

# 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\*

李万利 徐细雄 陈西婵

**摘要：**本文从非正式制度视角考察了儒家文化对企业现金持有行为的影响。研究发现，企业受到儒家文化的影响越强，现金持有水平显著越高；且上述效应在非国有企业中表现更明显，外来文化冲击则削弱了儒家文化的作用效果。机制检验表明，儒家文化“居安思危”忧患意识所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，并藉由这两条路径导致企业高额持现。我们还发现，儒家文化驱动的“高持现”有助于企业规避财务危机和增强战略柔性，但并未引发超额在职消费或过度投资等机会主义行动。这表明，儒家文化情境下的“高持现”并非是管理层谋取私利的工具，而是具有积极的战略与经济价值。本文深化了对企业现金持有决策赖以依存的文化土壤及其力量逻辑的理解，为中国企业“高持现”现象提供了新的解释，也从微观企业层面拓展了对儒家文化经济后果的理论认知。

**关键词：**儒家文化 忧患意识 现金持有 非正式制度

中图分类号：F275 JEL：G30 017

## Confucianism and Corporate Cash Holding: The Cultural Motivation and Economic Consequences of "High Cash Holding" of Chinese Firms

LI Wanli<sup>1</sup> XU Xixiong<sup>2</sup> CHEN Xichan<sup>3</sup>

(1. Hunan University, Changsha, China; 2. Chongqing University, Chongqing, China; 3. Soochow University, Suzhou, China)

**Abstract:** This paper investigates the impact of Confucianism on corporate cash holdings from the perspective of informal institutions. We find that Confucianism is significantly positively associated with cash holdings. The positive effect is more pronounced for non-SOEs while foreign culture weakens the influence of Confucianism. Further channel tests show that Confucianism increases cash holdings mainly through strengthening both corporate precautionary motive and strategic motive for holding cash. We also find that the high cash holding caused by Confucianism helps to alleviate the potential financial crisis and enhance the strategic flexibility of enterprises, but it does not lead to managerial unethical behaviors such as excess perks or over-investment. This indicates that the "high cash holding" behavior for firms headquartered in regions with strong Confucianism atmosphere is not a tool for managers to seek self-interest, but has positive strategic and economic value. Our study deepens the understanding of the cultural soil and power logic on which corporate decision-making depends, enriches the literature on cash holdings, and expands the theoretical cognition of the modern commercial value of Confucianism from firm-level.

**Key word:** Confucianism; Distress Consciousness; Cash Holding; Informal Institution

---

\* 李万利，湖南大学金融与统计学院，电子邮件：liwanli0223@hnu.edu.cn；徐细雄(通讯作者)，重庆大学经济与工商管理学院，电子邮件：xuxixiong@cqu.edu.cn；陈西婵，苏州大学东吴商学院，电子邮件：chenxichanbest@163.com。本文得到国家自然科学基金项目“商业银行网点扩张与企业信贷可得性：基于竞争效应和距离效应双重视角的研究”(72002068)、“儒家文化、隐性规范与企业创新：基于认知烙印与伦理约束双重视角的研究”(71972017)和“宗教传统、隐性规则与企业非伦理行为：基于非正式制度视角的研究”(71572019)的资助。感谢匿名审稿专家的宝贵建议，文责自负。

# 一、引言

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（图 1）。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（图 2）。这意味着，不仅仅中国老百姓偏好存钱，企业也同样习惯持有高额现金资产。根据 Dittmar et al（2003）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%，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%。一系列经验证据也表明，中国企业确实呈现典型的“高持现”特征（彭桃英、周伟，2006；于泽等，2017）。众所周知，大量持有现金可能导致高昂的机会成本，降低企业资源配置效率（Opler et al，1999）。既然如此，中国企业为什么还普遍偏好高额储蓄？其“高持现”背后的潜在动因究竟为何？

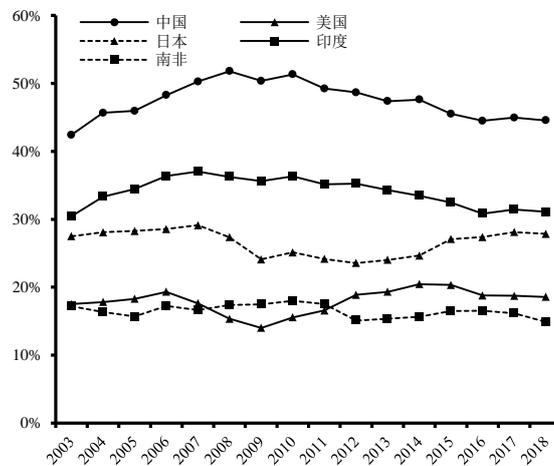


图 1 各国国民储蓄率比较

注：源自 <https://www.theglobaleconomy.com/>。

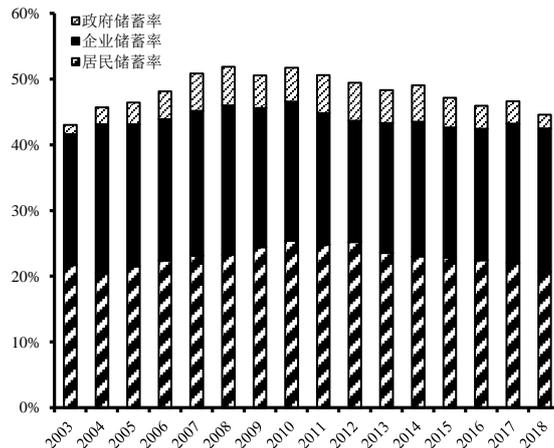


图 2 中国各部门储蓄率占比

注：根据《中国统计年鉴》资金流量表相关数据测算。

现有研究大多基于公司内部特征和外部制度环境视角探讨企业高额现金持有的动机及关键影响因素（Dittmar et al., 2003；Bates et al., 2009；于泽等，2017），但忽视了社会文化等隐性价值规范对高管个体认知偏好及持现行为的影响。文化包含一套持久的信念或价值观，长久并深刻地影响和固化人们的感知、偏好、决策和行为（Alesina & Giuliano, 2015）。高阶理论认为，企业决策行为很大程度上映射了高管人员的个体认知及价值偏好，而高管个

体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 & Mason, 1984)。根源于生物学的烙印理论也强调,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,并将持续地影响个体与组织行为(Marquis & Tilcsik, 2013)。由此可见,作为一种重要非正式制度因素,文化会通过嵌入高管认知与思维模式,潜移默化地融入决策过程,并最终体现在企业策略选择和经营后果之中(Li et al, 2013)。

相关研究也表明,虽然正式制度变迁会在一定程度改变人们的储蓄模式,但深层次的文化信念却长久影响并固化人们的储蓄观念和行为(Mouawiya & Elhiraik, 2003; 孙涛、黄少安, 2010)。对中国社会而言,儒家文化是影响最为广泛和深远的文化符号。它是中国哲学思想和价值观中最持久、最重要的力量,也是长期以来个体和组织普遍尊崇的隐性规范与行动指南(徐细雄、李万利, 2019)。Fu & Tsui (2003)认为,中国企业家的价值观中普遍渗透着儒家思想,并在经营决策中得到反映。那么,儒家文化是否会对企业现金储蓄行为产生影响,进而引发中国企业“高持现”现象的发生?若是,其内在机理和传导路径是什么?

基于此,本文试图从非正式制度视角探究中国企业“高持现”行为的文化内因及经济后果。相较已有文献,本文贡献主要体现在以下方面:(1)本文突破传统的制度与契约理论框架,从非正式制度视角揭示了儒家文化及其认知烙印对企业现金持有的促进作用。这不仅深化了对企业决策赖以依存的文化土壤及其力量逻辑的理解,为中国企业“高持现”现象提供了一个新的解释维度,也丰富了现金持有领域的研究文献。(2)近年来,金融经济学领域兴起了一股文化革新,学者们开始关注文化因素在微观企业行为中的作用。特别地,Hu et al (2019)实证揭示了西方宗教对企业现金持有的抑制效应。与之不同,本文深入考察并验证了中国企业“高持现”现象背后潜藏的儒家文化动因。这拓展了“文化与金融”国际前沿文献并贡献了来自东方文化情境的独特知识与经验证据。(3)已有儒家思想价值研究主要基于哲学和社会学层面展开,近来有学者实证考察了儒家文化在降低企业代理成本及促进创新方面的积极作用(古志辉, 2015; 徐细雄、李万利, 2019)。本文则发现,儒家“居安思危”忧患意识激发的高持现有助于企业规避市场不利冲击并通过保持战略柔性赢得竞争优势,其具有战略眼光和经济价值。这不仅从微观层面深化了对儒家文化经济后果的理论认知,也为充分发挥中华优秀传统文化在现代企业经营中的时代价值提供了必要的理论依据和经验借鉴。

## 二、文献回顾、理论分析与研究假设

### (一) 文献回顾

#### 1. 现金持有的相关研究

针对企业高额持现行为,理论界提出了两种不同的假说进行解释。代理理论认为,企业高额持现是内部管理者谋取私利或大股东侵占中小投资者利益的一种手段(Jensen, 1986)<sup>①</sup>。权衡理论则强调,由于资本市场并不完美,企业持有充裕现金有助于规避高昂外部融资成本、捕捉新兴投资机会和预防潜在财务危机。因此,高额持现是企业权衡成本收益后的理性选择(Myers & Majluf, 1984)。

沿袭上述两种理论视角,学者们对企业高额持现的潜在动因及关键影响因素展开了一系列研究(于泽等, 2014)。Dittmar et al (2003)发现投资者法律保护较差国家的企业现金持有水平是投资者保护较好国家的两倍,支持了代理理论。辛宇、徐丽萍(2006)指出公司治理较差的企业,管理者更倾向于持有超额现金以获取私人收益。Liu et al (2015)也发现控股股东会通过留存大量现金实施掏空行为,侵害中小投资者利益。与之不同,Opler et al (1999)基于权衡理论发现,现金流波动、投资机会与企业现金持有显著正相关。Bates et al (2009)

---

<sup>①</sup>如管理者留存现金用于在职消费满足个人享受,大股东通过隧道行为占用企业资金。

发现企业现金流不确定性风险越大,越倾向高额持有现金。彭桃英、周伟(2006)也表明持有高额现金的企业大多是规模大、成长性好和代理成本低的公司。此外,Mikkelsen & Partch(2003)认为持续性高额持现是企业基于内在特征的一种最优选择,其经营绩效显著高于规模相当却持现较低企业。曾爱民等(2013)从财务柔性储备视角论证了现金持有对缓解金融危机冲击的积极作用。Fresard(2010)及杨兴全等(2016)还发现企业基于战略性需求持有充裕现金能够应对产品市场的风险暴露,赢得市场竞争优势。

## 2. 文化与企业行为的相关研究

文化理念深刻地烙印在社会成员的思维方式与行为规范之中,从而直接影响其经济行为(Alesina & Giuliano, 2015)。目前学术界大都基于 Hofstede 文化指数,运用跨国数据比较不同国家文化特征对企业行为的影响。如 Li et al(2013)发现个体主义对公司风险承担有积极影响,不确定性规避与和谐主义对风险承担存在消极影响。Kiridaran et al(2014)也表明个体主义与企业会计稳健性(风险承担)显著负(正)相关,不确定性规避则与会计稳健性(风险承担)显著正(负)相关。Chen et al(2015)还发现个体主义较强国家的企业普遍持有更少现金,而不确定性规避较强国家的企业则持有更多现金。部分学者还关注了特定类型文化符号的影响,如 Hilary & Hui(2009)发现企业所在地区的宗教氛围越浓厚,其收益波动率和研发支出越低。陈冬华等(2013)指出宗教能够提高治理效率,抑制公司违规和盈余管理发生。Hu et al(2019)还发现新教信徒分布较多的地区,企业持现更少。此外,金智等(2017)发现儒家文化与企业风险承担负相关,古志辉(2015)及徐细雄、李万利(2019)也表明儒家文化能够降低代理成本、促进企业创新。

### (二) 儒家文化忧患意识及其演进

忧患意识是儒家思想价值理念的重要组成部分,是中华民族优秀传统文化的精华。从周初的“忧位忧君”到孔孟的“忧道忧民忧天下”,再到唐宋的“治不忘乱、心忧天下”,忧患意识贯穿于儒家思想的整个发展过程。

“忧患”一词最早出现于《易经》。易曰:“其亡其亡,系于包桑”(《易经·否》),诗亦云:“战战兢兢,如临深渊,如履薄冰”(《诗经·小雅·小旻》)。春秋战国时期,忧患意识得到孔孟的继承与发扬,成为儒家思想核心要义。子曰:“人无远虑,必有近忧”,书亦曰:“居安思危,思则有备,有备无患,敢以此规”(《左传·襄公十一年》),意指安定之时就应考虑长远及潜在危险,有所准备便能避免遭受祸患。孔子还阐述了居安思危的治国思想:“君子安而不忘危,存而不忘亡,治而不忘乱,是以身安而国家可保也”(《周易·系辞下》),告诫当政者在安定之时不可忘记危险,在国家大治之下不可忘记动乱。“生于忧患,死于安乐”则是孟子强烈忧患意识的着力体现,也是历代忧国忧民思想的泉源(许凌云,2000)。秦汉以后,儒家忧患意识一直贯穿延续。唐代贞观君臣以史为鉴,尤其强调“居安思危”。如《贞观政要·慎终》记载,贞观五年,太宗谓侍臣曰:“然安不忘危,治不忘乱,虽知今日无事,亦须思其终始”。宋代儒学将忧患意识上升到一种新境界,如范仲淹在《岳阳楼记》中写到:“先天下之忧而忧,后天下之乐而乐”。这种“进退穷达,忧以天下”的忧患观,体现了为崇高理想而奋斗的进取精神和社会责任感(许凌云,2000)。

经过两千多年的传承与发展,儒家文化“居安思危”忧患意识已成为中华优秀传统文化的重要组成部分和宝贵精神财富。习近平总书记曾强调:“古人云‘居安而念危,则终不危;操治而虑乱,则终不乱’”。企业发展同国家和民族存亡一样,面对日趋复杂、动态多变的环境,经营者应时刻抱有忧患意识以应对外界变化与挑战。

### (三) 理论分析与研究假设

本文认为,儒家文化忧患意识可能从以下两方面对企业现金持有决策产生影响。

首先,儒家文化忧患意识会增强企业的预防性持现动机。由于资本市场并非完美,加之金融危机等外部不利冲击,现实中企业常常面临潜在财务危机。作为企业赖以生存的“血液”,

现金是确保流动性和预防财务风险最重要的工具 (Bates et al, 2009; 曾爱民等, 2013)。出于预防性储蓄动机, 企业往往持有大量现金以避免陷入财务困境。近来有研究表明, 文化是会对企业风险承担水平和现金持有行为产生重要影响 (Li et al, 2013; Chen et al, 2015)。作为中国文化的根源, 儒家一直倡导“居安思危”忧患思想, 强调“有备无患”的风险防范理念, 倡导人们即使在安定情境下也应充满危机意识而有所准备。这种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, 预防性储蓄动机将明显增强。因而会促使企业更加谨慎而持有更多现金, 以保障财务安全和避免陷入财务危机。

其次, 儒家文化忧患意识也会增强企业的战略性持现动机。面对复杂多变的市场竞争环境, 迟钝呆板的战略决策会给企业带来巨大损失, 保持战略柔性则有助于企业根据情境变化而动态调整策略行动 (Sanchez, 1995)。研究表明, 企业持有充裕现金保持战略柔性能够应对来自产品市场竞争的风险暴露<sup>①</sup>, 帮助其先发制人实施更有利的市场竞争战略 (Fresard, 2010)。同时, 持有高额现金还可以向竞争对手发出扩大产能、增加销售网络甚至发起并购等可置信承诺, 从而对外部恶性竞争或潜在进入者形成有效威慑, 以赢得并长久维持市场竞争中的优势地位 (杨兴全等, 2016)。而儒家忧患意识主张“安不忘危, 治不忘乱”的长治思想, 这种安不忘危的卓识远见将引导企业家关注企业长远生存与发展, 即使经营良好甚至占据优势时仍要存有危机意识。特别地, “新兴加转轨”制度背景下, 中国企业面临的市场环境呈现高成长性和高不确定性特征, 保持战略柔性空间不仅能帮助企业及时捕捉占优投资机会, 还能够有效抵御外部市场竞争压力。由此推测, 儒家文化“居安思危”忧患意识将增强企业的战略性持现动机。基于此, 提出以下假设<sup>②</sup>:

假设 1: 企业受到儒家文化的影响程度越强, 其现金持有水平越高。

国有企业与政府间天然的血统纽带使得其在资源禀赋、市场竞争、政策扶持等方面与民营企业存在显著差异, 因而受儒家文化忧患意识的影响程度可能会有所不同。一方面, 相较国有企业, 民营企业面临严重的信贷融资和股权融资歧视 (Brandt & Li, 2003)。且考虑到国有企业承担着诸多社会职能及出于“父爱关怀”, 政府在其发生亏损或陷入财务困境时会施以援手帮助其度过危机 (Lin & Li, 2008)。因此, 民营企业通常面临更严重的融资困难和更高的破产风险, 这将导致儒家忧患意识激发的预防性持现动机在民营企业中表现更突出。另一方面, 国有企业多处于自然垄断行业, 且与政府间天然的政治联系也使得竞争性领域的国有企业占据诸多优势。相反, 民营企业通常面临更严峻的市场竞争压力, 遭受竞争对手捕食或市场淘汰的风险更高, 因而经营过程中的忧患意识会更强烈 (黎文靖、李茫茫, 2017)。同时, “新兴加转轨”制度情景下, 民营企业多为高成长性的中小企业。面对优良投资机会的利诱和激烈的市场竞争压力, 儒家文化忧患意识驱动的战略性的持现动机在非国有企业中可能会表现更加明显。基于此, 提出如下假设:

假设 2: 与国有企业相比, 儒家文化对非国有企业现金持有的影响强度更大。

在经济全球化迅猛发展的今天, 跨国资本与人才流动日益频繁, 这导致不同类型文化间的相互融合与碰撞。根据文化冲突理论, 两种或两种以上文化发生碰撞时, 可能会出现相互竞争或对抗状态。Siegel et al (2011) 发现文化背景不同会导致人们在意识形态、思维方式和行为特征上呈现差异, 不同国家间的文化差异会直接影响跨境投资的流动。柳光强、孔高文 (2018) 认为拥有海外经历的高管因长期受到西方个体主义文化熏陶会逐渐对西方社会分

---

①如价格战中, 持现较低企业可能因缺乏资金支持而无力抗争, 失去市场份额甚至遭淘汰; 而持现较高企业则能成功抵御价格战的不利冲击, 甚至能反攻赢得更多市场。

②此外, 作为一种隐性约束机制, 儒家文化倡导的忠信等伦理价值能够缓解企业代理冲突, 由此也可能降低企业现金持有。但为紧扣中国企业“高持现”现实背景并揭示其背后文化动因的研究主题, 本文并未提出竞争性假设。且从实证结果来看, 忧患意识在企业现金持有决策中确实发挥了主导作用。

配制度产生认同，这会淡化中国传统文化追求公平的价值理念，拉大内部薪酬差距。金智等（2017）也表明，当儒家文化遇上海外殖民文化时，儒家文化对企业风险承担的影响效应会被显著削弱。Brochet et al（2019）还发现，当管理者后天受到其他种族文化的熏陶时，其原生文化对个体信息披露方式的影响也会明显降低。由此推测，当企业受到外来文化的冲击较强时，儒家文化忧患意识对企业现金持有行为的影响效果可能也会受到削减。因此，提出以下假设：

假设 3：外来文化冲击会削弱儒家文化对企业现金持有的影响效果。

### 三、研究设计

#### （一）样本选择与数据来源

本文以沪深 A 股上市公司 2007~2017 年度数据为样本来源，并对初始样本进行如下筛选：剔除了金融保险行业、ST 和外资控股的公司样本，同时剔除存在部分数据缺失的公司样本，最终得到 23152 个样本观测值。核心变量“儒家文化”和“外来文化冲击”数据源自手工收集整理。其他公司财务数据源自 CSMAR 和 WIND 数据库。为消除极端值影响，对所有连续变量均进行上下 1% 水平缩尾处理。

#### （二）模型设定与变量定义

为检验儒家文化对企业现金持有行为的影响，本文构建如下模型：

$$Cash_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Confucian_{i,t} + \sum \alpha_k Controls_{i,t} + Industry + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

##### 1. 被解释变量

参考 Opler et al（1999）和 Dittmar et al（2003）研究，现金持有（Cash）采用以下两种方式度量：①现金及现金等价物与总资产的比值（Cash1）；②现金及现金等价物与净资产的比值（Cash2），净资产等于总资产减去现金及现金等价物。

##### 2. 解释变量

直接考察文化等意识形态对企业行为的影响会面临一定困难，其度量方法也一直备受争议。近年一些学者开始运用历史信息数据来考察文化因素对经济行为的影响（古志辉，2015；徐细雄、李万利，2019）。相比其他方法，历史信息数据具有客观性、可重复性和稳定性等优点。因此，该方法在金融与会计领域得到了广泛应用。儒家文化一个显著特征是通过伦理教育指导和规范人们的行为，最终形成“道德以同俗”的人文环境。自汉武帝采纳董仲舒“罢黜百家，独尊儒术”建议后，其便命令“天下郡国皆立学校官”，由此学校教育成为儒家思想传播的重要途径。到了唐代，儒家学校主要包括国子监、儒家学校和新兴书院三类。明代开始，书院逐渐取代了官方学校的位置，成为传播儒家思想最为重要的场所，这为儒家思想的普及和传播奠定了制度基础。诺思（2008）在《制度、制度变迁与经济绩效》中，将文化界定为“由教育与模仿而代代相传，并能影响行为的那些知识、价值及其他因素”。因此，选择儒家书院的分布作为儒家文化度量指标也与制度经济学观点保持一致。

具体参考古志辉（2015）等做法，本文根据《中国地方志宗录》和《中国书院辞典》记载，手工收集了明代和清代的府、州和县境内存在的儒家书院。然后利用 Google 和 Baidu 地图获取每家企业注册地和书院位置的经纬度坐标，通过计算机编程得到各个企业与书院之间的地理距离。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越强。本文分别使用企业 200 和 300 公里范围内的儒家书院数量加 1 的自然对数作为儒家文化影响力的代理变量（Confu\_200、Confu\_300）。

##### 3. 调节变量和控制变量

本文利用国家发改委与国际合作中心编制的《中国区域对外开放指数报告（2008~2017）》

中的“社会对外开放指数”作为各地区受到外来文化冲击的代理变量<sup>①</sup>。该指数涵盖了接待入境外国旅游者、对外航空便利程度、国际互联网用户数、城市国际搜索关注度以及涉外居民登记婚姻比例等指标,较好反映了一个地区对外开放与文化融合程度。当高于样本中值时,表示该地区受到外来文化冲击比较强,否则表示较弱。此外,拥有海外经历的高管长期受到海外文化熏陶,其认知观念和决策行为可能会发生变化。因此,采用高管团队成员是否拥有海外经历作为第二个测度指标。

产权性质 (*State*), 当企业实际控制人性质为国有时定义为国有企业, 否则非国有企业。

参考已有研究, 控制企业规模 (*Size*)、资产负债率 (*Lev*)、经营性现金流 (*CF*)、净营运资本 (*Nwc*)、资本支出 (*Capex*)、销售增长率 (*Growth*)、股利支付率 (*Div*)、总经理和董事长两职合一 (*Dual*)、第一大股东持股比例 (*TOP1*)、董事会规模 (*Board*) 及独立董事占比 (*Indratio*) 等公司财务与治理变量, 以及年度和行业固定效应。

### (三) 描述性统计与相关分析

表 1 报告了主要变量的描述性统计结果。其中, 企业现金持有水平 *Cash1* 和 *Cash2* 的变量均值分别为 0.1981 和 0.3177, 中值分别为 0.1545 和 0.1827。这表明, 我国上市公司确实存在明显的“高持现”现象。同时, *Cash1* 和 *Cash2* 的标准差分别为 0.1492 和 0.4075, 意味着不同企业之间的现金持有水平存在较大差距。表 2 还显示, 儒家文化强度 *Confu\_200* 和 *Confu\_300* 的变量均值分别为 5.1005 和 5.7346, 且标准差分别为 1.217 和 1.1965。由此可见, 不同企业受到儒家文化的影响强度确实存在明显差异。

表 1 主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中值	最大值
<i>Cash1</i>	23152	0.1981	0.1492	0.0111	0.1545	0.7220
<i>Cash2</i>	23152	0.3177	0.4075	0.0112	0.1827	2.5965
<i>Confu_200</i>	23152	5.1005	1.2170	0.0000	5.4889	6.3456
<i>Confu_300</i>	23152	5.7346	1.1965	0.0000	6.0753	6.7523
<i>Size</i>	23152	21.912	1.2897	19.2521	21.7485	25.8471
<i>Lev</i>	23152	0.4384	0.2184	0.0467	0.4312	0.9832
<i>CF</i>	23152	0.0418	0.0751	-0.1965	0.0420	0.2481
<i>Nwc</i>	23152	0.0161	0.2164	-0.6258	0.0254	0.5191
<i>Capex</i>	23152	0.0926	0.1368	-0.1718	0.0584	0.7406
<i>Growth</i>	23152	0.1724	0.3706	-0.5911	0.1192	2.1575
<i>Div</i>	23152	0.2362	0.2846	0.0000	0.1754	1.6354
<i>Roe</i>	23152	0.0691	0.1134	-0.5477	0.0721	0.3975
<i>Dual</i>	23152	0.2467	0.4311	0.0000	0.0000	1.0000
<i>TOP1</i>	23152	0.3578	0.1493	0.0934	0.3388	0.7489
<i>Board</i>	23152	2.1522	0.1993	1.6094	2.1972	2.7081
<i>Indratio</i>	23152	0.3715	0.0525	0.3077	0.3333	0.5714

## 四、实证结果分析及讨论

### (一) 儒家文化与企业现金持有：总体效应检验

表 2 报告了儒家文化影响企业现金持有水平的回归结果。第 1-4 列采用 *Cash1* 作为被解

<sup>①</sup>2007 年缺失数据使用 2008 年数据代替。

释变量。其中,第(1)和(2)列只控制了年度和行业固定效应,自变量 *Confu\_200* 和 *Confu\_300* 的估计系数分别为 0.0079 和 0.0069, 且均在 1% 以上水平显著。列进一步引入了控制变量, *Confu\_200* 和 *Confu\_300* 的估计系数分别为 0.003 和 0.0023, 且依然都在 1% 以上水平显著。第(5) - (8)列 *Cash2* 的回归结果保持一致。上述结果表明,文化因素确实会对企业现金持有决策行为产生重要影响,即企业受到儒家文化的影响强度越大,其现金持有水平显著越高,支持了假设 1。

表 2 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>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</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)
<i>Roe</i>			0.1138*** (14.91)	0.1142*** (14.96)			0.2165*** (11.00)	0.2172*** (11.04)
<i>Dual</i>			0.0180*** (8.80)	0.0181*** (8.86)			0.0587*** (9.54)	0.0589*** (9.57)
<i>TOP1</i>			0.0464*** (8.28)	0.0466*** (8.30)			0.1182*** (7.76)	0.1184*** (7.78)
<i>Board</i>			0.0023 (0.46)	0.0021 (0.44)			-0.0202 (-1.50)	-0.0205 (-1.51)
<i>Indratio</i>			-0.0017 (-0.10)	-0.0023 (-0.14)			-0.0710 (-1.53)	-0.0719 (-1.55)
<i>Constant</i>	0.1204*** (14.80)	0.1200*** (14.43)	0.3978*** (19.26)	0.4000*** (19.34)	0.1358*** (6.96)	0.1343*** (6.78)	0.9045*** (16.18)	0.9089*** (16.26)
<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>	23152	23152	23152	23152	23152	23152	23152	23152
<i>Adj.R<sup>2</sup></i>	0.117	0.116	0.357	0.356	0.110	0.109	0.321	0.321
<i>F</i>	84.79	83.89	208.15	207.88	57.11	56.92	100.75	100.75

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平，括号内为异方差调整后（Robust）的 t 值，下同。

### （二） 儒家文化与企业现金持有：产权性质的调节作用

为检验儒家文化对企业现金持有的影响效应是否因产权性质不同而有所区别，本文将样本划分为国有企业和非国有企业两组，进行分样本回归。表 3 结果显示，在非国有企业样本中，*Confu\_200* 和 *Confu\_300* 均在 1% 以上水平显著为正。与之不同，在国有企业样本中，*Confu\_200* 和 *Confu\_300* 的系数虽然仍为正，但都未能通过统计检验。以上结果支持了假设 2 的推断，即相比国有企业，非国有企业由于面临更高的财务风险和市场竞争压力，导致儒家文化忧患意识激发的预防性持现动机和战略性持现动机在非国有企业中表现更强。因此，儒家文化对企业“高持现”行为的影响在非国有企业中表现得更加突出。

表 3 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>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>
	国企	非国有	国企	非国有	国企	非国有	国企	非国有
<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)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	9967	13185	9967	13185	9967	13185	9967	13185
<i>Adj. R</i> <sup>2</sup>	0.420	0.262	0.420	0.261	0.384	0.220	0.384	0.220
<i>F</i>	165.96	62.52	165.87	62.28	78.95	33.07	78.97	33.04

### （三） 儒家文化与企业现金持有：全球化浪潮的冲击

进一步我们考察儒家文化对企业现金持有的作用效果是否会受到外来文化冲击的影响。首先，根据企业所在地区文化对外开放指数中值将样本划分为“高开放度”和“低开放度”两组，并进行分组回归。表 4 中 Panel A 显示，在“低开放度”样本组，*Confu\_200* 和 *Confu\_300* 至少都在 5% 以上水平显著为正；但在“高开放度”样本组，*Confu\_200* 和 *Confu\_300* 的回归系数均不显著甚至为负。Panel B 报告了根据高管团队成员是否具有海外经历进行分组回归的结果，研究结论保持一致。由此可见，全球化浪潮下的外来文化冲击削弱了儒家文化对我国企业现金持有行为的影响效果，假设 3 得到验证。

表 4 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>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>
	高开放	低开放	高开放	低开放	高开放	低开放	高开放	低开放
<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
行业/年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	17882	5270	17882	5270	17882	5270	17882	5270
<i>Adj. R</i> <sup>2</sup>	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>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</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)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	9213	13761	9213	13761	9213	13761	9213	13761
<i>Adj.R</i> <sup>2</sup>	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

#### (四) 稳健性检验

##### 1. 内生性问题：工具变量回归

儒家文化与企业现金持有之间并不具有反向因果，但仍可能存在遗漏变量等导致的内生性问题。为此，本文利用企业所在地区与古代印刷局之间的地理距离作为工具变量。儒家经典书籍作为儒学传播的重要载体，其获取的便利程度和成本对儒家思想的传播具有直接影响，因而与印刷局的地理距离和儒家文化影响力密切相关，但与现代企业的现金持有决策并不存在直接联系。根据《中国印刷史》，明清时期共有 19 个官办书局，承担了大约 80% 以上的书籍印刷工作。具体而言，本文利用距离上市公司最近一家印刷局的地理距离 (*Press*) 作为工具变量。表 5 第一阶段结果显示，*Press* 在 1% 水平显著为负，即距离印刷局越远，儒家文化的影响力越弱，且弱工具变量 *F* 统计值表明两者存在强相关。第二阶段结果显示，儒家文化对企业现金持有依然存在显著正向影响，结论保持不变。

表 5 工具变量回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	第一阶段回归		第二阶段回归			
	<i>Confu_200</i>	<i>Confu_300</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>
<i>Press</i>	-0.1357*** (-42.66)	-0.1349*** (-42.48)				
<i>Confu_200</i>			0.0192*** (7.78)		0.0419*** (5.81)	
<i>Confu_300</i>				0.0194*** (7.77)		0.0422*** (5.80)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	22681	22681	22681	22681	22681	22681
<i>Adj.R</i> <sup>2</sup>	0.136	0.132	0.343	0.342	0.311	0.310
<i>F</i> 统计值	1579.77	1567.87				

##### 2. 基于 CEO 和董事长出生地的检验结果

高管个体的儒家价值认同度在很大程度上受到幼年时期父母言传身教的影响。作为企业的核心领导者，董事长和 CEO 在决策过程中具有更大话语权，其个体意愿和价值取向也更有可能在企业决策中得到体现。因此，本文进一步使用 CEO 和董事长出生地的儒家文化强

度作为替代变量<sup>①</sup>。具体地，我们利用 CEO 和董事长出生地的儒家书院分布数量度量 CEO 和董事长的儒家文化认同度 (*Confu\_CEO* 和 *Confu\_Chair*)。表 6 结果发现，当 CEO 或董事长出生于儒家文化氛围较浓厚的地区时，其所领导的企业现金持有水平显著更高，这进一步支持了原有结论。

表 6 基于 CEO 和董事长出生地的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>
<i>Confu_CEO</i>	0.0046*** (3.43)	0.0086** (2.28)		
<i>Confu_Chair</i>			0.0039*** (4.20)	0.0105*** (4.19)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年度	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	5908	5908	10873	10873
<i>Adj.R</i> <sup>2</sup>	0.399	0.354	0.362	0.328
<i>F</i>	64.57	30.87	97.20	48.50

### 3. 排除融资约束的替代性解释

前文结果也可能存在如下情况，即儒家文化越强的地区经济和金融发展越滞后，导致企业面临更严重融资难问题而持有更多现金。因此，可能并非是儒家文化本身在其中发挥作用。为排除这一替代性解释，本文使用现金-现金流敏感性和投资-现金流敏感性度量融资约束，以检验受儒家文化影响更强的企业是否面临更严重的融资约束，回归结果见表 7。其中， $\Delta Cash$  为现金持有量的变动，等于期末现金持有减去期初现金持有除以总资产；*Invest* 为投资水平，等于投资支出除以总资产；*CF* 为经营性现金流，等于经营性现金流量净额除以总资产。结果显示，*CF* 与  $\Delta Cash$  和 *Invest* 之间均呈现显著正相关，表明我国企业普遍面临融资约束问题。但交叉项 *Confu\_200*×*CF*、*Confu\_300*×*CF* 系数均不显著。这意味着，受儒家文化影响较强的企业并未面临更严重的融资约束，从而有效排除了上述替代性解释。

表 7 排除融资约束替代性解释的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$\Delta Cash$	$\Delta Cash$	<i>Invest</i>	<i>Invest</i>
<i>CF</i>	0.2194*** (4.50)	0.2110*** (3.86)	0.1697*** (5.26)	0.1701*** (4.75)
<i>Confu_200</i>	0.0010 (1.24)		0.0019*** (3.80)	
<i>Confu_200</i> × <i>CF</i>	-0.0076 (-0.82)		0.0038 (0.61)	
<i>Confu_300</i>		0.0007 (0.80)		0.0016*** (3.14)
<i>Confu_300</i> × <i>CF</i>		-0.0052 (-0.56)		0.0033 (0.54)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年度	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	17600	17600	22390	22390

①使用 CEO 和董事长籍贯地得到的结论相同。

<i>Adj.R</i> <sup>2</sup>	0.084	0.084	0.101	0.101
<i>F</i>	36.05	36.03	73.56	73.36

#### 4. 基于持续性“高持现”行为的考察

从时间窗口看，企业外部环境和内部治理是动态变化的。由此引发的企业高持现可能并不具有持续性，而是呈现波动性。但文化包含一套持久的信念和价值观，若儒家文化是导致中国企业“高持现”的文化内因，那么更可能引发企业持续性高额持现，而非暂时性。具体本文构建哑变量 *Sustain\_high*，将样本区间内每个年度持现水平平均高于行业中值的企业定义为持续性高额持现企业，取为 1，否则为 0；同时构建暂时性高额持现变量 *Unsustain\_high*，当企业在样本区间内某一年或某几年持现水平高于行业中值时取 1，否则为 0。表 8 结果显示，儒家文化与 *Sustain\_high1*、*Sustain\_high2* 均在 1% 水平显著正相关，但对暂时性高额持现均不存在显著影响，进一步支持了结论。

表 8 基于持续性“高持现”行为的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Sustain_high1</i>		<i>Sustain_high2</i>		<i>Unsustain_high1</i>		<i>Unsustain_high2</i>	
<i>Confu_200</i>	0.1353*** (7.23)		0.1353*** (7.23)		0.0023 (0.17)		0.0023 (0.17)	
<i>Confu_300</i>		0.1238*** (6.17)		0.1238*** (6.17)		-0.0064 (-0.47)		-0.0064 (-0.47)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	23130	23130	23130	23130	23152	23152	23152	23152
<i>Adj.R</i> <sup>2</sup>	0.134	0.134	0.134	0.134	0.054	0.054	0.054	0.054
<i>Chi(2)</i>	1796.92	1787.02	1796.92	1787.02	1171.25	1170.62	1171.25	1170.62

#### 5. 其他稳健性检验

本文还做了如下检验：（1）人口迁徙等因素可能对文化传承及发展产生影响，由此导致主变量存在测度偏误。参考金智等（2017），使用现存的孔庙数据作为儒家文化的替代变量以缓解明清以来人口迁徙导致的自变量测度偏误。实际上利用古代印刷局的地理距离做工具变量，也一定程度缓解了自变量的测度偏误。（2）考虑到历史交通和通讯条件对儒家思想传播范围的影响，使用公司注册地 50、100 公里半径范围内儒家书院做替代指标。（3）为避免地区层面相关因素的影响，控制企业所在地区 GDP 增长率、金融发展水平及投资者法律保护等变量及地区固定效应。（4）为排除宗教等其他文化传统对结论的干扰，控制公司半径范围内佛寺、道观、教堂、清真寺等宗教活动场所数量。（5）北京、上海和深圳分别作为政治中心和沪深交易所所在地，其对上市公司吸引程度和便利程度更强。为避免样本分布过于集中对实证结论的干扰，剔除北京、上海和深圳的公司样本。

## 五、作用机制及经济后果分析

### （一）儒家文化影响企业现金持有的机制分析

根据前文理论推导，我们认为儒家文化“居安思危”忧患意识形成的认知烙印会同时增强企业的预防性持现动机和战略性持现动机，进而导致企业持有更多现金。接下来重点对上述两种可能的影响路径进行检验，以揭示其背后的作用机理。

首先，倘若儒家文化“居安思危”的忧患意识能够增强企业的预防性持现动机，那么在“安定”的环境下，这种效应理应更易突显。这是因为，在高度不确定性（即危险或不安）

的环境中,企业通常都会拥有较强的预防性持现动机来应对当前危机(李凤羽、史永东,2016)。而儒家强调“居安思危”,即安定之时,就应考虑未来可能出现的危机而有所准备。基于此,本文采用 Baker et al 构建的经济政策不确定性指数来度量企业所面临的不确定性环境,并按其中值高低将样本划分为高不确定性组(“不安”)和低不确定性组(“安定”)。表9中 Panel A 显示,在低不确定性环境组,即在“安定”的环境中,儒家文化对企业现金持有的作用效果更加明显,这支持了第一条路径的理论预期。

其次,高成长性企业往往拥有更多的投资机会和成长空间,因而会提高战略性持现水平以此抢占市场先机、赢得战略竞争优势(杨兴全等,2016)。假如儒家文化通过增强企业战略性持现动机来影响企业持现行为,可以推测当企业处于投资机会更多的高成长性行业时,其影响效应会更突出。沿袭这一逻辑,参考杨兴全等(2016),本文采用各年度行业托宾 Q 中值作为行业成长性的测度指标,并按照水平高低将样本划分为低成长性行业组(小于中值)和高成长行业组(大于中值)。表9中 Panel B 结果显示,对于高成长性行业,儒家文化对企业现金持有的影响效应显著更强,这支持了第二条路径的理论推断。

表9 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(经济政策不确定性)								
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>
	不安	安定	不安	安定	不安	安定	不安	安定
<i>Confu_200</i>	0.0017* (1.84)	0.0049*** (5.67)			0.0027 (1.23)	0.0073*** (3.20)		
<i>Confu_300</i>			0.0007 (0.67)	0.0045*** (5.18)			0.0005 (0.23)	0.0068*** (3.13)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	10615	12537	10615	12537	10615	12537	10615	12537
<i>Adj. R</i> <sup>2</sup>	0.282	0.409	0.282	0.409	0.258	0.365	0.258	0.365
<i>F</i>	84.66	168.95	84.48	168.82	44.00	77.28	43.99	77.32
Panel B: 战略性持现动机(行业成长性)								
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>
	低成长	高成长	低成长	高成长	低成长	高成长	低成长	高成长
<i>Confu_200</i>	0.0018** (2.25)	0.0059*** (5.55)			0.0007 (0.35)	0.0121*** (4.49)		
<i>Confu_300</i>			0.0010 (1.23)	0.0050*** (4.70)			-0.0008 (-0.43)	0.0102*** (3.85)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	13412	8978	13412	8978	13412	8978	13412	8978
<i>Adj. R</i> <sup>2</sup>	0.309	0.412	0.308	0.411	0.276	0.377	0.276	0.377
<i>F</i>	109.65	129.02	109.57	128.45	55.24	59.21	55.24	59.13

## (二) 儒家文化驱动企业“高持现”的经济后果

根据前文理论推导和实证结果可以预期,儒家文化导致的“高持现”将有助于规避金融危机等外部冲击给企业带来的财务风险,并通过保持战略柔性赢得市场竞争优势。但另一方面,我国制度体系尚不完善,投资者法律保护和公司治理水平较为薄弱,企业持有高额现金

也可能成为内部人谋取私利的工具，最终损害企业价值。儒家文化导致“高持现”究竟会引发怎样的经济后果？其究竟是成为企业规避未来财务风险和保持战略柔性的战略工具，还是管理者谋取私利的手段？对这一问题的明晰，不仅有助于更深刻揭示儒家文化情境下企业“高持现”的真实动因，亦能够深化对儒家文化现代商业价值的理论认知。

首先，考察儒家文化导致的“高持现”是否有助于缓解金融危机等外部不利冲击。参照万良勇、孙丽华（2010）做法，本文以金融危机为研究对象，取金融危机前后一年构建如下模型（2）。其中， $Roe$  为净资产收益率； $Crisis$  表示金融危机，2007 年取 0，2008 年取 1； $Cash_{t-1}$  为企业期初现金持有量。根据儒家文化影响强度高低，我们将样本划分为两组：儒家文化影响较弱组和儒家文化影响较强组，进行分组回归。

$$Roe_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Crisis_{i,t} + \alpha_2 Cash_{i,t} + \alpha_3 Cash_{i,t} \times Crisis_{i,t} + \sum \alpha_k Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

表 10 结果显示，儒家文化导致的“高持现”具有危机缓解功能，即受儒家文化影响较强的企业，持有较多现金能够显著降低金融危机对企业绩效的不利冲击；但受儒家文化影响较弱的企业，持有较多现金却未能有效缓解金融危机的负面影响。这与万良勇、孙丽华（2010）的结论相吻合。他们发现，金融危机前企业持续性高额持现能够显著缓解危机时期经营业绩的下滑，但暂时性高额持现却不能。而儒家强调“居安思危”，即在危险来临前就提前做好准备，因而往往导致企业持续性高额持现而非暂时性（表 8）。李凤羽、史永东（2016）也发现环境不确定性上升时，企业临时增持现金通常是以放弃当前投资机会为代价。这意味着，“临时抱佛脚”增持现金是有机会成本且难以达到预期效果的。

表 10 经济后果：规避财务危机

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Confu_200</i>		<i>Confu_300</i>		<i>Confu_200</i>		<i>Confu_300</i>	
	较弱	较强	较弱	较强	较弱	较强	较弱	较强
<i>Crisis</i>	-0.048* (-1.94)	-0.093*** (-3.84)	-0.054** (-2.14)	-0.087*** (-3.69)	-0.039** (-2.00)	-0.074*** (-4.18)	-0.042** (-2.13)	-0.070*** (-4.01)
<i>Cash1<sub>t-1</sub></i>	0.162** (2.15)	0.045 (0.67)	0.187** (2.32)	0.034 (0.54)				
<i>Cash1<sub>t-1</sub> × Crisis</i>	0.085 (0.84)	0.228** (2.44)	0.117 (1.09)	0.203** (2.29)				
<i>Cash2<sub>t-1</sub></i>					0.087** (2.22)	0.033 (1.17)	0.098** (2.30)	0.028 (1.05)
<i>Cash2<sub>t-1</sub> × Crisis</i>					0.0168 (0.36)	0.0845** (2.24)	0.0272 (0.54)	0.0749** (2.08)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	1336	1313	1330	1319	1336	1313	1330	1319
<i>Adj.R<sup>2</sup></i>	0.078	0.069	0.078	0.077	0.076	0.065	0.075	0.075
<i>F</i>	3.80	4.22	3.78	4.67	3.86	4.06	3.86	4.54

进一步，我们考察儒家文化引发的企业“高持现”是否能够降低企业市场份额被竞争对手掠夺的风险，通过保持战略柔性以赢得和维持市场竞争优势。参考杨兴全等（2016），构建如下模型（3）来检验儒家文化导致的“高持现”是否具有战略效应。

$$Com_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Zcash_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t-1} + \sum_{k=1}^2 \delta_k Lev_{i,t-k} + \sum_{k=1}^2 \gamma_k Se_{i,t-k} + \sum_{k=1}^2 \theta_k Inv_{i,t-k} + \sum_{k=1}^2 \varphi_k Com_{i,t-k} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中， $Com$  表示市场竞争优势，等于公司营业收入增长率减去其所处行业年度均值； $Zcash$  为期初行业相对现金持有水平，等于公司现金持有水平减去所处行业年度均值的差额

除以年度行业现金持有的标准差；*Size*、*Lev*、*Se*、*Inv* 分别为企业规模、财务杠杆、销售费用、资本投资，均经过年度行业均值调整。表 11 结果显示，受儒家文化影响较强的企业，持有高额现金能够显著提升企业市场竞争优势；但受儒家文化影响较弱的企业，持有较多现金却没有显著影响。这表明，儒家文化导致的“高持现”确实具有战略效应，帮助其实施更有利的市场竞争策略，从而在激烈的市场竞争中赢得并长久维持优势地位。

表 11 经济后果：赢得市场竞争优势

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Confu_200</i>		<i>Confu_300</i>		<i>Confu_200</i>		<i>Confu_300</i>	
	较弱	较强	较弱	较强	较弱	较强	较弱	较强
<i>Zcash1<sub>t-1</sub></i>	0.0063 (1.08)	0.0142** (2.56)	0.0040 (0.69)	0.0172*** (3.10)				
<i>Zcash2<sub>t-1</sub></i>					0.0066 (1.06)	0.0146** (2.54)	0.0050 (0.83)	0.0171*** (2.93)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	8835	8750	8838	8747	8835	8750	8838	8747
<i>Adj.R<sup>2</sup></i>	0.039	0.052	0.044	0.045	0.039	0.052	0.044	0.045
<i>F</i>	19.68	20.69	20.82	20.56	19.58	20.64	20.76	20.47

最后，我们考察儒家文化导致的企业“高持现”是否会为管理层谋取个人私利提供便利和空间。本文分别使用超额在职消费 (*Excess\_Perks*) 和过度投资 (*Over\_Invest*) 作为管理者自利的代理变量，*Cash<sub>t-1</sub>* 为企业期初现金持有。具体模型如下：

$$Excess\_Perks_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Cash_{i,t-1} + \sum \alpha_k Controls_{i,t} + Industry + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$Over\_Invest_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Cash_{i,t-1} + \sum \alpha_k Controls_{i,t} + Industry + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

表 12 结果发现，受儒家文化影响较弱的企业，持有较多现金会导致企业超额在职消费和过度投资等机会主义行为发生；但受儒家文化影响较强的企业，高额持有现金却并未带来上述机会主义行为的出现。这意味着，儒家文化导致的企业“高持现”行为并未恶化代理冲突，成为管理者谋取私利的工具。这间接佐证了表 10 和 11 的结论，进一步揭示了儒家文化情境下企业“高持现”的真实动因。这些结果也综合表明，儒家文化忧患意识驱动的企业“高持现”并非是管理者谋取私利的工具，而是企业规避财务危机和保持战略柔性的重要战略手段，即儒家忧患意识引发的企业“高持现”是具有战略眼光和经济价值。

表 12 经济后果：恶化代理冲突

Panel A: 超额在职消费 ( <i>Excess_Perks</i> )								
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Confu_200</i>		<i>Confu_300</i>		<i>Confu_200</i>		<i>Confu_300</i>	
	较弱	较强	较弱	较强	较弱	较强	较弱	较强
<i>Cash1<sub>t-1</sub></i>	0.0184*** (6.39)	0.0015 (0.54)	0.0211*** (7.24)	-0.0030 (-1.08)				
<i>Cash2<sub>t-1</sub></i>					0.0055*** (4.52)	-0.0000 (-0.01)	0.0061*** (5.07)	-0.0017 (-1.40)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	5116	5039	5110	5045	5116	5039	5110	5045
<i>Adj.R<sup>2</sup></i>	0.097	0.091	0.112	0.078	0.093	0.091	0.108	0.078
<i>F</i>	25.53	27.65	24.98	44.77	24.6839	29.03	23.82	45.21
Panel B: 过度投资 ( <i>Over_Invest</i> )								

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Confu_200</i>		<i>Confu_300</i>		<i>Confu_200</i>		<i>Confu_300</i>	
	较弱	较强	较弱	较强	较弱	较强	较弱	较强
<i>Cash1<sub>t-1</sub></i>	0.0278*** (4.02)	0.0086 (1.12)	0.0293*** (4.12)	0.0071 (0.96)				
<i>Cash2<sub>t-1</sub></i>					0.0119*** (3.97)	0.0048 (1.46)	0.0128*** (4.10)	0.0035 (1.10)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	5313	5259	5295	5277	5313	5259	5295	5277
<i>Adj.R<sup>2</sup></i>	0.108	0.098	0.107	0.099	0.108	0.098	0.108	0.099
<i>F</i>	18.81	28.07	19.37	29.07	18.61	27.65	18.97	28.97

## 六、结论与启示

本文从非正式制度视角考察了儒家文化对企业现金持有行为的影响效应及传导机理。研究发现，儒家文化“居安思危”忧患意识及其留存的认知烙印是导致中国企业“高持现”现象的重要文化内因。具体来讲，企业受到儒家文化的影响强度越大，其现金持有水平显著越高。而且，相较于国有企业，儒家文化对非国有企业现金持有的影响效应更强；全球化浪潮下的外来文化冲击则削弱了儒家文化对企业现金持有的作用效果。我们还发现，儒家文化对企业“高持现”行为的影响效应在经济政策不确定性较低和行业成长性较高时表现更加突出，说明儒家忧患意识所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，由此导致企业高额持现。此外，儒家文化驱动的“高持现”行为能够帮助企业缓解金融危机不利冲击，并藉由战略柔性提高企业市场竞争优势，但却并未引发超额在职消费及过度投资等机会主义行为。这些结果表明，儒家文化蕴含的商业智慧具有积极的现代商业价值，其忧患意识驱动的企业“高持现”行为并非是管理者谋取私利的工具，而是企业规避外部不利环境冲击和赢得市场竞争优势的重要战略手段。

本文研究结论具有重要的实践价值和政策启示意义。一方面，面对日趋复杂、动态多变的外部经济环境，企业经营者应时刻抱有“居安思危”忧患意识以应对不确定性环境变革的挑战。特别是“新兴加转轨”制度背景下，中国企业面临高成长性的市场空间、高不确定性的竞争环境，且融资渠道单一，儒家忧患意识对现阶段企业行稳致远与高质量发展更具现实指导意义。另一方面，在宏观层面上，党的十八大以来习近平总书记等多个场合强调要“坚持文化自信”，多从中华优秀传统文化，尤其是儒家思想中寻求解决现实难题的办法。因此，企业经营者应该认真汲取和传承中华优秀传统文化的思想精华和道德精髓，充分发挥优秀传统文化在构建现代商业文明中的时代价值与治理功能。

当然，由于目前关于儒家文化价值的实证研究依然处于起步阶段，本研究不可避免存在一些局限和不足。例如，本文主要聚焦于儒家文化的忧患意识以揭示中国企业“高持现”的潜在文化内因，但儒家文化蕴含丰富的哲学思想和价值理念，可能还存在其他重要的文化维度和潜在作用机制未被充分揭示。该领域现有大多数研究可能都存在上述问题。又如，儒家文化的测度方式依然存在一些缺欠。未来我们将更加重视上述问题，努力寻找更好的解决方案，开展更深入的研究。

## 参考文献

- 陈冬华 胡晓莉 梁上坤 新夫, 2013:《宗教传统与公司治理》,《经济研究》第9期。
- 古志辉, 2015:《全球化情境中的儒家伦理与代理成本》,《管理世界》第3期。
- 金智 徐慧 马永强, 2017:《儒家文化与公司风险承担》,《世界经济》第11期。
- 李凤羽 史永东, 2016:《经济政策不确定性与企业现金持有策略——基于中国经济政策不确定指数的实证研究》,《管理科学学报》第6期。
- 黎文靖 李茫茫, 2017:《“实体+金融”:融资约束、政策迎合还是市场竞争?——基于不同产权性质视角的经验研究》,《金融研究》第8期。
- 柳光强 孔高文, 2018:《高管海外经历是否提升了薪酬差距》,《管理世界》第8期。
- 诺思, 2008:《制度、制度变迁与经济绩效》,格致出版社。
- 彭桃英 周伟, 2006:《中国上市公司高额现金持有动因研究——代理理论抑或权衡理论》,《会计研究》第5期。
- 孙涛 黄少安, 2010:《非正规制度影响下中国居民储蓄、消费和代际支持的实证研究——兼论儒家文化背景下养老制度安排的选择》,《经济研究》第1期。
- 万良勇 孙丽华, 2010:《公司高额现金持有政策能减缓金融危机冲击吗?——来自中国上市公司的经验证据》,《财政研究》第6期。
- 辛宇 徐莉萍, 2006:《公司治理机制与超额现金持有水平》,《管理世界》第5期。
- 徐细雄 李万利, 2019:《儒家传统与企业创新:文化的力量》,《金融研究》第9期。
- 许凌云, 2000:《儒家文化与忧患意识》,《齐鲁学刊》第2期。
- 杨兴全 齐云飞 吴昊旻, 2016:《行业成长性影响公司现金持有吗?》,《管理世界》第1期。
- 于泽 杜安然 钱智俊, 2014:《公司持有现金行为的理论与证据:争论和进展》,《经济学动态》第4期。
- 于泽 钱智俊 方庆 罗瑜, 2017:《数量管制、流动性错配和企业高额现金持有——来自上市公司的证据》,《管理世界》第2期。
- 曾爱民 张纯 魏志华, 2013:《金融危机冲击、财务柔性储备与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据》,《管理世界》第4期。
- Alesina, A.F., & P.Giuliano(2015), “Culture and institutions”, *Journal of Economic Literature* 53(4):898-944.
- Bates, T.W. et al(2009), “Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?”, *Journal of Finance* 64(5):1985-2021.
- Brandt, L. & H.Li(2003), “Bank discrimination in transition economies: Ideology, information, or incentives”, *Journal of Comparative Economics* 31(3):387-413.
- Brochet, F. et al(2019), “Managers' cultural background and disclosure attribute”, *The Accounting Review* 94(3):57-86.
- Chen, Y. et al (2015), “National culture and corporate cash holdings around the world”, *Journal of Banking & Finance* 50(C):1-18.
- Dittmar, A. et al(2003), “International corporate governance and corporate cash holdings”, *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 38(1):111-133.
- Fresard, L.(2010), “Financial strength and product market behavior: The real effects of corporate cash holdings”, *Journal of Finance* 65(3):1097-1122.
- Fu, P.P. & A.S.Tsui(2003), “Utilizing printed media to understand desired leadership attributes in the People's Republic of China”, *Asia Pacific Journal of Management* 20(4):423-446.
- Hambrick, D.C. & P.A.Mason(1984), “Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers”, *The Academy of Management Review* 9(2):193-206.
- Hilary, G. & K.W. Hui(2009), “Does religion matter in corporate decision making in America?”, *Journal of Financial Economics* 93(3):455-473.
- Hu, H. et al(2019), “Do local protestant values affect corporate cash holdings?”, *Journal of Business Ethics* 154(1):147-166.
- Jensen, M.(1986), “Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers”, *American Economic Review* 76(2):323-329.
- Kiridaran, K. et al(2014), “Influence of national culture on accounting conservatism and risk taking in the banking industry”, *The Accounting Review* 89(3):1115-1149.
- Li, K. et al(2013), “How does culture influence corporate risk-taking?”, *Journal of Corporate Finance* 23(4):1-22.

- Lin, J.Y. & Z.Li(2008), "Policy burden, privatization and soft budget constraint", *Journal of Comparative Economics* 36(1):90-102.
- Liu, Q. et al (2015), "Family control and corporate cash holdings: Evidence from China", *Journal of Corporate Finance* 31:220-245.
- Marquis, C. & A.Tilcsik(2013), "Imprinting: Toward a multilevel theory", *The Academy of Management Annals* 7(1):195-245.
- Mikkelson, W.H. & M.M.Partch(2003), "Do persistent large cash reserves hinder performance?", *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 38(2):275-294.
- Mouawiya, A. & A.Elhiraika(2003), "Cultural effects and savings: Evidence from immigrants to the United Arab Emirates", *Journal of Development Studies* 39(5):139-151.
- Myers, S.C. & N.S.Majluf(1984), "Corporate financing decisions when firms have information investors no not have", *Journal of Financial Economics* 13(2):187-221.
- Opler, T. et al(1999), "The determinants and implications of corporate cash holdings", *Journal of Financial Economics* 52(1):3-46.
- Sanchez, R.(1995), "Strategic flexibility in product competition", *Strategic Management Journal* 16(S1):135-159.
- Siegel, J.I. et al(2011), "Egalitarianism and international investment", *Journal of Financial Economics*, 102(3): 621-642.