

# 商帮文化异质性与企业金融化<sup>\*</sup>

王孝钰 张言玉 邹汝康

**内容提要:**在长期的商业实践中,我国形成了独具特色的商帮文化,以及附之于上的商业运营规范和经营理念。商帮文化与商人的价值取向、商业习俗会相互促进和强化,从而得以传承,并通过影响董事长的偏好和价值观念,进而影响其财务决策。本文考察了中国不同商帮在经营理念上的冒险或稳健程度的差异对企业金融化行为的影响。研究结果显示,相比稳健投资型商帮背景的董事长,冒险投资型商帮背景的董事长更倾向于增加企业金融化活动,并且当企业处于低市场化水平地区、短期业绩压力更大、董事长更为年轻时,上述影响更为显著。机制检验表明,商帮投资经营理念的差异主要通过影响董事长的风险承担意愿,进而影响企业金融化水平。本文的研究对于更好地理解我国企业如何形成独具特色的经营模式和投资理念,以及探寻中国企业发展的独特历史道路具有一定的启发意义。

**关键词:**商帮文化 冒险精神 企业金融化

**作者简介:**王孝钰,上海立信会计金融学院马克思主义研究院研究员、会计学院副教授,201802;

张言玉(通讯作者),江南大学商学院讲师,214122;

邹汝康,中国建设银行资产负债管理部业务经理,100161。

**中图分类号:**F275.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2025)07-0124-18

## 一、引言

作为四大文明古国之一的中国,孕育了儒家文化、宗族文化、商帮文化等诸多传统文化,至今仍有深远影响。习近平总书记一再强调传承中华优秀传统文化的重要性。中共中央办公厅、国务院办公厅在《关于实施中华优秀传统文化传承发展工程的意见》中也指出中华优秀传统文化是“当代中国发展的突出优势”,“文化自信是更基本、更深沉、更持久的力量”。作为非

<sup>\*</sup> 基金项目:国家自然科学基金专项项目“数据资产的价值创造、会计实现及其经济后果研究”(72342009);国家自然科学基金青年项目“商帮文化对企业投资决策的影响研究”(72402135);中央高校基本科研业务费专项资金“文缘相承,商利其然:基于商帮文化的企业社会责任研究”(JUSRP202501099)。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。张言玉电子邮箱: yanyuzhang@jiangnan.edu.cn。

正式制度的重要组成部分,文化对我国经济发展和企业经营管理影响深远。已有文献表明儒家文化、家族文化等会对公司治理模式以及投资经营行为产生影响,但鲜有文献探索根植于当地历史和社会环境,且与商业行为直接相关的商帮文化对企业行为的影响。我国传统商帮在流通领域活跃了400余年,对近现代社会产生了巨大影响。改革开放以来,各地试图从商业文化和历史资源角度打造有竞争力的企业家群体和企业集团,说明商帮文化至今还发挥着重要作用。由于传统商帮崛起和发展的历史条件、政策机遇,以及所处地理环境、文化背景等存在差异,各商帮逐渐形成了有自身特色的“文化”标签。本文通过对明清时期十大商帮资本流向的分析,考察了中国不同商帮在经营理念和投资风格上的差异如何影响现代企业金融资产配置这一重要问题。

已有研究表明,实体企业过度金融化会造成虚拟经济的过度膨胀,加大宏观经济运行风险(彭俞超等,2018),而适度金融化不仅能为实体企业提供多元化的融资渠道,还有助于促进企业未来创新投入,推动企业长期发展(刘贯春,2017;孙平,2019)。因此,深度挖掘企业金融化的影响因素,有助于深化对企业金融化行为的理解。现有相关文献主要从宏观政策背景、行业特征、公司治理等正式制度层面进行考察,却忽略了我国传统文化等非正式制度的深远作用。作为在长期商业实践中逐渐形成的商业代表性文化,商帮文化相较于我国其他传统文化,应当更容易影响现代企业行为。因此,对商帮文化的深入研究有助于突破传统的制度理论框架,从非正式制度视角考察文化等隐性价值规范和行为偏好对企业金融化的影响。

本文可能存在以下几点贡献。(1)拓展了企业金融化的相关文献,从非正式制度视角考察商帮文化对企业金融化行为的影响效应。同时,在企业金融化与创新是否背道而驰这一讨论上,已有文献的观点并不统一。本文在此方面进行了进一步检验,发现商帮文化中的冒险理念有助于促进企业适度金融化,与企业创新形成良性循环。(2)拓展了文化与经济学、金融学等交叉领域的研究范畴。已有文献均关注传统文化的共性特征,本文重点关注商帮文化中投资经营理念的差异对现代企业投资决策的影响。(3)拓展了商帮的相关研究。以往的中国商帮研究多集中于历史学或经济史学范畴,研究商帮文化的起源、发展及差别,鲜有学者通过企业层面数据实证检验中国商帮文化对现代企业行为的影响。本文区分不同商帮的文化特征,并实证检验其对企业金融化的影响,是对商帮微观研究的重要拓展。

本研究的现实意义主要有以下两个方面。(1)在微观层面,理解企业决策者的文化背景、思维观念对于探析企业经营决策和发展规律有着重要作用。商帮文化是地域文化和商业模式结合的代表,对其深入研究有助于厘清我国企业为何形成独具特色的经营模式和投资风格,对探寻中国企业未来发展的道路有一定启发意义。在宏观层面,有助于理解文化传承推动经济发展的路径和机制,为制定中国区域经济发展政策和塑造社会价值观提供有力依据。(2)正确理解企业金融化的动机及影响因素,实现企业金融资产的合理配置,不仅能够有效缓解我国经济运行中“三大结构性失衡”的“金融和实体经济失衡”,还可以防范我国金融风险,减少股市中的异常波动,从而优化资源配置,使得资本市场更好地为实体经济服务。本文研究发现,相较于创新较少的企业,在创新较多的企业中,商帮文化中的冒险理念更加促进企业金融化活动。这在一定程度上说明商帮文化中的冒险理念促进企业的金融化是适度的,而非对企业可持续发展投资的挤占。本文的这一发现有助于监管层理解企业金融化行为背后的逻辑,为后续监管机构规范企业金融化行为提供经验证据。

## 二、文献综述

### (一)文化影响企业行为的相关研究

文化与企业行为一直是学术界关注的前沿领域。国际上不少学者从宗教、族群等视角出发,考察文化对公司治理以及投融资行为的影响(Kumar等,2011;Callen和Fang,2015;Omer等,2018;Gu等,2024;Wu等,2024)。我国学者研究的文化大多集中于宗教文化、儒家文化和宗族文化。例如,陈冬华等(2013)研究发现,宗教文化能够显著抑制上市公司的盈余管理行为。古志辉(2015)研究发现,儒家文化所强调的“伦理”和“诚信”等可以显著降低公司代理成本。吴超鹏等(2019)、潘越等(2019b)则研究宗族文化对公司治理模式的影响。近两年也有一些学者从更多的文化视角进行探讨,如农耕文化(Fan等,2024)、长征文化(武永亮等,2023)等。商帮文化是在长期商业实践中逐渐形成的,相比于其他非商业文化,应当更容易影响现代公司行为,但学术中鲜有相关的实证文献。

### (二)商帮的相关研究

商帮相关文献中,较为经典的是Greif的系列论文对中世纪马格里布商人与热那亚商人的研究。例如,Greif(1993)研究了11世纪地中海地区商帮组织,发现在缺乏国际法保护的中世纪地中海域,商人自发组成商会,商会内部有着严格的行为规范和社会准则,保障相互间的贸易往来。Greif(1994)表明,商人的文化信念会导致商帮模式的形成和演变。国内有部分学者研究了中国传统商帮的兴衰和经营特点(张海鹏、张海瀛,1993;范金民,2006;张丽、骆昭东,2009),但绝大多数是历史学研究。还有少量文献使用比较研究的方法分析特定商帮文化对企业行为的影响。例如,蔡洪滨等(2008)考察了晋商和徽商治理模式的差别,认为商帮治理模式内生于商人信仰和地域文化,并进一步作用于地域文化和商业习俗的演变。石涛和李志芳(2007)通过对晋商与陕商内部运营机制的比较,分析二者走向不同发展道路的内在因素。还有一些文章研究了现代商会对企业行为的影响,曹春方和贾凡胜(2020)、宁博等(2022)研究表明,地域商会有助于扩展会员企业的社会网络,为会员企业提供信用担保,从而有利于企业融资,促进家乡企业的跨地区发展。

目前关于商帮文化对企业行为影响的实证研究还为数不多。Du等(2017)研究表明,商帮文化强调“诚信、义利”,能够显著降低企业的代理成本。刘蓝予等(2021)则利用明清时期县级层面的商帮数据,研究传统商帮文化对现代经济发展的长期影响。王孝钰等(2022)发现,商帮文化有助于企业获取商业信用、缓解融资约束。

可以发现,关于商帮文化的实证研究不多,且主要关注其共性特征对地区经济发展和企业行为的影响,而甚少有文献研究不同商帮文化的差异所产生的经济后果。中国地域辽阔,各地自然环境、地理状况各有特色,社会发展的路径、历史传承也各不相同,从而形成了独具特色的文化。因此有必要区分不同商帮的不同文化特征,并考察其对企业行为的影响。

### (三)企业金融化的相关研究

在我国企业金融化影响因素的相关研究中,胡宁等(2019)研究发现,房产限购政策能够抑制企业投资性房地产投资。王红建等(2016)研究发现,市场竞争压力是实体企业进行金融化套利的主要因素。干胜道等(2018)研究发现,过度自信的管理者会进行更多的金融资产投资,而良好的公司治理制度会制约该行为。虽然实体企业过度金融化会造成虚拟经济的过度膨胀,加大宏观

经济运行风险(彭俞超等,2018),对我国供给侧结构性改革等造成巨大挑战。但也有研究发现适度金融化有利于推动企业长期发展。例如,孙平(2019)发现金融负债渠道对企业创新具有显著正向作用。刘贯春(2017)发现金融资产尽管会降低当期企业研发创新,但长期来看有助于推动未来企业研发创新。

可以发现,已有关于企业金融化影响因素方面的研究多集中于宏观政策、行业竞争以及公司治理等正式制度层面,对文化等非正式制度的相关研究较少。本文将突破传统的制度理论框架,从非正式制度视角考察商帮文化对企业金融化的影响。

### 三、理论分析和研究假说

我国传统商帮诞生于宋朝,随着商品生产的发展和交通条件的改善,在明清时期得到了蓬勃发展。明清商帮在长期的商业实践中已然形成一套严密的组织形式和治理结构,以及一系列独具地域特色的运营规范(周黎安,2011;吴琦等,2019)。已有文献大多将我国商帮划分为十大代表性商帮,包括宁波商帮、龙游商帮、广东商帮、山西商帮、徽州商帮、陕西商帮、福建商帮、江右商帮、洞庭商帮以及山东商帮(张海鹏、张海瀛,1993;Du等,2017)。这些商帮以地缘和血缘为纽带,其显著特点是“互利扶持,商义共进”。它们在中国的商业领域持续活跃了400余年,对近代中国社会特别是商业文明的发展和繁荣产生了不可磨灭的影响。

由于我国地域广阔,加之历史、自然环境、交通条件、政策机遇和区域经济发展水平的不同,各地域商帮逐渐形成了有自身特色的“文化”标签。这些商帮蕴含的价值观念和形成的治理规范构成了商帮文化的主要内容(Du等,2017;潘越等2019a,2019b),成为当代企业行为的重要文化源头。商帮发展期间所处的历史和社会环境会影响商人的经营模式和经营理念(张海鹏、张海瀛,1993;吴琦等,2019)。张海鹏和张海瀛(1993)通过引用《宁波府志》《衢州府志》《广东新语》《清高宗实录》《大泌山房集》等古籍文献,系统性地阐述了各个商帮的特征。例如,在对宁波商帮的特征进行分析时引证《宁波府志》,提到“溯关东以达闽粤,帆樯来往,一岁不下千艘,利擅海王”。从这一引证可以发现,宁波商帮赚取利润后再投资于沙船贩运业,而这一行业在当时被视为冒险的行业。在对龙游商帮分析时引证《衢州府志》,其中提到龙游商帮“狂民趋之,如蝇嗜血,挟货求富,本业废弛”,其中废本业指的是离开土地而不事农业。在对粤商分析时引证《广东新语》所载“计炒铁之肆有数十,人有数千。一肆数十砵,一砵有十余人”,表明粤商向产业资本化转换,而较少投资于土地购置等稳健投资项目。与宁波商帮、龙游商帮、广东商帮、洞庭商帮等投资风格较为冒险相反的是,山西商帮、陕西商帮以及徽州商帮的资本流向主要为土地购置和货币窖藏,投资风格更为稳健。例如,张海鹏和张海瀛(1993)在分析陕西商帮时引证《大泌山房集》中的“罢贾治田,其治田,占天时,衡土力,备人事,所入十倍他人,人取之以为法焉”。这表明陕商在赚取利润后大多是购买土地,而非向产业资本化转换。由此可见,各地商帮的风险偏好和经营理念存在较大差异。

Guiso等(2006)研究表明,文化的影响具有持续性。传统商帮文化主要通过形成地区性的稳健或冒险投资理念,进而影响当地的社会文明和习俗并传承至现代,最终影响企业金融化活动。根据社会认知理论(Bandura,1977),个人的冒险精神和行为受到观察并模仿他人经历的影响。当观测他人成功克服困难和挑战时,人们更有可能受到鼓舞并激发冒险精神,这种行为的传染性使得所在区域也形成了浓厚的冒险氛围。冒险投资型商帮的商人所持的冒险

精神,会通过日常生活和经商过程逐渐感染当地人民,激发并形成地区性的浓厚冒险氛围。蔡洪滨等(2008)的研究也认为,传统商帮治理模式与商人的价值取向及商业习俗会相互促进与强化。这种冒险精神会一代一代传承下来,从而使得商帮文化被传承至今并影响现代企业。改革开放以来,地区间的激烈竞争态势促使各地回溯本地商业文化历史脉络,努力从文化和精神层面构建具备竞争力、创新意识与团队协作精神的地区企业家队伍,进而培育出具有全国乃至国际影响力的大型企业集团。这也进一步推动了商帮文化的传承及其作用的发挥。

文化能够通过影响个体管理者的决策进而影响企业行为(Li等,2013)。Liu(2016)指出,文化对个体的认知和行为的塑造能够伴其一生甚至跨代传承。出身于冒险投资型商帮地区的企业家会传承冒险精神,进而影响其投资经营决策。有关企业金融化的文献表明,相较于实体投资,金融投资的回报率波动较大且不具有可持续性,因此企业的金融投资属于高风险高收益的投资项目。同时,相较于企业本身所处行业,企业进行金融资产投资可被等同视为进入了新行业,因而更需要企业家的冒险精神(Malmendier和Tate,2015)。因此,当董事长来自投资经营理念较为冒险的商帮地区时,其认知和价值观更可能会受到冒险商帮文化的影响,偏好进行较多的金融资产投资;当董事长来自投资经营理念较为稳健的商帮地区时,其认知和价值观可能更为稳健,偏好进行较少的金融化投资。基于以上分析,本文提出以下研究假说。

H: 相较于稳健投资型商帮背景的董事长,冒险投资型商帮背景的董事长更倾向于增加企业的金融化活动。

#### 四、数据来源与研究设计

##### (一)样本选择与数据来源

商帮发源地数据以及商帮在明清时期的资本流向数据来源于张海鹏和张海瀛主编的《中国十大商帮》一书及该书中参考的古籍。上市公司董事长出生地数据来自CSMAR数据库,并使用Datago数据库及手工收集的方法进行了补充。上市公司基本信息和董事长其他个人特征相关数据来自CSMAR数据库,通商口岸数据为手工收集,宗族文化数据来自中国家族谱数据库,宗教文化数据来自CSMAR数据库,儒家文化数据来自中国研究数据服务平台(CNRDS)。

本文初始选取2008—2022年沪深两市A股所有上市公司为样本。由于本文研究中国传统十大商帮的文化差异对企业金融化水平的影响,在样本处理中剔除了公司董事长出生地不属于十大商帮发源地省份的样本,并进一步剔除了ST公司、金融行业以及数据不完整的样本后,获得了8963个公司-年度样本。

##### (二)模型设计与变量说明

借鉴闫海洲和陈百助(2018)、谢富胜和匡晓璐(2020)等,构建模型(1)来验证本文假说。

$$Fin\_asset_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Adventure_{i,t} + \alpha Controls_{i,t} + Year + Industry + Province + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

##### 1.被解释变量

$Fin\_asset$ 表示企业金融化水平,参考已有文献(闫海洲、陈百助,2018;谢富胜、匡晓璐,2020),本文使用企业金融资产占比衡量企业金融化水平。由于新金融工具会计准则从2018年开始逐步

实施,针对金融资产的会计处理发生了较大变更,<sup>①</sup>因此2018年前后企业金融化水平的计算模型存在差异,具体计算方式如下:

$Fin\_asset(2008-2017)=(交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+短期投资+长期股权投资+长期债券投资+投资性房地产)/总资产$

$Fin\_asset(2018-2022)=(交易性金融资产+短期投资+长期股权投资+长期债券投资+投资性房地产+债权投资+其他债权投资+其他权益工具投资+其他非流动性金融资产)/总资产$

## 2. 关键解释变量

*Adventure* 为虚拟变量,表示董事长所属商帮类型是冒险投资型或是稳健投资型。本文根据传统商帮在明清时期的主要资本流向判断该商帮属于冒险投资型或是稳健投资型。根据《中国十大商帮》(张海鹏、张海瀛,1993)一书及对该书所参考古籍的归纳,龙游商帮、宁波商帮以及广东商帮均在严厉海禁的形势下形成,在发展过程中时常需要与封建政权斗争,从而形成了冒险拼搏的精神。这类商帮的文化价值观里有鲜明的重商主义倾向,认为经商创业与致仕为宦一样是人生的选择,这种激励经商并对失败宽容的舆论氛围也导致了商人群体更多地追求个人利益,勇于开拓市场和开展竞争。洞庭商帮形成于经济发达的地区,商人地位较高,社会舆论对经商失败也十分宽容,所属商人有着类似的开拓精神。此外,这些商帮地处通商口岸,受西方资本主义经营思想熏陶较早,对新生事物极为敏感,能不失时机地开拓活动领域,更新经营项目。因此,宁波商帮、龙游商帮、广东商帮以及洞庭商帮的商业资本在明清时已呈现了向产业资本转化的新趋势(张海鹏、张海瀛,1993),体现了其勇于冒险的商业精神。

而山西商帮和陕西商帮的崛起源于“开中法”,明清时期盐商成为其中坚力量(王世华,2004;蔡洪滨等,2008),徽州商帮亦是盐业的主要投资者之一。山东商人大多兼有官僚或地主身份。这些商帮均与封建政权有着紧密联系,由于时常得到官府庇护,所属商人能通过自身的缙绅化、官僚化,享有种种特权,保证了获取优厚的商业利润。这使他们满足于传统经营,总体上投资经营较为稳健。历史资料显示,山西商帮、陕西商帮以及徽州商帮的资本流向主要是购置土地和货币窖藏,陕西商人会把大量的资金带回关中,开设当铺或放高利贷,徽州商人会大量投资于开办书院(张海鹏、张海瀛,1993)。福建商帮虽由私人海上贸易发展起来,但相较于广东商帮,明代的福建商帮由福建社会的多阶层共同组成,成分十分复杂,主要是被罢免的官吏、失业者、不得志的书生等,这些成员往往注重当下利益而厌恶风险,喜欢投资于当下利润较高且波动率较小的行业,经营较为稳健。明清时期的江右商人主要是家境贫寒的农家子弟,还有部分是家道中落或科场失败转而开始经商,由于他们经营主要以家人的无条件资助以及自我牺牲为前提,一旦经商略有小利,首先就会用来接济家庭生活及偿债。此外,作为理学之邦的江西,“知足常乐”“能聚能散”等传统道德观念,以及历来抑商政策的影响,也使得江右商帮具有稳健的投资经营理念,其资本投向主要是生活性和社会性投资。因此,本文通过分析对明清时期十大商帮资本流向的描述对其分类,并以董事长出生地省份所属商帮确认其投资理念。

## 3. 控制变量

参考已有文献,本文控制了公司层面、公司所在地区层面、董事长个人层面以及董事长出生地层面的控制变量(*Controls*)。此外,本文还控制了时间固定效应(*Year*)、行业固定效应(*Industry*)和地区固定效应(*Province*)。具体变量定义见表1。

<sup>①</sup> 新金融工具会计准则不再使用“持有至到期投资”和“可供出售金融资产”科目,同时新增“债权投资”、“其他债权投资”、“其他权益工具投资”以及“其他非流动性金融资产”科目。

表 1		变量定义	
变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	企业金融资产占比	<i>Fin_asset</i>	公司当年金融资产占总资产的比例
解释变量	董事长出生地的商帮类型	<i>Adventure</i>	董事长出生地的商帮类型属于冒险投资型或是稳健投资型。如果商帮在明清时期的主要资本投资于新式企业或手工业,则 <i>Adventure</i> 取值为 1,主要包括宁波商帮、龙游商帮、广东商帮和洞庭商帮;如果商帮在明清时期的主要资本投资于土地或用于修建宗祠、书院,则 <i>Adventure</i> 取值为 0,主要包括山西商帮、陕西商帮、山东商帮、福建商帮、江右商帮和徽州商帮
控制变量	资产规模	<i>Size</i>	上市公司年末总资产的自然对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	总负债除以总资产
	资产收益率	<i>ROA</i>	净利润除以总资产
	营业收入增长率	<i>Growth</i>	上市公司当年营业收入增长率
	市账比	<i>MTB</i>	市值除以账面价值
	是否亏损	<i>Loss</i>	若上市公司当年亏损则 <i>Loss</i> 为 1,否则为 0
	审计公司	<i>Big4</i>	若审计上市公司的事务所是国际四大则 <i>Big4</i> 为 1,非四大为 0
	股权性质	<i>SOE</i>	若上市公司属于国企则 <i>SOE</i> 为 1,非国企为 0
	股权集中度	<i>Share_1</i>	第一大股东持股比例
	市场化水平	<i>MarketIndex</i>	上市公司注册地所在省份的市场化指数,采用中国分省份市场化指数度量
	地区 GDP 水平	<i>GDP</i>	上市公司注册地所在省份 GDP 的自然对数
	董事长年龄	<i>ChairAge</i>	董事长年龄的自然对数
	董事长性别	<i>Gender</i>	若董事长为男性则 <i>Gender</i> 为 1,为女性则为 0
	董事长学术背景	<i>AcadeBackDum</i>	若董事长曾在高校任教,曾在科研机构任职或是曾在协会从事研究则 <i>AcadeBackDum</i> 为 1,否则为 0
	董事长海外经历	<i>OveseaBackDum</i>	若董事长曾在海外任职或求学则 <i>OveseaBackDum</i> 为 1,否则为 0
	董事长金融背景	<i>FinBackDum</i>	若董事长曾在金融业公司任职则 <i>FinBackDum</i> 为 1,否则为 0
	董事长饥荒经历	<i>Famine</i>	若董事长的出生年份在 1947—1961 年则 <i>Famine</i> 为 1,否则为 0
	近代通商情况	<i>Port</i>	董事长出生地所在省份在清末开通的通商口岸数量(加 1 后取自然对数)
	宗族文化	<i>Clan</i>	董事长出生地所在省份每百万人拥有族谱数(取自然对数)
	儒家文化	<i>Confu</i>	董事长出生地所在省份的儒家书院和孔庙数量(取自然对数)
	宗教文化	<i>Religion</i>	董事长出生地所在省份的寺庙和道观数量(取自然对数)

五、实证结果分析

(一)描述性统计

表 2 列示了描述性统计结果。数据显示,企业金融资产占比(*Fin\_asset*)的均值为 0.08,最大值为 0.52,最小值为 0,标准差为 0.10,表明不同企业的金融资产占比存在较大差异。董事长出生地

的商帮类型(*Adventure*)均值为 0.58,表示在样本中约 58% 的董事长出生于冒险投资型商帮地区,约 42% 的董事长出生在稳健投资型商帮地区。

表 2 描述性统计

变量	样本量	均值	最小值	第一四分位数	中位数	第三四分位数	最大值	标准差
<i>Fin_asset</i>	8963	0.08	0	0.01	0.04	0.11	0.52	0.10
<i>Adventure</i>	8963	0.58	0	0	1	1	1	0.49
<i>Size</i>	8963	22.42	19.98	21.42	22.23	23.21	26.43	1.38
<i>Lev</i>	8963	0.45	0.055	0.28	0.45	0.61	0.89	0.21
<i>ROA</i>	8963	0.05	-0.19	0.02	0.04	0.08	0.22	0.06
<i>Growth</i>	8963	0.17	-0.52	-0.02	0.12	0.28	2.14	0.37
<i>MTB</i>	8963	1.90	0.84	1.20	1.52	2.15	7.49	1.14
<i>Loss</i>	8963	0.09	0	0	0	0	1	0.29
<i>Big4</i>	8963	0.07	0	0	0	0	1	0.25
<i>SOE</i>	8963	0.34	0	0	0	1	1	0.48
<i>Share_1</i>	8963	0.36	0.09	0.25	0.34	0.47	0.76	0.15
<i>MarketIndex</i>	8963	9.73	5.44	9.01	9.89	10.61	12.48	1.45
<i>GDP</i>	8963	10.59	8.78	10.12	10.67	11.12	11.77	0.70
<i>ChairAge</i>	8963	3.98	3.64	3.89	3.99	4.06	4.30	0.13
<i>Gender</i>	8963	0.96	0	1	1	1	1	0.19
<i>AcadeBackDum</i>	8963	0.33	0	0	0	1	1	0.47
<i>OveseaBackDum</i>	8963	0.08	0	0	0	0	1	0.27
<i>FinBackDum</i>	8963	0.08	0	0	0	0	1	0.27
<i>Famine</i>	8963	0.42	0	0	0	1	1	0.49
<i>Port</i>	8963	1.42	0	1.39	1.39	1.95	2.08	0.56
<i>Clan</i>	8963	2.96	0.86	2.89	3.07	3.69	3.72	0.73
<i>Confu</i>	8963	6.11	5.38	5.81	6.01	6.59	6.91	0.45
<i>Religion</i>	8963	3.25	1.10	2.74	2.85	4.60	4.70	1.19

(二)主回归结果分析

表 3 报告了不同商帮的经营理念冒险或稳健差异(*Adventure*)对企业金融化水平(*Fin\_asset*)的影响。<sup>①</sup>第(1)列为仅控制行业固定效应、时间固定效应和地区固定效应的回归结果,第(2)列为控制公司特征、董事长个人特征、董事长出生地特征和公司地区特征等相关变量后的多元回归结果。

① 限于篇幅,主回归结果中控制变量的系数未在正文中报告,详见线上附录附表 A.1。

两列结果均显示 *Adventure* 和 *Fin\_asset* 显著正相关,且在控制公司、个人及地区等控制变量后, *Adventure* 的系数依然在 1% 的水平下显著,这验证了本文的主要研究假说,即相较于稳健投资型商帮背景的董事长,冒险投资型商帮背景的董事长更倾向于增加企业的金融化活动。

表 3 商帮经营理念上冒险或稳健差异对企业金融化的影响

	(1)	(2)
	<i>Fin_asset</i>	<i>Fin_asset</i>
<i>Adventure</i>	0.0165*** (4.356)	0.0171*** (4.101)
控制变量	否	是
时间固定效应	是	是
行业固定效应	是	是
地区固定效应	是	是
样本量	8963	8963
Adj. R <sup>2</sup>	0.192	0.233

注:括号内为 Robust t 值,\*\*\*、\*\*和\*分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著。下同。

(三)商帮经营理念差异影响企业金融化的机制检验

根据上文的理论分析,由于传统商帮文化对现代企业投资行为的影响路径有三个关键点,本文将分别对其进行实证检验。首先是商帮文化是否会影响当地的社会风俗,即商帮冒险或稳健的经营理念是否会影响地区的冒险氛围;其次是商帮文化是否能够传承至今;最后是商帮所形成的冒险或稳健的投资经营理念是否影响了董事长的价值观念,进而影响了企业的金融化水平。

1. 商帮经营理念对地区冒险氛围的影响检验

本文采用中国综合社会调查数据(CGSS 2015)中对“如果有多余的钱,我会投资到有风险但回报高的项目上”这一问题的回答,来衡量社会整体冒险氛围。回答为“非常同意”赋值为 5;回答为“比较同意”赋值为 4;回答为“无所谓同意不同意”赋值为 3;回答为“比较不同意”赋值为 2;回答为“非常不同意”则赋值为 1。根据地区被调查者对该问题回答的均值,设置社会冒险氛围变量(*Risk Preference*),*Risk Preference* 值越大,代表社会整体的冒险氛围越浓厚。表 4 列示了对两类商帮所属省份社会冒险氛围数据均值的 t 检验,结果显示冒险投资型商帮所属省份的社会冒险氛围更为浓厚。

表 4 商帮文化对地区冒险氛围的影响检验

	省份数量	均值	均值差异	t 检验
<i>Risk Preference</i> ( <i>Adventure</i> =0)	6	2.366	-0.231*	-1.906
<i>Risk Preference</i> ( <i>Adventure</i> =1)	3	2.597		

2. 商帮文化传承检验

Greif(1994)表明,欧洲中世纪的商帮传统文化会沿袭并进一步影响现代欧洲社会的商业习

惯。蔡洪滨等(2008)也认为,传统商帮治理模式与商人的价值取向、商业习俗会相互促进与强化,从而商帮治理模式也将被传承下来并影响现代企业。本部分利用CNRDS中现代商会数据来检验商帮文化是否具有传承效应。具体地,本文将现代商会按照其原籍是否属于中国十大商帮发源地省份分成两类,并统计数量。表5列示了这两类省份现代商会数量(*Num*)均值的t检验。<sup>①</sup>结果显示,十大商帮文化发源地所属省份的现代商会数量显著多于非十大商帮文化发源地所属省份。这说明在明清时期商帮文化深厚的地区,其现代社会中的商帮文化也较为浓厚,在各地设立了较多的现代商会。这在一定程度上表明了我国历史上的商帮文化具有传承效应,会对现代商业活动产生一定影响。

表 5	商帮文化传承检验			
	省份数量	均值	均值差异	t 检验
<i>Num</i> (非十大商帮发源地省份)	22	12.364	-8.970***	-3.106
<i>Num</i> (十大商帮发源地省份)	9	21.333		

3. 商帮投资理念差异影响企业金融化的机制检验

受商帮文化的影响,不同出生地的董事长的冒险理念会有所差异。特别是当一个地区的外部冒险氛围较弱时,董事长在商帮文化影响下形成的冒险理念的差异会更为明显地体现出来。本文借鉴潘越等(2019b),将从CGSS 2015中获取的社会冒险氛围数据与样本公司按照注册地省份进行匹配,即将*Risk Preference*匹配至样本公司并进行进一步检验。表6 Panel A报告了影响机制的检验结果。结果显示,*Adventure* × *Risk Preference*的系数为负,且在1%的水平下显著,说明当地区的外部冒险氛围较弱时,董事长在商帮文化影响下形成的冒险理念对企业金融化水平的影响较明显。

参考余明桂等(2013)、高磊等(2020),本文以企业盈利波动性来衡量其风险承担意愿(*Risk*)。为了排除企业金融化活动本身给其盈利带来的影响,本文使用(营业总收入-营业总成本)/总资产来衡量企业盈利情况(*GROA*)。在具体计算盈利波动性时,本文先对企业每一年*GROA*采用行业平均值进行调整,然后计算企业在5年内(*t*-2至*t*+2)经行业调整的*GROA*的标准差。表6 Panel B报告了商帮经营理念上的差异对企业风险承担意愿的影响。结果显示,*Adventure*的系数为正,且在5%的水平下显著,说明冒险投资型商帮背景的董事长有更强的风险承担意愿,从而也愿意进行更多的金融化活动。

以上两个检验均说明,商帮文化中冒险或稳健的投资经营理念会通过影响董事长风险偏好进而影响企业的金融化水平。

表 6	商帮经营理念差异影响企业金融化的机制检验	
Panel A		
		<i>Fin_asset</i>
<i>Adventure</i> × <i>Risk Preference</i>		-0.0461*** (-3.097)

① 不包括港澳台地区。

续表 6

Panel A	
	<i>Fin_asset</i>
<i>Risk Preference</i>	0.0549*** (5.542)
<i>Adventure</i>	0.1039*** (2.884)
控制变量	是
时间固定效应	是
行业固定效应	是
地区固定效应	是
样本量	8914
Adj. R <sup>2</sup>	0.236
Panel B	
	<i>Risk</i>
<i>Adventure</i>	0.0056** (2.099)
控制变量	是
时间固定效应	是
行业固定效应	是
地区固定效应	是
样本量	8963
Adj. R <sup>2</sup>	0.221

#### (四)不同情形下商帮经营理念的差异对企业金融化的异质性影响

市场化水平作为外部影响因素,会影响企业治理行为。市场化水平较高的地区,资源配置效率较高,法律等正式制度的保护力度较强,管理层所受监督也较严格,进而使得董事长的决策受到较多制约,较不可能根据个人的认知与行为偏好对企业的金融化水平产生影响。而在低市场化水平地区,法律等正式制度较不健全,此时商帮文化中投资经营理念可以作为隐性契约,对企业的资产配置产生影响。表7第(1)列列示了不同市场化水平下,商帮经营理念的差异对企业金融化的影响。若企业所属省份市场化指数高于年度均值,则将其归为市场化水平较高组,*MKT*取1;否则将其归为市场化水平较低组,*MTK*取0。回归结果显示,交乘项 *Adventure* × *MKT* 的回归系数为负,且在5%的水平下显著。这一结果表明,相较于市场化水平较高的地区,在市场化水平较低的地区中,商帮经营理念的差异对企业金融化的影响较强。

已有文献发现,当企业面临业绩压力时,会更多地投资于可能在短期内获得收益的项目(He和Tian,2013)。金融资产具有可能短期产生较高收益的特性,但同时也具有较高风险,因此当企业面临的短期业绩压力较大时,受冒险投资经营理念影响的董事长更可能通过投资金融资产来获取较高收益。表7第(2)列列示了不同业绩压力下,商帮经营理念的差异对企业金融化的影响。本文用企业实际业绩与分析师预测的行业业绩的差异来衡量短期业绩压力。*Pressure*表示短期业绩压力,

若企业实际净利润大于或等于分析师预测的行业净利润中位数,则企业短期业绩压力较小,*Pressure*取0,否则*Pressure*为(分析师预测的行业净利润中位数-企业实际净利润)/企业总资产。回归结果显示,交乘项*Adventure* × *Pressure*的回归系数为正,且在5%的水平下显著。这一结果表明,相较于短期业绩压力较小的公司,在短期压力较大的公司中,商帮经营理念的差异对企业金融化的影响较强。

高层梯队理论认为,企业家特征会导致他们根据已有的理念对市场信息产生不同见解,所以企业家独特的理念会通过企业活动表现出来。Serfling(2014)发现,相较于年老的CEO,年轻的CEO更加偏好风险,其企业的经营活动风险也更大。因此当董事长较年轻时,商帮文化中冒险投资经营的风格更有可能反映在其企业的经营活动中。当董事长年龄较大时,其偏好稳健的心理可能会抑制其受到商帮文化中冒险理念的影响。表7第(3)列列示了不同董事长年龄下,商帮经营理念的差异对企业金融化的影响。若董事长年龄大于年度中位数,则将其归为年龄较大组,*Old*取1,否则归为年龄较小组,*Old*取0。回归结果显示,交乘项*Adventure* × *Old*的回归系数为负,且在1%的水平下显著。这一结果表明,相较于年长的董事长,商帮经营理念的差异对董事长年轻的企业金融化的影响较强。

表 7 不同情形下商帮经营理念的差异对企业金融化的影响

	(1)	(2)	(3)
	<i>Fin_asset</i>	<i>Fin_asset</i>	<i>Fin_asset</i>
<i>Adventure</i> × <i>MKT</i>	-0.0113** (-2.131)		
<i>MKT</i>	0.0233*** (5.089)		
<i>Adventure</i> × <i>Pressure</i>		0.0326** (2.045)	
<i>Pressure</i>		-0.0273** (-2.269)	
<i>Adventure</i> × <i>Old</i>			-0.0127*** (-3.147)
<i>Old</i>			0.0116*** (2.644)
<i>Adventure</i>	0.0185*** (3.762)	0.0145*** (3.333)	0.0228*** (4.989)
控制变量	是	是	是
时间固定效应	是	是	是
行业固定效应	是	是	是
地区固定效应	是	是	是
样本量	8963	8963	8963
Adj. R <sup>2</sup>	0.235	0.233	0.234

(五)检验商帮经营理念对企业金融化的影响是否适度

尽管大部分现有文献认为企业金融化是一种“脱实向虚”的体现,但也有研究发现适度金融化不仅为实体企业提供多元化的融资渠道,还有助于促进企业未来创新投入。因此,本文进一步探究商帮的冒险理念促进的金融化是否会导致对实体投资尤其是创新投资的挤出。

Zhang等(2024)发现,冒险的商帮文化可以促进企业创新,而企业创新又存在一定的融资需求,因此本文预期商帮文化中的冒险理念促进企业的金融化应当不会挤出企业可持续发展所需的创新投资。因此,我们在基准回归中加入了商帮文化类型与企业创新投资的交乘项  $Adventure \times RD$ 。 $RD$ 使用企业研发投入占总资产的比例来衡量。表8列示了在创新程度不同的企业中,商帮经营理念的差异对企业金融化的影响。回归结果表明,交乘项  $Adventure \times RD$  的回归系数在1%的水平下显著为正。这一结果说明,相较于创新较少的企业,在创新较多的企业中,商帮文化中的冒险理念更加会促进企业金融化。这在一定程度上说明商帮文化中的冒险理念促进企业的金融化是适度的,并不会挤出企业可持续发展所需的创新投资。

表 8 检验商帮文化对企业金融化的影响是否适度

	<i>Fin_asset</i>
<i>Adventure × RD</i>	0.3919*** (3.128)
<i>RD</i>	-0.5423*** (-5.854)
<i>Adventure</i>	-0.0042 (-0.761)
控制变量	是
时间固定效应	是
行业固定效应	是
地区固定效应	是
样本量	6713
Adj. R <sup>2</sup>	0.253

(六)内生性检验<sup>①</sup>

1.基于董事长变更的多期DID检验

为缓解本文可能存在的内生性问题,本部分基于董事长变更导致所属商帮类型发生变化这一外生冲击进行多期DID检验,以此验证董事长所属商帮类型的改变是否会导致企业金融化水平的变化。考虑到发生董事长出生地所属商帮类型变更的样本不足总样本的10%,因此,我们将董事长所属商帮类型发生变更的公司和未发生变更的公司,根据相同行业规模最接近的规则进行配对。由于董事长所属商帮类型变更存在两种情况,一是从稳健投资型商帮变为冒险投资型商帮,二是从冒险投资型商帮变为稳健投资型商帮,这两种变更情况对企业金融化的影响不同,因此,我们将总样本分为两组分别进行配对。回归结果表明,从稳健投资型商帮背景的董事长变更为冒险投资型商帮背景的董事长( $DID1$ )后,企业的金融化水平显著上升;而从冒险投资型商帮背景的董

① 限于篇幅,内生性检验结果未在正文中报告,详见线上附录附表B.1和B.2。

事长变更为稳健投资型商帮背景的董事长(*DID2*)后,企业的金融化水平显著降低。这也进一步验证了商帮文化会影响企业的经营决策这一结论。

由于多期 DID 模型的稳健性依赖平行趋势假设,我们也进行了平行趋势检验与动态效应估计。回归结果显示,*pre\_3*和*pre\_2*的系数均不显著,表明董事长变更之前企业金融化水平的变化趋势并不存在显著差异,即通过了平行趋势检验。动态效应估计的结果表明,董事长变更导致的商帮理念属性变化对企业金融化水平的影响在变更当年即展现出了效果,且此种效应在变更后具有长期的可持续性,证明了董事长商帮理念的差异对企业金融化的影响显著。

## 2. 安慰剂检验(Placebo 检验)

如若主回归的结果在任何一种董事长出生地分布情况下都存在,则本文研究的商帮文化的传承效应及其对现代企业金融化影响的显著性将失去统计意义。为了缓解这一问题,本文进行了安慰剂检验。首先,根据原始样本中关键解释变量 *Adventure* 的分布情况,为每名董事长模拟分配一个随机出生地;其次,根据随机模拟形成的董事长出生地,判断董事长所属商帮经营理念的类型,并生成模拟解释变量 *Random\_Adventure*;最后,将随机模拟生成的解释变量 *Random\_Adventure* 代入基准模型(1),对 *Fin\_asset* 进行回归,并保存每次回归结果。该过程重复进行了 500 次和 1000 次。结果通过了安慰剂检验,表明虚拟效应并不存在,现代企业的金融化的确是由于董事长出生地所属商帮的投资经营理念的传承受到了影响。

## (七)稳健性检验<sup>①</sup>

### 1. 控制公司注册地商帮文化的影响

为了控制公司注册地商帮文化的影响,本文将公司注册地商帮文化冒险精神(*Firm\_Adventure*)加入控制变量中,结果依然稳健。

### 2. 采用 Tobit 模型回归

由于样本中存在部分样本金融资产的占比为 0,本部分采用 Tobit 模型替换基准回归中的 OLS 模型,结果依然稳健。

### 3. 替换被解释变量

参考顾雷雷等(2020)、乔嗣佳等(2022),本文将货币资金等资产也纳入金融资产范围,采用金融资产占总资产的比重(*Fin\_asset1*)来衡量企业金融化水平。具体地,2008—2017 年的金融资产主要包括货币资金、交易性金融资产、可供出售金融资产、衍生金融资产、买入返售金融资产、发放贷款及垫款、其他应收款、一年内到期的非流动资产、其他非流动资产、其他流动资产、持有至到期投资、长期股权投资、投资性房地产。2018—2022 年的金融资产在上述科目中删除可供出售金融资产和持有至到期投资两项,增加债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资和其他非流动性金融资产四项。参考张成思和张步昙(2016)、钱爱民等(2022),本文采用金融渠道获利占比(*Fin\_profit*)来衡量企业金融化水平,具体计算方式为  $Fin\_profit = (\text{投资收益} + \text{公允价值变动损益} + \text{净汇兑收益} - \text{联营或合营企业的投资收益} - \text{营业利润}) / \text{营业利润绝对值}$ ,回归结果依然稳健。

### 4. 增加控制变量

考虑到董事长来源地历史上的旱涝情况、城镇化率、人口密度、与海岸线距离等历史经济发展水平和自然地理因素可能会影响董事长的经营决策,因此在稳健性检验中,我们增加了

<sup>①</sup> 限于篇幅,稳健性检验结果未在正文中报告,详见线上附录附表 C.1~C.4。

*Drought\_Waterlog*、*Urbanization*、*Population*、*Coastline* 四个变量。为了避免模型中控制变量过多导致的多重共线性,我们删除了 *Port* 变量。其中, *Drought\_Waterlog* 表示董事长出生地所属省份的历史旱涝情况。具体地,本文根据中国气象局气象科学研究院(1981)的气象资料整理了各省份旱涝灾害发生情况。该数据记载了全国 120 个代表性观测点 1470—1911 年的旱涝情况。旱涝分为五个等级,分别为“大涝”“涝”“正常”“旱”“大旱”。鉴于商帮主要是在明代蓬勃发展,本文统计了明代中后期(1470—1644 年)每个省份的监测点发生“大涝”和“大旱”的平均数量,并以此对各省份进行排序。*Drought\_Waterlog* 数值越大表示该省份在明代发生“大涝”和“大旱”灾害越频繁。*Urbanization* 表示董事长出生地所属省份历史上的城镇化率。本文用明代初年各省份城镇人口在总人口中所占比例作为衡量城镇化率的指标,并对这一比例进行排序。该数据来源于《中国人口史·明时期》(曹树基,2000)。*Urbanization* 数值越大,说明该省份城镇化率越高。*Population* 表示董事长出生地所属省份历史上的人口密度情况。本文根据《中国人口史·明时期》(曹树基,2000)整理了洪武二十六年的各地人口密度,并对此进行排序。*Population* 数值越大,表示该地人口密度越大。*Coastline* 表示董事长出生地所属省份与海岸线的距离。本文计算董事长出生地所属省份与海岸线的距离,并对此进行排序。*Coastline* 数值越大表示董事长出生地所属省份与海岸线距离越远。结果依然稳健。

## 六、结论与意义

我国在长期的商业实践中,已然形成了独具特色的商帮文化。商帮文化蕴涵着我国千年商业实践中所形成的商业运营规范和经营理念,会对企业行为产生深远的影响。本文突破以往有关企业金融化和商帮历史的研究,从非正式制度角度出发,系统性研究了中国不同商帮中冒险或稳健的经营理念通过文化传承对现代企业金融资产配置的影响。具体而言,本文通过分析明清时期传统十大商帮的资本流向,判断该商帮的经营理念,构建了商帮文化差异的指标。研究发现,相比稳健投资型商帮背景的董事长,冒险投资型商帮背景的董事长更倾向于增加企业金融化活动。异质性检验发现,当企业处于低市场化水平地区、短期业绩压力较大以及董事长更为年轻时,上述影响更为显著。机制检验发现,商帮投资经营理念的差异主要通过影响董事长的风险承担意愿,进而影响企业金融化水平。进一步检验发现,商帮文化对创新较多的企业的金融化水平影响较强,在一定程度上说明商帮文化中的冒险理念促进的企业金融化是适度的。此外,虽然本文通过多种方法在一定程度上排除了其他干扰因素的影响,以及利用董事长变更的外生冲击和安慰剂检验等方法尽量缓解了本文的内生性问题,但是与诸多文化和资本市场研究一样,本文的研究也难以完全排除其他因素以及内生性问题的影响。

目前,学术界正逐渐形成的一个共识是,中国作为新兴市场的代表国家,应从中国特有的背景和社会实践出发,研究中国企业的行为。中国的文化资源丰富且各具特色,特别是商帮文化作为地域文化和商业模式的结合代表,可以使我们结合我国的自然环境以及社会环境来研究我国企业管理的发展特色。本文通过揭示商帮文化对企业金融化行为的深远影响,能让企业管理者意识到自身文化背景中的投资理念对企业重大财务决策的潜在影响,进而在制定金融投资战略时,深入审视自身商帮文化理念,结合企业实际,优化金融资产配置决策。同时,分析不同商帮文化对企业金融化的影响差异,为政府部门因地制宜地引导企业合理配置金融资源、促进区域协调发展提供了参考,助力制定更科学的区域经济发展政策。此外,本文强调文化传承对经济发

展的关键作用,有助于提升社会各界对传统文化的重视度,激发对商帮文化等传统文化资源的挖掘与保护热情,进而促进文化传承与经济良性循环,为中国经济的可持续发展注入文化动力。

参考文献:

1. 蔡洪滨、周黎安、吴意云:《宗族制度、商人信仰与商帮治理:关于明清时期徽商与晋商的比较研究》,《管理世界》2008年第8期。
2. 曹春方、贾凡胜:《异地商会与企业跨地区发展》,《经济研究》2020年第4期。
3. 曹树基:《中国人口史(第四卷)明时期》,复旦大学出版社2000年版。
4. 陈冬华、胡晓莉、梁上坤、新夫:《宗教传统与公司治理》,《经济研究》2013年第9期。
5. 范金民:《明代地域商帮的兴起》,《中国经济史研究》2006年第3期。
6. 干胜道、贺易、肖亮:《非金融企业金融化水平受管理者影响吗?——基于过度自信的视角》,《当代经济管理》2018年第2期。
7. 高磊、晓芳、王彦东:《多个大股东、风险承担与企业价值》,《南开管理评论》2020年第5期。
8. 顾雷雷、郭建鸾、王鸿宇:《企业社会责任、融资约束与企业金融化》,《金融研究》2020年第2期。
9. 古志辉:《全球化情境中的儒家伦理与代理成本》,《管理世界》2015年第3期。
10. 胡宁、王雪方、孙莲珂、靳庆鲁:《房产限购政策有助于实体企业“脱虚返实”吗——基于双重差分研究设计》,《南开管理评论》2019年第4期。
11. 刘贯春:《金融资产配置与企业研发创新:“挤出”还是“挤入”》,《统计研究》2017年第34期。
12. 刘蓝予、周黎安、吴琦:《传统商业文化的长期经济影响——基于明清商帮的实证研究》,《管理世界》2021年第11期。
13. 宁博、潘越、汤潮:《地域商会有助于缓解企业融资约束吗?——来自A股民营上市企业的证据》,《金融研究》2022年第2期。
14. 潘越、宁博、纪翔阁、戴亦一:《民营资本的宗族烙印:来自融资约束视角的证据》,《经济研究》2019a年第7期。
15. 潘越、翁若宇、纪翔阁、戴亦一:《宗族文化与家族企业治理的血缘情结》,《管理世界》2019b年第7期。
16. 彭超超、韩珣、李建军:《经济政策不确定性与企业金融化》,《中国工业经济》2018年第1期。
17. 钱爱民、肖亦忱、朱大鹏、吴春天:《实体企业金融化影响关键审计事项披露吗?》,《审计研究》2022年第5期。
18. 乔嗣佳、李扣庆、佟成生:《党组织参与治理与国有企业金融化》,《金融研究》2022年第5期。
19. 石涛、李志芳:《产权与激励机制视角下的晋陕商帮》,《山西大学学报(哲学社会科学版)》2007年第6期。
20. 孙平:《中国非金融企业金融化对企业创新的影响》,《科技进步与对策》2019年第14期。
21. 王红建、李茫茫、汤泰劼:《实体企业跨行业套利的驱动因素及其对创新的影响》,《中国工业经济》2016年第11期。
22. 王世华:《徽商研究:回眸与前瞻》,《安徽师范大学学报(人文社会科学版)》2004年第6期。
23. 王孝钰、高琪、邹汝康、何贤杰:《商帮文化对企业融资行为的影响研究》,《会计研究》2022年第4期。
24. 吴超鹏、薛南枝、张琦、吴世农:《家族主义文化、“去家族化”治理改革与公司绩效》,《经济研究》2019年第2期。
25. 吴琦、周黎安、刘蓝予:《地方宗族与明清商帮的兴起》,《中国经济史研究》2019年第5期。
26. 武永亮、张紫怡、张雯:《地区文化记忆与成本粘性——基于长征文化视角》,《会计研究》2023年第11期。
27. 谢富胜、匡晓璐:《制造业企业扩大金融活动能够提升利润率吗?——以中国A股上市制造业企业为例》,《管理世界》2020年第12期。
28. 闫海洲、陈百助:《产业上市公司的金融资产:市场效应与持有动机》,《经济研究》2018年第7期。
29. 余明桂、李文贵、潘红波:《民营化、产权保护与企业风险承担》,《经济研究》2013年第9期。
30. 张成思、张步昙:《中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角》,《经济研究》2016年第12期。
31. 张海鹏、张海瀛主编《中国十大商帮》,黄山书社出版社1993年版。
32. 张丽、骆昭东:《从全球经济发展看清商帮兴衰》,《中国经济史研究》2009年第4期。
33. 中央气象局气象科学研究院:《中国近五百年旱涝分布图集》,地图出版社1981年版。
34. 周黎安:《从明清时期的商帮治理看现代民营企业发展》,《中国市场》2011年第3期。
35. Bandura, A., Self-Efficacy: Towards a Unifying Theory of Behavioral Change. *Psychological Review*, Vol. 84, No. 2, 1977,

pp.191–215.

36. Callen, J. L., & Fang, X., Religion and Stock Price Crash Risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.50, No.1–2, 2015, pp.169–195.
37. Du, X., Weng, J., Zeng, Q., & Pei, H., Culture, Marketization, and Owner–Manager Agency Costs: A Case of Merchant Guild Culture in China. *Journal of Business Ethics*, Vol.143, No.2, 2017, pp.353–386.
38. Fan, C., Jiang, M., & Zhang, B., Beyond Cultural Norms: How Does Historical Rice Farming Affect Modern Firms’ Family Control? *Economica*, Vol.91, No.363, 2024, pp.770–808.
39. Greif, A., Contract Enforceability and Economic Institutions in Early Trade: The Maghribi Traders’ Coalition. *American Economic Review*, Vol.83, No.3, 1993, pp.525–548.
40. Greif, A., Cultural Beliefs and The Organization of Society: A Historical and Theoretical Reflection on Collectivist and Individualist Societies. *Journal of Political Economy*, Vol.102, No.5, 1994, pp.912–950.
41. Gu, Z., Sun, W., & Zhou, F. S., Cultural Origin and Minority Shareholder Expropriation: Historical Evidence. *Journal of Accounting Research*, Vol.62, No.1, 2024, pp.181–228.
42. Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L., Does Culture Affect Economic Outcomes? *Journal of Economic Perspectives*, Vol.20, No.2, 2006, pp.23–48.
43. He, J. J., & Tian, X., The Dark Side of Analyst Coverage: The Case of Innovation. *Journal of Financial Economics*, Vol.109, No.3, 2013, pp.856–878.
44. Kumar, A., Page, J. K., & Spalt, O. G., Religious Beliefs, Gambling Attitudes, and Financial Market Outcomes. *Journal of Financial Economics*, Vol.102, No.3, 2011, pp.671–708.
45. Li, K., Griffin, D., Yue, H., & Zhao, L., How Does Culture Influence Corporate Risk–Taking? *Journal of Corporate Finance*, Vol.23, No.4, 2013, pp.1–22.
46. Liu, X., Corruption Culture and Corporate Misconduct. *Journal of Financial Economics*, Vol.122, No.2, 2016, pp.307–327.
47. Malmendier, U., & Tate, G., Behavioral CEOs: The Role of Managerial Overconfidence. *Journal of Economic Perspectives*, Vol.29, No.4, 2015, pp.37–60.
48. Omer, T. C., Sharp, N. Y., & Wang, D., The Impact of Religion on the Going Concern Reporting Decisions of Local Audit Offices. *Journal of Business Ethics*, Vol.149, No.4, 2018, pp.811–831.
49. Serfling, M. A., CEO Age and the Riskiness of Corporate Policies. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 25, No. 2, 2014, pp.251–273.
50. Wu, L., Zhai, Z., & Lv, Y., A Cross–Cultural Study of ESG Impact on Corporate Performance and Equity. *Accounting & Finance*, Vol.64, No.5, 2024, pp.4771–4788.
51. Zhang, Y., Wang, X., & Zou, R., The Merchant Guild’s Business Philosophy and Corporate Innovation. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2024, <https://doi.org/10.1177/0148558X241266086>.

## **The Heterogeneity of Merchant Guild Culture and Corporate Financialization**

WANG Xiaoyu (Shanghai Lixin University of Accounting and Finance, 201802)

ZHANG Yanyu (Jiangnan University, 214122)

ZOU Rukang (China Construction Bank, 100161)

**Summary:** In the course of long-term commercial practices, China has cultivated a unique merchant guild culture, along with associated norms and business philosophies. Shaped by religious beliefs, business customs, and social values, this culture has developed over centuries and continues to shape today’s business and commercial practices. This study investigates the impact of differing merchant guild

philosophies—broadly categorized as adventurous or conservative—on corporate financialization activities in contemporary Chinese firms. By analyzing historical capital allocation patterns among the ten most renowned merchant guilds from the Ming and Qing dynasties, this study explores how variations in historical conditions, regional customs, geographical influences, and policy environments have contributed to distinct business philosophies and investment strategies, which continue to influence corporate financial decisions.

Our empirical findings demonstrate that firms led by chairpersons from guilds with adventurous traditions exhibit significantly higher corporate financialization levels than those from conservative guilds. Heterogeneity analyses further reveal that this effect is particularly pronounced in less marketized regions, under greater short-term performance pressures, and with younger leadership. The underlying mechanism analysis indicates that guild culture affects corporate financialization primarily through managerial risk preferences, with notable benefits for innovation-driven firms, suggesting that a moderate degree of financialization—rooted in guild traditions—can complement rather than stifle innovation.

This study contributes to the literature in three primary ways. First, it extends research on corporate financialization by highlighting the role of informal institutions, showing how risk preference traditions promote balanced financial investment alongside innovation. Second, it enriches interdisciplinary studies on culture, economics, and finance. Lastly, it advances merchant guild research beyond historical narratives by empirically linking guild culture to modern corporate behavior—a relatively underexplored area in existing research.

From a practical perspective, this study offers valuable policy implications. Understanding merchant guild culture provides insights into the origins of regional business practices, offering policymakers a cultural framework to assess economic development strategies. Additionally, fostering a balanced approach to corporate financialization—aligning financial asset allocation with real economic needs—can help stabilize financial markets, reduce systemic risks, and promote sustainable economic growth in China.

**Keywords:** Merchant Guild Culture, Adventurous, Corporate Financialization

**JEL:** G30, Z10

责任编辑:诗 华