

廉政建设能否提升公司价值?

——来自股票市场的证据

贾凡胜, 张一林

(中山大学 管理学院, 广东 广州 510275)

摘要: 文章以“打老虎、拍苍蝇”为自然实验,运用事件研究法从金融市场和投资者的角度考察廉政建设对公司价值的影响。研究发现,在官员被查处的消息公布后,落马官员任职地区上市公司的股价有显著为正的市場反应,意味着投资者认可“打老虎、拍苍蝇”对提升公司价值的正面影响;并且“打老虎、拍苍蝇”对公司股价的积极影响在官员级别较高、政府对企业干预较多地区、国有产权和政治联系较强的公司中更加显著,进一步证明投资者认为“打老虎、拍苍蝇”行动能够有效改善营商环境、提升社会清廉度。文章不仅为廉政建设的积极影响和必要性提供了证据,也为如何进一步提升廉政建设的效果提供了借鉴。

关键词: 廉政建设;打老虎、拍苍蝇;营商环境;公司价值

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2019)01-0064-16

一、引言

如何为企业营造公平竞争的经营环境是当前我国深层次改革和进一步发展所面临的重大挑战。自党的十八大以来,政府已将整顿官场和市场风气作为全面深化改革的重要手段,通过一系列的“打老虎、拍苍蝇”行动查处了一批问题官员并获得了公众的广泛好评。但是,“打老虎、拍苍蝇”行动对企业的微观经营活动和宏观的经济发展带来何种影响却仍未得到一致结论。多数经济学家相信,“打老虎、拍苍蝇”行动能够提升社会清廉度,为企业营造良好的公平竞争环境,促使经济活动更加顺利进行(王茂赞和孔东民,2016);但也有少部分经济学家认为,在清廉度较低的环境中,经济主体可以通过贿赂等行为使经济活动更加顺利地进行,而“打老虎、拍苍蝇”行动则打破了这种规则,导致在新的规则尚未完全建立之前对公司活动和经济发展产生不良影响(张维迎,2013)。

值得注意的是,目前关于“打老虎、拍苍蝇”等廉政建设实践对经济影响的讨论多集中在理论探讨层面,实证方面的证据仍略显不足。面对这种情况,研究“打老虎、拍苍蝇”行动的真实影响及影响机理就显得尤为重要,这不仅能够消除公众的疑虑、形成社会共识,还能够进一步为深化廉政建设和法制建设提供借鉴。鉴于此,本文以中国A股上市公司为样本,以“打老虎、

收稿日期:2018-02-25

基金项目:国家自然科学基金青年项目(71802200、71703131、71702197);教育部人文社会科学基金青年项目(17YJC790058);中山大学青年教师培育项目(18wkpy14)。

作者简介:贾凡胜(1988—),男,河南濮阳人,中山大学管理学院、高级金融研究院副研究员;
张一林(通讯作者)(1987—),男,四川成都人,中山大学管理学院副教授。

拍苍蝇”行动为契机,考察官员被查处期间,其辖区内上市公司股价的市场反应,并进一步研究市场反应的机理,尝试从投资者行为的角度厘清“打老虎、拍苍蝇”行动对经济活动的影响及影响路径,以此为进一步深化改革提供借鉴。

本文研究发现,官员被查处期间,其辖区内上市公司股价的市场反应在事件窗内呈现出V形走势。具体而言,即在官员被查处事件正式公布前,其辖区内公司股票收益率有所下降,但在正式公布后出现了明显的反转,表明投资者认可“打老虎、拍苍蝇”行动,认为此类行动能够净化公司经营环境、降低公司经营成本。更进一步地,本文还通过区分官员级别、官员任职地区政府行政管理制度化水平、企业产权性质以及官员任职地是否是其出生地进行了考察,发现:(1)相对于非国有上市公司,被查处官员辖区内国有上市公司的股票有更高的累计超额收益率;(2)官员任职地区政府行政管理制度化水平越差,其辖区内公司股票的市场反应越好;(3)官员级别越高,其辖区内公司股票的累计平均超额收益率越高;(4)相对于不在出生省份任职的落马官员,在出生省份任职的落马官员辖区内上市公司股票的市场反应更好;(5)投资者认为“打老虎、拍苍蝇”也会对公司价值产生一定的不利影响,而这种不利影响需要制度建设进行弥补。这些结果进一步表明投资者认为“打老虎、拍苍蝇”行动对净化市场环境、降低因制度不完善而产生的交易成本具有积极的作用。整体而言,本文的结果表明,投资者认为“打老虎、拍苍蝇”行动能够创造公平竞争的市场环境,使得公司经营活动更加顺利地进行,进而提升公司价值,但与此同时还需要注意制度建设的跟进,以消除相应的不利影响。

相对于以往文献,本文的贡献在于三方面:第一,本文从投资者的角度对“打老虎、拍苍蝇”行动进行考察,用金融市场的观点为廉政建设的积极作用提供了证据。目前,关于“打老虎、拍苍蝇”行动影响的研究仍未取得一致结论。龙小宁和黄小勇(2016)以地区被查处官员的数量衡量地区清廉度发现,清廉度较差(地方官员被查处)地区的投资增长显著较低,以此认为提高清廉度有利于投资增长。王茂赟和孔东民(2016)从公司治理优化的角度考察了反腐败的影响发现,反腐有助于改善公司治理,强化高管激励机制,提高会计质量,进而增进股东价值。需要指出的是,龙小宁和黄小勇(2016)关注的是地区层面相对宏观的影响,相对而言,本文从公司股价的变动来反映官员被查处事件的影响,有助于从更加微观的层面来理解廉政建设的影响及其机制。王茂赟和孔东民(2016)的研究虽然聚焦公司层面,但他们的研究以中共十八大召开为分界点衡量反腐败,即使运用倍差法也很难有效规避相关内生性问题(同一时间发生的其他事件的影响,例如法制建设等),而本文以官员被查处事件为自然实验,能够更加有效规避类似的内生性问题。

第二,本文从公司层面研究了腐败对公司价值的影响,丰富了腐败与经济增长关系的文献。关于腐败如何影响经济的研究仍未取得一致结论,部分学者认为腐败弱化了市场经济的制度基础,会阻碍经济发展(Krueger, 1974; Hillman和Katz, 1987; Murphy等, 1991, 1993; Shleifer和Vishny, 1993),但也有学者认为腐败是经济发展的润滑剂,对经济增长具有促进作用(Huntington, 1968; Lui, 1985)。而本文的研究表明,减少腐败能够为公司创造公平竞争的经营环境,降低公司经营成本,进而提升公司价值,支持了腐败阻碍经济发展的观点,为反腐的重要性和必要性提供了经验证据。

第三,本文考察了“打老虎、拍苍蝇”行动的长期影响以及其在不同地区和不同情形下的影响,为进一步提升廉政建设的效果提供借鉴。本文发现在政府对市场干预程度较强的地区、国有企业以及腐败程度较高的情形下,反腐带来的积极作用相对更强,并且反腐力度越大,市场的反应越积极,这为反腐的必要性提供了证据,同时也启示反腐应当重点关注行政管理制度化

水平较差的地区以及国有企业等腐败易发区。此外,本文还发现投资者认为“打老虎、拍苍蝇”也可能会带来行政效率下降的不利影响,启示我们在“打老虎、拍苍蝇”的同时,还需要进行相应的制度建设,以达到打破“旧均衡”、形成“新均衡”的目的。这也为依法治国的必要性提供了证据。

本文余下的部分安排如下:第二部分为理论分析和研究假设;第三部分为数据说明和研究设计;第四部分是本文的实证结果;第五部分为结论和启示。

二、理论分析与研究假设

对于腐败如何影响经济效率存在两种不同的理论,即“掠夺之手”理论和“帮助之手”理论。“掠夺之手”理论认为腐败会扭曲资源配置并破坏企业的创新积极性,进而阻碍经济增长(Shleifer和Vishny, 1993; Murphy等, 1991, 1993; Ehrlich和Lui, 1999)。Mauro (1995)、Mo (2001)、Wei和Shleifer (2000)以及Glaeser和Saks (2006)一致发现腐败会阻碍经济增长。Claessens和Laeven (2003)认为腐败会破坏一国的产权保护机制,使得企业不得不减少容易被侵权的无形资产投资,导致企业资产配置扭曲,进而阻碍经济发展。微观层面,王茂赞和孔东民 (2016)发现反腐有助于改善公司治理,提升公司会计质量和高管激励机制,进而提升公司价值。“帮助之手”理论认为腐败是经济运行的“润滑剂”,能够提升经济效率。众多学者认为,在市场体制不健全的情况下,通过贿赂官员,企业能够获得特殊照顾,比如缩短行政审批时间 (Leys, 1965; Lui, 1985)、避免因产权保护不足而导致的掠夺 (Acemoglu和Johnson, 2003)、获取稀缺资源 (Lien, 1986)以及减轻税收负担 (Cai等, 2011)等。Wang和You (2012)发现在金融市场不发达的情况下,腐败能够缓解企业面临的融资约束进而促进企业增长。魏下海等 (2015)发现通过贿赂的手段能够显著增加企业开工机会,并且其作用在贪腐高发区、弱竞争性行业、缺乏品牌技术和信贷资源的企业中更为显著。

现有研究为理解腐败如何影响经济活动和经济效率提供了众多证据,但仍未达成共识,也难以确切回答中共十八大之后开展的廉政建设行动对经济发展的影响。根据“帮助之手”的观点,在清廉度较低的环境中,经济主体可以通过贿赂等行为使经济活动更加顺利地进行,而反腐行动则打破了这种规则,在新的规则尚未完全建立之前,反腐会对公司活动和经济发展产生不良影响 (张维迎, 2013)。根据“掠夺之手”的观点,在清廉度较低的环境中,官员会为抽取权力租金而刻意延缓行政程序 (Myrdal, 1968),致使企业付出大量寻租成本 (Krueger, 1974)和其他交易费用 (Murphy等, 1993),进而妨碍企业发展。而中共十八大以后,新一届政府坚持“老虎苍蝇一起打”的策略,使反腐成为“新常态”,这势必会优化企业的经营环境 (王茂赞和孔东民, 2016; 龙小宁和黄小勇, 2016),使企业将资源更加专注于企业长期发展,进而提升公司价值 (王茂赞和孔东民, 2016)。整体而言,上述分析表明,反腐可能带来两种影响:降低公司价值或提升公司价值。

本文以官员被调查衡量地区反腐,当问题官员被调查时,表明破坏地区清廉的“苍蝇”或“老虎”被铲除,地区腐败受到遏制,进而影响地区经济活动和企业的价值。根据有效市场理论 (Malkiel和Fama, 1970),公司价值的变化会及时、迅速地反应在其股票价格上。因此,当问题官员被查处事件公布时,其辖区内上市公司股票价格的变化能够反映出查处官员对该公司的影响。如果腐败是“掠夺之手”,那么查处问题官员会通过提高清廉度而提升公司价值,进而官员被查处的消息公布期间,其辖区内公司股票价格应当有积极、正向的市场反应;如果腐败是“帮助之手”,查处问题官员会通过减少腐败而降低公司价值,进而官员被查处的消息公布期间,其辖区内公司股票价格应当有消极、负向的市场反应。据此,本文提出假设1a和假设1b:

假设1a: 如果腐败是“掠夺之手”, 那么问题官员被查处消息公布期间, 其辖区内公司股价有显著为正的市场反应;

假设1b: 如果腐败是“帮助之手”, 那么问题官员被查处消息公布期间, 其辖区内公司股价有显著为负的市场反应。

改革开放以来, 中国采取的是“先试点后推广”“摸着石头过河”的经济转型策略, 导致各地区在市场化进程、行政管理制度化水平等方面存在巨大差异(樊纲等, 2007)。在地方政府行政管理制度化程度较低的地区, 规制较多且规制的透明度较低, 政府决策更多依赖于“人治”而非“法治”(龙小宁和黄小勇, 2016)。这种情况下, 问题官员的影响力会相对更大, 因此, 查处此类地区的问题官员带来的影响也会更大, 表现在公司股价方面, 即“打老虎”“拍苍蝇”对地方政府行政管理制度化水平较低地区的公司股票价格影响更大。基于此, 本文提出假设2a:

假设2a: 问题官员被查处消息公布期间, 其任职地区政府行政管理制度化水平越低, 其辖区内公司股价的市场反应越强。

一般而言, 在转型经济中, 国有企业普遍承担着政府的多重目标(Lin等, 1998), 其中政府的政治目标是重要方面(Shleifer和Vishny, 1998)。Shleifer和Vishny(1998)强调政治家会通过政府所有权支配国有企业服务于自身的政治目标, 如利用国有企业向其政治支持者输送利益等。此外, 国有企业的管理层普遍具有行政级别, 其追求的更多是政治利益, 在清廉度较低的情况下, 他们有很大的动机和可行的条件利用国有企业的资源来谋取自身政治利益。而反腐败能够有效切断政府与国有企业管理层的利益输送, 减小政治家利用国有企业谋取自身政治利益的可能性, 增强国有企业独立性, 进而增加国有企业价值。相对于非国有企业而言, 反腐对国有企业价值的影响应当相对更大。基于此, 本文提出假设2b:

假设2b: 问题官员被查处消息公布期间, 其辖区内国有上市公司股价的市场反应比非国有企业更强。

前文分析认为查处问题官员能够有效遏制腐败, 进而影响其辖区内的公司价值并反应在股价上, 如果得到证实则说明查处问题官员能够提升地区清廉度。一般而言, 官员的级别越高、权力越大, 则出问题后其影响深度和广度也越大。那么不难推断, 当高级别问题官员被查处时, 地区清廉度相对会得到更大的提升, 对于经济活动的影响也会更加明显, 表现在上市公司方面则是对公司价值的影响更强。

另外, 官员的腐败问题常常表现为亲友间的利益输送和政治庇护。如果问题官员在其故乡任职, 那么此类官员通过利益输送或政治庇护扶持其亲友经商的可能性更大, 进而严重损害地区清廉度。而当在故乡任职的官员被查处后, 通过政治庇护或利益输送而形成的利益集团会受到打击, 因此相对而言, 查处在故乡任职的官员对公司价值的影响更大。综合上述分析, 本文提出假设2c和假设2d:

假设2c: 问题官员被查处消息公布期间, 官员级别越高其辖区内上市公司股价的市场反应越强。

假设2d: 相对于任职地非故乡的问题官员, 在其故乡任职的问题官员被查处消息公布期间, 其辖区内上市公司股价的市场反应更强。

三、研究设计

(一)数据来源与数据选择

本文的研究样本为除金融行业和被特殊标记公司外的所有A股上市公司, 样本期间为

2012年1月1日至2014年12月31日,收益率数据及财务数据均来自于国泰安(CSMAR)数据库。需要说明的是,对于公司日收益率,本文选取考虑现金分红等因素后的收益率;对于市场日收益率,本文采用上市公司所处市场的综合指数日收益率,即上证和深证综合指数收益率。地区政府行政管理制度化水平来自于樊纲等(2011)编制的“中国市场化进程报告”,本文以分指标“政府与市场的关系”进行衡量^①。此外,参考贾凡胜等(2016)的研究,本文的数据剔除规则如下:(1)剔除估计窗口期间停牌超过一个月的公司;(2)剔除事件窗内停牌的公司;(3)剔除事件发生时上市不足一年的公司;(4)剔除回归所需的财务数据缺失的公司;(5)剔除政策颁布前后五天有其他重大公告(财务报表、业绩预告、增发配股、重大资产重组等公告)的公司。

问题官员被查处数据来自于中央纪委监察部网站(纪律审查栏)公布的执纪审查公告。数据搜集方法如下:首先,我们手工搜集了2012年11月23日至2014年10月14日期间公布的所有被查处事件;其次,剔除企业及高校人员被调查事件、县处级以上官员被调查事件以及辖区内无上市公司的官员被调查事件;最终得到429起官员被调查事件。表1为样本内被查处官员的数量及其分布,其中官员被查处最多的三个省份为广东、山西和四川,分别为32例、28例和26例;最少的三个省份为天津、青海和西藏,分别为1例、2例和2例。样本中,被查处的国家级官员4例,省部级官员46例,厅局级官员283例,其余为县处级;此外,政府任职官员223例,事业单位官员206例。

表1 样本内被查处官员数量及其分布

按省份统计						按行政级别统计		按职位性质统计	
地区	数量	地区	数量	地区	数量	行政级别	数量	职位性质	数量
中央	19	黑龙江	10	山西	28	国家级副职	4	政府	223
安徽	19	湖北	36	陕西	8	省部级正职	6	事业单位	206
北京	5	湖南	14	上海	5	省部级副职	40		
福建	24	吉林	4	四川	26	厅局级正职	107		
甘肃	7	江苏	13	天津	1	厅局级副职	176		
广东	32	江西	18	西藏	2	县处级正职	69		
广西	11	辽宁	17	新疆	12	县处级副职	27		
贵州	14	内蒙古	8	云南	4				
海南	17	宁夏	6	浙江	8				
河北	14	青海	2	重庆	13				
河南	21	山东	11						
合计					429		429		429

特别地,关于被查处问题官员辖区内企业方面,本文根据其具体职位确定。具体而言,如果被查处官员为国家或部委官员,那么其辖区内企业为全国上市公司;如果被查处官员是省级或省级部门厅局级官员,那么其辖区内企业为全省上市公司;如果被查处官员是某市厅局级或县处级官员,那么其辖区内企业为所在市全部上市公司;如果为县级官员,那么其辖区内企业为所在县全部上市公司;同时,为避免样本重复的问题,对于同一时间查处的官员,本文只保留级别最高的官员。按上述原则,最终匹配出“问题官员—公司”样本共49 349个,平均而言,每位问题官员对应115家公司。

(二)研究方法

(1)事件研究法。本文主要研究方法为事件研究法,其主要内容包括三个方面:第一,事件

^①与其他指标度量结果相似,例如参考龙小宁和黄小勇(2016)的研究以“政府对市场的干预指数”进行度量等。

窗口的选择。参考现有文献的窗口选择方法(李常青等, 2010; 叶青等, 2016), 本文将问题官员被调查事件公布日期定为事件日, 选择事件日及其前后五个交易日作为事件窗口, 即(-5, 5)作为事件窗口。第二, 估计窗口的选择。根据现有文献做法(李常青等, 2010), 本文选择(-160, -11)作为估计窗口, 长度为150个交易日。第三, 正常收益率估计模型选择。对于模型选择, 我们参照国内外常用方法, 选择CAPM模型估计事件窗内各公司正常收益率(李常青等, 2010)。

(2)多元线性回归。针对假设2, 本文进行回归分析, 具体检验模型如下:

$$Car_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MainVar_{i,t-1} + \alpha_2 Control_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (1)$$

其中, $Car_{i,t}$ 是问题官员被查处事件公布期间被查处官员辖区内上市公司股票的累计超额收益率^①; $MainVar_{i,t-1}$ 是主要解释变量, 主要包括地方政府行政管理制度化水平(Gov)、企业性质(Soe)、官员行政级别($Admin$)以及官员是否在其出生省份任职($Home$)。需要说明的是, 官员行政级别($Admin$)根据其行政级别分别取1-7, 其中县处级副职最低为1, 国家级副职最高为7; 官员是否在其出生省份任职($Home$)为哑变量, 在其出生省份任职记为1, 否则为0。 $Control_{i,t-1}$ 为其他控制变量, 参考李常青等(2010)的研究, 本文主要控制了公司市值(Mv)、账面市值比(Bm)、资产负债率(Lev)、资产回报率(Roa)以及公司风险系数($Beta$), 具体如表2所示; 由于财务数据大多在年末公布, 因此本文均采用上期财务数据作为控制变量。最后, 为避免异常值干扰, 本文将所有连续变量进行了1%和99%水平上的缩尾处理。

表2 变量说明

变量	变量说明
Car	窗口期间各上市公司累计超额收益率, 取百分数
Gov	地方政府行政管理制度化水平: 以樊纲等(2011)市场化指数中“政府与市场的关系指数”衡量, 指数越大, 地方政府行政管理制度化水平越高
Soe	企业性质: 哑变量, 国有企业取1, 非国有企业取0
$Admin$	官员行政级别: 本文根据官员级别, 从低到高分别赋值, 1到7的数值
$Home$	被查官员是否在出生省份任职: 哑变量, 在出生省份任职取1, 否则取0
Mv	公司市值的自然对数
Bm	账面市值比: (账面价值/市值)的自然对数
Lev	资产负债率: 总负债/总资产
Roa	资产回报率: 净利润/总资产
$Beta$	风险系数: 以CAPM模型根据过去150个交易日的日收益率数据估计所得

(三)描述性统计

表3是本文主要解释变量的简单描述性统计。其中, 窗口(-2, 2)的累计超额收益率^②平均值为0.356%, 表明事件窗(-2, 2)内累计平均超额收益率为0.356%; 中位数为-0.375%, 75%分位数为2.168%。地方政府行政管理制度化水平平均值为8.87, 中位数为9.07; 企业性质变量 Soe 的均值为0.466, 表明有46.6%的公司为国有企业, 符合正常水平; 官员行政级别的均值为4.567, 中位数为4.0; 是否在故乡省份任职变量 $Home$ 的均值为0.151, 表明在故乡省份任职问题官员涉及的样本占15.1%。其余变量并无异常, 详见表3。

表3 描述性统计

变量	平均值	中位数	25%分位数	75%分位数	标准差	观测量
$Car22$	0.356	-0.375	-2.693	2.168	6.311	49 349
Gov	8.870	9.070	8.620	9.590	1.327	49 349

①*i*代表公司, *t*代表事件发生年份, *t*-1代表事件发生年份的前一年。

②回归中, 累计超额收益率取百分数, 并在1%和99%水平进行缩尾处理。

续表 3 描述性统计

变量	平均值	中位数	25%分位数	75%分位数	标准差	观测量
<i>Soe</i>	0.466	0.000	0.000	1.000	0.499	49 287
<i>Admin</i>	4.567	4.000	4.000	6.000	1.338	49 349
<i>Home</i>	0.151	0.000	0.000	0.000	0.358	49 349
<i>Mv</i>	22.419	22.275	21.789	22.906	0.868	49 349
<i>Bm</i>	-0.382	-0.451	-0.948	0.143	0.831	49 349
<i>Lev</i>	0.437	0.427	0.263	0.605	0.215	49 349
<i>Roa</i>	0.038	0.033	0.013	0.062	0.048	49 349
<i>Beta</i>	1.140	1.148	0.977	1.307	0.245	49 349

四、实证结果与分析

(一) 市场反应

围绕主要研究问题,本文首先对问题官员被查处消息公布期间其辖区内上市公司的市场反应进行考察,事件窗口(-5,5)内的累计平均超额收益率走势如图1所示^①。整体而言,问题官员被查处期间市场有积极的反应,窗口(-5,5)的累计平均超额收益率达到0.39%,并在1%水平上显著,初步证实投资者认可廉政建设行为,反腐能够提高地区清廉度并有利于公司价值的提升,为腐败的“掠夺之手”观点即假设1a提供了支持。

图1显示,问题官员被查处消息公布前,相关公司平均超额收益率显著为负^②,表明查处问题官员能够破除原有的不正当利益关系,并对某些利益相关者产生实质性的打击。“打老虎、拍苍蝇”行动由中纪委直接负责和执行,事前保密性极高,多数官员在毫无知觉的情况下被突然查处,因此普通投资者很难在事前获得相关消息,能够获得消息或有所察觉的更可能是问题官员的利益相关者。而对于利益相关者而言,问题官员被查处可能从三个方面对其产生影响,并导致

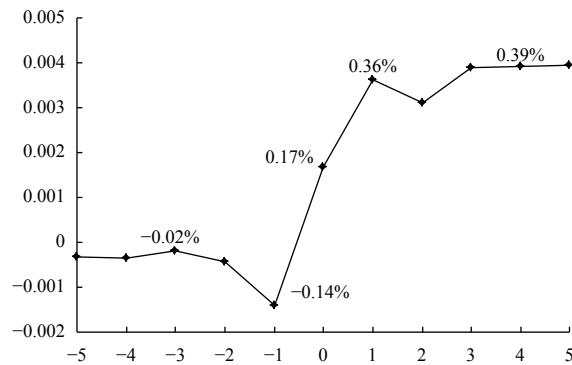


图1 事件窗(-5, 5)累计平均超额收益率(CAAR)走势图

问题官员辖区内股价下跌:其一,相对而言,利益相关者更清楚问题官员与哪些公司关系密切,并清楚地认识到问题官员被查处后,关系企业的利益会受到损害进而影响其公司价值,因此会提前卖出相关公司的股票,表现为公司股价下跌;其二,问题官员被查处对于其利益相关者而言是种伤害,会触犯利益相关者的核心利益,进而引发利益相关者的悲观情绪,从而卖出问题官员辖区内公司的股票;其三,问题官员被查处会增加利益相关者的风险,在这种情况下,利益相关者会更倾向于把诸如股票之类的风险资产进行变现。根据本地偏好效应,投资者更倾向于持有本地股票,因此利益相关者持有和卖出的股票更可能是问题官员辖区内上市公司股票,进而导致问题官员辖区内公司股票价格下跌。而问题官员被查处消息公布后,相关公

^①根据本文的设定,横坐标中0为事件日,即消息公布日;-1、-2等分别代表消息公布日的前一个、前两个以及前几个交易日;1、2等分别代表消息公布后的第一个、第二个以及第几个交易日。累计平均超额收益率分别代表从-5累加至当前交易日的平均超额收益率,例如事件日的累计平均超额收益率0.17%,为-5至0的平均超额收益率之和。

^②-2日为-0.02%, -1日为-0.1%,均在1%的水平上显著,版面所限,文中未报告。

司的股价出现显著的反转,累计平均超额收益率从前一个交易日的-0.14%升至0.36%,涨幅达到0.52个百分点,表明大部分投资者认为查处问题官员能够清除地区经济发展中的障碍,营造公平竞争的经营环境,进而提升公司价值^①。

根据假设2的分析,查处问题官员在不同的地区或对不同性质的公司影响不同。前文证实腐败是阻碍经济发展的“掠夺之手”,查处问题官员能够提升社会清廉度,降低公司经营成本,提升公司价值,因此在官员被查处期间,其辖区内公司股价有积极的市场反应。在这种情况下,查处问题官员的影响越大则意味着公司股票的市场反应越积极,鉴于此,本文首先以相关指标分组,考察了不同组别间上市公司股票的累计平均超额收益率走势,结果如图2所示。

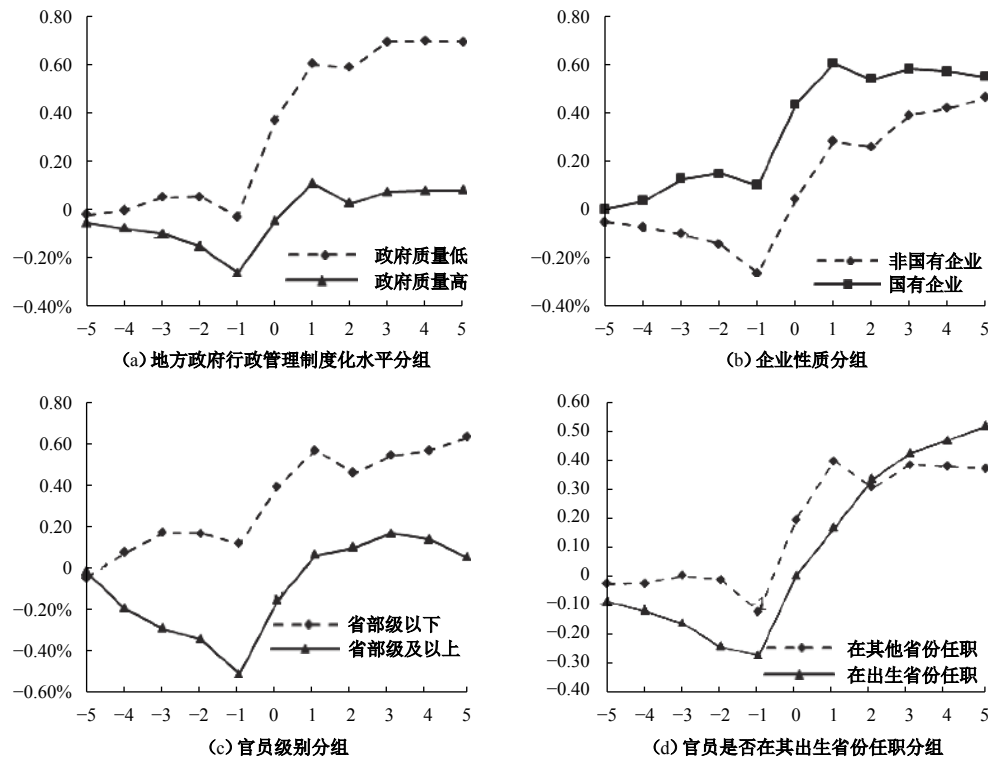


图2 不同情形下的累计超额收益率走势图

图2a是以地方政府行政管理制度化水平分组的考察结果,其中地方政府行政管理制度化水平高组为政府与市场关系指数高于中位数的省份,其余为地方政府行政管理制度化水平低组,并分别记为行政管理水平高和行政管理水平低。图2a显示,在地区政府行政管理制度化水平较低的地区,问题官员被查处期间其辖区内公司的累计平均超额收益率走势显著较好,初步表明查处行政管理制度化水平较低地区的问题官员带来的影响更大,意味着在行政管理制度化水平较低的地区,问题官员带来的危害相对更加严重,在此类地区进行廉政建设能够起到事半功倍的效果。

图2b是以企业性质分组所得结果,结果显示国有企业累计平均超额收益率走势始终在非国有企业之上,表明查处问题官员对其辖区内的国有企业有更积极的影响,验证了假设2b。需

^①窗口(-5,5)、(-3,3)等对称的窗口期内,市场对问题官员被查处的反应都显著为正,并且在(0,5)、(0,3)等消息公布后的窗口内累计超额收益率明显更高,版面所限,文中未报告。

要注意的是,消息公布前,非国有企业累计超额收益率有明显的下行趋势,原因可能在于政治庇护对于非国有企业更加重要,而查处问题官员会打破政治庇护等行为,因此在问题官员被查处消息公布前,部分提前感知到事件发展势态的利益相关者会更倾向于卖出问题官员辖区内非国有上市公司股票,导致非国有企业股价下跌^①。

图2c是以官员行政级别分组考察所得结果。整体而言,结果与假设预期相反,窗口期内省部级以上官员被查处事件的累计超额收益率明显低于省部级以下官员被查处事件的累计超额收益率。但是对于省部级及以上官员被查处事件而言,在消息公布前,其辖区内上市公司股价有明显的下跌,(-5,-1)的累计平均超额收益率接近-0.6%,而消息公布后两天[窗口(-5,1)]其累计平均超额收益率升至0.05%左右,涨幅约为0.65%;但是省部级以下官员的累计超额收益率始终为正,在消息公布后两个交易日的涨幅约为4%,在某种程度上可以说,被查处的问题官员级别越大,市场反应越积极,意味着查处的官员级别越大,对清廉度的提升作用也越大。特别地,省部级及以上问题官员被查处消息公布前的市场走势同样表明被查处官员级别越大,对社会清廉度的提升也越大,原因在于省部级以上官员的权力更大、资源更多,在任期间建立的利益关系更多,利益相关者对其依赖程度也更强,因此他们被查处时对利益相关者带来的负面影响会更大,进而在消息公布前表现出更差的市场反应。

图2d是以问题官员是否在出生省份任职进行分组考察所得结果。结果显示,在问题官员被调查消息公布前,任职于出生省份的官员辖区内上市公司股票累计超额收益率相对较低,并有下降趋势,但是被调查消息公布后,相关公司累计超额收益率有明显提升,从消息公布前一个交易日的-0.3%左右(最低)持续提升至消息公布后第5个交易日的0.5%,升幅约0.8%,远远超过不在出生省份任职问题官员辖区内的上市公司,这进一步为反腐能够提升社会清廉度,进而提升公司价值的观点提供了证据,同时也验证了假设2d。

(二)回归结果分析

前文证实问题官员被查处能够提升地区清廉度,为公司经营提供公平竞争的环境,进而促进公司增长,提升公司价值,同时也初步证实腐败问题较严重的情况下,查处问题官员带来的影响相对更积极。为对此提供可靠的证据,本文参考李常青等(2010)的研究选取窗口(-2,2)进行了回归分析,结果如表4所示^②。

表4第(1)列是以被查处问题官员任职地区行政管理制度化水平进行回归所得结果,制度化水平的系数为-0.061,在1%水平上显著,表明地区行政管理制度化水平越低,问题官员辖区内公司的累计超额收益率越高,验证了假设1a;第(2)列是以问题官员辖区内企业性质进行回归所得结果,结果显示窗口期内,在控制其他因素的情况下,当查处问题官员时国有企业的累计超额收益率比非国有企业高0.132%,在5%水平上显著,表明查处问题官员更有利于国有企业的发展,进一步验证了假设2b;第(3)列是以官员级别进行回归所得结果,官员级别的系数为0.05,在5%水平上显著,说明被查处的问题官员级别越高,其辖区内上市公司的累计平均超额收益率越高,验证了假设2c;第(4)列是以问题官员是否在出生省份任职进行回归所得结果,其中问题官员是否在本地任职的系数为0.237,在1%的水平上显著,表明问题官员在故乡任职会带来更严重的问题,查处在故乡任职的问题官员对廉政建设的作用更加明显,这进一步验证了假设2d;第(5)列为加入所有变量后进行的回归,所得结果相似,表明上述结论是稳健的。

^①王茂赅和孔东民(2016)强调相对于国有企业,非国有企业的政治关联的价值更大,这方面的投资也会更多,因此反腐新政对非国有企业的冲击会更大。

^②回归过程中,对窗口(-2,2)的累计超额收益率进行了1%和99%水平的缩尾处理,并取百分比进行回归。

表4 窗口(-2, 2)的累计超额收益率回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Car22	Car22	Car22	Car22	Car22
Gov	-0.061*** (-2.64)				-0.059** (-2.53)
Soe		0.132** (2.12)			0.122* (1.94)
Admin			0.050** (2.35)		0.078*** (3.57)
Home				0.237*** (3.01)	0.333*** (4.10)
Mv	-0.140*** (-3.73)	-0.159*** (-4.19)	-0.137*** (-3.64)	-0.136*** (-3.62)	-0.158*** (-4.17)
Bm	-0.030 (-0.58)	-0.061 (-1.18)	-0.036 (-0.69)	-0.033 (-0.64)	-0.054 (-1.03)
Lev	-0.824*** (-3.96)	-0.808*** (-3.90)	-0.791*** (-3.81)	-0.803*** (-3.86)	-0.839*** (-4.05)
Roa	-9.394*** (-10.92)	-9.092*** (-10.58)	-9.518*** (-11.07)	-9.522*** (-11.09)	-9.043*** (-10.51)
Beta	-1.761*** (-12.82)	-1.885*** (-13.69)	-1.762*** (-12.84)	-1.764*** (-12.85)	-1.879*** (-13.63)
行业和年份 常数项	控制 7.070*** (7.10)	控制 7.076*** (7.17)	控制 6.302*** (6.43)	控制 6.410*** (6.54)	控制 7.053*** (7.02)
观测量	49 349	49 287	49 349	49 349	49 287
Adj R-sqr	0.013	0.013	0.013	0.013	0.014

注:括号内为经过White异方差调整的t值; *、**和***分别代表在10%、5%和1%水平上显著。

(三)稳健性检验

研究样本中,国家级官员被查处事件为4起,但是国家级官员被查处涉及全国上市公司,因此被查处期间的市场反应难以完全排除其他宏观事件的干扰,为此,本文剔除国家级官员被查处事件考察了官员被查处的市场反应,结果如表5所示;另外,本文涉及公司全部为上市公司,县处级官员可能没有足够能力为上市公司提供庇护或利益输送,为避免此类干扰,本文还剔除县处级官员被查处事件进行了考察,结果见表5。

表5 剔除国家级官员、县处级官员被查处事件后的市场反应

窗口	剔除国家级官员被查处事件				剔除县处级官员被查处事件			
	(-5, 5)	(-3, 3)	(-2, 2)	(0, 2)	(-5, 5)	(-3, 3)	(-2, 2)	(0, 2)
Caar	0.51%	0.48%	0.31%	0.38%	0.39%	0.43%	0.34%	0.46%
T值	9.31	11.31	8.54	12.45	7.49	10.45	9.76	15.6
观测量	43 306	43 306	43 306	43 306	48 110	48 110	48 110	48 110

注:上述各窗口期间的累计平均超额收益率均在1%水平上显著。

表5显示,在所有窗口中,即使剔除国家级官员被查处事件或县处级官员被查处事件,官员被查处期间的市场反应仍显著为正;我们也以剔除样本后的超额累计收益率进行了回归,所得结果

与前文结果相似(篇幅所限,文中未报告),表明本文结论是稳健的。

此外,图1和图2显示,问题官员被查处消息正式公布前和正式公布后累计平均收益率走势分别呈现出下降和提升的趋势。为此,本文分别选取窗口(0,2)和窗口(-2,-1)的累计超额收益率进行了稳健性检验,结果如表6所示。

表6 窗口(0,2)的累计超额收益率回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Car02	Car02	Car02	Car02	Car21	Car21	Car21	Car21
Gov	-0.041*** (-2.02)				-0.017* (-1.76)			
Soe		0.021 (0.39)				0.093*** (3.20)		
Admin			0.115*** (6.15)				-0.067*** (-7.07)	
Home				0.183*** (2.65)				0.056 (1.52)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	5.940*** (6.88)	5.860*** (6.84)	5.048*** (5.93)	5.481*** (6.44)	0.838* (1.89)	0.997** (2.26)	0.994** (2.27)	0.659 (1.51)
观测量	49 349	49 287	49 349	49 349	49 349	49 287	49 349	49 349
Adj R-sqr	0.014	0.014	0.014	0.014	0.004	0.004	0.005	0.004

注:括号内为经过White异方差调整的t值;*、**和***分别代表在10%、5%和1%水平上显著。

表6第(1)–(4)列显示,地方政府行政管理制度化水平变量的系数为-0.041,在5%水平上显著,表明问题官员所在地区的行政管理制度化水平越低,被查处后其辖区内上市公司的反应越好,与前文结论一致;国有企业变量的系数为0.021,但不显著;官员级别变量的系数为0.115,在1%水平上显著,表明被查处官员级别越高,查处消息公布后其辖区内公司市场反应越好,与前文结论一致;是否在故乡省份任职变量的系数为0.183,在1%水平上显著,意味着相对于任职地区不在出生省份的问题官员,查处任职于故乡省份的问题官员带来的累计超额收益率高出0.183%,与前文结论一致。上述结果表明,本文的结论是稳健的。

表6第(5)–(8)列是以窗口(-2,-1)的累计超额收益率进行回归所得结果,结果中地区政府行政管理制度化水平系数为负,在10%水平上显著;企业性质变量系数为正,在1%水平上显著;是否在故乡省份任职变量系数为正,但不显著;上述结果与前文结论基本相似。但是,官员级别变量的系数为-0.067,并在1%水平上显著,与前文结果相反。其原因在于,一般而言,省部级以上官员的权力相对较大,也掌握了更多的资源,相对于其他级别问题官员,其在任期内建立的利益关系也相对更多,利益相关者对其依赖程度也相对更强,因此他们被查处时对利益相关者带来的负面影响会更大,进而在消息公布前表现为更差的市场反应。这与图2c所显示的走势相吻合,即在消息公布前,被查处官员级别越高,其辖区内公司的累计超额收益率越低。

上述结论均表明,本文结论是稳健的。除上述检验之外,本文还以窗口(-5,5)的累计超额收益率进行了回归,还分别以剔除县处级干部和国家级干部的子样本进行了回归,所得结论一致,篇幅所限,此处不再报告。

五、进一步检验：廉政建设的长期影响

前文发现,从短期窗口来看,廉政建设能够有效遏制腐败,改善地区营商环境,提升企业价值。但需要注意的是,在学术界和实务界存在着一种担忧,即在制度不健全情况下,高压反腐会导致“为官不为,懒政怠政”,进而不利于企业发展。但即使廉政建设会导致这种结果,也很难在短期窗口得到体现,因此本文进一步检验了廉政建设的长期市场反应,结果如图3所示。

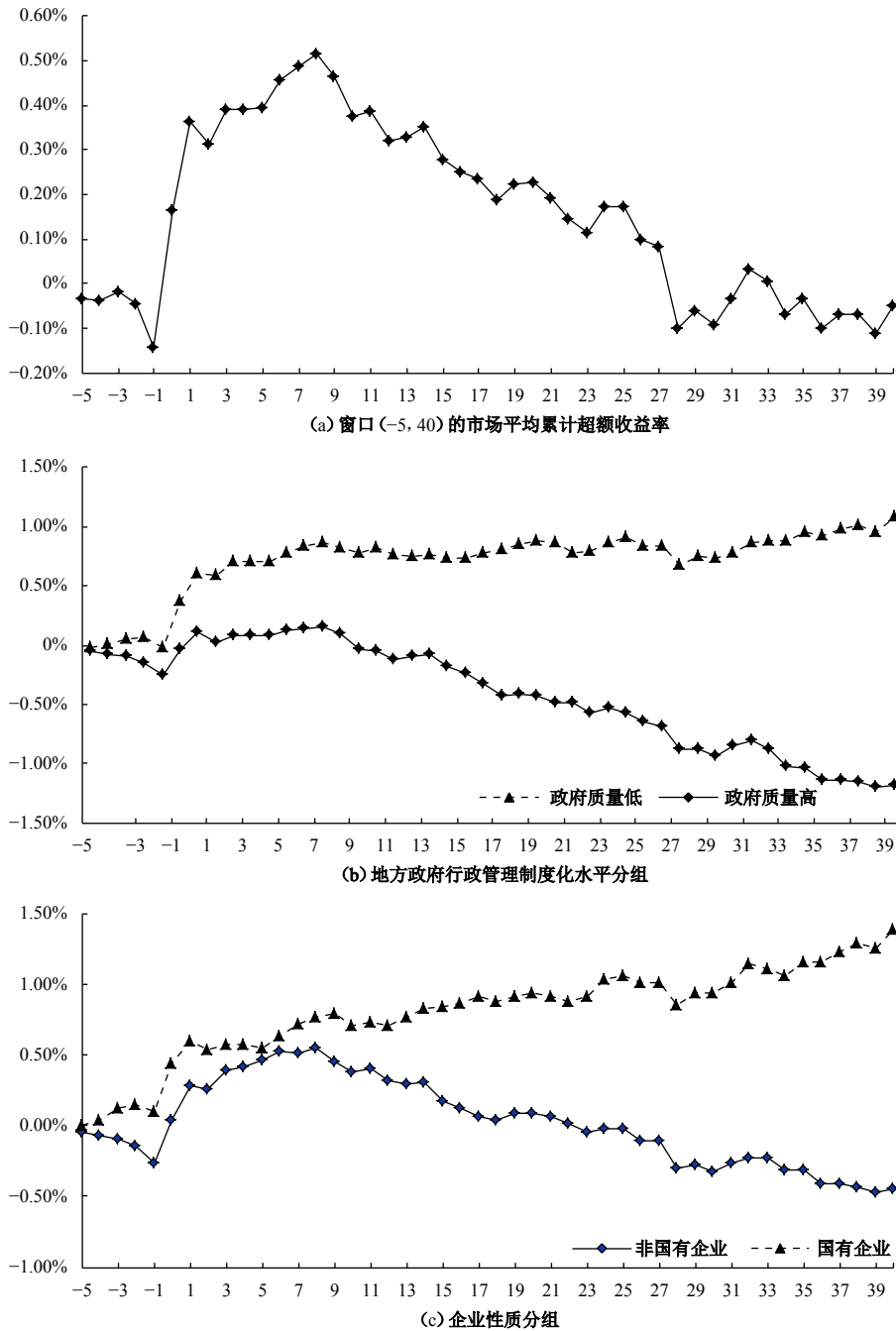


图 3 “打老虎、拍苍蝇”事件的长期窗口市场反应

图3a是窗口(-5, 40)市场的平均累计超额收益率, 结果显示, 从长期窗口来看, 市场对“打老虎、拍苍蝇”事件的预期呈现出先上升后下降的趋势。市场出现反转的原因可能在于, “打老虎、拍苍蝇”确实能够遏制腐败, 改善地区营商环境, 但是高压反腐可能导致地区政府的不作为, 使得经济运行效率下降, 进而不利于企业发展。

如果上述反转由“打老虎、拍苍蝇”带来的高压反腐引起政府不作为导致, 那么这种不利影响将在政府质量较高的地区更大, 原因在于在政府质量较低的地区, 腐败带来的危害更大, 反腐带来的利大于弊, 而在政府质量较高的地区则相反。同时, 相对于国有企业而言, 政府不作为的情况下, 非国有企业与政府部门打交道将处于更加不利的地位, 因此, 如果图3a的结果由于高压反腐引起政府不作为导致, 那么这种不利影响将在非国有企业中更明显。基于此, 本文进一步通过区分地方政府行政管理制度化水平和企业性质进行了考察, 结果如图3b和图3c所示。

图3b显示, 在地方政府行政管理制度化水平低(政府质量低)的地区, “打老虎、拍苍蝇”带来了长期积极的影响, 而在政府质量高的地区, 其影响呈现出先正向影响, 后负向影响, 最终出现不利于企业价值提升的现象。图3c显示, 对于国有企业而言, “打老虎、拍苍蝇”虽然带来了长期积极的影响, 意味着廉政建设将使国有企业运营更有效率, 提升国有企业价值; 但是对于非国有企业而言, “打老虎、拍苍蝇”的影响却呈现出先上升后下降最终出现不利影响的结果。其中的原因可能在于, 反腐打破了非国有企业过去通过贿赂等不正当方式建立的政治联系而进行寻租的途径, 进而使得公司的价格出现下跌。

整体而言, 图3的结果为高压反腐的不利影响提供了证据, 但这一结果与前文并不冲突, 同时也不意味着不应该进行反腐。原因在于, 反腐行动打破了原有的均衡, 而在打破这种均衡的过程中, 制度建设无法一蹴而就, 因此反腐行动会因制度不健全而产生不良影响, 但这是任何一种打破旧均衡的过程中都存在的问题。一般而言, 此时需要相应的制度建设跟进, 以形成新的均衡, 这为现阶段制度建设的必要性和紧迫性提供了证据。图3b和图3c的结果显示, 廉政建设使得地方政府行政管理制度化水平低的地区的企业以及国有企业的价值得到永久提升, 这启示我们, 廉政建设势在必行, 它能够改善营商环境, 提升企业价值, 但在廉政建设的过程中需要注意制度建设的跟进, 以避免产生“为官不为, 懒政怠政”现象, 制度建设的跟进是反腐工作取得长期胜利的重要保障。这为现阶段构建国家治理能力、深化行政体制改革的必要性提供了证据。

六、结论和启示

本文以中国A股上市公司为样本, 运用事件研究法考察“打老虎、拍苍蝇”对公司价值产生的影响, 尝试从金融市场和投资者的角度为廉政建设带来的影响提供证据。研究发现问题官员被查处期间, 其辖区内上市公司股价有积极的市场反应, 表明投资者认为廉政建设能够有效遏制腐败, 净化地区营商环境, 进而降低公司经营成本, 提升公司价值。更进一步地, 本文还发现, 当问题官员被查处时: (1)问题官员任职地区的政府行政管理制度化水平越低, 其辖区内公司股价的市场反应越好; (2)问题官员辖区内国有企业股价的累计超额收益率显著高于非国有企业; (3)问题官员的级别越高, 其辖区内公司股价的累计超额收益率越高, 即“打老虎”对营商环境的改善作用更强; (4)问题官员任职故乡省份时, 其辖区内公司股价的市场反应相对更好, 这些结果进一步表明投资者认为查处问题官员能够有效遏制腐败, 净化地区营商环境; (5)投资者认为“打老虎、拍苍蝇”也会产生不利影响, 而这种不利影响需要制度建设进行弥补。

整体而言, 本文的结果表明“打老虎、拍苍蝇”行动能够创造公平竞争的市场环境, 能够促

进公司经营活动更加顺利地进行,进而提升公司价值,但投资者认为“打老虎、拍苍蝇”也会带来不利影响,需要在进行反腐的同时辅之以制度建设。本文的研究不仅为反腐的必要性提供了证据,为如何进一步提升廉政建设的效果提供了借鉴,同时也为构建国家治理能力、深化行政体制改革的必要性提供了证据。具体而言,本文的启示在于四个方面:首先,在地方政府行政管理制度化水平较低的地区,腐败的危害性更大,因此不仅需要重点关注此类地区的腐败,还需要进一步提升地方政府行政管理的制度化水平。其次,当地区清廉度较低时,国有企业易沦为地方官员追求个人利益的工具,因此在反腐败的同时应当进一步加强国有企业市场化改革,进而提升国有企业发展效率。再次,任职于故乡省份的问题官员更有动机对其亲友进行利益输送和政治庇护,他们所带来的危害较大,因此应当重点防范官员建立利益集团,进行利益输送和政治庇护。最后,投资者担忧高压反腐会带来“懒政怠政”的不利影响,因此在廉政建设的过程中需要同时进行制度建设,以保证行政机构的高效运转。

主要参考文献:

- [1] 樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数:各地区市场化相对进程2006年报告[M]. 北京:经济科学出版社, 2007.
- [2] 樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数:各地区市场化相对进程2011年报告[M]. 北京:经济科学出版社, 2011.
- [3] 贾凡胜,吴昱,廉柯赟. 股利税差别化、现金分红与代理问题——基于财税[2012]85号文件的研究[J]. 南开管理评论, 2016, (1).
- [4] 李常青,魏志华,吴世农. 半强制分红政策的市场反应研究[J]. 经济研究, 2010, (3).
- [5] 龙小宁,黄小勇. 公平竞争与投资增长[J]. 经济研究, 2016, (7).
- [6] 王茂赟,孔东民. 反腐败与中国公司治理优化:一个准自然实验[J]. 金融研究, 2016, (8).
- [7] 魏下海,董志强,金钊. 腐败与企业生命力:寻租和抽租影响开工率的经验研究[J]. 世界经济, 2015, (1).
- [8] 叶青,赵良玉,刘思辰. 独立董事“政商旋转门”之考察:一项基于自然实验的研究[J]. 经济研究, 2016, (6).
- [9] 张维迎. 反腐败的两难选择[EB/OL]. <http://www.eeo.com.cn/2013/0304/240713.shtml>, 2013-03-04.
- [10] Acemoglu D, Johnson S. Unbundling institutions[R]. MIT Department of Economics Working Paper No. 03-29, 2003.
- [11] Cai H B, Fang H M, Xu L C. Eat, drink, firms, government: An investigation of corruption from the entertainment and travel costs of Chinese firms[J]. The Journal of Law and Economics, 2011, 54(1): 55-78.
- [12] Claessens S, Laeven L. Financial development, property rights, and growth[J]. The Journal of Finance, 2003, 58(6): 2401-2436.
- [13] Ehrlich I, Lui F T. Bureaucratic corruption and endogenous economic growth[J]. Journal of Political Economy, 1999, 107(S6): S270-S293.
- [14] Glaeser E L, Saks R E. Corruption in America[J]. Journal of Public Economics, 2006, 90(6-7): 1053-1072.
- [15] Hillman A L, Katz E. Hierarchical structure and the social costs of bribes and transfers[J]. Journal of Public Economics, 1987, 34(2): 129-142.
- [16] Huntington S P. Political order in changing societies[M]. New Haven, Connecticut, USA: Yale University Press, 1968.
- [17] Krueger A O. The political economy of the rent-seeking society[J]. The American Economic Review, 1974, 64(3): 291-303.
- [18] Leys C. What is the problem about corruption? [J]. The Journal of Modern African Studies, 1965, 3(2): 215-230.
- [19] Lien D H D. A note on competitive bribery games[J]. Economics Letters, 1986, 22(4): 337-341.
- [20] Lin J Y, Cai F, Li Z. Competition, policy burdens, and state-owned enterprise reform[J]. The American

- Economic Review, 1998, 88(2): 422–427.
- [21] Lui F T. An equilibrium queuing model of bribery[J]. *Journal of Political Economy*, 1985, 93(4): 760–781.
- [22] Malkiel B G, Fama E F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work[J]. *The Journal of Finance*, 1970, 25(2): 383–417.
- [23] Mauro P. Corruption and growth[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1995, 110(3): 681–712.
- [24] Mo P H. Corruption and economic growth[J]. *Journal of Comparative Economics*, 2001, 29(1): 66–79.
- [25] Murphy K M, Shleifer A, Vishny R W. The allocation of talent: Implications for growth[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1991, 106(2): 503–530.
- [26] Murphy K M, Shleifer A, Vishny R W. Why is rent-seeking so costly to growth? [J]. *The American Economic Review*, 1993, 83(2): 409–414.
- [27] Myrdal G. *Asian drama: An inquiry into the poverty of nations*[M]. New York: Twentieth Century Fund, 1968.
- [28] Shleifer A, Vishny R W. Corruption[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1993, 108(3): 599–617.
- [29] Shleifer A, Vishny R W. *The grabbing hand: Government pathologies and their cures*[M]. Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1998.
- [30] Wang Y Y, You J. Corruption and firm growth: Evidence from China[J]. *China Economic Review*, 2012, 23(2): 415–433.
- [31] Wei S J, Shleifer A. Local corruption and global capital flows[J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2000, (2): 303–354.

Will the Construction of a Clean Government Improve the Company's Value? Evidence from the Stock Market

Jia Fansheng, Zhang Yilin

(*Business School, Sun Yat-Sen University, Guangdong Guangzhou 510275, China*)

Summary: How to create a fair and competitive business environment for enterprises is a major challenge faced by China's deep-seated reform and further development. Since the Eighteenth National Party Congress, the country's top leadership group has taken the rectification of officialdom and market ethos as an important means of comprehensively deepening reforms. Through a series of "cracking down on both tigers and flies" anti-corruption actions, several degenerate officials have been investigated and the campaign wins wide public praise. However, the impact of the "cracking down on both tigers and flies" campaign on micro-business operations and macro-economic development of enterprises has not yet reached a consensus. In view of this, by taking China's A-share listed companies as a sample, we use the event study method to examine the impact of the anti-corruption campaign on the company's value and attempt to provide evidence for the impact of clean government construction from the perspective of financial markets and investors. We find that during the investigation of degenerate officials, the stock price of listed companies in their jurisdictions has a positive market reaction, indicating that investors believe that the construction of a clean government can effectively curb

corruption, purify the regional business environment, and thus reduce the company's operating cost and enhance the company's value. Furthermore, we also find that when degenerate officials are investigated: (1) the share price of enterprises which located in the area with lower institutionalized government administration has more positive market reaction; (2) state-owned enterprises have significantly higher cumulative excess return rate than non-state-owned enterprises; (3) the higher the level of officials is, the higher the cumulative excess return rate of the company's stock price in its jurisdiction is, that is, the "tiger" has a more positive effect on the business environment rectification; (4) when officials take office in their hometown, the market reaction of the company's stock price in its jurisdiction is relatively better; this further indicates that investors believe that the investigation of corrupt officials can effectively curb corruption and purify the regional business environment; (5) in the long run, investors reverse their view of "cracking down on both tigers and flies" and believe that high-pressure anti-corruption will also have a negative effect. Overall, the results of this paper indicate that investors believe that the "cracking down on both tigers and flies" campaign can create a fair and competitive market environment, which can improve the company's operation efficiency, thereby enhancing the company's value, but it may also bring disadvantages in the long run, requiring institutional development while carrying out anti-corruption. In terms of theoretical significance, this paper enriches the literature on corruption and economic growth, proving that when the formal institution is valid, corruption serves the role of "hand of plunder" and hinders economic growth; while in the case that the formal institution is invalid, corruption acts as the "hand of support" and can play the role of lubricant. In terms of practical significance, we not only provide evidence for the necessity of anti-corruption, but also provide a reference for how to further improve the effect of building a clean government. What's more, we also provide evidence for the necessity of building state governance capacity and deepening the reform of the administrative system.

Key words: construction of a clean government; hunt tigers and flies; business environment; the company's value

(责任编辑: 王西民)