

媒体报导与中国A股市场盈余惯性

——投资者有限注意的视角

张圣平 于丽峰 李怡宗 陈欣怡

(北京大学光华管理学院,北京 100871;大连商品交易所,大连 116023)

摘要:利用百度搜索得到的媒体报导数据,本文从投资者有限注意的角度研究了财经媒体报导对中国A股市场股票盈余惯性的影响。盈余公告之后两天(不包括公告当天)的媒体报导虽然客观上已不包含任何新信息,但可引导投资者对所报导股票的注意力,影响股票的价格和交易量。首先,媒体报导加快了利好信息进入价格的速度,减小其盈余惯性;虽未显著强化利空盈余信息的短期股价反应,却稳定了市场预期,减小了盈余惯性。其次,媒体报导增强了多空双方的信念,公告后异常交易量上升。第三,媒体报导对机构投资者持股较多和公告前一个月内有分析师覆盖的股票的盈余惯性影响更大,这与美国等发达市场的结果相反。第四,媒体报导有选择性,常顺应市场的反应,对利好信息“锦上添花”,对利空信息没有过多地“落井下石”。媒体报导的选择性是股票盈余惯性变化的重要因素。

关键词:媒体报导;有限注意;盈余惯性

JEL 分类号:G14 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2014)07-0154-17

一、引言

作为重要的基本面信息,盈余信息的发布会对股票价格产生影响。根据有效市场假说,如果市场是半强有效,包括盈余信息在内的所有公开信息,应很快地反映在价格中,基于盈余信息构建的投资策略将无法获得超额收益。但盈余公告后价格惯性现象(Post-Earnings-Announcement Drift, PEAD)却对有效市场假说提出了挑战。Ball 和 Brown

收稿日期:2013-04-22

作者简介:张圣平,经济学博士,北京大学光华管理学院副教授,Email:zsp@gsm.pku.edu.cn.

于丽峰,金融学博士,大连商品交易所博士后。

李怡宗,管理学博士,北京大学光华管理学院教授。

陈欣怡,北京大学光华管理学院金融学硕士。

* 本文得到国家自然科学基金创新研究群体科学基金项目“行为金融:心理偏差、投资行为与资产定价”(批准号:71021001)的资助,感谢光华-富邦两岸金融研究中心的支持。作者感谢匿名评审人的建议,文责自负。

(1968)发现,在盈余信息发布以后的一段时间内,“利好”(或“利空”)的股票,其累积超额收益会出现惯性现象(盈余惯性)。投资者如果买入“利好”的股票组合,卖出“利空”的股票组合,将获得超额收益。行为金融学认为,投资者具有有限注意(Limited Attention),导致短期内市场对新信息的反应不足。投资者对盈余公告注意越多,盈余惯性越少,反之亦然。如果投资者有限注意是导致市场对新信息反应不足的重要原因,那么公告之后,似无信息含量的媒体报导是否能够提高投资者对盈余信息的关注呢?

本文分析了五大财经媒体(中国证券报、上海证券报、证券日报、每日经济新闻和第一财经日报)的报导数据,发现媒体报导对盈余公告的市场反应有显著影响。其一,媒体报导通过引导投资者的注意力,影响了盈余信息反映在股价中的速度,但对利好和利空信息的作用不对称:媒体报导显著增大了利好信息公告后的短期股价反应,减小了其盈余惯性;对利空信息短期股价无显著影响,但稳定了市场预期,同样减小了其盈余惯性;其二,媒体报导吸引了更多投资者对盈余公告的注意,市场上信念差异变大,股票交易量增加;其三,媒体报导对机构投资者持股比例较高和公告前一个月有分析师覆盖股票的盈余惯性影响更大。媒体报导与分析师覆盖在我国股票市场上表现出互补性,而在美国市场上二者有替代性。其四,中国的新闻行业一直坚持正面报导为主的原则,财经媒体也不例外。本文发现,媒体报导具有选择性:对利好信息的报导更多,且公司名称更多出现在标题中;对其中有业绩预告的样本,更多报导公告当天股价上涨的股票,忽略公告当天股价有回调的;对其中无业绩预告的样本,更多选择公告前表现较好的进行报导。而对利空信息则报导较少,倾向于选择公告前表现相对较好的样本,且多从其他方面进行正面或中性报导。

文章接下来的结构分为五个部分:第二部分是文献综述,第三部分是研究方法 with 数据描述,第四部分是实证结果分析,第五部分是稳健性检验,第六部分是结论。

二、文献综述

自 Ball 和 Brown(1968)提出盈余惯性现象,关于其产生原因的研究,总结起来主要有两种:基于风险或交易成本(如 Bhushan,1994;Kothari;2001 等)的解释和基于行为金融的投资者有限理性解释。

Hirshleifer 和 Teoh(2003)与 Dellavigna 和 Pollet(2009)认为,通常只有部分投资者注意到企业发布的盈余信息,价格对于信息不能做出及时完全的反应。随着越来越多的投资者注意到该盈余信息并基于该信息交易,信息才慢慢融入股价,由此产生了盈余惯性现象。Hirshleifer, Lim 和 Teoh(2009)发现,同时发布盈余公告的公司越多,投资者注意力越容易被分散,盈余惯性现象越严重。基于投资者的注意力会因为即将到来的周末而被分散的假定,Dellavigna 和 Pollet(2009)发现,周五发布的盈余公告比起其他日子发布的盈余公告,其股价的盈余惯性更大。

市场信息浩如烟海,媒体的报导是否会“引诱”投资者的注意力,对股票市场有显著的影响呢? McCombs 和 Shaw(1972)认为,大众媒体是人们获取信息的主要渠道,虽然其

不能告诉人们如何思考,但却严重影响着读者思考什么。这被称为大众媒体的“议程设定功能”(Agenda Setting Function of the Mass Media),在政治竞选中发挥着重要作用。1997 年 11 月,学术期刊《Nature》和《New York Times》的非头版等媒体报导了生物制药公司 Entremed 抗癌药研究的突破性进展,股价两天上涨 20% 但迅速回落;五个月后的 1998 年 5 月 3 日,《New York Times》在头版再次报导 Entremed 并配有多篇评论,这使得股价从 12 美元上涨到 52 美元,三个星期后股价仍高于 30 美元,3 个月后股价高于 20 美元,并带动了其他生物制药公司股价的上涨。Huberman 和 Regev (2001)认为,这种“客观”上无新信息的媒体报导诱发了投资者的狂热关注,导致传染性投机和股价暴涨。Peress (2008)用美国的配对样本研究了盈余公告当天和第二天的《Wall Street Journal》报导与盈余惯性之间的关系,发现被报导次数越多的股票,其短期收益和交易量越高,盈余惯性越小,原因在于媒体报导吸引了投资者的注意力,减小了反应不足。他没有区分媒体报导的信息传播与吸引注意作用:盈余公告当天的《Wall Street Journal》报导有信息传播作用,而不仅是吸引注意。Fang 和 Peress (2009)利用 NYSE 所有上市公司和随机挑选的 500 个 NASDAQ 上市公司研究了媒体报导(包括:《New York Times》,《USA Today》,《Wall Street Journal》和《Washington Post》)与股票收益之间的关系,发现在控制风险因素后,没有媒体报导的股票在其后一个月的累积收益高于有媒体报导的股票;媒体报导的作用对诸如小盘股、个人投资者持股比例高、分析师覆盖少和异质性波动高等有严重信息问题的股票中影响更显著。作者认为,媒体报导往往滞后于公告,不包含实质性信息,但却影响了投资者的注意力,在信息传播过程中扮演着重要角色。Griffin, Hirschey 和 Kelly (2011)用全球 56 个国家的数据分析股票市场对媒体报导的不同反应。令人惊讶的是,在金融媒体覆盖较多、信息环境(科技、会计信息、记者专业水平等)较好的发达国家,其市场信息传播广,传递快,释放比较充分,投资者比较成熟,媒体报导的市场反应本应低于金融媒体覆盖较少、信息环境较差的发展中国家^①,但实证结果却恰恰相反。究其原因,作者认为是发展中国家内幕信息比较严重,信息在正式公告前就已经“泄露”,而被市场“消化”。Engelberg 和 Parsons (2011)区分了媒体报导与所报导信息对股票市场的影响。他们基于美国 19 个大城市的数据,发现盈余公告当天及之后两天,若某城市本地媒体报导了该公司,则当地投资者对此股票的交易量显著高于本地媒体没有报导该公司城市投资者的交易量,说明媒体报导本身对投资者交易行为存在显著影响。

饶育蕾、彭迭峰和成大超(2010)按新浪爱问搜索得到的月度新闻条数对股票进行分组,发现本月媒体报导条数越多的组,其股票后一个月的平均收益越低,并发现在小规模、高波动和高换手率的股票中,这种“媒体效应”更显著。饶育蕾和王攀(2010)分析了新股发行日到上市日期间百度新闻搜索中内容包含新股名称的新闻数量与发行价、收益率之间的关系,认为媒体报导通过影响投资者情绪在短期内增加了投资者对新股的追逐,使

^① 市场反应定义为媒体报导事件日时间窗口 $[-1, 2]$ 平均异常收益的绝对值除以 $[-55, -2]$ 与 $[3, 55]$ 平均异常收益的绝对值。

得媒体报导较多的股票发行价和短期累积收益率较高,而长期累积收益率较低。张雅慧,万迪昉和付雷鸣(2011)基于2003至2010年胡润百富榜、福布斯中国富豪榜和新财富百富榜三个上榜事件,发现榜单公布一周后上榜人控制的上市公司股票其累积超额收益率显著为负,并将其解释为上榜事件引起投资者过度关注导致股价上涨和随后而来的收益反转。谭伟强(2008)发现周末发布的盈余公告引起的市场反应较小,且上市公司倾向于在周末公布坏消息以减少投资者的关注程度。

Barber和Odean(2008)指出,比起机构投资者,个人投资者的注意力更加有限,更容易受媒体报导的影响,会过多交易媒体报导程度较高的股票。中国股市是一个散户投资者占多数的市场(2005年至2010年的散户持股比例平均为65%)。Li, Rhee和Wang(2009)发现中国市场上的机构投资者和个人投资者都存在羊群行为;个人投资者由于信息劣势,会追逐机构投资者的交易行为。

三、研究假设、变量衡量和数据描述

(一)研究假设

假定投资者具有有限注意力:面临大量信息时,投资者在一定时间内只能处理和消化部分信息,新信息不会迅速地完全反映在股价中,而是慢慢地融入股价。而媒体报道会“诱导”投资者的注意力,“激发”投资者交易被报道的股票,加快信息融入股价的速度,减小被报道股票的盈余惯性。由此提出假设1:

假设1:盈余公告后的媒体报导能够加快信息融入价格的速度,减少股票盈余惯性。

投资者的认知差异越大,交易量也越大。公告后的媒体报导会吸引更多投资者的注意,扩大市场对股票的认知差异,增加短期交易量。由此提出假设2:

假设2:盈余公告后的媒体报导增加股票短期异常交易量。

通常认为,机构投资者比个体投资者更理性、专业和有主见,对盈余信息理解比较迅速和全面,不易受媒体报导的“干扰”,那么,机构投资者持股比例高的股票,盈余公告信息应该比较及时地被市场吸收,媒体报导对其影响不显著(Peress, 2008)。同样,有分析师覆盖的股票,投资者对其关注和认识程度应该相对充分,盈余公告后的媒体报导对其影响小于没有分析师覆盖的股票。Fang和Peress(2009)发现在美国市场上,媒体报导对分析师覆盖较低的股票影响较大。但在中国股票市场上,散户投资者占多数且乐于猜测、追逐庄家的行为,更愿意炒作机构投资者持有或分析师覆盖较多的股票。当媒体报导这些股票时,散户们表现出更大的交易热情。由此提出假设3:

假设3:机构投资者持股比例较高和公告前30天内有分析师覆盖股票的盈余公告后市场反应受媒体报导的影响更大。

(二)数据与变量定义

1. 样本选取与数据来源

本文选取上交所和深交所A股上市公司2005年第1季度至2010年第3季度的盈余

公告。剔除金融股,ST 股,公告当天股价达到涨跌停限制的股票,公告时间晚于证监会规定时间以及未预期盈余小于 1% 和大于 99% 的异常公司以及周六的盈余公告等,最终得到 1,491 家公司的 16, 106 个季报样本。媒体报导数据来源于百度新闻搜索;每股收益、公告时间、总市值、机构投资者持股比例和所有者权益等数据来源于 Wind 数据库;股票日收益、市场收益和分析师预测数据来源于 CSMAR 数据库。

2. 主要变量

(1) 未预期盈余(SUE)

参考 Chan, Jegadeesh 和 Lakonshok(1996)和 Chordia 和 Shivakumar(2001),定义标准化的未预期盈余(Standardized Unexpected Earnings, SUE):

$$SUE_{i,q} = \frac{EPS_{i,q} - EPS_{i,q-4}}{\sigma_{i,q}}$$
 (1)

其中, $EPS_{i,q}$ 为公司 i 在季度 q 的每股收益, $EPS_{i,q-4}$ 为前一年同期的每股收益, $\sigma_{i,q}$ 为公司 i 在季度 q 及其之前 4 个季度 ($EPS_{i,q} - EPS_{i,q-4}$) 的标准差。SUE 表示近几年每股收益波动程度所“预示”的收益趋势,包含着盈余公告带给市场的新信息。平均来看, SUE 绝对值越大,公告后短期的股价和交易量反应也越剧烈(Chan, Jegadeesh 和 Lakonshok, 1996)。将所有样本按未预期盈余分为 5 组(最小一组为 SUE1,下称“利空组”,最大一组为 SUE5,下称“利好组”),同一组股票的盈余公告信息含量以无显著差异对待。

(2) 媒体报导(MEDIA)

我们通过百度新闻搜索和手工整理季报公布之后两天(不包括公告当天)内容中包含该公司名称的五大财经报纸新闻报导,删除公司定期报告、董事会公告、股东大会通知等上市公司必须在指定报纸上披露的信息以及赈灾捐款、参加产品博览会等明显与盈余公告无关的新闻。媒体报导作为虚拟变量,取 {1,0} 分别代表有无媒体报导。

表 1 媒体报导的选择

	利好组		利空组	
	样本数	比例	样本数	比例
总样本	3310	100%	3306	100%
被媒体报导	982	29. 67%	758	22. 93%
新闻标题出现公司名称	772	23. 32%	356	10. 77%
正面新闻	539	16. 28%	110	3. 33%
中性新闻	163	4. 92%	115	3. 48%
负面新闻	70	2. 11%	131	3. 96%

表 1 列举了媒体对利好组和利空组报导的一些差异。媒体对利好组报导比例较高(29. 67%),其中超过 3/4 的新闻标题出现公司名称,且倾向于“锦上添花”的正面报导;媒体对利空组报导比例较低(22. 39%),不到一半的新闻标题出现公司名称,其中 2/3 左右为正面或中性新闻,似乎表明媒体对业绩差的公司没有过多地“落井下石”。

(3) 累积异常收益(CAR)

参考 Hirshleifer, Lim 和 Teoh (2009), $AR_{i,q,t} = R_{i,q,t} - R_{p,q,t}$ 为股票 i 在季度 q 盈余公告后第 t 天(指交易日,下同)的异常收益(Abnormal Returns, AR),其中 $R_{i,q,t}$ 为股票 i 第 t 天的收益率, $R_{p,q,t}$ 为按照规模(总市值)与账面市值比 5×5 分组,股票 i 所在 p 组第 t 天的等权平均收益。股票 i 在季度 q 盈余公告后第 m 天到第 n 天的累积异常收益(CAR)为

$$CAR_{i,q}(m,n) = \sum_{t=m}^n AR_{i,q,t} \quad (2)$$

我们用公告后第 1~2 天的异常收益 $CAR_{i,q}(1,2)$ 来度量盈余公告后股价的短期反应,用公告后 3 到 50 天的累积异常收益 $CAR_{i,q}(3,50)$ 来度量盈余公告后股价的长期反应,表明盈余惯性程度。

(4) 异常交易量(Abnormal Trading Volume, ATV)

参考 Dellavigna 和 Pollet (2009),以公告前 20 天至公告前 11 天个股的交易量取对数的平均值为正常交易量。公告后第 m 天至第 n 天的异常交易量定义为第 m 天至第 n 天的交易量取对数后的平均值除以正常交易量,即:

$$ATV_{i,q}(m,n) = \frac{\frac{1}{n-m+1} \sum_{t=m}^n \log(Trading\ Volume_{i,q,t})}{\frac{1}{10} \sum_{t=-20}^{-11} \log(Trading\ Volume_{i,q,t})} \quad (3)$$

其中 $Trading\ Volume_{i,q,t}$ 为股票 i 在季度 q 盈余公告后第 t 天(t 为负数则指公告前)的交易量。

3. 其他变量

(1) 业绩预告:在盈余公告之前发布业绩预告或业绩快报,会使盈余信息提前泄露,减小盈余惯性。取 $\{1,0\}$ 分别表示公告前三十天内是否有业绩预告(或业绩快报)出现。

(2) 非流动性: Mendenhall (2004) 和 Chordia (2007) 等指出,流动性显著影响 PEAD, 本文将 Amihud 非流动性比率作为控制变量。由于计算出的 Amihud 非流动性比率的平均值为 $2.377E-9$, 数值太小,将这个比率取自然对数。

(3) 公司规模:公司总市值的自然对数。

(4) 同日公告数: Hirshleifer, Lim 和 Teoh (2009) 发现同时发布的盈余公告越多,投资者注意力越容易被分散,盈余惯性现象越严重。同日公告数为同一天发布的盈余公告总数。

(5) 机构投资者持股比例:季末机构投资者持股比例之和。Barber 和 Odean (2008) 指出,个人投资者注意力更加有限,比机构投资者更容易受媒体报导的影响。

(6) 分析师覆盖:分析师对公司未来收益进行预测会提高公司的曝光度,吸引投资者的注意。分析师覆盖取 $\{1,0\}$ 分别表示盈余公告前 30 天内是否有分析师预测公司当年的每股盈利。

4. 描述性统计和相关系数矩阵

表 2 描述性统计

	平均值	标准差	5%	25%	中位数	75%	95%
未预期盈余	0.084	1.069	-1.684	-0.593	0.039	0.720	2.028
媒体报导	0.247	0.431	0	0	0	0	1
公司规模	21.916	1.093	20.347	21.151	21.790	22.539	23.965
非流动性	-20.986	1.348	-23.006	-21.913	-21.132	-20.112	-18.568
机构持股	24.124	21.645	0.376	5.780	18.847	37.603	65.589
业绩预告	0.141	0.348	0	0	0	0	1
分析师覆盖	0.376	0.484	0	0	0	1	1
同日公告数	91.155	54.262	13	44	85	133	179

由表 2 看出,约有 24.7% 的样本在盈余公告后第 1 天或第 2 天被媒体报导;有 14.1% 的样本在盈余公告前 30 天曾发布业绩预报或业绩快报;有 37.6% 的公司在公告前 30 天内有分析师覆盖;盈余公告当天平均有 91 家上市公司发布盈余公告。

表 3 相关系数矩阵

	媒体报导	公司规模	非流动性	机构持股	业绩预告	分析师覆盖	同日公告数
未预期盈余	0.064 ***	0.112 ***	-0.110 ***	0.130 ***	0.092 ***	0.111 ***	-0.047 ***
媒体报导		0.325 ***	-0.286 ***	0.213 ***	0.031 ***	0.240 ***	-0.040 ***
公司规模			-0.758 ***	0.462 ***	0.028 ***	0.499 ***	0.130 ***
流动性				-0.262 ***	-0.056 ***	-0.389 ***	-0.160 ***
机构持股					0.017 **	0.468 ***	-0.089 ***
业绩预告						0.063 ***	0.006
分析师覆盖							0.039 ***

注: *、**和 ***分别代表在 10%、5% 和 1% 的置信水平下显著。

由表 3 相关系数矩阵,媒体报导与未预期盈余水平、公司规模、机构投资者持股比例、业绩预告和分析师覆盖度正相关,与 Amihud 非流动性和同日公告数负相关。即媒体倾向于报导未预期盈余较高、规模较大、投资者持股比例较高、在公告前发布过业绩预告、有分析师覆盖、流动性较好的公司和同日公告数较少的盈余公告。

四、实证检验与分析

本部分用两种方法分析媒体报导对盈余公告后市场反应的影响。一是分组统计分析有无媒体报导组的差异及其显著性。二是控制业绩预告、公司规模、流动性等可能影响盈余惯性的因素,进行回归分析。

(一)分组统计分析

将利好组、利空组与有无媒体报导组合成的四组样本取出,分别画出每组从公告前30天至公告后50天的累积超额收益,结果见图1。计算这四组样本公告前的累积超额收益CAR(-30,-1)、公告当天的超额收益AR(0)、公告后的短期股价反应CAR(1,2)、异常交易量ATV(1,2)和长期股价反应CAR(3,50)并比较有无媒体报导的差异,结果见表4。

从图1和表4可以看出,第一,四组样本都表现出盈余惯性;第二,盈余公告后的媒体报导提升了利好组的短期股价反应,减小了其盈余惯性;没有明显增大利空组的短期股价反应,但减小了其盈余惯性。第三,媒体报导显著增大了短期异常交易量。第四,股价在公告前就有与未预期盈余方向一致的反应。

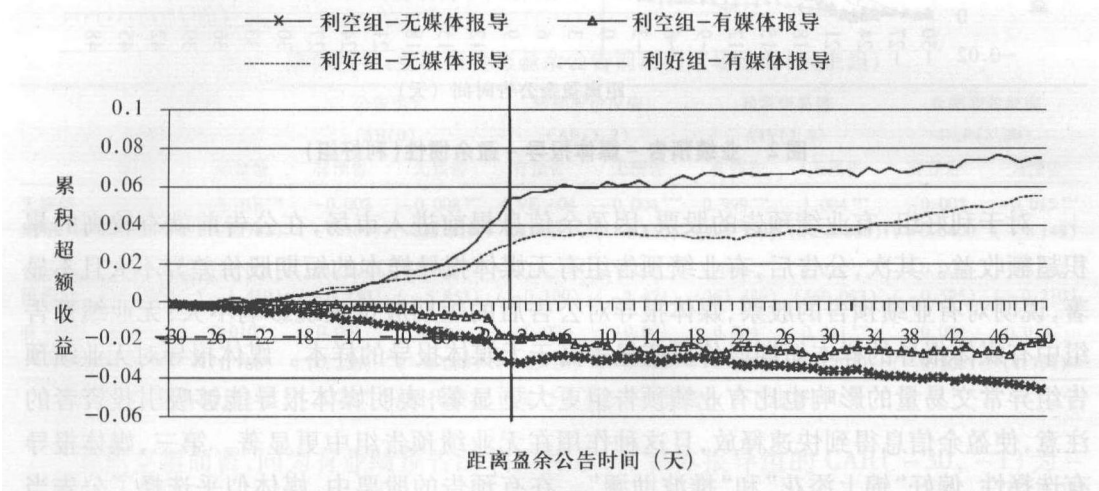


图1 媒体报导对利好组和利空组盈余惯性的影响

表4 媒体报导与盈余公告前后的市场反应

	公告前 CAR(-30,-1)		公告当天 AR(0)		短期股价反应 CAR(1,2)		异常交易量 ATV(1,2)		长期股价反应 CAR(3,50)	
	利空组	利好组	利空组	利好组	利空组	利好组	利空组	利好组	利空组	利好组
无媒体报导	-0.02 *** (-8.156)	0.027 *** (9.855)	-0.008 *** (-12.327)	0.003 *** (4.890)	-0.003 *** (-4.137)	0.003 *** (4.043)	1.003 *** (1112.090)	1.011 *** (1033.956)	-0.014 *** (-4.075)	0.023 *** (6.795)
有媒体报导	-0.007 (-1.410)	0.042 *** (8.386)	-0.008 *** (-5.495)	0.009 *** (7.045)	-0.004 ** (-2.317)	0.008 *** (5.368)	1.013 *** (612.507)	1.020 *** (685.741)	-0.002 *** (-0.385)	0.016 *** (2.843)
有-无	0.013 *** (2.439)	0.015 *** (2.734)	9.21E-06 (0.007)	0.006 *** (4.344)	-0.001 (-0.365)	0.005 *** (3.254)	0.010 *** (5.155)	0.009 *** (5.000)	0.011 (1.605)	-0.007 (-1.070)

注:括号中报告的是t值,*、**和***分别代表在10%、5%和1%的置信水平下显著。

为什么盈余公告后有媒体报导的股票在盈余公告之前一段时间内的表现相对好于没有媒体报导的股票?分析显示,利好组有媒体报导样本公告前累计超额收益CAR(-30,-1)比无媒体报导样本显著高出1.5%,利空组的这一差异同样显著,为1.3%。为什么

媒体报导增大了利好组的短期股价反应而对利空组无显著影响？

业绩预告使盈余信息提前进入市场,股价在公告前就会做出反应。为分离业绩预告的影响,将上述 4 组样本分别按有无业绩预告再分组,得到图 2、图 3 和表 5、表 6。

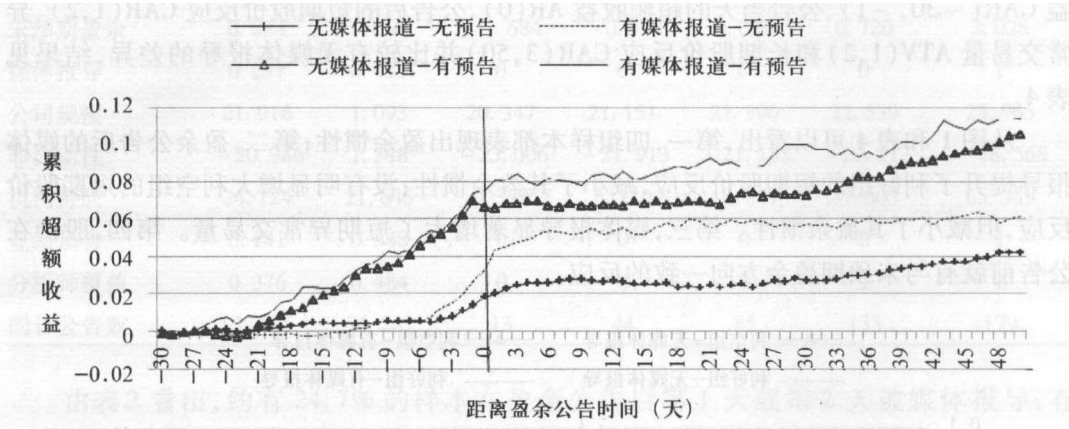


图 2 业绩预告 - 媒体报导 - 盈余惯性(利好组)

对于利好组,有业绩预告的股票,因盈余信息提前进入市场,在公告前就有较高的累积超额收益。其次,公告后,有业绩预告组有无媒体报导样本的短期股价差异不大且不显著,说明对有业绩预告的股票,媒体报导对公告后的短期股价表现影响不大;无业绩预告组中有媒体报导的样本短期股价反应显著高于无媒体报导的样本。媒体报导对无业绩预告组异常交易量的影响也比有业绩预告组更大更显著,表明媒体报导能够吸引投资者的注意,使盈余信息得到快速释放,且这种作用在无业绩预告组中更显著。第三,媒体报导有选择性,偏好“锦上添花”和“推波助澜”。在有预告的股票中,媒体似乎选择了公告当天市场反应好的,是“锦上添花”,而“忽略”公告当天有回调的股票。在无预告的股票中,公告前市场反应好的股票媒体作了较多报导,“推波助澜”。综上所述,媒体报导对利好组短期市场反应的显著影响可以归因为媒体对投资者注意力的吸引以及媒体报导的选择性。

表 5 媒体报导、业绩预告与盈余公告前后的市场反应(利好组)

	公告前		公告当天		短期股价反应		异常交易量		长期股价反应	
	CAR(-30,-1)		AR(0)		CAR(1,2)		ATV(1,2)		CAR(3,50)	
	有预告	无预告	有预告	无预告	有预告	无预告	有预告	无预告	有预告	无预告
无媒体报导	0.069*** (11.200)	0.016*** (5.204)	-0.003* (-2.104)	0.005*** (6.584)	0.002 (0.878)	0.004*** (4.134)	1.010*** (518.207)	1.011*** (898.559)	0.038*** (4.918)	0.018*** (5.018)
有媒体报导	0.075*** (7.931)	0.029*** (5.095)	0.007*** (2.794)	0.010*** (6.527)	0.002 (0.799)	0.010*** (5.720)	1.016*** (388.962)	1.021*** (570.268)	0.029*** (2.657)	0.011* (1.698)
有-无	0.006 (0.569)	0.014** (2.273)	0.010*** (3.710)	0.005*** (3.193)	0.001 (0.216)	0.007*** (3.805)	0.005* (1.670)	0.010*** (4.833)	-0.009 (-0.663)	-0.007 (-1.038)

注:括号中报告的是 t 值,*、**和***分别代表在 10%、5%和 1%的置信水平下显著。

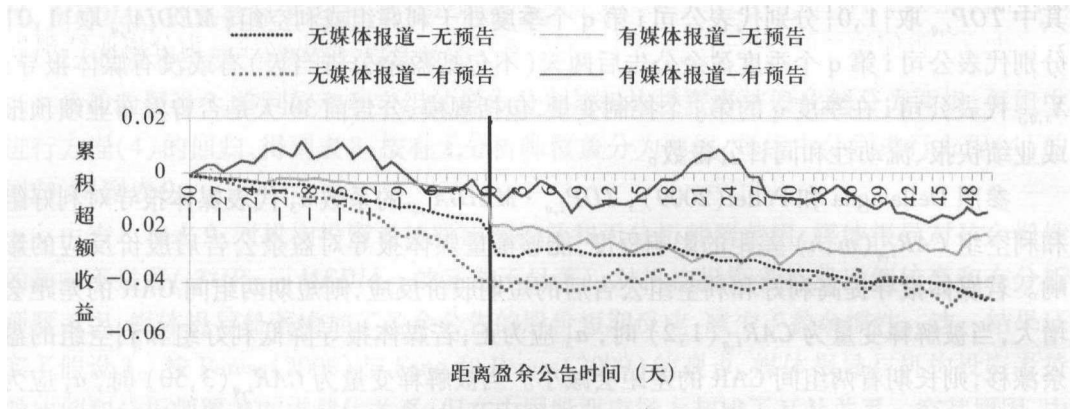


图 3 业绩预告 - 媒体报导 - 盈余惯性(利空组)

表 6 媒体报导、业绩预告与盈余公告前后的市场反应(利空组)

	公告前		公告当天		短期股价反应		异常交易量		长期股价反应	
	CAR(-30,-1)		AR(0)		CAR(1,2)		ATV(1,2)		CAR(3,50)	
	有预告	无预告	有预告	无预告	有预告	无预告	有预告	无预告	有预告	无预告
无媒体报导	-0.038*** (-4.848)	-0.018*** (-6.742)	-0.002 (-1.100)	-0.008*** (-12.728)	4.9E-04 (0.250)	-0.004*** (-4.540)	0.999*** (406.350)	1.004*** (1035.808)	-0.005 (-0.560)	-0.015*** (-4.148)
有媒体报导	-0.005 (-0.294)	-0.008 (-1.419)	-0.001 (-0.230)	-0.009*** (-5.853)	-4.5E-04 (-0.100)	-0.004** (-2.471)	1.003*** (263.480)	1.014*** (560.083)	-0.009 (-0.525)	-0.001 (-0.210)
有-无	0.034** (1.978)	0.010* (1.766)	0.001 (0.226)	0.000 (-0.080)	-0.001 (-0.216)	-0.001 (-0.308)	0.004 (0.838)	0.011*** (5.207)	-0.004 (-0.200)	0.013* (1.794)

注:括号中报告的是 t 值,*、**和***分别代表在 10%、5%和 1%的置信水平下显著。

对利空组而言,同为有业绩预告的利空样本,有媒体报导组的 CAR(-30,-1)为 -0.5% 且不显著;无媒体报导组为 -3.8% 且显著。其次,公告后,媒体报导对有业绩预告组短期股价反应和异常交易量的影响都不显著,这可能是信息提前进入市场所致;对无业绩预告组的短期股价反应亦无显著影响,但对异常交易量影响显著。尽管媒体报导吸引了投资者对利空组股票的注意力,增大了投资者的信念差异,异常交易量增大,但卖空限制的存在使看空者的卖出无法实现,股价下跌不明显。利空并未导致恐慌,反而稳定了长期趋势。从这个意义上,媒体报导减小了“利空”信息的盈余惯性。第三,媒体有选择性,在利空组中体现为没有“落井下石”。无论有无业绩预告,媒体选择的都是公告前表现较好的股票,加上大部分的报导为正面或中性,稳定了投资者的预期。

(二) 回归分析

1. 媒体报导对盈余惯性和交易量的影响

为检验假设 1,基于利好(SUE5)和利空(SUE1)的两组样本,参考 Dellavigna 和 Pollet (2009)建立检验盈余惯性的回归方程:

$$CAR_{i,q}(m,n) = a_0 + a_1TOP_{i,q} + a_2MEDIA_{i,q} + a_3TOP_{i,q} \cdot MEDIA_{i,q} + \sum_{j=1}^4 b_jX_{i,q,j} + \sum_{j=1}^4 c_jTOP_{i,q} \cdot X_{i,q,j} + \varepsilon_{i,q} \tag{4}$$

其中 $TOP_{i,q}$ 取 $\{1,0\}$ 分别代表公司 i 第 q 个季度处于利好组或利空组; $MEDIA_{i,q}$ 取 $\{1,0\}$ 分别代表公司 i 第 q 个季度盈余公告后两天(不包括盈余公告当天)有或没有媒体报导; $X_{i,q,j}$ 代表公司 i 在季度 q 的第 j 个控制变量,包括规模、公告前 30 天是否曾发布业绩预报或业绩快报、流动性和同日公告数。

参照 Dellavigna 和 Pollet(2009), $TOP_{i,q} \cdot MEDIA_{i,q}$ 的系数 a_3 代表媒体报导对利好组和利空组 $CAR_{i,q}(m,n)$ 差距的影响程度,能够衡量媒体报导对盈余公告后股价反应的影响。若媒体报导提高利好和利空组公告后的短期股价反应,则短期两组间 CAR 的差距会增大,当被解释变量为 $CAR_{i,q}(1,2)$ 时, a_3 应为正;若媒体报导降低利好组和利空组的盈余漂移,则长期看两组间 CAR 的差距会减小。当被解释变量为 $CAR_{i,q}(3,50)$ 时, a_3 应为负。

为检验假设 2,分析媒体报导对短期异常交易量的影响,建立回归方程:

$$ATV_{i,q}(1,2) = d_0 + d_1 MEDIA_{i,q} + \sum_{j=1}^4 e_j X_{i,q,j} + \varepsilon_{i,q} \tag{5}$$

若媒体报导吸引了投资者的注意力,无论利好组还是利空组,短期异常交易量都将增加, d_1 应为正。

由方程(4)和(5),并控制季度和行业效应,得到表 7。

表 7 回归分析 - 媒体报导与盈余惯性

被解释变量	股价短期反应 $CAR_{i,q}(1,2)$	股价长期反应 $CAR_{i,q}(3,50)$	短期异常交易量 $ATV_{i,q}(1,2)$
截距项	0.0307 (0.1086)	0.1759** (0.0304)	1.0718*** (< 0.001)
$TOP_{i,q}$	0.0133 (0.5636)	-0.0671 (0.4938)	
$MEDIA_{i,q}$	0.0025 (0.1516)	0.0144* (0.0506)	0.0110*** (< 0.001)
$TOP_{i,q} \cdot MEDIA_{i,q}$	0.0041* (0.0852)	-0.0213** (0.0338)	
控制变量(包含与 $TOP_{i,q}$ 的交叉项)	✓	✓	✓
季度效应	✓	✓	✓
行业效应	✓	✓	✓
样本量	6403	6403	6403
R^2	0.0249	0.0288	0.2086

注:括号中报告的是 p 值,*、**和***分别代表在 10%、5%和 1% 的置信水平下显著。✓代表模型中有控制该效应。

由表 7,当被解释变量分别为股价短期反应和长期反应时, $TOP_{i,q} \cdot MEDIA_{i,q}$ 的系数显著为正和负。这一结果证实了假设 1。当被解释变量为短期异常交易量 $ATV_{i,q}(1,2)$

时, $MEDIA_{i,q}$ 的系数显著为正,证实了假设 2。

2. 投资者类型、分析师与媒体效应

为检验假设 3,将利好和利空组的样本分别按机构投资者持股比例分为两组,每组中进行方程(4)的回归,得到表 8;按有无分析师覆盖分为两组,每组中分别进行方程(4)的回归,得到表 9。

由表 8 和表 9,对机构投资者持股比例较低和无分析师覆盖组,媒体报导对盈余惯性的影响不显著($TOP_{i,q} \cdot MEDIA_{i,q}$ 的系数不显著);对机构投资者持股比例较高和有分析师覆盖组,媒体报导显著增加了盈余公告的股价短期反应,减少了盈余惯性。这一结果证实了假设 3。按 Peress(2008)与 Fang 和 Peress(2009)的观点,媒体报导与机构投资者持股比例和分析师覆盖度成替代关系,但在中国股票市场上却成了互补关系。究其原因,中国市场以散户为主,易于形成羊群效应:机构投资者持股比例较高和有分析师覆盖的股票是散户关注的对象,媒体报导进一步影响散户的预期,诱发其交易行为。

表 8 机构投资者与媒体报导对盈余惯性的影响

被解释变量	机构投资者持股比例较低		机构投资者持股比例较高	
	股价短期反应 $CAR_{i,q}(1,2)$	股价长期反应 $CAR_{i,q}(3,50)$	股价短期反应 $CAR_{i,q}(1,2)$	股价长期反应 $CAR_{i,q}(3,50)$
截距项	0.0533 * (0.0703)	0.2777 ** (0.0303)	0.0357 (0.2296)	0.1015 (0.4168)
$TOP_{i,q}$	-0.0214 (0.5559)	-0.1873 (0.2376)	0.0396 (0.2630)	0.0325 (0.8273)
$MEDIA_{i,q}$	0.0040 (0.1058)	0.0088 (0.4157)	0.0004 (0.8634)	0.0201 * (0.0585)
$TOP_{i,q} \cdot MEDIA_{i,q}$	-0.0008 (0.8187)	-0.0116 (0.4619)	0.0080 ** (0.0135)	-0.0310 ** (0.0236)
控制变量(包含与 $TOP_{i,q}$ 的交叉项)	✓	✓	✓	✓
季度效应	✓	✓	✓	✓
行业效应	✓	✓	✓	✓
样本量	3024	3024	3031	3031
R^2	0.0246	0.0305	0.0491	0.056

注:括号中报告的是 p 值,*、**和***分别代表在 10%、5% 和 1% 的置信水平下显著。✓代表模型中有控制该效应。

表 9 分析师覆盖与媒体报导对盈余惯性的影响

被解释变量	无分析师覆盖组		有分析师覆盖组	
	股价短期反应 $CAR_{i,q}(1,2)$	股价长期反应 $CAR_{i,q}(3,50)$	股价短期反应 $CAR_{i,q}(1,2)$	股价长期反应 $CAR_{i,q}(3,50)$
截距项	0.0254 (0.2776)	0.0856 (0.3881)	0.0375 (0.2192)	0.2497* (0.0533)
$TOP_{i,q}$	0.0424 (0.1408)	0.1106 (0.3654)	-0.0275 (0.4927)	-0.4418*** (0.0092)
$MEDIA_{i,q}$	0.0031 (0.1463)	0.0118 (0.1840)	0.0013 (0.6796)	0.0215 (0.1075)
$TOP_{i,q} \cdot MEDIA_{i,q}$	0.0022 (0.4426)	-0.0147 (0.2307)	0.0073* (0.0797)	-0.0392** (0.0266)
控制变量(包含与 $TOP_{i,q}$ 的交叉项)	✓	✓	✓	✓
季度效应	✓	✓	✓	✓
行业效应	✓	✓	✓	✓
样本量	4132	4132	2271	2271
R^2	0.0292	0.0345	0.0367	0.0475

注:括号中报告的是 p 值,*、**和***分别代表在 10%、5% 和 1% 的置信水平下显著。✓代表模型中有控制该效应。

五、稳健性检验

为检验研究结论的可靠性,从以下两方面进行稳健性测试。首先,用全体样本来检验第四部分的结论并不只在最高最低两组样本中成立。其次,用外生的吸引投资者眼球的重大事件(奥运会、两会等)来检验媒体报导影响盈余惯性是否是通过引导投资者注意这一途径。^①

(一)全体样本回归

媒体报导不只在利好组(SUE5)和利空组(SUE1)中对盈余惯性有影响。参考 Hirshleifer, Lim 和 Teoh(2009)的方法,用全体样本检验假设 1 和假设 2。建立回归方程:

$$CAR_{i,q}(m,n) = a_0 + a_1SUE_RANK_{i,q} + a_2MEDIA_{i,q} + a_3SUE_RANK_{i,q} \cdot MEDIA_{i,q} + \sum_{j=1}^4 b_jX_{i,q,j} + \sum_{j=1}^4 c_jSUE_RANK_{i,q} \cdot X_{i,q,j} + \varepsilon_{i,q}$$

(6)

其中 $SUE_RANK_{i,q}$ 为样本按 SUE 从小到大分 5 组的组别,最低组 $SUE_RANK_{i,q} = 1$,中间组 $SUE_RANK_{i,q} = 2,3,4$,最高组 $SUE_RANK_{i,q} = 5$ 。用方程(6)检验媒体报导对股价短

① 感谢匿名审稿人的建议。

期(长期)反应的影响,用方程(5)检验媒体报导对短期异常交易量的影响,结果见表 10。

表 10 回归分析 - 全体样本

被解释变量	股价短期反应 $CAR_{i,q}(1,2)$	股价长期反应 $CAR_{i,q}(3,50)$	短期异常交易量 $ATV_{i,q}(1,2)$
截距项	0.0340 ** (0.0162)	0.2079 *** (<0.001)	1.0715 *** (<0.001)
$SUE_RANK_{i,q}$	0.0002 (0.9704)	-0.0374 * (0.0872)	
$MEDIA_{i,q}$	0.0031 ** (0.0219)	0.0156 *** (0.0060)	0.0108 *** (<0.001)
$SUE_RANK_{i,q} \cdot MEDIA_{i,q}$	0.0009 * (0.0746)	-0.0044 ** (0.0498)	
控制变量(包含与 $SUE_RANK_{i,q}$ 的交叉项)	✓	✓	✓
季度效应	✓	✓	✓
行业效应	✓	✓	✓
样本量	16099	16099	16099
R^2	0.0126	0.0168	0.2028

注:括号中报告的是 p 值,*、**和***分别代表在 10%、5% 和 1% 的置信水平下显著。✓代表模型中有控制该效应。

表 10 的结果与表 7 类似,当被解释变量为股价短期反应和长期反应时, $SUE_RANK_{i,q} \cdot MEDIA_{i,q}$ 的系数显著为正和负,即媒体报导增加了盈余公告的短期反应,减少了长期反应。当被解释变量为短期异常交易量 $ATV_{i,q}(1,2)$ 时, $MEDIA_{i,q}$ 系数显著为正。因此,全体样本的回归结果支持假设 1 和假设 2。我们用每股收益(EPS)的同比变化率作为未预期盈余和基于市场收益的累积超额收益,也检验了假设 1 和假设 2 仍成立。

(二) 媒体报导的倾向性与投资者有限注意

前面的分析表明,媒体报导有倾向性,其内容似乎具备实质信息,能吸引投资者的注意力,进而影响盈余惯性。若上述结论成立,当媒体报道热点是某些重大事件时,投资者或者因有限注意而没有关注公司新闻,抑或关注了公司新闻但没有意识到其“实质性”,致使媒体报导对盈余惯性的影响将减小,乃至不显著。本文搜集了 2005 年至 2010 年间对投资者有较强吸引力的重大事件(包括每年的“两会”、2008 年北京奥运会、每年的中央经济工作会议、年中经济形势会议和历次利率和存款准备金率调整),按照公告后两天内是否有重大事件发生,将利好组和利空组的样本分为两组,每组分别进行方程(4)的回归,得到表 11。

表 11 的结果证实,在无重大事件时,媒体报导显著增加了盈余公告的股价短期反应,减少了盈余惯性。重大事件削弱了媒体报导对投资者注意力的引导作用,在有重大事件

组,媒体报导对盈余惯性的影响不显著。这表明,媒体对公司报道的实质性,没有抵过重大事件对投资者有限注意的“诱惑”。

表 11 重大事件与盈余惯性

被解释变量	无重大事件		有重大事件	
	股价短期反应 $CAR_{i,q}(1,2)$	股价长期反应 $CAR_{i,q}(3,50)$	股价短期反应 $CAR_{i,q}(1,2)$	股价长期反应 $CAR_{i,q}(3,50)$
截距项	0.0142 (0.4069)	0.0691 (0.3553)	0.1239* (0.0875)	0.1589 (0.5703)
$TOP_{i,q}$	0.0293 (0.1948)	-0.1165 (0.2365)	-0.0497 (0.6132)	-0.0638 (0.8662)
$MEDIA_{i,q}$	0.0015 (0.3762)	0.0117 (0.1150)	-0.0009 (0.8936)	-0.0116 (0.6625)
$TOP_{i,q} \cdot MEDIA_{i,q}$	0.0069*** (0.0029)	-0.0289*** (0.0042)	0.0065 (0.4937)	-0.0129 (0.7279)
控制变量(包含与 $TOP_{i,q}$ 的交叉项)	✓	✓	✓	✓
季度效应	✓	✓	✓	✓
行业效应	✓	✓	✓	✓
样本量	5990	5990	413	413
R^2	0.0266	0.0282	0.1589	0.1814

注:括号中报告的是 p 值,*、**和***分别代表在 10%、5% 和 1% 的置信水平下显著。✓代表模型中有控制该效应。

六、结 论

基于投资者有限注意的假定,本文分析了滞后于信息公告的媒体报导对中国 A 股市场盈余惯性的影响,获得几个颇具启示的结果:(1) 盈余公告后客观上无信息含量的媒体报导,能够“诱导”投资者的注意力,促进盈余信息的释放,减小盈余惯性;(2) 媒体报导“分化”了投资者的预期,增强了多空双方的信念,导致公告后异常交易量显著上升;(3) 媒体报导与机构投资者持股比例和分析师覆盖成互补关系,这与 Peress(2008) 和 Fang 以及 Peress(2009) 在美国股票市场上的发现相反。(4) 媒体报导具有选择性。对利好组的股票,媒体报导比例较高,且多在新闻标题中出现公司名称,起到“锦上添花”的作用,促进了利好信息的释放,减小了其盈余惯性;对利空组的股票,媒体更多地报导公司正面或中性的信息,没有“落井下石”。再加上卖空限制等因素的影响,“利空”信息的短期市场反应未被显著放大,这稳定了市场预期,减小了其盈余惯性。新闻媒体对金融市场的正面选择性报导,一方面给熊市中的投资者带来信心,另一方面会令牛市中的投资者过度乐

观,忽视风险,助长金融泡沫。

对于公告后媒体报导与机构投资者持股、分析师覆盖的互补性而非替代性,应该引起深思。我国股票市场热衷信息炒作与跟风、换手率高、投机性交易多等现象还比较严重,投资者教育和机构投资者稳定市场的社会责任需要强化。虽然本文样本期间的散户持股比例平均为65%,但截至2011年底,机构投资者持股已经达到A股流通市值的67%,然而市场上85%的交易量却由散户贡献。^①机构投资者行为短期化、散户化特征明显,常用“小单”指令隐藏交易行为,在与散户的“博弈”中获利。一个重要原因是我国交易费用按交易金额而非交易笔数计算(黄海滨,2010)。正如2012年6月7日,时任证监会主席郭树清在首届基金业年会暨基金业协会成立大会上所说,“除了知识、经验和人才不足之外,我们还缺乏品牌,缺乏值得市场和公众信赖的投资理财机构,缺乏人们可以将自有财产放心托付的,或大或小、或进取一点或审慎一些,但确实能够信守承诺,永远把客户放在第一位的金融投资企业。”^②

参 考 文 献

- [1] 黄海滨,2010,《交易规模与股价变动研究——基于中国股市重大资产重组事件的实证分析》,北京大学硕士学位论文。
- [2] 谭伟强,2008,《我国股市盈余公告的“周历效应”与“集中公告效应”研究》,《金融研究》第2期,152~167。
- [3] 饶育蕾、彭叠峰和成大超,2010,《媒体注意力会引起股票的异常收益吗?——来自中国股票市场的经验证据》,《系统工程理论与实践》第2期287~297页。
- [4] 饶育蕾和王攀,2010,《媒体关注对新股表现的影响——来自中国股票市场的证据》,《财务与金融》第3期1~7页。
- [5] 张雅慧、万迪昉和付雷鸣,2011,《股票收益的媒体效应:风险补偿还是过度关注弱势》,《金融研究》第8期143~156。
- [6] Amihud, Y., 2002, “Illiquidity and Stock Returns: Cross - Section and Time - Series Effects,” *Journal of Financial Markets*, 5(1), pp. 31~56.
- [7] Ball, R. and P. Brown, 1968, “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers,” *Journal of Accounting Research*, 6(2), pp. 159~177.
- [8] Barber, B. and T. Odean, 2008, “All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors,” *Review of Financial Studies*, 21(2), pp. 785~818.
- [9] Bhushan, R., 1994, “An Informational Efficiency Perspective on the Post - Earnings - Announcement Drift,” *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), pp. 45~65.
- [10] Chan, L., N. Jegadeesh and J. Lakonshok, 1996, “Momentum Strategies,” *Journal of Finance*, 51(5), pp. 1681~1713.
- [11] Chordia, T., R. Sadka, A. Goyal and G. Sadka, 2007, “Liquidity and the Post Earnings Announcement Drift,” AFA 2008 New Orleans Meetings Paper.
- [12] Chordia, T. and L. Shivakumar, 2001, “Earnings, Business Cycle and Stock Returns,” Emory University Working Paper.
- [13] Dellavigna, S. and J. Pollet, 2009, “Investor Inattention and Friday Earnings Announcements,” *Journal of Finance*, 64(2), pp. 709~749.

① 数据来源:证券时报网(深圳)2012-06-26:<http://money.163.com/12/0626/02/84T49FST00253B0H.html>。

② 见http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201206/t20120629_212080.htm。

- [14]Engelberg, J. and C. Parsons, 2011, "The Causal Impact of Media in Financial Markets," *Journal of Finance*, 66(1), pp. 67 ~ 97.
- [15]Fang, L. and J. Peress, 2009, "Media Coverage and the Cross - Section of Stock Returns," *Journal of Finance*, 64(5), pp. 2023 ~ 2052.
- [16]Griffin, J., N. Hirschey and P. Kelly, 2011, "How Important is the Financial Media in Global Markets?" *The Review of Financial Studies*, 24(12), pp. 3941 ~ 3992.
- [17]Hirshleifer, D., S. Lim and S. Teoh, 2009, "Driven to Distraction: Extraneous Events and Underreaction to Earnings News," *Journal of Finance*, 64(5), pp. 2289 ~ 2325.
- [18]Hirshleifer, D. and S. Teoh, 2003, "Limited Attention, Information Disclosure, and Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics*, 36(1 ~ 3), pp. 337 ~ 386.
- [19]Huberman, G. and T. Regev, 2001, "Contagious Speculation and a Cure for Cancer: A Nonevent that Made Stock Prices Soar," *Journal of Finance*, 56(1), pp. 387 ~ 396.
- [20]Kothari, S., 2001, "Capital Markets Research in Accounting," *Journal of Accounting and Economics*, 31(1 ~ 3), pp. 105 ~ 231.
- [21]Li, W., G. Rhee and S. Wang, 2009, "Differences in Herding: Individual vs. Institutional Investors in China," Hong Kong Polytechnic University Working Paper.
- [22]Mendenhall, R., 2004, "Arbitrage Risk and Post - Earnings - Announcement Drift," *Journal of Business*, 77(4), pp. 875 ~ 894.
- [23]McCombs, M. and D. Shaw, 1972, "The Agenda - Setting Function of Mass Media," *Public Opinion Quarterly*, 36(2), pp. 176 ~ 187.
- [24]Peress, J., 2008, "Media Coverage and Investors' Attention to Earnings Announcements," London School of Economics Working Paper.

Media Coverage and PEAD in China's A - share Stock Market: A Limited Attention Perspective

ZHANG Shengping YU Lifeng LI Yizong CHEN Xinyi

(Guanghua School of Management, Peking University; Dalian Commodity Exchange)

Abstract: Using media coverage data on two days after earnings announcements, we investigate the "attention grabbing" role of media coverage in China's A - share stock market. Though it does not supply genuine news, media coverage attracts investors' attention and affects stock prices and trading volume after earnings announcements. We find that media coverage affects PEAD of good news and that of bad news in an asymmetric way: for good news (the group with the highest earnings surprise), media coverage accelerates the speed of earnings information being incorporated into the stock prices; hence reduces post - earnings - announcement drift. Meanwhile for bad news (the group with the lowest earnings surprise), media coverage has no significant impact on the short run market response, but it also reduces subsequent drift by stabilizing investors' expectation. Unlike the US markets, this effect is more pronounced for stocks with more institutional ownership and analyst coverage.

Key words: Media coverage, Limited attention, PEAD

(责任编辑:杨启庸)(校对:YY)