

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学 号: 27720111152679

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

社会资本、政治关系与我国私募股权基金
投融资行为

Social Capital, Political Connections and PE's Investment
and Financing Behaviors in Our Country

刘新宇

指导教师姓名: 潘越 教授

专业名称: 金融硕士

论文提交日期: 2014 年 3 月

论文答辩时间: 2014 年 5 月

学位授予日期: 2014 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2014 年 3 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

21 世纪以来,我国私募股权基金(Private Equity, PE)经历了很大的发展,从 2003 到 2012 年,其规模的年复合增长率高达已经 40.77%,伴随 PE 的迅速发展,其发展过程中由于信任缺失所引发的委托代理问题已经逐渐引起了人们的关注。一个地区的社会资本主要体现得是该地区人们互相信任与合作的能力,本文将一个地区的社会资本与 PE 运营中存在的委托代理问题联系起来,从理论和实证上探讨了社会资本对缓解 PE 委托代理问题的重要作用。

本文首次同时采用各省慈善组织指数和信任度指数作为社会资本的代理变量,创新性地从微观视角实证研究了各省社会资本水平的差异对于私募股权基金融资规模、投资规模和跨区域投资行为的影响,并进而深入探讨了社会资本与 PE 政治关系在影响 PE 投融资行为方面的相互替代作用。结果发现:在社会资本水平较高的地区,当地 PE 的融资规模较大,PE 对当地创业企业的投资规模也较大,在当地募集的 PE 与当地基金管理公司所管理的 PE 更倾向于跨区域投资;而 PE 的政治关系对于 PE 投融资行为的影响与社会资本是可以相互替代的,即对于有政治关系的 PE 而言,社会资本对其投融资行为的影响大大减弱。本文的研究不仅拓展了社会资本在经济金融领域的研究内容,而且也是对有关 PE 研究领域的丰富和补充。

关键词: 社会资本;私募股权基金(PE);政治关系

Abstract

Since the 21st century, China's private equity funds (PE) has experienced great development. The annual compound growth rate of scale was up to 40.77% from 2003 to 2012. With the rapid development of PE, The agency problem caused by lack of trust caused has gradually drew people's attention. The regional social capital is mainly embodied in the ability of people's cooperate skills and mutual trust. This article links the regional social capital to PE's agency problem and discusses the important role of social capital in relieving PE's agency problem.

This paper simultaneously uses the provincial philanthropy index and trust index as a proxy of social capital for the first time ever and empirically studies the influence of different levels of social capital of Chinese province on the private equity fund's financing scale, investment scale and cross-regional investment from a micro perspective. Furthermore, we conduct an in-depth analysis of the substitute role of social capital and PE's political connections in PE financing and investment behaviors. We find that: PEs raised in provinces with higher levels of social capital usually have larger financing scale. PEs are inclined to enlarge their investment scale in provinces with higher level of social capital. What's more, when PEs are raised or PEs' management company are in these provinces, they are more inclined to invest cross-regionally. We also find that the roles of social capital and political connections are substitute in PE's financing and investment behaviors; in other words, when no political connections are available, social capital tends to have a stronger influence on PE's financing and investment behaviors, and vice versa. Our study has not only opened up a new field of the research of social capital in the context of economic and financial science, but also been an enrichment and supplement the contents of PE studies.

Key Words: Social capital; Private equity fund (PE); Political connections

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景与问题的提出	1
第二节 研究思路、主要内容与研究框架	2
第三节 研究的意义与主要贡献	5
第二章 文献综述	7
第一节 社会资本相关文献综述	7
第二节 政治关系相关文献综述	9
第三节 私募股权基金相关文献综述	11
第三章 理论分析与研究假设	14
第一节 社会资本的经济学概念及其在经济金融领域的作用机制	14
第二节 社会资本 PE 的融资和投资规模的影响	14
第三节 社会资本对 PE 的跨区域投资的影响	15
第四节 社会资本与政治关系在影响 PE 投融资决策方面的替代作用	16
第四章 研究设计	18
第一节 研究样本与数据来源	18
第二节 检验模型及相关变量说明	19
第五章 实证结果与分析	23
第一节 描述性统计结果分析	23
第二节 回归结果分析	26
第三节 稳健性检验	32
第六章 主要结论、启示和未来研究方向	35
第一节 主要研究结论	35
第二节 相关启示和政策性建议	35
第三节 研究的局限和后续研究方向	36
参考文献:	38

CONTENTS

Chapter1	Introduction	1
Section1	Research Background and Presentation of the Issue	1
Section2	Research Idea, Major Contents and Research Framework	2
Section3	Improvement and Major Innovations of Research	5
Chapter2	Literature Overview	7
Section1	Overview of Research on Social Capital.....	7
Section2	Overview of Research on Political Connections	9
Section3	Overview of Research on Private Equity.....	11
Chapter3	Theoretical analysis and the research hypothesis	144
Section1	The Effect of Social Capital on Economics and Finance	144
Section2	The Effect of Social Capital on PE's Financing Scale	14
Section3	The Effect of Social Capital on PE's Investment Scale	15
Section4	The Effect of Social Capital on PE's Cross-regional Investment....	17
Chapter4	Research Design.....	18
Section1	Samples and Data Sources	18
Section2	Model Design and Variables Definition.....	19
Chapter5	Empirical Results Analysis	23
Section1	Descriptive Statistical Analysis and Correlation Analysis.....	23
Section2	Regression Results Analysis.....	26
Section3	Robust Test.....	32
Chapter6	Conclusions and Recommendations	35
Section1	Major Research Conclutions	35
Section2	Related Revelation and Policy Recommendations.....	35
Section3	Limitations and Follow-up Study.....	36
Reference	38

第一章 导论

第一节 研究背景与问题的提出

私募股权基金（Private Equity，以下简称 PE）是指通过向特定投资者募集资金而设立的基金，投资对象一般为具备一定创新能力的创业企业。近年来，由于在催化创新经济、推动高科技产业发展和优化经济结构等方面所发挥的重要作用，PE 行业越来越受到政府部门的重视，发展相当迅猛。据国泰君安 2012 年私募行业研究报告显示，2003 年至 2012 年，我国私募产品发行规模的年复合增长率高达 40.77%^①。然而，在快速扩张的同时，PE 在经营管理上也暴露出诸多问题。

Arrow 等曾经指出：“信任是每一笔商业交易所必须具备的元素之一”。^[1]由于管理者与股东之间的信任缺失所造成的委托代理问题一直以来都是公司金融领域研究的重点。而 PE 在其经营运作过程中产生的委托代理问题要比一般企业更为复杂，不仅在 PE 投资者—PE—创业企业之间存在双重委托代理问题，^{[2][3][4]}在 PE 和创业企业之间还存在着双向代理问题。^[5]这些委托代理问题的存在，对 PE 的营运管理有着严重的负面影响，会显著降低资本的配置效率。在此情况下，基金管理者和创业企业家的诚信水平对有效缓解委托代理问题将起到重要的作用。据国内最权威的私募网站—私募排排网（www.simuwang.com）所编写的《中国私募基金行业报告》显示，基金管理者的诚信程度超越资金安全和收益水平，以 62.5%的比例成为 PE 投资者最为关注的问题。

社会资本的内在涵义涵盖了诚信、信任和道德规范等内容。^[6]已有国外学者的研究表明，社会资本通过其所包含的社会关系网络、人际间的信任和道德规范等要素，在增强人们之间的合作关系、避免机会主义行为、降低企业的交易成本、扩大融资规模、提高融资效率等方面作用显著。^{[7][8][9]}当 PE 因投资者、管理者和创业企业家之间缺乏足够信任而产生委托代理问题时，地区较高的社会资本水平是否有助于增强各方互信，从而减轻委托代理所带来的负面影响，并进一步影响 PE 的融资和投资决策呢？本文首先尝试回答这一问题。

^①数据来自国泰君安证券 2012 年私募行业研究报告。

社会资本通过人际间的信任,在促成陌生人之间交易活动的达成和有效实施过程中起着关键的作用,但当交易相关之间存在某些“关系”时,“关系”会使交易相对更容易实现,此时社会资本的作用就不那么明显,^[10]二者有可能在影响交易过程中表现为相互替代的作用。潘越等的研究已经证实,社会资本和企业的政治关系在影响企业投资行为方面具有替代作用。^[11]那么,在 PE 的融资和投资决策过程中,社会资本与 PE 政治关系的这种替代关系是否依然存在?换言之,当 PE 拥有较强的政治关系时,区域社会资本的影响有可能会被弱化吗?这是本文尝试回答的第二个问题。

第二节 研究思路、主要内容与研究框架

一、研究思路

通过研读现有文献,笔者发现,一方面,虽然国内外学者在有关社会资本相关领域已经积累了一定的研究成果,但还鲜有学者探讨其对 PE 投融资行为的具体影响,在这一基础上,本文尝试利用我国的 PE 投融资数据,从理论和实证上研究社会资本对我国 PE 融资规模、投资规模与跨区域投资选择的主要影响。另一方面,笔者发现,前人在社会资本领域的研究,比较普遍的使用张维迎和柯荣往的各省信任指数数据作为社会资本的代理变量,在此之上,根据社会资本的内在涵义,本文希望能够提出一个新的社会资本代理变量,进一步拓宽社会资本的衡量体系。最后,由于我国 PE 缺乏完善的信息披露规范,对于其的实证研究因此极为少见,本文尝试利用现有数据,填补我国 PE 实证研究领域的空白。

本文的研究思路如图 1 所示,笔者首先梳理了国内外有关社会资本领域的研究文献,选择 PE 投融资行为作为本文的研究视角;再进一步回顾国内外 PE 领域的相关文献,通过理论分析社会资本对 PE 投融资行为的具体影响,提出本文的研究假设;最后,以 2003-2010 年期间募集成功的 540 家 PE 为样本,实证考察了我国各省社会资本水平对 PE 融资规模、投资规模和跨区域投资选择的影响,并深入探讨了社会资本与 PE 政治关系的替代作用。最后,对实证结果进行分析并进行一定的稳健性检验。

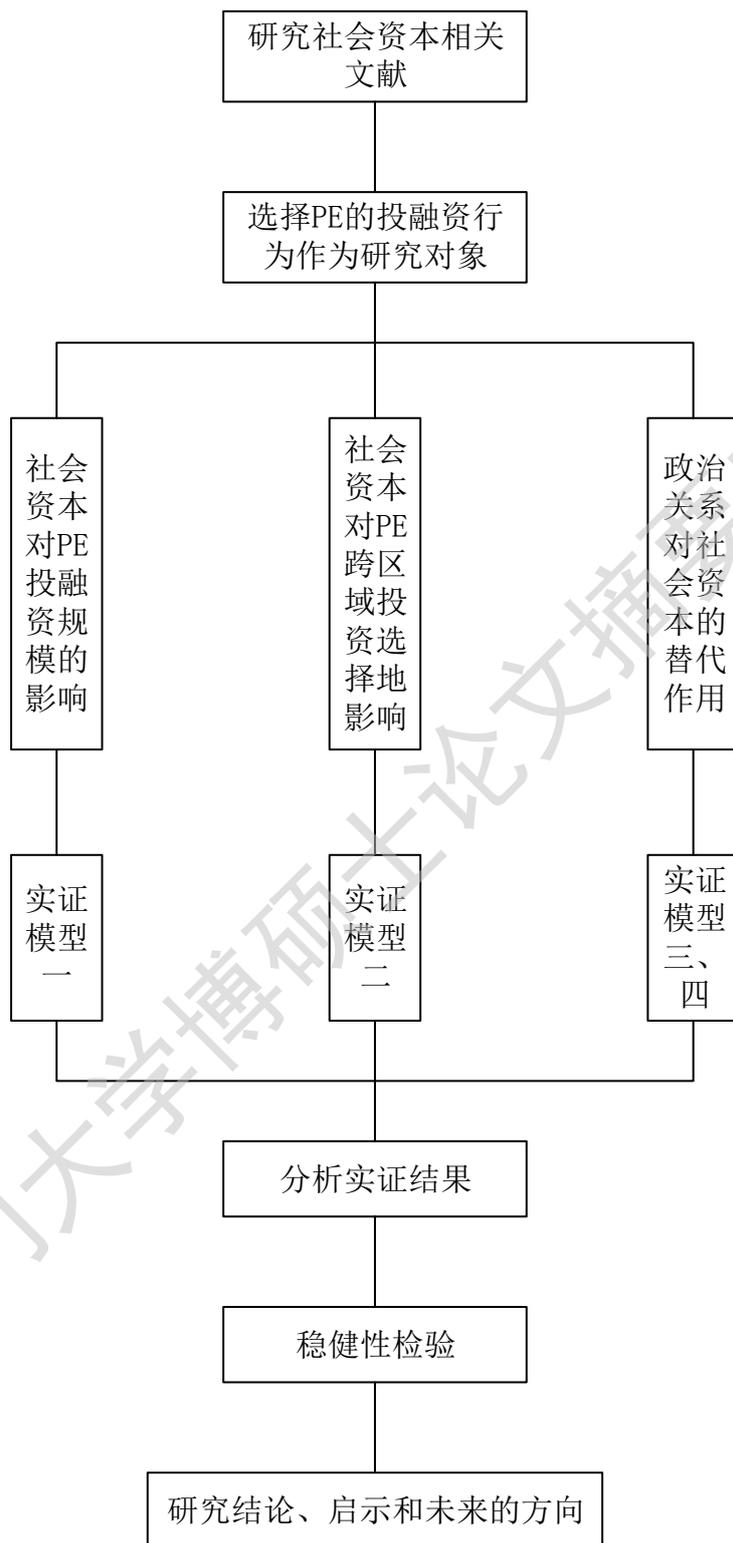


图 1 研究思路

二、研究的主要内容与框架

全文共分为六个章节，各章的主要内容阐述如下：

第一章为导论。本章扼要介绍全文框架，具体包括研究背景及问题的提出、研究思路与框架、研究的主要内容以及改进与创新。

第二章为文献综述。本章对国内外关于社会资本、政治关系以及 PE 发展方面的研究成果。首先对社会资本的相关文献进行了梳理，从社会资本的定义和社会资本对经济社会发展的影响等方面介绍学术界对社会资本的研究成果；其次从国外和国内两方面整理了政治关系的相关文献，发现降低融资约束、进入管制行业和减税是企业建立政治关系的最主要动因；最后简单回顾了 PE 发展方面的研究成果。

第三章为理论分析与研究假设。本章阐述了社会资本的政治学概念及其在经济金融领域的作用机制，分析了社会资本对 PE 融资规模、投资规模和跨区域投资选择的影响，最后进一步探讨了政治关系对社会资本的替代作用，在这一过程中，本文提出了四个主要的研究假设。

第四章为研究设计。本章首先介绍了本文的研究样本和数据来源，提出使用各地区慈善组织指数作为社会资本的又一度量指标，并利用各省信任指数与各省慈善指数这种对社会资本的双维度设计检验本文的假设。之后本章介绍了本文所使用到的四个计量模型和主要的变量说明。

第五章为实证结果与分析。本章先是对相关变量进行描述性统计和相关性分析；进而按照检验模型进行回归分析，验证本文的研究假设；最后笔者尝试对文章的结果做了一定得稳健性检验。

第六章是研究结论、启示和未来研究方向。在本章中笔者对主要的研究结论进行了总结，在结论的基础上给出了本文可能的启示和政策性建议，在文章的最后，笔者给出了本文的局限性和可能的后续研究方向。

全文的框架结构如图 2:

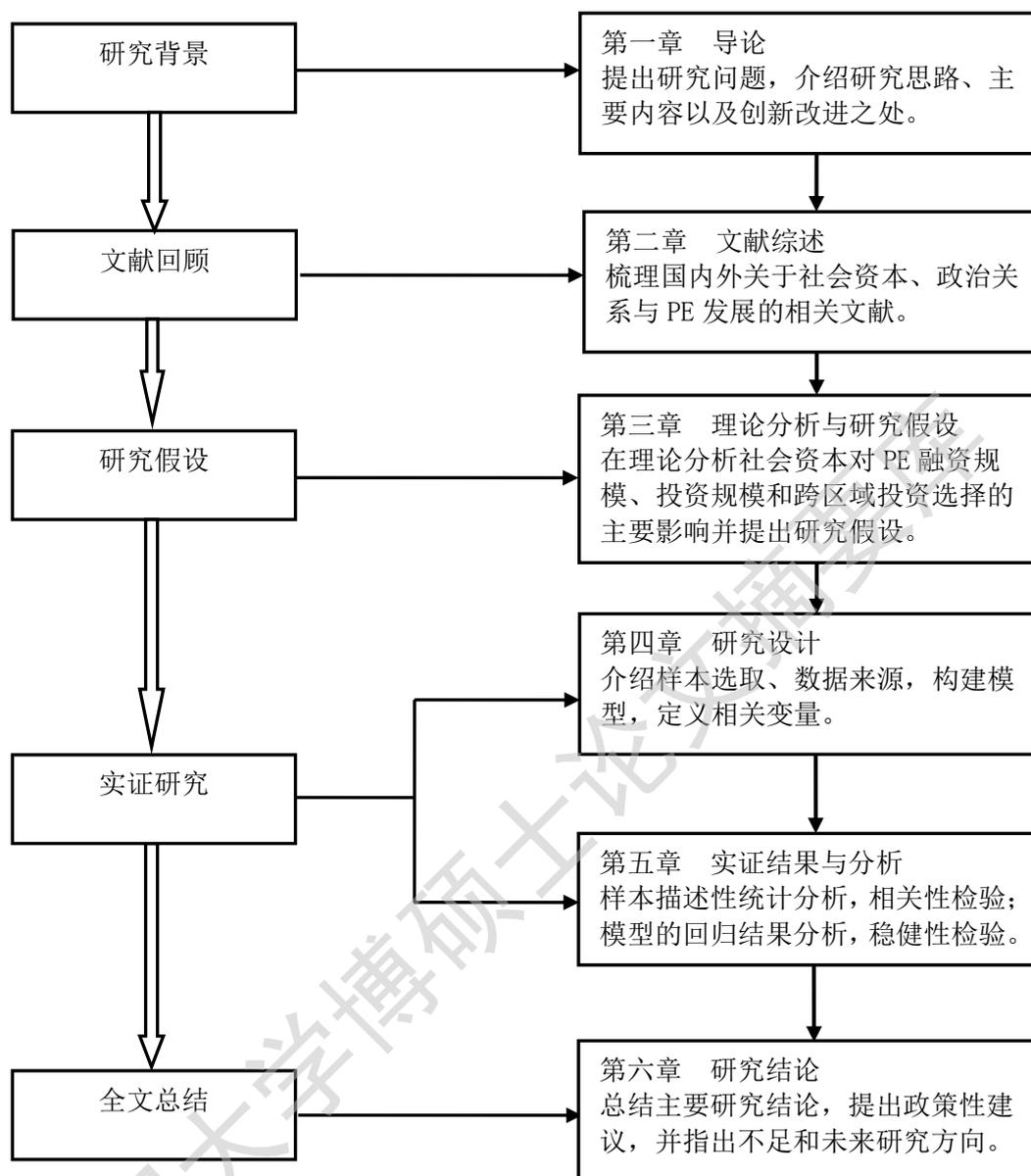


图 2 论文研究框架

第三节 研究的意义与主要贡献

本文在借鉴国内外相关学者研究的基础上，从微观层面探讨了社会资本对于PE融资和投资行为的影响机制，以及社会资本与PE政治关系的交互作用，对上述问题做出回答，这不但有助于人们从一个全新的视角理解社会资本促进金融发展的内在机制，而且为监管部门思考如何从精神文明层面改善金融投资与发展环境，提高金融行业发展水平提供新的理论依据。

与前人研究相比，本文主要有以下的三个方面的贡献：

(1) 拓展了社会资本微观作用的研究领域。有别于以往以经营企业为个体的研究，本文选取 PE 作为研究主体，以发展中国家的数据为样本，就社会资本对于 PE 发展的作用进行全面深入的分析 and 论证。Laura 等虽然探讨了信任对于风险资本 (Venture Capital) 市场发展的影响，^[12]但关于社会资本对于 PE 投融资行为影响的全面研究，本文尚属首次。其次，

(2) 在一定程度上进一步扩展了对社会资本的衡量指标体系。本文不仅以张维迎和柯荣住 (2002) 的各省信任指数数据作为社会资本的度量指标，^[13]而且首度关注了北京师范大学中国慈善事业研究中心发布的《2003-2011 中国慈善发展指数报告》的慈善组织指数数据，^[14]将各省慈善组织指数作为社会资本的又一代理变量，这种双维度的指标设计属于本文首创，虽然其设计的科学性需要其他学者的进一步检验和认可，但仍可以认为是本文的主要贡献之一。

(3) 丰富了 PE 领域的研究。从现有成果来看，国外有关文献主要将研究着眼于 PE 的风险、资本的流动性及资本结构与 PE 收益水平的关系上，^{[15][16][17]}而国内学术界由于受数据所限，有关 PE 行为的实证研究还极为少见。本文利用投中集团 (China Venture Group) 发布的中国 PE 数据，首次从实证上探讨了 PE 投融资行为受区域社会资本影响的内在机制，是对现有 PE 研究的极大丰富和补充。

第二章 文献综述

第一节 社会资本相关文献综述

一、社会资本的涵义

在上个世纪,新古典增长理论的提出和各种分析工具的丰富使得这一学派得到了长足的发展,但看似完美的理论却没有能够对以下现象进行有效的解释:即为什么对于一些拥有相似禀赋资源与物质水平的国家来说,其经济增长速度与人均收入水平上却存在着如此之大的差距^[18]。以 Becker^[19]、Schultz^[20]为代表的部分经济学家在上世纪六十年代意识到,除物质资本以外,人力资本在经济增长中也扮演着非常重要的作用。尽管如此,人力资本对于增长的内在原因也仅有部分的解释能力。到了上世纪八十年代,除社会资本,这一除物质资本、人力资本之外的另一项重要资本才慢慢开始引起了学术界的关注。

Woolcock 认为^[21],社会资本的现代意义上的定义是由 Lyda Hanifan 和 Jane Jacobs 二人的研究给出的。Lyda 认为,在日常生活中个人与家庭成员在互动中的所拥有“资产”(良好的意愿、同胞感和同情心等)是社会资本的主要内涵。人与人之间的社会关系是社会资本的主要定义,人们可以通过这种关系获得其所需要的技术或者其他物质资本。^[22]Jacob 也将社会资本定义为一种社会关系,他认为社会资本是“一种透过长时间培养出来的人际关系;此关系能为群组在互信、合作与集体行动中奠定良好的合作基础”。^[23]而社会资本概念向经济学研究的延伸滥觞于 Loury,他同样把社会资本看作是一种社会关系的体现,他认为社会资本的内涵在于:促进或帮助获得市场中有价值的技能或特点的人之间自然产生的社会关系。^[24]

Loury 将社会资本概念自 20 世纪 80 年代由社会学引入经济学以后,社会资本逐渐成为继物质资本、人力资本之后另一种新式的重要资本。关于社会资本的定義一直有很多,但总结起来,其内涵与实质都是一样的,即社会资本可以概括为社会主体(包括个人、群体、社会甚至国家)间紧密联系的状态及其特征。在前人的研究中,其具体表现形式主要可以分为宏观与微观两种:微观层面的社会资本主要指会社会的各个参与体(个人、企业)所拥有的各类关系与资源的总和。

而宏观层面的社会资本是指一个区域（地区、国家）人们整体的互相信任水平的高低与合作能力的好坏，La Porta 在对现有的文献进行了深度的总结，将社会资本概括为“一个社会中人们的合作倾向，也就是说，在社会资本比较高的社会里，人们倾向于通过信任与合作来获得社会效率的最大化，而不是互相猜疑、互相算计导致‘囚徒困境式’无效率的结果。”^[10]Knack 和 Keefer 在其研究中则从更深的层面指出，社会诚信、道德规范和团队精神都属于社会资本经济学定义的重要范畴。^[25]本文将研究视角落在了以强调信任与合作为主题的社会资本宏观定义上，以下所述社会资本也均指宏观层面上的社会资本。

二、社会资本对经济社会发展的促进作用

伴随着对社会资本研究的深入，人们逐渐发现社会资本对于经济和社会的发展有着明显的贡献作用：

Banfield 的研究发现了一个特别的现象，“造成意大利南部地区经济不发达的原因，在于当地居民由严格的家庭关系所导致的互相信任的缺乏”。^[26]Putnam 之后也做了相似的研究，他分别深入意大利南部和北部地区进行了亲自调查，发现与南部地区明显不同，意大利的北部地区的居民自古以来形成了有助于培养对整体利益的共同关注的良好传统，正是这一传统帮助当地的经济增长取得了较快的增长。与此相反，由于缺乏相似的传统进行激励，南部地区实现经济增长和发展所需要的文化基础受到了破坏，导致了南北经济出现了显著的差别。^[6]Putnam 等人在之后又对这一问题进行了进一步的研究，利用实证研究的方法对这一假设进行了检验，得到了与之前一致的结果。^[27]Fukuyama 发现信任的作用分为宏观和微观两方面，从微观层面上看，信任有助于降低个体之间的交易成本，而从宏观层面看，信任也可以通过宏观政治机制来影响经济效率。^{[28][29]}Knack 和 Keefer 在度量社会资本的指标方面做出了一定的贡献，他们分别采用世界价值调查的信任、合作准则与协会活动三个指标度量一国的社会资本水平，另一方面他们以 1970 年到 1992 年人均收入年度增长率来衡量国民福利，经过对 29 个国家和地区的研究发现信任与合作对于国民福利有明显的正向影响，而协会活动与社会资本的关系不显著。^[25]Knack 在之后的研究中对之前的研究进行了丰富，他新选择了 11 个国家作为新增样本，在这一研究中，社会资本依旧由信任和协会活动来衡量，他发现当社会制度具有连贯性时，信任对经济增长有着非常明显地促进

作用。^[30]Guiso 和 Zingales 研究证实了社会资本对金融发展的重要作用，其作用机制依旧与信任相关，社会资本可以通过增进合约参与方之间的信任来对合约的签署和履行起到关键性的影响，在一些法律保护薄弱的地区，社会资本的这一效应体现的更为明显。^[9]Guiso 之后的另一项跨国研究也发现，在社会资本比较高的地区，人们更倾向于投资股票等高风险资产，因为在中国社会资本比较高的地区，人们互相信任的水平比较高，因此他们会更相信上市公司和券商。此外，较高的社会资本能够使他们降低搜集上市公司信息的成本，信息搜集的质量会提高，这提高了投资者对上市公司监督的可能性，降低了监督成本。^[31]

近年来国内关于社会资本对经济发展的作用也逐渐吸引了学者们的关注，相关研究也取得了很多成果：由于我国属于幅员辽阔民族多元化的国家，因此各个地区有着比较大的文化与风俗差异，这直接导致了各地的社会资本水平出现了极大地差异。张维迎和柯荣往曾委托“中国企业家调查系统”在 2000 年对中国大陆 15000 家企业做了信任度调查，并据此对大陆 31 个省市自治区的信用度作了排名，给出了各省的信任度指数。^[13]这一指数成为我国社会资本研究最常用的社会资本代理变量。张俊生和曾亚敏层利用 2000 年我国省级数据研究社会资本与区域金融发展的关系，研究表明，社会资本水平对于地区金融发展有着显著地正向影响。^[32]刘璐琳的研究认为社会资本主要通过影响一个国家或地区经济增长过程中的物质资本投入、技术创新、人力资本与正式制度等因素而对经济增长产生重要影响。^[33]陆铭和李爽(2008)的研究指出，社会资本是一种非正式制度，但这一非正式制度对于一些正式制度在作用上是可以相互替代的，二者在经济与金融发展的过程中均能起到重要的作用。^[34]潘越等(2009)的研究也表明，社会资本对于企业的投资行为也有着显著影响。^[11]

第二节 政治关系相关文献综述

一、政治关系研究综述

有关经济参与者政治关系与经济发展关系的问题，涉及到政府对经济发展得干预作用，一直以来无论是在资本主义国家，还是在社会主义国家，都是人们关注的热点。最近一段时间以来，围绕政治关系对公司业绩、财务决策和资本市场影响的研究成为财务和公司金融领域研究的热点问题。一般来说，对于企业政治

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库