

# 利益相关者满足能缓解中小板上市公司融资约束吗？

唐鹏程，杨树旺

**摘要：**运用中小企板制造业上市公司 2008—2013 年的相关数据，以冲突解决机制与管理者机会主义假说架构起利益相关者满足度对融资约束的影响机制，并以现金—现金流敏感性作为研究模型。实证结果表明：中小企业的利益相关者满足程度处于较弱状态；中小企业存在较为明显的融资约束，比较依赖于内源融资；企业可以通过提升利益相关者满足度来缓解企业的融资约束，即支持冲突解决机制假说，企业重视与利益相关者的利益共享可以缓解信息不对称与“委托—代理”冲突从而带来外源融资的便捷。

**关键词：**利益相关者满足；融资约束；模糊综合评价；随机效应

**中图分类号：**F276.6 **文献标识码：**A **文章编号：**1671-0169(2015)04-0103-06

**DOI:**10.16493/j.cnki.42-1627/c.2015.04.013

## 一、引言

作为中小企业的典型代表，对中小板上市公司的融资约束进行探究对于发挥中小企业的成长潜力具有重要意义<sup>[1]</sup>。近年来，社会责任问题成为企业问题研究的热点，以利益相关者满足探究对企业价值的影响是其中的研究重点，即良好的企业社会责任表现是否会带来企业价值的提升。当前主流观点认为利益相关者满足可以提升企业声誉、消费者与雇员满意度及改善组织承诺等，而这些正是竞争优势的重要组成部分<sup>[2]</sup>，从而引致企业价值的提升<sup>[3]</sup>。持反对观点的学者认为利益相关者满足方面的投资会使管理层拥有更多可支配的资源，进一步放大“委托—代理”问题<sup>[4]</sup>。还有少部分研究从税盾的中立观点出发，认为利益相关者满足对企业价值也是中性的<sup>[5]</sup>。而对于融资约束的研究主要从信息不对称和代理问题两个方面入手。主要可分为：一是从金融发展、法律环境及企业自身特性研究融资约束产生的原因<sup>[6]</sup>；二是从政治关联、银企关系等角度研究融资约束的缓解途径<sup>[7][8]</sup>。

总体而言，现有研究多集中于探讨利益相关者满足对企业发展的结果，忽略了对中间机制的探讨，尤其是在资源获取方面的验证，而这正是推动社会责任践行和走向深化的关键所在；此外，关于融资约束的研究涵盖了外部环境、内部治理等维度，但对于利益相关者满足方面的关注尚显不足。基于此，本文从利益相关者满足入手，探讨其对中小板上市公司融资约束的影响。

基金项目：教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“经济全球化背景下中国矿产资源战略研究”（12JZD034）；国家软科学研究计划项目“青海南部地区矿产资源勘查开发与生态环境保护相容性研究”（2013GXS4B067）

作者简介：唐鹏程，中国地质大学（武汉）经济管理学院博士研究生，中国地质大学（武汉）资源环境经济研究中心成员（湖北 武汉 430074）；杨树旺，中国地质大学（武汉）经济管理学院教授、博士生导师，中国地质大学（武汉）资源环境经济研究中心“矿产资源开发利用环境协调战略与政策研究”方向负责人

## 二、理论分析与研究假说

MM 理论认为,在完美的资本市场中,企业的内外源资本可以完全替代,因而融资情况对其投资影响为中性<sup>[9]</sup>。但在现实世界中,由于信息不对称及“委托—代理”等干扰因素的存在,致使外源融资成本上升,限制了企业进一步投资。

利益相关者满足度主要通过冲突解决机制、管理者机会主义假说与信号机制和“委托—代理”影响企业的融资成本。其中,冲突解决机制的表现形式主要体现在企业可以进行社会责任投资来吸引和保持更多优质的利益相关者参与到企业发展中,这可能意味着更有效的员工绩效、良好的股东债权人关系、更多的政府支持与良性的供应链运行与管理,从而减少交易费用,吸引更多的社会责任投资基金的参与。而这些冲突解决机制作用的发生更可以与信号机制进行叠加,降低企业与利益相关者之间的信息不对称,帮助利益相关者判断企业的经营状况。具体而言,良好的利益相关者满足度可以帮助企业提升形象,向社会传递企业经营状况良好且勇于承担社会责任的信息,更便于企业进行外源融资<sup>[10]</sup>。同时,与利益相关者满足度相伴生的社会责任信息披露可以给利益相关者传递更多的信息,从而便于债权人和资本市场对企业的未来收入、成本及风险进行相对科学的评估<sup>[11]</sup>。

但是,管理机会主义假说则认为社会责任方面的作为会进一步增加企业的融资难度,即利益相关者满足对企业外源融资有负向影响。由于管理者为了追求个人短期利益的最大化,因而更倾向于将资源用于个人利益的最大化,而非进行利益相关者满足。在企业面临成长困境时,管理层才会进行社会责任投资以期转移股东的视线,营造出企业处于高速成长的假象<sup>[5]</sup>。而这种种行为均会加剧“委托—代理”问题,从而造成企业外源融资困境。

基于此,本文提出如下假说:

假说 a: 在控制其他变量的前提下,如果冲突解决机制假说正确,则企业融资约束会被降低;

假说 b: 在控制其他变量的前提下,如果管理机会主义假说正确,则企业融资约束会被放大。

显然,假说 a 和假说 b 的原假说均认为利益相关者满足对企业融资约束没有影响,即呈现出中性,具体框架如图 1 所示。

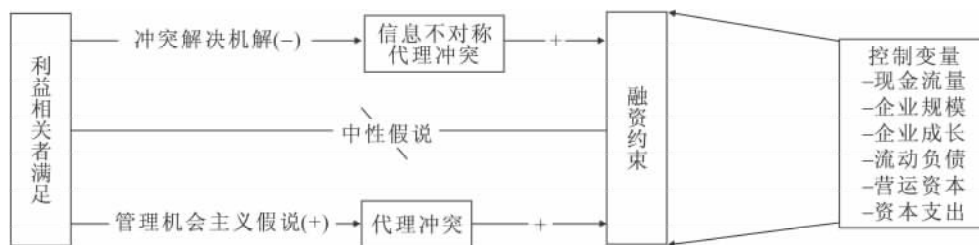


图 1 利益相关者满足度对融资约束的影响机制

## 三、研究设计

### (一) 利益相关者满足度评价

利益相关者最具代表性的观点认为其与企业的经营发展紧密相连,无论是其影响企业经营发展,或是受企业经营发展的影响<sup>[12]</sup>。现有研究通常将企业的利益相关者界定为包括股东、员工、管理层、政府、债权人、供应商及客户等在内的集合体。其中,股东的满足程度用“调整后的每股

收益”度量,其值与股东满足程度成正比;员工的满足度用员工的现金支付比率度量;管理层的满足度用留存收益资产比度量;政府的满足度用资产税费率度量;债权人的满足度用现金流利息到期债务保障倍数度量<sup>[13][14]</sup>;供应商及客户的满足度用存货周转率度量。需要指出的是,以企业的存货周转率进行度量不仅可以避免指标体系的过分庞杂,更因为从供应链视角看,企业存货周转率越高,意味着企业与其上游的供应商及下游的客户有更为频繁和顺畅的互动<sup>[15]\*</sup>。

利益相关者满足度本质上具有极强的层次性和模糊性,需要采用模糊综合评估法进行评价。然而,当前关于社会责任的评价多采用因子分析等方式进行,忽略了其层次性和模糊性<sup>[16]</sup>。为此,本文分别采用熵值法来获取各维度的权重度量,在保证结果客观性的同时充分利用数据提供的信息;同时对于隶属度的获取采用模糊C-均值聚类算法(FCM)来取得对应隶属度矩阵,保证隶属度获取的客观性并更吻合该评价对象的模糊性。若得分在2分以下说明其水平很弱;在区间[2,4]内说明其水平较弱;在[4,6]表明其水平一般;在[6,8]则表明其水平较强;8分以上则说明其水平很强。利益相关者满足度以 $Stk$ 表示。

## (二) 模型设定

本文运用现金—现金流敏感性模型研究企业融资约束程度。该模型假定企业面临较高的融资约束程度时,倾向于保持较高的流动性,即融资约束影响现金持有水平<sup>[17]</sup>。基于此,本文在加入 $Stk$ 变量后构建如下模型:

$$\Delta Cash = \beta_0 + \beta_1 Cf + \beta_2 Stk + \beta_3 Stk * Cf + \beta_4 Size + \beta_5 Tobin's Q + \beta_6 VStd + \beta_7 VN\tau wc + \beta_8 Exp + \sum Year + \epsilon$$

其中, $\Delta Cash$ 表示企业现金持有量的变动,以现金及其等价物的净增加额除以期末平均总资产; $Cf$ 表示企业的现金流量,以经营活动产生的现金流量净额除以期末平均总资产; $Stk$ 表示利益相关者满足度; $Stk * Cf$ 表示利益相关者满足度与现金流量的交叉项; $Size$ 表示企业规模,以年末平均资产的对数表示; $Tobin's Q$ 表示企业成长性<sup>\*\*</sup>; $\Delta Std$ 表示企业短期流动负债的变动,以流动负债的变动值除以期末平均总资产; $\Delta N\tau wc$ 表示企业营运资本的变动,以营运资本变动值除以期末平均总资产; $Exp$ 表示企业资本支出,以资本支出额除以期末平均总资产; $Year$ 表示控制年份效应。

若 $Cf$ 的系数 $\beta_1$ 显著为正,则表明企业存在融资约束;若 $Stk * Cf$ 的系数 $\beta_3$ 显著为负,则支持假说a,表明企业可以通过利益相关者满足来缓解融资约束;若 $Stk * Cf$ 的系数 $\beta_3$ 显著为正,则支持假说b,表明利益相关者满足会加剧“委托—代理”问题,从而带来融资困难。

## (三) 样本选择与数据来源

为了保证分析结果的稳健性,本文以深圳证券交易所中小企业板制造业上市公司作为实证研究的样本来源,主要基于如下考量:一方面,中小企业板的公司作为优秀中小企业的代表,对其进行研究具有重要的现实意义;另一方面,由于行业差异性,其涉及的利益相关者亦不尽相同,进而在分析时控制行业因素。兼顾到样本的充足性,财务数据的连续可得及剔除ST、PT及2007—2013年进行重大重组和主营业务变更等异常企业后,本文共筛选出1647个样本,构成了非平衡面板数据(其中,2008年124个,2009年165个,2010年198个,2011年322个,2012年408个,2013年430个)。

相关原始数据根据CSMAR和RESET数据库进行交叉验证,对应的统计描述如表1所示。

\* 关于利益相关者满足的相关指标计算方式成熟,出于篇幅考量,本文不对此进行详细概述。

\*\* 鉴于 $Tobin's Q$ 中关于重置价值和非流通股的价格处理相对较为复杂,本文使用年末资产总额的平均值替代重置价值,同时非流通股价格将其取为流通股价格的一半。

表 1 样本描述性统计

	均值	标准差		均值	标准差
每股收益	0.384 4	0.462 6	现金持有量变动	-0.022 2	0.096 6
员工的现金支付比率	0.106 8	0.060 0	现金流量	0.042 6	0.073 3
留存收益资产比	0.183 0	0.094 0	企业规模	21.368 7	0.769 4
资产税费率	0.036 5	0.025 1	企业成长	1.786 7	0.882 7
存货周转率	4.589 5	3.957 1	流动负债	0.058 7	0.100 5
现金流利息到期债务保障倍数	20.344 2	280.712 8	营运资本	-0.008 7	0.109 3
			资本支出	0.083 3	0.060 7
样本量	1 647				

资料来源:根据 CSMAR 和 RESET 数据库整理得到。

## 四、实证分析

### (一) 利益相关者满足度评价与讨论

基于上述讨论,本文使用 Matlab7.0 进行改进模糊综合评价。相关技术处理如下:熵值运算时,运用“均值—标准差”方法进行标准化,修正量纲引起的权重差异;FCM 运算时,设定最大迭代步长为 250 步,以保证隶属度矩阵的相对精确性。限于篇幅,仅列出利益相关者满足度在各年份的均值及差异情况(如表 2 所示)。

表 2 利益相关者满足度均值得分及独立样本 T 检验

	均值 1—年份 1	均值 2—年份 2	差异	t 值
利益相关者满足度	3.355 9—2008	3.264 4—2009	0.091 5	0.898 7
	3.264 4—2009	3.309 5—2010	-0.045 1	-0.483 4
	3.309 5—2010	3.276 7—2011	0.032 8	0.422 9
	3.276 7—2011	3.226 9—2012	0.049 8	0.784 3
	3.226 9—2012	3.298 6—2013	-0.071 7	-1.166 8

注:\*、\*\*与\*\*\* 分别表示 10%、5%与 1%的显著性水平。

就中国中小板制造业上市公司的利益相关者满足度而言,其介于区间 [2, 4] 之间,整体处于较弱水平,表明中小企业尚缺乏较为明确的社会责任战略,依然沿袭传统的企业发展模式,对利益相关者的重视程度尚不充分。同时,各年份之间的利益相关者满足度呈现出小幅震荡,但这种震荡并不具有统计显著性,均在 3 分附近浮动,表明此类企业对利益相关者的作为具有一定程度上的稳定性。

### (二) 单因素分析

在正式研究利益相关者满足对企业融资的影响之前,本文还通过单因素分析探讨了不同利益相关者满足度下的公司差异。根据企业利益相关者满足程度的高低,将样本按年度分成三个区间,统计了各变量的均值,并采用 t 统计量检验了第 3 百分位和第 1 百分位上各变量均值的差异,结果如表 3 所示。

表 3 的结果显示,不同利益相关者满足水平下的企业存在明显的差异。其中,企业现金持有量、企业成长性及企业营运资本的变动对利益相关者的满足有正向影响,这符合关于企业社会责任履行的冗余资源假说。然而,企业短期流动负债的变动及企业资本支出则对利益相关者满足产生负向影响,这主要是由于其压占了社会责任投资方面的资源。同时,企业规模在此产生负向影响,但仅在 10%的显著水平下通过检验,这主要是由于本文选取的中小板上市公司规模相对差异不大。

表 3 不同利益相关者满足度区间内各变量均值

	第 1 百分位	第 2 百分位	第 3 百分位	差异	t 值
<i>Stk</i> 区间	[1.492 0, 2.865 2)	[2.865 2, 3.593 9)	[3.593 9, 5.924 5]		
<i>Cf</i>	0.017 5	0.036 1	0.074 6	-0.057 1	-13.023 6***
<i>Size</i>	21.451 2	21.282 2	21.372 3	0.078 9	1.665 0*
<i>Tobin's Q</i>	1.564 1	1.740 4	2.058 3	-0.494 2	-9.064 1***
$\Delta Std$	0.075 4	0.053 0	0.047 4	0.028 0	4.575 0***
$\Delta Nwc$	-0.028 7	-0.008 1	0.011 0	-0.039 7	-6.088 5***
<i>Exp</i>	0.089 4	0.080 1	0.080 2	0.009 2	2.436 6**

注: \*、\*\*与\*\*\*分别表示 10%、5%与 1%的显著性水平。

### (三) 回归分析结果与讨论

为了保证回归结果的相对稳健, 本文采用 Winsorize 命令处理 1%的异常值, 同时考虑到本文属于典型的大 N 小 T 数据, 加之样本量仅为中小板企业的一部分, 因而采用随机效应进行估计<sup>[18]</sup>。相关操作均在 STATA13.0 上完成, 对应的估计结果如表 4 所示\*。

从估计结果可以看出, 调整的  $R^2$  为 0.572 7, Wald 检验量为 2 047.37, 通过了 1%的显著性水平, 表明模型整体较为显著。

就 *Cf* 的系数而言, 其无论在 Ols 还是 Re 模型中均显著为正, 其值为 0.448 4, 表明中国的中小企业确实存在较为严重的融资约束; 同时, *Cf* \* *Stk* 的系数在两种估计方法中均显著为负, 其值为 -0.023 5, 表明践行社会责任的公司可以缓解约 6%左右的融资约束 (0.023 5/0.448 4), 支持冲突解决机制假说, 从而验证了假说 a 的正确性, 即中小企业可以通过利益相关者满足度来降低信息不对称和“委托—代理”冲突, 从而缓解融资约束, 因而中小企业应进一步提升利益相关者满足度; 但是值得注意的是, 缓解融资约束的程度仅为 6%, 因此如何调动起利益相关者的回应力度, 进一步激发企业践行社会责任的主动性成为关键。

就各控制变量的系数而言, 流动负债与营运资本的变动对现金流量持有变动的影响为正, 资本支出与企业成长的变动对现金流量持有变动的影响为负。而企业规模的影响则并不显著, 这可能是由于本文在计算各变量时均控制了企业规模的影响, 同时中小企业之间的规模差异并不大。

## 五、结论与启示

利用中小企业板制造业上市公司 2008—2013 年的相关数据, 基于冲突解决机制与管理者机会主义假说研究了利益相关者满足度对融资约束的影响。实证结果表明: 中小企业的利益相关者满足

表 4 Ols 与 Re 回归结果

	Ols	Re
<i>Cf</i>	0.442 5*** (5.584 2)	0.448 4*** (5.366 4)
<i>Stk</i>	0.001 1 (0.051 9)	0.005 5 (0.234 2)
<i>Cf</i> * <i>Stk</i>	-0.021 1*** (-8.680 8)	-0.023 5*** (-7.783 5)
<i>Size</i>	-0.000 6 (-0.253 8)	0.001 9 (0.653 1)
<i>Tobin's Q</i>	-0.002 3* (-1.817 0)	-0.002 8** (-2.032 6)
$\Delta Std$	0.338 8*** (18.968 5)	0.334 1*** (19.145 2)
$\Delta Nwc$	0.631 2*** (37.573 5)	0.627 5*** (38.016 9)
<i>Exp</i>	-0.050 9* (-1.788 0)	-0.077 9** (-2.510 2)
<i>Cons</i>	0.035 9 (0.720 3)	-0.010 9 (-0.176 1)
Adj. $R^2$	0.545 4	0.572 7
F/Wald	247.82***	2 047.37***
时间效应	控制	控制
样本量	1 647	

注: 括号内为系数估计的 t 值, 且\*、\*\*与\*\*\*分别表示 10%、5%与 1%的显著性水平。

\* 由于本文在数据处理方面较多考虑到了结果的稳健性, 因而在下一步验证时仅通过 Ols 估计与 Re 对比来进行系数稳健性的探讨。

程度处于较弱状态;中小企业存在较为明显的融资约束,比较依赖内源融资;企业可以通过提升利益相关者满足度来缓解企业的融资约束,即支持冲突解决机制假说,企业重视与利益相关者的利益共享可以缓解信息不对称与“委托—代理”冲突从而带来外源融资的便捷。

基于此,本文认为监管部门可以通过出台一系列鼓励中小企业践行社会责任的政策和法规来缓解中小企业的融资约束;中小企业应该将企业社会责任纳入到战略发展高度,重视与利益相关者的利益共享,以提升利益相关者满足程度,从而缓解融资困境;股东和债权人等资金供给方应重视企业的社会责任践行程度,将资金输送到有担当的企业中去。

#### 参考文献

- [1] 刘飞,王开科.我国中小板上市公司是投资不足还是投资过度?[J].经济评论,2014,(4).
- [2] Porter, M. E., M. R. Kramer. The link between competitive advantage and corporate social responsibility[J]. *Harvard Business Review*, 2006, (12).
- [3] Luo, X., C. B. Bhattacharya. Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value[J]. *Journal of marketing*, 2006, (4).
- [4] Brammer, S., A. Millington. Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance[J]. *Strategic Management Journal*, 2008, (12).
- [5] Jo, H., M. A. Harjoto. The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility[J]. *Journal of Business Ethics*, 2012, (1).
- [6] 赵驰,周勤,汪建.信用倾向,融资约束与中小企业成长——基于长三角工业企业的实证[J].中国工业经济, 2012, (9).
- [7] 余明桂,潘红波.政治关系,制度环境与民营企业银行贷款[J].管理世界,2008,(8).
- [8] 邓建平,曾勇.金融关联能否缓解民营企业的融资约束[J].金融研究,2011,(8).
- [9] Modigliani, F., M. H. Miller. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment[J]. *The American Economic Review*, 1958, (3).
- [10] Goss, A., G. S. Roberts. The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2011, (7).
- [11] 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[J].财经研究,2012,(8).
- [12] Freeman, R. E., S. Edward. *Management: A Stakeholder Approach*[M]. Boston: Pitman, 1984.
- [13] 纪建悦,吕帅.利益相关者满足与企业价值的相关性研究——基于我国酒店餐饮上市公司面板数据的实证分析[J].中国工业经济. 2009,(2).
- [14] 王端旭,潘奇.企业慈善捐赠带来价值回报吗——以利益相关者满足程度为调节变量的上市公司实证研究[J].中国工业经济. 2011,(7).
- [15] Huang, C., F. Kung. Drivers of environmental disclosure and stakeholder expectation: Evidence from Taiwan [J]. *Journal of Business Ethics*, 2010, (3).
- [16] 付书科,杨树旺,唐鹏程,等.我国有色金属行业社会责任评价——来自上市企业数据[J].宏观经济研究, 2014,(4).
- [17] Almeida, H., M. Campello, M. S. Weisbach. The cash flow sensitivity of cash[J]. *The Journal of Finance*, 2004, (4).
- [18] Jensen, M., E. J. Zajac. Corporate elites and corporate strategy: How demographic preferences and structural position shape the scope of the firm[J]. *Strategic Management Journal*, 2004, (6).

(责任编辑 路 甲)

However, whether in Germany or in Taiwan region, the two-stage theory is widely questioned, and becomes an “excess load theorem”. In terms of the license agreement of natural resources, it should be characterized as public law contract but not private law contract, which has positive significance in protecting the rights and interests of the relative party and the third party, and implementing the legal supervision by the administrative organizations. The latest revision of The Administrative Procedure Law will lead the two-stage theory to the end in the legislation of mainland China.

**Defense, Distortion and Return to Marxist Conception of Nature: An Exploration into Michael Löwy's Eco-socialism Theory** SHEN Sen

Michael Löwy is an active and important scholar in the field of ecological socialism in contemporary Europe. Different from the North America Eco-socialism school's approach to study on Marxist dialectical materialism view of nature, Löwy responds to ecological ecological view of marxism from a political economics perspective to criticize capitalism, and he tries to describe the macroscopic picture and explore the ways to realize ecological socialism. His interpretation of Marxism is not scientific, but still has important ecological significance for modernization progress in our country, especially in how to avoid falling into the “developplism” trap.

**Can Stakeholders' Satisfaction Help to Ease Financing Constraints of Small and Medium Enterprise Board Listed Companies?** TANG Peng-cheng, YANG Shu-wang

In this paper, by the use of relevant data from 2008 to 2013 of China's small and medium-sized enterprises board listed companies of manufacture, both conflict resolution mechanism and management opportunism hypothesis are used to construct theoretical analytical framework of the influence of stakeholders' satisfaction on financial constraints, together with the use of cash flow sensitivity of cash. The empirical results show that middle and small-sized enterprises' stakeholders' satisfaction is in the weak state; middle and small-sized enterprises are faced with serious financial constraints with more dependence on the internal financing; enterprises can increase stakeholders' satisfaction to ease the financing constraints, namely supporting the hypothesis of conflict resolution mechanism. When enterprise attaches great importance to sharing interests with stakeholders, both information asymmetry and “principal-agent” problem can be solved to bring the convenience of exogenous financing.

**Research on Influences of Microblog Use of Investigative Journalists** WU Tao, ZHANG Zhi-an

This paper aims to discuss the influences of microblog use on the production practice and professional consciousness of the investigative journalists from Chinese mainland. The research questions are: what influences does investigative journalists' microblog use have on their news practice at efficiency level and professional consciousness at concept level? Behind those influences, which changes are expanded based on such complex factors as individual, organization or industry, and social situations? What advantages and disadvantages will be brought to Chinese journalism's professionalism, autonomy and publicity under new media's environment by microblog use? The research shows that under conventional situations, the internet functions that investigative journalists use most are as followings: getting dynamic and background information with search engine, looking for news clues with BBS, expanding interpersonal cycle with QQ and MSN, and looking for news clues with portal website. Compared with the conventional tools, using microblog for news breakthrough, social mobilization and vocational struggle is usually a way to game with the power regulation under unconventional situations. However, the efficiency optimization in conventional situations shows integrity, while the technical empowerment in unconventional situation is individual. From the structure aspect, microblog use doesn't essentially change the freedom and space of investigation and report.