

文化遵从度与金融市场稳定¹ ——基于股价崩盘风险的视角

梁上坤² 张文婷³ 卢 闯⁴

摘 要 维护金融市场稳定、防控金融风险是我国经济建设的重要内容。基于 Gelfand et al. (2006) 提出的文化遵从度理论框架, 本文以 2008—2019 年中国 A 股上市公司为样本, 从股价崩盘风险的视角, 探究了非正式制度对金融市场稳定的影响。研究发现: 公司所在地的文化遵从度对公司未来股价崩盘风险存在显著影响, 当地文化遵从度越高, 公司的股价崩盘风险越低。进一步发现: (1) 提高信息质量和选择四大审计, 是文化遵从度影响公司股价崩盘风险的主要机制; (2) 区分文化遵从度的作用强度后, 文化遵从度对股价崩盘风险的影响在成立年限长、高管不具有海外经历的公司表现得更强烈; (3) 结合公司治理的其他机制, 在公司内外部治理机制较弱时, 文化遵从度发挥了较强的治理作用; (4) 比较公司所在地的文化遵从度与高管籍贯所在地, 公司所在地的文化遵从度具有更强的影响作用, 表明文化遵从度能够对个体产生“同化”影响。本文的研究揭示了非正式制度对公司股价崩盘风险的重要影响, 对于维护金融市场的稳定、防范金融风险, 具有一定的理论和现实启发。

关键词 非正式制度; 文化遵从度; 金融市场稳定

0 引言

近年来股票市场个股暴跌、崩盘的事件频频发生, 对股东利益、投资者信心和金融市场的稳定构成了巨大挑战, 也引发了实务界和学术界的广泛关注。党的二十大报告强调, “加强和完善现代金融监管, 强化金融稳定保障体系, 依法

1 作者感谢国家自然科学基金面上项目(72272164、71872196)、国家社会科学基金重大项目(23&ZD060、21&ZD145、19ZDA098)、中央财经大学科研创新团队计划的资助。

2 梁上坤(通信作者), 中央财经大学会计学院教授, E-mail: Liang_sk@126.com。

3 张文婷, 南京审计大学会计学院讲师, E-mail: tbzwt@163.com。

4 卢闯, 中央财经大学会计学院教授, E-mail: luchuang@cufe.edu.cn。

将各类金融活动全部纳入监管,守住不发生系统性风险底线。”股价崩盘风险是金融风险的具体表现,探寻股价崩盘风险的影响因素具有重要的理论和现实意义。已有研究股价崩盘风险影响因素的文献集中在管理层代理问题(Kim et al., 2011a, b)、公司的信息透明度(Jin and Myers, 2006; Hutton et al., 2009)、分析师的乐观偏差(许年行等, 2012)以及机构投资者的羊群行为(许年行等, 2013)等方面。资本市场现有的法律法规等正式制度对企业与个人的行为具有毋庸置疑的重要作用。然而,正式规范的制度存在局限性,难以对人们的行为做到全方位的约束,但非正式制度能内化到个体的思想层面,对高管的性格特征和行事风格产生重要影响。因此,非正式制度所发挥的作用不容忽视。

文化是非正式制度的重要内容,对个体的价值观和行为模式具有深层次的长久影响。基于社会学、心理学和人类学的早期研究,并结合现代社会的特点, Gelfand et al. (2006)构建了文化遵从度理论(Cultural Tightness)的研究框架。文化遵从度指社会规范的强度和社会内部的宽容程度,反映了一个社会中非正式制度对个体行为的规范强度和对违规行为容忍度的高低(Gelfand et al., 2006)。在文化遵从度高的地区,人们面临的日常生活约束较多,违反社会规范的惩罚更加严厉,因此人们更加遵守规则、自我调节能力强、自我监督更加频繁、对自身偏离社会规范的行为容易产生负面心理。Chua et al. (2019)对我国各省份的研究也发现,文化遵从度越高,人们的日常生活越规范。文化遵从度强调社会规范的约束力量和惩罚力度的强弱,突破了以往文化价值观的主流研究范式,有助于更好地理解文化差异现象。本文试图结合文化与资本市场的研究,考察个体对社会规范的遵从能否对稳定金融市场起到积极作用。股价暴涨暴跌是我国金融市场中的重大不稳定因素。目前学术界认为股价崩盘风险的成因主要在于管理层隐藏负面消息到一定极限后突然释放,从而导致股价暴跌、崩盘。那么,文化遵从度是否会影响管理层的行为规范,以及其隐藏负面消息的动机,进而影响公司的股价崩盘风险呢?

基于2008—2019年我国A股上市公司的数据,本文对地区文化遵从度与公司未来股价崩盘风险的关系进行了实证探索。研究发现,公司所在地的文化遵从度能够降低其股价崩盘风险,有利于金融市场的稳定。作用机制的检验显示,文化遵从度通过提高公司信息质量、促使公司选择四大审计降低股价崩盘风险。在成立年限长、高管不具有海外经历的公司,文化遵从度的作用强度更大。进一步探究不同治理水平下文化遵从度的作用影响发现,股权制衡和独立董事监督能够发挥内部治理作用,机构投资者、分析师的关注和行业集中度能够发挥外部治理作用。当公司的内部、外部治理机制较弱时,文化遵从度能够起到一定的替代作用。最后,高管籍贯所在地的文化遵从度未对公司股价崩盘风险产生明显影响。

本文可能的研究贡献包括以下三个方面:第一,本文从非正式制度的角度

丰富了上市公司股价崩盘风险的理论研究。股价崩盘风险的形成根源在于管理层隐藏负面消息的动机,非正式制度对管理层的个性特征以及行事风格有着关键影响,其所能发挥的作用不可忽视^①。目前探讨公司股价崩盘风险的研究较少关注非正式制度的影响,多是集中在代理问题(Kim et al., 2011a, b)、公司治理(王化成等, 2015; 蒋德权等, 2018; 梁上坤等, 2020)和政府及资本市场中介力量方面(许年行等, 2012, 2013; 任晓怡等, 2020)。本文检验了文化遵从度对公司股价崩盘风险的影响,补充和拓展了中国背景下非正式制度影响金融市场稳定的研究。第二,本文丰富了不同制度背景下文化遵从度的研究。文化遵从度在中国的研究发现与国外已有的发现并不完全一致。在中国,文化遵从度对个体的影响具有独特性,值得进一步探究。本文的发现为文化遵从度影响后果的研究提供了来自新兴经济体的经验证据。第三,本文从公司层面拓展了研究文化遵从度作用后果的视角。关于文化遵从度的研究,主要集中在个人和社会层面,对于组织层面的研究尚未完全展开(Gelfand et al., 2006)。本文探究了文化遵从度在公司层面的影响,为文化遵从度的经济后果研究提供了微观视角。

本文余下的内容安排如下:第1部分为理论分析与研究假设,第2部分为研究设计,第3部分为实证结果与分析,第4部分为进一步分析,第5部分为研究结论。

1 理论分析与研究假设

1.1 文化遵从度的定义与研究

文化作为非正式制度的重要组成部分,对个体的认知、态度和行为等具有重要的影响作用。以往关于跨文化的研究主要从文化价值观的角度解释文化差异,使用价值观能够便于研究人员熟悉文化的复杂性,并且在个人层面上进行度量(Bond, 1997; Morris et al., 2000; Gelfand et al., 2006)。围绕 Hofstede (Hofstede, 1980; Hofstede et al., 1990)以及 Schwartz (1994)最早提出的文化维度^②,已有大

^① Callen and Fang (2015) 从非正式制度的角度探究了宗教传统对上市公司股价崩盘风险的影响。Callen and Fang (2015) 认为宗教作为一套社会规范,有助于抑制管理者囤积负面消息的行为,研究发现公司所在地的宗教虔诚程度越高,公司的未来股价崩盘风险越低,并且当公司治理机制较弱时,宗教传统可以替代传统的治理机制来监督公司的信息管理活动。本文则关注非正式制度的不同维度——社会规范的强度,探究文化遵从度对公司未来股价崩盘风险的影响。

^② Hofstede (Hofstede, 1980; Hofstede et al., 1990) 提出的五个文化维度:集体主义与个人主义 (Collectivism and Individualism)、权力距离 (Power Distance)、不确定性规避 (Uncertainty Avoidance)、男性气质与女性气质 (Masculinity and Femininity) 和未来导向 (Long term/ Short term Orientation)。Schwartz (1994) 提出的六个文化维度:自主性 (Autonomy)、保守性 (Conservatism)、平等性 (Egalitarianism)、层级性 (Hierarchy)、和谐性 (Harmony) 和控制性 (Mastery)。

量研究将文化价值观的讨论纳入到商业领域中,对文化影响公司决策的方式和类型形成了基本的认识(Chang and Noorbakhsh, 2009; Shao et al., 2010; Fidrmuc and Jacob, 2010; Li et al., 2013)。然而,仅依靠价值观来解释文化是不足的,文化不能仅仅被简化为个体头脑中的因素,还需要关注到外部约束,例如从社会规范和约束的维度解释文化差异(Ip and Bond, 1995; Tinsley, 1998; Morris et al., 2000)。

人类学家 Pelto (1968) 最早提出了宽松—紧密的维度概念(Tightness-Looseness),并探究了传统社会在表达和遵守社会规范方面的差异。此后, Gelfand et al. (2006) 将宽松-紧密的维度引入到现代社会的跨文化研究领域,提出了文化遵从度理论,构建了个体-组织-社会三个层面的系统性研究框架。在文化遵从度高的社会中,社会规范更加严格且清晰,个体的自我约束程度高,个体违反社会规范受到的惩罚较为严厉。Gelfand et al. (2011) 测度了33个国家的文化遵从度水平,发现面临生态和人为威胁严重的国家(人口密度高、资源匮乏、疾病传播严重、历史上的领土冲突和外部威胁多),文化遵从度更高;在文化遵从度高的国家中,个体生活的日常规范更加严格,逐渐使其形成自我监督和自我管理的心理状态。Harrington and Gelfand (2014) 认为文化遵从度的差异不仅存在于不同国家之间,同一国家内部不同地区的文化遵从度也存在一定差异;在美国,文化遵从度较高的州,生态环境较为脆弱、自然资源匮乏、疾病率高,个体表现出较高的责任心和较低的开放性,歧视较为严重,创造力较低,幸福感较低。Chua et al. (2019) 首次测度出中国各省份的文化遵从度水平,发现政府控制强烈、日常生活的限制多、宗教活动活跃、人们暴露在威胁中的可能性高的省份表现出更高的文化遵从度;文化遵从度越高的省份,越少进行突破性创新,但增量性创新越多;值得注意的是,在中国,文化遵从度越高的省份,城市化和幸福指数越高,对多样性文化有着高水平的包容度,这之前国外的研究发现相反,但是与中国的社会文化背景一致。中国人倾向于在有序的社会中寻找到的安全感,对未来的生活形成一定的预期和把握,从中体会到的幸福感远大于压抑感。因此,在中国展开文化遵从度的进一步研究是必要且独特的。

1.2 文化遵从度与股价崩盘风险

股价崩盘是损害投资者利益、威胁金融市场稳定的重大风险因素。随着近年来股价暴跌、崩盘的现象不断涌现,股价崩盘风险成为学界关注的热点话题。管理层隐藏负面消息是股价崩盘风险产生的根源,负面消息在公司累积到一定程度后被突然释放会造成股价暴跌(Jin and Myers, 2006; 王化成等, 2015; 梁上坤等, 2020)。已有文献分析了影响公司股价崩盘风险的内部和外部因素:内部

因素方面,为了薪酬或晋升等个人利益,管理层有隐藏负面消息的动机,降低公司的信息透明度是其进行消息隐藏的重要方式,而公司的治理机制能够起到一定的制约作用(Hutton et al., 2009; Kim et al., 2011a, b; 王化成等, 2015; 蒋德权等, 2018; 梁上坤等, 2020); 外部因素方面, 分析师和机构投资者等资本市场中介机构的行为也是影响股价崩盘风险的重要因素(许年行等, 2012, 2013)。

本文认为,文化遵从度能够从以下三个方面影响公司的股价崩盘风险。首先,文化遵从度会促使公司的管理层内化规范,降低其主动隐藏负面消息的动机。在文化遵从度高的地区,人们从幼年开始便被父母和老师教导要遵守规则,行为举止受到更严格的监督,“好孩子”的首要标准就是遵守规则。而在文化遵从度较低的地区,父母鼓励孩子们进行更多的探索,对其破坏规则的行为有较高的容忍度。长期生活在文化遵从度较高地区的个体,会进行一定的心理适应,产生较强的问责感知(Felt accountability),即感知到自我的行为会受到外界严格的审查,一旦违反规范便会受到严重的惩罚,从而对自己产生更强的约束,并且形成较强的自我调节能力,倾向于进行预防性的自我引导和更频繁的自我监控,当自己的行为偏离标准时,会产生更强烈的负面反应(Gelfand et al., 2006)。因此,在文化遵从度更高的地区生活和工作的管理层,能够更好地克制自身冲动,压制通过隐藏负面消息牟取私人利益的想法,更加倾向于依照相关规定进行及时、准确的信息披露,隐藏负面消息的动机更弱,更少进行消息管理的行为。

其次,当本地区文化遵从度较高时,如果管理层隐藏大量负面消息,那么未来会面临更加严厉的惩罚。文化遵从度的核心之一是社会对越轨行为的容忍度。在文化遵从度高的地区,人们支持对违反规范的行为进行严厉的处罚,管理层长时间隐藏负面信息的行为如果引致公司股价崩盘,便需要承担个人声誉和经济上的巨大损失。因此,严厉的惩罚使管理层隐藏负面信息的成本大大增加,降低其进行消息管理的潜在净收益,从而降低公司未来的股价崩盘风险。

最后,文化遵从度高的地区,个体能够进行互相监督,管理层隐藏负面信息的行为被发现的可能性更高,这能够起到一定的威慑作用。Gelfand et al. (2006)认为,在文化遵从度高的地区,监控不仅来源于上级管理者,还有可能来源于同级的工作伙伴。同级的监督与上级的监督不同,同级的工作伙伴更加了解工作的具体内容和流程,更容易发现工作中不当的行为和破绽。因此,当管理层面临双重的监管压力时,为了个人利益隐瞒负面信息的难度增大,被揭发的可能性也更大。在成本和收益的权衡下,管理层更有可能选择不隐瞒负面信息,从而降低公司未来股价崩盘的可能性。

综合以上分析,本文提出以下研究假设。

H1: 公司所在地的文化遵从度越高,其未来的股价崩盘风险越低。

那么,地区的文化遵从度具体通过何种机制作用于公司的股价崩盘风险?本文结合股价崩盘风险影响因素的相关文献,认为地区文化遵从度可能通过减少过度投资、提高公司信息质量、减少避税行为、改变审计选择这四个路径降低公司未来的股价崩盘风险。

对于公司的过度投资行为,地区的文化遵从度越高,公司的决策越谨慎,越倾向于规避高风险的投资,从而降低公司的过度投资水平。已有研究发现公司的过度投资水平越高,管理层隐藏负面消息的动机越强烈,从而加剧公司的股价崩盘风险(江轩宇和许年行,2015)。因此,地区的文化遵从度能够通过降低公司的过度投资水平来降低股价崩盘风险。对于公司的信息质量,在地区的文化遵从度越高时,公司越遵守有关信息披露的准则,越愿意进行及时、可靠的信息披露,从而提高公司的信息透明度,提高公司的信息质量。潘越等(2011)发现公司的信息透明度越低,股价崩盘风险越高。Hutton et al. (2009)认为,公司的盈余质量越差,表明管理层隐藏的负面消息越多,从而加剧公司的股价崩盘风险。因此,地区的文化遵从度能够通过提高公司的信息质量,减少负面信息的隐藏来降低公司的股价崩盘风险。对于公司的避税程度,地区的文化遵从度越高,公司管理层的纪律性越强,行事越谨慎,越少通过复杂的避税行为来侵占公司利益。已有研究证实了避税行为能够为管理层侵占公司利益、隐藏负面消息提供便利,从而增加公司的股价崩盘风险(Kim et al., 2011a; 江轩宇, 2013)。因此,地区的文化遵从度能够通过降低公司的避税程度来降低公司的股价崩盘风险。对于公司的审计选择,地区文化遵从度越高,人们对公司的信息披露合规性与真实性的要求越高,从而增强公司选择四大审计的意愿。选择四大事务所进行审计,能够进一步提高公司披露信息的真实性和准确性,减少公司的机会主义行为,并向外界传递出公司信息质量较好的信号。Yeung and Lento (2018)使用中国的数据研究发现,选择四大审计的公司股价崩盘的风险显著更低。因此,地区的文化遵从度能够促使公司选择四大审计,提高审计质量,从而降低公司未来的股价崩盘风险。综合以上分析,本文提出机制分析的研究假设。

H2a: 地区文化遵从度能够促使公司减少过度投资,从而降低未来的股价崩盘风险。

H2b: 地区文化遵从度能够促使公司提高信息质量,从而降低未来的股价崩盘风险。

H2c: 地区文化遵从度能够促使公司减少避税行为,从而降低未来的股价崩盘风险。

H2d: 地区文化遵从度能够促使公司选择四大审计,从而降低未来的股价崩盘风险。

2 研究设计

2.1 模型构建与变量定义

为检验文化遵从度对公司股价崩盘风险的影响,本文参考 Kim et al. (2011a,b)、许年行等(2013)、Chen et al. (2018)、Chua et al. (2019)等,构建模型(1)进行检验。

$$\text{Duvol}_{t+1}(\text{Ncskew}_{t+1}) = \alpha + \beta \text{Cul_Tight}_t + \gamma \text{Controls}_t + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon_t \quad (1)$$

变量具体定义如下:

2.1.1 被解释变量

借鉴 Hutton et al. (2009)、Kim et al. (2011a,b)、许年行等(2013)等,本文使用以下两种方法度量公司 $t+1$ 年的股价崩盘风险 (Duvol_{t+1} 、 Ncskew_{t+1})。 Duvol_{t+1} 和 Ncskew_{t+1} 越大,意味着公司未来的股价崩盘风险越高。具体方法如下:

首先,基于模型(2)计算股票 i 经市场调整后的收益率。其中, $r_{i,s}$ 是每一年度股票 i 在第 s 周的收益率, $r_{m,s}$ 是 A 股市场在第 s 周的市场收益率, $r_{m,s-2}$ 和 $r_{m,s-1}$ 分别是市场周收益率的滞后两期和滞后一期项, $r_{m,s+1}$ 和 $r_{m,s+2}$ 分别是市场周收益率的超前一期和超前两期项。最终得到股票 i 第 s 周经市场调整后的收益率 $W_{i,s}$, $W_{i,s} = \ln(1 + \varepsilon_{i,s})$ 。

$$r_{i,s} = \alpha + \beta_{1,i} r_{m,s-2} + \beta_{2,i} r_{m,s-1} + \beta_{3,i} r_{m,s} + \beta_{4,i} r_{m,s+1} + \beta_{5,i} r_{m,s+2} + \varepsilon_{i,s} \quad (2)$$

第一种度量股价崩盘风险的指标是股票周收益的涨跌波动比 (down-to-up volatility, Duvol)。具体使用模型(3)进行计算。其中, $n_u(n_d)$ 是股票 i 的周回报率高于(低于)年回报率均值的周数。Duvol 越大,表示收益率左偏的程度越高,股价崩盘风险越大。

$$\text{Duvol}_{i,t} = \ln \left\{ \left[(n_u - 1) \sum_{\text{down}} W_{i,s}^2 \right] / \left[(n_d - 1) \sum_{\text{up}} W_{i,s}^2 \right] \right\} \quad (3)$$

第二种度量股价崩盘风险的指标是股票 i 经过市场调整后周收益率的负偏度 (Ncskew),具体使用模型(4)进行计算。其中, n 是股票 i 在第 t 年中交易的周数。Ncskew 越大,表示公司股票收益率偏态系数负的程度越高,股价崩盘风险越大。

$$\text{Ncskew}_{i,t} = - \left[n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,s}^3 \right] / \left[(n-1)(n-2) \left(\sum W_{i,s}^2 \right)^{3/2} \right] \quad (4)$$

2.1.2 解释变量

本文基于 Chua et al. (2019) 的问卷调查数据,计算中国大陆 31 个省份的文化遵从度(Cul_Tight)^①。Cul_Tight 越高,意味着社会以规则和规范为特征的程度越高,人们偏离这些规则和规范所受到的惩罚或制裁的程度越高。

2.1.3 控制变量

参考 Kim et al. (2011a,b)、Chen et al. (2018) 以及彭俞超等 (2018),本文控制以下变量:公司规模(Size)、财务杠杆(Lev)、账面市值比(MB)、总资产报酬率(Roa)、平均周收益率(Ret)、信息质量(Accm)、市场波动(Sigma)、换手率(Turnover)、产权性质(Soe)、公司年限(Firmage)、员工数量(Staff)、机构投资者持股(Ins)。变量定义见表 1。

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
股价崩盘风险	Duval	公司的股票周收益的涨跌波动比
	Ncskew	公司的股票周收益的负偏程度
文化遵从度	Cul_Tight	参考 Chua et al. (2019) 计算的公司所在省份的文化遵从度
公司规模	Size	公司总资产的自然对数值
财务杠杆	Lev	公司负债总额与资产总额的比值
账面市值比	MB	公司年末市值与股东权益账面价值的比值
总资产报酬率	Roa	公司净利润与资产总额的比值
平均周收益率	Ret	公司周股票特有收益的年平均值
信息质量	Accm	公司前三年盈余管理幅度绝对值之和
市场波动	Sigma	公司周股票特有收益的年标准差
换手率	Turnover	公司年内日均换手率
产权性质	Soe	虚拟变量,如果公司为国有企业则取值为 1,否则取值为 0
公司年限	Firmage	公司成立年限加 1 的自然对数值
员工数量	Staff	公司员工人数的自然对数值
机构投资者持股	Ins	机构投资者的持股比例

① Chua et al. (2019) 进行了为期 3 年的调查,沿用 Gelfand et al. (2011) 构建的文化遵从度调查量表,在 2014 年 3 月、2017 年 4 月和 2017 年 7 月三个不同的时间点发放了三轮调查问卷,收集了 11662 名被调查者的数据,测度了中国各省份的文化遵从度水平。具体的调查内容包括以下 6 个项目:(1) 在本地区,有很多社会规范需要遵守;(2) 大多数情况下人们很清楚应该如何作为;(3) 大多数情况下大家对什么是妥当或者不妥当的行为有很大程度的共识;(4) 大多数情况下人们可以充分地自由决定作为;(5) 如果有人做出不妥的违规行为会受到来自其他人的强烈的反对;(6) 人们几乎总是会遵守社会规范(其中,“社会规范”是指一些没有被明文规定的社会行为标准)。(Chua et al. (2019) 详细说明调查细节的文档链接:<https://www.pnas.org/doi/suppl/10.1073/pnas.1815723116>。)

2.2 数据来源

本文以我国A股上市公司为初始样本,被解释变量股价崩盘风险的样本区间为2009—2019年,解释变量公司所在地的文化遵从度及其他变量的样本区间为2008—2018年。本文对研究样本进一步处理:(1)剔除ST、*ST公司;(2)剔除金融类公司;(3)剔除主要变量缺失的观测值,得到13229个公司-年度观测值用于最终分析。为减轻极端值影响,本文对连续变量进行上下1%的缩尾处理。文化遵从度的数据取自Chua et al. (2019),其余公司财务和公司治理相关数据取自CSMAR数据库。

3 实证结果与分析

3.1 描述性统计与相关性分析

Chua et al. (2019)在测度中国各省份的文化遵从度时,使用三轮调查问卷的总体数据计算了文化遵从度,因而文化遵从度属于横截面数据。为确保文化遵从度是一个较为稳定的文化价值观,本文基于Chua et al. (2019)的调查数据,使用与其相同的计算方式得到多个维度的文化遵从度指标进行分析。

表2的Panel A报告了基于不同维度计算形成的省级层面的文化遵从度的描述性统计结果,具体包括使用三轮问卷调查总体数据形成的文化遵从度指标(C_Cul_Tight)、分别使用三轮调查数据形成的文化遵从度指标(R1_Cul_Tight、R2_Cul_Tight、R3_Cul_Tight)、分别使用不同年龄段被调查者数据形成的文化遵从度指标(A1_Cul_Tight、A2_Cul_Tight、A3_Cul_Tight)^①。结果显示,不同维度计算形成的文化遵从度指标较为接近,仅存在细微差异^②。Panel B报告了不同维度计算形成的文化遵从度的相关性分析结果。结果显示,使用三个年龄段的调查数据计算形成的文化遵从度之间的相关系数在0.5~0.7的区间内,表明不同年龄段调查得到的文化遵从度关系稳定。除了年龄大于等于50岁的被调查者认知的文化遵从度与其他两个年龄段被调查者认知的文化遵从度之间的相

① R1_Cul_Tight、R2_Cul_Tight、R3_Cul_Tight分别是只使用第一轮(4863个被调查者数据)、第二轮(3304个被调查者数据)和第三轮(3495个被调查者数据)调查数据形成的文化遵从度。A1_Cul_Tight、A2_Cul_Tight、A3_Cul_Tight分别是只使用年龄小于30岁(5263个被调查者数据)、大于等于30岁但小于50岁(5902个被调查者数据)、大于或等于50岁的被调查者数据(497个被调查者数据)形成的文化遵从度。

② 使用第三轮调查数据形成的文化遵从度(R3_Cul_Tight)相对较小。同时,参考Chua et al. (2019),本文对文化遵从度的数据进行了标准化的处理(Z-Score),并加3得到最终数值,因此不同计算方式形成的文化遵从度指标的均值(mean)为3,标准差(sd)为1。

关性略低外,其他不同年龄段的被调查者认知的文化遵从度之间均表现出较高的相关性。Panel C 报告了本文主要变量的描述性统计结果。结果显示,Duval 和 Neskew 的均值分别为-0.321、-0.457,与彭俞超等(2018)、梁上坤等(2020)均较为接近,标准差则分别为 0.485、0.741,表明以上两个股价崩盘风险指标在样本公司间存在较大的差异。文化遵从度(Cul_Tight)的均值为 3.747,最小值为 1.853,最大值为 5.007,与 Chua et al. (2019)一致^①。

表 2 描述性统计与相关性分析

Panel A:不同维度计算形成的文化遵从度的描述性统计结果								
	N	mean	min	max	sd	p25	p50	p75
C_Cul_Tight	31	3.000	0.880	5.007	1.000	2.106	2.861	3.603
R1_Cul_Tight	31	3.000	1.320	4.994	1.000	2.121	2.978	3.883
R2_Cul_Tight	31	3.000	1.315	5.055	1.000	2.204	3.052	3.651
R3_Cul_Tight	31	3.000	0.307	4.799	1.000	2.285	3.056	3.791
A1_Cul_Tight(Age<30)	31	3.000	1.240	5.218	1.000	2.036	2.825	3.666
A2_Cul_Tight(30<= Age<50)	31	3.000	0.543	4.826	1.000	2.483	2.795	3.582
A3_Cul_Tight(Age>= 50)	31	3.000	0.071	4.255	1.000	2.439	3.273	3.690
Panel B:不同维度计算形成的文化遵从度的相关性分析结果								
	A	B	C	D	E	F	G	
(A) C_Cul_Tight	1.000							
(B) R1_Cul_Tight	0.903 ***	1.000						
(C) R2_Cul_Tight	0.785 ***	0.628 ***	1.000					
(D) R3_Cul_Tight	0.793 ***	0.520 ***	0.507 ***	1.000				
(E) A1_Cul_Tight (Age<30)	0.966 ***	0.858 ***	0.777 ***	0.762 ***	1.000			
(F) A2_Cul_Tight (30<= Age<50)	0.911 ***	0.774 ***	0.720 ***	0.795 ***	0.802 ***	1.000		
(G) A3_Cul_Tight (Age>= 50)	0.397 **	0.602 ***	0.337	0.011	0.368 **	0.171	1.000	
Panel C:描述性统计结果								
	N	mean	min	max	sd	p25	p50	p75
Duval	13229	-0.321	-1.469	0.993	0.485	-0.647	-0.322	-0.008
Neskew	13229	-0.457	-2.617	1.721	0.741	-0.856	-0.407	-0.018
Cul_Tight	13229	3.747	1.853	5.007	0.988	3.094	4.190	4.504
Size	13229	22.400	19.699	26.037	1.271	21.529	22.272	23.168
Lev	13229	0.494	0.053	0.898	0.195	0.349	0.501	0.644
MB	13229	2.752	0.280	16.619	2.562	1.238	2.006	3.298
Roa	13229	0.034	-0.260	0.192	0.052	0.011	0.030	0.057
Ret	13229	-0.001	-0.007	-0.000	0.001	-0.001	-0.001	-0.001

① 此处的文化遵从度的描述性统计结果是公司层面的,由于不同年度不同地区公司数量的不同,具体的描述性统计结果与表 2 的 Panel A 的省级结果有所不同。

续表

Panel C: 描述性统计结果								
Accm	13229	0.242	0.033	1.023	0.175	0.127	0.197	0.300
Sigma	13229	0.044	0.017	0.119	0.017	0.032	0.041	0.053
Turnover	13229	1.732	0.152	6.178	1.242	0.813	1.390	2.332
Soe	13229	0.562	0.000	1.000	0.496	0.000	1.000	1.000
Firmage	13229	2.884	1.923	3.437	0.284	2.709	2.910	3.093
Staff	13229	7.850	4.277	11.054	1.312	7.049	7.874	8.670
Ins	13229	0.455	0.006	0.883	0.197	0.320	0.457	0.600

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著。

3.2 研究假设检验

3.2.1 基本检验

表3是本文研究假设的回归结果。模型控制了行业效应(Industry)和年份效应(Year),同时报告了公司层面聚类并经稳健标准误调整的*t*值。第(1)列的被解释变量为Duvol,第(2)列的被解释变量为Ncskew。结果显示,控制变量方面,公司规模(Size)、账面市值比(MB)、平均周收益率(Ret)的系数均为正,且显著;财务杠杆(Lev)的系数为负,且显著,与彭俞超等(2018)等以往研究一致。在控制这些变量的基础上,第(1)列中文化遵从度(Cul_Tight)的系数为-0.011,在5%的水平下显著;第(2)列中文化遵从度(Cul_Tight)的系数为-0.015,在5%的水平下显著。这一结果表明文化遵从度对公司的股价崩盘风险产生负向的影响作用,高文化遵从度地区的公司更加谨慎和遵守规则,更少隐藏负面消息,降低了公司未来股价崩盘的风险。这一发现支持了本文的研究假设H1。

表3 文化遵从度与股价崩盘风险

DepVar=	(1)	(2)
	Duvol	Ncskew
Cul_Tight	-0.011** (-2.393)	-0.015** (-1.970)
Size	0.033*** (4.652)	0.057*** (5.222)
Lev	-0.097*** (-3.117)	-0.144*** (-3.007)
MB	0.022*** (9.749)	0.033*** (9.336)
Roa	0.557*** (6.018)	0.910*** (6.312)
Ret	80.027*** (4.900)	144.497*** (5.653)

续表

DepVar =	(1)	(2)
	Duval	Ncskew
Accm	0.005 (0.184)	0.016 (0.362)
Sigma	6.001 *** (6.198)	11.328 *** (7.527)
Turnover	-0.029 *** (-5.268)	-0.041 *** (-4.856)
Soe	-0.047 *** (-4.530)	-0.064 *** (-4.119)
Firmage	-0.015 (-0.815)	-0.022 (-0.747)
Staff	0.008 (1.464)	0.010 (1.066)
Ins	0.021 (0.702)	0.017 (0.351)
Constant	-1.220 *** (-7.581)	-1.996 *** (-8.491)
Industry FE	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes
Obs	13229	13229
Adj- R^2	0.082	0.072

注：括号中为公司层面聚类并经稳健标准误调整的 t 值，***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的置信水平上显著。

3.2.2 不同维度计算形成文化遵从度检验

由于本文的地区文化遵从度指标使用的是横截面数据,为表明文化遵从度是一种较为稳定的文化价值观,进一步使用基于不同维度计算形成的文化遵从度进行检验。表 4 报告了回归结果。第(1)列~第(6)列是基于不同调查轮次数据形成的文化遵从度指标的回归结果,第(7)列~第(12)列是基于不同年龄段被调查者数据形成的文化遵从度指标的回归结果。结果显示,除第(1)列和第(2)列使用第一轮调查数据形成的文化遵从度(R1_Cul_Tight)与第(11)列和第(12)列使用年龄大于等于 50 岁的被调查者数据形成的文化遵从度(A3_Cul_Tight)的系数不显著^①,其他各列文化遵从度(Cul_Tight)的系数均为

^① 本文认为,产生这一结果可能有两方面原因:第一,年龄大于等于 50 岁的被调查者数据较少,只有 497 个被调查者数据,由此形成的文化遵从度可能不够准确;第二,这个年龄段包含大于等于 60 岁的被调查者数据,而年龄大于等于 60 岁的人群使用互联网的比例较低,因此对这个年龄段进行线上问卷调查形成的结果可能有偏。

表 4 基于不同维度产生的文化遵从度与股价崩盘风险

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
DepVar =	Duol	Ncskew	Duol	Ncskew	Duol	Ncskew	Duol	Ncskew	Duol	Ncskew	Duol	Ncskew
R1_Cul_Tight	-0.006 (-1.366)	-0.007 (-0.885)										
R2_Cul_Tight			-0.011 ^{***} (-2.348)	-0.017 ^{***} (-2.259)								
R3_Cul_Tight					-0.021 ^{***} (-3.603)	-0.030 ^{***} (-3.246)						
A1_Cul_Tight							-0.010 ^{**} (-2.250)	-0.013 [*] (-1.856)				
A2_Cul_Tight									-0.012 ^{**} (-2.517)	-0.016 ^{**} (-2.050)		
A3_Cul_Tight											-0.008 (-1.210)	-0.009 (-0.887)
Size	0.032 ^{***} (4.525)	0.055 ^{***} (5.095)	0.032 ^{***} (4.592)	0.057 ^{***} (5.185)	0.034 ^{***} (4.859)	0.059 ^{***} (5.438)	0.032 ^{***} (4.639)	0.057 ^{***} (5.209)	0.032 ^{***} (4.627)	0.057 ^{***} (5.199)	0.032 ^{***} (4.515)	0.055 ^{***} (5.098)
Lev	-0.095 ^{***} (-3.033)	-0.140 ^{***} (-2.922)	-0.097 ^{***} (-3.101)	-0.144 ^{***} (-3.009)	-0.100 ^{***} (-3.210)	-0.148 ^{***} (-3.112)	-0.097 ^{***} (-3.107)	-0.143 ^{***} (-2.998)	-0.097 ^{***} (-3.111)	-0.143 ^{***} (-3.001)	-0.093 ^{***} (-2.980)	-0.138 ^{***} (-2.885)
MB	0.022 ^{***} (9.709)	0.033 ^{***} (9.302)	0.022 ^{***} (9.744)	0.033 ^{***} (9.334)	0.022 ^{***} (9.827)	0.033 ^{***} (9.408)	0.022 ^{***} (9.741)	0.033 ^{***} (9.331)	0.022 ^{***} (9.740)	0.033 ^{***} (9.327)	0.022 ^{***} (9.727)	0.033 ^{***} (9.319)
Roa	0.553 ^{***} (5.965)	0.903 ^{***} (6.261)	0.556 ^{***} (6.004)	0.910 ^{***} (6.315)	0.556 ^{***} (6.021)	0.910 ^{***} (6.330)	0.556 ^{***} (6.001)	0.908 ^{***} (6.302)	0.558 ^{***} (6.029)	0.912 ^{***} (6.316)	0.551 ^{***} (5.943)	0.901 ^{***} (6.258)
Ret	80.374 ^{***} (4.920)	144.984 ^{***} (5.672)	79.497 ^{***} (4.871)	143.613 ^{***} (5.623)	79.922 ^{***} (4.896)	144.280 ^{***} (5.649)	80.188 ^{***} (4.911)	144.708 ^{***} (5.663)	79.894 ^{***} (4.890)	144.330 ^{***} (5.647)	80.161 ^{***} (4.907)	144.717 ^{***} (5.657)

续表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
DepVar=	Duol	Neskew	Duol	Neskew	Duol	Neskew	Duol	Neskew	Duol	Neskew	Duol	Neskew
Accm	0.006 (0.197)	0.017 (0.377)	0.005 (0.188)	0.016 (0.362)	0.005 (0.182)	0.016 (0.358)	0.006 (0.208)	0.017 (0.382)	0.004 (0.144)	0.015 (0.330)	0.006 (0.211)	0.017 (0.385)
Sigma	6.012*** (6.211)	11.343*** (7.539)	5.971*** (6.173)	11.280*** (7.501)	6.011*** (6.210)	11.340*** (7.540)	6.009*** (6.209)	11.338*** (7.537)	5.997*** (6.193)	11.323*** (7.523)	6.001*** (6.199)	11.329*** (7.528)
Turnover	-0.028*** (-5.199)	-0.041*** (-4.789)	-0.029*** (-5.266)	-0.042*** (-4.867)	-0.029*** (-5.311)	-0.042*** (-4.903)	-0.029*** (-5.246)	-0.041*** (-4.837)	-0.029*** (-5.289)	-0.041*** (-4.872)	-0.028*** (-5.178)	-0.041*** (-4.777)
Soe	-0.046*** (-4.452)	-0.063*** (-4.034)	-0.046*** (-4.465)	-0.063*** (-4.076)	-0.047*** (-4.580)	-0.065*** (-4.181)	-0.046*** (-4.499)	-0.064*** (-4.094)	-0.047*** (-4.569)	-0.065*** (-4.145)	-0.045*** (-4.358)	-0.062*** (-3.975)
Firmage	-0.016 (-0.854)	-0.023 (-0.781)	-0.015 (-0.806)	-0.021 (-0.733)	-0.012 (-0.652)	-0.017 (-0.591)	-0.016 (-0.859)	-0.023 (-0.783)	-0.014 (-0.756)	-0.020 (-0.697)	-0.016 (-0.878)	-0.023 (-0.798)
Staff	0.009 (1.550)	0.010 (1.149)	0.009 (1.489)	0.010 (1.071)	0.007 (1.285)	0.008 (0.887)	0.009 (1.476)	0.010 (1.076)	0.008 (1.463)	0.010 (1.066)	0.009 (1.553)	0.010 (1.146)
Ins	0.022 (0.739)	0.018 (0.388)	0.021 (0.715)	0.017 (0.354)	0.021 (0.711)	0.017 (0.353)	0.021 (0.716)	0.017 (0.363)	0.021 (0.705)	0.017 (0.354)	0.022 (0.739)	0.018 (0.384)
Constant	-1.219*** (-7.574)	-1.996*** (-8.479)	-1.207*** (-7.482)	-1.974*** (-8.389)	-1.233*** (-7.635)	-2.013*** (-8.566)	-1.220*** (-7.572)	-1.996*** (-8.485)	-1.218*** (-7.588)	-1.993*** (-8.492)	-1.208*** (-7.443)	-1.983*** (-8.357)
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	13229	13229	13229	13229	13229	13229	13229	13229	13229	13229	13229	13229
Adj-R ²	0.082	0.072	0.082	0.072	0.083	0.073	0.082	0.072	0.082	0.072	0.082	0.072

注:括号中为公司层面聚类并经稳健标准误差调整的 t 值,***、**和* 分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平上显著。

负且显著^①。这些结果进一步支持了文化遵从度对公司股价崩盘风险的稳定影响。

3.3 稳健性检验

3.3.1 工具变量检验

为提高结果的稳健性,缓解内生性问题的影响,本文采用工具变量法进行检验。参考 Chua et al. (2019),选取各省份人口密度 (Density) 作为工具变量,相应的数据来自《中国统计年鉴》。各地区的人口密度和文化遵从度正相关^②,但是与公司的股价崩盘风险并无直接关联,符合相关性和外生性的条件。并且,这一工具变量通过了工具变量识别不足检验和弱工具变量检验。表 5 第(1)列报告了工具变量的第一阶段结果,结果显示人口密度 (Density) 的系数为正,且在 1% 的水平下显著,第(2)列和第(3)列报告了以 Duvol 和 Ncskew 为被解释变量的第二阶段回归结果,结果显示文化遵从度 (Cul_Tight) 的系数均为负,且在 1% 的水平下显著。这一结果表明文化遵从度对公司股价崩盘风险的影响在采用工具变量的检验后依旧成立。

表 5 工具变量检验

DepVar=	(1) 第一阶段 Cul_Tight	(2) 第二阶段 Duvol	(3) 第二阶段 Ncskew
Density	0.050 *** (32.452)		
Cul_Tight		-0.049 *** (-4.566)	-0.078 *** (-4.404)
Size	0.038 (1.378)	0.038 *** (5.344)	0.066 *** (5.957)
Lev	-0.110 (-0.931)	-0.114 *** (-3.578)	-0.171 *** (-3.487)
MB	-0.002 (-0.323)	0.022 *** (9.835)	0.033 *** (9.401)
Roa	0.897 *** (3.417)	0.588 *** (6.314)	0.961 *** (6.599)
Ret	9.395 (0.297)	78.455 *** (4.797)	141.882 *** (5.551)

① 单独使用不同轮次的调查数据生成的文化遵从度指标尽管没有全部得到显著的结果,但大多数的结果支持了本文的研究假设,可以在一定程度上证明文化遵从度指标的稳定性。

② Chua et al. (2019) 指出,地区的资源越匮乏,人们面临的生存威胁越大时,更倾向于通过严格的规制约束个体的行为,从而增强抵御生存风险的能力;同时,文化遵从度越高,地区的城市化水平越高。以上两点都能够支持地区人口密度与文化遵从度的正相关关系。一方面,人口密度越高,地区的人均资源越少,生存压力越大;另一方面,在中国,城市化水平越高的地区,人口通常也越密集。

续表

	(1) 第一阶段	(2) 第二阶段	(3) 第二阶段
DepVar=	Cul_Tight	Duval	Ncskew
Accm	-0.048 (-0.677)	0.002 (0.065)	0.011 (0.238)
Sigma	1.109 (0.535)	5.962 *** (6.130)	11.263 *** (7.447)
Turnover	-0.032 ** (-2.086)	-0.031 *** (-5.705)	-0.045 *** (-5.289)
Soe	-0.277 *** (-5.986)	-0.053 *** (-4.993)	-0.075 *** (-4.623)
Firmage	-0.047 (-0.636)	-0.012 (-0.661)	-0.017 (-0.581)
Staff	0.014 (0.639)	0.006 (0.960)	0.005 (0.536)
Ins	-0.117 (-1.104)	0.013 (0.446)	0.004 (0.086)
Constant	2.276 *** (4.058)	-1.195 *** (-7.292)	-1.953 *** (-8.189)
Industry FE	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes
Obs	13229	13229	13229
Adj-R ²	0.338	0.077	0.066

注：括号中为公司层面聚类并经稳健标准误差调整的 *t* 值，***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的置信水平上显著。

3.3.2 减轻文化遵从度量误差的检验

Chua et al. (2019)使用线上的方式发放并收集各省份的文化遵从度数据，最终样本中包含了年龄大于等于 60 岁的人群，但不是所有老年人都会使用互联网，因此在老年人的样本中可能会存在样本选择偏差的问题，遗漏了不使用互联网的老年人。并且，前文表 4 的结果显示，使用年龄大于等于 50 岁的被调查者数据形成的文化遵从度的回归系数并不显著，本文认为部分原因在于其中包含了年龄大于等于 60 岁的被调查者数据。因此，剔除年龄大于等于 60 岁的被调查者数据，保留 18~59 岁的被调查者数据（这个年龄段的人群基本上都会使用互联网），重新形成文化遵从度（A4_Cul_Tight），并进行以上回归。表 6 第（1）列和第（2）列报告了回归结果，结果显示，文化遵从度（A4_Cul_Tight）的系数为负，且均在 5% 的水平下显著。

3.3.3 控制宗教传统和其他文化影响的检验

已有研究指出，宗教传统、儒家文化和不确定性规避倾向都有可能对个体

表 6 更换文化遵从度的度量方式和控制其他文化因素等检验

考虑被调查者年龄				控制宗教传统		控制儒家文化			控制不确定性 规避文化			股价急涨	提取不随时间变化的 文化遵从度指标	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)		(11)	(12)	(13)
DepVar =	Duval	Nskew	Duval	Nskew	Duval	Nskew	Duval	Nskew	Duval	Nskew	Jumpfreq	Duval	Nskew	
A4_Cul_Tight	-0.011 ^{***} (-2.380)	-0.015 ^{***} (-1.969)												
Cul_Tight			-0.011 ^{***} (-2.280)	-0.014 [*] (-1.864)	-0.010 ^{***} (-2.114)	-0.013 [*] (-1.684)	-0.010 ^{***} (-2.181)	-0.013 [*] (-1.731)	-0.013 ^{***} (-2.632)	-0.019 ^{***} (-2.431)	0.000 (1.607)			
Religion			0.004 (1.370)	0.006 (1.349)										
Confu100					-0.009 (-1.551)	-0.016 [*] (-1.739)								
Confu200							-0.008 (-1.404)	-0.015 [*] (-1.726)						
Avoidance									0.053 (1.147)	0.124 [*] (1.728)				
Cul_Tight_c												-0.011 ^{***} (-2.328)	-0.015 [*] (-1.946)	
Size	0.033 ^{***} (4.646)	0.057 ^{***} (5.218)	0.034 ^{***} (4.795)	0.059 ^{***} (5.377)	0.033 ^{***} (4.699)	0.058 ^{***} (5.264)	0.033 ^{***} (4.644)	0.057 ^{***} (5.212)	0.033 ^{***} (4.660)	0.057 ^{***} (5.236)	-0.000 ^{***} (-3.167)	0.032 ^{***} (4.645)	0.057 ^{***} (5.219)	
Lev	-0.097 ^{***} (-3.116)	-0.144 ^{***} (-3.006)	-0.101 ^{***} (-3.221)	-0.149 ^{***} (-3.119)	-0.099 ^{***} (-3.164)	-0.146 ^{***} (-3.057)	-0.098 ^{***} (-3.121)	-0.144 ^{***} (-3.011)	-0.099 ^{***} (-3.163)	-0.147 ^{***} (-3.084)	0.001 [*] (1.707)	-0.097 ^{***} (-3.113)	-0.144 ^{***} (-3.005)	
MB	0.022 ^{***} (9.747)	0.033 ^{***} (9.335)	0.022 ^{***} (9.835)	0.033 ^{***} (9.399)	0.022 ^{***} (9.802)	0.033 ^{***} (9.390)	0.022 ^{***} (9.794)	0.033 ^{***} (9.401)	0.022 ^{***} (9.806)	0.033 ^{***} (9.426)	-0.000 ^{***} (-6.520)	0.022 ^{***} (9.747)	0.033 ^{***} (9.335)	

续表

	考虑被调查者年龄			控制宗教传统			控制儒家文化			控制不确定性 规避文化			股价急涨		提取不随时间变化的 文化遵从度指标	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)			
Roa	0.557*** (6.018)	0.910*** (6.313)	0.549*** (5.919)	0.898*** (6.214)	0.555*** (5.995)	0.906*** (6.293)	0.558*** (6.028)	0.911*** (6.326)	0.554*** (5.991)	0.902*** (6.274)	-0.015*** (-7.793)	0.557*** (6.015)	0.910*** (6.311)			
	80.023*** (4.899)	144.491*** (5.653)	79.813*** (4.888)	144.165*** (5.640)	80.159*** (4.907)	144.722*** (5.661)	80.139*** (4.905)	144.708*** (5.660)	80.192*** (4.909)	144.884*** (5.671)	-1.300*** (-3.722)	80.002*** (4.898)	144.455*** (5.652)			
Accm	0.005 (0.184)	0.016 (0.363)	0.006 (0.229)	0.018 (0.406)	0.004 (0.132)	0.014 (0.307)	0.004 (0.134)	0.014 (0.304)	0.006 (0.198)	0.017 (0.383)	0.001 (1.036)	0.005 (0.181)	0.016 (0.360)			
Sigma	6.001*** (6.198)	11.327*** (7.527)	5.988*** (6.185)	11.307*** (7.511)	6.013*** (6.209)	11.349*** (7.540)	6.013*** (6.209)	11.350*** (7.540)	6.025*** (6.222)	11.383*** (7.570)	-0.113*** (-5.431)	5.999*** (6.197)	11.325*** (7.525)			
Turnover	-0.029*** (-5.266)	-0.041*** (-4.855)	-0.029*** (-5.291)	-0.042*** (-4.879)	-0.029*** (-5.294)	-0.042*** (-4.881)	-0.029*** (-5.299)	-0.042*** (-4.891)	-0.029*** (-5.275)	-0.042*** (-4.870)	0.000*** (3.397)	-0.029*** (-5.266)	-0.041*** (-4.856)			
Soe	-0.047*** (-4.533)	-0.064*** (-4.122)	-0.044*** (-4.216)	-0.060*** (-3.799)	-0.046*** (-4.436)	-0.063*** (-4.022)	-0.046*** (-4.486)	-0.063*** (-4.066)	-0.046*** (-4.467)	-0.063*** (-4.026)	0.000*** (2.182)	-0.046*** (-4.524)	-0.064*** (-4.116)			
Firmage	-0.015*** (-0.818)	-0.022*** (-0.749)	-0.015*** (-0.810)	-0.022*** (-0.742)	-0.016*** (-0.860)	-0.023*** (-0.795)	-0.015*** (-0.823)	-0.022*** (-0.756)	-0.015*** (-0.787)	-0.021*** (-0.706)	0.000*** (1.197)	-0.015*** (-0.818)	-0.022*** (-0.749)			
Staff	0.008 (1.469)	0.010 (1.070)	0.008 (1.319)	0.008 (0.926)	0.008 (1.434)	0.009 (1.034)	0.008 (1.465)	0.010 (1.067)	0.009 (1.516)	0.010 (1.147)	-0.000*** (-2.663)	0.008 (1.470)	0.010 (1.069)			
Ins	0.021 (0.703)	0.017 (0.352)	0.021 (0.706)	0.017 (0.355)	0.021 (0.704)	0.017 (0.354)	0.021 (0.703)	0.017 (0.352)	0.021 (0.688)	0.016 (0.330)	-0.001 (-1.432)	0.021 (0.705)	0.017 (0.353)			
Constant	-1.220*** (-7.579)	-1.995*** (-8.490)	-1.267*** (-7.725)	-2.069*** (-8.663)	-1.217*** (-7.576)	-1.990*** (-8.494)	-1.210*** (-7.528)	-1.977*** (-8.439)	-1.451*** (-5.611)	-2.536*** (-6.549)	0.019*** (5.813)	-1.220*** (-7.579)	-1.995*** (-8.488)			
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes			
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes			
Obs	13229	13229	13229	13229	13229	13229	13229	13229	13229	13229	13212	13229	13229			
Adj-R ²	0.082	0.072	0.082	0.072	0.082	0.072	0.082	0.072	0.082	0.072	0.035	0.082	0.072			

注:括号中为公司层面聚类并经稳健标准误差调整的 t 值, ***、**和* 分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平上显著。

或组织的行为产生约束作用。在宗教传统多、儒家文化强烈、不确定性规避倾向强的地区,公司的高管和普通员工更有可能遵从相关的行为准则,更少隐藏负面消息,从而降低公司的股价崩盘风险(McGuire et al., 2012; 程博等, 2016)。因此,本文的研究结论有可能受到其他文化因素的影响。为了减轻其他文化传统对本文结果的影响,本文进一步控制了各个地区的宗教传统、儒家文化和不确定性规避倾向。对于宗教传统,参考 Chua et al. (2019),使用各个省份的宗教活动场所数量加1取对数的值进行度量(Religion)。对于儒家文化,参考邹萍(2020),使用公司注册地半径100千米、200千米内的儒家学校(孔庙、文庙)的数量加1取对数的值进行度量(Confu100、Confu200)。对于不确定性规避倾向,参考赵向阳等(2015),使用其整理的GLOBE文化习俗中不确定性规避的数据进行度量(Avoidance)。

表6第(3)列~第(10)列报告了回归结果。结果显示,控制了宗教传统后,第(3)列~第(4)列文化遵从度(Cul_Tight)的系数均为负,且在5%或10%的水平下显著。控制了儒家文化后,第(5)列~第(8)列文化遵从度(Cul_Tight)的系数均为负,且在5%或10%的水平下显著。控制了地区的不确定性规避倾向后,第(9)列~第(10)列文化遵从度(Cul_Tight)的系数为负,且在1%或5%的水平下显著。

3.3.4 股价急涨的检验

本文之前的分析指出,地区的文化遵从度越高,公司的决策会更加谨慎,遵守规则,更少隐藏负面消息,从而表现出更低的股价崩盘风险。然而,这一结果是否会受到公司经营风险的影响,有待检验。经营风险的影响主要表现在投资决策方面,如果公司进行的风险决策成功,则会给股价带来显著的正向影响,出现股价急涨,一旦失败则会带来股价暴跌。如果之前的发现受到经营风险的影响,那么应该观察到文化遵从度不仅能够降低公司的股价崩盘风险,还能够降低股价急涨的概率。基于这一分析,本文进一步检验地区的文化遵从度对股价急涨的影响。

参考 Kim et al. (2011b)、Liu and Zhou(2020),使用如下公式(5)估计股价急涨。若公司的周特有收益满足以下条件,就表示公司股票在该周发生过急涨,使用当年个股发生急涨的周数与交易周数的比值度量股价急涨(Jumpfreq)。

$$W_{i,s} \geq \text{Average}(W_{i,s}) + 3.2\sigma_i \quad (5)$$

表6第(11)列报告了回归结果,结果显示,文化遵从度(Cul_Tight)对股价急涨(Jumpfreq)没有显著的影响,表明本文的研究结论并非由经营风险引起。

3.3.5 提取各省不随时间变动的文化遵从度指标

尽管文化变量在短时间内发生较大变化的可能性较小,但为了增强结论的

稳健性,本文提取各省不随时间变动的文化遵从度指标进行重新检验。具体地,本文使用 2014 年 3 月、2017 年 4 月和 2017 年 7 月这三个时点构成的文化遵从度面板数据,对省固定效应和时间固定效应回归,提取各省固定效应的估计系数度量不随时间变动的文化遵从度(Cul_Tight_c)。表 6 的第(12)列和第(13)列报告了回归结果,结果显示不随时间变动的文化遵从度(Cul_Tight_c)的系数为负且显著,与本文的主要结论一致。

3.3.6 其他稳健性检验

除上述测试外,本文还进行了未报告的其他稳健性测试:(1)剔除公司注册地变更的数据并重新检验。由于部分公司的注册地在样本期间发生过变更,可能会对结果产生干扰,因此剔除发生过注册地变更的公司数据,重新进行回归分析;(2)加入控制变量重新测试。为了进一步保证研究结论不受遗漏变量问题的影响,加入独董比例、董事会规模、管理层持股和分析师跟踪变量后重新进行回归。(3)使用公司和年度的双重聚类调整标准误,以缓解自相关和异方差问题的影响。上述检验的结果均保持稳定。

4 进一步分析

4.1 文化遵从度的作用机制分析

机制分析部分,本文进行了如下检验:首先,对于过度投资水平,参考 Richardson(2006)、窦欢等(2014)和刘慧龙等(2014),使用模型(6)的回归残差对公司过度投资水平(Overinv)进行度量,选择残差大于 0 的作为研究样本^①。其次,对于公司避税程度,本文参考王雄元等(2018),使用实际税率度量公司的避税程度(ETR)^②。再次,对于公司信息质量,本文采取两种方式进行度量,一种是公司的盈余质量,参考 Dechow and Dichev(2002)、王俊秋(2013),使用模型(7)估计公司的盈余质量(DD)^③;另一种是深交所的信息透明度评分,参考李

① 在模型(6)中,Invest 为新增投资,计算方式为 Invest=(构建固定资产、无形资产及其他长期资产的支出+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额-折旧)/资产总额。Growth 是公司的营业收入增长率;Lev 是资产负债率;Cash 是现金及现金等价物除以总资产;Age 是公司的上市年限;Size 是公司规模;Return 是公司的股票年度回报率,使用考虑现金红利再投资的年个股回报率进行度量。

② 实际税率(ETR)具体的计算方式为:(所得税费用-递延所得税费用)/息税前利润。参考已有研究,剔除了税前利润总额小于等于 0,实际税率大于 1 或小于 0 的样本。参考梁上坤等(2020),过度投资水平和避税程度,本文均取未来一期的值进行回归。

③ 其中,TCA_{i,t} 是公司在 t 年的流动性应计,TCA_{i,t}=流动资产变化量-现金流变化量-流动负债变化量+短期借款变化量。CFO_{i,t-1}、CFO_{i,t} 和 CFO_{i,t+1} 分别是公司在前一年、当年和未来一年的经营活动现金流量净额。对模型进行分年度和行业的回归,得到回归的残差的绝对值为公司的盈余质量。

晓慧和杨坤(2016),采用深圳证券交易所对上市公司信息披露考评结果度量信息透明度(Trans)^①。最后,对于是否四大审计,本文使用虚拟变量(Big4)进行度量,如果公司选择的审计事务所是四大则取1,否则取0。

$$\text{Invest}_t = \alpha + \beta_1 \text{Growth}_{t-1} + \beta_2 \text{Lev}_{t-1} + \beta_3 \text{Cash}_{t-1} + \beta_4 \text{Age}_{t-1} + \beta_5 \text{Size}_{t-1} + \beta_6 \text{Return}_{t-1} + \beta_7 \text{Invest}_{t-1} + \varepsilon_t$$

(6)

$$\text{TCA}_t/A_{t-1} = \alpha + \beta_1 \text{CFO}_{t-1}/A_{t-1} + \beta_2 \text{CFO}_t/A_{t-1} + \beta_3 \text{CFO}_{t+1}/A_{t-1} + \varepsilon_t$$

(7)

表7报告了回归结果。第(1)列的被解释变量为过度投资(Overinv),结果显示,文化遵从度(Cul_Tight)的系数为正,不显著。第(2)列的被解释变量为盈余质量(DD),结果显示,文化遵从度(Cul_Tight)的系数为负,且在1%的水平下显著。第(3)列的被解释变量为信息透明度(Trans),结果显示,文化遵从度(Cul_Tight)的系数为正,且在1%的水平下显著。第(4)列的被解释变量为实际税率(ETR),结果显示,文化遵从度(Cul_Tight)的系数为负,不显著。第(5)列的被解释变量为是否四大审计(Big4),结果显示,文化遵从度(Cul_Tight)的系数为正,且在1%的水平下显著。以上结果表明,地区的文化遵从度对公司的信息质量和选择四大审计具有正向的影响作用,通过提高信息质量和选择四大审计影响了股价崩盘风险,研究假设H2b和H2d的成立得到了经验证据的支持,而文化遵从度减少过度投资和避税程度的路径,即研究假设H2a和H2c未得到支持。

表 7 文化遵从度的作用机制分析

DepVar =	(1) Overinv	(2) DD	(3) Trans	(4) ETR	(5) Big4
Cul_Tight	0.000 (0.277)	-0.004 *** (-4.032)	0.034 *** (2.942)	-0.001 (-0.521)	0.550 *** (3.721)
Size	0.000 (0.111)	0.006 *** (3.919)	0.117 *** (6.918)	-0.001 (-0.176)	0.865 *** (5.308)
Lev	-0.009 (-1.639)	-0.020 *** (-2.885)	-0.479 *** (-6.771)	0.094 *** (6.712)	-1.260 * (-1.808)
MB	0.001 ** (2.004)	0.000 (0.772)	0.011 ** (2.112)	-0.004 *** (-3.400)	-0.079 (-1.088)
Roa	-0.029 * (-1.724)	-0.075 *** (-3.520)	2.596 *** (12.927)	-0.382 *** (-8.657)	1.697 (0.783)
Ret	-8.005 *** (-2.705)	-7.073 * (-1.658)	-54.885 ** (-2.018)	-6.920 (-1.172)	-253.411 (-1.181)
Accm	0.006 (1.299)	0.042 *** (6.950)	-0.060 (-1.063)	0.004 (0.356)	-1.606 *** (-3.100)

① 信息透明度(Trans)的度量,将考评结果A、B、C、D分别赋值为4、3、2、1。

续表

DepVar =	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Overinv	DD	Trans	ETR	Big4
Sigma	-0.207 (-1.292)	0.284 (1.256)	-7.298 *** (-4.255)	-0.386 (-1.070)	-8.357 (-0.607)
Turnover	-0.003 *** (-2.998)	-0.004 *** (-3.321)	-0.004 (-0.408)	0.002 (0.952)	-0.381 *** (-2.855)
Soe	-0.007 *** (-3.937)	-0.008 *** (-4.010)	0.158 *** (5.929)	0.001 (0.272)	0.021 (0.078)
Firmage	-0.006 * (-1.829)	0.000 (0.083)	-0.208 *** (-5.183)	0.016 ** (2.293)	0.958 ** (2.467)
Staff	-0.002 * (-1.722)	-0.009 *** (-7.224)	0.047 *** (3.293)	0.002 (0.738)	0.064 (0.430)
Ins	0.003 (0.729)	0.009 (1.542)	0.050 (0.827)	-0.006 (-0.558)	2.497 *** (3.704)
Constant	0.063 ** (2.342)	0.025 (0.859)	0.399 (1.035)	0.113 * (1.742)	-38.615 *** (-12.567)
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	5057	13229	6416	10743	10001
Adj- R^2 /Pseudo R^2	0.071	0.074	0.224	0.138	0.307

注：括号中为公司层面聚类并经稳健标准误调整的 t 值，***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的置信水平上显著。

4.2 文化遵从度的作用强度分析

4.2.1 公司的成立年限

张婷婷(2019)指出,显性的正式制度有明确的规章条例,其内容能够在较短的时间内被个体吸收,而非正式制度通常隐藏在个体和集体的生活方式之中,需要经过较长的时间才能被完全了解并吸纳。文化遵从度作为文化价值观的重要方面,对个体和公司的影响是潜移默化的。成立年限较短的公司在短期内往往只能熟悉当地与经营活动相关的正式制度,如法规条例等;而成立年限较长的公司,与当地的上下游企业、政府、客户互动频繁,能够很好地了解 and 融入当地的非正式制度,受地方文化的影响也会较强。因此,文化遵从度对成立年限较长的公司影响更为明显。

为检验这一推论,本文按公司成立年限的年度行业中位数分组回归。表 8 第(1)~(4)列报告了回归结果。结果显示,第(1)列和第(2)列成立年限短的公司中,文化遵从度(Cul_Tight)的系数为负,不显著;第(3)列和第(4)列成立年

限长的公司中,文化遵从度(Cul_Tight)的系数为负,且在 1%或 5%的水平下显著。

表 8 文化遵从度的作用强度检验

DepVar =	成立年限短		成立年限长		高管具有海外经历		高管不具有海外经历	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Duval	Ncskew	Duval	Ncskew	Duval	Ncskew	Duval	Ncskew
Cul_Tight	-0.001 (-0.219)	-0.005 (-0.470)	-0.019*** (-2.786)	-0.024** (-2.103)	0.003 (0.305)	0.011 (0.769)	-0.013** (-2.357)	-0.019** (-2.196)
Size	0.027*** (2.811)	0.057*** (3.950)	0.038*** (3.698)	0.057*** (3.577)	0.043*** (2.940)	0.078*** (3.409)	0.030*** (3.676)	0.050*** (3.985)
Lev	-0.088** (-1.987)	-0.140** (-2.123)	-0.103** (-2.321)	-0.147** (-2.116)	-0.081 (-1.215)	-0.009 (-0.088)	-0.096*** (-2.733)	-0.163*** (-3.028)
MB	0.023*** (6.590)	0.034*** (6.271)	0.021*** (6.806)	0.031*** (6.533)	0.025*** (5.303)	0.038*** (5.502)	0.022*** (8.444)	0.031*** (7.851)
Roa	0.604*** (4.584)	0.922*** (4.505)	0.511*** (3.983)	0.884*** (4.469)	0.552*** (2.995)	1.020*** (3.313)	0.549*** (5.200)	0.891*** (5.460)
Ret	54.476** (2.341)	108.047*** (3.004)	97.129*** (4.271)	164.984*** (4.565)	80.641** (2.501)	125.797** (2.375)	79.060*** (4.192)	148.217*** (5.076)
Accm	0.000 (0.008)	-0.006 (-0.098)	0.013 (0.331)	0.034 (0.551)	-0.035 (-0.572)	-0.118 (-1.176)	0.017 (0.558)	0.048 (0.970)
Sigma	5.181*** (3.643)	10.126*** (4.617)	6.503*** (4.881)	11.755*** (5.637)	6.693*** (3.478)	10.950*** (3.565)	5.820*** (5.242)	11.419*** (6.633)
Turnover	-0.041*** (-5.405)	-0.058*** (-5.110)	-0.020** (-2.433)	-0.027** (-2.136)	-0.034*** (-2.836)	-0.053*** (-2.977)	-0.028*** (-4.506)	-0.040*** (-4.118)
Soe	-0.029** (-2.122)	-0.036* (-1.737)	-0.061*** (-4.134)	-0.085*** (-3.705)	-0.045** (-2.124)	-0.043 (-1.307)	-0.049*** (-4.154)	-0.074*** (-4.137)
Firmage	0.011 (0.329)	0.011 (0.209)	-0.062 (-1.212)	-0.069 (-0.844)	0.030 (0.850)	0.025 (0.447)	-0.031 (-1.421)	-0.037 (-1.106)
Staff	0.022*** (2.911)	0.021* (1.815)	-0.002 (-0.231)	0.002 (0.165)	0.011 (0.867)	-0.000 (-0.012)	0.009 (1.322)	0.013 (1.263)
Ins	-0.025 (-0.649)	-0.090 (-1.452)	0.053 (1.161)	0.115 (1.607)	-0.071 (-1.247)	-0.167* (-1.904)	0.051 (1.415)	0.080 (1.420)
Constant	-1.230*** (-5.575)	-2.100*** (-6.008)	-1.145*** (-4.386)	-1.851*** (-4.948)	-1.535*** (-4.904)	-2.570*** (-4.339)	-1.128*** (-6.024)	-1.816*** (-6.964)
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	6508	6508	6721	6721	2624	2624	10605	10605
Adj-R ²	0.080	0.068	0.087	0.078	0.092	0.078	0.079	0.071

注:括号中为公司层面聚类并经稳健标准误调整的*t*值,***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平上显著。

4.2.2 公司高管的海外经历

公司做出的各项决策本质上都是管理层意志的体现,因此管理层的背景特征是影响文化遵从度作用的重要方面。本文认为,具有海外经历的高管受到地区文化遵从度的影响更弱。基于“烙印理论”,在海外学习、工作的经历可以被视为“烙印”的过程,海外各种不同的制度、文化环境能够影响,甚至是重塑高管的文化价值观和思维方式,使得高管在回国进入工作环境后依旧保留着海外经历的影响(Marquis and Tilcsik, 2013; 杜勇等, 2018)。相较之下,不具有海外经历的高管仍主要受本土文化的影响。因此,高管不具有海外经历的公司受到当地文化遵从度的影响较强。

为检验这一推论,本文根据公司高管是否具有海外经历进行分组回归。表8第(5)~(8)列报告了回归结果。结果显示,第(5)列和第(6)列高管具有海外经历的公司中,文化遵从度(Cul_Tight)的系数为正,不显著;第(7)列和第(8)列高管不具有海外经历的公司中,文化遵从度(Cul_Tight)的系数为负,且均在5%的水平下显著。

以上结果表明,地区的文化遵从度对公司股价崩盘风险的影响主要体现在成立年限长和高管不具有海外经历的公司,支持了本文的推论。上述这类公司受到地区文化遵从度的作用强度更大,对未来股价崩盘风险的影响更强烈。

4.3 不同治理水平下文化遵从度的作用影响分析

4.3.1 内部治理水平

当公司的内部治理水平较高时,能够有效约束管理层的机会主义行为,并使其在决策时更加谨慎、规范,有助于抑制消息管理行为,降低公司的股价崩盘风险。此时,文化遵从度发挥的边际治理作用可能较小。当公司内部治理机制较弱时,文化遵从度可能发挥较强的治理作用。本文从股权制衡和独立董事监督两个视角考察公司的内部治理机制。公司的股权制衡越强,其他股东相对于大股东的持股比例越高,其监督和参与企业重大决策的动机和能力会大大增加,能够有效提升内部治理水平(王化成等, 2015; 王春丽和马路, 2017; 兰秀文和张玲, 2017; 马亚明和张立乐, 2022)。除此之外,独立董事在公司治理机制中发挥重要的监督作用,独立董事比例越高,越能够摆脱其他相关方的干预,提高信息披露的真实性和准确性,减少公司隐瞒负面消息的行为,从而降低公司的股价崩盘风险(王跃堂等, 2008)。

对于公司的股权制衡,本文参考刘亚伟和张兆国(2016),使用第二至第五大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值进行度量。对于独立董事比例,参考倪晓然和朱玉杰(2017),本文使用独立董事的人数与董事会人数的比值进行度量。为了检验上述推论,本文分别按公司股权制衡和独立董事比例

的年度行业中位数分组回归。表 9 报告了回归结果。结果显示,第(1)列和第(2)列股权制衡强的公司中,文化遵从度(Cul_Tight)的系数为负,不显著;第(3)列和第(4)列股权制衡弱的公司中,文化遵从度(Cul_Tight)的系数为负,且在 1%或 5%的水平下显著。第(5)列和第(6)列独立董事比例高的公司中,文化遵从度(Cul_Tight)的系数不显著;第(7)列和第(8)列独立董事比例低的公司中,文化遵从度(Cul_Tight)的系数为负,且均在 1%的水平下显著。

表 9 内部治理水平

	股权制衡强		股权制衡弱		独立董事比例高		独立董事比例低	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
DepVar=	Duval	Ncskew	Duval	Ncskew	Duval	Ncskew	Duval	Ncskew
Cul_Tight	-0.003 (-0.438)	-0.007 (-0.647)	-0.018*** (-2.779)	-0.021** (-2.088)	0.000 (0.045)	0.001 (0.099)	-0.020*** (-3.207)	-0.027*** (-2.791)
Size	0.040*** (4.037)	0.058*** (3.782)	0.026*** (2.617)	0.055*** (3.612)	0.025** (2.397)	0.036** (2.138)	0.035*** (3.621)	0.069*** (4.627)
Lev	-0.144*** (-3.140)	-0.175** (-2.510)	-0.057 (-1.301)	-0.122* (-1.803)	-0.117** (-2.404)	-0.087 (-1.161)	-0.087** (-2.157)	-0.194*** (-3.198)
MB	0.026*** (8.704)	0.038*** (8.406)	0.018*** (5.344)	0.026*** (5.078)	0.025*** (7.478)	0.036*** (6.612)	0.020*** (6.606)	0.030*** (6.766)
Roa	0.426*** (3.350)	0.842*** (4.190)	0.699*** (5.017)	0.984*** (4.556)	0.463*** (3.114)	0.640*** (2.787)	0.661*** (5.739)	1.150*** (6.429)
Ret	85.557*** (3.700)	148.823*** (4.061)	68.148*** (2.870)	127.206*** (3.472)	105.461*** (4.585)	162.520*** (4.546)	60.848*** (2.609)	135.121*** (3.620)
Accm	-0.010 (-0.269)	-0.048 (-0.757)	0.026 (0.658)	0.096 (1.566)	-0.083* (-1.957)	-0.189*** (-2.836)	0.079** (2.192)	0.184*** (3.124)
Sigma	6.767*** (4.842)	12.141*** (5.552)	4.791*** (3.458)	9.563*** (4.436)	7.436*** (5.172)	12.781*** (5.723)	5.052*** (3.803)	10.595*** (5.035)
Turnover	-0.029*** (-3.568)	-0.038*** (-3.082)	-0.024*** (-3.153)	-0.036*** (-3.056)	-0.036*** (-4.214)	-0.056*** (-4.284)	-0.024*** (-3.484)	-0.032*** (-2.853)
Soe	-0.050*** (-3.535)	-0.057*** (-2.643)	-0.032** (-2.252)	-0.050** (-2.263)	-0.053*** (-3.198)	-0.074*** (-2.933)	-0.042*** (-3.240)	-0.056*** (-2.833)
Firmage	-0.025 (-0.970)	-0.032 (-0.835)	0.003 (0.104)	0.007 (0.150)	0.035 (1.186)	0.044 (0.980)	-0.050** (-2.132)	-0.068* (-1.877)
Staff	0.008 (1.027)	0.013 (1.051)	0.007 (0.917)	0.006 (0.466)	0.011 (1.353)	0.017 (1.264)	0.012 (1.504)	0.010 (0.848)
Ins	-0.001 (-0.034)	-0.029 (-0.469)	0.081* (1.761)	0.121* (1.709)	0.005 (0.107)	-0.045 (-0.624)	0.027 (0.681)	0.057 (0.946)
Constant	-1.298*** (-5.971)	-2.086*** (-6.120)	-1.163*** (-5.056)	-1.965*** (-5.976)	-1.462*** (-6.252)	-1.934*** (-5.692)	-1.081*** (-5.328)	-2.044*** (-6.585)

续表

	股权制衡强		股权制衡弱		独立董事比例高		独立董事比例低	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
DepVar=	Duval	Ncskew	Duval	Ncskew	Duval	Ncskew	Duval	Ncskew
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	6511	6511	6718	6718	5532	5532	7697	7697
Adj- R^2	0.085	0.076	0.077	0.068	0.087	0.067	0.084	0.080

注：括号中为公司层面聚类并经稳健标准误调整的 t 值，***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的置信水平上显著。

4.3.2 外部治理水平

除内部治理机制,公司的外部治理机制也发挥了一定影响作用,有助于降低公司的信息不对称水平,及时识别公司有意隐瞒的负面消息,降低公司未来的股价崩盘风险。当公司外部治理机制较弱时,文化遵从度的作用会较为明显。本文从机构投资者持股、分析师跟踪和行业集中度三个视角考察公司的外部治理机制。机构投资者和分析师作为资本市场重要的信息中介,能够降低公司的信息不对称水平。机构投资者持股比例高或分析师关注较多的公司,各个方面的真实信息会得到全面的挖掘和解读,难以隐瞒负面信息,有助于降低股价崩盘风险(潘越等,2011;高昊宇等,2017)。行业集中度对股价崩盘风险的影响方向并不确定。一方面,当公司所在的行业集中度越低时,激烈的市场竞争迫使公司为了抢占优势和市场地位,会更加积极地披露公司的信息,释放公司信息质量高的信号;另一方面,面对激烈的竞争,为了维护公司的特有信息和专有竞争优势,公司会对部分内部信息进行隐藏,从而降低公司的信息透明度。

对于机构投资者持股比例,参考李安泰等(2022),本文使用包括基金、券商、银行、保险、信托、财务公司、社保基金、合格境外投资者和非金融类上市公司等所有的机构投资者持股比例之和度量;对于分析师跟踪,参考秦建文和胡金城(2022),使用分析师跟踪的数量度量。对于行业集中度(CR4),本文参考谢光华等(2019),使用行业内最大的前4家公司的主营业务收入占全行业主营业务收入的比率进行度量。CR4 指数越小,意味着行业内企业的市场份额越分散,竞争程度越大。为了检验上述推论,对机构投资者和分析师跟踪按年度行业中位数进行分组回归,对行业集中度按年度中位数分组回归。表 10 报告了回归结果。结果显示,第(1)列和第(2)列机构投资者持股比例多的公司中,文化遵从度(Cul_Tight)的系数为负,不显著;第(3)列和第(4)列机构投资者持股比例少的公司中,文化遵从度(Cul_Tight)的系数为负,且在 1% 或 5% 的水平下显著^①。第(5)列和第(6)列行业集中度高的公司中,文化遵从度(Cul_Tight)的系数为

^① 分析师跟踪的分组回归结果与上述发现一致,限于篇幅未报告。

负,不显著;第(7)列和第(8)列行业集中度低的公司中,文化遵从度(Cul_Tight)的系数为负,且均在5%的水平下显著。

表 10 外部治理水平

	机构投资者持股多		机构投资者持股少		行业集中度高		行业集中度低	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
DepVar=	Duvol	Ncskew	Duvol	Ncskew	Duvol	Ncskew	Duvol	Ncskew
Cul_Tight	-0.005	-0.008	-0.018 ***	-0.021 **	-0.007	-0.007	-0.014 **	-0.021 **
	(-0.729)	(-0.791)	(-2.769)	(-2.073)	(-1.106)	(-0.632)	(-2.175)	(-2.043)
Size	0.036 ***	0.061 ***	0.021 **	0.043 ***	0.032 ***	0.063 ***	0.033 ***	0.052 ***
	(3.804)	(4.156)	(2.007)	(2.706)	(3.279)	(4.280)	(3.368)	(3.404)
Lev	-0.089 **	-0.106	-0.068	-0.131 *	-0.099 **	-0.183 ***	-0.093 **	-0.110
	(-1.972)	(-1.563)	(-1.561)	(-1.951)	(-2.204)	(-2.702)	(-2.146)	(-1.639)
MB	0.021 ***	0.031 ***	0.020 ***	0.032 ***	0.019 ***	0.030 ***	0.025 ***	0.035 ***
	(5.927)	(5.617)	(6.558)	(6.676)	(5.692)	(5.925)	(8.457)	(7.380)
Roa	0.758 ***	1.146 ***	0.459 ***	0.808 ***	0.630 ***	0.895 ***	0.519 ***	0.949 ***
	(5.173)	(4.992)	(3.882)	(4.341)	(4.405)	(4.159)	(4.315)	(4.948)
Ret	65.816 **	135.847 ***	92.619 ***	157.280 ***	81.848 ***	148.038 ***	75.352 ***	140.011 ***
	(2.537)	(3.400)	(4.326)	(4.675)	(3.317)	(4.024)	(3.417)	(3.918)
Accm	0.039	0.054	-0.029	-0.023	-0.009	-0.025	0.032	0.072
	(0.956)	(0.848)	(-0.748)	(-0.377)	(-0.226)	(-0.411)	(0.824)	(1.152)
Sigma	5.188 ***	11.284 ***	6.912 ***	12.091 ***	6.092 ***	11.399 ***	5.717 ***	11.178 ***
	(3.444)	(4.893)	(5.276)	(5.851)	(4.182)	(5.152)	(4.327)	(5.350)
Turnover	-0.025 **	-0.047 ***	-0.034 ***	-0.045 ***	-0.026 ***	-0.032 ***	-0.034 ***	-0.052 ***
	(-2.478)	(-3.107)	(-4.863)	(-4.078)	(-3.169)	(-2.612)	(-4.658)	(-4.514)
Soe	-0.046 ***	-0.057 ***	-0.050 ***	-0.076 ***	-0.038 **	-0.054 **	-0.053 ***	-0.072 ***
	(-3.180)	(-2.625)	(-3.315)	(-3.351)	(-2.512)	(-2.326)	(-3.924)	(-3.528)
Firmage	0.004	0.023	-0.030	-0.065	-0.019	-0.016	-0.014	-0.033
	(0.153)	(0.585)	(-1.089)	(-1.521)	(-0.761)	(-0.416)	(-0.529)	(-0.815)
Staff	0.016 **	0.015	0.003	0.007	0.002	-0.005	0.013	0.021 *
	(2.063)	(1.250)	(0.351)	(0.536)	(0.312)	(-0.389)	(1.592)	(1.722)
Ins	-0.077	-0.202 *	0.103 *	0.140	0.039	0.059	-0.003	-0.032
	(-1.142)	(-1.946)	(1.820)	(1.573)	(0.885)	(0.860)	(-0.070)	(-0.514)
Constant	-1.396 ***	-2.256 ***	-0.893 ***	-1.547 ***	-1.156 ***	-2.025 ***	-1.086 ***	-1.647 ***
	(-6.341)	(-7.090)	(-3.722)	(-4.396)	(-5.487)	(-6.606)	(-5.107)	(-5.107)
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	6511	6511	6718	6718	6176	6176	7053	7053
Adj-R ²	0.089	0.079	0.073	0.065	0.097	0.082	0.076	0.071

注:括号中为公司层面聚类并经稳健标准误调整的t值,***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著。

以上结果表明,地区的文化遵从度对公司股价崩盘风险的影响主要体现在内部治理和外部治理水平较低的公司,支持了本文的“替代效应”推论。股权制衡和独立董事监督能够发挥内部治理作用,机构投资者持股、分析师关注和行业集中度能够发挥外部治理作用,有助于降低公司未来的股价崩盘风险,当公司的内部、外部治理机制较弱时,文化遵从度能够起到一定的替代作用。

4.4 文化遵从度“同化”作用的分析

进一步分解文化遵从度,公司不仅受其所在地文化遵从度的影响,也可能受到高管籍贯所在地文化遵从度的影响。前者是公司在成立之后的经营过程中逐渐受到当地文化的影响,而后者是高管将先前的生活经历形成的文化价值观代入到公司的决策当中。已有文献发现,公司所在地的文化如宗教传统能够影响公司的财务报告违规行为(McGuire et al., 2012)、盈余管理(陈冬华等, 2013),儒家文化能够影响公司的风险承担水平(金智等, 2017)、创新活动(徐细雄和李万利, 2019; 张增田等, 2022)和企业社会责任信息披露(邹萍, 2020)。同时,也有文献发现公司高管的个人经历如贫困经历(许年行和李哲, 2016)、海外经历(杜勇等, 2018)、财务经历(姜付秀和黄继承, 2013; 姜付秀等, 2018)、知青经历(曾春影等, 2019)、从军经历(王元芳和徐业坤, 2020)等也会对公司的行为产生重要影响。那么在本文中,公司所在地文化遵从度与高管籍贯所在地文化遵从度两者谁对公司决策的影响更大?

本文对此进行检验,生成变量高管籍贯所在地文化遵从度(Manage_Cul_Tight)。表 11 报告了回归结果^①。结果显示,第(1)列和第(2)列高管籍贯所在地文化遵从度(Manage_Cul_Tight)的系数均为负,不显著;第(3)列和第(4)列高管籍贯所在地文化遵从度(Manage_Cul_Tight)的系数为正,不显著,而公司所在地的文化遵从度(Cul_Tight)的系数均为负,且在 1% 的水平下显著。这一结果表明,公司所在地的文化遵从度对公司的股价崩盘风险发挥主要影响作用,高管籍贯所在地的文化遵从度未对公司的股价崩盘风险产生显著影响。上述发现也与 Chua et al. (2019) 一致。Chua et al. (2019) 研究发现,在当地生活三年以上的外地人和本地人对文化遵从度的认知没有显著差异,表明地区的文化遵从度能够对个体产生“同化”影响。因此,高管籍贯所在地的文化遵从度对公司的影响随着高管在公司所在地工作时间的延长会不断减弱,最终公司所在地的文化遵从度对公司的影响发挥主导作用。

^① 高管籍贯所在地的数据有较多缺失,因此回归样本与前文存在差异。

表 11 文化遵从度的作用类型检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
DepVar =	Duval	Neskew	Duval	Neskew
Manage_Cul_Tight	-0.008 (-1.285)	-0.008 (-0.799)	0.005 (0.611)	0.009 (0.785)
Cul_Tight			-0.021*** (-2.973)	-0.029*** (-2.660)
Size	0.030*** (3.326)	0.049*** (3.492)	0.032*** (3.625)	0.052*** (3.747)
Lev	-0.088** (-2.150)	-0.115* (-1.822)	-0.095** (-2.309)	-0.123* (-1.955)
MB	0.021*** (6.522)	0.030*** (6.014)	0.021*** (6.575)	0.030*** (6.056)
Roa	0.534*** (4.140)	0.906*** (4.513)	0.541*** (4.189)	0.915*** (4.556)
Ret	113.427*** (5.283)	188.417*** (5.464)	112.260*** (5.214)	186.844*** (5.401)
Accm	-0.023 (-0.616)	-0.066 (-1.125)	-0.023 (-0.621)	-0.066 (-1.129)
Sigma	7.868*** (6.171)	13.674*** (6.730)	7.848*** (6.142)	13.647*** (6.700)
Turnover	-0.022*** (-3.061)	-0.031*** (-2.718)	-0.023*** (-3.224)	-0.032*** (-2.857)
Soe	-0.036*** (-2.694)	-0.047** (-2.356)	-0.037*** (-2.812)	-0.049** (-2.455)
Firmage	-0.004 (-0.171)	-0.010 (-0.282)	-0.004 (-0.162)	-0.010 (-0.274)
Staff	0.003 (0.337)	0.005 (0.424)	0.002 (0.322)	0.005 (0.413)
Ins	0.050 (1.273)	0.032 (0.511)	0.047 (1.180)	0.028 (0.437)
Constant	-1.150*** (-6.122)	-1.976*** (-6.682)	-1.171*** (-6.219)	-2.004*** (-6.778)
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	8067	8067	8067	8067
Adj-R ²	0.082	0.073	0.083	0.074

注：括号中为公司层面聚类并经稳健标准误调整的 *t* 值，***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的置信水平上显著。

5 结论与启示

文化遵从度是文化研究领域突破文化价值观研究的重要维度,对个体的性格特征以及组织的行为决策有重要的影响作用。基于股价崩盘风险的视角,本文探究了文化遵从度对金融市场稳定的影响。研究发现,公司所在地的文化遵从度越高,公司未来的股价崩盘风险越低,说明隐性的社会规范能够发挥一定程度的非正式治理作用,有利于维护金融市场的稳定;探究文化遵从度的作用机制发现,文化遵从度对公司股价崩盘风险的影响主要通过提高公司的信息质量、选择四大审计实现;进一步分析发现,上述关系主要表现在成立年限长、高管不具有海外经历的公司;除此之外,股权制衡和独立董事监督能够发挥内部治理作用,机构投资者、分析师跟踪和行业集中度能够发挥外部治理作用,有助于降低公司未来的股价崩盘风险。当公司的内部、外部治理机制较弱时,文化遵从度能够起到一定的替代作用;高管籍贯所在地的文化遵从度未对公司股价崩盘风险产生明显影响。

本文的研究结论可能对金融市场各参与主体具有一定启发:首先,对于上市公司。上市公司是金融市场的投融资主体,也是金融风险的主要来源。上市公司存在股价崩盘风险的主要原因在于管理层的信息操纵动机。本文通过探究文化遵从度对公司未来股价崩盘风险的影响,为如何抑制管理层操纵信息的动机提供了社会学层面的见解,揭示了社会规范的强度在约束管理层操纵信息的行为中发挥的作用。上市公司应结合公司所在地的非正式制度来完善公司的治理机制,提高信息披露的及时性和可靠性,降低未来发生股价崩盘的风险。其次,对于投资者。投资者的利益与金融市场的稳定息息相关,本文通过分析各地区非正式制度环境如何影响公司行为,试图为投资者的决策提供一定的启示。研究发现,文化遵从度是公司股价崩盘风险的重要影响因素。公司所在地的文化遵从度越高,公司未来的股价崩盘风险越低。投资者在其证券投资决策过程中不仅需要考虑到正式制度的影响,还应适当结合当地的社会规范强度进行分析,这有助于其做出更准确的预测和判断,最大程度地避免公司股价崩盘造成的投资损失。最后,对于监管机构。监管机构制定的各项正式制度是规范上市公司行为,维护金融市场稳定的重要保障。本文的研究结论揭示了非正式制度对防范股价暴跌的重要作用,能够为监管机构完善相关法规提供一定借鉴。监管机构应重视非正式制度对公司行为的影响作用,将正式制度与非正式制度的力量结合,加强对上市公司信息操纵行为的监管,完善信息披露制度,减少公司的信息管理行为对金融市场稳定的负面影响。

参考文献

- 陈冬华, 胡晓莉, 梁上坤, 等. 2013. 宗教传统与公司治理[J]. 经济研究, 48(9): 71-84.
- Chen D H, Hu X L, Liang S K, et al. 2013. Religious tradition and corporate governance[J]. *Economic Research Journal*, 48(9): 71-84. (in Chinese)
- 程博, 潘飞, 王建玲. 2016. 儒家文化、信息环境与内部控制[J]. 会计研究, (12): 79-84, 96.
- Cheng B, Pan F, Wang J L. 2016. Confucian culture, information environment and internal controls[J]. *Accounting Research*, (12): 79-84, 96. (in Chinese)
- 窦欢, 张会丽, 陆正飞. 2014. 企业集团、大股东监督与过度投资[J]. 管理世界, (7): 134-143, 171.
- Dou H, Zhang H L, Lu Z F. 2014. Enterprise group, major shareholder supervision and overinvestment[J]. *Journal of Management World*, (7): 134-143, 171. (in Chinese)
- 杜勇, 张欢, 陈建英. 2018. CEO 海外经历与企业盈余管理[J]. 会计研究, (2): 27-33.
- Du Y, Zhang H, Chen J Y. 2018. CEO's overseas experience and earnings management[J]. *Accounting Research*, (2): 27-33. (in Chinese)
- 高昊宇, 杨晓光, 叶彦艺. 2017. 机构投资者对暴涨暴跌的抑制作用: 基于中国市场的实证[J]. 金融研究, (2): 163-178.
- Gao H Y, Yang X G, Ye Y Y. 2017. Institutional ownership and extreme price movements: Evidence from Chinese markets[J]. *Journal of Financial Research*, (2): 163-178. (in Chinese)
- 蒋德权, 姚振晔, 陈冬华. 2018. 财务总监地位与企业股价崩盘风险[J]. 管理世界, 34(3): 153-166.
- Jiang D Q, Yao Z Y, Chen D H. 2018. Status ranking of chief financial officer and stock price crash risk[J]. *Journal of Management World*, 34(3): 153-166. (in Chinese)
- 姜付秀, 黄继承. 2013. CEO 财务经历与资本结构决策[J]. 会计研究, (5): 27-34, 95.
- Jiang F X, Huang J C. 2013. CEO's financial experience and capital structure[J]. *Accounting Research*, (5): 27-34, 95. (in Chinese)
- 姜付秀, 张晓亮, 蔡文婧. 2018. CEO 的财务经历有利于缓解企业融资约束吗[J]. 经济理论与经济管理, (7): 74-87.

- Jiang F X, Zhang X L, Cai W J. 2018. Can CEO's financial experience be helpful for corporate financial constraint[J]. *Economic Theory and Business Management*, (7): 74-87. (in Chinese)
- 江轩宇. 2013. 税收征管、税收激进与股价崩盘风险[J]. 南开管理评论, 16(5): 152-160.
- Jiang X Y. 2013. Tax enforcement, tax aggressiveness and stock price crash risk [J]. *Nankai Business Review*, 16(5): 152-160. (in Chinese)
- 江轩宇, 许年行. 2015. 企业过度投资与股价崩盘风险[J]. 金融研究, (8): 141-158.
- Jiang X Y, Xu N H. 2015. Corporate over-investment and stock price crash risk [J]. *Journal of Financial Research*, (8): 141-158. (in Chinese)
- 金智, 徐慧, 马永强. 2017. 儒家文化与公司风险承担[J]. 世界经济, 40(11): 170-192.
- Jin Z, Xu H, Ma Y Q. 2017. Confucianism and corporate's risk taking[J]. *The Journal of World Economy*, 40(11): 170-192. (in Chinese)
- 兰秀文, 张玲. 2017. 股权制衡、研发投入与企业绩效——来自创业板经验数据[J]. 财经理论研究, (2): 77-85.
- Lan X W, Zhang L. 2017. Equity balances, R&D investment and corporate performance—From the GEM experience data [J]. *Journal of Finance and Economics Theory*, (2): 77-85. (in Chinese)
- 李安泰, 张建宇, 卢冰. 2022. 机构投资者能抑制上市公司商誉减值风险吗? ——基于中国 A 股市场的经验证据[J]. 金融研究, (10): 189-206.
- Li A T, Zhang J Y, Lu B. 2022. Can institutional investors restrain the risk of goodwill impairment of listed companies? Evidence from China A-share market[J]. *Journal of Financial Research*, (10): 189-206. (in Chinese)
- 李晓慧, 杨坤. 2016. 审计师变更、异常审计费用与会计信息透明度研究[J]. 中央财经大学学报, (10): 60-69.
- Li X H, Yang K. 2016. An empirical study on auditor switch, abnormal audit fees and accounting information transparency [J]. *Journal of Central University of Finance & Economics*, (10): 60-69. (in Chinese)
- 梁上坤, 徐灿宇, 王瑞华. 2020. 董事会断裂带与公司股价崩盘风险[J]. 中国工业经济, (3): 155-173.
- Liang S K, Xu C Y, Wang R H. 2020. Board faultlines and stock price crash risk [J]. *China Industrial Economics*, (3): 155-173. (in Chinese)
- 刘慧龙, 王成方, 吴联生. 2014. 决策权配置、盈余管理与投资效率[J]. 经济研究, 49(8): 93-106.

- Liu H L, Wang C F, Wu L S. 2014. Decision rights allocation, earnings management and investment efficiency[J]. *Economic Research Journal*, 49(8): 93-106. (in Chinese)
- 刘亚伟, 张兆国. 2016. 股权制衡、董事长任期与投资挤占研究[J]. 南开管理评论, 19(1): 54-69.
- Liu Y W, Zhang Z G. 2016. Research on the counterbalance mechanism of blockholders, chairman tenure and investment extrusion [J]. *Nankai Business Review*, 19(1): 54-69. (in Chinese)
- 马亚明, 张立乐. 2022. 地方政府债务扩张对国有企业投资效率的影响——基于国有企业过度负债的中介效应[J]. 会计与经济研究, 36(1): 27-45.
- Ma Y M, Zhang L L. 2022. The impact of local government debt expansion on the investment efficiency of state-owned enterprises: Based on the mediating effect of excessive debt of state-owned enterprises[J]. *Accounting and Economics Research*, 36(1): 27-45. (in Chinese)
- 倪晓然, 朱玉杰. 2017. 卖空压力影响企业的风险行为吗? ——来自 A 股市场的经验证据[J]. 经济学(季刊), 16(3): 1173-1198.
- Ni X R, Zhu Y J. 2017. Does short-sales pressure affect firms' risk behavior? Empirical evidence from the A-share market[J]. *China Economic Quarterly*, 16(3): 1173-1198. (in Chinese)
- 潘越, 戴亦一, 林超群. 2011. 信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J]. 金融研究, (9): 138-151.
- Pan Y, Dai Y Y, Lin C Q. 2011. Information opacity, analysts following and crash risk[J]. *Journal of Financial Research*, (9): 138-151. (in Chinese)
- 彭俞超, 倪晓然, 沈吉. 2018. 企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J]. 经济研究, 53(10): 50-66.
- Peng Y C, Ni X R, Shen J. 2018. The effect of transforming the economy from substantial to fictitious on financial market stability: An analysis on stock price crash risk[J]. *Economic Research Journal*, 53(10): 50-66. (in Chinese)
- 秦建文, 胡金城. 2022. 分析师关注能促进企业创新吗? ——来自我国上市公司的经验证据[J]. 重庆理工大学学报(社会科学), 36(5): 63-78.
- Qin J W, Hu J C. 2022. Can analyst coverage promote firms' innovation? —— Empirical evidence from listed companies in China [J]. *Journal of Chongqing University of Technology (Social Science)*, 36(5): 63-78. (in Chinese)
- 任晓怡, 向海凌, 吴非. 2020. 地方经济增长目标如何影响金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J]. 经济学报, 7(2): 1-34.
- Ren X Y, Xiang H L, Wu F. 2020. How local economic growth goals affect

- financial market stability—From the perspective of the risk of stock market crash [J]. *China Journal of Economics*, 7(2): 1-34. (in Chinese)
- 王春丽, 马路. 2017. 股权性质、股权集中度和股权制衡度与研发投入绩效[J]. 投资研究, 36(7): 138-147.
- Wang C L, Ma L. 2017. Equity nature, ownership concentration, outside block holders and R&D investment performance[J]. *Review of Investment Studies*, 36(7): 138-147. (in Chinese)
- 王化成, 曹丰, 叶康涛. 2015. 监督还是掏空: 大股东持股比例与股价崩盘风险[J]. 管理世界, (2): 45-57, 187.
- Wang H C, Cao F, Ye K T. 2015. Monitoring or tunneling?: The proportion of the proportion held by the big shareholders and the risk of the crash of the stock price [J]. *Journal of Management World*, (2): 45-57, 187. (in Chinese)
- 王俊秋. 2013. 政治关联、盈余质量与权益资本成本[J]. 管理评论, 25(10): 80-90.
- Wang J Q. 2013. Political connections, earnings quality and cost of equity capital [J]. *Management Review*, 25(10): 80-90. (in Chinese)
- 王雄元, 欧阳才越, 史震阳. 2018. 股权质押、控制权转移风险与税收规避[J]. 经济研究, 53(1): 138-152.
- Wang X Y, Ouyang C Y, Shi Z Y. 2018. Controlling shareholder's shares pledge, the risk of losing control rights and tax avoidance[J]. *Economic Research Journal*, 53(1): 138-152. (in Chinese)
- 王元芳, 徐业坤. 2020. 高管从军经历影响公司治理吗? ——来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理评论, 32(1): 153-165.
- Wang Y F, Xu Y K. 2020. Does military experience of managers affect corporate governance? —Evidence from China's listed companies [J]. *Management Review*, 32(1): 153-165. (in Chinese)
- 王跃堂, 朱林, 陈世敏. 2008. 董事会独立性、股权制衡与财务信息质量[J]. 会计研究, (1): 55-62, 96.
- Wang Y T, Zhu L, Chen S M. 2008. Board's independence, ownership balance and financial information quality [J]. *Accounting Research*, (1): 55-62, 96. (in Chinese)
- 谢光华, 郝颖, 李思乐. 2019. 行业集中度、分析师行业专长与预测准确性[J]. 外国经济与管理, 41(2): 125-138.
- Xie G H, Hao Y, Li S L. 2019. Industry concentration, analysts' industry expertise and forecast accuracy [J]. *Foreign Economics & Management*, 41(2): 125-138. (in Chinese)

- 许年行, 江轩宇, 伊志宏, 等. 2012. 分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险[J]. 经济研究, 47(7): 127-140.
- Xu N H, Jiang X Y, Yi Z H, et al. 2012. Conflicts of interest, analyst optimism and stock price crash risk[J]. *Economic Research Journal*, 47(7): 127-140. (in Chinese)
- 许年行, 于上尧, 伊志宏. 2013. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J]. 管理世界, (7): 31-43.
- Xu N H, Yu S Y, Yi Z H. 2013. Institutional investors' herding behavior and stock price crash risk[J]. *Journal of Management World*, (7): 31-43.
- 许年行, 李哲. 2016. 高管贫困经历与企业慈善捐赠[J]. 经济研究, 51(12): 133-146.
- Xu N H, Li Z. 2016. CEOs' poverty experience and corporate philanthropy[J]. *Economic Research Journal*, 51(12): 133-146. (in Chinese)
- 徐细雄, 李万利. 2019. 儒家传统与企业创新: 文化的力量[J]. 金融研究, (9): 112-130.
- Xu X X, Li W L. 2019. Confucian tradition and corporate innovation: the power of culture[J]. *Journal of Financial Research*, (9): 112-130. (in Chinese)
- 曾春影, 茅宁, 易志高. 2019. CEO的知青经历与企业并购溢价——基于烙印理论的实证研究[J]. 外国经济与管理, 41(11): 3-14.
- Zeng C Y, Mao N, Yi Z G. 2019. CEOs' educated youth experience and corporate mergers and acquisitions premium: An empirical study based on the branding theory[J]. *Foreign Economics & Management*, 41(11): 3-14. (in Chinese)
- 张婷婷. 2019. 区域文化对企业社会责任信息披露质量的影响——来自中国上市公司的证据[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 34(1): 31-39, 80.
- Zhang T T. 2019. Impact of regional culture on information disclosure of corporate social responsibility: Evidence from China's listed companies[J]. *Journal of Beijing Technology and Business University (Social Sciences)*, 34(1): 31-39, 80. (in Chinese)
- 张增田, 姚振玖, 马骏. 2022. “创新”抑或“关系”? 儒家文化视角下社会资本与企业战略研究[J]. 技术经济, 41(9): 60-71.
- Zhang Z T, Yao Z J, Ma J. 2022. Innovation or relationship? Research on social capital and corporate strategy from the perspective of confucian culture[J]. *Technology Economics*, 41(9): 60-71. (in Chinese)
- 赵向阳, 李海, 孙川. 2015. 中国区域文化地图: “大一统”抑或“多元化”? [J]. 管理世界, (2): 101-119, 187-188.
- Zhao X Y, Li H, Sun C. 2015. The regional cultural map in China: Is it “the great

- unification” or “the diversification”? [J]. *Journal of Management World*, (2): 101-119, 187-188. (in Chinese)
- 邹萍. 2020. 儒家文化能促进企业社会责任信息披露吗? [J]. *经济管理*, 42(12): 76-93.
- Zou P. 2020. Does confucianism promote disclosure of corporate social responsibility? [J]. *Business and Management Journal*, 42(12): 76-93. (in Chinese)
- Bond M H. 1997. Adding value to the cross-cultural study of organizational behavior: Reculer pour mieux sauter [M]//Earley P C, Erez M. *New Perspectives in International Industrial/Organizational Psychology*. San Francisco: New Lexington Press.
- Callen J L, Fang X H. 2015. Religion and stock price crash risk [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(1/2): 169-195.
- Chang K, Noorbakhsh A. 2009. Does national culture affect international corporate cash holdings? [J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 19(5): 323-342.
- Chen D H, Kim J B, Li O Z, et al. 2018. China's closed pyramidal managerial labor market and the stock price crash risk [J]. *The Accounting Review*, 93(3): 105-131.
- Chua R Y J, Huang K G, Jin M Z. 2019. Mapping cultural tightness and its links to innovation, urbanization, and happiness across 31 provinces in China[J]. *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, 116(14): 6720-6725.
- Dechow P M, Dichev I D. 2002. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors[J]. *The Accounting Review*, 77(S-1): 35-59.
- Fidrmuc J P, Jacob M. 2010. Culture, agency costs, and dividends [J]. *Journal of Comparative Economics*, 38(3): 321-339.
- Gabrenya W K. 1999. Psychological anthropology and the “levels of analysis” problem: We married the wrong cousin [M]//Adair J G, Dion K L, Lasry J C. *Latest Contributions to Cross-cultural Psychology*. London: Routledge.
- Gelfand M J, Nishii L H, Raver J L. 2006. On the nature and importance of cultural tightness-looseness [J]. *Journal of Applied Psychology*, 91(6): 1225-1244.
- Gelfand M J, Raver J L, Nishii L, et al. 2011. Differences between tight and loose cultures: A 33-nation study [J]. *Science*, 332(6033): 1100-1104.
- Harrington J R, Gelfand M J. 2014. Tightness-looseness across the 50 United States [J]. *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, 111(22): 7990-7995.
- Hofstede G. 1980. *Culture's consequences: international differences in work-related values* [M]. Beverly Hills: Sage.

- Hofstede G, Neuijen B, Ohayv D D, et al. 1990. Measuring organizational cultures: A qualitative and quantitative study across twenty cases [J]. *Administrative Science Quarterly*, 35(2): 286-316.
- Hutton A P, Marcus A J, Tehranian H. 2009. Opaque financial reports, R^2 , and crash risk [J]. *Journal of Financial Economics*, 94(1): 67-86.
- Ip G W M, Bond M H. 1995. Culture, values, and the spontaneous self-concept [J]. *Asian Journal of Psychology*, 1: 30-36.
- Jin L, Myers S C. 2006. R^2 around the world: New theory and new tests [J]. *Journal of Financial Economics*, 79(2): 257-292.
- Kim J B, Li Y H, Zhang L D. 2011a. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis [J]. *Journal of Financial Economics*, 100(3): 639-662.
- Kim J B, Li Y H, Zhang L D. 2011b. CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes [J]. *Journal of Financial Economics*, 101(3): 713-730.
- Li K, Griffin D, Yue H, et al. 2013. How does culture influence corporate risk-taking [J]. *Journal of Corporate Finance*, 23: 1-22.
- Liu J X, Zhou Y. 2020. Do executives have fixed-effects on firm-level stock price crash/jump risk? Evidence from CEOs and CFOs [R]. NBER Working Papers 3625058.
- Marquis C, Tilcsik A. 2013. Imprinting: Toward a multilevel theory [J]. *Academy of Management Annals*, 7(1): 195-245.
- McGuire S T, Omer T C, Sharp N Y. 2012. The impact of religion on financial reporting irregularities [J]. *The Accounting Review*, 87(2): 645-673.
- Morris M W, Podolny J M, Ariel S. 2000. Missing relations: incorporating relational constructs into models of culture [M]//Earley P C, Singh H. *Innovations in International and Cross-Cultural Management*. Thousand Oaks: Sage.
- Pelto P J. 1968. The differences between “tight” and “loose” societies [J]. *Transaction*, 5(5): 37-40.
- Richardson S. 2006. Over-investment of free cash flow [J]. *Review of Accounting Studies*, 11(2/3): 159-189.
- Schwartz S H. 1994. Beyond individualism/collectivism: New cultural dimensions of values [M]//Kim U, Triandis H C, Kâ ğitçibaşı Ç, et al. *Individualism and Collectivism: Theory, Method, and Applications*. Newbury Park: Sage.
- Shao L, Kwok C C Y, Guedhami O. 2010. National culture and dividend policy [J]. *Journal of International Business Studies*, 41(8): 1391-1414.
- Tinsley C. 1998. Models of conflict resolution in Japanese, German, and American cultures [J]. *Journal of Applied Psychology*, 83(2): 316-323.
- Yeung W H, Lento C. 2018. Ownership structure, audit quality, board structure, and stock price crash risk: Evidence from China [J]. *Global Finance Journal*, 37: 1-24.

Cultural Tightness and Financial Market Stability

—Evidence from Stock Price Crash Risk

Shangkun Liang¹ Wenting Zhang² Chuang Lu¹

(1. *School of Accountancy, Central University of Finance and Economics;*

2. *School of Accounting, Nanjing Audit University*)

Abstract Maintaining the stability of the financial market and preventing and controlling financial risks are important contents of China's economic construction. Based on the theoretical framework of cultural tightness proposed by Gelfand et al. (2006), this paper uses the sample of Chinese A-share listed firms from 2008 to 2019, exploring the impact of informal institutions on financial market stability from the perspective of stock price crash risk. We find that the regional cultural tightness has a significant impact on the firm's future stock price crash risk. The higher the cultural tightness is, the lower the risk of stock price crash is. Further findings are as follows. First, improving information quality and choosing the Big 4 audits are the main mechanisms for cultural tightness to affect the risk of stock price crash. Second, after analyzing the effect strength of cultural tightness, the impact of cultural tightness on the firms' stock price crash risk is mainly reflected in older firms and firms whose managers do not have overseas experiences. Third, considering other mechanisms of corporate governance, the association between cultural tightness and future stock price crash risk is stronger when the firm's governance mechanisms are weaker. Last, comparing the cultural tightness of the firm's location with that of the manager's hometown shows that the association between cultural tightness of the firm's location and future stock price crash risk is stronger. It shows cultural tightness has "assimilation" effect on individuals. This paper reveals the important impact of informal institutions on the stock price crash risk, and has important theoretical and practical significance for preventing financial risks and maintaining the stability of financial markets.

JEL Classification Z13, G34, G30