

# 媒体关注、信息环境与公司费用粘性

梁上坤

**[摘要]** 费用粘性是企业成本性态相关领域的重要研究问题。以 2009—2013 年中国 A 股制造业上市公司为样本,本文考察了媒体关注对公司费用粘性的影响。研究发现:媒体关注对公司费用粘性具有显著的抑制作用,媒体关注程度越高,公司费用粘性越低;区分公司的信息环境,上述抑制作用主要存在于公司内外信息环境较差的情况下,在内外信息环境较好时不存在显著影响。进一步的研究显示,不同类型媒体关注的作用效果存在异质性,政策导向的媒体关注对费用粘性具有较强的抑制效果,而市场导向的媒体关注的抑制效果则较为微弱;此外,与信息环境影响的发现一致,在内部控制水平较低的公司中,媒体关注对费用粘性具有更强的治理效果。本文的发现肯定了媒体关注抑制公司费用粘性的积极作用,并将媒体关注这一重要的外部治理机制纳入费用粘性动因的分析框架中。

**[关键词]** 费用粘性; 媒体关注; 信息环境; 公司治理

**[中图分类号]**F270 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2017)02-154-20

## 一、问题提出

费用控制是企业日常管理的主要内容,也是经济决策考量的重要因素(刘武,2006)。其中,费用粘性是近年来财务会计领域颇受关注的热点问题,指的是业务量上升时费用的边际增加量大于业务量下降时费用的边际减少量的现象(Anderson et al.,2003)<sup>①</sup>。在企业销售收入下降的同时,其费用规模并不缩减甚至扩大,必将造成单位费用相对单位收入的增加,导致其高于销售收入上升时的比例,反映为费用粘性现象。

经过三十多年的发展,中国企业在规模上实现了跨越式的增长,世界 500 强榜单上中国企业的数量日渐增多。然而,与规模发展不相匹配的是,运行效率低下、铺张浪费、治理机制落后、重规模轻质量等问题,在中国企业中也长期并存。随着内外竞争的日益加剧,上述问题日渐严峻。费用粘性概念的提出为企业成本性态的描述和治理提供了一个崭新思路,厘清企业费用粘性情况并制定相应对策,对于提升管理效率、促进价值增长、减小经济波动具有重要作用(梁上坤,2016)<sup>②</sup>。但这一领域

**[收稿日期]** 2016-12-25

**[基金项目]** 国家自然科学基金青年项目“国企高管行政级别与公司财务决策:理论与实证”(批准号 71402198);北京市社会科学基金青年项目“高管激励创新与费用粘性:针对北京市制造业企业的考察和研究”(批准号 15JGC176)。

**[作者简介]** 梁上坤(1982—),男,江苏盐城人,中央财经大学会计学院副教授。电子邮箱:liang\_sk@126.com。感谢匿名审稿人和编辑部的宝贵意见,感谢刘旭光、赵迎旭、战靖文等出色的助理研究工作,当然文责自负。

① 费用粘性和成本粘性的研究框架和研究方法十分接近,本文不作详细区分,为行文一致统称为费用粘性。

② 费用粘性意味着收入下降时,利润会加速下滑。其一旦大范围存在,将大大加剧经济运行的波动性。

的学术研究起步较晚,理论界和实务界对费用粘性动因和后果的认识在诸多方面仍不甚清晰,因此,对其展开研究十分必要。

在经典的公司治理框架中,法律制度的构建和执行居于重要地位。La Porta et al. (1997,1998,2000,2002)、沈艺峰等(2009)、郑志刚和邓贺斐(2010)等大量文献从不同角度展现了法律制度对公司治理、金融发展和经济增长的重要推动作用。然而,对于新兴和转型经济体而言,模仿和改良既有的成熟法律体系并非易事,历史、文化、宗教、语言等多方面的因素都可能构成阻隔(李培功和沈艺峰,2010;陈冬华等,2013)。因此,法律之外的替代机制如何发挥作用就引发了广泛关注,尤其是媒体治理的作用倍受瞩目(Stultz and Williamson,2003;Dyck and Zingales,2002;Dyck et al.,2008)。

作为新兴和转型经济体的重要代表,中国法律制度的总体水平较低,在投资者保护和公司治理方面更显不足(Allen et al.,2005;陈冬华等,2012)。针对于此,已有的文献检验并发现中国背景下媒体治理确实发挥了重要的弥补作用,例如,盈余质量改善(于忠泊等,2011;戴亦一等,2011;曾建光等,2013)、高管薪酬监督(杨德明和赵璨,2012;李培功和沈艺峰,2013)、投资者保护提升(李培功和沈艺峰,2010)、社会责任履行(徐莉萍等,2011)、公司价值提高(郑志刚等,2011;姚益龙等,2011)等。然而作为一种重要的事中监督机制,媒体关注在公司营运决策过程中如何发挥作用,相关的研究仍比较缺乏。

在以上研究的基础上,本文思考和探索了媒体关注对公司费用粘性的影响。具体的,本文提出并尝试探索以下两方面的问题:①公司受到的媒体关注程度是否会影响费用粘性?②如果存在影响,那么不同约束条件(如不同的内外信息环境),是否会改变以上关系?这两方面的研究不仅立足外部监督视角,对费用粘性动因的现有探索具有理论层面上的拓展意义,对于管理效率提升、增加企业价值也具有实践层面上的启发意义。

## 二、理论分析与假设发展

公司费用粘性的动因和后果是财务会计领域的重要问题。Anderson et al.(2003)最早将源自经济学领域的粘性概念引入,与公司费用相结合,展开了费用粘性研究。利用美国上市公司数据,Anderson et al.(2003)研究发现公司业务量下降时费用降低的幅度低于业务量上升时费用增加的幅度,随后将此现象称为费用粘性<sup>①</sup>。Calleja et al.(2006)、孙铮和刘浩(2004)等在不同国家公司中均发现了这一现象。

之后的费用粘性研究逐渐转向费用粘性的动因探索,Banker et al.(2011)总结指出,调整成本、管理层乐观预期和管理层机会主义是费用粘性三方面主要的动因。公司业务量上升时,费用支出会随之增加;而一旦业务量开始下降,则管理层就面临着项目削减决策,是继续维持现有规模还是立刻进行削减<sup>②</sup>。①项目的调整成本会影响削减决策。项目的调整成本越高,立刻进行调整的可能性越小;反之调整成本越低,立刻进行调整的可能性越大。同时调整成本高的项目所占比重越大,公司整

① 费用粘性研究的本意是关注费用随产量增减而发生变化的情况。然而,产量数据难以获得,不同商品的产量又不能简单累加,故相关领域的研究大多以费用随营业收入增减发生的变化替代。这一假定在公司价格调控能力较小的情况下更为合理,因此,费用粘性领域的不少研究将样本限定于制造业公司(Weiss,2010;梁上坤和张梦婷,2015)。

② 比如公司业务量上升时,需要追加销售和管理人员;而业务量转而下落时,就要判断是继续维持人员规模一段时间,还是尽快做出调整。

体的调整速度会越慢,表现出更高的粘性。Anderson et al.(2003)认为人力资本相比实物资本具有更高的调整成本,因此人力资本比重越大的公司其费用粘性越高<sup>①</sup>。Banker et al.(2013)发现,一国的雇员保护越完善,人力资本的粘性越高。刘媛媛和刘斌(2014)认为中国2008年出台的《劳动合同法》强化了员工保护,因此发现其实施后公司的人力成本粘性出现了显著上升。<sup>②</sup>管理层乐观预期会影响削减决策。如果管理层认为项目具有良好的前景,那么即使当前的业务量出现下滑,仍有较大可能维持项目。原因在于维持项目的决策在形势好转时可以避免项目重组的成本,并迅速响应市场需求<sup>②</sup>。Anderson et al.(2003)发现宏观经济增速较大时,公司的费用粘性往往较高。Banker et al.(2011)发现所在行业的成长性越高,公司费用粘性越大。梁上坤和张梦婷(2015)、卢锐和陈胜蓝(2015)发现在货币政策宽松时期,公司的费用粘性较高。<sup>③</sup>管理层机会主义会影响削减决策。由于信息不对称和经营权所有权的分离,实际掌握公司决策权的管理层可能偏离最优决策,实施自利行为,造成较高的费用粘性。例如,修建豪华的办公场所、频繁更新高档的办公设备、雇佣不必要的下属人员等,这些支出在公司业务量下降时管理层未必愿意削减。Chen et al.(2012)发现管理层营造“个人帝国”的动机会显著提升公司的费用粘性。崔学刚和徐金亮(2013)发现交叉上市可以有效降低费用粘性。梁上坤等(2015)则发现国际四大审计有助于降低公司费用粘性。

在费用粘性动因梳理的基础上,本文认为媒体关注会通过管理层机会主义动因影响公司的费用粘性。经营权和所有权分离是现代公司的既定特征,在此约束下要缓解管理层的机会主义行为就需要努力降低公司内外的信息不对称。这一过程中,媒体关注将发挥重要作用。一方面,媒体有能力降低信息不对称。对于单个投资者而言,获取和判断公司的内部信息存在较大难度和较高成本。但对于媒体而言,其具有专业化的模式、团队和技术,通过挖掘、写作、包装、传播等手段,可以有效降低投资者获取信息的成本,削弱公司内部人的信息优势,从而减少信息不对称(熊艳等,2011)。另一方面,媒体有动机降低信息不对称。面对激烈的竞争,各家媒体为了提高销售量、点击率,需要更多地报道社会公众关注的热点问题,因而会投入大量精力去发掘和报道(罗进辉,2012)<sup>③</sup>。因此,媒体关注有助于缓解公司内外的信息不对称,降低代理成本。

媒体关注作用的发挥主要有三方面的途径<sup>④</sup>:<sup>①</sup>对于监管部门,媒体报道的揭露功能可以触发监管部门的注意,增加公司违规腐败问题被发现的概率,从而构成约束(Dyck et al.,2008;李培功和沈艺峰,2010)。<sup>②</sup>对于管理层,媒体报道会通过声誉机制影响其行为。管理层声誉关系到其在经理人市场上的价值,因此管理层会关注和顾忌媒体,从而调整其行为模式(Nguyen,2015)。<sup>③</sup>对于投资者,媒体报道通过传递信息和发表评论,可以引导投资者影响股价变动,进而影响管理层的收益和行为(Fang and Peress,2009)。

具体到公司费用粘性的研究问题上,媒体关注不仅会压缩管理层自利行为隐藏的空间,也会缩短管理层自利行为隐藏的时间(罗进辉,2012)。若公司长时间处于媒体的关注和挖掘下,容易吸引监管部门的注意,内部的腐败行为容易被曝光和查处。同时,若管理层奢侈享乐等自利行为为市场知晓,不仅会影响现有股东的聘任决策,也会影响潜在股东的雇佣和薪酬决策。在此情况之下,高媒

① 人力资本的调整涉及到解雇员工的补偿,并且频繁解雇员工会降低公司声誉。

② 比如新员工的培训成本、机器设备的安装调试成本等。

③ 杨德明和赵璨(2012)指出,即使新闻报道是有偏的,从不同信息源获取信息的公众最终也可以形成一个正确的认识,而这些正确的认识会进一步激励媒体去报道一些有价值的信息。

④ 已有研究特别是来自中国的研究指出,媒体关注不仅会对管理层产生监督,也会大股东产生制约(贺建刚和魏明海,2012;沈艺峰等,2013)。

体关注度下的公司管理层会努力约束自身行为,减少“帝国构建”等自利行为,使公司的非生产性支出等管理层私有收益保持在较低水平,并由此降低公司的费用粘性<sup>①</sup>。据此,本文提出:

假设 1:公司受到的媒体关注程度越高,其费用粘性越低。

上述分析认为,媒体关注会通过降低监管部门、经理人市场、投资者和管理层之间的信息不对称,抑制管理层的机会主义行为,从而降低公司的费用粘性。然而在考虑媒体关注的治理作用之前,公司既有的内外信息环境可能并不一致<sup>②</sup>。在公司内外信息环境较好时,公司管理层的行为已经处于较高的透明度下,管理层潜在的机会主义行为能够得到较为充分的抑制。此时,媒体关注的增量作用可能并不明显。即公司信息环境较好时,媒体关注对费用粘性的抑制作用可能较为微弱。反之在公司内外信息环境较差时,公司原有的管理层行为处于较为不透明的状态,管理层有比较充分的隐藏自利行为的时间和空间。那么,此时媒体专业化的挖掘、传播信息的作用就显得非常必要,其缓解信息不对称的增量作用也会更加明显,从而展现出对费用粘性更好的抑制效果。据此,本文提出:

假设 2:媒体关注对费用粘性的抑制作用在公司信息环境较差时更为明显。

本文的研究框架如图 1 所示。

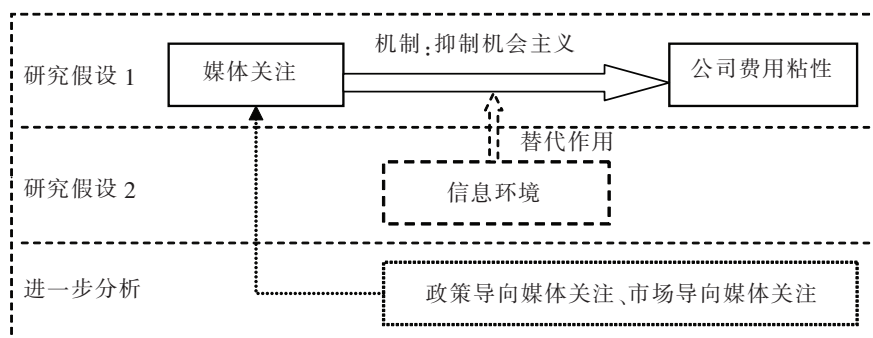


图 1 本文的研究框架

资料来源:作者绘制。

### 三、研究设计

#### 1. 模型构建与变量定义

为检验本文的研究假设,借鉴 Anderson et al.(2003)、孙铮和刘浩(2004)、梁上坤等(2015)、梁上坤(2016)等,构建回归模型(1):

$$\Delta Lns_{ga} = a_0 + a_1 \Delta Lnincome + a_2 \Delta Lnincome \times D + a_3 \Delta Lnincome \times D \times Media + a_4 Media + \sum \Delta Lnincome \times D \times Economic\_Var + \sum Economic\_Var + \sum Control\_Var + \varepsilon \quad (1)$$

模型(1)包含的变量具体如下:

(1)因变量。 $\Delta Lns_{ga}$ 表示费用变动,为公司当年费用(管理费用与销售费用之和)的自然对数与前一年费用的自然对数之差。

(2)自变量。<sup>①</sup> $\Delta Lnincome$ 表示收入变动,为公司当年营业收入的自然对数与前一年营业收入自

<sup>①</sup> 当然,部分研究如孔东民等(2013)发现媒体可能与公司合谋,这将削弱媒体关注对费用粘性的抑制作用。

<sup>②</sup> 此处并不依赖于媒体监督和其他治理机制作用的先后关系。仅为了讨论简洁,将其他治理机制作用的效果视为既定的信息环境。

然对数之差。② $D$ 表示收入下降,虚拟变量,若公司当年营业收入相比前一年营业收入下降取1,否则取0。③ $Media$ 为媒体关注。参考徐莉萍等(2011)、郑志刚等(2011)、李培功和沈艺峰(2013)等,根据公司名称和公司股票代码,在《中国重要报纸全文数据库》中检索每家公司的月度新闻报道量<sup>①</sup>,加总获得全年的新闻报道数量。随后,加1后取自然对数,记为 $Media$ 。 $Media$ 数值越大,表示公司受到的媒体关注程度越高。

(3)控制变量。① $Economic\_Var$ 为经济变量。Anderson et al.(2003)根据调整成本动因和管理者乐观预期动因,提出驱动公司费用粘性的四大经济变量,包括:是否连续两年收入下降( $D\_twoyear$ ),虚拟变量,若公司营业收入连续两年下降取1,否则取0;经济增长( $Gdpgrowth$ ),当年GDP相对前一年的增长率;人力资本密度( $Einten$ ),以公司年末员工人数与当年营业收入(百万元)的比值衡量;固定资本密度( $Ainten$ ),以公司年末资产总额与当年营业收入的比值衡量。在模型中控制这四个变量本身( $Economic\_Var$ )及其与粘性的交乘项( $\Delta Lnincome \times D \times Economic\_Var$ )。② $Control\_Var$ 表示以上经济变量外的其他控制变量。包括:盈利水平( $Roa$ ),公司当年净利润与年末资产总额的比值;财务杠杆( $Lev$ ),公司年末负债总额占资产总额的比例;公司规模( $Size$ ),公司年末资产总额的自然对数;公司所在地市场化水平( $Index$ ),公司所在地省份当年的市场化指数;第一大股东持股比例( $Sh$ ),公司年末第一大股东持股数占公司总股数的比例;独立董事比例( $Rinde$ ),公司年末独立董事人数占董事会总人数的比例;两职合一( $Dual$ ),虚拟变量,若董事长、总经理两职合一取1,否则取0;管理层持股比例( $Mshare$ ),公司年末管理层持股数占公司总股数的比例。表1是本文主要变量的定义和说明。

考虑模型(1)仅控制收入变动( $\Delta Lnincome$ )和粘性( $\Delta Lnincome \times D$ )两项时的情况,当收入上升时, $D=0$ ,则 $\Delta Lnincome$ 的回归系数 $a_1$ 刻画了收入上升1%时费用上升的比例;当收入下降时, $D=1$ ,则 $\Delta Lnincome$ 的回归系数 $a_1$ 与 $\Delta Lnincome \times D$ 的回归系数 $a_2$ 共同刻画了收入下降1%时费用下降的比例,费用下降比例为 $a_1+a_2$ 。若 $a_2$ 为负且显著,则意味着收入下降时费用下降的速率比收入上升时费用上升的速率显著更低,即出现了明显的费用粘性现象。

因此,若假设1成立,则粘性与媒体关注的交乘项( $\Delta Income \times D \times Media$ )的系数 $a_3$ 应该显著为正,即媒体关注显著地抑制了费用粘性。鉴于模型(1)已经包含了三项交乘项,故按公司的信息环境分组回归,以检验研究假设2。若研究假设2成立,则在信息环境较差的组, $a_3$ 应该显著为正;在信息环境较好的组, $a_3$ 应该为负,或者为正但不显著,或者为正显著但绝对值显著更小。

## 2. 样本选取

刘武(2006)指出不同行业间公司的费用粘性存在明显差异,Weiss(2010)指出制造业公司的费用粘性测度受到垄断价格的干扰更小,故参考Weiss(2010)选取制造业公司为本文的研究对象。本文的媒体关注数据获取自《中国重要报纸全文数据库》,考虑到较为庞大的检索量,本文收集了2009—2013年五年间A股上市公司的月度新闻报道数量,使用的其他数据来自CSMAR和CCER数据库,初始观测5916个,剔除变量数据缺失的观测1072个,最终获得4844个观测用于实证分析。

## 四、实证分析与结果

### 1. 描述性统计与相关性分析

表2是本文主要变量的描述性统计情况。可以发现,费用变动( $\Delta Lns ga$ )的均值为0.1380、收入

<sup>①</sup> 李培功和沈艺峰(2013)指出,《中国重要报纸全文数据库》共收录542种地市级以上报纸,来源覆盖率高达43%,具有很强的代表性。

表 1 主要变量的定义和说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
因变量	成本变动	$\Delta Lns_ga$	公司当年费用的自然对数与前一年费用的自然对数之差
自变量	收入变动	$\Delta Lnincome$	公司当年营业收入的自然对数与前一年营业收入自然对数之差
	收入下降	$D$	虚拟变量,若公司当年营业收入相比前一年营业收入下降取 1,否则取 0
	媒体关注	$Media$	公司当年的新闻报道数量加 1 后取自然对数
控制变量	连续两年收入下降	$D\_Twoyear$	虚拟变量,若公司营业收入连续两年下降取 1,否则取 0
	经济增长	$Gdpgrowth$	当年 GDP 相对前一年的增长率
	人力资本密度	$Einten$	公司年末员工人数与当年营业收入(百万元)的比值
	固定资本密度	$Ainten$	公司年末资产总额与当年营业收入的比值
	盈利水平	$Roa$	公司当年净利润与年末资产总额的比值
	财务杠杆	$Lev$	公司年末负债总额占资产总额的比例
	公司规模	$Size$	公司年末资产总额的自然对数
	市场化水平	$Index$	公司所在地省份当年的市场化指数
	第一大股东持股比例	$Sh$	公司年末第一大股东持股数占公司总股数的比例
	独董比例	$Rinde$	公司年末独立董事人数占董事会总人数的比例
	两职合一	$Dual$	虚拟变量,若董事长、总经理两职合一取 1,否则取 0
	管理层持股比例	$Mshare$	公司年末管理层持股数占公司总股数的比例

资料来源:作者整理。

变动( $\Delta Lnincome$ )的均值为 0.1175、收入下降( $D$ )的观测占比 29.93%,这些统计值与龚启辉等(2010)、梁上坤等(2015)的发现接近。媒体关注( $Media$ )的均值为 3.9986<sup>①</sup>、中位数为 3.9120,高于徐莉萍等(2011)的发现。随着时间的推移,媒体的数量和技术更加丰富,对公司信息的覆盖可能更为全面。同时,媒体关注( $Media$ )的标准差为 0.9853,表明不同公司受到的媒体关注程度存在较大的差异。此外,样本公司中营业收入连续两年下降的观测占比 10.61%,财务杠杆的均值为 47.39%,独立董事占比 39.25%,两职合一的公司占比 17.20%,管理层持股比例的均值为 2.79%,这些变量的统计值均在正常范围内。未报告的相关系数检验及方差膨胀因子(VIF)检验显示多重共线性问题对本文结果不会产生严重影响。

## 2. 研究假设检验

(1)研究假设 1 检验:媒体关注与公司费用粘性。表 3 报告了研究假设 1 的回归结果。模型回归时,控制了 CSRC 标准下的制造业细分行业固定效应( $Industry$ )和年份固定效应( $Year$ ),按公司聚类

① 即公司每年受到的媒体报道数量平均约为 55 次。

表 2 主要变量的描述性统计

变量名	变量符号	观测数量	均值	下四分位数	中位数	上四分位数	标准差
费用变动	$\Delta Lnsga$	4844	0.1380	0.0153	0.1265	0.2419	0.2321
收入变动	$\Delta Lnincome$	4844	0.1175	-0.0347	0.1043	0.2341	0.3243
收入下降	$D$	4844	0.2993	0.0000	0.0000	1.0000	0.4580
媒体关注	$Media$	4844	3.9986	3.3673	3.9120	4.5326	0.9853
连续两年收入下降	$D\_Twoyear$	4844	0.1061	0.0000	0.0000	0.0000	0.3080
经济增长	$Gdpgrowth$	4844	8.7158	7.7000	9.2000	9.2000	0.9859
人力资本密度	$Einten$	4844	1.8473	0.8285	1.4386	2.3477	1.5584
固定资本密度	$Ainten$	4844	2.0031	1.0978	1.5546	2.2621	1.9107
盈利水平	$Roa$	4844	0.0358	0.0094	0.0308	0.0627	0.0594
财务杠杆	$Lev$	4844	0.4739	0.3224	0.4809	0.6253	0.2019
公司规模	$Size$	4844	21.7879	20.9761	21.6707	22.4531	1.1747
市场化水平	$Index$	4844	8.9458	7.5600	8.9300	10.9600	2.1079
第一大股东持股比例	$Sh$	4844	0.3550	0.2399	0.3378	0.4523	0.1469
独董比例	$Rinde$	4844	0.3925	0.3333	0.3636	0.4286	0.0845
两职合一	$Dual$	4844	0.1720	0.0000	0.0000	0.0000	0.3774
管理层持股比例	$Mshare$	4844	0.0279	0.0000	0.0000	0.0007	0.0872

资料来源:作者计算整理。

回归 (*Cluster*), 并报告经异方差调整的 *t* 值 (*Robust t*), 以提高回归结果的稳健性。第(1)列仅包含收入变动 ( $\Delta Lnincome$ ) 和粘性 ( $\Delta Lnincome \times D$ ) 两项。结果显示, 收入变动 ( $\Delta Lnincome$ ) 的系数为正, 且在 1% 水平下显著, 即公司的费用总体上随着收入同向变化; 粘性 ( $\Delta Lnincome \times D$ ) 的系数为负, 且在 1% 水平下显著, 即收入下降时费用下降的幅度小于收入上升时费用上升的幅度, 表明存在明显的费用粘性现象。第(2)列加入媒体关注 (*Media*) 及其与粘性的交乘项 ( $\Delta Lnincome \times D \times Media$ ) 进行回归。结果显示, 媒体关注与粘性交乘项 ( $\Delta Lnincome \times D \times Media$ ) 的系数为正, 且在 1% 水平下显著。由此表明, 媒体关注程度的提高抑制了公司的费用粘性。第(3)列进一步加入经济变量、经济变量与粘性的交乘项以及控制变量进行回归。结果显示, 媒体关注与粘性交乘项 ( $\Delta Lnincome \times D \times Media$ ) 的系数依然为正, 且在 1% 水平下显著。综合以上结果表明, 随着公司受到的媒体关注程度的上升, 公司的费用粘性趋于下降, 这一发现支持了研究假设 1。

(2) 假设 2 检验: 媒体关注、信息环境与公司费用粘性。假设 2 探讨了不同信息环境下媒体关注对于公司费用粘性影响的差异。参考 Hutton et al. (2009)、Kim et al. (2011a, 2011b)、潘越等

表3 媒体关注与公司费用粘性

变量名称	变量符号	(1)全样本	(2)全样本	(3)全样本
收入变动	$\Delta Lnincome$	0.4141*** (15.92)	0.4115*** (15.97)	0.4239*** (17.78)
二项交乘项	$\Delta Lnincome \times D$	-0.1115*** (-2.70)	-0.4281*** (-4.38)	-0.3747*** (-2.85)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times Media$		0.0810*** (3.38)	0.0831*** (3.47)
媒体关注	$Media$		0.0192*** (6.22)	0.0080** (2.13)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times D\_Twoyear$			0.0830 (1.12)
收入连续下降	$D\_Twoyear$			-0.0277** (-1.99)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times Gdpgrowth$			0.0356 (1.00)
经济增长	$Gdpgrowth$			0.0251*** (3.18)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times Einten$			-0.0221 (-1.29)
人力资本密度	$Einten$			0.0096*** (3.02)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times Ainten$			-0.0101 (-0.98)
固定资本密度	$Ainten$			-0.0086** (-2.42)
盈利水平	$Roa$			-0.1860** (-2.27)
财务杠杆	$Lev$			-0.1134*** (-5.03)
公司规模	$Size$			0.0276*** (6.72)
市场化水平	$Index$			0.0028** (2.01)
第一大股东持股比例	$Sh$			0.0369* (1.69)
独董比例	$Rinde$			-0.0297 (-0.85)
两职合一	$Dual$			0.0002 (0.03)
管理层持股比例	$Mshare$			0.1586*** (5.10)
截距项	$Constant$	0.0928*** (6.77)	0.0074 (0.40)	-0.4811*** (-5.91)
行业 & 年份 观测数	$Industry \& Year$ Obs#	Control 4844	Control 4844	Control 4844
调整后 R <sup>2</sup>	Adj- R <sup>2</sup>	0.2905	0.2960	0.3181
F 值	F	36.8200	43.7300	36.4200

注:\*,\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%、1%的水平下显著。括号中为t值,下同。

资料来源:作者计算整理。



(2011),使用公司累计的操控性盈余衡量公司的内部信息环境。根据 Dechow et al.(1995)计算出公司每年的操控性盈余(*Disacc*),将过去三年的 *Disacc* 取绝对值加总,得到累计操控性盈余(*Accm*)。根据 *Accm* 的年度—行业中位数,将全样本分为信息环境好组(*Accm* 低于中位数)和信息环境差组(*Accm* 高于等于中位数)。参考 Lang et al.(2003)、潘越等(2011)、吴战箴和李晓龙(2015)等,以分析师跟踪数量(*Analyst*)衡量公司的外部信息环境。根据 *Analyst* 的年度—行业中位数,将全样本分为信息环境好组(*Analyst* 高于等于中位数)和信息环境差组(*Analyst* 低于中位数)。

随后根据上述分组进行检验,表4报告了回归结果<sup>①</sup>。结果显示,第(1)列信息透明度高组,媒体关注与粘性交乘项( $\Delta Lnincome \times D \times Media$ )的系数为正,但不显著。第(2)列信息透明度低组,媒体关注与粘性交乘项( $\Delta Lnincome \times D \times Media$ )的系数为正,且在1%水平下显著。第(3)列分析师跟踪数量多组,媒体关注与粘性交乘项( $\Delta Lnincome \times D \times Media$ )的系数为负,不显著。第(4)列分析师跟踪数量少组,媒体关注与粘性交乘项( $\Delta Lnincome \times D \times Media$ )的系数为正,且在5%水平下显著。以上结果表明,媒体关注对费用粘性的抑制作用主要存在于公司内外信息环境较差的情况下,在公司内外信息环境较好的情况下,媒体关注对费用粘性并不具有显著的抑制作用。由此显示媒体关注的治理效果与公司治理的其他机制之间存在替代关系,支持了研究假设2。

### 3. 进一步探索

(1)政策导向媒体关注、市场导向媒体关注与公司费用粘性。以往文献指出不同类型的媒体关注对公司行为的监督效力存在差异,市场导向的媒体相比政策导向的媒体其监督效力更强(李培功和沈艺峰,2010)。参考李培功和沈艺峰(2010)以及戴亦一等(2011),将《中国证券报》《证券日报》《证券时报》《上海证券报》界定为政策导向媒体,相应的媒体关注记为 *MediaP*;将《中国经营报》《经济观察报》《21世纪经济报道》《第一财经日报》界定为市场导向媒体,相应的媒体关注记为 *MediaM*<sup>②</sup>。

表5报告了回归结果。第(1)列包含政策导向媒体关注(*MediaP*)及其与粘性的交乘项( $\Delta Lnincome \times D \times MediaP$ )进行回归。结果显示,政策导向媒体关注与粘性交乘项的系数为正,且在1%水平下显著。第(2)列包含市场导向媒体关注(*MediaM*)及其与粘性的交乘项( $\Delta Lnincome \times D \times MediaM$ )进行回归。结果显示,市场导向媒体关注与粘性交乘项的系数为正,且在10%水平下显著。第(3)列同时考虑了两种类型的媒体关注。结果显示,政策导向媒体关注与粘性交乘项( $\Delta Lnincome \times D \times MediaP$ )的系数为正,且在5%水平下显著;市场导向媒体关注与粘性交乘项( $\Delta Lnincome \times D \times MediaM$ )的系数为正,但不显著。以上结果表明,不同类型的媒体关注对公司费用粘性的影响存在异质性。政策导向媒体关注对公司费用粘性具有较为显著的抑制作用,而市场导向媒体关注的抑制作用则较为微弱。Miller(2006)、李培功和沈艺峰(2010)指出,市场导向媒体更倾向于发布“原创性”报道,其信息含量更大,因而会对公司形成更大的压力。然而上述推断同时也意味着政策导向媒体更多地发布了“非原创性”的报道,这些报道可能重要性更强,并被进一步加工。同时在中国背景下,行政干预是媒体

① 由于累计操控性盈余(*Accm*)需使用过去三年的 *Disacc* 计算,部分观测数据缺失,故分组观测数之和小于全样本观测数。类似情况也出现在后续的内部控制水平检验部分。

② 这八份报纸是最具影响力的全国性财经报纸(戴亦一等,2013;李培功和沈艺峰,2013)。其中,《中国证券报》《证券日报》《证券时报》《上海证券报》是证监会指定的上市公司信息披露的专门报纸。《中国证券报》和《上海证券报》的主管单位是新华通讯社,《证券日报》的主管单位是经济日报报业集团,《证券时报》的主管单位是人民日报社。由于主办单位的特殊身份,这四份报纸带有半官方的色彩,可称之为政策导向媒体(李培功和沈艺峰,2010;戴亦一等,2011)。

表 4 媒体关注、信息环境与公司费用粘性

变量名称	变量符号	(1)信息 透明度高	(2)信息 透明度低	(3)分析师 跟踪数量多	(4)分析师 跟踪数量少
收入变动	$\Delta Lnincome$	0.3738*** (8.20)	0.4201*** (14.68)	0.5153*** (17.09)	0.3566*** (10.95)
二项交乘项	$\Delta Lnincome \times D$	-0.0213 (-0.09)	-0.5940*** (-3.62)	0.0094 (0.05)	-0.3549* (-1.81)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times Media$	0.0520 (1.28)	0.1265*** (3.89)	-0.0058 (-0.15)	0.0825** (2.08)
媒体关注	$Media$	0.0061 (1.14)	0.0088 (1.46)	0.0067 (1.24)	0.0052 (0.95)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times D\_Twoyear$	0.0563 (0.52)	0.1034 (0.99)	-0.0415 (-0.35)	0.1272 (1.44)
收入连续下降	$D\_Twoyear$	-0.0254 (-1.61)	-0.0308 (-1.23)	-0.0386** (-1.99)	-0.0235 (-1.27)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times Gdpgrowth$	0.0787 (1.53)	0.0465 (1.08)	0.0826 (1.42)	0.0347 (0.83)
经济增长	$Gdpgrowth$	0.0335*** (3.30)	0.0297** (2.09)	0.0186* (1.83)	0.0329** (2.51)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times Einten$	0.0000 (0.00)	-0.0333* (-1.66)	0.0425 (1.63)	-0.0361** (-2.08)
人力资本密度	$Einten$	0.0096*** (2.64)	0.0144*** (2.73)	0.0245*** (5.19)	0.0034 (0.93)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times Ainten$	-0.0372*** (-2.85)	0.0023 (0.18)	-0.0172 (-1.53)	-0.0071 (-0.65)
固定资本密度	$Ainten$	-0.0134*** (-2.63)	-0.0086* (-1.82)	0.0025 (0.52)	-0.0092** (-2.35)
盈利水平	$Roa$	-0.2104** (-2.05)	-0.1854 (-1.50)	0.0251 (0.25)	-0.4309*** (-3.47)
财务杠杆	$Lev$	-0.0413* (-1.67)	-0.1588*** (-4.08)	-0.0116 (-0.40)	-0.1317*** (-4.61)
公司规模	$Size$	0.0218*** (4.58)	0.0413*** (6.08)	0.0042 (0.83)	0.0412*** (6.29)
市场化水平	$Index$	0.0028 (1.59)	0.0006 (0.26)	0.0015 (0.86)	0.0023 (1.12)
第一大股东持股比例	$Sh$	0.0049 (0.17)	0.0285 (0.71)	-0.0011 (-0.05)	0.0883*** (2.63)
独董比例	$Rinde$	-0.0223 (-0.49)	-0.0752 (-1.12)	-0.0470 (-1.07)	-0.0206 (-0.38)
两职合一	$Dual$	-0.0106 (-0.91)	0.0153 (0.97)	0.0023 (0.25)	0.0012 (0.10)
管理层持股比例	$Mshare$	0.2172*** (3.19)	0.0693 (0.80)	0.0597 (1.49)	0.2017*** (3.92)
截距项	$Constant$	-0.3511*** (-3.68)	-0.7310*** (-5.40)	-0.0335 (-0.34)	-0.7390*** (-5.47)
行业 & 年份	$Industry \& Year$	Control	Control	Control	Control
观测数	Obs#	2003	2006	2511	2333
调整后 R <sup>2</sup>	Adj- R <sup>2</sup>	0.2766	0.3362	0.4204	0.2505
F 值	F	15.8300	20.2700	37.5200	12.3800

资料来源:作者计算整理。

表 5 政策导向媒体关注、市场导向媒体关注与公司费用粘性

变量名称	变量符号	(1)全样本	(2)全样本	(3)全样本
收入变动	$\Delta Lnincome$	0.4243*** (17.81)	0.4236*** (17.71)	0.4240*** (17.75)
二项交乘项	$\Delta Lnincome \times D$	-0.1597* (-1.83)	-0.1046 (-1.11)	-0.1733* (-1.89)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times MediaP$	0.0519*** (2.80)		0.0456** (2.15)
政策导向媒体关注	$MediaP$	0.0009 (0.34)		0.0003 (0.11)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times MediaM$		0.0394* (1.74)	0.0182 (0.71)
市场导向媒体关注	$MediaM$		0.0031 (0.88)	0.0024 (0.65)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times D\_Twoyear$	0.0788 (1.07)	0.0714 (0.97)	0.0774 (1.06)
收入连续下降	$D\_Twoyear$	-0.0272* (-1.95)	-0.0295** (-2.12)	-0.0280** (-2.01)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times Gdpgrowth$	0.0289 (0.81)	0.0267 (0.75)	0.0277 (0.77)
经济增长	$Gdpgrowth$	0.0090 (1.19)	0.0245*** (2.91)	0.0268*** (3.13)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times Einten$	-0.0274 (-1.63)	-0.0245 (-1.45)	-0.0269 (-1.61)
人力资本密度	$Einten$	0.0095*** (2.99)	0.0095*** (3.01)	0.0095*** (3.00)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times Ainten$	-0.0101 (-1.01)	-0.0112 (-1.13)	-0.0103 (-1.03)
固定资本密度	$Ainten$	-0.0090** (-2.52)	-0.0089** (-2.49)	-0.0090** (-2.52)
盈利水平	$Roa$	-0.1709** (-2.09)	-0.1756** (-2.16)	-0.1728** (-2.11)
财务杠杆	$Lev$	-0.1127*** (-4.97)	-0.1121*** (-4.95)	-0.1126*** (-4.97)
公司规模	$Size$	0.0303*** (8.22)	0.0292*** (7.72)	0.0299*** (7.84)
市场化水平	$Index$	0.0025* (1.85)	0.0026* (1.92)	0.0026* (1.90)
第一大股东持股比例	$Sh$	0.0338 (1.55)	0.0352 (1.61)	0.0340 (1.56)
独董比例	$Rinde$	-0.0271 (-0.78)	-0.0266 (-0.76)	-0.0266 (-0.76)
两职合一	$Dual$	0.0006 (0.07)	-0.0001 (-0.01)	0.0005 (0.06)
管理层持股比例	$Mshare$	0.1603*** (5.13)	0.1605*** (5.16)	0.1608*** (5.14)
截距项	$Constant$	-0.5152*** (-6.62)	-0.4860*** (-6.20)	-0.4959*** (-6.33)
行业 & 年份	$Industry \& Year$	Control	Control	Control
观测数	Obs#	4844	4844	4844
调整后 R <sup>2</sup>	Adj-R <sup>2</sup>	0.3176	0.3167	0.3174
F 值	F	34.8500	35.6500	34.1500

资料来源:作者计算整理。

关注发挥作用的重要途径(戴亦一等,2011,2013;逯东等2015)。由此,政策导向的媒体关注意味着公司行为可能被更直接地呈现于监管视线之下,会对公司行为构成更强的约束。

(2)媒体关注、内部控制水平与公司费用粘性。假设2从信息环境差异的角度考察了媒体关注的治理效果。而Doyle et al.(2007a,2007b)、李万福等(2011)、张会丽和吴有红(2014)等指出,内部控制是公司更加本源的制度安排,其水平高低不仅会影响公司的信息披露质量,还会直接地影响公司的代理成本。结合费用粘性的机会主义观,那么是否在内部控制较为薄弱时,媒体关注会起到更加重要的作用呢?参考张会丽和吴有红(2014)、逯东等(2015)等,以迪博内部控制指数(*Icindex*)衡量公司的内部控制水平。根据*Icindex*的年度—行业中位数,将全样本分为内部控制水平高组(*Icindex* 高于等于中位数)和内部控制水平低组(*Icindex* 低于中位数)。随后根据上述分组进行检验,表6报告了回归结果。结果显示,第(1)列内部控制水平高组,媒体关注与粘性交乘项( $\Delta Lnincome \times D \times Media$ )的系数为正,但不显著。第(2)列内部控制水平低组,媒体关注与粘性交乘项( $\Delta Lnincome \times D \times Media$ )的系数为正,且在5%水平下显著。这一结果支持了前述推论,外部的媒体关注机制与内部的控制机制作用有一定的替代关系。

#### 4. 内生性问题讨论<sup>①</sup>

(1)Heckman 两阶段检验。以上的研究显示媒体关注程度较高时,公司的费用粘性较低。但由此推断媒体关注是公司费用粘性变化的原因,并不足够。例如,盈利能力强的公司往往治理水平较高,更容易吸引媒体关注(罗进辉,2012;罗进辉和蔡地,2013);同时,较高的治理水平也会伴随较低的费用粘性(Chen et al.,2012)。因此,媒体关注与公司费用粘性的关系会受到自选择效应的内生性问题困扰。对此,本文采用 Heckman 两阶段模型进行检验。参考罗进辉(2012)、罗进辉和蔡地(2013),构建模型(2)作为第一阶段模型<sup>②</sup>。因变量是高媒体关注(*Highmedia*),虚拟变量,若媒体关注量超过年度—行业中位数取1,否则取0。自变量包括:产权性质(*Soe*),虚拟变量,国有公司取1,否则取0;公司年龄(*Age*),公司的上市年限;股价波动率(*Sigma*),公司当年股票周回报率的标准差;股票换手率(*Dturn*),为公司当年股票周换手率的均值;盈利水平(*Roa*)、公司规模(*Size*)的定义同模型(1)。模型(2)如下:

$$Highmedia = a_0 + a_1 Soe + a_2 Age + a_3 Roa + a_4 Size + a_5 Sigma + a_6 Dturn + \varepsilon \quad (2)$$

模型(2)回归时控制行业固定效应和年份固定效应。回归结果显示,盈利水平越高、规模越大、股价波动率越大的公司,所受的媒体关注程度显著越高,与罗进辉(2012)的发现一致。将模型(2)回归计算出的逆米尔斯比(*IMR*)纳入模型(1)重新回归。检验的结果如表7中的Panel A。在控制*IMR*的基础上,第(1)列全样本、第(3)列信息透明度低组、第(5)列分析师跟踪数量少组的回归中,媒体关注与粘性交乘项( $\Delta Lnincome \times D \times Media$ )的系数为正,且均在1%或5%水平下显著;第(2)列信息透明度高组、第(4)列分析师跟踪数量多组的回归中,媒体关注与粘性交乘项的系数均不显著,与之前结果一致。

(2)进行行业调整的检验。由于产品受众的差异,不同行业的公司在营销策略、媒体宣传等方面存在较大的差别,引发的媒体关注自然也会不同(姚益龙等,2011)。本文在此处进一步使用经行业调整的媒体关注进行检验,以避免可能的行业相关变量遗漏的问题。对媒体关注(*Media*)进行年度—行业中位数调整,记为(*Media\_adj*),重新回归。检验的结果如表7中的Panel B,与之前结果一致。

(3)区分媒体关注时期的检验。项目调整是公司的重要决策,但这一决策自提出到实施会经历

<sup>①</sup> 限于篇幅,后续检验未列示经济变量、经济变量与粘性交乘项以及控制变量的回归结果,但未有异常。

<sup>②</sup> 本文未纳入非流通股比例变量,是因为本文的研究期限已经进入全流通时代。

表 6 媒体关注、内部控制水平与公司费用粘性

变量名称	变量符号	(1)内部控制水平高	(2)内部控制水平低
收入变动	$\Delta Lnincome$	0.5042*** (17.52)	0.3488*** (8.62)
二项交乘项	$\Delta Lnincome \times D$	-0.5178 (-1.55)	-0.2458 (-1.38)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times Media$	0.0797 (1.42)	0.0883** (2.47)
媒体关注	$Media$	0.0097* (1.86)	0.0079 (1.34)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times D\_Twoyear$	-0.2451 (-1.59)	0.1514 (1.63)
收入连续下降	$D\_Twoyear$	-0.0691*** (-3.30)	-0.0154 (-0.81)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times Gdpgrowth$	-0.0406 (-0.52)	0.0428 (0.95)
经济增长	$Gdpgrowth$	0.0129 (1.34)	0.0351*** (2.73)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times Einten$	0.0717* (1.92)	-0.0499** (-2.43)
人力资本密度	$Einten$	0.0162*** (3.44)	0.0059 (1.43)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times Ainten$	-0.0300 (-0.81)	-0.0111 (-0.87)
固定资本密度	$Ainten$	0.0023 (0.33)	-0.0122*** (-2.69)
盈利水平	$Roa$	0.1627 (1.45)	-0.3770*** (-2.91)
财务杠杆	$Lev$	-0.0600* (-1.86)	-0.1236*** (-3.77)
公司规模	$Size$	0.0120** (2.24)	0.0341*** (4.91)
市场化水平	$Index$	0.0019 (0.99)	0.0039** (1.97)
第一大股东持股比例	$Sh$	0.0332 (1.09)	0.0424 (1.32)
独董比例	$Rinde$	-0.0373 (-0.77)	-0.0320 (-0.61)
两职合一	$Dual$	0.0121 (1.34)	0.0053 (0.43)
管理层持股比例	$Mshare$	0.0317 (0.79)	0.2133*** (4.20)
截距项	$Constant$	-0.2601** (-2.50)	-0.5701*** (-4.10)
行业 & 年份	$Industry \& Year$	Control	Control
观测数	Obs#	2339	2330
调整后 R <sup>2</sup>	Adj- R <sup>2</sup>	0.4253	0.2284
F 值	F	35.3300	13.2500

资料来源:作者计算整理。

表 7 内生性问题讨论

Panel A: Heckman 两阶段检验						
变量名称	变量符号	(1)全样本	(2)信息 透明度高	(3)信息 透明度低	(4)分析师 跟踪数量多	(5)分析师 跟踪数量少
收入变动	$\Delta Lnincome$	0.4238*** (17.77)	0.3739*** (8.21)	0.4199*** (14.63)	0.5152*** (17.10)	0.3559*** (10.94)
二项交乘项	$\Delta Lnincome \times D$	-0.3743*** (-2.84)	-0.0223 (-0.09)	-0.5926*** (-3.60)	0.0095 (0.05)	-0.3504* (-1.79)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times Media$	0.0830*** (3.47)	0.0522 (1.28)	0.1261*** (3.87)	-0.0058 (-0.15)	0.0813** (2.05)
媒体关注	<i>Media</i>	0.0084* (1.74)	0.0055 (0.82)	0.0100 (1.32)	0.0073 (1.15)	0.0090 (1.21)
逆米尔斯比	<i>IMR</i>	-0.0005 (-0.11)	0.0009 (0.14)	-0.0020 (-0.21)	-0.0010 (-0.16)	-0.0058 (-0.70)
截距项	<i>Constant</i>	-0.4792*** (-5.89)	-0.3539*** (-3.64)	-0.7241*** (-5.40)	-0.0297 (-0.30)	-0.7209*** (-5.38)
行业 & 年份	<i>Industry &amp; Year</i>	Control	Control	Control	Control	Control
控制变量	<i>Control_Var</i>	Control	Control	Control	Control	Control
观测数	Obs#	4844	2003	2006	2511	2333
调整后 R <sup>2</sup>	Adj-R <sup>2</sup>	0.3179	0.2762	0.3359	0.4201	0.2503
F 值	F	35.3400	15.3900	19.7200	36.3800	12.0500
Panel B: 进行行业调整的检验						
变量名称	变量符号	(1)全样本	(2)信息 透明度高	(3)信息 透明度低	(4)分析师 跟踪数量多	(5)分析师 跟踪数量少
收入变动	$\Delta Lnincome$	0.4239*** (17.79)	0.3738*** (8.20)	0.4202*** (14.71)	0.5152*** (17.08)	0.3567*** (10.95)
二项交乘项	$\Delta Lnincome \times D$	-0.0344 (-0.42)	0.1935 (1.32)	-0.0781 (-0.78)	-0.0158 (-0.13)	-0.0193 (-0.19)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times Media\_adj$	0.0915*** (3.52)	0.0523 (1.31)	0.1461*** (4.18)	-0.0001 (-0.00)	0.0863** (2.05)
媒体关注	<i>Media_adj</i>	0.0076** (1.98)	0.0060 (1.12)	0.0090 (1.47)	0.0048 (0.86)	0.0045 (0.81)
截距项	<i>Constant</i>	-0.4537*** (-5.20)	-0.3250*** (-3.11)	-0.7000*** (-4.87)	-0.0291 (-0.26)	-0.7213*** (-5.24)
行业 & 年份	<i>Industry &amp; Year</i>	Control	Control	Control	Control	Control
控制变量	<i>Control_Var</i>	Control	Control	Control	Control	Control
观测数	Obs#	4844	2003	2006	2511	2333
调整后 R <sup>2</sup>	Adj-R <sup>2</sup>	0.3182	0.2766	0.3371	0.4201	0.2506
F 值	F	36.0900	15.8500	20.4700	37.1400	12.3100

(续表)

Panel C: 区分媒体关注时机的检验				
变量名称	变量符号	(1)全样本	(2)全样本	(3)全样本
收入变动	$\Delta Lnincome$	0.4241*** (17.79)	0.4234*** (17.75)	0.4239*** (17.78)
二项交乘项	$\Delta Lnincome \times D$	-0.2489** (-2.30)	-0.1742* (-1.81)	-0.2619** (-2.47)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times MediaQ123$	0.0791*** (3.48)		0.0669** (2.06)
前三季度媒体关注	$MediaQ123$	0.0080** (2.14)		0.0049 (1.04)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times MediaQ4$		0.0519** (2.09)	0.0179 (0.54)
第四季度媒体关注	$MediaQ4$		0.0074** (2.32)	0.0044 (1.08)
截距项	$Constant$	-0.4669*** (-5.64)	-0.4582*** (-5.63)	-0.4603*** (-5.50)
行业 & 年份	$Industry \& Year$	Control	Control	Control
控制变量	$Control\_Var$	Control	Control	Control
观测数	Obs#	4844	4844	4844
调整后 R <sup>2</sup>	Adj-R <sup>2</sup>	0.3180	0.3173	0.3180
F 值	F	36.4700	35.7600	34.6400

资料来源:作者计算整理。

一定的操作时间。因此,年内不同时期的媒体关注在公司当年费用粘性中的表现会存在不同,年初的媒体关注发挥的作用更大。故此处将全年的媒体关注( $Media$ )分解为两部分,第一部分为前三季度平均的媒体关注( $MediaQ123$ ),是根据公司当年前三个季度的媒体关注量计算的媒体关注程度,第二部分为第四季度的媒体关注( $MediaQ4$ ),是根据公司当年第四个季度的媒体关注量计算的媒体关注程度。检验的结果如表7中的Panel C所示,第(1)列包含前三季度媒体关注( $MediaQ123$ )及其与粘性的交乘项( $\Delta Lnincome \times D \times MediaQ123$ )进行回归。结果显示,前三季度媒体关注与粘性交乘项的系数为正,且在1%水平下显著。第(2)列包含第四季度媒体关注( $MediaQ4$ )及其与粘性的交乘项( $\Delta Lnincome \times D \times MediaQ4$ )进行回归。结果显示,第四季度媒体关注与粘性交乘项的系数为正,且在5%水平下显著。第(3)列同时考虑了两个时期的媒体关注。结果显示,前三季度媒体关注与粘性交乘项的系数为正,且在5%水平下显著;第四季度媒体关注与粘性交乘项的系数为正,但不显著。以上结果表明,不同时期的媒体关注对公司费用粘性的影响存在差异。前三季度的媒体关注对公司当年费用粘性具有较为显著的抑制作用,而接近年末的媒体关注对公司当年费用粘性的抑制作用较为微弱。这一发现进一步丰富了文章的研究内容,也一定程度上缓解了遗漏变量的内生性问题。

### 5. 其他稳健性检验

(1)采用深交所打分衡量信息环境的检验。本文之前的研究以累计操控性盈余和分析师跟踪数

量衡量公司的信息环境,此处使用另一种较为常见的方法:深圳证券交易所对上市公司信息披露状况的打分(简称:深交所打分),进行衡量(方军雄,2007;陈小林和孔东民,2012)<sup>①</sup>。表8报告了回归结果。结果显示,第(1)列信息披露优秀组,媒体关注与粘性交乘项( $\Delta Lnincome \times D \times Media$ )的系数为正,但不显著。第(2)列信息披露良好组、第(3)列信息披露合格和不合格组,媒体关注与粘性交乘项的系数为正,且均在1%或5%水平下显著。这一结果依然显示了媒体关注的治理效果与公司治理的其他机制具有替代效应,与假设2一致。

(2)其他一些未报告的检验:①参考 Bentley et al.(2013)和周兵等(2016),在模型(1)中控制公司战略的单独项及其与粘性的交乘项;参考 Chen et al.(2012)、崔学刚和徐金亮(2013)、梁上坤等(2015),在模型(1)中控制董事会规模、第一大股东持股比例、跨境上市、四大审计、管理层持股比例等公司治理状况变量的单独项及其与粘性的交乘项。②江伟等(2015)的研究显示,公司的盈余管理行为会影响费用粘性,故在模型(1)中控制公司当年的操控性应计( $Disacc$ )及其与粘性的交乘项。③从费用中剔除管理层薪酬检验。④区分媒体报道色彩。媒体的负面报道一般是对公司潜在问题或

表8 采用深交所打分衡量信息环境的检验

变量名称	变量符号	(1)优秀	(2)良好	(3)合格及不合格
收入变动	$\Delta Lnincome$	0.6304*** (15.84)	0.4734*** (13.92)	0.3324*** (4.29)
二项交乘项	$\Delta Lnincome \times D$	-1.1891 (-1.63)	-0.5493*** (-3.37)	-0.6870** (-2.00)
三项交乘项	$\Delta Lnincome \times D \times Media$	0.0793 (0.64)	0.1143*** (2.87)	0.1346** (2.24)
媒体关注	$Media$	0.0122 (1.15)	0.0103* (1.65)	0.0160 (1.23)
截距项	$Constant$	0.1261 (0.50)	-0.3053** (-2.47)	-0.5316* (-1.72)
行业 & 年份	$Industry \& Year$	Control	Control	Control
控制变量	$Control\_Var$	Control	Control	Control
观测数	Obs#	407	1814	452
调整后 R <sup>2</sup>	Adj-R <sup>2</sup>	0.4940	0.3941	0.2273
F 值	F	23.02	25.62	4.265

资料来源:作者计算整理。

① 深交所打分在不同时期不同板块有不同的描述,优秀、良好、合格、不合格分别对应着4分(A)、3分(B)、2分(C)、1分(D)。本文未在研究主体中采用这一衡量方法,有两方面原因:一是该打分仅针对于在深交所上市的公司,如使用将遗失一半的样本;二是该打分的变异程度较小,不利于展开研究,如表8显示,优秀组仅407个观测,合格和不合格两种情况共计452个观测。



不当行为的批评,最能反映媒体的主观态度,经过传播后也往往最能引起社会的反响(戴亦一等,2011),因此负面报道具有更强的研究价值。基于此考虑,本文使用手工收集的一个小样本媒体负面报道数据加以检验<sup>①</sup>。以上的各项检验结果保持稳定。

## 五、结论与启示

媒体关注是公司外部重要的治理机制,本文从公司营运决策的角度对其作用效果进行了考察。以2009—2013年中国A股制造业上市公司为样本,本文研究发现:媒体关注对公司费用粘性具有显著的抑制作用,媒体关注程度越高,公司费用粘性越低;若区分公司的信息环境,则这一抑制作用主要存在于公司内外信息环境较差的情况下;相比于市场导向的媒体关注,政策导向的媒体关注对费用粘性具有更强的抑制效果。此外,与信息环境影响的发现一致,在内部控制水平较低的公司中,媒体关注对费用粘性具有更强的治理效果。本文从公司营运决策的视角肯定了媒体治理的积极意义,并且将媒体关注这一重要的外部治理机制纳入费用粘性的分析框架中。

本文的研究主要有以下三方面可能的意义:①丰富了中国背景下媒体关注影响后果的研究。国内学术界近年来围绕媒体关注的治理效果展开了盈余质量、薪酬监督等多方面的探索,然而有关媒体关注如何影响公司内部经营决策的讨论并不多见。本文考察并发现媒体关注对公司费用粘性具有显著的抑制作用,展现了媒体关注这一事中监督机制在项目运营调整决策中的重要影响。这一发现也为媒体关注与公司价值的研究提供了一项路径支持。②借助中国独特的制度场景,本文从媒体类型差异的角度细化了上述研究,通过比较政策导向媒体和市场导向媒体在费用粘性抑制中的作用差异,深化了对媒体关注异质性影响的理解。③拓展了公司费用粘性影响因素的研究。Banker et al.(2011)等指出,管理层机会主义行为是费用粘性最重要的影响因素,但这一方向以往的研究大都集中于公司内部的治理机制(Chen et al.,2012;马永强和张泽南,2013;梁上坤,2016),本文则从媒体关注这一重要的外部治理机制进行了补充。此外在基本分析的基础上,本文还考察了公司内外信息环境对媒体关注作用的调节影响。这些探索有力地充实了现有的费用粘性影响因素框架。

基于以上研究,本文有如下建议:①协调公司内外治理力量,对费用粘性现象加强监督。费用粘性意味着收入下降时,费用缓慢下降,此时公司的利润将加速下滑,进一步恶化财务状况。费用粘性现象若大范围存在,将加剧经济运行的波动性,而具有一定的危害性。由此,对费用粘性现象严重的企业应探寻原因,以降低风险。尤其对于公司内部治理动机和力量薄弱(比如内部控制水平较低、信息不透明)的公司,应发动外部治理力量加以辅助。②在各项治理机制中,应提倡和鼓励媒体加入监督。如前所述,尽管法律环境等正式制度对公司治理可能更具决定性意义,然而给定历史、文化等多方面的差异,其模仿和借鉴并非易事,其执行效率也非一蹴而就。在公司内部治理水平缓慢改进的背景下,应鼓励媒体积极参与公司的监督治理。媒体具有独特的优势,不仅有动机,也有能力发现、披露和传播公司的信息。更加重要的是,在中国分析师行业不发达、机构投资者占比较小、公司内外信息环境较差等背景下,媒体深层次的挖掘、包装,可以进一步为市场提供数量庞大、成本较低的信息,这将大大提升信息传递和使用效率。由此在资本市场中,无论是普通投资者、公司管理者,还是政府监管者,都应该欢迎和鼓励媒体的参与,弥补内部治理的不足。不仅如此,在新媒体时代,还应

<sup>①</sup> 前述研究发现政策导向的媒体关注对公司费用粘性具有显著的抑制作用,故本文下载并阅读了2012年、2013年两年政策导向的媒体报道,逐篇判断其报道色彩,形成变量负面媒体关注(MediaNeg)进行检验。由于这一检验的样本范围较为局限,故仅在稳健性测试中交代(即使做以上限定,研究助理阅读的报道数量也接近1万篇)。

鼓励媒体在传统的纸质媒体之外,借助微博、微信等多种丰富的形式进一步提升监督速度和监督密度。<sup>③</sup>重视媒体监督的发现成果,相关方及时跟进。不同于法律制度的事后纠错机制,媒体监督具有良好的事中监督效果。对于这样的事中的监督发现,各方若及时反应则将有效降低损失。例如,对于媒体报道中提出的质疑,证券交易所初步核实后,应问询上市公司并要求其给予回应;在国有企业中,对于媒体曝光的公司不当行为,主管部门和各级国资委应及时介入,予以纠正,追究当事人责任。通过相关方的及时跟进,增加公司和高管违规的成本,有效发挥媒体的监督作用。

#### [参考文献]

- [1]陈冬华,胡晓莉,梁上坤,新夫. 宗教传统与公司治理[J]. 经济研究, 2013,(9):71-84.
- [2]陈冬华,蒋德权,梁上坤. 监管者变更与执法力度[J]. 中国会计与财务研究, 2012,(2):111-130.
- [3]陈小林,孔东民. 机构投资者信息搜寻、公开信息透明度与私有信息套利[J]. 南开管理评论, 2012,(1):113-122.
- [4]崔学刚,徐金亮. 境外上市、绑定机制与公司费用粘性[J]. 会计研究, 2013,(12):33-39.
- [5]戴亦一,潘越,陈芬. 媒体监督、政府质量与审计师变更[J]. 会计研究, 2013,(10):89-95.
- [6]戴亦一,潘越,刘思超. 媒体监督、政府干预与公司治理:来自中国上市公司财务重述视角的证据[J]. 世界经济, 2011,(11):121-144.
- [7]方军雄. 我国上市公司信息披露透明度与证券分析师预测[J]. 金融研究, 2007,(6):136-148.
- [8]龚启辉,刘慧龙,申慧慧. 地区要素市场发育、国有控股与成本和费用粘性[J]. 中国会计评论, 2010,(4):431-446.
- [9]贺建刚,魏明海. 控制权、媒介功用与市场治理效应:基于财务报告重述的实证研究[J]. 会计研究, 2012,(4):36-43.
- [10]江伟,胡玉明,吕喆. 应计盈余管理影响企业的成本粘性吗[J]. 南开管理评论, 2015,(2):83-92.
- [11]孔东民,刘莎莎,应千伟. 公司行为中的媒体角色——激浊扬清还是推波助澜[J]. 管理世界, 2013,(7):145-162.
- [12]李培功,沈艺峰. 经理薪酬、轰动报道与媒体的公司治理作用[J]. 管理科学学报, 2013,(10):63-80.
- [13]李培功,沈艺峰. 媒体的公司治理作用:中国的经验证据[J]. 经济研究, 2010,(4):14-27.
- [14]李万福,林斌,宋璐. 内部控制在公司投资中的角色:效率促进还是抑制[J]. 管理世界, 2011,(2):81-99.
- [15]梁上坤,陈冬,胡晓莉. 外部审计师类型与上市公司费用粘性[J]. 会计研究, 2015,(2):79-86.
- [16]梁上坤,张梦婷. 货币政策、融资约束与公司成本粘性[J]. 金融学季刊, 2015,(2):26-60.
- [17]梁上坤. 股权激励强度是否会影响到公司费用粘性[J]. 世界经济, 2016,(6):168-192.
- [18]刘武. 企业费用“粘性”行为:基于行业差异的实证研究[J]. 中国工业经济, 2006,(12):105-112.
- [19]刘媛媛,刘斌. 劳动保护、成本粘性与企业应对[J]. 经济研究, 2014,(5):63-76.
- [20]卢锐,陈胜蓝. 货币政策波动与公司劳动力成本黏性[J]. 会计研究, 2015,(12):53-58.
- [21]逯东,付鹏,杨丹. 媒体类型、媒体关注与上市公司内部控制质量[J]. 会计研究, 2015,(4):78-85.
- [22]罗进辉,蔡地. 媒体报道能够提高股价的信息含量吗[J]. 投资研究, 2013,(5):38-53.
- [23]罗进辉. 媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角[J]. 金融研究, 2012,(10):153-166.
- [24]马永强,张泽南. 金融危机冲击、管理者盈余动机与成本费用粘性研究[J]. 南开管理评论, 2013,(6):70-80.
- [25]潘越,戴亦一,林超群. 信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J]. 金融研究, 2011,(9):138-151.
- [26]沈艺峰,肖珉,林涛. 投资者保护与上市公司资本结构[J]. 经济研究, 2009,(7):131-142.
- [27]沈艺峰,杨晶,李培功. 网络舆论的公司治理影响机制研究——基于定向增发的经验证据[J]. 南开管理评论, 2013,(3):80-88.
- [28]孙铮,刘浩. 中国上市公司费用“粘性”行为研究[J]. 经济研究, 2004,(12):26-34.
- [29]吴战旻,李晓龙. 内部人抛售、信息环境与股价崩盘[J]. 会计研究, 2015,(6):48-55.
- [30]熊艳,李常青,魏志华. 媒体“轰动效应”:传导机制、经济后果与声誉惩戒——基于“霸王事件”的案例研究[J]. 管理世界, 2011,(10):125-140.
- [31]徐莉萍,辛宇,祝继高. 媒体关注与上市公司社会责任之履行——基于汶川地震捐款的实证研究[J]. 管理世界, 2011,(3):135-143.

- [32]杨德明,赵璨. 媒体监督、媒体治理与高管薪酬[J]. 经济研究, 2012,(6):116-126.
- [33]姚益龙,梁红玉,宁吉安. 媒体监督影响企业绩效机制研究——来自中国快速消费品行业的经验证据[J]. 中国工业经济, 2011,(9):151-160.
- [34]于忠泊,田高良,齐保垒,张皓. 媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察[J]. 管理世界,2011,(9):127-140.
- [35]张会丽,吴有红. 内部控制、现金持有及经济后果[J]. 会计研究, 2014,(3):71-78.
- [36]郑志刚,邓贺斐. 法律环境差异和区域金融发展——金融发展决定因素基于我国省级面板数据的考察[J]. 管理世界, 2010,(6):14-27.
- [37]郑志刚,丁冬,汪昌云. 媒体的负面报道、经理人声誉与企业业绩改善——来自我国上市公司的证据[J]. 金融研究, 2011,(12):163-176.
- [38]周兵,钟廷勇,徐辉,任政亮. 企业战略、管理者预期与成本粘性——基于中国上市公司的证据[J]. 会计研究, 2016,(7):58-65.
- [39]曾建光,伍利娜,王立彦. 中国式拆迁、投资者保护诉求与应计盈余质量——基于制度经济学与 Internet 治理的证据[J]. 经济研究, 2013,(7):90-103.
- [40]Allen, F., J. Qian, and M. Qian. Law, Finance, and Economic Growth in China [J]. *Journal of Financial Economics*, 2005,77(1):57-116.
- [41]Anderson, M., R. Banker, and S. Janakiraman. Are Selling, General, and Administrative Costs “Sticky”[J]. *Journal of Accounting Research*, 2003, 41(1):47-63.
- [42]Banker, R. D., D. Byalov, and J. M. Plehn-Dujowich. Sticky Cost Behavior: Theory and Evidence[R]. Working Paper, 2011.
- [43]Banker, R. D., D. Byalov, and L. T. Chen. Employment Protection Legislation, Adjustment Costs and Cross-Country Differences in Cost Behavior[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2013,55(1):111-127.
- [44]Bentley, K. A., T.C.Omer, and N. Y. Sharp. Business Strategy, Financial Reporting Irregularities and Audit Effort[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2013,30(2):780-817.
- [45]Calleja, K., M. Steliaros, and D. C. Thomas. A Note on Cost Stickiness: Some International Comparisons[J]. *Management Accounting Research*, 2006, 17(2):127-140.
- [46]Chen, C. X., H. Lu, and T. Sougiannis. The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2012,29(1):252-282.
- [47]Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. Detecting Earnings Management[J]. *The Accounting Review*, 1995,70(2):193-225.
- [48]Doyle, J. T., W. Ge, and S. McVay. Accruals Quality and Internal Control over Financial Reporting [J]. *The Accounting Review*, 2007a,82(5):1141-1170.
- [49]Doyle, J. T., W. Ge, and S. Mcvay. Determinants of Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2007b,44(1-2):193-223.
- [50]Dyck, A., and L. Zingales. Private Benefits of Control: An International Comparison [J]. *Journal of Finance*, 2002,63(2):537-600.
- [51]Dyck, A., N. Volchkova, and L. Zingales. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia[J]. *Journal of Finance*, 2008,63(3):1093-1135.
- [52]Fang, L., and J. Peress. Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns [J]. *Journal of Finance*, 2009, 64(5):2023-2052.
- [53]Hutton, A. P., A. J. Marcus, and H. Tehranian. Opaque Financial Reports, R<sup>2</sup> and Crash Risk [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009,94 (1):67-86.

- [54]Kim, J. B., Y. Li, and L. Zhang. CFOs versus CEOs: Equity Incentives and Crashes [J]. *Journal of Financial Economics*, 2011a,101(3):713-730.
- [55]Kim, J. B., Y. Li, and L. Zhang. Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-level Analysis [J]. *Journal of Financial Economics*, 2011b,100(3):639-662.
- [56]La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. Legal Determinants of External Finance[J]. *Journal of Finance*, 1997,52(2):1131-1150.
- [57]La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. Law and Finance [J]. *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6):1113-1155.
- [58]La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. Investor Protection and Corporate Governance [J]. *Journal of Financial Economics*, 2000,58(1-2):3-27.
- [59]La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. Investor Protection and Corporate Valuation [J]. *Journal of Finance*, 2002,57(3):1147-1170.
- [60]Lang, M. H., K. V. Lins, and D. P. Miller. ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross Listing in the United States Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value [J]. *Journal of Accounting Research*, 2003,41(2):317-345.
- [61]Miller, G. S. The Press as a Watchdog for Accounting Fraud[J]. *Journal of Accounting Research*, 2006,44(5):1001-1033.
- [62]Nguyen, B. D. Is More News Good News? Media Coverage of CEOs, Firm Value, and Rent Extraction[J]. *Quarterly Journal of Finance*, 2015,5(4):1-38.
- [63]Stultz, R. M., and R. Williamson. Culture, Openness, and Finance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 70(3):313-349.
- [64]Weiss, D. Cost Behavior and Analysts' Earnings Forecasts [J]. *The Accounting Review*, 2010,85 (4):1441-1471.

## Media Coverage, Information Environment and Firm's Stickiness of Cost

LIANG Shang-kun

(School of Accountancy, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

**Abstract:** Stickiness of cost is an important research issue of firm's cost behavior. Using A-share industrial listed firms of China from 2009 to 2013 as the sample, this paper studies the effect of media coverage on firm's stickiness of cost. The results show that media coverage can restrain firm's stickiness of cost. The higher level of media coverage is, the lower the stickiness of cost is. Distinguishing different information environment, the above effect mainly exists in firms with bad information environment, and does not exist in good information environment. The additional tests show that the effect of different types of media coverage is different. The effect of politically oriented media on stickiness of cost is strong, while the effect of commercially oriented media is weak. Consistent with the findings about information environment, the restrain effect of media coverage exists mainly in firms with weak internal control. This paper confirms the positive effect of media coverage on stickiness of cost, and incorporates media coverage into the framework of determinates of firm's stickiness of cost.

**Key Words:** stickiness of cost; media coverage; information environment; corporate governance

**JEL Classification:** G30 G21 D21

[责任编辑:王燕梅]