

地区失信环境与企业现金持有

——来自失信被执行人的经验证据

邱金龙 王 雪 张国珍

摘要: 构建相互信任的营商环境是经济高质量发展的基础。基于最高人民法院公布的失信被执行人数据,实证检验地区失信环境对企业现金持有水平的影响并揭示其主要作用机制。研究发现:企业所在地区的失信被执行人越多,其现金持有水平越高;机制检验发现,失信环境能够加剧企业融资约束程度、增加费用支出和降低经营绩效,内外部资金来源受限以及增加的费用支出迫使企业出于预防性动机持有更高水平的现金;进一步检验发现,当企业的会计信息质量较差、规模较小时,失信环境中的企业需持有更多的现金以应对潜在风险。这些结论从现金持有的角度丰富了对失信环境经济后果的研究,为持续优化营商环境和完善社会信用体系提供了借鉴思路。

关键词: 地区失信环境; 失信被执行人; 现金持有水平; 社会信用

DOI: 10.19836/j.cnki.37-1100/c.2024.04.005

一、引言

《论语·为政》有云:“人而无信,不知其可也。大车无輹,小车无轨,其何以行之哉?”信用是个人高尚品德,是企业黄金资产,是社会公序良俗,是一流营商环境的重要特征。党的十九大报告明确提出“推进诚信建设制度化”^①,党的二十大报告也指出完善社会信用等市场经济基础制度,以此构建相互信任的营商环境助力经济的高质量发展^②。完善的社会信用体系也是加快发展新质生产力的重要支撑。然而,市场乱象下失信被执行人大量涌现,中国执行信息公开网显示,截至2023年2月15日,处于失信状态的主体(包括自然人和法人)高达801万多个,企查查数据显示,2013—2020年期间失信被执行个人数量在2019年达到顶峰。失信被执行人的出现对所在地区社会信用水平、营商环境、区域竞争力均产生极大破坏^③。解决失信问题已然成为当下社会必须要直面的重要议题。

众多研究已经关注到失信被执行人对企业决策的影响,从金融业运行效率^④、企业的融资约束^⑤、

基金项目: 国家社科基金青年项目“党组织治理与国有企业并购决策的路径、效果与长效机制研究”(21CGL016)。

作者简介: 邱金龙,山东大学管理学院助理研究员,管理学博士(济南 250100; sduqjl@sdu.edu.cn);王雪,山东大学管理学院博士研究生(济南 250100; wangxue5467@163.com);张国珍(通讯作者),太原理工大学经济管理学院讲师,管理学博士(太原 030024; zhangguozhen@tyut.edu.cn)。

① 习近平:《决胜全面建成小康社会 夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利——在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告》,《人民日报》2017年10月28日,第1版。

② 习近平:《高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告》,《人民日报》2022年10月26日,第1版。

③ 本文的失信被执行人是指失信被执行企业法人。

④ 陈雨露、马勇:《社会信用文化、金融体系结构与金融业组织形式》,《经济研究》2008年第3期。

⑤ 叶德珠、杨盈盈、叶显等:《城门失火,殃及池鱼?——老赖企业对正常企业融资约束的溢出效应研究》,《金融评论》2020年第6期。

金融化等方面展开了研究^①。失信被执行人破坏了基本的商业规则,向社会传递出信用缺失的不良信号,并且这种信用缺失具有溢出效应,使得外部投资者会对本地区形成“不信任”的刻板印象。对于低诚信地区而言,市场内的逆向选择与道德风险较为严重^②,部分企业的失信行为会对同地区正常经营的企业产生负面溢出效应,企业面临的环境不确定性增大。戴亦一等研究发现,在失信的社会环境下,企业更有可能做出不诚信的决策,银行“慎贷”“惜贷”导致企业难以获得支撑其发展所需要的资金^③。同时,在失信环境下,供应链上下游的企业很难形成稳定的交易关系,商业信用融资遭到限制。此外,企业为了证明自身的可信任度,需要额外支付广告费用、磋商费用等交易费用,现金支出规模和范围增大。现金是企业生存和发展的“血液”,对绩效产生重要影响^④,尽管企业持有现金的回报率低,但持有更高水平的现金能够更灵活自如地应对突发事件^⑤,弱化环境不确定性的影响^⑥。基于此,当处在失信环境下,企业面临的环境不确定性较大时,研究企业的现金持有水平具有重要的现实意义。

本文利用2008—2018年上市公司的数据^⑦,考察了失信被执行人对企业现金持有水平的影响,以证明失信环境对正常经营企业的负面溢出效应。实证结果显示,企业所在地的失信被执行人越多,环境不确定性增大,企业出于预防性动机会持有更多的现金。在使用上市公司周边200公里内寺庙数量和道观数量为工具变量后该结论依然成立。机制检验发现,失信环境降低了企业的经营绩效,增加了费用支出,放大了融资困境,进而迫使企业持有更多的现金。进一步检验发现,当企业的会计信息质量较差、规模较小时,失信环境对现金持有水平的影响更显著。

本文的边际贡献如下:第一,拓展了地区失信环境经济后果的研究。现有文献以失信被执行人为代理变量研究了地区失信环境对企业融资、成长性、金融化、过度负债等方面的影响,而较少关注到地区失信环境对企业现金持有的作用。失信被执行人的出现不仅影响与之直接相关的交易主体的经营,同时也会对所在地区产生负面溢出效应,失信环境下的企业出于预防性动机需要持有更多的现金以应对增大的环境不确定性。本文从现金持有水平角度佐证了惩治失信被执行人对优化营商环境的重要意义。

第二,丰富和补充了企业现金持有水平的影响因素研究。组织内部现金管理水平决定了企业竞争力^⑧,当前文献主要从企业持有现金的交易性动机、预防性动机和投机性动机作出了细致分析。而将失信被执行人作为社会信用的代理变量,研究失信环境对企业现金持有水平的影响丰富了现金持有的相关文献,为持有现金的预防性动机补充了经验证据。

第三,厘清了失信环境影响企业现金持有水平的逻辑和内在机制。大量文献显示,融资约束和经营绩效状况分别反映了企业外部融资和内源融资水平,而费用则代表企业的现金支出。本文考虑现金的内外部来源和支出因素,从融资约束、经营绩效和费用支出三个维度厘清地区失信环境对企业现金持有水平的影响路径,不仅是对社会信用环境与企业组织决策二者间黑箱关系的有益探索,而且能够为社会信用体系建设提供新的视角和思路。

① 向宇、代沁雯、马俊峰:《社会信用对企业金融化的影响及其机制研究——基于城市失信被执行人数据的分析》,《当代财经》2021年第12期。

② 余泳泽、郭梦华、胡山:《社会失信环境与民营企业成长——来自城市失信人的经验证据》,《中国工业经济》2020年第9期。

③ 戴亦一、张鹏东、潘越:《老赖越多,贷款越难?——来自地区诚信水平与上市公司银行借款的证据》,《金融研究》2019年第8期。

④ Oler D. K., Picconi M. P., “Implications of Insufficient and Excess Cash for Future Performance”, *Contemporary Accounting Research*, 2014, 31(1), pp. 253-283.

⑤ Bates T. W., Kahle K. M., Stulz R. M., “Why Do US Firms Hold So Much More Cash than They Used to?”, *The Journal of Finance*, 2009, 64(5), pp. 1985-2021.

⑥ Baum C. F., Caglayan M., Ozkan N., et al., “The Impact of Macroeconomic Uncertainty on Non-Financial Firms’ Demand for Liquidity”, *Review of Financial Economics*, 2006, 15(4), pp. 289-304.

⑦ 数据截至2018年主要是因为2019年及之后受疫情影响失信情况迥异于其他年份。

⑧ Wuttke D. A., Blome C., Henke M., “Focusing the Financial Flow of Supply Chains: An Empirical Investigation of Financial Supply Chain Management”, *International Journal of Production Economics*, 2013, 145(2), pp. 773-789.

二、文献综述与研究假设

(一)文献综述

失信被执行人俗称“老赖”，是指未履行生效法律文书确定的义务，并且存在“有履行能力而不履行”“抗拒执行”等法定情形，被人民法院依法纳入失信被执行人员名单的组织或个人。从失信被执行人的成因来看，银行与企业规模结构匹配失调下的信贷错配导致失信被执行人出现^①。当一个地区诚信水平较低、违约风险较高时，银行放贷会趋于保守^②，金融业经营效率更低^③；同时，失信企业代理问题更严重^④，粉饰报表的可能性更大，会计信息质量更低^⑤，企业面临严重的融资约束问题^{⑥⑦}。从经济后果来看，失信被执行人带来的融资约束困境阻碍了本地区民营企业特别是中小企业的成长，降低了企业风险承担水平^⑧，造成企业金融化和过度负债^{⑥⑨}，降低全要素生产率^⑩。与此同时，其他诚信企业也会受到失信被执行人的牵连，诚信企业在经营过程中需要向其合作对象提供更多的信息、付出更高成本以证明自身的“可信任”程度，失信现象严重区域内的企业很难形成良性的可持续发展关系^⑪，继而导致所在区域的其他企业受到融资约束溢出效应的不利影响^①。

现有文献阐述了失信被执行人产生的原因，并从会计信息质量、融资约束、金融化、风险承担以及过度负债等方面论述其经济后果，但是很少关注到失信被执行人对企业现金持有的影响。现金持有水平在企业财务政策体系中居于核心地位^⑫，探究企业现金持有的动因一直是研究的重要方向之一。来自政治、经济、税收等方面的不确定性促使企业出于预防性动机持有更多现金以满足未来需求^{⑬⑭⑮}。失信被执行人的数量在一定程度上表征着地区经济环境状况，即随着失信被执行人增多，企业经营所面临的环境不确定性增强，其必然对企业现金持有水平产生重要影响。本文分析失信环

- ① 杨盈盈、叶德珠：《“老赖”是如何形成的？——基于银企规模结构匹配失调的视角》，《暨南学报（哲学社会科学版）》2021年第7期。
- ② 戴亦一、张鹏东、潘越：《老赖越多，贷款越难？——来自地区诚信水平与上市公司银行借款的证据》，《金融研究》2019年第8期。
- ③ 陈雨露、马勇：《社会信用文化、金融体系结构与金融业组织形式》，《经济研究》2008年第3期。
- ④ 曹春方、周大伟、吴澄澄：《信任环境、公司治理与民营上市公司投资-现金流敏感性》，《世界经济》2015年第5期。
- ⑤ 姜付秀、石贝贝、李行天：《“诚信”的企业诚信吗？——基于盈余管理的经验证据》，《会计研究》2015年第8期。
- ⑥ 向宇、代沁雯、马俊峰：《社会信用对企业金融化的影响及其机制研究——基于城市失信被执行人数据的分析》，《当代财经》2021年第12期。
- ⑦ 戴美虹：《金融地理结构、银行竞争与营商环境——来自银行分支机构数量和企业失信的经验证据》，《财贸经济》2022年第5期。
- ⑧ 潘爱玲、王雪：《失信环境如何影响企业风险承担？——来自城市失信被执行人的经验证据》，《财经理论与实践》2023年第4期。
- ⑨ 吴秋生、鲍瑞雪：《加强失信人监管与缓解民营企业过度负债》，《审计与经济研究》2019年第3期。
- ⑩ 余泳泽、庄海涛、伏雨：《社会失信与全要素生产率——基于交易成本视角的研究》，《金融研究》2023年第5期。
- ⑪ 余泳泽、郭梦华、胡山：《社会失信环境与民营企业成长——来自城市失信人的经验证据》，《中国工业经济》2020年第9期。
- ⑫ Khatib S. F. A., Abdullah D. F., Hendrawaty E., et al., “A Bibliometric Analysis of Cash Holdings Literature: Current Status, Development, and Agenda for Future Research”, *Management Review Quarterly*, 2022, 72(3), pp. 707-744.
- ⑬ Hanlon M., Maydew E. L., Saavedra D., “The Taxman Cometh: Does Tax Uncertainty Affect Corporate Cash Holdings?”, *Review of Accounting Studies*, 2017, 22(3), pp. 1198-1228.
- ⑭ Hou C., Liu H., “Foreign Residency Rights and Corporate Cash Holdings”, *Journal of Corporate Finance*, 2020, 64, No. 101702.
- ⑮ Jayakody S., Morelli D., Oberoi J., “Political Uncertainty, Corruption, and Corporate Cash Holdings”, *Journal of Corporate Finance*, 2023, 82, No. 102447.

境对企业现金持有的影响,为现金持有的预防性动机提供了新的经验证据。

(二)研究假设

失信被执行人破坏了基本商业规则,向社会传递出信用缺失的不良信号,并且这种信用缺失具有溢出效应和连带效应,使得外部利益相关者对所在地区形成“不可信任”的刻板印象,映射为对该地区中所有企业的不信任。企业信用水平低的刻板印象致使其遭到利益相关者的“集体惩罚”。在信息传递速度慢、成本高,企业的声誉机制难以发挥作用的环境下,验证企业可信度的高昂成本促使利益相关者作出不信任的选择成为其最优解。换言之,失信被执行人多的地区,其他企业被信任程度大幅降低,需要持有更多资源以应对失信环境带来的不确定性问题。Favara等发现现金是企业应对不确定性的重要资源^①,提高企业现金持有水平,发挥现金的预防性动机能够缓解环境不确定性带来的负面冲击^②。

第一,企业需要更多现金持有来应对失信环境带来的融资困境。信任是企业获得外部融资的核心判断标准之一^③,信任缺失与融资困境是现存问题的一体两面。在社会信用水平低的地区,受到溢出效应的影响,外部投资者认为企业更有可能作出不诚信决策,如通过盈余管理粉饰财务报表^{④⑤}、利用控股股东身份掏空上市公司^⑥、隐藏负面消息^⑦等,使企业的外部融资难度增大。失信环境既影响供应链上下游企业间的商业信用融资,又制约企业向银行等信贷机构的融资。首先,商业信用是交易过程中供应链上下游企业间相互提供的信用^⑧,是实现融资的方式之一。当企业处在失信环境中,社会信用缺失会使其加速陷入商业信用融资困境,即企业间信任难以维持,阻碍供应链上下游企业形成长期稳定的合作关系,进而丧失商业信用融资的前提。其次,从银行等金融机构获得资金支持是关键的外部融资渠道,而在社会信用缺失的环境下,企业更有可能丧失契约精神,并且违约之后的惩罚成本更低^⑨,管理层更有可能利用银行信贷资金进行高风险投资,银行面临的逆向选择和道德风险更高。银行等信贷机构为了控制风险,会选择“慎贷”“惜贷”^{⑩⑪}。基于此,在失信环境下,企业陷入更严峻的融资困境,获取现金的渠道收窄,将持有更多的现金以应对未来可能出现的资金需求。

第二,企业需要更高现金持有水平以修复失信环境造成的信誉损失。信任是社会系统的“润滑剂”,能够稳定各个交易主体的心理预期,降低交易成本^⑫。由于社会信用中存在声誉的连坐机制^⑬,

① Favara G., Gao J., Giannetti M., “Uncertainty, Access to Debt, and Firm Precautionary Behavior”, *Journal of Financial Economics*, 2021, 141(2), pp. 436-453.

② Goodell J. W., Goyal A., Urquhart A., “Uncertainty of Uncertainty and Firm Cash Holdings”, *Journal of Financial Stability*, 2021, 56, No.100922.

③ 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》,《中国工业经济》2012年第9期。

④ Chen S., Cai W., Jebran K., “Does Social Trust Mitigate Earnings Management? Evidence from China”, *Emerging Markets Finance and Trade*, 2021, 57(10), pp. 2995-3016.

⑤ 姜付秀、石贝贝、李行天:《“诚信”的企业诚信吗?——基于盈余管理的经验证据》,《会计研究》2015年第8期。

⑥ Chen S., Han X., Jebran K., “Social Trust Environment and Tunneling”, *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 2020, 16(3), pp. 1-23.

⑦ Li X., Wang S. S., Wang X., “Trust and Stock Price Crash Risk: Evidence from China”, *Journal of Banking and Finance*, 2017, 76, pp. 74-91.

⑧ 方红星、楚有为:《公司战略与商业信用融资》,《南开管理评论》2019年第5期。

⑨ Gino F., Ayal S., Ariely D., “Contagion and Differentiation in Unethical Behavior: The Effect of One Bad Apple on The Barrel”, *Psychological Science*, 2009, 20(3), pp. 393-398.

⑩ 钱先航、曹春方:《信用环境影响银行贷款组合吗——基于城市商业银行的实证研究》,《金融研究》2013年第4期。

⑪ 申丹琳:《社会信任与企业风险承担》,《经济管理》2019年第8期。

⑫ 曹春方、周大伟、吴澄澄:《信任环境、公司治理与民营上市公司投资-现金流敏感性》,《世界经济》2015年第5期。

⑬ 贾凡胜、张一林、李广众:《非正式制度的有限激励作用:基于地区信任环境对高管薪酬激励影响的实证研究》,《南开管理评论》2017年第6期。

企业声誉会影响到外界对所在区域内部成员的信任程度,而处于信任缺失环境中的企业,将面临巨大的信用危机,致使其花费大量现金进行信誉修补,以克服连带效应形成的刻板偏差,不断防范交易风险而被迫增加交易成本^①。如在交易之前,失信环境下的企业需要额外支付大量广告费用以证明自身的可信性,努力降低交易对方的认知偏误,使企业成为交易对方潜在的合作对象;在交易谈判过程,失信环境中的企业需要频繁与交易对方进行洽谈,通过更多次磋商来展现自身的履约意愿和能力,极力降低交易对方的多重顾虑,使企业赢得信赖。大量现金的支出虽增大了交易成本,但可以表明企业具备良好的契约精神。基于此,在失信环境下,企业声誉受损严重,交易的实现难度增大,持有高水平的现金对信誉进行修复成为企业的最优选择。

第三,企业需要更多现金持有去弥补失信环境削弱的经营能力。Pevzner等研究发现,在高社会信用地区的企业会计信息更透明,财报质量更高^②,审计师对企业出具的财务报告的信任度更高^③。进而在该环境下信息不对称程度降低,各个交易主体容易建立起长期稳固的合作关系,交易效率和经营绩效提升。而当企业处在失信环境下,受到溢出效应的影响,企业被其他交易主体信任的概率降低,合作方需要投入更多的信息搜集成本,交易成本提高^④。社会信用影响企业的商业信用模式,在社会信用低的地区,企业被迫采用交易成本较高的预付账款和应付票据等^⑤,企业无法与供应链上下游企业实现协同发展^⑥,最终企业经营活动的“造血”能力下降,对企业的生存和发展产生重大负面作用。基于此,在失信环境下,企业经营活动“制造”现金的能力削弱,阻碍后续项目投资以及规模拓展,迫使其持有更多的现金。据此提出假设1:

H1:地区失信水平越高,企业现金持有水平越高。

三、研究设计

(一)样本选取

本文以2008—2018年度沪深两市A股上市公司为研究样本,数据来自于CSMAR与Wind数据库、《中国城市统计年鉴》与各地市的统计局网站。失信被执行人数据来自最高人民法院发布的失信被执行人查询系统。本文根据以下原则对初始样本进行筛选:剔除金融行业样本,剔除ST、*ST与PT等特别处理样本,剔除主要变量数据缺失的样本,最终得到18874家公司-年份观测值。为消除异常值的影响,对所有连续变量进行上下各1%的缩尾处理。

(二)变量定义

1.被解释变量。参照Chen等研究^⑦,本文用企业货币资金与总资产的比值表示企业现金持有水平 $cashholding$,该比值越大,说明企业持有的现金越多。

① 叶德珠、杨盈盈、叶显等:《城门失火,殃及池鱼?——老赖企业对正常企业融资约束的溢出效应研究》,《金融评论》2020年第6期。

② Pevzner M., Xie F., Xin X., “When Firms Talk, do Investors Listen? The Role of Trust in Stock Market Reactions to Corporate Earnings Announcements”, *Journal of Financial Economics*, 2015, 117(1), pp. 190-223.

③ Chen D., Li L., Liu X., et al., “Social Trust and Auditor Reporting Conservatism”, *Journal of Business Ethics*, 2018, 153(4), pp. 1083-1108.

④ 余泳泽、郭梦华、胡山:《社会失信环境与民营企业成长——来自城市失信人的经验证据》,《中国工业经济》2020年第9期。

⑤ 刘凤委、李琳、薛奎奎:《信任、交易成本与商业信用模式》,《经济研究》2009年第8期。

⑥ 张兴亮、景海榕、常嘉琪等:《社会信任与企业行为——基于既有文献的理论论证与证据梳理》,《财务研究》2018年第1期。

⑦ Chen Y. W., Chan K., Chang Y., “Peer Effects on Corporate Cash Holdings”, *International Review of Economics and Finance*, 2019, 61(3), pp. 213-227.

2.解释变量。借鉴戴亦一等研究^①,本文采用各地级市失信被执行人的占比衡量地区失信环境 *dishev*,即汇总后各地市失信被执行人的总数和该地区限额以上企业数量的比值。其中,失信被执行人数据来自最高人民法院,同时借用天眼查等网站查找失信被执行人的注册地点,通过区域匹配的方式确定地级市失信被执行人的数量情况。失信被执行人占比越高,该地区失信环境越严重。

3.控制变量。借鉴叶德珠等和熊凌云等研究^{②③},本文的控制变量如下所示:企业规模(*size*)、资产负债率(*lev*)、销售收入增长率(*salesgrowth*)、企业年龄(*age*)、企业性质(*soe*)、高管薪酬(*lnsalary*)、两职合一(*dual*)、董事会规模(*board*)、机构持股比例(*insshare*)、股权集中度(*concen*)、内部控制(*dib*)。此外,本文还控制了年度和行业固定效应。变量定义如表1所示。

表1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	现金持有水平	<i>cashholding</i>	货币资金/总资产
解释变量	地区失信环境	<i>dishev</i>	地区失信被执行人数量/地区限额以上企业数量
控制变量	企业规模	<i>size</i>	期末总资产的自然对数
	资产负债率	<i>lev</i>	期末总负债/期末总资产
	销售收入增长率	<i>salesgrowth</i>	(当期销售收入-上期销售收入)/上期销售收入
	企业年龄	<i>age</i>	公司成立年限
	企业性质	<i>soe</i>	国有企业为1,否则为0
	高管薪酬	<i>lnsalary</i>	高管薪酬总额的自然对数
	两职合一	<i>dual</i>	董事长和总经理两职合一取1,否则取0
	董事会规模	<i>board</i>	期末董事会人数
	机构持股比例	<i>insshare</i>	机构投资者持股数量/期末股本总数
	股权集中度	<i>concen</i>	第一大股东持股比例
	内部控制指数	<i>dib</i>	迪博内部控制指数/100
	年度	<i>year</i>	年度虚拟变量
	行业	<i>ind</i>	行业虚拟变量

(三)模型设计

为了研究地区失信对企业现金持有水平的影响,考虑到公司样本潜在的时间固定效应和行业固定效应导致模型估计产生偏差,本文建立模型(1):

$$cashholding_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 dishev_{i,t} + \beta_2 X_{i,t} + \sum year + \sum ind + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,*i*表示企业,*t*表示年份。*cashholding*为被解释变量,表示企业现金持有水平;*dishev*为解释变量,表示地区失信程度;*X*表示控制变量。同时此模型还控制了年份和行业固定效应。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计结果

表2为主要变量的描述性统计结果,企业现金持有水平 *cashholding* 平均值为0.176,最小值为

① 戴亦一、张鹏东、潘越:《老赖越多,贷款越难?——来自地区诚信水平与上市公司银行借款的证据》,《金融研究》2019年第8期。

② 叶德珠、杨盈盈、叶显等:《城门失火,殃及池鱼?——老赖企业对正常企业融资约束的溢出效应研究》,《金融评论》2020年第6期。

③ 熊凌云、蒋尧明、连立帅等:《控股股东杠杆增持与企业现金持有》,《中国工业经济》2020年第8期。

0.014,最大值为0.704,最小值和最大值之间的差距较大,不同企业现金持有水平存在较大差异。各地区失信环境 *dishev* 平均值为0.758,中位数为0.370。其他变量的描述性统计结果与以往研究也较为一致。

表2 主要变量描述性统计表

变量	观测值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>cashholding</i>	18874	0.176	0.142	0.127	0.014	0.704
<i>dishev</i>	18874	0.758	0.370	1.016	0	12.952
<i>lnsalary</i>	18874	15.230	15.215	0.771	7.418	18.945
<i>concen</i>	18874	0.351	0.330	0.152	0.022	0.900
<i>size</i>	18874	22.190	22.028	1.285	19.617	26.040
<i>lev</i>	18874	0.456	0.454	0.209	0.058	0.941
<i>salesgrowth</i>	18874	0.210	0.118	0.533	-0.567	3.807
<i>soe</i>	18874	0.464	0	0.499	0	1
<i>dual</i>	18874	0.220	0	0.414	0	1
<i>age</i>	18874	16.295	16	5.335	4	31
<i>insshare</i>	18874	2.984	0	6.422	0	30.926
<i>board</i>	18874	8.768	9	1.773	5	15
<i>dib</i>	18874	6.464	6.725	1.381	0	8.883

(二)基准回归结果

表3为基准回归结果,第(1)列报告了控制变量对企业现金持有水平的影响。第(2)列结果显示,在控制了其他变量的影响后,地区失信环境 *dishev* 的回归系数为0.003,在1%水平上显著为正,说明地区失信水平越高,企业现金持有水平越高,假设1得到验证。为了增强结论的稳健性,第(3)列使用聚类标准误,第(4)列使用了bootstrap标准误,失信环境 *dishev* 的系数均显著为正。

表3 基准回归结果

	(1) <i>cashholding</i>	(2) <i>cashholding</i>	(3) <i>cashholding</i>	(4) <i>cashholding</i>
<i>dishev</i>		0.003*** (2.669)	0.003* (1.676)	0.003*** (2.690)
<i>lnsalary</i>	0.011*** (6.701)	0.011*** (6.682)	0.011*** (3.346)	0.011*** (6.629)
<i>concen</i>	0.042*** (6.830)	0.042*** (6.776)	0.042*** (3.303)	0.042*** (6.565)
<i>size</i>	-0.004*** (-3.701)	-0.004*** (-3.805)	-0.004* (-1.728)	-0.004*** (-3.704)
<i>lev</i>	-0.181*** (-30.444)	-0.182*** (-30.450)	-0.182*** (-15.730)	-0.182*** (-30.595)
<i>salesgrowth</i>	-0.000 (-0.127)	-0.000 (-0.100)	-0.000 (-0.098)	-0.000 (-0.105)
<i>soe</i>	0.008*** (4.045)	0.008*** (3.859)	0.008* (1.834)	0.008*** (3.926)

续表 3

	(1) <i>cashholding</i>	(2) <i>cashholding</i>	(3) <i>cashholding</i>	(4) <i>cashholding</i>
<i>dual</i>	0.005** (2.291)	0.005** (2.279)	0.005 (1.405)	0.005** (2.297)
<i>age</i>	0.000 (0.381)	0.000 (0.490)	0.000 (0.220)	0.000 (0.477)
<i>insshare</i>	0.001*** (8.342)	0.001*** (8.360)	0.001*** (5.307)	0.001*** (8.251)
<i>board</i>	-0.000 (-0.595)	-0.000 (-0.509)	-0.000 (-0.249)	-0.000 (-0.474)
<i>dib</i>	0.001 (1.244)	0.001 (1.317)	0.001 (1.045)	0.001 (1.339)
<i>_cons</i>	0.139*** (6.230)	0.142*** (6.324)	0.142*** (3.076)	0.142*** (6.432)
<i>year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	18874	18874	18874	18874
调整R ²	0.180	0.181	0.181	0.181

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

(三)稳健性检验

1. 工具变量法。为缓解模型存在的内生性问题,本文选取了两个工具变量,采用两阶段最小二乘法对主回归模型进行重新估计。借鉴戴亦一等的做法^①,采用企业周边200公里内寺庙数量*iv1*和道观数量*iv2*为工具变量,该变量不被企业所控制,具有良好的外生性。社会规范理论认为,社会规范要求个体遵守规范进而影响个体行为,当地区宗教氛围浓厚,宗教所蕴含的教义、特征形成地区规范,违背社会规范的个体将会遭到惩罚,交易成本提高。宗教信仰普遍要求个体诚信、积极向上、遵守社会伦理,即宗教具有感化与约束作用^{②③},例如《道德经》中提到的“夫轻诺必寡信,多易必多难”“信者,吾信之;不信者,吾亦信之;德信”等均强调诚信的重要性。因此,寺庙和道观数量越多说明当地宗教信仰氛围越浓厚,越能够通过道德宣传、社会规范等约束个体的失信行为^④。寺庙和道观数量与社会失信情况具有较强的负相关性。表4为工具变量回归结果,第一阶段回归结果显示寺庙和道观数量与地区失信环境负相关,回归系数分别为-0.118和-0.304,均在1%水平上显著,该结果与本文的预期相符。第二阶段回归结果显示,无论是以企业周边200公里内寺庙数量*iv1*,还是道观数量*iv2*为工具变量,解释变量*dishev*的系数分别为0.045和0.048,均在1%水平上显著。此外,弱工具变量检验结果显示F值大于10,说明不存在弱工具变量问题。在使用工具变量法缓解可能存在的内生性问题之后,失信环境与企业现金持有水平正相关,这与表3的结果一致,支持了假设1。

- ① 戴亦一、张鹏东、潘越:《老赖越多,贷款越难?——来自地区诚信水平与上市公司银行借款的证据》,《金融研究》2019年第8期。
- ② 辛宇、李新春、徐莉萍:《地区宗教传统与民营企业初始资金来源》,《经济研究》2016年第4期。
- ③ 余泳泽、夏龙龙:《从“契约环境”到“信用政策”:社会信用文化与创新知识溢出》,《经济管理》2023年第1期。
- ④ Parboteeah K. P., Hoegl M., Cullen J. B., “Ethics and Religion: An Empirical Test of a Multidimensional Model”, *Journal of Business Ethics*, 2008, 80(2), pp. 387-398.

表4 工具变量回归结果

	(1) <i>dishev</i>	(2) <i>cashholding</i>	(3) <i>dishev</i>	(4) <i>cashholding</i>
<i>iv1</i>	-0.118*** (-23.055)			
<i>iv2</i>			-0.304*** (-21.199)	
<i>dishev</i>		0.045*** (5.906)		0.048*** (5.484)
控制变量	控制	控制	控制	控制
N	18874	18874	18874	18874
调整R ²	0.494	0.121	0.491	0.113

2. 替换解释变量。本文使用失信企业数的自然对数 *dish1* 替代原解释变量 *dishev*, 如表5第(1)列所示, 替代变量 *dish1* 的回归系数为0.003, 在1%水平上显著为正。替代变量 *dish1* 的回归结果与本文原解释变量相同, 验证了地区失信环境越严重企业现金持有水平越高结论的稳健性。

3. 替换被解释变量。本文借鉴 Harford 等^① 衡量现金持有的方法, 用替代变量 *cash2*, 即期末现金及现金等价物/(总资产-现金及现金等价物)替代原被解释变量, 如表5第(2)列所示, *dishev* 回归系数为0.009, 在1%水平上显著为正, 验证了结论的稳健性。

4. 控制地区效应。为了排除地区层面的因素对本文结果的潜在影响, 本文进一步增加了地区层面的控制变量, 控制了地区经济环境指标 *lngdp_per* (人均地区生产总值对数) 和地区人口自然增长率指标 *popul* (人口自然增长率), 如表5第(3)列所示, *dishev* 回归系数为0.002, 在10%水平上显著为正, 同样验证了结论的稳健性。

表5 稳健性检验

	(1) <i>cashholding</i>	(2) <i>cash2</i>	(3) <i>cashholding</i>	(4) <i>cashholding</i>	(5) <i>cash3</i>
<i>dish1</i>	0.003*** (3.880)				
<i>dishev</i>		0.009*** (4.733)	0.002* (1.804)	0.003** (2.304)	0.003*** (3.042)
<i>lngdp_per</i>			0.011*** (6.055)		
<i>popul</i>			0.000** (2.522)		
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
N	18874	18874	17714	12561	18874
调整R ²	0.181	0.211	0.188	0.151	0.083

5. 控制时间效应。本文考虑到时间跨度对模型的影响, 剔除2013年之前的样本。由于2013年最高人民法院发布了关于公布失信被执行人名单信息的若干规定, 正式建立了失信被执行人名单制度,

① Harford J., Mansi S. A., Maxwell W. F., "Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US", *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(3), pp. 535-555.

因此失信被执行人的负面社会影响力及受到的正式约束力度在2013年前后发生了较大变化。为保证研究样本所处市场环境的前后一致性,本研究剔除了2013年以前年度的观测数据,仅利用2013—2018年度的样本数据重新进行了回归分析,如表5第(4)列所示,*dishev*回归系数在5%水平上仍显著为正,验证了结论的稳健性。

6. 剔除行业效应。本文考虑到行业特征对模型的影响,借鉴Harford等^①的做法,用货币资金持有量-行业的平均水平后的变量*cash3*作为被解释变量参与回归,如表5第(5)列所示,*dishev*回归系数是0.003,在1%水平上显著为正,也验证了结论的稳健性。

五、失信环境影响企业现金持有水平的机制分析

失信被执行人具有明显的溢出效应和连带效应,外部利益相关者会形成此地社会信用环境较差的刻板印象。失信被执行人所在地的其他企业融资困境加剧,需要支付更多的费用进行信用修复,经营绩效下滑,进而导致企业出于预防动机持有更多的现金。本文使用SA指数衡量企业的融资约束程度,使用销售管理费用率衡量费用支出,使用总资产收益率衡量企业的经营绩效,以此检验地区失信环境影响现金持有水平的作用路径。在基准回归模型的基础上,本文构造了模型(2)和(3):

$$Med_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 dishev_{i,t} + \beta_2 X_{i,t} + \sum year + \sum ind + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$cashholding_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 dishev_{i,t} + \alpha_2 Med_{i,t} + \alpha_3 X_{i,t} + \sum year + \sum ind + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中*Med*表示机制变量,其他变量定义如前文所示。机制变量的说明如下:

第一,企业的融资约束水平。借鉴Hadlock和Pierce的研究^①,本文使用SA指数衡量融资约束水平, $SA = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.040 \times Age$,其中*Size*为企业规模的自然对数,*Age*为企业年龄。

第二,企业的费用水平。本文使用管理费用和销售费用之和占销售收入的比重衡量企业信用修复的费用支出,使用*sga*表示。

第三,企业的经营业绩。本文使用总资产净利率作为企业经营绩效的替代变量,使用*roa*表示。

表6报告了失信环境对企业融资约束、费用支出和经营绩效的影响结果。表6第(2)列结果显示,失信环境*dishev*的系数为0.007,在1%水平上显著,说明地区失信环境越严重,企业面临的融资约束程度越大,需要持有更多现金以应对恶化的融资困境。表6第(3)列结果显示,在基准模型基础上增加融资约束变量SA之后,失信环境*dishev*的系数为0.003,在5%水平上显著,融资约束SA的系数为0.043,在1%水平上显著,Sobel检验Z值为4.093,在1%水平上显著,中介效应占比10.10%。回归结果表明,地区失信环境增大了企业融资约束水平,进而促使企业提高现金持有水平。

表6第(4)列结果显示,失信环境*dishev*的系数是0.009,在1%水平上显著,说明地区失信被执行人越多,企业需要支付更多的销售和管理费用以进行信用修复,赢得其他利益相关者的信赖。第(5)列结果显示,在基准模型基础上增加费用水平变量*sga*之后,失信环境*dishev*的系数为0.002,在5%水平上显著,费用水平*sga*的系数为0.047,在1%水平上显著,Sobel检验Z值为5.805,在1%水平上显著,中介效应占比16.94%。回归结果表明,地区失信环境增大了企业费用支出,进而促使企业提高现金持有水平。

表6第(6)列结果显示,失信环境*dishev*的系数为-0.001,在1%水平上显著,说明失信环境恶化了企业的经济绩效,失信被执行人的存在降低了企业内源性融资。第(7)列结果显示,在基准模型基础上增加经营绩效变量*roa*之后,失信环境*dishev*的系数为0.003,在1%水平上显著,经营绩效*roa*

^① Hadlock C. J., Pierce J. R., "New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index", *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(5), pp. 1909-1940.

的系数为0.294,在1%水平上显著,Sobel检验Z值为-3.13,在1%水平上显著,中介效应占比14.36%。回归结果表明,地区失信环境降低了企业经营绩效,进而促使企业提高现金持有水平。

综上所述,地区失信环境恶化企业内源性融资和外源性融资,增大了经营费用支出,企业面临更加不确定的外部环境,基于此,企业需要持有更多现金以预防潜在风险。

表6 机制检验表

	(1) <i>cashholding</i>	(2) <i>SA</i>	(3) <i>cashholding</i>	(4) <i>sga</i>	(5) <i>cashholding</i>	(6) <i>roa</i>	(7) <i>cashholding</i>
<i>dishev</i>	0.003*** (2.669)	0.007*** (4.496)	0.003** (2.382)	0.009*** (8.313)	0.002** (2.268)	-0.001*** (-2.807)	0.003*** (3.076)
<i>SA</i>			0.043*** (6.693)				
<i>sga</i>					0.047*** (4.539)		
<i>roa</i>							0.294*** (14.321)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	18874	18874	18874	18874	18874	18874	18874
调整R ²	0.181	0.601	0.183	0.391	0.182	0.368	0.192

六、进一步检验

(一)会计信息质量的异质性影响

企业的盈余管理程度会影响披露的会计信息质量。会计信息质量高,表明企业的财务状况、经营成果和现金流量可靠,能够缓解企业的融资困境,提高风险抵抗能力。而低会计信息质量会影响契约的执行效率,加剧其融资难度^①。在失信环境下,企业的会计信息质量越低,其面临更严重的融资困境,需要持有更多的现金以备不时之需。本文使用修正的琼斯模型来衡量会计信息质量,为检验不同会计信息质量企业在失信环境下现金持有的差异,本文根据中位数将样本分为会计信息质量高组和会计信息质量低组。根据表7第(1)(2)列的回归结果,在会计信息质量高的企业样本中,失信环境对现金持有的影响不显著;在会计信息质量低的企业样本中,失信环境 *dishev* 的系数是0.004,在1%水平上显著,说明失信环境促使低会计信息质量的企业持有更多现金。

(二)企业规模的异质性影响

规模在一定程度上能够揭示企业的风险防范能力。失信被执行人的存在降低了其所在地区的信赖程度,企业面临的风险增大。而大规模企业凭借其规模优势能够降低风险冲击。因此,为了检验不同规模企业在失信环境下的现金持有水平,本文根据企业规模的中位数将样本分为大规模企业组和小规模企业组。根据表7第(3)(4)列回归结果,在大规模企业中,失信环境 *dishev* 不显著,在小规模企业中,失信环境 *dishev* 的系数是0.004,在5%水平上显著,结果表明在失信环境下,小规模企业为了应对潜在风险会持有更多的现金。

① 黎来芳、张伟华、陆琪睿:《会计信息质量对民营企业债务融资方式的影响研究——基于货币政策的视角》,《会计研究》2018年第4期。

表7 进一步检验

	(1) 信息质量高组 <i>cashholding</i>	(2) 信息质量低组 <i>cashholding</i>	(3) 大规模企业组 <i>cashholding</i>	(4) 小规模企业组 <i>cashholding</i>
<i>dishev</i>	0.001 (0.888)	0.004*** (2.646)	0.002 (1.171)	0.004** (2.262)
控制变量	控制	控制	控制	控制
N	9438	9436	9436	9438
调整 R ²	0.215	0.157	0.156	0.215
组间系数差异	<i>P</i> =0.000		<i>P</i> =0.000	

七、研究结论与启示

完善社会信用是构建新发展格局、推动经济高质量发展的体制保障。无视法律法规、蔑视契约精神的失信被执行人是诚信缺失、道德失范的表现。失信被执行人具有明显的连带效应,恶化了所在区域的营商环境,阻碍了经济的可持续发展。基于此,本文利用地级市失信被执行法人的数据从企业现金持有的角度补充和丰富了地区失信环境的经济后果研究。研究发现:第一,企业所在地失信被执行人越多,现金持有水平越高,即地区失信环境促使企业持有更多的现金;第二,机制检验发现,地区失信环境加剧辖区内企业的融资约束程度、增加费用支出和降低经营绩效,进而促使企业提高现金持有量。第三,进一步检验发现,在失信环境下,当企业的会计信息质量较差、规模较小时,其现金持有量更多。

本文具有以下重要启示:

第一,政府部门应进一步完善社会信用制度,加快社会信用体系建设,减少“老赖”,优化区域营商环境。失信被执行人越多意味着地区的社会信任水平越低,该问题的存在严重阻碍区域经济发展。相比于失信被执行自然人,失信被执行法人,尤其是企业法人,对全社会信用体系建设的危害更大。因此,政府部门应采取措施,减少失信被执行人,净化社会环境,营造诚实可信的经营氛围。首先,进一步完善全国性的失信平台建设,对失信被执行人进行地区分类、性质分类等。对失信地区进行排名,督促地方政府改善区域营商环境。加强失信平台的宣传工作,降低投资人的搜寻成本,发挥失信平台的警示作用。其次,建立失信约谈和“回头看”制度。对“老赖”数量居高不下地区的领导人进行约谈,要求其制定完善地区信用制度建设切实可行的工作方案,并定期进行“回头看”。最后,政府要建立“老赖”救助体系。部分企业因为一时的融资困境、供应链断裂等出现经营危机而被迫沦为“老赖”,政府应积极联络银行、行业协会、供应链上下游企业,帮助企业共克时艰,从源头上降低老赖企业出现的可能性。

第二,企业应秉承契约精神,致力于营造诚信经营环境。区域中存在的“老赖”现象使得企业在经营过程中面临的环境不确定性增大,出于预防性动机,企业现金持有量增大,现金使用效率降低,低效现金持有导致企业丧失投资机会,加大融资压力,限制企业高质量发展。因此,企业需要恪守契约要求,积极投身于社会信用体系的建设之中,引领和带动周围企业积极承担应有的责任。此外,企业还需要立足长远,坚持可持续发展理念,抵制“老赖”带来的短期利益诱惑。“老赖”极具传染性,在处罚缺失的背景下,“老赖”成本低,容易被其他企业模仿。“老赖”集聚,会导致当地经济的发展形成恶性循环,造成严重的持久性破坏。企业应恪守契约,诚实守信,致力于维护和构建良好的营商环境。

Local Credit Default Environment and Enterprises Cash Holdings —Evidence from the Blacklisted Defaulters Subject to Enforcement

Qiu Jinlong¹ Wang Xue¹ Zhang Guozhen²

(1. School of Management, Shandong University, Jinan 250100, P.R.China;

2. College of Economics and Management, Taiyuan University of Technology,
Taiyuan 030024, P.R.China)

Abstract: Blacklisted defaulters subject to enforcement are a typical manifestation of disregard for contractual spirit and a profound lack of integrity. The number of such individuals serves as a crucial indicator for assessing the credit environment of a region. As the number of blacklisted defaulters subject to enforcement increases, the level of environmental uncertainty faced by enterprises intensifies. Existing literature has elucidated the causes of credit default and discussed its economic consequences from the perspectives of accounting information quality, financial constraints, financialization, risk-taking, and excessive debt. However, there is a paucity of research examining the impact of blacklisted defaulters subject to enforcement on corporate cash holdings. Consequently, this paper employs data on blacklisted default legal persons subject to enforcement, as compiled by the Supreme People's Court, to investigate the economic consequences of a local credit default environment from the perspective of corporate cash holdings. Specifically, blacklisted defaulters subject to enforcement violate fundamental business rules and convey a negative signal of credit deficiency to society. This credit deficiency has spillover and contagion effects, leading external stakeholders to form a stereotypical impression of “untrustworthiness” about the region, which translates into distrust of all enterprises operating in that area. In other words, in regions with a high number of blacklisted defaulters subject to enforcement, other enterprises experience a significant reduction in trust, necessitating the possession of more resources to cope with the uncertainties brought about by the credit default environment. Favara et al. found that cash is an important resource for enterprises to manage uncertainty. By increasing corporate cash holdings and leveraging the preventive motivation of cash, enterprises can mitigate the adverse impacts of environmental uncertainty. Therefore, enterprises need to maintain higher cash holdings to address financing difficulties, repair reputational damage, and compensate for the weakened operational capabilities caused by a credit default environment. Using a sample of A-share listed companies in China from 2008 to 2018, the empirical results indicate that the greater the number of blacklisted defaulters subject to enforcement in the region where an enterprise is located, the higher its cash holdings. This conclusion remains robust after a series of robustness tests. Mechanism tests reveal that a credit default environment exacerbates corporate financing constraints, increases expenditures, and reduces operating performance, thereby compelling enterprises to hold higher levels of cash out of preventive motivation. Further tests find that when an enterprise's accounting information quality is poor or its size is small, it needs to hold more cash to cope with potential risks in a credit default environment. This paper clarifies the logic and mechanism through which a credit default environment affects corporate cash holdings, enriches the research literature on the economic consequences of a credit default environment from the perspective of cash holdings, and serves as a useful supplement to the preventive motivation for holding cash. It also provides a reference for continuously optimizing the business environment and improving the social credit system.

Keywords: Local credit default environment; Blacklisted defaulters subject to enforcement; Cash holdings; Social credit

[责任编辑:郝云飞]