

地方政府施政风格与经济高质量发展

——基于股价崩盘风险的研究视角

游家兴 于明洋 伍翕婷*

摘要 本文实证研究发现当地方政府施政风格越激进时,当地企业的股价崩盘风险越高。并且,这种关联与政府干预动机和企业迎合动机密不可分。内在机制检验表明,政府施政风格通过影响地区法制建设和信息透明度以及企业信息披露行为进而作用于企业股价崩盘风险。本文研究不仅丰富了政府公共治理和企业股价崩盘风险这两个领域的文献积累,而且对于探索新常态下如何转化政府职能、寻求经济增长新动力、实现经济高质量发展具有积极的实践意义。

关键词 政府施政风格, 政府工作报告, 股价崩盘风险

DOI: 10.13821/j.cnki.ceq.2022.02.07

一、引言

金融发展促进经济增长,这是传统金融发展理论的经典观点。然而,在世界各国的金融发展实践过程中,金融体系的脆弱性日益呈现,金融市场震荡发生的频率明显加快。目前,我国经济进入新常态,不再追求经济的高速发展,而是强调高质量发展。经济高质量发展的表现之一是确保增长的稳定性,防止出现经济的跌宕起伏。对于如何在资本市场微观层面上达到稳金融目的,有效遏制股价崩盘风险(crash risk)成为其中一个关键。所谓股价崩盘风险,是指在毫无征兆的情况下,股票市场指数或者个股价格突然暴跌。已有研究指出,由于股价崩盘往往带有突发性、快速性、频发性以及极大的市场传染性,不仅会引起投资者极大恐慌,而且可能造成经济资源错配,严重威胁到金融市场的稳定运行,阻碍金融市场对宏观经济调节作用的发挥,最终妨碍我国经济从高速发展向高质量发展的转型升级(Piotroski *et al.*,

* 游家兴、于明洋、伍翕婷,厦门大学管理学院。通信作者及地址:伍翕婷,福建省厦门市思明区厦门大学管理学院,361005;电话:15959292095;E-mail:wtxmu01@163.com。感谢国家自然科学基金重大项目(71790601)、国家自然科学基金面上项目(71872157)和中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(20720181005)的资助,感谢匿名审稿专家给出的宝贵意见,当然文责自负。

2015; 易志高等, 2019)。正是由于股价崩盘风险带来一系列严重后果, 这使得企业股价崩盘风险的研究日益受到学术界和实务界的广泛关注。因此, 基于中国情景探讨如何预防和缓解股价崩盘风险, 这不仅成为公司财务学领域亟待回答的重要问题, 而且对于防范系统性的金融风险、优化资本市场的配置乃至促进经济高质量发展具有重要的实践价值。

现有文献主要从管理层机会主义行为探讨企业股价崩盘风险形成的内在机理, 认为管理层有动机在信息披露中隐瞒坏消息, 以致这些坏消息积聚到一定水平时终归“纸包不住火”, 会在某个时间点大量涌出, 从而对公司股价造成严重的冲击进而导致崩盘。因此, 许多学者从隐瞒坏消息这种行为的约束或放任机制出发, 展开不同角度的理论探索与实证检验, 涵盖公司治理、信息披露、高管特征等诸多层面, 涉及经理人、机构投资者、财务分析师、审计师、财经媒体等多方市场参与主体。然而, 窥探中国特有情境, 政府在经济各个领域都扮演着无可替代的重要角色, 在证券市场的建设和发展中更是一个不可或缺的参与主体。遗憾的是, 对于政府在股价崩盘中是否以及能够多大程度上发挥作用, 已有研究对此从政府公共治理的角度着墨并不多, 相关的实证检验更是少见。作为中国改革发展实践的引领者和实践者, 我国政府在金融发展与经济增长中有着举足轻重的地位。而作为政府职能的重要表征, 施政风格直接反映了官员理政的理念和手段, 集中体现了政府公共治理能力。因此, 本文要探寻的关键问题是: 地方政府的施政风格对于股价崩盘风险有着什么样的影响? 周黎安(2007)提出中国地方官员的治理模式——“晋升锦标赛治理模式”, 并指出该模式是理解中国“增长奇迹”的关键线索。在晋升锦标赛中, 各参赛主体即地方官员之间呈现出截然相反的两种风格, 既有龟兔赛跑精神的稳健型政府官员, 也有只争朝夕的激进型政府官员。从这个角度出发, 我们区分了两种截然不同的施政风格: 激进型与稳健型。¹具体而言, 在激进型施政风格下, 当地政府官员为了在短期内达成目标会强调高速度、大规模, 偏好比较超前的政策和举措; 而在稳健型施政风格下, 当地政府官员着眼于长远发展, 采取的手段和策略比较温和, 表现出更加显著的实干精神。在此基础上, 本文探讨地方政府这两种风格迥异的施政风格会对当地上市公司股价崩盘风险有着什么样的影响。我们认为地方政府施政风格越激进时, 这将产生两种效应: 第一, 当地官员更倾向于短期目标的实现, 盲目追求政绩, 急于求成, 甚至为了完成难以达到的高目标

¹ 需要指出的是: 政府施政风格是一个包罗万象的、综合性的概念。除了本文所重点关注的激进型与稳健型这种划分外, 还有其他类型的划分, 如实干型与浮夸型、开放型与封闭型、包容型与苛责型。限于篇幅, 本文无法于一篇文章中对所有类型进行充分探讨, 故选择表现最为典型且易于进行科学量化处理的划分类型, 也即: 针对激进型与稳健型政府施政风格展开讨论。

会夸大当地业绩，加速释放好消息，压制坏消息，降低地方信息透明度；第二，由于地方政府掌握着大量行政资源，为了获得政府的政策扶持、采购合同、税收优惠、行业准入等，企业在与地方政府的互动过程中极易迎合与讨好政府，有很强的动机释放虚假繁荣的信息以及压制负面消息来赢得政府的青睐。在这两种效应的叠加下，负面消息将逐渐累积，一旦达到必须集中披露的阈值时，突然爆发的坏信息终将引致股价崩盘。为了验证上述预期，本文以2001—2018年为研究窗口，选取中国A股非金融上市企业为研究样本展开实证检验，研究结果具体如下：（1）当地方政府施政风格越激进时，当地企业股价崩盘风险越高。（2）拓展性检验发现，当地方政府与市场关系越差、政府对企业的干预程度越强、企业为国有企业或者具有政治关联时，地方政府激进的施政风格与当地企业股价崩盘风险二者之间的关系越显著。（3）机制检验发现，当地方政府施政风格越激进时，地区法律制度环境越差、司法透明度越低、负面新闻报道越会受到压制；并且当地企业盈余管理程度越严重、会计稳健性越差、异常积极语调越高。这些结果证实了本文的逻辑假定，即：地方政府施政风格通过影响地区信息透明度以及企业信息披露水平进而影响到企业的股价崩盘风险。

在已有文献的基础上，本文可能的理论贡献在于：第一，本文丰富了企业股价崩盘风险的相关研究。一方面，已有文献主要从分析师、审计师以及媒体等外部治理视角研究了它们对企业股价崩盘风险的影响，而本文从政府这一主体出发，丰富了已有从公司外部治理机制的角度探讨股价崩盘风险影响因素的文献；另一方面，现有关于政府和企业股价崩盘风险的文献，主要着眼于政府实施的具体政策，剖析该政策的出台对股价崩盘风险的影响。而本文率先聚焦政府的施政风格，通过区分两种风格迥异的施政风格——稳健型和激进型，进而考察其对公司股价崩盘风险的影响，拓展了政府如何影响股价崩盘风险这一领域的研究。第二，本文丰富了政府职能领域的相关文献。对于转轨时期政府角色的定位，学术界纷争已久，理论庞杂，证据零散。本文以股价崩盘风险为切入点检验了政府施政风格对金融市场稳定的重要影响，揭示在中国情境下政府这一“有形之手”对企业的宏观调控作用，为我们认识政府的市场定位和角色扮演提供了新的视角。第三，本文拓展了政府工作报告相关的文献。已有关于政府工作报告的研究主要集中在公共管理领域或者行政管理学范畴，且以规范性探讨为主，极少数定量研究也仅限于小样本，采用简单的词频统计方法，探讨了政府工作报告中对于单一事项（如生态环境治理、公共服务、外交政策变化等）的关注度所产生的影响（王印红和李萌竹，2017；文宏，2014；陈瑞欣，2016）。本文另辟蹊径，基于Python文

本分析技术,从政府工作报告中提炼政府施政风格,并证明该衡量方法的科学性。同时,本文采用大样本实证研究方法,将政府工作报告研究拓展至财务学领域,重新赋予了政府工作报告新的内涵,丰富了政府工作报告的实证文献。

二、文献回顾与假设提出

(一) 文献回顾

自 Jin and Myers (2006) 撰文指出股价崩盘风险起因于管理层对坏消息的隐匿后,这一解释得到了学术界的广泛认可,迅速积累了一批优秀文献。纵观这些文献,研究者主要从公司治理的内部机制和外部机制展开富有成效的探讨,强调公司治理机制的良好安排会有效约束内部人(经理人和大股东)对外部人利益的攫取和掏空,积极推动公司信息披露水平的提高,从而对于股价崩盘风险的减少大有裨益。

随着研究的不断推进,“政府”这一角色逐渐纳入研究者的视野,引发了持续且广泛的讨论。政府既是决策的制定者,又是政策的实践者和实施者,也是一个国家或地区制度环境的营造者。毋庸置疑,政府自身角色的扮演会对公司所处的外部环境有着直接影响,对公司各种委托代理问题的表现将产生潜移默化的深远影响,从而对股价崩盘风险产生较大的影响。例如,江轩宇(2013)从税收征管的角度出发,发现当地政府对税收征管的加强有利于降低股价崩盘风险。褚剑和方军雄(2017)把目光投向政府审计,发现政府审计具有积极外部治理效应,能有效降低当地企业股价暴跌的风险。Piotroski *et al.* (2015) 则从我国两会召开和省级官员升迁视角切入,发现在这种特殊期间,为了维持政治声誉和谋求仕途顺利,政府官员有很强动机压制坏信息,使得未来股价崩盘风险显著提高。但是,鲜有文献关注政府施政风格对微观企业行为的影响。一方面,政府的施政风格反映了官员理政的理念和手段,集中体现了政府的公共治理思路,综合反映了政府宏观调控的注意力分配,能够预测未来的施政措施(王印红和李萌竹,2017;邓雪琳,2015;陈天祥和杨蕊,2017;魏伟等,2018)。另一方面,改革开放以来中央地方权力关系的调整改革实际上是中央政府的行政放权,地方政府施政的自由裁量权也随之逐渐扩大,在行政审批、行政立法、财政预算、资金调配等方面都不同程度获得相应的权力,施政行为也一改过去模板化痕迹这一过于明显的特征,地方官员个性化施政、多样化施政现象越来越普遍。那么,地方政府风格迥异的施政理念会对当地企业行为起到什么样的影响?这是一个值得探索的重要问题。本文试图从股价崩盘风险的角度做出回答。

（二）研究假设

为了解放生产力、推动经济持续健康发展，中央在过去几十年间推行了行政分权改革，将原本由中央掌握的计划、生产、资源分配、投资决策的部分权力和责任下放给地方政府，逐步形成了“中央集权，财政分权”的治理模式。在该模式下，中央对地方政府所管辖地区的政绩进行考核和奖惩，地方官员为了在这场考核中取胜会竞相努力，即所谓的“晋升锦标赛”激励机制（周黎安，2007）。同时，在该模式下，对于政策的执行方面，中国遵循着自上而下的路径，中央和政府之间以“决策-执行”的关系依附存在（沈洪涛和周艳坤，2017）。作为贯彻落实中央政策的具体执行者，地方政府掌握着行政审批、财政补助、土地征用、税收优惠等重要资源，对于地区实际情况和行政资源运用情况具有巨大的信息优势。可以说，中央和地方政府之间严重的信息不对称给地方官员的机会主义行为留下了巨大的空间。

如前所述，我们认为在激进型施政风格的推动下，地方政府在加速释放好消息的同时会降低当地信息透明度，压制坏消息。此外，企业为了获得更多的政府资源以及政策扶持有动机发布好消息并刻意隐瞒或延迟披露坏消息来主动迎合和示好政府。当坏消息积累到一定程度无法再被隐瞒或继续隐瞒的成本过高时，这些坏消息将一次性被释放到市场中，最终导致股价崩盘。具体而言，地方政府施政风格将通过以下两个方面影响当地企业股价崩盘风险：

第一，在宏观层面，在晋升锦标赛中，由于中央和地方存在着严重的信息不对称，地方政府是否以及多大程度上提高信息透明度取决于收益与成本的权衡。一方面，提高信息透明度有利于上级政府及其他利益相关者减少信息搜集成本，加强对地方政府的监督，进而提高国家整体的资源配置效率。但是，另一方面，提高透明度有可能会牺牲地方政府官员的个人利益。充分透明的信息披露是保证政府权力依法行使的重要基石，但这也很可能会暴露当地政府一系列低效、失败的治理问题，影响政府官员个人声誉，限制他们自利、不当甚至违法行为，从而阻碍政府官员在“唯GDP”论的晋升锦标赛中取胜。因此，当地方政府施政风格越激进时，他们越倾向于好高骛远、急于求成，盲目追求政绩，崇尚多干快上，甚至为了达成高目标而夸大当地业绩。与此同时，在对地方官员的考核中，政治声誉具有举足轻重的作用，负面消息的释放会影响官员的政治声誉（Piotroski *et al.*, 2015）。因此，激进型的政府为了在晋升锦标赛中拔得头筹，天然会有更强的动力疏于甚至故意放松法律制度环境建设、降低管辖地区的信息透明度，压制坏消息，加速释放好消息。Davis（2005）指出，对公司行为的追本溯源应设身处地，寻求其发

生的环境背景,而不应局限于传统的代理或交易成本视角。换言之,宏观环境对于企业行为有着潜移默化甚至是立竿见影的影响。正所谓,上行下效。地方政府激进的施政风格所营造出的环境将对企业信息披露行为产生消极影响。此时,在中国政府“强干预、弱治理”的制度背景下,管辖内的企业也难以置身其外,其信息披露会随波逐流,呈现与当地政府一致的行为特征。

第二,内生于宏观环境下的企业,在受到政府监管的同时,其发展很大程度上依赖于政府的资源配给和政策扶持。这就使得在政府与企业的互动中,企业通常会非常配合乃至迎合政府要求,以获得地方政府的优惠政策或特殊照顾。换言之,迎合效应更多的是表现为微观主体企业对宏观主体政府的投桃报李、亦步亦趋。当政府施政风格越激进时,一方面,掌握地方经济发展主导权的当地政府会将上述这种维持政治声誉、营造虚假繁荣的动机和压力传导给企业;另一方面,本土企业为了向政府示好以谋求自身更好发展,会有动机降低信息透明度,抑制坏消息的释放。Jin and Myers (2006)指出,企业天然就有着隐藏坏消息的机会主义行为。如若加上激进型政府官员政治仕途的需要,他们对本地企业隐匿坏消息的行为不仅会加以默许,甚至给予鼓励,这将使得这些企业隐藏坏消息的动机进一步加剧。

基于上述分析,我们提出本文的研究假设:

假设 地方政府施政风格越激进,当地企业股价崩盘风险越高。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取2001—2018年中国A股非金融上市企业作为初始样本。²按照研究惯例,我们对初始样本按照以下原则进行了处理:(1)由于金融行业的特殊性,我们将其排除在外;(2)剔除资产负债率大于1的数据;(3)剔除被ST的数据;(4)剔除政府施政风格指标缺失的数据;(5)剔除其余主要变量缺失的数据。最终,本文共得到22109个公司-年度观测值,涵盖2456家公司。为了控制异常值对研究结论的影响,本文对所有连续型变量分别进行上下1%的缩尾处理。关于上市公司的股票收益、财务信息、公司治理等数据均来自CSMAR数据库,关于各城市统计数据均来源于历年《中国城市统计年鉴》、CEIC数据库和CNRDS数据库。政府工作报告通过手工采集获得,数据源主要来自地方年鉴或者政府官网,部分报告通过百度等搜索引擎进行补充。

² 选择2001年作为样本起始年份的原因是:在计算核心变量——政府施政风格时,地方政府工作报告在2001年开始才披露得比较完整。

（二）变量定义

1. 关键解释变量：政府施政激进度

政府施政风格是一个抽象的概念，如何进行提炼并给予科学衡量是本文实证研究需要解决的重点和难点。我们认为政府工作报告不仅传递出政府及其决策者在价值上的取向、判断以及准则，而且集中体现了政府领导班子在施政上的风格、理念以及手段（王维民和黄娅，2012；朱光喜，2012；魏伟等，2018）。因此，我们聚焦政府工作报告，从中提炼并区分出地方政府风格迥异的施政风格。事实上，作为以文字形式呈现的软信息，词汇具有信号传递功能。心理学研究表明，描述性文本中的词汇体现了写作者对自身现状及社会地位等各方面的自我认知（Pennebaker *et al.*, 2003）。从心理学的角度出发，政府在工作报告中这种偏爱积极性词汇、甚至于言过其实的夸大行为，可以在一定程度上反映该地方政府急功近利、急于求成的施政风格，即本文所定义的激进型施政风格。

综上所述，在指标的量化上，首先，我们借鉴 You *et al.* (2018) 的研究思路，从 5 663 份政府工作报告（其中地级市和直辖市共 5 156 份）中，随机抽取 588 份政府工作报告，分配给 12 个财务会计专业的研究生或博士生进行人工阅读，每个人根据阅读体会分别建立积极词汇表、消极词汇表、不确定词汇、强语气词汇表、弱语气词汇表和歧义词汇表。在此基础上，我们将这些词汇表进行合并、检查和筛选，删除不恰当或归类错误的词汇，增加相关或相近的词汇，最终得到：积极词汇 1 585 个、消极词汇 575 个、不确定词汇 73 个、强语气词汇 858 个、弱语气词汇 99 个以及歧义词汇 204 个。接着，我们运用上述词汇表，使用 Python 软件通过机器阅读法计算每篇政府工作报告文本的语调。值得一提的是，我们不是简单地统计各类词汇出现的频数来判断文本的语调，而是承袭 Li *et al.* (2019) 的方法，结合中文遣词造句的复杂性，从两个方面来解决：（1）充分考虑每个积极词汇或消极词汇的前缀，即是否出现否定词、是否有强语气词或弱语气词，然后通过相应的方法进行处理；（2）考虑到歧义词汇的特殊性。比如：成本、能耗与减少或降低相搭配，表示的是积极的含义；但如果与增加或提高相搭配，表达的却是消极的含义。因此，我们将类似成本、能耗这种词汇归为歧义词，进行专门处理。每份政府工作报告语调计算公式如下：

$$Tone = (Positive - Negative) / (Positive + Negative), \quad (1)$$

其中，*Positive* 和 *Negative* 分别为积极得分和消极得分。

最后，参考 Huang *et al.* (2014) 的方法建立语调预期模型，即：以政府工作报告的语调作为因变量，引入反映地级市层面社会、经济、文化、政府

治理情况的13个变量作为解释变量,包括:①人均国内生产总值(取自然对数, *AveGDP*);②剔除通货膨胀影响后的国内生产总值增长率(*GDP_Growth*);③第三产业占比(*ThirdInd*);④经汇率调整的外商直接投资占GDP比重(*ForInv*);⑤经汇率调整的进出口总额占GDP比重(*Trade*);⑥人均行政区域土地面积(单位:平方公里,取自然对数, *Area*);⑦年平均户籍人口(单位:千人,取自然对数, *AvePopulation*);⑧每平方公里拥有医院数量(取自然对数, *Hospital*);⑨每平方公里拥有学校数量(取自然对数, *College*);⑩每万人剧场和影剧院数(取自然对数, *Theater*);⑪每百人公共图书馆藏书(取自然对数, *Library_books*);⑫政府绩效:每年年末各省总人口数/各省公共管理、社会保障和社会组织就业人数(取自然对数, *GovPer*) (赵云辉等, 2019);⑬财政负担:每万元财政收入的公职人员人数(公职人员人数单位:万人, *Burden*)。我们利用公式(2)控制年度固定效应进行OLS回归,回归估计获得的残差就是超出理论预期的异常值,用以衡量地区政府的施政风格(*Aggressive*)。残差为正且越大时,说明该地区政府施政风格越激进。

$$\begin{aligned} Tone_{i,t+1} = & AveGDP_{i,t} + GDP_Growth_{i,t} + ThirdInd_{i,t} \\ & + ForInv_{i,t} + Trade_{i,t} + Area_{i,t} + AvePopulation_{i,t} \\ & + Hospital_{i,t} + College_{i,t} + Theater_{i,t} + Library_books_{i,t} \\ & + GovPer_{i,t} + Burden_{i,t} + Year + \epsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (2)$$

2. 被解释变量: 股价崩盘风险

参考现有文献的普遍做法(Hutton *et al.*, 2009; 梁权熙和曾海舰, 2016),本文利用股票周收益率数据计算每个公司每年的崩盘风险水平:①收益负偏系数(*NCSKEW*);②收益下跌波动率和上涨波动率之比(*DUVOL*)。二者取值越大,表明该股票崩盘风险越高。

3. 控制变量

本文承袭已有文献的普遍做法,在主检验的回归模型中引入如下控制变量:①公司治理变量,包括股权性质(*SOE*,国有企业赋值为1,其他赋值为0)和独立董事占比(*Interatio*);②公司特征变量,包括公司规模(*Size*,资产总额取自然对数)、资产负债率(*Lev*,总负债占总资产的比重)、账面市值比(*BM*)、总资产报酬率(*ROA*);③信息透明度变量(*Opaque*,公司过去三年操纵性应计绝对值的均值);④股票收益特征变量,包括平均周特定收益率(*Ret*)、周特定收益率的标准差(*Sigma*)、个股月均超额换手率(*Dturn*,股票本年度的月均换手率—上年度的月均换手率)。此外,为了控制地区特征对暴跌风险可能带来的影响,我们进一步引入地区层面的控制变量:①经济层面变量,包括:剔除通货膨胀影响后的国内生产总值增长率(*GDP-*

Growth)、人均国内生产总值 (*AveGDP*)、经汇率调整后的进出口总额占GDP比重 (*Trade*)；②文化层面变量，包括：每平方公里拥有高等学校数量 (*College*)；每万人剧场和影剧院数 (*Theater*) 和人均行政区域土地面积 (*Area*，行政区域土地面积/户籍人口)。与此同时，为了缓解遗漏变量带来的内生性问题，本文引入了年份固定效应和公司固定效应。

(三) 模型设定

为了研究地方政府施政风格对股价崩盘风险的影响，本文回归模型设定如式(3)所示：

$$CrashRisk_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \times Aggressive_{i,t} + Controls + Firm + Year + \epsilon_{i,t}, \quad (3)$$

其中，*CrashRisk* 为衡量股价崩盘风险的两个指标 *NCSKEW* 和 *DUVOL*，*Aggressive* 为地方政府施政风格。*Firm* 和 *Year* 分别为公司与年份固定效应。为了缓解因果倒置所带来的内生性问题，本文的回归模型均采取了 *Lead-Lag* 的方式，即被解释变量采用了 *t+1* 期的值，其余变量采用了 *t* 期的值，以保证检验结果更稳健有效。最后，本文对模型中各回归系数的标准误同时进行了城市层面和公司层面的聚类调整，以消除同一城市不同公司之间的自相关和同一公司不同年份之间的自相关所带来的估计偏误。

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

表1列示了文章主要变量的描述性统计结果。股价崩盘风险指标 *NC-SKEW* 和 *DUVOL* 的均值分别为-0.294和-0.203，与以往关于中国上市公司股价崩盘风险的研究发现较为类似。*Aggressive* 最小值为-0.143，最大值为0.127，说明不同城市政府施政风格存在明显差异。其他控制变量的描述性统计结果与前人研究保持一致，这里不再赘述。

表1 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	P25	P50	P75	最大值
<i>NCSKEW</i>	22109	-0.294	0.615	-1.979	-0.652	-0.262	0.099	1.229
<i>DUVOL</i>	22109	-0.203	0.451	-1.284	-0.504	-0.204	0.096	0.884
<i>Aggressive</i>	22109	0.001	0.046	-0.143	-0.027	0.005	0.032	0.127
<i>Ret</i>	22109	-0.001	0.001	-0.005	-0.001	-0.001	0.000	0.000
<i>Sigma</i>	22109	0.043	0.017	0.014	0.030	0.040	0.052	0.099

(续表)

变量	样本量	均值	标准差	最小值	P25	P50	P75	最大值
<i>Size</i>	22109	21.980	1.264	19.330	21.100	21.830	22.700	25.830
<i>Opaque</i>	22109	0.078	0.049	0.011	0.042	0.067	0.102	0.258
<i>Lev</i>	22109	0.474	0.199	0.067	0.324	0.480	0.626	0.899
<i>BM</i>	22109	0.986	0.881	0.101	0.405	0.700	1.247	4.854
<i>Dturn</i>	22109	-0.022	0.332	-0.919	-0.206	-0.014	0.157	0.866
<i>ROA</i>	22109	0.034	0.054	-0.186	0.011	0.031	0.058	0.191
<i>SOE</i>	22109	0.556	0.497	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
<i>Inderatio</i>	22109	0.004	0.001	0.000	0.003	0.003	0.004	0.006
<i>GDPGrowth</i>	22109	0.101	0.053	-0.040	0.064	0.093	0.134	0.294
<i>AveGDP</i>	22109	11.160	0.970	8.845	10.510	11.200	11.880	13.210
<i>Trade</i>	22109	0.659	0.659	0.011	0.142	0.411	1.049	2.974
<i>College</i>	22109	0.004	0.003	0.000	0.001	0.003	0.006	0.011
<i>Theater</i>	22109	0.180	0.594	0.003	0.020	0.052	0.113	4.269
<i>Area</i>	22109	0.002	0.002	0.000	0.001	0.001	0.002	0.015

(二) 多元回归结果分析

表 2 列示了地方政府施政风格对企业股价崩盘风险影响的回归结果。其中,列 (1) 和列 (2) 的因变量分别是 *NCSKEW* 和 *DUVOL*, *Aggressive* 的回归系数分别是 0.285 和 0.208, 在统计上都达到了 1% 的显著性水平。不仅如此, 它们也都达到了较高的经济显著性。具体而言, 自变量 *Aggressive* 一个标准差的变化会带来企业在股价崩盘风险均值分别提高 4.46% (*NCSKEW*) 和 4.71% (*DUVOL*)。这说明了当地方政府施政风格越激进时, 本地企业股价崩盘的风险越高, 支持了本文的研究假设。控制变量结果与已有文献 (Hutton *et al.*, 2009; Kim *et al.*, 2011) 基本保持一致, 本文不再赘述。³

³ 为了尽可能保证上述结论的稳健性, 本文进行多项稳健性检验, 实证结果保持不变: ①工具变量法, 选取市长与市委书记上一任所在地的施政风格和同一省份其他地级市政府施政风格的均值分别作为工具变量进行两阶段回归。②倾向得分匹配法, 首先, 将政府激进度指标按照从大到小的顺序分为三份, 将最高值设为处理组, 赋值为 1, 最低值设为对照组, 赋值为 0。然后, 我们在地区层面进行倾向值得分估计, 解释变量为与模型 (2) 相同的地区层面的控制变量。接着, 我们根据估计获得的倾向值得分按照 1:1 的匹配方法为处理组寻找配对样本, 最后对获得的新样本重新进行回归分析。③在样本中剔除四个直辖市后重新回归。④剔除注册地与经营地不一致的公司重新进行回归。⑤替换解释变量。由于不确定性词汇 (*Uncertain*) 隐含了保守甚至悲观的观点, 因此我们将该词汇考虑进来, 采取下面公式重新计算文本语调并带入模型 (3) 进行回归: $Tone1 = (Positive - Negative - Uncertain) / (Positive + Negative + Uncertain)$ 。由于篇幅限制, 本文没有将这些稳健性检验列示出来, 作者留案备索。

表 2 地方政府施政风格与当地企业股价崩盘风险

	NCSKEW	DUVOL
	(1)	(2)
<i>Aggressive</i>	0.285*** (2.67)	0.208*** (2.68)
<i>Ret</i>	52.035** (2.32)	48.241*** (2.94)
<i>Sigma</i>	5.757*** (4.65)	4.430*** (4.89)
<i>Size</i>	0.041*** (3.86)	0.026*** (3.41)
<i>Opaque</i>	0.266** (2.33)	0.120 (1.44)
<i>Lev</i>	0.076* (1.69)	0.061* (1.85)
<i>BM</i>	-0.068*** (-6.79)	-0.055*** (-7.52)
<i>Dturn</i>	-0.015 (-0.85)	-0.009 (-0.67)
<i>ROA</i>	0.128 (1.24)	0.053 (0.68)
<i>SOE</i>	-0.039* (-1.68)	-0.036** (-2.14)
<i>Interatio</i>	12.657 (1.19)	8.692 (1.17)
<i>GDPGrowth</i>	0.065 (0.55)	0.024 (0.29)
<i>AveGDP</i>	0.005 (0.18)	-0.014 (-0.62)
<i>Trade</i>	0.042 (1.64)	0.038* (1.93)

(续表)

	NCSKEW	DUVOL
	(1)	(2)
<i>College</i>	-7.859 (-1.23)	-3.455 (-0.72)
<i>Theater</i>	0.023* (1.80)	0.012 (1.31)
<i>Area</i>	13.556 (1.56)	6.988 (0.94)
Firm fixed effect	是	是
Year fixed effect	是	是
Observations	22 109	22 109
Adj. R^2	0.046	0.045

注:***、**、* 分别代表在 1%、5% 和 10% 统计水平上显著, 括号中是经公司、城市层面 Cluster 后的 t 值, 下同。

(三) 拓展性检验: 调节效应

为了检验本文所提出的两个效应——政府干预效应和企业迎合效应是否成立, 我们分别从地区宏观层面和企业微观层面展开调节效应分析。

1. 宏观地区角度

(1) 政府与市场关系。当政府与市场关系越差时, 地方官员对本地企业的干预空间变得更大, 这意味着在这些地区, 激进型的政府对于企业股价崩盘风险的影响更大。在研究设计上, 我们引入王小鲁等 (2019) 编制的市场化指数中的“政府与市场的关系” (*Relationship*) 指标作为调节变量: 如果“政府与市场关系”排名位于中位数之后, 设为 1, 反之为 0。然后将其与政府施政风格 (*Aggressive*) 的交乘项引入回归模型进行检验, 结果如表 3 第 (1) 列和第 (2) 列所示。可以发现, 交乘项 $Aggressive \times Relationship$ 的回归系数分别为 0.362 和 0.403, 且分别在 10% 和 5% 的水平上显著, 这说明当地方政府与市场关系越差时, 政府施政风格越激进, 本地企业股价崩盘风险的正向影响越显著。

(2) 政府对企业的干预。当政府对企业的干预较多时, 表明政府在行政审批、行业准入等方面越不想放权, 市场力量所起到的作用越弱。这也表明地方政府施政风格会发挥更大的作用, 更容易对股价崩盘产生影响。在研究设

计上,我们采用市场化指数中的“减少政府对企业的干预”(Intervene)指标作为调节变量:如果“减少政府对企业的干预”排名位于中位数之后,设为1;反之为0,并在回归模型中引入它与政府施政风格的交乘项做进一步考察。从表3第(3)列和第(4)列的回归结果可以发现,交乘项 $Aggressive \times Intervene$ 的回归系数分别为0.503和0.466,且分别在5%和1%的水平上显著,这说明对于政府干预程度较为严重的地区,政府施政风格对股价崩盘风险的正向作用越强。

综合而言,上述两个分析表明,当地方政府官员对本地企业有更大的干预空间时,政府施政风格对公司股价暴跌风险的影响会越显著。

表3 地方政府施政风格与当地企业股价崩盘风险:政府干预效应

变量	NCSKEW	DUVOL	NCSKEW	DUVOL
	(1)	(2)	(3)	(4)
$Aggressive \times Relationship$	0.362*	0.403**		
	(1.68)	(2.57)		
$Aggressive \times Intervene$			0.503**	0.466***
			(2.39)	(3.04)
$Relationship$	0.013	0.003		
	(0.78)	(0.24)		
$Intervene$			0.027*	0.011
			(1.81)	(1.05)
$Aggressive$	0.092	-0.010	0.024	-0.038
	(0.61)	(-0.09)	(0.16)	(-0.35)
Controls	是	是	是	是
Firm fixed effect	是	是	是	是
Year fixed effect	是	是	是	是
Observations	22 109	22 109	22 109	22 109
Adj. R^2	0.048	0.046	0.048	0.047

注:为了节省篇幅,我们不再报告控制变量的回归结果,用Controls一词代替,表4同。

2. 微观企业角度

在企业微观层面,我们选择产权性质和政治关联两个指标作为代理变量,检验当产权性质为国有企业或者企业与政府存在政治关联时,政府施政风格对企业股价崩盘风险的影响是否存在差异。

(1) 产权性质。在政治晋升激励的背景下,国有企业的高管出于自身政治

仕途或者其他利益的考量相比于一般意义上的企业经营者有更加强烈的动机迎合政府的施政风格。在研究设计上,我们在回归模型中引入它与施政风格的交乘项。从表4第(1)列和第(2)列的回归结果可以发现,交乘项 $Aggressive \times SOE$ 的回归系数分别为 0.440 和 0.259,且分别在 5% 和 10% 的水平上显著,这说明对于国有企业,政府施政风格对企业股价崩盘风险的正向作用更强。

(2) 政治关联。当公司高管存在政治关联时,管理层为了与政府完成利益互换会更加迎合政府的施政风格与偏好。我们参照已有文献的普遍做法(唐松和孙铮,2014;李维安等,2015),如果上市公司董事长或总经理目前或曾在政府、军队任职,或为人大代表、政协委员、党代表等,则认为公司具有政治关联(PC),取值为 1,否则取值为 0。在研究设计上,我们在回归模型中引入它与施政风格的交乘项做进一步考察。从表4第(3)列和第(4)列的回归结果可以发现,交乘项 $Aggressive \times PC$ 的回归系数分别为 0.448 和 0.292,且均在 5% 的水平上显著。这说明存在政治关联的企业,政府施政风格对股价崩盘风险的正向作用更强。

表4 地方政府施政风格与当地企业股价崩盘风险:企业迎合效应

变量	NCSKEW	DUVOL	NCSKEW	DUVOL
	(1)	(2)	(3)	(4)
$Aggressive \times SOE$	0.440** (2.10)	0.259* (1.69)		
$Aggressive \times PC$			0.448** (2.18)	0.292** (1.96)
$Aggressive$	0.015 (0.09)	0.048 (0.39)	0.012 (0.07)	0.030 (0.24)
SOE	-0.040* (-1.72)	-0.036** (-2.17)	-0.039* (-1.66)	-0.035** (-2.06)
PC			-0.006 (-0.39)	-0.010 (-0.97)
Controls	是	是	是	是
Firm fixed effect	是	是	是	是
Year fixed effect	是	是	是	是
Observations	22 109	22 109	22 109	22 109
Adj. R^2	0.046	0.045	0.046	0.045

（四）进一步检验：内在机制

前文一系列检验证实了地方政府施政风格会对当地企业股价崩盘风险产生不可忽视的重要影响。那么，一个值得进一步探索的问题是：这种影响效应背后的作用渠道是什么？在前文的分析中，我们指出当地方政府施政风格越激进时，一方面这种好大喜功、急于求成的施政理念会使得政府有更强的动力放松法律制度建设、降低地方信息透明度，压制坏消息；另一方面，本地企业出于自利会投其所好，加强对于负面消息的隐瞒以及加速对于正面消息的释放。显然，这两种渠道都是通过影响地区或者企业的信息披露行为进而作用于股价崩盘风险。为了检验这两个作用渠道是否成立，我们从宏观地区角度与微观企业角度进行实证检验。

1. 宏观地区角度

本文参照已有文献，选择市场化指数中的“市场中介组织的发育和法治环境指数”作为地区法律制度环境的代理指标，同时采用司法透明指标衡量地区的司法质量。如果“市场中介组织的发育和法治环境指数”排名位于中位数之下，则说明中介组织发育与法治环境较差，法律制度环境变量 (*Law*) 赋值为 1，反之为 0。同样，如果“司法透明指标”排名位于中位数之下，则说明司法透明度较差，司法透明度指标 (*JudTra*) 设为 1，反之为 0。此外，Piotroski *et al.* (2015) 指出地方官员出于政治动机会在全国人民代表大会召开时期以及省级官员提拔时期压制负面信息，从而提高了当地企业股价崩盘风险。结合本文的逻辑，当施政风格较激进时，地方政府更倾向于授权或操控当地党政机关报减少负面报道，而这些官方媒体也会碍于压力不得不压制坏消息的发布。因此，本文收集了 276 个城市党政机关报从 2002 年年初至 2018 年年初近 500 万份的媒体报道。通过人工抽样阅读媒体报道，建立了反映积极、消极、中性的词汇表。与前文处理政府工作报告文本的方法相同，我们计算得到每篇媒体报道的积极得分和消极得分，当积极得分大于消极得分时，归为积极报道，反之为消极报道。最后，我们将消极报道数量除以总报道数量进行标准化处理，从而得到所需要的媒体报道指标 (*NegCov*)。控制变量为衡量地区政府的施政风格时所用的一系列解释变量，同时还加入年份和城市固定效应。从表 5 的回归结果可以发现，对于 *Law*、*JudTra* 和 *NegCov* 这三个因变量，*Aggressive* 的回归系数分别为 0.247、0.643 和 -0.002，至少都达到了 10% 的显著性水平，说明地方政府施政风格越激进，地区法制环境越差、司法透明度越低、当地官方媒体越压制负面新闻。这些结果反映出地方政府施政风格的激进度会显著影响当地的法制环境建设以及信息透明度，为本文的逻辑假定提供了支持。

表5 地方政府施政风格与地区信息披露水平

	<i>Law</i>	<i>JudTra</i>	<i>NegCov</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>Aggressive</i>	0.247**	0.643**	-0.002*
	(2.10)	(2.23)	(-1.84)
Controls	是	是	是
City fixed effect	是	是	是
Year fixed effect	是	是	是
Observations	3 448	1 495	4 179
Adj. R^2	0.680	0.354	0.873

注：Controls表示在衡量地区政府的施政风格时所用的一系列解释变量。

2. 微观企业角度

我们从三个方面来衡量企业信息披露行为：(1) 盈余质量。我们采用应计盈余管理绝对值三年移动平均 (*Opaque*) 来衡量。*Opaque* 数值越大, 说明公司可操纵性应计项越大, 表明盈余质量越低。(2) 会计稳健性。所谓会计稳健性, 是指企业充分估计可能发生的风险和损失, 延迟对利润的确认, 避免高估资产或收益, 体现了会计信息质量要求的“谨慎性”原则。如果会计稳健性越低, 说明企业存在加速确认好消息、延迟确认坏消息的情况。本文参照已有文献计算得到公司年度会计稳健性指数 (*C_Score*)。(3) 文本语调。我们参照 Huang *et al.* (2014)、Li *et al.* (2019) 等选择控制变量, 对董事会报告的语调分年度分行业进行 OLS 回归, 回归估计获得的残差就是超出理论预期的异常值, 即文本异常语调 (*AbnTone*)。*AbnTone* 数值越大, 说明管理层表现出过度乐观的倾向, 关于公司经营现状与未来发展的讨论与分析偏离了公司实际情况。从表 6 的回归结果可以发现, 对于 *Opaque*、*C_Score* 和 *AbnTone* 这三个因变量, *Aggressive* 的回归系数分别为 0.014、-0.014 和 0.071, 且分别在 10%、5% 和 1% 的水平上显著, 说明地方政府施政风格越激进, 本地企业盈余管理程度越高、会计稳健性水平越低以及董事会报告中的异常语调越积极。这些结果表明, 地方政府施政风格的激进度将削弱本地企业信息披露质量, 证实了上述作用渠道的存在, 也支持了本文的逻辑假定。

表6 地方政府施政风格与当地企业信息披露水平

	<i>Opaque</i>	<i>C_Score</i>	<i>AbnTone</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>Aggressive</i>	0.014*	-0.014**	0.071***
	(1.69)	(-1.99)	(2.68)

(续表)

	<i>Opaque</i>	<i>C_Score</i>	<i>AbnTone</i>
	(1)	(2)	(3)
Controls	是	是	是
Firm fixed effect	是	是	是
Year fixed effect	是	是	是
Observations	23 926	17 684	17 236
Adj. R^2	0.053	0.514	0.004

五、结论与启示

改革开放以来，中央持续推行了一系列行政分权、财政放权改革。可以说，改革开放的四十年也是中国转变政府职能、深化行政体制改革的四十年。从早先的全能型政府、管制型政府的理念，到现在的有限型政府、服务型政府的共识，体现了我国政府在这其中的积极尝试与不懈努力。然而，中央权力的下放在激发地方政府积极性的同时，也引发了地方官员乱作为的不良现象。那么，地方政府应该如何行使权力、构建秩序、发挥职能？学术界在该问题上的讨论不绝于耳，但相关的实证检验却十分匮乏。有鉴于此，我们区分了两种风格迥异的施政理念：激进型与稳健型。前者为追求短期目标而不顾当地实际情况，有着好高骛远、好大喜功、急功近利的明显特征；后者则立足当前、放眼长远、着眼未来，在城市治理与发展上更加脚踏实地。

基于以上分析，本文以 2001—2018 年我国 A 股非金融上市企业为研究样本，从政府工作报告入手，通过采用 Python 文本分析技术量化政府施政风格，探究政府施政风格激进度对企业股价崩盘风险的影响。研究发现当地方政府施政风格越激进时，当地企业股价崩盘的风险越高。拓展性检验表明，这种关联在政府干预动机或企业迎合动机越强的情况下会表现得更加显著。内在机制检验表明，政府施政风格通过影响地区法制建设和信息透明度以及企业信息披露行为进而作用于企业股价崩盘风险。

在深化行政体制改革、加快转变政府职能、推进经济高质量发展的背景下，本文研究契合了时代的需要。随着我国政府职能的一系列改革，地方政府施政的自由裁量权逐渐扩大。并且，在晋升锦标赛模式下，地方官员在政绩压力和晋升动力的驱使下在施政上会积极推陈出新，个性化、多样化施政风格蔚然成风，这对于地方经济发展和社会建设无疑是大有裨益。但是，由于缺乏相配套的制度监督和制约，地方政府的权力运行透明度较低，这也滋

生了地方官员滥用权力、乱作为的不良现象。然而,个性化不等于任性化,多样化不等于花样化。习近平总书记的“把权力关进制度的笼子”,李克强总理的“有权不可任性”,都无一例外地指明了政府职能改革的方向:明确权力边界。本文在这样的时代和政策背景下,研究政府职能和政府特征,探索政府的施政风格对企业行为 and 发展的影响,对于探索新常态下如何转化政府职能、寻求经济增长新动力、实现经济高质量发展具有积极的实践意义。

参考文献

- [1] 陈瑞欣,“从政府工作报告(1978—2015)看中国周边外交政策的发展变化”,《国际观察》,2016年第1期,第66—79页。
- [2] 陈天祥、杨蕊,“地方政府职能转变测量——基于广东省政府工作报告的文本分析(1981—2015)”,《华南师范大学学报(社会科学版)》,2017年第1期,第101—112页。
- [3] 褚剑、方军雄,“政府审计的外部治理效应:基于股价崩盘风险的研究”,《财经研究》,2017年第4期,第133—145页。
- [4] Davis, G. F., “New Directions in Corporate Governance”, *Annual Review of Sociology*, 2005, 31 (1), 143-162.
- [5] 邓雪琳,“改革开放以来中国政府职能转变的测量——基于国务院政府工作报告(1978—2015)的文本分析”,《中国行政管理》,2015年第8期,第30—36页。
- [6] Huang, X., S. H. Teoh, and Y. Zhang, “Tone Management”, *The Accounting Review*, 2014, 89 (3), 1083-1113.
- [7] Hutton, A. P., A. J. Marcus, and H. Tehranian, “Opaque Financial Reports, R^2 , and Crash Risk”, *Journal of Financial Economics*, 2009, 94 (1), 67-86.
- [8] 江轩宇,“税收征管、税收激进与股价崩盘风险”,《南开管理评论》,2013年第5期,第154—162页。
- [9] Jin, L., and S. C. Myers, “ R^2 around the World: New Theory and New Tests”, *Journal of Financial Economics*, 2006, 79 (2), 257-292.
- [10] Kim, J. B., Y. Li, and L. Zhang, “Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm Level Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 2011, 100 (3), 639-662.
- [11] 梁权熙、曾海舰,“独立董事制度改革、独立董事的独立性与股价崩盘风险”,《管理世界》,2016年第3期,第144—159页。
- [12] Li, M., H. Wu, M. Xiao, and J. You, “Beyond Cheap Talk: Management’s Informative Tone in Corporate Disclosures”, *Accounting and Finance*, 2019, 59 (5), 2905-2959.
- [13] 李维安、王鹏程、徐业坤,“慈善捐赠、政治关联与债务融资——民营企业与政府的资源交换行为”,《南开管理评论》,2015年第1期,第4—14页。
- [14] Pennebaker, J. W., M. R. Mehl, and K. G. Niederhoffer, “Psychological Aspects of Natural Language Use: Our Words, Our Selves”, *Annual Review of Psychology*, 2003, 54 (1), 547-577.
- [15] Piotroski, J. D., T. J. Wong, and T. Zhang, “Political Incentives to Suppress Negative Information: Evidence from Chinese Listed Firms”, *Journal of Accounting Research*, 2015, 53 (2),

405-459.

- [16] 沈洪涛、周艳坤，“环境执法监督与企业环境绩效：来自环保约谈的准自然实验证据”，《南开管理评论》，2017年第6期，第73—82页。
- [17] 唐松、孙铮，“政治关联、高管薪酬与企业未来经营绩效”，《管理世界》，2014年第5期，第93—105页。
- [18] 王维民、黄娅，“从概念隐喻看政府的意识形态与执政理念——以国务院《政府工作报告》（1978—2011）为例”，《西南交通大学学报（社会科学版）》，2012年第3期，第40—45页。
- [19] 王小鲁、樊纲、胡李鹏，《中国分省份市场化指数报告（2018）》。北京：社会科学文献出版社，2019年。
- [20] 王印红、李萌竹，“地方政府生态环境治理注意力研究——基于30个省市政府工作报告（2006—2015）文本分析”，《中国人口·资源与环境》，2017年第2期，第28—35页。
- [21] 魏伟、郭崇慧、陈静锋，“国务院政府工作报告（1954—2017）文本挖掘及社会变迁研究”，《情报学报》，2018年第4期，第406—421页。
- [22] 文宏，“中国政府推进基本公共服务的注意力测量——基于中央政府工作报告（1954—2013）的文本分析”，《吉林大学社会科学学报》，2014年第2期，第20—26页。
- [23] You, J. X., B. H. Zhang, and L. Zhang, “Who Captures the Power of the Pen?”, *Review of Financial Studies*, 2018, 31 (1), 43-96.
- [24] 易志高、李心丹、潘子成、茅宁，“公司高管减持同伴效应与股价崩盘风险研究”，《经济研究》，2019年第11期，第54—70页。
- [25] 赵云辉、张哲、冯泰文、陶克涛，“大数据发展、制度环境与政府治理效率”，《管理世界》，2019年第11期，第119—132页。
- [26] 周黎安，“中国地方官员的晋升锦标赛模式研究”，《经济研究》，2007年第7期，第36—50页。
- [27] 朱光喜，“工作报告模式的地方政府绩效自评分析——以省级政府工作报告为例”，《经济与管理研究》，2012年第4期，第7—14页。

The Government's Governance Style and High-quality Economic Development —From the Perspective of Stock Price Crash Risk

JIAXING YOU MINGYANG YU XITING WU*
(Xiamen University)

Abstract This study finds that when the local government's governance style is more aggressive, the risk of local corporate stock prices crash is higher by government intervention

* Corresponding Author: Xiting Wu, School of Management, Xiamen University, Siming District, Xiamen, Fujian 361005, China; Tel: 86-15959292095; E-mail: wxtxmu01@163.com.

and corporate catering motivations. Further research proves that the government's governance style affects regional information transparency and corporate information disclosure behavior, and then on the risk of stock price crash. This paper not only enriches the literature accumulation in the two fields of government public governance and crash risk, but also has positive practical significance for exploring how to transform government functions, seek new power for economic growth, and achieve high-quality economic development.

Keywords government style, government annual report, stock price crash risk

JEL Classification G32, G38, P26