

# 基于议程设置的新闻媒体报道对上市公司股票收益影响的实证研究

姜 杨 闫相斌

(哈尔滨工业大学 管理学院 黑龙江 哈尔滨 150001)

**摘要** :从信息传播角度出发 ,结合议程设置与有限关注假说提出了新闻媒体报道对股票收益的影响路径和机制。研究表明 :投资者买入低媒体报道数量组合卖出高媒体报道数量组合的投资策略能够带来超额收益 ,且该收益在低收益股、成长型以及小公司股票中显著 ;新闻媒体报道具有减弱收益波动的效应 ,前一期高新闻媒体报道数量组合在当期的收益波动要小于前一期低新闻媒体报道数量组合 ,小公司、成长型、低价格股票表现更显著。

**关键词** :证券市场 ;新闻媒体报道 ;股票收益 ;议程设置 ;有限关注

**文章编号** :1003-4625(2015)06-0078-07    **中图分类号** :F830.91    **文献标识码** :A

### 一、引言

新闻媒体是信息传播的重要媒介 ,借助于信息技术新闻媒体能够更加高效地披露、传播、处理和解读最新发生的企业动态 ,新闻媒体在证券市场中扮演着重要角色。在证券市场这一信息高度敏感的行业中 ,信息不对称普遍存在 ,不仅存在于上市公司与投资者之间 ,机构投资者与个人投资者之间也存在着信息不对称 ,Easley(2002)指出在投资者内部有知情交易者和非知情交易者之分 ,他们之间信息不对称已影响到资产的收益<sup>[1]</sup>。一般投资者的专业能力有限 ,他们通常无法有效识别出媒体报道中所包含的信息 ,也不能辨别真实信息和非真实信息、陈旧信息和新信息<sup>[2]</sup>。面对大量的信息 ,投资者难以靠自身知识和能力从证券价格中获取充分信息以解决信息不对称问题 ,Solomon(2012)指出投资者借助新闻媒体来帮助他们处理信息以及决定信息的重要程度<sup>[3]</sup>。新闻媒体能够利用自身信息处理等优势向投资者提供信息服务 ,同时新闻媒体报道往往也不可避免地存在着偏差<sup>[4]</sup>。但是到目前为止 ,新闻报道能够影响证券市场的事实已经被认知<sup>[5]</sup> ,然而新闻媒体报道通过何种路径或机制影响证券市场以及是否可以根据新闻媒体报道与公司特征 ,构建投资组合获取收益尚需进一步研究。

新闻媒体报道对股票收益的影响关系到股票市场的运行效率及投资者的风险管理能力。本文提出

了新闻媒体报道对股票收益及其波动影响的基本路径 ,应用传播学的议程设置理论并结合有限关注理论新闻媒体报道对股票收益的影响机制。本文选取了金融业上市公司为研究样本 ,考察了新闻媒体报道的特征 ,检验了二维投资组合和投资策略下新闻媒体报道对金融业上市公司股票收益和收益波动的影响。研究表明媒体效应存在 ,即媒体关注低的股票收益高于媒体关注高的股票 ,并且发现新闻媒体报道具有减弱股票收益波动的效应。

### 二、文献回顾

国内外学者对新闻媒体报道和证券市场关系以及影响机制进行了一系列研究 ,主要包括新闻媒体报道对证券市场的影响、媒体报道内容或类型与证券市场的关系以及新闻媒体报道在证券市场中的角色等方面。

在新闻媒体报道对证券市场的影响方面 ,Fang和Peress(2009)<sup>[6]</sup>首次提出了“媒体效应”的概念 ,即没有被媒体报道的股票的收益要显著高于有媒体报道的股票 ,且这种效应在小公司、个人持股比较高以及分析师关注低的股票中更显著。张雅慧等(2011)以三个富豪榜上榜事件为研究对象 ,通过事件研究法考察了新闻媒体报道对短期内股票价格的影响 ,研究得出媒体关注度高的股票的收益低于媒体关注度低的股票。Aman(2011)发现媒体报道的数量与股票波动率紧密联系 ,他们认为媒体报道的数量越多 ,

收稿日期 2015-04-15

基金项目 :本文为国家自然科学基金项目(71328103) ,黑龙江省哲学社会科学规划重点课题(13H106)。

作者简介 :姜杨(1987 ) ,女 ,山东人 ,博士研究生 ,研究方向 :社交媒体与金融市场 ;闫相斌(1975 ) ,男 ,黑龙江人 ,教授 ,博士生导师 ,研究方向 :社交媒体 ,商务智能。

则公司股票价格所包含的信息越多,相应地公司股票波动越小。Klibanoff(1998)<sup>[7]</sup>针对新闻媒体报道对封闭基金影响的研究发现,在一周内《纽约时报》有新闻媒体报道的情况下,价格能够对基本面变动进行快速反应,而在周内没有媒体报道的情况下,价格对基本面变动反应不足。而Culter等(1989)<sup>[8]</sup>研究发现在没有大量宏观经济事件发生的条件下,定性的新闻媒体报道不能解释股票收益的变动。新闻头条与股票收益模式的研究发现被新闻头条报道的股票具有收益持续性,并且在负面新闻头条情况下更强烈,没有被新闻头条报道的股票则表现为收益反转,小股票的收益反转尤为突出<sup>[9]</sup>。网络是新闻传播的新媒介,投资者使用网络搜索目标公司的新闻,谷歌搜索量的增加可以增加股票在未来的收益,谷歌的搜索量越大说明交易活动越活跃、股票流动性越强。

新闻媒体报道由于内容、时效性以及情感基调不同可以归为不同的类型。从新闻内容来看,Chan等(2001)分析了重大政治新闻和经济新闻对恒生指数日内股票交易的影响,包括了日内收益波动、价格波动、成交量和交易频率等因素,该研究发现政治新闻比经济新闻对股票市场交易的影响更明显。Neuhierl等(2010)<sup>[10]</sup>从公司层面研究了股票市场对于不同类型的媒体信息的反应,该研究表明市场对于公司策略、客户及合作伙伴、产品及服务、管理层变动、法律问题方面的信息反应强烈。Jones等(1998)考察了美国的宏观经济新闻对国库券的影响,Chen等(2011)发现金融新闻对意外盈余具有显著影响。从时效性来看新闻媒体报道有新旧之分,Teclock(2011)<sup>[11]</sup>发现个人投资者对于陈旧的新闻信息反应过度,当陈旧新闻信息出现时,个人投资者交易更加积极,而随后的收益反转也更加剧烈,引发了股票价格的短期运动。不同媒体报道也会传递不同的基调,Teclock(2007)分析了《华尔街日报》专栏的内容发现,高涨的媒体消极看法会增加股票市场价格下降的压力,但随后股价会反转到基本水平。Suleman(2012)采用单变量非对称GARCH模型研究发现传达积极消息的政治新闻能够增加KSE100指数的收益并减少其波动,而传达消极消息的政治新闻会造成收益的减少和波动的增加,且消极消息对波动的影响作用几乎是积极消息的两倍。Kerl等(2013)考察了《德国金融时报》(FTD)的新闻基调对股票价格和交易量的影响,表明传递积极信息的新闻报道在其发布期间能够使超额收益增加,异常交易量变大,而传递消极信息的新闻报道则会带来相反的影响。

如何解释媒体效应是学者们关注的问题,主要有风险补偿、交易障碍和过度关注弱势三种假说。基于传统金融理论的风险补偿假说认为未被媒体报道的股票信息透明度低、信息不对称程度高,投资者所面临的信息风险较大,需要有风险溢价进行补偿。Merton(1987)指出被媒体忽略的股票应该获得更高的预期收益,以此弥补信息不完全给投资者所带来的风险,而被媒体大量报道的股票则取得较低的收益。张雅慧等(2011)认为风险补偿假说不成立。另一种交易障碍假说将媒体报道效应视为一种定价偏误和套利机会,市场中的套利者会识别出套利机会进行交易,套利机会消失。只有在流动性障碍足够大的情况下媒体效应才会持续存在,因而媒体效应则应该集中于流动性较差的股票<sup>[5]</sup>。第三种是行为金融理论的过度关注弱势假说,该假说建立在有限关注理论的基础上。Barber和Odean(2008)指出投资者由于时间和精力有限,面对大量潜在股票时,他们通常选择可以吸引其注意力的股票,并且这种注意力更多地体现在股票的买入决策上。过度关注弱势假说认为投资者对吸引其注意力的股票反应过度,从而造成短期内的买入压力和随后的收益反转。张雅慧等(2011)和饶育蕾等(2010)的研究支持了建立在有限关注理论上的过度关注弱势假说。

许多研究从媒体报道的有无、数量以及媒体报道的类型等方面支持了媒体报道能够影响股票市场的观点,但关于新闻媒体报道对股票市场的影响尚存在可深入研究之处。首先,这些研究多从金融理论角度出发研究和解释媒体报道对股票的影响,虽然传统金融理论或者行为金融理论可以捕捉股票市场的特征,但是不能全面地反映新闻媒体本身的传播规律。其次,新闻媒体报道对股票市场的影响主要集中在对新闻媒体报道的刻画上,而没有充分考虑新闻媒体报道对不同公司影响的差异。并且,研究多以实体行业为研究对象,而对于金融业这一信息高度敏感且投资者对于媒体报道关注度高的市场可以深入研究以挖掘其特征。

### 三、新闻媒体报道影响股票收益的研究设计

#### (一)影响路径分析

本文提出新闻媒体报道影响股票收益的信息通信、影响路径以及影响机制,如图1所示。

新闻事件在股票市场中的传递本质上是信息的传递,遵循信息源、编码、信息通道、解码、信息接收的信息通信规律,可以从信息通信角度出发进行分析。新闻事件本身是可能的信息源之一,包括公司



的经营情况、财务状况、分红派息、管理层决策等多种信息,新闻媒体对新闻事件信息进行报道和传递,并不能保证对事件进行全面的、准确的报道,因为它们需要对原始事件信息进行编码,即按照报道的需求和特点进行内容重新组织、添加或者删减主题;在信息接收环节,市场中的投资者作为信息的主要接收者和使用者对新闻媒体报道的信息进行解码,在此基础上做出是否参与股票市场交易活动的投资决策。上述新闻事件在股票市场中的信息通信过程中的编码和解码阶段涉及金融学、传播学以及认知心理学过程。本文将分析这两个过程,提出新闻媒体报道影响股票收益的影响机制,为构建新闻媒体报道对股票收益的影响路径提供支持和依据。

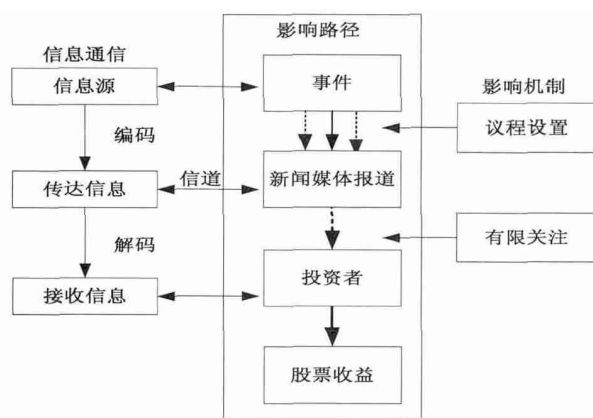


图1 新闻媒体报道影响股票收益的研究设计

利用传播学的议程设置理论刻画新闻媒体对证券市场新闻事件本身的报道这一解码过程。McCombs和Shaw(1972)首次提出了议程设置的概念,并对美国总统竞选进行了实证分析,议程设置理论认为大众媒体能够影响受众对事物的认知,受众倾向于注意大众媒体关注的那些事物和问题,并采用大众媒体确定的优先次序来确定自身对事物的关注度。大众媒体虽然不能决定受众对某一事件或意见的具体看法,但可以通过有效的设置议程来提高受众对这些事件的关注。随着新媒体的出现和发展,议程设置理论也被应用于网络等新媒体方面。可见,新闻媒体报道可以通过强调特定的议题、特定的观点、控制新闻媒体报道的数量等方式对事件本身进行加工和处理,完成相应的信息编码过程。研究表明这种编码过程能够引导和塑造投资者对于事件的观点,媒体报道数量与受众关注和重视程度存在强烈对应关系。

利用有限关注理论和建立在其基础上的过度关注弱势假说,刻画投资者对新闻媒体报道的解码过程。有限关注最早是认知心理学的重要概念,近

年来被行为金融学派用于解释金融市场上的投资者决策行为。投资者由于处理信息的能力有限,他们会倾向于将时间和注意力集中在高度公开可得的以及容易处理的信息上,因而对新闻报道的反应依赖于报道的显著性,媒体报道越显著,投资者对其反应速度越快,从而信息被股票价格吸收越快。Barber和Odean(2008)研究认为在有限关注的约束下,投资者往往通过选取那些能够吸引他们注意力的股票来缩小选择集,并且认为媒体新闻是影响投资者注意力的一个很重要的因素。他们指出投资者对具有媒体新闻的股票表现出过度关注和反应过度,从而在短期内带来买入压力,而随后收益出现反转,即投资者过度关注弱势假设。其他研究<sup>[11-13]</sup>也发现投资者的有限关注及其带来的过度关注弱势会影响股票的市场交易活动。可见,投资者对新闻媒体报道的解码过程受到有限关注的约束,如有限的时间和注意力,他们对于新闻媒体报道往往表现出过度反应和过度关注。

本文构建新闻媒体报道对股票收益的影响路径如下:新闻事件发生后,新闻媒体通过选择报道的议程或者观点对事件进行编码,编码后的新闻媒体报道传递给投资者,而投资者在有限关注的约束下,往往买入被新闻媒体报道的能够吸引其注意力的股票,表现出过度关注和过度反应,新闻媒体报道对股票收益的影响最终通过投资者的投资决策和交易行为反映到市场上。

## (二)样本选取及变量定义

### 1.股票样本选取

本文以金融业上市公司为研究样本,根据《上市公司行业分类指引》(2012年修订版),本文选取了2004年1月1日至2013年12月31日所有A股交易日沪深两市的金融业上市公司,共计44家。金融行业为实体经济服务,其收益本质上来说是属于实体经济未来收益的预期和透支,因而该行业的上市公司对信息高度敏感,并且该行业的投资者对于各种媒体的报道更加关注。相关研究因为金融资产多以公允价值计价,而其他行业的资产多以历史成本计价,一般不认为两种计价模式具有可比性而将金融业排除,而本文研究不受此限制。为保证样本的有效性,本文剔除了上市不足两年的股票、样本区间内交易数据及财务数据不完整的股票,最后共取得42家A股金融业上市公司10年的月度股票交易数据,数据来自锐思金融数据库。

### 2.新闻媒体报道选取

考虑到新闻报道的专业性、传播的时效性以及

传播广度,本文以《中国证券报》《上海证券报》和《证券时报》三家证券报纸为样本。这三家报纸是中国证监会指定的上市公司信息披露的媒体,它们对于证券市场资讯的报道具有高度的相关性和专业性;信息更新速度快,捕捉市场动态的能力强,保证了媒体议程和投资者有限关注的影响路径能够及时反映在股票的市场表现上,既有纸质报刊发行又有订阅电子报服务,各大门户网站也对其报道进行了大量转载,投资者有更多的机会接触到这三家新闻媒体的报道,议程设置效果更明显。

同时,针对最近的文献采用诸如 google trends 和百度指数等,本文采用报纸媒体的新闻报道进行研究主要出于以下考虑,一是内容上报纸媒体与互联网上的信息基本一致,且本文选取的报纸媒体与互联网上的信息相比在权威性与专业性方面具有一定的优势;二是本文的报纸媒体每日都有更新而相比于互联网信息而言噪声较少。本文以月度数据为研究区间,因而在时效性方面不能构成两者的显著区别。

本文选取新闻媒体报道数量作为媒体报道的代理变量。样本区间为2004年1月1日至2013年12月31日,月度数据来自于《中国重要报纸全文数据库》。样本股票的新闻媒体报道数量获取方法如下:首先,以公司股票全称和简称为主要关键字进行搜索,考虑到CEO作为公司的高级管理人员,其言行能够在一定程度上代表公司,因此将公司的CEO名字也加入搜索关键字,共取得25519篇初始新闻媒体报道文章。其次,按照数据库中的相关度选项对搜索结果进行排序,并且,为了保证媒体报道的准确性和有效性,对初始报道文章进行进一步的筛选,剔除与公司对内对外活动无关的报道、剔除在其他公司深度报道中提及作为引例的报道。这些媒体报道文章多为扰动信息,对于中长期来看是否应该投资和交易该样本股票的参考价值较低,剔除这些样本后,最后取得7576篇新闻报道的文章。

### 3.变量定义

报纸的发行量能够影响个体接触三家媒体信息的范围,因此需要对新闻媒体报道数量进行调整。本文选取2003年月平均报纸的发行量为权重,得到调整后的新闻媒体报道变量如式(1)所示:

$$\text{MedCover}_{it} = \sum_{j=1}^3 w_{\text{med}_j} \text{NumMed}_{ijt} \quad (1)$$

$\text{MedCover}_{it}$  为公司*i*第*t*月经调整后的新闻媒体报道数, $\text{NumMed}_{ijt}$ 为公司*i*第*t*月在报纸*j*上的报道数, $w_{\text{med}_j}$ 为报纸*j*在2013年的月平均发行量,《中国

证券报》《证券时报》《上海证券报》分别为*j*=1,2,3。

控制变量选取的是股票收益(RETURN)、账面市值比(BM)、规模(SIZE)以及股票价格(PRICE)四个能体现公司特征的变量。RETURN为股票的对数收益率、BM为*t*-1月末每股净资产与*t*-1月末每股收盘价的比值、SIZE为流通市值的自然对数、PRICE为股票收盘价。其中,股票价格和收益是衡量股票表现的基本指标,账面市值比和规模变量能够控制股票风险因素的变量。

### (三)投资组合及投资策略构建

新闻媒体报道数量对样本股票收益及其波动的影响的实证研究可以通过构建投资者组合及投资策略,考察投资组合及投资策略的收益。二维划分维度下的投资组合不仅可以反映新闻媒体报道数量的差异同时也能够考虑不同公司特征的下新闻媒体报道对股票收益的影响。

#### 1.投资组合构造

在每月根据每个公司特征的大小将样本股票分为低(R)、中(M)、高(H)三组。以收益变量为例,收益最低的30%的样本股票归入低收益(Low Return),标注为LR组,收益最高的30%的样本股票归入高收益(High Return),标注为HR组,其他样本归入中收益(Middle Return),标注为MR组。账面市值比、规模、当期价格变量的分组方法类似。同时,在每月根据新闻媒体报道数量的多少,将样本股票分为三组,新闻媒体报道数量最少的30%的样本股票归入低新闻媒体报道(Low Media),标注为LM组,最多的30%的样本股票归入高新闻媒体报道(High Media),标注为HM组,其他样本归入中媒体报数量(Middle Media),标注为MM组。每只样本股票都对应于特定的新闻媒体报道标注和公司特征标注的组合,这种二维划分的优点在于保证排序和分组的独立性。因此,每月由二维独立分组方法均可得到36个样本组合,每个组合具有不同的特点。收益特征分组为例,包括:(LR,LM)组、(LR,MM)组、(LR,HM)组;(MR,LM)组、(MR,MM)组、(MR,HM)组;(HR,LM)组、(HR,MM)组、(HR,HM)组。

#### 2.投资策略构建及检验

第一步,采用*t*检验分别考察样本期内LM组合、MM组合、HM组合以及(LM-HM)投资策略的平均收益率的显著性。若(LM-HM)组合的平均收益显著为正,则表明低媒体报道组合的收益大于高媒体报道组合,媒体效应存在;若组合的平均收益显著为负,则不能认为媒体效应存在。第二步,控制公司特征变量,检验二维情况下采用*t*检验来检验样本区

间内(LM-HM)组合、R(LM-HM)组合、BM(LM-HM)组合、S(LM-HM)组合、P(LM-HM)组合的平均收益的显著性,若投资策略的平均收益率显著为正,则表明在相应的公司特征下媒体效应存在。针对新闻媒体报道对股票收益波动的影响的投资策略和检验方法类似。若(LM-HM)组合的平均收益波动显著为正,则低新闻媒体报道组的股票收益波动大于高新闻媒体报道组的股票,反之低新闻媒体报道组的股票比高新闻媒体报道组的股票收益波动小。若样本区间内(LM-HM)组合、R(LM-HM)组合、BM(LM-HM)组合、S(LM-HM)组合、P(LM-HM)组合的平均收益波动显著为正,则表明在相应的公司特征分组下低新闻媒体报道组合的收益波动大,若平均收益波动为负,则表明在相应的公司特征分组下低新闻媒体报道组合的收益波动小。

三、实证结果及分析

(一)新闻媒体报道的特征

为了更好地研究新闻媒体报道对股票收益及其波动的影响,本文首先分析了样本公司的新闻媒体报道的特征。

表1 新闻媒体报道数量

年份	《中国证券报》	《证券时报》	《上海证券报》	年度媒体 报道总数	每家公司 报道数目
2004	149	30	0	179	4.26
2005	125	37	111	273	6.5
2006	286	333	398	1017	24.21
2007	556	568	566	1690	40.24
2008	465	464	602	1531	36.45
2009	242	193	281	716	17.05
2010	166	183	216	565	13.45
2011	149	202	260	611	14.55
2012	166	75	256	497	11.83
2013	147	122	228	497	11.83
全样本	2451	2207	2918	7576	180.37

表1针对新闻媒体报道数量的描述性统计给出了新闻媒体报道的以下特征:(1)样本报纸对样本股票的报道数量存在差异,《上海证券报》中关于样本股票的报道数量最多,《中国证券报》居中,而《证券时报》中关于样本股票的报道数量最少。(2)平均每家公司被报道的次数随着时间的推移呈现倒U型变化。2005年至2008年,样本报纸关于样本股票报道数量高涨。2005年启动的股权分置改革激发了资本市场的融资和资源配置功能,人民币汇率形成机制改革也增加了投资者的信心。(3)样本报纸对样本股票的报道具有聚集性和偏好性,大量报道集中于

少数样本股票。由图2可知,2004年1月至2013年12月,报道数量最多的前五只样本股票占全部样本股票新闻媒体报道总数的比例在29%至54%之间。

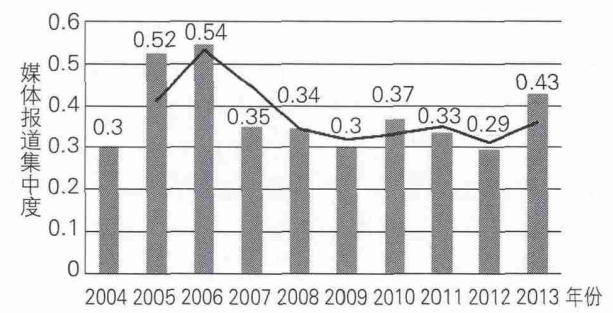


图2 媒体报道集中度

(二)新闻媒体报道对股票收益影响的实证研究

本部分构建起买入前一月媒体报道数量少的组合卖出前一月媒体报道数量较多的组合的投资策略,通过检验该投资策略的当月收益来考察新闻媒体报道对收益的影响,并为投资者的投资决策提供启示。检验结果如表2所示。

表2 新闻媒体报道对股票收益影响的实证研究

平均收益(%)	LM	MM	HM	LM-HM
全样本	0.4267	0.1824	0.1733	0.2534
Panel A	股票收益(RETURN)			
LR	0.3897	0.3875	-0.0673	0.4569***
MR	0.4781	0.0557	0.3400	0.1382***
HR	0.3671	0.1111	0.2323	0.1348
Panel B	账面市值比(BM)			
LBM	0.6248	0.1820	0.1360	0.4889***
MBM	0.4638	0.1619	0.0762	0.3877***
HBM	-0.0513	0.2120	0.3206	-0.3719***
Panel C	规模(SIZE)			
LS	0.6002	0.1820	-0.0422	0.6424***
MS	0.3268	0.1619	0.1900	0.1368**
HS	-0.1045	0.2120	0.1712	-0.2756***
Panel D	股票价格(PRICE)			
LP	0.3840	0.2187	0.0990	0.2850***
MP	0.5410	0.1853	0.3064	0.2345**
HP	0.2695	0.1535	0.1663	0.1032

注:\*\*\*表示在1%的显著性水平下显著,\*\*表示在5%的显著性水平下显著,\*表示在10%的显著性水平下显著。

从表2的全样本检验结果可知,低新闻媒体报道组的股票收益大于高新闻媒体报道组,即媒体效应存在。新闻媒体报道较少的LM组的平均收益为0.4267,而新闻媒体报道较多的HM组的平均收益为



0.1733 ,两者差异为 0.2534 ,且在统计上显著。可见 ,投资者可以通过买入新闻媒体报道数量少的股票组合卖出新闻媒体报道数量多的股票组合获取超额收益。

控制了各公司特征后 ,Panel A 表明投资策略的超额收益在当月收益较低的情况下较高 随着当月收益的增加 ,该超额收益变得不显著。Panel B 表明投资策略的超额收益随着账面市值比的增大而减小 ,成长型股票只需少量的新闻媒体报道即可引起市场的关注 ,而价值型股票需要大量的新闻媒体报道冲击才能使投资者接受股票价值被低估的事实。Panel C 的检验结果表明投资策略的超额收益随着规模的扩大而减小 ,小公司股票的媒体效应现象更强烈 ,若采取买入 LM 组的股票 ,卖出 HM 组的股票的投资策略 ,则可取得 0.6424 的收益。由 Panel D 可知 ,低股价组合下投资策略的超额收益更大且显著 ,且在 LM 分组下出现了收益反转现象 ,而在 HM 分组下则表现为收益持续。这可能由于前一月新闻媒体报道较低的情况下 ,投资者的信念得不到强化 ,因而收益出现反转 ,而当前一月新闻媒体报道较多时 ,投资者倾向于加强对股票的已有判断 ,出现收益持续。综上 ,在低收益股票、成长型股票以及小公司股票下采取买入低媒体报道组卖出高媒体报道组股票的投资策略可获得的超额收益更显著。

(三)新闻媒体报道对收益波动影响的实证研究

表 3 新闻媒体报道对股票收益波动影响的实证研究

平均波动(%)	LM	MM	HM	LM-HM
全样本	0.3861	0.3549	0.3168	0.0693
Panel A	股票价格(PRICE)			
LP	0.3737	0.2874	0.2660	0.1078***
MP	0.4026	0.3660	0.3259	0.0767***
HP	0.3728	0.3793	0.3552	0.0175
Panel B	账面市值比(BM)			
LBM	0.4174	0.42733	0.2841	0.1333***
MBM	0.4652	0.3453	0.3166	0.1486***
HBM	0.2525	0.3042	0.2841	-0.0317
Panel C	规模(SIZE)			
LS	0.4437	0.4311	0.3092	0.1345***
MS	0.3216	0.3582	0.3459	-0.0242**
HS	0.2697	0.2289	0.2973	-0.0276***

注 :\*\*\*表示在 1%的显著性水平下显著 ,\*\*表示在 5%的显著性水平下显著 ,\*表示在 10%的显著性水平下显著。

以上将研究新闻媒体报道数量对收益波动的影响及对投资者的投资决策的启示 ,表 3 的第二行是

全样本下的检验结果 ,Panel A 至 Panel C 分别为当月价格、账面市值比以及规模分组下的收益波动检验结果。

由表 3 中的全样本检验结果可知 ,新闻媒体报道数量较少的股票组合的收益波动要大于新闻媒体报道数量较多的股票组合的收益波动 ,新闻媒体报道具有缓和股票波动的效应。LM 分组的股票的收益波动要大于 HM 分组下的收益波动 ,收益波动差异为 0.0693。

在控制了各公司特征后 ,由 Panel A 可知 ,价格较低的股票组合在媒体报道数量较少情况下的收益波动显著大于媒体报道数量较多情况下的收益波动 ,随着价格增加 ,这种差异逐渐变小。由 Panel B 来看 ,低账面市值比的股票组合 ,在新闻媒体报道较少的情况下收益波动显著大于新闻媒体报道较多情况下的收益波动 ,高账面市值比的股票组合则相反。随着账面市值比的增加 ,新闻媒体报道数量增加使得股票波动差异减弱。由 Panel C 可知 ,新闻媒体报道数量的增加所带来的收益波动减弱效应在小公司股票中表现更显著 ,随着规模的增大新闻媒体报道对收益波动的缓和效应减弱。

价格较低的股票流动性相对不足 ,大量的新闻媒体报道所带来的信息对股票收益波动的缓和作用较强 ,因而收益波动减弱较大。随着价格的增加 ,股票流动性相对加快 ,新闻媒体报道数量的增加对收益波动的影响减弱。低账面市值比的股票 ,即成长型股票 ,少量的新闻媒体报道也能带来较大收益波动 ,而当新闻媒体报道数量较多 ,使得投资者认识到其为成长型股票的事实后收益波动不大。高账面市值比的股票需要大量新闻媒体报道提供更多的信息 ,才能使投资者发现股票被低估的情况 ,从而带来活跃的交易活动和更大的收益波动 ,因而新闻媒体报道数量的增加对收益波动的影响并不明显。小公司股票信息相对较少且较难获取 ,常常成为高收益、高风险的投资对象 ,零星的新闻媒体报道会增大收益波动 ,大量媒体报道的增加能够减弱收益波动 ,而大公司的信息相对容易获得 ,新闻媒体报道数量少时收益波动不大 ,除非有大量的新闻媒体报道才能引起大幅的收益波动。

综上 ,在小公司股票、低账面市值比的股票、低价股票中新闻媒体报道增加对股票收益波动的缓和作用更显著 ,而在高账面市值比和规模较大的股票中新闻媒体报道的增加对收益波动影响较弱。

四、结语

新闻媒体报道对股票市场的影响关系到市场的

运行效率以及投资者的风险管理能力。本文从信息传播角度出发,将传播学的议程设置理论和有限关注理论结合,提出了新闻媒体报道对股票收益的影响路径及影响机制,一方面遵循了信息源、编码、信息通道、解码、信息接收的信息传播规律,另一方面引入议程设置诠释新闻媒体报道对新闻事件本身的编码过程,利用有限关注刻画投资者对新闻媒体报道的解码过程,加深了关于新闻媒体报道对投资者行为以及股票的影响的理解。与此同时,本文针对投资策略的实证结论,有助于投资者识别易受新闻媒体报道的企业类型,为他们构建相应的投资策略提供启示。

本文以沪深两市42家金融业上市公司10年的股票交易数据和来自于3家证券报纸的新闻媒体报道文章为样本,考察了新闻媒体报道的特征及其影响因素,建立了基于新闻媒体报道数量和公司特征的二维投资组合并构建了投资策略进行实证研究。不仅刻画了新闻媒体报道数量的差异性,也考察了不同公司特征下新闻媒体报道对股票收益及其波动的影响。主要结论如下:(1)就新闻媒体报道的特征而言,三家报纸对样本股票的报道数量存在差异性、倒U型以及聚集性;(2)媒体效应存在,投资者采取买入前一月低媒体报道的组合卖出高媒体报道的组合的投资策略可以在当月取得超额收益,且该投资策略的收益在低收益股票、成长型股票以及小公司中更显著;(3)收益波动的分析表明:前一月大量的新闻媒体报道具有缓和当月股票波动的效应,前一月高新闻媒体报道的股票组合在当月的收益波动要小于前一月低新闻媒体报道的股票组合。控制了各公司特征后,新闻媒体报道增加对股票收益波动的缓和效应总体来看仍然存在,并且在小公司股票、低账面市值比的股票、低价格股票组合中更显著,而在高账面市值比和规模较大的股票组合中新闻媒体报道的增加对收益波动影响较弱。本文的研究结论符合Fang和Peress(2009)<sup>[6]</sup>的风险补偿理论,媒体报道与股票收益是负向关系,媒体报道越多的公司,波动会降低,这在一定程度上说明媒体报道多上市公司风险会降低,因此需要的风险补偿也应当更少一些。

本文旨在针对金融业这一信息高度敏感且投资者对于媒体报道关注度高的行业进行分析,但由于目前的金融业上市公司较少,研究能够应用的样本量少,因而仅仅采用基于简单分组并构建投资组合策略,而没有基于三因子或四因子模型进行扩展研究。针对最近的文献采用诸如google trends和百度指数等,本文仍采用报纸媒体的新闻报道进行研究

主要出于以下考虑,一是内容上报纸媒体与互联网上的信息基本一致,且本文选取的报纸媒体与互联网上的信息相比在权威性与专业性方面具有一定的优势,二是本文的报纸媒体每日都有更新而相比于互联网信息而言噪声较少。本文以月度数据为研究区间,因而在时效性方面不能构成两者的显著区别。

参考文献:

- [1]Easley D, Hvidkjaer S, O'Hara M. Is Information Risk a Determinant of Asset Returns?[J]. The Journal of Finance, 2002,57(5):2185-2221.
- [2]Tetlock P C. All the News That's fit to reprint: Do Investors React to Stale Information?[J]. The Review of Financial Studies, 2011,24(5):1481-1512.
- [3]Solomon D H. Selective Publicity and Stock Prices[J]. The Journal of Finance, 2012,67(2):599-637.
- [4]李培功.媒体报道偏差的经济学分析[J].经济动态, 2013(4):145-152.
- [5]席勒, 廖理, 施红敏.非理性繁荣: Irrational Exuberance[M].北京:中国人民大学出版社, 2001: 59-62.
- [6]Fang L H, Peress J. Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns[J]. The Journal of Finance, 2009,64(5):2023-2052.
- [7]Klibanoff P, Lamont O, Wizman T A. Investor Reaction to Salient News in Closed-End Country Funds[J]. Journal of Finance, 1998,53(2):673-699.
- [8]Cutler D M, Poterba J M, Summers L H. What Moves Stock Prices?[J]. Journal of Portfolio Management, 1989, 15(3): 4-12.
- [9]Chan W S. Stock Price Reaction to News and No-news: Drift and Reversal after Headlines[J]. Journal of Financial Economics, 2003,70(2):223-260.
- [10]Neuhierl A, Scherbina A, Schlusche B. Market Reaction to Corporate News and the Influence of the Financial Crisis[J]. SSRN E-Library, 2010.
- [11]刘锋, 叶强, 李一军.媒体关注与投资者关注对股票收益的交互作用:基于中国金融股的实证研究[J].管理科学学报, 2014,17(1):72-85.
- [12]俞庆进, 张兵.投资者有限关注与股票收益以百度指数作为关注度的一项实证研究[J].金融研究, 2012(8):152-165.
- [13]张雅慧, 万迪昉, 付雷鸣.基于投资者关注的媒体报道影响投资行为的实验研究[J].系统工程, 2012,30(10):19-35.

(责任编辑 张艳峰)