



风险视角下的经济政策 不确定性与企业成本粘性研究

王菁华¹, 茅宁²

1 南京审计大学 会计学院, 南京 211815

2 南京大学 商学院, 南京 210093

摘要:经济政策不确定性既会影响宏观经济和社会发展,也会对微观企业行为决策产生显著影响。相对于发达国家,处于转型期的中国面临的经济政策不确定性尤为突出。已有研究成果集中于对经济政策不确定性与企业投资、融资和现金持有关系的探讨,忽略了经济政策不确定性是否以及如何影响企业成本粘性。

企业成本决策是企业管理的重要内容,也是影响企业投入、产出和经济效益的关键因素。在此背景下,基于构建风险和不确定性分析框架,以1999年至2016年中国沪、深两市A股上市非金融企业为样本,运用Stata 14.0和多元回归分析方法,系统探讨并检验经济政策不确定性对企业成本粘性的影响,并进一步考察企业战略类型和财务弹性对经济政策不确定性与成本粘性之间关系的调节效应。

研究表明,经济政策不确定性的增加导致企业成本粘性显著下降,说明面临高不确定性时,企业采用风险对冲策略规避潜在危机。进一步研究发现,当面临外部经济政策不确定性增加时,不同风险特征的企业表现出差异化的成本决策行为。不同战略类型的企业具有差异化的发展模式和风险态度,在战略进取型企业样本组中,经济政策不确定性对企业成本粘性没有明显作用;而当企业财务弹性较低时,经济政策不确定性与企业成本粘性的负向关系更加显著。更换变量测量方法、控制其他影响因素后,研究结果仍然成立。

研究结果证实了经济政策不确定性对企业成本性态的影响,表明成本粘性是企业考虑外部环境不确定性、企业自身战略定位和财务弹性情况的综合决策结果;进一步加深了对经济政策不确定性与企业决策行为关系的理解,丰富了成本粘性动因识别的研究,为企业推进成本管理决策等提供理论依据和实践参考。

关键词:经济政策不确定性;成本粘性;企业风险;企业战略;财务弹性

中图分类号:F275

文献标识码:A

doi:10.3969/j.issn.1672-0334.2021.01.007

文章编号:1672-0334(2021)01-0082-15

引言

经济政策不确定性是外部环境不确定性的主要构成之一,学术界和实业界对其宏观和微观层面的影响后果给予了广泛关注并进行了大量的讨论。已有研究发现,经济政策不确定性持续增加不仅不利

于宏观经济发展^[1],还导致权益市场中金融资产较高的风险溢价和较大的波动幅度^[2-3]。此外,经济政策不确定性增加产生了企业的融资难度和债务成本^[4-5],削弱了企业的投资水平和研发支出^[6-8]。为抵御不确定性冲击,企业风险规避动机较强,表现为

收稿日期:2018-01-15 **修返日期:**2019-09-08

基金项目:国家自然科学基金(72002105);江苏省高校人文社会科学研究项目;江苏高校优势学科建设工程资助项目

作者简介:王菁华,管理学博士,南京审计大学会计学院讲师,研究方向为公司金融、企业风险承担和企业避税等,代表性学术成果为“企业风险承担研究述评及展望”,发表在2015年第12期《外国经济与管理》,E-mail:18362913653@163.com

茅宁,工学博士,南京大学商学院教授,研究方向为公司治理、公司金融和组织行为等,主持国家自然科学基金项目“财务柔性、管理者战略选择与企业可持续成长”(71372031),E-mail:maong@nju.edu.cn

持有更多现金^[9],采取谨慎而保守的管理层变更决策^[10]。然而,已有研究集中于企业投资、融资等决策,忽视了企业成本决策。客观而言,成本管理直接影响企业成本和费用、经济效益和企业盈利状况,是经营过程中需注意的重要环节。成本粘性体现为企业成本与业务量的非对称依存变化关系^[11],既是成本管理的直接结果,也是外部经济风险作用下,行业属性、企业资产特征和高管决策行为形成的经营风险的具体体现^[12]。因此,经济政策不确定性很可能影响企业成本粘性。特别地,中国仍处于发展和转型阶段,经济政策不确定性对企业经营的影响比发达经济体更为明显和突出,基于中国制度环境的研究具有必要性和现实意义。

因此,本研究基于风险特征和企业行为决策的视角和分析框架,逻辑推导经济政策不确定性对企业在成本管理战略中的应对策略,并进一步考察不同战略类型和财务弹性对经济政策不确定性与企业成本粘性之间关系的调节效应。本研究有助于更好地理解成本管理行为,对优化企业成本决策、改善企业生产效率和提升企业竞争力等方面具有重要启示意义。

1 相关研究评述

1.1 经济政策不确定性

理论和实践均表明,政府可以通过制定和实施经济政策实现调控宏观经济运行、引导企业经营走向的目的^[1]。在这个过程中,政策不透明性和无法预测的特点形成了经济政策不确定性^[2]。由于信息不对称和有限理性的存在,企业并不能准确了解政府意愿,也很难及时获取政府政策的动态走向^[2],导致其面临一定程度的经济政策不确定性^[13-14]。

BAKER et al.^[1]通过构建反映世界各大经济主体的经济政策不确定性指数,研究并证实经济政策不确定性与GDP和就业率等宏观经济变量之间存在负相关关系。该指数基于分析媒体对经济政策不确定性的关注度推断企业和个体决策时面临的不确定性程度,并运用大量的证据验证该指数的有效性。经济政策不确定性指数较为客观全面地反映了企业面临的不确定性程度,得到了较为广泛的应用^[8-10]。PÁSTOR et al.^[2-3]发现,经济政策不确定性增加带来较高的金融资产风险溢价和较大的股价波动幅度。具体到企业层面,经济政策不确定性增加,企业未来经营风险和流动性短缺可能性增大^[6],预防性动机导致企业削减资本投资和研发支出^[8],持有更多现金并采取稳健的管理层变更决策^[9-10],以抵御外部不确定性的潜在冲击。

综上所述,①已有研究集中于经济政策不确定性与企业投资行为和现金持有等方面之间的关系,鲜有涉及成本决策。②中国正处于经济转型期,政策变动较频繁^[9],企业对政府政策具有很高的依赖性,这决定了经济政策不确定性对中国企业决策的影响更加明显^[10]。因此,有必要探究中国背景下经

济政策不确定性是否以及如何影响企业成本决策。

1.2 企业成本粘性

成本粘性是企业成本性态范畴中的重要内容,本质上反映了管理者对已有资源配置现状进行动态调整的决策行为。ANDERSON et al.^[11]证实了成本粘性的存在,认为成本与收入的关系并非体现为传统成本习性描述的对称变化,而是存在升降的非对称现象,即成本粘性。成本随业务量上升时增加的幅度大于随业务量下降时减少的幅度,即企业成本存在粘性现象。成本粘性的影响因素可以归纳为3个方面。①调整成本。企业收入降低导致的业务下调成本大于收入增加带来的业务上调成本^[15],使管理层在企业收入下降时宁愿保持现有规模,而不愿同比例下调资源投入^[16],造成所谓的成本粘性。关注不同资源类型,固定资产、劳动力和核心资产的调整成本更高,企业成本粘性现象更为明显^[17-19]。②管理者预期。当宏观经济增长较快或企业所属行业为成长型行业时^[11,20],管理者对未来持有乐观预期,更愿意将企业收入下滑看作暂时性现象,不会立刻削减现有资源,从而导致成本粘性。另有研究发现,高管变更通过影响管理层预期,进一步加剧了成本粘性^[21]。③代理问题。CHEN et al.^[22]从代理问题角度阐述了成本决策偏离最优资源配置的结果,认为由于公司两权分离导致的代理问题会诱使管理层进行机会主义,如采取帝国构建、在职消费等攫取个体私利而损害股东价值的行为,当企业业务量下降时,管理层更倾向维持冗余资源,从而导致成本粘性现象。

上述研究一定程度上解释了成本粘性现象,但内容相对分散且集中于企业内部。近几年,越来越多的学者将分析视角拓展至外部环境层面,并尝试深入挖掘成本粘性的本质内涵。LI et al.^[23]发现,外部产品市场竞争程度可以作用于企业成本粘性。激烈的市场竞争有助于缓解企业内部代理问题,在提高管理决策效率的同时降低了企业成本粘性^[24];另外,外部行业竞争也有利于管理层及时执行清算期权^[25],从而降低企业成本粘性。企业较高的供应商集中度和供应商波动情况也会通过信息途径和治理机制影响企业成本粘性^[26]。由此可见,只从定义来理解成本粘性是不够的。作为行业属性、资产特征和管理者决策形成的企业经营风险的集中体现^[12],企业成本粘性不可避免地受到外部经营环境的影响。例如,面对外部需求不确定性和财务风险,理性管理者会采取业务外包、租赁设备和雇佣合同工等风险转移策略降低生产成本,达到提升决策灵活性的目的^[27]。政策波动构成了企业经营的另一种风险,紧缩的货币政策不仅增加了企业持有资源的保留成本,也相应减少了削减资源的调整成本,导致企业成本粘性下降^[28]。

综上所述,已有研究从多个视角分析企业成本粘性的影响因素,但鲜有研究从外部不确定性视角关注经济政策不确定性对企业成本粘性的作用。与已有研究相比,本研究基于以下3点进行研究。①基

于风险和不确定性视角,考察经济政策不确定性与企业成本粘性的关系。通过分析风险特征和属性,阐述企业经营过程中面临的差异化风险类型及彼此间的关系,深入研究经济政策不确定性对企业成本粘性的影响结果和作用机制。②关注经济政策不确定性对企业成本粘性影响的情景因素,进一步考察战略类型和财务弹性对两者关系的调节作用。③采用经济政策不确定性指数测量经济政策不确定性,该指数基于经济政策的不确定性编制,可以满足量化研究的需求。

2 理论分析和研究假设

2.1 风险视角下的经济政策不确定性与企业成本粘性

基于风险特征构建企业风险管理和行为决策的分析框架,以考察经济政策不确定性下企业在成本管理战略中的应对策略。为更好的实现上述目标,首先阐述研究中涉及的风险特征名词和相关概念,以理清逻辑关系。风险是客观存在的,既代表机遇也蕴含危险,本质为一种不确定性^[29]。相对而言,风险具有可测量性,而不确定性则较为宽泛,为方便描述,本研究不对风险和不确定性进行区分。根据风险的特质和来源,将风险分为3类,即由外部环境不确定性导致的经济风险(宏观层面)、由企业固定经营成本形成的营运风险(微观层面)、企业负债固定利息支出形成的财务风险。其中,经济风险是企业无法规避的系统性风险,营运风险和财务风险属于企业层面可规避的非系统性风险,经济风险和营运风险的累积构成了企业经营风险。适当的风险有助于企业把握发展机会创造价值^[30],但若风险水平超过企业可承受的阈值,轻则阻碍企业日常运营,重则可能导致企业破产清算^[31]。企业权衡不同风险类型和程度,将风险控制在合理范围内尤为必要。风险属性分类及彼此关系的分析见图1。

经济政策不确定性源于频繁变化的经济政策和政策在实施过程中的难以预测性,从本质来看,经济政策不确定性综合反映了外部宏观环境中无法避免的系统性经济风险。企业成本粘性不仅对运营风

险,更体现了在宏观经济波动背景下,整合企业所属行业特性、资产属性以及管理者行为决策等多种因素的经营风险^[12]。基于风险分析框架,嵌入市场的经济主体可承受的总风险量一定,在面临不可避免的外部经济风险时会采取风险对冲策略^[10]。企业成本粘性从根本上反映了企业管理层对现有资源配置的结果以及动态调整的决策行为,不仅是企业采取相应成本决策后的应对结果,也是企业实现风险对冲的重要手段和有效方式^[32]。①经济政策不确定性增加,企业无法准确预知并判断未来经济政策行情和市场走向,倾向于通过减少高风险经营活动和提升决策灵活性来对冲外部潜在风险^[27],在成本决策上体现为削减成本,表现为企业成本粘性降低。②经济政策不确定性增加意味着外部环境的波动和不稳定性,一定程度上提高了企业未来经营不确定性和陷入困境的可能性,有可能导致管理者产生较为悲观的预期。在此逻辑下,面对业务量下降,管理层会快速减少资源投入;而面对业务量增加,则更不愿意大力增加投入,表现为企业成本粘性的降低。③经济政策不确定性增加提高了企业整体决策风险。基于企业总风险阈值给定的前提,权衡不同风险类型特点和风险水平高低,管理层通过降低成本粘性以降低营运风险,即采用风险对冲策略以规避内外部风险叠加带来的不利影响^[32]。因此,本研究提出假设。

H₁ 在其他条件不变的情况下,经济政策不确定性越大,企业成本粘性越低。

2.2 经济政策不确定性、企业战略类型与企业成本粘性

企业战略是企业综合考虑外部环境、内在优势和不足等因素后制定的系统性发展模式,不仅反映了企业的长期导向和愿景,也决定了企业当前和未来资源的配置模式、投入规模和增减程度。差异化的企业战略类型导致了差异化的成本决策行为^[33]。

根据BENTLEY et al.^[33]和MILES et al.^[34]的研究,关注最具代表性的两类企业战略类型,即战略进取型和战略防御型。战略类型不同的两类企业在目标导向、决策行为和运营模式等方面体现出差异性,对于

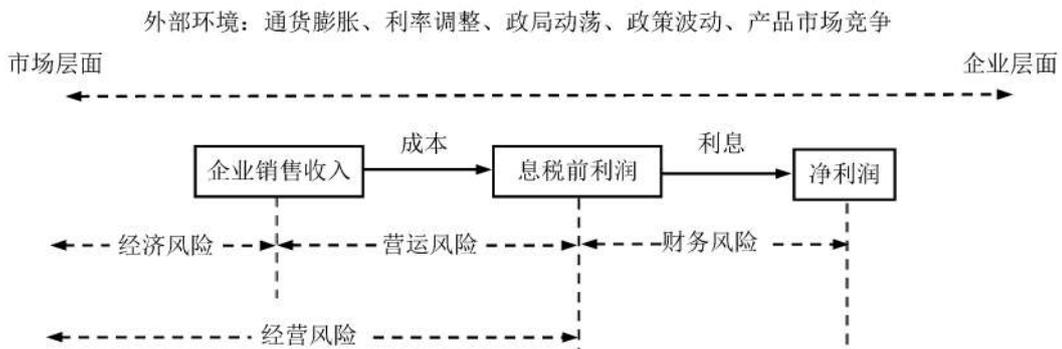


图1 不同风险类型及彼此之间的关系

Figure 1 Different Types of Risk and Their Relationships

成本和风险的态度也有明显不同。①战略进取型企业以追求高成长性为目标导向,通过研发费用、广告费用、人力资源培训和顾客关系管理等大量的资源投入满足新技术和新产品的研发需要,力求最大程度扩大市场分额并把握未来发展机会^[35]。新产品在提升企业核心竞争力的同时,其较高的专用性资源投入也增加了企业的调整成本,从而造成较高水平的成本粘性^[36]。另外,战略进取型企业的管理者对未来持有乐观预期,认为如果当期缩减规模、裁减人员,一旦未来市场需求旺盛,需要重新购置资产和雇请人员,无法及时应对复苏的市场需求,无疑会导致更大的损失。因此,面对经济政策不确定性增加,战略进取型企业不愿削减成本,表现出较高等度的成本粘性^[35]。②战略防御型企业决策行为更加稳健和保守,关注效率且倾向于避免不确定性。此类企业较多采用固定的产品线,通过市场渗透和成本管理等有效手段实现基本收益和稳定成长^[34]。即战略防御型企业采取的是低成本战略,通过管控成本和规模生产降低企业成本^[24],进一步获取产品市场竞争优势。因此,进取型和防御型两类企业战略使经济政策不确定性对企业成本粘性的影响不同。战略进取型企业风险厌恶程度较低,在经济政策不确定性增加时,即使面临销售业绩下滑,出于企业未来发展和市场分额的需要,可能维持现有规模而不削减成本,即在战略进取型企业中经济政策不确定性对企业成本粘性没有显著的降低作用。战略防御型企业具有更高的风险厌恶和规避倾向,在经济政策不确定性较高的环境中,当业务量增加时,企业更可能会推迟投入或降低投入水平;当业务量下降时,则会快速削减成本支出以对冲风险,企业成本粘性相应降低。因此,本研究提出假设。

H_{2a} 在其他条件不变的情况下,当企业为战略进取类型时,经济政策不确定性增加不会降低企业成本粘性;

H_{2b} 在其他条件不变的情况下,当企业为战略防御类型时,经济政策不确定性增加,企业成本粘性显著下降。

2.3 经济政策不确定性、财务弹性与企业成本粘性

企业经营决策受到环境、资源和能力的共同作用,面对经济政策不确定性,企业根据自身资源多少来调整并制定决策以适应外部变化。本研究关注企业资源中较为核心的组成部分,即财务资源。财务弹性反映了企业调动财务资源来采取行动以及应对不确定性的能力^[37],一定的财务弹性满足了企业决策的灵活程度,使企业可以采取有效措施来应对风险或把握机遇^[38]。面对经济衰退和外部环境的动荡,较高的财务弹性使企业能够及时调整投资行为和成本决策,从而起到一定的缓冲作用,即企业抵御外部风险的能力较强。相反,低财务弹性的企业受到资源约束和限制,出现偿债风险和融资风险的可能性更大。综上所述,财务弹性对经济政策不确定性与企业成本粘性关系的影响体现在两个方面。①

较低的财务弹性提升了企业筹集资金进行扩大生产的难度。当业务量下降时,受限于已有资源储备,保持现有业务规模的机会成本增加,导致企业不得不削减现有生产水平,体现为企业成本粘性降低。②基于风险视角,低财务弹性蕴含高财务风险。外部经济不确定性增加促使企业采取合理的风险管控措施,权衡风险种类并调整决策行为,体现为通过降低成本粘性来降低企业经营风险,将总风险控制的企业可承受范围内。因此,本研究提出假设。

H_{3a} 在其他条件不变的情况下,财务弹性较高时,经济政策不确定性增加不会降低企业成本粘性;

H_{3b} 在其他条件不变的情况下,财务弹性较低时,经济政策不确定性越大,企业成本粘性越低。

3 数据来源和研究设计

3.1 数据来源

本研究采用1999年至2016年中国A股上市企业为初始研究样本,数据来自于CSMAR数据库和Wind数据库。根据需要进行如下处理:剔除金融类企业,剔除ST和ST*等非正常企业,剔除关键变量指标缺失和存在异常值的企业,剔除当年资产小于负债的企业,剔除销售费用与管理费用之和大于营业收入的企业。经过上述步骤,最终获得24 110个样本观测值。为防止异常值干扰研究结果,对所有连续变量在1%和99%水平上进行winsorize缩尾处理。

3.2 变量定义

(1)因变量:企业成本粘性

企业成本粘性反映了企业成本在业务量上升时增加的幅度大于业务量下降时减少的幅度,在实证中采用企业收入变化幅度与企业成本变化幅度的相对关系来刻画成本粘性。对于企业成本粘性中成本的测量方法主要有3种,分别为企业营业成本、企业销售费用与管理费用之和、企业营业成本与销售费用和管理费用之和。虽稍有区别,但不同方法得到的结论通常是一致的。参考ANDERSON et al.^[11]的研究,本研究采用第2种方法测量企业成本,即采用企业销售费用和管理费用之和的变化幅度相对于收入的变化幅度测量成本粘性。具体而言,以企业当年销售费用和管理费用之和与上年销售费用和管理费用之和的比值的对数测量成本变化幅度,以企业当年营业收入与上年营业收入比值的对数测量收入变化幅度。

(2)自变量:经济政策不确定性

本研究采用BAKER et al.^[11]开发的中国经济政策不确定性指数测量经济政策不确定性(Epu),该指数是根据权威媒体对经济政策不确定性的报道情况而构建的月度数据。遵循现有方法,分别采用当年经济政策不确定性所有月份指数的均值和当年经济政策不确定性12月份的指数构建其年度指标。绘制1999年至2016年经济不确定性指数走势图,以直观体现经济政策不确定性程度,见图2。图2中指数的峰值与中国重要的政策性事件相吻合,且与已有研究

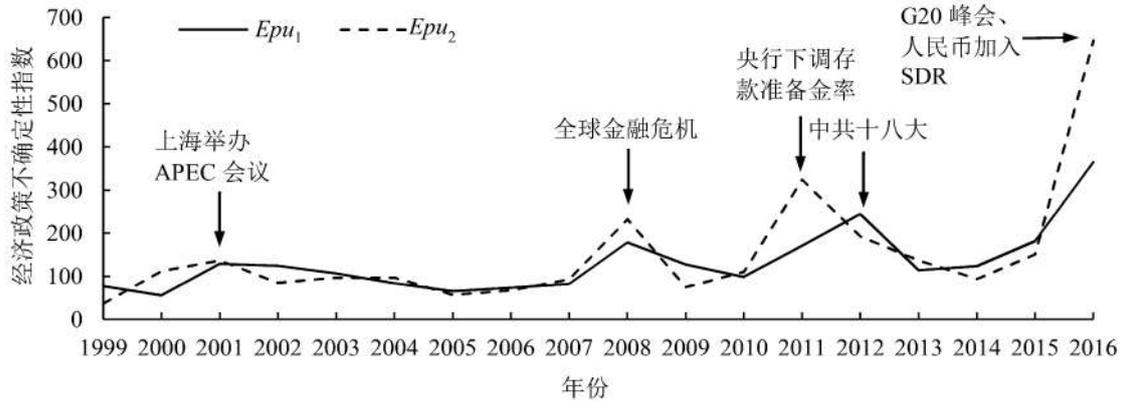


图2 中国经济政策不确定指数

Figure 2 Economic Policy Uncertainty Index in China

中的走势基本相符^[9],说明该指数可以较好地反映中国经济政策不确定性程度^[10]。

(3) 调节变量

①企业战略类型。借鉴 BENTLEY et al.^[33]的研究,采用6个指标构建企业战略类型指数,即企业过去5年无形资产与营业收入比值的均值、企业过去5年员工人数与营业收入比值的均值、企业过去5年营业收入增长率的均值、企业过去5年销售费用与营业收入比值的均值、企业过去5年员工人数的标准差、企业过去5年固定资产与总资产比值(资产密集度)的均值。分行业、分年度对前5个指标从低到高、第6个指标从高到低分为5等分,分别赋值1~5。将6个指标的取值加总,总分处于24~30的样本为战略进取型企业;总分处于6~12的样本为战略防御型企业。②财务弹性。借鉴 ARSLAN-AYAYDIN et al.^[39]的研究,采用单指标测量财务弹性,以行业平均负债率减去企业负债率测量。财务弹性数值越大,意味着财务弹性越高,企业应对未来不确定性的财务能力也越强,相对应的财务风险越低。

(4) 控制变量

借鉴 ANDERSON et al.^[11]的基本模型,选取4个因素指标作为控制变量,①经济增长率;②资本密集度;③员工密集度;④企业收入变动的虚拟变量,引入本年营业收入小于上年营业收入的虚拟变量和企业营业收入连续两年下降的虚拟变量。同时控制了年份、行业和地区固定效应。各变量的计算方法和说明见表1。

3.3 模型构建

借鉴 ANDERSON et al.^[11]的研究,本研究构建多元回归模型,以检验经济政策不确定性对企业成本粘性的影响。为检验 H_1 ,即经济政策不确定性与企业成本粘性的关系,构建模型为

$$Sga_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Rev_{i,t} + \beta_2 Rev_{i,t} \cdot D_{i,t} + \beta_3 Epu_{i,t} + \beta_4 Rev_{i,t} \cdot D_{i,t} \cdot Epu_{i,t} + \sum \beta_j Cva_{i,t} +$$

$$\sum \beta_k Rev_{i,t} \cdot D_{i,t} \cdot Cva_{i,t} + \sum Yea + \sum Ind + \sum Prov + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, Cva 为控制变量,包括 GDP 、 AI 、 EI 和 Dsu ; β_0 为截距项; $\beta_1 \sim \beta_4$ 、 β_j 和 β_k 为回归系数, $j = 5, \dots, 8, k = 9, \dots, 12$; ε 为残差项。 β_1 反映营业收入增加时成本增加的程度, β_2 反映当年营业收入小于上年营业收入的情况下,营业收入下降导致的成本下降程度。当营业收入增加时, $D=0$,表示营业收入每增加1%会带来企业成本增加 $\beta_1\%$;当营业收入下降时, $D=1$,表示营业收入每下降1%会导致企业成本降低 $(\beta_1 + \beta_2)\%$ 。因此, $(\beta_1 + \beta_2)$ 测量营业收入减少时企业成本的变化幅度。若 β_2 小于0,表明企业收入上升带来的企业成本上升幅度大于收入下降带来的成本下降幅度 $(\beta_1\% + \beta_2\%)$,即可证明企业存在成本粘性现象。 β_3 测量经济政策不确定性对企业成本粘性的影响,若显著为正,表明经济政策不确定性越大,企业成本粘性越低。 ε 反映了其他未引入实证模型方程的因素对成本变动的影响。回归过程中,按企业进行聚类回归以获得稳健标准误。

为检验 H_{2a} 和 H_{2b} ,即企业战略类型对经济政策不确定性与企业成本粘性关系的调节作用,采用战略进取型和战略防御型两类分别对(1)式进行回归分析。为检验 H_{3a} 和 H_{3b} ,即企业财务弹性对经济政策不确定性与企业成本粘性关系的调节作用,将企业负债率低于行业平均水平时定义为高财务弹性,企业负债率高于行业平均水平时定义为低财务弹性,采用高财务弹性和低财务弹性数据分别对(1)式进行回归分析。

4 实证结果分析

4.1 描述性统计

表2给出主要变量的描述性统计结果。由表2可知, Sga 的均值为0.145, Rev 的均值为0.127, $Epu1$ 的均值为1.583, 标准差为0.832; $Epu2$ 的均值为1.896, 标

表1 变量定义
Table 1 Definition of Variables

| 变量类型 | 变量符号 | 变量名称 | 变量定义 |
|------|-------------|---------------------|--|
| 因变量 | <i>Sga</i> | 成本变化幅度 | 当年销售费用和管理费用之和与上年销售费用和管理费用之和的比值的对数 |
| | <i>Rev</i> | 收入变化幅度 | 当年营业收入与上年营业收入比值的对数 |
| 自变量 | <i>Epu1</i> | 经济政策不确定性 | 当年经济政策不确定性指数 12 个月的均值 |
| | <i>Epu2</i> | 经济政策不确定性 | 当年 12 月份经济政策不确定性指数 |
| 调节变量 | <i>Pro</i> | 战略进取型企业 | 借鉴 BENTLEY et al. ^[33] 的研究,计算方法见 3.2(3) |
| | <i>Def</i> | 战略防御型企业 | 借鉴 BENTLEY et al. ^[33] 的研究,计算方法见 3.2(3) |
| | <i>FF</i> | 财务弹性 | 行业平均负债率减去企业负债率 |
| 控制变量 | <i>GDP</i> | 经济增长率 | 当年全国 <i>GDP</i> 增长率 |
| | <i>AI</i> | 资本密集度 | 年末资产总额与营业收入的比值 |
| | <i>EI</i> | 员工密集度 | 员工数量与营业收入的比值 |
| | <i>D</i> | 本年营业收入小于上年营业收入的虚拟变量 | 若当年营业收入低于上年营业收入取值为 1,否则取值为 0 |
| | <i>Dsu</i> | 企业营业收入连续两年下降的虚拟变量 | 若营业收入连续两年下降取值为 1,否则取值为 0 |
| | <i>Yea</i> | 年份 | 虚拟变量,根据不同年份设置 |
| | <i>Ind</i> | 行业 | 虚拟变量,根据证监会行业分类指引设置 |
| | <i>Prov</i> | 地区 | 虚拟变量,根据企业所在省份设置 |

表2 变量的描述性统计结果

Table 2 Results for Descriptive Statistics of Variables

| 变量 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 中位数 | 最大值 |
|-------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| <i>Sga</i> | 0.145 | 0.293 | -0.797 | 0.128 | 1.265 |
| <i>Rev</i> | 0.127 | 0.341 | -1.046 | 0.115 | 1.582 |
| <i>Epu1</i> | 1.583 | 0.832 | 0.650 | 1.244 | 3.648 |
| <i>Epu2</i> | 1.896 | 1.662 | 0.572 | 1.369 | 6.469 |
| <i>Pro</i> | 0.049 | 0.215 | 0 | 0 | 1 |
| <i>Def</i> | 0.063 | 0.243 | 0 | 0 | 1 |
| <i>FF</i> | -0.015 | 0.202 | -0.850 | -0.008 | 0.616 |
| <i>GDP</i> | 8.945 | 1.979 | 6.700 | 9.100 | 14.200 |
| <i>AI</i> | 2.543 | 2.429 | 0.385 | 1.861 | 18.158 |
| <i>EI</i> | 0.021 | 0.024 | 0.001 | 0.014 | 0.150 |
| <i>D</i> | 0.285 | 0.451 | 0 | 0 | 1 |
| <i>Dsu</i> | 0.122 | 0.327 | 0 | 0 | 1 |

注:样本量为24 110。

准差为1.662。表明中国在研究阶段内经济政策不确定性的波动性相对较高。*Pro*的均值为0.049,说明约有4.900%的样本属于进取型企业;*Def*的均值为0.063,表明6.300%的样本为战略防御型企业。*FF*的均值为-0.015,最大值为0.616,最小值为-0.850,表明不同企业的财务弹性水平具有较大差异性。总样本中,*D*的均值为0.285,表明当年营业收入小于上年营业收入的样本占总体的28.500%;*Dsu*的均值为0.122,说明大约有12.230%样本企业的营业收入连续两年下滑。

4.2 回归结果分析

(1) 经济政策不确定性对企业成本粘性的影响

对(1)式进行回归,表3给出经济政策不确定性与企业成本粘性的回归结果。(1)列检验企业是否存在成本粘性,模型中加入控制变量、年度固定效应和行业固定效应;(2)列在(1)列的基础上,加入以年度均值测量的经济政策不确定性指标;(3)列在(2)列的基础上,进一步控制地区固定效应;(4)列中,将经济政策不确定性的测量指标更换为当年第12个月的数值,并控制年度固定效应和行业固定效应;(5)列在(4)列的基础上,进一步加入地区固定效应。同时,在(3)列和(5)列的检验中,将样本在企业层面

表3 经济政策不确定性与企业成本粘性的回归结果
Table 3 Regression Results for Economic Policy Uncertainty and Firm Cost Stickiness

| 变量 | Sga | | | | |
|-------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| <i>Rev</i> | 0.449*** (63.443) | 0.448*** (63.503) | 0.449*** (31.986) | 0.448*** (63.470) | 0.449*** (31.969) |
| <i>Rev·D</i> | -0.200*** (-3.839) | -0.573*** (-6.828) | -0.583*** (-4.432) | -0.319*** (-5.058) | -0.328*** (-3.227) |
| <i>Epu1</i> | | -0.002 (-0.466) | -0.002 (-0.483) | | |
| <i>Epu2</i> | | | | 0.001 (-0.711) | -0.001 (-0.769) |
| <i>Rev·D·Epu1</i> | | 0.101*** (5.755) | 0.102*** (3.813) | | |
| <i>Rev·D·Epu2</i> | | | | 0.027*** (3.507) | 0.027** (2.470) |
| <i>GDP</i> | 0.079*** (11.739) | 0.068*** (7.704) | 0.069*** (6.085) | 0.070*** (8.917) | 0.072*** (6.718) |
| <i>AI</i> | 0.001 (0.682) | 0.0009 (0.382) | 0.001 (0.467) | 0.0009 (0.400) | 0.001 (0.479) |
| <i>EI</i> | -0.124 (-1.264) | -0.138 (-1.437) | -0.111 (-0.812) | -0.144 (-1.491) | -0.117 (-0.850) |
| <i>Dsu</i> | -0.024*** (-3.328) | -0.026*** (-3.544) | -0.024** (-3.117) | -0.025*** (-3.506) | -0.024*** (-3.082) |
| <i>Rev·D·GDP</i> | 0.006 (1.099) | 0.031*** (4.443) | 0.031*** (2.810) | 0.014** (2.442) | 0.015 (1.491) |
| <i>Rev·D·AI</i> | -0.010*** (-4.395) | -0.011*** (-4.697) | -0.011** (-2.520) | -0.011*** (-4.598) | -0.011** (-2.463) |
| <i>Rev·D·EI</i> | -1.762*** (-6.394) | -1.648*** (-5.961) | -1.600** (-2.760) | -1.707*** (-6.171) | -1.659*** (-2.856) |
| <i>Rev·D·Dsu</i> | 0.072*** (2.937) | 0.064*** (2.623) | 0.068* (1.661) | 0.066*** (2.697) | 0.069* (1.703) |
| 截距项 | -0.472*** (-9.438) | -0.379*** (-5.318) | -0.390*** (-4.630) | -0.397*** (-6.603) | -0.407*** (-5.391) |
| <i>Yea</i> | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>Ind</i> | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>Prov</i> | 不控制 | 不控制 | 控制 | 不控制 | 控制 |
| 按企业聚类 | 否 | 否 | 是 | 否 | 是 |
| 样本量 | 24 110 | 24 110 | 24 110 | 24 110 | 24 110 |
| 调整 R^2 | 0.227 | 0.227 | 0.228 | 0.226 | 0.227 |

注:括号中数据为*t*值;***为在1%水平上显著,**为在5%水平上显著,*为在10%水平上显著,下同。

上进行聚类回归。(1)列的回归结果表明,*Rev·D*的回归系数为-0.200,在1%水平上显著,表明中国上市企业中存在成本粘性现象。(2)列和(4)列中,*Rev·*

*D·Epu1*和*Rev·D·Epu2*的回归系数显著为正;(3)列和(5)列中,*Rev·D·Epu1*和*Rev·D·Epu2*的回归系数仍然显著为正。表明其他条件不变时,较高的经济政策不

确定性降低企业成本粘性, H_1 得到验证。

由控制变量的回归结果可知, $Rev \cdot D \cdot AI$ 和 $Rev \cdot D \cdot EI$ 的回归系数显著为负, 表明固定资产比例较高和员工占比较大的企业具有更高的企业成本粘性, 与已有研究结论一致^[14], 同时还说明更大的调整成本对企业成本粘性具有加剧的作用。 $Rev \cdot D \cdot Dsu$ 的回归系数显著为正, 表明企业营业收入连续下降更容易使管理层对未来持有悲观预期, 缓解了企业成本粘性。

(2) 企业战略类型对经济政策不确定性与企业成本粘性关系的影响

在(1)式的基础上, 本研究按照企业战略类型将样本分为两组, 表4给出不同企业战略类型下, 经济政策不确定性对企业成本粘性的实证回归结果, (1)列和(3)列为进取型战略类型下经济政策不确定性对企业成本粘性的影响, (2)列和(4)列为防御型战略类型下经济政策不确定性对企业成本粘性的影响。由(1)列和(3)列的结果可知, $Rev \cdot D \cdot Epu1$ 和 Rev

$\cdot D \cdot Epu2$ 的回归系数均不显著, 即经济政策不确定性的增加没有降低战略进取型企业的成本粘性, 说明战略进取型企业具有追逐利润的长期导向, 面对经济政策不确定性时, 风险承受和容忍度更高, 更具有保持现有成本规模以获得未来形势好转时快速恢复的能力^[37], H_{2a} 得到验证。(2)列和(4)列的结果表明, $Rev \cdot D \cdot Epu1$ 和 $Rev \cdot D \cdot Epu2$ 的回归系数均在10%及以上水平上显著为正, 但 $Rev \cdot D$ 均不显著, 不足以验证 H_{2b} 。回归中样本量有一定下降, 是由于在计算企业战略类型时存在以下情况: ①采用5年滚动的计算方法计算战略指数, 导致损失一部分样本; ②计算战略类型指数时, 部分关键变量指标缺失导致样本量损失较大。

(3) 企业财务弹性对经济政策不确定性与企业成本粘性关系的影响

在(1)式的基础上, 本研究按照企业负债率和行业负债率的平均水平将样本分为高财务弹性和低财务弹性两组, 高财务弹性组有11 650个样本, 低财务弹性组有12 460个样本。表5给出不同程度的企业财务弹性情景下, 经济政策不确定性对企业成本粘性

表4 经济政策不确定性、企业战略与企业成本粘性的回归结果

Table 4 Regression Results for Economic Policy Uncertainty, Firm Strategy and Firm Cost Stickiness

| 变量 | Sga | | | |
|-------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|
| | (1)Pro | (2)Def | (3)Pro | (4)Def |
| Rev | 0.478*** (11.775) | 0.180*** (3.546) | 0.478*** (11.797) | 0.180*** (3.543) |
| Rev·D | -0.418 (-0.418) | -0.031 (-0.116) | 0.268 (0.357) | 0.108 (0.512) |
| Epu1 | -0.004 (-0.394) | 0.0003 (0.030) | | |
| Epu2 | | | -0.003 (-0.713) | 0.001 (0.165) |
| Rev·D·Epu1 | 0.123 (0.919) | 0.080* (1.930) | | |
| Rev·D·Epu2 | | | 0.002 (0.036) | 0.034** (2.068) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Yea | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Ind | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Prov | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 样本量 | 1 171 | 1 513 | 1 171 | 1 513 |
| 调整 R ² | 0.389 | 0.151 | 0.387 | 0.151 |

注: 括号中数据为经过企业层面聚类调整后的t值, 下同。

表5 经济政策不确定性、财务弹性与企业成本粘性的回归结果

Table 5 Regression Results for Economic Policy Uncertainty, Financial Flexibility and Firm Cost Stickiness

| 变量 | Sga | | | |
|-------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
| | (1)高FF | (2)低FF | (3)高FF | (4)低FF |
| Rev | 0.449*** (21.733) | 0.448*** (24.287) | 0.449*** (21.737) | 0.448*** (24.232) |
| Rev·D | -0.234 (-1.400) | -0.942*** (-4.872) | -0.129 (-0.984) | -0.564*** (-3.918) |
| Epu1 | -0.008 (-1.361) | 0.003 (0.427) | | |
| Epu2 | | | -0.003 (-1.596) | 0.001 (0.323) |
| Rev·D·Epu1 | 0.030 (0.887) | 0.165*** (4.227) | | |
| Rev·D·Epu2 | | | 0.002 (0.132) | 0.052*** (3.372) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Yea | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Ind | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Prov | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 样本量 | 11 650 | 12 460 | 11 650 | 12 460 |
| 调整 R ² | 0.275 | 0.203 | 0.274 | 0.202 |

影响的实证结果, (1)列和(3)列检验高财务弹性情况下经济政策不确定性对企业成本粘性的影响, (2)列和(4)列检验低财务弹性情况下经济政策不确定性对企业成本粘性的影响。(1)列和(3)列结果表明, $Rev \cdot D \cdot Epu_1$ 和 $Rev \cdot D \cdot Epu_2$ 的回归系数均不显著, 表明企业财务弹性较高时, 经济政策不确定性增加不会降低企业成本粘性, H_{3a} 得到验证。由(2)列和(4)列结果可知, $Rev \cdot D \cdot Epu_1$ 和 $Rev \cdot D \cdot Epu_2$ 的回归系数均在1%水平上显著为正, 即企业财务弹性较低时, 经济政策不确定性增加, 企业成本粘性显著降低, H_{3b} 得到验证。究其原因, 当企业财务弹性水平较高时, 企业通过调整成本决策以对冲风险的动机较弱。而低财务弹性意味着企业面临较高财务约束和财务压力, 增加了企业潜在的财务风险, 管理者在面对外部不确定性时, 通过降低成本粘性进而降低营运风险, 从而控制整体风险水平, 实现风险管理和对冲策略。

4.3 稳健性检验

(1) 内生性问题

本研究的经济政策不确定性属于宏观层面变量, 而企业成本粘性为微观层面变量, 因此不太可能因逆向因果而产生的内生性问题, 但可能存在因遗漏变量而导致的内生性问题。对此, 本研究分别采用固定效应模型和工具变量法进行稳健性检验。表6的(1)列和(2)列给出控制年份固定效应和企业层面固定效应 (Fir) 后的回归结果, $Rev \cdot D \cdot Epu_1$ 和 $Rev \cdot D \cdot Epu_2$ 的回归系数均在5%及以上水平上显著为正, 本研究之前的结果较为稳健。对于工具变量的选择, WANG et al.^[40] 认为, 新兴国家的经济政策和汇率等宏观经济的波动与美国货币政策的出台和变更高度相关, 且美国经济政策不确定性可以影响中国经济政策不确定性, 进一步影响中国企业的决策和行为。因此, 本研究采用滞后1期的美国经济政策不确定性

表6 内生性检验的回归结果
Table 6 Regression Results for Endogenous Tests

| 变量 | Sga | | | | | | | |
|----------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 固定效应模型 | | 滞后1期的美国经济政策不确定性指数 | | 中国主要贸易7国的经济政策不确定性指数 | | 全球经济政策不确定性指数 | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
| <i>Rev</i> | 0.441*** (29.686) | 0.440*** (29.632) | 0.444*** (54.833) | 0.441*** (55.701) | 0.441*** (29.719) | 0.440*** (29.660) | 0.441*** (29.707) | 0.440*** (29.661) |
| <i>Rev · D</i> | -0.702*** (-4.939) | -0.447*** (-4.030) | -2.914*** (-3.331) | -1.301*** (-3.929) | -0.814*** (-4.461) | -0.549*** (-4.730) | -0.723*** (-4.751) | -0.552*** (-4.787) |
| <i>Epu1</i> | 0.0005 (0.112) | | 0.020 (0.952) | | -0.012** (-2.173) | | -0.014*** (-2.572) | |
| <i>Epu2</i> | | -0.0003 (-0.182) | | 0.006 (1.267) | | -0.004* (-1.919) | | -0.004* (-1.937) |
| <i>Rev · D · Epu₁</i> | 0.101*** (3.599) | | 0.693*** (2.968) | | 0.131*** (2.927) | | 0.107*** (3.157) | |
| <i>Rev · D · Epu₂</i> | | 0.027** (2.283) | | 0.213*** (2.040) | | 0.049*** (2.773) | | 0.050*** (3.142) |
| 控制变量 | 控制 |
| <i>Yea</i> | 控制 |
| <i>Fir</i> | 控制 |
| <i>Ind</i> | | | | | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>Prov</i> | | | | | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 样本量 | 24 110 | 24 110 | 23 984 | 23 984 | 23 984 | 23 984 | 23 984 | 23 984 |
| 调整 R^2 | 0.203 | 0.203 | 0.079 | 0.098 | 0.119 | 0.118 | 0.119 | 0.118 |
| F 值 | | | 12.820 | 29.690 | 745.820 | 980.650 | 2 917.540 | 1 507.57 |

指数作为中国经济政策不确定性的工具变量,这一方法被已有研究广泛采用^[41-42],并控制年份固定效应和企业层面固定效应,回归结果见表6中的(3)列和(4)列。此外,考虑到除美国之外的日本、韩国、欧洲等其他经济体的宏观经济政策不确定性也可以凭借贸易往来进一步影响中国经济政策不确定性,进而影响中国企业的行为。参考已有研究^[43-44],构建两个指标作为工具变量,一是以中国主要贸易7国(美国、日本、韩国、英国、法国、德国和意大利)的贸易额为权重,通过加权法构建经济政策不确定性指数;二是全球层面的经济政策不确定性指数。采用两阶段最小二乘法对模型进行重新回归,并控制年

份、行业、地区和企业层面的固定效应,表6的(5)列~(8)列给出回归结果。考虑到样本中有部分企业只有1年的数据,因此(3)列~(8)列的样本量为23 984个,稍有降低。无论采用何种工具变量,Rev·D·Epu1和Rev·D·Epu2的回归系数均在1%水平上显著为正,说明在控制了可能的内生性问题后,本研究结果仍成立。

(2) 经济政策不确定性指标的稳健性检验

为提升研究结果的可靠性,采用其他测量方法测量经济政策不确定性指标并进行稳健性检验,检验结果见表7。首先,考虑到同期经济政策不确定性指数可能导致变量之间存在互为因果,因此以经济政

表7 经济政策不确定性指标稳健性检验的回归结果

Table 7 Regression Results of Robustness Test for Economic Policy Uncertainty Index

| 变量 | Sga | | | | |
|--------------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 滞后1期的经济政策不确定性指数 | | 其他不确定性 | | 重要事件年份 |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| Rev | 0.470*** (33.586) | 0.468*** (33.407) | 0.437*** (29.778) | 0.437*** (29.770) | 0.500*** (33.485) |
| Rev·D | -0.233*** (-2.592) | -0.230** (-2.561) | -0.618*** (-4.600) | -0.409*** (-3.883) | -0.463*** (-3.117) |
| L.Epu1 | -0.011 (-0.731) | | 0.026*** (4.478) | | |
| L.Epu2 | | -0.010 (-0.856) | | 0.011*** (4.242) | |
| E_Mac | | | -0.498*** (-5.556) | -0.565*** (-5.443) | |
| V_sal | | | 0.174*** (2.920) | 0.175*** (2.924) | |
| D_U | | | | | -0.008 (-1.362) |
| Rev·D·L.Epu ₁ | 0.171*** (12.044) | | 0.088*** (3.305) | | |
| Rev·D·L.Epu ₂ | | 0.156*** (11.640) | | 0.024** (2.183) | |
| Rev·D·E_Mac | | | 0.126** (2.237) | 0.143** (2.514) | |
| Rev·D·V_sal | | | 0.464*** (2.606) | 0.457** (2.536) | |
| Rev·D·D_U | | | | | 0.114*** (2.926) |
| 其他控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Yea | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Ind | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Prov | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 样本量 | 22 416 | 22 416 | 22 467 | 22 467 | 15 755 |
| 调整 R ² | 0.232 | 0.231 | 0.228 | 0.222 | 0.347 |

策不确定性指数滞后1期的数据 $L.Epu1$ 和 $L.Epu2$ 替代 $Epu1$ 和 $Epu2$ 作为自变量,对(1)式重新回归,相应的样本量减少至22 416。表7的(1)列和(2)列给出回归结果, $Rev \cdot D \cdot L.Epu1$ 和 $Rev \cdot D \cdot L.Epu2$ 的回归系数均在1%水平上显著为正,研究结果保持不变。

其次,为进一步检验企业成本粘性的降低的确是由于经济政策不确定性增加而非其他不确定因素造成的,在(1)式的基础上进一步控制其他因素引起的不确定性。构建宏观经济先行指数的条件方差 (E_Mac) 测量企业外部宏观经济的不确定性^[45],构建企业经营业绩波动率 (V_sal) 测量自身经营层面的不确定性^[46]。将上述两个指标以及其与企业营业收入下降的交互项引入(1)式进行重新回归,在构建变量的过程中,由于部分变量缺失导致样本量下降为22 467个,表7的(3)列和(4)列给出回归结果。在控制宏观层面的经济不确定性后, $Rev \cdot D \cdot E_Mac$ 的回归系数在5%水平上显著为正;在控制经营层面的不确定性后, $Rev \cdot D \cdot V_sal$ 的回归系数在5%及以上水平上显著为正。经济政策不确定性对企业成本粘性的作用没有改变,表明前文构建的经济政策不确定性指数可以较好地刻画经济政策的不确定性,与其他层面的不确定性并不重叠,即控制其他潜在不确定性干扰后,本研究结果仍然得到支持。

再次,采用重要事件发生的年份作为经济政策不确定性的测量指标。自2008年全球性金融危机之后,各国政府逐步加大了对经济政策的调整力度^[1],为更好地观测经济政策不确定性带来的效果,将样本时间缩至2008年至2016年,相应样本量为15 755个。参考谭小芬等^[47]的研究,关注使政策不确定性加强的与经济和政治政策变动相关的重大事件。例如,2009年中国政府出台了“4万亿人民币经济刺激计划”;2012年国家领导人换届,同时4万亿政策的负面效应得以显现,导致此时期的经济政策不确定性较高;2015年经济下行、人民币汇率波动和股市动荡等均扩大了经济政策不确定性。基于此,将事件发生前后的年份定义为高度不确定性时期,并设置相应虚拟变量 D_U 替代 Epu 引入(1)式进行检验。表7的(5)列给出回归结果,再次验证了本研究结果的可靠性。

(3) 其他实证分析

表8给出其他稳健性和进一步测试的回归结果。
①控制收入成本变动方向。BANKER et al.^[15]曾对验证企业成本粘性的样本选择过程提出质疑,认为应聚焦于收入与成本同方向变动的样本,即两者变动方向相反会干扰企业成本粘性的研究,甚至得出反粘性结论。鉴于此,保留当年营业收入与销售费用和管理费用呈同方向变动的样本,采用(1)式重新回归,此时对应20 899个样本量。表8的(1)列和(2)列给出回归结果, $Rev \cdot D \cdot Epu1$ 和 $Rev \cdot D \cdot Epu2$ 的回归系数仍在5%及以上水平上显著为正,仍然支持本研究的结果。
②控制企业层面其他影响因素。企业负债水平和成长性等可能影响不确定性环境下的成本粘性决

策行为。在(1)式的基础上进行拓展,加入负债率、第一大股东持股比例和成长性指标^[17],进行重新回归,考虑到部分指标缺失,回归中包含24 099个样本。表8的(3)列和(4)列给出回归结果,表明本研究的主要结论并未发生改变。
③区分经济周期的作用。不同经济周期下,企业成本决策行为表现不同。在经济繁荣期,企业管理层对未来持有较乐观的预期,企业成本粘性相应增加;在经济衰退期,企业管理层决策更为保守,体现为企业成本粘性降低。借鉴王义中等^[42]的研究,根据中国实际GDP增长率构建经济周期虚拟变量 Up 。在样本期间内,GDP增长率在1999年至2007年呈上升趋势, Up 取值为1;在2008年至2016年呈下降趋势, Up 取值为0。表8的(5)列和(6)列给出回归结果表明,交互项的回归系数显著为负,表明在经济上升期可以缓解经济政策不确定性与企业成本粘性的负相关关系。
④排除职工薪酬干扰。职工薪酬与企业其他类型成本存在不同习性特征,可能影响企业成本粘性的研究结果^[48]。为消除上述影响,将职工薪酬从费用中扣除,对剩余的23 601个样本再次进行检验。表8的(7)列和(8)列给出回归结果, $Rev \cdot D \cdot Epu1$ 和 $Rev \cdot D \cdot Epu2$ 的回归系数分别为0.099和0.027,均在5%及以上水平上显著,即剔除职工薪酬后并不影响本研究的结果。
⑤排除盈余管理因素。企业高管的盈余管理动机会扭曲企业成本粘性的估计结果^[49],采用修正的JONES模型^[50-51]测量可操控性应计利润 (Dac),将可操控性应计利润和可操控性应计利润与企业营业收入变化幅度的交互项引入(1)式进行回归,在构建 Dac 指标时样本量相应降为23 092。表8的(9)列和(10)列给出回归结果, $Rev \cdot D \cdot Epu1$ 和 $Rev \cdot D \cdot Epu2$ 的回归系数仍显著为正,即经济政策不确定的增加降低了企业成本粘性,在考虑盈余管理因素后结果依旧成立。
⑥采用营业成本、销售费用和管理费用之和测量企业成本粘性,再次进行检验。表8的(11)列和(12)列给出回归结果, $Rev \cdot D \cdot Epu1$ 和 $Rev \cdot D \cdot Epu2$ 的回归系数仍显著为正,研究结果不变。综合以上回归结果,进行多维度的稳健性检验后,本研究的结果仍然成立。

5 结论

本研究以1999年至2016年中国A股上市企业的相关数据为样本,以风险和不确定性视角为分析框架,探究经济政策不确定性对企业成本粘性的影响结果和作用机制。研究结果表明,①经济政策不确定性与企业成本粘性负相关。面对外部经济政策不确定性增加,企业通过降低成本粘性实现风险对冲,以调整和把控企业整体风险水平。②不同战略类型企业具有差异化的发展模式和风险态度。在战略进取型企业样本组中,经济政策不确定性对企业成本粘性没有明显的降低作用。③不同财务弹性水平的企业中,经济政策不确定性与企业成本粘性的关系呈现差异性。在企业财务弹性较低的样本组中,经济政策不确定性与企业成本粘性的负向关系更加敏感。

表 8 其他稳健性检验的回归结果
Table 8 Regression Results for Other Robust Tests

| 变量 | 同方向变动 | | 控制企业其他变量 | | 考虑经济周期 | | 剔除职工薪酬 | | 控制盈余管理动机 | | 采用营业成本 | |
|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | (11) | (12) |
| <i>Rev</i> | 0.452*** (30.616) | 0.452*** (30.626) | 0.663*** (16.788) | 0.662*** (16.767) | 0.449*** (32.099) | 0.449*** (32.091) | 0.477*** (29.344) | 0.477*** (29.324) | 0.445*** (31.581) | 0.445*** (31.569) | 1.201*** (61.415) | 1.201*** (61.392) |
| <i>Rev·D</i> | -0.590*** (-4.282) | -0.333*** (-3.192) | -0.733*** (-5.105) | -0.479*** (-4.223) | -0.594*** (-4.471) | -0.386*** (-3.511) | -0.680*** (-4.323) | -0.430*** (-3.456) | -0.341** (-2.375) | -0.048 (-0.414) | -0.775*** (-4.475) | -0.688*** (-4.951) |
| <i>Epu1</i> | -0.002 (-0.424) | | -0.003 (-0.847) | | -0.016*** (-3.083) | | -0.004 (-0.739) | | 0.021 (1.193) | | -0.008** (-2.050) | |
| <i>Epu2</i> | | -0.001 (-0.728) | | -0.002 (-1.178) | | -0.006*** (-3.200) | | -0.002 (-0.954) | | 0.007 (1.111) | | -0.003** (-2.263) |
| <i>Rev·D·Epu1</i> | 0.101*** (3.635) | | 0.097*** (3.641) | | 0.086*** (3.365) | | 0.099*** (3.159) | | 0.113*** (4.258) | | 0.025*** (0.747) | |
| <i>Rev·D·Epu2</i> | | 0.027** (2.421) | | 0.024** (2.211) | | 0.023** (2.112) | | 0.027** (2.048) | | 0.029*** (2.640) | | 0.002* (0.110) |
| <i>Up</i> | | | | | 0.149*** (5.870) | 0.132*** (5.711) | | | | | | |
| <i>Rev·D·Epu1·Up</i> | | | | | -0.100* (-1.793) | | | | | | | |
| <i>Rev·D·Epu2·Up</i> | | | | | | | | | | | | -0.110* (-1.763) |
| <i>Dac</i> | | | | | | | | | 0.185*** (7.442) | 0.185*** (7.431) | | |
| <i>Rev·D·Dac</i> | | | | | | | | | 1.046*** (6.353) | 1.046*** (6.307) | | |
| 其他变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>Yea</i> | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>Ind</i> | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>Prov</i> | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 样本量 | 20 899 | 20 899 | 24 099 | 24 099 | 24 110 | 24 110 | 23 601 | 23 601 | 23 092 | 23 092 | 24 108 | 24 108 |
| 调整 R^2 | 0.239 | 0.238 | 0.235 | 0.234 | 0.228 | 0.227 | 0.188 | 0.188 | 0.244 | 0.243 | 0.939 | 0.939 |

研究表明,成本粘性可视为企业经营风险的集中体现,而降低成本粘性是规避外部风险冲击、调整并把控整体风险水平的有效途径。

本研究具有一定的理论意义。①拓展了经济政策不确定性经济后果的研究领域。将经济政策不确定性对企业行为的影响拓展到成本决策行为,有助于丰富和深化不确定性对微观企业决策交互作用的相关研究。②深化了企业成本粘性影响因素的研究。以外部不确定和风险为分析框架,基于风险类型特征和企业行为决策的分析视角,阐述了经济政策不确定性是否以及如何影响企业成本性态,宏观

层面上拓展了企业成本粘性动因识别的研究。

本研究也具有一定的实践意义。①政府部门应充分履行作为政策制定者的义务,在能力范围内保持政策的连续性和可比性,降低规章制度本身内容的模糊性和政策颁布实施中带来的不确定性,使以企业为代表的微观经济主体更好地了解政策未来走向,减少因不确定性导致的低效决策。②企业须提高风险管理意识,结合外部环境和自身特点,及时调整风险管理战略,实施并推进有效的成本管理决策,以提升企业应对风险和管控风险的能力。

本研究还存在不足之处。①经济政策不确定性

具有多样化来源,以不确定性指数综合反应未能很好展现其多维度内容,未来研究可对经济政策不确定性的内容进一步细分。②仅考察了企业战略类型和财务弹性对经济政策不确定性与企业成本粘性关系的调节效应,未来可深入探讨其他情景因素的影响。

参考文献:

- [1] BAKER S R, BLOOM N, DAVIS S J. Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131(4): 1593-1636.
- [2] PÁSTOR L, VERONESI P. Uncertainty about government policy and stock prices. *The Journal of Finance*, 2012, 67(4): 1219-1264.
- [3] PÁSTOR L, VERONESI P. Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 2013, 110(3): 520-545.
- [4] FRANCIS B B, HASAN I, ZHU Y. Political uncertainty and bank loan contracting. *Journal of Empirical Finance*, 2014, 29: 281-286.
- [5] BRADLEY D, PANTZALIS C, YUAN X J. Policy risk, corporate political strategies, and the cost of debt. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 40: 254-275.
- [6] HUSEYIN G, MIHAI I. Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 2016, 29(3): 523-564.
- [7] 李凤羽, 杨墨竹. 经济政策不确定性会抑制企业投资吗? 基于中国经济政策不确定指数的实证研究. *金融研究*, 2015(4): 115-129.
LI Fengyu, YANG Mozhu. Can economic policy uncertainty influence corporate investment? The empirical research by using China economic policy uncertainty index. *Journal of Financial Research*, 2015(4): 115-129.
- [8] BHATTACHARYA U, HSU P H, TUAN X, et al. What affects innovation more: policy or policy uncertainty?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2017, 52(5): 1869-1901.
- [9] 王红建, 李青原, 邢斐. 经济政策不确定性、现金持有水平及其市场价值. *金融研究*, 2014(9): 53-68.
WANG Hongjian, LI Qingyuan, XING Fei. Economic policy uncertainty, cash holdings and market value. *Journal of Financial Research*, 2014(9): 53-68.
- [10] 饶品贵, 徐子慧. 经济政策不确定性影响了企业高管变更吗?. *管理世界*, 2017, 33(1): 145-157.
RAO Pingui, XU Zihui. Does economic policy uncertainty affect turnover of executives?. *Journal of Management World*, 2017, 33(1): 145-157.
- [11] ANDERSON M C, BANKE R D, JANAKIRAMAN S N. Are selling, general, and administrative costs "sticky"?. *Journal of Accounting Research*, 2003, 41(1): 47-63.
- [12] 谢获宝, 惠丽丽. 成本粘性、公司治理与高管薪酬业绩敏感性: 基于企业风险视角的经验证据. *管理评论*, 2017, 29(3): 110-125.
XIE Huobao, HUI Lili. Cost stickiness, corporation governance and executive pay-performance sensitivity: an empirical research based on the risk perspective. *Management Review*, 2017, 29(3): 110-125.
- [13] FENG Y. Political freedom, political instability, and policy uncertainty: a study of political institutions and private investment in developing countries. *International Studies Quarterly*, 2001, 45(2): 271-294.
- [14] GHATE C, LE Q V, ZAK P J. Optimal Fiscal policy in an economy facing sociopolitical instability. *Review of Development Economics*, 2003, 7(4): 583-598.
- [15] BANKER R D, BYZALOV D. Asymmetric cost behavior. *Journal of Management Accounting Research*, 2014, 26(2): 43-79.
- [16] PFANN G A, PALM F C. Asymmetric adjustment costs in non-linear labour demand models for the Netherlands and U. K. manufacturing sectors. *The Review of Economic Studies*, 1993, 60(2): 397-412.
- [17] 孔玉生, 朱乃平, 孔庆根. 成本粘性研究: 来自中国上市公司的经验证据. *会计研究*, 2007(11): 58-65.
KONG Yusheng, ZHU Naiping, KONG Qinggen. Research on cost stickiness: empirical evidence from Chinese listed companies. *Accounting Research*, 2007(11): 58-65.
- [18] 刘媛媛, 刘斌. 劳动保护、成本粘性与企业应对. *经济研究*, 2014, 49(5): 63-76.
LIU Yuanyuan, LIU Bin. Employment protection legislation, cost stickiness, and corporate response. *Economic Research Journal*, 2014, 49(5): 63-76.
- [19] BALAKRISHNAN R, GRUCA T S. Cost stickiness and core competency: a note. *Contemporary Accounting Research*, 2008, 25(4): 993-1006.
- [20] 孙铮, 刘浩. 中国上市公司费用“粘性”行为研究. *经济研究*, 2004, 39(12): 26-34.
SUN Zheng, LIU Hao. The expense "stickiness" behavior of Chinese listed companies. *Economic Research Journal*, 2004, 39(12): 26-34.
- [21] 于浩洋, 王满, 黄波. 业绩波动、高管变更与成本粘性. *管理科学*, 2019, 32(2): 135-147.
YU Haoyang, WANG Man, HUANG Bo. Performance fluctuation, executive turnover and cost stickiness. *Journal of Management Science*, 2019, 32(2): 135-147.
- [22] CHEN C X, LU H, SOUGIANNIS T. The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs. *Contemporary Accounting Research*, 2012, 29(1): 252-282.
- [23] LI W L, ZHENG K. Product market competition and cost stickiness. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2017, 49(2): 283-313.
- [24] 颀茂华, 刘斯琴, 杨彩霞. 产品市场竞争度、竞争战略选择对成本黏性的影响研究. *产业经济研究*, 2016(1): 11-19.
XIE Maohua, LIU Siqin, YANG Caixia. A research of product market competition and competitive strategy selection on cost stickiness. *Industrial Economics Research*, 2016(1): 11-19.
- [25] 肖土盛, 靳庆鲁, 陈信元. 行业竞争与公司成本黏性: 基于实物期权视角. *管理科学学报*, 2016, 19(3): 48-63.
XIAO Tusheng, JIN Qinglu, CHEN Xinyuan. Industry competition and cost stickiness: an empirical research based on the real options perspective. *Journal of Management Science*, 2016, 19(3): 48-63.

- tion and cost stickiness: empirical tests based on real option theory. *Journal of Management Sciences in China*, 2016, 19(3):48-63.
- [26] 于浩洋,王满,黄波. 内部控制质量、供应商关系与成本粘性. *管理科学*, 2017,30(3):122-135.
YU Haoyang, WANG Man, HUANG Bo. Internal control quality, relationship with suppliers and cost stickiness. *Journal of Management Science*, 2017,30(3):122-135.
- [27] HOLZHACKER M, KRISHNAN R, MAHLENDORF M D. Unraveling the black box of cost behavior: an empirical investigation of risk drivers, managerial resource procurement, and cost elasticity. *The Accounting Review*, 2015,90(6):2305-2335.
- [28] 卢锐,陈胜蓝. 货币政策波动与公司劳动力成本黏性. *会计研究*, 2015(12):53-58.
LU Rui, CHEN Shenglan. Monetary policy and labor cost stickiness. *Accounting Research*, 2015(12):53-58.
- [29] 富兰克·H·奈特. *风险、不确定性和利润*. 北京:中国人民大学出版社,2005:147-172.
KNIGHT F H. *Risk, uncertainty and profit*. Beijing: China Renmin University Press, 2005:147-172.
- [30] SCHUMPETER J A. *The theory of economic development: an inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle*. Cambridge: Harvard University Press, 1934: 181-215.
- [31] JOHN K, LITOV L, YEUNG B. Corporate governance and risk-taking. *The Journal of Finance*, 2008,63(4):1679-1728.
- [32] LAFOND R, WATTS R L. The information role of conservatism. *The Accounting Review*, 2008,83(2):447-478.
- [33] BENTLEY K A, OMER T C, SHARP N Y. Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort. *Contemporary Accounting Research*, 2013,30(2):780-817.
- [34] MILES R E, SNOW C C, MEYER A D, et al. Organizational strategy, structure, and process. *The Academy of Management Review*, 1978,3(3):546-562.
- [35] 周兵,钟廷勇,徐辉,等. 企业战略、管理者预期与成本粘性:基于中国上市公司经验证据. *会计研究*, 2016(7):58-65.
ZHOU Bing, ZHONG Tingyong, XU Hui, et al. Corporate strategy, management expectation and cost stickiness: based on empirical data of China's listed companies. *Accounting Research*, 2016(7):58-65.
- [36] VENIERIS G, NAOUM V C, VLISMAS O. Organization capital and sticky behaviour of selling, general and administrative expenses. *Management Accounting Research*, 2015,26:54-82.
- [37] DANIEL N D, DENIS D J, NAVEEN L. *Sources of financial flexibility: evidence from cash flow shortfalls*. Philadelphia PA: Drexel University, 2010.
- [38] BYOUNS S. *Financial flexibility and capital structure decision*. US, Texas: Baylor University, 2011.
- [39] ARSLAN-AYAYDIN Ö, FLORACKIS C, OZKAN A. Financial flexibility, corporate investment and performance: evidence from financial crises. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2014,42(2):211-250.
- [40] WANG Y Z, CHEN C R, HUANG Y S. Economic policy uncertainty and corporate investment: evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2014,26:227-243.
- [41] 陈国进,王少谦. 经济政策不确定性如何影响企业投资行为. *财贸经济*, 2016,37(5):5-21.
CHEN Guojin, WANG Shaoqian. How does economic policy uncertainty influence corporate investment behavior?. *Finance & Trade Economics*, 2016,37(5):5-21.
- [42] 王义中,宋敏. 宏观经济不确定性、资金需求与公司投资. *经济研究*, 2014,49(2):4-17.
WANG Yizhong, FRANK M Song. Macroeconomic uncertainty, demand for financing and corporate investment. *Economic Research Journal*, 2014,49(2):4-17.
- [43] 彭俞超,韩珩,李建军. 经济政策不确定性与企业金融化. *中国工业经济*, 2018(1):137-155.
PENG Yuchao, HAN Xun, LI Jianjun. Economic policy uncertainty and corporate financialization. *China Industrial Economics*, 2018(1):137-155.
- [44] 王化成,刘欢,高升好. 经济政策不确定性、产权性质与商业信用. *经济理论与经济管理*, 2016(5):34-45.
WANG Huacheng, LIU Huan, GAO Shenghao. Economic policy uncertainty, property rights and trade credit. *Economic Theory and Business Management*, 2016(5):34-45.
- [45] 邱兆祥,刘远亮. 宏观经济不确定性与银行资产组合行为:1995-2009. *金融研究*, 2010(11):34-44.
QIU Zhaoxiang, LIU Yuanliang. Macroeconomic uncertainty and banks' asset portfolio behaviors: 1995-2009. *Journal of Financial Research*, 2010(11):34-44.
- [46] 申慧慧,于鹏,吴联生. 国有股权、环境不确定性与投资效率. *经济研究*, 2012,47(7):113-126.
SHEN Huihui, YU Peng, WU Liansheng. State ownership, environment uncertainty and investment efficiency. *Economic Research Journal*, 2012,47(7):113-126.
- [47] 谭小芬,张文婧. 经济政策不确定性影响企业投资的渠道分析. *世界经济*, 2017,40(12):3-26.
TAN Xiaofen, ZHANG Wenjing. The transmission mechanism analysis of the impact of economic policy uncertainty on corporate investment. *The Journal of World Economy*, 2017, 40(12):3-26.
- [48] 江伟,胡玉明,吕喆. 应计盈余管理影响企业的成本粘性吗. *南开管理评论*, 2015,18(2):83-91.
JIANG Wei, HU Yuming, LYU Zhe. Does accrual-based earnings management affect firm cost stickiness. *Nankai Business Review*, 2015,18(2):83-91.
- [49] JONES J J. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 1991,29(2):193-228.
- [50] DECHOW P M, SLOAN R G, SWEENEY A P. Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 1995, 70(2):193-225.
- [51] 方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗?. *经济研究*, 2009,44(3):110-124.
FANG Junxiong. Is top management compensation of Chinese public companies sticky?. *Economic Research Journal*, 2009,44(3):110-124.

Research on Economic Policy Uncertainty and Firm Cost Stickiness from the Perspective of Risk

WANG Jinghua¹, MAO Ning²

1 School of Accounting, Nanjing Audit University, Nanjing 211815, China

2 Business School, Nanjing University, Nanjing 210093, China

Abstract: Economic policy uncertainty not only affects the macro economy and social development, but also has a significant impact on firm behavior at micro-level. Compared to developed countries, China is in the period of transition and is faced with a more prominent level of economic policy uncertainty. Previous studies mainly focus on the discussion about the effect of economic policy uncertainty on corporate investment, financing and cash holding policies. However, whether and how economic policy uncertainty affects firm cost stickiness is overlooked.

Cost decision is one of the important contents of business management, and it is also the key factor that affects firm's input, output and economic benefit. In this context, based on the risk and uncertainty analysis framework, this study takes Shanghai and Shenzhen A-share listed non-financial companies from 1999 to 2016 as a sample, and uses Stata 14.0 and multiple regression analysis method to systematically examine the effect of economic policy uncertainty on firm cost stickiness. Moreover, we further examine the moderating effect of corporate strategy types and financial flexibility on the relationship between economic policy uncertainty and cost stickiness.

The result indicates that high level of economic policy uncertainty reduces firm cost stickiness. To be specific, faced with systematically risk which is unavoidable, firms will adopt the risk hedging strategy to avoid potential crisis, resulting in lower cost stickiness. Further, the above relationship is closely related to firm strategy and financial flexibility. For firms classified as prospectors, economic policy uncertainty does not reduce cost stickiness. Meanwhile, the negative effect of economic policy uncertainty on cost stickiness is more pronounced in the group with less financial flexibility. After changing the measures of key variables and controlling for other possible influencing factors, the conclusion still holds.

The research explores the mechanism between the macroeconomic policy uncertainty and firm decision behavior, indicating that cost stickiness is a comprehensive decision making which reflects firm's external uncertainty, internal strategy and financial status. In conclusion, this paper enriches the related studies on the consequences of economic policy uncertainty. Moreover, it also broadens the determinants of firm decision behavior. The conclusion drawn in this study provides theoretical basis and practical reference for firms to better implement and promote cost management decisions.

Keywords: economic policy uncertainty; cost stickiness; firm risk; firm strategy; financial flexibility

Received Date: January 15th, 2018 **Accepted Date:** September 8th, 2019

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China(72002105), the Humanities and Social Science Research in Colleges and Universities in Jiangsu Province, and the Priority Academic Program Development of Jiangsu Higher Education Institutions

Biography: WANG Jinghua, doctor in management, is a lecturer in the School of Accounting at Nanjing Audit University. Her research interests cover corporate finance, corporate risk-taking, and corporate tax avoidance. Her representative paper titled "A review of corporate risk taking research and prospects" was published in the *Foreign Economics & Management*(Issue 12, 2015). E-mail:18362913653@163.com

MAO Ning, doctor in engineering, is a professor in the Business School at Nanjing University. His research interests cover corporate governance, corporate finance, and organization behavior. He is the principal investigator for the research project titled "Financial flexibility, management strategy choice and firm sustainable growth", supported by the National Natural Science Foundation of China(71372031). E-mail: maong@nju.edu.cn

□