

管理层语调操纵会影响政府补助吗?

——基于 MD&A 的文本分析

董小红, 刘 博

(安徽财经大学会计学院, 安徽 蚌埠 233030)

摘要: 党的二十大报告指出,我国治理体系的现代化水平得到显著提高,作为治理体系的重要组成部分,政府补助具有“信号效应”,成为企业竞相争取的重要资源,为企业发展提供了巨大动力。管理层语调具有信息增量作用,企业是否可以获得政府补助与其传递的信息息息相关,文章利用2008—2020年A股上市公司数据,实证检验管理层语调操纵与政府补助之间的关系。研究表明,管理层语调操纵有助于企业获得政府补助,即管理层语调操纵具有资源获取效应。进一步研究发现,分析师、媒体与机构投资者均具有一定的监督作用,能抑制管理层语调操纵,削弱其资源获取效应。文章研究为提高政府补助的公平性和效率性,加强文本信息披露的规范性,完善信息披露制度提供了一定的理论参考和经验证据。

关键词: 政府补助;管理层语调操纵;外部监督;文本分析

中图分类号: F234.4 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2154(2023)02-0053-13

DOI: 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2023.02.004

Does Management Tone Manipulation Affect Government Subsidies?

MD&A Based Text Analysis

DONG Xiaohong, LIU Bo

(School of Accounting, Anhui University of Finance and Economics, Bengbu 233030, China)

Abstract: According to the Report of 20th National Congress of CPC, China's governance system has seen a major improvement in modernization, and as a crucial component of the governance system, government subsidies have a “signaling impact” and turn into a valuable resource for businesses to fight for, serving as a strong incentive for their growth. Using data of A-share listed companies from 2008 to 2020, this paper empirically investigates the relationship between management tone manipulation and government grants. This relationship has an incremental information effect and is closely related to whether companies can receive government grants. The findings demonstrate that managerial tone manipulation has a resource acquisition impact, assisting businesses in securing government subsidies. Further research reveals that the media, institutional investors, and securities analysts play specific supervisory responsibilities that can counteract management tone manipulation and lessen its influence on resource acquisition. In order to increase the efficiency and fairness of government subsidies, to strengthen the standards of textual information disclosure, and to enhance the information disclosure system, this study offers theoretical references and empirical data.

Key words: government subsidies; management tone manipulation; external supervision; text analysis

收稿日期: 2022-11-04

基金项目: 国家社会科学基金一般项目“新退市制度驱动企业高质量发展的作用机理和效应研究”(21BJY260)

作者简介: 董小红,女,副教授,管理学博士,主要从事资本市场财务和会计研究;刘博,男,教授,管理学博士,主要从事信息披露和审计理论研究。

一、引言

党的二十大报告明确指出,“要想建设社会主义现代化强国,必须完整、准确、全面贯彻新发展理念,坚持社会主义市场经济改革方向”。市场经济的发展离不开信息披露政策的不断完善。随着改革开放的深入深化,我国资本市场对信息披露的要求也越发严格和规范。2020年颁布的新《证券法》对信息披露做了专门规定,2021年中国证监会重新修订了《上市公司信息披露管理办法》,进一步完善了我国信息披露制度,改善了资本市场信息披露环境。十四五期间,注册制改革成为党和政府关注的重点之一,信息披露制度改革则是注册制改革的核心所在,其重要程度不言而喻。

企业与其他市场主体之间天然存在信息不对称,而高质量的信息披露能够降低企业股权融资成本(Chen等,2022)^[1],提高投资者判断的准确性并改善资源配置效率(Hann等,2019)^[2]。从披露信息的组成部分来看,企业信息主要由数字信息与文本信息构成。数字信息具有标准化、直观化的特点,管理层在不违反相关法律法规的前提下通常采用应计或真实盈余管理等手段粉饰数字信息,向市场传达积极信号(彭牧泽和靳庆鲁,2021)^[3]。与数字信息相比,文本信息形式更加灵活,内容更加丰富,在信息披露中的占比也较大。但是文本信息也存在内容繁杂、体量庞大和缺乏统一的披露标准等缺点,使其更容易被管理层利用。在文本信息中,管理层语调是具有实质性内容且会对市场产生重要影响的信息之一。管理层通过改变文本信息中正面和负面词汇的使用频率,向市场传递有关企业的积极或消极信息,以此进行印象管理,影响市场参与者对企业的态度。现有研究也表明管理层通过语调可以配合企业盈余管理(王华杰和王克敏,2018)^[4]、股权激励政策(刘建梅等,2022)^[5]、社会责任承担(周建等,2021)^[6]等行为。

政府是我国市场经济的重要参与者,掌握着大量资源,具有相当的资源配置权力(戴亦一等,2014)^[7]。政府补助作为一种财政资源配置手段,具有无偿性和稀缺性的特点,企业获取政府补助往往不需要承担直接成本。同时政府补助具有“认证效应”,能够向市场传递积极信息,帮助企业获取更多的社会资本,缓解融资压力。因此企业有获取政府补助的强烈愿望。

管理层分析与讨论(MD&A)作为企业文本信息的核心内容,向外界传递了企业绩效、现实状况和未来前景的信息,语调更是富含信息增量,对于了解企业现状有着重要意义。那么 MD&A 信息是否能够成为政府发放补助时的参考因素,又是否能通过语调操纵帮助企业获得政府补助?为了回答这一问题,本文以2008—2020年我国 A 股上市公司为样本,采用文本分析的方法,探讨管理层语调操纵与政府补助间的关系。研究发现,在不考虑其他因素的情况下,管理层语调操纵与政府补助显著正相关,即管理层语调操纵具有资源获取效应。进一步异质性检验发现,证券分析师、媒体和机构投资者关注具有调节效应,会对二者关系产生影响,证券分析师、媒体和机构投资者关注越高,有助于抑制管理层语调操纵行为,削弱其资源获取效应。

本文的研究贡献可能在于:(1)拓展了管理层语调操纵的研究边界。有关管理层语调操纵的研究相对较少,本文的研究拓展了管理层语调操纵的研究边界,为以后的研究提供一定的借鉴和启示。(2)丰富了政府补助的相关研究视角。现有研究主要探讨政府补助的经济后果,但是对企业获取政府补助的影响因素研究相对较少,本文从管理层语调这一视角探究了政府补助的影响因素,丰富了政府补助的研究视角。(3)探讨了外部监督的有效性。在进一步分析中从分析师关注、媒体监督和机构投资者实地调研三个方面探究外部监督对管理层语调操纵资源获取效应的抑制作用,探讨了外部监督的有效性,为后续研究管理层语调操纵提供了方向,也是对现有文献的有益补充。

二、文献回顾

(一) 管理层语调操纵

管理层语调操纵是指管理层在年报“管理层讨论与分析”(MD&A)部分有意识地提高积极或消极词

汇的使用频率,以达到渲染文本基调的目的。对于管理层积极语调的作用学者们有不同意见,有的学者认为积极的语调对企业有利(Wang,2021;Durnev和Mangen,2020;鲁万波等,2022)^[8-10];也有部分学者认为管理层语调尤其是异常语调具有一定的欺骗性,对企业弊大于利(Caserio等,2020;Wu等,2021;林晚发等,2022)^[11-13]。

积极的管理层语调具有信息含量(Wang,2021)^[8]和同行业溢出效应(Durnev和Mangen,2020)^[9],能够降低股价同步性(余海宗和朱慧娟,2021)^[14]。对于创业板企业来说,积极的语调可以提高企业绩效(唐少清等,2020)^[15]。鲁万波等(2022)^[10]进一步研究表明管理层语调本身能够提供公司未来业绩的增量信息,具有一定的可信度。但是也有研究认为管理层语调实际上配合了企业盈余管理的行为(朱朝晖和许文瀚,2018)^[16],减少了企业获得的银行贷款(卢介然和马超,2019)^[17]。Zhang等(2022)^[18]利用我国数据研究发现,管理层语调操纵会影响金融风险预警模型精度,扭曲预测结果。

语调操纵是管理层修饰信息的机会主义行为(Caserio等,2020)^[11],可能会影响市场主体对企业的判断(Wu等,2021)^[12],异常语调的企业面临的破产风险反而更高(林晚发等,2022)^[13]。党组织参与公司治理(鲍晓静和李亚超,2021)^[19]、财务报告问询函的非处罚性约束(付文博和曾皓,2022)^[20]、完善卖空机制(张璇等,2022)^[21]等方式都可以抑制管理层语调操纵的机会主义行为。管理层通过语调操纵向外界传递的有关企业消息很可能与企业现状大相径庭,政府参考这些信息对企业进行评价,就可能降低补助的效率和效果。习近平总书记在党的二十大报告中明确指出:“我们要构建高水平社会主义市场经济体制,坚持和完善社会主义基本经济制度,毫不动摇巩固和发展公有制经济,毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展,充分发挥市场在资源配置中的决定性作用,更好发挥政府作用。”因此有必要探讨管理层语调操纵是否会影响政府判断,有助于企业获取政府补助。

(二) 政府补助

由于新冠病毒疫情反复导致的经济不确定性提高了企业风险,在此背景下,企业会热衷于加强与政府的关系,为自身获取便利(贺康和万丽梅,2020)^[22]。现有关于政府补助的研究主要集中于政府补助的影响因素和经济后果两个方面。

政府补助的影响因素主要集中在企业特征和地区特点两个方面。一方面,企业自身的特征与行为会影响政府补助的发放。潘越等(2009)^[23]利用ST公司的样本,研究发现民营企业的政治关联对企业处于财务困境时获取政府补助有显著影响。郭剑花和杜志强(2011)^[24]继续研究了企业政治关联与政府补助的关系,肯定以往结论的同时也指出政治关联会降低政府补助的资源配置效率,增加企业负担。基于“利益互惠”原则和鼓励企业履行社会责任的原则,政府倾向于对进行慈善捐助的企业发放更多的补助(王理想和姚小涛,2019)^[25]。同时积极承担环境责任(王薇,2020)^[26]和参与扶贫活动(何康等,2022)^[27]的企业亦能获得政府的青睐。此外,企业也会通过盈余管理等方式获取更多政府补助(赵玉洁和刘敏丽,2018)^[28]。另一方面,部分学者也研究了地区特点对企业获取政府补助的影响。地区财政分权程度会影响政府补助,财政分权度高的地区企业获取的政府补助相对较少(许罡等,2012)^[29]。鄢波和王华(2018)^[30]研究发现地方政府的竞争压力会影响政府补助,竞争压力较高地区的政府更愿意为企业提供补助。

政府补助的经济后果也是研究的热点。政府补助具有“认证效应”(Yan和Li,2018)^[31],能够影响社会资本的流动倾向。对于市场表现良好的企业,获取政府补助可以帮助企业提高数字化水平(余典范等,2022)^[32]、创新绩效(Tong等,2022)^[33]和绿色创新水平(刘剑民等,2022)^[34]。但是过多的政府补助也可能导致企业绩效下滑,内部薪酬差距加大,阻碍企业发展(赵宇恒和孙悦,2014;罗宏等,2014)^[35-36]。同时,接受政府补助的企业也会面临更多的监督,承担更多的义务(梁莱歆和冯延超,2010)^[37]。

综上所述,学术界对政府补助的影响因素和经济后果从企业层面、投资者和债权人视角展开了深入研究,取得了丰富的成果,但在诸多影响因素中,管理层语调操纵与政府补助的关系还尚未得到充分的关注。

三、理论分析与研究假设

2008年以来我国政府补助的总额一直呈现增加态势,至2020年各项政府补助支出已达170多亿元。

2011年以来每年有超九成上市公司获得政府补助,平均补助额达到4000多万元,企业接受政府补助已成普遍现象。除部分有明确限制条件外,例如《国家开发银行、科学技术部关于对创新型试点企业进行重点融资支持的通知》规定获得的新技术补助等,其余大部分政府补助主要由地方政府自行决定,地方政府在补助发放层面具有相当的自由裁量权(戴亦一等,2014)^[7],造成各地政府补助要求不一致、规定不明确。多数政府补助项目除要求提供申请书外,还需要企业提供财务报告(年报)以及描述企业现状、发展前景、行业地位等相关文件。如《广东省工业和信息化专项资金支持(2018)》要求企业提供2016—2017年年报以及企业发展现状、未来发展前景和行业状况等相关文件。上海市松江区2022年对服务业企业的疫情补助,也要求企业提供近三年财务报告(上市公司年度报告)以及与企业地位、行业状况有关的材料。而MD&A是企业年报的重要组成部分,包含了政府所需的有关企业现状、发展前景、行业状况和各种风险等相关信息,能够为政府选择补助的对象企业提供重要信息。此外,企业所获得的政府补助也名目繁多。据同花顺iFinD统计数据,政府补助名目累计达数百种,除了笼统的财政补助、拨款、扶持资金、贴息和针对各种各样产品项目的补助之外,还有名目繁多的各种奖励,为企业采取措施获取更多的政府补助提供了空间和动力。

党的十八大以来党中央强调经济要提质增效,经济高质量发展也是十四五发展纲要的核心内容。从保量向保质发展的客观需要与现实要求使得各地政府在选取补助企业时除传统财务数据指标外,还需要关注企业现状、发展前景、创新能力和社会责任履行情况等指标,现有研究也证明了这些因素均能影响政府补助的发放(王理想和姚小涛,2019;王薇,2020)^[25-26]。与数字信息相比,MD&A更加通俗易懂且包含了大量政府所需的信息,方便政府快速了解企业的同时也降低了其信息处理成本。而语调信息又具有信息增量作用,能够与数字和文本信息相呼应,形成有益补充,在政府甄别补助企业时提供帮助。但是语调本身更加易于操纵且不易被发现,企业是否为了满足补助要求进行语调操纵就成为值得探讨的问题。为回答这一问题,本文将从管理层动机,政府需求和操纵空间三个方面进行分析与阐述。

第一,管理层有获取政府补助的动机。政府补助对企业具有显著的正向影响,能够增强企业债务融资能力(Zeng等,2021)^[38]。李健等(2016)^[39]进一步研究发现,政府补助有利于缓解企业融资约束。同时,政府补助能够促进企业转型升级(胡丽娜和薛阳,2022)^[40],提高创新绩效(Liu等,2019)^[41]。郭晓丹和何文韬(2011)^[42]研究了政府补助与战略性新兴产业间的“信号效应”,认为政府补助具有“认证效应”和“光环效应”。彭江平等(2019)^[43]进一步研究了政府补助的“信号效应”,结果表明接受政府补助会帮助企业向市场传递有利信息,能够吸引更多的社会投资者跟进,缓解企业融资压力。从微观角度看,政府通过财政拨款、财政贴息等一系列补助方式能够缓解融资约束,降低企业运营成本。从宏观角度看,获得政府补助的企业相当于获得了政府的“背书”能够向资本市场传递积极的信号,获取更多的收益。此外,获取政府补助往往有助于增加高管薪酬(刘剑民等,2019)^[44]。无论是为了企业的整体利益还是管理者自身利益,管理层都有操纵语调来获取更多政府补助的动机。

第二,政府有提供补助的现实需求。“晋升竞标赛”理论是理解我国地方政府行为的重要基础,政府考核中经济指标始终是核心之一。为了提高地区经济发展水平,交出满意的“经济答卷”,政府愿意为企业提供更多的补助。对于披露积极信息的企业,其可能更具有发展前景,能够创造更多的经济利益;对于披露相对消极信息的企业,政府官员也可能基于稳定地区经济发展的需要,给企业提供补助(潘越等,2009)^[23]。滕飞等(2020)^[45]进一步研究指出,企业股价崩盘风险越大时,获取政府补助的可能性越大。

第三,现行信息披露制度为语调操纵提供了操作空间。虽然信息披露制度在不断完善,但是由于语调信息存在很强的主观性,因此很难形成统一的披露标准,判断企业是否进行了语调操纵十分困难。政府是否给予企业补助需要通过企业提供的信息来判断,政府虽掌握资源但处于信息劣势地位,而企业则恰恰相反。因此二者间的信息不对称给管理层语调操纵留下了空间,企业可以向政府传递积极信号,塑造良好印象,以此获取更多的政府补助,企业不仅有语调操纵的动机,更有语调操纵的空间。

基于上述分析,本文提出以下研究假设:

假设H:管理层语调操纵能够帮助企业获取更多的政府补助,即语调操纵具有资源获取效应。

四、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

考虑到数据的可获得性和更新频率,本文以2008—2020年我国A股上市公司为研究样本,参考王华杰和王克敏(2018)^[4]的做法,对数据进行了如下处理:(1)剔除金融行业企业;(2)剔除样本中ST与*ST的企业;(3)剔除所有者权益为零或负以及相关变量缺失的样本,最终得到22147个观测值。上市公司语调数据通过Python软件从年报MD&A部分提取所得,其余数据均来自CSMRA、WIND和CNRDS数据库。为避免异常值的影响,本文对所有主要变量进行了上下1%的Winsorize缩尾处理。^①

(二) 变量定义与说明

1. 被解释变量。政府补助(*Sub*)。现有研究对政府补助的度量方法主要有以下几种:(1)政府补助的自然对数;(2)政府补助占营业收入的比重;(3)政府补助占总资产的比重;(4)政府补助绝对数。本文参考滕飞等(2020)^[45]的做法,使用企业当年获得政府补助的自然对数,记为*Sub*。

2. 解释变量。管理层语调操纵(*Abt*和*Abt_FE*)。首先,本文参考王华杰和王克敏(2018)^[4]的做法,将其中积极属性词(“积极”“进步”等)和消极属性词(“低迷”“不利”等)分别作为正面和负面词列表,参考谢德仁和林乐(2015)^[46]、贺康和万丽梅(2020)^[22]的做法,使用模型(1)计算管理层净语调。其中*Tone*为管理层净语调,*Tone*越大,说明管理层语调越积极。

$$Tone = \frac{\text{正面词个数} - \text{负面词个数}}{\text{正面词个数} + \text{负面词个数}} \quad (1)$$

其次,参考已有研究(王华杰和王克敏,2018;林晚发等,2022)^[4,13],利用模型(2)和(3)的残差项衡量管理层语调操纵(*Abt*和*Abt_FE*)。

$$Tone_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Roa_{i,t} + \beta_2 Ret_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Btm_{i,t} + \beta_5 Std_{Ret_{i,t}} + \beta_6 Std_{Roa_{i,t}} + \beta_7 Age_{i,t} + \beta_8 Loss_{i,t} + \beta_9 D_Roa_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Tone_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Roa_{i,t} + \beta_2 Ret_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Btm_{i,t} + \beta_5 Std_{Ret_{i,t}} + \beta_6 Std_{Roa_{i,t}} + \beta_7 Age_{i,t} + \beta_8 Loss_{i,t} + \beta_9 D_Roa_{i,t} + \beta_{10} F_Roa_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

在模型(2)和(3)中,*Tone*为管理层净语调;*Roa*为企业当期净利润;*Ret*为12个月持有到期收益率;*Size*为企业规模(企业总资产的自然对数);*Btm*为账面市值比;*Std_Ret*为股票月收益率标准差;*Std_Roa*为过去5年业绩标准差;*Age*为企业上市年数(利用自然对数标准化);*Loss*为虚拟变量,如企业当期出现亏损则为1,否则为0;*D_Roa*为*t*期净利润减*t-1*期净利润,再除以*t-1*期总资产;*F_Roa*为*t+1*期净利润与*t*期总资产比值。

3. 控制变量。参考已有研究(李哲等,2022;步丹璐等,2019;王红建等,2014)^[47-49],主要控制了以下8种变量:杠杆率(*Lev*)、总资产净利率(*Roa*)、两职合一(*Dual*)、企业上市年限(*ListAge*)、政治关联(*PC*)、产权性质(*Soe*)、企业增长率(*Growth*)、独立董事比例(*Indep*)。此外,还将年份变量(*Year*)和行业变量(*Ind*)作为控制变量参与回归。相关变量的具体定义见表1。

(三) 模型设计

为了检验管理层语调操纵是否可以获取更多的政府补助,参考贺康和万丽梅(2020)^[22]的研究,建立如下多元回归模型:

$$Sub_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Abt_{i,t} + \beta_2 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$Sub_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Abt_FE_{i,t} + \beta_2 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

^①感谢孙政汉同学对论文的贡献。

在模型(4)和(5)中, Sub 为政府补助; Abt 和 Abt_FE 分别通过模型(2)和(3)的残差项得到; $Controls$ 为控制变量; $Year$ 和 Ind 分别表示年份和行业,下标 i 和 t 分别表示企业和时间。若 β_1 显著为正则可验证假说,表明管理层语调操纵能够帮助企业获取更多的政府补助,即管理层语调操纵具有资源获取效应。

表1 变量定义与说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	政府补助	Sub	$\ln(\text{政府补助})$
解释变量	管理层语调操纵	Abt	由模型(2)的残差项得到
		Abt_FE	由模型(3)的残差项得到
控制变量	杠杆率	Lev	年末总负债除以年末总资产
	总资产净利率	Roa	净利润/总资产平均余额
	两职合一	$Dual$	董事长与总经理是同一个人则为1,否则为0
	企业上市年限	$ListAge$	$\ln(\text{当年年份} - \text{上市年份} + 1)$
	政治关联	PC	总经理或董事长曾任官员、人大代表或者政协委员则赋值为1,否则为0
	产权性质	Soe	国有控股企业取值为1,其他为0
	企业增长率	$Growth$	本年营业收入/上一年营业收入 - 1
	独立董事比例	$Indep$	独立董事除以董事人数
	年份	$Year$	表示年份
行业	Ind	表示行业	

五、实证结果与分析

(一) 描述性统计

从表2中可以发现政府补助(Sub)的均值为15.4795,标准差为3.8795,说明上市公司获取的政府补助差异较为明显。管理层净语调($Tone$)均值为0.3975,中位数为0.4003,表明管理层在MD&A中大多使用积极语调,普遍较为乐观。 Abt 的均值为0.0156,标准差为0.1265,最小值和最大值分别为-0.3145和0.3255; Abt_FE 均值为0.0016,标准差为0.1262,最小值和最大值分别为-0.3209和0.3204,相比管理层净语调($Tone$)管理层语调操纵的差异更大。其余指标的结果与已有研究基本一致,在此不再赘述。

表2 变量描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Sub	22147	15.4795	16.2735	3.8795	0.0000	20.2369
$Tone$	22147	0.3975	0.4003	0.1376	-0.1333	0.8378
Abt	22147	0.0156	0.0170	0.1265	-0.3145	0.3255
Abt_FE	22147	0.0016	0.0028	0.1262	-0.3209	0.3204
Lev	22147	0.4652	0.4647	0.2030	0.0685	0.9803
Roa	22147	0.0334	0.0326	0.0756	-1.3241	0.8156
$Dual$	22147	0.2120	0.0000	0.4087	0.0000	1.0000
$ListAge$	22147	2.4770	2.5649	0.5029	1.3863	3.3322
PC	22147	0.3297	0.0000	0.4701	0.0000	1.0000
Soe	221407	0.4734	0.0000	0.4993	0.0000	1.0000
$Growth$	22147	0.1562	0.0892	0.4474	-0.6597	4.3304

(二) 回归分析

本文采用OLS对模型(4)、(5)进行回归分析并使用稳健标准误,结果见表3。为了检验管理层语调操纵对政府补助的直接影响,列(1)、(2)仅控制年份和行业固定效应,没有增加其他控制变量。管理层语调操纵(Abt 和 Abt_FE)的回归系数在1%的水平上显著为正,其中 Abt 系数为2.6748, Abt_FE 为2.4219,说明管理层语调操纵有助于企业获取政府补助,具有资源获取效应,假说得到验证。列(3)、(4)增加了控制变

量,从表3中可以看出,增加控制变量后,管理层语调操纵(*Abt* 和 *Abt_FE*)的回归系数仍在1%的水平上显著为正,进一步支持本文假设,其余控制变量的回归结果与已有研究基本一致,不再赘述。同时在增加了控制变量后,*ADJ_R²*增至0.219和0.218,模型的拟合情况得到改善。

表3 基准回归结果

变量	(1) <i>Sub</i>	(2) <i>Sub</i>	(3) <i>Sub</i>	(4) <i>Sub</i>
<i>Abt</i>	2.6748 *** (11.52)		2.3035 *** (10.19)	
<i>Abt_FE</i>		2.4219 *** (10.44)		2.1397 *** (9.45)
<i>Controls</i>			控制	控制
<i>Cons</i>	12.4177 *** (46.50)	12.4427 *** (46.58)	10.7395 *** (32.44)	10.7452 *** (32.44)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	22147	22147	22139	22139
<i>ADJ_R²</i>	0.179	0.178	0.219	0.218

注:***分别表示在1%的水平上显著。

(三) 内生性处理和稳健性检验

1. 固定效应模型。为了防止因潜在遗漏变量或双向因果导致的结论不可靠,采用固定效应模型,在企业层面进行聚类,对前文模型进行重新回归。回归结果见表4(1)、(2)列,由表中结果可知,*Abt*的系数为0.5225,在5%的水平上显著;*Abt_FE*的系数为0.6024,在1%的水平上显著,验证了前文结果的稳健性,缓解了内生性问题。

2. 工具变量法。本文进一步采用工具变量法来缓解可能的内生性问题。参考曾庆生等(2018)^[50]的做法,使用企业管理层语调操纵滞后一期(*IV_Abt* 和 *IV_Abt_FE*)和同行业同年度其他公司语调操纵均值(*Ind_Abt* 和 *Ind_Abt_FE*)作为工具变量,进行2SLS回归,结果见表5,其中表5(1)、(2)列为滞后一期,(3)、(4)列为同行业同年度其他公司语调操纵均值,工具变量的回归结果显示,管理层语调操纵系数在1%的水平上显著,再次支持了本文的研究假设。

表4 固定效应模型

变量	(1) <i>Sub</i>	(2) <i>Sub</i>
<i>Abt</i>	0.5225 ** (2.53)	
<i>Abt_FE</i>		0.6024 *** (2.91)
<i>Controls</i>	控制	控制
<i>Cons</i>	14.2449 *** (20.76)	14.2648 *** (20.79)
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	21859	21859
<i>ADJ_R²</i>	0.014	0.014

注:**、***分别表示在5%、1%的水平上显著。

表5 工具变量法检验

变量	(1) <i>Sub</i>	(2) <i>Sub</i>	(3) <i>Sub</i>	(4) <i>Sub</i>
<i>Abt</i>	3.9889 *** (9.41)		2.4787 *** (10.88)	
<i>Abt_FE</i>		3.6750 *** (8.69)		2.4681 *** (10.85)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Cons</i>	12.0609 *** (36.58)	12.1034 *** (36.72)	10.7319 *** (32.27)	10.7314 *** (32.27)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	18665	18665	21859	21859
<i>ADJ_R²</i>	0.212	0.212	0.221	0.221

注:***分别表示在1%的水平上显著。

3. 替换被解释变量。使用政府补助占营业收入的比重度量企业获得的政府补助,记为 $Sub2$ (马悦, 2019)^[51]。回归结果见表6(1)、(2)列,其中 Abt 的系数为0.4303, Abt_FE 的系数为0.0047,在1%的水平上显著为正。

4. 替换解释变量。参考朱朝晖和许文瀚(2018)^[13]的研究,使用虚拟变量 DUM_Abt 和 DUM_Abt_FE 衡量管理层语调操纵,当 Abt 和 Abt_FE 大于0时, DUM_Abt 和 DUM_Abt_FE 取1否则取0。回归结果见表6(3)、(4)列,管理层语调操纵系数在1%的水平上显著,回归结果表明本文研究假设依旧可靠。

表6 替换被解释变量和解释变量检验

变量	(1) $Sub2$	(2) $Sub2$	(3) Sub	(4) Sub
Abt	0.4303 *** (8.81)		0.4619 *** (9.42)	
Abt_FE		0.0047 *** (6.09)		0.4091 *** (8.39)
$Controls$	控制	控制	控制	控制
$Cons$	10.4738 *** (31.47)	0.0146 *** (10.47)	10.7576 *** (32.62)	10.4852 *** (31.48)
$Year$	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes
N	21859	21859	21859	21859
ADJ_R^2	0.219	0.075	0.217	0.219

注:***分别表示在1%的水平上显著。

六、进一步分析与讨论

上文的研究结论表明管理层语调会对政府补助产生影响,具有资源获取效应。政府补助是一种有限资源,企业通过语调操纵这种手段获取政府补助,可能会降低政府财政资源运用的效率和效果。但是 MD&A 作为企业公开信息,受到多种因素的影响,现有研究表明证券分析师、媒体和机构投资者作为市场参与的重要主体,会对企业信息质量产生一定的监督作用。那么它们是否也会对 MD&A 语调产生监督作用,提高语调信息的客观性,从而抑制其资源获取效应?基于此,下文将从证券分析师、媒体和机构投资者这三个会对企业信息产生重要影响因素入手,进行异质性分析,探究其是否对 MD&A 语调信息也能产生监督作用,以抑制其资源获取效应。

(一) 证券分析师

证券分析师在市场中扮演“外部监督者”的角色,可以大大提高企业信息的透明度。杨道广等(2019)^[52]研究指出,在我国分析师关注具有治理效应。原东良等(2021)^[53]研究也表明,分析师关注具有监督作用,能够促使企业在语调层面更加客观,降低管理层语调操纵的可能性。

首先,为了检验分析师关注的监督作用,使用一年内有多少分析师团队对一家公司进行跟踪分析作为衡量分析师关注度的指标。同时为消除量纲的影响,对该指标做加1取自然对数的处理,进行缩尾处理以消除极端值的影响。其次,在模型(4)、(5)中增加分析师关注($Follow$)以及管理层语调操纵(Abt 和 Abt_FE)与分析师关注的交乘项,分别记为 $Abt \times Follow$ 与 $Abt_FE \times Follow$ 。具体如模型(6)、(7)所示。

$$Sub_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Abt_{i,t} + \beta_2 Follow_{i,t} + \beta_3 Abt \times Follow_{i,t} + \beta_4 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$Sub_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Abt_FE_{i,t} + \beta_2 Follow_{i,t} + \beta_3 Abt_FE \times Follow_{i,t} + \beta_4 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

回归结果见表7,如表7所示,管理层语调操纵 Abt 和 Abt_FE 在1%的水平上显著,再次验证管理层语

调操纵的资源获取效应。管理层语调操纵与分析师关注的交互项 $Abt \times Follow$ 、 $Abt_FE \times Follow$ 系数分别为 -0.5103 和 -0.4131 , 其中 $Abt \times Follow$ 在1%的水平上显著, $Abt_FE \times Follow$ 在5%的水平上显著。证明分析师关注起到了监督作用, 削弱了管理层语调的资源获取效应。

表7 分析师关注效应检验

变量	(1) Sub	(2) Sub
<i>Abt</i>	1.8208 *** (8.16)	
<i>Abt_FE</i>		1.7720 *** (7.94)
<i>Follow</i>	0.5847 *** (26.15)	0.5884 *** (26.30)
<i>Abt × Follow</i>	-0.5103 *** (-2.84)	
<i>Abt_FE × Follow</i>		-0.4131 ** (-2.31)
<i>Controls</i>	控制	控制
<i>Cons</i>	10.0862 *** (30.73)	10.0890 *** (30.73)
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	22139	21859
<i>ADJ_R²</i>	0.245	0.244

注:***分别表示在1%的水平上显著。

(二) 媒体

习近平总书记指出:“新闻媒体要激浊扬清、针砭时弊。”多数学者研究表明,媒体在我国市场中扮演了积极的角色,起到了监督作用(孔东民等,2013)^[54]。原东良(2021)^[53]的研究发现,在正向期望绩效反馈驱动年报印象管理的过程中,媒体扮演了“监督者”的作用,抑制了管理层语调操纵。那么媒体监督能否抑制管理层语调操纵,从而限制资源获取行为?为了回答这一问题,本文进一步分析媒体监督对两者关系的影响。

参考张兆国等(2019)^[55]的研究,采用 Janis-Fadner(JF)系数来衡量媒体监督,具体计算见模型(8)。

$$JF \text{ 系数} = \begin{cases} \frac{(e^2 - ec)}{t^2}, & \text{if } e > c \\ \frac{(ec - e^2)}{t^2}, & \text{if } e < c \\ 0, & \text{if } e = c \end{cases} \quad (8)$$

其中 e 为正面报道数, c 为负面报道数, t 为 e 与 c 之和(媒体报道数据来源于 CNRDS 数据库)。JF 系数的取值为 $(-1, 1)$, 其值越接近1, 企业受到的媒体监督越低;其值越接近 -1 , 企业受到的媒体监督越高。同时在模型(4)、(5)中增加媒体监督(JF), 以及管理层语调操纵(Abt 和 Abt_FE)与媒体监督的交互项, 分别记为 $Abt \times JF$ 与 $Abt_FE \times JF$, 具体见模型(9)、(10)。

$$Sub_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Abt_{i,t} + \beta_2 JF_{i,t} + \beta_3 Abt \times JF_{i,t} + \beta_4 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

$$Sub_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Abt_FE_{i,t} + \beta_2 JF_{i,t} + \beta_3 Abt_FE \times JF_{i,t} + \beta_4 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

回归结果见表8。由表8可以看出,管理层语调操纵和媒体监督的交互项 $Abt \times JF$ 、 $Abt_FE \times JF$ 系数分别为 -3.4887 和 -3.2755 , 在1%的水平上显著,表明媒体监督起到了负向调节作用,抑制了管理层语调操

纵行为,削弱了其资源获取效应。

(三) 机构投资者

机构投资者作为重要的市场参与主体,在企业活动中同样扮演了重要角色,能够提高信息披露质量(谭劲松和林雨晨,2016)^[56]。华鸣和孙谦(2018)^[57]研究表明,机构投资者具有一定的信息治理优势,能够抑制管理层对负面信息的隐藏,降低股价崩盘风险。张程等(2021)^[58]研究发现,在机构投资者关注较低的情况下,管理层语调操纵会造成负面影响。相比于机构投资者持股,实地调研更能使机构投资者了解企业内部信息,发挥监督作用。基于上述分析,本文认为机构投资者实地调研可能会抑制管理层语调操纵,提高文本信息语调的客观性和真实性,削弱语调操纵的资源获取效应。

为了检验机构投资者实地调研是否可以抑制管理层语调操纵,削弱其资源获取效应,参考已有研究(涂建明和曹雅琪,2021)^[59],设置机构投资者虚拟变量(*Visit*)。若有机构投资者进行实地调研 *Visit* 赋值为1,否则为0。同时在模型(4)、(5)中增加管理层语调操纵(*Abt* 和 *Abt_FE*)和投资者实地调研(*Visit*)交互项,分别记为 $Abt \times Visit$ 和 $Abt_FE \times Visit$,具体见模型(11)、(12)。

$$Sub_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Abt_{i,t} + \beta_2 Visit_{i,t} + \beta_3 Abt \times Visit_{i,t} + \beta_4 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

$$Sub_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Abt_FE_{i,t} + \beta_2 Visit_{i,t} + \beta_3 Abt_FE \times Visit_{i,t} + \beta_4 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (12)$$

由于沪深两市机构投资者实地调研数据起始于2013年,因此本部分数据区间为2013—2020年,对数据进行了 Winsorize 缩尾处理,共得到16315个观测值。具体回归结果见表9。

表8 媒体监督效应检验

变量	(1) <i>Sub</i>	(2) <i>Sub</i>
<i>Abt</i>	1.8620 *** (8.40)	
<i>Abt_FE</i>		1.7162 *** (7.73)
<i>JF</i>	1.4058 *** (11.86)	1.4227 *** (12.00)
$Abt \times JF$	-3.4887 *** (-3.67)	
$Abt_FE \times JF$		-3.2755 *** (-3.48)
<i>Controls</i>	控制	控制
<i>Cons</i>	10.5498 *** (31.92)	10.5499 *** (31.91)
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	21859	21859
<i>ADJ_R</i> ²	0.226	0.226

注:***分别表示在1%的水平上显著。

表9 机构投资者实地调研

变量	(1) <i>Sub</i>	(2) <i>Sub</i>
<i>Abt</i>	2.9030 *** (9.02)	
<i>Abt_FE</i>		2.6226 *** (8.16)
<i>Visit</i>	0.4251 *** (9.41)	0.4100 *** (9.10)
$Abt \times Visit$	-1.5946 *** (-4.03)	
$Abt_FE \times Visit$		-1.3810 *** (-3.51)
<i>Controls</i>	控制	控制
<i>Cons</i>	13.7291 *** (46.01)	13.7359 *** (45.95)
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	16315	16315
<i>ADJ_R</i> ²	0.191	0.189

注:***分别表示在1%的水平上显著。

由表9可知,管理层语调操纵(*Abt* 和 *Abt_FE*)在1%的水平上显著,再次验证研究假设。管理层语调操纵与机构投资者实地调研交互项($Abt \times Visit$ 和 $Abt_FE \times Visit$)均在1%的水平上负向显著,系数分别为-1.5946和-1.3810,回归结果表明机构投资者实地调研能够抑制语调操纵,削弱管理层语调操纵的资源获取效应。

综上所述,作为资本市场的重要参与主体,证券分析师、媒体和机构投资者都能充分发挥监督作用,即外部信息环境较好时,管理层语调操纵的资源获取效应会被削弱。

七、结论、启示与展望

(一) 研究结论

管理层语调操纵具有机会主义倾向,能够对企业获取政府补助产生影响。通过操纵文本信息语调获取政府补助的行为,可能会导致政府补助效率降低,不利于信息披露制度的完善,也不利于我国经济的高质量发展。基于此,本文以 A 股上市公司 2008—2020 年的数据为研究样本,考察了管理层语调操纵与政府补助之间的关系。研究表明,管理层语调操纵与政府补助之间显著正相关,管理层语调操纵具有一定的资源获取效应。同时进一步异质性分析探讨了证券分析师、媒体和机构投资者的监督效应,研究表明,分析师关注、媒体监督和机构投资者实地调研均能抑制管理层语调操纵对政府补助的影响,削弱其资源获取效应,发挥积极的监督作用。

(二) 研究启示

本文研究得出以下启示:(1)政府和监管机构加强对企业信息的审查和规范。管理层语调操纵属于粉饰信息的机会主义行为,会对财政资源的合理配置产生消极影响。因此政府应当加强信息审查力度,对企业提供的文本信息严格审核,切实提高财政资源的使用效率和效果。同时对于通过语调操纵恶意骗取政府补助,导致财政资源损失的企业应当制定相应的惩罚措施,促使企业在文本信息披露中更加客观公正。此外,监管机构应当加强对文本信息披露的监督,不断完善信息披露制度,规范企业文本信息披露行为,保护市场主体的利益。(2)企业应当客观真实地披露信息。虽然企业可以操纵管理层语调,达到资源获取效应,但这种行为本身存在一定风险,恶意的语调操纵行为一旦被发现可能会承担高昂的代价,因此企业应当自觉提高信息的可靠性和相关性,采用更加客观的语调进行描述,促进企业持续高质量的发展。(3)充分发挥“第三人”的监督作用。本文研究发现证券分析师、媒体和机构投资者均能抑制管理层语调操纵行为,削弱资源获取效应。因此应当充分发挥他们的监督作用,提高信息的真实性与可靠性。

(三) 研究展望

本文利用 2008—2020 年我国 A 股上市公司数据探究了管理层语调操纵与政府补助之间的关系,研究发现管理层语调操纵具有资源获取效应。但仍存在以下两个方面的不足之处和未来研究展望:(1)本文的研究重点在于探究管理层语调操纵与政府补助之间的关系,并未考察二者之间的作用路径,这一方面值得进一步研究。(2)进一步分析中探讨了三个影响管理层语调操纵资源获取效应的因素(证券分析师、媒体和机构投资者),事实上能够对管理层语调操纵产生影响的因素众多,如地区财政充盈度、企业生命周期等都可能对管理层语调操纵与政府补助的关系产生影响,但限于篇幅和侧重点不同等原因本文并未对此展开研究,但这些方面也值得进一步探讨。

参考文献:

- [1] CHEN J, LI N, ZHOU X. Equity financing incentive and corporate disclosure: new causal evidence from SEO deregulation[J]. Social Science Electronic Publishing, 2022, 27(2): 1-32.
- [2] HANN, REBECCA N, KIM H, et al. Information frictions and productivity dispersion: the role of accounting information[J]. Accounting Review, 2019, 95(3): 223-250.
- [3] 彭牧泽, 靳庆鲁. 公司盈余压力与供应链真实盈余管理[J]. 财经研究, 2021(10): 156-169.
- [4] 王华杰, 王克敏. 应计操纵与年报文本信息语气操纵研究[J]. 会计研究, 2018(4): 45-51.
- [5] 刘建梅, 李洁, 孙洁. 股权激励、投资者情绪和 MD&A 语调管理[J]. 财经论丛, 2022(6): 72-81.
- [6] 周建, 原东良, 马雨飞. MD&A 语调会影响企业履行社会责任吗?——基于信息增量与印象管理的视角[J]. 管理学报, 2022(10): 156-169.

- 2021(6):88-107.
- [7]戴亦一,潘越,冯舒. 中国企业的慈善捐赠是一种“政治献金”吗? ——来自市委书记更替的证据[J]. 经济研究,2014(2):74-86.
- [8]WANG K. Is the tone of risk disclosures in MD&A relevant to debt markets? Evidence from the pricing of credit default swaps[J]. *Contemporary Accounting Research*,2021,38(2):1465-1501.
- [9]DURNEV A, MANGEN C. The spillover effects of MD&A disclosures for real investment: the role of industry competition[J]. *Journal of Accounting & Economics*,2020,70(1):1-19.
- [10]鲁万波,曾攀,亢晶浩,等. 管理层的讨论与分析语调对企业未来业绩表现的影响研究[J]. 数理统计与管理,2022(9):1-12.
- [11]CASERIO C, PANARO D, TRUCCO S. Management discussion and analysis: a tone analysis on US financial listed companies[J]. *Management Decision*,2020,58(3):510-525.
- [12]WU D X, YAO X, GUO J L. Is textual tone informative or inflated for firm's future value? Evidence from Chinese listed firms[J]. *Economic Modelling*,2021,94(1):513-525.
- [13]林晚发,赵仲匡,宋敏. 管理层讨论与分析的语调操纵及其债券市场反应[J]. 管理世界,2022(1):164-180.
- [14]余海宗,朱慧娟. 年报语调、分析师跟踪与股价同步性[J]. 现代经济探讨,2021(10):59-67.
- [15]唐少清,詹细明,李俊林,等. 管理层语调与创业板上市公司业绩关系研究[J]. 中国软科学,2020(S1):32-40.
- [16]朱朝晖,许文瀚. 管理层语调是否配合了盈余管理行为[J]. 广东财经大学学报,2018(1):86-98.
- [17]卢介然,马超. “管理层讨论与分析”披露语调与银行贷款[J]. 财经问题研究,2019(5):66-72.
- [18]ZHANG Z S, LUO M T, HU Z T, NIU H Y. Textual emotional tone and financial crisis identification in Chinese companies: a multi-source data analysis based on machine learning[J]. *Applied Sciences-Basel*,2022,12(13):1-24.
- [19]鲍晓静,李亚超. 党组织参与公司治理是否抑制了年报语调操纵行为? [J]. 财经论丛,2021(6):67-77.
- [20]付文博,曾皓. 非处罚性监管能约束管理层语调操纵吗——基于年报文本的经验证据[J]. 当代财经,2022(3):89-101.
- [21]张璇,胡婧,李春涛. 卖空机制与管理层语调操纵——业绩说明会文本分析的证据[J]. 经济科学,2022(4):138-153.
- [22]贺康,万丽梅. 政治关联与管理层语调操纵——声誉约束观还是资源支持观? [J]. 中南财经政法大学学报,2020(5):17-27,158-159.
- [23]潘越,戴亦一,李财喜. 政治关联与财务困境公司的政府补助——来自中国 ST 公司的经验证据[J]. 南开管理评论,2009(5):6-17.
- [24]郭剑花,杜兴强. 政治联系、预算软约束与政府补助的配置效率——基于中国民营上市公司的经验研究[J]. 金融研究,2011(2):114-128.
- [25]王理想,姚小涛. 嵌入与回馈:国有企业的隶属级别、政府补助与慈善捐赠[J]. 当代财经,2019(4):75-87.
- [26]王薇. 企业环境责任与政府补助——基于寻租视角的分析[J]. 财经问题研究,2020(11):100-108.
- [27]何康,项后军,方显仓. 参与精准扶贫有助于企业获得政府补助吗——基于高管经历视角[J]. 财经论丛,2022(3):15-25.
- [28]赵玉洁,刘敏丽. 盈余管理、高管操纵动机和政府补助[J]. 证券市场导报,2018(4):42-51.
- [29]许罡,朱卫东,张子余. 财政分权、企业寻租与地方政府补助——来自中国资本市场的经验证据[J]. 财经研究,2012(12):120-127.
- [30]鄢波,王华. 地方政府竞争与“扶持之手”的选择[J]. 宏观经济研究,2018(9):85-97,108.
- [31]YAN Z Q, LI Y. Signaling through government subsidy: certification or endorsement[J]. *Finance Research Letters*,2018,25(1):90-95.
- [32]余典范,王超,陈磊. 政府补助、产业链协同与企业数字化[J]. 经济管理,2022(5):63-82.
- [33]TONG X L, WANG Z, LI X T. The influence of government subsidy on enterprise innovation: based on Chinese high-tech enterprises[J]. *Economic Research Ekonomiska Istrazivanja*,2022,35(1):1481-1499.
- [34]刘剑民,夏琴,徐玉德,等. 产业技术复杂性、政府补助与企业绿色技术创新激励[J]. 南开管理评论,2022(10):1-21.
- [35]赵宇恒,孙悦. 政府补助:补助了企业还是高管[J]. 现代财经(天津财经大学学报),2014(10):15-25.
- [36]罗宏,黄敏,周大伟,等. 政府补助、超额薪酬与薪酬辩护[J]. 会计研究,2014(1):42-48,95.

- [37] 梁莱歆,冯延超. 民营企业政治关联、雇员规模与薪酬成本[J]. 中国工业经济,2010(10):127-137.
- [38] ZENG Y T, GUO P X, LI B. The impact of government subsidies on company debt financing: new evidence from Chinese listed companies[J]. Emerging Markets Finance and Trade, 2021, 57(7): 1843-1858.
- [39] 李健,杨蓓蓓,潘镇. 政府补助、股权集中度与企业创新可持续性[J]. 中国软科学,2016(6):180-192.
- [40] 胡丽娜,薛阳. 政府补助对装备制造业转型升级的激励效应[J]. 当代经济研究,2022(8):88-99.
- [41] LIU G Q, ZHANG X J, ZHANG W T, et al. The impact of government subsidies on the capacity utilization of zombie firms[J]. Economic Modelling, 2019, 83(1): 51-64.
- [42] 郭晓丹,何文韬. 战略性新兴产业政府 R&D 补贴信号效应的动态分析[J]. 经济学动态,2011(9):88-93.
- [43] 彭江平,喻仪,徐莉萍,等. 政府补助信号效应的实证研究[J]. 工业技术经济,2019(1):141-150.
- [44] 刘剑民,张莉莉,杨晓璇. 政府补助、管理层权力与国有企业高管超额薪酬[J]. 会计研究,2019(8):64-70.
- [45] 滕飞,辛宇,舒倩,等. 股价崩盘风险时的政府“扶持之手”——基于政府补助及产权性质视角的考察[J]. 会计研究, 2020(6):49-60.
- [46] 谢德仁,林乐. 管理层语调能预示公司未来业绩吗?——基于我国上市公司年度业绩说明会的文本分析[J]. 会计研究,2015(2):20-27,93.
- [47] 李哲,王文翰,王遥. 企业环境责任表现与政府补贴获取——基于文本分析的经验证据[J]. 财经研究,2022(2): 78-92,108.
- [48] 步丹璐,张晨宇,王晓艳. 补助初衷与配置效率[J]. 会计研究,2019(7):68-74.
- [49] 王红建,李青原,邢斐. 金融危机、政府补贴与盈余操纵——来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理世界,2014(7): 157-167.
- [50] 曾庆生,周波,张程,等. 年报语调与内部人交易:“表里如一”还是“口是心非”? [J]. 管理世界,2018(9):143-160.
- [51] 马悦. 政府补助、公司绩效与管理者自利——来自中国上市公司的经验证据[J]. 中南财经政法大学学报,2019(1): 47-56.
- [52] 杨道广,王金妹,龚子良,等. 分析师在企业风险承担中的作用:治理抑或压力[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2019(1):20-30.
- [53] 原东良,郝盼盼,马雨飞. 积极型还是防御型:期望绩效反馈与年报印象管理策略——来自管理层语调向上操纵的证据[J]. 财贸研究,2021(7):83-98.
- [54] 孔东民,刘莎莎,应千伟. 公司行为中的媒体角色:激浊扬清还是推波助澜? [J]. 管理世界,2013(7):145-162.
- [55] 张兆国,张弛,曹丹婷. 企业环境管理体系认证有效吗[J]. 南开管理评论,2019(4):123-134.
- [56] 谭悦松,林雨晨. 机构投资者对信息披露的治理效应——基于机构调研行为的证据[J]. 南开管理评论,2016(5):115-126,138.
- [57] 华鸣,孙谦. 外国投资者降低了新兴市场股价崩盘风险吗——来自“沪港通”的经验证据[J]. 当代财经,2018(1):57-67.
- [58] 张程,曾庆生,梁思源. 市场能够甄别管理层的“靖言庸违”吗?——来自年报语调与内部人交易的经验证据[J]. 财经研究,2021(4):154-168.
- [59] 涂建明,曹雅琪. 机构投资者实地调研与上市公司财务信息质量[J]. 金融论坛,2021(3):71-80.



(责任编辑 傅凌燕)