

儒家文化对企业融资约束的影响研究

邓益青, 刘志强, 卢崇煜

北京建筑大学理学院, 北京

收稿日期: 2023年9月20日; 录用日期: 2023年10月17日; 发布日期: 2023年10月24日

摘要

企业融资约束问题是制约我国经济发展中的关键挑战, 本文基于2012~2021年我国制造业A股上市公司的面板数据, 采用双向固定效应、分段检验方法实证检验儒家文化对于企业融资约束的作用效应及影响机制。结果显示: 1) 企业受儒家文献影响程度越深, 越有利于企业缓解融资约束, 在更换变量衡量方式、改变样本容量后上述结果依然稳健; 2) 异质性检验结果发现儒家文化在高法治环境地区对企业融资约束有显著缓解作用, 在低法治环境地区儒家文化对企业融资约束的缓解作用并不显著; 3) 进一步机制检验结果表明, 儒家文化主要通过降低企业经营风险和增加企业社会责任两个渠道缓解企业融资约束。

关键词

儒家文化, 融资约束, 分段检验

Study on the Influence of Confucian Culture on Corporate Financing Constraint

Yiqing Deng, Zhiqiang Liu, Chongyu Lu

School of Science, Beijing University of Civil Engineering and Architecture, Beijing

Received: Sep. 20th, 2023; accepted: Oct. 17th, 2023; published: Oct. 24th, 2023

Abstract

Corporate financing constraint is a key challenge that restricts China's economic development. Based on the panel data of China's manufacturing A-share listed companies from 2012 to 2021, this paper empirically examines the effect and mechanism of Confucian culture on corporate financing constraints by using two-way fixed effect and segment test methods. The results show as follows: 1) The more deeply influenced by Confucian culture, the more favorable it is for enterprises to alleviate financing constraints. The above results are still stable after changing the measurement method of variables and changing the sample size. 2) The heterogeneity test results show that

Confucian culture has a significant easing effect on corporate financing constraints in areas with high rule of law environment, but not in areas with low rule of law environment; 3) Further mechanism test results show that Confucian culture alleviates corporate financing constraints mainly through two channels: reducing business risk and increasing corporate social responsibility.

Keywords

Confucian Culture, Financial Constraint, Sectional Inspection

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

当前, 企业融资约束问题是我国经济发展中的一个关键挑战, 在世界银行投资调查的 80 个样本中, 中国是金融约束最大的国家, 75%以上的非金融上市企业将融资约束视为限制发展的主要障碍。我国政府也对企业融资问题高度重视, 从 2018 年以来召开了一系列会议着力破解民营企业融资难问题, 但治理效果并不理想。要解决这些问题, 需要重新审视融资的生态系统, 进一步推动企业融资约束的缓解和降低, 除了考虑正式制度因素外, 非正式制度对企业融资的影响也不可忽视。文化对非正式制度的塑造和维护具有深远的影响, 儒家文化作为中国最基本的社会文化, 在中国历史中长期发挥着道德教化的功能, 因此可从非正式制度视角出发, 探讨文化对企业融资发挥的潜在作用。

儒家文化作为我国几千年来主要思想体系之一, 深刻地影响着我国社会的核心价值观、道德准则和行为模式。它承载着我国哲学和价值观的丰厚传统, 不仅是我国社会的长久支柱, 也是个体和组织行为的隐性规范和智慧指南。那么, 深受儒家文化熏陶的企业是否能够受其道德行为规范的约束作用, 进而缓解企业融资困境呢, 又是通过何种渠道发挥缓解作用呢? 这为本文研究提供了扩展空间。

现有文献大多注意到了文化对企业行为与决策的影响, 主要通过风险规避、社会责任两方面细化二者研究。一方面, 大多数文献支持深受文化影响的企业具有更低的公司风险、实施更少的风险承担行为。李万利和徐细雄(2021) [1]的实证研究结果表明, 深受儒家文化影响的企业现金持有更多, 并且儒家文化是通过“居安思危”忧患意识增强企业的预防性持现和战略性持现动机两条路径, 实现企业高额持现。金智和徐慧(2017) [2]的研究表明, 儒家文化的影响程度与公司的风险承担水平呈负相关关系, 这种关联在市场化 and 对外开放程度较高的地区以及民营企业中表现相对较弱。另一方面, 靳小翠(2017) [3]认为企业文化会促使企业承担社会责任, 良好的企业文化会指导和约束企业继续承担社会责任。进一步, 黄国良和李妮妮(2019) [4]实证得出: 企业受儒家文化影响越深, 其社会责任承担水平越高, 并且这一现象在市场化程度较高的地区更为明显。

本文可能的边际贡献在于: 一方面, 现有研究虽然注意到了文化对于企业或组织的影响, 但大多数聚焦于企业行为层面, 针对非正式制度是否能改善企业融资的研究较少, 本文聚焦于儒家文化和企业融资困境, 将二者纳入同一框架研究并进行实证检验; 另一方面, 细化研究儒家文化对改善企业融资困境的影响机制, 为非正式制度如何缓解企业融资问题提供参考依据。

2. 理论机制与研究假说

儒家文化作为一种深植于社会道德和经济价值观的文化体系, 强调社会和道德价值观, 能够借助纲

常伦理的礼制支持和道德体系，实现中国社会的人际跨期合作以及分配社会资源，缓解短期融资约束问题。此外，儒家文化能够通过缔结乡土地缘和宗族血缘关系的社会结构，为企业建立信任和社会资本提供有力的支持，助力企业拓展融资渠道。

一方面，作为中国文化的根源，儒家倡导“居安思危”忧患思想，强调“有备无患”的风险防范理念，忧患意识和认知烙印将会深刻影响企业高管的风险态度及其对不确定性的敏感程度，促使企业注重稳健和风险管理，一定程度上降低企业的经营风险。当企业成功减少经营风险时，企业具备按时还款能力，合约违约概率降低，投资者更有信心，愿意提供融资支持，从而有利于缓解企业融资约束。

另一方面，儒家文化推崇的“诚信”、“以人文本”，能够让企业在潜移默化中形成共享价值理念，使企业对承担社会责任行为形成高道德标准，自觉抵制见利忘义和不负责任的机会主义行为。因此，企业在此文化环境中可能更倾向于履行社会责任，通过积极参与社会公益活动、关注员工权益等方式，增强其社会声誉和社会信用，帮助企业形成良好声誉，这意味着企业履行合约，按时偿还借款概率增加，增强投资者合作意愿，进而缓解企业融资约束。

基于以上理论分析，提出如下研究假设：

- H1：儒家文化缓解企业融资约束；
- H2：儒家文化通过降低企业经营风险缓解企业融资约束；
- H3：儒家文化通过增加企业社会责任缓解企业融资约束。

3. 模型、变量与数据

为检验儒家文化对企业融资约束的影响，本文在前述理论分析并参考王孝松等(2022) [5]的基础上，构建面板固定效应模型如下：

$$fin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 confu_{it} + \alpha_2 X_{it} + v_i + u_t + \varepsilon_{it} \tag{1}$$

$$m_{it} = \beta_0 + \beta_1 confu_{it} + \beta_2 X_{it} + v_i + u_t + \varepsilon_{it} \tag{2}$$

$$\hat{fin}_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 m_{it} + \gamma_2 X_{it} + v_i + u_t + \varepsilon_{it} \tag{3}$$

模型中， i, t 分别表示行业和年份； fin_{it} 表示企业融资约束，通过构建经营性净现金流、现金持有量、现金股利、负债率以及企业市值与资产净值之比等五个指标将全样本逐年分类取值，估计各指标系数后再回归进而构建的综合指数来衡量企业的融资约束程度； $confu_{it}$ 表示儒家文化，采用公司注册地 200 公里范围内孔庙数量表示； X_{it} 表示控制变量集，包括企业规模($size$)、企业年限(age)、股权结构(str)、劳动力投入($perl$)、地区经济发展水平(ave)，分别采用企业总资产取对数、企业成立年限、第一大股东持股比例、企业员工总人数取对数与企业所在省份人均生产总值增长率衡量； m_{it} 表示中介变量，包括企业经营风险($risk$)和企业社会责任(esg)，分别采用企业总资产收益率在三年内的滚动标准误、华证对企业社会责任的评价体系提供的评级结果进行赋值衡量； v_i 表示行业效应； u_t 表示时间效应； ε_{it} 是随机误差项。

实证研究所用样本选取 2012~2021 年我国制造业 A 股上市公司的面板数据，地区经济发展数据来自中国统计局，其他数据来自国泰安数据库。

4. 实证分析与结果讨论

4.1. 基准回归

Hausman 检验结果显示固定效应模型要显著优于混合模型和随机效应模型，因此本文采用固定效应方法实证检验儒家文化对企业融资约束的作用效应。表 1 第(1)列报告了儒家文化影响企业融资约束的估

计结果,可以发现,儒家文化对企业融资约束的估计系数在 5%的水平下显著为负,表明儒家文化对企业的影响越大,则它越能有效缓解企业融资约束,验证前文假设 1。其中可能的原因在于:儒家文化注重社会和道德价值观,通过强调风险防范和诚信行为的重要性,使企业管理层更加注重稳健经营和风险管理,从而降低了企业的经营风险,降低企业违约概率进而促进企业与投资者合作,改善融资困境。此外,强调诚信的儒家价值观促使企业更倾向于履行社会责任,积极参与社会公益活动 and 员工权益保护,提升了企业的社会声誉和信用,增加投资者信心,有利于缓解企业融资约束问题。

4.2. 稳健性检验

为验证上述结果的可靠性与准确性,本文采用更换变量衡量方式、改变样本容量两种做法进行稳健性检验。首先,为进一步准确衡量企业融资境况,借鉴万佳或和周勤(2020)的做法,采用利息费用占总负债的比例代表企业融资约束作进一步检验,回归结果列于表 1 第(2)列;其次,为准确度量企业所受地区儒家文化的影响程度,借鉴黄国良和李妮妮(2019) [6]的做法,将儒家文化距离企业所在地距离范围调整为 100 公里,再次进行检验,回归结果列于表 1 第(3)列;最后,考虑到少数民族自治区通常在文化、民族传统、语言等方面具有与主体民族地区不同的特点,可能会干扰分析当地儒家文化对企业融资约束的影响,为此本文剔除西藏、新疆、广西、宁夏与内蒙古五个少数民族自治区后进行回归,回归结果列于表 1 第(4)列。可以看出,儒家文化的系数均至少在 5%的水平下显著为正,说明儒家文化对企业的影响程度越大,越有利于缓解企业融资困境,稳健性检验回归结果与基准回归结果保持一致,进一步验证前文假设 H1,验证了估计结果的稳健性。

Table 1. Model regression results I

表 1. 模型回归结果 I

变量	(1) fin	(2) fin	(3) fin	(4) fin
<i>confu</i>	-0.005**	-0.006***	-0.011**	-0.006**
控制变量	控制	控制	控制	控制
时间行业	固定	固定	固定	固定
样本容量	11,209	10,796	11,209	9185
拟合优度	0.137	0.107	0.137	0.142

4.3. 异质性分析

法治环境一定程度上决定了法律体系的健全性和法规的执行力,儒家文化发挥非正式制度的作用可能由于正式制度中法治环境的不同而对企业约束产生差异性影响。本文按照王小鲁等(2019) [7]发布的市场中介组织的发育和法治环境评分作为各地区法治环境的代理变量,按其中位数将样本划分为高法治环境地区与低法治环境地区两个子样本,分别进行回归,回归结果列于表 2 第(1)~(2)列。可以发现,高法治环境地区儒家文化的系数显著为负,低法治环境地区儒家文化的系数为负但不显著,这表明在高法治环境地区儒家文化对企业融资约束有显著缓解作用,但是在低法治环境地区儒家文化对企业融资约束并不存在缓解作用。可能的原因是:高法治环境下,法律稳定、执行力强,儒家文化所强调的社会责任、诚信等价值观更容易得到体现,企业和投资者更有信心,更愿意履行合同和承担融资风险。即儒家文化所强调的社会责任、诚信等价值观更容易得到落实,使企业增强融资信用,有助于降低企业融资约束。而在低法治环境下,法律执行不稳定,企业和投资者更为谨慎,法治环境的不确定性削弱了文化对行为的引导作用,儒家文化对企业融资约束的缓解作用不明显。

4.4. 传导机制检验

在实证检验企业受儒家文化影响加深能够缓解企业融资约束的基础上，根据前文理论分析，进一步采用分段检验方法检验儒家文化是否通过经营风险、社会责任两个中介变量影响企业融资约束。

1) 检验企业经营风险的传导机制：采用企业总资产收益率在三年内的滚动标准误作为当期企业经营风险的代理变量，通过以下两个步骤检验企业经营风险的中介效应：a) 做儒家文化对企业经营风险的回归，判断儒家文化的系数是否显著；b) 做经营风险对融资约束的回归，判断经营风险的系数是否显著。机制检验结果列于表 2 第(3)~(4)列，可以发现儒家文化的系数在 1%的显著性水平上为负，企业经营风险的系数在 1%的显著性水平上为正，表明儒家文化对企业影响程度越深，企业经营风险越低，进一步缓解企业融资约束，验证前文假设 2。

2) 检验企业社会责任的传导机制：采用华证对企业社会责任评价体系提供的评级结果作为企业社会责任的代理变量，通过以下两个步骤企业社会责任的中介效应：a) 做儒家文化对企业社会责任的回归，判断儒家文化的系数是否显著；b) 做企业社会责任对融资约束的回归，判断社会责任的系数是否显著。机制检验结果列于表 2 第(5)~(6)列，可以发现儒家文化的系数在 1%的显著性水平上为正，企业社会责任的系数在 1%的显著性水平上为负，表明儒家文化对企业影响程度越深，企业社会责任表现越好，进一步减少企业融资约束，验证前文假设 3。

Table 2. Model regression results II

表 2. 模型回归结果 II

变量	(1) 高法治	(2) 低法治	(3) <i>risk</i>	(4) <i>fin</i>	(5) <i>esg</i>	(6) <i>fin</i>
<i>confu</i>	-0.008*	-0.003	-0.012***		0.006***	
<i>risk</i>				0.074***		
<i>esg</i>						-0.386***
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
时间行业	固定	固定	固定	固定	固定	固定
样本容量	5465	5744	11,209	10,796	11,209	9185
拟合优度	0.127	0.161	0.137	0.107	0.137	0.142

5. 实证分析与结果讨论

本文基于 2012~2021 年我国制造业 A 股上市公司的面板数据，采用双向固定效应实证检验儒家文化对于企业融资约束的作用效应，结果发现企业受儒家文化影响程度越深，越有利于企业缓解融资约束。同时儒家文化对企业融资约束的影响存在地区异质性，儒家文化在高法治环境地区显著缓解企业融资约束，在低法治环境地区对企业融资约束的缓解作用并不显著。进一步机制检验结果表明，儒家文化主要通过降低企业经营风险和增加企业社会责任两个渠道缓解企业融资约束。

根据上述结论，本文谨慎提出以下政策建议：1) 鼓励企业加强社会责任履行，积极参与社会公益活动、提高环境友好型企业行为等，提高企业的社会声誉和信用，减轻融资约束问题。2) 在低法治环境地区，加强法律体系的建设和法规执行，以提高法治环境的稳定性和透明度。同时鼓励和保护儒家文化传承，以加强文化对企业行为的引导作用。通过提高法治环境的质量和促进文化传承，更好地发挥儒家文化在企业融资约束缓解中的作用，促进经济的健康发展。

基金项目

北京建筑大学 2023 年研究生教育教学质量提升项目(项目号: 31081023001)。

参考文献

- [1] 李万利, 徐细雄, 陈西婵. 儒家文化与企业现金持有——中国企业“高持现”的文化内因及经济后果[J]. 经济学动态, 2021(1): 68-84.
- [2] 金智, 徐慧, 马永强. 儒家文化与公司风险承担[J]. 世界经济, 2017, 40(11): 170-192.
- [3] 靳小翠. 企业文化会影响企业社会责任吗?——来自中国沪市上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2017(2): 56-62+97.
- [4] 黄国良, 李妮妮. 儒家文化、市场化程度与企业社会责任[J]. 财会月刊, 2019(20): 95-102.
- [5] 王孝松, 林发勤, 李玢. 企业生产率与贸易壁垒——来自中国企业遭遇反倾销的微观证据[J]. 管理世界, 2020, 36(9): 54-67.
- [6] 万佳彧, 周勤, 肖义. 数字金融、融资约束与企业创新[J]. 经济评论, 2020(1): 71-83.
- [7] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018) [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019.