

# 民营企业、制度环境与社会资本<sup>\*</sup>

## ——来自上市家族企业的经验证据

陈倩倩<sup>1</sup>, 尹义华<sup>2</sup>

(1. 浙江大学 经济学院, 浙江 杭州 310027; 2. 上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

**摘 要:**民营企业对社会资本具有较强的依赖性, 而制度环境会影响企业对社会资本的依赖程度, 也会影响企业寻求异质性社会资本的倾向性。文章采用 2008—2012 年我国民营上市企业中家族企业的数据, 分析了制度环境对企业实际控制人的社会资本数量和结构的影响, 并进一步考察了异质性社会资本对企业价值的不同影响。研究结果表明: (1) 总体来看, 在制度环境较差时, 家族企业实际控制人对社会资本的依赖性较强, 而随着制度环境的不断完善, 其对社会资本的依赖性逐渐减弱; (2) 在制度环境较差时企业会更多地利用权力性社会资本, 而在制度环境较好时则更多地利用市场性社会资本; (3) 在制度环境较差时, 权力性社会资本对企业价值的影响大于市场性社会资本, 而随着制度环境的不断完善, 市场性社会资本的影响逐渐增强。文章的发现为民营企业在制度环境不断完善的情况下转变发展策略提供了一定的启示。

**关键词:**制度环境; 异质性社会资本; 民营企业; 家族企业; 企业价值

**中图分类号:**F276.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2014)11-0071-11

### 一、引 言

“让市场在资源配置中起决定性作用”以及“放宽市场准入”<sup>①</sup>已经成为我国深化市场改革的重要经济政策, 这意味着各种所有制类型的企业将面临越来越公平的市场竞争环境。由于获取资源相对困难, 以往民营企业特别是家族式民营企业要想发展壮大、取得更好的发展机会和业绩, 需获得政治关系、社会关系等社会资本(边燕杰和丘海雄, 2000; Massis 等, 2013), 这种现象在经济相对落后、法律保护较差、政治氛围较浓厚的地区尤为突出。而随着我国经济体制改革的不断深入, 制度环境不断完善, 政府鼓励民营企业与国有企业进行市场化竞争的政策信号更加明朗。在这种背景下, 企业家是否会减弱对政治关系、社会关系等社会资本的追逐, 而更多地诉诸市场力量? 这样的发展路径选择最终又会对企业价值产生怎样的影响?

本文选取上市民营企业中的家族企业, 即实际控制人可以追溯到家族成员的上市公司

收稿日期: 2014-06-20

基金项目: 教育部人文社会科学研究项目(14YJC790119); 浙江省自然科学基金项目(LQ14G020012)

作者简介: 陈倩倩(1985—), 女, 山东新泰人, 浙江大学经济学院博士研究生;

尹义华(1985—), 男, 山东新泰人, 上海财经大学金融学院博士研究生。

①2013年11月12日, 十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出, “经济体制改革是全面深化改革的重点, 核心问题是处理好政府与市场的关系, 使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。”“放宽市场准入, 允许非公有资本进入法律法规未禁入的基础设施、公用事业及其他行业和领域。非公有制企业在投融资、税收、土地使用和对外贸易等方面, 与其他企业享受同等待遇。”

为研究对象,其原因在于:首先,广义的民营企业还包括联营企业、外资企业、港澳台投资企业<sup>①</sup>等类型,这些不同类型的企业在性质上仍存在较大差异。外资企业享受税收等政策优惠,而上市家族企业属于狭义的真正的民营企业。其次,家族实际控制人对企业发展起着至关重要的作用。从社会资本角度来看,家族本身即为社会资本的源泉、建立者和使用者(Bubolz, 2001),家族成员之间的关系则是社会资本产生的理想环境(Coleman, 1988),而且中国儒家文化具有尊崇权威的特点,使得家族企业实际控制人的行为会显著影响企业组织的行为和发展(Peng 和 Luo, 2000)。最后,家族企业是一种世界范围内广泛存在的古老而又现代的企业形式,全球家族企业所占比例保守估计也有 65%—80%(Gersick, 1997)。中国家族企业占上市民营企业的比例也达近 50%,<sup>②</sup>占中小民营企业的比例则更高。因此,研究民营企业中家族企业实际控制人的社会资本更具典型意义。

在前述问题的基础上,本文分析了制度环境的变化导致的企业家对社会资本选择的差异问题。社会资本本身存在一定的异质性,这是以往许多研究未注意到的,只强调社会资本对企业经济绩效的正面影响难免会鼓励企业追求一些特殊的社会关系。本文根据性质对社会资本进行了划分,将能够带来一定政治利益或市场特权的社会资本称为权力性社会资本,与市场关联性较强的社会资本则称为市场性社会资本。在制度环境较差的地区,企业在获得融资、投资机会等方面更加依赖于政治性、特权性关系;而随着制度环境的不断完善,市场的竞争性增强,在更加公平的竞争环境下,企业未必愿意花费巨额成本去追逐权力性社会资本,而是可能更多地寻求市场性力量,按市场规则谋求更多的发展机会。在这种社会资本分类的基础上,本文利用上市家族企业数据分析了制度环境的变化对企业社会资本的差异性选择策略及其对企业价值的不同影响。

本文的贡献主要体现在:第一,以往的研究大多关注企业的社会资本对企业发展和企业业绩产生的影响,而忽略了企业如何选择社会资本的问题。本文通过分析不同制度环境下家族企业对异质性社会资本的追求来解答这一问题,弥补了这一研究空白。第二,本文的研究结果对于民营企业的发展决策具有重要的启示。企业家应该在制度环境不断完善的情况下适时调整对社会资本的投资策略,追求权力性社会资本并不会一直给企业带来好处,反而可能需要过多的投入,从而不利于企业的长远发展。第三,本文为市场引导企业有效配置资源的合理性提供了新的证据,进而为政府有关市场化和民营企业未来发展的政策提供了一定的参考。在市场环境较好的情况下,企业会根据市场导向自动做出选择,这体现了市场这只“看不见的手”的力量。政府既应允许由更多的市场力量来决定资源在不同企业之间的配置,也需不断完善有利于企业公平竞争的制度环境。

## 二、理论分析与研究假设

### (一)制度环境差异与家族企业实际控制人的社会资本

本文研究的社会资本是指嵌入在社会关系网络和社会结构中的资源(Granovetter, 1985; Hoffman 等, 2006)。作为社会单元,企业的经营与存续是嵌入在特定社会环境中的,

<sup>①</sup>以本文数据来源国泰安数据库(CMSAR)为例,其中披露的民营上市公司实际控制人类型包括以下几种(实际控制人为单一类型或两种以上类型的联合):(1)国家控制,国家或者代表国家的机构或企事业单位;(2)自然人或家族;(3)员工持股会或工会;(4)集体企业;(5)外商投资企业;(6)港澳台投资企业;(7)公众持股;(8)其他。详见 <http://www.gtarsc.com/>。

<sup>②</sup>截至 2013 年 7 月 31 日,在 1 431 家 A 股上市民营企业中,能够查到企业所有权或控制权归家族所有的有 711 家,占比为 49.7%。参见《福布斯 2013 中国家族企业调查报告》, <http://www.forbeschina.com>。

其行为必然受到外部环境的影响(Granovatter, 1985)。社会资本被认为是一种非正式机制, North(1990)认为非正式规则本身就是重要的, 而并不只是简单地作为正式规则的附庸, 正式和非正式约束都能起到降低人类互动成本的作用。Williamson(2002)将 Macneil(1974)的关系契约理论引入交易治理机制, 提出私人安排替代和补充法律安排的思想。Xin 和 Pearce(1996)认为在缺乏正式制度性支持的情况下, 管理者通常会通过其社会关系来寻求非正式的制度性支持, 以降低企业的运行风险和交易成本。正如 Fukuyama(1999)所指出的, 降低交易成本其实是社会资本的经济功能之一。正是在这些思想的基础上, 正式制度与社会资本的关系越来越受到学术界的重视。我国正处于制度转型的重要时期, 传统文化习惯和转型时期的制度环境都会使中国企业更倾向于建立基于管理者个人信任的“人脉”关系网络, 这些关系网络有利于获取资源和政府支持(Peng 和 Luo, 2000)。此外, 我国的分权式治理模式使地方政府之间在经济上存在竞争关系, 政府虽然可以对企业进行有力的干预, 但在提高企业绩效上只能依靠完善制度环境来激励企业, 企业间的市场竞争反映在政府层面则成为了制度间的竞争(Tan 等, 2007), 加之区域经济发展不平衡, 不同地区和省份的制度环境存在显著差异。在制度环境不完善时, 民营企业中占主要力量的家族企业在获取资源方面处于劣势地位, 因而企业实际控制人更倾向于利用自己的社会网络关系、地位、声誉和影响。尤其在新兴经济体中, 制度越不完善, 企业家越倾向于利用自己的社会资本(Zhou 等, 2008; Danis 等, 2010; Ismail 等, 2012)。基于以上分析, 本文提出以下假设:

假设 1: 制度环境越不完善, 企业对社会资本的诉求越强烈。

## (二) 制度环境差异与异质性社会资本

社会资本嵌入在不同的社会结构中, 社会关系、社会地位和社会声誉是衡量社会资本的三个重要维度(边燕杰和丘海雄, 2000; 游家兴和刘淳, 2011)。其中, 社会关系主要包括政治关系、金融关系、同学关系以及与其他企业的关系, 社会地位可以用专业地位、政治身份、经济身份和社会身份四个维度来衡量, 社会声誉则由企业家获得的各种嘉奖和荣誉来衡量。这三个维度可以比较全面地衡量个人的社会资本。除了结构上的划分, 不同类型社会资本在性质上还存在异质性: 有些社会资本有利于直接或间接获得特殊的市场权力, 具有较强的目的性, 并且在很大程度上需要连续性地付出成本来维持; 而有些社会资本则体现出公平的市场原则, 是建立在普遍的社会信任基础上的。对于这个问题, 石军伟和付海艳(2010)认为社会资本可以分为等级制社会资本和市场社会资本, 这种划分对于早期片面重视社会资本整体的正向作用是一种有益的改进。因此, 我们在借鉴社会资本结构和性质划分方式的基础上, 对企业实际控制人的社会资本进行了进一步细分。其中, 政治地位、政治关系、社会地位、经济身份、社会身份、社会声誉等是非市场性的, 能够在制度环境相对不完善的情况下为企业获得一些市场权力甚至特权提供一定的便利, 我们将其称为权力性社会资本; 而无论制度环境好坏, 金融关系、同学关系、企业关系等都是一种重要资源, 尤其是金融关系, 企业在成长过程中一直会有较强的需求, 我们将其归为市场性社会资本。基于以上分析, 本文提出以下假设:

假设 2: 当制度环境较差时, 企业更多地依赖于权力性社会资本; 随着制度环境的不断完善, 企业对权力性社会资本的依赖性降低, 而对市场性社会资本的需求增加。

## (三) 制度环境差异、异质性社会资本与企业价值

显然, 企业家个人的社会资本可以直接影响企业获取稀缺资源, 尤其是政治关系会直接给民营企业融资带来便利或者降低进入垄断行业的门槛(胡旭阳, 2006; 罗党论和刘晓龙, 2009)。那么, 社会资本的运用是否会对企业绩效产生影响? Peng 和 Luo(2000)以及边燕杰和丘海雄

(2000)较早开始关注中国企业社会资本的功绩,近年来陆续有学者探讨企业组织的社会资本(石军伟等,2007;Stam 等,2013)对企业绩效的影响。总的来看,这些研究都认为社会资本在一定程度上可以提高企业绩效。尽管多数研究证明在制度转型时期,社会资本对企业获取资源和提升绩效起到积极作用,尤其是政治关系,但随着正式制度的不断完善,这些特殊关系不一定还能继续发挥正向作用。同时,社会资本的积累是需要成本的,甚至获取特殊社会资源还可能引发寻租问题。因此,有必要进一步分析在不同的制度环境下,异质性社会资本对企业绩效是否产生不同影响。本文选用托宾 Q 值来衡量上市家族企业的绩效。托宾 Q 值是评价企业绩效的重要指标,李新春等(2008)认为,由于受到会计包装、盈余管理以及股市欠成熟的影响,资产回报率(ROA)和净资产收益率(ROE)等指标会导致数据失真,因而在我国以托宾 Q 值作为企业绩效的衡量指标比较合理。基于以上分析,本文提出以下假设:

假设 3:当制度环境较差时,权力性社会资本对企业价值的影响较大;而随着制度环境的不断完善,市场性社会资本的影响会增强。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

本文以我国 2008—2012 年上市民营企业中的 329 家家族企业为研究对象,对上市家族企业的界定参照了贺小刚和连燕玲(2009)的判断标准:(1)最终控制人可以追溯到自然人或家族;(2)最终控制人直接或间接持有公司,而且必须是被投资上市公司的第一大股东;(3)至少有 2 位具有亲缘关系的家族成员持股或担任上市公司高管。这是一种较为严格的上市家族企业标准。企业的基本信息和财务指标等来源于 CMSAR 数据库。评价家族企业实际控制人社会资本的各项指标均通过逐条搜索整理得到,主要来源于新浪财经网站高管个人简历和公司年度报告,信息缺失的则运用 Google 和百度两个搜索引擎来补充。在采集并排查数据后,我们最终得到 1 396 个观测值。本文的制度环境指标数据来源于王小鲁等(2013)的“企业经营环境指数 2013 年报告”,这些数据是在市场化指数基础上专门对企业经营环境的进一步细化研究而得到的。

#### (二)变量定义与模型设计

1.变量定义。本文主要关注上市家族企业实际控制人的社会资本和企业经营的制度环境两个变量。其中,社会资本从社会关系、社会地位和社会声誉三个维度来衡量,社会关系由政治关系、金融关系、同学关系以及企业关系来衡量,社会地位从专业地位、政治身份、经济身份和社会身份四个维度来衡量,社会声誉则由企业家获得的市级及以上的荣誉称号和嘉奖来衡量。各个指标的定义和赋值情况见表 1。企业经营的制度环境变量主要选取了王小鲁等(2013)“企业经营环境指数 2013 年报告”中显著影响企业经营的三项指标:政府行政管理、企业经营的法制环境和金融服务情况。这些指标基本上涵盖了企业所处制度环境中最重要的因素。

表 1 社会资本评价指标

| 变量名称     |              | 变量定义                 | 变量赋值       |
|----------|--------------|----------------------|------------|
| 社会<br>关系 | 政治关系(Polinw) | 是否曾在政府部门任职           | 是取 1,否则取 0 |
|          | 金融关系(Finanw) | 是否曾在或仍在银行、证券、基金等行业任职 | 是取 1,否则取 0 |
|          | 同学关系(Edunw)  | 学历,分大专以下、专本和硕博三档     | 分别取 1、2、3  |
|          | 企业关系(Worknw) | 是否曾在其他企业任职           | 是取 1,否则取 0 |

续表1 社会资本评价指标

| 变量名称                |                       | 变量定义                | 变量赋值     |
|---------------------|-----------------------|---------------------|----------|
| 社会地位                | 专业地位( <i>Profst</i> ) | 是否有工程师、经济师、研究员等专业职称 | 是取1,否则取0 |
|                     | 政治身份( <i>Polist</i> ) | 是否市级及以上人大代表或政协委员    | 是取1,否则取0 |
|                     | 经济身份( <i>Econst</i> ) | 是否在商业、行业协会任领导职务     | 是取1,否则取0 |
|                     | 社会身份( <i>Socist</i> ) | 是否在校友会、同乡会、文体等社团任职  | 是取1,否则取0 |
| 社会声誉( <i>Repu</i> ) |                       | 是否获得市级及以上荣誉称号、嘉奖和表彰 | 是取1,否则取0 |

本文用 *TobinQ* 值来衡量企业价值,主要选取了 CMSAR 数据库中的 *TobinQA* 和 *TobinQB*两个指标,*TobinQB* 用于稳健性检验。它们的计算公式分别为: $TobinQA = \text{市场价值} A^{\text{①}} / \text{期末总资产}$ , $TobinQB = \text{市场价值} A / (\text{资产总额} - \text{无形资产净值})$ 。

本文的控制变量主要包括:(1)企业总资产(*LogAsset*),用企业总资产的自然对数来衡量;(2)财务杠杆(*Lev*),用企业的资产负债率来衡量;(3)独立董事比例(*DirectR*),用董事会中独立董事人数与董事会人数之比来衡量;(4)实际控制人性别虚拟变量(*Sex*);(5)实际控制人年龄(*Age*),用 2012 年实际控制人的年龄来衡量。

为了避免极端值的影响,我们对企业规模(*LogAsset*)、企业价值(*TobinQA* 和 *TobinQB*)、财务杠杆(*Lev*)、独立董事比例(*DirectR*)等变量数据进行了上下 1%的 *winsorize* 处理。

2. 制度环境指数和社会资本指数构建。为了更好地度量制度环境,本文在王小鲁等(2013)给出的行政管理环境指数、法律环境指数和金融环境指数的基础上,借鉴 Kaplan 和 Zingales(1997)构造公司融资约束指数的思路,构建了新的制度环境指数 *EnvirIndex\_new*。<sup>②</sup> 这种方法可以有效解决不同变量之间缺乏可比性的问题,被广泛应用于金融研究领域。*EnvirIndex\_new* 的构建方法为:首先,以中值为界,将政府行政管理环境指数(*EI1*)、法律环境指数(*EI2*)和金融环境指数(*EI3*)分为高低两类。如果行政管理环境指数大于其中值,则*EI1*取值为1,否则为0,其他两个指数的处理方法相同。然后,计算 $EI = EI1 + EI2 + EI3$ ,并使用有序逻辑模型(*ordered logistic model*)对行政管理环境指数、法律环境指数和金融环境指数进行回归,估计出各个指标的系数(结果见表 2)。最后,利用各个指标的系数估计值来构建各个企业的制度环境指数 *EnvirIndex\_new*: $EnvirIndex\_new = 3.429 \times \text{行政管理环境指数} + 20.466 \times \text{法律环境指数} + 13.903 \times \text{金融环境指数}$ 。

*EnvirIndex\_new* 的绝对值并没有经济含义,只有相对值有经济含义。在计算出各个企业的制度环境指数后,将所有样本按照 *EnvirIndex\_new* 的大小排序,并按照中值将制度环境划分为两种水平:如果 *EnvirIndex\_new* 小于等于中值,则表明制度环境较差;而如果 *EnvirIndex\_new* 大于中值,则表明制度环境较好。表 2 结果显示,法律环境指数的回归系数显著大于其他两个环境指数的系数,表明法律环境指数的影响更大。这与大多数文献的

表 2 制度环境指数 EI 构建(有序逻辑模型)

|                              | 被解释变量:EI             |
|------------------------------|----------------------|
| 行政管理环境指数( <i>Governm</i> )   | 3.429***<br>(4.77)   |
| 法律环境指数( <i>Law</i> )         | 20.466***<br>(14.77) |
| 金融环境指数( <i>Finalsv</i> )     | 13.903***<br>(18.92) |
| <i>Pseudo R</i> <sup>2</sup> | 0.563                |
| <i>N</i>                     | 1 406                |

注:括号内为 *t* 值,\*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。下表同。

①在 CMSAR 数据库中,市场价值=股权市值+净债务市值,其中市场价值 A 中的非流通股市值用净资产计算,而市场价值 B 中的非流通股市值则用流通股价计算。

②王小鲁等(2013)构造的制度环境指数 *EnvirIndex* 包含更加广泛的内容,本文采用 *EnvirIndex* 做稳健性检验。

研究结论一致,即法律环境更能直接体现制度环境,是衡量制度环境最重要的指标。

本文采用主成分分析法构建了社会资本指数  $SC$  及分项指数(社会关系指数  $SN$  和社会地位指数  $SS$ )。与制度环境指数类似,社会资本指数的绝对值并没有经济含义,只有相对值有经济含义。我们按照社会资本指数进行排序,指数越大说明社会资本越丰富,并按照其中值将样本分为社会资本多( $SC$  指数高)和社会资本少( $SC$  指数低)的公司。

3. 模型设计。为了检验假设 1,我们首先将样本分为制度环境好和制度环境差两组,然后采用  $t$  检验来分析两组样本的社会资本均值是否存在显著差异。本文根据新构造的  $Envirindex\_new$  对样本进行分组,并以王小鲁等(2013)构造的  $EnvirIndex$  分组进行稳健性检验。对于社会资本,除了度量其总体指数外,我们还分别度量了社会关系、社会地位和社会声誉等分项指数。

为了检验假设 2,本文采用如下的  $Probit$  模型来估计在不同的制度环境下,企业寻求不同社会资本的倾向性差别:

$$Probit(\text{社会资本代理变量} = 1) = \alpha + \beta EI\_dum + \varepsilon \quad (1)$$

其中,因变量为社会资本的各个代理变量( $Edunw$ 、 $Finanw$ 、 $Polinw$ 、 $Worknw$ 、 $Profst$ 、 $Polist$ 、 $Econst$ 、 $Socist$  和  $Repu$ );  $EI\_dum$  为制度环境虚拟变量,当制度环境指数  $EnvirIndex\_new$  小于等于中值时,  $EI\_dum$  为 1,否则为 0。

为了检验假设 3,本文在回归模型中引入了制度环境分别与权力性社会资本和市场性社会资本的交互项,同时控制了企业特征对企业价值的影响。回归模型如下:

$$TobinQ = \alpha + \beta_1 PP\_dum + \beta_2 EI\_dum + \beta_3 EI\_dum \times PP\_dum + \beta_4 Age + \beta_5 Sex + \beta_6 LogAsset + \beta_7 Lev + \beta_8 DirectR + \varepsilon \quad (2)$$

$$TobinQ = \alpha + \beta_1 MP\_dum + \beta_2 EI\_dum + \beta_3 EI\_dum \times MP\_dum + \beta_4 Age + \beta_5 Sex + \beta_6 LogAsset + \beta_7 Lev + \beta_8 DirectR + \varepsilon \quad (3)$$

其中,因变量  $TobinQ$  表示企业价值;  $PP\_dum$  为企业权力性社会资本虚拟变量,当权力性社会资本指数大于中值时,  $PP\_dum$  为 1,否则为 0;类似地,  $MP\_dum$  为企业市场性社会资本虚拟变量,当市场性社会资本指数大于中值时,  $MP\_dum$  为 1,否则为 0;  $EI\_dum \times PP\_dum$  和  $EI\_dum \times MP\_dum$  分别为制度环境虚拟变量与权力性社会资本和市场性社会资本虚拟变量的交互项。在假设 3 中,我们关心的是  $EI\_dum \times PP\_dum$  和  $EI\_dum \times MP\_dum$  的系数  $\beta_3$ 。

## 四、实证分析结果

### (一)描述性统计

变量的描述性统计结果见表 3。从中可以看出,不同地区总体的制度环境及分项的政府行政管理环境、法律环境和金融服务环境都存在明显的差异,其中我国东部地区的制度环境要明显好于中西部地区。从均值和方差来看,企业价值  $ToinqQA$  和  $TobinQB$  的差别不大,因此使用其中任何一个对本文的研究结论不会造成太大的影响。王小鲁等(2013)构造的制度环境指数  $EnvirIndex$  的均值为 3.122,最小值为 2.910,最大值为 3.340,标准差只有 0.096,这意味着在这种度量方法下,企业间的制度环境指数差别很小。本文构造的新制度环境指数  $EnvirIndex\_new$  在 104.081 到 133.104 之间,标准差为 4.480,企业间的制度环境存在更加明显的差别。社会资本指数的最小值为 -2.075,最大值为 1.623;社会关系指数的最小值为 -2.735,最大值为 2.776。

表 3 变量描述性统计

| 变量                    | 观测值   | 均值      | 标准差    | 最小值     | 最大值     |
|-----------------------|-------|---------|--------|---------|---------|
| <i>TobinQA</i>        | 1 396 | 1.795   | 1.032  | 0.552   | 6.667   |
| <i>TobinQB</i>        | 1 396 | 1.898   | 1.134  | 0.570   | 7.044   |
| <i>EnvirIndex</i>     | 1 413 | 3.122   | 0.096  | 2.910   | 3.340   |
| <i>EnvirIndex_new</i> | 1 406 | 119.813 | 4.480  | 104.081 | 133.104 |
| <i>Governm</i>        | 1 421 | 3.266   | 0.120  | 2.830   | 3.980   |
| <i>Law</i>            | 1 421 | 3.226   | 0.103  | 2.730   | 3.630   |
| <i>Finalsv</i>        | 1 406 | 3.058   | 0.193  | 2.480   | 3.450   |
| <i>Polinw</i>         | 1 426 | 0.192   | 0.394  | 0       | 1       |
| <i>Finanw</i>         | 1 426 | 0.104   | 0.306  | 0       | 1       |
| <i>Edunw</i>          | 1 426 | 2.222   | 0.705  | 1       | 3       |
| <i>Worknw</i>         | 1 426 | 0.900   | 0.300  | 0       | 1       |
| <i>Profst</i>         | 1 422 | 0.574   | 0.495  | 0       | 1       |
| <i>Polist</i>         | 1 426 | 0.669   | 0.471  | 0       | 1       |
| <i>Econst</i>         | 1 426 | 0.565   | 0.496  | 0       | 1       |
| <i>Socist</i>         | 1 426 | 0.450   | 0.498  | 0       | 1       |
| <i>Repu</i>           | 1 426 | 0.652   | 0.476  | 0       | 1       |
| <i>SC</i>             | 1 422 | 0       | 1.000  | -2.075  | 1.623   |
| <i>SN</i>             | 1 426 | 0       | 1.000  | -2.735  | 2.776   |
| <i>SS</i>             | 1 422 | 0       | 1.000  | -1.638  | 1.258   |
| <i>Instev</i>         | 1 426 | 0.788   | 0.409  | 0       | 1       |
| <i>Sex</i>            | 1 426 | 0.950   | 0.218  | 0       | 1       |
| <i>Age</i>            | 1 426 | 52.42   | 9.205  | 22      | 82      |
| <i>LogAsset</i>       | 1 426 | 21.38   | 0.907  | 19.43   | 24.16   |
| <i>Lev</i>            | 1 426 | 0.407   | 0.202  | 0.0298  | 0.898   |
| <i>DirectR</i>        | 1 426 | 0.369   | 0.0470 | 0.333   | 0.500   |

注：除了制度环境变量和虚拟变量外，本文对其他变量进行了上下 1% 的 *winsorize* 处理。

(二)假设检验

1. 制度环境差异与企业实际控制人社会资本。表 4 给出了不同制度环境下家族企业实际控制人的社会资本数量差异。从全样本来看，当制度环境较差时，企业的社会资本指数均值为 0.147，而制度环境较好时为-0.147，两者相差 0.294，并且在 1% 的水平上是显著的。这表明当制度环境较差时，企业家的社会资本显著多于制度环境较好时的社会资本，与本文假设 1 的推测一致。分年份检验也表明两者在 5% 或 1% 的水平上存在显著差异。上述结果较好地支持了假设 1。

表 4 不同制度环境下的企业社会资本差异

|                                                     | 全样本                | 2008 年            | 2009 年            | 2010 年            | 2011 年              | 2012 年             |
|-----------------------------------------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|--------------------|
| 制度环境较差<br>( <i>EnvirIndex_new</i> ≤ <i>Median</i> ) | 0.147              | 0.207             | 0.192             | 0.113             | 0.156               | 0.103              |
| 制度环境较好<br>( <i>EnvirIndex_new</i> > <i>Median</i> ) | -0.147             | -0.098            | -0.119            | -0.121            | -0.159              | -0.229             |
| 差值                                                  | 0.294***<br>(5.59) | 0.305**<br>(2.07) | 0.312**<br>(2.40) | 0.234**<br>(2.11) | 0.315***<br>(2.911) | 0.332***<br>(2.98) |

2. 制度环境差异与异质性社会资本。假设 2 的检验结果见表 5，表中报告了式(1)中制度环境虚拟变量 *EI\_dum* 的系数估计值和 *t* 值。列(1)结果显示，金融关系(*Finanw*)的回

归系数为-0.508,且在 1%的水平上显著,表明制度环境的不断完善使企业寻求金融关系的概率上升。政治关系(*Polinw*)的回归系数虽然也为负但不显著,表明随着制度环境的不断完善,企业对政治关系的依赖性并没有显著变化。政治身份(*Prolist*)、经济身份(*Econst*)、社会身份(*Socist*)和社会声誉(*Repu*)等的回归系数都显著为正,表明随着制度环境的不断完善,企业家寻求身份性和声誉性社会资本的倾向性下降。这可能是因为在制度环境特别是法律环境较差的情况下,企业家需要通过获得各种社会身份和社会声誉来扩大影响,从而为企业经营谋求更多的发展机会;随着制度环境的不断完善,企业可以通过市场力量(如金融关系)来拓展发展渠道,而花费精力和成本去获得社会声誉或社会身份则无法再获益。为了保证上述结果的可靠性,我们以王小鲁等(2013)构造的制度环境指数 *EnvirIndex* 做了稳健性检验,结果见列(2),与列(1)结果基本一致。由此,本文的假设 2 得到了验证。

表 5 制度环境差异与社会资本异质性

| 社会资本          | (1)                  | (2)                  |
|---------------|----------------------|----------------------|
| <i>Edunw</i>  | -0.054<br>(-0.54)    | 0.044<br>(-0.45)     |
| <i>Finanw</i> | -0.508***<br>(-2.87) | -0.677***<br>(-3.76) |
| <i>Polinw</i> | -0.043<br>(-0.32)    | 0.019<br>(-0.14)     |
| <i>Profst</i> | 0.591***<br>(-5.45)  | 0.677***<br>(-6.22)  |
| <i>Worknw</i> | 0.495***<br>(-2.75)  | 0.772***<br>(-4.16)  |
| <i>Polist</i> | 0.480***<br>(-4.23)  | 0.340***<br>(-3.44)  |
| <i>Econst</i> | 0.216**<br>(-2.01)   | 0.219**<br>(-2.05)   |
| <i>Socist</i> | 0.262**<br>(-2.46)   | 0.099<br>(-0.93)     |
| <i>Repu</i>   | 0.710***<br>(-6.26)  | 0.494***<br>(-4.40)  |

3. 制度环境差异、异质性社会资本与企业价值。表 6 给出了式(2)和式(3)的回归结果以检验假设 3,我们主要关心交互项  $EI\_dum \times PP\_dum$  的系数。可以看到,当以 *TobinQA* 来衡量企业价值时,  $EI\_dum \times PP\_dum$  的回归系数为 23.462,在 5%的水平上显著;  $EI\_dum \times MP\_dum$  的回归系数为 18.733,在 10%的水平上显著。这表明在制度环境较差的情况下,权力性社会资本对企业价值的影响较大,而市场性社会资本的影响较小;随着制度环境的不断完善,权力性社会资本对企业价值的影响减弱,而市场性社会资本的影响增强。我们还以 *TobinQB* 来衡量企业价值做了稳健性检验,分析结果保持一致。由此,本文的假设 3 得到了验证。

表 6 异质性社会资本在不同制度环境下对企业价值的影响

| 权力性社会资本                  |                    |                     | 市场性社会资本                  |                   |                    |
|--------------------------|--------------------|---------------------|--------------------------|-------------------|--------------------|
|                          | <i>TobinQA</i>     | <i>TobinQB</i>      |                          | <i>TobinQA</i>    | <i>TobinQB</i>     |
| <i>PP_dum</i>            | -10.192<br>(-1.33) | -13.524<br>(-1.60)  | <i>MP_dum</i>            | -6.047<br>(-0.77) | -10.445<br>(-1.21) |
| <i>EI_dum</i>            | 2.372<br>(0.31)    | -0.284<br>(-0.03)   | <i>EI_dum</i>            | 6.262<br>(0.88)   | 6.258<br>(0.80)    |
| $EI\_dum \times PP\_dum$ | 23.462**<br>(2.18) | 32.663***<br>(2.77) | $EI\_dum \times MP\_dum$ | 18.733*<br>(1.69) | 23.572*<br>(1.94)  |

续表6 异质性社会资本在不同制度环境下对企业价值的影响

| 权力性社会资本                    |                       |                       | 市场性社会资本                    |                       |                       |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
|                            | <i>TobinQA</i>        | <i>TobinQB</i>        |                            | <i>TobinQA</i>        | <i>TobinQB</i>        |
| <i>Age</i>                 | -0.511*<br>(-1.74)    | -0.789**<br>(-2.44)   | <i>Age</i>                 | -0.426<br>(-1.40)     | -0.713**<br>(-2.14)   |
| <i>Sex</i>                 | -16.673<br>(-1.35)    | -12.648<br>(-0.94)    | <i>Sex</i>                 | -15.028<br>(-1.22)    | -10.970<br>(-0.81)    |
| <i>LogAsset</i>            | -25.485***<br>(-7.92) | -29.566***<br>(-8.38) | <i>LogAsset</i>            | -25.381***<br>(-7.99) | -29.401***<br>(-8.44) |
| <i>Lev</i>                 | -12.828<br>(-0.90)    | -3.515<br>(-0.22)     | <i>Lev</i>                 | -16.403<br>(-1.14)    | -7.228<br>(-0.46)     |
| <i>DirectR</i>             | -11.502<br>(-0.20)    | -40.679<br>(-0.64)    | <i>DirectR</i>             | -13.474<br>(-0.23)    | -44.173<br>(-0.69)    |
| <i>Intercept</i>           | 控制                    | 控制                    | <i>Intercept</i>           | 控制                    | 控制                    |
| <i>N</i>                   | 1 396                 | 1 396                 | <i>N</i>                   | 1 396                 | 1 396                 |
| <i>R</i> <sup>2</sup>      | 0.07                  | 0.07                  | <i>R</i> <sup>2</sup>      | 0.07                  | 0.07                  |
| <i>Adj. R</i> <sup>2</sup> | 0.0636                | 0.0679                | <i>Adj. R</i> <sup>2</sup> | 0.0625                | 0.0652                |

五、结论与启示

本文以企业家个人的社会资本为切入点,以我国上市民营企业中的家族企业为研究对象,分析了不同制度环境下企业实际控制人对社会资本的诉求以及异质性社会资本对企业价值的影响。研究发现:(1)制度环境会影响企业对社会资本的依赖程度。总体来看,当制度环境较差时,企业家会追求更多的社会资本;而随着制度环境的不断完善,其对社会资本的依赖性减弱。(2)企业家的社会资本存在异质性,有的偏向于获得市场特权,有的则体现市场公平性,而制度环境会影响企业家对异质性社会资本的追求。具体来看,当制度环境较差时,企业家会更多地利用权力性社会资本,如政治地位、社会地位等,这些社会资本能够直接或间接地给企业带来一些资源;而随着制度环境的不断完善,企业家则更多地利用市场性社会资本,如金融关系。这说明社会资本并不是对正式制度的简单替代,其中权力性社会资本在制度环境较差时对正式制度起到一定的补充作用,而市场性社会资本的重要性则贯穿于企业经营发展的始终。(3)制度环境还会对这两种社会资本与企业价值的关系产生不同影响。当制度环境较差时,权力性社会资本对企业价值的影响更大;随着制度环境的不断完善,市场性社会资本的影响则显著增强。这可能与社会资本尤其是权力性社会资本需要付出一定成本来维持有关。

本文的研究结论对经济学者、民营企业实践者以及政策制定者都有一定的启示。首先,本文考察了企业在不同制度环境下如何选择社会资本的问题,这一视角有助于相关研究者更加全面和细致地考察企业的制度环境、社会资本以及两者的内在联系。其次,对民营企业实践者来说,随着市场化改革的不断深入、制度环境的不断完善,追求权力性社会资本并不会一直给企业带来好处,反而可能需要耗费相当数量的成本来维持特殊关系、地位和声誉,而贯穿于企业经营发展始终的市场性社会资本则需要企业更多的重视。在制度环境不断完善、尤其是法律制度和契约精神不断提升的情况下,企业可以通过自身的市场信誉来扩大正常的社会网络关系,由此获得市场性社会资本,这种社会资本往往不需要投入过多的成本来维持。最后,本文的研究结论也具有一定的政策含义:一方面,市场在调节资源配置中将发挥更加重要的作用,政府应允许由更多的市场力量来决定资源在不同企业之间的配置;另一方面,在我国经济转型的背景下,制度环境的完善和契约精神的培养与政策制定者和实施者

的决策紧密联系,政府唯有不断提高行政管理效率,创造公平公正的法制环境和金融服务环境,才能从根本上促进不同类型企业发展。

\* 本文还得到上海财经大学研究生创新基金(CXJJ-2012-370)和上海财经大学优秀博士论文培育基金的资助。

#### 参考文献:

- [1]边燕杰,丘海雄.企业的社会资本及其功效[J].中国社会科学,2000,(2):87—99.
- [2]贺小刚,连燕玲.家族权威与企业价值:基于家族上市公司的实证研究[J].经济研究,2009,(4):90—102.
- [3]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[J].管理世界,2006,(5):107—113.
- [4]李新春,杨学儒,姜岳新,等.内部人所有权与企业价值——对中国民营上市公司的研究[J].经济研究,2008,(11):27—39.
- [5]罗党论,刘晓龙.政治关系、进入壁垒与企业绩效——来自中国民营上市公司的经验证据[J].管理世界,2009,(5):97—106.
- [6]石军伟,付海艳.企业的异质性社会资本及其嵌入风险——基于中国经济转型情境的实证研究[J].中国工业经济,2010,(11):109—119.
- [7]石军伟,胡立君,付海艳.企业社会资本的功效结构:基于中国上市公司的实证研究[J].中国工业经济,2007,(2):84—93.
- [8]王小鲁,余静文,樊纲.中国分省企业经营环境指数 2013 年报告[M].北京:中信出版社,2013.
- [9]游家兴,刘淳.嵌入性视角下的企业家社会资本与权益资本成本:来自我国民营上市公司的经验证据[J].中国工业经济,2011,(6):109—119.
- [10]Bubolz M. Family as source, user, and builder of social capital[J]. Journal of Socio-Economics, 2001, 30(2):129—131.
- [11]Coleman J S. Social capital in the creation of human capital[J]. American Journal of Sociology, 1988, 94(Supplement):S95—S120.
- [12]Danis W, Chiaburu D, Lyles M. The impact of managerial networking intensity and market-based strategies on firm growth during institutional upheaval: A study of small and medium-sized enterprises in a transition economy[J]. Journal of International Business Studies, 2010, 41(2):287—307.
- [13]Fukuyama F. Social capital and civil society[R]. IMF Working Paper,1999.
- [14]Gersick K E. Generation to generation: Life cycles of the family business[M].Boston, Massachusetts: Harvard Business Press, 1997.
- [15]Granovetter M. Economic action and social structure: The problem of embeddedness[J]. American Journal of Sociology, 1985, 91(3): 481—510.
- [16]Hoffman J, Hoelscher M, Sorenson R. Achieving sustained competitive advantage: A family capital theory[J]. Family Business Review, 2006, 19(2): 135—145.
- [17]Ismail K M, Ford D L, Wu Q, et al. Managerial ties, strategic initiatives, and firm performance in central Asia and the Caucasus[J]. Asia Pacific Journal of Management, 2012, 30(2): 433—446.
- [18]Kaplan S, Zingales L. Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow? [J]. Quarterly Journal of Economics, 1997, 112(1): 169—215.
- [19]Macneil I R. The many futures of contracts[J]. Southern California Law Review, 1974, 47: 691—816.
- [20]Massis D A, Kotlar J, Frattini F. Is social capital perceived as a source of competitive advantage or disadvantage for family firms? An exploratory analysis of CEO perceptions[J]. Journal of Entrepreneurship, 2013, 22(1): 15—41.
- [21]North D C. Institutions, institutional change and economic performance[M]. Cambridge: Cambridge Uni-

- versity Press, 1990.
- [22]Peng M W, Luo Y. Managerial ties and firm performance in a transition economy: The nature of a micro-macro link[J].Academy of Management Journal, 2000, 43(3): 486—501.
- [23]Stam W, Arzlanian S, Elfring T. Social capital of entrepreneurs and small firm performance[J]. Journal of Business Venturing, 2013, 29(1): 152—173.
- [24]Tan J, Li S, Xia J. When iron fist, visible hand, and invisible hand meet: Firm-level effects of varying institutional environments in China[J]. Journal of Business Research, 2007, 60: 786—794.
- [25]Williamson O E. The lens of contract: Private ordering[J]. American Economic Review, 2002, 92(2): 438—443.
- [26]Xin K, Pearce J. Guanxi: Connections as substitute for formal institutional support[J]. Academy of Management Journal, 1996, 39(6): 1641—1658.
- [27]Zhou K Z, Poppo L, Yang Z. Relational ties or customized contracts? An examination of alternative governance choices in China[J]. Journal of International Business Studies, 2008, 39(3): 526—534.

## Private Enterprises, Institutional Environment and Social Capital: Evidence from Listed Family Firms

CHEN Qian-qian<sup>1</sup>, YIN Yi-hua<sup>2</sup>

(1.School of Economics, Zhejiang University, Hangzhou 310027, China;

2.School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Abstract:** Private enterprises strongly rely on social capital. And institutional environment affects firm dependence on social capital and firm propensity to seek for heterogeneous social capital. Based on the data of family firms in private listed companies in China from 2008 to 2012, this paper analyzes the effect of institutional environment on the quantity and structure of social capital of firms' actual controllers, and further explores the effect of heterogeneous social capital on firm value. It comes to the conclusions as follows: firstly, as a whole, in poor institutional environment, firms' actual controllers have stronger dependence on social capital, and their dependence on social capital constantly weakens with gradual perfection of institutional environment; secondly, firms use more privileged social capital in poor institutional environment and more market-oriented social capital in sound institutional environment; thirdly, in poor institutional environment, the privileged social capital has stronger influence on firm value than market-oriented social capital, but with continuous improvement of institutional environment, the influence of market-oriented social capital gradually strengthens. The findings provide some implications for firms' changes in development strategies in constantly perfected institutional environment.

**Key words:** institutional environment; heterogeneous social capital; private enterprise; family firm; firm value

(责任编辑 康健)