

“贴金”还是“添堵”？：基于文化视角的富豪榜效应研究

摘要：本文考察了中国儒家文化下的“仇富”价值观对投资者、政府以及企业家行为的影响。我们的研究发现，当富豪榜公布时，上榜企业家控制的公司经市场调整后的收益率显著为负。同时，这些公司的市场价值在上榜后也显著下降。这表明投资者将企业家上榜视作一个负面的信息。其次，政府在社会舆论压力下，在法律、监管等方面对上榜企业家及其控制的公司采取更加严厉的措施，并降低对企业家“原罪”的容忍程度。企业家上榜后，其被政府调查、逮捕和诉讼的概率要显著高于其他民营企业企业家。此外，企业家普遍采取了盈余管理的方式隐藏利润，以降低公众的过度关注。在进一步的检验中，我们还发现当榜单发布时，在中西方文化交融的香港上市的样本公司，市场反应为负但不显著。而在西方文化占主导地位的美国上市的样本公司，市场反应显著为正。我们的研究结果为文化对经济行为的影响提供了经验证据。

关键词：儒家文化；投资者反应；法律风险；盈余管理

1. Introduction

在经济和金融领域，有关文化、社会习俗和宗教的直接研究文献虽为数不多，但对于学者而言，其并非陌生的概念。事实上，至少在上世纪三十年代，社会学家和经济学家便已认识到这些非正式的制度要素是经济行为的重要决定因素。Weber（1930）就指出文化的变化在资本主义及其制度的发展过程中扮演了关键的角色。制度经济学家更是将其视作较之法律、产权更为基本的制度要素（eg, North, 1990; Landes, 2000; Oliver Williamson, 1998, 2000）。例如，Oliver Williamson（1998, 2000）构建的新制度经济学分析框架（Social Analysis Framework），明确地将制度分成四个层次。其中，第一层次即为文化、社会习俗和宗教；第二层次为法律体系、产权保护以及司法执行等正式制度要素；第三层次才为公司治理；第四层次为价格、雇佣等资源分配的要素。作者认为，高层次的制度要素将在很大程度上影响低层次的制度要素。并且，文化、社会习俗和宗教等非正式的制度变化极其缓慢，通常几个世纪甚至上千年才会发生微小的改变。有鉴于此，制度经济学者在研究中一般将其作为给定的外生因素。

尽管学者对文化、社会习俗和宗教的重要作用早已形成共识，但对其为何会对经济行为产生如此重大的影响，如何具体地产生影响，却又知之甚少。现有文献研究制度对经济行为的影响，更多地是关注法律、产权和政府等第二层次的制度要素（例如，LLSV, 1997, 1998, 2000, 2002; Levine, 1999; Demircuc-Kunt and Makimovic, 1998; Demircuc-Kunt and Levine, 2001; Friedman, Johnson and Mitton, 2003），而很少涉及文化层次。Guiso et al. (2006) 指出造成这一现象的重要原因是文化（社会习俗和宗教）不但内涵非常广泛，而且它影响经济行为

的途径又无处不在，因此很难提出可供检验的假说进行验证。Without testable hypotheses, however, there is no role for culture in economics except perhaps as a selection mechanism among multiple equilibria (Greif, 1994, 2006)。值得庆幸的是，近年来一系列与文化、宗教相关的新数据的开发，为研究其对经济行为的影响提供了有利的条件，继而促进了相关领域的发展。学者从不同的角度探索了文化对控制权收益(private benefit of control)、跨国贸易和投资、投资者保护、个体经济态度(economic attitude)、资本市场参与度(stock market participation)的影响(例如: Coffee, 2001; Stulz and Williamson, 2003; Guiso et al, 2006, 2008, 2009; Hong and Kacperzyk, 2009)。上述研究无疑为我们理解文化与经济行为的关系提供了非常宝贵的经验证据。然而，由于他们的一个共同特点都是基于跨国的比较，因此通常难以完全排除法律体系、产权保护、政府效率及其他国家层面因素的影响。从研究规范而言，如能利用一国资本市场的数据库，考察特定的社会规范对经济行为的影响，则可得到更为可靠的结论(Hong and Kacperzyk, 2009)。

如欲研究一国特有的文化对经济行为的影响，中国或是一个较为理想的场所。首先，中国作为东方文化的典型代表，在很多方面都表现出与西方文化截然不同的价值观。并且，其中的不少价值观与起源于西方社会的现代商业秩序和逻辑并不完全融合，甚至可以说存在一定的冲突。这种不一致或者冲突反映在经济行为上，则导致中国的诸多经济现象难以简单地用传统的理论进行解释。其次，西方社会的行为准则基本由正式的法律所规定，而中国则在很大程度上依赖于隐性的社会规范。而上述两点恰恰为观察文化对经济行为的影响提供了有利的条件。事实上，尽管目前直接研究中国文化对经济行为影响的文献为数不多，但已有不少学者意识到文化在中国扮演的重要角色，并认为其可能是中国一些特殊经济现象的成因。例如，Allen 等(2005)发现，虽然中国的法律制度和金融体系均十分落后，但其仍然是当今经济增长最快的国家之一。他认为在儒家文化占主导地位的中国，声誉和关系成为了重要的替代治理机制。类似地，Licht 等(2005)也指出，在受儒家文化影响的东亚社会里，已经发展出一套不依赖于正式法律制度的社会规范，并在经济发展中起着重要作用。

儒家文化有别于西方主流文化的一个重要特征在于，西方文化更加推崇个人主义，而儒家文化则注重集体主义。集体主义表现在经济上则是平均主义。其最早的思想发源可追溯到儒家学派的创始人孔子。在儒家经典的著作《论语》中，孔子便提出如下的观点：

“有国有家者，不患贫而患不和，不患寡而患不均。盖均无贫，和无寡，安无倾。”

在儒家平均主义的价值观下，社会普遍存在着“仇富”的心态，即公众对富人存在天然的偏见和抵触。因此，与西方国家不同，中国的富人普遍存在“隐富”的现象，即不愿意让公众知道自己的财富，以免招致社会的仇视。尽管在改革开放后，中国早已涌现出富裕阶层，但是公众对谁是中国的富豪，他们掌握了多少财富，在很长一段时间内仍停留在非常模糊的印象。《胡润富豪榜》的出现使得中国富豪开始作为一个群体为中国民众所了解和熟知。它使得原本十分低调的中国富豪们，集体地暴露于社会大众的眼前，引起了媒体和公众极大的关

注。这为研究儒家平均主义文化下的“仇富”效应提供了有利的研究条件。本文正是基于这一榜单，考察了中国传统的儒家价值观对经济行为的影响。

首先，我们考察了“仇富”价值观下，投资者对于企业家上榜这一事件的反应以及上榜前后企业价值的变化。我们的研究发现，在榜单公布时，上榜企业家控制的公司市场调整后的收益率显著为负。这表明，投资者认为富豪上榜是一个负面的信息。此外，上榜后企业家控制的公司市场价值显著下降。

其次，我们考察了政府在社会舆论压力下，是否在法律、监管等方面对上榜企业家及其控制的公司采取更加严厉的措施，并降低对企业家“原罪”的容忍程度。我们发现，企业家上榜后，其被政府调查、逮捕和诉讼的概率要显著高于其他民营企业企业家。

最后，我们还考察了“仇富”的社会文化对上榜企业家行为的影响。我们发现，上榜后，企业家采取了隐藏盈余的方式，以避免或者减轻公众的过度关注。

在进一步的检验中(additional test)，我们还考察了在香港和美国上市的样本公司，其实际控制人上榜后，公司的短期市场反应。我们的研究发现，榜单发布后，在中西方文化交融的香港上市的样本公司，其市场反应为负但不显著。而在西方文化占主导地位的美国上市的样本公司，其实际控制人上榜后，市场反应显著为正。这一结果进一步印证了文化对经济行为的影响。

本文可能具有以下几个方面的贡献：首先，我们的论文拓展了文化、社会规范和宗教对经济行为影响的文献（例如：Stulz and Williamson, 2003; Guiso et al, 2006, 2008, 2009; Hong and Kacperzyk, 2009）。我们的研究利用中国特殊的文化背景，为此类研究提供了新的经验证据；其次，我们的论文与财务报告动机影响因素的文献相关（例如，Ball, Kothari and Robin, 2000; Ball, Robin and Wu, 2000, 2003; Leuz, Nanda and Wysocki, 2003）。例如，Ball, Robin 和 Wu（2003）通过对四个属于普通法系的东亚国家的研究发现，这些国家的会计信息质量并不优于大陆法系国家。作者认为，在东亚国家，法源并不是决定会计信息质量的主要因素，并推测社会规范可能是更为重要的决定因素。我们的研究发现，在儒家文化下，上榜企业家为了避免或者减轻公众的过度关注，采取了负向的盈余管理的方法来隐藏财富。因此，我们的研究提供了此方面的经验证据，印证了 Ball 等（2003）的推测。

本文其余部分的结构如下：第二部分对儒家文化下的“仇富”价值观进行了讨论，并提出本文的研究假说；第三部分介绍了本文的数据和样本；第四部分报告了本文的实证结果；第五部分进行了进一步的检验。最后在第六部分，我们对本文进行了总结。

2. 儒家文化价值观与研究假说 (hypothesis)

儒家思想是中国、东亚及东南亚地区的基本文化信仰。与大多数西方国家不同，中国并没有占据主导地位的宗教。儒家思想被不少社会学家尊称为儒教，其对中国社会的基本价值观和各项制度的形成具有巨大的影响(Allen et al,2005)。几千年来，儒家的经典著作《四书》、

《五经》等一直是中国知识阶层的“圣经”。其中的一些基本观点，更为中国普通民众所熟知，并潜移默化地成为社会的一般行为规范。虽然近代中国持续受到外来文化的冲击，并与之相互融合，但儒家思想依然是当今中国社会一般民众的核心价值观。此外，与西方国家不同，中国的法律制度相对薄弱，儒家价值观在此环境下作用更巨，其在很大程度上替代法律成为社会的行为准则。

儒家文化的核心思想之一是讲究“中庸之道”。这一价值观不提倡个性的宣扬，而更强调集体的意志，即不推崇个人主义，而注重集体主义。集体主义表现在经济上则是平均主义，其最早的思想发源可追溯到儒家学派的创始人孔子。这位对中国和东亚文化具有深远影响的儒家开创者，在中国的春秋时期就已提出了“不患寡，而患不均”的思想。在这一价值观下，民众普遍持有“均贫富”的观点，更不愿接受因个人禀赋差异导致的财富不均。事实上，儒家平均主义的文化价值观也是共产主义和社会主义思想更容易为中国民众所接受的一个重要原因。近代中国实行社会主义的政治制度后，则又进一步加剧了民众平均主义的意识。此外，儒家文化下的社会阶层观念历来轻视商人。古语“无商不奸”便体现了民众对商人的一般印象。在中国历史上，更是多次实行“重农抑商”的经济政策。简而言之，在儒家文化下，公众对富人存在着天然的仇视，即存在“仇富”的社会价值观。

在这一价值观下，中国的富人群体普遍存在“隐富”的现象，即不愿意让公众知道自己的财富，以免招致社会的仇视。因此，尽管在改革开放后，中国早已涌现出富裕阶层，但是公众对谁是中国的富豪，他们掌握了多少财富，在很长一段时间内仍停留在非常模糊的印象。

《胡润富豪榜》的出现使得中国富豪开始作为一个群体为民众所了解和熟知。这个榜单由英国人胡润及其团队于 1999 年开始编制，每年公布一次，至今已有超过十年的时间。¹除公布中国富豪的排名及其财富外，《胡润富豪榜》包含的信息还涉及富豪控制的主要公司及其行业、年龄、出生地、学历等。可以说，这份榜单成为中国公众了解富裕阶层的最重要信息来源之一。它使得原本十分低调和神秘的中国富豪们，集体地暴露于社会大众的眼前，引起了媒体和公众极大的关注。

由于在儒家文化下，公众普遍存在着“仇富”的心态，因此他们会更多地去关注和挖掘富豪的负面问题，并以高于社会平均的道德标准去衡量富豪的行为。特别是，中国企业家的财富积累过程恰好处于中国社会制度的转型时期。在这一过程中，由于体制的原因，企业家及其公司难以避免地存在不少“原罪”的问题。当企业家上榜后，社会公众在“仇富”价值观的驱动下，对于“原罪”的容忍度下降。具体表现在，媒体往往更倾向于去报导和挖掘上榜企业家及其控制公司的负面新闻。公众也更加喜欢去分享和传播这些负面的信息。同时，在公众和社会舆论的压力下，政府对上榜企业家的监管也更加严厉。

公众、媒体和政府的上述反应，都会使得企业家及其控制的公司，在上榜后处于非常不

¹ 《胡润富豪榜》最初是与《福布斯》杂志合作。在 2004 年后开始独立运作，成为中国最受关注和认同的富豪榜。

利的社会氛围下。自然地，这种文化的影响继而又会体现在经济行为上。首先，资本市场的投资者，在这一文化背景下，可能将企业家入选富豪榜视作其控制公司的负面新闻。因此，我们预期当榜单公布时，上榜企业家控制公司的市场反应显著为负。并且，社会公众和媒体对企业家及其控制公司的负面信息的持续关注和挖掘，将对企业价值造成负面影响。其次，政府可能出于社会公众舆论的压力，在法律、监管等方面对上榜的企业家及其控制公司采取更加严厉的措施，同时降低对“原罪”的容忍程度。因此，我们预期富豪上榜后，其被政府调查、逮捕和诉讼的概率将增加。最后，在“仇富”的社会价值观下，上榜企业家将有动机采取各种措施，尽可能地隐藏财富，以降低公众和媒体的关注。因此，我们预期企业家上榜后，其控制的公司将通过负向盈余管理的方式隐藏利润。

3. Data and sample

本文以 1999 年至 2007 年间，每年公布的《胡润富豪榜》前五十名企业家控制的上市公司作为初始研究样本。如果企业家在不同的年度多次上榜，则我们以其第一次上榜作为本研究中的上榜年度。其中，企业家直接或间接控制的上市公司，主要通过对照年报中披露的实际控制人数据，手工收集和整理而得。另外，在中国内地上市的样本公司的财务和股价数据均来自于 GTA CSMAR 数据库；在中国香港上市的样本公司股价数据则取自 Datastream 数据库；在美国上市的样本公司的股价数据则来源于 CRSP 数据库。

我们获得的初始样本为 139 个。鉴于绝大部分样本公司的上市地位于中国内地、中国香港或者美国，为了研究的便利，我们剔除了在其他国家上市的样本 3 个。同时，考虑到研究投资者的市场反应时，需要通过一定数量的交易日股价数据计算市场风险，我们剔除了上市日离富豪榜发布日不满三个月的样本公司（14 个）。此外，我们还剔除了财务数据和股价数据缺失的样本（4 个）。经过这一样本删选程序，我们得到的最终样本为 118 个。其中，在中国内地上市的样本为 60 个，在中国香港上市的样本为 46 个，而在美国上市的样本为 12 个。此外，为了减轻潜在的异常值影响，我们对回归模型中使用的所有连续变量在 2% 和 98% 的水平上进行了 Winsorize 处理。表 1 列示了具体的样本筛选过程。

< 此处插入表 1 >

表 2 是对样本中企业家基本信息的描述。其中，Panel A 是对上榜企业家财产的统计分析²。我们可以发现，从开始编制富豪榜的 1999 年到 2007 年期间，上榜企业家的财富在急剧增长。从最初的财富区间集中在 25 亿元以下，一直到最近几年财富区间主要位于 100 亿

² 1999 年发布的胡润富豪榜对企业家的财产没有精确的统计数字，而是将企业家的财富划分为 A, B, C, D 四个等级进行披露，分别为 A: 10 亿元及以上；B: 5 亿元~10 亿元；C: 1 亿元~5 亿元；D: 5000 万元~1 亿元。在本表的统计中，我们将财富为 B、C、D 三个等级的样本划分为 10 亿元以下组，将财富为 A 等级的样本划分为 10~25 亿元组进行统计。

元以上，十年间企业家的财富至少增长了 4 倍以上。Panel B 是对上榜企业家年龄的统计。我们发现，82.2%的企业家上榜时的年龄在 50 岁以下，并且有三分之一的企业家上榜时的年龄不满 40 岁。Panel C 是对上榜企业家学历的统计。从中可以发现，上榜企业中，具有大学及其以上学历的比例为 79.5%，这一比例要远高于社会平均水平。

< 此处插入表 2 >

4. Empirical results

4.1 短期市场反应和公司价值的变化

我们主要通过观察富豪榜公布前后样本公司的股价变化，来考察投资者对企业家上榜这一信息的反应。具体地，我们以胡润富豪榜公告后的第一天作为事件日（T=0），并采用市场模型法计算公告日前后的异常收益率（AR）。其中，市场基准收益率为沪深两市总市值加权收益率，估计期窗口为[-210,-11]。图 1 列示了样本公司在事件窗口期[-1, 8]10 个交易日的累积异常收益率（CAR）。从图中可以发现，富豪榜发布后，经市场调整的累积超额收益率为负且持续下降。

< 此处插入图 1 >

表 3 的 Panel A 报告了对短期市场反应的统计分析。从中可以发现，在我们选取的[-1,1]、[-1,3]以及[-1,8]三个主要研究窗口，累积超额收益率的均值均显著小于 0，分别为-1.70%，-1.83%和-2.56%。这一结果与我们的预期一致，说明在儒家文化“仇富”的社会价值观下，投资者将企业家上榜视作负面的新闻。需要说明的是，上述检验中，当企业家在不同的年度多次上榜时，我们只取其第一次上榜日作为事件点。作为敏感性分析，我们还以企业家所有的上榜日作为事件点进行了考察。Panel B 报告了相应的结果。我们发现，此时短期市场反应也显著为负，从而进一步验证了我们的预测。

< 此处插入表 3 >

除了考察短期的市场反应外，我们还考察了上榜对企业家控制公司的价值影响。具体地，我们主要考察了样本公司在上榜前后三年公司价值的变化。由于这一榜单一般在每年的 10 月或者 11 月公布，因此将该年归属为上榜前或者上榜后都存在一定的噪音。为了使得研究结论更加可靠，我们在考察公司价值的变化时，从样本中剔除了上榜当年。换言之，如果企业家在 T 年入选富豪榜，则上榜后的年度指 T+1 年，T+2 年和 T+3 年，上榜前的年度指 T-1 年，T-2 年，T-3 年。我们用如下模型（1）进行检验：

$$TobinQ = \alpha_0 + \alpha_1 * Listed + \alpha_2 * Log(Asset) + \alpha_3 * Leverage + \alpha_4 * Growth + \varepsilon \quad (1)$$

模型（1）中，TobinQ 代表公司价值。此处，我们参照 Doidge, Karolyi 和 Stulz（2004）的方法，用公司总资产减去所有者权益加上公司股票总市值，再除以公司的总资产进行衡量。Listed 为虚拟变量，如果为上榜后的年度（T+1 年，T+2 年和 T+3 年）则取值为 1，如果为上榜前的年度（T-1 年，T-2 年，T-3 年）则取值为 0。Ln(Asset)为公司期末总资产的自然对数，Leverage 为公司期末总负债除以总资产，Growth 为公司本期销售收入的变动除以期初销售收入。上述三个变量分别用于控制公司规模、资产负债率以及成长性对企业价值的影响。详细变量定义见附录 A。

表 4 报告了相应的检验结果。其中，Panel A 为上榜前后样本公司的 TobinQ 的描述性统计。我们可以发现，上榜前的 Tobin Q 的均值为 3.1983，要显著高于上榜后的均值 2.3119。Panel B 报告了相关控制变量的描述性统计。Panel C 报告了模型（1）的回归结果。研究结果显示 Listed 的系数显著为负，说明社会公众和媒体对上榜企业家及其控制公司负面信息的持续关注和挖掘，使得其控制的企业的公司价值在上榜后显著下降。

< 此处插入表 4 >

4.2 法律风险的变化

前已述及，在儒家文化“仇富”价值观下，政府可能出于社会公众舆论的压力，在法律、监管方面对上榜企业家及其控制的公司采取更加严厉的措施，同时降低对“原罪”的容忍程度。为了检验这一假说，我们用如下的模型（2）考察企业家上榜后，其被政府调查、逮捕或者起诉的概率是否要高于其他民营企业的实际控制人³。

$$Litigation = \alpha_0 + \alpha_1 * Listed + \alpha_2 * Log(Asset) + \alpha_3 * Leverage + \alpha_4 * ROA + \alpha_5 * Growth + \varepsilon \quad (2)$$

模型（2）中，Litigation 为虚拟变量，当企业家遭到政府诉讼、调查或者逮捕时，取值为 1，否则为 0。此处，我们主要通过“GOOGLE”和“BAIDU”上搜索“企业家名字+被捕”、“企业家名字+逮捕”、“企业家名字+拘留”、“企业家名字+调查”以及“企业家名字+刑事”等关键词，甄别出企业家是否遭到政府诉讼、调查或者逮捕。Listed 为虚拟变量，如果企业家为榜单上的富豪，则取值为 1，否则为 0。ROA 为公司在期末的净利润除以总资产，用于控制公司业绩的影响。与前一致，我们也在模型中控制了规模、资产负债率和成长性。

此处，我们分别采用以下两种方法进行检验：1）在企业家遭到政府诉讼、调查或者逮捕的当年，litigation 取值为 1，之前的所有年度取值为 0，而模型中的控制变量为各年对应的值；2）当企业家在上榜后遭到过政府的调查、逮捕或者诉讼，则 litigation 取值为 1，否则为 0，此时模型中的控制变量为其控制公司在 2003-2009 年期间相应指标的均值。表 5 报告了相应的检验结果。从 Panel A 可以发现，企业家上榜后遭到政府诉讼、调查或者逮捕的

³ 我们也考察了富豪上榜后，其被政府起诉或者逮捕的概率是否要高于上榜前，结果显示上榜前这一概率为 0。

比例为 17.24%，而同一时期其他民营企业实际控制人对应的比例为 4.85%，前者要显著高于后者。Panel B 报告了控制变量基于年度观测的描述性统计，而 Panel C 则为 logit 回归结果。从中可以发现，无论采用哪种检验方法，Listed 的系数都显著为正，说明企业家上榜后被政府诉讼、调查或者逮捕的概率要显著高于其他民营企业的实际控制人。

< 此处插入表 5 >

4.3 上榜企业家的反应

对于企业家对上榜事件的反应，我们主要考察了其在上榜后是否采取盈余管理的方法隐藏利润。具体地，我们参照 Kathori, Leone 和 Wasley (2005) 的方法，用业绩配对的修正横截面琼斯模型 (Performance-matched modified cross-sectional Jones model) 来估计公司非正常应计，用于衡量其盈余管理的程度。

$$\frac{TA_{it}}{Asset_{i,t-1}} = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \hat{\beta}_2 \frac{(\Delta Rev_{it} - \Delta AR_{it})}{Asset_{i,t-1}} + \hat{\beta}_3 \frac{PPE_{it}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

模型 (3) 中 TA_{it} 表示样本公司 I 在 t 年的应计额，为公司净利润与经营活动产生的现金流量之差。 $Asset_{i,t-1}$ 代表公司的总资产， ΔRev_{it} 为 t 年的营业收入相对于前一年的变化量， ΔAR_{it} 代表公司在 t 年的应收账款相对于前一年的变化量， PPE_{it} 为固定资产净值、投资性房地产、工程物质之和。首先，我们通过对模型 (3) 进行分年度分行业的回归得到的模型的残差，即为每个公司的非正常应计 (DA)。继而，我们根据相同年度、相同行业并具有最接近的公司业绩 (ROA) 的原则，选取配对样本。我们用样本公司与配对公司的 DA 之差衡量公司的盈余管理程度。

图 2 列示了样本企业上榜前后非正常应计的变化。从图中可以发现，上榜后企业的非正常应计均为负。这初步表明上榜后企业家采取了各种措施或者方式隐藏财富，来降低公众和媒体的关注。

< 此处插入图 2 >

为了进一步检验这一假说，我们用如下的模型 (4) 考察企业家上榜前后，其盈余管理行为情况：

$$EM = \alpha_0 + \alpha_1 * Listed + \alpha_2 * Log(Asset) + \alpha_3 * Leverage + \alpha_4 * ROA + \alpha_5 * Growth + \alpha_6 * CR + \alpha_7 * Loss + \alpha_8 * Issue + \varepsilon \quad (4)$$

模型 (4) 中，EM 为样本公司与配对公司的非正常应计之差，代表企业的盈余管理程度。与前一致，我们也在模型中控制了规模、资产负债率、业绩和成长性。此外，已有的盈余管理研究还表明 (例如，Defond and Park, 1997)，非正常应计还与公司的流动比率 (CR)

相关。通常而言，流动比率越低，则公司的非正常应计越高。因此，我们又控制了这一因素的影响，并作为该检验的基本模型。

除了上述因素外，已有的不少研究还发现，在中国特有的退市和配股政策下，公司具有很强的动机通过盈余管理达到避免亏损或者获取配股资格的目的（如：Chen and Yuan, 2004; Liu and Lu, 2007）。因此，我们在基本模型中又加入了Loss和Issue两个哑变量，以控制上述两方面盈余管理动机的影响。其中，Loss为虚拟变量，当公司ROE处于[0, 1%]时，取值为1，否则为0。我们根据证监会在不同年度对上市公司配股资格政策的具体规定⁴，将Issue定义如下：在1996年至1998年期间，如果公司ROE处于[10%, 12%]，则取值为1，否则为0；在1999年至2000年期间，如果公司ROE处于[6%, 7%]或者[10%, 12%]，则取值为1，否则为0；2001年及其以后年度，如果ROE处于[6%, 7%]，则取值为1，否则为0。

表6报告了对样本公司在上榜前后非正常应计对比分析的结果。其中，Model1和Model2对应的分别为基本模型和扩展模型回归分析的结果。需要说明的是，由于中国上市公司从1998年才开始披露现金流量表，因此此处检验所需的应计利润数据也始自该年度。此外，在用模型（3）进行分年度分行业回归时，我们剔除了观测值少于5个的公司。该检验的最终样本量为230个。Panel C报告了模型（4）的回归结果。从中可以发现，无论是基本模型还是扩展模型，Listed的系数均显著为负，说明上榜后企业家通过负向盈余管理来隐藏财富，以降低公众和媒体的关注。

< 此处插入表 6 >

5. Additional test

为了比较不同文化下，投资者对企业家上榜事件的反应，我们还考察了在香港和美国上市的样本公司，其实际控制人上榜后的股价反应。与中国大陆不同，香港作为东西方文化的交汇地，投资者组成也较为多元化，包含了不同的文化背景。而美国则主要受西方文化的影响。三地渐进的文化变化为我们考察文化对投资者行为的影响提供了非常好的研究条件。

图3列示了在香港上市的样本公司和美国上市的样本公司，在事件窗口期[-1, 8]期间的累积异常收益率。此处，我们分别以恒生指数收益率和CRSP的总市值加权收益率作为两个市场的市场收益率。从图中可以发现，榜单发布后，上榜企业家控制的香港上市公司，经市场调整的累积超额收益率为负但不显著。与之形成对照的是，上榜企业家控制的美国上市公司，经市场调整的累积超额收益率为正并且总体呈上升的趋势。

⁴ 1994年9月28日，证监发[1994]161号文件要求配股公司应满足：“公司在最近三年内连续盈利；公司净资产税后利润率三年平均在10%以上”；1999年3月17日，证监发[1999]12号文件要求配股公司应满足：“最近3个完整会计年度的净资产收益率平均在10%以上，该指标计算期间内任何一年的净资产收益率不得低于6%”；2001年3月15日，证监发[2001]43号文件规定配股公司应满足：“最近3个完整会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%以上，且预测本次发行完成当年加权平均净资产收益率不低于6%”。

< 此处插入图 3 >

表 7 报告了对短期市场反应的统计分析。从 Panel A 中，我们可以发现，在选取的[-1,1]、[-1,3]以及[-1,8]三个主要研究窗口，上榜企业家控制的香港上市公司的累积超额收益率为负但并不显著异于 0，而其控制的美国上市公司的累积超额收益率显著大于 0。这一结果表明，在西方文化占主导地位的美国，投资者认为企业家上榜是正面的消息。而在东西方文化交融的香港，投资者的反应介于中国内地和美国之间。与前类似，我们还以企业家所有的上榜日作为事件点进行了考察，并用 Panel B 报告了相应的结果。从中可以发现，这一改变并不会影响我们的结论。

< 此处插入表 7 >

6. Conclusion

本文考察了中国儒家文化下的“仇富”价值观对投资者、政府以及企业家行为的影响。我们的研究发现，当富豪榜公布时，上榜企业家控制的公司经市场调整后的收益率显著为负。同时，这些公司的市场价值在上榜后也显著下降。这表明投资者将企业家上榜视作一个负面的信息。其次，政府在社会舆论压力下，在法律、监管等方面对上榜企业家及其控制的公司采取更加严厉的措施，并降低对企业家“原罪”的容忍程度。企业家上榜后，其被政府调查、逮捕和诉讼的概率要显著高于其他民营企业企业家。此外，企业家普遍采取了盈余管理的方式隐藏利润，以降低公众的过度关注。在进一步的检验中，我们还发现当榜单发布时，在中西方文化交融的香港上市的样本公司，市场反应为负但不显著。而在西方文化占主导地位的美国上市的样本公司，市场反应显著为正。我们的研究结果为文化对经济行为的影响提供了经验证据。

本文的研究具有一定的启示意义。对于学者而言，在研究企业的经济行为时，文化、社会习俗以及宗教等非正式的制度要素是一个不容忽视的解释因素。一些无法用传统的法与金融理论解释的经济现象，往往能从文化的角度进行解释。对于政策制定者而言，文化和习俗也应该作为政策制定的重要依据。惟其如此，政策才能得到很好地执行并收到预期的效果。

References

- Allen, F., Qian, J., Qian, M.J., 2005, "Law, Finance and Economic Growth in China", *Journal of Financial Economics* 77, pp.57~116.
- Ball, R., Kothari, S.P., Robin, A., 2000, "The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings", *Journal of Accounting and Economics* 29, pp.1~51.
- Ball, R., Robin, A., Wu, J., 2000, "Accounting Standards, the Institutional Environment and Issuer Incentives: Effect on Timely Loss Recognition in China", *Asia-pacific journal of accounting and economics* 7, pp.71~96.
- Ball, R., Robin, A., and Wu, J., 2003, "Incentives versus Standards: Properties of Accounting Income in Four East Asian Countries". *Journal of Accounting and Economics* 36, pp. 235~270.
- Chen, K., Yuan, H., 2004, "Earnings Management and Capital Resource Allocation: Evidence from China's Accounting-Based Regulation of Rights Issues", *The Accounting Review* 79, pp. 645~665.
- Coffee, J., 2001, "Do Norms Matter? A Cross-country Examination of Private Benefits of Control", Columbia University Law School Working Paper.
- Defond, M., Park, C., 1997, "Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings", *Journal of Accounting and Economics* 23, pp. 115~139.
- Demirguc-Kunt, A., Makimovic, V., 1998, "Law, Finance, and Firm Growth", *Journal of Finance* 53, pp.2107~2137.
- Demirguc-Kunt, A. and Levine, R., 2001, "Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks", *Markets and Development*, MIT Press, Cambridge.
- Doidge, C., Karolyi, A., Stulz, R., 2004, "Why are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More ", *Journal of Financial Economics* 71, pp.313~349.
- Friedman, E., Johnson, S., Mitton, T., 2003, "Tunneling and Propping", *Journal of Comparative Economics* 31, pp.732~750.
- Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L., 2006, "Does culture Affect Economic Outcomes", *Journal of Economic Perspectives* 20, pp.23~48.
- Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L., 2008, "Alfred Marshall Lecture Social Capital as Good Culture", *Journal of the European Economic Association* 6, pp.295~320.
- Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L., 2009, "Cultural Biases in Economic Exchange", *Quarterly Journal of Economics* 124, pp.1095~1131.
- Greif, A., 1994. "Cultural Beliefs and the Organization of Society: A Historical and the Oretical Reflection on Collectivist and Individualist Societies". *Journal of Political Economy* 102, pp. 912~950.
- Greif, A., 2006, "Institutions and the Path to Economic Modernity: Lessons from Medieval Trade", Cambridge University Press, Cambridge.
- Hong, H., Kacperzyk, M., 2009, "The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets",

- Journal of Financial Economics 93, pp.15~36.
- Kathori, S.P., Leone, A., Wasley, C., 2005, "Performance Matched Discretionary Accrual Measures", Journal of Accounting and Economics 36, pp. 235~270.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., 1997, "Trust in Large Organizations", American Economic Review 87, pp. 333~338.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., 1998, "Law and Finance", Journal of Political Economy 106, pp.1113~1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., 2000, "Investor Protection and Corporate Governance", Journal of Financial Economics 58, pp.3~27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., 2002, "Investor Protection and Corporate Valuation", Journal of Financial Economics 58, pp.1147~1170.
- Landes, D., 2000, "Culture Makes Almost All the Difference". In: Harrison, L.E., Huntington, S.P. (Eds.), Culture Matters, Basic Books, New York.
- Leuz, C., 2003, "IAS versus US GAAP: Information-Asymmetry Based Evidence from Germany's New Market", Journal of Accounting Research 41, pp. 445~472.
- Levine, R., 1999, "Law, Finance, and Economic Growth", Journal of Financial Intermediation 8, pp. 36-67.
- Licht, A., Goldschmidt, C., Schwartz, S., 2005, "Culture, Law, and Corporate Governance", International Review of Law and Economics 25, pp.229~255.
- Liu, Q., Lu, Z., 2007, "Corporate Governance and Earnings Management in the Chinese Listed Companies: A tunneling Perspective", Journal of Corporate Finance 13, pp.881~906.
- North, D.C., 1990, "Institutions, Institutional Change and Economic Performance", Cambridge University Press, Cambridge.
- Stulz, R., Williamson, R., 2003, "Culture, Openness and Finance", Journal of Financial Economics 70, pp.313~349.
- Weber, M., 1930, "The Protestant Ethic and the Spirit of Capitalism", Harper Collins: New York.
- Williamson, O., 1998, "Transaction Cost Economics: How It Works; Where It is Headed," De Economist 146, pp. 23~58.
- Williamson, O., 2000, "The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead", Journal of Economic Literature 38, pp. 595~613.

Appendix A: Variable Definitions

变量	变量说明
Listed	如果企业家在 T 年上榜胡润富豪榜, 则 T 年及以后年份均取值为 1, 否则为 0
TobinQ	托宾 Q 比率, 等于 (总资产-所有者权益+总市值) / 总资产
Litigation	如果上市公司实际控制人是被逮捕、或批准逮捕、或被检察机关等行政部门调查、或受到其他一些严重的刑事处罚, 则取值为 1, 否则为 0
EM	衡量企业的盈余管理水平, 根据业绩匹配模型(Kothari, Leone 和 Wasley, 2005) 计算得到
Ln(Asset)	公司期末总资产的自然对数
Leverage	资产负债率, 等于总负债除以总资产
ROA	总资产收益率, 等于净利润除以总资产
Growth	销售增长率, 等于本期营业收入的变动除以期初营业收入
CR	流动比率, 等于流动资产除以流动负债
Loss	避免亏损的动机, 哑变量, 如果公司 ROE 处于[0, 1%], 则 Loss 取值为 1, 否则为 0
Issue	配股动机, 哑变量, 如果公司在 1996 至 1998 年, ROE 处于[10%, 12%]; 在 1999 至 2000 年, ROE 处于[6%, 7%]或者[10%, 12%]; 自 2001 年之后, ROE 处于[6%, 7%], 则 Issue 取值为 1, 否则为 0

TABLE 1 Sample Selection and Distribution

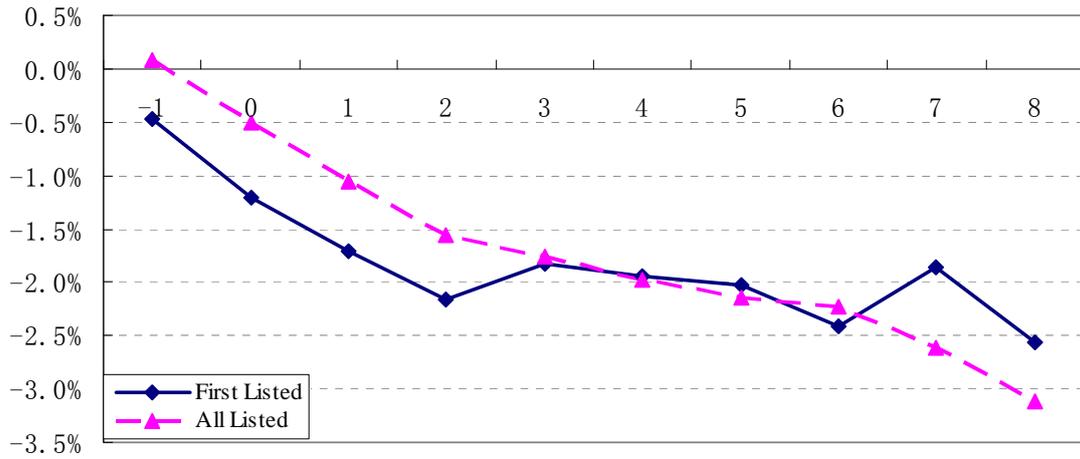
Panel A: 样本筛选过程				
初始样本: 通过手工收集的方式, 收集 1999-2007 年间“胡润百富榜”排名前五十名的富豪直接或间接控制的上市公司				139 个
剔除: 不在中国大陆、中国香港以及美国的证券交易所上市的公司 (主要为收集的新加坡上市公司)				3 个
剔除: IPO 日距离富豪榜发布日不到三个月的公司				14 个
剔除: 在 CSMAR 中缺少相关财务数据的样本				1 个
剔除: 在 Datastream 以及 CRSP 缺少相关收益率数据的样本				3 个
得到最终样本, 总计:				118 个
其中: —— Mainland China				60 个
—— HongKong				46 个
—— U.S.A.				12 个
Panel B: 样本分布				
Year	China	H.K.	U.S.A.	总计
1999	9	2	0	11
2000	9	3	5	17
2001	11	5	1	17
2002	6	6	0	12
2003	5	5	0	10
2004	2	7	1	10
2005	6	2	0	8
2006	5	7	2	14
2007	7	9	3	19
总计	60	46	12	118

TABLE 2 1999~2007 年首次上榜富豪榜前 50 名的企业家情况统计

分组	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	合计
Panel A: 企业家财富^a										
10 亿元以下	4	9	-	-	-	-	-	-	-	13
	(36.4%)	(52.9%)	-	-	-	-	-	-	-	(11.0%)
10~25 亿元	7	7	13	9	7	5	-	-	-	48
	(63.6%)	(41.2%)	(76.5%)	(75.0%)	(70.0%)	(50.0%)	-	-	-	(40.7%)
25~50 亿元	-	1	1	3	3	3	6	5	-	22
	-	(5.9%)	(5.9%)	(25.0%)	(30.0%)	(30.0%)	(75.0%)	(35.7%)	-	(18.6%)
50~100 亿元	-	-	3	-	-	1	1	4	-	9
	-	-	(17.7%)	-	-	(10.0%)	(12.5%)	(28.6%)	-	(7.6%)
100 亿元以上	-	-	-	-	-	1	1	5	19	26
	-	-	-	-	-	(10.0%)	(12.5%)	(35.7%)	(100%)	(22.0%)
Panel B: 企业家年龄										
40 岁以下	2	11	5	4	5	4	1	2	6	40
	(18.2%)	(64.7%)	(29.4%)	(33.3%)	(50.0%)	(40.0%)	(12.5%)	(14.3%)	(31.6%)	(33.9%)
40~50 岁	7	4	9	7	5	5	5	6	9	57
	(63.6%)	(23.5%)	(52.9%)	(58.3%)	(50.0%)	(50.0%)	(62.5%)	(42.9%)	(47.4%)	(48.3%)
50 岁及以上	2	2	3	1	-	1	2	6	4	21
	(18.2%)	(11.8%)	(17.7%)	(8.3%)	-	(10.0%)	(25.0%)	(42.9%)	(21.1%)	(17.8%)
Panel C: 企业家学历背景										
大学以下	6	1	5	6	3	4	1	4	6	36
	(54.6%)	(5.9%)	(29.4%)	(50.0%)	(30.0%)	(40.0%)	(12.5%)	(28.6%)	(31.6%)	(30.5%)
大学	5	5	8	5	4	3	4	6	11	51
	(45.5%)	(29.4%)	(47.1%)	(41.7%)	(40.0%)	(30.0%)	(50.0%)	(42.9%)	(57.9%)	(43.2%)
大学以上	-	11	4	1	3	3	3	4	2	31
	-	(64.7%)	(23.5%)	(8.3%)	(30.0%)	(30.0%)	(37.5%)	(28.6%)	(10.5%)	(26.3%)
合计	11	17	17	12	10	10	8	14	19	118
	(9.3%)	(14.4%)	(14.4%)	(10.2%)	(8.5%)	(8.5%)	(6.8%)	(11.9%)	(16.1%)	(100%)

a. 1999 年发布的胡润富豪榜对企业家的财富没有精确的统计数字，而是将企业家的财富划分为 A, B, C、D 四个等级进行披露，分别为 A: 10 亿元及以上；B: 5 亿元~10 亿元；C: 1 亿元~5 亿元；D: 5000 万元~1 亿元。在本表的统计中，我们将财富为 B、C、D 三个等级的样本划分为 10 亿元以下组，将 A 等级的样本划分为 10~25 亿元组。

Figure.1 富豪榜发布日的市场反应



胡润富豪榜发布时，上榜企业家控制的在中国内地上市企业的市场反应。图中分别列示了上榜企业第一次上榜和所有上榜年度在[-1,8]窗口期的累积异常收益率。这里，我们以胡润富豪榜公告后的第一天作为事件日 T_0 ，以两市总市值加权收益率作为市场收益率，并采用市场模型法调整得到累积异常收益率 (CAR)，估计窗口为[-210,-11]。

TABLE 3 富豪榜发布日的市场反应

Panel A: First Listed Sample							
Window	Obs	Mean	Q1	Median	Q3	T-stat.	P-value
CAR[-1,1]	60	-1.70%	-3.82%	-1.22%	0.85%	(-3.14)	0.0027
CAR[-1,3]	60	-1.83%	-4.15%	-0.78%	1.91%	(-2.40)	0.0196
CAR[-1,8]	60	-2.56%	-6.97%	-1.28%	2.06%	(-2.10)	0.0403
Panel B: All Listed Sample							
CAR[-1,1]	173	-1.06%	-2.50%	-0.39%	1.25%	(-2.93)	0.0038
CAR[-1,3]	173	-1.75%	-3.44%	-0.71%	1.81%	(-3.25)	0.0014
CAR[-1,8]	173	-3.11%	-5.86%	-1.59%	1.39%	(-4.02)	0.0001

胡润富豪榜发布时，上榜企业家控制的在中国内地上市企业的市场反应。这里，我们以胡润富豪榜公告后的第一天作为事件日 T_0 ，以两市总市值加权收益率作为市场收益率，并采用市场模型法调整得到累积异常收益率 (CAR)，估计窗口为[-210,-11]。Panel A 和 Panel B 分别报告了上榜企业第一次上榜和所有上榜年度在[-1,1]、[-1,3]以及[-1,8]窗口期的累积异常收益率的描述性统计。

TABLE 4 胡润富豪榜与公司价值 (Tobin-Q)

Panel A: Post-Listed TobinQ								
Period	Obs	Mean	Std.	Min	Q1	Median	Q3	Max
Pre-Listed	89	3.1983	1.7973	1.0113	1.6081	2.7834	4.1439	7.8629
Post-Listed	163	2.3119	1.4512	1.0113	1.3266	1.8251	2.7364	7.8629
(p-value)		(0.0001)				(<0.0001)		
Panel B: Summary Statistics								
Variables	Obs	Mean	Std.	Min	Q1	Median	Q3	Max
TobinQ	252	2.6250	1.6347	1.0113	1.4134	2.1632	3.3392	7.8629
Listed	252	0.6468	0.4789	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000
Log(Asset)	252	21.317	0.9515	19.277	20.706	21.258	21.957	23.360
Leverage	252	0.5112	0.1942	0.1040	0.3814	0.5332	0.6605	0.8831
Growth	252	0.3397	0.6844	-0.7935	0.0000	0.1933	0.5082	2.9965
Panel C: Regression Analyst								
Dependent variable:	Model(1)							
TobinQ								
					Coeff.		T-stat.	
Constant	?				16.5709***		(7.61)	
Listed	-				-0.4753**		(-2.38)	
Log(Asset)	-				-0.6148***		(-5.73)	
Leverage	-				-1.0772**		(-2.09)	
Growth	+				0.0547		(0.40)	
Obs.						252		
Adjusted-R ²							0.2201	

本表报告了上榜公司样本在 1996 年至 2009 年期间，上榜前三年和上榜后三年并由企业家直接或间接控制的公司年度的公司价值的变化情况。Panel A 报告了上榜样本公司在上榜前后公司价值变动的统计分析，括号中列示的 P 值分别是均值 T 检验和中位数 Wilcoxon 符号秩检验的结果。Panel B 是模型因变量和自变量描述性统计结果。Panel C 则报告了模型 (1) 回归分析结果，回归模型如下：

$$TobinQ = \alpha_0 + \alpha_1 * Listed + \alpha_2 * Log(Asset) + \alpha_3 * Leverage + \alpha_4 * Growth + \varepsilon \quad (1)$$

这里，TobinQ 衡量公司价值，由 (总资产-所有者权益+总市值)/总资 计算得到。Listed 为虚拟变量，如果企业家在 T 年上榜胡润富豪榜，则 T 年及以后年份均取值为 1，否则为 0。Log(Asset) 表示公司规模，等于公司期末总资产的自然对数。Leverage 表示公司资产负债率，等于总负债除以总资产。Growth 表示销售增长率，等于本期营业收入的变动除以期初营业收入。The smallest (largest) 2% of the observations of all non-dummy variables are set at the 0.02 (0.98) fractile value for each variable, to reduce the effect of potential outliers. ***, **, * indicate statistical significance at the 0.01, 0.05, 0.10 level, respectively, under two-tailed tests.

TABLE 5 胡润富豪榜与法律诉讼风险 (Litigation)

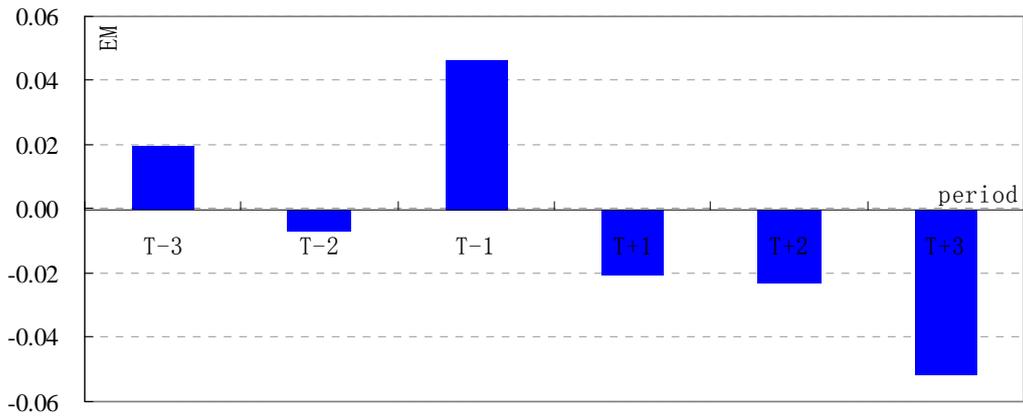
Panel A: Post-Listed Litigation								
Percent of Litigation	Listed Firms		Non-listed Private Firms			T-stat.	P-value	
Firm-level Litigation	17.24% (10/58)		4.85% (30/618)			(2.44)	0.0177	
Panel B: Summary Statistics								
Variables	Obs	Mean	Std.	Min	Q1	Median	Q3	Max
Listed	2920	0.0976	0.2968	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
Log(Asset)	2920	20.929	0.9646	18.475	20.326	20.915	21.541	23.486
Leverage	2920	0.5883	0.4898	0.0840	0.3722	0.5158	0.6499	4.1662
ROA	2920	0.0119	0.1383	-1.0046	0.0081	0.0301	0.0598	0.3572
Growth	2920	0.1916	0.5811	-0.8653	-0.0736	0.1130	0.3131	3.6893
Panel C: logit regression								
Dependent variable:	Model(1)			Model(2)				
Litigation		Coeff.	Z-stat.		Coeff.	Z-stat.		
Constant	?	-5.5818	(-1.36)		-3.7007	(-0.84)		
Listed	+	1.2606***	(3.04)		1.4573***	(3.27)		
Log(Asset)	-	0.0394	(0.20)		0.0266	(0.13)		
Leverage	+	0.1586	(0.57)		-0.0304	(-0.07)		
ROA	-	-3.1175***	(-4.05)		-4.2713***	(-3.38)		
Growth	-	-0.5241	(-1.27)		0.1434	(0.25)		
Obs.		2,920			676			
Pseudo-R ²		0.1284			0.1222			

本表报告了上榜企业和其他非上榜民营企业在 2003 年至 2009 年期间遭受法律诉讼的风险。Panel A 是描述性分析，列示了上榜企业和其他非上榜民营企业在时间序列层面 (Time-series) 和公司层面 (Firm-level) 企业遭受法律诉讼的概率。Panel B 是模型因变量和自变量描述性统计结果。Panel C 则报告了模型 (2) 在时间序列层面和公司层面企业遭受法律诉讼风险的 Logit 回归结果，回归模型如下：

$$Litigation = \alpha_0 + \alpha_1 * Listed + \alpha_2 * Log(Asset) + \alpha_3 * Leverage + \alpha_4 * ROA + \alpha_5 * Growth + \varepsilon \quad (2)$$

自变量 Litigation 为虚拟变量，当企业家遭到政府诉讼、调查或者逮捕时，取值为 1，否则为 0；ROA 表示总资产收益率，等于净利润除以期末总资产。其他变量定义见表 4。The smallest (largest) 2% of the observations of all non-dummy variables are set at the 0.02 (0.98) fractile value for each variable, to reduce the effect of potential outliers. ***, **, * indicate statistical significance at the 0.01, 0.05, 0.10 level, respectively, under two-tailed tests.

Figure.2 上榜前后企业的盈余管理行为



图中列示了上榜公司样本在上榜前三年和上榜后三年并由企业家直接或间接控制的公司年度的盈余管理水平。这里，盈余管理(Earnings Management)根据业绩配对的修正横截面琼斯模型(Performance- matched modified cross-sectional Jones model) (Kathori, Leone 和 Wasley, 2005)计算得到。

TABLE 6 胡润富豪榜与公司盈余管理行为 (EM)

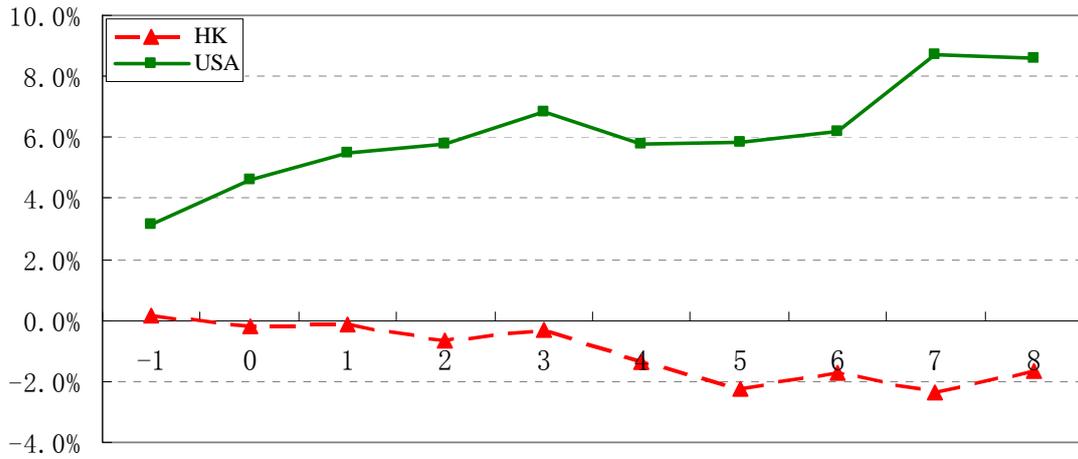
Panel A: Post-Listed EM								
Period	Obs	Mean	Std.	Min	Q1	Median	Q3	Max
Pre-Listed	70	0.0258	0.1199	-0.3351	-0.0354	0.0296	0.0918	0.3351
Post-Listed	163	-0.0305	0.1770	-0.5160	-0.0930	-0.0099	0.0716	0.3351
(p-value)		(0.0055)				(0.0228)		
Panel B: Summary Statistics								
Variables	Obs	Mean	Std.	Min	Q1	Median	Q3	Max
Listed	230	0.6957	0.4611	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000
Log(Asset)	230	21.407	0.9161	19.277	20.785	21.418	22.044	23.360
Leverage	230	0.5323	0.1832	0.1040	0.4066	0.5500	0.6662	0.8831
ROA	230	0.0424	0.0605	-0.1708	0.0190	0.0457	0.0743	0.1644
Growth	230	0.3615	0.7082	-0.7935	-0.0154	0.2217	0.5264	2.9965
CR	230	1.5296	1.0234	0.5122	0.9736	1.2739	1.7386	7.6055
Loss	230	0.0957	0.2948	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
Issue	230	0.0174	0.1310	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
Panel C: Regression Analyst								
Dependent variable:	Model(1)				Model(2)			
EM		Coeff.	T-stat.		Coeff.	T-stat.		
Constant	?	0.0468	(0.18)		0.0858	(0.33)		
Listed	-	-0.0489**	(-1.99)		-0.0479*	(-1.95)		
Log(Asset)	-	-0.0033	(-0.25)		-0.0036	(-0.28)		
Leverage	-	0.0084	(0.11)		-0.0252	(-0.31)		
ROA	+	-0.3052	(-1.44)		-0.3464	(-1.64)		
Growth	+	0.0467***	(2.87)		0.0473***	(2.92)		
CR	-	0.0231*	(1.78)		0.0199	(1.53)		
Loss	+				-0.1335	(-1.64)		
Issue	+				-0.0565	(-1.57)		
Obs.		230			230			
Adjusted-R ²		0.0533			0.0653			

本表报告了上榜公司样本在上榜前三年和上榜后三年并由企业家直接或间接控制的公司年度的盈余管理水平。这里，盈余管理 (Earnings Management) 根据业绩配对的修正横截面琼斯模型 (Performance-matched modified cross-sectional Jones model) (Kathori, Leone 和 Wasley, 2005) 计算得到。Panel A 报告了上榜样本公司在上榜前后公司盈余管理活动的统计分析，括号中列示的 P 值分别是均值 T 检验和中位数 Wilcoxon 符号秩检验的结果。Panel B 是模型因变量和自变量描述性统计结果。Panel C 则报告了模型 (4) 回归分析结果，回归模型如下：

$$EM = \alpha_0 + \alpha_1 * Listed + \alpha_2 * Log(Asset) + \alpha_3 * Leverage + \alpha_4 * ROA + \alpha_5 * Growth + \alpha_6 * CR + \alpha_7 * Loss + \alpha_8 * Issue + \varepsilon \quad (4)$$

自变量 EM 衡量企业的盈余管理水平，参照 Kathori, Leone 和 Wasley (2005) 的方法，用业绩配对的修正横截面琼斯模型 (Performance-matched modified cross-sectional Jones model) 来估计公司非正常应计，用于衡量其盈余管理的程度。CR 表示公司流动比率，等于流动资产除以流动负债。Loss 为哑变量，衡量企业避免亏损的动机，如果公司 ROE 处于 [0, 1%]，则 Loss 取值为 1，否则为 0。Issue 为哑变量，衡量企业配股动机，如果公司在 1995 至 1998 年，ROE 处于 [10%, 12%]；在 1999 至 2000 年，ROE 处于 [6%, 7%] 或者 [10%, 12%]；自 2001 年之后，ROE 处于 [6%, 7%]，则 Issue 取值为 1，否则为 0。其他变量定义见表 4。The smallest (largest) 2% of the observations of all non-dummy variables are set at the 0.02 (0.98) fractile value for each variable, to reduce the effect of potential outliers. ***, **, * indicate statistical significance at the 0.01, 0.05, 0.10 level, respectively, under two-tailed tests.

Figure.3 不同文化背景下富豪榜发布的市场反应



胡润富豪榜发布时，上榜企业家控制的在中国香港和美国上市企业的市场反应。图中分别列示了上榜企业在[-1,8]窗口期的累积异常收益率。这里，我们以胡润富豪榜公告后的第一天作为事件日 T_0 ，香港和美国市场分别以恒生指数收益率和总市值加权收益率作为市场收益率，并采用市场模型法调整得到累积异常收益率 (CAR)，估计窗口为[-210,-11]。

TABLE 7 不同文化背景下富豪榜发布的市场反应

Panel A: First Listed Sample										
Windows	H.K					U.S.A				
	Obs	Mean	Median	T-stat.	P-value	Obs	Mean	Median	T-stat.	P-value
CAR[-1,1]	46	-0.15%	-0.52%	(-0.15)	0.8828	12	5.49%	5.46%	(2.12)	0.0572
CAR[-1,3]	46	-0.33%	-1.45%	(-0.26)	0.7998	12	6.86%	5.93%	(1.99)	0.0722
CAR[-1,8]	46	-1.64%	-1.04%	(-1.06)	0.2954	12	8.58%	7.49%	(1.74)	0.1095
Panel B: All Listed Sample										
CAR[-1,1]	94	-0.35%	-0.46%	(-0.50)	0.6148	26	2.78%	1.60%	(2.01)	0.0551
CAR[-1,3]	94	-0.30%	-1.11%	(-0.32)	0.7460	26	2.65%	-0.38%	(1.38)	0.1790
CAR[-1,8]	94	-0.19%	-1.02%	(-0.15)	0.8779	26	3.05%	-0.14%	(1.01)	0.3226

胡润富豪榜发布时，上榜企业家控制的在中国香港和美国上市企业的市场反应。这里，我们以胡润富豪榜公告后的第一天作为事件日 T_0 ，香港和美国市场分别以恒生指数收益率和总市值加权收益率作为市场收益率，并采用市场模型法调整得到累积异常收益率（CAR），估计窗口为[-210,-11]。Panel A 和 Panel B 分别报告了上榜企业第一次上榜和所有上榜年度在[-1,1]、[-1,3]以及[-1,8]窗口期的累积异常收益率的描述性统计。