



儒家文化与公司治理

叶德珠

暨南大学

2020.春



- 典型事实
- 问题提出：公司金融学中的“文化革命”
- 儒家文化影响公司治理的途径
- 儒家文化的内涵及度量
- 仁、义、礼、智、信与公司治理
- 其他影响
- 结语



- 问题提出：
- 典型事实：
 - 东亚文化治理，儒商形象，高额现金持有
- 理论发展自身逻辑：
 - 金融学的“文化革命”（Zingales & Luigi, 2015, JFE）
- 共同驱动儒家文化与公司金融研究



- 典型事实：
- 儒商
- “儒商”的说法，主要是指那些具有传统道德和良知，关注社会、员工、消费者、弱势群体以及所有利益相关者的利益，在中华文化的感召下践行公司治理、企业承诺以及社会责任的工商业者（周生春，2010）。
- 东亚治理模式：
- 忠诚、相互持股形成的稳定股东、主银行体制、终身雇用制、内部董事占主导的董事会。



- 中国储蓄率之高在国际上已是普遍共识，其不仅高于主要发达国家，也远高于其他新兴经济体。有趣的是，从储蓄率的部门构成来看，企业储蓄率与居民储蓄率几乎持平。这意味着，不仅仅老百姓偏好存钱，中国企业同样也习惯持有高额现金资产（Huang, 2011; 江静, 2014）。
- 根据 Dittmar 等（2003）的研究，1998 年美国、英国、印度及南非企业的现金持有比率分别为 6.4%、8.1%、3.4% 和 8.6%，而同期中国上市公司现金持有水平却高达 16.8%，近年来甚至攀升至 31.77%。



- 理论沿革：文化金融学
- Guiso(2006)认为，文化是指社会世代传承下来的具有持久生命力的宗教、习俗、价值、道德伦理等。
- Greif & Tabellini(2010)指出，中国历史上以宗族文化为主，而欧洲以城邦文化为主，这一中西方文化差异导致了中国和欧洲不同的制度变迁路径。
- 金融学的“文化革命” (Zingales & Luigi, 2015, JFE)



- Hofstede(1980) 以及 Schwartz(1994) 等社会学研究表明，一个社会的文化理念深深地烙印在社会人员的思维方式和行为规范之中，直接影响着人们的经济行为。
- 从宏观的社会角度来看，文化通过塑造人们的行为理念和价值判断，影响社会制度的演进，进而影响社会资源的配置(Stulz 和 Williamson, 2003)；
- 从微观的个人角度来看，不同文化特征通过影响个体的风险偏好，从而影响其经济决策(Li 等, 2013)。



- 文化是一个抽象的概念，学术研究需要将其主要特征具体化。
- Schwartz(1994, 2004) 将文化特征概述成3个层面:保守主义、和谐主义和平等主义
- Hofstede(1980, 2001) 则将文化特征分成5个层面: 个人主义、未来导向, 权力距离、不确定性规避和男性主义。
- 未来导向, 个人主义, 不确定性规避==儒家文化



- 中国公司治理中，儒家文化研究的特殊重要意义：
- 非正式制度对理解中国问题的重要性
- 中国转型特征
- 儒家文化本身特质：长期影响，中间破坏，复兴，



- 文献综述
- 国家文化与金融
- 信任与金融
- 宗教信仰与金融



- Ahernetal (2015) 采用国家文化的三个维度（信任、等级和个人主义）衡量国家文化距离，距离远的话会减少跨国并购的数量和并购的收益。
- Grinblatt&Keloharju (2001) 研究表明投资者倾向于购买采用相同语言作为官方语言的或具有相同文化背景的ceo管理的企业进行投资，文化距离对于投资者投资偏好的影响在机构投资中不明显，文化的边际效应作用于100公里以内的企业，以及较少的采用投资组合策略的投资者。
- Breuer&Salzmann (2009) 发现国家文化会影响家庭金融资产配置。Breueretal (2009) 认为国家文化会影响企业的融资偏好，研究表明自治文化中的企业倾向于银行融资，而嵌入文化中的企业则表现出发行债券融资的偏好。
- Ramirez&Tadesse (2007) 认为国家文化还会影响企业的现金持有水平，不确定性规避程度高的国家，其企业会持有更多的现金，但跨国企业受到国家文化的影响较小。



- Guiso et al (2004) 根据意大利不同地区信任差别非常大的特点，利用家庭和企业的微观数据进行实证分析。研究表明，在市场主体之间存在高信任度的地区，个人家庭部门更多地投资于股票而非大量持有现金、更容易得到金融中介机构的正规信贷以及对非正式信用使用的更少。同时，高信任度地区的企业往往具有多样性的股东，更容易获得银行信贷。
- 在缺乏信任的环境下人们将不参与股票市场，



- 宗教与金融
- 伊斯兰教严禁高利贷，反对支付或收取任何形式、任何用途的利息，
- Stulz.& Williamson (2003) 研究表明天主教国家比新教国家更好
- 地保护债权人的权利。
- Renneboog&Spaenjers (2012) 认为有宗教信仰的人更加节俭，且信仰会提高人们的遗赠动机（即更为关心孩子的继承问题），



- 儒家文化与经济
- 森道通夫(1986)分析了儒学对日本经济成功增长的作用，认为日本工业化的成功得益于西方国家的技术和日本化的儒家伦理，特别是儒家文化的节俭观，由此提供了经济增长所需的资本积累。
- 古志辉(2015)也指出儒家文化提倡代理人应秉持“忠信”的职业伦理、“义利”的价值观，并通过“慎独”的“修身”来提高自律性。对居民个人而言，叶德珠等（2012）研究表明儒家文化能够解释部分的消费率国别差异。
- 儒家文化中的代际传承优势还有利于人力资本的积累（冯晨，2019）



- 杜维明（2003）认为，儒家传统不但塑造着中国企业精神，也是中国现代化进程中的重要精神支柱，对社会经济发展的各个方面都具有重要影响。
- Fu 和 Tsui（2003）也指出，中国企业家价值观中普遍渗透着儒家思想，并在经营决策中得到反映和体现。



- 宗族文化
- Zhang(2017)利用调查数据证实宗族文化有利于民营企业获取低成本的资金支持进而实现快速发展;
- 潘越等 (2019a) 指出宗族文化影响企业的融资成本, 地区内的宗族文化越浓厚, 民营企业面临的融资约束越小; 潘越等 (2019b) 发现若实际控制人的宗族观念越强, 其亲属参与公司治理的程度越高。



儒家文化影响公司治理的路径

- 理论依据：
- 高层梯队理论
- 烙印理论：



- 由于内外环境的复杂性，管理者不可能对其所有方面进行全面认识。即使在管理者视野范围内的现象，管理者也只能进行选择性的观察。这样，管理者既有认知结构和价值观决定了其对相关信息的解释力。
- 换句话说，管理者特质影响着他们的战略选择，并进而影响企业的行为。
- 因此，高层管理团队的认知能力、感知能力和价值观等心理结构决定了战略决策过程和对应的绩效结果。
- 不过，高层管理团队的心理结构难以度量，而高层管理团队可客观度量的人口背景特征（如年龄、任期、职业、教育等）与管理者认知能力和价值观密切相关。因此，通过观察人口特征变量就可以客观地研究高层管理团队与企业绩效之间的关系。



- 高层梯队理论认为，企业决策行为很大程度上映射了高管人员的个体认知和价值偏好，而高管个体的价值认知系统则明显受到其早期成长环境和文化土壤的塑造（Hambrick and Mason, 1984）。
- 烙印理论（Imprinting Theory）也强调，高管人员的早期成长经历和文化熏陶会在其价值认知系统中留存鲜明的印记，并将持续深刻地影响个体和组织行为（Marquis and Tilcsik, 2013; Marquis and Qiao, 2018）。



儒家文化的内涵及度量

- 儒家文化的内涵
- 仁、义、礼、智、信
- 风险态度：居安思危，不确定性规避
- 未来态度：long term orientation
- 集体态度：个人主义/集体主义



儒家文化的度量

度量方式	数据来源	代表文献
上市公司所在地一定半径范围内明朝中后期的儒家学校的数量	《中国地方志宗录》（朱士嘉, 1958）、百度（谷歌）地图	<ol style="list-style-type: none">古志辉. 全球化情境中的儒家伦理与代理成本[J]. 管理世界, 2015b(3): 113-123.程博, 潘飞, 王建玲. 儒家文化、信息环境与内部控制[J]. 会计研究, 2016(12): 79-84+96.徐细雄, 李万利. 儒家传统与企业创新: 文化的力量[J]. 金融研究, 2019(09): 112-130.
上市公司所在地一定半径范围内现存孔庙的数量	中国国学网、百度（谷歌）搜索引擎、百度（谷歌）地图	<ol style="list-style-type: none">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.
上市公司所在地一定半径范围内明清进士的数量	中国历代人物传记资料库、百度（谷歌）地图	<ol style="list-style-type: none">潘越, 汤旭东, 宁博. 俭以养德: 儒家文化与高管在职消费[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2020(01): 107-120.
上市公司注册地与儒家文化中心之间的距离	百度（谷歌）地图	<ol style="list-style-type: none">Du X. Does Confucianism Reduce Minority Shareholder Expropriation? Evidence from China[J]. Journal of Business Ethics, 2015, 132(4): 661-716.
“社会导向集体主义”、“不确定性规避”、“未来导向”等文化指数	赵向阳, 李海, 孙川. 中国区域文化地图: “大一统”抑或“多元化”? [J]. 管理世界, 2015, (2).	<ol style="list-style-type: none">叶德珠, 潘爽, 黄成宇. 儒家文化与储蓄——基于中国省际面板数据的实证分析[J]. 南方金融, 2018(09): 24-32.叶德珠, 李鑫. 儒家文化与上市公司“隧道效应” [J]. 金融发展研究, 2019(05): 3-12.



儒家文化对公司治理的影响路径

- 仁与公司治理
- 儒家文化提倡“仁”，“己欲立而立人，己欲达而达人”（《论语·雍也》），现代企业要秉承“以人为本”的管理理念。
- 涂未宇等（2020）发现企业受儒家文化的影响越大，其员工雇佣保障就越完善，具体来看，儒家文化的影响提高了员工劳动合同签约率和社会保险购买率、加强了员工培训投资力度，并且更有可能设立工会；此外，儒家文化还促进了企业捐赠（徐细雄等，2020）。



- 义与公司治理
- 儒家文化倡导“忠信”的伦理思想，“君子喻于义，小人喻于利”；从而限制代理人的自利行为。
- 相较于欧美文化强调自我实现，儒家文化更提倡人们过度自我克制（叶德珠等，2012）。Du（2015）、古志辉（2015a, 2015b）、程博等（2016）、叶彦（2018）研究发现儒家文化提高内部控制质量、降低企业代理成本、提高投资效率和企业绩效，同时激励经理人开展更多的研发活动，促进企业创新（徐细雄和李万利，2019）。



• 礼与公司治理

- 儒家文化是一种“礼治”文化，强调等级秩序和权威主义，正所谓“克己复礼为仁”（《论语·颜渊》）、“君子有三畏：畏天命，畏大人，畏圣人之言”（《论语·季氏》），金智等（2017）则认为儒家文化提倡的等级观念会降低公司信息传递的效率和质量，从而抑制上市公司的风险承担水平；杜兴强等（2017）提出儒家文化中的“论资排辈”会抑制独立董事的进谏行为，但胡国栋和王天娇（2019）基于对《贞观政要》的文本解读，认为儒家伦理在领导纳谏行为考察中处于核心位置。



• 智与公司治理

- 儒家文化倡导尊师重教，正所谓“学而时习之，不亦说乎”（《论语·学而》）、“万般皆下品，唯有读书高”（宋·汪洙《神童诗》），这种注重教育和知识传播的思想，有助于促进人力资本投资的长期培养（冯晨等，2019），从而为企业的创新活动提供了坚实的人才储备和智力支持（徐细雄和李万利，2019）。



- 信 与公司治理

- 程博等（2018）发现上市公司受儒家传统的影响越浓厚，发生违规行为的概率就越低；Khalil et al.（2019）发现儒家文化可以有效约束管理层隐藏坏消息的行为，使得股价崩盘风险有所降低；潘越等（2020）认为儒家文化越浓厚的地区，高管的在职消费就越少；夏春玉等（2020）发现地区儒家传统越浓厚，边界人员私人关系对渠道投机行为的抑制作用越强。



- 儒家性别态度与公司治理
- 儒家传统还包括了一系列束缚女性自由的纲常信条，如“女子无才便是德”（明·张岱《公祭祁夫人文》）、“三从四德”（《礼记·丧服·子夏传》、《周礼·天官·九嫔》）。Du (2016) 研究发现儒家传统显著降低了董事会性别多元化。



- 儒家重要维度与公司治理
- 儒家文化与公司现金持有
- 儒家文化与公司风险承担
- 儒家文化与企业社会责任
- 儒家文化与高管在职消费



• 儒家文化与中国企业高现金持有

- 李万利等：《儒家传统、认知烙印与企业现金持有——中国企业“高持现”的文化动因及经济后果》
- 中国企业高额现金持有（Huang, 2011; 江静, 2014）。
- 根据 Dittmar 等（2003）的研究，1998 年美国、英国、印度及南非企业的现金持有比率分别为 6.4%、8.1%、3.4%和 8.6%，而同期中国上市公司现金持有水平却高达 16.8%，近年来甚至攀升至 31.77%。



- 居安思危
 - 忧患意识
 - 未来导向
-
- 儒家“居安思危”忧患意识固化的认知烙印会同时增强企业的预防性持现和战略性持现动机，



- 通过计算机编程计算出各上市公司与所有儒家书院之间的地理距离。若企业注册地一定半径范围内分布的儒家书院数量越多，则表明该企业受到儒家文化的影响强度越大。
- 分别使用 Confu_200、Confu_300 表示企业注册地半径 200 和 300 公里范围内的儒家书院数量，作为儒家文化影响强度的代理变量。



表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
现金持有水平	<i>Cash1</i>	现金及现金等价物/总资产
	<i>Cash2</i>	现金及现金等价物/(总资产-现金及现金等价物)

⑧ 需要说明的是，一些书院（如岳麓书院）至今仍留存遗址，可直接查询获取经纬度坐标。而部分书院由于历史久远或战争等原因已无法找到精确的位置。对此，采用该书院所在县级行政中心的经纬度坐标替代。

⑨ 2007 年缺失数据使用 2008 年数据代替。

儒家文化	<i>Confu_200</i>	企业注册地 200 公里范围内儒家书院数量加 1 的自然对数
	<i>Confu_300</i>	企业注册地 300 公里范围内儒家书院数量加 1 的自然对数
产权性质	<i>State</i>	实际控制人性质为国有性质时取值为国有企业，否则为民营企业
外来文化冲击	<i>Open_culture</i>	上市公司所在地区的社会对外开放程度
	<i>Oversea</i>	高管团队成员中至少一人拥有海外经历时取值为 1，否则为 0
企业规模	<i>Size</i>	企业总资产的自然对数
资产负债率	<i>Lev</i>	总负债/总资产
经营性现金流	<i>CF</i>	经营活动产生的现金流量净额/总资产
净营运资本	<i>Nwc</i>	(流动资产-流动负债-现金及现金等价物)/总资产
资本支出	<i>Capex</i>	资本支出净额/总资产
成长性	<i>Growth</i>	(当年销售收入-上一年度销售收入)/上一年度销售收入
股利支付率	<i>Div</i>	企业股利支付率
净资产收益率	<i>Roe</i>	净利润/(总资产-总负债)
两职合一	<i>Dual</i>	总经理和董事长为同一人取值为 1，否则为 0
第一大股东持股比例	<i>TOP1</i>	第一大股东持股比例
董事会规模	<i>Board</i>	董事会董事人数
独立董事占比	<i>Indratio</i>	独立董事人数占董事会总人数的比例



表4 儒家文化对企业现金持有的影响效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Cash1</i>				<i>Cash2</i>			
<i>Confu_200</i>	0.0079*** (10.85)		0.0030*** (4.64)		0.0167*** (9.32)		0.0043*** (2.68)	
<i>Confu_300</i>		0.0069*** (9.14)		0.0023*** (3.49)		0.0145*** (8.19)		0.0031* (1.96)
<i>Size</i>			-0.0054*** (-6.33)	-0.0054*** (-6.36)			-0.0123*** (-5.28)	-0.0124*** (-5.31)

<i>Lev</i>			-0.4138*** (-61.67)	-0.4140*** (-61.67)			-1.0797*** (-49.27)	-1.0800*** (-49.27)
<i>CF</i>			0.0285** (2.25)	0.0288** (2.27)			-0.0201 (-0.56)	-0.0197 (-0.54)
<i>Nwc</i>			-0.2311*** (-38.84)	-0.2311*** (-38.84)			-0.6613*** (-36.79)	-0.6613*** (-36.79)
<i>Capex</i>			-0.0571*** (-7.98)	-0.0569*** (-7.95)			-0.1397*** (-6.16)	-0.1393*** (-6.14)
<i>Growth</i>			0.0083*** (3.37)	0.0083*** (3.37)			0.0205*** (2.87)	0.0205*** (2.88)
<i>Div</i>			0.0358*** (11.64)	0.0360*** (11.69)			0.1040*** (11.54)	0.1043*** (11.57)



表5 儒家文化与企业现金持有：产权性质的调节作用

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Cash1</i>				<i>Cash2</i>			
	国有企业	民营企业	国有企业	民营企业	国有企业	民营企业	国有企业	民营企业
<i>Confu_200</i>	0.0015 (1.54)	0.0047*** (6.02)			0.0033 (1.27)	0.0064*** (3.55)		
<i>Confu_300</i>			0.0006 (0.58)	0.0043*** (5.55)			0.0014 (0.52)	0.0062*** (3.68)

<i>Size</i>	-0.0043*** (-3.22)	-0.0040*** (-3.52)	-0.0043*** (-3.24)	-0.0040*** (-3.49)	-0.0100*** (-2.60)	-0.0098*** (-3.34)	-0.0101*** (-2.62)	-0.0098*** (-3.32)
<i>Lev</i>	-0.5113*** (-55.01)	-0.2723*** (-28.91)	-0.5112*** (-54.97)	-0.2726*** (-28.93)	-1.4028*** (-43.93)	-0.6093*** (-22.67)	-1.4024*** (-43.92)	-0.6096*** (-22.68)
<i>CF</i>	-0.0022 (-0.13)	0.0971*** (5.04)	-0.0018 (-0.10)	0.0970*** (5.04)	-0.0802 (-1.64)	0.1418*** (2.59)	-0.0793 (-1.62)	0.1414*** (2.59)
<i>Nwc</i>	-0.2991*** (-36.43)	-0.1446*** (-17.34)	-0.2990*** (-36.42)	-0.1447*** (-17.35)	-0.8769*** (-33.31)	-0.3823*** (-17.04)	-0.8769*** (-33.30)	-0.3823*** (-17.05)
<i>Capex</i>	-0.0600*** (-7.27)	-0.0820*** (-6.22)	-0.0599*** (-7.25)	-0.0820*** (-6.22)	-0.1623*** (-5.99)	-0.1902*** (-5.28)	-0.1619*** (-5.98)	-0.1902*** (-5.28)
<i>Growth</i>	0.0042 (1.31)	0.0153*** (3.97)	0.0042 (1.32)	0.0153*** (3.97)	0.0146 (1.56)	0.0310*** (2.75)	0.0146 (1.57)	0.0310*** (2.75)
<i>Div</i>	0.0439*** (10.71)	0.0158*** (3.65)	0.0441*** (10.77)	0.0158*** (3.66)	0.1305*** (10.30)	0.0379*** (3.60)	0.1310*** (10.33)	0.0380*** (3.61)



表6 儒家文化与企业现金持有：外来文化的冲击

Panel A: 企业所在区域文化对外开放程度

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Cash1</i>				<i>Cash2</i>			
	高开放度	低开放度	高开放度	低开放度	高开放度	低开放度	高开放度	低开放度
<i>Confu_200</i>	0.0004 (0.37)	0.0040*** (4.35)			-0.0025 (-1.01)	0.0053** (2.42)		

<i>Confu_300</i>			-0.0007 (-0.70)	0.0034*** (3.83)			-0.0044* (-1.75)	0.0047** (2.25)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	17882	5270	17882	5270	17882	5270	17882	5270
<i>Adj. R²</i>	0.363	0.348	0.363	0.348	0.331	0.296	0.332	0.295
<i>F</i>	167.77	47.28	167.75	47.15	81.35	23.16	81.39	23.15

Panel B: 企业高管团队成员是否拥有海外经历

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Cash1</i>				<i>Cash2</i>			
	有海归	无海归	有海归	无海归	有海归	无海归	有海归	无海归
<i>Confu_200</i>	-0.0007 (-0.57)	0.0041*** (5.41)			0.0005 (0.16)	0.0053*** (2.84)		
<i>Confu_300</i>			-0.0020* (-1.70)	0.0037*** (4.79)			-0.0026 (-0.85)	0.0049*** (2.72)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	9213	13761	9213	13761	9213	13761	9213	13761
<i>Adj. R²</i>	0.416	0.317	0.417	0.317	0.387	0.275	0.387	0.275
<i>F</i>	115.74	102.89	115.83	102.76	56.81	49.37	56.86	49.39



表9 儒家文化与企业现金持有：基于CEO和董事长出生地的稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Cash1</i>		<i>Cash2</i>	
<i>Confu_CEO</i>	0.0046^{***} (3.43)	0.0086^{**} (2.28)		
<i>Confu_Chairman</i>			0.0039^{***} (4.20)	0.0105^{***} (4.19)
<i>Size</i>	0.0037 ^{**} (2.28)	0.0083 [*] (1.89)	0.0002 (0.15)	0.0013 (0.40)
<i>Lev</i>	-0.4498 ^{***} (-34.69)	-1.1546 ^{***} (-27.51)	-0.4143 ^{***} (-42.84)	-1.0694 ^{***} (-34.46)
<i>CF</i>	-0.0005 (-0.02)	-0.0692 (-1.05)	0.0248 (1.37)	-0.0203 (-0.41)
<i>Nwc</i>	-0.2300 ^{***} (-19.52)	-0.6548 ^{***} (-18.77)	-0.2166 ^{***} (-25.45)	-0.6173 ^{***} (-25.01)
<i>Capex</i>	-0.0665 ^{***} (-4.22)	-0.1697 ^{***} (-3.18)	-0.0489 ^{***} (-4.25)	-0.1144 ^{***} (-3.08)
<i>Growth</i>	0.0143 ^{***} (3.07)	0.0358 ^{***} (2.74)	0.0115 ^{***} (3.34)	0.0294 ^{***} (3.13)
<i>Div</i>	0.0440 ^{***} (6.92)	0.1418 ^{***} (7.22)	0.0380 ^{***} (8.52)	0.1173 ^{***} (8.97)
<i>Roe</i>	0.0973 ^{***} (6.64)	0.1826 ^{***} (4.66)	0.0856 ^{***} (7.55)	0.1486 ^{***} (5.22)
<i>Dual</i>	0.0208 ^{***} (5.73)	0.0683 ^{***} (6.42)	0.0194 ^{***} (6.28)	0.0618 ^{***} (6.55)
<i>TOP1</i>	0.0407 ^{***} (3.55)	0.1264 ^{***} (3.91)	0.0339 ^{***} (4.20)	0.1070 ^{***} (4.89)
<i>Board</i>	-0.0193 ^{**} (-2.17)	-0.0803 ^{***} (-3.11)	-0.0068 (-1.01)	-0.0534 ^{***} (-2.84)
<i>Indratio</i>	-0.1134 ^{***} (-3.68)	-0.4185 ^{***} (-4.90)	-0.0613 ^{***} (-2.74)	-0.2609 ^{***} (-4.43)
<i>Constant</i>	0.2654 ^{***} (7.05)	0.6222 ^{***} (6.26)	0.3216 ^{***} (11.40)	0.7137 ^{***} (9.59)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	5908	5908	10873	10873
<i>Adj. R²</i>	0.399	0.354	0.362	0.328
<i>F</i>	64.57	30.87	97.20	48.50



表11 儒家文化与企业现金持有：作用机制检验

Panel A: 预防性持现动机								
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Cash1</i>				<i>Cash2</i>			
	不确定低	不确定高	不确定低	不确定高	不确定低	不确定高	不确定低	不确定高
<i>Confu_200</i>	0.0013 (1.44)	0.0029^{***} (3.12)			0.0006 (0.34)	0.0055^{**} (2.51)		
<i>Confu_300</i>			0.0005 (0.60)	0.0023^{**} (2.50)			-0.0005 (-0.25)	0.0045^{**} (2.15)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	9860	9769	9860	9769	9860	9769	9860	9769
<i>Adj. R²</i>	0.306	0.331	0.306	0.33 ^ˆ	0.267	0.288	0.267	0.288
<i>F</i>	72.98	74.78	72.87	74.69	39.97	34.95	39.92	34.93
Panel B: 战略性持现动机								
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Cash1</i>				<i>Cash2</i>			
	竞争较弱	竞争激烈	竞争较弱	竞争激烈	竞争较弱	竞争激烈	竞争较弱	竞争激烈
<i>Confu_200</i>	0.0014 (1.53)	0.0040^{***} (4.67)			0.0019 (0.77)	0.0057^{***} (2.79)		
<i>Confu_300</i>			0.0008 (0.88)	0.0033^{***} (3.68)			0.0012 (0.51)	0.0041[*] (1.95)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	11907	11245	11907	11245	11907	11245	11907	11245
<i>Adj. R²</i>	0.397	0.318	0.397	0.318	0.351	0.292	0.351	0.292
<i>F</i>	134.75	94.57	134.68	94.22	62.88	49.70	62.89	49.66



- 儒家文化与公司风险承担
- 论文：金智等. 儒家文化与公司风险承担[J]. 世界经济, 2017, 040(011):170-192.
- 起初，关于公司风险承担的研究主要集中于公司治理如何影响公司风险承担。
- 。随着文献的不断进展，学术界探讨了宏观的正式制度因素(如法律制度、行业竞争等)对公司风险承担的影响。



- 儒家文化影响公司风险承担的机制
- 儒家文化的等级观念抑制了公司的信息交流，从而降低了公司决策的风险容忍度；同时，儒家文化的集体主义、和谐主义和风险规避主义使公司在机制设计上规避高风险项目。儒家文化通过这两种路径降低了公司的风险承担。



表 1

变量定义表

变量名称	变量定义说明
<i>RISK_T</i>	衡量公司风险承担,定义及计算方法见式(1)和(2)
<i>RET</i>	衡量公司绩效,等于公司年度的股票回报率
<i>CONF</i>	儒家文化影响变量,具体包括以下四个指标:
<i>CONF_100</i>	衡量儒家文化影响,等于距公司注册地 100 公里以内孔庙数量加 1 的自然对数
<i>CONF_200</i>	衡量儒家文化影响,等于距公司注册地 200 公里以内孔庙数量加 1 的自然对数
<i>PROVNUM</i>	衡量儒家文化影响,等于公司 CEO 出生所在省拥有孔庙数量加 1 的自然对数
<i>CITYNUM</i>	衡量儒家文化影响,等于公司 CEO 出生所在地级市拥有孔庙数量加 1 的自然对数
<i>MARKET_L</i>	衡量地区市场环境,根据樊纲市场化指数,市场化水平前 1/3 为高市场化地区,否则为低市场化地区
<i>OPEN_CITY</i>	衡量地区开放,根据夏立军和陈信元(2007),公司注册地位于经济特区或沿海开放城市,则地区开放程度高,取值 1;否则地区开放程度低,取值 0
<i>SIZE</i>	公司规模,等于公司资产总额的自然对数
<i>LEV</i>	财务杠杆,等于公司资产负债率
<i>AGE</i>	公司年龄,等于公司成立至统计年度的年限加 1 后,取自然对数
<i>SALE</i>	销售增长率,等于营业收入年增长率
<i>STATE</i>	产权属性,当公司实际控制人是国有性质时,取值为 1,否则为 0
<i>CENTRAL</i>	股权集中度,等于第一大股东的持股比例
<i>BOARDSIZE</i>	董事会规模,等于董事会人数
<i>adj_ROA</i>	经行业均值调整的资产回报率,资产回报率是息税前利润(EBIT)除以资产总额
<i>EBIT</i>	息税前利润等于净利润、利息费用和所得税之和
<i>ASSET</i>	资产总额,等于公司账面资产总额
<i>INDUSTRY</i>	行业虚拟变量
<i>PROVINCE</i>	省级地区虚拟变量
<i>YEAR</i>	年度虚拟变量



表4 儒家文化与公司风险承担:基于整体的视角

变量	(1) <i>RISK_T</i>	(2) <i>RISK_T</i>
CONF_100	-0.001 ** (-2.43)	
CONF_200		-0.001 * (-1.84)
<i>SIZE</i>	-0.002 *** (-10.50)	-0.002 *** (-10.55)
<i>LEV</i>	0.010 *** (9.44)	0.010 *** (9.52)
<i>AGE</i>	0.002 *** (5.32)	0.002 *** (5.40)
<i>SALE</i>	-0.001 *** (-8.08)	-0.001 *** (-8.06)
<i>STATE</i>	-0.002 *** (-4.55)	-0.002 *** (-4.46)
<i>CENTRAL</i>	-0.002 (-1.36)	-0.002 (-1.41)
<i>BOARDSIZE</i>	-0.000 (-0.93)	-0.000 (-0.93)
常数项	0.036 *** (6.90)	0.036 *** (6.91)
行业效应	控制	控制
地区效应	控制	控制
年份效应	控制	控制
调整后的 R ²	0.142	0.142
样本数	12520	12520

说明:括号中报告值是 t 统计量,标准误经过异方差 (heteroskedasticity) 和公司聚类 (cluster) 调整;*、**和***分别表示



表 5 儒家文化与公司风险承担:基于市场环境的视角

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	市场化程度高 <i>RISK_T</i>	市场化程度低 <i>RISK_T</i>	市场化程度高 <i>RISK_T</i>	市场化程度低 <i>RISK_T</i>
<i>CONF_100</i>	-0.000 (-0.46)	-0.002 ^{***} (-2.80)		
<i>CONF_200</i>			-0.000 (-0.64)	-0.002 ^{**} (-2.30)
<i>SIZE</i>	-0.002 ^{***} (-7.24)	-0.003 ^{***} (-7.67)	-0.002 ^{***} (-7.24)	-0.003 ^{***} (-7.90)
<i>LEV</i>	0.008 ^{***} (6.23)	0.012 ^{***} (7.09)	0.008 ^{***} (6.23)	0.012 ^{***} (7.26)
<i>AGE</i>	0.002 ^{***} (4.78)	0.002 ^{***} (2.83)	0.002 ^{***} (4.80)	0.002 ^{***} (2.85)
<i>SALE</i>	-0.001 ^{***} (-4.80)	-0.002 ^{***} (-6.82)	-0.001 ^{***} (-4.79)	-0.002 ^{***} (-6.75)
<i>STATE</i>	-0.002 ^{***} (-3.78)	-0.002 ^{**} (-2.55)	-0.002 ^{***} (-3.76)	-0.002 ^{**} (-2.42)
<i>CENTRAL</i>	-0.003 ^{**} (-2.06)	0.000 (0.13)	-0.003 ^{**} (-2.07)	0.000 (0.02)
<i>BOARDSIZE</i>	-0.000 (-0.18)	-0.000 (-0.78)	-0.000 (-0.19)	-0.000 (-0.84)
常数项	0.036 ^{***} (4.85)	0.050 ^{***} (5.72)	0.037 ^{***} (4.84)	0.046 ^{***} (5.55)
行业效应	控制	控制	控制	控制
地区效应	控制	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制	控制
调整后的 R ²	0.148	0.140	0.148	0.142
样本数	7416	5104	7416	5104



表 6 儒家文化与公司风险承担:基于外来文化冲击的分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	对外开放程度高 <i>RISK_T</i>	对外开放程度低 <i>RISK_T</i>	对外开放程度高 <i>RISK_T</i>	对外开放程度低 <i>RISK_T</i>
<i>CONF_100</i>	0.000 (0.62)	-0.002*** (-2.97)		
<i>CONF_200</i>			0.001 (0.84)	-0.001** (-2.29)
<i>SIZE</i>	-0.002*** (-7.70)	-0.002*** (-7.35)	-0.002*** (-7.70)	-0.002*** (-7.46)
<i>LEV</i>	0.009*** (6.58)	0.011*** (6.95)	0.009*** (6.59)	0.011*** (7.15)
<i>AGE</i>	0.002*** (4.06)	0.002*** (3.35)	0.002*** (4.00)	0.002*** (3.34)
<i>SALE</i>	-0.001*** (-5.09)	-0.002*** (-6.73)	-0.001*** (-5.09)	-0.002*** (-6.72)
<i>STATE</i>	-0.002*** (-3.56)	-0.002*** (-2.65)	-0.002*** (-3.54)	-0.002*** (-2.46)
<i>CENTRAL</i>	-0.002 (-1.56)	-0.000 (-0.19)	-0.002 (-1.55)	-0.001 (-0.31)
<i>BOARDSIZE</i>	-0.000 (-0.39)	-0.000 (-1.02)	-0.000 (-0.36)	-0.000 (-0.93)
常数项	0.041*** (5.84)	0.042*** (4.35)	0.041*** (5.84)	0.044*** (4.41)
行业效应	控制	控制	控制	控制
地区效应	控制	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制	控制
调整后的 R ²	0.147	0.146	0.147	0.143
样本数	7570	4950	7570	4950



- 儒家文化与企业慈善捐赠
- 徐细雄等，2019，《儒家文化与企业慈善捐赠》，《外国经济与管理》。



- 儒家文化的利他思想：
- “仁者爱人”
- 推崇推己及人的利他风尚，与人为善的精神追求
- “恻隐之心”
- “先义后利”
- “天下为公”
- 克己奉公，先人后己



表 1 儒家文化与企业慈善捐赠

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Donate dum</i>		<i>Donate ta</i>	
<i>Confu_200</i>	0.988*** (11.15)		0.022*** (11.40)	
<i>Confu_300</i>		0.606*** (11.65)		0.013*** (12.01)
<i>Size</i>	0.440*** (23.51)	0.442*** (23.59)	0.005*** (13.17)	0.005*** (13.26)
<i>Lev</i>	-0.086 (-0.88)	-0.079 (-0.80)	-0.007*** (-3.31)	-0.007*** (-3.24)
<i>Roa</i>	2.414*** (6.64)	2.449*** (6.74)	0.119*** (12.85)	0.120*** (12.95)
<i>CF</i>	0.485** (2.04)	0.487** (2.04)	0.026*** (4.71)	0.026*** (4.69)
<i>Growth</i>	0.016 (0.31)	0.017 (0.34)	-0.002 (-1.51)	-0.002 (-1.49)
<i>Soe</i>	-0.243*** (-5.70)	-0.258*** (-6.09)	-0.008*** (-8.37)	-0.008*** (-8.80)
<i>Dual</i>	0.034 (0.87)	0.035 (0.89)	-0.000 (-0.00)	-0.000 (-0.00)
<i>First</i>	-0.674*** (-5.85)	-0.663*** (-5.76)	-0.010*** (-3.69)	-0.009*** (-3.59)
<i>MH</i>	0.857*** (8.78)	0.863*** (8.85)	0.019*** (8.42)	0.019*** (8.47)
<i>Board</i>	0.194** (2.15)	0.195** (2.16)	0.008*** (4.30)	0.008*** (4.28)
<i>Constant</i>	-8.391*** (-20.06)	-8.474*** (-20.23)	-0.101*** (-12.58)	-0.103*** (-12.77)
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	19267	19267	19267	19267
<i>Pseudo R²</i>	0.080	0.080	-0.084	-0.084

注：因变量为*Donate_dum*时，采用Logit回归，括号内为Z值；因变量为*Donate_ta*时，采用Tobit回归，括号内为T值；***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平，以下同。



表 2 儒家文化与企业慈善捐赠: 产权性质的调节作用

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Donate dum</i>		<i>Donate ta</i>	
<i>Soe</i>	-0.059(-0.88)	0.041(0.59)	-0.004***(-2.75)	-0.002(-1.44)
<i>Confu_200</i>	1.248*** (10.81)		0.026*** (10.41)	
<i>Confu_200×Soe</i>	-0.644*** (-3.59)		-0.012*** (-3.12)	
<i>Confu_300</i>		0.856*** (12.24)		0.018*** (11.49)
<i>Confu_300×Soe</i>		-0.558*** (-5.38)		-0.010*** (-4.64)
<i>Size</i>	0.441*** (23.53)	0.442*** (23.60)	0.005*** (13.17)	0.005*** (13.23)
<i>Lev</i>	-0.092(-0.94)	-0.081(-0.82)	-0.007*** (-3.37)	-0.007*** (-3.28)
<i>Roa</i>	2.418*** (6.64)	2.448*** (6.73)	0.119*** (12.86)	0.120*** (12.95)
<i>CF</i>	0.473** (1.98)	0.468** (1.96)	0.026*** (4.65)	0.025*** (4.61)
<i>Growth</i>	0.016(0.31)	0.018(0.35)	-0.002(-1.50)	-0.002(-1.46)
<i>Dual</i>	0.034(0.85)	0.035(0.87)	-0.000(-0.00)	-0.000(-0.01)
<i>First</i>	-0.698*** (-6.05)	-0.701*** (-6.07)	-0.010*** (-3.84)	-0.010*** (-3.84)
<i>MH</i>	0.855*** (8.75)	0.864*** (8.82)	0.019*** (8.43)	0.019*** (8.48)
<i>Board</i>	0.183** (2.03)	0.181** (2.00)	0.008*** (4.20)	0.008*** (4.17)
<i>Constant</i>	-8.440*** (-20.20)	-8.550*** (-20.47)	-0.102*** (-12.68)	-0.104*** (-12.94)
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	19267	19267	19267	19267
<i>Pseudo R²</i>	0.080	0.081	-0.084	-0.085



表 5 稳健性检验:儒家文化的代理变量

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	地区层面儒家书院数量		CEO 出生地儒家书院数量		董事长出生地儒家书院数量	
	<i>Donate dum</i>	<i>Donate ta</i>	<i>Donate dum</i>	<i>Donate ta</i>	<i>Donate dum</i>	<i>Donate ta</i>
<i>Confu_Pro</i>	0.073*** (6.90)	0.002*** (7.64)				
<i>Confu_CEO</i>			0.826*** (6.15)	0.013*** (4.72)		
<i>Confu_Chair</i>					0.744*** (7.30)	0.013*** (6.04)
<i>Control Variables</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	19 267	19 267	5 440	5 456	9 929	9 929
<i>Pseudo R²</i>	0.076	-0.081	0.098	-0.091	0.085	-0.090



- 儒家文化与高管在职消费
- 潘越等, 2020, 《俭以养德: 儒家文化与高管在职消费》, 《厦门大学学报》, 2020.1.



- “俭”是儒家文化的重要内涵之一，也是中国人们沿习千年、传承至今的优良美德
- “俭”作为中国人价值体系中根深蒂固的文化观念，同样可能被带入到企业高管的决策过程，具体到企业的财务活动之中，与“俭”的价值观念最为直接的便是企业高管的在职消费。
- 对于深受儒家文化影响的企业高管而言，践行“俭”的价值观念可以促使其减少铺张浪费，进而降低企业的在职消费水平。而在儒家文化浓厚的地区，资本市场还会自发地形成对企业高管“勤俭节约”“以义取利”的道德要求，在重视声誉的中国资本市场环境下，这将进一步约束高管的在职消费活动。



- 儒家文化指标的具体计算方式为，以上市公司所在地为中心，半径 200 公里范围内的明清进士数量（ $\ln J_{s200}$ ，取对数，其中进士籍贯所在地的经纬度数据来自中国历代人物传记资料库，上市公司所在地经纬度数据从百度地图手工获取。
- 文庙的数量存在较为明显的局限：一方面，官学和私学的办学理念和教学内容并不统一，使用儒家学校刻画文化内涵可能不够准确；另一方面，经历近代百年风云，许多文庙已经被毁坏，使用文庙作为代理指标可能存在较大的测度偏误。



表 2 主回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Perk</i>	<i>Perk</i>	<i>Perk</i>	<i>Perk</i>	<i>Perk</i>
<i>LnJs200</i>	- 0. 025 *** (- 4. 10)	- 0. 033 *** (- 5. 50)	- 0. 046 *** (- 7. 83)	- 0. 053 *** (- 8. 30)	- 0. 038 *** (- 6. 05)
<i>Size</i>		- 0. 180 *** (- 22. 54)	- 0. 197 *** (- 19. 21)	- 0. 197 *** (- 19. 32)	- 0. 190 *** (- 18. 02)
<i>Lev</i>		- 1. 331 *** (- 22. 84)	- 1. 063 *** (- 18. 33)	- 1. 066 *** (- 18. 34)	- 0. 594 *** (- 9. 83)
<i>ROA</i>		- 0. 798 *** (- 3. 20)	- 1. 290 *** (- 5. 10)	- 1. 170 *** (- 4. 62)	- 1. 295 *** (- 5. 36)
<i>FirmAge</i>		0. 013 *** (7. 61)	0. 014 *** (7. 69)	0. 012 *** (6. 74)	0. 000 (0. 16)
<i>Growth</i>		- 0. 004 (- 0. 24)	- 0. 006 (- 0. 35)	- 0. 009 (- 0. 50)	- 0. 049 *** (- 2. 91)
<i>Top1</i>			- 0. 748 *** (- 11. 49)	- 0. 772 *** (- 11. 81)	- 0. 541 *** (- 8. 50)
<i>PIS</i>			0. 302 *** (6. 76)	0. 271 *** (6. 04)	- 0. 075 * (- 1. 73)
<i>Dual</i>			0. 104 *** (4. 07)	0. 109 *** (4. 28)	0. 068 *** (2. 88)
<i>BSize</i>			- 0. 005 (- 0. 09)	0. 019 (0. 31)	0. 142 ** (2. 50)
<i>Indep</i>			0. 230 (1. 22)	0. 200 (1. 06)	0. 170 (0. 97)
<i>MHold</i>			0. 997 *** (15. 63)	0. 937 *** (14. 25)	0. 465 *** (7. 34)
<i>MWage</i>			0. 168 ***	0. 136 ***	0. 059 ***



表 5 机制检验:节俭意识与道德观念

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Perk</i>	<i>Perk</i>	<i>Moral</i>	<i>Perk</i>
<i>Treat</i>	- 0.079 ** (- 2.14)	- 0.117 * (- 1.92)		
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	- 0.100 ** (- 2.20)	- 0.128 * (- 1.73)		
<i>Post</i>	0.156 *** (2.87)	0.264 *** (2.80)		
<i>LnJs200</i>			0.001 *** (2.78)	- 0.053 *** (- 6.79)
<i>Moral</i>				- 1.870 *** (- 6.41)
<i>Year & Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²	0.269	0.257	0.202	0.274
<i>N</i>	12157	6430	19390	19390



表 6 进一步研究:产权性质、经营危机、分析师监督与五口通商的异质性影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Perk</i>	<i>Perk</i>	<i>Perk</i>	<i>Perk</i>	<i>Perk</i>	<i>Perk</i>	<i>Perk</i>	<i>Perk</i>
	民营	国有	经营良好组	经营困境组	低关注组	高关注组	非通商口岸	通商口岸
<i>LnJs200</i>	-0.059 ^{***}	-0.029 ^{***}	-0.030 ^{***}	-0.068 ^{***}	-0.045 ^{***}	-0.021 ^{**}	-0.035 ^{***}	-0.024
	(-5.05)	(-4.57)	(-4.50)	(-3.88)	(-4.63)	(-2.30)	(-5.25)	(-0.43)
<i>Year & Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²	0.264	0.254	0.279	0.249	0.265	0.333	0.260	0.337
<i>N</i>	10548	9421	15800	3691	6932	8558	17056	2913



- 结语：
- 儒家文化对中国公司治理影响显著
- 影响路径：道德，偏好，秩序，责任，风险意识
- 主要影响哪些治理行为？
 - 企业社会责任，风险承担，现金持有，创新，
 - 在职消费，控股股东掏空...
- 主要影响哪些公司？
- 积极还是消极？



- 未来研究方向
- 对儒家文化的更准确度量
- 在同一个样本集里对儒家文化与其他文化对比
- 对东亚治理模式的深度剖析



谢谢!