

# 儒家文化对公司特质性风险的影响研究

李家琦

(湖南师范大学 湖南省长沙市 413000)

**摘要：**在转型经济背景下，企业风险不仅来源于宏观经济波动和市场竞争，也受到制度环境和文化因素的影响。现有研究多从正式制度和公司治理角度解释企业风险形成机制，而对文化等非正式制度如何影响企业特质性风险关注较少。作为中国传统文化的重要组成部分，儒家文化长期塑造社会行为规范和价值取向，其在企业风险治理中的经济后果有必要得到系统检验。

基于非正式制度理论，本文认为儒家文化通过影响管理者行为规范和企业决策环境，促使企业采取更加稳健和审慎的经营策略，从而降低企业特质性风险。同时，其作用并非替代正式制度，而是在特定制度情境下对其形成补充。

本文以 2010—2022 年中国 A 股上市公司为样本，采用多期面板回归模型进行实证检验。研究结果表明，儒家文化显著降低企业特质性风险，该结论在多种稳健性检验下依然成立。进一步分析发现，该效应在市场化程度较低地区、规模较大企业以及非国有企业中更为显著。本文从非正式制度视角为理解中国情境下企业风险形成机制提供了新的经验证据。

**关键词：**儒家文化；公司特质性风险；非正式制度；公司治理

**中图分类号：** F270.7      **文献标识码：** A

## 1 绪论

### 1.1 研究背景与研究意义

#### 1.1.1 研究背景

随着资本市场的不断发展，企业风险问题逐渐从宏观层面的系统性风险转向公司层面的特质性风险（idiosyncratic risk）。特质性风险是指由企业自身经营决策、治理结构及管理行为等内部因素所引致的风险，其波动性反映了企业内部不确定性与信息环境质量。尽管传统资产定价理论认为特质性风险可以通过投资组合分散而被消除，但大量实证研究发现，较高的特质性风险往往与公司治理失效、信息披露不充分以及经营不稳定等问题密切相关，不仅影响企业长期价值，也会降低资本市场资源配置效率。因此，特质性风险已逐渐成为公司金融与公司治理研究中的重要议题。

现有文献在解释企业特质性风险的形成机制时，主要从正式制度角度展开，重点考察公司治理结构、财务杠杆、管理层激励以及信息披露质量等因素对企业风险暴露的影响。这些研究从制度设计和经济理性视角为理解企业风险行为提供了重要解释。然而，在制度转型尚未完全完成的新兴市场中，仅依赖正式制度变量往往难以全面刻画企业面临的真实风险约束机制。

作为制度环境的重要组成部分，非正式制度在塑造企业行为方面发挥着不可忽视的作用。与法律法规等正式制度不同，非正式制度通过长期形成的社会规范、价值观念与文化传统，对个体和组织行为产生潜移默化的影响。尤其在正式制度执行存在差异或约束力有限的情境下，文化等非正式制度往往能够在企业治理与风险管理中发挥补充甚至替代作用。然而，相较于制度和政策因素，文化因素在特质性风险研究中的关注度仍然较低，其作用方向和内在机制尚未得到系统检验。

在中国的情境下，这一问题尤为突出。一方面，中国资本市场正处于制度不断完善与市场化程度持续提升的阶段，不同地区和企业间的制度环境差异依然显著；另一方面，以儒家文化

为代表的传统价值观在社会和经济生活中具有高度的历史连续性。儒家文化所强调的诚信、责任、长期主义与社会和谐，可能通过影响企业治理行为、管理层决策风格以及风险偏好，对公司特质性风险产生重要影响。因此，从儒家文化这一非正式制度视角出发，探讨其对公司特质性风险的影响，对于深化企业风险行为的理解具有重要意义。

### 1.1.2 研究意义

#### (1) 理论意义

第一，拓展了企业特质性风险的研究视角。以往研究多集中于正式制度（如公司治理结构、财务政策等）对特质性风险的影响，而非正式制度，尤其是儒家文化等文化因素的作用仍研究较少。本文从文化视角切入，丰富了特质性风险的理论探讨。

第二，完善了公司治理与文化融合的理论框架。通过考察儒家文化对企业特质性风险的实证影响，本文揭示了传统文化价值观在当代企业治理中的现实意义，为公司治理理论的本土化发展提供了理论支持。

第三，推动文化经济学与公司金融的交叉融合。本文将深层文化结构与企业微观行为结合，弥补了现有研究中对文化经济变量影响企业风险的忽视，推动了文化经济学理论在公司层面研究的拓展。

#### (2) 实际意义

第一，为企业风险管理提供新视角。本文发现，儒家文化氛围浓厚的地区企业特质性风险显著较低，这为企业在制定风险控制策略时提供了文化因素维度的参考依据，有助于强化企业内部治理与信息透明度建设。

第二，为儒家文化国家的企业管理实践提供借鉴。在中国及东亚地区，传统文化对企业管理行为有深远影响。本文结果显示，文化因素可在一定程度上替代正式制度功能，帮助企业构建稳定的行为模式。

第三，为政策制定与区域治理提供经验支持。政府在推动区域文化建设、提升社会诚信水平的同时，也能间接促进企业稳健经营、降低经济系统性风险。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 非正式制度对企业的影响

在理论研究的广阔领域中，非正式制度的概念最早由North（1990）提出。他深刻指出，非正式制度主要由一系列自我约束的行为规范构成，这些规范在个体行为塑造上往往具有比正式制度更为深远的影响力。与正式制度依靠法律强制力不同，非正式制度通过文化、宗教等社会习俗，以一种潜移默化的方式约束着个体和集体的行为，其影响力更为持久且深远。Williamson（2000）在此基础上进一步拓展了非正式制度的概念，他强调非正式制度与正式制度在社会经济运行中共同发挥作用，特别是在新兴经济体中，由于正式制度往往存在不完善之处，非正式制度成为了弥补这一缺陷的重要机制。这些非正式制度不仅塑造了人们的行为模式，还在一定程度上影响了法律等正式制度的执行，甚至在某些情况下替代了正式制度，发挥了关键的约束作用。近年兴起的行为金融学也表明，除了制度和经济因素外，文化这类非正式制度也会对企业行为产生重要影响（Li et al.，2013）。特别是对中国这样一个市场机制尚不健全、制度环境仍需完善，历史文化却源远流长的新兴国家，文化因素可能发挥着更为重要的作用（Allen et al.，2005；陈冬华等，2013）。

在企业管理领域，非正式制度的重要性愈发凸显。特别是在新兴经济体中，由于正式制度的不完善，非正式制度在企业决策中占据了更为关键的位置。Du（2013，2014，2015）的研究表明，当非正式制度与相对较弱的正式制度相结合时，能够有效缓解企业中普遍存在的委托代理问题，进而促进企业治理结构的优化。文化和宗教背景差异对企业治理模式有重要影响，例如，Dyer和Singh（1998）指出，诚信文化作为一种重要的非正式制度，能够在一定程度

上替代法律等正式制度，对个体行为形成有效约束，确保契约的顺利履行。因此，企业在发展过程中形成的诚信文化，对盈余管理、公司治理结构等方面产生了深远的影响。此外，宗教传统在企业治理中的作用同样不容忽视。陈冬华等（2013）通过实证分析发现，地区的宗教传统对企业的治理水平、风险承担以及资金来源等方面产生了显著影响。特别是在宗教文化深厚的地区，企业的违规行为较少，盈余管理水平较低，治理结构更加规范，从而推动了企业的健康发展。这一发现进一步证实了非正式制度在企业治理中的重要作用。除了诚信文化和宗教文化，创新文化也对企业创新行为产生了重要影响。赵奇锋等（2018）的研究指出，在博彩文化盛行的地区，公司高层管理者参与创新的意愿较低，导致企业创新活动相对滞后。然而，Adhikari 和 Agrawal（2016）的研究则持相反观点，他们认为博彩文化反而能够促进企业创新，特别是在将行业增长机会转化为公司价值的过程中，博彩文化起到了积极的推动作用。这些研究揭示了不同文化因素对企业创新行为的复杂影响。

### 1.2.2 儒家文化的起源与发展

儒家思想，作为中国传统文化的瑰宝，拥有超过两千五百年的悠久历史，其根源可追溯至春秋时期伟大的思想家孔子（公元前 551-479 年）。儒家思想自诞生以来，就与中国历史的跌宕起伏紧密相连。先秦时期，儒学在百家争鸣中崭露头角，但战国时期的政治动荡和“焚书坑儒”的悲剧一度使其陷入低谷。然而，至汉代，儒家思想得以复兴，特别是汉武帝采纳董仲舒“罢黜百家，独尊儒术”的建议后，儒家思想确立了其正统地位，并在随后的两千多年中深深植根于中国社会，成为国家治理和文化发展的基石（张维迎，2013）。魏晋南北朝时期，虽然道家和佛教思想盛行，但儒家思想在唐代依然保持其主导地位，尤其是“三纲五常”等伦理规范对社会文化产生了深远影响。宋代，儒学更是吸收了佛教和道教的思想精髓，发展出程朱理学，成为主流哲学，对后世产生了深远影响。明清时期，儒家思想达到了鼎盛状态，被誉为“儒门盛世”，在政治、经济和社会各个领域都占据了主导地位。然而，进入近代以后，随着西方思想的涌入和政治动荡的加剧，特别是 20 世纪的文化大革命，儒家思想遭遇了前所未有的挑战。尽管如此，儒家文化在中国社会中依然保持着其深远的影响，尤其是在经济行为方面（Gu, 2024）。

### 1.2.3 儒家文化对当代经济行为的影响

儒家思想体系不仅通过道德规范来引导社会和经济互动（Taylor, 2004; Wang & Madson, 2013），而且倡导了一套普适的道德标准，明确了适用于所有人的行为准则，并特别强调了对个人及其权利的尊重（Tabellini, 2008; Tiwald, 2012）。在儒家文化的熏陶下，家庭、朋友、同事等社会网络中的行为，以及与外界的商业交易互动，都需遵循严格的伦理要求（Kim, 2015; Lam, 2003）。儒家思想坚决反对任何形式的剥削，无论这种剥削是出于私人利益、社会利益，还是基于等级关系，这使得以儒家文化为核心的国家，如中国及其他东亚国家，在社会道德评价中往往表现出色（Alesina & Giuliano, 2015）。面对现代化进程和西方思潮的冲击，儒家思想中的核心价值观，如忠诚、礼仪和对道德义务的强调，虽然经历了一定的转变，但许多优良传统并未被完全摒弃，依然深刻影响着当代中国社会。当前，中国政府积极倡导儒家文化的复兴，推动其在现代社会中的广泛应用（Du, 2015）。儒家思想在企业治理、商业决策和经济活动中的适应性也展现了其独特的价值，其强调道德与义务的理念在现代公司治理理论中依然发挥着重要作用（程博等，2016；张维迎，2013）。

在企业管理方面，儒家思想中的“均平”理念对薪酬分配产生了深远影响，陈仕华等（2020）的研究发现，这一理念有助于缩小高管与员工之间的薪酬差距，推动收入的和谐分配。饶育蕾等（2022）则进一步指出，尽管“伦理有序”的等级观念可能在某些情况下会加剧薪酬不平等，但儒家文化中的“公平和谐”与“集体主义”倾向在缓解薪酬差距方面具有积极作用。此外，常赛超等（2020）通过扎根理论研究揭示，儒家文化的“言教、身教、境教”教育实

践能够有效改善员工的工作态度并缓解工作压力。儒家文化对高管薪酬和行为的约束作用也尤为显著。Jin et al. (2023) 的研究发现, 儒家文化削弱了薪酬激励与公司绩效之间的敏感性, 导致高管薪酬与公司绩效呈负相关, 进而影响了公司承担风险的能力。潘越等 (2020) 则指出, 儒家文化中的“俭”价值观有助于限制高管在职消费, 促进企业文化的建设。同时, Xiu et al. (2022) 的研究还表明, 儒家文化不仅促进高管参与政治活动, 还凸显了文化因素在高管行为与社会互动中的重要作用。

儒家文化对企业行为的影响同样深远。在企业创新方面, Yan et al. (2021) 与王文凯 (2021) 一致认为, 儒家文化通过吸引高学历人才、减少知识产权侵害等方式, 显著促进了企业的创新能力, 尤其是在法律监管不足的地区, 这种影响更为显著。然而, 张璇和束世宇 (2022) 也指出, 外来文化的冲击可能会削弱儒家文化对创新的促进作用, 为文化交互与创新研究提供了新的视角。李俊成等 (2023) 则在绿色创新领域进行了拓展研究, 发现儒家文化通过提升企业的环保意识 and 减少代理问题, 推动了企业的绿色转型。在社会责任方面, Huang (2024) 认为儒家思想在提升 ESG 绩效上发挥着关键作用, 在 ESG 的三个维度上都表现出持续的积极影响。潘子成等 (2023) 认为, 儒家文化中的“天人和谐”“利他”“义利”等核心价值观推动了企业履行社会责任, 改善了管理者的自利行为, 进而助力企业战略转型并提升整体绩效。邹萍 (2020) 和邹萍、李谷成 (2022) 的研究则表明, 儒家文化中的“仁义信”理念促使企业更加积极地披露社会责任信息, 社会信任在这一过程中起到了重要的中介作用。此外, 潘子成等 (2022) 还进一步指出, 儒家文化营造的良好道德环境有助于有效抑制企业在会计信息披露中的违规行为。古志辉 (2015) 的研究则揭示了儒家文化在提升企业代理效率和减少代理成本方面的作用, 深入分析了儒家文化在企业管理中的经济影响。古志辉 (2024) 还发现了儒家文化强调普遍的道德, 即一个人必须像他或她希望被对待的那样对待他人, 因此可以有效减少大股东侵占小股东权益的行为。

#### 1.2.4 公司特质性风险的影响因素

公司特质波动率 (idiosyncratic volatility) 作为衡量公司特质性风险的重要指标, 反映了公司特定因素对股价波动的影响。其形成不仅与公司内部的多种因素相关, 还受到外部环境的显著影响。内部因素中, 现金流及其不确定性、企业的管理层特征、治理结构以及信息披露等因素对公司特质波动率具有重要作用。外部因素则包括市场竞争、投资者偏好、市场化程度以及外部环境的不确定性等, 这些因素共同作用, 影响了企业的经营状况与股价波动。在内部因素中, 现金流及其不确定性是决定公司特质波动率的关键因素之一。Pastor 和 Veronesi (2003, 2006) 研究表明, 企业现金流的不确定性通常会加大盈利的不可预测性, 进而提升特质波动率。初创企业由于处于业务探索阶段, 现金流波动较大, 因此其特质波动率通常较高; 而成熟企业则因业务多样化、市场占有率相对稳定, 现金流的波动性较小, 从而降低了特质波动率 (Hasan & Habib, 2017)。此外, 企业在不同生命周期阶段的特质波动率也存在显著差异, 初创和衰退阶段的企业由于盈利能力和财务稳定性较差, 往往面临较高的波动风险; 而成长和成熟阶段的企业则因其经营稳定性较强, 波动率通常较低 (Hasan & Habib, 2017)。公司管理层的特征和治理结构同样对特质波动率产生深远影响。Chok 和 Sun (2007) 以及 Tan 和 Liu (2016) 指出, 企业管理层的决策风格、CEO 的风险偏好及董事会的决策能力等因素, 都可能影响公司应对外部风险的能力, 进而影响特质波动率。有效的公司治理结构能够通过优化资源配置、提高决策效率、减少内部冲突等方式降低波动性; 相反, 治理失衡或治理结构不健全可能导致决策失误, 增加公司面临的风险和波动性。另外, 信息披露的质量也是影响特质波动率的一个重要因素。Anwer 等 (2007) 指出, 财务报告信息质量的下降或信息披露的不充分会导致股价波动加剧, 因投资者面临较高的不确定性时, 往往会作出过度反应。辛清泉等 (2014) 的研究进一步表明, 企业的信息透明度越高, 投资者能够更准确地预测企业的经营状况, 进而降低特质波动率。花冯涛 (2016) 提出, 低质量的信息披露会加剧市场的不确定性, 尤其在信息不对称的情况下, 企业的盈余

管理行为会放大这种波动效应。

在外部因素方面，市场竞争和市场化程度对企业的特质波动率也有显著影响。吴昊旻等（2012）指出，在竞争激烈的行业中，企业面临的风险通常较高，但如果行业结构较为集中，或者企业在行业中拥有较强的市场势力，则可以有效地降低这些风险。此外，李文贵等（2012）认为，国有企业相对于非国有企业来说，因其较强的资源保障和稳定的经营环境，通常能够保持较低的风险水平。然而，随着市场化进程的加快，竞争的激烈程度增加，企业的特质波动率也有可能相应上升。投资者的偏好也是外部因素中的一个关键因素。刘维奇等（2014）研究表明，投资者对于高风险高回报的股票更为偏好，尤其是在中国市场中，投资者往往倾向于投资那些过去价格波动较大的股票，这种投资偏好可能会增加公司的特质波动率。此外，市场环境的不确定性，如金融危机等极端事件，也会加剧公司特质波动率的上升。花冯涛等（2018）提出，外部环境的不确定性会导致企业的现金流波动加剧，进一步影响企业的经营稳定性和信息质量，从而推动特质风险的增加。

### 1.2.5 文献评述

本文梳理了国内外关于企业特质性风险影响因素的相关研究。从整理的文献来看，学者们在正式制度和市场环境等方面对企业特质性风险的影响方面已经取得较多研究成果，并在一定程度上形成了共识。本文则从非正式制度——文化的视角切入，以文化对企业行为的深远影响为出发点，整理了相关文献，特别是中国传统文化中的儒家文化对于企业行为的潜在影响机制。通过对现有文献的分析发现，尽管已有研究为本文提供了重要启发，但仍存在一定的不足，具体表现为：企业特质性风险的研究较为丰富，但主要集中在正式制度和市场环境的影响层面，关于非正式制度（如文化）作为企业特质性风险的潜在影响因素的探讨较为少见。现有文献较少从整体效应和异质性差异的角度系统分析儒家文化对企业特质性风险的影响。本研究从这一视角切入，具有重要的理论和现实意义。

### 1.3 研究方法

为系统检验儒家文化对公司特质性风险的影响，本文综合采用文献研究法与定量实证分析方法，并辅以对比分析，对研究假设进行检验与拓展：

文献研究法。通过系统回顾非正式制度、儒家文化以及公司特质性风险等领域的国内外文献，厘清文化因素影响企业风险行为的理论基础与可能路径，为本文研究假设的提出提供理论支撑。同时，通过对现有研究不足的总结，明确本文的研究切入点与研究贡献。

定量实证分析。本文以定量实证分析作为核心研究方法，利用中国 A 股上市公司面板数据，对儒家文化与公司特质性风险之间的关系进行系统检验。具体而言，本文基于 CNRDS 和 CSMAR 数据库构建研究样本，采用多元回归模型分析儒家文化强度对企业特质性风险的影响。在实证过程中，控制公司层面特征变量，并引入公司固定效应与年份固定效应，以缓解遗漏变量偏误问题。在此基础上，进一步开展稳健性检验和异质性分析，以提高研究结论的可靠性和解释力。

（3）对比分析法。本文结合对比分析方法，对不同企业特征和制度环境下的样本进行分组回归，考察儒家文化影响效应的差异性。通过比较不同产权性质、公司规模、治理结构以及市场环境下的回归结果，进一步揭示儒家文化在企业风险治理中的作用条件与边界。

### 1.4 创新之处

第一，虽然近年来公司特质性风险逐渐引起了学术界和实务界的关注，但国内关于公司特质性风险的研究仍然相对较少，且现有的研究大多集中在市场环境、公司治理等正式制度对特质性风险的影响。本文首次将儒家文化这一非正式制度引入公司特质性风险的研究，拓展了传统上主要关注公司治理、财务结构等正式制度的研究框架，为公司特质性风险管理研究提供了新的视角。

第二，本文系统梳理了儒家文化的核心价值特质，并分析了这些文化特质如何通过企业治理、

管理层决策、风险偏好等途径影响公司特质性风险。通过对儒家文化影响的深入分析，本文为文化经济学理论的发展和企业管理研究提供了新的理论依据。探讨了儒家文化对企业风险行为的整体影响及其在不同治理环境下的表现拓展了文化因素在企业风险管理中的研究路径。

第三，基于研究结论，本文为投资者和监管部门提出了具体的建议。对于投资者，建议识别具有高文化浓度地区的企业，并重点关注这些企业可能表现出的长期稳定性特质，作为投资决策的重要参考。对于监管部门，建议加强对企业文化建设的政策支持，尤其是在儒家文化浓厚的地区，通过推动企业治理与文化优势相结合，提升整体经济运行质量。提出了基于实证结果的政策建议。

### 1.5 研究框架

本文围绕“儒家文化是否以及如何影响公司特质性风险”这一核心问题展开研究，基于非正式制度理论和公司金融分析框架，系统构建了从理论分析到实证检验的研究路径。全文研究框架遵循“研究背景与问题提出—理论分析与假设构建—研究设计—实证检验—结论与启示”的逻辑展开，具体内容安排如下。

第一部分为绪论，主要包括研究背景、研究意义、文献综述、研究方法、创新点以及研究框架说明。该部分在系统梳理公司特质性风险研究演进脉络的基础上，引入非正式制度视角，重点阐述儒家文化在中国情境下可能通过影响企业治理行为和管理者决策，对公司特质性风险产生作用的现实背景与理论动因。同时，通过对国内外相关文献的系统评述，明确现有研究的不足，进而提出本文的研究思路与研究重点。

第二部分为相关理论基础。本部分从股价信息理论、信息不对称与代理问题理论、非正式制度理论以及管理者行为与风险偏好理论等角度，为分析儒家文化影响公司特质性风险的内在机制提供理论支撑。通过对上述理论的梳理，本文明确了公司特质性风险的经济含义及其形成逻辑，并为后续从文化视角分析企业风险行为奠定理论基础。

第三部分为理论分析与研究假设。本部分基于非正式制度框架，系统分析儒家文化可能通过改善企业信息环境、调节管理者风险偏好以及增强企业决策稳定性等机制，对公司特质性风险产生影响。同时，考虑到文化因素作用的多维性与情境依赖性，本文进一步探讨了儒家文化在特定条件下可能通过抑制创新、强化权威集中和增强路径依赖等反向机制，提高公司特质性风险的可能性。在综合正向与反向作用机制分析的基础上，提出儒家文化与公司特质性风险之间的竞争性研究假设。

第四部分为研究设计。本部分详细介绍样本选取与数据来源，说明核心变量与控制变量的定义和测度方法，并构建用于实证检验的计量模型。具体而言，本文以中国A股非金融类上市公司为研究对象，采用企业注册地一定地理半径范围内孔庙数量作为儒家文化强度的代理变量，并利用多种资产定价模型测算公司特质性风险，通过双重固定效应模型对研究假设进行检验。

第五部分为实证结果分析。本部分首先报告样本的描述性统计特征和相关性分析结果，在此基础上进行基准回归分析，检验儒家文化对公司特质性风险的总体影响。随后，通过更换核心变量测度方式、调整模型设定等方法开展稳健性检验，并进一步从企业产权性质、公司规模、治理结构以及地区市场化程度等角度进行异质性分析，以增强研究结论的可靠性和解释力。

第六部分为结论与启示。本部分在总结全文研究结论的基础上，提炼儒家文化影响公司特质性风险的主要发现，并从企业治理实践和制度环境建设角度提出相应的政策建议。同时，结合研究过程中存在的局限性，对未来研究方向进行展望。

通过上述研究安排，本文力求在理论分析与实证检验之间形成清晰、连贯的研究逻辑，从非正式制度视角系统揭示儒家文化对公司特质性风险的影响机制及其现实意义。

## 2 相关理论基础

### 2.1 股价信息理论

在资本市场中, 股票价格被视为反映信息的重要载体。根据现代金融理论, 证券价格的形成过程本质上是市场参与者不断吸收和整合信息的过程。股票收益的波动并非完全随机, 而是由不同层级的信息持续进入价格体系所驱动。从这一角度看, 股价波动可以分解为由市场整体因素引致的系统性波动, 以及由企业自身特定因素引致的非系统性波动。

公司特质性风险正是后者的集中体现, 其反映了企业在经营活动、治理结构和内部决策过程中所面临的不确定性。与宏观经济波动或行业冲击不同, 特质性风险更多来源于企业层面的信息生成和决策行为。当企业战略调整频繁、经营决策缺乏稳定性或内部治理机制存在缺陷时, 相关不确定性难以被市场有效预期和消化, 从而表现为较高的特质性波动。

在此意义上, 特质性风险并非简单的统计残差, 而是企业内部不确定性在资本市场中的外在表现。影响企业信息披露质量、决策稳定性和治理结构的因素, 均可能通过改变企业特定信息进入股价的方式, 进而影响特质性风险水平。因此, 从股价信息含量视角分析企业特质性风险, 为探讨制度和文化的经济后果提供了重要理论基础。

### 2.2 信息不对称与代理问题理论

在现代企业制度下, 所有权与经营权分离是公司治理的基本特征。这一制度安排虽然提高了资源配置效率, 但同时也引入了典型的代理问题。管理层作为企业的实际经营者, 掌握着大量企业内部信息, 而外部投资者和其他利益相关者则处于信息劣势地位。这种信息不对称为管理层从事机会主义行为提供了空间。

当代理约束不足时, 管理层可能出于个人利益考虑, 采取高风险投资决策、操纵信息披露节奏或延迟披露不利信息, 以追求短期业绩表现。这类行为虽然可能在短期内提升表面绩效, 但往往会加剧企业经营的不确定性, 并在资本市场中放大为股价层面的非系统性波动, 从而提高公司特质性风险。

相反, 当企业内部代理问题得到有效缓解、信息披露动机较强时, 企业经营行为更容易被外部投资者理解和预期, 企业特定冲击对股价的影响也相对可控。因此, 信息不对称和代理冲突被视为企业特质性风险的重要来源之一。任何能够约束管理层机会主义行为、改善企业信息环境的制度安排或行为规范, 均可能在理论上降低企业特质性风险水平。

### 2.3 非正式制度与儒家文化的约束机制

制度环境不仅由法律法规等正式制度构成, 也包括由社会长期演化形成的文化传统、道德规范和价值观念等非正式制度。与正式制度依赖外在强制不同, 非正式制度通过内在认同和社会评价对经济主体行为产生约束, 其影响具有持续性强、渗透范围广的特点。在正式制度约束存在差异或执行成本较高的情境下, 非正式制度往往在规范经济行为方面发挥重要补充作用。

儒家文化作为中国社会长期存在的重要价值体系, 其核心在于通过道德规范和社会责任意识约束个体和组织行为。儒家文化强调诚信、责任与长期主义, 反对短期逐利和机会主义行为。这种价值取向在企业层面表现为对声誉和社会评价的高度重视, 从而对管理层决策行为形成内在约束。

在儒家文化影响较强的环境中, 企业管理者在决策过程中更倾向于关注企业长期发展和组织稳定性, 避免可能引发社会负面评价或道德争议的高风险行为。这种文化约束机制有助于抑制过度冒险和短期投机行为, 增强企业经营决策的一致性和稳定性, 从而在理论上降低企业经营的不确定性, 并进一步影响公司特质性风险水平。

### 2.4 管理者行为与风险偏好理论

企业风险水平在很大程度上取决于管理层的决策行为。管理者在面对不确定性时, 其风险偏

好差异会直接影响企业的战略选择和资源配置方式。当管理者倾向于采取激进决策时，企业可能频繁进行高风险投资或战略调整，从而加大经营结果的波动性；而当管理者采取相对稳健的决策策略时，企业经营活动往往更加可预期，风险水平相对较低。

管理者的风险偏好并非完全由个人特征决定，其行为选择往往受到制度环境和文化背景的深刻影响。文化环境通过塑造价值取向和行为边界，对管理者“何为合理决策”形成潜在规范。在强调克制、责任和长期目标的文化氛围中，管理者更可能在决策过程中权衡长期风险与收益，避免过度冒险行为。

因此，从管理者行为视角来看，文化因素可能通过影响管理层的风险偏好和决策风格，间接作用于企业经营波动和股价特质性风险。这一行为机制为文化因素影响企业风险提供了微观层面的理论解释。

### 3 理论分析与假设

#### 3.1 儒家文化作为非正式制度的经济约束机制

在制度经济学框架下，经济行为不仅受到法律法规等正式制度的约束，也深受社会规范、价值观念和文化传统等非正式制度的影响。相较于正式制度依赖外在强制力，非正式制度通过内在认同、道德约束和社会评价机制，对个体和组织行为形成长期而稳定的影响。在正式制度尚不完善或执行成本较高的情境下，非正式制度往往在经济活动中发挥重要的补充甚至替代作用。

儒家文化作为中国社会长期存在的重要非正式制度，其核心价值体系强调诚信、责任、秩序与长期主义。这些价值观并非仅停留在道德层面，而是通过影响个体行为边界和决策取向，深刻塑造企业的治理结构和经营行为。例如，在企业层面，儒家文化通过声誉机制和社会评价体系，对管理层形成内在约束，使其在决策过程中更加重视长期后果而非短期收益。

与正式制度相比，儒家文化的约束机制具有隐性和持续性的特点。一方面，文化规范不依赖于明确的法律惩罚，而是通过社会认可与道德压力约束行为；另一方面，其影响具有跨期性和稳定性，能够在较长时间内塑造管理者的决策风格。因此，在制度转型背景下，从儒家文化这一非正式制度视角考察企业风险行为，具有重要的理论意义。

#### 3.2 儒家文化降低公司特质性风险的理论路径分析

##### 3.2.1 信息环境改善机制

公司特质性风险的形成在很大程度上源于企业层面信息不确定性及其在资本市场中的反映。相较于系统性风险，特质性风险更多体现了投资者对企业自身经营状况、治理行为以及未来预期的不确定判断。当企业信息披露质量较低或信息传递机制不畅时，市场参与者难以及时、准确地获取企业真实信息，从而导致股价对非系统性冲击产生过度反应，表现为较高的特质性风险。

从信息经济学角度看，信息不对称是资本市场中普遍存在的现象。企业内部管理层掌握着关于经营状况、投资决策和风险暴露的关键信息，而外部投资者只能通过公开披露的信息进行判断。当管理层出于机会主义动机选择性披露信息，或通过延迟披露、不完全披露等方式操纵信息环境时，企业真实风险状况难以被市场有效识别，进而放大股价波动。

在此背景下，儒家文化所强调的诚信与道德自律，为改善企业信息环境提供了重要的非正式制度基础。儒家文化将“信”视为社会交往和组织运行的重要准则，强调言行一致和责任意识。在儒家文化影响较强的环境中，企业管理层更可能将信息披露视为一种道德责任，而非单纯的合规行为。这种内在约束有助于减少管理层的信息操纵动机，提高信息披露的真实性、连续性和一致性。

信息环境的改善不仅体现在披露数量的增加，更体现在披露质量的提升。当企业信息披露更加真实、稳定时，投资者能够更准确地评估企业经营状况和风险水平，股价对企业特定冲击

的反应也更趋理性，从而抑制特质性风险的过度波动。因此，通过改善企业信息环境，儒家文化可能在理论上降低公司特质性风险。

### 3.2.2 管理者风险偏好调节机制

企业风险水平的高低，在很大程度上取决于管理层在面对不确定性时所表现出的风险偏好。管理者作为企业战略决策的核心主体，其风险态度直接影响企业的投资行为、融资策略以及资源配置方式。当管理层倾向于采取激进决策时，企业更容易进行高风险、高波动性的经营活动，从而加剧经营结果的不确定性。

管理者的风险偏好并非完全由个人性格或经济激励决定，而是受到制度环境和文化背景的深刻影响。文化作为一种长期存在的价值体系，通过塑造“何为合理决策”的认知框架，影响管理者对风险与收益的权衡方式。儒家文化强调克制、责任与长期目标，反对过度冒险和短期逐利行为，这一价值取向可能在潜移默化中降低管理者的风险承受意愿。

在儒家文化影响较强的环境中，管理者往往更加关注决策行为可能带来的长期后果和社会评价。这种责任意识使其在投资和战略选择中更加审慎，倾向于规避可能引发重大经营波动的高风险项目。相较于激进型管理者，稳健型管理者更可能维持企业经营活动的连续性和稳定性，从而降低企业经营结果的不确定性。

此外，风险偏好的变化还会影响管理层对不确定性冲击的应对方式。风险偏好较低的管理者更倾向于提前识别潜在风险，并通过稳健的经营策略加以缓释。这种前瞻性风险管理行为有助于减少企业在面对外部冲击时的剧烈波动，并最终反映为较低的公司特质性风险。

### 3.2.3 企业决策稳定性机制

企业战略决策的稳定性是影响经营不确定性的重要因素。频繁的战略调整 and 经营方向变化，往往会增加企业内部协调成本和外部预期不确定性，从而加剧企业经营结果的波动性。相反，当企业决策路径保持相对稳定时，其经营行为更容易被市场理解和预期，非系统性冲击对企业价值的影响也相对有限。

儒家文化所强调的秩序意识和长期导向，为企业决策稳定性提供了重要的文化基础。在儒家价值体系中，稳定性和连续性被视为组织运行的重要特征。这种文化取向使企业在制定战略时更加注重长期规划，而非随短期市场变化频繁调整经营方向。

在儒家文化影响较强的环境中，企业管理层更可能坚持既定战略路径，避免因短期业绩波动或市场情绪变化而频繁进行重大调整。这种决策稳定性不仅有助于降低企业内部运营的不确定性，也有助于增强外部投资者对企业未来发展的预期一致性。

从资本市场角度看，稳定的决策路径有助于减少市场对企业未来行为的猜测空间。当企业经营行为具有较高可预期性时，股价对企业特定冲击的反应更为平缓，从而抑制特质性风险的过度波动。因此，通过增强企业决策稳定性，儒家文化可能在理论上降低公司特质性风险。

## 3.3 儒家文化可能提高公司特质性风险的反向机制分析

尽管前文从信息环境、管理者风险偏好和企业决策稳定性等角度论证了儒家文化可能降低公司特质性风险，但需要指出的是，文化因素对企业行为的影响具有复杂性和多面性。在特定情境下，儒家文化所形成的行为规范和价值取向，也可能通过其他路径增加企业经营的不确定性，从而提高公司特质性风险。因此，有必要对儒家文化可能产生的反向作用机制进行系统分析。

### 3.3.1 过度稳健与创新抑制机制

儒家文化强调克制、谨慎和秩序，在一定程度上有助于抑制企业过度冒险行为。然而，当这种价值取向被过度强化时，也可能导致企业在面对不确定性时表现出过度保守的决策倾向。企业在快速变化的市场环境中，如果长期回避风险，可能错失重要的发展机会，从而在中长期面临更大的经营不确定性。

从企业竞争角度来看，创新活动往往伴随着较高的不确定性和失败风险。过度稳健的决策模

式可能抑制企业在研发投入、技术升级和商业模式创新方面的积极性,使企业在竞争中逐渐丧失优势。当企业创新能力不足、战略调整滞后时,其经营绩效更容易受到外部冲击的影响,进而表现为更高的股价波动性。

在资本市场层面,企业创新不足可能削弱投资者对其长期成长性的信心。当市场对企业未来发展路径缺乏清晰预期时,企业股价更容易受到非系统性冲击的影响,从而增加特质性风险。因此,在创新驱动型行业或高度竞争的市场环境中,儒家文化所带来的过度稳健倾向,可能通过抑制创新行为间接提高公司特质性风险。

### 3.3.2 权威集中与决策偏误机制

儒家文化强调等级秩序和权威意识,在组织管理中有助于维持内部稳定和协调。然而,这种价值取向在企业层面也可能导致决策权力过度集中。当企业高度依赖少数核心管理者进行决策时,组织内部多元意见和信息反馈机制可能受到抑制,从而增加决策偏误的可能性。

决策权力集中容易削弱组织内部的监督和制衡机制。当管理层缺乏有效的内部约束时,其个人判断偏差更容易转化为企业层面的战略失误。尤其在面对复杂和不确定的外部环境时,单一决策视角可能无法充分识别潜在风险,进而加剧企业经营的不确定性。

此外,权威导向的组织文化可能降低员工对管理层决策的质疑和纠偏意愿。当错误决策无法及时被修正时,其负面影响可能在较长时间内累积,并最终反映为企业经营波动和股价特质性风险的上升。因此,在内部治理机制不完善或外部监督较弱的情境下,儒家文化所强化的权威结构,可能通过放大决策偏误提高公司特质性风险。

### 3.3.3 环境适应性不足与路径依赖机制

儒家文化强调传统、延续性和秩序稳定,这种价值取向有助于企业维持长期战略一致性,但也可能增强组织的路径依赖。当企业过度依赖既有经验和成功模式时,其对外部环境变化的敏感性可能降低,从而削弱对新风险和新机会的识别能力。

在快速变化的市场环境中,路径依赖可能导致企业反应迟缓。当外部冲击出现时,企业若无法及时调整战略或经营模式,其经营结果更容易出现剧烈波动。对于资本市场而言,这种不确定性会增加投资者对企业未来表现的分歧,从而放大股价的非系统性波动。

因此,在高度不确定或技术变革频繁的行业环境中,儒家文化所强化的稳定导向和传统依赖,可能通过降低企业环境适应能力,间接提高公司特质性风险。

## 3.4 理论整合与研究假设的提出

前文从非正式制度视角出发,系统分析了儒家文化通过信息环境改善、管理者风险偏好调节以及企业决策稳定性等机制,可能降低公司特质性风险的作用路径;同时,也从过度稳健、权威集中和路径依赖等角度,讨论了儒家文化在特定情境下可能提高公司特质性风险的反向机制。上述分析表明,儒家文化对公司特质性风险的影响具有多维性和复杂性,其最终作用方向取决于不同机制之间的相对强弱。

在理论上,当儒家文化所形成的道德约束和社会评价机制占据主导地位时,其抑制机会主义行为、改善信息环境和约束管理者风险偏好的作用更为显著,企业经营活动的不确定性相应降低,从而表现为较低的公司特质性风险。相反,当儒家文化所强化的稳健导向和权威结构削弱企业创新能力、抑制内部信息反馈或增强路径依赖时,其负面效应可能逐渐显现,进而增加企业面临的不确定性。

然而,在中国资本市场的制度背景下,企业所处的正式制度环境仍存在显著差异,不同地区和企业在公司治理机制、外部监督强度以及市场化程度等方面表现出明显不均衡特征。在此背景下,儒家文化作为一种长期存在的非正式制度,其约束效应往往在正式制度相对不足的情境中更加突出。相比之下,在治理机制完善、外部监督充分的企业中,正式制度已经能够对管理层行为形成有效约束,文化因素的边际影响可能相对减弱。

基于上述理论整合,可以认为,在总体层面上,儒家文化通过改善企业信息环境、约束管理

者行为和增强决策稳定性,对公司特质性风险具有抑制作用;但这一作用并非普遍存在,而是受到企业治理环境和外部制度条件的显著影响。为此,本文在综合正向机制与反向机制分析的基础上,提出以下研究假设。

#### 3.4.1 儒家文化与公司特质性风险的总体效应假设

在综合前文理论分析的基础上,可以认为,儒家文化作为一种长期存在的非正式制度,通过道德规范和社会评价机制,对企业行为形成持续约束。从总体层面来看,儒家文化所强调的诚信、责任和长期主义,有助于缓解企业内部代理问题,抑制管理层的机会主义行为,并改善企业信息披露动机。

首先,在儒家文化影响较强的环境中,企业管理层更可能将声誉和社会评价纳入决策考量范围。这种声誉约束机制能够在一定程度上降低管理层进行高风险决策的意愿,减少短期逐利行为,从而降低企业经营活动的不确定性。其次,儒家文化通过强化责任意识,促使管理层在信息披露和经营决策中表现出更高的自律性,有助于改善企业信息环境,使市场能够更有效地吸收企业特定信息。此外,儒家文化所倡导的秩序意识和稳定导向,有助于增强企业战略决策的一致性和可预期性。当企业经营行为具有较高稳定性时,其特定冲击对股价的影响相对可控,表现为较低的特质性风险。尽管在特定情境下,儒家文化可能通过反向机制增加企业风险,但在一般情况下,其正向约束效应更可能占据主导地位。

基于上述分析,本文从总体层面预期,儒家文化对公司特质性风险具有显著的抑制作用。因此,本文提出:

假设 1: 在其他条件相同的情况下,企业所处地区儒家文化程度越强,公司特质性风险越低。

#### 3.4.2 竞争性理论假设与反向效应预期

尽管本文在总体上预期儒家文化能够降低公司特质性风险,但前文反向机制分析表明,在特定企业特征或行业环境下,儒家文化可能通过抑制创新、强化权威集中或增强路径依赖等机制,提高企业经营的不确定性。在创新驱动型行业或外部环境变化较快的情境中,企业需要通过承担一定风险以获取竞争优势。当文化因素过度强化稳健导向和秩序意识时,企业可能在面对技术变革或市场冲击时反应迟缓,从而放大经营波动。此外,在权威高度集中的组织结构中,文化所强化的服从和等级观念可能削弱内部纠错机制,增加决策失误风险。因此,本文提出:

假设 2: 在其他条件相同的情况下,企业所处地区儒家文化程度越强,公司特质性风险越高。

### 4 研究设计

#### 4.1 数据来源与样本构建

为系统检验儒家文化对公司特质性风险的影响,本文选取 2010—2022 年中国 A 股上市公司作为研究对象,构建公司一年度层面的非平衡面板数据。研究所使用的财务数据、公司治理数据及股票收益数据主要来源于 CSMAR 数据库,而儒家文化相关变量所需的孔庙地理分布信息则来自 CNRDS 数据库。上述数据库在国内公司金融与制度经济学研究中被广泛使用,具有较高的数据可靠性和学术认可度。

在样本筛选过程中,本文遵循现有文献的通行做法,对原始样本进行了系统处理。首先,剔除金融类上市公司。由于金融行业在资产结构、监管环境和风险特征方面具有显著特殊性,其风险形成机制与非金融企业存在本质差异,若纳入样本可能干扰研究结论的解释。其次,剔除股票简称中包含“ST”或“\*ST”的公司样本,以及处于暂停上市或终止上市状态的公司年度观测值。这类企业通常面临严重的经营或财务困境,其股价波动更多反映极端风险事件,而非一般经营决策或制度环境的影响。再次,剔除关键财务变量缺失的样本,以确保回归结果的准确性和可比性。

此外,考虑到极端值可能对回归结果产生不成比例的影响,本文对所有连续型变量在 1% 和 99% 分位数水平进行缩尾处理,以减弱异常值对估计结果的干扰。经过上述筛选和处理后,

本文最终获得 37,758 个公司一年度观测值，样本覆盖时间跨度较长，既包含不同宏观经济阶段，也涵盖了中国资本市场制度环境逐步演进的过程，为实证分析提供了充分的样本支持。

#### 4.2 模型设定

$$VOL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Confu_{100} + \sum \beta_2 Controls_{i,t} + D_i + Y_i + \varepsilon_{i,t}$$

其中，因变量 vol 表示公司特质性风险，解释变量 Confu100 表示儒家文化强度。Controls 为控制变量，包括企业规模、上市年龄、产权性质、资产负债率、资产收益率、企业成长能力、董事会规模、董事会独立性、现金流比率、两职合一。此外，还控制了年份和个体固定效应。在模型设定中引入公司固定效应和年份固定效应，主要基于以下考虑：一方面，不同企业在治理结构、组织文化和行业属性等方面存在稳定差异，这些不可观测因素可能同时影响儒家文化变量和特质性风险，若不加以控制，容易导致估计偏误；另一方面，不同年份的宏观经济环境、资本市场制度变化及系统性冲击，也可能对所有企业产生共同影响。通过双重固定效应设定，可以在较大程度上缓解遗漏变量偏误问题，提高回归结果的因果解释力。

#### 4.3 核心变量定义

##### 4.3.1 儒家文化影响的衡量

作为本文的核心解释变量，儒家文化强度的测度是研究设计中的关键环节。由于文化因素本身具有抽象性和长期性，难以直接观测，本文参考古志辉（2015）以及 Du（2013, 2015）等研究，采用地理空间代理变量法对儒家文化影响程度进行量化。

具体而言，本文以企业注册地为中心，统计其一定空间半径范围内的孔庙数量，作为当地儒家文化氛围强度的代理变量。其中，孔庙作为儒家思想传播和制度化的重要载体，其历史分布在较大程度上反映了儒家文化在区域层面的长期积淀。相较于问卷调查或文本分析等方法，孔庙数量指标具有时间稳定性强、主观性较低的优点，能够较好地刻画地区层面的文化差异。

在基准回归中，本文采用企业注册地 100 公里半径范围内的孔庙数量（Conf\_100）作为核心解释变量。该空间范围既能够覆盖企业主要经营和社会关系网络所处的文化环境，又避免过度扩展地理范围而稀释文化影响。为检验结果的稳健性，本文进一步构建 300 公里半径范围内的孔庙数量（Conf\_300）作为替代变量，用以缓解空间尺度选择可能带来的测度偏误。

##### 4.3.2 特质性风险的衡量

公司特质性风险（idiosyncratic risk）是指与企业自身特定因素相关、不可由市场系统性风险解释的波动部分。本文采用残差波动率的方法对其进行度量。具体而言，首先构建资本资产定价模型，将个股收益率对市场收益率进行回归，得到残差项；随后计算残差项在一定时间窗口下的标准差，即作为特质性风险的度量值（IVOL\_CAPM）。

为进一步提高结果的稳健性，本文还采用 Fama-French 三因子模型和五因子模型的残差波动率作为替代度量方法（IVOL\_FF3 和 IVOL\_FF5）。这些方法能够更好地控制市场因子、价值因子、规模因子以及盈利能力与投资因子对股价波动的解释力，从而提取出更加纯粹的特质性风险。通过多种度量方式的比较，确保本文结论的可靠性与稳健性。

表 4-1 主要变量定义表

变量类型	变量符号	变量名称	定义
被解释变量	VOL	公司特质性风险	CAPM 模型的直接测度法，残差项的标准差则为公司特质风险

核心解释变量	Confu100	儒家文化	公司 100km 半径范围内孔庙数量
控制变量	Size	企业规模	Ln(上市公司总资产)
	ListAge	上市年龄	Ln(当年年份-公司上市年份+1)
	Soe	产权性质	若观测样本属于国有企业, 取 1; 否则取 0
	Lev	资产负债率	负债总额/资产总额
	ROA	资产收益率	净利润/平均资产总额
	TobinQ	企业成长能力	市值/总资产
	Boardsize	董事会规模	董事会人数
	Boardind	董事会独立性	独立董事人数/董事会人数
	Cashflow	现金流比率	经营活动产生的现金流量净额/资产总计
	Dual	两职合一	董事会主席和 CEO 的职能合并由一个人担任

## 5 实证分析

本章在前文研究设计的基础上, 利用中国 A 股上市公司样本, 对儒家文化影响公司特质性风险的假设进行系统实证检验。相较于中期版本, 本章在结果解释层面进一步强化了经济含义分析和理论回扣, 力求从“统计显著性”与“经济合理性”两个层面, 全面论证儒家文化在企业风险治理中的作用机制。

### 5.1 变量描述性统计

为对样本企业的基本特征形成更直观的认识, 本文对主要变量进行了描述性统计分析, 结果如表 2 所示。样本总量为 37,758 个公司一年度观测值, 涵盖 2010 年至 2022 年中国 A 股非金融类上市公司, 样本规模较大且时间跨度较长, 为识别文化因素对企业风险行为的影响提供了充分的数据支持与变异性基础。

#### 5.1.1 被解释变量: 公司特质性风险的统计特征

本文使用三种方法测算公司特质性风险, 分别为 CAPM 模型下的残差波动率 (IVOL\_CAPM)、Fama-French 三因子模型 (IVOL\_FF3) 和五因子模型 (IVOL\_FF5)。从统计结果看, 三种测算方法下特质性风险均值分别为 0.37、0.35 和 0.34, 整体水平相对接近, 表明不同资产定价模型对企业特定风险提取结果具有一致性; 与此同时, 三者标准差均在 0.18 左右, 最小值接近 0.02, 而最大值接近 7.88, 呈现出较为明显的右偏特征。这意味着多数企业的特质性风险集中在相对稳定区间, 但仍存在少数企业具有显著更高的企业特定波动水平, 反映企业间在经营稳定性、治理约束与信息环境方面存在实质性差异。该事实也说明, 从公司层面解释特质性风险具有充分现实意义: 如果企业层面的制度与文化因素确实对行为约束和信息质量产生影响, 那么这种影响应当有可能通过特质性风险这一市场表现被捕捉到。

#### 5.1.2 核心解释变量: 儒家文化强度的统计特征

解释变量 Conf\_100 用于衡量企业所在地 100 公里半径范围内孔庙数量, 作为儒家文化影响强度的代理变量。该变量均值为 1.82, 标准差为 0.71, 最小值为 0, 最大值为 3.22, 表明样本企业处于显著不同的文化氛围环境之中; 替代变量 Conf\_300 将空间范围扩展至 300 公里半径, 均值为 3.26, 也存在较大离散度。总体而言, 文化变量的分布特征体现出明显空间异质性, 而这种异质性主要由长期历史积淀所决定, 具有较强稳定性和一定外生性, 能够为后续回归识别提供必要条件。

## 5.1.3 控制变量的统计特征与合理性

从控制变量看，企业规模、上市年限、资本结构、盈利能力、现金流状况、成长性以及治理结构变量均呈现出合理分布，说明样本既包含成熟稳健型企业，也包含成长扩张型企业。由于这些因素都可能影响企业经营不确定性与风险承担水平，因此在实证模型中对其加以控制，有助于减少遗漏变量偏误，使得儒家文化变量的系数更能反映文化约束的独立影响。

表 5-1 描述性统计表

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
Conf_100	37,758	1.82	0.71	0.00	3.22
Conf_300	37,758	3.26	0.75	0.00	4.69
IVOL_CAPM	37,758	0.37	0.19	0.02	7.88
IVOL_FF3	37,758	0.35	0.18	0.02	7.84
IVOL_FF5	37,758	0.34	0.18	0.02	7.78
Size	37,758	22.17	1.29	19.68	26.09
Lev	37,758	0.41	0.21	0.05	0.89
ROA	37,758	0.04	0.06	-0.22	0.22
Cashflow	37,758	0.05	0.07	-0.17	0.25
Board	37,758	2.12	0.20	1.61	2.71
Indep	37,758	0.38	0.05	0.14	0.57
Dual	37,758	0.29	0.45	0.00	1.00
TobinQ	37,758	2.02	1.25	0.85	7.78
ListAge	37,758	2.01	0.96	0.00	3.37
SOE	37,758	0.33	0.47	0.00	1.00

## 5.2 儒家文化与公司特质性风险：总体效应检验

在描述性统计基础上，本文进一步采用双重固定效应模型检验儒家文化对公司特质性风险的总体影响。表 3 报告了以 IVOL\_CAPM 为被解释变量的基准回归结果。在控制企业特征变量并同时加入个体固定效应与时间固定效应后，核心解释变量 Conf\_100 的系数为-0.0170，且在 1% 显著性水平下显著为负，表明儒家文化强度越高的地区，企业特质性风险越低。该结果与本文第三章提出的理论预期一致，支持“儒家文化作为非正式制度能够降低企业风险暴露”的总体判断。

进一步从结果含义上看，这一显著负向关系可以从“信息环境—治理约束—决策稳定性”三条路径理解：

儒家文化强调诚信与责任，有可能通过声誉约束抑制管理层选择性披露与信息操纵行为，从而改善企业信息环境，降低投资者对企业价值判断的分歧，减少企业特定冲击在股价层面的放大效应，进而降低特质性风险。

儒家文化所形成的道德规范与社会评价机制，可能对管理者机会主义行为构成内在约束，使其更倾向于稳健经营与长期导向决策，降低因激进扩张、短期套利或高风险投资所导致的经营波动。

文化环境可能提高企业战略与经营行为的可预期性，减少频繁战略转向带来的不确定性，资本市场也因此更容易形成稳定预期，从而表现为更低的非系统性波动。

控制变量方面，Size 与 ListAge 均显著为负，分别为-0.00681 与-0.0597，表明规模更大、

上市年限更长的企业通常经营更稳定、披露更成熟，特质性风险较低；Lev 与 TobinQ 均显著为正（Lev 为 0.0984、TobinQ 为 0.0236），说明高杠杆与高成长预期企业更可能承担更高经营不确定性，从而表现为更高特质性风险；SOE 为正且显著（0.0111），显示在样本期内国企特质性风险水平相对更高，这可能与其治理结构、经营目标多元及激励约束机制特征有关。基准回归样本量为 37,347， $R^2$  为 0.479，模型拟合程度较好，说明本文所选变量能够解释相当比例的企业特质性风险差异。

综上，基准回归结果提供了清晰证据：儒家文化强度与企业特质性风险之间存在显著负向关系，且在控制多项企业特征及固定效应后依然稳健，支持本文核心假设。

表 5-2 基准回归结果

(1)	
VARIABLES	IVOL_CAPM
Conf_100	-0.0170*** (0.00628)
Size	-0.00681*** (0.00198)
ListAge	-0.0597*** (0.00443)
Board	-0.00213 (0.00803)
Indep	0.00980 (0.0243)
Dual	-0.00286 (0.00250)
SOE	0.0125*** (0.00471)
ROA	0.0208 (0.0159)
Cashflow	0.0655*** (0.0144)
TobinQ	0.0236*** (0.00119)
Lev	0.0984*** (0.00878)
Constant	0.579*** (0.0488)
控制变量	Yes
个体固定	Yes
时间固定	Yes

Observations	37,347
R-squared	0.479

### 5.3 稳健性检验

#### 5.3.1 儒家文化的替代变量

文化影响可能并非仅局限于企业所在地的狭小地理范围,若仅选取 100 公里半径可能存在空间尺度选择偏误。因此本文进一步采用 300 公里半径内孔庙数量 (Conf\_300) 作为替代解释变量。表 4 结果显示, Conf\_300 的回归系数为-0.0127, 在 10%显著性水平下显著为负。这表明, 在扩大地理影响范围后, 儒家文化对企业特质性风险的抑制效应依然存在, 说明基准结论并非依赖特定半径设定。尽管 Conf\_300 的显著性水平弱于 Conf\_100, 但考虑到空间范围扩大可能引入更多“非企业实际文化环境”的噪声, 其系数绝对值变小、显著性降低具有一定合理性, 反而从侧面说明文化变量的识别主要来自与企业更接近的社会环境圈层。

表 5-3 儒家文化的替代变量

(1)	
VARIABLES	IVOL_CAPM
Conf_300	-0.0127* (0.00767)
Size	-0.00694*** (0.00197)
ListAge	-0.0596*** (0.00443)
Board	-0.00215 (0.00803)
Indep	0.00999 (0.0243)
Dual	-0.00293 (0.00250)
SOE	0.0124*** (0.00471)
ROA	0.0206 (0.0159)
Cashflow	0.0661*** (0.0144)
TobinQ	0.0235*** (0.00119)
Lev	0.0985*** (0.00878)
Constant	0.592***

	(0.0531)
控制变量	Yes
个体固定	Yes
时间固定	Yes
Observations	37,347
R-squared	0.479

### 5.3.2 特质性风险的替代变量

基准回归使用 CAPM 模型残差波动率衡量特质性风险，但 CAPM 为单因子模型，可能未能充分控制收益的其他系统性来源。因此本文进一步采用 Fama-French 三因子与五因子模型残差波动率作为替代因变量。表 5 显示，Conf\_100 在 IVOL\_FF3 与 IVOL\_FF5 模型下的系数分别为 -0.0171 与 -0.0170，均在 1% 显著性水平下显著为负，符号、数量级与基准回归高度一致。该结果说明：无论采用何种主流资产定价模型提取企业特定风险，儒家文化对特质性风险的抑制效应均稳定存在，从而显著增强了结论的可信度。

表 5-4 特质性风险的替代变量

VARIABLES	(1) IVOL_FF3	(2) IVOL_FF5
Conf_100	-0.0171*** (0.00626)	-0.0170*** (0.00618)
Size	-0.00289 (0.00196)	-0.00287 (0.00193)
ListAge	-0.0605*** (0.00443)	-0.0570*** (0.00432)
Board	-0.00128 (0.00795)	-0.00141 (0.00774)
Indep	0.00520 (0.0243)	0.00470 (0.0236)
Dual	-0.00329 (0.00247)	-0.00329 (0.00242)
SOE	0.0111** (0.00472)	0.0108** (0.00468)
ROA	0.0325** (0.0157)	0.0306** (0.0155)
Cashflow	0.0574*** (0.0144)	0.0558*** (0.0142)
TobinQ	0.0236*** (0.00118)	0.0233*** (0.00117)
Lev	0.0963***	0.0935***

	(0.00878)	(0.00864)
Constant	0.471***	0.462***
	(0.0482)	(0.0473)
控制变量	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes
时间固定	Yes	Yes
Observations	37,347	37347
R-squared	0.462	0.464

### 5.3.3 窗口期调整

为进一步验证实证结果的稳健性，本文采用时间窗口期剔除法进行敏感性分析。具体地，剔除了2015年及2020-2022年这几个可能受到重大外生冲击或结构性变化影响的年份。其中，2015年中国资本市场经历剧烈波动；而2020-2022年期间则受新冠疫情与经济政策调整等因素扰动，可能对企业行为和市场表现造成系统性影响。因此，通过排除这些特殊时期，能够更好地检验儒家文化变量在“常规年份”中对特质性风险的解释效力是否依然稳健。

表中报告了在剔除窗口期后的回归结果，分别以IVOL\_CAPM、IVOL\_FF3和IVOL\_FF5三种特质性风险度量方式作为因变量。回归结果显示，核心解释变量Conf\_100在三个模型中均保持为负，且在5%的水平下显著（分别为-0.0178、-0.0174与-0.0169），说明儒家文化强度较高的地区企业仍显著具有较低的特质性风险。这一结果与基准回归保持一致，进一步验证了本文主结论的稳健性。

表 5-5 窗口期调整

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
	IVOL_CAPM	IVOL_FF3	IVOL_FF5
Conf_100	-0.0178** (0.00761)	-0.0174** (0.00743)	-0.0169** (0.00733)
Size	-0.00600*** (0.00226)	-0.00151 (0.00224)	-0.00157 (0.00222)
ListAge	-0.0363*** (0.00533)	-0.0376*** (0.00532)	-0.0341*** (0.00512)
Board	0.00160 (0.00952)	0.00192 (0.00945)	0.00207 (0.00929)
Indep	0.00527 (0.0283)	0.00207 (0.0281)	0.00189 (0.0271)
Dual	0.000542 (0.00287)	0.000310 (0.00285)	0.000148 (0.00279)
SOE	0.0162** (0.00778)	0.0171** (0.00769)	0.0170** (0.00767)
ROA	-0.0209	-0.00543	-0.00539

	(0.0175)	(0.0173)	(0.0171)
Cashflow	0.0429***	0.0388***	0.0369***
	(0.0114)	(0.0113)	(0.0112)
TobinQ	0.0199***	0.0208***	0.0206***
	(0.00116)	(0.00114)	(0.00112)
Lev	0.0600***	0.0578***	0.0560***
	(0.0107)	(0.0106)	(0.0104)
Constant	0.490***	0.371***	0.362***
	(0.0531)	(0.0526)	(0.0518)
控制变量	Yes	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes	Yes
时间固定	Yes	Yes	Yes
Observations	22,424	22,424	22,424
R-squared	0.392	0.365	0.370

#### 5.4 进一步分析

前文的实证结果表明，儒家文化整体上对公司特质性风险具有显著的抑制作用。然而，不同企业所处的外部制度环境以及内部治理特征存在显著差异，非正式制度在不同情境下的作用方式和影响强度可能并不一致。基于非正式制度理论，儒家文化并非通过简单替代正式制度发挥作用，而是主要通过影响企业内部决策环境和管理者行为方式，在特定制度与治理情境下体现出差异化的经济后果。因此，有必要进一步从多个维度考察儒家文化影响公司特质性风险的异质性表现，以增强结论的解释力和现实针对性。

##### 5.4.1 基于产权性质的分析

企业的产权性质是影响公司治理结构、管理者行为以及风险决策方式的重要制度特征。在我国制度背景下，国有企业与非国有企业在目标函数、治理机制和外部约束条件等方面存在显著差异，这种差异可能影响非正式制度在企业中的作用方式和效果。

一方面，国有企业通常承担一定的政策性和社会性目标，其经营行为在较大程度上受到政府监管和行政约束，正式制度对管理者行为的规范作用相对较强。在此情形下，企业风险决策往往受到多重制度约束，非正式制度所形成的价值规范和行为准则可能并非影响企业风险水平的主要因素。另一方面，非国有企业在经营过程中更依赖市场机制，管理者拥有更大的决策自主权，其个人风险偏好和行为方式更容易直接转化为企业层面的经营决策，从而对企业特质性风险产生重要影响。

基于非正式制度理论，儒家文化所蕴含的稳健、克制和责任意识，可能通过影响管理者行为方式，在非国有企业中发挥更为显著的风险约束作用。相较于国有企业，非国有企业在正式制度约束相对较弱、内部治理依赖程度更高的情境下，更需要通过内生的行为规范来稳定企业决策和降低经营不确定性。因此，儒家文化对公司特质性风险的影响在不同产权性质企业中可能存在显著差异。

基于上述分析，本文按照企业产权性质将样本划分为国有企业和非国有企业，并分别进行回归检验。实证结果表明，儒家文化对公司特质性风险的抑制作用在非国有企业中显著，而在国有企业中并不显著。这一结果说明，在非国有企业中，儒家文化作为一种内生的非正式制度，能够更有效地约束管理者的风险行为，从而降低企业层面的特质性风险。

该发现进一步表明，儒家文化并非通过替代正式制度发挥作用，而是在正式制度约束相对不足或依赖内部治理机制的企业中，与正式制度形成互补关系，共同影响企业风险决策。这一结论从产权性质视角为理解儒家文化的经济后果提供了新的经验证据，也进一步增强了本文研究结论的稳健性和解释力。

表 5-6 基于产权性质的分析

VARIABLES	(1)	(2)
	IVOL_CAPM (非国有企业)	IVOL_CAPM (国有企业)
Conf_100	-0.0188** (0.00806)	-0.0169 (0.0119)
Size	-0.00821*** (0.00266)	-0.00441 (0.00314)
ListAge	-0.0710*** (0.00566)	-0.0525*** (0.00852)
Board	0.00704 (0.0116)	-0.0189* (0.0107)
Indep	0.0194 (0.0376)	-0.00826 (0.0286)
Dual	-0.00485 (0.00307)	6.38e-05 (0.00412)
ROA	0.0127 (0.0190)	0.105*** (0.0306)
Cashflow	0.0614*** (0.0199)	0.0552*** (0.0186)
TobinQ	0.0224*** (0.00154)	0.0288*** (0.00177)
Lev	0.100*** (0.0114)	0.0946*** (0.0134)
Constant	0.619*** (0.0691)	0.541*** (0.0783)
控制变量	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes
时间固定	Yes	Yes
Observations	24,876	12,406
R-squared	0.465	0.513

#### 5.4.2 基于公司规模的分析

企业规模是反映企业内部组织结构和治理复杂性的重要特征。与中小企业相比，大型企业通常具有更加复杂的组织层级和更长的决策链条，内部信息传递成本较高，管理者的决策行为对企业整体经营结果和风险水平的影响更为显著。在此背景下，仅依赖正式制度和契约安排往往难以完全覆盖复杂的内部治理需求，企业内部所形成的价值规范和行为准则在约束管理者行为方面可能发挥更加重要的作用。

需要强调的是，企业规模并不直接等同于正式制度环境的强弱。大型企业虽然在资源获取和制度接触方面具有一定优势，但其内部治理复杂性和代理问题也更为突出，这反而为非正式制度发挥作用提供了更大的空间。儒家文化所强调的稳健决策、长期导向和责任意识，可能在大型企业中通过影响管理者行为方式，降低决策随意性和经营波动性，从而对企业特质性风险产生更为显著的影响。

基于此，本文按照企业规模的中位数将样本划分为大型企业组和小型企业组。实证结果显示，儒家文化对公司特质性风险的抑制作用在大型企业中更为显著，而在小型企业中该效应相对较弱。该结果表明，儒家文化主要通过影响企业内部决策环境发挥作用，其风险抑制效应在组织结构更为复杂、内部治理需求更高的企业中更加明显，从而进一步支持了本文关于非正式制度“内生约束”作用机制的理论判断。

表 5-7 基于公司规模的分析

VARIABLES	(1)	(2)
	IVOL_CAPM (小型企业)	IVOL_CAPM (大型企业)
Conf_100	-0.00558 (0.00839)	-0.0191** (0.00884)
ListAge	-0.0823*** (0.00702)	-0.0471*** (0.00829)
Board	0.00142 (0.0154)	-0.0172* (0.0102)
Indep	0.00579 (0.0492)	0.0197 (0.0258)
Dual	-0.00611 (0.00434)	-0.00145 (0.00301)
SOE	0.0128** (0.00572)	0.0109 (0.00876)
ROA	-0.00713 (0.0221)	0.00107 (0.0227)
Cashflow	0.0382* (0.0214)	0.103*** (0.0196)
TobinQ	0.0258*** (0.00153)	0.0331*** (0.00264)
Lev	0.0925***	0.0907***

	(0.0141)	(0.0129)
Constant	0.448***	0.408***
	(0.0483)	(0.0397)
控制变量	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes
时间固定	Yes	Yes
Observations	18,340	18,572
R-squared	0.458	0.522

#### 5.4.3 基于独立董事规模的分析

公司治理结构是影响管理者行为和企业风险决策的重要内部制度安排。其中，独立董事制度被广泛视为提升公司治理质量、加强监督机制的重要手段。然而，在我国公司治理实践中，独立董事在信息获取、专业判断和监督执行方面仍面临一定约束，其治理效果在一定程度上依赖于企业内部规范和价值共识的支持。因此，独立董事比例较高并不必然意味着公司治理机制已经充分发挥作用。

在此背景下，儒家文化所蕴含的内生道德约束和行为规范，可能与独立董事制度形成互补关系。一方面，儒家文化强调自律、责任和稳健决策，有助于约束管理者的机会主义行为；另一方面，这种内生约束能够提升正式治理机制的实际运行效果，使独立董事制度在监督管理者风险行为方面发挥更大作用。由此，儒家文化与公司治理结构之间并非替代关系，而是相互补充、协同作用。

基于上述分析，本文按照独立董事比例的中位数将样本划分为高独立董事比例组和低独立董事比例组。实证结果表明，儒家文化对公司特质性风险的抑制作用在独立董事比例较高的企业中更加显著。这一结果说明，在正式治理机制较为完善的企业中，儒家文化通过强化内生约束，进一步提升了治理结构对管理者行为的约束效果，从而更有效地降低了企业的特质性风险。

表 5-8 基于独立董事规模的分析

VARIABLES	(1)	(2)
	IVOL_CAPM (独立董事比例高)	IVOL_CAPM (独立董事比例低)
Conf_100	-0.0206*** (0.00787)	-0.00971 (0.00903)
Size	-0.00819*** (0.00277)	-0.00904*** (0.00326)
ListAge	-0.0459*** (0.00506)	-0.0728*** (0.00728)
Board	0.00402 (0.0140)	-0.00427 (0.00999)
Dual	-0.00499 (0.00309)	-0.00221 (0.00347)

SOE	0.00695 (0.00616)	0.0233** (0.00945)
ROA	0.00245 (0.0243)	0.0278 (0.0232)
Cashflow	0.0482** (0.0211)	0.0703*** (0.0213)
TobinQ	0.0242*** (0.00205)	0.0242*** (0.00154)
Lev	0.0907*** (0.0114)	0.101*** (0.0138)
Constant	0.579*** (0.0674)	0.648*** (0.0726)
控制变量	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes
时间固定	Yes	Yes
Observations	18,262	18,348
R-squared	0.510	0.488

#### 5.4.4 基于市场环境的分析

地区正式制度环境的差异是影响企业经营行为和风险决策的重要外部条件。在市场化程度较高的地区，法律制度、监管机制和信息披露体系相对完善，企业面临的外部约束较为严格，管理者行为在较大程度上受到正式制度的规范和限制。相反，在市场化程度较低的地区，正式制度在执行力度和覆盖范围方面仍存在一定不足，企业行为更容易受到非正式制度和社会规范的影响。

需要指出的是，非正式制度在正式制度相对薄弱的环境中发挥更显著作用，并不意味着其替代正式制度，而是通过补充正式制度的不足，对企业内部行为规范和管理者决策方式产生影响。儒家文化作为一种长期内化于社会和组织中的价值体系，强调克制、稳健和责任意识，可能在正式制度约束相对不足的情境下，为企业提供额外的行为约束和决策参照，从而影响企业风险水平。

基于此，本文进一步考察了市场化程度差异对儒家文化影响公司特质性风险的调节作用，市场化程度采用樊纲等（2010）提出的市场化指数来衡量。根据样本企业所在地区市场化指数的高低，将样本划分为低市场化地区与高市场化地区。实证结果表明，儒家文化对公司特质性风险的抑制作用在市场化程度较低地区更为显著。这一结果说明，在正式制度约束相对不足的外部环境中，儒家文化作为一种内生的非正式制度，能够在一定程度上补充正式制度，通过影响企业内部决策环境和管理者行为，发挥稳定企业风险水平的作用。

表 5-9 基于市场环境的分析

	(1)	(2)
VARIABLES	IVOL_CAPM	IVOL_CAPM

	(市场化程度低)	(市场化程度高)
Conf_100	-0.0181** (0.00792)	-0.0142 (0.0115)
Size	-0.00394 (0.00254)	-0.00486 (0.00376)
ListAge	-0.0371*** (0.00463)	-0.0853*** (0.00794)
Board	-0.00610 (0.01000)	-0.00138 (0.0136)
Indep	-0.0371 (0.0264)	0.00820 (0.0385)
Dual	-0.00459 (0.00307)	-0.00803** (0.00381)
SOE	0.00981 (0.00760)	0.0161** (0.00688)
ROA	0.0173 (0.0192)	0.0222 (0.0260)
Cashflow	0.0539*** (0.0142)	0.0689** (0.0269)
TobinQ	0.0216*** (0.00127)	0.0268*** (0.00203)
Lev	0.0729*** (0.00986)	0.0979*** (0.0153)
Constant	0.492*** (0.0605)	0.593*** (0.0903)
控制变量	Yes	Yes
个体固定	Yes	Yes
时间固定	Yes	Yes
Observations	18,435	18,079
R-squared	0.510	0.505

## 6 结论与建议

### 6.1 研究结论

本文基于非正式制度理论，系统考察了儒家文化对公司特质性风险的影响。以 2010—2022 年中国 A 股上市公司为研究样本，本文通过构建多期面板回归模型，实证检验了儒家文化与企业特质性风险之间的关系。研究表明，在控制公司特征、治理因素以及年份和行业固定效应后，儒家文化对企业特质性风险具有显著的抑制作用，说明文化因素作为非正式制度，

在企业风险治理中具有重要影响。

从作用机制角度看，本文认为儒家文化可能通过影响企业内部决策环境和管理者行为方式，对企业特质性风险产生作用。一方面，儒家文化所强调的稳健、克制和责任意识，有助于约束管理者的机会主义行为，改善企业信息环境，从而降低由企业特定不确定性引发的非系统性波动；另一方面，儒家文化可能促使企业在投资和融资决策中采取更为审慎的经营策略，降低过度投资和经营波动风险。需要强调的是，本文的机制分析主要基于理论推导和经验证据的间接支持，相关作用路径仍有待未来研究进一步检验。

进一步的异质性分析表明，儒家文化对企业特质性风险的影响具有明显的情境依赖性。在地区市场化程度较低的环境中，儒家文化对正式制度约束不足具有一定补充作用，其风险抑制效应更为显著；在企业层面，该效应在企业规模较大、独立董事比例较高以及非国有企业中更加明显。这一结果表明，儒家文化并非简单替代正式制度，而是通过影响企业内部决策环境，并与公司治理机制形成互补，在特定制度与治理情境下更有效地约束管理者风险行为。本文的研究结论从非正式制度视角丰富了文化因素经济后果与企业风险研究的相关文献，为理解中国情境下企业特质性风险的形成机制提供了新的经验证据。在实践层面，研究结果表明，企业在完善风险治理体系的过程中，应重视文化因素与正式制度、公司治理机制之间的协同作用。然而，本文仍存在一定局限性，例如儒家文化的度量方式可能无法完全刻画文化影响的多维内涵，机制路径的识别仍有进一步深化空间。未来研究可在此基础上，结合更细致的文化指标和识别策略，对相关问题展开深入探讨。

## 6.2 政策建议

基于上述研究结论，本文从企业、投资者以及政府和监管层三个层面，提出以下政策启示和实践意义。

第一，从企业层面来看，应更加重视企业文化建设在风险治理中的作用。本文研究表明，儒家文化所倡导的诚信、责任和长期主义价值观，可能通过改善管理层决策行为和信息披露动机，降低企业特质性风险。因此，企业在完善内部控制和公司治理结构的同时，也应注重将长期价值导向和责任意识融入组织制度和日常管理之中。例如，在绩效考核和激励机制设计中，弱化短期业绩指标的单一导向，强化对长期稳定经营和风险控制能力的考量；在重大投资和战略决策过程中，引入更严格的风险评估和问责机制，避免过度冒险行为。

此外，企业还可以通过制度化方式推动文化价值的落地，如完善信息披露流程、强化内部合规与审计机制、加强管理层和员工的职业道德培训等。通过将文化规范与正式制度相结合，有助于形成更加稳定、可持续的风险治理体系。

第二，从投资者层面来看，研究结果为企业风险评估提供了新的参考视角。传统风险分析往往侧重财务指标和市场表现，而本文发现，企业所处地区的文化环境与其特质性风险存在系统关联。这意味着，投资者在进行投资决策时，可以将区域文化因素作为补充信息，与财务状况、治理结构等因素结合使用，以更全面地评估企业风险暴露水平。

对于风险偏好较低、追求长期稳健回报的投资者而言，在同等财务条件下，优先选择儒家文化氛围较强地区、且治理结构较为完善的企业，可能有助于降低投资组合的整体风险。同时，投资者也应关注企业文化与治理结构之间的匹配程度，以识别潜在的风险隐患。

第三，从政府和监管层面来看，本文研究为推动正式制度与非正式制度的协同治理提供了经验证据。在市场化程度较低或制度执行力度不足的地区，儒家文化等非正式制度可能在一定程度上弥补正式制度的不足，对企业风险行为形成约束。因此，政策制定者在持续完善法律法规和监管制度的同时，也应重视社会信用体系建设和诚信环境培育，通过加强信息披露监管、提升违规成本、强化社会监督等方式，增强文化规范的实际约束力。

同时，应避免将文化因素简单理解为对正式制度的替代。相反，更合理的路径是推动二者形

成互补关系：在制度设计中充分考虑文化环境差异，通过制度安排引导和放大积极文化因素的治理效应，从而构建更加稳定、高效的企业风险治理体系。

### 6.3 研究不足与未来展望

尽管本文在理论和实证层面对儒家文化影响公司特质性风险进行了系统分析，但仍存在一些不足之处，有待未来研究进一步拓展和完善。

第一，文化变量的测度仍存在一定局限。本文采用企业所在地一定半径范围内孔庙数量作为儒家文化强度的代理变量，该指标具有客观性强、时间稳定性高等优点，但难以全面反映文化影响的多维内涵。儒家文化的实际作用不仅体现在历史遗存分布上，还可能通过教育体系、宗族网络、地方习俗以及现代社会传播等多种渠道发挥影响。未来研究可考虑结合文本分析、问卷调查或社会信任指标等多元数据，对文化强度进行更精细的刻画。

第二，本文对作用机制的检验仍主要停留在间接推断层面。尽管在理论分析中提出了信息环境改善、管理者风险偏好调节和决策稳定性等机制，但受限于数据可得性和篇幅安排，本文未能对所有机制路径进行直接实证检验。未来研究可引入更细粒度的指标，如信息披露质量、分析师跟踪、盈余管理程度或投资效率等，对文化影响风险的具体传导机制进行更深入分析。

第三，本文结论的外推性仍需进一步验证。本文研究对象为中国 A 股上市公司，其制度环境和文化背景具有一定特殊性。未来研究可将分析框架拓展至其他资本市场或文化背景下的企业样本，通过跨国比较或跨市场分析，检验文化因素影响企业风险行为的普遍性和边界条件。

总体而言，本文在既有研究基础上，从非正式制度视角丰富了公司特质性风险的解释框架，为理解文化因素在企业风险治理中的作用提供了新的经验证据。未来研究在测度方法、机制识别和研究情境拓展等方面仍具有广阔空间。

## 1. 参考文献

- [1] 常赛超, 陈春花, 晁罡, 等. 儒家文化缓解员工工作压力的作用机制研究[J]. 外国经济与管理, 2020, 42(5): 105-120.
- [2] 陈冬华, 胡晓莉, 梁上坤, 新夫. 宗教传统与公司治理[J]. 经济研究, 2013, 48(9): 71-84.
- [3] 陈刚, 邱丹琪. 儒家文化与企业家精神——一项流行病学研究[J]. 财经研究, 2021, 47(3): 95-109.
- [4] 陈仕华, 杨江变, 杨周萍, 等. 儒家文化与高管-员工薪酬差距[J]. 财贸研究, 2020, 31(5): 97-110.
- [5] 陈信元, 陈冬华. 股价同步性与信息效率研究[J]. 经济研究, 2003(12): 82-91.
- [6] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告[M]. 北京: 经济科学出版社, 2011.
- [7] 古志辉. 儒家文化与公司治理效率研究[J]. 管理世界, 2015(12): 128-139.
- [8] 花冯涛. 公司特质风险、信息披露质量与盈余管理——基于深市 A 股市场的实证检验[J]. 山西财经大学学报, 2016, 38(3): 79-89.
- [9] 花冯涛. 真实盈余管理、公司信息质量和环境不确定性——基于深市 A 股的经验研究[J]. 中国经济问题, 2017(3).
- [10] 花冯涛. 公司特质风险能够影响企业的投资行为吗?——基于融资约束的视角[J]. 安徽师范大学学报(人文社会科学版), 2018(1).
- [11] 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[J]. 会计研究, 2015(8): 24-31+96.
- [12] 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.
- [13] 李俊成, 彭俞超, 杨璐. 非正式制度、儒家文化与企业绿色创新[J]. 武汉大学学报(哲学社会科学版), 2023, 76(5): 125-135.
- [14] 李文贵, 余明桂. 所有权性质、市场化进程与企业风险承担[J]. 经济研究, 2012.
- [15] 潘子成, 易志高, 柏淑嫒. 儒家文化能抑制企业信息披露违规吗?[J]. 管理学刊, 2022, 35(1): 102-123.
- [16] 潘子成, 易志高, 潘镇, 等. 儒家文化对企业绿色创新有影响吗?[J]. 管理评论, 2023, 35(12): 122-136.
- [17] 宋逢明, 姜琪, 高峰. 现金分红对股票收益率波动和基本面信息相关性的影响[J]. 金融研究, 2010(10): 103-116.
- [18] 王文凯. 儒家文化与企业创新[J]. 产业经济评论, 2021(5): 61-78.
- [19] 吴昊旻, 杨兴全, 魏卉. 产品市场竞争与公司股票特质性风险——基于我国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2012, 47(6): 101-115.
- [20] 辛清泉, 孔东民, 郝颖. 公司透明度与股价波动性[J]. 金融研究, 2014(10): 193-206.
- [21] 辛宇, 李新春, 徐莉萍. 地区宗教传统与民营企业创始资金来源[J]. 经济研究, 2016, 51(4): 161-173.
- [22] 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(9): 112-130.
- [23] 徐细雄, 李万利, 陈西婵. 儒家文化与股价崩盘风险[J]. 会计研究, 2020(4): 143-150.
- [24] 杨艳, 兰东. 企业社会责任对公司特有风险的影响——基于利益相关者视角[J]. 软科学, 2015, 29(6): 60-64.
- [25] 游家兴, 汪立琴. 机构投资者、公司特质信息与股价波动同步性——基于 R2 的研究视角[J]. 南方经济, 2012(11).
- [26] 曾颖, 陆正飞. 信息披露质量与股权融资成本[J]. 经济研究, 2006(2).
- [27] 张维迎. 博弈与社会: 制度、文化与经济发展[M]. 北京: 北京大学出版社, 2013.
- [28] 张维迎. 制度企业家与儒家社会规范[J]. 北京大学学报(哲学社会科学版), 2013, 50(1): 16-35.
- [29] 张璇, 束世宇. 儒家文化、外来文化冲击与企业创新[J]. 科研管理, 2022, 43(9): 194-200.
- [30] 赵奇锋, 赵文哲, 卢荻, 赵琼薇. 博彩与企业创新: 基于文化视角的研究[J]. 财贸经济, 2018, 39(9): 122-140.

- [31] Adhikari, B. & Agrawal, A. Religion, gambling attitudes and corporate innovation[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 37(3): 229-248.
- [32] Alesina, A. & Giuliano, P. Culture and institutions[J]. *Journal of Economic Literature*, 2015, 53(4): 898-944.
- [33] Allen, F. Corporate governance in emerging economies[J]. *Oxford Review of Economic Policy*, 2005, 21: 164-177.
- [34] Allen, F., Qian, J. & Qian, M. Law, finance, and economic growth in China[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1): 57-116.
- [35] Ames, R. T. & Rosemont, H. *The Analects of Confucius: A Philosophical Translation*[M]. New York: Ballantine Books, 2010.
- [36] Ang, A., Hodrick, R., Xing, Y. & Zhang, X. The cross-section of volatility and expected returns[J]. *Journal of Finance*, 2006, 61(1): 259-299.
- [37] Barberis, N. & Huang, M. Stocks as lotteries: The implications of probability weighting for security prices[J]. *American Economic Review*, 2008, 98(5): 2066-2100.
- [38] Becchetti, L., Ciciretti, R. & Hasan, I. Corporate social responsibility, stakeholder risk, and idiosyncratic volatility[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 35.
- [39] Bernanke, B. & Gertler, M. Agency costs, net worth, and business fluctuations[J]. *American Economic Review*, 1989, 79(1): 14-31.
- [40] Burns, B. L., Barney, J. B., Angus, R. W. & Herrick, H. N. Enrolling stakeholders under conditions of risk and uncertainty[J]. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 2016, 10(1): 97-106.
- [41] Campbell, J. Y., Lettau, M., Malkiel, B. G. & Xu, Y. Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk[J]. *Journal of Finance*, 2001, 56(1): 1-43.
- [42] Chen, S., Ye, Y. & Jebran, K. Does Confucianism reduce corporate over-investment? Evidence from China[J]. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 2019, 48(2): 210-235.
- [43] Czarnitzki, D. & Hottenrott, H. R&D investment and financing constraints of small and medium-sized firms[J]. *Small Business Economics*, 2011, 36(1): 65-83.
- [44] Dennis, P. J. & Strickland, D. The short-term effects of institutional trading on stock prices[J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 66(1): 125-148.
- [45] Du, A. M., Lu, M., Zhang, Y. & Li, Z. Confucian culture and corporate environmental management: The role of innovation, financing constraints and managerial myopia[J]. *Research in International Business and Finance*, 2025, 73: 102585.
- [46] Du, X. Does religion matter to owner-manager agency costs? Evidence from China[J]. *Journal of Business Ethics*, 2013, 118: 319-347.
- [47] Du, X. Does religion mitigate tunneling? Evidence from Chinese Buddhism[J]. *Journal of Business Ethics*, 2014, 125: 299-327.
- [48] Du, X. Does Confucianism reduce minority shareholder expropriation? Evidence from China[J]. *Journal of Business Ethics*, 2015, 132: 661-716.
- [49] Dyer, J. H. & Singh, H. The Relational View: Cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage[J]. *Academy of Management Review*, 1998, 23(4): 660-679.
- [50] Fama, E. F. & French, K. R. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2001, 60(1): 3-43.

## The Impact of Confucian Culture on Firm-Specific Risk

李家琦

(湖南师范大学 湖南省长沙市 413000)

**Abstract:** In a transitional economy, corporate risk is shaped not only by macroeconomic fluctuations and market competition but also by institutional and cultural environments. Existing studies mainly explain corporate risk from the perspectives of formal institutions and corporate governance, while the role of informal institutions such as culture has received less attention. As a key component of traditional Chinese culture, Confucian culture has long shaped social norms and value orientations, and its economic consequences for corporate risk governance warrant systematic examination.

Drawing on informal institution theory, this study argues that Confucian culture influences managerial behavior and corporate decision-making, encouraging more prudent and conservative strategies that reduce corporate idiosyncratic risk. Rather than replacing formal institutions, Confucian culture functions as a complementary governance mechanism.

Using Chinese A-share listed companies from 2010 to 2022 as the sample, this study employs panel regression models to test the relationship between Confucian culture and idiosyncratic risk. The results show that Confucian culture significantly reduces corporate idiosyncratic risk, and the findings remain robust across multiple tests. The effect is more pronounced in regions with lower marketization levels, in larger firms, and in non-state-owned enterprises. These findings provide new empirical evidence on the role of informal institutions in shaping corporate risk in the Chinese context.

**Keywords:** Confucian culture; firm-specific risk; informal institutions; corporate governance