

国地税合并能够降低股价崩盘风险吗

云锋¹ 曾林² 陶云清³

摘要 本文基于2018年国地税合并的准自然实验,将税收征管的研究边界扩展至资本市场领域,在评估国地税合并对我国税务机关征管现状改善效果的同时,从股价崩盘风险的角度,考察国地税合并这一税收征管模式变革对我国金融市场稳定性的影响。研究结果显示,国地税合并后,企业的股价崩盘风险显著降低。异质性分析表明,国地税合并对企业股价崩盘风险的抑制作用在内部治理水平较差、外部监督水平较低和地区法治环境较差的企业中更为显著。机制检验结果表明,国地税合并提升了企业的信息透明度,促使企业更加及时地确认与披露企业相关的负面信息,最终使得股票价格不易受到坏消息集中释放造成的负面冲击,有效平滑了企业的股价崩盘风险。本文研究为理解税收征管活动对金融市场稳定的影响提供了来自微观企业层面的证据,也对现阶段的税收征管体制改革具有重要意义。

关键词 国税地税合并;股价崩盘;公司治理

0 引言

金融市场稳定是经济增长的重要前提(李建军和范源源,2021)。股价的暴跌暴涨则会严重威胁金融市场的健康持续发展,尤其是股价暴跌引致的“崩盘风险”,不仅会给投资者的财富造成严重损失,还会破坏金融市场的稳定性并威胁实体经济的发展,甚至诱发金融危机,阻碍经济增长(Kim et al., 2011; 江轩宇, 2013)。从微观层面来看,股价崩盘风险主要源于企业委托代理冲突导致的信息披露问题。具体而言,企业管理层出于获取薪酬激励、维系职业声誉或者构建商业帝国的动机,往往会事先隐瞒和积累与企业相关的重大风险或负面消

1 云锋(通信作者),广东外语外贸大学国际经济贸易研究院讲师, E-mail: leonfengyun@163.com。

2 曾林,暨南大学经济学院博士研究生, E-mail: zenglin@m.scnu.edu.cn。

3 陶云清,北京大学国家发展研究院数字金融研究中心博士后, E-mail: taoyunqingzuel@126.com。

息(Jin and Myers,2006),一旦长期隐瞒的负面消息累积超过容纳上限,这些负面消息就会集中爆发,最终导致企业股价崩溃(Kim et al.,2011)。叶康涛等(2015)也指出,企业令人担忧的信息披露质量和信息透明度是股价崩盘风险居高不下的根源所在。对此,监管部门也不断强调,要充分发挥法律与制度等外部治理机制的监管与约束作用,以遏制管理层的机会主义动机及行为,增强企业信息透明度与提升企业信息披露质量,从而保护投资者的相关利益、维持金融市场健康持续发展。在此背景下,探究如何有效发挥外部治理机制的监督与约束效应以降低股价暴跌风险,进而稳定金融市场、保护投资者利益具有重要的理论与现实意义。

法律与制度环境的加强与改善,可以有效管控企业内部人的机会主义动机及行为,进而保护投资者利益,促进资本市场健康持续发展。其中,税收征管作为政府税收政策与征稽力度的集中体现,在改善企业治理过程中发挥了至关重要的外部监督和约束作用,特别是对于市场化程度较低的地区的企业更是如此。大量的文献显示,税收征管力度的增强有助于抑制企业的向上盈余管理行为、减少股东与管理者之间的委托代理问题、遏制大股东对小股东的侵占行为、改善企业的债务融资能力、降低企业的避税程度,从而提升企业价值以及提高企业财务报告质量(曾亚敏和张俊生,2009;叶康涛和刘行,2011;潘越等,2013;Hanlon et al.,2014;张玲和朱婷婷,2015)。与此同时,也有少数研究表明税收征管在稳定金融市场方面也具有显著效果,表现为税收征管能够通过改善公司治理、约束管理层激进的行为等渠道,促使企业及时披露坏消息、提高企业信息透明度,进而有效降低企业股价崩盘风险(江轩宇,2013;刘春和孙亮,2015;李建军和范源源,2021)。

毋庸置疑,上述相关研究为我们理解税收征管活动对金融市场稳定的影响提供了许多经验证据。但要指出的是,一方面由于各地税收征管机关的执行质量不尽相同,税收征管力度难以准确衡量。另一方面,税收征管效果还会受到各地区经济发展水平、法治化水平以及征收人员的素质等诸多因素的影响。因此,针对税收征管的研究很容易面临内生性问题,从而导致研究结论可能存在偏差。而2018年的国地税合并改革是一个外生事件,提供了一个可以通过双重差分法来克服内生性问题的准自然实验环境。更为重要的是,2018年国地税合并这一关乎税务机关的征管体制的改革,通过促进全国税收征管体系的统一规范与平衡地区间征管标准差异性,不仅大幅减少了税收征管过程中纳税成本与征税成本,还极大地提升了税收征管效率,有助于构建优化、高效统一的税收征管体系。从理论上来说,税务机关作为企业重要的利益相关者,也是其重要的外部监督力量,因此,国地税合并改革必然会在一定程度上增强税收征管对企业的外部监督力度,进而充分发挥其在微观企业层面的外部治理作用。那

么,国地税合并是否能够对企业产生正外部性的溢出效应,通过提升企业的信息披露质量与约束管理层的激进行为来降低企业股价崩盘风险?目前尚未有研究对此问题进行检验。据此,本文拟以2018年国地税合并这一征管体制改革作为准自然实验,采用双重差分法考察国地税合并对我国税务机关征管现状的改善及其对企业股价崩盘风险的影响。

相较于以往研究,本文的边际贡献主要体现在以下几个方面:第一,丰富了有关国地税合并改革对企业行为影响的相关研究。既有文献主要是从理论层面探讨了2018年国地税合并对税收征管效率提升、营商环境改善、税务稽查体制健全及税收体制与纳税服务优化等方面的影响(周菲,2019;李建英和刘锦鸿,2019),但实证研究尚且不足。本文研究了国地税合并改革对企业股价崩盘风险的影响,有助于丰富这一领域的研究文献。第二,拓展了关于股价崩盘风险影响因素的相关研究。以往研究多侧重于探讨企业内部特征对股价崩盘风险的影响,诸如权益资本成本、企业避税行为、CFO期权激励、大股东持股比例及企业会计稳健性等(Kim et al., 2011;江轩宇,2013;王化成等,2015;杨棉之和张园园,2016)。而本研究则发现外部税收征管体制改革也有助于降低股价崩盘风险,提供了来自外部治理机制视角的经验证据。第三,不同于前期税收征管相关研究,本文以2018年国地税合并为准自然实验,采用双重差分模型考察国地税合并对企业股价崩盘风险的净效应,这一设计能够有效避免实证检验中的内生性问题,提高回归结果的可信度。第四,本文研究结论具有一定的政策启示意义,国地税合并作为宏观层面税收征管体系改革的有效手段,能否有效加强其在微观企业层面的治理作用?本文对该重大问题进行问答,一方面,为国地税合并的微观企业治理效果提供了经验证据,对于继续深化我国税收改革具有重要的政策启示意义;另一方面,也为如何防范股价崩盘以保护投资者利益、促进资本市场健康有序发展,提供了来自加强外部治理机制视角的政策建议。

余文结构安排如下:第1部分为文献综述,主要对前期股价崩盘的影响因素及税收征管相关文献进行了梳理和总结;第2部分为制度背景和研究假说,在详细介绍国地税合并政策的基础上,结合理论分析提出本文的研究假说;第3部分为研究设计,包括计量模型的设定、变量定义、数据来源和描述性统计分析;第4部分为实证结果分析,包括基准回归分析及一系列稳健性检验;第5部分为异质性分析与机制检验,剖析不同类型企业国地税合并对股价崩盘风险的差异化影响,并在理论分析的基础上深入挖掘国地税合并是通过何种机制对企业股价崩盘风险产生影响的;最后为研究结论与启示,对全文研究进行总结并进一步总结本研究的理论意义和现实启示。

1 文献综述

从理论层面上看,股价崩盘风险的形成逻辑是管理层基于个人机会主义动机不愿及时披露企业负面信息而长期进行隐瞒与积累,而企业对负面信息的承载能力有限,一旦这些负面信息超过容纳上限,它们就会在短期内被集中释放到市场中,最终导致企业股价大幅下跌(Jin and Myers, 2006; Kothari et al., 2009; 王化成等, 2015; Dumitrescu and Zakriya, 2021)。基于这一逻辑,国内外诸多文献从影响经理人隐藏坏消息的能力和动机出发对影响股价崩盘风险的因素进行深入探究,归纳起来,大致可分为以下几类。

首先,企业的信息不对称程度直接决定了管理层隐瞒负面消息的成本。企业的内部财务信息透明度越高,管理层隐瞒负面消息的成本就越大,企业所面临的股价崩盘风险也就越低(Hutton et al., 2009)。不少实证研究证实了这一观点,如潘越等(2011)发现随着上市企业的信息透明度越高,其未来的股价崩盘风险会显著降低。其次,公司治理水平会显著影响企业的信息披露总质量,从而影响管理层隐藏负面消息的机会主义行为(Fang et al., 2016)。从内部治理角度来看,叶康涛等(2015)发现企业内控信息披露水平的提高会使未来股价崩盘风险显著下降;Kim and Zhang(2014)研究表明较强的会计稳健性有助于降低企业股价崩盘风险。从外部监督角度来看,潘越等(2011)研究发现,当企业获得证券分析师关注度较高时,其信息不透明与股价暴跌之间的正相关关系会有所减弱。许年行等(2012)研究发现分析师乐观偏差与上市企业未来股价崩盘风险之间存在显著正相关关系;随后又研究发现机构投资者的羊群行为会提高企业股价未来崩盘的风险(许年行等, 2013);王化成等(2014)研究则表明地区投资者保护水平的提高有助于降低企业股价崩盘风险。再次,公司内部人为了谋求私利、维护职业生涯前景等会产生隐藏坏消息的动机,而其中避税就是一个可行的途径。Desai and Dharmapala(2006)认为,复杂的避税交易为经理人的盈余操纵、关联交易等机会主义行为提供了工具、掩饰和借口;Kim et al. (2011)认为经理人会试图通过避税去隐匿企业的相关消息,增加了投资者了解企业真实情况的难度,随着时间的推移,当经理人在税收激进活动中损害公司价值的机会主义行为一下子暴露时,股价会大幅下跌;Garg et al. (2022)基于美国上市公司的数据也得到了类似的结论。

近年来,不少研究将税收征管的影响拓展至股价崩盘风险领域,探究了税收征管这一外部公司治理机制的治理效果及其对金融市场稳定性的影响。研究发现,税收征管通过改善公司治理,具体表现为约束经理人的机会主义行为与降低企业税收激进程度,进而能有效降低股价崩盘风险(江轩宇, 2013);刘春

和孙亮(2015)发现更强的税收征管力度能够通过推动上市企业及时释放坏消息,显著降低其股价暴跌的风险。李建军和范源源(2021)则以纳税信用评级制度这一激励性税收征管方式为准自然实验,考察了税收征管对金融市场稳定的影响,研究发现纳税信用评级公开披露后,显著降低了评级高的企业股价崩盘的风险。

纵观国内外既有研究,不难发现,现有研究主要关注了企业内部管理层与外部投资者及投资机构的行为对股价崩盘风险的影响,但关于探讨税收征管这一外部治理机制在稳定股价方面的作用效果的研究相对较少。虽然既有研究(江轩宇,2013;刘春和孙亮,2015;李建军和范源源,2021)也关注到税收征管在缓解企业股价暴跌风险过程中所发挥的关键作用,但是也存在少许不足:一方面由于在全国范围内有关税收征管的政策法规和监督制度是一个常量,且各地税务机关的执行质量千差万别,因此税收征管难以准确衡量;另一方面,税收征管效果与力度也易受到各地区经济发展水平、法治化水平以及征管人员素质等诸多因素的影响,容易产生内生性问题,进而导致研究结论可能存在偏差。据此,只有在特定情境下,才能对税收征管强度与效果的差异性进行准确评估。而我国2018年的国地税合并税收征管体制改革,恰恰可以作为一个外生事件,为本文准确衡量税收征管效果与力度提供了一个准自然实验机会。

2 制度背景与研究假说

2.1 制度背景

2018年3月13日,十三届全国人大一次会议提出,要改革国税地税征管体制,将省级和省级以下国税地税机构合并,具体承担所辖区域内的各项税收、非税收入征管等职责。随后,2018年6月中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《国税地税征管体制改革方案》(以下简称《改革方案》),进一步明确了国税地税征管体制改革的指导思想、基本原则和主要目标。其中,《改革方案》强调“坚持优化高效统一”,即调整优化税务机关职能和资源配置,增强政策的透明度和执法统一性,统一税收、社会保险费、非税收入征管服务标准,以促进现代化经济体制建设和经济高质量发展。国税地税征管体制合并旨在逐步构建起优化高效统一的税收征管体系,一方面,这一体系能够为纳税人和缴费人提供更加优质、高效和便利的纳税服务,进而提高他们对税法的遵从度和社会满意度;另一方面,旨在提高征管效率、降低征纳成本,增强税收稽查力量并强化税费治理能力,确保税收职能作用得到充分发挥。

就税收征管的治理职能而言,国地税合并不仅提高了税收征管效率,还加

强了税收执法标准的规范与统一,使得税收征管的监督效应与惩罚效应更加显著,显著强化了其在微观企业层面的治理效应。具体而言,第一,国地税合并提升了税收征管效率。国地税合并推动了资源整合、整理协同、征管互助和信息共享等方面的创新与发展。一方面,国地税的合并实现了机构设置、纳税服务、税收执法和信息建设的一体化,从根本上解决了过去纳税人“两头跑、两头查”问题,不仅减少了在人力物力资源上的重复配置,降低了征税成本与纳税遵从成本,而且通过国地税合并后资源的集中优势显著提升了税收征管效率与能力。另一方面,国地税合并后使得原本由两个征管机关分管的各个税种形成了有机联动,不仅为提高企业涉税合规性要求奠定了组织基础,税务机关还可以利用各个税种的联动优势,通过税种间的因果关系、勾稽关系显著强化稽查力量,进一步增强征管能力。第二,国地税合并加强了税收执法标准的统一性与规范性。国地税合并后,将促进全国范围内征管口径一致、执法尺度统一,显著提高税收征管力度与效率。税收执法标准的统一与规范能够有效打击地方政府对税法权威性的挑战,削弱其在税收执行力度和税收征管环节中的自由裁量权,强化税收征管的威慑力,做到应收尽收,不仅有利于维护税制的公平性,还能在一定程度上规避地税征收率低的问题,显著提高税收征收的效率,形成更加规范、高效的税收征管体系。

综上所述,国地税征管体制改革成功实现了“精简、高效、统一”的改革目标。不仅实现了机构设置、纳税服务、税收执法和信息建设的一体化,从根本上解决了过去纳税人面临的“两头跑、两头查”问题,还使得全国范围内税收征管工作遵循统一标准、同一流程。这一举措进一步规范了税收执法裁量权,有利于维护税制的公平性,极大地推进了国家治理体系和治理能力现代化进程。规范高效的税收征管系统将会使得执法部门的税收征管效率更高,企业所面临的违规风险与成本会随之增加,进而有效净化了税收征管环境,强化了外部监督的效力,使得税收征管的监管效应和惩罚效应更加凸显,可以在一定程度上抑制企业的机会主义动机及行为。

2.2 研究假说

国地税合并后,随着税收征管效率的显著提高与税收执法标准统一性的明显强化,税收征管作为企业的外部治理机制所发挥的监督效应和惩罚效应更加凸显,从而有效约束了企业内部人的机会主义动机及行为,从外部缓解了企业与投资者之间的信息不对称,提高了企业的信息透明度,促使企业更加及时地确认与披露企业相关的负面信息,进而平滑了企业的股价崩盘风险,保护投资者的利益,维护金融市场的稳定。

一般认为,信息不透明很大程度上是由于企业管理层不能及时、准确和充

分地向外部投资者披露企业的真实状况所致。企业管理层作为信息分配者,具有一定的信息优势,虽然其负有向监管者、外部投资者信息披露的义务,但在法律和制度的许可范围内管理者拥有一定程度的信息披露内容和披露时机的选择权(潘越等,2011)。企业管理层出于对自己职位和薪酬的考虑,可能会选择暂不披露某些企业相关的负面消息,导致企业信息的不透明。以税收规避为例,管理层的税收激进决策通常是成本与收益相权衡的结果,其避税行为被税务机关发现的概率和处罚额度及相应的名誉损失在税收激进决策中占据主导地位(江轩宇,2013)。当采取税收激进行为的成本较低时,往往会激励企业管理层采取各种避税行为,隐瞒企业的负面消息。Jin and Myers(2006)指出,当管理层隐瞒的负面特质信息越多时,企业的信息透明度就越低,但是这些负面信息的累积容量是有限度的,当管理层无法再隐瞒这些负面消息时,大量囤积的负面信息会迅速流入资本市场,使得市场中该企业的特质信息量发生“质变”,而企业股价也必然相应发生突变以充分消化这些信息,即产生股价暴跌现象。

国地税合并后,一方面,我国税收征管系统进行了全面优化升级,各地区税务信息实现共享,勾稽关系更为清晰;另一方面,协同执法的新常态,更有利于规范税收执法与对企业进行全面税务检查,做到应收尽收,全面监督任何危害税源的行为。并且,根据《中华人民共和国税收征管法》规定,税务机关有权检查、扣缴纳税义务人的会计记录,并对其开展实地检查,包括纳税申报和缴纳、发票管理、会计账簿信息、纳税评估以及税务审计等方面(李建军和范源源,2021)。显然,国地税合并后针对企业的税收征管效率和强度都有显著提升。税收征管部门对企业的税务检查有助于发现管理层在税收规避等活动中的利益侵占行为。规范高效的税收征管系统使得执法部门的税收征管效率更高,企业管理层的寻租空间缩小,企业游离于灰色地带被发现的概率更大,故其利用复杂的避税技术等手段隐藏坏消息的可能性会降低(叶康涛和刘行,2011),股票价格受到坏消息集中释放所造成的负面冲击的概率也会随之减小。同时,随着国地税合并后,全国范围内税收征管口径与执法尺度实现了全面统一,削弱了地方征管机构对税法的裁量权,进而有效地压缩了企业内部人的机会主义空间。叶康涛和刘行(2011)研究发现政府税收征管力度越强,企业参与非应税项目操纵被税务机关发现的概率越高,因此,当税收征管力度增强时,企业参与非应税项目操纵的意愿更弱,进而税收征管中的漏洞越少;此外,叶康涛等(2015)研究发现随着企业内控信息披露水平的提高,企业未来股价崩盘风险显著下降;进一步地,江轩宇(2013)以及刘春和孙亮(2015)的研究表明更强的税收征管力度,不仅可约束企业管理层在税收规避等活动中的利益侵占行为,还促使企业及时释放坏消息,可以显著降低股价未来大幅下降的风险。

随着税务机关征管效率与稽查能力的增强,全国范围内的征税环境得以优

化改善,加之纳税征管体系的换代升级,将有利于税务机关规范与加强对企业的税务检查。一旦税务机关发现企业的激进税收筹划及违规行为时,企业税收激进活动的成本将显著上升,一方面会面临税务执法部门严厉的惩处与巨额罚款,另一方面还会给资本市场传递负面信息,造成投资者的“用脚投票”、分析师的“消极预测”以及消费者的负面抵触等不良后果,进而加大股价崩盘的风险。已有大量研究表明,加强税收征管力度有助于提高企业信息披露的真实性和准确性。其中,刘春和孙亮(2015)研究发现,更强的税收征管力度能够促使上市公司及时释放坏消息,显著降低其股价暴跌风险。据此,不难判断,国地税合并后显著增强了税收征管对企业的外部监督效力,通过加强与规范对企业的税务检查,不仅提高了企业的信息透明度,还加强了企业信息披露管理质量,有效压缩了企业管理层的非合规操纵空间,缓解了企业与投资者之间的信息不对称问题,促使企业更加及时地确认与披露企业相关的负面信息,从而有助于平滑企业的股价崩盘风险。

基于上述分析,本文认为,国地税合并后税收征管强度的显著上升,通过增强企业信息透明度和完善信息披露管理制度,有效约束企业管理层的机会主义行为,极大地缓解企业与投资者之间的信息不对称,促使企业更加及时地确认与披露企业相关的负面信息,进而使得股票价格不易受到坏消息集中释放造成的负面冲击,有效平滑股价崩盘风险。据此,本文提出如下待检验假说:

研究假说: 国地税合并后,税收征管通过加强企业信息透明度与信息披露管理制度,促使企业及时地确认与披露企业相关的负面信息,有效降低股价崩盘风险。

3 研究设计

3.1 计量模型设定

由上述理论分析可知,国地税合并有助于平滑企业股价崩盘风险。为验证这一假说,本文借鉴许年行等(2013)、Chen et al. (2018a)的方法,以股价崩盘风险为主要被解释变量,以国地税合并为核心解释变量,构建了以下双重差分模型:

$$\text{risk}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{treat}_i \times \text{post}_t + \beta_3 \text{controls}_{it} + \gamma_t + \delta_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

在式(1)中,下标*i*、*t*分别表示年份和企业。被解释变量 **risk** 表示股价崩盘风险;**treat** 和 **post** 分别表示分组变量和政策冲击变量,两者的交互项为本文核心解释变量。**controls** 表示控制变量,具体包括股票波动率、股票回报率、资产负债率、企业规模、盈利能力、企业年龄、企业成长性、股权集中度、投资机会、上一年

的股价崩盘风险、年度月均超额换手率和可操控性应计利润绝对值。

进一步地,为控制宏观经济因素的影响,本文在式(1)中纳入时间固定效应 γ_t ,为排除不随时间变化且不可观测的企业固有特征的干扰,本文还在式(1)中纳入了个体固定效应 δ_i 。估计系数 β_1 是本文的重点关注对象。结合前文理论分析,本文有以下基本预期: β_1 显著为负,即国地税合并可以降低企业股价崩盘风险。

3.2 变量定义

3.2.1 被解释变量:股价崩盘风险

参考许年行等(2013)、Kim et al. (2011)、Chen et al. (2018a)的方法,本文采用收益涨跌波动比 duvol 来度量企业的股价崩盘风险。其具体度量方式如下所示:

首先基于以下两个方程计算每家企业的股票周特有收益率:

$$R_{ij} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{m,j-2} + \alpha_2 R_{m,j-1} + \alpha_3 R_{mj} + \alpha_4 R_{m,j+1} + \alpha_5 R_{m,j+2} + \varepsilon_{ij} \quad (2)$$

在式(2)中, R_{ij} 表示 i 企业在第 j 周的股票收益率, R_{mj} 表示第 j 周的加权平均市场收益率。残差项 ε_{ij} 用于表示企业股票收益率中无法被市场所解释的部分。

基于式(2)得到的残差 ε_{ij} 计算股票周特有收益率,计算方式如下所示:

$$W_{ij} = \ln(1 + \varepsilon_{ij}) \quad (3)$$

进一步地,基于式(3)得到的股票周特有收益率 W_{ij} 计算收益涨跌波动比 duvol ,计算方式如下所示:

$$\text{duvol}_i = \ln \left[(n_u - 1) \sum_{\text{down}} W_{ij}^2 / (n_d - 1) \sum_{\text{up}} W_{ij}^2 \right] \quad (4)$$

在式(4)中, n 表示一年中企业股票在市场中的交易周数。其中, n_u 表示企业的股票周特有收益率高于平均市场收益率的周数, n_d 表示企业的股票周特有收益率低于平均市场收益率的周数。收益涨跌波动比这一指标越大,表明企业的股价崩盘风险越大。

3.2.2 解释变量:国地税合并

分组变量和政策冲击变量的交互项是本文的核心解释变量,用于表征国地税合并。对于分组变量 treat ,本文依据政策窗口期的不同,将样本企业划分为始终向国税局缴纳所得税的企业(对照组)和国地税合并之前向地税局缴纳所得税的企业(实验组)两类,采用虚拟变量法进行度量。具体而言,在2002年之前若企业属于中央企业和外资企业,则 treat 赋值为0,其他企业 treat 赋值为1;2002—2009年间新成立的企业 treat 赋值为0;2009年后新成立的企业以增值税为主要税种的企业 treat 赋值为0,以营业税为主要税种的企业 treat 赋值为1;2018年及之后成立的企业 treat 赋值为0。对于政策冲击变量 post 同样采用虚拟变量法进行度量,如果观测值处于2018年及之后的年份,则 post 赋值为1,否则赋值为0。

3.2.3 控制变量

参考彭俞超等(2018)、司登奎等(2021)以及吴定玉和詹霓(2020)的做法,本文选取了一系列控制变量,其度量方法如下:(1)股票回报率 *ret*,采用股票周持有收益率的年平均值得来度量;(2)股票波动率 *sigma*,采用股票周持有收益率的标准差来度量;(3)资产负债率 *lev*,采用负债总额与企业总资产的比值来度量;(4)企业规模 *size*,采用企业总资产的自然对数来度量;(5)盈利能力 *roa*,采用总资产利润率来度量;(6)企业年龄 *age*,采用企业成立年限来度量;(7)企业成长性 *growth*,采用营业收入增长率来度量;(8)股权集中度 *top1*,采用第一大股东持股比例来度量;(9)投资机会 *Tobin*,采用企业托宾 *Q* 值来度量;(10)上一年的股价崩盘风险 *lncskem*,采用滞后一期的经过市场调整后周收益率的负偏度来度量;(11)年度月均超额换手率 *oturn*,采用股票月换手率的年平均值得来度量;(12)可操控性应计利润绝对值 *absda*,采用修正的琼斯模型计算得出。

3.3 数据来源、描述性统计及前置检验

本文选取中国沪深 A 股非金融类上市公司为研究对象,时间跨度为 2014—2020 年,选择这一区间的原因在于保证政策冲击前后均有足够样本,但又不会因数据区间过长而引入过多的政策混淆效应。本文所使用的原始数据来自国泰安(CSMAR)数据库。在原始样本的基础上,本文还做了以下处理:(1)剔除了金融类(包括银行、证券、保险及房地产)上市公司样本;(2)剔除研究区间所有 ST、PT 类上市公司样本;(3)剔除财务数据缺失严重的上市公司样本;(4)剔除资不抵债的上市公司样本。特别地,为尽可能减少离群值对估计结果的干扰,本文对所有连续变量进行了前后各 1% 水平的缩尾(Winsorize)处理。表 1 报告了主要变量的描述性统计结果。

表 1 主要变量的描述性统计

Panel A:全样本								
变量名称	样本量	均值	标准差	P5	P25	P50	P75	P95
duvol	16979	-0.0918	0.7662	-1.3093	-0.5900	-0.1135	0.3859	1.2080
treat	16979	0.2644	0.4410	0	0	0	1	1
post	16979	0.3514	0.4774	0	0	0	1	1
ret	16979	-0.0018	0.0067	-0.00123	-0.0057	-0.0021	0.0018	0.0094
sigma	16979	0.0507	0.0196	0.0253	0.0367	0.0471	0.0608	0.0892
lncskem	16979	-0.3269	0.7517	-1.6778	-0.7330	-0.2840	0.1152	0.8271
oturn	16979	-0.0680	0.4401	-0.8483	-0.2257	-0.0149	0.1399	0.5641
absda	16979	0.0556	0.0554	0.0034	0.0176	0.0384	0.0740	0.1728

续表

Panel A: 全样本								
变量名称	样本量	均值	标准差	P5	P25	P50	P75	P95
lev	16979	0.4335	0.2062	0.1172	0.2692	0.4231	0.5846	0.7893
size	16979	22.2986	1.306	20.4836	21.3847	22.1231	23.0248	24.7255
roa	16979	0.0318	0.0683	-0.0645	0.0123	0.0331	0.0616	0.1217
age	16979	10.9035	7.0842	2	5	9	17	23
growth	16966	1.0195	23.1553	-0.3207	-0.0194	0.1495	0.4637	1.8666
top1	16979	34.1110	14.7201	13.2900	22.5200	31.9900	43.9200	61.3499
Tobin	16979	2.1074	1.4267	0.9716	1.2455	1.6499	2.4004	4.7672

Panel B: 对照组 VS 实验组					
变量名称	对照组		实验组		均值差异
	均值	标准差	均值	标准差	
duvol	-0.1033	0.7692	-0.0598	0.7571	-0.0435***
ret	-0.0020	0.0066	-0.0014	0.0069	-0.0006***
sigma	0.0500	0.0197	0.0526	0.0194	-0.0026***
lncskem	-0.3215	0.7516	-0.3420	0.7518	0.0205
oturn	-0.0414	0.4040	-0.1420	0.5205	0.1006***
absda	0.0552	0.0550	0.0566	0.0565	-0.0015
lev	0.4531	0.2092	0.3790	0.1871	0.0741***
size	22.3914	1.3113	22.0405	1.2559	0.3509***
roa	0.0304	0.0661	0.0358	0.0740	-0.0054***
age	12.9626	7.0266	5.1759	2.8020	7.7867***
growth	0.1327	0.2800	0.1746	0.2986	-0.0419***
top1	33.9935	14.6866	34.4378	14.8094	-0.4442***
Tobin	2.0915	1.4735	2.1516	1.2865	-0.0601**

注：***、**和* 分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平上显著。

由表 1 Panel A 的全样本描述性统计可知,企业收益涨跌波动比 duvol 的均值为-0.0918,标准差为 0.7662,表明不同企业之间收益涨跌波动比存在较大差异;分组变量 treat 的均值为 0.2644,这说明实验组和对照组样本分别占 26.44%和 73.56%;政策冲击变量 post 的均值为 0.3514,这意味着 35.14%的样本处于政策冲击之后。进一步地,结合 Panel B 的分组描述性统计可以看出,与国地税合并之前的企业相比,国地税合并之后的企业涨跌波动比更高、拥有更大的规模、更高的上市年限和更低的股权集中度,但面临更少的股票收益率、更低的成长性和盈利能力以及拥有更高的财务杠杆。上述描述性统计结果表明,对照组企业和实验组企业之间特征变量存在显著差异,在运用式(1)进行因果关系识别时有必要加以控制。

特别地,在使用双重差分估计方法评估国地税合并的治理效应前,我们对这一效应生效的前提,即国地税合并提高了企业面临的税收征管力度进行了检

验。我们使用实际税率指标来衡量企业面临的税收征管力度。考虑到前期文献对实际税率的定义差异较大,我们参照了范子英和赵仁杰(2020)以及 Porcano(1986)的做法,采用应缴所得税与利润总额(tax1)的比值、应缴所得税减去递延所得税之差除以利润总额(tax2)两个常用指标作为实际税率的衡量指标。检验结果如表 2 第(1)、(2)列所示,其中交互项系数显著为正,表明国地税合并确实提高了企业所面临的税收征管力度,通过了前置检验。此外,我们还通过检验国地税合并对股价崩盘在不同税收征管力度情况下的差异来进行压力测试。通过借鉴刘贯春等(2021)的研究方法,本文采用省级层面地区生产总值标准化后的预算支出与预算收入之差来度量地方财政压力,将中位数以上的地区划分为税收征管力度较高组,中位数以下的地区划分为税收征管力度较低组,进行分组回归。检验结果如表 2 第(3)、(4)列所示,结果表明在税收征管力度较低组中国地税合并对股价崩盘的提升作用更为显著,从而通过了压力测试。

表 2 前置检验

变量名称	(1) tax1	(2) tax2	(3) duvol 财政压力高	(4) duvol 财政压力低
treat×post	0.0024 ** (0.0011)	0.0408 *** (0.0141)	-0.0491 (0.0316)	-0.1016 *** (0.0267)
ret			-73.0910 *** (1.3881)	-77.1491 *** (1.1570)
sigma			-4.9291 *** (0.5839)	-7.8018 *** (0.4572)
lncskem			0.0276 *** (0.0093)	0.0309 *** (0.0073)
oturn			-0.0567 *** (0.0180)	-0.0753 *** (0.0160)
absda			0.0902 (0.1339)	0.0116 (0.1023)
lev	-0.0113 *** (0.0028)	-0.0165 (0.0317)	0.0646 (0.0472)	0.0911 ** (0.0376)
size	-0.0011 ** (0.0005)	-0.0122 ** (0.0048)	-0.0426 *** (0.0106)	-0.0626 *** (0.0062)
roa	0.1270 *** (0.0074)	0.6211 *** (0.0466)	-0.0803 (0.1221)	-0.0978 (0.1004)
age	-0.0003 *** (0.0001)	-0.0024 *** (0.0009)	-0.0087 *** (0.0017)	-0.0063 *** (0.0011)

续表

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)
	tax1	tax2	duvol 财政压力高	duvol 财政压力低
growth	-0.0039 *** (0.0013)	-0.0426 *** (0.0154)	0.1419 *** (0.0251)	0.1948 *** (0.0227)
top1			-0.0008 (0.0006)	-0.0009 ** (0.0004)
Tobin			0.0321 *** (0.0074)	0.0493 *** (0.0065)
tang	0.0200 *** (0.0046)	0.2349 *** (0.0399)		
常数项	0.0277 *** (0.0103)	0.1623 (0.1145)	1.1039 *** (0.2422)	1.3693 *** (0.1476)
年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	16811	16811	5841	11054
R ²	0.1405	0.0416	0.5067	0.5185

注：括号内为稳健标准误；***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著。表中控制变量的差异系被解释变量不同所致。

4 实证结果分析

4.1 基准回归

为了验证前文提出的研究假说,本文采用逐步加入控制变量、固定效应和聚类分析的方式对式(2)进行回归分析,结果见表3。其中,第(1)列回归分析仅纳入了核心解释变量,可以发现,交互项的估计系数显著为负,这初步说明在国地税合并之后企业的收益涨跌率显著降低。第(2)~(5)列中依次加入了控制变量、时间固定效应、个体固定效应以及聚类分析,观察回归结果可知,不论以何种方式进行回归分析,交互项的系数始终为负,并在1%统计水平上显著。这些结果充分表明本文的基准结果具有较强的稳健性。进一步地,以第(5)列回归结果为例对估计结果的经济意义进行阐述。给定交互项的估计系数为-0.0924,这表明国地税合并之后企业的股价崩盘风险相较于合并之前降低了9.24%。由此可见,国地税合并改革可以充分发挥外部监督机制的治理效应,有效降低企业的股价崩盘风险,从而有力地证实了本文的研究假说。

表 3 基准回归结果

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	duvol	duvol	duvol	duvol	duvol
treat×post	-0.0823 *** (0.0202)	-0.0957 *** (0.0196)	-0.0955 *** (0.0194)	-0.0924 *** (0.0194)	-0.0924 *** (0.0203)
ret	-74.7665 *** (0.6670)	-76.7022 *** (0.6773)	-75.4420 *** (0.7112)	-75.4359 *** (0.7134)	-75.4359 *** (0.8864)
sigma	-3.5135 *** (0.2272)	-6.0561 *** (0.2645)	-6.6155 *** (0.2958)	-6.7404 *** (0.3010)	-6.7404 *** (0.3601)
lncskem		0.0280 *** (0.0057)	0.0376 *** (0.0056)	0.0327 *** (0.0056)	0.0327 *** (0.0058)
oturn		-0.0174 (0.0109)	-0.0676 *** (0.0120)	-0.0674 *** (0.0120)	-0.0674 *** (0.0119)
absda		0.0899 (0.0804)	0.1021 (0.0797)	0.0498 (0.0811)	0.0498 (0.0816)
lev		0.0874 *** (0.0264)	0.0847 *** (0.0263)	0.0750 *** (0.0278)	0.0750 ** (0.0292)
size		-0.0664 *** (0.0045)	-0.0678 *** (0.0046)	-0.0597 *** (0.0049)	-0.0597 *** (0.0053)
roa		0.0087 (0.0748)	-0.0513 (0.0742)	-0.0812 (0.0751)	-0.0812 (0.0769)
age		-0.0074 *** (0.0008)	-0.0071 *** (0.0008)	-0.0069 *** (0.0008)	-0.0069 *** (0.0009)
growth		0.1830 *** (0.0163)	0.1865 *** (0.0161)	0.1811 *** (0.0162)	0.1811 *** (0.0168)
top1		-0.0012 *** (0.0003)	-0.0012 *** (0.0003)	-0.0009 *** (0.0003)	-0.0009 *** (0.0003)
TobinQ		0.0408 *** (0.0037)	0.0409 *** (0.0038)	0.0421 *** (0.0039)	0.0421 *** (0.0048)
常数项	-0.0628 *** (0.0136)	1.5219 *** (0.0993)	1.5564 *** (0.1021)	1.3293 *** (0.1231)	1.3293 *** (0.1254)
年度固定效应	No	No	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	No	No	No	Yes	Yes
聚类分析	No	No	No	No	Yes
观测值	16979	16979	16979	16979	16979
R ²	0.4595	0.4931	0.5040	0.5097	0.5097

注：括号内为稳健标准误；***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著。

4.2 稳健性检验

尽管表 3 的结果为国地税合并与企业股价崩盘风险的关系提供了诸多经

验证证据,但为进一步验证基准回归结果的可靠性,本文从动态效应分析、安慰剂检验、排除其他可能性解释、替换被解释变量等多个维度进行稳健性测试。

4.2.1 动态效应分析

政策冲击前,被解释变量在实验组和对照组之间要存在共同变动趋势是双重差分法的应用前提。就本文而言,要保证结果的可靠性,首先要验证国地税合并政策实施之前企业的收益涨跌波动比在实验组和对照组的变化趋势是否保持平行趋势。有鉴于此,本文采用事件研究法对国地税合并政策的动态效应进行分析,以检验平行趋势并确认国地税合并政策产生效果的具体时点。具体而言,借鉴 Jacobson et al. (1993) 和 Chen et al. (2018b) 的做法,本文以 2014 年为基期构建了年度虚拟变量 $year_t$ 并将其与分组变量交乘构建以下计量模型:

$$risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 \sum_{2015}^{2020} year_t \times treat_i + \beta_3 controls_{it} + \gamma_t + \delta_i + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中, β_t 反映了国地税合并政策在第 t 年对企业股价崩盘风险的影响,其他变量则与式(1)的设定相一致。基于式(5)的回归结果,图1汇报了交互项的逐年估计系数及95%置信区间。观察图1可知,交互项的估计系数在2015—2017年未通过10%水平的显著性检验,表明实验组和对照组的股价崩盘风险在国地税合并政策实施之前并无显著差异,由此平行趋势假定得以验证。进一步地,交互项的估计系数在2018—2020年显著为负,这说明国地税合并政策于2018年正式生效并在往后的两年里持续发挥作用。但从系数绝对值来看,2019年估计系数的绝对值最大,2020年估计系数的绝对值有所下降,表明在国地税合并政策效果在2019最强,随后逐渐有所减弱。

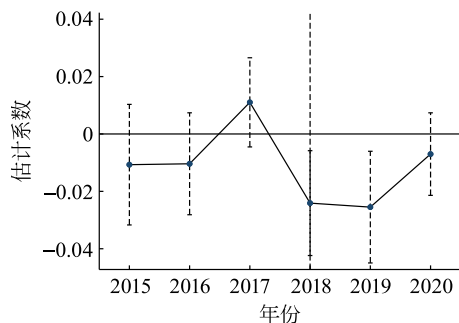


图1 动态效应分析

4.2.2 安慰剂检验

尽管式(1)控制了一系列企业特征变量以及年份、行业固定效应,但仍可能存在遗漏不可观测因素的可能性。为排除这一潜在问题对回归结果的干扰,本

文借鉴 Chetty et al. (2009) 的方法进行反事实估计。具体而言,首先将所有企业视为一个混合整体,然后利用随机抽样技术随机地将企业分成实验组和对照组,这样将生成一个虚假的分组变量 $treat_F$ 。生成虚假的分组变量之后将其与政策冲击变量进行交乘,从而构造一个“虚假”的核心解释变量 $treat_F \times post$ 。理论上来说,随机抽样技术构造出的“虚假”核心解释变量与企业股价崩盘风险没有任何关系,此时估计系数理应不显著。为了避免偶然性结果的产生,本文重复进行安慰剂检验 500 次。

图 2 展示了交互项估计系数的 t 值及其出现的频次,表 4 展示了交互项估计系数及其 t 值的描述性统计。不难看出,在 500 次重复试验中反事实的估计系数 t 值介于 -1 至 1 之间,这说明在安慰剂检验中,交互项的估计系数绝大部分并未通过 10% 水平的显著性检验。进一步地,从表 4 的统计结果可知,交互项估计系数显著的占比仅为 10%,且估计系数的均值为 -0.0003 ,与真实的估计系数相差甚远(见表 3 第(5)列)。这些结果均充分说明,基准回归结果并不受遗漏重要的不可观测变量的干扰,估计结果具有较高可信度。

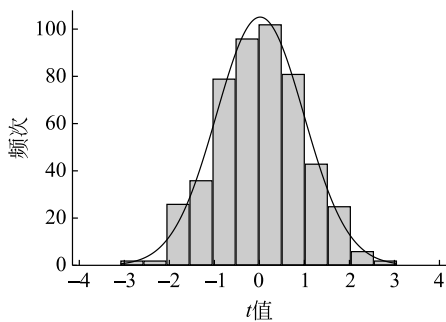


图 2 安慰剂检验

表 4 安慰剂检验统计结果

变量名称	次数	均值	标准差	5 分位	25 分位	50 分位	75 分位	95 分位
估计系数	500	-0.0003	0.0145	-0.0240	-0.0093	-0.0004	0.0100	0.0250
t 值	500	0.0174	0.9714	-1.5932	-0.6291	0.0243	0.6651	1.6830

4.2.3 其他稳健性测试

首先,考虑到 2014—2020 年间其他政策对企业股价崩盘风险可能产生重要影响,有必要对这一时期相关政策引致的可能性解释进行排除。一方面,既有文献指出,作为大数据技术在税务上的重要应用,2013 年开始分批实施的“金税三期”工程有助于抑制企业的股价崩盘风险(徐挥军,2021),即本文的回归结果捕捉的可能是“金税三期”工程的遗留影响,而非国地税合并改革的政策效果。基于此,本文构建“金税三期”虚拟变量 GTP 纳入式(1)进行回归,以排除

“金税三期”工程的影响。具体地,当企业注册所在地实施了“金税三期”工程,则 GTP 赋值为 1,否则赋值为 0。回归结果见表 5 第(1)列。另一方面,为深化供给侧结构性改革,国家自 2016 年起实施了一系列减税降费政策,伴随着这些政策的实施企业通过财务操纵进行避税的动机减弱,从而抑制企业的股价崩盘风险。由于资源禀赋差异和所处地区的经济发展水平较为落后,西部地区企业的生存环境较差,其对扶持政策的出台也更为敏感,因而不难理解减税降费政策的出台对于西部地区企业的影响更为显著。基于此,为排除这一潜在可能性,本文剔除了受减税降费政策影响较大的西部地区企业,并使用式(1)进行回归,以排除减税降费政策的影响。回归结果见表 5 第(2)列。观察表 5 第(1)~(2)列结果可知,在控制住其他政策的影响之后,交互项的估计系数均显著为负,这表明基准回归结果确实是国地税合并改革带来的。

表 5 其他稳健性测试

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	排除其他解释		改变因变量	控制更多维度固定效应		平衡面板
	duvol	duvol	ncskem	duvol	duvol	duvol
treat×post	-0.0874 *** (0.0226)	-0.0950 *** (0.0214)	-0.0537 * (0.0279)	-0.0449 * (0.0230)	-0.0789 *** (0.0232)	-0.0854 *** (0.0213)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
聚类分析	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	17339	16170	20867	20849	18322	16459
R ²	0.5331	0.5202	0.4099	0.5634	0.5137	0.5053

注:***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平上显著。

其次,为检验改变被解释变量定义是否会影响本文结论,借鉴王化成等(2015)的研究,本文采用负偏态系数 ncskem 作为度量企业股价崩盘风险的指标。与收益涨跌波动比相类似,负偏态系数的值越大,表示企业的股价崩盘风险越大。将被解释变量替换为负偏态系数之后再次对式(1)进行回归,回归结果列于表 5 第(3)列。结果表明,改变被解释变量的度量方式之后,交互项的系数仍显著为负,证实了基准回归的结果依旧成立。

再次,考虑行业和地区的时变效应。理论上,经济在行业和地区上的周期性波动也有可能会给本文的参数估计带来干扰,因而即使式(1)加入时间固定效应对中国整体的宏观经济加以控制之后,仍需要尽可能考虑经济在行业和地区上的周期性波动。针对这一问题,借鉴前期文献的做法(张成思和刘贯春,2018),本文在式(1)的基础上还对时间—行业交互固定效应和时间—省份交互

固定效应进行了控制。回归结果见表 5 第(4)列和第(5)列。可以发现,交互项的估计系数均显著为负,与基准回归结果保持一致。

最后,为增加样本在国地税合并政策实施前后的可比性,即保证每家企业在国地税合并政策实施前后均有观测值,本文将非平衡面板数据转化为平衡面板,然后进行重新回归。结果列于表 5 第(6)列。不难看出,交互项的估计系数仍显著为负,与基准回归并无差异。

5 异质性分析与机制检验

5.1 异质性分析

前文研究表明,国地税合并政策的实施显著抑制了企业的股价崩盘风险,但这一研究集中于整体层面。为进一步考察在不同类型企业中,国地税合并政策实施所产生的差异化效应,本文从企业内部治理、外部监督以及法治环境三个维度对企业进行分组,旨在由内向外全方位研究不同类型的股价崩盘风险是否存在差异化反应模式,以期为本文的核心逻辑提供更多经验证据。

首先,企业内部治理的重要性。如果国地税合并后,税收征管力度的加强能够通过约束管理层的税收激进、征纳合谋等行为进而降低企业股价崩盘风险。那么,理论上在内部治理较好的企业中,国地税合并对企业股价崩盘风险的影响有限,而在内部治理较差的企业中国地税合并政策能够有效提升因内部治理较差而带来的较低信息透明度,从而促使企业及时地释放坏消息,有效平滑企业的股价崩盘风险。为验证这一推断,本文采用高管持股比例和股权制衡度两个指标作为企业内部治理的度量指标,对式(1)进行分样本回归。其中,高管持股比例为高管持股总数与总股数之比。一般来说,高管持股比例越高,表明高管与股东的利益越趋于一致,越有助于公司治理。股权制衡度为第一大股东与第二大股东持股量之比,该指数越大说明制衡度越低,公司治理越差。随后,本文采用高管持股比例和股权制衡度的中位数作为分组依据,高管持股比例大于中位数、股权制衡度小于中位数的企业视为内部治理较好的企业,反之则视为内部治理较差的企业。表 6 展示了分组回归的结果,观察第(1)~(2)列的结果可知,在高管持股比例较低的企业中交乘项的估计系数显著为负,而在高管持股比例较高的企业中交乘项的估计系数并不显著。由第(3)~(4)结果可知,在股权制衡度较高的企业中交乘项的估计系数并不显著,而股权制衡度较低的企业中交乘项系数显著为负。上述结果充分表明,企业内部治理水平较差时,国地税合并对企业股价崩盘的抑制效应更为显著。

表 6 基于企业内部治理的分组检验

变量	高管持股比例		股权制衡度	
	高	低	高	低
	(1)	(2)	(3)	(4)
treat×post	0.0029 (0.0310)	-0.0893 ** (0.0424)	-0.0270 (0.0305)	-0.1433 *** (0.0307)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
聚类分析	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	6727	6264	9688	11161
R ²	0.5787	0.5238	0.5331	0.5435

注：括号内为稳健标准误；***、**和*分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著。组间系数差异性检验结果显示，分组系数存在显著差异。

其次，外部监督的重要性。如果国地税合并后，其发挥的外部监督治理效应能够通过加强企业信息透明度与信息披露质量进而降低企业的股价崩盘风险，那么，在外部监督较好的企业中，国地税合并对企业的股价崩盘的影响有限，而在外部监督较差的企业中，国地税合并能够有效提升企业的外部监督水平，从而提高企业的信息透明度，促使企业及时释放负面消息，有效平滑企业的股价崩盘风险。为检验这一理论预期，本文采用分析师追踪和媒体报道两个指标度量企业的外部监督水平，对式(1)进行了分样本回归。其中，分析师追踪即企业的分析师追踪人数。媒体报道即报刊媒体报道内容总数。具体地，本文以分析师追踪数量和报刊媒体内容报道数量的中位数作为分组依据，分析师追踪数、报刊媒体内容报道数大于中位数的企业归为外部监督较好的企业，反之则为外部监督较差的企业。表7展示了分组回归的结果，观察第(1)~(2)列的结果可知，在分析师追踪数量较多的企业中交乘项的系数并不显著，而分析师追踪数量较少的企业中交乘项的系数显著为负。由第(3)~(4)列的结果可知，在媒体报道数量较少的企业中交乘项的估计系数显著为负，而在媒体报道数量较多的企业中交乘项的估计系数并不显著。综上结果表明，当企业外部监管水平较高时，国地税合并对企业股价崩盘的抑制效应更为显著。

表 7 基于企业外部监督的分组检验

变量名称	分析师追踪		媒体报道	
	高	低	高	低
	(1)	(2)	(3)	(4)
treat×post	-0.0560 (0.0380)	-0.1090 *** (0.0308)	-0.0438 (0.0326)	-0.0571 ** (0.0275)

变量名称	分析师追踪		媒体报道	
	高	低	高	低
	(1)	(2)	(3)	(4)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
聚类分析	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	7696	7153	7574	7275
R ²	0.3889	0.5217	0.5201	0.5221

注：***、** 和 * 分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平上显著。

最后,地区法治环境的重要性。在良好的法治环境中,企业面临科学的法律体系、完善的监督机制、健全的会计准则和披露规则(方红星等,2017),即企业通常具有更强的外部监督和约束机制,从而对企业管理层和信息透明度同时产生积极影响。由此,理论上来说,在法治环境较好的地区,国地税合并对企业股价崩盘风险的影响有限,而在法治环境较差的地区,国地税合并通过增强税收征管强度和效率,发挥外部监督作用,有效提升因法治环境较差而导致的较低的信息透明度,最终促使企业及时释放坏消息,有效平滑股价崩盘风险。为检验不同地区法治环境下国地税合并对企业股价崩盘的差异化效应,本文选择法律指数和市场化指数两个指标度量企业所处地区的法律制度环境,对模型(1)进行分样本回归。具体而言,借鉴钱雪松等(2019)的做法,将 2016 年法律指数排名前十的省份视为法治环境良好的地区,否则视为较差地区。为进一步检验回归结果的稳健性,本文还按照市场化程度区分地区法治环境,一般而言市场化程度高的地区法治环境较好,反之则较差。表 8 展示了分组回归的结果,观察第(1)~(2)列的结果可知,在法律指数较高的企业中交乘项的系数不显著,而法治指数较低的企业中交乘项的系数显著为负。由第(3)~(4)列的结果可知,市场化指数较高和较低的企业中交乘项的系数均为负显著,但市场化程度较低的企业中交乘项的估计系数绝对值更大,组间差异检验表明两组存在显著差异。上述结果充分表明,当企业所处地区的法治水平较低时,国地税合并对企业股价崩盘风险的抑制作用更为显著。

表 8 基于地区法治环境的分组检验

变量名称	法律指数		市场化指数	
	低	高	低	高
	(1)	(2)	(3)	(4)
treat×post	-0.0872 *** (0.0275)	-0.0464 (0.0379)	-0.0763 *** (0.0274)	-0.0644 * (0.0385)

续表				
变量名称	法律指数		市场化指数	
	低	高	低	高
	(1)	(2)	(3)	(4)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
聚类分析	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	9565	5284	9678	5171
R ²	0. 5139	0. 5209	0. 5126	0. 5237

注:括号内为稳健标准误;***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平上显著。

5.2 机制检验

前文理论分析表明,国地税合并政策通过提高税收征管效率和强度,增加了企业税收规避的成本与风险,从内部打击管理层的税收激进活动等利益侵占行为,从外部缓解企业与投资者之间的信息不对称,有效提高企业的信息透明度,促使企业更加及时地确认与披露企业相关的负面信息,最终使得股票价格不易受到坏消息集中释放造成负面冲击,有效平滑股价崩盘风险。据此,本文接下来将对以上机制路径进行检验。

首先,如果国地税合并确实能够降低企业股价崩盘风险,其作用效果应该最先体现在税收征管加强方面。基于此,本文借鉴范子英和赵仁杰(2020)的做法,采用企业应缴所得税与利润总额的比值作为企业实际税负 tax 的度量指标,以此表征税收征管强度^①。随后,考察了国地税合并对税收征管强度的影响,结果如表 9 第(1)列所示。不难看出,交互项的系数为正值,且通过了 1%水平的显著性检验,这一结果表明,国地税合并使得企业的实际税负显著增加,即企业面临的税收征管得到进一步加强。

表 9 机制检验

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	tax	quality	NewB	NewG	Cscore
treat×post	0. 0013 ** (0. 0005)	0. 1198 * (0. 0695)	0. 0045 ** (0. 0023)	0. 0026 (0. 0030)	0. 0019 * (0. 0011)

① 主流的会计研究文献多从实际税负角度来衡量企业的避税程度(Chen et al., 2010; 李增福等, 2016; 李青原和陈世来, 2021)。而企业的避税程度与企业面临的税收征管强度高度相关,当企业面临较强的税收征管时,其避税行为则会明显减少,因而其实际税负也就较高。因此,既有文献也以实际税负水平来衡量企业面临的税收征管强度(田彬彬和范子英, 2016; Chen, 2017; 李广众和贾凡胜, 2020; 刘贯春等, 2021)。由此,本文以实际税负作为税收征管强度的衡量指标考察了国地税合并对税收征管强度的影响。

续表

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	tax	quality	NewB	NewG	Cscore
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
聚类分析	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	18673	11927	19196	19196	15791
R^2	0.0976	0.1349	0.1020	0.1099	0.0537

注:第(2)列为 logit 顺序回归,因而汇报的 R^2 为伪 R^2 。括号内为稳健标准误;***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平上显著。

其次,本文通过将模型(1)中因变量替换为信息透明度来考察国地税合并政策对企业信息透明度的影响。具体地,本文以证券交易所对上市公司的信息透明度评级 quality 作为企业信息透明度的度量指标,若证券交易所对上市公司的评级为优秀,则得 4 分,良好得 3 分,合格得 2 分,不合格得 1 分,由于因变量信息透明度为离散变量,在这里我们采用顺序 logit 回归。回归结果如表 9 第(2)列所示,其中交乘项的估计系数为负显著,表明国地税合并政策能够显著提升企业的信息透明度。

最后,借鉴刘春和孙亮(2015)、Khan and Watts(2009)的研究,本文通过构建指标衡量企业的信息释放行为,并将其区分为好消息 NewG 和坏消息 NewB 分别作为式(1)的因变量进行回归,从而考察国地税合并政策对企业释放好消息和坏消息行为的影响。NewG 和 NewB 两个指标的具体构建方法如下:

$$\begin{aligned}
 X_i = & \beta_1 + \beta_2 DR + R_i(\mu_1 + \mu_2 size_i + \mu_3 lev_i + \mu_4 MB_i) + \\
 & DR \times R_i(\gamma_1 + \gamma_2 size_i + \gamma_3 lev_i + \gamma_4 MB_i) + \\
 & (\delta_1 size_i + \delta_2 lev_i + \delta_3 MB_i + \delta_4 DR \times size_i + \delta_5 DR \times lev_i + \delta_6 DR \times MB_i)
 \end{aligned}
 \quad (6)$$

式(6)中, X_i 为企业每股收益除以上年年末股票价格; R_i 表示 t 年 5 月到 $t+1$ 年 4 月的考虑现金红利再投资的个股回报率; DR 为哑变量,若 $R_i < 0$ 则 DR 取 1,否则为 0; $size_i$ 表示企业规模大小,用公司第 t 年总资产的自然对数衡量; lev_i 表示企业资产负债率,用企业总负债与总资产之比衡量; MB_i 表示企业的市值账面比,用企业市值与股东权益面值之比衡量。式(6)中 X 和 R 分别表征了企业的会计收益和经济收益,它们之间的敏感系数即企业将真实经济相关活动的信息释放到会计系统的程度。而虚拟变量 DR 区分了好消息和坏消息。因此,在对模型(6)分行业年度进行估计得到各回归系数之后,再将公司当年 size、lev、MB 的实际数据代入式 $(\mu_1 + \mu_2 size_i + \mu_3 lev_i + \mu_4 MB_i)$, 所得到的结果衡量了企业当年对于好消息的释放程度 NewG,代入式 $(\mu_1 + \mu_2 size_i + \mu_3 lev_i + \mu_4 MB_i) + (\gamma_1 + \gamma_2 size_i +$

$\gamma_3 \text{lev}_i + \gamma_4 \text{MB}_i$), 所得到的结果衡量了企业当年对于坏消息的释放程度 NewB 。同时, 借鉴 Badia et al. (2017) 的研究, 我们采用控制收益率方差的方法对 Khan and Watts (2009) 中计算的会计稳健性指标进行改进, 然后将其作为因变量代入式(1)中进行回归, 以进一步验证国地税合并对于坏消息的释放程度存在怎样的影响。

回归结果如表9第(3)~(5)列所示, 第(3)、第(5)列结果显示交乘项估计系数为正显著, 第(4)列结果显示交乘项估计系数不显著。这一结果表明, 国地税合并能够显著提升企业对于坏消息的释放程度, 而对于好消息的释放程度并无显著影响。综上所述, 国地税合并提升了企业的信息透明度, 促使企业更加及时地确认与披露企业相关的负面信息, 最终使得股票价格不易受到坏消息集中释放造成的负面冲击, 有效平滑了企业的股价崩盘风险。

6 研究结论与启示

在中国经济由高速增长转向高质量增长的转型阶段, 维护金融市场的稳定, 保护投资者的利益, 促进实体经济持续健康发展是当下重要的议题之一。股价暴跌引致的股价崩盘风险不仅会造成金融市场动荡, 还会阻碍实体经济的发展, 对转型期的中国经济造成严重损害。理论上, 税收征管作为政府监督企业的重要方式(江轩宇, 2013), 能够显著提高企业的信息透明度, 迫使企业无法隐瞒负面消息, 令股票价格不易受到坏消息集中释放造成的负面冲击, 有效平滑企业的股价崩盘风险。特别是在2018年国地税合并之后, 税收征管效率和强度得到了显著的提升, 企业的股价崩盘风险理应受到明显的抑制。基于此, 本文以2014—2020年沪深A股上市公司为研究样本, 将2018年国地税合并这一征管体制改革视为一项准自然实验, 采用双重差分方法考察了国地税合并改革对企业股价崩盘风险的影响及其背后的作用机制。研究发现, 国地税合并后, 税收征管能力的增强显著降低了企业的股价崩盘风险。异质性检验结果显示, 国地税合并对企业股价崩盘的抑制作用会因企业内外部特征而存在显著差异, 具体表现为: 在内部治理水平较差、外部监督水平较低和地区法治环境较差的企业中更为显著。机制检验结果表明, 国地税合并政策提升了企业的信息透明度, 促使企业更加及时地确认与披露企业相关的负面信息, 从而减少了股票价格因坏消息集中释放而遭受负面冲击, 有效平滑了企业的股价崩盘风险。

上述结论表明, 国地税合并改革有效抑制了企业的股价崩盘风险, 对保护投资者利益、维持金融市场稳定具有重要的理论意义和现实启示。在理论意义层面, 本文丰富了有关国地税合并改革对企业及投资者行为影响的相关研究, 将税收征管体制改革的研究边界扩展到金融市场稳定这一研究领域。在政策

启示层面,本文发现国地税合并改革能够有效抑制企业股价崩盘风险。这意味着税收征管效率的提升能够为资本市场的稳定甚至中国整体经济的稳定保驾护航。因此,为了向中国经济由高速发展向高质量发展转变提供更多保障,应当继续深化税收征管体制改革,并结合大数据、云计算等新兴技术进一步完善税收征管体系,以提高税务机构的税收征管效率。此外,本文的一个重要结论是,国地税合并对企业股价崩盘风险的抑制作用在内部治理水平较弱、外部监督力度不足和地区法治环境较差的企业中更为显著。这意味着在税收征管体制改革的过程中,应当区分重点,最大化税收征管与内外部监督之间的协同作用,形成多方参与治理的局面,最终降低企业因违规披露信息而引发的股价崩盘风险。

参考文献

- 范子英, 赵仁杰. 2020. 财政职权、征税努力与企业税负[J]. 经济研究, 55(4): 101-117.
- Fan Z Y, Zhao R J. 2020. Fiscal responsibilities, tax efforts and corporate tax burden[J]. *Economic Research Journal*, 55(4): 101-117. (in Chinese)
- 方红星, 张勇, 王平. 2017. 法制环境、供应链集中度与企业会计信息可比性[J]. 会计研究, (7): 33-40.
- Fang H X, Zhang Y, Wang P. 2017. Legal environment, supply chain concentration and firm's accounting information comparability [J]. *Accounting Research*, (7): 33-40. (in Chinese)
- 江轩宇. 2013. 税收征管、税收激进与股价崩盘风险[J]. 南开管理评论, 16(5): 152-160.
- Jiang X Y. 2013. Tax enforcement, tax aggressiveness and stock price crash risk [J]. *Nankai Business Review*, 16(5): 152-160. (in Chinese)
- 李广众, 贾凡胜. 2020. 财政层级改革与税收征管激励重构——以财政“省直管县”改革为自然实验的研究[J]. 管理世界, 36(8): 32-50.
- Li G Z, Jia F S. 2020. Reform of fiscal hierarchy and reconstruction of tax enforcement incentive: Evidence from the “Province-Managing-County” fiscal reform in China[J]. *Journal of Management World*, 36(8): 32-50. (in Chinese)
- 李建军, 范源源. 2021. 信用如金: 纳税信用评级披露与股价崩盘风险[J]. 当代经济科学, 43(1): 58-66.
- Li J J, Fan Y Y. 2021. Credit as gold: Tax-paying credit rating disclosures and stock price crash risk[J]. *Modern Economic Science*, 43(1): 58-66. (in Chinese)
- 李建英, 刘锦鸿. 2019. 国地税合并对税收征管效率影响及政策建议[J]. 地方财政研究, (6): 80-85.

- Li J Y, Liu J H. 2019. The effect of NTB-LTB Merger Reform on the efficiency of tax collection and administration and policy suggestions[J]. *Sub National Fiscal Research*, (6): 80-85. (in Chinese)
- 李青原, 陈世来. 2021. 企业上市与税收规避[J]. *世界经济*, 44(11): 169-193.
- Li Q Y, Chen S L. 2021. Corporate listings and tax avoidance[J]. *The Journal of World Economy*, 44(11): 169-193. (in Chinese)
- 李增福, 汤旭东, 连玉君. 2016. 中国民营企业社会责任背离之谜[J]. *管理世界*, (9): 136-148.
- Li Z F, Tang X D, Lian Y J. 2016. The puzzle of Chinese private enterprises' corporate social responsibility[J]. *Journal of Management World*, (9): 136-148. (in Chinese)
- 刘春, 孙亮. 2015. 税收征管能降低股价暴跌风险吗? [J]. *金融研究*, (8): 159-174.
- Liu C, Sun L. 2015. Can tax enforcement decrease stock price crash risk? [J]. *Journal of Financial Research*, (8): 159-174. (in Chinese)
- 刘贯春, 叶永卫, 张军. 2021. 社会保险缴费、企业流动性约束与稳就业——基于《社会保险法》实施的准自然实验[J]. *中国工业经济*, (5): 152-169.
- Liu G C, Ye Y W, Zhang J. 2021. Social security contributions, liquidity constraint and employment stabilization—A quasi-natural experiment from the enactment of *Social Insurance Law*[J]. *China Industrial Economics*, (5): 152-169. (in Chinese)
- 潘越, 戴亦一, 林超群. 2011. 信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J]. *金融研究*, (9): 138-151.
- Pan Y, Dai Y Y, Lin C Q. 2011. Information opacity, analysts following and crash risk[J]. *Journal of Financial Research*, (9): 138-151. (in Chinese)
- 潘越, 王宇光, 戴亦一. 2013. 税收征管、政企关系与上市公司债务融资[J]. *中国工业经济*, (8): 109-121.
- Pan Y, Wang Y G, Dai Y Y. 2013. Tax collection and management, the government-enterprises relationship and corporate debt financing [J]. *China Industrial Economics*, (8): 109-121. (in Chinese)
- 彭俞超, 倪骁然, 沈吉. 2018. 企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J]. *经济研究*, 53(10): 50-66.
- Peng Y C, Ni X R, Shen J. 2018. The effect of transforming the economy from substantial to fictitious on financial market stability: An analysis on stock price crash risk[J]. *Economic Research Journal*, 53(10): 50-66. (in Chinese)
- 钱雪松, 代禹斌, 陈琳琳, 等. 2019. 担保物权制度改革、融资约束与企业现金持有——基于中国《物权法》自然实验的经验证据[J]. *会计研究*, (1): 72-78.

- Qian X S, Dai Y B, Chen L L, et al. 2019. Security Property Rights System reform, financial constraints and firm's cash holding: Evidence from the natural experiment of *Property Law* enactment in China[J]. *Accounting Research*, (1): 72-78. (in Chinese)
- 司登奎, 李小林, 赵仲匡. 2021. 非金融企业影子银行化与股价崩盘风险[J]. *中国工业经济*, (6): 174-192.
- Si D K, Li X L, Zhao Z K. 2021. Non-financial enterprises' shadow banking business and stock price crash risk[J]. *China Industrial Economics*, (6): 174-192. (in Chinese)
- 田彬彬, 范子英. 2016. 税收分成、税收努力与企业逃税——来自所得税分享改革的证据[J]. *管理世界*, (12): 36-46, 59.
- Tian B B, Fan Z Y. 2016. Tax sharing, tax efforts and corporate tax evasion: Evidence from the reform of income tax sharing[J]. *Journal of Management World*, (12): 36-46, 59. (in Chinese)
- 王化成, 曹丰, 高升好, 等. 2014. 投资者保护与股价崩盘风险[J]. *财贸经济*, (10): 73-82.
- Wang H C, Cao F, Gao S H, et al. 2014. Investor protection and stock price crash risk[J]. *Finance & Trade Economics*, (10): 73-82. (in Chinese)
- 王化成, 曹丰, 叶康涛. 2015. 监督还是掏空: 大股东持股比例与股价崩盘风险[J]. *管理世界*, (2): 45-57.
- Wang H C, Cao F, Ye K T. 2015. Monitoring or tunneling?: The proportion of the proportion held by the big shareholders and the risk of the crash of the stock price[J]. *Journal of Management World*, (2): 45-57. (in Chinese)
- 吴定玉, 詹霓. 2020. 管理者过度自信对股价崩盘风险的影响研究——基于并购商誉的中介作用[J]. *金融经济研究*, 35(5): 108-120, 160.
- Wu D Y, Zhan N. 2020. Effect of managerial overconfidence on stock price crash risk: The mediating effect of goodwill in mergers and acquisitions[J]. *Financial Economics Research*, 35(5): 108-120, 160. (in Chinese)
- 徐挥军. 2021. 大数据税收征管降低了股价崩盘风险吗? ——基于“金税三期”的准自然实验[J]. *上海财经大学学报*, 23(2): 93-107.
- Xu H J. 2021. Does big data tax administration reduce the stock price crash risk?: A Quasi-natural experiment based on the “Third Stage of Golden Tax”[J]. *Journal of Shanghai University of Finance and Economics*, 23(2): 93-107. (in Chinese)
- 许年行, 江轩宇, 伊志宏, 等. 2012. 分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险[J]. *经济研究*, 47(7): 127-140.
- Xu N X, Jiang X Y, Yi Z H, et al. 2012. Conflicts of interest, analyst optimism and stock price crash risk[J]. *Economic Research Journal*, 47(7): 127-140. (in

- Chinese)
- 许年行, 于上尧, 伊志宏. 2013. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J]. 管理世界, (7): 31-43.
- Xu N X, Yu S Y, Yi Z H. 2013. Herding behavior of institutional investors and stock price crash risk [J]. *Journal of Management World*, (7): 31-43. (in Chinese)
- 杨棉之, 张园园. 2016. 会计稳健性、机构投资者异质性与股价崩盘风险——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 审计与经济研究, 31(5): 61-71.
- Yang M Z, Zhang Y Y. 2016. Accounting conservatism, institutional investors' heterogeneity and stock price crash risk: Empirical evidence from China A-share listed companies[J]. *Journal of Audit & Economics*, 31(5): 61-71. (in Chinese)
- 叶康涛, 刘行. 2011. 税收征管、所得税成本与盈余管理[J]. 管理世界, (5): 140-148.
- Ye K T, Liu X. 2011. The levy and supervision of taxes, the cost of income tax, and the management of earnings[J]. *Journal of Management World*, (5): 140-148. (in Chinese)
- 叶康涛, 曹丰, 王化成. 2015. 内部控制信息披露能够降低股价崩盘风险吗? [J]. 金融研究, (2): 192-206.
- Ye K T, Cao F, Wang H C. 2015. Can internal control information disclosure reduce stock price crash risk? [J]. *Journal of Financial Research*, (2): 192-206. (in Chinese)
- 曾亚敏, 张俊生. 2009. 税收征管能够发挥公司治理功用吗? [J]. 管理世界, (3): 143-151, 158.
- Zeng Y M, Zhang J S. 2009. Can tax collection and management exert the function of corporate governance? [J]. *Journal of Management World*, (3): 143-151, 158. (in Chinese)
- 张成思, 刘贯春. 2018. 中国实业部门投融资决策机制研究——基于经济政策不确定性和融资约束异质性视角[J]. 经济研究, 53(12): 51-67.
- Zhang C S, Liu G C. 2018. The investing and financing decision mechanism of the Chinese real sector: Economic uncertainty and the financial constraints perspective [J]. *Economic Research Journal*, 53(12): 51-67. (in Chinese)
- 张玲, 朱婷婷. 2015. 税收征管、企业避税与企业投资效率[J]. 审计与经济研究, 30(2): 83-92.
- Zhang L, Zhu T T. 2015. Tax collection, corporate tax avoidance and corporate investment efficiency [J]. *Journal of Audit & Economics*, 30(2): 83-92. (in Chinese)
- 周菲. 2019. 国地税合并对营商环境的影响及其优化对策[J]. 财政科学, 37(1):

- 138-142, 160.
- Zhou F. 2019. The impact of the merger of state and local taxation bureaus on business environment and optimization measures[J]. *Fiscal Science*, 37(1): 138-142, 160. (in Chinese)
- Badia M, Duro M, Penalva F, et al. 2017. Conditionally conservative fair value measurements[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 63: 75-98
- Chen D H, Kim J B, Li O Z, et al. 2018a. China's closed pyramidal managerial labor market and the stock price crash risk[J]. *Accounting Review*, 93(3): 105-131.
- Chen S P, Chen X, Cheng Q, et al. 2010. Are family firms more tax aggressive than non-family firms? [J]. *Journal of Financial Economics*, 95(1): 41-61.
- Chen S X. 2017. The effect of a fiscal squeeze on tax enforcement: Evidence from a natural experiment in China[J]. *Journal of Public Economics*, 147: 62-76.
- Chen Y J, Li P, Lu Y. 2018b. Career concerns and multitasking local bureaucrats: Evidence of a target-based performance evaluation system in China[J]. *Journal of Development Economics*, 133: 84-101.
- Chetty R, Looney A, Kroft K. 2009. Salience and taxation: Theory and evidence[J]. *American Economic Review*, 99(4): 1145-1177.
- Desai M A, Dharmapala D. 2006. Corporate tax avoidance and high-powered incentives [J]. *Journal of Financial Economics*, 79(1): 145-179.
- Dumitrescu A, Zakriya M. 2021. Stakeholders and the stock price crash risk: What matters in corporate social performance? [J]. *Journal of Corporate Finance*, 67: 101871.
- Fang V W, Huang A H, Karpoff J M. 2016. Short selling and earnings management: A controlled experiment[J]. *The Journal of Finance*, 71(3): 1251-1294.
- Garg M, Khedmati M, Meng F J, et al. 2022. Tax avoidance and stock price crash risk: Mitigating role of managerial ability [J]. *International Journal of Managerial Finance*, 18(1): 1-27.
- Hanlon M, Hoopes J L, Shroff N. 2014. The effect of tax authority monitoring and enforcement on financial reporting quality [J]. *Journal of the American Taxation Association*, 36(2): 137-170.
- Hutton A P, Marcus A J, Tehranian H. 2009. Opaque financial reports, R^2 , and crash risk[J]. *Journal of Financial Economics*, 94(1): 67-86.
- Jacobson L S, LaLonde R J, Sullivan D G. 1993. Earnings losses of displaced workers [J]. *American Economic Review*, 83(4): 685-709.
- Jin L, Myers S C. 2006. R^2 around the world: New theory and new tests[J]. *Journal of Financial Economics*, 79(2): 257-292.
- Khan M, Watts R L. 2009. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of

- accounting conservatism[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2/3): 132-150.
- Kim J B, Li Y H, Zhang L D. 2011. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 100(3): 639-662.
- Kim J B, Zhang L D. 2014. Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks [J]. *Contemporary Accounting Research*, 31(3): 851-875.
- Kothari S P, Shu S S, Wysocki P D. 2009. Do managers withhold bad news? [J]. *Journal of Accounting Research*, 47(1): 241-276.
- Porcano T M. 1986. Corporate tax rates: Progressive, proportional or regressive [J]. *Journal of the American Taxation Association*, 7: 17-31.

Could the NTB-LTB Merger Reform Decrease Stock Price Crash Risk

Feng Yun¹ Lin Zeng² Yunqing Tao³

(1. *Institute of International Trade and Economics, Guangdong University of Foreign Studies;*

2. *School of Economics, Jinan University;*

3. *National School of Development, Institute of Digital Finance, Peking University)*

Abstract Taking the merger of National Tax Bureaus (NTB)-Local Tax Bureaus (LTB) in 2018 as a quasi-natural experiment, this paper estimates the impact of reform of tax collection and administration system on the financial market stabilization from the perspective of stock price crash risk. Our difference-in-difference estimation shows that after the NTB-LTB merger reform, firms' stock price crash risk significantly decreases, and this effect is more pronounced in firms with worse internal governance, lower external supervision and worse regional legal environment. Further, the mechanism test shows that the NTB-LTB merger reform improves corporate information transparency and promotes firms to confirm and disclose the negative news timelier, and the stock price ultimately is not vulnerable to the negative shock that caused by the centralized release of bad news, which effectively lowers firms' stock price crash risk. Our findings provide micro-firm level evidence for exploring the impact of tax collection and management on the financial market stabilization, which is of great significance to the current reform of tax collection and management system.

JEL Classification G15, E62, H26