

Does Industrial Policy Affect Stock Price Crash Risk?

—Evidence from the Change of the Five-Year Plan

Zhiwei Song

SILC Business School, Shanghai University, Shanghai 201899

Email: 15316011859@163.com

Abstract

Relying on the A-share listed companies in China from 2006 to 2015, this study analyzed the relationship between industrial policies and stock price crash risk using the PSM-DID double difference empirical analysis method, supplemented by exploring the roles played by factors such as property rights and degree of marketization in the impact mechanism. The results show that the implementation of industrial policy significantly increases the stock price crash risk of the underlying companies. In addition, compared with non-state-owned enterprises, state-owned enterprises are more susceptible to the influence of industrial policy, increasing stock price crash risk. The impact of industrial policy on stock price crash risk in different degrees of marketization is not significantly different. Further analysis shows that industrial policy mainly reduces stock price crash risk by lowering the corporate income tax rate. The higher the corporate income tax rate, the lower the stock price crash risk. This study not only enriches the understanding of the mechanism of stock price crash risk formation, but also provides strong evidence for the impact of industrial policy on the efficiency of capital allocation in China.

Keywords: Stock Price Crash Risk; Industrial Policy; Degree of Marketization; Property Rights

产业政策会影响股价崩盘风险吗？

——来自“五年规划”变更的经验证据

宋智威

上海大学 悉尼工商学院，上海 201899

摘要：本文以 2006-2015 年我国 A 股上市公司为对象，采用 PSM-DID 双重差分实证分析的方法，对产业政策和股价崩盘风险的关系进行了分析，并辅以探究产权性质与市场化程度等因素在影响机制中扮演的角色。结果显示，在考虑控制组公司的情况下，产业政策实施后，处理组公司的股价崩盘风险显著增加；相比非国有企业，国有企业更容易受到产业政策的影响，增加股价崩盘的风险；产业政策对高市场化程度地区的股价崩盘风险影响更大。进一步分析表明，产业政策主要通过降低企业所得税税率来减少股价崩盘风险，企业所得税率越高，股价崩盘风险越低。本研究不仅丰富了对股价崩盘风险形成机理的认识，也为产业政策对我国资本配置效率的影响提供了有力证据。

关键词：股价崩盘风险；产业政策；市场化程度；产权性质

1 引言

近年来，中国的产业政策实施范围逐渐扩大，特别是在 21 世纪《产业结构调整指导名录》出台之后。这使得中国成为了一个推行产业政策较多的国家，产业政策的覆盖范围涉及到了国民经济的各个方面^[1]。产业政策在中国经济发展中起着举足轻重的作用，它的有效开展有利于社会资源的调配，指引着重组企业投资活动，并对产业结构的调整和促进经济增长都有着深刻的意义。

而在资本市场上，一个值得注意的情形就是股价猛涨与崩盘，尤其是近几年股市动荡不安，使得股价崩盘风险成为了学术界关注的焦点。股市的急剧下降不仅会让投资者的财富打了水漂、打击了他们的自信心，还会影响资本市场持续平稳良好前进，破坏国家的经济框架稳定性。

目前已有研究揭示出一些因素可能会影响企业的股价崩盘风险。学术界对于信息透明度^{[2][3]}、高级管理层人士的性别差异^[4]、政治升迁^[5]、大股东持股行为^[6]等方面进行了深入研究。这些因素的存在可能会对股价崩盘风险产生影响。在学术界，大多数研究都集中在企业微观层面上探讨个股股价崩盘的风险，而很少有人考虑到宏观层面和产业政策对股价崩盘风险的影响因素。然而，产业政策作为企业外部的宏观因素，会对企业的微观行为产生影响，这可能导致个别股票价格暴跌，原因可能是代理问题或坏消息隐匿等。

因此，本研究旨在通过对产业政策数据的分析和实证研究，探讨宏观经济政策的实施对股价崩盘风险的影响，并重点关注产业政策在其中的作用。同时，本文将考虑其他因素如产权性质、市场开放程度等，以全面了解这些因素对股价崩盘风险的调节效应。本研究具有以下创新点：首先，在实证分析过程中，采用了单差法和 DID 的双重差分法，并考虑了平行趋势假设以及 PSM-DID 的差分，以提高回归结果的有效性。其次，本研究没有将政府补贴作为衡量产业政策的标准，而是选择了五年规划这一外部事件作为产业政策的评估指标。此外，本研究除了进行主要回归分析外，还对影响机制进行了详细的分析，并进一步探讨了经济后果。

本文具体结构如下：第二部分为文献回顾与研究假设，第三部分为研究设计，第四部分为实证分析与稳健性检验，第五部分为进一步分析，第六部分为结论与启示。

2 文献回顾与研究假设

2.1 股价崩盘风险相关研究

经过资料查询发现，我国有很多杰出的研究者专注于从企业或组织管理层面研究公司或企业股价崩盘因素。早在 2012 年，研究人员就提出了以管理层为研究切入点的观点。刘行和李小荣发现，如果高级管理人员中有女性，可以大大降低公司或企业的股票崩盘风险。Kim 等人指出，高级管理人员存在过度自信问题，影响其对净现值为负的非营利项目进行投资并阻碍不利信息的公开，进而加剧股价崩盘的风险^[7]。拥有本地财务背景的独立董事更有利于获取信息，降低监管成本^[8]。对管理层的激励措施也是影响高级管理人员的关键因素。Kim 的研究指出，企业 CEO 和 CFO 采取期权激励措施将显著增加股价崩盘风险^[9]。Xu 等人的研究结论是国企高层管理人员会为维护个人福利而隐瞒企业的负面消息，加剧风险^[10]。

此外，分析师的乐观偏差会导致负面消息无法及时公开并反映在股价中，促进股价崩盘的风险，在“牛市”中尤为明显^[11]。对外部审计进行考察，发现审计师任职时间越长，股价崩盘风险越大。政府审计作为一项强有力的监管措施，可显著降低企业股价崩盘风险。外部投资机构对股价崩盘风险具有重要影响，机构投资者的参与会放大股价崩盘风险和羊群效应^[12]。

另外，Callen 和 Fang 发现，企业所在地区的宗教信仰程度与股价崩盘风险呈负相关关系^[13]。罗进辉和杜兴强指出，新闻媒体通过公共监督和信息中介作用降低了股价崩盘风险^[14]。Myers 和 Jin 发现，股价暴跌风险与企业信息透明度呈负相关，增加信息透明度可以减小股价崩盘风险^[2]。Kim 和 Zhang 研究了股价崩盘风险和企业稳健性水平成反方向变动，且公司信息透明度下降会加剧这种反相关关系^[9]。

2.2 产业政策相关研究

上世纪 70 年代，日本通过帮扶落魄产业的计划大大提升了日本产业的影响力和竞争力，这一宏观层面的举措得到了 Rodrik 在 2004 年的研究中的支持^[15]。他指出，在发展中国家中，仅依靠市场机制无法解决市场失灵引起的协调失败和信息溢出问题。因此，政府需要实施产业政策来调节市场失灵并推动产业的转型升级优化。Labory 和 Bianchi 的研究表明，欧洲政府的产业政策具有可观的有效性，为企业之间的差异化竞争提供了条件^[16]。

然而，中国政府实施的产业政策特点鲜明，包括长期有效、直接干预、限制竞争、替代市场和具有选择性。尽管这些政策会显著拉动公司投资与净收入的提升，但不会明显影响生产效率。此外，产业政策对于企业对行业状况和市场经济走势预期的判断有着波动影响，而能够加剧竞争的政策手段会极大促进公司生产效率和产能，促进企业的稳定健康发展^[17]。

总体来看，真正影响产业发展的关键因素在于产业自身的潜力。虽然产业政策的颁布能够给投资者带来较高的超额收益，但从企业创新角度来看，中国政府实施的这种具有选择性的产业政策只是单方面地鼓舞了创新^[18]。

2.3 理论分析与研究假设

2.3.1 产业政策与股价崩盘风险

中国的“五年规划”在国家战略中扮演重要角色，长期规划生产力布局、调节国民经济比重，推动经济社会进步。本文从产业政策方法出发，探讨其对股价崩盘风险的影响机制。政府通常通过直接干预或间接引导方式实施产业政策。直接干预包括限制市场准入、审批投资项目等来调整市场竞争水平，影响股价崩盘风险。此外，政府还通过银行信贷政策、税收优惠、财政补贴等手段影响公司的经营环境和融资约束，最终影响股价风险。本研究认为产业政策对股价崩盘风险的作用传导方式是：政府补贴、行政管制、税收、信贷等。

政府计划放宽鼓励性行业在“五年规划”中的信贷审批和再融资资格，以及股票市场公开发行的审核批准。这将导致大量核心资源流向这些行业，减轻了公司融资的限制。管理层的低动机盈余操控提升了盈余质量，更真实地反映了企业信息，帮助投资者全面了解企业财务状况，提高了投资效率和质量，降低了股价崩盘的风险。

为促进产业优化调整，政府将向激励性行业提供财政补贴和税收优惠。企业内部现金流的增加和积累将使其具备更强大的资本基础，能够把握良好的投资机会，增强自身的竞争实力和综合能力。投资者也更倾向于投资绩效优秀的企业，从而间接降低了股票价格的波动甚至避免了崩盘的风险。

通过以上的分析，本文提出假设 1：

假设 1：控制其他条件不变，产业政策的实施会降低股价崩盘的风险。

2.3.2 产权性质与股价崩盘风险

中国的国有企业通常由政府支持，而民营企业则缺乏政府背景，导致它们在经营目标、治理结构和社会责任等方面存在诸多差异。这也导致了它们在获取资源、管理操作和代理成本等方面存在较大的差别。在“五年规划”目标的推动下，政府放宽对需要帮助的企业的信贷审核和市场准入门槛，非国有企业利用这一机会进入市场，提升了行业的竞争力，给国有企业敲响了警钟。随着非国有企业进入市场，原有的市场份额被更多的参与者分割，挤占了市场份额，迫使价格下降。国有企业为了保住市场份额，只能充分利用自己的决策权，快速对产业结构进行调整，提高生产效率。一些学者提出，当企业所处的外部市场竞争越来越激烈时，国有企业的高层管理人员会采取各种措施提高经营效率，减少信息不对称和道德风险，约束自利和代理行为的动机。因此，产业政策有助于改善国有企业存在的代理问题，提高其市场竞争力和生产效率，减少股价崩盘风险。

经过以上分析，本文提出第二个假设：

假设 2：控制其他条件不变，较之于非国有企业，产业政策能够更有效地减少国企的股价崩盘风险。

2.3.3 市场化进程与股价崩盘风险

樊纲等指出，我国进行了经济体制改革，从计划经济转向市场经济。市场化的进程取得了重要突破，但也不存在不平衡的问题，主要表现在东西部发展失衡和地区制度环境差异^[19]。沈红波等的研究发现，提高市场

化水平可以降低企业融资风险，降低融资门槛和融资约束^[20]。陈志斌的研究认为，较低的市场化水平意味着投资者保护不可靠，导致信用贷款风险上升，减少了资金供给，增加了企业融资难度^[21]。产业政策的出现改善了市场环境，是政府向市场投资者传递的信号，为不同产业的发展预期指明方向^[22]。陈冬华认为，产业政策能够降低信息不对称程度，解除融资约束，便利企业融资行为^[23]。综上所述，产业政策通过信息效应和资源效应降低低市场化地区企业的融资门槛和限制。充足的资金保证了公司的科研投入，提升市场化竞争力和生产效率。同时减少了管理层自利行为和信息不对称问题，降低了股价崩盘风险。

通过上述分析，本文提出第三个假设：

假设 3：控制其他条件不变，较之于高市场化程度的地区，产业政策降低股价崩盘风险的作用在低市场化程度的地区更加明显。

3 研究设计

3.1 数据来源与样本选取

为了消除新旧会计准则使用会带来的差异，本文采用 2006-2015 年沪深两市的 A 股上市公司相关的数据展开了分析，发现其中市场出现过牛市和熊市，是一段比较完整的研究区间。同时也采用下面的方法整理初始的样本数据。消去了金融类的上市公司，原因是此类公司在报表的结构以及监管方式部分和其他的行业存在较大的不同。为了确保股价崩盘风险衡量数据的指标计算结果确信度高，消去那些年度收益率在 30 个观测值以下的公司。消去相关的变量存在缺失问题的公司。为了减小数据的极端值影响数据处理的结果，本文使用 winsorize 处理了连续变量的 1%以及 99%的值。

3.2 变量定义

根据之前的研究成果^[24]，本文采用了 NCSKEW 和 DUVOL 两个指标来衡量股价崩盘风险，并对其进行了具体的估算。本文采取的变量具体定义和衡量方式如下表 1 所示。

表 1 变量定义及变量解释

变量	符号	变量定义
负收益偏态系数	NCSKEW	被解释变量和控制变量，某年度企业股票的负收益偏态系数，计算方法如前文所述
收益率上下波动比率	DUVOL	被解释变量和控制变量，某年度企业股票的收益率上下波动的比率，计算方法如前文所述
产业政策变量	IP	解释变量和产业政策虚拟变量，若上市公司在“十一五规划”中获得支持，在“十二五规划”中未获得支持，则 IP 取值为 1。若该上市公司在“十一五规划”及“十二五规划”中均获得支持，则取值为 0。
公司规模	Size	控制变量，以“公司的年总资产的自然对数”衡量
资产负债率	Lev	控制变量，以“年末总负债/年末总资产”表示
总资产净利润率	ROA	控制变量，以“净利润/总资产”表示
净资产收益率	ROE	控制变量，以“净利润/股东权益”表示
营业收入增长率	Growth	控制变量，以“本年营业收入/上一年营业收入-1”表示

董事人数	Board	控制变量，以“董事会人数取自然对数”表示
独立董事比例	Indep	控制变量，以“独立董事/董事人数”表示
两职合一	Dual	控制变量和公司管理层虚拟变量，当公司的董事长与总经理是同一个人时，则 Dual 赋值为 1，否则为 0
第一大股东持股比例	Top1	控制变量，以“第一大股东持股数量/总股数”表示
账面市值比	BM	控制变量，以“账面价值/总市值”表示
托宾 Q 值	TobinQ	控制变量，以“(流通股市值+非流通股股份数×每股净资产+负债账面值)/总资产”表示
是否国有企业	SOE	分组变量和产权性质虚拟变量，当企业为国有控股企业时，则 SOE 赋值为 1，否则为 0
上市年限	ListAge	以“ln(当年年份-上市年份+1)”表示
公司成立年限	FirmAge	以“ln(当年年份-公司成立年份+1)”表示
月均超额换手率	Dturn	以“当年股票月均换手率-去年股票月均换手率”表示
机构投资者持股比例	INST	以“(公司年初机构投资者持有普通股的数量占全部流通股的比例+公司年末机构投资者持有普通股的数量占全部流通股的比例)/2”表示
行业	Industry	证监会 2012 年行业分类，制造业取两位代码，其他行业用大类
年份	Year	年度指示变量

3.3 实证模型

为了验证第一个假设，本文参考了许年行和王化成^[25]以及 Chen et al.和 Xu et al.的做法，以模型（5）的建立对数据实施多元线性回归。

$$\begin{aligned}
 CRASH_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 IP_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 ROE_{i,t} + \alpha_6 Growth_{i,t} \\
 & + \alpha_7 Board_{i,t} + \alpha_8 Indep_{i,t} + \alpha_9 Dual_{i,t} + \alpha_{10} Top1_{i,t} + \alpha_{11} BM_{i,t} \\
 & + \alpha_{12} TobinQ_{i,t} + \alpha_{13} SOE_{i,t} + \alpha_{14} ListAge_{i,t} + \alpha_{15} FirmAge_{i,t} \\
 & + \alpha_{16} Dturn_{i,t} + \alpha_{17} INST_{i,t} + \sum Firm + \sum Year + \varepsilon_1
 \end{aligned} \tag{1}$$

根据公式（1），股价的崩盘风险 CRASH 可以通过负收益偏态系数 NCSKEW 和收益率上下波动比率 DUVOL 来衡量。如果假设一成立，即产业政策对于降低股价崩盘风险起到积极作用，那么公式（1）中 IP 的系数 α_1 应该呈显著正值。这是因为在本研究的实证研究中，我们设定了一个外生事件，即“原本十一五有产业政策扶持的企业而十二五并未受到产业政策的扶持”。因此，得出的系数正负性与外生事件“原本十一五未受到产业政策扶持而十二五受到了产业政策扶持”所得出的结论中的系数恰好相反。

4 实证分析与稳健性检验

4.1 变量描述性统计分析

本文采取的用来衡量股价崩盘风险的指标 NCSKEW 以及 DUVOL 的平均值分别是-0.299 和-0.213，二者的标准差分别是 0.673 和 0.468，由此可见所选取样本的股价崩盘风险比较高并且企业之间存在的股价崩盘风

险差异较大。

表 2 描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
ncskew_mdos	14729	-.299	.673	-4.601	6.185
duvol_mdos	14729	-.213	.468	-2.705	3.312
crash_mdos	14729	.059	.235	0	1
IP	17088	.657	.475	0	1
Size	16346	21.644	1.288	18.203	27.145
Lev	16346	.477	.302	.027	3.805
ROA	16352	.044	.072	-.527	.449
Growth	14502	.237	.734	-.854	7.957
TobinQ	15887	2.102	1.536	.887	17.729
Dturn	14157	-.022	.455	-2.494	1.318
ListAge	16352	1.908	.945	0	3.178
INST	16333	.308	.238	0	.892
SOE	16319	.496	.5	0	1
Top1	16352	.363	.151	.084	.755
Board	16182	2.178	.2	1.609	2.833
Indep	16182	.366	.051	.25	.571
Dual	15942	.212	.409	0	1

4.2 回归分析

4.2.1 产业政策与股价崩盘风险

表 3 详细展现了股价崩盘风险和产业政策之间做回归的结果，显示出了产业政策的实施与股价崩盘风险的负向相关性，可见 IP 项不管是 NCSKEW 还是 DUVOL 均在 1%的水平下显著为负，说明离开了产业政策的扶持，股价崩盘风险显著下降，进而说明正是因为产业政策的实施，使得股价崩盘风险显著上升，证明假设 1 不成立。

表 3 产业政策变更对股价崩盘风险的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ncskew_mdos	ncskew_mdos	duvol_mdos	duvol_mdos
IP	-0.193*** (-6.50)	-0.182*** (-6.62)	-0.132*** (-5.08)	-0.136*** (-4.44)
控制变量	否	是	否	是
N	14462	13099	14462	13099
adj. R ²	0.043	0.052	0.049	0.061
个体固定效应	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是

注：括号内为t值，*、**、***分别表示在10%、5%和1%显著性水平下显著

4.2.2 产权性质异质性检验

本文对国有企业和非国有企业（产权性质）进行了分别回归，结果如下表 4 显示。从表中可以看出，在 10%的水平下，国有企业的回归结果更加显著为负，由此可见产业政策对于国有企业股价崩盘风险的影响较之于非国有企业股价崩盘风险的影响更大。证明假设 2 不成立。

表 4 异质性检验：产权性质

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ncskew_mdos	ncskew_mdos	duvol_mdos	duvol_mdos
	国有	非国有	国有	非国有
IP	-0.235*	-0.0699	-0.162*	-0.0768
	(-1.91)	(-0.54)	(-1.92)	(-0.87)
控制变量	是	是	是	是
<i>N</i>	5012	4755	5012	4755
adj. <i>R</i> ²	0.091	0.086	0.105	0.100
个体固定效应	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是

注：括号内为t值，*、**、***分别表示在10%、5%和1%显著性水平下显著

4.2.3 市场化指数异质性检验

本文参考市场化指数是否小于年度中位数，把所选样本分成了市场化程度高和市场化程度低的两组进行回归，得出如下表 5 结果显示，对于市场化程度高和市场化程度低的地区来说，产业政策对股价崩盘风险在市场化程度高的地区 10%的水平上显著为负，由此可得假设 3 并不成立。

表 5 异质性检验：市场化指数

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ncskew_mdos	ncskew_mdos	duvol_mdos	duvol_mdos
IP	-0.199*	-0.199	-0.139*	-0.153
	(-1.79)	(-1.60)	(-1.82)	(-1.37)
控制变量	是	是	是	是
<i>N</i>	5042	4725	5042	4725
adj. <i>R</i> ²	0.092	0.081	0.104	0.096
个体固定效应	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是

注：括号内为t值，*、**、***分别表示在10%、5%和1%显著性水平下显著

4.3 稳健性检验

本文采取了平行趋势和动态效应检验，Before4-Before1 的交叉项都不显著，说明满足事前平行趋势。Current 也不显著，说明产业政策的效果存在滞后效应。而 After1-After3 显著，且回归系数的绝对值逐渐增大，说明政策存在动态效应。之前得出的结果稳健。

本文也使用倾向得分匹配 PSM 的方法对控制组以及实验组进行了匹配。选取了 Size 企业规模、Lev 资产负债率、ROA 总资产的净利润率、Growth 营业收入增长率、TobinQ 托宾 Q 值、Dturn 月均超额换手率、ListAge 上市年限、INST 机构投资者持股比例、SOE 产权性质、Top1 第一大股东持股比例、Board 董事人数、Indep 独立董事比例以及 Dual 两职合一作为企业的特征变量进行对控制组和实验组的回归，将预测值看作得分。接着采用半径匹配、核匹配、近邻匹配三种方法展开匹配，得到的结果都在 1% 的水平之下显著为负，研究结论依然稳健。同时也使用股价崩盘风险的替代测度与安慰剂检验进行稳健性分析，得出结果均稳健。

5 进一步分析

5.1 影响机制

本文认为对于股价崩盘风险来说，影响机制在于企业的所得税税率。由表 6 可见，企业从受到产业政策扶持到不受到产业政策扶持，回归得出的系数显著为负，说明企业所得税的税率越高，股价崩盘的风险越低。原因可能在于企业的所得税税率增加导致企业内部可以使用的流动性资金量下降，使隐瞒坏消息的成本相对升高，进而抑制了企业去隐瞒不利消息的动机，促使公司在信息披露的时候会更公开透明，股价可以很大程度上反映出公司的经营状况，最终减小了股价崩盘风险。

表6 影响机制：企业所得税税率

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ncskew_mdos	Tax	ncskew_mdos	duvol_mdos	Tax	duvol_mdos
IP	-0.184*** (-6.35)	0.129*** (17.30)	-0.154*** (-5.38)	-0.131*** (-4.67)	0.129*** (17.30)	-0.124*** (-5.73)
Tax			-0.284579** (-2.00)			-0.0544** (-2.41)
控制变量	是	是	是	是	是	是
N	9767	8462	8360	9767	8462	8360
adj. R ²	0.045	0.569	0.047	0.051	0.569	0.051
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是	是	是

注：括号内为t值，*、**、***分别表示在10%、5%和1%显著性水平下显著；

数据来源：CASMAR数据库，由作者根据stata16得出。

5.2 经济后果

产业政策取消之后，股价崩盘风险明显下降（即产业政策实施之后，股价崩盘风险显著提升），而股价的同步性和股价崩盘风险同步变化，在 1% 的水平上显著为负，说明产业政策的实施造成了股价同步性加强，股价并不能有效反映出公司的经营状况，而是仅仅随着大盘而波动而波动。这样企业会加剧隐瞒坏消息的行为，随着坏消息的积累最终导致股价崩盘风险的增加。

6 结论与启示

6.1 研究结论

本文的数据来自于 2006-2015 年我国 A 股上市公司，通过采用实证分析的方法，对产业政策和股价崩盘风险的关系进行了分析，并辅以探究产权性质与市场化程度等因素在影响机制中扮演的角色。最终得到了如

下研究成果：第一，产业政策的取消和股价崩盘风险负相关。第二，按照产权性质划分，样本被分成国有企业和非国有企业两组，对这两组分别进行回归的结果显示出产业政策对股价崩盘风险的传导机制受到产权性质的显著影响，国企中存在着更强的股权激励与股价崩盘风险正向相关关系。第三，高市场化地区的股价崩盘风险受到产业政策影响效果更加明显。

6.2 政策建议

首先，在外部市场中，中国的产业政策发挥了重要作用，推动了经济的发展并增强了实体经济的实力。然而，这种政策对股价崩盘风险产生了相反的效果。实施产业政策会增加企业股价崩盘的风险。虽然从宏观角度肯定了产业政策的价值，并在运作中充分发挥其功能，但从资本市场的角度来看，为了实现稳定发展，尤其是股票市场的稳定发展，应尽量减少使用产业政策。政府在一定可控范围内实施产业政策，因为产业政策利用政府调控来催化和代替市场无形的手调控资源。其次，要有序推进改革，逐步消除国企和非国企之间的差别，避免受到国家政策或银行行为的歧视，为产业政策的出台和实施创造适合的外部环境。本文还指出产业政策对市场化程度的影响，进一步说明了市场化推进有助于实现更有效的市场，而干预则不会起到促进作用。因此，在完全实现市场化之前，借助外力推动发展是必要的选择和手段。随着市场化进程的推进，逐步放开干预和管制才能使资本市场更加有效地发展。

参考文献

- [1] 陈炎斌, 刘哲希, 郭豫媚. 经济新常态下宏观调控的问题与转型[J], 中共中央党校学报, 2016, (1):106-112.
- [2] Jin, L, and Myers, S. C. R2 Around the World "New Theory and New Tests", Journal of Finance Economics, 2006, 79(2): 257-292.
- [3] Hutton, A. P., Marcus, A. J., and Tehranian, H. "Opaque Financial Report, R2, and Crash Risk", 2009, 94(1): 67-86.
- [4] 李小荣, 刘行. CEO vs CFO:性别与股价崩盘风险[J], 世界经济, 2012, (12):102-129.
- [5] Piotroski, J, and Wong, J. Capitalizing China: Institutions and Information Environment if Chinese Listed Firms, Social Science Electronic, 2011, 47: 201-242.
- [6] 王化成, 曹丰, 叶康涛. 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, 2015, (2):45-57.
- [7] Kim J B, Wang Z, and Zhang L. CEO overconfidence and Stock Price Crash Risk. Contemporary Accounting Research, 33,4(2016):1720-1749.
- [8] 董红晔. 财务背景独立董事的地理邻近性与股票价格崩盘风险[J], 山西财经大学学报, 2016,38(3):113-124.
- [9] Kim, J. B., Li, Y., and Zhang, L. Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk. Firm-level analysis, Social Science Electronic Publishing, 2011a, 100 (3): 639-662.
- [10] Xu Nianhang, Li Xiaorong, Yuan Qingbo and Chan Kam C. Excess Perks and Stock Price Crash Risk: Evidence from China, Journal of Corporate Finance, 2014, 25: 419-434.
- [11] 许年行, 江轩宇, 伊志宏. 分析师利益冲突, 乐观偏差与股票价格崩盘风险[J], 经济研究, 2012, (7):127-140.
- [12] 许年行, 于上尧, 伊志宏. 机构投资者羊群行为与股票价格崩盘风险[J], 管理世界, 2013, (7):31-43.
- [13] Callen, J., and Fang, X. Crash risk and the Auditor-Client Relationship, 2012, SSRN Working Paper.
- [14] 罗进辉, 杜兴强. 媒体报道、制度环境与股票价格崩盘风险[J], 会计研究, 2014, (9):53-59.
- [15] Rodrik, D. Industrial Policy for the Twenty-First Century, Cepr Discussion Papers, 2004.
- [16] Patrizio Bianchi, Sandrine Labory. Empirical Evidence on Industrial Policy using State Aid Data, International Review of Applied Economics, 2006, 20 (5): 603-621.
- [17] Aghion, P., Dewatripont. M., and Du, L. Industrial Policy and Competition, Cepr Discussion Papers, 2015, 7.
- [18] 黎文靖, 郑曼妮. 实质性创新还是策略性创新?——宏观产业政策对微观企业创新的影响[J], 经济研究, 2016, (4):60-73.
- [19] 樊纲, 王小鲁, 张立文, 朱恒鹏. 中国各地区市场化相对进程报告[J], 经济研究, 2003, (3):9-18.
- [20] 沈红波, 寇宏, 张川. 金融发展, 融资约束与企业投资性实证研究[J], 中国工业经济, 2010):55-64.
- [21] 陈志斌, 王诗雨. 产品市场竞争对企业现金流风险的影响研究——行业竞争程度和企业竞争地位的双重考量[J], 中国工业

经济, 2015(3):96-108。

- [22] 周淑莲, 吕铁, 贺俊. 新时期我国高增长行业的产业政策分析[J], 中国工业经济, 2008, (9):46-57。
- [23] 陈冬华, 李真, 新夫. 产业政策与公司融资——来自中国的经验证据[C]// 2010 中国会计与财务研究国际研讨会论文集, 2010。
- [24] Chen, J, Hong, H., and Stein, J, C. Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices, *Journal of Financial Economics*, 2001, 61(3): 345-381.
- [25] 王化成, 曹丰, 高升好. 投资者保护与股票价格崩盘风险[J], 财贸经济, 2014, (10):73-82。