性机制,通过这种机制,民营企业可以向利益相关者传递良好的信息以弥补信息的不对称,规避利益相关者的逆向选择行为,有利于民营企业获得融资便利。实证研究结果显示,政治关联能给企业带来贷款、特别是长期贷款的融资便利,地方性政治关联与长期贷款的正向显著性比中央性政治关联更强;社会责任履行度越高越有助于民营企业获得贷款,并且企业社会责任的履行能够帮助企业建立政治联系。通过本研究可以看出,民营企业将社会责任的履行纳入企业发展战略,从政府及社会的外在压力转变为企业内生性的需求,可以实现企业和社会的双赢。在现阶段我国政治经济体制不完善的转型经济体中,这不失为一条民营企业寻求发展的现实路径。

## 参考文献

- [1] Franklin, A., Qian, J., Qian, M. Law, Finance, and Economic Growth in China. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1):57-116.
- [2] 李维安. 公司治理学. 北京: 高等教育出版社, 2005: 306-307.
- [3] Mara, F., Masulis, R. W., Mc-Connell, J. J.. Political Connections and Corporate Bailouts. *Journal of Finance*, 2006, 61(6):2597-2635.
- [4] Fan, J. P., Wong, T. J., Zhang, T.. Politically Connected CEOs, Corporate Governance and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms. *Journal of Financial Economics*, 2007, 84(2):330-357.
- [5] <http://www.rmlt.com.cn/qikan/2014-61-15/16908.html>.
- [6] 江伟, 李斌. 制度环境、国有产权与银行差别贷款. *金融研究*, 2006, (11):116-126.
- [7] 张建君, 张志学. 中国民营企业家的政治战略. *管理世界*, 2005, (7):94-105.
- [8] 徐传湛, 邹俊. 国有企业与民营企业社会责任比较研究. *经济纵横*, 2011, (10): 23-26.
- [9] 疏礼兵. 基于需要满足的民营企业社会责任行为动机研究. *软科学*, 2012, (8): 118-122.
- [10] Khwaja, A. I., Mian, A.. Tracing the Impact of Bank Liquidity Shocks: Evidence from an Emerging Market. *American Economic Review*, 2008, 98(4):1413-1442.

主题文章

- [11] Charumilind, C., Kali, R., Wiwattanakantang, Y.: Connected Lending: Thailand before The Financial Crisis. *the Journal of Business*, 2006, 79(1): 181-218.
- [12] Leuz, C., Oberholzer-Gee, F. Political Relationships, Global Financing, and Corporate Transparency: Evidence from Indonesia. *Journal of Financial Economics*, 2006, 81(2): 411-439.
- [13] 孙铮, 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. *经济研究*, 2005, (5):52-63.
- [14] 余明桂, 潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款. *管理世界*, 2008, (8):9-21.
- [15] 胡旭阳. 民营企业家的政治身份与民营企业的融资便利——以浙江省民营百强企业为例. *管理世界*, 2006, (5):107-141.
- [16] 李维安, 邱艾超. 民营企业治理转型、政治联系与公司业绩. *管理科学*, 2010, (4):2-14.
- [17] 张敏, 张胜, 申慧慧, 王成方. 政治关联与信贷资源配置效率——来自我国民营上市公司的经验证据. *管理世界*, 2010, (11):143-153.
- [18] 连军, 刘星, 杨晋渝. 政治联系、银行贷款与公司价值. *南开管理评论*, 2011, (5): 48-57.
- [19] 何镜清, 李善民, 周小春. 民营企业家的政治关联、贷款融资与公司价值. *财经科学*, 2013, (1):83-91.
- [20] Lonka, K., Lindblom-Ylaine, S., Maury, S.. The Effect of Study Strategies on Learning from Text. *Learning and Instruction*, 1994, 4(3):253-271.
- [21] 赵选民. 谈我国企业社会责任由义务向战略转变. *商业时代*, 2011, (2):89-90.
- [22] Elkington, J. Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business. *Environmental Quality Management*, 1998, 8(1):37-51.
- [23] 孙回回. 基于声誉模型分析的中小企业融资问题研究. *企业经济*, 2010, (9):165-167.
- [24] 翟华云. 预算软约束下外部融资需求对企业社会责任披露的影响. *中国人口, 资源与环境*, 2010, 20(9):107-113.
- [25] Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., Yang, Y. G.. Voluntary Non-Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Case of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, 2011, 86(1):59-100.
- [26] Goss, A., Roberts, G. S.. the Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans. *Journal of Banking and Finance*. 2011, 35(7):1794-1810.
- [27] 何贤杰, 肖土盛, 陈信元. 企业社会责任信息披露与公司融资约束. *财经研究*, 2012, (8):60-71.
- [28] Turban, D. B., Greening, D. W.. Corporate Social Performance and Organizational Attractiveness to Prospective Employees. *Academy of Management Journal*, 1997, 40 (3):658-672.
- [29] 潘克勤. 实际控制人政治身份降低债权人对会计信息的依赖吗——基于自我约束型治理视角的解释和实证检验. *南开管理评论*, 2009, (12):38-46.
- [30] Fisman, R.. Estimating the Value of Political Connections. *The American Economic Review*, 2001, 91(4): 1095-1102.
- [31] Cleassens, S., Feijen, E., Laeven, L.. Political Connection and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contribution. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(3):554-580.
- [32] Chen, C., Li, Z., Su, X.. Rent Seeking Incentives, Political Connection and Organizational: Empirical Evidence form Listed Family in China. *City University of Hong Kong Working Paper*, 2005.
- [33] <http://news.sohu.com/20120305/n336698112.shtml> 搜狐新闻
- [34] Brammer, S. J., Pavelin, S.. Corporate Reputation and Social Performance: The Importance of Fit. *Journal of Management Studies*, 2006, 43(3):435-455.
- [35] 姜万军, 杨东宁, 周长辉. 中国民营企业社会责任评价体系初探. *统计研究*, 2006, (7):32-35.
- [36] Carroll, A. B.. the Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons*, 1991, 34(4):39-48.
- [37] <http://gongyi.people.com.cn/GB/14492371.html> 人民网新闻
- [38] Ma, D., Parish, W. L.. Tocquevillian Moments: Charitable Contributions by Chinese Private Entrepreneurs. *Social Forces*, 2006, 85(2):943-964.
- [39] 山立威, 甘犁, 郑涛. 公司捐款与经济动机——基于汶川地震后中国上市公司捐款的实证研究. *经济研究*, 2008, (11):51-61.
- [40] 梁建, 陈爽英, 盖庆恩. 民营企业的政治参与、治理结构与慈善捐赠. *管理世界*, 2010, (7):109-118.
- [41] Rajan, R. G., Zingales, L.. What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *the Journal of Finance*, 1995, 50(5): 1421-1460.
- [42] 钟晓英, 邵志高. 应计异象是否由投资增长异象引起——来自A股上市公司的经验证据. *财会月刊:理论版(下)*, 2013, (011): 6-9.
- [43] Hamilton. *应用STATA做统计分析* (郭志刚等译). 重庆大学出版社, 2008:182-186.
- [44] 陈晓峰. 生命周期视角: 民营企业会责任履行促进机制探讨. *现代财经:天津财经学院学报*, 2011, (31):46-50.
- [45] 高敬忠, 周晓苏. 经营业绩、终极控制人性质与企业社会责任履行度——基于我国上市公司1999—2006年面板数据的检验. *财经论丛*, 2008, (6):63-69.
- [46] 张萍, 梁博. 政治关联与社会责任履行——来自中国民营企业的证据. *上海立信会计学院学报*, 2012, 26(5):14-23.

(下转第95页)

veloped very rapidly in China. Specifically, the number of venture capital institutions, venture capital management capital, as well as venture capital accumulated investment has experienced a sharp increase. Moreover, China's venture capital institutions are distributed rather unevenly, and primarily in developed coastal regions, of which Jiangsu, Guangdong and Zhejiang ranked the top three. China's venture capital industry has seen fierce completion, and greatly differentiated regional developments under the influence of regional policies. Therefore, China's situation in venture capital investment offers several advantages as a suitable setting to examine this issue. Our results suggest that venture capital firms located farther away from new firms tend to invest a smaller amount, enter in later period and participate in new firms' corporate governance with a lower probability. It indicates that geographical distance has a large impact on venture capital investment in new firms. Due to specific risk and transaction cost, geographical distance not only affects venture capital investment patterns, but impacts venture capital involvement in the corporate governance of portfolio firms, as well. Besides, firm size can mitigate the negative effects of geographical distance. It can be explained that small firms are particularly prone to severe agency problems and information asymmetries, thus affecting venture capital investment strategies. However, geographical distance is not significantly associated with the number of financing rounds. This point is totally different from discoveries in the previous literature. In short, strong local bias exists in venture capital investments. Further studies show that geographical distance is more significant for venture capital located in undeveloped areas or sponsored by government both of which exhibit stronger local bias.

**Key Words** Geographical Distance; Venture Capital; New Firms; Local Bias

(上接第 40 页)

**作者简介** 李姝, 南开大学商学院、中国公司治理研究院教授、博士生导师、博士, 研究方向为资本市场与信息披露、公司治理与财务会计; 谢晓嫣, 南开大学商学院硕士, 研究方向为公司治理与财务会计

### Corporate Social Responsibility, Political Relationship and Debt Financing of Private Enterprises: Evidence from Chinese Capital Market

Li Shu, Xie Xiaoyan

Business School, Nankai University

**Abstract** With the development of economy, China's private economy has become an important part of the national economy. On one hand, while the private enterprises make more profit, the public require the private enterprises to fulfill their social responsibilities. On the other hand, due to the special nature of private enterprises in China, these enterprises have experienced the difficult problem of financing. This article tries to establish the relationship between corporate social responsibility and debt financing. We find private enterprises can establish political relationship through fulfill more social responsibilities and therefore solve the financing difficulties. Based on resource dependence theory, stakeholder theory and signaling theory, this paper makes a research on the current situation of private enterprises in China, presenting the idea that because of the imperfect economic and legal system, China's private enterprises usually chose political relationship as an alternative mechanism. Stakeholders can get more information through the political relationship as a compensation of asymmetric information to avoid adverse selection. What's more, this paper explains how the alternative mechanism established and how to solve financing difficulties of private enterprises through political relationship. In the perspective of strategic usage of corporate social responsibility, this paper studies political relationship, corporate social responsibility, debt financing of private enterprises in China. After an empirical research with the data of companies from Shanghai and Shenzhen Stock Exchange from 2008 to 2010, we find political relationship in the private enterprise is popular, political relationship can provide financing facility, especially the long-term loan. The enterprises which have local political relationship will be easier to get more loans than that of others. The more the enterprises do on raising average wage and donation, the easier to obtain bank loans. The enterprise can establish political relationship by shouldering more social responsibility. The average wage index of corporate social responsibility can enhance the influence of political relationship on debt financing, then enterprise will get more bank loans.

**Key Words** Corporate Social Responsibility; Political Relationship; Debt Financing; Private Enterprise