

宗教传统影响股价崩盘风险吗?*

——基于“信息披露”和“管理自律”的双重视角

曾爱民¹,魏志华²

(1. 浙江工商大学财务与会计学院,浙江 杭州 310018;

2. 厦门大学经济学院,福建 厦门 361005)

内容提要:宗教传统作为我国悠久历史文化的重要组成部分,在社会生活和经济发展中起着不容小觑的作用。在我国股市跌宕起伏的现实背景下,本文研究了宗教传统这一非正式制度对公司股价崩盘风险的影响。基于地理临近性度量法和 GSS 调查问卷衡量上市公司所在地宗教传统氛围的浓厚程度。本文实证研究发现:公司所在地宗教传统氛围越浓,则公司未来股价崩盘风险越低;进一步,通过“信息披露”和“管理自律”双重视角的路径检验发现,宗教传统对股价崩盘风险的抑制效应主要通过“管理自律”视角下的投资路径传导,而“信息披露”视角下的信息路径和“管理自律”视角下的税收路径并不存在。最后,本文还发现,在投资者保护(正式制度)越薄弱的地区,宗教传统(非正式制度)在降低公司股价崩盘风险方面作用越显著,这表明,宗教传统与正式制度在某种程度上具有替代性治理作用。本研究有助于从非正式制度视角理解公司股价崩盘风险的影响因素和作用机理,这不仅丰富了宗教传统的经济后果研究,也对稳定股市和保护投资者利益具有重要借鉴作用。

关键词:宗教传统;股价崩盘风险;传导路径;投资者保护

中图分类号:F275.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2017)11—0134—15

一、引言

马歇尔(1890)认为,宗教和经济是构成世界历史的两大核心力量,二者的重要性几乎超过了其他因素的总和。遗憾的是,我国有关宗教和经济发展关联性的研究并不多见。从文献来看,西方研究侧重于考察宗教如何通过培养个人人格特征的方式影响经济发展,如 Kennedy & Lawton(1998)和 Cialdini & Goldstein(2004)等研究表明,宗教对培养和提升个体的伦理与道德标准(诸如诚信、同情和善待他人等)具有重要影响,并进而显著影响企业管理层的经营理念和管理决策。但目前为止,已有文献重点从内部经营管理决策视角出发,探究宗教如何对企业微观决策行为产生影响,针对宗教传统如何影响宏观资本市场的研究仍十分鲜见。

在我国资本市场上,最触动投资者脆弱神经的当属股价暴跌的“崩盘风险”。从市场角度来看,我国股市暴涨暴跌固然受到制度安排(褚剑、方军雄,2016)、投资者异质信念等因素的影响(陈国进、张貽军,

收稿日期:2017-07-17

* **基金项目:**浙江省社会科学规划课题“财务柔性、掠夺行为与企业价值”(14NDJC141YB);浙江省自然科学基金项目“企业社会责任对股价崩盘风险影响机理研究”(LY15G020002);国家自然科学基金项目“中国上市公司关联交易研究:动机、经济后果与治理机制”(71572165)。

作者简介:曾爱民(1971-),男,湖南东安人,副教授,管理学博士,研究领域是资本市场财务与会计、公司治理与公司财务,E-mail:chasingsun@126.com;魏志华(1983-),男,江西赣州人,副教授,研究领域是公司财务、资本市场与财税问题,E-mail:finjoy@126.com。通讯作者:魏志华。

致谢:感谢浙江工商大学财务与会计学院研究生王昱晶同学在本文研究中所做的贡献。

2009)。但从公司角度来看,个股价格崩盘往往受公司信息透明度的影响更大,管理层对坏消息的隐藏和囤积是导致公司股价崩盘的主要原因(Jin & Myers,2006)。依此理论,宗教传统至少可从两方面降低个股价格崩盘风险:一是宗教传统能培养和提升个体道德和伦理标准,减少公司会计欺诈和财务重述行为(Dyreg等,2012;McGuire等,2012),抑制管理层对坏消息的囤积,从而降低股价崩盘风险,本文称之为信息披露效应;二是宗教传统能增强管理层自律性,使公司更少发生过度投资(杜兴强等,2016)和其他违法违规行为(陈冬华等,2013),从源头上减少和消除坏消息,从而降低股价崩盘风险,本文称之为管理自律效应。我国不同地区的宗教传统差异是否具有信息披露效应或管理自律效应,进而影响公司股价崩盘风险?同时,现有研究表明,正式制度在降低股价崩盘风险方面发挥着重要作用(王化成等,2014;Hu等,2016)。那么,作为非正式制度的宗教传统与作为正式制度的宏观治理机制之间如何相互作用,并进而影响公司股价崩盘风险?本文拟对这些问题进行探究。

本文可能的贡献与创新主要表现在以下三个方面:一是以我国转轨经济为背景,实证研究发现,宗教传统能显著降低上市公司个股价格崩盘风险,这不仅丰富了宗教传统经济后果的相关研究,拓展了对股价崩盘风险影响因素的认识和理解,也为稳定资本市场股价,降低上市公司股价崩盘风险和保护投资者财富提供了经验证据。二是本文基于“信息披露”和“管理自律”双重视角,通过路径模型研究了宗教传统影响股价崩盘风险的内在机理和传导路径。本文发现,宗教传统氛围可通过影响管理层自律进而抑制公司过度投资行为,降低了公司个股价格崩盘风险。这不仅揭示了宗教传统氛围如何降低资本市场个股价格崩盘风险的内在机理,也丰富了宗教传统对公司投资效率影响的相关文献。三是本文为更全面地理解正式与非正式制度在经济发展中的作用提供了启示。与西方发达资本市场的自发成长不同,我国社会主义市场经济的发展更多是政府与民间合力的共同成果(科斯、王宁,2013;Zhou,2013)。故本文发现,宏观正式制度与宗教非正式制度相互作用的规律,正是我国顶层设计与民间合力影响的体现,对促进新常态下我国资本市场健康有序发展具有理论和实践指导意义。

二、文献综述、理论分析与假设提出

1. 文献综述

股价崩盘或暴跌一直备受资本市场投资者和监管部门高度关注,也是当前宏观金融和财务学领域研究的热点问题。近年来,学者们聚焦于公司微观层面的研究,主要以代理理论和信息不对称理论为基础解释股价崩盘风险的成因,认为管理层出于诉讼风险、职业考虑、构建商业帝国等原因,往往会及时披露“好消息”而延迟披露“坏消息”(Kothari等,2009;Kim等,2011b)。但当负面信息逐渐累积导致藏无可藏之时,大量坏消息便会集中释放出来,引发投资者集中大量抛售股票,从而导致股价崩盘。因此,公司管理层对坏消息的隐藏和囤积是造成股价崩盘的主要原因。在实证方面,Hutton等(2009)基于公司信息透明度的视角研究表明,管理层通过操纵会计信息囤积公司负面信息的行为确实会增大个股暴跌风险;潘越等(2011)基于我国A股市场的研究也有类似发现;Kim等(2011a)和江轩宇(2013)基于股东与管理层代理冲突的视角,研究发现,公司税收规避活动为管理层掩盖公司负面消息创造了空间,故而激进避税行为加剧了公司股价崩盘风险。与此类似,江轩宇、许年行(2015)基于股东与管理层代理冲突视角,研究表明,经理层会在过度投资活动中刻意隐瞒相关负面消息,从而加剧股价发生崩盘的可能性。遗憾的是,非正式制度对股价崩盘风险的影响在现有研究中并未得到应有重视。

宗教作为一种重要的非正式制度,其教义、教规所蕴含的伦理道德规范会对信仰者行为产生有力约束,并主要表现在如下两方面:一是宗教会影响信仰者的价值观和行为规范。宗教通过教义、教规等重塑个体的价值观,形成隐性道德伦理标准和行为规范。Weaver & Agle(2002)研究表明,一旦个体价值观受宗教影响较大时,其遵守宗教规范的决心和意志便会显著增强,对宗教预期的任何偏离均会导致个体情感上的不适,甚至使其产生心理上的负罪感,从而促成他们对宗教规范的严格遵守。二是宗教会增强信仰者的自持和自律能力。宗教能从内心使人相信和敬畏某种至尊的神或力量的存在,相信其自身的思想和行动都会受

到神或至尊力量的监督与评判。故而,宗教信徒更强调对个人欲望的约束(吕大吉,1989),并表现出更强的自律性和自控能力(陈冬华等,2013)。

从商业行为视角来看,宗教传统作为一种非正式制度,不仅有利于个体道德和伦理标准的培养与提高,也有利于社会伦理道德标准的形成、维持与提高,并泛化为各种社会行为规范,进而对公司商业行为产生影响。例如,McGuire等(2012)的问卷调查显示,宗教传统会对个体和公司道德规范产生影响,抑制其在经济活动中的机会主义行为。故而,当个体受宗教传统影响程度较深时,其所能容忍的会计违规和财务报表重述程度更低。以我国A股上市公司为样本,陈冬华等(2013)和Du等(2015)研究发现,宗教传统可有效缓解管理层操纵应计利润的行为,减少公司会计违规行为,公司也更少被出具非标准审计意见。与此类似,基于代理冲突视角,杜兴强等(2016)进一步研究发现,宗教传统能显著降低我国公司过度投资行为。此外,Callen & Fang(2015)基于美国资本市场的研究则发现,宗教氛围浓厚地区的公司发生股价崩盘的可能性下降。由此可见,宗教传统作为一种非正式制度,对个体和公司商业行为的影响广泛存在,并成为当前的研究热点。

2. 宗教传统对股价崩盘风险的影响

如前所述,公司坏消息的“决堤式”释放是引发个股价格崩盘的主要原因(Jin & Myers,2006;Kothari等,2009)。根据新古典经济学理论,公司经理层作为追求利益最大化的理性经济人,会对隐藏坏消息所能得到的财富增量与所引发的系列损失(包括违背宗教传统所遭受的声誉损失和内心谴责等)进行权衡。受宗教传统影响大的管理层往往会赋予遵守宗教社会规范这一行为以更大的边际价值,一旦要其违背宗教传统规范而做出某些商业决策时,便会在其内心产生严重的负罪感。这种宗教负罪感类似于经济学中的负激励和负效用,使得违规者的社会污名造成的负边际效用往往大于由此产生的利得,从而使得其商业决策更符合道德和伦理规范。

具体到我国,佛教、道教作为在我国影响力最大的传统教派,对信教者的价值观和行为有着广泛而深远的影响。首先,传统宗教通过教义、教规来重塑信徒的理念、信仰和价值观。佛教以“四谛”“八正道”等为基本教理,认为人生是苦,但可通过“八正道”“三学”“六度”获得脱解。其中,“八正道”教导人们离开邪恶思想,正当地工作,防止恶从心生起等。这些基本教义有助于遏制企业管理层的谋私欲望,进而缓解管理层与股东之间的委托代理冲突。“三学”和“六度”则进一步劝导消除个人的私心、吝啬、贪欲和不善心,应施与众生利乐,避免侵害、妨碍或毁坏他人。同时,更秉持“自度度人,自觉觉他”的思想,宣扬个人和众生是同一体的,应将服务众生、利益众生、度众生为己任。显见,佛教的教义在本质上是反对公司管理层以股东利益为代价谋求个人私利的(杜兴强等,2016)。道教奉“道”为最高信仰,主张尊道贵德^①、天人合一、重生贵和、齐同慈爱、抱朴守真的思想和精神,恪守“不争”和“无为”的人生哲学,以及“知足常乐”的人生态度,亦强调对个体内心欲望的约束。在商业伦理方面,道教以儒家义利观构建其“商以仁义为利”的生财大道理论,主张“圣人之道,为而不争”,鼓励人们像水一样“善利万物而不争”。这些思想观念均有助于形成合乎道德标准的商业伦理,减轻信仰者的利己心态(李存超、王兴元,2013)。

其次,对我国传统宗教的信仰能增强个体自持和自律能力。对于宗教信徒而言,不仅需遵循法律法规等正式制度,各种宗教教义和教规也会约束他们的行为。宗教信徒会崇拜和敬畏某种至尊的神或力量,相信其能最终根据信徒的实际行动予以公正评判和报偿。比如,“举头三尺有神明”的说法在中国传统宗教佛教和道教的典籍中都有记载^②,该说法相信个人的意念、言语和行动都有神在记录,并最终“善恶有报”。再比如,佛教《涅槃经》中还提到“善恶之报,如影随形;三世因果,循环不失”。道教著名的劝善经典《太上感应

^① 道教经书中对德的解释主要有两种:一是指事物所具有的赖以生存的灵性禀质;二是指社会的伦理道德、人的品德。道教人士常说“德为道之基”,就是说,要想得道,必先积德。

^② 佛教的《业报因缘经》中说:“七星之气,常结为一星,在人头上,去顶三寸。”故而“举头三尺有神明”,佛经上讲不是三尺,是三寸。道教劝善书《太上感应篇》里也有类似的记载:“是以天地有司过之神,依人犯轻重以夺人算……。又有三台北斗神君,在人头上,录人罪恶,夺其纪算。又有三尸神,在人神中,每到庚申日,辄上诣天曹,言人罪过。”

篇》中亦指出“祸福无门,唯人自召;善恶之报,如影随形”。这种传统宗教中“全知”神的存在,以及“善恶有报”“三世因果”等概念更加强了宗教戒条的约束力,因为前者意味着违规者必然会被神祇观测记录在案,而后者则意味着违规者将需承担更高的成本。从本质上来说,这相当于宗教不仅提供了法律制度之外的系列约束,更设置了一套无人能逃避的追责系统,因此,极大地增强了信教者的自持和自律能力。

最后,宗教传统对个体价值观和行为规范的影响会泛化为各种社会行为规范,并进而影响公司商业决策行为。佛教和道教作为我国具有悠久历史的传统宗教,经过长期发展,已经融入各地文化、社会习俗之中,对不信教个体的行为规范也会产生某种程度上的约束性作用(杨庆堃,2007)。因而,在宗教氛围浓厚的地区,公司高管和员工个体的道德情操、价值观和行为规范等更容易受到宗教传统的影响,进而影响其心理和认知偏好,并由此影响企业商业决策行为。这使管理层能更好地履行受托责任而减少谋私行为,并减少管理层的坏消息藏匿行为,降低公司个股价格崩盘风险。鉴此,本文提出如下研究假设:

H₁:在宗教传统氛围越浓厚的地区,上市公司个股价格崩盘风险越低。

3. 宗教传统氛围影响公司股价崩盘风险的路径分析:信息披露效应

从管理层隐藏“坏消息”导致公司股价崩盘视角来看,宗教传统降低股价崩盘风险首先应表现在信息披露效应方面。我国佛教五戒中的第四条便是“不妄语”,指出“未见言见,见言不见,虚伪夸张,藉辞掩饰”皆为妄语,并认为“妄语不但欺人,而且自欺”。同时,佛教的“十善”标准也包括不绮语和不妄语,就是要求信徒不花言巧语,不欺骗人,说实话,不两舌;不仅自己要言行合一,不讲虚话,也要阻止别人撒谎。道教《妙林经》二十七戒中亦强调“不得妄取人财,不得妄言绮语”,更不能为了谋求个人私利而虚言。这些传统宗教的戒律和善恶标准反映到公司信息披露上,则是要求保证信息披露的真实、公允,不夸大好消息,不隐瞒坏消息。此外,道教中“天道循环,善恶承负”和佛教中“来世”“因果轮回”等概念和思想还将增强个体的道德认同感,认为今生“福业”或“罪业”都会决定转生,从经济学角度则可以理解为违反规则的成本大幅增加。故而,宗教传统可以降低管理层对“只报喜,不报忧”,隐瞒负面消息行为的心理认可度和接受度,并进而提高公司会计信息透明度(陈冬华等,2013),降低公司个股价格崩盘风险。简言之,宗教传统可能存在通过提升会计信息透明度的传导路径,降低公司股价崩盘风险。因此,本文提出如下研究假设:

H₂:在宗教传统氛围越浓厚的地区,上市公司会计信息透明度越高,公司股价崩盘风险则越低。

4. 宗教传统氛围影响公司股价崩盘风险的路径分析:管理自律效应

基于现有研究,本文从过度投资和税收规避两条路径探究宗教传统的管理自律效应。

(1)管理自律效应的投资路径假说。Richardson(2006)研究表明,过度投资是一种典型的管理层谋私行为。江轩宇、许年行(2015)则进一步研究发现,当管理层存在利用过度投资进行谋私的行为时,为避免被公司股东或董事们识破而遭受抵制,通常会尽力将相关的负面或不利消息隐藏起来,并将因此增大公司个股价格崩盘风险。但大量研究表明,宗教信徒更难接受有违道德的决策(Noussair等,2013)。以谋取个人私利为例,佛教中的“三法印”指出,任何对利益的追逐注定都是徒劳的,而且会招致无望之“苦”,信徒应摒弃不合理的物质诉求(Pace,2013;Pryor,1990)。佛教“四谛”则认为,欲望是痛苦之源,信徒通过控制欲望才能减少和消除痛苦(Brazier,2003),才可超脱六道轮回之“苦”而进入“极乐世界”(Pryor,1990)。道教的《太上感应篇》也明确指出,“不取非义财”“取非义之财者,譬如漏脯救饥,鸩酒止渴”,更提倡“谦让舍财”。可见,我国传统宗教把倡导个体利益与众人利益统一作为社会伦理关系的基本原则。

公司过度投资通常是管理层以牺牲股东利益为代价,为了谋求个体私利而追求商业帝国构建的一种行为。因此,本文认为,传统宗教有助于控制管理者的贪婪欲望,鼓励以实现公司价值最大化为目标的合理投资行为,进而抑制公司过度投资。与理论预期相一致,杜兴强等(2016)研究发现,受宗教(佛教)传统影响的公司出现过度投资的可能性相对更小,表明宗教传统有助于降低公司股东与管理者之间的代理冲突。由此推测,我国受宗教传统影响的公司管理层由于具有更强的自律性,因而更少发生过度投资行为,进而将降低公司股价崩盘风险。换言之,宗教传统可能存在通过降低过度投资的传导路径,降低公司个股价格崩盘风险。据此,本文提出如下研究假设:

H₃:在宗教传统氛围越浓厚的地区,上市公司过度投资程度越低,公司股价崩盘风险也越低。

(2)管理自律效应的税收规避假说。在股东与管理层利益冲突客观存在的情况下,企业过度避税行为也被解释为管理层的一种谋私行为。Desai & Dharmapala(2006)的分析表明,复杂税收规避交易可能成为公司管理层进行盈余操纵、关联交易等机会主义行为的借口和工具。以美国上市公司为样本, Kim 等(2011a)发现,隐蔽而复杂的税收规避活动为公司管理层实施机会主义行为提供了粉饰工具。例如,通过精心安排大量复杂而隐蔽的税收规避活动,公司管理层可实现对其财务操纵行为和项目负收益信息的长期隐藏。当这些累积的负面信息集中释放时,便会导致股价暴跌崩盘。同样,基于代理理论分析框架,江轩宇(2013)研究表明,我国公司管理层也存在利用复杂避税手段掩盖其利益侵占行为的现象,公司避税行为越激进,个股价格未来崩盘风险越大。如前所述,由于我国佛教和道教等传统宗教有助于抑制管理者追求物质利益的贪婪欲望,因而,宗教传统对于公司管理者以谋私为目的的激进税收规避行为应具有一定抑制作用,进而降低个股价格崩盘风险。因此,本文提出如下研究假设:

H₄:在宗教传统氛围越浓厚的地区,上市公司税收规避程度越低,公司股价崩盘风险也越低。

四、实证研究设计

1. 变量选择和度量

(1)股价崩盘风险度量。借鉴已有研究(Hutton 等,2009;许年行等,2012;王化成等,2014),本文采用个股周收益负向偏度系数(*NCSKEW*)和个股周收益上下波动比率(*DUVOL*)度量个股价格崩盘风险。具体做法如下:

首先,本文对模型(1)进行回归,以计算剔除市场和行业影响之后的公司个股周收益率。

$$r_{j,t} = \alpha + \beta_1 r_{m,t-2} + \beta_2 r_{m,t-1} + \beta_3 r_{m,t} + \beta_4 r_{m,t+2} + \beta_5 r_{m,t+1} + \beta_6 r_{i,t-2} + \beta_7 r_{i,t-1} + \beta_8 r_{i,t} + \beta_9 r_{i,t+1} + \beta_{10} r_{i,t+2} + \varepsilon_{j,t} \quad (1)$$

式中, $r_{j,t}$ 是股票 j 在第 t 周考虑现金红利再投资的收益率; $r_{m,t}$ 是 A 股所有股票在第 t 周经流通市值加权的收益率; $r_{i,t}$ 为该股票所在行业第 t 周经流通市值加权的行业收益率。由(1)式计算出的残差 $\varepsilon_{j,t}$,表示个股收益中不能被市场解释的部分,该值的分布是高度有偏的,经对数转换得到 $W_{j,t} = \ln(1 + \varepsilon_{j,t})$,即公司 j 第 t 周的特有收益率。

其次,基于计算出的 $W_{j,t}$,构建如下两个度量股价崩盘风险的变量:

一是个股周回报的负偏态系数(*NCSKEW* _{j,t})。计算公式如下:

$$NCSKEW_{j,t} = - [n(n-1)^{3/2} \sum W_{j,t}^3] / [(n-1)(n-2) (\sum W_{j,t}^2)^{3/2}] \quad (2)$$

式中, n 为股票 j 的交易周数,负偏态系数 $NCSKEW_{j,t}$ 的绝对值越大,说明个股特定收益率负向偏度越大,个股发生股价崩盘的可能性越大。

二是个股收益上下波动比率(*DUVOL* _{j,t})。计算公式如下:

$$DUVOL_{j,t} = \log \left[\frac{(n_u - 1) \sum_{down} W_{j,t}^2}{(n_d - 1) \sum_{up} W_{j,t}^2} \right] \quad (3)$$

式中, n_u (n_d)为股票 j 的周特有收益率 $W_{j,t}$ 大于(小于)年平均特有收益率的周数;*DUVOL* _{j,t} 的数值大小反映收益率分布状态,数值越大,说明越倾向于左偏,表明个股发生崩盘的可能性越大。

(2)宗教影响程度度量。本文借鉴 Du(2013)和陈冬华等(2013)的研究,采用地理临近性度量法,以国内影响力较大的佛教寺院和道教宫观与上市公司注册地之间的距离来度量宗教传统对上市公司的影响^①。

^①有关寺观影响力,本文参照 Du(2013)以及陈冬华等(2013)的判断标准,即根据 1983 年 4 月 9 日中华人民共和国国务院转批《国务院宗教事务局关于确定汉族地区佛道教全国重点寺观的报告》中所列明中国汉族地区佛教全国重点寺庙名单中的 142 所省级重点寺观(简称“省级重点寺庙/道观”)来确定。

然后,设置了变量 REL_{100} 、 REL_{200} 以及 REL_{300} ,分别表示以上市公司为圆心的周围 100 千米、200 千米和 300 千米之内拥有省级重点寺庙/道观数量的自然对数(当数量为零时取 0),以度量公司所受宗教传统的影响程度。与此同时,本文还借鉴潘黎、钟春平(2016)的相关研究,根据 GSS2007 有关中国居民宗教信仰的调查数据^①,计算出省级层面宗教信仰者占被调查者总人数的百分比(变量 REL_2),以度量公司所在省份宗教传统氛围的浓厚程度。

(3)其他控制变量。根据已有文献,本文还控制了会计信息透明度和去趋势换手率等公司层面变量。同时,考虑到宗教传统属于区域性中观变量,本文还对各省份经济、人口、社会发展水平等中观因素加以了控制。具体如表 1 所示。

表 1 控制变量定义及度量

变量名称	变量符号	度量方法
信息不透明度	$ABACC$	用可操纵会计利润绝对值的三年滚动平均表示,可操纵会计利润根据修正的 Jones 模型计算得到
投资者异质性	$Dturn$	去趋势换手率,(当年月换手率均值 - 上年月换手率均值)/100
市场波动	$Sigma$	为 j 公司股票在第 t 年周特有收益的标准差
市场收益	RET	股票 j 在第 t 年的平均周特有收益率乘以 100
资产	$Size$	公司总资产的自然对数
市账比	MB	(年末股价 × 流通股数 + 每股净资产 × 非流通股数)/账面权益值
资产负债率	Lev	公司总负债除以总资产
净资产收益率	ROE	净利润与平均股东权益的比值
上市状态	ST	当公司属于非正常上市状态(ST 和 *ST)时取值为 1,否则为 0
GDP 增长率	$GDPgr$	省份 GDP 增长率,(当年 GDP - 上年 GDP)/上年 GDP
人口数	$Popul$	各省份年末人口数(单位:千万)
平均工资	$Income$	各省份年末城镇单位就业人员平均工资(单位:万元)
受教育程度	$Educ$	各省份大专及以上人数占当年全国大专及以上人数的比例
少数民族人口比	$Minor$	第六次人口普查中,该省份少数民族人口占全国少数民族人口的比例
劳动年龄人口比	Age	各省份 15 ~ 64 岁人口数占当年全国 15 ~ 64 岁人口数的比例

资料来源:本文整理

2. 实证模型设定

(1)宗教传统对股价崩盘风险影响检验模型。本文构建如下模型,以检验宗教传统对公司个股价格崩盘风险的影响:

$$CRASH_RISK_{j,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 REL_{j,t} + \gamma ControlVars_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (4)$$

式中,股价崩盘风险 $CRASH_RISK_{j,t+1}$ 分别用 $NCSKEW_{j,t+1}$ 和 $DVUOL_{j,t+1}$ 予以度量; $REL_{j,t}$ 代表第 t 期上市公司所受宗教传统的影响程度; $ControlVars_{j,t}$ 为一组控制变量,具体如表 1 所示。若 $REL_{j,t}$ 的系数 α_1 显著为负,则说明宗教传统能有效降低公司股价崩盘风险,假设 H_1 成立。

(2)信息披露效应和管理自律效应的路径分析模型。本文依据温忠麟等(2004)提出的中介因子检验方法。以信息披露效应为例,本文设定如下路径验证模型:

$$\begin{aligned}
 Crash_Risk_{j,t+1} = & \alpha_0 + \alpha_1 REL_{j,t} + \alpha_2 Crash_Risk_{j,t} + \alpha_3 Dturn_{j,t} + \alpha_4 Sigma_{j,t} + \alpha_5 RET_{j,t} + \\
 & \alpha_6 Size_{j,t} + \alpha_7 MB_{j,t} + \alpha_8 Lev_{j,t} + \alpha_9 ROE_{j,t} + \alpha_{10} GDPgr_{j,t} + \alpha_{11} Popul_{j,t} + \\
 & \alpha_{12} Minority_{j,t} + \alpha_{13} Age_{j,t} + \alpha_m Ind_{j,t} + \alpha_n Year_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (Path_1)
 \end{aligned}$$

$$ABACC_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 REL_{j,t} + \beta_2 Size_{j,t} + \beta_3 ROA_{j,t} + \beta_4 Growth_{j,t} + \beta_5 LEV_{j,t} + \beta_6 MB_{j,t} +$$

^① 该问卷调查由美国综合社会调查机构组织实施,问卷全称是 Spiritual Life Study of Chinese Residents 2007,数据下载的网站地址是:<http://www.thearda.com>。

$$\beta_m Ind_{j,t} + \beta_n Year_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \tag{Path_2}$$

$$Crash_Risk_{j,t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 REL_{j,t} + \gamma_2 ABACC_{j,t} + \gamma_3 Crash_Risk_{j,t} + \gamma_4 Dturn_{j,t} + \gamma_5 Sigma_{j,t} + \gamma_6 RET_{j,t} + \gamma_7 Size_{j,t} + \gamma_8 MB_{j,t} + \gamma_9 Lev_{j,t} + \gamma_{10} GDPgr_{j,t} + \gamma_{11} Popul_{j,t} + \gamma_{12} Minor_{j,t} + \gamma_{13} Age_{j,t} + \gamma_{14} ROE_{j,t} + \gamma_j Ind_{j,t} + \gamma_k Year_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \tag{Path_3}$$

式中,Path₂ 的因变量为公司会计信息不透明度(ABACC),借鉴 Jin & Myers(2006)和 Hutton 等(2009),本文采用公司可操纵性应计利润绝对值的三年滚动平均值度量,可操纵性应计利润根据修正的 Jones 模型计算得到(Dechow 等,1996)。若路径模型 Path₁ 的回归系数 α₁ 和 Path₂ 的 β₁ 都显著,Path₃ 中 γ₂ 显著,而 γ₁ 不再显著,且 Sobel Z 值统计上显著,则说明会计信息不透明度具有完全中介效应;若路径模型 Path₁ 的 α₁ 和 Path₂ 的 β₁ 都显著,Path₃ 的 γ₁ 和 γ₂ 均显著,但 γ₁ 的显著性低于 Path₁ 中的回归系数 α₁,且 Sobel Z 值统计上显著,则说明会计信息不透明度具有部分中介效应。管理自律效应的检验方法与之类似,不再赘述。

3. 样本与数据

本文以 2000—2014 年沪深两市 A 股主板上市公司为研究样本,并对初始样本做如下处理:(1)剔除金融类上市公司;(2)剔除数据缺失样本;(3)剔除每年交易数据小于 30 周的样本(Jin & Myers, 2006);(4)借鉴 Du 等(2013)和陈冬华等(2013)的研究,剔除注册地位于海南、新疆、广西、青海、宁夏、甘肃、西藏以及内蒙古等省区的上市公司,以消除地区传统文化对宗教的影响。本文使用的公司注册地及宗教场所经纬度数据均通过 Google-Earth 手工收集,各省层面数据来源于《中国统计年鉴》,其余数据来源于锐思和国泰安数据库。此外,本文对所有连续变量在 1% 和 99% 分位上进行了缩尾(Winsorise)处理。

五、实证结果分析与讨论

1. 描述性统计

主要变量的描述性统计结果如表 2 所示。从表 2 可见,股价崩盘风险变量 NCSKEW 和 DUVOL 的均值和中位数均在 -0.2 左右,与已有研究基本一致。但二者的标准差分别高达 0.656 和 0.488,说明在样本公司中个股价格崩盘风险差异较大。度量宗教传统的变量 REL₁₀₀、REL₂₀₀、REL₃₀₀ 均值分别是 1.095、1.856、2.464,将对数转换为整数可知,上市公司周边 100 千米、200 千米和 300 千米范围内重点寺庙平均数量分别为 4 所、10 所和 17 所;而且这三个变量的标准差都较高,这表明,不同公司周围宗教氛围存在较大差距。以上市公司周边 200 千米和 300 千米范围为例,重点寺庙和道观数量最少为 0 所,最多的则分别高达 32 所和 45 所。REL₂ 的均值和中位数分别为 0.196 和 0.207,说明大约有 20% 的被调查对象具有宗教信仰。但与此同时,REL₂ 的标准差则为 0.097,表明不同省份信教人口比例差距较大。

表 2 主要变量描述性统计

变量符号	样本量	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
NCSKEW	14996	-0.207	-0.189	-5.540	4.047	0.656
DUVOL	14996	-0.209	-0.218	-3.087	2.395	0.488
REL ₁₀₀	14996	1.095	1.099	0.000	2.565	0.907
REL ₂₀₀	14996	1.856	2.079	0.000	3.466	0.979
REL ₃₀₀	14996	2.464	2.565	0.000	3.807	0.939
REL ₂	14251	0.196	0.207	0.035	0.396	0.097
ABACC	11656	0.229	0.193	0.007	1.138	0.151
Dturn	14627	0.013	0.005	-0.485	0.545	0.173
Sigma	14996	3.755	3.514	1.052	9.019	1.577
RET	14996	-0.082	-0.061	-0.403	-0.005	0.072
Size	14995	21.712	21.578	18.983	25.644	1.287
Lev	14717	0.502	0.509	0.0810	0.998	0.192
GDPgr	14996	0.149	0.145	0.0180	0.258	0.0590

变量符号	样本量	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
<i>Popul</i>	14996	3.757	3.393	0.296	9.789	2.193
<i>ST</i>	14996	0.0940	0.000	0.000	1.000	0.292

资料来源:本文计算整理

2. 基本分析:宗教传统对个股价格崩盘风险的影响

表3的Panel A和Panel B分别以个股周收益负偏度系数 *NCSKEW* 和个股周收益上下波动比率 *DUVOL* 度量股价崩盘风险。首先,由表3的Panel A中公司层面度量数据来看,在公司周围100千米、200千米和300千米范围内宗教传统氛围浓厚程度的三个代理变量中,*REL_100*、*REL_200*、*REL_300*均与公司未来股价崩盘风险呈显著负相关关系,并且分别在10%或5%统计水平上显著。从经济意义上来看,三者回归系数大小分别为0.010、0.011和0.010,这表明,公司注册地周围100千米、200千米和300千米半径内,重点寺观的数量由0增加到2.72所时,则公司股价崩盘风险平均下降约4.83%、5.31%和4.83%^①。以半径200千米为例,周围重点寺观数量处于样本均值(10所)的上市公司与那些周围重点寺观数量最少(0所)的上市公司相比,其股价崩盘风险下降约12.22%。可见,宗教传统对股价崩盘风险的影响在经济意义上亦具有显著性。这些证据与理论预期一致,表明在其他控制条件相同的情况下,所在地周围宗教传统氛围越浓厚,则公司股价未来崩盘风险越低。其次,基于省级层面宗教氛围的度量来看,*REL_2*的回归系数显著为负,并且在1%统计水平上显著,这表明,省份内宗教信仰人士比例越大,宗教传统氛围越浓厚时,该省份上市公司未来股价崩盘风险越低。

表3 宗教传统对股价崩盘风险的影响

变量	Panel A: <i>NCSKEW</i> _{t+1}				Panel B: <i>DUVOL</i> _{t+1}			
	公司层面			省级层面	公司层面			省级层面
<i>REL_100_t</i>	-0.010* (-1.76)				-0.008* (-1.86)			
<i>REL_200_t</i>		-0.011** (-2.11)				-0.011*** (-2.58)		
<i>REL_300_t</i>			-0.010* (-1.83)				-0.011** (-2.46)	
<i>REL_2_t</i>				-0.229*** (-4.12)				-0.153*** (-3.30)
<i>NCSKEW_t</i>	0.038*** (3.85)	0.038*** (3.83)	0.038*** (3.85)	0.032*** (3.25)				
<i>DUVOL_t</i>					0.047*** (4.81)	0.047*** (4.82)	0.048*** (4.85)	0.039*** (3.82)
<i>Dturn_t</i>	-0.032 (-0.88)	-0.031 (-0.87)	-0.033 (-0.91)	-0.024 (-0.67)	-0.029 (-1.04)	-0.029 (-1.07)	-0.026 (-0.97)	-0.045 (-1.52)
<i>Sigma_t</i>	0.036** (2.48)	0.036** (2.43)	0.036** (2.43)	0.040** (2.57)	0.021* (1.75)	0.022* (1.80)	0.022* (1.86)	0.026** (2.06)
<i>RET_t</i>	0.520* (1.69)	0.508 (1.64)	0.509 (1.64)	0.613* (1.89)	0.345 (1.38)	0.350 (1.40)	0.362 (1.45)	0.457* (1.76)
<i>ABACC_t</i>	-0.001 (-0.02)	-0.003 (-0.08)	-0.002 (-0.05)	0.009 (0.25)	-0.002 (-0.09)	-0.003 (-0.13)	-0.002 (-0.08)	0.003 (0.11)

^① 由于在给解释变量 *REL_100*、*REL_200* 和 *REL_300* 赋值时,对寺庙/道数量大于零的取了自然对数(当数量为零时仍取0),故当 *REL_100*、*REL_200* 或 *REL_300* 取值为1时,相当于周围实际寺庙/道观数量大约为2.72所。以200千米半径为例,当公司周围重点寺观的数量由0增加到2.72所时,其股价崩盘风险的下降百分比可以通过计算 *REL_200* 的回归系数与 *NCSKEW* 的全样本均值绝对值之比率得到,即 $0.011/0.207 = 5.31\%$ 。

变量	Panel A: $NCSKEW_{t+1}$				Panel B: $DUVOL_{t+1}$			
	公司层面			省级层面	公司层面			省级层面
$Size_t$	0.038 *** (6.79)	0.038 *** (6.79)	0.038 *** (6.73)	0.041 *** (7.31)	0.029 *** (6.38)	0.029 *** (6.45)	0.030 *** (6.52)	0.031 *** (6.53)
Lev_t	-0.138 *** (-4.54)	-0.136 *** (-4.42)	-0.135 *** (-4.33)	-0.136 *** (-4.25)	-0.124 *** (-4.81)	-0.125 *** (-4.86)	-0.124 *** (-4.81)	-0.127 *** (-4.84)
ROE_t	0.022 (0.80)	0.022 (0.81)	0.023 (0.83)	-0.005 (-0.16)	0.001 (0.03)	0.001 (0.06)	0.001 (0.06)	-0.022 (-0.97)
MB_t	0.015 *** (9.86)	0.015 *** (9.88)	0.015 *** (9.87)	0.016 *** (9.94)	0.011 *** (8.63)	0.011 *** (8.71)	0.011 *** (8.72)	0.011 *** (8.63)
ST_t	0.045 * (1.94)	0.045 * (1.93)	0.046 ** (1.96)	0.031 (1.28)	0.017 (0.89)	0.016 (0.86)	0.017 (0.90)	0.003 (0.17)
$GDPgr_t$	-0.143 (-0.85)	-0.167 (-0.98)	-0.171 (-1.00)	-0.254 (-1.45)	-0.094 (-0.70)	-0.115 (-0.85)	-0.126 (-0.93)	-0.165 (-1.18)
$Popul_t$	0.010 (0.33)	0.004 (0.14)	0.005 (0.16)	-0.012 (-0.39)	-0.018 (-0.77)	-0.026 (-1.08)	-0.025 (-1.04)	-0.046 * (-1.86)
$Income_t$	-0.021 ** (-2.19)	-0.022 ** (-2.32)	-0.022 ** (-2.29)	-0.006 (-0.54)	-0.018 ** (-2.40)	-0.020 *** (-2.64)	-0.020 *** (-2.64)	-0.001 (-0.16)
$Educ_t$	2.647 *** (3.66)	2.955 *** (3.93)	2.855 *** (3.79)	2.671 *** (3.38)	1.931 *** (3.30)	2.260 *** (3.73)	2.204 *** (3.66)	1.483 ** (2.35)
$Minor_t$	-0.172 (-1.23)	-0.158 (-1.13)	-0.148 (-1.06)	-0.114 (-0.80)	-0.094 (-0.82)	-0.084 (-0.74)	-0.070 (-0.61)	-0.044 (-0.38)
Age_t	-3.662 (-0.86)	-3.216 (-0.76)	-3.198 (-0.75)	-0.887 (-0.20)	0.883 (0.26)	1.559 (0.46)	1.525 (0.45)	4.848 (1.38)
<i>Ind & Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	9076	9076	9076	8633	9076	9076	9076	8633
χ^2	6444.06 ***	5868.93 ***	4462.58 ***	1108.62 ***	1.4e+04 ***	1117.33 ***	9.4e+04 ***	785.33 ***

注:括号内为Z值;*、**、***分别表示系数在1%、5%、10%水平下显著,双尾检验

资料来源:本文计算整理

进一步考察表3的Panel B中公司层面结果可知, REL_{100} 、 REL_{200} 、 REL_{300} 的回归系数分别在10%、1%和5%统计水平上显著为负,且回归系数绝对值分别为0.008、0.011和0.011,这与Panel A中的实证发现大致相同。类似地,省级层面上的 REL_2 的回归系数亦显著为负,且在1%统计水平上显著。故综合表3的Panel A和Panel B结果来看,在其他控制变量不变的情况下,所在地周围宗教传统氛围越浓厚,则上市公司未来股价崩盘风险无论在经济意义上还是在统计意义上都显著越小,即实证结果支持了研究假设H₁。

在控制变量方面, σ 、 RET 、 MB 均与股价崩盘风险正相关,这与许年行等(2012)的发现相一致。此外, ST 的回归系数在1%水平上显著为正,这与曾爱民等(2017)发现一致,表明ST类公司股价崩盘风险显著更高。其他微观和中观变量的回归结果与已有研究基本一致,不再赘述。

3. 宗教传统的信息披露效应研究

表4报告了以信息不透明度为中介因子的路径分析结果,其中,Panel A和Panel B分别以 $NCSKEW$ 和 $DUVOL$ 度量股价崩盘风险。由于采用不同距离度量宗教传统的实证结果类似,囿于篇幅,本文仅报告了以 REL_{200} 测度宗教传统的结果。不含中介因子的路径模型 $Path_1$ 和 $Path'_1$ 回归结果显示,无论在Panel A和Panel B中,宗教传统 REL_{200} 的回归系数均在1%统计水平上显著为负,这说明,在宗教传统氛围越浓厚的地区,公司个股价格未来崩盘风险显著越低;考察宗教传统对信息不透明度 $ABACC$ (中介因子)的路径模型 $Path_2$ 和 $Path'_2$ 可知,宗教传统 REL_{200} 的回归系数为负,且在1%统计水平上显著,说明宗教传统具有一定的治理作用(陈冬华等,2013),能有效抑制上市公司会计信息不透明现象;进一步考察同时包含宗教传统和

会计信息不透明度的路径模型 Path₃ 和 Path'₃ 发现,虽然无论在经济意义还是统计意义上,Path₃ 中宗教传统的回归系数都比 Path₁ 中有所降低,但无论在 Path₃ 还是 Path'₃ 中,会计信息不透明度(ABACC_t)的回归系数在统计意义上均不显著,并且 Sobel 检验的结果亦不具有统计显著性。这些证据综合表明,宗教传统通过降低会计信息不透明度,并进而降低公司个股价格崩盘风险的传导路径并不存在,假设 H₂ 未得到支持。

表 4 信息路径

变量	Panel A			Panel B		
	Path ₁	Path ₂	Path ₃	Path' ₁	Path' ₂	Path' ₃
	NCSKEW _{t+1}	ABACC _t	NCSKEW _{t+1}	DUVOL _{t+1}	ABACC _t	DUVOL _{t+1}
REL _{200t}	-0.014 *** (-2.79)	-0.007 *** (-6.50)	-0.011 ** (-2.11)	-0.011 *** (-2.73)	-0.007 *** (-6.50)	-0.011 *** (-2.58)
ABACC _t			-0.003 (-0.08)			-0.003 (-0.13)
ContrVars	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11822	11822	9076	11822	10099	9076
Chi ²	1154.13 ***	2784.56 ***	5868.93 ***	2784.566 ***	4136.586 ***	5868.930 ***
Sobel Z 及 P 值	0.080(0.936)			0.130(0.897)		

注:回归系数下括号内的数值为 Z 值;*、**、*** 分别表示系数在 1%、5%、10% 水平下显著,双尾检验
资料来源:本文计算整理

4. 宗教传统的管理自律效应研究

(1)管理自律效应的过度投资路径检验。表 5 列示了管理自律效应下过度投资路径的检验结果,并借鉴 Richardson(2006)模型对公司过度投资程度进行度量。考察有关中介因子过度投资(OINV_t)的路径模型 Path₂ 和 Path'₂ 结果可知,REL_{200t} 的回归系数为 -0.007,并且在 1% 统计水平上显著,这表明公司所在地宗教传统氛围越浓厚,越能有效抑制公司所有者与管理者之间的委托代理冲突,进而显著降低其过度投资行为,这与杜兴强等(2016)研究发现一致。虽然路径模型 Path₁ 和 Path'₁ 的结果显示,REL_{200t} 的回归系数分别在 10% 和 5% 统计水平上显著为负,但进一步考察 Path₃ 和 Path'₃ 的回归结果发现,在同时将宗教传统和中介变量过度投资加入模型中后,宗教传统回归系数不仅在经济意义上变小,分别下降为 -0.006 和 -0.008,并且在统计意义上也均不再显著,过度投资的回归系数仍然分别在 5% 和 10% 统计水平上显著。表 5 的 Panel A 中 Sobel Z 检验值为 2.111,在 5% 水平上统计显著;Panel B 中的 Sobel Z 检验值为 1.623,也处于临界显著水平(p 值为 10.4%)。这表明,在当前我国资本市场上,宗教传统对股价崩盘风险的影响存在过度投资路径上的完全中介效应,实证结果支持了研究假设 H₃。

表 5 管理自律效应过度投资路径的检验结果

变量	Panel A			Panel B		
	Path ₁	Path ₂	Path ₃	Path' ₁	Path' ₂	Path' ₃
	NCSKEW _{t+1}	OINV _t	NCSKEW _{t+1}	DUVOL _{t+1}	OINV _t	DUVOL _{t+1}
REL _{200t}	-0.010 * (-1.94)	-0.007 *** (-5.45)	-0.006 (-0.92)	-0.010 ** (-2.33)	-0.007 *** (-5.45)	-0.008 (-1.62)
OINV _t			0.146 ** (2.29)			0.084 * (1.70)
ContrVars	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9012	8326	6763	9295	8326	8644
Chi ²	1481.602 ***	5816.034 ***	1652.571 ***	570.391 ***	5816.034 ***	1186.03 ***
Sobel Z 及 p 值	2.111 ** (0.035)			1.623 (0.104)		

注:回归系数下括号内的数值为 Z 值;*、**、*** 分别表示系数在 1%、5%、10% 水平下显著,双尾检验
资料来源:本文计算整理

(2)管理自律效应的税收规避路径检验。表6的路径模型 Path₁ 和 Path'₁ 显示,宗教传统回归系数均在5%水平上显著为负。在公司税收规避程度度量上,本文借鉴江轩宇(2013)采用公司有效税率 ETR_t 作为代理变量。表6的中介因子模型(Path₂ 和 Path'₂)实证结果显示,宗教传统回归系数不仅为正,且均在1%统计水平上显著,这表明,宗教传统氛围对公司过度避税行为存在较明显抑制作用。但进一步考察同时将宗教传统和中介因子有效税率纳入之后的路径模型 Path₃ 和 Path'₃ 发现,RTR_t 的回归系数不仅在经济意义上十分微弱,且均不具有统计显著性。显然,这些证据表明,宗教传统通过抑制企业过度避税行为,并进而降低其股价崩盘风险的传导路径并不存在,即假设 H₄ 未得到验证。

表6 管理自律效应下税收规避路径的检验结果

变量	Panel A			Panel B		
	Path ₁	Path ₂	Path ₃	Path' ₁	Path' ₂	Path' ₃
	NCSKEW _{t+1}	ETR _t	NCSKEW _{t+1}	DUVOL _{t+1}	ETR _t	DUVOL _{t+1}
REL _{200,t}	-0.011 ** (-2.09)	0.006 *** (3.52)	-0.011 * (-1.92)	-0.011 ** (-2.46)	0.006 *** (3.52)	-0.011 ** (-2.48)
RTR _t			-0.00013 (-0.12)			0.00006 (0.08)
ContrVars	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9008	12446	8789	9008	12446	8789
Chi ²	7610 ***	1470 ***	4620 ***	13960 ***	1470 ***	1465 ***
Sobel Z 及 p 值	0.120(0.905)			0.080(0.936)		

注:回归系数下括号内的数值为 Z 值;*、**、*** 分别表示系数在 1%、5%、10% 水平下显著,双尾检验
资料来源:本文计算整理

5. 拓展研究:宗教传统与正式制度的相互作用

大量研究表明,正式制度能有效抑制股价崩盘风险(Hutton 等,2009;Hu 等,2016;王化成等,2014)。但无论政治和经济发展程度如何,正式制度都难免存在缺陷,这便为非正式制度发挥作用提供了可能(Williamson, 2000)。McGuire 等(2012)实证研究表明,当正式制度相对弱化时,作为非正式制度的宗教传统对公司财务报告违规行为抑制作用更为显著。以我国上市公司为样本,Du(2013)和 Du 等(2015)等亦有类似研究发现。鉴此,本文认为,当公司所在地投资者保护越薄弱时,宗教传统越能发挥其对股价崩盘风险的抑制作用。

借鉴王化成等(2014),本文采用樊纲等(2011)开发的“中国市场化指数”中分项指数“中介组织的发育和法律制度环境”作为度量投资者保护程度的代理变量,将其中得分最高和最低的 40% 样本分别划分为投资者保护程度“高组”和“低组”,表7是分组后的回归分析结果。表7的 Panel A 采用 NCSKEW_{t+1} 度量其未来股价崩盘风险,显然,在投资者保护程度“低组”的回归模型(1)、模型(3)、模型(5)中,宗教传统回归系数在绝对值上均比投资者保护程度“高组”的回归模型(2)、模型(4)、模型(6)更大。同时,“低组”的宗教传统回归系数均在 1% 水平上统计显著,而“高组”仅有模型(6)组显著,并且组间差异的邹检验均在 5% 水平上统计显著。这说明,“低组”和“高组”之间宗教传统对股价崩盘风险的影响存在显著差异。概言之,表7的 Panel A 的实证结果支持了宗教传统作为非正式制度可对正式制度发挥替代性治理作用的推断。进一步地,考察 Panel B 采用 DUVOL_{t+1} 度量股价崩盘风险的结果,总体规律与 Panel A 一致。

表7 宗教传统与投资者保护程度间的替代作用

Panel A:因变量 NCSKEW _{t+1}								
自变量	公司层面						省级层面	
	低组	高组	低组	高组	低组	高组	低组	高组
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
REL _{100,t}	-0.029 *** (-7.19)	-0.003 (-0.51)						

Panel A: 因变量 $NCSKEW_{t+1}$								
自变量	公司层面						省级层面	
	低组	高组	低组	高组	低组	高组	低组	高组
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
REL_{200}_t			-0.021 *** (-4.42)	-0.008 (-1.28)				
REL_{300}_t					-0.016 *** (-3.27)	-0.012 * (-1.87)		
REL_{2}_t							-0.255 *** (-4.04)	-0.252 *** (-3.72)
<i>ContrVars</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	1867	6036	1867	6036	1867	6036	3152	3769
Chi^2	2205.7 ***	421.1 ***	1150.9 ***	466.8 ***	2635.1 ***	468.0 ***	20000 ***	9099.6 ***
邹检验 <i>p</i> 值	0.0038 ***		0.0356 **		0.0247 **		0.7336	

Panel B: 因变量 $DUVOL_{t+1}$								
自变量	公司层面						省级层面	
	低组	高组	低组	高组	低组	高组	低组	高组
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
REL_{100}_t	-0.026 *** (-5.70)	-0.007 * (-1.65)						
REL_{200}_t			-0.019 *** (-4.39)	-0.012 *** (-2.79)				
REL_{300}_t					-0.019 *** (-3.98)	-0.012 *** (-2.79)		
REL_{2}_t							-0.209 *** (-4.56)	-0.197 *** (-3.41)
<i>ContrVars.</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	1867	6036	1867	6036	1867	6036	3152	3769
Chi^2	4199.1 ***	2103.2 ***	6491.2 ***	1432.4 ***	1961.3 ***	3259.1 ***	4493.9 ***	1.5e+04 ***
邹检验 <i>p</i> 值	0.0085 ***		0.2999		0.1263		0.2321	

注:括号内为 *Z* 值; *、**、*** 分别表示系数在 1%、5%、10% 水平下显著,双尾检验

资料来源:本文计算整理

但从表 7 可以看出,在 Panel A 和 Panel B 的宗教传统省级层面数据度量中,“低组”和“高组”中 REL_{2}_t 回归系数虽然在经济意义上有细微差别,但在统计意义上并无显著差异。这可能是由于 GSS2007 问卷调查仅选取了各省份的部分城市为样本,本文以其作为省级层面宗教传统氛围的度量,可能存在偏差。

6. 稳健性检验

(1) 变量度量稳健性检验。首先,本文进一步采用哑变量 *CRASH* 作为股价崩盘风险度量(Hutton 等, 2009;潘越等,2011),以增强研究结论的稳健性。具体而言,*CRASH* 取值需根据式(5)予以判断:

$$W_{j,t} \leq Average(W_{j,t}) - 3.09\sigma_j \quad (5)$$

式中, $Average(W_{j,t})$ 和 σ_j 分别为公司 *j* 特定周收益率的年度平均值和标准差。在任一会计年度内,若公司特定周收益 $W_{j,t}$ 一次或多次使得上述不等式成立,则该公司年度 *CRASH* 取值为 1,否则为 0。采用 *CRASH* 度量股价崩盘风险并进行 logit 回归发现,实证结论总体规律保持不变。其次,借鉴相关研究,本文还采用深交所的上市公司信息披露考评等级代替 *ABACC*,仅以深交所上市公司为样本进行了稳健性检验,实证结论也基本一致。再次,本文还分别以会税差异 (*BTD*) 和调整后的会税差异 (*DD_BTD*) 代替公司有效税率 (*ETR*),作为税收路径中介变量进行实证检验,亦可得到相似结果。最后,为增强研究结论稳健性,本文还分别使用公司层面 REL_{100}_t 和 REL_{300}_t ,以及省级层面上 REL_{2}_t 代替表 4、表 5 和表 6 中的 REL_{200}_t ,进一步实证检验了宗教传统管理自律效应和信息披露效应,实证结论高度一致。

(2) 分组标准稳健性检验。为增强结论稳健性,在研究宗教传统与正式制度之间的相互作用时,本文还进一步分别按最低和最高的 30% 和 20% 样本的划分标准进行分组回归,研究结论基本一致。

六、研究结论与讨论

1. 研究结论

本文基于宗教传统氛围能提升个体的伦理道德标准,并增强个体内在自律能力的观点,试图通过对公司层面微观决策行为的路径分析,研究宗教传统对资本市场个股价格崩盘风险的影响机理。实证结果发现,在宗教传统氛围越浓厚的地区,上市公司个股价格未来崩盘风险越小。在此基础上,本文进一步从“信息披露”和“管理自律”双重视角展开路径模型分析,研究发现,所在地宗教传统氛围越浓的公司,其会计信息透明度越好,更少发生过度投资和过度避税行为,具有显著的信息披露效应和管理自律效应。但宗教传统对公司股价崩盘风险的抑制效应主要通过管理自律效应视角下的投资路径传导,而信息披露效应视角下的信息路径和管理自律效应视角下的税收路径作用并不显著。最后,在考虑正式制度的影响之后,本文发现,当正式制度对投资者保护程度较薄弱时,作为非正式制度的宗教传统更能显著降低公司股价崩盘风险,这在一定程度上提供了二者之间具有替代性治理作用的经验证据。

2. 实践启示

本文具有如下重要启示:首先,从宏观社会层面而言,宗教传统教化功能应得到适当重视和积极引导。本文发现,宗教作为非正式制度在促进和稳定经济发展上对正式制度具有一定程度的补充和替代作用。因而,在积极构建和完善资本市场相关正式制度的同时,监管层不妨从宗教传统等非正式制度出发,“积极引导宗教与社会主义社会相适应,发挥好宗教界人士和信教群众在促进经济社会发展中的积极作用”^①。此外,由于我国宗教的一大特点是世俗化,具有与经济同步发展的特征。因此,应与时俱进地对宗教等传统文化“去粗取精、去伪存真”,通过其教化功能提升社会个体的道德伦理水平,更好地发挥其在经济社会发展中的积极作用,从而实现与正式制度的良性互补,降低社会运行成本。其次,从企业微观层面而言,宗教等传统文化的精华可为企业伦理文化建设提供养分。本文发现,宗教传统有助于增强管理层自律能力并减少过度投资水平,进而降低了公司股价崩盘风险。鉴此,企业可将宗教等传统文化中的精华吸收和融入到企业文化和企业伦理建设中去,在公司战略规划上重视对管理层的道德教育,进而约束其败德的商业决策行为,以达到降低股价崩盘风险,保护企业价值的目的。

3. 研究不足

本文还存在以下几方面不足之处:一是在宗教传统的度量上,本文使用上市公司周边全国重点寺庙/道观的数量作为代理变量,难以完全保证度量指标的合理性;二是在不同宗教的影响差异上,本文重点探究了我国传统宗教对上市公司股价崩盘风险的影响,没有研究诸如伊斯兰教等其他宗教对于抑制股价崩盘风险的潜在作用;三是在对宗教传统影响股价崩盘风险的路径检验上,本文仅沿着公司信息透明度、过度投资和过度避税三条路径展开,但现实中也可能存在盈余管理、财务重述、违法违规等其他路径。本文的上述不足也为未来研究提供了一些可能的方向。

参考文献:

- [1] Brazier, C. *Buddhist Psychology: Liberate Your Mind, Embrace Your Life* [M]. London: Robinson, 2003.
- [2] Callen, J. L., X. Fang. Religion and Stock Price Crash Risk [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2015, 50, (1-2): 169-195.
- [3] Cialdini, R. B., N. J. Goldstein. Social Influence: Compliance and Conformity [J]. *Annual Review of Psychology*, 2004, (55): 591-621.
- [4] Dechow, P., R. Sloan, A. Sweeney. Cause and Consequence of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC [J]. *Contemporary Accounting Research*, 1996, 13, (1): 1-36.
- [5] Desai, M., D. Dharmapala. Corporate Tax Avoidance and High-Powered Incentives [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79, (1): 145-179.
- [6] Du, X. Does Religion Matter to Owner-Manager Agency Costs? Evidence from China [J]. *Journal of Business Ethics*, 2013, 118, (2): 319-347.

^①观点摘自“习近平在第二次中央新疆工作座谈会上发表重要讲话”,详见人民网 <http://pic.people.com.cn/n/2014/0530/c1016-25084060.html>。

- [7] Du, X., W. Jian, S. Lai, Y. Du, H. Pei. Does Religion Mitigate Earnings Management? Evidence from China[J]. Journal of Business Ethics, 2015, 131, (3): 699 - 749.
- [8] Dyreng, S. D., W. J. Mayew, C. D. Willams. Religious Social Norms and Corporate Financial Reporting[J]. Journal of Business Finance and Accounting, 2012, 39, (7 - 8): 845 - 875.
- [9] Hu, J., J. -B. Kim, W. Zhang. Insider Trading, Disclosure Incentives, and Stock Price Crashes: International Evidence[R]. Xiamen University Working Paper, 2016.
- [10] Hutton, A. P., A. J. Marcus, H. Tehranian. Opaque Financial Reports, R^2 and Crash Risk[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94, (1): 67 - 86.
- [11] Jin, L., S. C. Myers. R^2 around the World: New Theory and New Tests[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79, (2): 257 - 292.
- [12] Kennedy, E. J., L. Lawton. Religiousness and Business Ethics[J]. Journal of Business Ethics, 1998, 17, (2): 163 - 175.
- [13] Kim, J. B., Y. Li, L. Zhang. Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-level Analysis[J]. Journal of Financial Economics, 2011a, 100, (3): 639 - 662.
- [14] Kim, J. B., Y. Li, L. Zhang. CFOs versus CEOs: Equity Incentives and Crashes[J]. Journal of Financial Economics, 2011b, 101, (3): 713 - 730.
- [15] Kothari, S. P., S. Shu, P. D. Wysocki. Do Managers Withhold Bad News? [J]. Journal of Accounting Research, 2009, 47, (1): 241 - 276.
- [16] McGuire, S. T., T. C. Omer, N. Y. Sharp. The Impact of Religion on Financial Reporting Irregularities[J]. The Accounting Review, 2012, 87, (2): 645 - 673.
- [17] Noussair, C. N., S. T. Trautmann, G. Van de Kuilen, N. Vellekoop. Risk Aversion and Religion[J]. Journal of Risk and Uncertainty, 2013, 47, (2): 165 - 183.
- [18] Pace, S. Does Religion Affect the Materialism of Consumers? An Empirical Investigation of Buddhist Ethics and the Resistance of the Self[J]. Journal of Business Ethics, 2013, 112, (1): 25 - 46.
- [19] Pryor, F. L. A Buddhist Economic System—in Principle[J]. American Journal of Economics and Sociology, 1990, 49, (3): 339 - 349.
- [20] Richardson, S. Over-Investment of Free Cash Flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11, (2 - 3): 159 - 189.
- [21] Weaver, G. R., B. R. Agle. Religiosity and Ethical Behavior in Organizations: A Symbolic Interactionist Perspective[J]. Academy of Management Review, 2002, 27, (1): 77 - 97.
- [22] Williamson, O. E. The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead[J]. Journal of Economic Literature, 2000, 38, (3): 595 - 613.
- [23] Zhou, Y. State-Society Interdependence Model in Market Transition: A Case Study of the 'Farmers' City' in Wenzhou During the Early Reform Era[J]. Journal of Contemporary China, 2013, 22, (81): 476 - 498.
- [24] 陈冬华, 胡晓莉, 梁上坤, 新夫. 宗教传统与公司治理[J]. 北京: 经济研究, 2013, (9).
- [25] 陈国进, 张贻军. 异质信念、卖空限制与我国股市的暴跌现象研究[J]. 北京: 金融研究, 2009, (4).
- [26] 褚剑, 方军雄. 中国式融资融券制度安排与股价崩盘风险的恶化[J]. 北京: 经济研究, 2016, (5).
- [27] 杜兴强, 蹇薇, 曾泉, 常莹莹. 宗教影响、控股股东与过度投资: 基于中国佛教的经验证据[J]. 北京: 会计研究, 2016, (8).
- [28] 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.
- [29] 江轩宇. 税收征管、税收激进与股价崩盘风险[J]. 天津: 南开管理评论, 2013, (5).
- [30] 江轩宇, 许年行. 企业过度投资与股价崩盘风险[J]. 北京: 金融研究, 2015, (8).
- [31] 科斯, 王宁. 中国变革: 市场经济的变更之路[M]. 北京: 中信出版社, 2013.
- [32] 李存超, 王兴元. 宗教文化视角下东西方商业伦理观差异比较及启示[J]. 杭州: 商业经济与管理, 2013, (11).
- [33] 吕大吉. 概说宗教禁欲主义[J]. 北京: 中国社会科学, 1989, (5).
- [34] 马歇尔. 经济学原理[M]. 北京: 商务印书馆, 1964.
- [35] 潘黎, 钟春平. 去教堂祷告还是去银行借款? ——宗教与金融行为内在关联的微观经验证据[J]. 北京: 经济学(季刊), 2016, (1).
- [36] 潘越, 戴亦一, 林超群. 信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J]. 北京: 金融研究, 2011, (9).
- [37] 王化成, 曹丰, 高升好, 李争光. 投资者保护与股价崩盘风险[J]. 北京: 财贸经济, 2014, (10).
- [38] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 刘红云. 中介效应检验程序及其应用[J]. 北京: 心理学报, 2004, (5).
- [39] 许年行, 江轩宇, 伊志宏, 徐信忠. 分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险[J]. 北京: 经济研究, 2012, (7).
- [40] 杨庆堃. 中国社会中的宗教[M]. 上海人民出版社, 2007.
- [41] 曾爱民, 林雯, 魏志华, 张纯. CEO 过度自信、权力配置与股价崩盘风险[J]. 北京: 经济理论与经济管理, 2017, (8).

Does Religiosity Affect Stock Price Crash Risk?

——Research from Dual Perspectives of “Information Disclosure” and “Managerial Self-Discipline”

ZENG Ai-min¹, WEI Zhi-hua²

(1. School of Accounting, Zhejiang Gongshang University, Hangzhou, Zhejiang, 310018, China;

2. School of Economics, Xiamen University, Xiamen, Fujian, 361005, China)

Abstract: Religiosity, as a vital part of Chinese long history, plays a significant role not only in community life but also in the development of economy. Religiosity as an important spiritual civilization does affect individuals' characteristic and the development of company at micro-level, and it also influences the politics, economy and society of a region or a country at macro-level. The stock market in China has experienced sudden slump for several times. Until now, researchers have reach an agreement on the reason why stock price crashes suddenly that can be explained by the bad-news-hoarding theory. Most of them focus on the formal institution to solve the problem. By focusing on a unique perspective, this paper sheds light on whether religiosity influences the future stock price crash risk at a time when the stock in China going up and down.

By presenting existed research, we find that people who are influenced by religiosity deeply have some common traits: (1) religious managers have more self-control ability and moral self-discipline. (2) They expect to maintain the role of a believer in life. And (3) they expect to keep a high moral identity. Thus social norms generated by the religious ethos against manipulation, which contributes to reducing stock price crash risk though reducing the unethical information management by managers.

Based on 2000—2014 Chinese A-share listed companies data and using firm-level religiosity data measured by the number of religious sites within a radius of certain distance around a listed firm registered address and survey data named GSS, we find robust evidence that firms registered in area with higher levels of religiosity exhibit lower levels of future stock price crash risk. We then verify the path of the model from perspective of information disclosure, over investment and tax avoidance, and find that this association is transmitted by over investment, but not by financial opacity or tax avoidance. Moreover, our findings suggest that the negative association between religiosity and future stock price crash risk is strengthened for firms with low investor protection mechanisms (formal institution). Perspective from informal institution, this study contributes to explaining the reason of future crash risk, in the meantime which provides new evidence concerning the economic consequences of religiosity and has some reference for stabilizing stock market and protecting investors.

Most researchers put their attention to the formal institution to stabilize stock market, while this study adds to the existing ethical literature on how to mitigate unethical behavior in contemporary enterprises and organizations. This study contributes to the existing literature in several ways. First, this paper uses Chinese context to investigate the impact of religiosity on stock price crash risk and adds to the existing literature that explores the role of some western religiosity in corporate decisions. And unlike previous studies that analyze the reasons of stock price crash risk, this paper explore the medium factor between stock price crash risk and bad-news-hoarding theory, which can be explained from over investment. So this paper guides investors to pay more attention to the investment plan of a company. Second, combined with China domestic culture, this paper address the differences in religious influence on stock price crash risk among different investor protection institution. Moreover and importantly, the substitutive effect between religiosity and formal institution on mitigating stock price crash risk is especially important for and is likely to fit in well with emerging markets and developing countries in which the current status of institutional environment is far from perfect and formal institutions are incomplete.

Key Words: religiosity; stock price crash risk; transmission path; investors' protection

JEL Classification: G41, G33, L83

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2017.11.009

(责任编辑:弘毅)