

# 媒体报道在供应链上的溢出效应研究

## ——企业坏消息隐藏的视角

陈志锋<sup>1</sup> 陈瑜阳<sup>2</sup>

(1. 汕头大学商学院,广东 汕头 515000;

2. 厦门大学管理学院,福建 厦门 361000)



**内容提要:**本文基于媒体作为一种信息传播中介与供应链信息传递的理论基础,考察了媒体对客户的关注如何溢出影响至供应商的坏消息隐藏行为。研究发现:媒体对客户的关注度越高,供应商隐藏的坏消息越少,并且当供应商的机构投资者持股比例越高、分析师跟踪人数越多、存在卖空压力时,媒体对客户的关注越能显著抑制供应商隐藏坏消息。机制分析表明,媒体对客户的关注主要抑制了供应商通过真实盈余管理的手段隐藏坏消息,而基于应计算盈余管理的中介效应不成立。进一步研究发现,首先,媒体对客户的关注度越高,供应商被投资者检索次数越多;其次,媒体对客户的关注与对供应商的关注之间存在补充效应;最后,媒体对客户的关注度越高,供应商的盈余反应系数越大。这些结果共同表明投资者确实会利用媒体报道提供的客户信息,并且客户信息与供应商信息之间具有相互补充验证的效果,使得供应商难以通过操纵盈余的方式隐藏坏消息。本研究对于理解媒体在资本市场上的作用边界,以及投资者如何利用供应链信息防范企业隐藏风险具有重要的理论与实践意义。

**关键词:**媒体报道 供应链 坏消息隐藏 溢出效应

**中图分类号:**F272.3;F275.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2022)08—0170—20

### 一、引言

近年来,中概股上市公司虚增收入、业绩爆雷的事件接连上演,引发了资本市场的高度关注。先是“瑞幸咖啡”遭到美国“浑水”做空机构尽职调研后确凿有力的质疑,曝出虚增收入数额近22亿元人民币,相关的费用和支出也相应虚增,导致股价持续下跌。后有“爱奇艺”同样惨遭“浑水”机构看空,质疑其通过夸大用户数量的方式来虚增收入,致使其股价开盘后闪崩12%。更有“好未来”自曝员工与供应链上下游企业合谋,伪造合同等文件,故意夸大“轻量级”销售数据,造成盘后股价暴跌近30%。我国A股市场同样也不容乐观。2021年新年伊始“豫金刚石”被曝连续三年财务造假,虚增利润数亿元,导致连续两个交易日触及跌停板,股价大跌40%。此外,“康美药业”“新纶科技”“风华高科”等上市公司都在近两年来被曝出巨额的虚增营业收入。从以上案例可以发现,这些公司隐藏坏消息的方式和结局往往都一样,编制了子虚乌有的客户销售数据,并相应地结转成本,形成整个销售业务的购销闭环与收付款资金闭环,结果在被揭穿后股价暴跌,崩盘风险加大,给资本市场上的中小投资者造成了巨大的财富损失。

收稿日期:20220-04-09

作者简介:陈志锋,男,讲师,博士,研究领域为供应链关系与公司财务行为,电子邮箱:chenzf\_ncu@126.com;陈瑜阳,男,博士研究生,研究领域为公司财务与公司治理,电子邮箱:yuyangchen@stu.xmu.edu.cn,通讯作者:陈瑜阳。

客户是企业现金流的源泉,企业的利润是建立在向客户销售的事实基础之上。从会计上而言,企业的销售收入对应的是客户的采购成本,企业销售收入增加的同时意味着客户的采购成本也在相应地增加,进而能反映出客户企业的业务性质与规模。因此,客户信息是揭开供应商财务造假的根源,如果可获得的客户信息越多,投资者便越能真实地反推出企业的实际经营情况。既有文献对分析师与投资者如何利用客户信息预测企业未来给出了直接的经验证据。Guan等(2014)<sup>[1]</sup>发现客户与供应商之间的经济业务关系越紧密,分析师越可能同时跟随客户和供应商,并且相对于只跟随供应链一端的分析师而言,同时跟踪客户和供应商的分析师在预测准确性方面有了更大的提高。Bayer等(2017)<sup>[2]</sup>的研究发现,上市公司披露的客户信息越详尽,分析师对其现金流预测的不确定性和盈利预测偏差越小。即使上市公司只披露客户名称,都能有效降低股价同步性(李丹和王丹,2016)<sup>[3]</sup>。这些研究充分表明了客户信息具有独特的经济含义,是外部信息使用者重点关注的对象。

伴随着资本市场的不断发展,媒体报道不仅是社会大众在生活中获取信息的重要渠道,更是成为了上市公司和广大市场参与者沟通的桥梁。因此,在过去的几十年,把媒体纳入公司财务领域的框架进行学科交叉的研究成为了一个经久不衰的热点课题。基于媒体在经济社会中扮演的重要角色,已有研究发现媒体能够直接或间接对公司股东(Dyck和Zingales,2004)<sup>[4]</sup>、债权人(Gao等,2019)<sup>[5]</sup>、管理层(Dyck等,2008)<sup>[6]</sup>、分析师(张宗新和吴钊颖,2021)<sup>[7]</sup>、审计师(Joe,2003)<sup>[8]</sup>等公司利益相关者或市场参与者的行为决策产生深远的影响。然而,对企业而言,与上、下游企业的市场关系构成了企业最基本的经济活动关联,上游的供应商也是企业重要的利益系相关者,却鲜有文献关注媒体报道对供应商行为的影响,也即媒体对客户的关注如何影响供应商行为决策。本文的研究问题是:在媒体对客户公司高度关注的情况下,投资者可以利用的客户信息越多,越可能识别供应商利润的真伪,使管理层隐藏坏消息的难度增加,那么能否就此抑制供应商隐藏坏消息呢?如果答案是肯定的,其中的作用机制又是什么?对此问题的回答兼具现实意义与理论价值。

在现实意义上,客户关乎企业的生死存亡,对公司的发展战略和长远利益等诸方面都具有决定性的影响(Freeman和Reed,1983)<sup>[9]</sup>。因此,客户信息对企业而言是私密的,披露客户信息是需要承担专有成本的(Cen等,2017<sup>[10]</sup>;王雄元和喻长秋,2014<sup>[11]</sup>)。一方面,披露客户信息可能被其他供应商争夺,将使企业面临失去大客户的风险;另一方面,客户信息还可能被竞争对手加以利用,成为竞争对手有力的攻击手段(Arya和Mitendorf,2005)<sup>[12]</sup>。在现行的信息披露与监管要求中,我国证监会仅仅是鼓励上市公司披露前五大客户名称和销售额,并没有更多的其他客户信息可供查询。并且,客户往往是非上市公司居多,不需要定期披露经会计师事务所严格审计的财务报告,更没有证券分析师跟踪分析预测。在客户信息如此之重要却又相对匮乏的突出矛盾下,研究媒体报道提供的客户信息能否为投资者所利用显得更加迫切与必要。此外,在当前资本市场环境下,无论监管层是事前提高上市公司信息披露要求,还是事后加大财务造假惩罚力度,上市公司虚增收入的案例仍然屡罚不止,业绩变脸演绎成股灾的戏码接踵而至。本文的研究对资本市场投资者防范上市公司坏消息隐藏与股价崩盘风险具有一定的投资参考价值。

在理论价值上,本文的研究融合了新闻媒体报道与供应链信息传递在公司金融领域的研究。首先,学者们基于媒体具有信息传递功能,为投资者提供了上市公司基本面的信息,研究了媒体报道的资产定价作用。其次,供应链两端具有显著的信息传递效应,客户的信息不仅影响了自身的经营变化,包括资本结构(Banerjee等,2008)<sup>[13]</sup>、现金持有(Itzkowitz,2013)<sup>[14]</sup>等,还对外部利益相关者具有显著的知识溢出效应,影响着投资者的股票交易(Pandit等,2011<sup>[15]</sup>;魏明海等,2018<sup>[16]</sup>)、分析师的盈利预测(Guan等,2014)<sup>[1]</sup>、银行的放贷行为(Kim等,2015)<sup>[17]</sup>、审计收费与审计质量(Chen等,2014<sup>[18]</sup>;Johnstone等,2014<sup>[19]</sup>)。但是,这两类文献整体上是割裂的,媒体报道研究的对象只局限于上市公司本身,丝毫没有关注到供应链上下游企业,供应链信息传递的研究也没有考虑

媒体报道这一重要的客户信息来源。然而,它们共同的着力点都在于以信息传递作为理论支撑,这为媒体和供应链一起融合至公司金融的研究中提供了可能。因此,本文的研究有助于促进新闻传媒理论、供应链信息传递理论和公司金融多学科融合。

在现有研究的基础上,本文的学术贡献有如下三点:第一,拓展了媒体在财务会计领域的相关研究。关于媒体在财务会计领域的研究成果丰富,但是这些文献研究的媒体报道对象都是上市公司本身,影响的对象也都是与上市公司有关的媒体受众,包括股东、债权人、管理层、分析师、审计师等。本文从上市公司的供应商视角进行了拓展,实证检验了媒体对客户的关注如何影响到供应商,拓展了媒体在资本市场上的作用边界。第二,本文丰富了供应链信息传递方面的研究,已有文献发现了管理层、股东、分析师、审计师、银行等充分挖掘利用客户信息,包括客户的会计数字信息(陈涛琴等,2021)<sup>[20]</sup>、年报中的文本信息(Chen等,2019<sup>[21]</sup>;Chiu等,2019<sup>[22]</sup>)。本文研究发现媒体报道在供应链信息传递中起到的重要作用,进一步丰富了该领域的文献。第三,管理层隐藏坏消息是导致股价崩盘风险的主要因素,已有学者注意到媒体在防范上市公司股价崩盘风险方面的积极作用(An等,2020<sup>[23]</sup>;罗进辉和杜兴强,2014<sup>[24]</sup>)。但是坏消息的形式多种多样,这些研究缺乏对媒体抑制管理层隐藏了哪种坏消息的根本讨论。本文立足于客户是企业利润来源的理论根基,以及我国上市公司虚增利润导致股价崩盘的案例接连上演的现实基础,从企业盈余的角度,深入探讨了媒体报道对客户的关注影响供应商隐藏坏消息的内在作用机制。

## 二、理论分析与研究假设

管理层出于自身利益的考虑,有动机选择通过延迟披露坏消息、盈余管理等手段隐藏公司风险,导致不能及时、准确和充分地向外部投资者披露公司真实的经营状况(Kothari等,2009)<sup>[25]</sup>。其中,会计盈余是公司各类信息中最重要的特质消息,是衡量管理层经营公司能力最直接的表象(Hutton等,2009)<sup>[26]</sup>。当公司会计盈余质量较差时,管理层为了保护自己的声誉与职位,可能会利用会计准则的灰色地带选择打擦边球的方式进行盈余管理。例如,有意压低坏年景的业绩,将利润推迟到下一年度集中体现,以达到下一年度业绩大增的目的(Kirschenheiter和Melumad,2002)<sup>[27]</sup>,甚至不惜冒着财务造假的风险来掩饰公司经营失败。客户是企业最重要的利益相关者之一,是企业现金流的直接来源,与供应商的利润直接相关,从诸多企业虚增利润的案例中可以发现,企业隐藏利润风险的一个重要手段便是与客户合谋伪造销售采购合同,形成整个销售业务的购销闭环与收付款资金闭环。因此,客户是供应商通过盈余管理方式隐藏坏消息的重要渠道。与此同时,客户信息也是揭开供应商财务造假的根源,如果可获得的客户信息越多,投资者便越能真实地反推出企业的实际经营情况。

媒体作为公共信息的主要提供者,凭借其广泛覆盖面,专业化运作的优势,可以使人们以更低成本、更为便捷的方式获取相关信息,并已成为上市公司和投资者之间的重要沟通渠道。基于Mehrabian和Russell(1974)<sup>[28]</sup>的刺激-机体-反应理论,投资者在接收到媒体报道提供的信息刺激后的反应具有激活扩散效应,会由被报道企业联想到与之联系较近的相关企业。客户与供应商之间交易来往密切,是一荣俱荣、一损俱损的利益共同体关系,投资者很容易由客户联想至其对应的供应商。并且,根据供应链信息传递效应理论,供应链一端的公司信息会帮助信息使用者预测供应链另一端公司的现金流,从而判断其经营现状与未来发展前景(Foster,1981)<sup>[29]</sup>。换言之,媒体报道提供的客户信息不仅反映了客户自身经营业绩与财务状况,也预示着供应链上下游企业的发展状况和前景(魏明海等,2018)<sup>[16]</sup>。因此,媒体报道提供的客户信息对供应商的盈余具有验证效果,有助于投资者了解供应商的真实经营情况,帮助投资者能及时了解到供应商财务报告中可能存在的虚假披露,这无形中间接地增加了供应商通过盈利造假隐藏坏消息的难度与压力。因此,本文

提出如下假设：

$H_1$ ：媒体对客户关注度越高，供应商坏消息隐藏越少。

媒体对新闻内容的编排和筛选，在无形中决定了什么对公众而言是重要的。当媒体对客户关注度较高时，会影响到新闻受众对客户重要性的认知。首先，机构投资者会把媒体报道作为获取信息的一个重要渠道，并根据所获得的信息做出决策（祁斌等，2006<sup>[30]</sup>；王亚平等，2009<sup>[31]</sup>）。已有文献对机构投资者的公司治理作用形成了两种截然相反的观点：一种观点认为，机构投资者持股比例越高，“用脚投票”的成本越高，越有动力“用手投票”对管理层进行监督，从而能抑制管理层的自利行为，发挥积极的公司治理作用（Shleifer 和 Vishny，1986）<sup>[32]</sup>；另一种观点认为，机构投资者是短期的投机者，只关注资本市场上短期的股票收益，没有动力对公司管理层进行监督（Porter，1992）<sup>[33]</sup>。本文认为，不论是投资还是投机，机构投资者都具有强大的信息收集与专业分析的能力，其最终的目的都是从买卖公司股票中获益。对于媒体报道提供的信息，其分析和挖掘能力远高于普通的中小投资者。媒体对上市公司客户报道得越多，机构投资者也越容易受它们影响，越有可能从客户的角度去分析上市公司的财务状况。其次，作为证券市场上重要的信息中介，证券分析师具备丰富的专业知识，并通过对公司的基本面进行分析，并以报告的形式传递给外部投资者，提高了资本市场的信息效率。相比于一般的投资者，证券分析师对媒体报道提供的信息具有更专业的解读能力，更有可能从媒体报道提供的供应链信息中寻找蛛丝马迹。综上，如果媒体对客户关注提供的供应链信息被证券分析师和机构投资者使用，一旦供应商隐藏的坏消息被证券分析师和机构投资者觉察到，将可能受到来自他们的质疑，甚至引起监管层的介入调查。并且当分析师跟踪人数越多、机构投资者持股比例越高时，供应商管理层愈加担心自己隐藏的坏消息被曝光的可能。因此，本文提出如下假设：

$H_{2a}$ ：供应商的机构投资者持股比例越高，媒体对客户关注度与供应商坏消息隐藏之间的负向关系越显著。

$H_{2b}$ ：供应商的分析师跟踪人数越多，媒体对客户关注度与供应商坏消息隐藏之间的负向关系越显著。

融券制度的安排允许投资者向指定券商融券卖出上市公司股票，给投资者带来了一种新的获利方式，投资者将更有动机去挖掘公司的负面私有信息（陈晖丽和刘峰，2014）<sup>[34]</sup>。对空头者而言，商业舞弊和会计造假是其关注的重点（Karpoff 和 Lou，2010<sup>[35]</sup>；Hirshleifer 等，2011<sup>[36]</sup>），而搜集利用客户信息是形成做空证据不容忽视的关键环节。例如，国际著名做空机构“浑水”在做空“东方纸业”的过程中，正是通过多方打听客户信息，最终得出“东方纸业”夸大销售额及虚增收入的结论。当管理者意识到卖空机制的引入将使投资者更加关注媒体报道提供的客户信息以及企业自身的盈余质量时，将会给管理者带来巨大的压力。因此，卖空机制的存在加强了媒体对客户的关注内在影响供应商坏消息隐藏的“管理层压力”机制。因此，本文提出如下假设：

$H_3$ ：当供应商允许卖空时，媒体对客户关注度与供应商坏消息隐藏之间的负相关关系越显著。

### 三、研究设计

#### 1. 样本选择与数据来源

本文手工收集了 2007—2019 年我国 A 股上市公司为供应商，其披露的前五大客户也为上市公司的供应商 - 年度 - 客户样本观测，共计 2451 个。研究样本要求供应商和客户均为上市公司是此类文献中普遍接受和采纳的做法（Hertzel 等，2008<sup>[37]</sup>；Pandit 等，2011<sup>[15]</sup>；Kim 等，2015<sup>[17]</sup>；Chu 等，2019<sup>[38]</sup>；彭旋和王雄元，2018<sup>[39]</sup>；底璐璐等，2020<sup>[40]</sup>；陈涛琴等，2021<sup>[20]</sup>）。为了识别上市公司披露的客户是否也为上市公司，本文根据上市公司披露的前五大客户具体名称，利用百度搜索、天眼查、

新浪财经、上市公司股票简称,多渠道进行核实认证。特别地,由于有的公司名称和其母公司、子公司、分公司的名称非常接近,只有个别字之差,本文特别注意区分并排除了上市公司的母公司、子公司、分公司,最大可能地防止错判和漏判上市公司客户。之所以从 2007 年开始,是因为证监会于 2007 年开始鼓励上市公司披露前五大客户的情况,包括向前五大客户的销售占比与客户的具体名称。在得到上述供应商-年度-客户样本观测后,根据研究需要对样本进行筛选处理,具体过程如表 1 所示。为了减少极端值的影响,本文对所有的连续型变量进行上下 1% 分位数的缩尾处理。上市公司披露的客户具体名称来源于国泰安数据库(CSMAR),媒体报道数据来源于中国研究数据服务平台(CNRDS),其余公司财务特征变量数据均来自于国泰安数据库和锐思数据库(RESSET)。

表 1 样本筛选过程

手工得到的供应商-年度-客户样本观测:	2451 个
剔除上市客户在供应商披露其名称当年还没有上市的样本观测:	-386 个
剔除证监会行业分类指引中从属于金融行业的:	-29 个
剔除回归中用到的变量为缺失的样本观测:	-272 个
最终样本观测:	=1764 个

## 2. 关键变量定义

(1) 坏消息隐藏。参考 Piotroski 等(2015)<sup>[41]</sup>、许言等(2017)<sup>[42]</sup>、于李胜等(2021)<sup>[43]</sup>的研究,本文采用股票价格的负收益偏态系数和收益率上下波动比率来度量企业坏消息隐藏。指标的计算过程如下:

1) 利用每家公司股票的周收益率数据,根据如下模型回归得到模型的残差项  $\varepsilon_{i,t}$ :

$$r_{i,t} = \alpha + \beta_{1,i}r_{m,t-2} + \beta_{2,i}r_{m,t-1} + \beta_{3,i}r_{m,t} + \beta_{4,i}r_{m,t+1} + \beta_{5,i}r_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $r_{i,t}$ 为股票  $i$  在第  $t$  周的考虑现金红利再投资的个股收益率, $r_{m,t}$ 为 A 股所有公司股票在第  $t$  周经流通市值加权的平均收益率, $\varepsilon_{i,t}$ 为模型(1)中的回归残差。

2) 对残差项进行如下对数转换得到服从标准正态分布的周特有收益率  $W_{i,t}$ :

$$W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t}) \quad (2)$$

3) 基于如下方程分别计算得到负收益偏态系数( $Ncskew$ )和收益率上下波动比率( $Duvol$ )两个指标度量公司坏消息隐藏:

$$Ncskew_{i,t} = - [n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,t}^3] / (n-1)(n-2) (\sum W_{i,t}^2)^{3/2} \quad (3)$$

$$Duvol_{i,t} = \ln [ (n_{up} - 1) \sum_{down} W_{i,t}^2 / (n_{down} - 1) \sum_{up} W_{i,t}^2 ] \quad (4)$$

其中, $n$ 为个股  $i$  在一年内的交易周数, $n_{up}$ 和  $n_{down}$ 分别为个股  $i$  的周收益率高于或低于平均周收益率的周数, $Ncskew$ 和  $Duvol$ 数值越大,公司坏消息隐藏越多。

(2) 媒体对客户的关注度。已有文献主要以媒体报道数量来度量媒体的关注度,这些度量方式的主要区别在于选取的媒体报道来源不一样,各有优劣。其中,以传统纸质媒体作为新闻报道来源的优点是可以下载新闻报道原文进行文本分析以计算新闻内容的情感语调,缺点是仅仅选取几家代表性报纸作为媒体报道来源难免以偏概全,并且纸质媒体的信息覆盖面狭窄,特别是在当今互联网高度普及的时代,网络才是人们信息交流的主要媒介。随着网络普及率的不断提高,人们更倾向于从网络上获取信息,网络媒体相对于传统纸质媒体具有信息量大、覆盖率高等优势。罗进辉(2012)<sup>[44]</sup>、周开国等(2014)<sup>[45]</sup>均是以百度资讯为平台,以上市公司的股票名称和股票代码作为关键词分年搜索,并以搜索结果中的新闻条数作为媒体对该公司的关注程度。然而,这种做法的缺点是通过新闻搜索出来的部分内容相关性较低。

鉴于 CNRDS 中的财经新闻库涵盖了 400 多家网络媒体和 600 多家报纸刊物,本文把 CNRDS 提

供的网络财经新闻和报刊财经新闻合并,以网络财经新闻报道数量和报刊财经新闻报道数量的总和度量媒体对上市客户的关注度。这样既避免了传统以几家代表性纸媒作为新闻报道来源存在的以偏概全及纸媒影响力不足的问题,也避免了百度新闻搜索引擎结果存在偏差的问题。具体而言,本文采用新闻报道内容出现上市公司客户的新闻总数(*Media\_Cont*)和标题出现上市公司客户的新闻总数(*Media\_Tile*)两个指标来度量媒体对客户的关注度。考虑到有的媒体经常会转载一些新闻报道,在加总计算媒体报道数量时,本文要求每条财经新闻报道为原创性报道,避免了转载性新闻报道的重复计算。并且,如果一篇报道同时提及多家公司,这篇报道只算作是对提及次数最多的公司的报道。

### 3. 实证模型

参考 Cohen 和 Frazzini(2008)<sup>[46]</sup>、Cheng 和 Eshleman(2014)<sup>[47]</sup>、Chu 等(2019)<sup>[38]</sup>、Dasgupta 等(2021)<sup>[48]</sup>、彭旋和王雄元(2018)<sup>[49]</sup>的研究设计,本文基于“公司-年度-客户”的三维数据,构建如下模型检验媒体对客户的关注度对供应商坏消息隐藏的影响<sup>①</sup>:

$$Hoarding_{i,t} = \alpha + \beta Media_{i,j,t-1} + \gamma X_{i,j,t-1} + Industry + Year + \varepsilon_{i,j,t} \quad (5)$$

其中,下标 *i*、*j* 和 *t* 分别表示供应商、客户和年度,*Hoarding<sub>i,t</sub>* 代表供应商 *i* 在 *t* 年的坏消息隐藏程度,包括负收益偏态系数(*Ncskew*)和收益率上下波动比率(*Duvol*)两个度量指标,*Media<sub>i,j,t-1</sub>* 为媒体对供应商 *i* 在 *t-1* 年的客户 *j* 的关注度,包括内容出现客户公司的新闻总数(*Media\_Cont*)和标题出现客户公司的新闻总数(*Media\_Tile*)两个指标。*X<sub>i,j,t-1</sub>* 为一系列供应商和客户特征变量,参考 Hutton 等(2009)<sup>[26]</sup>和 Kim 等(2011)<sup>[50]</sup>的研究,本文选取的供应商特征变量包括公司规模、资产负债率、盈利能力、账面市值比、盈余管理水平、市场收益、市场波动、月超额换手率。本文控制的客户层面的特征变量包括客户重要性、客户公司规模、客户资产负债率、客户盈利能力、客户账面市值比、客户产权性质、客户公司分析师跟踪人数、客户公司坏消息隐藏。各变量的详细定义如表 2 所示。此外,本文还控制了行业(*Industry*)和年度(*Year*)固定效应<sup>②</sup>。如果假设 *H<sub>1</sub>* 成立,那么模型(5)的  $\beta$  预期显著为负。

表 2 各变量详细定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	坏消息隐藏	<i>Ncskew</i>	根据方程(1)~(4)计算得到
		<i>Duvol</i>	
解释变量	媒体对客户的关注度	<i>Media_Cont</i>	媒体报道内容出现客户公司的报道数量加 1 后取自然对数
		<i>Media_Tile</i>	媒体报道标题出现客户公司的报道数量加 1 后取自然对数
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	资产总额取自然对数
	资产负债率	<i>Leverage</i>	总负债除以总资产
	盈利能力	<i>ROA</i>	总资产收益率,等于净利润除以总资产
	账面市值比	<i>BM</i>	账面价值除以市场价值
	盈余管理	<i>Abs_EM</i>	采用 DD 模型计算异常应计后取绝对值

① 也有一些相关文献的研究设计是基于“公司-年度”的二维数据,当一家企业在一年存在多个客户时,客户特征变量则用加权平均的方法计算得到一个平均值。例如,Chen 等(2019)<sup>[21]</sup>、Chiu 等(2019)<sup>[22]</sup>、底璐璐等(2020)<sup>[40]</sup>。采用“公司-年度-客户”的三维数据优势在于可以更直观地控制客户特征变量,并且可以基于客户的不同特征进行后续的异质性分析。

② 在样本选取供应商与客户都是上市公司的此类研究,由于是短面板数据结构,因此一般不控制公司固定效应,而是只控制到行业层面,如陈涛琴等(2021)<sup>[20]</sup>、底璐璐等(2020)<sup>[40]</sup>。

续表 2

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
控制变量	市场收益	<i>Ret</i>	当年平均周特有收益率,其中周特定收益率根据公式(1)和公式(2)计算得到
	市场波动	<i>Sigma</i>	当年周特有收益率的标准差,其中周特定收益率根据公式(1)和公式(2)计算得到
	超额换手率	<i>Turnover</i>	当年月均换手率减去上一年月均换手率
	媒体对供应商报道数量	<i>Coverage</i>	媒体报道内容出现供应商公司的报道数量加 1 后取自然对数
	客户重要性	<i>CRank</i>	前五大客户的第几大客户
	客户公司规模	<i>CSize</i>	客户公司资产总额取自然对数
	客户资产负债率	<i>CLeverage</i>	客户公司总负债除以总资产
	客户盈利能力	<i>CROA</i>	客户公司净利润除以总资产
	客户市值账面比	<i>CBM</i>	客户公司账面价值除以市场价值
	客户公司产权性质	<i>CSOE</i>	客户公司产权性质,如果国有为 1,否则为 0
	客户公司分析师跟踪人数	<i>CAnalyst</i>	客户公司分析师跟踪人数
客户公司坏消息隐藏	<i>CHoarding</i>	客户公司坏消息隐藏	
调节变量	机构投资者持股比例	<i>Insholdper</i>	机构投资者持股比例
	分析师跟踪人数	<i>Analyst</i>	分析师跟踪人数
	卖空压力	<i>Short</i>	是否允许买空,是为 1,否则为 0

本文在模型(5)的基础上构建如下模型检验假设  $H_2$  和假设  $H_3$  :

$$Hoarding_{i,t} = \alpha + \beta_1 Media_{i,t-1} + \beta_2 Media_{i,t-1} \times Modvar_{i,t-1} + \beta_3 Modvar_{i,t-1} + \gamma X_{i,j,t-1} + Industry + Year + \varepsilon_{i,j,t} \quad (6)$$

其中,  $Modvar_{i,t}$  为供应商  $i$  在  $t-1$  年度的机构投资者持股比例 ( $Insholdper_{i,t-1}$ )、分析跟踪人数 ( $Analyst_{i,t-1}$ )、是否允许买空 ( $Short_{i,t-1}$ )。其他变量定义与模型(5)一致。如果假设  $H_2$  和假设  $H_3$  成立,那么模型(6)的  $\beta_2$  预期显著为负。

## 四、实证结果及分析

### 1. 描述性统计分析

表 3 列示了各变量的描述性统计结果。其中,度量公司坏消息隐藏的负收益偏态系数 ( $Ncskew$ ) 和收益率上下波动比率 ( $Duol$ ) 两个指标的均值分别为  $-0.247$  和  $-0.196$ ,标准差分别为  $0.614$  和  $0.467$ ,且这两个变量的极端值相差较大,说明各公司的坏消息隐藏差异明显。媒体对客户的报道数量取对数后,内容包含上市公司客户名称的报道数量 ( $Media\_Cont$ ) 的均值为  $5.058$ ,标题包含该上市公司客户名称的报道数量 ( $Media\_Title$ ) 的均值为  $3.804$ ,说明内容包含上市公司客户名称的报道数量要明显多于标题包含上市公司客户名称的报道数量,与现实相符合。此外,从供应商和客户的公司基本特征变量对比可以发现,平均而言,客户公司规模、资产负债率、账面市值比高于供应商公司,而盈利能力相近。

表 3 各变量描述性统计

变量	样本量	最小值	中值	最大值	平均值	标准差
<i>Ncskew</i>	1764	-1.916	-0.252	1.435	-0.247	0.614
<i>Duvol</i>	1764	-1.266	-0.192	0.966	-0.196	0.467
<i>Media_Cont</i>	1764	0.000	5.212	8.992	5.058	2.024
<i>Media_Title</i>	1764	0.000	4.043	6.590	3.804	1.550
<i>Size</i>	1764	19.436	21.729	25.268	21.907	1.258
<i>Leverage</i>	1764	0.041	0.425	0.974	0.428	0.218
<i>BM</i>	1764	0.069	0.495	1.149	0.523	0.261
<i>ROA</i>	1764	-0.275	0.038	0.210	0.038	0.064
<i>Abs_EM</i>	1764	0.001	0.038	0.276	0.053	0.051
<i>Ret</i>	1764	-0.023	-0.001	0.030	0.000	0.007
<i>Sigma</i>	1764	0.018	0.047	0.127	0.050	0.019
<i>Turnover</i>	1764	-2.191	-0.077	1.115	-0.137	0.514
<i>Coverage</i>	1764	0.000	4.263	6.583	4.300	0.785
<i>Rank</i>	1764	1.000	3.000	5.000	2.896	1.407
<i>CSize</i>	1764	20.523	23.964	30.657	24.441	2.471
<i>CLeverage</i>	1764	0.122	0.614	0.948	0.606	0.193
<i>CROA</i>	1764	-0.117	0.030	0.162	0.036	0.042
<i>CBM</i>	1764	0.161	0.767	1.212	0.746	0.259
<i>CSOE</i>	1764	0.000	1.000	1.000	0.699	0.459
<i>CAnalyst</i>	1764	0.000	16.000	51.000	17.928	13.416
<i>CHoarding</i>	1764	-3.028	-0.354	3.311	-0.374	0.652

2. 多元回归结果分析

表 4 列示了媒体对客户关注影响供应商坏消息隐藏的回归结果。从第(1)列的结果可以看出,内容出现客户公司名称的媒体报道数量(*Media\_Cont*)与供应商负收益偏态系数(*Ncskew*)的回归系数为-0.021,且在1%水平上显著;第(2)列结果显示:标题出现客户公司名称的媒体报道数量(*Media\_Title*)与供应商负收益偏态系数(*Ncskew*)的回归系数为-0.018,且在5%水平上显著,第(3)和(4)列的回归结果类似,即媒体对客户关注度越高,供应商坏消息隐藏得越少。这说明,媒体报道提供的客户信息对供应商坏消息隐藏行为具有显著的抑制作用,支持了本文的研究假设 H<sub>1</sub>。

表 4 媒体对客户关注度与供应商坏消息隐藏的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Ncskew</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Duvol</i>	<i>Duvol</i>
<i>Media_Cont</i>	-0.021 *** (-2.88)		-0.016 *** (-3.01)	
<i>Media_Title</i>		-0.018 ** (-2.00)		-0.015 ** (-2.38)



续表 4

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Ncskew</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Duol</i>	<i>Duol</i>
<i>Size</i>	-0.001 (-0.03)	-0.002 (-0.06)	0.005 (0.25)	0.004 (0.23)
<i>Leverage</i>	0.022 (0.24)	0.026 (0.29)	0.006 (0.02)	0.005 (0.07)
<i>ROA</i>	-0.059 (-0.23)	-0.045 (-0.17)	-0.467** (-2.27)	-0.460** (-2.21)
<i>BM</i>	-0.436*** (-3.83)	-0.437*** (-3.83)	-0.332*** (-3.93)	-0.333*** (-3.92)
<i>Abs_EM</i>	0.529** (2.05)	0.530** (2.05)	0.394** (2.19)	0.392** (2.17)
<i>Ret</i>	4.815** (2.11)	4.741** (2.10)	4.403** (2.45)	4.362** (2.44)
<i>Sigma</i>	-0.593 (-0.43)	-0.499 (-0.36)	-0.934 (-0.93)	-0.864 (-0.86)
<i>Turnover</i>	-0.034 (-1.09)	-0.032 (-1.03)	-0.051** (-2.00)	-0.050* (-1.96)
<i>Coverage</i>	0.010 (0.38)	0.008 (0.32)	0.014 (0.70)	0.013 (0.63)
<i>Rank</i>	0.011 (1.07)	0.011 (1.08)	0.014* (1.77)	0.014* (1.78)
<i>CSize</i>	-0.029** (-2.37)	-0.029** (-2.25)	-0.019** (-1.97)	-0.019* (-1.89)
<i>CLeverage</i>	0.211** (2.05)	0.224** (2.15)	0.073 (0.92)	0.079 (1.00)
<i>CROA</i>	0.729* (1.90)	0.733* (1.91)	0.313 (1.03)	0.320 (1.06)
<i>CBM</i>	0.200** (2.25)	0.190** (2.14)	0.088 (1.24)	0.082 (1.14)
<i>CSOE</i>	-0.017 (-0.50)	-0.021 (-0.63)	-0.007 (-0.26)	-0.011 (-0.37)
<i>CAnalyst</i>	0.002 (1.05)	0.001 (0.85)	0.001 (1.09)	0.001 (0.92)

续表 4

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Ncskew</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Duol</i>	<i>Duol</i>
<i>CHoarding</i>	-0.006 (-0.25)	-0.004 (-0.18)	-0.011 (-0.65)	-0.010 (-0.59)
<i>_cons</i>	0.402 (0.79)	0.384 (0.75)	0.210 (0.53)	0.203 (0.50)
行业/年份	是	是	是	是
样本数	1764	1764	1764	1764
调整 R <sup>2</sup>	0.115	0.113	0.115	0.114

注:括号内为企业层面聚类调整的 *t* 值; \*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 水平显著,下同

表 5 列示了机构投资者持股比例和分析师跟踪的调节效应回归结果,可以发现,交互项 *Media\_Cont* × *Insholdper*、*Media\_Title* × *Insholdper* 和 *Media\_Cont* × *Analyst*、*Media\_Title* × *Analyst* 的回归系数都显著为负,表明供应商的机构投资者持股比例越高或者分析师跟踪人数越多时,供应商越担心媒体报道提供的供应链信息会被他们所利用,从而抑制了供应商隐藏坏消息的动机,即媒体对客户的关注与供应商坏消息隐藏之间的负相关关系越显著,结果支持了本文的假设 H<sub>2</sub>。

表 5 机构投资者持股比例和分析师跟踪的调节影响

变量	机构投资者持股比例的调节影响				分析师跟踪的调节影响			
	<i>Ncskew</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Duol</i>	<i>Duol</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Duol</i>	<i>Duol</i>
<i>Media_Cont</i>	-0.001 (-0.04)		0.001 (0.08)		-0.007 (-0.78)		-0.003 (-0.39)	
<i>Media_Cont</i> × <i>Inshold</i>	-0.063 ** (-2.13)		-0.051 ** (-2.35)					
<i>Media_Title</i>		0.009 (0.61)		0.008 (0.69)		-0.005 (-0.43)		-0.002 (-0.21)
<i>Media_Title</i> × <i>Inshold</i>		-0.087 ** (-2.29)		-0.074 *** (-2.68)				
<i>Inshold</i>	0.198 (1.28)	0.207 (1.37)	0.220 * (1.90)	0.239 ** (2.17)				
<i>Media_Cont</i> × <i>Analyst</i>					-0.002 ** (-2.33)		-0.002 *** (-2.99)	
<i>Media_Title</i> × <i>Analyst</i>						-0.002 * (-1.84)		-0.002 ** (-2.47)
控制变量①	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份	是	是	是	是	是	是	是	是
样本数	1764	1764	1764	1764	1764	1764	1764	1764

① 限于篇幅,控制变量结果未列示,备案,下同。

表 6 列示了供应商卖空压力的调节效应结果,可以发现,媒体对客户关注度与供应商是否存在卖空压力的交乘项 ( $Media\_Cont \times Short$ 、 $Media\_Title \times Short$ ) 的回归系数都在 1% 水平显著为负,表明在供应商存在卖空压力的情况下,媒体对客户的关注与供应商坏消息隐藏之间的负向关系越显著。这一结果表明,在卖空压力下,供应商会担心媒体报道提供的供应链信息会被做空机构所利用,从而抑制了供应商隐藏坏消息的动机。结果支持了本文的假设  $H_3$ 。

表 6 卖空压力的调节影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Ncskew</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Duvol</i>	<i>Duvol</i>
<i>Media_Cont</i>	-0.011 (-1.50)		-0.009* (-1.67)	
<i>Media_Cont</i> × <i>Short</i>	-0.106*** (-3.52)		-0.075*** (-3.57)	
<i>Media_Title</i>		-0.005 (-0.58)		-0.006 (-0.89)
<i>Media_Title</i> × <i>Short</i>		-0.146*** (-3.61)		-0.111*** (-4.07)
<i>Short</i>	0.548*** (2.83)	0.542*** (2.98)	0.341** (2.52)	0.369*** (2.94)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年份	是	是	是	是
样本数	1764	1764	1764	1764
调整 $R^2$	0.124	0.123	0.125	0.126

### 3. 稳健性检验

(1) Heckman 两阶段法。考虑到中国证监会没有强制所有上市公司必须披露前五大客户的名称,上市公司披露前五大客户名称是自愿选择的结果,导致只能观测到披露了前五大客户名称的样本,本文的研究还可能存在样本选择偏差的问题。本文采用 Heckman 两阶段法纠正样本选择偏差。在第一阶段中,以上市公司是否披露前五大客户名称 (*Disclosure*) 为因变量,参考 Ellis 等 (2012)<sup>[51]</sup>、王雄元和喻长秋 (2014)<sup>[11]</sup>、底璐璐等 (2020)<sup>[40]</sup> 的研究,选取公司规模、资产负债率、公司成长性、产权性质、第一大股东持股比例、无形资产占总资产比率、是否由四大审计事务所审计、研发支出、独立董事比率、董事会规模为影响上市公司是否披露客户名称的控制变量,回归后计算出逆米尔斯比率 (*IMR*)。在第二阶段中,把第一阶段得到的逆米尔斯比率作为控制变量放入模型 (5) 再回归。Heckman 第一阶段回归结果与以往研究基本一致,此处不再赘述。Heckman 第二阶段回归结果如表 7 所示,在控制了样本选择偏差后,媒体对客户关注度与供应商坏消息隐藏之间的关系依然显著负相关。

表 7 Heckman 两阶段回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Ncskew</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Duvol</i>	<i>Duvol</i>
<i>Media_Cont</i>	-0.020*** (-2.85)		-0.015*** (-2.94)	
<i>Media_Title</i>		-0.018** (-2.04)		-0.016** (-2.45)

续表 7

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Ncskew</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Dwol</i>	<i>Dwol</i>
<i>IMR</i>	0.150 (1.34)	0.162 (1.44)	0.157** (1.99)	0.166** (2.09)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年份	是	是	是	是
样本数	1764	1764	1764	1764
调整 R <sup>2</sup>	0.115	0.113	0.117	0.116

(2)工具变量法。由于媒体对客户的关注与供应商坏消息隐藏之间的关系可能存在内生性,比如不可观测的某些客户特征同时引起媒体对客户的关注度提高和供应商隐藏的坏消息减少,前述回归结果并不一定是由于媒体对客户的关注造成的。对此,本文选取与客户公司同行业同年度的媒体报道数量均值(*Media\_Ind*)和同地区同年度的媒体报道数量均值(*Media\_City*)作为媒体对客户关注度的工具变量,采用工具变量法以缓解此类内生性问题。一方面,行业均值和地区均值反映了上市公司客户所处行业和地区的整体媒体关注度,与该行业和地区任一企业的媒体关注度高度相关;另一方面,客户所处行业和地区的媒体关注度均值和供应商隐藏坏消息隐藏之间没有直接的关系,工具变量同时满足了相关性和外生性假设。工具变量的两阶段回归结果如表 8 所示,从工具变量第一阶段回归结果可以发现,本文所选工具变量与本文的关键解释变量之间显著正相关关系,并且 Cragg-Donald 统计量均远大于 10% 偏误下的临界值,拒绝了弱工具变量的假设。工具变量第二阶段回归的结果表明,媒体对客户的关注度与供应商坏消息隐藏之间仍然显著负相关,说明在控制内生性问题后结论依然稳健。

表 8 工具变量回归结果

变量	第一阶段	第二阶段		第一阶段	第二阶段	
	<i>Media_Cont</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Dwol</i>	<i>Media_Title</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Dwol</i>
<i>Media_Ind</i>	1.742*** (77.09)			1.589*** (61.84)		
<i>Media_City</i>	0.164** (2.37)			0.275*** (4.62)		
<i>Medi_Cont</i>		-0.023*** (-3.18)	-0.013** (-2.46)			
<i>Media_Title</i>					-0.030*** (-3.10)	-0.018*** (-2.59)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份	是	是	是	是	是	是
<i>Cragg-Donald</i>	3017.451			1983.727		
样本数	1764	1764	1764	1764	1764	1764
调整 R <sup>2</sup>	0.822	0.114	0.115	0.748	0.112	0.114

### 3. 其他稳健性检验

(1)替换解释变量度量方法。本文采用以下方式重新度量媒体对上市客户的报道数量:一是不要求媒体报道一定是原创性,而且当一篇文章提及多家公司时,这篇报道算所有公司的报道;二

是只计算网络媒体对客户的报道数量。(2)尽管本文主回归发现媒体对客户的关注与供应商坏消息隐藏之间存在显著的负相关关系,然而本文主回归的相关关系可能只是一种安慰剂效应,即由于某些不可观测但随时间变化的因素同时影响了媒体对客户的关注度和供应商隐藏坏消息,而事实上这与供应商的管理层压力机制没有关系。为了排除这种可能性,本文借鉴 Cornaggia 和 Li (2019)<sup>[52]</sup>的做法,采用安慰剂检验的方法重新测试回归结果。(3)为了克服小样本偏误,参考 Abadie 和 Imbens(2006)<sup>[53]</sup>的研究,本文采用 Bootstrap 方法对原始样本重复抽样 200 次获取稳健型标准误。(4)由于实证模型中控制了采用 DD 模型计算得到的盈余管理水平,损失了较多的样本,本文在不控制盈余管理水平的情况下重新进行回归。(5)为了排除随时间变化的行业因素对企业隐藏坏消息的影响,本文进一步控制行业与时间交乘的固定效应。以上结果都表明研究结论依然稳健,限于篇幅未在正文列示,备索。

## 五、机制分析与进一步研究

### 1. 机制分析

企业隐藏坏消息的方式多种多样,例如通过盈余管理、避税、分类转移、表外手段等。那么媒体对客户的关注抑制了供应商通过哪种方式隐藏坏消息?本研究认为,供应商的收入和利润的主要来自于对大客户的销售,如果投资者可获得的客户信息越多,便越能反推出企业的真实经营情况。因此,媒体对客户的关注增加了供应商通过盈余管理的方式隐藏坏消息的难度和压力。为了证实这一影响路径,本文对应计盈余管理和真实盈余管理在媒体对客户的关注与供应商坏消息隐藏的关系中所起的中介效应进行检验。对此,本文在模型(5)的基础上构建了如下模型:

$$EM_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Media_{i,j,t} + \sum Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$Hoarding_{i,t+1} = \lambda_0 + \lambda_1 Media_{i,j,t} + \lambda_2 EM_{i,t} + \sum Controls + \varepsilon_{i,t+1} \quad (8)$$

其中,EM 代表盈余管理水平,包括应计盈余管理(Abs\_EM)与真实盈余管理(Real\_EM),Controls 中包含的一系列控制变量和模型(5)一致,不再赘述。应计盈余管理由 DD 模型计算异常应计后取绝对值得到。关于真实盈余管理的度量,本文借鉴 Roychowdhury (2006)<sup>[54]</sup>、Cohen 和 Zarowin(2010)<sup>[55]</sup>的研究,把真实的盈余管理分为销售操控、生产活动操控和酌量费用操控,进而计算真实的盈余管理等于异常生产成本减去异常现金流再减异常酌量费用,该值越大,真实盈余管理活动越强。

基于应计盈余管理的中介效应检验结果如表 9 所示,其中第(1)、(4)列对应模型(7)的回归结果,可见 Media\_Cont 的回归系数不显著,而 Media\_Title 的回归系数显著。第(2)、(3)、(5)、(6)列对应模型(8)的回归结果,可知当媒体对客户的关注度和应计盈余管理同时作为解释变量对供应商坏消息隐藏回归时,Media\_Cont 和 Media\_Title 依然显著为负,而 Abs\_EM 的回归系数显著为正。以上结果初步表明,当以 Media\_Title 度量媒体对客户的关注度,应计盈余管理在媒体对客户的关注度与供应商坏消息隐藏之间起中介作用。然而,本文进一步采用了 Sobel 法检验了应计盈余管理的中介效应是否具有统计显著性,经计算,以 Media\_Title 度量媒体对客户的关注度时,媒体对客户的关注度经由应计盈余管理对供应商坏消息隐藏产生影响对应的 Sobel 检验的 Z 统计量为 -1.56 和 -1.44,没有通过 10% 水平的统计显著性检验。因此,应计盈余管理的中介效应不存在。类似地,基于真实盈余管理的中介效应检验结果如表 10 所示,该结果表明真实盈余管理在媒体对客户的关注度与供应商坏消息隐藏之间起中介作用,并且其影响机理是:媒体对客户的关注度越高,供应商通过真实盈余管理的手段隐藏的坏消息越少。本文进一步采用了 Sobel 法检验了真实盈余管理的中介效应是否具有统计显著性,经计算,媒体对客户的关注度经由真实盈余管理对供应

商坏消息隐藏产生影晌对应的 Sobel 检验 Z 统计量为 -1.93、-1.86、-2.40 和 -2.21,均通过了至少 10% 水平的统计显著性检验。

表 9 基于应计盈余管理的中介效应检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Abs_EM</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Duol</i>	<i>Abs_EM</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Duol</i>
<i>Media_Cont</i>	-0.001 (-1.59)	-0.021*** (-2.88)	-0.016*** (-3.01)			
<i>Media_Title</i>				-0.003** (-2.28)	-0.018** (-2.00)	-0.015** (-2.38)
<i>Abs_EM</i>		0.529** (2.05)	0.394** (2.19)		0.530** (2.05)	0.392** (2.17)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份	是	是	是	是	是	是
样本数	1764	1764	1764	1764	1764	1764
调整 R <sup>2</sup>	0.099	0.115	0.115	0.101	0.113	0.114

表 10 基于真实盈余管理的中介效应检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Real_EM</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Duol</i>	<i>Real_EM</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Duol</i>
<i>Media_Cont</i>	-0.009*** (-3.32)	-0.012 (-1.54)	-0.009 (-1.64)			
<i>Media_Title</i>				-0.010*** (-2.88)	-0.009 (-0.96)	-0.008 (-1.22)
<i>Real_EM</i>		0.214*** (2.98)	0.226*** (4.10)		0.219*** (3.08)	0.229*** (4.18)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份	是	是	是	是	是	是
样本数	1503	1503	1503	1503	1503	1503
调整 R <sup>2</sup>	0.071	0.114	0.119	0.069	0.113	0.118

## 2. 进一步研究

(1) 投资者是否会利用媒体报道提供的客户信息。前文理论分析部分指出,媒体对客户关注之所以能够抑制供应商隐藏坏消息的原因在于来自外部信息使用者的压力机制。因此,只有媒体报道提供的客户信息确实被外部信息使用者所利用,供应商才会担心自身隐藏的坏消息被曝光,本文的理论分析与逻辑推理才是切合实际的。本文认为,如果信息使用者真的会由客户联想到供应商,那么当媒体报道上市公司客户后,信息使用者在网络上搜索供应商的次数应该越多。为了验证以上预期,本文构建模型以供应商公司的网络搜索指数(*Search*)为被解释变量,以媒体对客户的关注为解释变量,控制变量与模型(5)一致。回归结果如表 11 所示,可以发现,*Media\_Cont*、*Media\_Title* 的回归系数均显著为正,说明媒体对客户的关注度越高,供应商公司在网络上被搜索的次数越多,反映了信息使用者会由媒体报道客户后联想到供应商的事实。需要指出的是,由于 CNRDS 数据库网络搜索指数只有 2011 年之后的数据,所以样本量有所减少。

表 11 媒体对客户关注与供应商被检索指数的回归结果

变量	(1)	(2)
	<i>Search</i>	<i>Search</i>
<i>Media_Cont</i>	0.023 *** (2.94)	
<i>Media_Title</i>		0.032 *** (3.36)
控制变量	控制	控制
年份/行业	是	是
样本数	1334	1334
调整 R <sup>2</sup>	0.602	0.603

(2) 媒体报道提供的客户信息和供应商信息之间是替代效应还是补充效应。于忠泊等(2011)<sup>[56]</sup>基于盈余管理的视角研究发现,媒体的关注不仅没有发挥监督作用,反而产生了“捧杀”效应,迫使其为了迎合市场的预期而进行基于应计项目的盈余管理。与之不同的是,本文发现媒体对客户的关注能抑制供应商通过真实盈余管理的方式隐藏坏消息。令人好奇的是,媒体对客户的关注与媒体对供应商的关注之间会产生怎样的交互影响?可以预期,当媒体同时关注供应商公司和客户公司时,投资者可以把媒体报道提供的客户信息和供应商信息相互比对,从而更容易挖掘供应商存在的问题,供应商隐藏坏消息的难度更大。为了验证以上预期,本文在模型(5)的基础上加入媒体对客户的关注与媒体对供应商关注度的交乘项(*Media* × *Coverage*)。由表 12 列示的结果可知,交乘项 *Media\_Cont* × *Coverage*、*Media\_Title* × *Coverage* 的回归系数显著为负,表明当媒体关注客户的同时,如果对供应商关注度也更高,那么更加有助于抑制供应商隐藏坏消息,媒体报道提供的客户信息和供应商信息之间存在相互补充而非替代的效应。

表 12 媒体对客户的关注与媒体对供应商的关注的交互影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Ncskew</i>	<i>Ncskew</i>	<i>Duval</i>	<i>Duval</i>
<i>Media_Cont</i>	0.058 (1.46)		0.060 ** (2.03)	
<i>Media_Cont</i> × <i>Coverage</i>	-0.018 ** (-2.08)		-0.017 *** (-2.67)	
<i>Media_Title</i>		0.076 (1.51)		0.081 ** (2.17)
<i>Media_Title</i> × <i>Coverage</i>		-0.022 * (-1.91)		-0.022 *** (-2.65)
<i>Coverage</i>	0.105 ** (2.17)	0.095 ** (2.01)	0.106 *** (2.75)	0.102 *** (2.78)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年份	是	是	是	是
样本数	1764	1764	1764	1764
调整 R <sup>2</sup>	0.116	0.113	0.117	0.116

(3) 媒体对客户关注与投资者对供应商公司盈余公告市场反应。前文研究发现,媒体对客户关注度越高,供应商越担心媒体报道提供的客户信息会被投资者所利用,从客户信息反推出供应商利润的真伪,进而抑制了供应商隐藏坏消息的动机。本文通过观察媒体对客户关注度与投资者对供应商的盈余反应系数之间的关系,进一步检验在媒体对客户关注降低了供应商隐藏的坏消息后,投资者是否能够通过媒体报道客户提供的供应链信息核实供应商真实的财务状况,从而在资本市场上更加相信供应商公告的盈余。对此,本文构建了如下检验模型:

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 Media_{i,j,t} + \beta_2 Media_{i,j,t} \times UE_{i,t} + \beta_3 UE_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Leverage_{i,t} + \beta_6 BM_{i,t} + \beta_7 CAR[-5, -1]_{i,t} + \beta_8 Salesratio_{i,t} + dustury + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

其中,被解释变量  $CAR_{i,t}$  为供应商  $i$  在  $t$  年的盈余公告日窗口内的超额累计收益,本文以盈余公告日为 0 期,选取  $[0, +5]$ 、 $[-5, +5]$  为窗口期,  $UE$  为未预期盈余,等于  $t$  年的每股收益相对于  $t-1$  年的每股收益的增长率,  $Media_{i,j,t}$  为媒体对供应商  $i$  在  $t$  年的客户  $j$  的关注度,另外还控制了公司规模 ( $Size$ )、资产负债率 ( $Leverage$ )、账面市值比 ( $BM$ )、股票价格动量效应 ( $CAR[-5, -1]$ )。检验结果如表 13 所示,对于模型(9)来说,最重要的是交乘项  $Media\_Cont \times UE$ 、 $Media\_Title \times UE$  的估计系数显著为正,说明媒体对客户的关注会提高投资者对供应商的盈余反应系数,这主要是因为一方面媒体对客户的关注度越高,供应商隐藏的坏消息越少,其公布的盈余更加可信;另一方面是因为投资者自身也能够从媒体报道的客户供应链信息中了解上市公司的真实财务状况,从而更加相信供应商公布的盈余表现。

表 13 媒体对客户的关注与投资者盈余反应系数

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$CAR[0, +5]$	$CAR[0, +5]$	$CAR[-5, +5]$	$CAR[-5, +5]$
$Media\_Cont$	0.001 (0.57)		0.000 (0.29)	
$Media\_Cont \times UE$	0.001*** (2.92)		0.001** (2.06)	
$Media\_Title$		0.001 (0.43)		0.000 (0.21)
$Media\_Title \times UE$		0.001*** (3.07)		0.001** (2.39)
$UE$	-0.004** (-2.46)	-0.004*** (-2.65)	-0.004** (-2.24)	-0.004** (-2.51)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年份	是	是	是	是
样本数	1547	1547	1547	1547
调整 $R^2$	0.030	0.030	0.389	0.389

## 六、结论与启示

本文利用手工收集整理到的供应商和客户均为上市公司的“供应商-年度-客户”三维数据为样本,考察了媒体对客户的关注对供应商坏消息隐藏的影响。实证研究结果发现:媒体对客户关注度越高,供应商隐藏的坏消息越少。并且,当供应商的机构投资者持股比例越高、分析师跟踪人数越多,存在卖空压力时,媒体对客户的关注越能抑制供应商隐藏坏消息。通过 Heckman 两阶段



法、工具变量法、替换解释变量、安慰剂检验等一系列稳健性检验后,本文的主要结论依然成立。本文认为媒体在这一影响过程中发挥了供应链信息传递的作用,媒体报道提供的客户信息对供应商的盈余具有验证效果,有助于投资者了解供应商的真实经营情况,这无形中增加了供应商通过盈余造假隐藏坏消息的难度与压力。中介机制检验结果表明,真实盈余管理在媒体对客户的关注与供应商坏消息隐藏之间起中介效应,而应计盈余管理的中介效应不存在,说明媒体对客户的关注主要是抑制供应商通过真实盈余管理的方式隐藏坏消息。本文进一步还发现,首先,媒体对客户的关注度越高,供应商被投资者检索指数越高;其次,媒体对客户的关注与媒体对供应商的关注在抑制供应商坏消息隐藏方面存在补充效应;最后,媒体对客户的关注度越高,投资者对供应商的盈余反应系数越大。这些结果共同表明投资者确实利用了媒体报道提供的客户信息,并且客户信息和供应商信息之间具有相互补充验证的效果,使得投资者在资本市场上更加相信媒体对客户关注度高的企业盈余公告。

本文的研究结论对资本市场投资者和政策制定者有如下启示:第一,对加强新闻媒体在资本市场中的监管提供了新的思路。已有研究表明,在中国这样的新兴加转型经济体中,媒体主要通过曝光上市公司不规范行为,引起有关部门的注意,从而采取行政介入的方式发挥公司治理的作用,但这些研究主要强调的是媒体对上市公司本身的报道,并且是对上市公司事后的监管。而本文的研究发现媒体对客户的关注能事前抑制供应商隐藏坏消息。因此,监管机构在对上市公司进行监管时不仅只是关注上市公司本身的相关舆情信息,也要关注媒体对其客户的报道,要更加充分地利用媒体这一外部治理机制监管上市公司行为,防范于未然。第二,为投资者决策提供了新的决策依据。在当前资本市场环境下,由于上市公司隐藏负面消息导致一经暴露后股价崩盘的案例时有发生,对投资者而言如何规避风险是关键。本文研究发现媒体报道提供的客户信息和供应商信息具有相互验证的效果,所以投资者要更加全面地认识媒体在资本市场中的作用,要充分利用媒体对供应链合作伙伴报道提供的信息,与企业披露的信息相互比对、验证,识别企业可能隐藏的负面消息,以做出更加合理的投资决策。第三,对我国新闻传媒行业的改革与发展提供了建设性的指导意义。近年来我国传统媒体行业的市场化改革进程加快,就财经媒体而言,市场化竞争导致财经媒体以上市公司报道为对象才能吸引更多的新闻读者,从而赚取更多的利益。尽管本研究选取的客户都是上市公司,但是由于本文发现媒体报道能在供应链上产生溢出影响,所以不难想象媒体对非上市公司客户的报道也会同样深受资本市场关注。那么政府在对媒体行业的改革过程中不应完全按照市场化原则为导向,可以专门政策扶持一些新闻单位对非上市企业进行报道,使资本市场信息更加立体、完善、健全。

当然,本文的研究也存在一定的局限性。首先,鉴于非上市公司的财务数据难以获取,本文参考已有文献的做法,在选择客户公司时只选取了上市的客户公司,非上市的客户公司没有包括在样本内,存在一定的样本选择偏差问题。其次,本文在度量媒体对客户的关注度时采用了网络媒体和纸质媒体的报道数量,数据来源于中国研究数据服务平台。尽管该数据库已经收录了大部分的主流新闻媒体,但是仍然可能还存在一些媒体报道没有包括在内。最后,本文只从企业坏消息隐藏的单一视角实证检验了媒体报道在供应链上的溢出影响,未来可以从企业投资行为、融资行为等其他视角进一步研究,从而全面的刻画媒体报道在供应链上的溢出影响。

## 参考文献

[1] Guan, Y., M. H. F. Wong, and Y. Zhang. Analyst Following Along the Supply Chain[J]. *Review of Accounting Studies*, 2014, 20, (1): 210 - 241.

[2] Bayer, E., K. R. Tuli, and B. Skiera. Do Disclosures of Customer Metrics Lower Investors' and Analysts' Uncertainty but Hurt Firm

Performance? [J]. *Journal of Marketing Research*, 2017, 54, (2): 239 – 259.

[3] 李丹, 王丹. 供应链客户信息对公司信息环境的影响研究——基于股价同步性的分析[J]. 北京: 金融研究, 2016, (12): 191 – 206.

[4] Dyck, A., and L. Zingales. Private Benefits of Control: An International Comparison [J]. *Journal of Finance*, 2004, 59, (2): 537 – 600.

[5] Gao, H., J. Wang, Y. Wang, C. Wu, and X. Dong. Media Coverage and the Cost of Debt [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2019, 55, (2): 429 – 471.

[6] Dyck, A., N. Volchkova, and L. Zingales. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia [J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63, (3): 1093 – 1135.

[7] 张宗新, 吴钊颖. 媒体情绪传染与分析师乐观偏差——基于机器学习文本分析方法的经验证据[J]. 北京: 管理世界, 2021, (1): 170 – 185, 11, 20 – 22.

[8] Joe, J. R. Why Press Coverage of a Client Influences the Audit Opinion [J]. *Journal of Accounting Research*, 2003, 41, (1): 109 – 133.

[9] Freeman, R. E., and D. L. Reed. Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance [J]. *California Management Review*, 1983, 25, (3): 88 – 106.

[10] Cen, L., F. Chen, Y. Hou, and G. D. Richardson. Strategic Disclosures of Litigation Loss Contingencies When Customer-Supplier Relationships Are at Risk [J]. *The Accounting Review*, 2017, 93, (2): 137 – 159.

[11] 王雄元, 喻长秋. 专有化成本与公司自愿性信息披露——基于客户信息披露的分析[J]. 上海: 财经研究, 2014, (12): 27 – 38.

[12] Arya, A., and B. Mittendorf. Using Disclosure to Influence Herd Behavior and Alter Competition [J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2005, 40, (1): 231 – 246.

[13] Banerjee, S., S. Dasgupta, and Y. Kim. Buyer-Supplier Relationships and the Stakeholder Theory of Capital Structure [J]. *Journal of Finance*, 2008, 63, (5): 2507 – 2552.

[14] Itzkowitz, J. Customers and Cash: How Relationships Affect Suppliers' Cash Holdings [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013, 19, (1): 159 – 180.

[15] Pandit, S., C. E. Wasley, and T. Zach. Information Externalities Along the Supply Chain: The Economic Determinants of Suppliers' Stock Price Reaction to Their Customers' Earnings Announcements [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 28, (4): 1304 – 1343.

[16] 魏明海, 衣昭颖, 李晶晶. 中国情境下供应链中客户盈余信息传递效应影响因素研究[J]. 北京: 会计研究, 2018, (6): 19 – 25.

[17] Kim, J. B., B. Y. Song, and Y. Zhang. Earnings Performance of Major Customers and Bank Loan Contracting with Suppliers [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2015, 59, (10): 384 – 398.

[18] Chen, J., H. Chang, H. C. Chen, and S. Kim. The Effect of Supply Chain Knowledge Spillovers on Audit Pricing [J]. *Journal of Management Accounting Research*, 2014, 26, (1): 83 – 100.

[19] Johnstone, K. M., L. Chan, and L. Shuqing. Client-Auditor Supply Chain Relationships, Audit Quality, and Audit Pricing [J]. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2014, 33, (4): 119 – 166.

[20] 陈涛琴, 李栋栋, 洪剑峭. 客户盈余质量与供应商投资效率分析——基于 A 股上市公司的经验研究[J]. 天津: 南开管理评论, 2021, (3): 193 – 203.

[21] Chen, C., J. B. Kim, M. Wei, and H. Zhang. Linguistic Information Quality in Customers' Forward-Looking Disclosures and Suppliers' Investment Decisions [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2019, 36, (3): 1751 – 1783.

[22] Chiu, T. T., J. B. Kim, and Z. Wang. Customers' Risk Factor Disclosures and Suppliers' Investment Efficiency [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2019, 36, (2): 773 – 804.

[23] An, Z., C. Chen, V. Naiker, and J. Wang. Does Media Coverage Deter Firms from Withholding Bad News? Evidence from Stock Price Crash Risk [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 64: 101664.

[24] 罗进辉, 杜兴强. 媒体报道、制度环境与股价崩盘风险[J]. 北京: 会计研究, 2014, (9): 53 – 59, 97.

[25] Kothari, S. P., S. Shu, and P. D. Wysocki. Do Managers Withhold Bad News? [J]. *Journal of Accounting Research*, 2009, 47, (1): 241 – 276.

[26] 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.

[27] Kirschenheiter, M., and N. D. Melumad. Can “Big Bath” and Earnings Smoothing Co-Exist as Equilibrium Financial Reporting Strategies? [J]. *Journal of Accounting Research*, 2002, 40, (3): 761 – 796.

- [28] Mehrabian, A. , and J. A. Russell. An Approach to Environmental Psychology[M]. Cambridge: The MIT Press, 1974.
- [29] Foster, G. Intra-Industry Information Transfers Associated with Earnings Releases[J]. Journal of Accounting and Economics, 1981, 3, (3) :201 - 232.
- [30] 祁斌, 黄明, 陈卓思. 机构投资者与股市波动性[J]. 北京: 金融研究, 2006, (9) :54 - 64.
- [31] 王亚平, 刘慧龙, 吴联生. 信息透明度、机构投资者与股价同步性[J]. 北京: 金融研究, 2009, (12) :162 - 174.
- [32] Shleifer, A. , and R. W. Vishny. Large Shareholders and Corporate Control[J]. Journal of Political Economy, 1986, 94, (3) :461 - 488.
- [33] Porter, M. E. Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System[J]. Harvard Business Review, 1992, 70, (5) :65 - 82.
- [34] 陈晖丽, 刘峰. 融资融券的治理效应研究——基于公司盈余管理的视角[J]. 北京: 会计研究, 2014, (9) :45 - 52.
- [35] Karpoff, J. M. , and X. Lou. Short Sellers and Financial Misconduct[J]. The Journal of Finance, 2010, 65, (5) :1879 - 1913.
- [36] Hirshleifer, D. , S. H. Teoh, and J. J. Yu. Short Arbitrage, Return Asymmetry, and the Accrual Anomaly[J]. The Review of Financial Studies, 2011, 24, (7) :2429 - 2461.
- [37] Hertzfel, M. , Z. Li, M. Officer, and K. Rodgers. Inter-Firm Linkages and the Wealth Effects of Financial Distress Along the Supply Chain[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 87, (2) :374 - 387.
- [38] Chu, Y. , X. Tian, and W. Wang. Corporate Innovation Along the Supply Chain[J]. Management Science, 2019, 65, (6) :2445 - 2466.
- [39] 彭旋, 王雄元. 支持抑或掠夺? 客户盈余信息与供应商股价崩盘风险[J]. 北京: 经济管理, 2018, (8) :135 - 152.
- [40] 底璐璐, 罗勇根, 江伟, 陈灿. 客户年报语调具有供应链传染效应吗? ——企业现金持有的视角[J]. 北京: 管理世界, 2020, (8) :148 - 163.
- [41] Piotroski, J. D. , T. J. Wong, and T. Zhang. Political Incentives to Suppress Negative Information: Evidence from Chinese Listed Firms[J]. Journal of Accounting Research, 2015, 53, (2) :405 - 459.
- [42] 许言, 邓玉婷, 陈钦源, 许年行. 高管任期与公司坏消息的隐藏[J]. 北京: 金融研究, 2017, (12) :174 - 190.
- [43] 于李胜, 蓝一阳, 王艳艳. 盛名难副: 明星 CEO 与负面信息隐藏[J]. 北京: 管理科学学报, 2021, (5) :70 - 86.
- [44] 罗进辉. 媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角[J]. 北京: 金融研究, 2012, (10) :153 - 166.
- [45] 周开国, 应千伟, 陈晓娟. 媒体关注度, 分析师关注度与盈余预测准确度[J]. 北京: 金融研究, 2014, (2) :14.
- [46] Cohen, L. , and A. Frazzini. Economic Links and Predictable Returns[J]. Journal of Finance, 2008, 63, (4) :1977 - 2011.
- [47] Cheng, C. , and J. D. Eshleman. Does the Market Overweight Imprecise Information? Evidence from Customer Earnings Announcements[J]. Review of Accounting Studies, 2014, 19, (3) :1125 - 1151.
- [48] Dasgupta, S. , K. Zhang, and C. Zhu. Do Social Connections Mitigate Hold-up and Facilitate Cooperation? Evidence from Supply Chain Relationships[J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 2021, 56, (5) :1679 - 1712.
- [49] 彭旋, 王雄元. 客户股价崩盘风险对供应商具有传染效应吗? [J]. 上海: 财经研究, 2018, (2) :141 - 153.
- [50] Kim, J. B. , Y. Li, and L. Zhang. Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Analysis[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 100, (3) :639 - 662.
- [51] Ellis, J. A. , C. E. Fee, and S. E. Thomas. Proprietary Costs and the Disclosure of Information About Customers[J]. Journal of Accounting Research, 2012, 50, (3) :685 - 727.
- [52] Cornaggia, J. , and J. Y. Li. The Value of Access to Finance: Evidence from M&As[J]. Journal of Financial Economics, 2019, 131, (1) :232 - 250.
- [53] Abadie, A. , and G. W. Imbens. Large Sample Properties of Matching Estimators for Average Treatment Effects[J]. Econometrica, 2006, 74, (1) :235 - 267.
- [54] Roychowdhury, S. Earnings Management through Real Activities Manipulation[J]. Journal of Accounting and Economics, 2006, 42, (3) :335 - 370.
- [55] Cohen, D. A. , and P. Zarowin. Accrual-Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings[J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 50, (1) :2 - 19.
- [56] 于忠泊, 田高良, 齐保全, 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]. 北京: 管理世界, 2011, (9) :127 - 140.

# Spillover Effect of Media Coverage Along Supply Chain: Perspective of Enterprise Bad News Hiding

CHEN Zhi-feng<sup>1</sup>, CHEN Yu-yang<sup>2</sup>

(1. School of Business, Shantou University, Shantou, Guangdong, 515000, China;

2. School of Management, Xiamen University, Xiamen, Fujian, 361000, China)

**Abstract:** In the past few decades, bringing media into the framework of corporate finance for interdisciplinary research has become an enduring hot topic. Based on the important role played by the media in the economy and society, researchers have found that the media can directly or indirectly have a far-reaching impact on the behavior and decision-making of corporate stakeholders or market participants such as shareholders, creditors, management, analysts and auditors. For enterprises, the market relationship with upstream and downstream enterprises in the vertical production chain constitutes the most basic association of economic activities of enterprises, and the upstream suppliers are also important stakeholders of enterprises. However, there is little literature on the impact of media reports on supplier behavior, that is, how the media's attention to customers affects suppliers' behavior decisions.

From the perspective of enterprises hiding bad news, this paper explores how the media coverages of customers affect suppliers' bad news hoarding. Theoretically speaking, the customers' information provided by media coverages have a verification effect on the earnings of supplier enterprises, helps investors understand the real operation of suppliers and timely understand the possible false disclosure in the financial reports of suppliers, which indirectly increases the difficulty and pressure of suppliers to hide bad news through profit fraud. Therefore, this paper expects that the higher the media attention to customers, the less bad news hidden by suppliers.

Using hand-collected "supplier-year-customer" database, this paper examines the relationship between media coverages and suppliers' bad news hoarding. Our empirical result show that: (1) The more the media coverages of customers, the less bad news hidden by suppliers. In addition, suppliers with institutional investors holding more shares, more analysts or short-sale pressure, media coverages of customers are more likely to inhibit suppliers from hiding bad news; (2) Mechanism analysis shows that the media coverages of customers mainly inhibits suppliers from hiding bad news by means of real earnings management, rather than accrual earning management; (3) Further research show that, firstly, the more the media coverages of customers, the more often the suppliers are searched by investors; secondly, There is a supplementary effect between the media coverages of customers and suppliers; finally, the more the media coverages of customers, the greater the earnings response coefficient of the suppliers. Together, these results imply that investors will indeed use the customer information provided by media, and there is a complementary verification effect between customer information and supplier information, which makes it difficult for suppliers to hide bad news by manipulating earnings.

Based on the above results, this paper has following contributions: Firstly, existing literatures have explored how media coverage affect behavior and decision-making of corporate stakeholders or market participants such as shareholders, creditors, management, analysts and auditors. this paper empirically tests how the media's attention to customers affects the suppliers, expanding the function boundary of media in the capital market. Secondly, it has been found that management, shareholders, analysts, auditors and banks will make full use of customer information, including customers' accounting digital information, text information in annual reports and so on. this paper makes us see the role of media coverages in the information transmission of supply chain, and further enriches the literature in this regard. Thirdly, based on the theoretical foundation that customers are the source of enterprise profits and the realistic basis of successive cases of stock price crash caused by inflated profits of Listed Companies in China, this paper deeply discusses the internal mechanism of media attention to customers and suppliers' hiding bad news from the perspective of enterprise earnings.

**Key Words:** media coverage; supply chain; bad news hoarding; Spillover Effect

**JEL Classification:** G14, M41, D80

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2022.08.010

(责任编辑:张任之)