

技术概念炒作与政府补贴获取*

窦超¹ 黄宇童¹ 刘巍²

(1. 中央财经大学商学院, 北京 100081;

2. 北京交通大学经济管理学院, 北京 100044)



内容提要:以“讲故事”“蹭热点”为代表的概念炒作现象长期盛行于中国资本市场,不仅干扰了正常的市场认知,也极易损害各类市场主体资源配置。有鉴于此,本文基于2012—2022年中国A股上市公司财报中“管理层讨论与分析”部分的文本信息量化企业技术概念炒作程度,实证检验企业技术概念炒作对其获取政府补贴的影响。研究结果表明,技术概念炒作显著增加了企业获取的政府补贴数量,但并未带来更多的创新产出,反映出企业在缺乏实质性技术积累的情况下通过炒作行为获取政府补贴支持,扭曲了政府补贴资源的配置。调节效应分析显示,在信息披露质量较低、政绩压力较大以及企业政治关联较强的情境下,技术概念炒作对政府补贴分配结果的影响更为显著。此外,相关企业主要通过引导媒体舆论和推高市场估值等方式影响政府判断,以增加获取补贴的可能性。本文结果揭示了技术概念炒作对政府补贴获取及其分配效果的影响,凸显了在财政支持政策实施中加强企业信息披露监管与优化资源配置机制的重要性。

关键词:技术概念炒作 政府补贴 信息不对称 官员激励 政治关联

中图分类号:F272.3;C934 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2025)06—0123—23

一、引言

企业的概念炒作现象在资本市场上层出不穷,其实质是一种虚假的信息披露行为,通过过度追捧热点试图吸引公众的注意力来误导市场认知和决策。然而,这一异象在中国资本市场为何屡禁不止、反复出现?企业频频热衷炒作的动因何在?这些都是现阶段不可回避的问题。事实上,由于中国资本市场起步较晚,制度建设和法制监管尚不健全,市场上各类炒作行为层出不穷。受网络媒体发展以及新技术理念频出等因素交互影响,以“讲故事”“蹭热点”为代表的概念炒作现象呈现出日益加剧的发展趋势。此类行为往往使企业严重偏离其真实价值,扭曲了市场资源配置以及企业股票价格^①,提高了市场风险^②,其危害可见一斑。近些年来,在防范经济脱实向虚的政策导向以及中美贸易冲突格局中亟须突破技术壁垒的需求导向下,以各类高新技术理念为代表的热点概念日

收稿日期:2024-03-28

* **基金项目:**国家社会科学基金重点项目“激活民营企业内生动力和创新活力研究”(24AZD017);国家自然科学基金面上项目“制裁冲击与公司财务行为:基于美国对华管制清单的研究”(72372172);国家自然科学基金青年项目“经济制裁冲击的溢出效应研究:影响因素、作用机制和经济后果”(72402009)。

作者简介:窦超,男,副教授,博士,研究领域是财务会计、资本市场、公司金融,电子邮箱:douchao@cufe.edu.cn;黄宇童,女,博士研究生,研究领域是财务会计、资本市场、公司金融,电子邮箱:2021110126@email.cufe.edu.cn;刘巍,男,讲师,博士,研究领域是资本市场、公司财务、公司治理,电子邮箱:liuw2719@163.com。通讯作者:刘巍。

① 数据来源:中国证券监督管理委员会.金融知识普及月第二期:警惕过度炒作危害[EB/OL]. <http://www.csrc.gov.cn/ningxia/c105510/c1493285/content.shtml>, 2021-09-29。

② 数据来源:中国证券监督管理委员会.证监会新闻发言人高莉就防范市场风险、严厉打击操纵市场、维护市场秩序答记者问[EB/OL]. <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100200/c1000377/content.shtml>, 2018-01-26。

趋成为资本市场的“香饽饽”,并为很多市场投机者不当利用,其中以P2P、工业大麻、人造肉、5G、芯片、区块链以及元宇宙等为代表的热门技术概念最为典型。客观而言,部分企业宣传的新技术概念是其引领产业、谋划未来的真实写照,然而,也有诸多企业以此为噱头,布局炒作,博取市场关注,尤其有部分企业“金玉其外、败絮其中”,具有较高的投机性和经营风险,不仅会损害投资者的利益,也会对市场安全构成威胁。例如,多伦股份为蹭互联网金融热点更名为匹凸匹,在二级市场上备受热捧,但在交易所持续问询与监管机构整治P2P行业的背景下黯然退市^①。不难看出,企业盲目追逐热点进行概念炒作的行为目的不纯,缺乏系统的战略管理和长远的业绩增长作为支撑,其结果也多是昙花一现、难以为继。然而,目前学术界关于企业概念炒作行为的研究较为匮乏,仅有的部分成果大多聚焦于业绩发布、并购事件等传统的公司重大事项与单一的市场热点开展(才国伟等,2015^[1];窦超和翟进步,2020^[2];赵璨等,2020^[3]),既难以直接界定和整体量化企业概念炒作行为在其中扮演的角色,也无法排除其他热点概念对市场行为造成的干扰,关于企业进行概念炒作背后动因的探究更是非常稀缺。有鉴于此,本文拟结合当下资本市场热衷技术概念炒作、盲目蹭科技热点的怪象,通过量化企业的技术概念炒作行为来实证检验其背后存在的利益动机。

从实务层面看,企业进行概念炒作的目的远非单纯的业务宣传或者博取关注,其背后往往隐藏着鲜明的经济动机。除拓宽融资渠道、降低融资成本等传统市场动因外(李志军和王善平,2011)^[4],政府因素也是企业热衷技术概念炒作的独特缘由。在中国的制度背景下,政府的宏观调控机制往往能在资源配置中发挥关键作用,政府补贴则是各级政府介入企业经济活动的直接手段。然而,在长期宏观调控过程中,补贴制度和施政管理的不完善之处导致企业趁虚而入,借助技术概念炒作影响政策判断,干扰补贴资源的有效配置,危害市场的健康发展。技术概念炒作之所以加剧政府补贴资源配置的扭曲,一方面,基于技术概念炒作的实质,虚假信息披露可能会误导政府对企业发展前景的评估,进而诱导政府做出不合理的补贴决策;另一方面,各级政府自身存在的一些问题也给了部分企业可乘之机。一是政绩考核压力、职务晋升压力的驱使往往会使得政府官员更容易出现“病急乱投医”的现象,特别是在现阶段产业结构升级、供给侧改革的大背景下,各级政府官员为了更有效地提升政绩,趋向于对名头响亮、概念超前的公司进行扶持,使得部分企业有机可乘,打着高新技术的幌子来吸引政府关注,以获取更多补贴。二是企业所具备的政治关联为其获取政府补贴提供了制度便利与资源渠道。政治关联企业在技术概念包装的基础上,更易借助其与政府之间的非市场联系获得政策偏向和监管宽容,使得其在争取政府支持过程中具有明显优势,从而放大技术概念炒作行为对政府补贴的实际影响。综上所述,本文从政府层面的视角出发,旨在探究作为我国市场结构中重要组成部分的政府补贴资源,是否成为部分企业追逐经济利益的工具,从而揭示企业技术概念炒作异象背后潜在的利益动机,为规范补贴政策 and 优化资源配置提供理论参考。

本研究基于2012—2022年政府工作报告与中国A股上市公司年报中的文本信息,实证检验了企业技术概念炒作与其所获政府补贴之间的联系。进一步地,本文探究了在信息披露质量较低、政府政绩压力较大以及企业政治关联较强的环境中,技术概念炒作是否会对企业获取政府补贴产生更显著的影响。最后,本文考察了企业技术概念炒作在资源配置过程中扭曲政府补贴分配的作用机制。

本文边际贡献在于:第一,拓展了对技术概念炒作动因的研究。现有研究多侧重概念炒作在市场层面的动因与后果(Lauterbach和Pajuste,2015^[5];Li等,2021^[6]),而从政府补贴视角探究其行

^① 数据来源:新京报·多伦股份奇葩更名“匹凸匹”震惊上交所[EB/OL]. https://www.xinhuanet.com/politics/2015-05/18/c_127810837.htm, 2015-05-18。

为动机的研究还较为匮乏。本文在界定和量化企业技术概念炒作行为的基础上,从政府补贴的视角填补了这一研究空白,旨在揭示中国制度背景下企业进行概念炒作的背后利益动因,拓展了企业信息披露领域的文献。第二,丰富了政府行为经济后果的相关研究。本文立足于宏微观结合的研究视角,通过整合政府工作报告中的前沿热点和财务报告中“管理层讨论与分析”部分的文本信息,探索了宏观政策风向对企业技术概念炒作行为的影响。本文的发现亦表明,政府政策会对企业行为产生“双刃剑”效应:一方面,政策导向和资源倾斜可引导企业聚焦科技前沿,推动技术研发;另一方面,在监管不足、绩效评估缺位的背景下,政策风向也可能加剧市场的投机行为,滋生部分企业“蹭热点”和“忽悠式”的技术概念炒作行为,扭曲资源配置。第三,识别了企业技术概念炒作对政府补贴的作用机制,并通过结合政策文本与财报文本提供了研究方法上的补充。本文重点考察了信息披露质量、政府政绩压力及企业的政治关联在技术概念炒作影响企业获取政府补贴中的调节作用,揭示了制度环境对资源配置的多方面影响。相较于以往聚焦单一事件或文本情绪特征的研究,本文基于财报文本与政府工作报告综合量化企业炒作行为,具有更强的代表性与方法创新性,为探析其对政府资源分配的影响提供了有益借鉴。

二、文献回顾与研究假设

1. 文献回顾

(1)政府补贴的影响因素。目前理论界主要从市场、政府和企业三个层面探讨政府补贴的影响因素。相关文献普遍发现,市场竞争、市场化程度(孔东民等,2013)^[7]、地方政府干预(王文甫等,2014)^[8]、企业竞争力(王红建等,2015)^[9]等因素均会影响企业获取补贴的可能性。近年来,信息披露作为企业特征的重要维度也受到广泛关注。一方面,高质量信息披露能增强企业声誉与竞争力,提升政府投资意愿(任宏达和王琨,2018)^[10];另一方面,部分企业通过隐藏负面信息(Huang, 2022)^[11]或操纵文本内容(王克敏等,2018)^[12]等手段误导政府预期,干扰其理性决策能力。综上所述,尽管已有研究较为系统地探讨了政府补贴的多层面影响因素,也初步涉及信息披露质量与操纵行为,然而,从概念炒作角度开展的研究尚处于起步阶段,尤其缺乏对企业所披露文本内容及题材选择的系统分析。

(2)企业炒作的相关研究。现有文献主要从炒作的特征与经济后果两个维度展开探讨:①在炒作特征方面,企业常通过操纵信息披露内容实施炒作,包括使用直观数字(Schrand和Walther, 2000)^[13],调整语言色彩(Hales等,2011)^[14],或隐藏财务欺诈信息(Li等,2021)^[6]。此外,利用媒体塑造形象(才国伟等,2015)^[1]或管理层登上媒体榜单(于李胜等,2021)^[15]等方式博取关注,亦构成炒作的重要手段。②在经济后果方面,炒作行为往往推高股价,使机构投资者、控股股东等在股价回落前实现超额收益(陆蓉和孙欣钰,2021)^[16],管理者也可能借此获得更高薪酬或估值溢价(王克敏等,2018)^[12],并借重大事项误导市场,如利用业绩承诺操控预期,推高收购方股价(窦超和翟进步,2020)^[2]。相较而言,技术概念炒作具有三方面显著特征:一是聚焦文本题材,夸张宣传热点概念,倾向于围绕字面含义展开(Vasterman, 2005)^[17];二是概念更丰富且更新迅速,相关主题如元宇宙(Kim, 2021)^[18]、“互联网+”信息披露(曹伟等,2022)^[19]等,都使得企业有机会以极低的成本讲述更高大上的故事;三是误导性更强,企业往往虚构技术储备或发展战略等外部难以甄别的信息,干扰市场判断与资源配置(Li等,2021)^[6]。综上,技术概念炒作相较普通炒作更具独特性,然而,相关研究仍较为有限,尤其缺乏对其文本内容展开的系统分析及从政府视角切入的研究,而这在政府主导的中国资本市场中是不可回避的话题,也是值得系统关注的驱动因素。

2. 技术概念炒作与政府补贴的理论逻辑

技术概念炒作行为之所以在企业谋取政府补贴过程中能“大行其道”,其机理根植于企业技术

概念炒作行为的内容实质和发生条件,具体而言:第一,从企业信息披露层面出发,企业技术概念炒作行为的核心实质在于通过夸大或虚构对政策热点的技术响应能力,进行策略性的虚假信息披露。这种行为不仅严重干扰了市场资源的有效配置,也显著削弱了政府识别和扶持真正具备创新能力企业的能力。根据信号理论,管理层通常具备传递积极信号(如盈利能力、治理水平)以降低融资成本、提升企业价值的动机(张国清等,2015)^[20]。然而,技术概念炒作却异化了这一动机,企业通过构建过度乐观甚至虚假的技术叙事,意图向政策制定者释放其高度契合国家战略导向的虚假优质信号,以此混淆政府对其真实技术实力和发展潜力的判断(蒋尧明,2004)^[21]。在此过程中,信息披露质量构成了影响政府识别准确性的关键传导机制。信息披露质量低下是技术概念炒作滋生并最终扭曲资源配置的关键制度条件。一方面,信息披露质量较低意味着企业信息的透明度、可靠性与完整性不足(李哲等,2022)^[22],使得政府等外部监督者难以有效甄别企业宣称的技术能力、研发进展及商业化前景的真伪(Arnaboldi等,2017)^[23]。这种高度的信息不对称性,严重阻碍了政府对企业真实技术创新能力与经营状况的准确评估,大幅提升了其被企业精心编织的技术叙事所误导的风险(Huang等,2018)^[24]。政府更容易对企业宣称的技术突破或战略契合度形成过度乐观预期,从而在资源分配决策中,高估其发展潜力并倾向于向其提供更多补贴。另一方面,信息披露质量较差的环境削弱了市场与政府的外部监管效力(Sun等,2022)^[25]。企业进行虚假披露或选择性披露的成本降低,其技术概念炒作行为更难被及时察觉和有效遏制。这进一步助长了企业通过策略性信息操纵来迎合政府政策导向、争夺稀缺财政资源的动机(姚圣和周敏,2017)^[26]。现有研究虽较少直接聚焦虚假披露对政府补贴的影响,但大量证据表明,披露内容契合政策导向的企业更易获得税收减免、监管容忍及银行信贷优惠(邹萍,2018^[27];李昊洋等,2018^[28])。因此,在信息披露质量低下的环境中,企业的技术概念炒作行为更难被有效监督与识别,政府及投资者均面临更大的判断困难(姜付秀等,2016)^[29],难以精准区分企业的真实技术禀赋与策略性宣传包装。这种识别能力的弱化,显著增加了企业凭借虚假或夸大的技术叙事成功获取政府补贴的可能性(步丹璐等,2019)^[30],不仅导致财政补贴资源流向非真正具备创新实力或发展潜力的企业,造成资源的错配,更从根本上削弱了政府产业政策与创新扶持政策的精准性和有效性,损害了整体经济秩序和市场资源配置的长期稳定。

第二,从政府绩效考核层面出发,各级政府面临的政绩压力也可能扭曲政府扶持政策,为企业技术概念炒作提供可乘之机。在中国特有的制度环境中,财政分权、地方政府竞争以及“省直管县”等改革措施在增强地方政府发展自主权的同时,显著强化了其绩效考核压力(李广众和贾凡胜,2019)^[31]。叠加当前产业结构优化升级的迫切需求(黄茂兴和李军军,2009)^[32],落实国家产业政策、培育符合战略导向的企业已成为地方政府的核心任务与考核重点(孙早和席建成,2015)^[33]。在此背景下,地方政府更倾向于对具备潜在增长能力、契合政策导向的企业给予资源倾斜。地方官员的行为受到以经济增长为核心的晋升锦标赛机制的深刻影响(徐业坤和马光源,2019)^[34]。在党中央集中人事任免权与任期考核的刚性约束下,地方官员面临着激烈的横向竞争与晋升压力(郭峰和胡军,2014)^[35]。这导致其行为高度短期化,亟需在有限任期内产出可见、可量化的经济绩效(徐现祥和王贤彬,2010)^[36]。官员的注意力因此聚焦于能迅速提升本地经济指标的项目,如GDP增长等(孔东民等,2013)^[7]。在任期有限和竞争激烈的背景下,地方政府对企业进行深入甄别的意愿和能力均可能被削弱,敏锐的企业往往能精准捕捉地方官员的这种心态,利用技术概念炒作进行策略性包装,刻意迎合政府的短期政绩目标,以此提升其获取稀缺财政资源的竞争力。在政绩压力下,政府在政策执行中易产生短期主义倾向,降低对企业技术概念炒作的识别与监管能力,为企业借机获取补贴资源提供可能(刘瑞明和赵仁杰,2015)^[37]。地方官员亦可能因追求短期增长而对企业实施过度补贴,以快速达成可观测的政绩目标(曹春方等,2014)^[38]。这种对即时效

果的过度追求,不可避免地挤占了对受补贴企业真实技术能力、创新潜力及信息披露质量进行深入评估所需的资源与监管注意力。此外,区域发展不平衡进一步加剧了政绩压力对补贴配置的扭曲效应。在经济基础薄弱、企业融资约束严重的欠发达地区,地方政府缩小发展差距、实现赶超的愿望更为迫切,政绩压力空前巨大(邵敏和包群,2012)^[39]。这可能导致其在项目筛选和补贴分配过程中降低对企业技术概念炒作行为的警惕性与识别标准,更易被迎合政策导向的企业所吸引。因此,高强度的政绩压力弱化了地方政府的监管与信息甄别能力,企业通过技术概念炒作包装自身以迎合政府短期目标的行为更难被发现,显著增加了企业凭借技术概念炒作获取政府补贴的概率,加剧了财政资源流向低效或虚假创新主体的错配风险。

第三,从政企关系结构层面出发,企业的政治关联作为一种关键的非正式制度资源,会干扰政府对企业真实情况的判断,进而影响补贴资源的分配与利用。政治关联主要指企业高管或实际控制人拥有的政府背景或与政府官员建立的紧密纽带(任宏达和王琨,2018)^[10]。这种独特的关联性赋予企业超越市场的资源获取优势与制度庇护效应,显著增大其利用技术概念炒作套取政府补贴的成功率。政治关联的核心作用机制首先体现在其提供的信息优势上。拥有政治关联的企业,通常能通过更直接、更高效的渠道,提前或更精准地获知政策动向、产业扶持重点及地方官员的施政偏好(余明桂等,2010)^[40]。这种信息特权使企业的技术概念炒作行为具备高度的针对性和时效性。企业能够据此精准锚定政府当前最关注的领域,使其概念炒作更紧密地贴合政策热点与官员的短期政绩诉求,从而显著提升其包装的表面吸引力与政策契合度。进一步地,政治关联往往营造出一种监管宽容环境。关联网络可以充当非正式的保护层,弱化监管部门对企业信息披露进行严格核查的强度或意愿(步丹璐等,2019)^[30]。即使企业存在夸大技术能力或进展的嫌疑,审查流程可能被简化,质疑也可能被搁置,这使得技术概念炒作行为更难被及时识别和有效遏制,减少了企业进行策略性虚假披露或概念炒作的风险与预期成本。尤为关键的是,政治关联本身构成了一种强大的信号强化与资源锁定机制。在政府官员的认知中,具有深厚政治关联的企业通常被视为更可靠且更理解政策意图(余明桂等,2010)^[40]。这种认知偏差显著增强了企业技术概念炒作的可信度与说服力,使政府更易采信其技术突破的真实性和发展潜力。同时,稳固的关联网络有助于维护和巩固资源获取渠道的稳定性(郭杰等,2013)^[41],即使在政策调整或官员更替时期,也能有效保障补贴资源分配的延续性,降低因外部环境变化导致资源中断的风险,从而提升技术概念炒作的长期预期回报。因此,在政治关联的加持下,企业的技术概念炒作行为更具迷惑性,其传递的优质信号更易穿透政府的信息甄别屏障而被接纳。这导致政府对企业真实技术能力与发展潜力的误判概率系统性上升,显著增加其对企业提供补贴的可能性,最终加剧财政资源配置的扭曲风险。

综上所述,企业技术概念炒作不仅通过虚假信息披露误导外部认知,还可能在地方政府政绩考核压力与企业政治关联的共同作用下,影响政府对企业真实技术能力的判断,使财政补贴更多流向技术概念炒作企业。因此,本文提出如下研究假设:

- H₁:企业的技术概念炒作行为正向影响其政府补贴获取。
- H_{2a}:当信息披露质量较低时,技术概念炒作对企业获得政府补贴的正向影响更为显著。
- H_{2b}:当政绩压力较大时,技术概念炒作对企业获得政府补贴的正向影响更为显著。
- H_{2c}:当政治关联较强时,技术概念炒作对企业获得政府补贴的正向影响更为显著。

三、研究设计

1. 研究数据

本文研究样本的时间涵盖范围是2012—2022年,之所以选择2012年作为研究区间的起点,主

要基于以下两个原因:第一,准则的重大修订。财政部于2010年发布的《中国企业会计准则与国际财务报告准则持续趋同路线图》指出,中国企业会计准则将保持与国际财务报告准则持续趋同,争取在2011年年底前完成对中国企业会计准则相关项目的关键修订工作;此外,2012年财政部公告第65号宣布,自2012年1月1日起,欧盟上市公司合并财务报表所采用的国际财务报告准则与中国企业会计准则等效,表明中国企业会计准则与国际财务报告准则已经实现了实质趋同(陆建桥和林启云,2010^[42];杨敏,2011^[43])。因此,2012年可以被视为中国企业会计准则与国际准则接轨的关键起点,确保了2012年之后上市公司财务数据在统计口径上的一致性。第二,政府决策的连贯。为了确保研究结果的时效性和现实性,将样本结束的时间确定为2022年,以更全面地涵盖最近的时间段,更准确地反映当前的市场动态和经济环境的变化。

本文使用的政府补贴数据来源于CSMAR数据库,公司管理层讨论部分的技术概念热词信息来自沪深A股上市公司年报文件,政府采购数据来源于CNRDS数据库,上市公司的公司治理数据、公司财务数据均由CSMAR数据库获得,而上市公司的分析师跟踪信息来自WIND数据库。为了确保数据的完整性与可靠性,本文的研究对象需同时符合以下四点要求:(1)以上市公司首次披露财务报表的时间为准;(2)财务报表披露日前后20个交易日内没有发生其他重大事件发生;(3)剔除金融行业及数据缺失、数据异常的样本;(4)2012—2022年财务数据完整。通过以上的数据筛选,本文最终整理获得15130个公司一年度观测值。同时,本文还对各连续变量进行了上下1%的Winsorize处理。表1列示了样本分布情况,Panel A总结了研究样本的行业分布,可以看出,本文研究对象主要集中在制造业、信息服务业、批发和零售业等,其分布既符合上市公司的总体行业分布情况,同时也表明本文为助力实体经济各行业的稳健发展提供了样本支持。

表1 样本分布

Panel A		
行业	样本数	占样本比例(%)
交通运输、仓储和邮政业	472	3.12
住宿和餐饮业	52	0.34
信息传输、软件和信息技术服务业	1031	6.81
农、林、牧、渔业	204	1.35
制造业	9535	63.02
卫生和社会工作	45	0.30
建筑业	421	2.78
房地产业	655	4.33
批发和零售业	792	5.23
教育业	25	0.17
文化、体育和娱乐业	247	1.63
水利、环境和公共设施业	259	1.71
电力、热力、燃气及水业	547	3.62
科学研究和技术服务业	143	0.95
租赁和商务服务业	207	1.37
综合	77	0.51
采矿业	418	2.76
总计	15130	100.00

续表 1

Panel B			
年份	样本数	占样本比例(%)	累计占比(%)
2012	778	5.14	5.14
2013	987	6.52	11.67
2014	693	4.58	16.25
2015	901	5.96	22.20
2016	1672	11.05	33.25
2017	1504	9.94	43.19
2018	1526	10.09	53.28
2019	1517	10.03	63.30
2020	1758	11.62	74.92
2021	1913	12.64	87.57
2022	1881	12.43	100.00
总计	15130	100.00	

2. 研究方法

为了检验企业技术概念炒作行为对其获取的政府补贴的影响,本文借鉴孔东民等(2013)^[7]以及王红建等(2014)^[44]关于政府补贴的分析研究模型,设计了如下回归模型检验本文的假设 H_1 :

$$Sub_{i,t+1} = \beta_1 ABHot_{i,t} + \beta_2 Sub_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 State_{i,t} + \beta_6 Growth_{i,t} + \beta_7 Loss_{i,t} + \beta_8 OPC_{i,t} + \sum Industry_{i,t} + \sum Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量 $Sub_{i,t+1}$ 衡量了企业 i 在第 $t+1$ 期获得的政府补贴,借鉴孔东民等(2013)^[7],采用补贴金额与期末总资产之比进行计算,旨在消除公司规模的影响。本文进一步在企业获得的补贴($Sub1$)的基础上平减行业均值得到政府补贴变量($Sub2$),目的是剔除企业得到的常规政府补贴,以深入考虑技术概念热词与超常政府补贴的关系。此外,本文还选取了未来三年股票回报率($Lead3year_Ret$)进一步检验企业技术概念炒作所获取政府补贴对其长期发展的潜在影响。

如何度量解释变量企业的技术概念炒作水平($ABHot$)是本文实证分析的关键和难点所在,具体来说:

(1)构建热点技术概念词典。由于目前尚缺乏针对热点技术概念的专门术语词典,本文在构建词典时,为最大限度地提升衡量的准确性与科学性,选取了国务院政府工作报告^①及由全国科技名词委员会编纂的《中华科学技术大词典》^②作为主要依据。利用人工阅读、逐词筛查的方式,选取、汇总各年份政府工作报告中与技术创新概念相关的词语,与《中华科学技术大词典》电子词库进行文本匹配筛查,得到每一年的技术概念热词词库,继而构成了本文的热点技术概念词典,部分技术概念热词如表 2 所示。

① 国务院政府工作报告总结了前一年的政府工作情况,并归纳当年政府的各项工作任务,较为全面地涵盖当年的热点概念,具有较好的权威性与代表性。

② 《中华科学技术大词典》于 2019 年由商务印书馆负责出版,编审方“全国科学技术名词审定委员会”是经国务院批准成立、由科学技术部和中国科学院共同领导、中国科学院代管的官方权威机构,代表国家进行科技名词的审定、公布及协调、推广应用工作,国务院明确指示全国各科研、教学、生产经营以及新闻出版等单位应遵照使用本词典。

表 2 各年份热点技术概念词典(示例)

年份	部分技术概念热词
2012	节能环保、三网融合、云计算、物联网、节能汽车、城乡流通、产运销衔接、现代农业、新能源汽车、中医药、民族医药、进口促进平台、境外经贸合作、循环经济
2013	超级计算机、生物医药、高端装备制造、新一代信息基础设施、绿色发展、循环发展、低碳发展、清洁能源、节能环保、海洋经济、前沿先导技术
2014	跨境电子商务、大型成套设备出口、信息消费、信息技术协定、宽带中国、第四代移动通信、百兆光纤工程、创业创新平台、国际营销网络
2015	互联网+、新型工业化、信息化、跨境电子商务、互联网金融、中国制造 2025、生物医药、航空发动机、第三代核电技术、现代物流、碳排放权交易、能源生产和消费革命、光伏发电、循环经济、垃圾资源化
2016	普惠金融、绿色金融、光网、众创、众包、众扶、众筹平台、智能家居、实体商业创新转型、城市停车场、消费金融、新能源汽车、生态经济、创新消费信贷产品、智能电网、农业信贷担保、农村电网改造、国际物流、蓝色经济
2017	医养结合、文化创意、在线教育、数字家庭、快递进社区进农村、重大装备专项工程、中国工匠、产能合作、信用保险、可再生能源发电上网、量子通信、移动支付、云计算、第五代移动通信、物联网、工匠精神
2018	新兴产业集群、集成电路、第五代移动通信、飞机发动机、重大短板装备专项工程、数字中国、生态优先、绿色发展、重大技术改造升级工程、高速宽带、新一代人工智能
2019	工业互联网、数字经济、智能制造、新能源汽车、平台经济、共享经济、远程教育、远程医疗网络、双创金融债券、知识产权质押融资、大数据产业链、大物流产业集群、绿色企业、垃圾分类、境外物流园
2020	金融科技、工业互联网、智能制造、信用信息共享、新兴产业集群、现代物流、电商网购、互联网+、数字经济、平台经济、共享经济、创新链、大健康产业、新能源汽车、节能环保、煤炭清洁、可再生能源、国际货运
2021	疫情防控、疫苗研制、线上办公、无接触配送、政务数据共享、信用信息共享、跨境电商、天问一号、嫦娥五号、民生科技、5G 网络、千兆光网、工业互联网、充电桩、动力电池回收、现代物流、数据安全、数字中国、数字产业化、产业数字化、金融科技
2022	火星探测、污染防治、碳达峰、碳中和、废弃物资源化、新型疫苗、特效药物、智慧城市、数字乡村、工业互联网、绿色低碳、专精特新、综合立体交通网、网络安全、数据安全

(2)对年报相关语段进行文本分析。由于企业年报本身囊括了主观性分析文本(如管理层讨论与分析部分)、第三方陈述文本(如审计报告部分)以及大量客观性陈述文本(如股权结构、财务报告等部分),为了更好地衡量管理层意图,本研究对技术概念炒作的界定聚焦于“管理层讨论与分析”(MD&A)部分(薛爽等,2010^[45];Durnev和Mangen,2020^[46])。在此基础上,本文将已构建的热点技术概念词典扩充到Python软件包的Jieba中文分词库,继而基于机器学习的方法对上市公司各年度财务报告中MD&A部分的文本进行分词处理,并利用文本分析技术统计企业每年的财务报告中出现热点技术概念的频数。

(3)量化企业进行技术概念炒作的程度。Huang等(2014)^[47]考察了企业在何种条件下倾向于管理盈利公告中的语调。研究发现,管理层可能利用积极语调向投资者传递由于会计准则限制而无法直接披露的乐观业绩预期;同时,语调的积极性亦可能反映其掩饰当前业绩不佳或有意夸大未来前景的动机,从而引导投资者做出非理性的战略判断。基于此,Huang等(2014)^[47]构建了语调

模型,将语调定义为盈利公告中正负面词频差与总词数之比,继而根据控制了公司业绩、成长性、经营风险和复杂性等变量的语调模型回归残差来估计异常的积极语调^①。本文在借鉴语调模型的基础上,还考虑了分析师预测等与炒作相关的变量^②,构建模型(2)并用回归残差(ε_{jt})估计企业异常的炒作程度($ABHot$),其中, $MDA_{j,t}$ 为技术概念热词占年报中管理层讨论与分析部分的比重。本文还计算出技术概念热词的自然对数($ABHot1$)和技术概念热词数量($ABHot2$)两个指标进行稳健性检验。

$$\begin{aligned}
 MDA_{j,t} = & \alpha + \beta_0 EARN_{j,t} + \beta_1 RET_{j,t} + \beta_2 SIZE_{j,t} + \beta_3 BTM_{j,t} + \beta_4 STD_RET_{j,t} \\
 & + \beta_5 STD_EARN_{j,t} + \beta_6 AGE_{j,t} + \beta_7 BUSSEG_{j,t} + \beta_8 GEOSEG_{j,t} + \beta_9 LOSS_{j,t} \\
 & + \beta_{10} \Delta EARN_{j,t} + \beta_{11} AFE_{j,t} + \beta_{12} AF_{j,t} + \varepsilon_{j,t}
 \end{aligned}$$

(2)

进一步,为深入探讨技术概念炒作对政府补贴的影响机制,本文引入多项调节变量与中介变量进行扩展检验。具体而言,调节变量包括信息透明度(DA)、分析师覆盖程度($Analyst$)、四大会计师事务所审计($Big4$)和机构投资者持股比例($Inst$),以及地区财政发展水平($FisR$)、地方官员晋升激励($Promote$)与企业的政治关联程度(PC),以识别制度与市场条件对主效应路径的调节作用;中介变量则包括媒体报道语气($NewsP$)和短期市场反应($CAR[-1,10]$),用于刻画炒作行为对市场预期的影响机制及其对政府补贴分配的中介路径。

其他控制变量包括公司的财务指标,如公司规模($Size$)、负债水平(Lev)、公司现金流(OPC)、企业成长($Growth$)、公司当期亏损($Loss$);公司属性指标,如企业产权($State$)。所有回归结果均在公司层面进行了 cluster 调整。

变量详细定义如表 3 所示。

表 3

变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	衡量方式
被解释变量	政府补贴 1	$Sub1$	公司获得的补贴金额与期末总资产之比
	政府补贴 2	$Sub2$	$Sub1$ 平减行业 $Sub1$ 均值
解释变量	异常技术概念炒作程度	$ABHot$	技术概念炒作指标 1,详见上文
	异常技术概念热词对数	$ABHot1$	技术概念炒作指标 2,详见上文
	异常技术概念热词数量	$ABHot2$	技术概念炒作指标 3,详见上文
调节变量	信息透明度	DA	采用操纵性应计利润的绝对值衡量,其中可操纵应计利润由修正的 Jones 模型计算得到
	分析师	$Analyst$	公司当年的分析师跟踪人数
	审计师	$Big4$	公司是否被四大审计
	机构投资者	$Inst$	机构投资者持股比例(%)
	地区发展水平	$FisR$	公司所在市的财政支出与 GDP 之比

① 具体控制变量: $EARN$ 为非经常性项目前收益除以期初总资产, RET 为截至财年结束后三个月的一年内买入并持有月度回报, $SIZE$ 为财年末股权市场价值的对数, BTM 为财年末的账面市值比率, STD_RET 为截至财年结束后三个月的过去一年内 RET 的标准差, STD_EARN 为过去五年 $EARN$ 的标准差, AGE 为公司上市年加 1 取对数, $BUSSEG$ 为业务部门数量加 1 取对数, $GEOSEG$ 为地理区域数量加 1 取对数。

② $LOSS$ 在 $EARN$ 为负数时取值为 1, $\Delta EARN$ 为 $EARN$ 的变化值, AFE 为实际每股收益减最新分析师预测的中位数除以财年末的股价, AF 为分析师对未来一年每股收益的预测除以财年末的股价。

续表 3

变量类型	变量名称	变量符号	衡量方式
调节变量	晋升压力	<i>Promote</i>	公司所在县区的官员晋升压力(Piotroski和Zhang,2014) ^[48] :如果某年或次年在某县区发生了政治晋升事件,则定义为1,否则为0
	政治关联	<i>PC</i>	董事长和总经理是否有政治关联,政治关联代表高管是否为政协委员或人大代表
中介变量	媒体报道语气	<i>NewsP</i>	新闻媒体内容涉及公司的正面报道数量与所有报道数量之比
	短期市场效应	<i>CAR</i> [-1,10]	年报公告日前1天至公告日后10天的累计异常回报,用流通市值加权的市场收益调整
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	年末公司规模,等于公司总资产的自然对数
	负债比率	<i>Lev</i>	年末资产负债率,等于公司总负债除以总资产
	企业产权	<i>State</i>	产权性质哑变量,国企为1,民企为0
	企业成长	<i>Growth</i>	销售收入增长率
	公司亏损	<i>Loss</i>	公司当期亏损哑变量
	公司现金流	<i>OPC</i>	公司现金流,当年经营性现金流净额与期末总资产之比

3.描述性统计

表4为变量的描述性统计。从中能够发现,企业获得的政府补贴与期末总资产之比的均值为4.593,标准差为5.801,表明了不同企业获得的补贴金额存在明显的差异性,且有少部分企业获得了大量的补贴金额,最大补贴金额甚至获得超过企业总资产的三分之一;在平减行业政府补贴均值后,Sub2的均值为-0.727,标准差为5.266,进一步说明了在消除常规补贴影响后,政府对企业的补贴金额仍然存在较大差异。由此可以发现,企业所获得的政府补贴及超常政府补贴金额大不相同,为研究企业技术概念炒作如何影响其获取政府补贴提供了潜在的可行性,也说明本文的研究问题具有一定的现实意义。本文的核心解释变量ABHot的均值为-0.005,标准差为0.220,在一定程度上体现了企业进行异常技术概念炒作行为的普遍性。此外,ABHot的四分之一位数-0.143和四分之三位数0.092相差较大,这意味着企业之间的技术概念炒作行为有显著差异,不仅揭示了现实中部分企业存在相对更为异常的热点技术概念披露行为,也在数据特征上支持了本文探索企业技术概念炒作行为背后的经济目的。

表 4 变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	25%	中位数	75%	最大值
<i>Sub1</i>	15130	4.593	5.801	0.000	0.668	2.766	6.122	34.242
<i>Sub2</i>	15130	-0.727	5.266	-7.927	-4.001	-1.357	0.000	27.096
<i>ABHot</i>	15130	-0.005	0.220	-0.421	-0.143	-0.035	0.092	0.793
<i>ABHot1</i>	15130	-0.002	0.782	-2.151	-0.490	0.062	0.536	1.765
<i>ABHot2</i>	15130	-0.395	16.236	-38.649	-4.814	-0.177	2.928	87.440
<i>DA</i>	15013	0.054	0.062	0.001	0.016	0.035	0.069	0.396

续表 4

变量	样本数	均值	标准差	最小值	25%	中位数	75%	最大值
<i>Analyst</i>	15130	8.031	10.127	0.000	1.000	4.000	12.000	46.000
<i>Big4</i>	15130	0.058	0.234	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>Inst</i>	15126	0.422	0.231	0.006	0.239	0.437	0.602	0.886
<i>FisR</i>	13566	0.189	0.059	0.100	0.146	0.175	0.234	0.410
<i>Promote</i>	13191	0.400	0.490	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>PC</i>	15088	0.313	0.464	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>NewsP</i>	14942	0.480	0.180	0.000	0.373	0.484	0.588	1.000
<i>CAR</i> [-1, 10]	13771	-0.000	0.087	-0.205	-0.054	-0.009	0.045	0.295
<i>Size</i>	15130	22.671	1.273	19.653	21.767	22.515	23.414	27.151
<i>Lev</i>	15130	0.449	0.195	0.053	0.300	0.449	0.592	0.933
<i>State</i>	15130	0.405	0.491	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>Growth</i>	15130	0.169	0.419	-0.615	-0.027	0.101	0.259	2.735
<i>Loss</i>	15130	0.109	0.312	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>OPC</i>	15130	0.050	0.067	-0.178	0.012	0.049	0.089	0.247

4. 相关性分析

表 5 列示了本文主要变量的 Pearson 相关性分析结果。从表 5 可以看出, *ABHot* 与 *Sub1* 和 *Sub2* 均在 1% 的水平上显著正相关, 说明企业技术概念炒作与其获取的政府补贴和超常政府补贴显著正相关, 初步支持了假设 H_1 。解释变量企业技术概念炒作和控制变量之间的相关系数绝对值最大为 0.040, 预示着多重共线性问题对本研究造成影响的可能性较小。

表 5 变量的 *Pearson* 相关性分析

	<i>Sub1</i>	<i>Sub2</i>	<i>ABHot</i>	<i>ABHot1</i>	<i>ABHot2</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>State</i>	<i>Growth</i>	<i>Loss</i>	<i>OPC</i>
<i>Sub1</i>	1										
<i>Sub2</i>	0.867***	1									
<i>ABHot</i>	0.034***	0.044***	1								
<i>ABHot1</i>	0.051***	0.065***	0.744***	1							
<i>ABHot2</i>	0.004	0.017**	0.566***	0.651***	1						
<i>Size</i>	-0.198***	-0.088***	-0.000	0.000	-0.000	1					
<i>Lev</i>	-0.137***	-0.024***	0.037***	0.039***	0.043***	0.502***	1				
<i>State</i>	-0.088***	-0.039***	0.023***	-0.003	-0.007	0.339***	0.239***	1			
<i>Growth</i>	-0.001	-0.007	-0.020**	0.008	0.014*	0.050***	0.029***	-0.064***	1		

续表 5

	<i>Sub1</i>	<i>Sub2</i>	<i>ABHot</i>	<i>ABHot1</i>	<i>ABHot2</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>State</i>	<i>Growth</i>	<i>Loss</i>	<i>OPC</i>
<i>Loss</i>	-0.031***	-0.027***	0.009	0.010	0.004	-0.088***	0.137***	-0.036***	-0.192***	1	
<i>OPC</i>	0.059***	0.030***	-0.040***	-0.051***	-0.044***	0.050***	-0.182***	0.003	0.022***	-0.189***	1

注：***、**、*分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著

四、实证结果分析

1. 基准回归结果

为了检验企业技术概念炒作行为对其获取政府补贴的影响,本文首先依据模型(1)进行了相应的回归检验,结果如表 6 所示。第(1)列的单变量检验回归结果显示,企业所获得的政府补贴随着企业技术概念炒作程度的增大而增大($\beta=0.905$),企业技术概念炒作程度与政府补贴在 1% 的水平上显著正相关,说明了技术概念炒作显著增加了企业获取的政府补贴;在列(2)剔除了常规补贴的影响后,检验结果仍显示,企业技术概念炒作程度与政府补贴在 1% 的水平上呈显著正相关($\beta=0.931$),可以说明,企业的技术概念炒作行为可以显著增加其得到的超常政府补贴。进一步,在控制了上一年度的政府补贴并引入了一系列控制变量后,第(3)列的结果显示,技术概念炒作程度与政府补贴在 1% 的水平上显著为正($\beta=0.418$),该检验提高了前述单变量检验结论的可信度,即企业技术概念炒作行为越严重,获得的政府补贴越多。同样地,列(4)控制了上一年度平减行业均值的政府补贴以及一系列控制变量后得出了一致的结论,技术概念炒作与政府补贴的系数在 1% 的水平上显著正相关($\beta=0.342$),同样说明了企业的技术概念炒作行为能促进企业获得政府补贴,企业表面上进行技术概念炒作而实际目的是谋取超常政府补贴的可能性更大。上述结果均表明,技术概念炒作行为使部分企业获得了与其真实经营能力不相匹配的政府补贴,验证了本文的假设 H_1 。

表 6 技术概念炒作与政府补贴的回归分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Sub1</i> _{<i>t</i>+1}	<i>Sub2</i> _{<i>t</i>+1}	<i>Sub1</i> _{<i>t</i>+1}	<i>Sub2</i> _{<i>t</i>+1}
<i>ABHot</i>	0.905*** (4.72)	0.931*** (4.92)	0.418*** (3.84)	0.342*** (3.13)
<i>Sub1</i>			0.581*** (42.75)	
<i>Sub2</i>				0.573*** (42.28)
<i>Size</i>			-0.064** (-2.30)	-0.097*** (-3.50)
<i>Lev</i>			-0.116 (-0.59)	-0.001 (-0.01)
<i>State</i>			-0.030 (-0.48)	-0.012 (-0.19)
<i>Growth</i>			0.286*** (3.59)	0.357*** (4.46)

续表 6

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Sub1_{t+1}</i>	<i>Sub2_{t+1}</i>	<i>Sub1_{t+1}</i>	<i>Sub2_{t+1}</i>
<i>Loss</i>			0.638*** (5.73)	0.555*** (5.07)
<i>OPC</i>			0.885** (2.01)	0.611 (1.40)
常数项	3.755*** (57.08)	-0.755*** (-11.53)	2.441*** (4.08)	1.722*** (2.95)
年份/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	15130	15130	15130	15130
调整 R ²	0.238	0.587	0.018	0.461

注：***、**、*分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著，下同；括号内为异方差稳健 *t* 统计量

进一步地，为探讨企业的技术概念炒作行为是否反映其真实研发意图，本文对企业的创新动机进行了检验，回归结果如表 7 所示，其中 *Patent* 表示公司当期申请专利数量，*PatentI* 表示获批专利数量，*RDman* 表示研发操纵变量为 0、1 变量，第 (3) 列的回归结果采用的是 Logit 模型，R² 为伪决定系数 R²。从第 (1) 列和第 (2) 列的结果可以发现，企业技术概念炒作与其申请专利和获批专利的数量均呈负相关 ($\beta=-0.072$ 和 -0.068) 且在 5% 的水平上显著，表明披露技术概念热词较多的企业实际上并未申请到更多的专利，没有真正意义上的创新；列 (3) 的结果表明，企业的技术概念热词和研发操纵在 5% 的水平上显著为正 ($\beta=0.260$)，证实了企业披露技术概念热词的目的是操纵舆论并吸引政府的关注以获取更多政府补贴。综上结果表明，热衷于技术概念炒作的企业并不具备实质性的创新能力，其专利申请和获批数量相对较少，这一行为可能导致政府补贴资源的配置偏离真正具有创新能力的企业，从而影响财政资金的有效利用。

表 7 研发动机测试

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Patent</i>	<i>PatentI</i>	<i>RDman</i>
<i>ABHot</i>	-0.072** (-2.00)	-0.068** (-2.05)	0.260** (2.49)
<i>Sub1</i>	0.001 (1.31)	0.001 (1.36)	-0.043*** (-8.33)
常数项	-0.174* (-1.77)	-0.152* (-1.67)	0.230 (0.33)
控制变量	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是
观测值	15130	15130	15078
调整 R ² /伪 R ²	0.009	0.009	0.095

2. 稳健性检验^①

(1)被解释变量、解释变量替代指标。为检验结果的稳健性，本文首先采用政府补贴金额与当期营业收入之比替代被解释变量进行回归，结果显示技术概念炒作变量的系数依然显著，验证了

① 因篇幅所限，相关内容正文略去。详见本刊网站登载扩展资料中的附录。

本文结论的稳健性。此外,本文分别使用技术概念热词数量的自然对数(*ABHot1*)与技术概念热词数量(*ABHot2*)替代解释变量进行检验,实证结果表明,两者的回归系数均保持显著性,进一步支持本文研究结论的稳健性。

(2)控制企业固定效应、研发投入、专利和高新技术企业、盈余管理动机。鉴于政府补贴在企业间可能存在差异化分配,本文引入企业层面固定效应进行稳健性检验,结果显示,技术概念炒作与政府补贴及超额政府补贴之间仍存在显著正相关关系,支持了本文核心结论的稳健性。此外,企业技术概念炒作程度较高的原因,除可能源于主观操纵外,也可能反映其真实的技术创新行为。为控制该潜在干扰因素,本文引入专利申请数量、专利授权数量、研发动机等变量进行回归,结果表明,炒作变量的回归系数仍然显著,进一步验证了本文结论的稳健性。考虑到某些财务操作可能影响政府补贴获取,本文引入信息透明度、当期是否实施配股或增发等变量,以控制盈余管理动机的影响。实证结果显示,技术概念炒作与政府补贴的正向关系依然显著,表明本文结论在控制相关财务行为后依然成立。

(3)内生性检验。首先,前文分析表明,企业技术概念炒作会降低政府补贴资源配置效率,但该关系可能存在反向因果等内生性问题。例如,企业在获得政府补助后,可能为了向政府相关部门释放积极信号,在次年年报中的“管理层讨论与分析”部分进行夸张的描述。为此,本文交换模型(1)的解释变量与被解释变量重新进行回归,结果显示,企业获得政府补贴对其异常炒作程度无显著影响,表明该关系不存在反向因果问题。其次,工具变量两阶段最小二乘法是处理内生性问题的主要方式,因此本文选取剔除企业自身的行业均值作为工具变量(*IV*)进行回归。第一阶段回归中,工具变量系数显著且Cragg-Donald Wald F统计量和Kleibergen-Paap Wald rk F统计量均大于Stock-Yogo weak ID test中10%偏误的临界值16.38,可以拒绝原假设,认为不存在弱工具变量问题。第二阶段回归结果表明,*ABHot*系数依然显著为正,进一步证明了本文研究结论的稳健性。

最后,本文以2020年新证券法实施作为外生冲击,根据政策实施前两年(即2018年)*ABHot*行业中位数,将样本划分为实验组和控制组,使用倾向得分匹配法对样本重新匹配后进行再考察。在匹配过程中,选择1:2最近邻匹配对实验组和控制组样本进行筛选,尽可能缩小两组在政策实施前的特征差异。匹配后的回归结果显示,新证券法实施后,企业异常的技术概念炒作行为会降低其所获得的政府补贴,说明政策实施在一定程度上优化了政府补贴的资源配置。此外,本文还对新证券法实施前两年及实施后两年进行了平行趋势检验。结果表明,在政策实施前,实验组与控制组的回归系数均不显著,说明实验组与控制组之间并不存在显著差异,平行趋势假设得到验证。进一步地,绘制的平行趋势图亦显示,在新证券法实施后,政府补贴整体呈现逐年下降的趋势,该结果与前述回归分析一致,亦支持平行趋势假设的成立。

3.调节效应

企业不合理的技术概念炒作实质上是一种信息披露不规范的行为,是一种隐藏其他问题的手段。因此,为了进一步探索企业技术概念炒作行为对政府补贴的影响,本文针对性地从企业信息披露质量、政府政绩压力、企业政治关联三个角度出发^①,实证探析企业内外部要素对技术概念炒作行为与政府补贴间关系的影响。

首先,本文考察了企业信息披露质量是否会影响企业技术概念炒作行为所引起的政府补贴差异,并主要通过内部视角的企业信息透明度和外部视角的中介机构关注度来衡量企业的信息披露质量。企业的盈余管理行为实则是企业对所披露信息的操纵,盈余管理程度越高,其披露的信息越不能反映公司的真实经营情况,信息透明度越低,信息披露质量越差(窦超和翟进步,2020)^[2]。

^① 因部分变量存在缺失值,使得调节效应中部分表格存在样本量低于15130的情况。

基于此,本文选择企业的盈余管理作为信息披露质量的其中一个代理变量。分析师、审计师和机构投资者等外部中介机构作为证券市场中的专业分析人员,能够通过收集、获取和分析企业的信息对企业起到有效的外部治理和监督的作用,分析师跟踪多的企业信息不对称的程度更低,随着分析师跟踪人数的增加,企业的信息质量更高,股票透明度也能得到显著提高,而分析师跟踪较少的企业信息不对称程度相对较高,信息质量较低,治理效果较差(姜付秀等,2016)^[29]。因此,本文也将分析师关注度、是否被四大审计和机构投资者持股比例这些外部指标作为企业信息披露质量的代理变量。在模型(1)的基础上引入了信息透明度、分析师、审计师、机构投资者及其分别与技术概念炒作程度的交互项进行调节效应检验,得到了如表8 Panel A所示的回归结果。

表 8 调节效应检验

Panel A 信息披露质量								
变量	信息透明度		分析师		审计师		机构投资者	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	$Sub1_{i+1}$	$Sub2_{i+1}$	$Sub1_{i+1}$	$Sub2_{i+1}$	$Sub1_{i+1}$	$Sub2_{i+1}$	$Sub1_{i+1}$	$Sub2_{i+1}$
$ABHot$	0.238* (1.74)	0.140 (1.02)	0.583*** (4.02)	0.497*** (3.43)	0.474*** (4.20)	0.380*** (3.36)	0.784*** (3.26)	0.739*** (3.10)
$ABHot \times AIQ$	-3.414** (-1.98)	-3.866** (-2.20)						
AIQ	0.463 (0.93)	0.266 (0.54)						
$ABHot \times Analyst$			-0.021** (-1.97)	-0.019* (-1.86)				
$Analyst$			0.014*** (4.37)	0.016*** (5.39)				
$ABHot \times Big4$					-1.043*** (-2.76)	-0.712* (-1.92)		
$Big4$					0.158* (1.70)	0.090 (0.98)		
$ABHot \times Inst$							-0.904** (-1.97)	-0.979** (-2.15)
$Inst$							-0.269* (-1.96)	-0.302** (-2.19)
$Sub1$	0.582*** (42.44)		0.579*** (42.53)		0.581*** (42.76)		0.581*** (42.78)	
$Sub2$		0.573*** (41.96)		0.571*** (42.02)		0.573*** (42.29)		0.573*** (42.30)
常数项	2.530*** (4.14)	1.763*** (2.97)	3.685*** (5.63)	3.205*** (5.04)	2.684*** (4.30)	1.861*** (3.06)	2.184*** (3.50)	1.433** (2.36)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	15013	15013	15130	15130	15130	15130	15126	15126
调整 R^2	0.589	0.463	0.588	0.462	0.587	0.461	0.587	0.462

续表 8

Panel B 政绩压力、政治关联						
变量	地区发展水平		晋升压力		政治关联	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$Sub1_{i+1}$	$Sub2_{i+1}$	$Sub1_{i+1}$	$Sub2_{i+1}$	$Sub1_{i+1}$	$Sub2_{i+1}$
$ABHot$	-2.507* (-1.75)	-2.357* (-1.65)	0.140 (0.87)	-0.108 (-0.67)	0.302** (2.57)	0.231* (1.95)
$ABHot \times FisP$	3.640** (2.07)	3.366* (1.92)				
$FisP$	-0.006 (-0.01)	-0.020 (-0.04)				
$ABHot \times Promote$			0.446* (1.84)	0.635*** (2.63)		
$Promote$			0.011 (0.14)	0.029 (0.35)		
$ABHot \times PC$					0.427** (2.06)	0.442** (2.11)
PC					0.108* (1.85)	0.089 (1.54)
$Sub1$	0.578*** (39.48)		0.589*** (43.31)		0.581*** (43.65)	
$Sub2$		0.570*** (39.10)		0.582*** (43.42)		0.574*** (43.33)
常数项	2.096*** (2.63)	1.453* (1.88)	2.736*** (3.93)	1.815*** (2.69)	2.354*** (4.02)	1.624*** (2.84)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	13566	13566	13191	13191	15088	15088
调整 R ²	0.585	0.457	0.573	0.479	0.595	0.471

一方面,就企业信息透明度而言,为确保回归结果的可比性,本文在回归模型中引入了信息透明度指标(DA)的相反数(AIQ)。列(1)回归结果显示,企业技术概念炒作程度与 AIQ 的交互项在5%的显著性水平上与政府补贴负相关($\beta=-3.414$),说明信息透明度低的企业增加了技术概念炒作所获得的政府补贴。进一步,列(2)剔除了常规补贴的影响,回归结果基本类似,企业技术概念炒作程度与 AIQ 的交互项在5%的显著性水平上与政府补贴负相关($\beta=-3.866$),表明了企业的信息透明度对技术概念炒作程度和超常政府补贴仍然有调节作用,信息透明度越低,信息披露质量越低,企业能得到的超常政府补贴越多,技术概念炒作对财政资源配置的不利影响也越显著。另一方面,从外部中介机构的角度来看,第(3)~(8)列的回归结果显示,企业技术概念炒作程度与分析师关注度的交互项分别在5%和10%的显著性水平上与政府补贴呈负相关($\beta=-0.021$ 和 $\beta=-0.019$),与审计师的交互项分别在1%和10%的水平上显著为负($\beta=-1.043$ 和 $\beta=-0.712$),与机构投资者持股比例的交互项在5%的水平上显著负相关($\beta=-0.904$ 和 $\beta=-0.979$)。这些结果共同表明,当外部中介机构的监督能力较弱时,企业更容易通过技术概念炒作获取超出其实际经营表现的政府补

贴,加剧财政资源配置的扭曲。综上表明,信息披露质量较低的企业更可能通过技术概念炒作获得超常政府补贴,因此,基于企业异常的信息披露,本文合理推断其存在利用技术概念炒作影响政府资源分配的动机,验证了本文的假设 H_{2a} 。

其次,本文还考察了政府的政绩压力是否会影响企业技术概念炒作行为引起的政府补贴差异,并从区域发展水平和地方政府官员晋升压力的视角对政绩压力进行测度。我国各地区间经济及金融发展水平相差较大,地区经济差距是政府关注的重要问题,落后地区的发展受到战略、全球化、市场和环境的制约,经济增长的压力和难度较大,政府有帮助欠发达地区发展有比较优势的产业的政绩压力(曹春方等,2014)^[38]。有鉴于此,本文将地区发展水平作为政绩压力的一个代理变量。杨瑞龙等(2013)^[49]研究发现,政府官员的晋升机制与发展地方经济的政绩是密不可分的,官员为了提高其升迁概率致力于提升经济绩效。因此,本文利用政府官员的晋升压力这一变量来替代政绩压力。依照模型(1)并引入地区发展水平、晋升压力及其与技术概念炒作程度的交互项进行调节效应检验,得到了如表 8 Panel B 所示的结果。一方面,本文借鉴李强和李书舒(2017)^[50]的做法,采用地级市财政支出占 GDP 的比重衡量地区发展水平($FisR$),同时,为保证回归结果的可比性,本文在模型中引入了变量 $FisP$,定义为 $FisP = 1 - FisR$ 。从第(1)列的回归结果可以发现,交互项 $ABHot \times FisP$ 的回归系数在 5% 的显著性水平上为正($\beta=3.640$);列(2)控制了常规补贴水平后,交互项 $ABHot \times FisP$ 的系数为正($\beta=3.366$)且在 10% 水平上显著,证实了企业处在区域发展水平落后的地区会增多企业技术概念炒作所得到的超常政府补贴。另一方面,本文从企业所在县区政府的角度出发,考察了政府官员的晋升压力是否会影响技术概念炒作与政府补贴的获取。列(3)列结果显示,交互项 $ABHot \times Promote$ 的回归系数在 10% 的显著性水平上为正($\beta=0.446$),表明当官员有较大晋升压力时,企业技术概念炒作得到的政府补贴会显著增多。列(4)消除了常规补贴的影响,交互项 $ABHot \times Promote$ 的回归系数依然说明官员的晋升压力会对企业技术概念炒作谋取超常政府补贴的行为产生恶化作用,表现为系数为正($\beta=0.635$)且在 1% 水平上显著。综上结果表明,政府的政绩压力会加剧企业技术概念炒作对政府补贴的影响,政绩压力越大,企业通过技术概念炒作影响政府资源配置的程度越强,进一步扭曲了政府补贴资源配置,验证了本文提出的假设 H_{2b} 。

最后,本文进一步考察了政企关系是否会影响企业技术概念炒作行为所引起的政府补贴差异,并选取企业高管的政治关联作为代理变量进行实证检验。Krueger(1974)^[51]提出,企业家通过花费时间和金钱与政府官员建立关系可获得巨大经济利益。已有研究表明,企业的政治关联有助于其获得更高的银行贷款、更优惠的税率及更高的市场占有率,同时,也更易获得地方政府的贸易保护(任宏达和王琨,2018)^[10],从而在一定程度上增加了技术概念炒作获得政府补贴的动机与机会。因此,本文以企业高管的政治联系作为衡量政企关系的重要变量,进一步验证其调节作用。基于模型(1),本文引入政治关联变量及其与技术概念炒作程度的交互项进行回归分析,得到了如表 8 Panel B 所示的回归结果。列(5)的结果显示,企业政治关联水平对技术概念炒作与政府补贴之间关系具有显著放大作用,交互项 $ABHot \times PC$ 系数为正($\beta=0.427$)且在 5% 水平显著;列(6)控制了常规补贴水平后,交互项系数仍在 5% 的显著性水平上为正($\beta=0.442$),结论保持一致,即企业高管的政治关联越强,越可能通过技术概念炒作获取更多政府补贴资源。综合以上分析,政治关联显著加剧了技术概念炒作对政府补贴的影响,支持了本文的假设 H_{2c} ,表明政企关系可能成为企业获取政府资源的关键渠道,进而带来一定的资源配置扭曲风险。

五、进一步检验

1. 中介效应

从企业信息披露与媒体报道语气来看,公司管理层会通过技术概念炒作影响媒体报道的语气,尤其会促进媒体积极语气的报道(才国伟等,2015)^[1],企业技术概念炒作程度越高,媒体的报道语气越积极;政府对企业的评估也参考了媒体报道的语气词,积极的媒体报道将会改善企业的形象和声誉,帮助企业获得更多政府补助(Huang,2022)^[11]。鉴于此,为了检验技术概念炒作行为是否会通过影响媒体报道语气而使企业获取超常政府补贴,本文在模型(1)的基础上构建了相应的中介效应模型加以分析,结果如表9所示。第(1)列对 *ABHot* 和 *NewsP* 进行了回归分析,结果显示, *ABHot* 与 *NewsP* 在 1% 的水平上显著正相关($\beta=0.024$),说明企业的技术概念炒作行为会显著增加媒体报道的积极语气;与之类似,第(3)列控制了常规补贴的影响后对 *ABHot* 和 *NewsP* 进行了回归分析,结果同列(1)基本一致,即 *ABHot* 与 *NewsP* 在 1% 的水平上显著正相关($\beta=0.024$)。而表 9 中第(2)列和第(4)列则是加入了 *SubP* 这一变量后进行回归的结果,本文发现,无论是常规还是超常政府补贴,媒体报道语气均与政府补贴呈正相关($\beta=0.453$ 和 0.353),分别在 1% 和 5% 的水平上显著,表明了积极的媒体报道语气会显著增加企业获得的政府补贴。在此基础上,本文也进行了 Sobel 检验,统计结果显示 *p* 值均小于 0.05,这说明,媒体报道语气的确是企业技术概念炒作影响政府补贴的一个重要中介。

表 9 中介效应检验:媒体报道语气

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>NewsP</i>	<i>Sub1_{t+1}</i>	<i>NewsP</i>	<i>Sub2_{t+1}</i>
<i>ABHot</i>	0.024*** (3.14)	0.415*** (3.79)	0.024*** (3.11)	0.343*** (3.13)
<i>NewsP</i>		0.453*** (3.17)		0.353** (2.49)
<i>Sub1</i>	0.001*** (4.96)	0.579*** (42.30)		
<i>Sub2</i>			0.001*** (4.78)	0.572*** (41.84)
Sobel Tests <i>p</i> -value	0.0135**		0.0273**	
常数项	0.194*** (5.23)	2.329*** (3.91)	0.201*** (5.45)	1.631*** (2.81)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	14942	14942	14942	14942
调整 <i>R</i> ²	0.092	0.588	0.092	0.463

进一步,企业的技术概念炒作行为会在短期内为企业吸引大量投资,引起企业的利润、市场价值迅速上升,而企业短期的表现良好会误导政府,使政府对企业发展前景有很高的预期,从而对企业提供更多补助资金(王红建等,2014)^[44]。基于此,为了检验企业技术概念炒作是否会通过影响短期市场效应帮助企业获取更多政府补贴,本文在模型(1)的基础上构建了相应的中介效应模型加以分析,结果如表 10 所示。第(1)列对 *ABHot* 和 *CAR*[-1,10]进行了回归分析,结果显示, *ABHot* 与 *CAR*[-1,10]在 5% 的水平上显著正相关($\beta=0.009$),说明企业技术概念炒作行为会使短期内市场

价值提高;第(3)列控制了常规政府补贴后结果同列(1)相似,即 $ABHot$ 与 $CAR[-1,10]$ 在 1% 的水平上显著正相关($\beta=0.009$),表明短期市场效应不会随着企业所获补贴金额的改变而发生变化。第(2)列显示的是加入了 $CAR[-1,10]$ 这一变量后进行回归的结果,本文发现,短期市场效应与政府补贴在 5% 的水平上显著正相关($\beta=0.721$),表明了短期市场价值上升的企业会显著增加其所能获得的政府补贴;在剔除了常规补贴的影响后,如列(4)所示, $CAR[-1,10]$ 与 $Sub2$ 回归结果仍在 5% 的水平上显著正相关($\beta=0.635$),说明短期市场效应可能放大企业技术概念炒作对政府补贴配置的不利影响。在此基础上,本文还进行了 Sobel 检验,统计结果显示 p 值均小于 0.05,说明短期市场效应是企业技术概念炒作影响政府补贴的另一个重要中介。

表 10
 中介效应检验:短期市场效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$CAR[-1,10]$	$Sub1_{t+1}$	$CAR[-1,10]$	$Sub2_{t+1}$
$ABHot$	0.009** (2.56)	0.482*** (4.37)	0.009*** (2.59)	0.411*** (3.71)
$CAR[-1,10]$		0.721** (2.44)		0.635** (2.20)
$Sub1$	-0.000 (-0.87)	0.582*** (40.53)		
$Sub2$			-0.000 (-1.36)	0.574*** (40.27)
Sobel Tests p-value	0.0359**		0.0312**	
常数项	-0.021 (-1.22)	2.447*** (3.89)	-0.021 (-1.22)	1.694*** (2.76)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	13771	13771	13771	13771
调整 R^2	0.021	0.590	0.021	0.464

2. 经济后果

企业技术概念炒作实质上是一种虚假的信息披露行为,尽管技术概念炒作可以在短时间内帮助公司提高知名度及市场价值,使政府为其投入更多补贴,然而,长此以往,技术概念炒作“金玉其外,败絮其中”的特点还是会暴露,导致企业的经济效益下跌(Hales等,2011)^[14],因此,如果企业的长期表现不佳,则意味着企业的技术概念炒作确有牟取更多政府补贴的动因。本文选用未来三年股票回报率($Lead3year_Ret$)这一指标衡量企业的长期绩效进行了回归检验,回归结果如表 11 所示。由第(1)列的回归结果可知,企业技术概念炒作行为和政府补贴与未来三年股票回报显著负相关,表现为交互项 $ABHot \times Sub1_{t+1}$ 的系数为负($\beta=-0.011$),并在 10% 的水平上显著,说明企业通过技术概念炒作获取政府补贴的行为在长期会对企业股票回报产生显著的不良影响;第(2)列剔除常规补贴的影响后交互项 $ABHot \times Sub2_{t+1}$ 的系数在 5% 的水平上显著为负($\beta=-0.016$),说明企业技术概念炒作获取政府补贴的行为不利于企业的长期健康发展。

表 11
 经济后果与政府补贴

变量	(1)	(2)
	$Lead3year_Ret$	$Lead3year_Ret$
$ABHot$	0.087** (2.09)	0.014 (0.40)

续表 11

变量	(1)	(2)
	<i>Lead3year_Ret</i>	<i>Lead3year_Ret</i>
<i>ABHot</i> × <i>Sub1</i> _{<i>t</i>+1}	-0.011* (-1.79)	
<i>Sub1</i> _{<i>t</i>+1}	0.003* (1.95)	
<i>ABHot</i> × <i>Sub2</i> _{<i>t</i>+1}		-0.016** (-2.38)
<i>Sub2</i> _{<i>t</i>+1}		0.003* (1.88)
常数项	0.936*** (5.09)	0.957*** (5.24)
年份/行业固定效应	是	是
观测值	11317	11317
调整 R ²	0.327	0.327

六、研究结论与讨论

1. 研究结论

在信息披露制度日趋完善的同时,企业借助技术叙事误导政府资源配置的现象仍难以根除。本文基于2012—2022年国务院政府工作报告与中国A股上市公司财报中“管理层讨论与分析”的部分文本信息,实证检验了企业技术概念炒作对其政府补贴获取的影响。研究发现,企业技术概念炒作程度与其获取的政府补贴之间存在显著正相关关系,该结论在经过多种稳健性检验后依然成立。然而,获得更多政府补贴的相关企业并未表现出更高的创新产出,表明部分企业可能在缺乏实质性技术积累的背景下,通过策略性技术叙事获取政策支持,从而导致政府补贴资源配置的扭曲。调节效应分析表明,提高企业信息披露质量、缓解政府政绩压力以及加强对企业政治关联影响路径的识别与约束,均有助于抑制技术概念炒作对政府补贴资源配置的干扰。进一步研究发现,企业的技术概念炒作行为可通过操控媒体语气以及引导短期市场反应,在短期内获取超常政府补贴。

2. 政策建议

结合上述研究结论,本文提出以下政策建议:

第一,强化企业信息披露监管机制,提升信息透明度与可验证性。监管部门应对企业披露的技术概念相关内容加强审查与实质性评估,推动建立以专利质量、研发成果转化率等为核心的科技创新实质评价体系,避免“空壳化”或“标签化”创新宣传误导政府决策。建议将信息披露合规性纳入财政补贴审核体系,对存在夸大或误导性信息披露行为的企业实行差异化或限制性补贴政策,并在事后审计中强化责任追究机制,以增强企业披露行为的约束力与规范性。此外,补贴审核应引入独立第三方机构开展技术能力评估,综合考量中介机构出具的专业意见,将其作为企业技术水平和未来发展潜力的重要依据。与此同时,完善中介机构自身的监管体系,提升其独立性与专业判断能力,防止其沦为企业迎合补贴审查的辅助工具。

第二,优化财政补贴的地区分配结构与地方激励机制,纠正政绩导向下可能引发的资源错配问题,并有效防范企业通过政治关联获取政府偏向性支持的行为。中央财政在补贴分配上应强化激励兼容原则,推动地方政府将绩效考核重心从短期财政支出转向对企业长期技术创新产出、产

业链协同效应与区域发展带动能力的综合评估,构建横向对标和纵向问责相结合的官员考核机制,以弱化短期政绩驱动对资源配置行为的扭曲。同时,应健全财政补贴制度的透明化与问责机制,推动各级政府将补贴决策、审查流程及资金发放对象方面实现信息公开与动态披露,增强公共资金使用的可追溯性,遏制补贴分配中的寻租行为。

第三,完善财政补贴的动态监管体系,提升激励的精准性与绩效导向,避免以媒体热度或资本市场短期反应作为技术潜力评估的替代指标,强化对企业舆情操作行为的识别能力。同时,建立对企业获得补贴后的动态绩效跟踪机制,强化技术补贴项目的事前审核和事后评估,将企业在补贴获得后的创新产出、经营绩效和市场表现纳入评估体系,并将财政激励与企业真实创新能力挂钩。对于利用技术概念炒作误导政策判断、造成财政资源低效配置的企业,实施严格的责任追究与补贴资金追偿措施,实现公共资源的有效配置与优胜劣汰。

3. 研究不足与展望

需要指出的是,尽管本研究全面地涵盖了国务院政府工作报告中认可的技术性热点概念,然而,受到市场上热点繁杂多样且层出不穷这一非技术性因素的影响,本文并未对市场上其他层面的热点概念进行过多的关注,这是本研究设计中存在的一大局限,值得后续研究深入地分析和探讨。

参考文献

- [1]才国伟,邵志浩,徐信忠.企业和媒体存在合谋行为吗?——来自中国上市公司媒体报道的间接证据[J].北京:管理世界,2015,(7):158-169.
- [2]窦超,翟进步.业绩承诺背后的财富转移效应研究[J].北京:金融研究,2020,(12):189-206.
- [3]赵臻,陈仕华,曹伟.“互联网+”信息披露:实质性陈述还是策略性炒作——基于股价崩盘风险的证据[J].北京:中国工业经济,2020,(3):174-192.
- [4]李志军,王善平.货币政策、信息披露质量与公司债务融资[J].北京:会计研究,2011,(10):56-62,97.
- [5]Lauterbach, B., and A. Pajuste. The Long-Term Valuation Effects of Voluntary Dual Class Share Unifications [J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 31: 171-185.
- [6]Li, X., J.B. Kim, and H. Wu, et al. Corporate Social Responsibility and Financial Fraud: The Moderating Effects of Governance and Religiosity [J]. Journal of Business Ethics, 2021, 170, (3): 557-576.
- [7]孔东民,刘莎莎,王亚男.市场竞争、产权与政府补贴[J].北京:经济研究,2013,(2):55-67.
- [8]王文甫,明娟,岳超云.企业规模、地方政府干预与产能过剩[J].北京:管理世界,2014,(10):17-36,46.
- [9]王红建,李青原,刘放.政府补贴:救急还是救穷——来自亏损类公司样本的经验证据[J].天津:南开管理评论,2015,(5):42-53.
- [10]任宏达,王琨.社会关系与企业信息披露质量——基于中国上市公司年报的文本分析[J].天津:南开管理评论,2018,(5):128-138.
- [11]Huang, Y. Government Subsidies and Corporate Disclosure [J]. Journal of Accounting and Economics, 2022, 74, (1): 101480.
- [12]王克敏,王华杰,李栋栋,戴杏云.年报文本信息复杂性与管理者自利——来自中国上市公司的证据[J].北京:管理世界,2018,(12):120-132,194.
- [13]Schrاند, C. M., and B. R. Walther. Strategic Benchmarks in Earnings Announcements: The Selective Disclosure of Prior-Period Earnings Components [J]. The Accounting Review, 2000, 75, (2): 151-177.
- [14]Hales, J., X. I. Kuang, and S. Venkataraman. Who Believes the Hype? An Experimental Examination of How Language Affects Investor Judgments [J]. Journal of Accounting Research, 2011, 49, (1): 223-255.
- [15]于李胜,蓝一阳,王艳艳.盛名难副:明星CEO与负面信息隐藏[J].天津:管理科学学报,2021,(5):70-86.
- [16]陆蓉,孙欣钰.机构投资者概念股偏好与股市泡沫骑乘[J].北京:中国工业经济,2021,(2):174-192.
- [17]Vasterman, P. L. Media-hype: Self-reinforcing News Waves, Journalistic Standards and the Construction of Social Problems [J]. European Journal of Communication, 2005, 20, (4): 508-530.
- [18]Kim, J. Advertising in the Metaverse: Research Agenda [J]. Journal of Interactive Advertising, 2021, 21, (3): 141-144.
- [19]曹伟,赵臻,杨德明.夸大其词的“互联网+”信息披露能够影响银行信贷决策吗[J].北京:财贸经济,2022,(2):83-97.
- [20]张国清,赵景文,田五星.内控质量与公司绩效:基于内部代理和信号传递理论的视角[J].北京:世界经济,2015,(1):

126-153.

[21]蒋尧明.上市公司会计信息披露的真实性与虚假陈述研究[J].北京:会计研究,2004,(1):39-43.

[22]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].上海:财经研究,2022,(2):78-92,108.

[23] Arnaboldi, M., C. Busco, and S. Cuganesan. Accounting, Accountability, Social Media and Big Data: Revolution or Hype? [J]. Accounting, Auditing and Accountability Journal, 2017, 30, (4): 762-776.

[24] Huang, X., S. Krishnan, and P. Lin. Tone Analysis and Earnings Management [J]. Journal of Accounting and Finance, 2018, 18, (8): 2158-3625.

[25] Sun, H., K. Ye, and C. C. Zeng. Do Insiders Trade on Government Subsidies? [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2022, 41, (2): 106946.

[26]姚圣,周敏.政策变动背景下企业环境信息披露的权衡:政府补助与违规风险规避[J].北京:财贸经济,2017,(7):99-110.

[27]邹萍.“言行一致”还是“投桃报李”?——企业社会责任信息披露与实际税负[J].北京:经济管理,2018,(3):159-177.

[28]李昊洋,程小可,姚立杰.机构投资者调研抑制了公司避税行为吗?——基于信息披露水平中介效应的分析[J].北京:会计研究,2018,(9):56-63.

[29]姜付秀,石贝贝,马云飙.信息发布者的财务经历与企业融资约束[J].北京:经济研究,2016,(6):83-97.

[30]步丹璐,张晨宇,王晓艳.补助初衷与配置效率[J].北京:会计研究,2019,(7):68-74.

[31]李广众,贾凡胜.政府财政激励、税收征管动机与企业盈余管理——以财政“省直管县”改革为自然实验的研究[J].北京:金融研究,2019,(2):78-97.

[32]黄茂兴,李军军.技术选择、产业结构升级与经济增长[J].北京:经济研究,2009,(7):143-151.

[33]孙早,席建成.中国式产业政策的实施效果:产业升级还是短期经济增长[J].北京:中国工业经济,2015,(7):52-67.

[34]徐业坤,马光源.地方官员变更与企业产能过剩[J].北京:经济研究,2019,(5):129-145.

[35]郭峰,胡军.官员任期、政绩压力和城市房价[J].北京:经济管理,2014,(4):9-18.

[36]徐现祥,王贤彬.晋升激励与经济增长:来自中国省级官员的证据[J].北京:世界经济,2010,(2):15-36.

[37]刘瑞明,赵仁杰.西部大开发:增长驱动还是政策陷阱——基于PSM-DID方法的研究[J].北京:中国工业经济,2015,(6):32-43.

[38]曹春方,马连福,沈小秀.财政压力、晋升压力、官员任期与地方国企过度投资[J].北京:经济学(季刊),2014,(4):1415-1436.

[39]邵敏,包群.政府补贴与企业生产率——基于我国工业企业的经验分析[J].北京:中国工业经济,2012,(7):70-82.

[40]余明桂,回雅甫,潘红波.政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性[J].北京:经济研究,2010,(3):65-77.

[41]郭杰,杨杰,程栩.地区腐败治理与政府支出规模——基于省级面板数据的空间计量分析[J].北京:经济社会体制比较,2013,(1):196-204.

[42]陆建桥,林启云.国际会计审计及其监管的最新发展与中国对策——欧盟国际会计审计发展大会综述[J].北京:会计研究,2010,(3):73-77.

[43]杨敏.会计准则国际趋同的最新进展与我国的应对举措[J].北京:会计研究,2011,(9):3-8.

[44]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].北京:管理世界,2014,(7):157-167.

[45]薛爽,肖泽忠,潘妙丽.管理层讨论与分析是否提供了有用信息?——基于亏损上市公司的实证探索[J].北京:管理世界,2010,(5):130-140.

[46] Durnev, A., and C. Mangen. The Spillover Effects of MD&A Disclosures for Real Investment: The Role of Industry Competition [J]. Journal of Accounting and Economics, 2020, 70, (1): 101299.

[47] Huang, X., Teoh, S.H., and Zhang, Y. Tone management [J]. The Accounting Review, 2014, 89, (3): 1083-1113.

[48] Piotroski, J.D., and T. Zhang. Politicians and the IPO Decision: The Impact of Impending Political Promotions on IPO Activity in China [J]. Journal of Financial Economics, 2014, 111, (1): 111-136.

[49]杨瑞龙,王元,聂辉华.“准官员”的晋升机制:来自中国央企的证据[J].北京:管理世界,2013,(3):23-33.

[50]李强,李书舒.财政支出和金融发展对经济增长的影响:非线性效应与关联机制[J].蚌埠:财贸研究,2017,(2):21-29.

[51] Krueger, A. The Political Economy of the Rent-Seeking Society [J]. American Economic Review, 1974, 64: 291-303.

Technical Conceptual Hype and Government Subsidy Acquisition

DOU Chao¹, HUANG Yu-tong¹, LIU Wei²

(1.School of Business, Central University of Finance and Economics, Beijing, 100081, China;

2.School of Economics and Management, Beijing Jiaotong University, Beijing, 100044, China)

Abstract: In advancing the high-quality development of China's capital market, establishing an effective information disclosure system and strengthening regulatory mechanisms are essential. However, in current market practice, many firms exploit popular technological themes to engage in speculative behavior, thereby exerting significant negative effects on market order. Within the unique institutional context of a government-led market economy, government subsidies often play a pivotal role in resource allocation. Yet, long-standing deficiencies in macro-level policy implementation and subsidy administration have created opportunities for firms to manipulate technological narratives, obscure policy judgment, and disrupt the efficient allocation of public resources. This paper adopts a governmental perspective to examine whether subsidies—an integral component of China's market structure—have been utilized by certain firms as instruments for rent-seeking. By uncovering the economic incentives underlying corporate concept speculation, this study seeks to provide theoretical insights for improving subsidy governance and optimizing resource allocation.

This paper uses the text information of the “Management Discussion and Analysis” section in the 2012–2022 government work report and the financial reports of Chinese A-share listed companies to empirically test the impact of corporate technology concept speculation on the intensity of government subsidies. The results show that technology concept speculation significantly increases the intensity of enterprises to obtain government subsidies, but does not bring stronger innovation output, reflecting that enterprises obtain policy support through speculation in the absence of substantial technological accumulation, thereby distorting the allocation of government subsidy resources. The moderating effect analysis shows that the impact of technology concept speculation on the allocation of government subsidies is more significant in the context of low information disclosure quality, greater performance pressure, and strong corporate political connections. In addition, the relevant enterprises mainly influence government judgment by guiding media public opinion and pushing up market valuations to increase the possibility of obtaining subsidies.

Compared with previous studies, this paper makes the following three contributions. First, existing studies on concept speculation primarily focus on its behavioral motivations and economic consequences at the market level, while relatively few explore its drivers from a policy-oriented perspective—particularly in relation to government subsidies. The underlying incentives and influencing factors of concept speculation in the context of public resource acquisition remain insufficiently examined. This study helps fill this gap by defining and quantifying firms' technological concept speculation and analyzing it through the lens of government subsidy allocation, thereby contributing to the expansion of literature on corporate information disclosure. Second, this paper investigates the mechanism through which firms' engagement in technological concept speculation influences their ability to obtain government subsidies. Prior research on speculative behavior often focuses on isolated hot events or textual sentiment and stylistic features, which are prone to noise and rarely examine the thematic content of disclosures to assess the presence and intensity of speculation. By integrating financial report texts and government work reports to construct a comprehensive measure of technological concept speculation, this study offers a more authoritative and representative approach. It provides methodological insights for evaluating the effectiveness of concept speculation in securing public policy support. Third, adopting a macro-micro integrated analytical perspective, the study examines how shifts in macro-level policy orientation—extracted from government work reports—influence firm-level speculative conduct, as captured through the “Management Discussion and Analysis” sections of financial statements. The findings of this paper clarify the behavioral motivation of enterprises keen on conceptual hype, further prove the necessity of curbing bad conceptual hype in enterprises, and also provide some suggestions and enlightenment for the capital market and regulatory authorities to recognize the nature of corporate conceptual hype and prevent undesirable behavior.

Key Words: technical conceptual hype; government subsidy; information asymmetry; incentives of local officials; political connections

JEL Classification: G38, M41

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2025.06.007

(责任编辑: 闫 梅)