

# 媒体关注是否降低了股价崩盘风险

——来自中国股票市场的经验证据

黄新建(教授), 赵伟

(重庆大学经济与工商管理学院, 重庆 400044)

**【摘要】**基于2003~2012年中国A股微观市场数据,从“认知效应”和“治理效应”角度研究了新闻媒体关注是否会影响上市公司股价崩盘风险。研究发现:①随着媒体关注度的提升,股价崩盘风险会降低;②在投资者对公司信息需求较大时,媒体关注对降低股价崩盘影响的“认知效应”更能得到体现;③在民营企业和规模较大的企业中,媒体关注对降低股价崩盘的“治理效应”更能得到体现。本研究不仅丰富了股价崩盘风险影响因素及媒体关注的后果研究,也对规范公司经营活动、完善公司治理有一定的启示作用。

**【关键词】**媒体关注; 认知效应; 治理效应; 股价崩盘

## 一、引言

2008年爆发的全球金融危机,引起了各界对股价“暴涨暴跌”这种资本市场现象的讨论。特别是“暴跌”所带来的股价崩盘风险,给资本市场的健康发展和投资者的财富带来了极大的冲击和破坏,因而股价崩盘风险的影响因素也成为金融和财务学研究的热点。

股价崩盘风险的主要生成机理是公司内部管理层一般不愿意披露负面消息而隐藏“坏消息”,且负面消息随着经营周期的持续而逐渐累积。当负面消息累积到一定程度而达到极限时,将集中释放到外部市场,进而对公司股价造成极大的负面冲击并最终崩盘。梳理目前的国内外文献,有关股价崩盘风险影响因素的研究主要集中在以下三个角度:

1. 信息透明及代理成本的“内部观”。具体的研究方向与成果有:公司财务信息透明度的提高会降低股价崩盘的风险(Hutton et al., 2009; 潘越等, 2011);会计稳健更能降低股价崩盘风险(Kim & Zhang, 2011);避税行为为经理人隐藏坏消息提供了便利,因而税收规避会提高股价崩盘风险(Kim et al., 2011; 江轩宇, 2013);期权激励的公司中高管会隐藏坏消息,为实现短期利益最大化而使得股价崩盘风险增大(Kim et al., 2011);关系交易的公司更容易发生股价崩盘风险(李增泉等, 2011);国有企业高管的超额在职消费诱使薪酬丰厚的高管人员隐藏公司的坏消息(Xu et al., 2014)。

2. 资本市场参与者的“影响观”。具体的研究方向与成果有:分析师乐观偏差与股价崩盘风险正相关(许年行等, 2012);聘请的会计师事务所具有更强的审计行业专长将会降低股价崩盘风险(江轩宇、伊志宏, 2013)、机构

投资者的“羊群行为”提高了公司股价未来崩盘的风险(许年行等, 2013)。这些研究从资本市场的参与情况进行了探讨,认为市场预期及投资者的盲目跟随会使股价脱离合理区间,造成后续的股价崩盘;会计师事务所的审计专长也会监督“内部观”下代理成本的发生,从而降低股价崩盘风险。

3. 经营环境的“政策观”。公司会受政治环境的影响,在政治事件窗口隐藏坏消息而提高股价崩盘风险(Piotroski et al., 2011);强制采用国际财务报告准则也会对股价崩盘风险产生显著影响(Defond et al., 2011)。这些研究根据经营环境(政策法律环境、政治环境)从不同事件性角度对股价崩盘风险进行了探讨。

这些研究虽然理清了股价崩盘的主要形成机理,但鲜有文献涉及媒体关注这一重要影响因素。当今信息社会,媒体作为信息的主要搜集者、加工者和传播者对资本市场的影响越来越大。近年来,媒体报道逐渐成为国内文献的研究热点,如黄俊和郭照蕊(2014)研究了媒体报道对公司层面信息融入了股票价格的影响。饶育蕾等(2010)研究了媒体对上市公司的关注度与股票异常收益率的关系。不过,目前媒体关注是否降低了股价崩盘风险以及中间的影响机制如何,还是一个有待研究的问题。

为研究上述问题,本文基于中国上市公司和股票市场数据从“认知效应”和“治理效应”角度研究了新闻媒体关注是否会影响上市公司股价崩盘风险。

## 二、理论分析与研究假设

### (一)媒体关注与股价崩盘风险

媒体关注降低股价崩盘风险的作用机制可以分为“认知效应”和“治理效应”:

1. “认知效应”。即媒体对上市公司关注度的提升可以给投资者带来更多的公司特质信息,降低信息不对称,实现投资者对股票价格信息的有效认知。媒体报道就是“信息披露的再披露”,不仅可以及时披露信息减少内部管理层一般不愿意披露的负面消息或隐藏的“坏消息”,防止负面信息积累最后导致的股价崩盘,而且可以通过提供更多的信息内容减少“追涨杀跌”的非理性投资,提高资本市场的股票定价效率。

国内外相关文献研究中,Tetlock(2007)对媒体与资本市场之间的关系研究中认为新闻媒体披露的高质量信息有利于提高股价的有效性。Fang和Peress(2009)发现媒体关注能够降低市场摩擦,影响股票的定价。Bushee等(2010)认为媒体高度报道引起投资者对股票基本面信息的充分注意,能够降低公司的信息不对称。周开国等(2014)发现媒体关注度的增加会提升分析师的关注度,并且会经分析师关注度这一中间渠道进一步提高分析师盈余预测的准确度。权小锋和吴世农(2012)从媒体报道角度研究发现,投资者注意力具有“认知效应”,投资者注意力的提高能有效提高市场对会计盈余信息的定价效率,降低应计的误定价程度。黄俊和郭照蕊(2014)研究发现,随着媒体报道的增多,更多公司层面的信息融入了股票价格。

因此,媒体关注会从“认知效应”降低股价崩盘风险。

2. “治理效应”。即媒体对上市公司关注度的提升,提高了违规行为被披露的概率和公司大股东或高管谋求个人利益的风险,从而有效降低公司代理成本,对公司形成一定的外部治理作用,有效降低因代理成本导致的股价崩盘风险。

国内外相关文献研究中,Dyck和Zingales(2004)发现媒体压力能够显著降低控股股东的控制权私人收益。Dyck等(2008)进一步研究发现,那些有可能做出侵害外部投资者权益决策的公司受到了媒体更多的关注,而这种关注能有效促使公司修正决策。Clien(2009)认为媒体关注给公司的管理者带来了强大的市场压力,会迫使管理者提高信息透明度。戴亦一等(2011)发现媒体的负面报道可以有效遏制财务重述行为的发生。徐莉萍和辛宇(2011)发现媒体关注程度的提高,“公司治理溢价”越高,信息环境和信息质量越有保证,非流通股股东的私有利益越小,中小流通股股东所面临的信息风险越低。罗进辉(2012)研究发现,高水平的媒体报道能够有效降低公司的双重代理成本。孔东民(2013)研究发现,媒体关注度高的公司中盈余操纵、大股东掏空的关联交易以及违规行为均显著降低。

因此,媒体关注会从“治理效应”降低股价崩盘风险。

综上,媒体关注的提升可以通过影响股票定价和公司治理两种渠道来影响上市公司的股价崩盘风险。本文

提出假设1:

假设1:媒体关注的提升会从“认知效应”和“治理效应”降低上市公司的股价崩盘风险。

## (二)认知效应、媒体关注与股价崩盘风险

根据“认知效应”的影响机制,上市公司关注度的提升可以给投资者带来更多的公司特质信息,降低信息不对称,实现投资者对股票价格信息的有效认知。媒体关注带来投资者认知的提升会受到公司信息透明的影响:当公司透明度较高时,投资者对公司的信息需求较小,媒体关注对进一步提升投资者认知效果有限;当公司透明度较低时,投资者对公司的信息需求较大,媒体关注能对投资者进行有效的公司信息补充。

因此,本文提出假设2:

假设2:投资者对公司的信息需求越大,媒体关注对降低股价崩盘风险的“认知效应”越明显。

## (三)治理效应、媒体关注与股价崩盘风险

根据“治理效应”的影响机制,媒体对上市公司关注度的提升,能有效降低公司代理成本,对公司形成一定的外部治理作用,有效降低因代理成本导致的股价崩盘风险。这种影响关系也会因企业产权和公司规模而异。

对于民营企业而言,一是基于政府规制理论,媒体对企业的监督报道会引起行政机构的介入,国有企业因其政府背景可能受到偏袒,而民营企业的危机处理能力较弱。民营企业发展本身就离不开政府的支持,良好的政企关系对民营企业而言是一种重要的资源,一旦媒体曝光民营上市公司的丑闻,势必对这种良好的政企关系造成破坏。二是较国有企业负责人的政府任命,民营企业的经理人更为市场化,高管的“声誉机制”影响更加显著。任命制使得国企经理人的危机感较差,声誉威胁对他们来说较小。因此,民营企业更会警惕媒体对其的监督作用。

对于规模较大的企业而言,一是相比小企业,大企业往往更容易受到新闻媒体及社会舆论的选择性关注。二是大企业的经理人基于“声誉机制”的影响也会更大。李辰颖和杨海燕(2012)研究发现,企业规模与CEO声誉显著正相关。大企业高管来自“声誉”的媒体压力也会越大。因此,大企业中媒体关注的提升对股价崩盘的治理作用会更显著。

因此,本文提出假设3:

假设3:在民营企业和规模较大的企业,媒体关注对降低股价崩盘风险的“治理效应”更明显。

## 三、研究设计

### (一)研究样本

本文选取2003~2012年A股上市公司为初始样本,剔除金融类公司和数据缺失的公司。为了消除极值的影响,论文采用winsorize的方法对异常值进行处理,对所有小于1%分位数(大于99%分位数)的变量,令其值分别等

于1%分位数(99%分位数),最后共得到有效研究样本9761个。本文使用的股票市场数据、财务数据、公司治理数据等来自CSMAR、CCER、RESSET数据库。

(二)变量定义

1. 股价崩盘风险。本文借鉴kim et al. (2011)文献中用来度量上市公司股价崩盘的方法。计量过程如下:

第一步,对每只股票*i*的周收益率数据进行回归,取回归(1)的残差 $\varepsilon_{i,t}$ ,求出股票*i*在第*t*周的公司特有收益为: $W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t})$ 。

$$R_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $R_{i,t}$ 为股票*i*第*t*周考虑现金红利再投资的收益率, $R_{m,t}$ 为市场所有股票在第*t*周经流通市值加权的平均收益率。在方程(1)中为调整股票非同步性交易的影响(Dimson, 1979),加入了市场收益的滞后项和超前项。

第二步,根据特有收益 $W_{i,t}$ 构造如下两个变量:

①负收益偏态系数NCSKEW:

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

其中*n*为股票*i*每年的交易周数。NCSKEW的数值越大,表示偏态系数负的程度越严重,崩盘风险越大。

②收益上下波动比率DUVOL:

$$DUVOL_{i,t} = \log \frac{[n_u(n_u-1) \sum W_{i,t}^2]_{Down}}{[(n_d) \sum W_{i,t}^2]_{Up}} \quad (3)$$

其中, $n_u(n_d)$ 为股票*i*的周特有收益 $W_{i,t}$ 大于(小于)年平均收益 $W_{i,t}$ 的周数。DUVOL的数值越大,代表收益率分布更倾向于左偏,崩盘风险越大。

2. 媒体关注。

(1)本文对媒体关注采用样本年度内媒体对公司的新闻报道条数作为度量指标。News\_Number代表年度内媒体对公司的新闻报道条数。

(2)为防止因年度媒体趋势的变化以及投资者有限注意的影响,对媒体关注数量进行年度标准化。News\_Rate代表年度内媒体对公司的新闻报道条数占该年度所有报道的比例。

3. 投资者信息需求。

(1)公司特质信息需求。借鉴Dumev(2003)等的研究成果,本文使用如下模型对市场和行业收益进行回归来估计个股的 $R^2$ , $R^2$ 越小,股价同步性越低,股价中所包含的公司特质信息越多,以此度量投资者对公司的信息需求:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 r_{m,t} + \beta_2 r_{I,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中, $r_{i,t}$ 为个股*i*第*t*周的收益率; $r_{m,t}$ 为市场指数第*t*周的收益率; $r_{I,t}$ 为行业*I*第*t*周的收益率。行业分类按中国证监会公布的分类标准,度量方法如下:

$$r_{i,t} = \frac{\sum_{j \in I} W_{j,t} r_{j,t}}{\sum_{j \in I} W_{j,t}} \quad (5)$$

其中, $W_{j,t}$ 为股票*j*在行业*I*中的权重,用*A*股流通市值来度量。

(2)公司会计信息透明度。通过修正的琼斯模型(Dechow et al., 1995)分年度分行业回归即方程(6),将估计出的回归系数代入方程(7)计算得出操纵性应计DISACC,对其取绝对值得到会计信息透明度(ABACC)。会计信息透明度越高,代表投资者信息需求越低。

$$\frac{TA_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \lambda_0 \times \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \lambda_1 \times \frac{\Delta Sales_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \lambda_2 \times \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$DISACC_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} - (\hat{\lambda}_0 \times \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \hat{\lambda}_1 \times \frac{\Delta Sales_{i,t} - \Delta RECE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \hat{\lambda}_2 \times \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}}) \quad (7)$$

其中, $TA_{i,t}$ 代表公司*i*第*t*年末总应计,等于营业利润与经营现金净流量之差; $Asset_{i,t-1}$ 为公司上年期末总资产; $\Delta Sales_{i,t}$ 为当年营业收入与上年营业收入的差额; $\Delta RECE_{i,t}$ 为当年应收账款与上年应收账款的差额; $PPE_{i,t}$ 为*t*年固定资产的原值。

(三)模型设计

$$CrashRisk_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 NEWS_{i,t} + \alpha_2 ROA_{i,t-1} + \alpha_3 Ret_{i,t-1} + \alpha_4 \sigma_{i,t-1} + \alpha_5 MB_{i,t-1} + \alpha_6 ABACC_{i,t-1} + \alpha_7 Lnsiz_{i,t-1} + \alpha_8 Turnover_{i,t-1} + \alpha_9 Lev_{i,t-1} + \alpha_{10} HHI5_{i,t-1} + \alpha_{11} Lnsal_{i,t-1} + \sum Year + \sum Industry \quad (8)$$

为了防止遗漏变量导致的内生性,本文采用固定效应模型对面板数据进行分析。同时根据Petersen(2009)研究成果,对跨度小而横截面公司样本数很多的面板数据使用常用的面板数据估计方法会低估标准误差,进而高估系数的显著性水平,因此本文对模型实证检验时,对标准误(standard error)进行了公司层面的聚类(cluster)调整。

模型设计如公式(8)所示:其中, $CrashRisk_{i,t}$ 为股价崩盘风险,分别由股票*i*的NCSKEW<sub>*t*</sub>和DUVOL<sub>*t*</sub>来度量;NEWS为媒体关注指标(包括News\_Number和News\_Rate);借鉴国外文献(kim et al., 2011),设置如下控制变量:ROA<sub>*t-1*</sub>、Ret<sub>*t-1*</sub>、 $\sigma_{i,t-1}$ 、MB<sub>*t-1*</sub>、ABACC<sub>*t-1*</sub>、Lnsiz<sub>*t-1*</sub>、Turnover<sub>*t-1*</sub>、Lev<sub>*t-1*</sub>、HHI5、Lnsal<sub>*t-1*</sub>,变量定义具体参见表1。另外,本文还对行业(Industry)、年度(Year)进行了控制。

通过采用模型(8)来检验假设1,媒体关注程度是否对股价崩盘风险(CrashRisk)构成显著影响;通过模型(8)按照分组回归来检验假设2和假设3。

表 1 变量说明

名称		变量符	计算
股价崩盘风险		<b>NCSKEW</b>	负收益偏态系数,表示崩盘风险的大小,具体计算参见公式(2),NCSKEW越大,股价崩盘风险越大
		<b>DUVOL</b>	收益上下波动比率,具体参见公式(3),数值越大,代表收益率分布更倾向于左偏,崩盘风险越大
媒体关注		<b>News_Number</b>	年度内媒体对股票 <i>i</i> 的新闻报道条数
		<b>News_Rate</b>	年度内媒体对股票 <i>i</i> 的新闻报道条数占该年度所有报道的比例。
投资者信息需求	公司特质信息含量	<b>Specific_info</b>	利用模型(4)分年度分股票回归拟合R <sup>2</sup> 对公司特质信息需求进行估计,R <sup>2</sup> 越小表示公司特质信息需求越大
	会计信息透明度	<b>ABACC</b>	通过修正的琼斯模型分年度分行业回归计算出操纵性应计,对其取绝对值得到会计信息透明度
月平均超额换手率		<b>Turnover</b>	为第 <i>t</i> 年股票 <i>i</i> 的月平均换手率与第 <i>t-1</i> 年股票的月平均换手率的差
市账比		<b>MB</b>	<i>t-1</i> 年的期末总资产/市场价值,其中市场价值为股权市值与净债务市值之和,非流通股股权市值用净资产代替计算。
收益波动		<b>Sigma</b>	为公司 <i>i</i> 在第 <i>t-1</i> 年周特有收益的标准差
特有收益率		<b>Ret</b>	<i>t-1</i> 年平均周特有收益率
总资产收益率		<b>ROA</b>	<i>t-1</i> 年净利润/总资产
资产负债率		<b>Lev</b>	<i>t-1</i> 年“期末负债总额/期末总资产”
公司规模		<b>Lnsiz</b>	取公司 <i>t-1</i> 年期末总资产的自然对数值
股权集中度		<b>HHI5</b>	赫芬达尔—赫希曼指数:前五大股东持股比例的平方和
薪酬数量		<b>Lnsalary</b>	前三名高管薪酬总额的对数
行业哑变量		<b>Industry</b>	按证券行业分类,其中制造业按照一级细类进行划分
年度哑变量		<b>Year</b>	2003~2012年度

四、实证结果分析

(一)描述性统计

本文在表2列示了变量的描述性统计结果,可以看出:

NCSKEW<sub>*t*</sub>的平均值为-0.20,标准差为0.69,DUVOL<sub>*t*</sub>平均值为-0.14,标准差为0.69,说明NCSKEW、DUVOL在样本中存在较大差异。

媒体关注News\_Number平均值为17.1,样本中最小为1,最大为718。

(二)回归分析

1. 对假说1的实证分析。

首先,通过上文所界定的研究样本对模型(8)进行了回归,探讨媒体关注对股价崩盘风险的影响。从表3的(1)~(4)可以看出,News\_Number与股价崩盘风险(NCSKEW<sub>*t*</sub>和DUVOL<sub>*t*</sub>)都负相关,分别在10%水平和5%水平上显著;News\_Rate与股价崩盘风险(NCSKEW<sub>*t*</sub>和DUVOL<sub>*t*</sub>)都负相关,与DUVOL<sub>*t*</sub>在5%水平范围显著。

因此,媒体对公司关注度的提高会降低股价崩盘风险,假设1得到验证。

表 2 描述性统计

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
NCSKEW <sub><i>t</i></sub>	9 761	- 0.198 4	0.694 5	- 3.973 9	6.143 2
NCSKEW <sub><i>t-1</i></sub>	9 761	- 0.177 3	0.693 2	- 4.184 1	6.143 2
DUVOL <sub><i>t</i></sub>	9 761	- 0.139 9	0.478 3	- 2.237 7	3.406 6
DUVOL <sub><i>t-1</i></sub>	9 761	- 0.129 7	0.480 8	- 2.295 0	3.406 6
News_Number	9 761	17.183 4	28.381 8	1	718
News_Rate	9 761	0.000 6	0.000 7	0.000 0	0.013 8
Turnover <sub><i>t-1</i></sub>	9 761	0.469 1	0.344 0	0.002 9	2.585 8
ROA <sub><i>t-1</i></sub>	9 761	0.017 3	0.522 2	- 51.946 8	7.696 0
Ret <sub><i>t-1</i></sub>	9 761	- 0.001 3	0.006 3	- 0.585 2	0.000 0
Sigma <sub><i>t-1</i></sub>	9 761	0.046 4	0.024 3	0.004 0	1.412 5
MB <sub><i>t-1</i></sub>	9 761	0.440 7	0.350 2	- 9.809 8	4.413 2
ABACC	9 761	0.100 2	0.276 2	0.000 0	17.143 0
Lnsiz <sub><i>t-1</i></sub>	9 761	21.502 8	1.204 2	11.348 3	28.282 1
Lev <sub><i>t-1</i></sub>	9 761	0.546 1	1.375 0	0.070 6	1.360 4
HHI5	9 761	0.182 4	0.131 8	0.000 1	1.222 6
lnsalary	9 761	13.224 8	0.922 9	9.672 0	16.963 7

表3 媒体关注与股价崩盘风险

	NCSKEW(1)	DUVOL(2)	NCSKEW(3)	DUVOL(4)
NCSKEW <sub>t-1</sub>	- 0.108 4*** (- 10.05)		- 0.108 5*** (- 10.06)	
DUVOL <sub>t-1</sub>		- 0.104 0*** (- 9.58)		- 0.104 1*** (- 9.59)
News_Number	- 0.003 0* (- 1.73)	- 0.002 9** (- 2.47)		
News_Rate			- 59.128 8 (- 1.45)	- 63.165 8** (- 2.24)
ROA <sub>t-1</sub>	- 0.004 0 (- 0.13)	- 0.016 5 (- 0.77)	- 0.004 6 (- 0.15)	- 0.017 0 (- 0.8)
Ret <sub>t-1</sub>	- 1.790 5 (- 0.61)	- 2.655 1 (- 1.31)	- 1.775 6 (- 0.61)	- 2.634 5 (- 1.3)
Sigma <sub>t-1</sub>	0.146 9 (0.2)	- 0.121 1 (- 0.23)	0.149 2 (0.2)	- 0.115 5 (- 0.22)
MB <sub>t-1</sub>	- 0.264 1*** (- 6.76)	- 0.182 0*** (- 6.74)	- 0.262 7*** (- 6.73)	- 0.180 8*** (- 6.7)
ABACC <sub>t-1</sub>	0.054 1** (2.2)	0.022 3 (1.32)	0.054 3** (2.21)	0.022 6 (1.33)
lnsize <sub>t-1</sub>	0.031 3 (1.35)	0.030 5* (1.91)	0.030 8 (1.33)	0.030 1* (1.88)
Turnover <sub>t-1</sub>	- 0.149 9*** (- 7.21)	- 0.115 3*** (- 8.03)	- 0.149 8*** (- 7.21)	- 0.115 2*** (- 8.02)
Lev <sub>t-1</sub>	- 0.006 8 (- 0.6)	- 0.006 8 (- 0.86)	- 0.007 0 (- 0.61)	- 0.007 0 (- 0.89)
HHI5	- 0.244 8* (- 1.92)	- 0.186 8** (- 2.12)	- 0.247 5* (- 1.94)	- 0.189 6** (- 2.15)
lnsalary	0.043 5** (2.1)	0.030 4** (2.12)	0.043 6*** (2.11)	0.030 4** (2.13)
Constant	- 0.988 6** (- 2.16)	- 0.930 6*** (- 2.94)	- 0.969 1** (- 2.11)	- 0.909 0*** (- 2.87)
Year/industry	YES	YES	YES	YES
Cluster at firm	YES	YES	YES	YES
R <sup>2</sup> : within	10.22	11.55	10.21	11.54
Obs	9 761	9 761	9 761	9 761

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示回归系数在1%、5%和10%水平显著。T值经过了公司层面的聚类(cluster)调整,下同。

控制变量方面,通过表3的分析可知:

ABACC<sub>t-1</sub>的系数显著为正,表明盈余管理程度越高的上市公司股票崩盘风险更大;账面市值比MB<sub>t-1</sub>的系数显著为负,说明成长性股票未来的股价崩盘风险更高,与Kim et al.(2011)的结论一致;HHI5的系数显著为负,说明股权集中度越大,股价崩盘风险越小;lnsalary的系数显著为正,说明代理成本越高的上市公司,股价崩盘风险越大。

## 2. 对假说2的实证检验。

为了进一步验证假设2,对样本数据进行分组回归检验,结果如表4所示:列(5)~(6)为对会计信息透明度

(ABACC)变量进行分组的实证结果,可以发现,在会计信息透明度较低时,媒体关注对股价崩盘的负作用系数(在NCSKEW下为10%范围内,在DUVOL下为1%范围内)更为显著。

列(7)~(8)为对公司特质信息(R<sup>2</sup>)进行分组的实证结果,可以发现,在公司特质信息缺乏时,媒体关注对股价崩盘的负作用系数(在NCSKEW和DUVOL下都为10%水平范围内)更为显著。

因此,假设2得到验证,即在投资者信息需要越大的公司,媒体关注降低股价崩盘风险的“认知效应”更能体现。

## 3. 对假说3的实证检验。

为了进一步验证假设3,对样本数据进行分组回归检验,结果如表5所示:列(9)~(10)为对产权性质(SOE)变量进行分组的实证结果,可以发现,在非国有组时,媒体关注对股价崩盘的负作用系数(在NCSKEW和DUVOL下都在1%水平范围内)更为显著。

列(11)~(12)为对公司资产规模(size)进行分组的实证结果,从中可以发现,在资产规模较高组时,媒体关注对股价崩盘的负作用系数(在NCSKEW下在5%水平范围内,在DUVOL下在1%水平范围内)更为显著。

因此,假设3得到验证,即在民营企业 and 资产规模较大的企业中,媒体关注对降低股价崩盘风险的“治理效应”更明显。

## 五、研究结论

本文基于2003~2012年中国A股市场数据,从“认知效应”和“治理效应”角度研究了新闻媒体关注是否会影响到上市公司股价崩盘风险。

研究发现:①随着媒体关注的提升,股价崩盘风险会降低。②在投资者对公司信息需求较大时,媒体关注对降低股价崩盘影响的“认知效应”更能得到体现。③在民营企业 and 规模较大的企业中,媒体关注对股价崩盘的“治理效应”更能得到体现。

股价崩盘风险,给资本市场的健康发展和投资者的财富带来了极大的冲击和破坏。本研究不仅丰富了股价崩盘风险影响因素及媒体关注效应的研究,也对规范公司经营活动、完善公司治理有一定的启示作用,对于认识我国股市风险波动以及促进资本市场健康发展具有重要的现实意义。

表 4 认知效应、媒体关注与股价崩盘风险

因变量	NCSKEW(5)		DUVOL(6)		NCSKEW(7)		DUVOL(8)	
	t-1 期 ABACC: 会计信息透明度		t-1 期 ABACC: 会计信息透明度		t-1 期 R <sup>2</sup> : 公司特质信息		t-1 期 R <sup>2</sup> : 公司特质信息	
按(投资的信息需求)分组	较高组	较低组	较高组	较低组	缺乏组	充裕组	缺乏组	充裕组
NCSKEW <sub>t-1</sub>	-0.116 2*** (- 5.56)	-0.135 8*** (- 7.37)			-0.081 2*** (- 2.66)	-0.135 7*** (- 8.13)		
DUVOL <sub>t-1</sub>			-0.115 4*** (- 6.26)	-0.127 3*** (- 6.43)			-0.110 0*** (- 3.76)	-0.141 4*** (- 9.19)
News_Rate	-113.887 0 (- 1.58)	-133.060 8* (- 1.7)	-57.495 8 (- 1.11)	-157.062 3*** (- 2.88)	-230.704 0* (- 1.91)	-60.102 0 (- 0.98)	-152.741 0* (- 1.77)	-69.161 5 (- 1.56)
ROA <sub>t-1</sub>	0.706 0** (2.28)	0.028 1 (0.77)	0.607 7*** (3.3)	0.012 0 (0.42)	0.393 8 (1.59)	-0.027 6 (- 0.68)	0.224 6 (1.3)	-0.023 1 (- 0.82)
Ret <sub>t-1</sub>	-7.856 6 (- 0.65)	0.542 4 (0.08)	-13.856 0 (- 1.48)	-1.063 7 (- 0.25)	2.460 3 (0.21)	-8.892 5 (- 1.15)	7.988 1 (1.02)	-10.765 8* (- 1.67)
Sigma <sub>t-1</sub>	0.695 5 (0.47)	-0.472 2 (- 0.33)	-1.132 6 (- 1.09)	-0.436 8 (- 0.44)	3.552 1 (1.39)	-1.075 6 (- 0.87)	3.032 3* (1.74)	-1.260 1 (- 1.42)
MB <sub>t-1</sub>	-0.200 0*** (- 2.75)	-0.153 5** (- 2.1)	-0.131 2*** (- 2.71)	-0.092 5* (- 1.91)	-0.187 1 (- 1.62)	-0.202 5*** (- 3.59)	-0.109 8 (- 1.47)	-0.144 9*** (- 3.66)
ABACC <sub>t-1</sub>	0.320 6*** (0.46)	0.049 3* (1.8)	0.206 5 (0.42)	0.015 7 (1.42)	0.062 8 (0.42)	0.045 2* (1.95)	0.053 3 (0.49)	0.017 4 (1.58)
Lnsizet <sub>t-1</sub>	-0.014 7 (- 0.31)	-0.011 9 (- 0.3)	-0.008 3 (- 0.23)	0.004 6 (0.16)	-0.009 4 (- 0.13)	0.029 8 (0.93)	0.029 6 (0.56)	0.023 5 (1.0)
Turnover <sub>t-1</sub>	-0.075 2* (- 1.68)	-0.10 39** (- 2.45)	-0.013 8 (- 0.44)	-0.076 5*** (- 2.63)	-0.041 7 (- 0.71)	-0.169 5*** (- 4.62)	-0.001 0 (- 0.03)	-0.092 9*** (- 3.52)
Lev <sub>t-1</sub>	0.110 1 (1.35)	-0.015 8* (- 1.76)	0.092 5 (1.56)	-0.009 1*** (- 2.68)	0.181 8 (1.09)	-0.016 4** (- 2.33)	0.125 8 (0.99)	-0.010 2*** (- 3.05)
HHI5	-0.246 4 (- 0.86)	-0.007 0 (- 0.03)	-0.239 5 (- 1.39)	0.047 8 (0.29)	-0.518 1 (- 0.98)	-0.114 5 (- 0.63)	-0.457 9 (- 1.42)	-0.110 5 (- 0.9)
Insalary	0.060 9 (1.38)	0.083 4** (2.28)	0.047 3 (1.55)	0.045 2* (1.72)	0.081 3 (1.15)	0.025 2 (0.86)	0.033 3 (0.75)	0.021 5 (0.98)
Constant	-1.530 4 (- 1.57)	-0.472 5 (- 0.61)	-1.263 4* (- 1.75)	-0.443 2 (- 0.86)	-0.453 5 (- 0.35)	-0.823 0 (- 1.26)	-0.734 7 (- 0.76)	-0.500 4 (- 1.06)
Year/industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Cluster at firm	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
R <sup>2</sup> : within	10.09	9.86	10.71	10.35	10.05	9.01	12.51	9.00
Obs	4880	4881	4880	4881	2745	5460	2745	5460

主要参考文献

Bushee, Brian J., Core John E. Guay Wayne. The Role of the Business Press as an Information Intermediary [J]. Journal of accounting research, 2010(1).

Durnev, A., Morck R., Yeung B., Zarowin, P.. Does Greater Firm- specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing[J]. Journal of Accounting Research, 2003(41).

Dyck, Alexander, Volchkova Natalya, Zingales Lu-

igi. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia[J]. Journal of Finance, 2008(3).

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).

黄俊, 郭照蕊. 新闻媒体报道与资本市场定价效率——基于股价同步性的分析[J]. 管理世界, 2014(5).

江轩宇. 税收征管、税收激进与股价崩盘风险[J]. 南开管理评论, 2013(5).

表 5

治理效应、媒体关注与股价崩盘风险

因变量	NCSKEW(9)		DUVOL(10)		NCSKEW(11)		DUVOL(12)	
	产权性质		产权性质		资产规模		资产规模	
	民营组	国有组	民营组	国有组	较高组	较低组	较高组	较低组
NCSKEW <sub>t-1</sub>	-0.176 2*** (- 7.7)	-0.133 7*** (- 8.75)			-0.116 5*** (- 7.32)	-0.164 9*** (- 10.42)		
DUVOL <sub>t-1</sub>			-0.148 6*** (- 7.86)	-0.141 4*** (- 10.56)			-0.117 6*** (- 7.36)	-0.157 4*** (- 9.82)
News_Rate	-198.924 9** (- 2.23)	-64.352 4 (- 1.1)	-137.698 9** (- 2.29)	-53.938 7 (- 1.37)	-150.558 3** (- 2.45)	-60.945 8 (- 1.03)	-134.154 4*** (- 3.15)	-55.296 4 (- 1.35)
ROA <sub>t-1</sub>	-0.027 8 (- 0.53)	0.080 6*** (1.31)	-0.022 6 (- 0.77)	0.009 1 (0.15)	0.337 7 (1.13)	0.007 2 (0.21)	0.194 0 (0.94)	-0.000 2 (- 0.01)
Ret <sub>t-1</sub>	-0.846 8 (- 0.21)	6.362 3 (0.7)	-1.610 2 (- 0.57)	4.750 6 (0.74)	83.639 9* (1.67)	1.781 4 (0.47)	57.525 3* (1.67)	-1.822 3 (- 0.69)
Sigma <sub>t-1</sub>	0.592 9 (0.42)	1.136 7 (0.93)	0.349 3 (0.36)	-0.037 1 (- 0.04)	4.664 4 (1.57)	1.481 8 (1.34)	3.230 1 (1.57)	0.245 4 (0.32)
MB <sub>t-1</sub>	-0.195 4** (- 2.36)	-0.241 5*** (- 4.02)	-0.155 7*** (- 3.12)	-0.221 4*** (- 5.19)	-0.311 1*** (- 5.04)	-0.235 2*** (- 3.9)	-0.221 2*** (- 5.19)	-0.170 6*** (- 4.08)
ABACC <sub>t-1</sub>	0.023 5 (1.2)	0.037 9 (0.62)	0.018 2 (1.6)	-0.016 4 (- 0.36)	0.024 2 (0.38)	0.070 5** (2.39)	-0.006 4 (- 0.15)	0.032 2 (1.57)
Lnsize <sub>t-1</sub>	-0.006 1 (- 0.12)	0.068 8* (1.81)	0.022 5 (0.64)	0.055 6** (2.16)	0.128 2*** (2.76)	-0.018 2 (- 0.41)	0.099 6*** (3.1)	-0.003 9 (- 0.13)
Turnover <sub>t-1</sub>	-0.126 4*** (- 3.04)	-0.069 8* (- 1.96)	-0.065 9*** (- 2.22)	-0.039 8* (- 1.65)	-0.048 4 (- 1.16)	-0.120 6*** (- 3.18)	-0.024 7 (- 0.85)	-0.058 9** (- 2.24)
Lev <sub>t-1</sub>	-0.018 6 (- 0.91)	-0.115 3 (- 1.3)	-0.010 0 (- 0.86)	-0.084 4 (- 1.18)	-0.300 7** (- 2.1)	-0.006 9 (- 0.54)	-0.273 8*** (- 2.77)	-0.003 8 (- 0.43)
HHI5	0.037 5 (0.14)	-0.253 5 (- 1.09)	-0.054 0 (- 0.31)	-0.226 7 (- 1.81)	-0.111 4 (- 0.55)	-0.165 2 (- 0.77)	-0.126 4 (- 0.89)	-0.041 1 (- 0.28)
lnsalary	0.082 2* (1.77)	0.056 4 (1.62)	0.051 7* (1.75)	0.031 4 (1.19)	0.046 9 (1.32)	0.043 7 (1.4)	0.037 0 (1.51)	0.025 4 (1.17)
Constant	-0.853 3 (- 0.92)	-2.263 0*** (- 3.03)	-0.976 0 (- 1.59)	-1.592 1*** (- 3.05)	-2.754 3*** (- 2.71)	0.006 6 (0.01)	-2.267 5*** (- 3.22)	0.067 9 (0.11)
Year/industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Cluster at firm	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
R <sup>2</sup> : within	12.33	9.99	12.72	11.94	11.39	11.5	12.43	12.69
Obs	3 984	5 339	3 984	5 339	4 880	4 881	4 880	4 881

江轩宇,伊志宏.审计行业专长与股价崩盘风险[J].中国会计评论,2013(2).

李增泉,叶青,贺奔.企业关联、信息透明度与股价特征[J].会计研究,2011(1).

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).

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(12).

权小锋,吴世农.投资者注意力、应计误定价与盈余操

纵[J].会计研究,2012(6).

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)

许年行,于上尧,伊志宏.机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J].管理世界,2013(7).

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].金融研究,2014(2).

【基金项目】中央高校基本科研业务费(编号:CD-JXS12021114)