

CEO 社交网络能缓解公司融资约束吗?

陈艺萍,张晋选

(山西大学 经济与管理学院,山西 太原 030000)

摘要:融资约束对公司的投资和经营有重大影响,研究如何缓解公司融资约束对企业发展至关重要。以社交网络为理论依据,研究我国 A 股 2008—2017 年上市公司 CEO 社交网络与公司融资约束之间的关系。借鉴图论的方法计量 CEO 社交网络,以 KZ 指数衡量公司融资约束,构建 CEO 社交网络与公司融资约束的 OLS 模型,分析 CEO 社交网络对公司融资约束的影响。研究发现,CEO 社交网络可以缓解公司融资约束,CEO 社交网络对公司融资约束的缓解作用在民营企业中更为显著;在分析师跟踪人数越少的公司中,CEO 社交网络对公司融资约束的缓解作用更为显著。稳健性检验支持上述结论。丰富和发展了社交网络和融资约束理论的应用研究,并为公司选聘高管人员提供了一定的理论依据。

关键词:CEO 社交网络;融资约束;产权性质;分析师跟踪人数

中图分类号:F275;F832 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-6049(2021)04-0045-09

一、引言

近年来,企业融资难融资贵是社会关注的热点问题之一^①,资金成为制约我国企业经营的重要因素。如何有效缓解和解决这一问题是实现我国经济健康发展的关键,已经有越来越多的学者参与到这一课题的研究中。已有研究表明,信息不对称和代理问题是产生公司融资约束的重要因素^[1-5],提高信息披露质量^[6]、兼并收购^[7]和金融发展^[8]等有助于降低公司融资约束。然而,不难发现,这些研究大部分都将管理者同质性作为假设前提,忽略了管理者背景特征差异的潜在影响。高层梯队理论指出,作为公司战略和日常经营决策的制定者,高层管理成员存在性别、年龄、教育背景、任职经历等方面的异质性,使得高管在认知理念和行为模式上存在差异,进而影响公司的决策行为^[9-12]。有鉴于此,本文引入高管社交网络这一重要特征来研究高管社交网络是否会影响公司融资约束。

社交网络是指社会个体成员通过互动和交流所形成的较为稳定的关系体系,这种关系的存在对个体或组织的行为产生影响。研究表明,高管社交网络在公司财务决策中具有重要作用,显著影响公司的投融资决策、并购、企业价值等。巫景飞等^[13]从社会资本的视角出发,研究表明公司高管政治网络对于公司的业务层面及地域层面的多元化都有显著的正面促进作用。王福胜和王摄琰^[14]的研究

收稿日期:2020-12-30;修回日期:2021-04-30

基金项目:教育部人文社会科学研究青年基金项目“政治关联网络破损的企业风险识别及治理对策研究”(17YJC630121);山西省高等学校人文社科重点研究基地项目“社会资本、公司资本成本与创新投资研究”(201801012);山西省软科学研究计划项目“山西省科技型中小企业融资模式创新研究”(2017041005-6)

作者简介:陈艺萍(1971—),女,山西翼城人,管理学博士,山西大学经济与管理学院副教授,研究方向为公司金融、公司治理;张晋选(1995—),女,山西文水人,山西大学经济与管理学院硕士研究生,研究方向为财务管理。

①2018年,中央经济工作会议指出,要通过实施积极的财政政策和稳健的货币政策,有效缓解企业融资难融资贵问题。2019年,政府工作报告也提出,着力缓解实体经济融资难融资贵问题。2020年1月7日,国务院金融稳定发展委员会召开第十四次会议,研究缓解中小企业融资难融资贵问题。

表明,CEO 网络嵌入可以增加企业价值。El-Khatib *et al.*^[15]发现 CEO 网络中心度促进 CEO 更加高效地收集信息,从而做出高财富效应的并购决策。蒋德权等^[16]指出,高管连锁网络与公司投资效率呈显著负相关关系,并且民营企业的高管网络对公司投资效率的影响更为显著。李小玉等^[17]研究发现,CEO 与其他高管之间基于雇佣关系产生的关联与企业绩效之间呈显著的倒“U”型关系。然而,现有研究很少探讨公司高管,尤其是 CEO 社交网络对公司融资约束的影响。基于此,本文以我国 2008—2017 年 A 股非金融行业上市公司为研究对象,重点分析 CEO 社交网络与公司融资约束之间的关系,并进一步探讨在不同股权性质公司、不同数量分析师关注的公司中 CEO 社交网络作用的差异。

本文可能的贡献有两点:第一,采用实证方法检验 CEO 社交网络对公司融资约束的影响,发现 CEO 社交网络可以使公司与外部投资者之间的信息不对称程度得到有效降低,进而缓解公司的融资约束,补充了高管社交网络在公司财务决策领域的研究内容;第二,研究拓展了高层梯队理论中高管特质的界定,补充分析了高管团队人口学特征之外的社会属性——社交网络的作用。

本文后续各部分的安排为:第二部分是文献述评与研究假说,第三部分是研究设计,第四部分是实证结果分析,第五部分是稳健性检验,最后一部分是研究结论。

二、文献述评与研究假说

(一) CEO 社交网络和公司融资约束

融资约束是指阻碍公司向其所看好的投资项目投入资金的阻力,一般是因为公司的信用不足而无法通过银行贷款、发行股票、资产变现、长短期借款等手段获取所需的资金。很多已有的文献表明,融资约束对公司运营具有重要作用。因此研究这一问题的成因和解决方法非常重要。大量的研究表明,公司与市场之间的信息不对称是阻碍公司融资的重要因素。国外关于公司融资约束的研究中,Myers and Majluf^[18]构建的优序融资理论指出,公司的融资约束与信息披露具有负相关关系,信息披露的增加会降低债务人与债权人之间信息不对称程度,从而降低公司外部融资的成本,缓解公司融资约束;Whited^[19]的研究也发现,公司与市场之间的信息不对称使得投资者难以准确评判公司真正的价值。两者之间的信息不对称程度越高,越会增加公司面临的融资约束风险。而在我国资本市场上,资金的需求者和提供者双方对于公司未来的经营状态的信息高度不对称,因此会导致逆向选择问题,这一问题是妨碍民营企业融资的重要因素^[20-21]。于蔚等^[22]也发现,政治关联的信号传递功能可以通过降低资金供需双方之间的信息不对称,从而缓解公司融资约束。何孝星和叶展^[23]也发现,信息不对称是增加市场摩擦和企业融资难度的重要因素。

社交网络是由社会个体成员之间互动形成的、相对稳定的关系系统,任何一个社会成员都嵌入或悬浮于一个由各种关系联结形成的多重、复杂、交叉的社会网络之中,关系体系搭建了社交网络的基本架构^[24]。Ellison and Fudenberg^[25]认为,社交网络可以使得信息通过网络自由且低成本地流动,是一个非常重要的信息交流和沟通渠道。Loury *et al.*^[26]发现,公司高管的社交网络使得公司与其他组织的领导者保持非正式关系进而减少对所需资源访问的不确定性,来自熟人的信息具有很高的可信性,促进了信息的共享,减少信息不对称性。Uzzi and Gillespie^[27]发现,公司的银行关系可以使得公司获得较多的银行信息,并可以以较低的成本获得银行贷款。基于以上分析,本文认为高管社交网络可以通过构建专有信息共享平台,减少公司与市场的信息不对称程度,进而可以缓解公司的融资约束。基于上述分析,本文提出如下假说:

H1:CEO 社交网络对于上市公司融资约束具有缓解效应。

(二) 股权性质、CEO 社交网络和融资约束

考虑到我国的具体国情,与民营企业相比,国有企业在产权保护、政企关系、融资待遇等方面都具有很显著的优势^[28]。因此,从产权异质性的视角来看,国有企业和民营企业的 CEO 社交网络与公司融资约束的关系会存在显著的差异。对于我国的企业而言,其外部融资的主要渠道是银行借

款,然而由于我国经济体制的特殊性,国企和民企在融资方面的差距很明显。政府对国有企业有“父爱”效应,使得国有企业可以很容易以较低的成本获得资金,且在承担市场风险方面具有天然的优势^[29]。国有企业破产风险更低且在遭遇财务危机时更容易获得政府的资金支持^[30]。因此,债权人对于国有企业经营风险变动的容忍度更高,国有企业面临融资约束的情况较少,CEO 社交网络也并未明显地发挥作用。相比较而言,民营企业受到较为严重的“信贷歧视”^[31-32],在与银行的信贷关系之中处于被动地位。此时,民营企业更加依赖 CEO 社交网络的信息共享效应,减弱企业与市场之间的信息不对称程度,使得投资者对于公司的经营状况和违约风险做出更准确的了解与判断^[33],从而缓解融资约束。民营企业的产权特征使得 CEO 社交网络的影响更为显著。而且 CEO 社交网络还可以使得企业形成类似辛迪加的联合,通过相互担保来缓解企业的融资约束。基于上述分析,本文提出如下假说:

H2: CEO 社交网络对民营企业融资约束的缓解效应高于国有企业。

(三) 分析师跟踪、CEO 社交网络和融资约束

在证券市场上,证券分析师是代表有效定价的重要理性力量,是公司的信息中介之一,在企业与市场之间扮演着信息传递的角色。证券分析师借助专业的知识、行业背景及执业能力,通过团队互相协作,收集、处理、分析以及整合公司的多方面、多层次的财务和非财务信息,并将这些信息传递给股东和外部投资者。Brennan and Tamarowski^[34]指出,证券分析师是公司投资者关系管理的一个重要组成部分,分析师跟踪人数越多,越可以降低公司与市场的信息不对称程度。Frankel and Li^[35]认为,分析师作为主要的市场中介,是资本市场上领先的信息生产者,还是减轻信息不对称的重要机制。Chang *et al.*^[36]认为,证券分析师可以将各种复杂信息进行加工,以简单并易懂的形式提供给非专业投资者们,降低投资者与公司之间的信息不对称程度。余明桂等^[37]发现,分析师的关注能够披露更多有关企业价值的信息,降低股东和管理层以及企业和外部投资者之间的信息不对称程度,并缓解委托代理问题,通过信息共享渠道,缓解公司与市场之间的信息不对称程度是 CEO 社交网络缓解公司面临的融资约束的一条重要机制。而有大量研究表明,跟踪分析公司的分析师人数越多,公司与外部投资者之间的信息不对称程度越低。因此,本文认为跟踪分析公司的分析师人数越多,CEO 社交网络缓解公司与外部投资者信息不对称程度的边际作用越少,而在相反情况下,CEO 社交网络越强,越可以显著改善公司的信息环境并缓解公司的融资约束。基于上述分析,本文提出如下假说:

H3: CEO 社交网络对于公司融资约束的缓解作用在分析师跟踪人数越少的公司更加显著。

三、研究设计

(一) 样本选择

本文以上交所和深交所上市公司作为研究对象,数据来自 CSMAR 数据库和 WIND 数据库。由于 CSMAR 数据库关于高管社交网络的数据是从 2008 年开始的,因此,本文选择 2008—2017 年的数据进行研究。为了保证研究质量,本文对样本公司的数据进行以下处理:(1)剔除金融类公司;(2)剔除 ST 和 *ST 公司;(3)剔除 CEO 社交网络数据缺失的公司;(4)剔除融资约束数据缺失的公司;(5)剔除其他财务数据缺失的样本。为了避免异常值对于回归结果的影响,在回归分析中本文对所有连续型变量在 1% 和 99% 的水平上进行了 Winsorize 处理。研究样本包括 5 292 个公司年度数据,其中,国有控股公司年度数据 2 107 个,民营控股公司年度数据 3 185 个。

(二) 变量选取与研究模型

1. 融资约束

关于公司融资约束的衡量,学者们众说纷纭,提出了很多方法,其中主要的衡量指标包括投资—现金流敏感性^[38]、现金—现金流敏感性^[39]、KZ 指数^[40]、WW 指数^[41]等。本文借鉴 Lamont *et al.*^[42]、魏志华等^[43]以及李君平和徐龙炳^[44]的研究,利用 KZ 指数来衡量公司的融资约束程度。本文参考 Lamont *et al.*^[42]的做法,直接借鉴 Kaplan and Zingales^[40]的公式构造 KZ 指数,综合经营现金流量、托

宾 Q 、资产负债率、股利支付率以及现金持有等变量,采用有序逻辑回归(Ordered Logistic Regression)得出 KZ 指数的计算公式: $KZ_{i,t} = -1.002CF_{i,t}/A_{i,t-1} - 39.368DIV_{i,t}/A_{i,t-1} - 1.315C_{i,t}/A_{i,t-1} + 3.139LEV_{i,t} + 0.283Q_{i,t}$ 。运用上述公式,我们可以计算出任意一家上市公司融资约束程度的 KZ 指数, KZ 指数是正向指数, KZ 指数越大,那么则意味着上市公司所面临的融资约束程度越高。

2. CEO 社交网络

CEO 是指在公司职位为总经理、总裁、行政总裁、执行总裁或首席执行官的人,本文使用图论中的四个网络中心度衡量 CEO 社交网络。度中心度(Degree Centrality)衡量高管网络中与 CEO 直接联系的人数,接近中心度(Closeness centrality)是高管网络中 CEO 与人之间的最短距离,中介中心度(Betweenness Centrality)衡量高管网络中 CEO 控制其他高管网络联系路径的程度,特征向量中心度(Eigenvector centrality)衡量高管网络中 CEO 的重要程度。

首先,对样本期内企业高管的各种社会关系进行筛选,确定 CEO 的网络关系。其次,利用 Python 语言分年度计算出 CEO 的四个网络中心度。再次,参考 El-Khatib *et al.* [15] 以及唐松等 [45] 的研究,对四个中心度指标分别进行百分位排序转换,消除四个中心度指标量纲不一致的影响;百分位排序值越大,表明 CEO 在社交网络中的位置越重要,其社会资本越高。最后,计算出四个中心度百分位排序值的算术平均数,用均值作为 CEO 社会资本(SC)综合替代指标。图 1 为 2015 年 CEO 社交网络,图 2 表示 CEO 社交网络的局部。

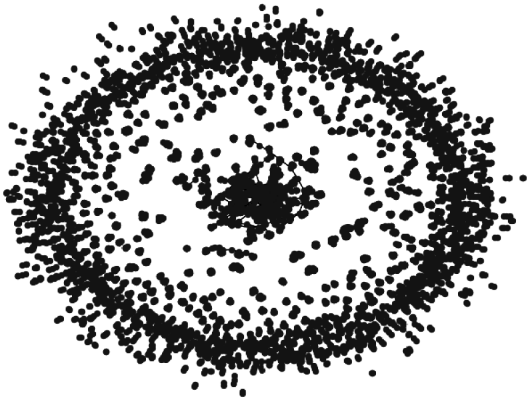


图 1 2015 年 CEO 社交网络

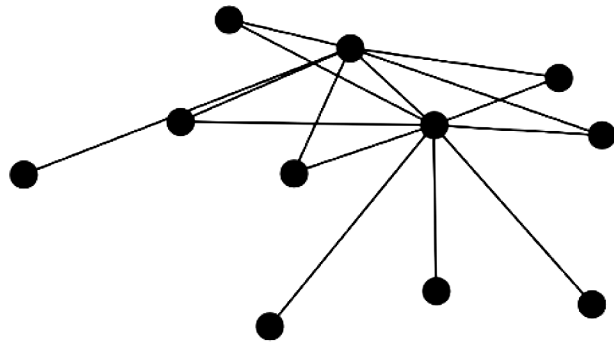


图 2 2015 年 CEO 社交网络的局部

3. 控制变量

本文借鉴魏志华等 [46]、张悦玫等 [47]、黄屹宇和郭泽光 [48] 以及葛结根 [49] 的研究,选取公司规模、成长性、权益净利率、盈利能力、公司治理、宏观经济等影响公司融资约束的因素作为控制变量。同时,在具体分析时,本文还对行业 and 年效应进行了控制。表 1 是变量符号与定义。

4. 研究模型

为了检验 CEO 社交网络对于公司融资约束的作用,我们构建了下列 OLS 多元回归实证模型:

表 1 变量符号与定义

性质	名称	符号	定义
被解释变量	融资约束	KZ	$KZ_{i,t} = -1.002CF_{i,t}/A_{i,t-1} - 39.368DIV_{i,t}/A_{i,t-1} - 1.315C_{i,t}/A_{i,t-1} + 3.139LEV_{i,t} + 0.283Q_{i,t}$
解释变量	CEO 网络中心度	SC	CEO 社交网络中心度
控制变量	资产负债率	LEV	年末总负债/年末总资产
	公司规模	SIZE	年末总资产的自然对数
	股权集中度	TOP1	第一大股东持股比例
	成长性	GROWTH	营业收入增长率
	盈利能力	ROA	年末净利润/年末股东权益
	有形资产比	TANG	年末长期资本/年末长期资产
	GDP 增长率	GDP	公司所在省份的 GDP 增长率
	年份	YEAR	虚拟变量
	行业	INDUSTRY	虚拟变量
	股权性质	SOE	根据实际控制人信息分类
	分析师跟踪	ANALYST	当年跟踪分析样本公司的分析师人数

$$KZ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SC_{i,t} + \alpha_j Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量 $KZ_{i,t}$ 代表上市公司 i 在 t 年的融资约束程度, KZ 指数越大,代表公司面临的融资约束程度越大;解释变量 $SC_{i,t}$ 代表上市公司 i 的 CEO 在 t 年的社交网络; $Controls_{i,t}$ 为控制变量, ε 为随机扰动项。若 α_1 的系数显著为负,则 CEO 社会资本对于上市公司融资约束具有缓解效应。

在对全样本进行分析的基础上,本文根据公司的控股权性质和跟踪公司的分析师人数对样本进行分组,检验控股权性质差异和分析师人数差异是否导致 CEO 社交网络对于公司融资约束缓解效应的不同。

四、实证结果分析

(一) 描述性统计分析

样本各变量的描述性统计结果见表 2。由表 2 可知, KZ 指数的最小值为 -6.4371 , 最大值为 2.6636 , 中位数为 0.8726 。这表明我国 50% 以上的上市公司面临融资约束问题, 而且不同公司之间的融资约束程度差异较大。

(二) 实证分析

模型(1)为 CEO 社交网络与融资约束的实证检验模型。表 3 的列(1)为回归结果。由表 3 中的列(1)可知, CEO 社交网络 (SC) 的回归系数 α_1 为 -0.122 , 小于 0, 并且通过 5% 水平的显著性检验, 说明 CEO 社交网络可以降低公司的融资约束, 假设 1 得到验证。控制变量中, 公司规模 ($SIZE$)、权益净利率 (ROA)、成长性 ($GROWTH$) 的回归系数显著为负, 表明随着公司资产规模、盈利性和成长性的增加, 我国上市公司的融资约束会减弱。公司所在省份的 GDP 增长率 (GDP) 回归系数显著为负, 表明公司所在省份的 GDP 增长率越高, 公司面临的融资约束越弱。公司财务杠杆 (LEV) 的回归系数显著为正, 这也说明公司的杠杆越高, 公司的融资约束越强。

表 2 变量的描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
KZ	5 292	0.559 7	1.543 7	-6.437 1	0.872 6	2.663 6
SC	5 292	0.435 8	0.278 3	0	0.408 9	0.980 5
$TOP1$	5 292	0.388 6	0.152 6	0.100 6	0.379	0.773 8
LEV	5 292	0.417 2	0.196 2	0.047 4	0.410 2	0.83 3
ROA	5 292	0.063 1	0.047	0.000 1	0.053 1	0.241 1
$GROWTH$	5 292	0.171 9	0.316 1	-0.360 6	0.103 4	1.873 8
$SIZE$	5 292	22.279 2	1.320 1	20.154 9	22.057 6	26.465 6
$DUAL$	5 292	1.709 4	0.454 1	1	2	2
$TANG$	5 292	0.938 5	0.071 1	0.587 2	0.959 5	1
GDP	5 292	9.332 7	2.294 7	4.2	8.53	16

表 3 CEO 社交网络和公司融资约束

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	KZ	SOE 国企	SOE 民企	$ANALYST$ 少	$ANALYST$ 多
SC	-0.122** (-2.18)	-0.00777 (-0.11)	-0.222*** (-2.77)	-0.230*** (-3.00)	0.0295 (0.30)
$TOP1$	-0.618*** (-6.16)	-0.271* (-1.91)	-0.855*** (-6.07)	-0.538*** (-4.02)	-0.445** (-2.40)
LEV	3.998*** (36.10)	4.079*** (27.69)	3.939*** (24.38)	3.764*** (24.97)	4.451*** (21.08)
ROA	-13.35*** (-36.36)	-11.49*** (-23.25)	-14.27*** (-27.61)	-16.04*** (-27.16)	-13.21*** (-21.40)
$GROWTH$	-0.421*** (-8.84)	-0.479*** (-8.27)	-0.349*** (-4.90)	-0.548*** (-9.00)	-0.274*** (-2.77)
$SIZE$	-0.135*** (-8.87)	-0.133*** (-7.54)	-0.198*** (-7.43)	-0.187*** (-7.87)	-0.164*** (-6.06)
$DUAL$	0.0439 (1.35)	0.0630 (1.18)	-0.00527 (-0.12)	-0.0244 (-0.57)	0.134** (2.22)
$TANG$	-0.304 (-1.42)	-0.528* (-1.90)	-0.435 (-1.41)	-0.625** (-2.25)	-0.107 (-0.27)
GDP	-0.0237** (-2.41)	-0.0265** (-2.39)	-0.0274* (-1.71)	-0.0204 (-1.51)	-0.0331* (-1.92)
Constant	3.290*** (8.06)	3.129*** (6.34)	5.056*** (7.51)	5.016*** (8.28)	3.320*** (4.57)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5 292	2 107	3 185	2 849	1 881
R-squared	0.573	0.638	0.535	0.561	0.598

注:括号内为 t 值, ***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下显著。

为验证假说 H2, 分析 CEO 社

交网络对国有企业和民营企业的融资约束影响是否不同,本文把样本分为国有企业和民营企业。样本划分标准为:根据实际控制人信息,把实际控制人拥有上市公司股权性质为国家股或国有股的企业划分为国有企业,其他类型的企业划分为民营企业。表3的列(2)至列(3)列示了国有企业和民营企业样本的检验结果。列(3)显示,CEO 社交网络(SC)的回归系数 α_1 为-0.222,在1%的水平上显著为负,而列(2)中的CEO 社交网络(SC)的系数虽然为负,但不显著。我国特殊的金融制度使得国有企业可以很容易且以较低的成本获得资金,并且债权人对其经营风险变动的容忍度更高,国有企业面临融资约束的情况较低,CEO 社交网络也并未显著地发挥作用,而民营企业由于较为严重的“信贷歧视”,更加依赖CEO 社交网络的信息共享效应,CEO 社交网络的影响更为显著。相比国有企业,民营企业的CEO 社交网络对公司融资约束的缓解作用更加明显,这与本文的假说2观点一致。

表3的列(4)至列(5)分别列示了跟踪分析公司的分析师人数多和少的回归结果。在跟踪分析公司分析师人数少的样本中,CEO 社交网络回归系数为-0.230,并且满足了统计上的显著性水平,而在跟踪分析公司的分析师人数多的样本中,CEO 社交网络的回归系数虽然为负,但是不显著。这说明,CEO 社交网络对于公司融资约束的缓解作用在分析师跟踪人数少的公司中更加显著。该结果与预期一致,支持了假说3。上述结论表明,对于那些分析师跟踪人数少的公司而言,CEO 社交网络明显改善了公司与外部投资者之间的信息不对称程度,帮助投资者对公司的价值做出更加准确的判断,进而缓解公司的融资约束。这同时也意味着,通过信息共享缓解信息不对称程度是CEO 社交网络缓解公司融资约束的一条重要机制。

五、稳健性检验

本文采用主成分分析法对四个中心度指标(度中心度、中介中心度、接近中心度和特征向量中心度)进行降维,并重新构建CEO 社交网络(FSC),再次对

公司融资约束进行回归。主要检验结果如表4所示。替换变量后结论未发生变化。

六、研究结论

相较于国外,我国学者对高管社交网络的研究还比较少。融资约束作为一项关键的财务特征,对

表4 CEO 社交网络和融资约束的稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	KZ	SOE 国企	SOE 民企	ANALYST 少	ANALYST 多
FSC	-0.151*** (-2.70)	-0.00329 (-0.05)	-0.275*** (-3.39)	-0.286*** (-3.80)	0.0517 (0.52)
TOP1	-0.573*** (-5.61)	-0.182 (-1.29)	-0.867*** (-5.95)	-0.496*** (-3.67)	-0.419** (-2.20)
LEV	4.071*** (35.88)	4.120*** (27.92)	4.024*** (23.88)	3.860*** (25.35)	4.533*** (20.84)
ROA	-12.98*** (-34.29)	-11.14*** (-22.44)	-13.87*** (-25.60)	-15.24*** (-25.35)	-12.96*** (-20.34)
GROWTH	-0.476*** (-9.70)	-0.518*** (-8.89)	-0.410*** (-5.52)	-0.623*** (-10.13)	-0.306*** (-3.00)
SIZE	-0.140*** (-8.94)	-0.140*** (-8.03)	-0.205*** (-7.30)	-0.179*** (-7.45)	-0.179*** (-6.42)
DUAL	0.0506 (1.52)	0.0692 (1.30)	-0.00606 (-0.14)	-0.0285 (-0.65)	0.141** (2.25)
TANG	-0.281 (-1.27)	-0.554** (-1.97)	-0.413 (-1.27)	-0.599** (-2.11)	0.0160 (0.04)
GDP	-0.0220** (-2.23)	-0.0234** (-2.14)	-0.0279* (-1.71)	-0.0183 (-1.37)	-0.0328* (-1.89)
Constant	3.319*** (7.96)	3.264*** (6.64)	5.194*** (7.38)	4.793*** (7.82)	3.451*** (4.62)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4956	2029	2927	2668	1789
R-squared	0.579	0.649	0.538	0.568	0.598

注:括号内为t值,***、**、*分别表示在1%、5%、10%的显著性水平下显著。

公司的经营决策和投资决策有十分重要的影响,其与高管社交网络之间的关系,理应引起关注。本文以2008—2017年我国A股上市公司为样本,检验了CEO社交网络对公司融资约束的影响。基于图论的四个中心度来衡量CEO社交网络,以KZ指数来衡量公司的融资约束,使用OLS回归进行检验。研究发现:(1)CEO社交网络可以通过在网络内的信息共享降低公司与外部投资者之间的信息不对称程度,使外部投资者对公司未来真实的运营情况和公司的价值做出的预估更加准确,进而缓解公司的融资约束;(2)由于我国制度的特殊性,国有企业在筹资方面具有天然的优势,CEO社交网络并未发挥明显的作用,与国有企业相比,民营企业受到较为严重的“信贷歧视”,民营企业更加依赖CEO社交网络的信息共享机制,因此,CEO社交网络对公司融资约束的缓解作用在民营企业中更加显著;(3)CEO社交网络对于公司融资约束的缓解作用在分析师跟踪人数越少的公司更加显著。

本文的研究结论补充了高管社交网络对公司运营影响的证据,对于公司根据自身特征制定科学合理的高管聘任制度具有一定的指导意义。另外,本文也丰富和发展了高管社交网络与融资约束关系的相关研究,对于公司缓解融资约束具有重要的启示。

参考文献:

- [1] FAZZARI S M, ATHEY M J. Asymmetric information, financing constraints, and investment[J]. *The review of economics and statistics*, 1987, 69(3): 481 - 487.
- [2] 于蔚,汪淼军,金祥荣. 政治关联和融资约束:信息效应与资源效应[J]. *经济研究*, 2012(9): 125 - 139.
- [3] 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]. *金融研究*, 2008(12): 164 - 178.
- [4] 张纯,吕伟. 信息环境、融资约束与现金股利[J]. *金融研究*, 2009(7): 81 - 94.
- [5] 何孝星,叶展. 股权激励会影响企业融资约束吗? ——基于我国上市公司的经验证据[J]. *经济管理*, 2017(1): 84 - 99.
- [6] 曾颖,陆正飞. 信息披露质量与股权融资成本[J]. *经济研究*, 2006(2): 69 - 79 + 91.
- [7] EREL I, JANG Y, WEISBACH M S. Do acquisitions relieve target firms' financial constraints? [J]. *The journal of finance*, 2015, 70(1): 289 - 328.
- [8] LOVE I. Financial development and financing constraints: international evidence from the structural investment model[J]. *The review of financial studies*, 2003, 16(3): 765 - 791.
- [9] 李小林,叶德珠,张子健. CEO财务经历能否降低公司权益资本成本? [J]. *外国经济与管理*, 2018(9): 96 - 111.
- [10] 叶德珠,李小林. CEO财务经历与债务资本成本[J]. *产经评论*, 2017(3): 135 - 152.
- [11] BERTRAND M, SCHOAR A. Managing with style: the effect of managers on firm policies[J]. *The quarterly journal of economics*, 2003, 118(4): 1169 - 1208.
- [12] 姜付秀,黄继承. CEO财务经历与资本结构决策[J]. *会计研究*, 2013(5): 27 - 34 + 95.
- [13] 巫景飞,何大军,林伟,等. 高层管理者政治网络与企业多元化战略:社会资本视角——基于我国上市公司面板数据的实证分析[J]. *管理世界*, 2008(8): 107 - 118.
- [14] 王福胜,王摄琰. CEO网络嵌入性与企业价值[J]. *南开管理评论*, 2012(1): 75 - 83.
- [15] EL-KHATIB R, FOGEL K, JANDIK T. CEO network centrality and merger performance[J]. *Journal of financial economics*, 2015, 116(2): 349 - 382.
- [16] 蒋德权,章贵桥,俞俊利. 高管网络、产权性质与企业投资效率[J]. *山西财经大学学报*, 2016(10): 75 - 88.
- [17] 李小玉,薛有志,周杰. CEO关联、内部治理与企业绩效[J]. *管理科学*, 2017(5): 102 - 118.
- [18] MYERS S C, MAJLUF N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[R]. NBER working paper, No. 1396, 1984.
- [19] WHITED T M. Debt, liquidity constraints, and corporate investment: evidence from panel data[J]. *The journal of finance*, 1992, 47(4): 1425 - 1460.

- [20] 林毅夫,李永军. 中小金融机构发展与中小企业融资[J]. 经济研究,2001(1):10-18+53+93.
- [21] 白重恩,路江涌,陶志刚. 中国私营企业银行贷款的经验研究[J]. 经济学(季刊),2005(2):605-622.
- [22] 于蔚,汪淼军,金祥荣. 政治关联和融资约束:信息效应与资源效应[J]. 经济研究,2012(9):125-139.
- [23] 何孝星,叶展. 股权激励会影响企业融资约束吗?——基于我国上市公司的经验证据[J]. 经济管理,2017(1):84-99.
- [24] UZZI B. The sources and consequences of embeddedness for the economic performance of organizations: the network effect[J]. American sociological review, 1996,61(4): 674-698.
- [25] ELLISON G, FUDENBERG D. Word-of-mouth communication and social learning[J]. The quarterly journal of economics, 1995, 110(1): 93-125.
- [26] LOURY G C, MODOOD T, TELES S M. Ethnicity, social mobility, and public policy: informal social networks[M]. Cambridge:Cambridge University Press, 2005.
- [27] UZZI B, GILLESPIE J J. Knowledge spillover in corporate financing networks: embeddedness and the firm's debt performance[J]. Strategic management journal, 2002, 23(7): 595-618.
- [28] LI W, ZHANG R. Corporate social responsibility, ownership structure, and political interference: evidence from China [J]. Journal of business ethics, 2010, 96(4): 631-645.
- [29] 邓可斌,曾海舰. 中国企业的融资约束:特征现象与成因检验[J]. 经济研究,2014(2):47-60+140.
- [30] 陆正飞,何捷,窦欢. 谁更过度负债:国有还是非国有企业? [J]. 经济研究,2015(12):54-67.
- [31] 李广子,刘力. 债务融资成本与民营信贷歧视[J]. 金融研究,2009(12):137-150.
- [32] 陈耿,刘星,辛清泉. 信贷歧视、金融发展与民营企业银行借款期限结构[J]. 会计研究,2015(4):40-46+95.
- [33] LEFTWICH R. Accounting information in private markets: evidence from private lending agreements[J]. Accounting review, 1983,58(1): 23-42.
- [34] BRENNAN M J, TAMAROWSKI C. Investor relations, liquidity, and stock prices[J]. Journal of applied corporate finance, 2000, 12(4): 26-37.
- [35] FRANKEL R, LI X. Characteristics of a firm's information environment and the information asymmetry between insiders and outsiders[J]. Journal of accounting and economics, 2004,37(2):229-259.
- [36] CHANG X, DASGUPTA S, HILARY G. Analyst coverage and financing decisions[J]. The journal of finance, 2006, 61(6): 3009-3048.
- [37] 余明桂,钟慧洁,范蕊. 分析师关注与企业创新——来自中国资本市场的经验证据[J]. 经济管理,2017(3):175-192.
- [38] FAZZARI S M, HUBBARD R G, PETERSEN B C. Financing constraints and corporate investment[R]. Booking papers on economic activity, No.1, 1988.
- [39] ALMEIDA H, CAMPELLO M, WEISBACH M S. The cash flow sensitivity of cash[J]. The journal of finance, 2004, 59(4): 1777-1804.
- [40] KAPLAN S N, ZINGALES L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? [J]. The quarterly journal of economics, 1997, 112(1): 169-215.
- [41] WHITED T M, WU G. Financial constraints risk[J]. The review of financial studies, 2006, 19(2): 531-559.
- [42] LAMONT O, POLK C, SAAA-REQUEJO J. Financial constraints and stock returns[J]. The review of financial studies, 2001, 14(2): 529-554.
- [43] 魏志华,曾爱民,李博. 金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J]. 会计研究,2014(5):73-80+95.
- [44] 李君平,徐龙炳. 资本市场错误定价、融资约束与公司融资方式选择[J]. 金融研究,2015(12):113-129.
- [45] 唐松,王俊杰,马杨,等. 可抵押资产、社会网络与商业信用[J]. 南开管理评论,2017(3):53-64+89.
- [46] 魏志华,曾爱民,李博. 金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J]. 会计研究,2014(5):73-80+95.

- [47] 张悦玫, 张芳, 李延喜. 会计稳健性、融资约束与投资效率[J]. 会计研究, 2017(9): 35 - 40 + 96.
- [48] 董屹宇, 郭泽光. 风险资本退出、董事会治理与企业创新投资——基于 PSM-DID 方法的检验[J]. 产业经济研究, 2020(6): 99 - 112.
- [49] 葛结根. 并购对目标上市公司融资约束的缓解效应[J]. 会计研究, 2017(8): 68 - 73 + 95.

(责任编辑: 王顺善; 英文校对: 葛秋颖)

Does CEO Social Network Relieve Corporate Financing Constraints?

CHEN Yiping, ZHANG Jinxuan

(School of Economics and Management, Shanxi University, Taiyuan 030000, China)

Abstract: Corporate financing constraint is an important financial feature, which has a significant impact on the company's investment and operation. Therefore, it is important to study how to alleviate the corporate financing constraint for the corporate development. Based on social network theory and the A-share companies from 2008 to 2017 in China, this paper studies the relationship between the CEO social network and corporate financing constraints. Using graph theory to measure CEO social network and KZ index to measure corporate financing constraints, this paper constructs OLS model of CEO social network and corporate financing constraints to analyze the impact of CEO social network on corporate financing constraints. The results show that CEO social network can alleviate corporate financing constraints, and there are more significant negative effect of CEO social network on corporate financing constraints in enterprises which control shareholder is not stated or which have fewer analysts following. Robustness tests support the empirical results. This paper enriches and develops the related research and application of social network and financing constraint theory, and provides some theoretical evidence for companies to select senior executives.

Key words: CEO social network; financing constraints; nature of property right; analysts tracking numbers

(上接第 33 页)

Peer Effect of Corporate Financialization in China

XU Li, WANG Huan

(School of Economics, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: Corporate financialization is microcosmic manifestation of economy shifting "from entity to virtual". Selecting China's Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2009 to 2018 as samples, this paper analyzes existence, heterogeneity and influence factors of the peer effect of corporate financialization. The results show that when the level of peer companies' financialization rises, the company's financial asset allocation will increase accordingly, and there is a significant peer effect. The peer effects of corporate financialization is more obvious in private enterprises and small companies, which may be because that state-owned enterprises and big companies can make decisions independently because they have an information advantage and private enterprises while small companies are more inclined to improve their decision-making efficiency by referring to effective information of peer decisions. Further study finds that economic policy uncertainty and financial background of executives will promote the peer effect of corporate financialization. The paper provides a certain reference value for preventing non-financial companies from over-financialization and guiding the economy "from virtual to entity".

Key words: corporate financialization; peer effect; from entity to virtual