

# 媒体重复信息行为影响了资产价格么?

余峰燕 郝项超 梁 琪

(南开大学经济学院, 天津 300071)

**摘 要:**大众媒体是资本市场中重要的信息中介,与资产价格密切相关。与以往研究关注新信息的资产定价作用不同,本文主要考察了大众媒体重复旧信息行为对资产价格的影响。研究发现媒体重复信息会影响资产收益,好消息重复程度越高,涉及股票的收益越低。但这种影响是暂时性的,投资者对旧信息的过度反应在短期内会得到修正。我们还发现,机构与个体投资者对媒体重复旧信息表现出了不一致的反应,暂时的信息重复效应主要集中在股价较低、市值规模较小、个人投资者参与程度较高的资产。我们的研究表明,国内大众媒体重复旧信息行为对资产价格的影响符合投资者有限理性假说。研究结论对我国证券市场信息环境的培育和建设具有借鉴意义。

**关键词:**大众媒体;旧信息;有限理性;投资者认知度

**JEL 分类号:**G12,G14,G10 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2012)10-0139-14

## 一、引 言

有效市场理论认为资产价格能快速准确地反应所有与资产价值有关的信息。这意味着新信息(new information)一旦披露随即转变为旧信息(stale information),且旧信息不会再影响资产价格(Tetlock, 2011)。在现实经济中,无论是新信息还是旧信息都主要通过大众媒体传递给市场参与者。Tetlock(2007, 2008), Fang and Peress(2009)等研究表明大众媒体与资产价格密切相关。但是,上述研究并没有区分信息的新与旧,那么对资产价格

**收稿日期:**2012-03-13

**作者简介:**余峰燕,南开大学经济学院经济研究所博士后,Email:yufengyan2008@163.com.

郝项超,通讯作者,南开大学经济学院金融学系讲师,Email:haoxiangchao@163.com.

梁 琪,南开大学经济学院金融学系教授,Email:liangqi@nankai.edu.cn.

\* 作者感谢国家自然科学基金(71072097;71172066;71271122),教育部新世纪优秀人才计划项目(NCET-08-0301)以及博士后基金特别资助项目(2012T50219)的资助。同时,作者特别感谢南开大学经济学院经济研究所贺京同教授、邢艺博士的有益讨论,感谢第八届金融学年会与会专家学者的意见和建议,感谢匿名评审人的宝贵意见。当然文责自负。

产生影响的是新信息还是旧信息呢?旧信息会影响资产价格吗?

近期的一些研究开始关注新旧信息的差异。在这些研究中,旧信息的界定有两种方法。一是认为二手信息或二次传播的信息为旧信息,通常是指证券分析师公布在大众媒体上的研究报告或推荐信息。这些研究认为证券分析师会将研究报告首先提供给银行、资产管理公司等客户,然后再选择到大众媒体公开相关内容,因此大众媒体披露的信息相当于研究报告的二次传播,是旧信息(Schlumpf et al., 2008)。二是通过比较当前信息与先前信息在内容上是否重复来界定旧信息(Huberman and Regev, 2001; Tetlock, 2011)。以上研究都发现旧信息会影响股票价格,但对影响持续的时间存在争议。

综合以往研究,旧信息影响资产价格可以总结为以下两种机制。一是在强调投资者是有限理性的前提下,认为大众媒体重复旧信息会通过影响投资者信念(belief)、注意力(attention)以及情绪(sentiment)等影响资产价格(Hawkins et al., 2001; Barber and Odean, 2008; Tetlock, 2007, 2011)。但是,这种由非理性行为驱动的资产价格高估或低估会随着时间的推移得到修正,即媒体重复信息对资产价格的影响是暂时的。二是强调市场的不完美,认为媒体重复信息一定程度上与资产的基本面有关。换言之,信息传递的深广程度以及投资者认知度(investor recognition)的变化会影响资产价格(Merton, 1987; Tetlock et al., 2008; Fang and Peress, 2009; Tetlock, 2011)。与前者相比,这种解释认为媒体的影响是持久性的。

国内对这一领域的研究较少。杨继东(2007)就媒体对投资者行为和资产价格的相关文献做了总结。实证研究方面,张雅慧等(2011)研究了富豪榜上榜新闻事件对上榜人所控制公司的股价影响,其讨论的富豪榜上榜信息实际上属于新的、无信息含量的信息。那么,在我国大众媒体重复信息是否会影响资产价格?重复信息对资产价格的影响是由于受非理性行为驱动还是因为它与某种真实持久效应有关?这些问题都值得研究。

区别于已有研究,本文对旧信息或信息重读的界定依赖于公司首次公开发行股票(IPO)行为。企业IPO要经历静默期(quiet period),监管部门要求公司在静默期不得披露除招股说明书以外的任何与上市有关的信息。<sup>①</sup>除此之外,IPO公司的承销商和保荐人也须遵守静默期制度。<sup>②</sup>这从客观上遏制了静默期内拟IPO公司及相关中介主动对外泄漏新信息的可能。所以当公司处于IPO静默期时,媒体对公司的报道一般不太可能包含公司新信息,也就是说这个期间大众媒体更多的是在重复公司招股说明书中的现有信息或旧信息。这种惯例或制度安排为我们研究媒体重复旧信息对资产价格的影响提供了一个绝佳的实验。

基于此,本文考察了793个IPO公司上市静默期内18174篇新闻报道,并采用加入

① 《首次公开发行股票并上市管理办法》进一步规定,申请文件受理后,发行人可以将招股说明书(申报稿)在证监会指定网站预先披露,但内容必须完全一致,且不能早于证监会规定时间。《上海证券交易所上市规则》(1997)也规定,企业提出上市申请期间,未经交易所同意,不得擅自披露有关信息。

② 中国证监会要求IPO市场中介实行静默期制度,如《发布证券研究报告暂行规定》要求证券公司、证券投资咨询机构建立健全证券研究报告静默期制度。

Paster - Stambaugh 流动性因子的四因素模型,检验了大众媒体重复信息是否以及如何影响资产价格的问题。本文的贡献在于,首先,依赖 IPO 静默期的制度安排,采用企业 IPO 招股说明书的二次报道来替代旧信息,这种方法相比以往研究能较好地剔除媒体报道新信息对研究问题的干扰;其次,结合我国市场投资者的非理性特征,研究尝试把体现市场流行性特征的 Paster - Stambaugh 因素模型引入到旧信息资产定价问题的分析,以便更好地捕捉重复旧信息引起的非理性投资行为对资产价格的影响;最后,研究强调了信息环境组成要素的影响,考察了会计师、承销商等市场其他信息中介以及 IPO 企业广告营销努力对媒体旧信息二次报道的影响。

## 二、理论分析

有效市场理论认为没有新信息就没有资产价格变动(non - information, non - reaction),即旧信息不能创造利润(Fama, 1970)。这一理论的两个重要假设前提是:投资者完全理性和无市场冲突。现有研究通过逐一放松研究假设来解释大众媒体重复信息对资产价格的影响。第一种解释强调市场中的投资者是有限理性,另一种解释坚持投资者是理性的,但认为市场是不完美的。以下将详细描述这两种影响机制,为行文方便,我们将分别简称为重复信息的有限理性效应和理性效应。

### (一)重复信息的有限理性效应

有限理性效应认为资本市场中的投资者并不是完全理性的,而是有限理性的。随着与市场交易决策相关的信息激增,很多似是而非的信息会使投资者有限的认知能力超出负荷。而一旦新信息与已经包含在资产价格中的旧信息相混淆,有限理性的投资者就可能根据旧信息进行交易决策,从而导致资产价格的过度反应。

大众媒体重复旧信息可能通过影响这类投资者的信念、注意力和情绪影响资产价格。首先,大众媒体重复信息可能通过影响投资者信念影响资产价格。重复会提高人们对某种主张的熟悉程度,且使人们更加相信这种主张的正确性。当投资者更愿意相信他们重复看到或听到的信息,即存在“事实效应”时,媒体重复信息就会影响投资者信念,导致市场需求波动,进而影响资产价格,且在像金融市场这样的信息密集环境这种效应更为明显(Hawkins et al., 2001)。其次,媒体重复信息会影响投资者的注意力。现实生活中,注意力是一项稀缺的认知资源(cognitive resource),投资者的注意力是有限的(Da et al., 2011)。受信息收集和处理能力的制约,投资者在买入资产时会面临严重的选择问题。在这种情况下,吸引投资者注意的备选对象更容易被考虑,也更容易被选中;而不被关注的备选对象往往容易被忽略。不仅如此,这种注意力效应对买入行为的影响要大于对卖出行为的影响,对散户投资者的影响要大于对机构投资者的影响(Barber and Odean, 2008)。最后,媒体重复信息也可能影响投资者情绪,进而影响资产价格。根据 Miller (1977)的投资者异质信念理论,在卖空约束下,悲观的投资者不会卖空,那么资产价格反映了乐观投资者的信念。大众媒体重复好信息(坏消息)会使投资者对资产的未来前景

更乐观(更悲观),从而增强(减弱)了投资者信念异质性,高估(低估)了资产价格。由于 IPO 股票卖空直接成本较高以及承销商不得截留热销新股等原因(D'Avolio, 2002), IPO 股票受到的卖空约束大于一般股票(Geczy et al., 2002),所以在 IPO 市场中重复信息对投资者情绪进而对资产价格和收益的影响会更明显。

## (二)重复信息的理性效应

重复信息的理性效应强调投资者是理性的,但市场是不完美的。市场的不完美导致了从信息供给至信息被最终运用之间需要较长的传递时间,而不是理论上的新信息一经公开即被资产价格吸收。不仅如此,各种市场冲突的存在又使得传递过程中的信息未消化前即被削弱,从而影响市场对信息的最终吸收程度。在这种情况下,媒体重复信息影响资产价格可能表现在加速消化和强化信息两个方面。旧信息是一个相对概念,由于信息传递需要一个过程,特定信息在某一时刻对于已经接收到该信息的投资者而言属于旧信息,但对于信息未到达的投资者而言则仍属于新信息。因此,通过不断扩大受众,媒体重复信息使同一时间内更多的投资者收到信息并参与资产买卖,从而缩短了信息释放到资产价格的时间,提高了市场信息效率,也提高了资产价格对信息的吸收程度。另外,市场中的信息具有数量庞大、相互竞争的特点。信息在传递过程中会受到外界侵蚀和干扰,重复信息能强化信息源从而进一步提高市场中知情交易者的比例。也就是说,强化信息能通过延缓或避免信息失真提高市场理性结构,从而改变投资者行为,影响资产价格。

因此,媒体重复信息会影响投资者之间的信息分布,影响知情交易者与不知情交易者之间的信息不对称性,影响资产价格。这一思想在 Merton(1987)的投资者认知度理论中得到集中体现。因此,理性效应认为大众媒体重复信息通过扩大资产的投资群体能提高资产价格,且该影响是永久性的。

图 1 对以上两种理论解释作了比较和归纳。短期内,两种理论对重复信息与资产价格的关系做了同样的预测:如果是好消息(坏消息),那么重复信息与资产价格正(负)相关。而且,随着信息重复程度增加,资产价格由 A 变动到 B(由 A 变动到 B')。然而,在长期内,两种理论给出了不同的预期:在重复好消息(坏消息)情况下,有限理性效应认为资产价格短期内会上涨(下跌),但长期内会得以调整,即资产价格变动轨迹是 A—B—D(A—B'—D);理性效应则认为媒体重复信息对资产价格的影响是永久性的,即资产价格变动轨迹为 A—B—C(A—B'—C')。本文考察企业 IPO 静默期内的媒体报道,许多研究表明 IPO 期间媒体对新上市公司的报道一般都是正面或非负面的。<sup>①</sup> 因此,本文讨论的情况主要集中在图 1 的上半区域。正如 Merton(1987)所建议的,实证研究可以通过“检验资产价格变化是暂时性的还是永久性的”来判断哪种解释适合经济现实。Tetlock(2007)以及杨继东(2007)在他们研究中也提出了类似观点。接下来,本文将根据这样的逻辑设计研究方法以检验有限理性效应和理性效应对中国资本市场的解释效力。

<sup>①</sup> 如 Cook et al. (2006)研究发现 99% 以上的报道是非负面的。

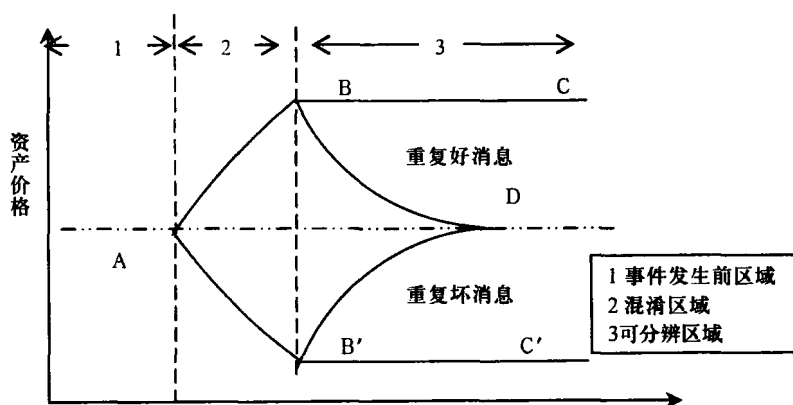


图1 重复信息对资产价格的影响模式

### 三、研究方法

#### (一)关键变量界定与数据来源

##### 1. 旧信息、信息重复期间的界定

本文根据信息供给时间来界定旧信息。一个完整的信息过程包括三个要素:信息源、传播媒介以及受众(见图2)。理论上,我们可以根据信息供给的时间或投资者接收信息的时间来界定新旧信息,但在实际中后者的操作难度很大<sup>①</sup>。此外,已有研究对旧信息的界定也主要基于信息供给时间(Schlumpf et al., 2008; Tetlock, 2011)。所以,本文也选择信息供给时间也就是信息源披露信息的时间来确定信息的新旧。本文研究问题的信息源就是招股说明书。申请上市企业在有限的指定媒体上第一次公布招股说明书所提供的信息是新信息。<sup>②</sup>其它多数大众媒体转发或者跟进报道都是在重复相关信息,提供的是旧信息。信息重复期间就是IPO静默期的持续时间。依据信息披露制度的不同,国内静默期有两种不同安排。在《证券法》(2005年修订版)颁布之前,从企业向交易所申请上市到股票正式公开交易这段期间可以视为静默期;2006年及以后,上市企业静默期从向证监会提交申请开始,到企业股票正式在交易所公开交易为止。

##### 2. 研究样本与数据来源

本文以大众媒体中的报纸媒体作为度量媒体信息重复的基础。我们利用“中国资讯行”数据库中的中国经济新闻库,采用公司全称或企业股票简称作为搜索关键字,对公司

<sup>①</sup> 这是因为,投资者数量庞杂、性质各异,其接受信息的能力、条件和时间存在极大差异,所以研究者很难确定不同受众第一时间接收并消化信息的时间。

<sup>②</sup> 监管部门指定的首次披露招股说明书的报刊媒体包括:《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《金融时报》、《经济日报》(已将其指定披露权利转给了隶属的《证券日报》)、《中国改革报》、《中国日报》和《证券市场周刊》,共七报一刊。

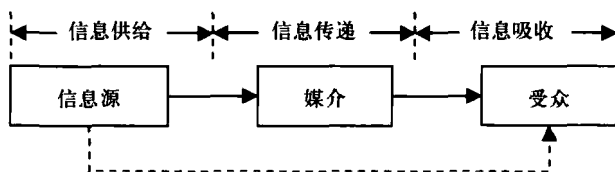


图 2 信息过程

IPO 静默期内的媒体报道进行了搜索并统计了报道总数。在此基础上,计算剔除《中国证券报》等七报一刊后的净报道数。由于 IPO 静默期长度因公司而异,我们用旧信息媒体净报道数除以静默期天数,以该期间日平均净报道数作为公司旧信息重复程度的度量。本研究的初始样本包括 1998 ~ 2008 年在沪深两市成功 IPO 的 A 股公司。在样本选取过程中进行了如下处理:(1)剔除金融行业的上市公司;(2)剔除关键财务数据缺失的公司,最终获得有效样本 793 个。793 家申请上市的公司静默期内共有 18174 篇新闻报道,单个公司媒体报道总数和日平均报道数的最大值分别为 491.00 和 7.84,最小值都为 0,均值分别为 20.03 和 0.11。

除信息重复程度关键变量外,本文的 IPO 特征、市场特征、行业特征、企业特征数据以及企业收益、市场收益数据均来自中国经济金融数据库(CCER);机构投资者持股比例、证券分析师数据来自国泰君安数据库(CSMAR)。

## (二)超额收益的计算

本文用资产超额收益来反映资产价格的变动。借鉴 Fama and French(1993)、Pástor and Stambaugh(2003)、Fang and Peress(2009)以及梁琪等(2009)的研究,本文构建了如下的因素风险调整模型:

$$R_{n,t} - R_{h,t} = \alpha + \beta(R_{m,t} - R_{f,t}) + \gamma SMB_t + \delta HML_t + \lambda LIQ_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

其中, $R_{n,t}$ 和 $R_{h,t}$ 分别是无信息重复组和高信息重复组在 $t$ 期的收益率。信息重复组的分组方法如下:如果公司在 IPO 静默期无媒体报道即为无信息重复组,剩下的公司样本按公司日平均媒体报道中位数分为低信息重复组和高信息重复组; $R_{f,t}$ 是无风险收益率,依据我国 3 个月银行存款利率整理换算而得; $\alpha$ 为购买无信息重复组出售高信息重复组(以下简称“买无卖高”)的超额收益率; $R_{m,t}$ 为 $t$ 期的市场收益率,分别用 $t$ 期沪深两市简单平均市场收益率或沪深两市市值加权平均市场收益率替代度量。

$SMB_t$ 和 $HML_t$ 的说明与计算方法参照梁琪等(2009)。 $LIQ_t$ (Liquidity)考察 $t$ 期末预期到的市场流动性敏感系数变动,用以模拟流动性风险,借鉴 Pástor and Stambaugh(2003)的研究, $LIQ_t$ 可根据如下模型(2-1)至(2-5)得到:

$$R_{i,d,t}^e = \sigma_{i,t} + \eta_{i,t} R_{i,d-1,t} + \varphi_{i,t} \text{Sign}(R_{i,d-1,t}^e) \times V_{i,d-1,t} + \mu_{i,d,t} \quad d = 1, \dots, D \quad (2-1)$$

$$\varphi_{i-1} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \varphi_{i,t-1} \quad (2-2)$$

$$\Delta \varphi_t = \left( \frac{m_t}{m_1} \right) \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (\varphi_{i,t} - \varphi_{i,t-1}) \quad (2-3)$$

$$\Delta \varphi_t = a + b\Delta \varphi_{t-1} + c\left(\frac{m_{t-1}}{m_1}\right)\varphi_{t-1} + \omega_t \quad (2-4)$$

$$LIQ_t = 100\omega_t \quad (2-5)$$

其中,  $R_{i,d,t}^e = R_{i,d,t} - R_{m,d,t}$  是公司  $i$  与市场在  $t$  期第  $d$  天的收益差异;  $V_{i,d-1,t}$  是公司  $i$  在  $t$  期第  $d-1$  天的交易量(单位为百万元); 是公司  $i$  在  $t$  期可预期的市场流动性敏感系数, 以下简称 PS 流动性敏感系数;  $\varphi_{t-1}$  是  $t-1$  期可预期的市场流动性敏感系数;  $N$  为市场中的公司数量;  $\Delta \varphi_t$  是  $t$  期可预期的市场流动性敏感系数相对于  $t-1$  期的变动;  $m_t$  是  $t$  期市场总市值;  $\omega_t$  为模型(2-4)残差, 即为  $t$  期市场流动性风险。模型(2-5)没有实质意义, 只是为了使  $LIQ_t$  与其它风险因子数量级相仿。

### (三)有限理性效应和理性效应的检验

#### 1. 有限理性效应检验

本文采用以下两种方法对有限理性效应进行了检验。一方面, 通过考察模型(1)的关键参数  $\alpha$  在不同事件期内的表现来确定重复信息对资产价格的影响模式。如果短期内  $\alpha$  为正且显著但长期内却不显著, 就表明存在有限理性效应; 另一方面, 作为前一种方法的重要补充, 本文还考察了非理性因素对重复信息与资产价格关系的影响。这是因为根据前面理论分析, 相对于机构投资者, 个人投资者是典型的噪音交易者, 他们的信念、注意力和情绪更易受媒体重复旧信息的干扰。另外, 由于噪音交易者和理性套利者的交互行为决定资产价格(Shleifer and Summers, 1990), 理性套利能部分抵消噪音交易对资产价格的影响。因此, 资产的套利成本越高, 套利行为对噪音交易的抵消能力越小, 噪音交易对资产价格的影响越明显。因此, 如果有限理性假设成立, 那么对于个人投资者参与程度较高或者套利成本较高的资产, 短期内信息重复对资产价格的影响更显著; 而对于机构投资者参与程度较高的资产, 信息重复对资产价格的影响较弱。借鉴 Kumar and Lee(2006)的研究, 本文采用股价较低或者市值规模较小的股票替代个人投资者参与程度较高的资产, 用机构投资者持股比例衡量机构投资者对资产投资参与程度。流动性成本是主要套利成本(Shleifer and Summers, 1990), 本文用 PS 流动性敏感系数较高的股票代替套利成本较高的资产。

#### 2. 理性效应检验

理性效应的检验也有两种方法。方法一与有限理性效应相同, 依据模型(1)的  $\alpha$  判断超额收益的持续情况。如果不同期间内  $\alpha$  均为正显著, 说明存在理性效应。方法二利用回归分析在控制了其它可能的影响因素后, 考察信息重复与投资者认知度的关系。这种方法的设计思路来自 Merton(1987)的投资者认知度理论。根据 Merton(1987)理论, 大众媒体重复信息能把信息传递给更广大的受众, 从而从根本上提高资产的投资者认知度水平。我们根据 Foerster and Karolyi(1999)等研究, 用证券分析师报道人数来衡量资产的投资者认知度水平。如果理性假设成立, 媒体信息重复能从根本上提高资产的投资者认知度, 那么媒体信息重复程度应与企业上市之后几期的证券分析师人数显著正相关。

表 1 变量定义与说明

变量类型	变量名称	变量说明
IPO 特征	<i>Pro</i>	募集资金,用 IPO 募集资金除以企业资产账面价值替代。
	<i>Rank</i>	承销商声誉,用主承销商承销的 IPO 总金额占当期 IPO 总发行金额的比例替代。
	<i>Big_four</i>	会计师声誉,如果公司财务报告受国际四大会计师事务所审计 <i>Big_four</i> 取 1,否则取 0
市场特征	<i>Market_ret</i>	市场回报率,用公司 IPO 前 1 年的市场回报率替代。
	<i>IPOno</i>	市场热销程度,用公司 IPO 前 1 年股票市场 IPO 总数替代。
行业特征	<i>Techint</i>	是否高科技行业,如果 IPO 公司属于高科技行业或是网络行业取 1,否则取 0。
	<i>SEO</i>	是否中小企业,如果企业在中小企业板上市 <i>SEO</i> 取 1,否则取 0。
公司特征	<i>Age</i>	成立年限,用公司成立时间取自然对数替代。
	<i>Size</i>	公司规模,用公司资产的账面价值(万元)取自然对数替代。
	<i>Sales</i>	销售收入,用公司销售收入(万元)取自然对数替代。
	<i>Adv density</i>	广告密度,用公司广告费用除以营业收入替代。
	<i>ROA</i>	赢利能力,用公司净利润除以公司资产总额替代。
	<i>Leverage</i>	财务杠杆,用公司负债总额与资产账面价值的比例替代。

借鉴 Chemmanur and Yan(2009)等研究,我们构建了如下模型:

$$Investor\_recognition_{it} = \beta_0 + \beta_1 Media\_repeat_{it} + \beta_2 IPO_{it} + \beta_3 Market_{it} + \beta_4 Industry_{it} + \beta_5 Firm_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, *Media\_repeat<sub>it</sub>* 为企业 *i* 在静默期的信息重复程度,用日平均净报道数替代; *Investor\_recognition<sub>it</sub>* 为企业 *i* 在 *t* 期的投资者认知度,用企业 *i* 在 *t* 期的证券分析师报道数替代; *IPO<sub>it</sub>*, *Market<sub>it</sub>*, *Industry<sub>it</sub>*, *Firm<sub>it</sub>* 分别是 IPO 特征、市场特征、行业特征以及公司特征控制向量。控制变量具体说明见表 1。模型(3)的关键参数是  $\beta_1$ , 如果不同期间内  $\beta_1$  均为正且显著,说明重复信息能提高了资产的投资者认知度,理性效应可得到进一步支持;反之,理性效应不成立。

四、主要实证结果及分析

(一)有限理性效应还是理性效应

1. 单变量分析

表 2 按不同方法划分资产组合并报告了不同资产组合在不同事件期的收益率。资产组合的划分有两种方法,一是仅按信息重复程度分组,二是在信息重复程度分组基础上进一步根据公司特征分组。



表2 不同事件期的媒体信息重复效应:单变量分析

		算术平均月收益率(%)					市值加权平均月收益率(%)					样本量	
		无信息重复组	低信息重复组	高信息重复组	无-高组差异	T值	无信息重复组	低信息重复组	高信息重复组	无-高组差异	T值	无-低-高组(公司样本)	信息重复样本
所有样本	1m	0.221	-2.601	-4.152	4.371***	2.861	2.281	-0.391	-14.523	16.802***	3.151	167-296-330	18174
	2m	0.011	-0.662	-2.624	2.633***	2.632	1.543	0.663	-7.715	9.252***	3.082	167-296-330	18174
	3m	-0.021	-0.252	-1.871	1.850***	2.663	1.471	0.722	-5.770	7.241***	3.121	167-296-330	18174
	6m	0.292	0.013	-1.222	1.510***	2.863	1.490	0.793	-1.730	3.220***	2.772	167-296-330	18174
	12m	-0.292	-0.501	-1.053	0.761*	1.951	1.721	0.741	-1.140	2.861**	2.121	167-296-330	18174
	24m	-0.631	-0.901	-0.691	0.060	0.781	-0.020	-0.292	-1.431	1.411	0.361	167-296-330	18174
按公司规模分组(3m)													
	小	-2.860	-3.152	-5.161	2.301**	1.941	-2.550	-2.701	-4.961	2.411**	2.141	54-99-110	4706
	中	0.591	-0.023	-2.471	3.060***	2.593	0.801	0.221	-2.321	3.122***	2.871	54-99-110	2642
	大	2.181	2.461	2.071	0.110	0.071	2.802	1.711	2.662	0.140	0.081	55-98-110	10826
按公司市价账面比分组(3m)													
	小	1.011	1.451	0.451	0.560	0.371	1.671	0.251	0.920	1.011	1.961	54-99-110	8683
	中	0.323	-0.043	-2.543	2.840**	2.204	1.753	0.423	-0.331	2.084***	2.453	54-99-110	4146
	大	-1.361	-2.132	-3.681	2.320*	1.783	1.081	0.253	-1.250	2.331**	0.431	55-98-110	5345
按公司PS流动性敏感系数(3m)													
	小	-2.27	-1.50	-2.72	0.45	0.32	-1.48	0.16	-2.09	0.61	0.67	54-99-110	11851
	中	-0.40	-0.82	-3.12	2.62**	2.23	-0.23	-0.17	-1.35	1.12**	2.39	54-99-110	3546
	大	2.66	1.56	0.19	2.47**	1.90	3.85	1.48	-0.06	3.91***	2.63	55-98-110	2777

注: \*、\*\*和\*\*\*分别表示在10%、5%和1%的统计水平上显著,其中1m、2m、3m、6m、12m和24m分别代表1个月、2个月、3个月、6个月、12个月和24个月。

由表2可知,首先,媒体重复信息是影响资产收益的重要因素。其次,媒体信息重复对资产收益的影响是短期性的。随着事件期增大,低信息重复组与高信息重复组的月平均收益率差异逐步缩小,当事件期扩大到24个月时,两组收益不存在显著差异。第三,大众媒体信息重复程度易受报道企业公司特征影响。一般市场中公司规模较大,处于成熟期以及流动性成本较小的公司,更容易吸引大众媒体关注。最后,公司特征会影响信息重复收益效应。由表2可知,信息重复收益效应主要集中在公司规模较小、成长性较高以及PS流动性敏感系数较大的公司。以上讯息初步表明噪音交易可能是产生不同信息重复组收益差异的重要原因。对市值加权平均收益率分析我们也能得到类似结论。

## 2. 多变量分析

本文采用市场模型(CAPM)、Fama-French三因素模型以及增加PS流动性的四因素模型来考察控制各种风险因素后的媒体信息重复效应。表3报告了事件期为1个月、3个月、7个月和12个月的四种情况。我们发现:第一,即使控制了市场、规模、成长性以及流动性因素,信息重复程度仍会影响资产收益,信息重复程度越高,资产收益率越低。第二,随着事件期由1个月扩大到12个月,“买无卖高”零投资组合的正回报率会逐渐缩小,至事件期为7个月时,该收益效应基本消失。第三,随着模型中风险因素的增加,截距项 $\alpha$ 以及 $\alpha$ 的统计显著性逐渐减小,这说明风险因素确实能解释一部分信息重复收益效应。第四,就风险因素系数分析,除个别例外,规模因素SMB系数和成长性因素HML回归系数均显著为正。这说明规模较小,成长性较高的资产组合,收益较高。而市场因素

$Mkt - R_f$  系数显著为负,可能是因为卖出的高信息重复资产组合的市场风险敏感性要大于买入的无信息重复资产组合。这一发现与 Fang and Peress (2009) 的研究结论基本一致。

表 3 的 Panel B 给出了采用 PS 流动性四因素模型考察无信息重复组和高信息重复组在不同事件期的超额收益的结果。发现,信息重复差异对资产收益的影响主要是由高信息重复组引起,无信息重复组的超额收益大部分不具有统计显著性。这说明信息重复程度较高的公司资产收益率较低是产生信息重复收益效应的根本原因。Barber and Odean (2008) 认为个人投资者会对公众关注度较高的股票产生强烈的购买需求,且这类股票往往市场表现较差、资产收益率较低。我们研究的问题可能正是由于这一现象所引起。

图 3 对不同资产组合、不同零投资组合在事件期为 1-12 个月的超额收益(采用 PS 流动性四因素模型)及换手率进行了更全面的考察。我们发现,一方面是否重复信息以及信息重复程度大小都会产生资产收益率差异,且信息重复差异越大该效应越明显。另一方面,与收益效应相对应,媒体重复信息提高了公众关注度,导致无信息重复组和高信息重复组的换手率出现了短暂差异。总之,图 3 进一步证实信息重复会影响资产收益,但这个影响是暂时性的,从而支持了有限理性假说对我国资本市场媒体效应的解释效力。

表 3 不同事件期的媒体信息重复效应:多变量分析

		CAPM 模型	FF 三因 素模型	PS 流动性 四因素 模型			CAPM 模型	FF 三因 素模型	PS 流动性 四因素 模型
事件期	变量	系数	系数	系数	事件期	变量	系数	系数	系数
Panel A 购买无信息重复组卖出高信息重复组的零投资组合									
1m	$\alpha$	0.021 ***	0.017 ***	0.017 ***	7m	$\alpha$	0.003 *	0.002	0.002
	Mkt - Rf	-0.272 ***	-0.251 ***	-0.237 ***		Mkt - Rf	-0.352 ***	-0.354 ***	-0.351 ***
	SMB		0.195 **	0.211 **		SMB		0.020	0.017
	HML		-0.096	-0.247		HML		0.133 **	0.094
	LIQ			0.001		LIQ			-0.001
	R <sup>2</sup>	0.082	0.093	0.098		R <sup>2</sup>	0.103	0.104	0.106
3m	$\alpha$	0.007 **	0.007 **	0.006 **	12m	$\alpha$	-0.001	-0.001	-0.001
	Mkt - Rf	-0.426 ***	-0.417 ***	-0.419 ***		Mkt - Rf	-0.323 ***	-0.324 ***	-0.323 ***
	SMB		0.093 *	0.101 *		SMB		0.027	0.025
	HML		0.096	0.057		HML		0.119 **	0.095 *
	LIQ			-0.003		LIQ			0.001
	R <sup>2</sup>	0.101	0.104	0.108		R <sup>2</sup>	0.080	0.081	0.082
Panel B PS 流动性四因素模型									
事件期		1m	2m	3m	7m	9m	12m		
$\alpha$	无信息重复组	0.001	0.004	-0.012 *	-0.003	-0.003	-0.004		
	高信息重复组	-0.037 ***	-0.013 ***	-0.002	0.002	0.006	0.009		

注: \*、\*\*和 \*\*\*分别表示在 10%、5% 和 1% 的统计水平上显著。

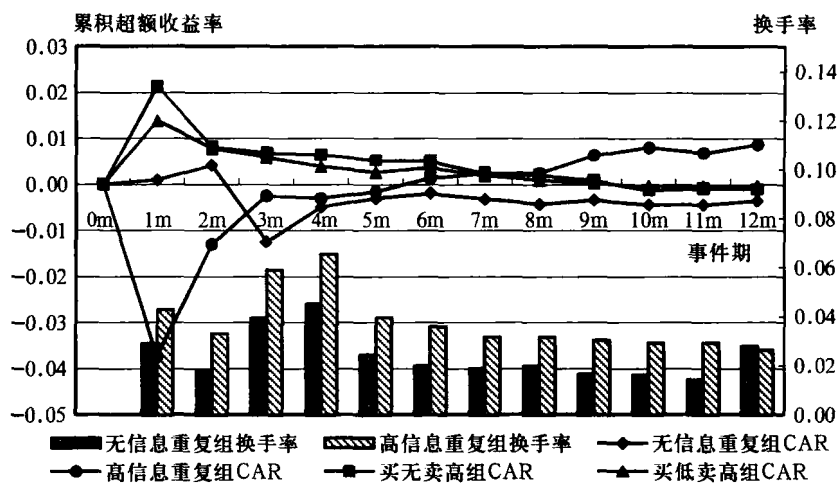


图 3 不同事件期内超额收益和换手率变动情况

(二)进一步分析

1. 有限理性效应分析

表 4 分别按照股票流通市值、股价、机构投资者持股比例或者 PS 流动性敏感系数把样本公司平均分为三组,然后报告了 3 个月事件期内的“买无卖高”零投资组合的超额收益。总的来看,表 4 的实证结果为有限理性效应提供了进一步的支持证据。

表 4 有限理性特征与有效理性效应

CAPM 模型			FF 模型			PS 模型		
$\alpha$			$\alpha$			$\alpha$		
按流通市值大小分组(3m)				按机构投资者持股比例高低分组(3m)				
大	-0.001	0.000	0.000	高	0.001	0.002	0.002	
中	0.003 **	0.003 *	中	0.002	0.002	0.002		
小	0.005 ***	0.004 **	0.004 ***	低	0.003 ***	0.003 **	0.003 **	
按股价高低分组(3m)				按 PS 流动性敏感系数大小分组(3m)				
高	-0.001	-0.000	-0.000	大	0.001	0.002	0.002	
中	0.004 **	0.004 **	0.004 **	中	0.003 **	0.003 *	0.003 *	
低	0.003 *	0.004 *	0.004 **	小	0.002	0.001	0.002	

注: \*、\*\*和 \*\*\*分别表示在 10%、5% 和 1% 的统计水平上显著。

我们发现:信息重复收益差异主要存在于流动市值最小,股价较小以及机构投资者持股最低的资产组。与我们预期略有差异,资产流动性中等的资产组合中存在信息重复收益差异,而在其他资产组合中,该影响不显著。因此,表 4 一定程度上说明大众媒体重复信息驱动了有限理性投资者的资产买卖行为,这是产生这一现象的主要原因。

2. 理性效应分析

表 5 的 3 - 10 列给出了模型(3)的实证结果。我们发现,在控制了 IPO 特征、市场特征、行业特征以及公司特征后,企业上市后的 1 至 3 年,媒体信息重复程度与股票投资者

认知度之间存在显著的负相关关系。这说明媒体信息重复并没有提高股票上市之后的投资者认知度,大众媒体和证券分析师这两种传统的资本市场信息沟通工具之间存在相互替代关系。总之,模型 4 的结果进一步证实了媒体重复信息对资产价格的影响并不是永久性的,即不是理性效应。

表 5 投资者认知度与重复信息效应

变量名	投资者认知度		
	第 1 年	第 2 年	第 3 年
<i>Media_repeat</i>	-0.099 * ( -1.801 )	-0.176 *** ( -3.163 )	-0.197 *** ( -3.260 )
IPO 特征	YES	YES	YES
市场特征	YES	YES	YES
行业特征	YES	YES	YES
企业特征	YES	YES	YES
截距项	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES
N	573	573	573
R <sup>2</sup>	0.558	0.415	0.358

注: \*、\*\*和 \*\*\*分别表示在 10%、5% 和 1% 的统计水平上显著。括号中为 t 检验值。前面三组模型实际样本为 573 个,是因为 CSMAR 数据库中 2004 年以后上市的公司才有证券分析师数据。

(三) 稳健性检验

我们从以下两个方面对结论进行了稳健性检验。一方面,考虑特殊行业。Demer and Lewellen(2003)研究指出 IPO 期间高科技公司的媒体关注度显著高于其他行业公司。为了确定我们的研究结果并不是由于高科技引起,我们剔除了这类样本。结果显示,信息重复对资产收益的影响是一个普遍的现象,并不属于某一类特殊行业。另一方面,改进度量旧信息的指标。尽管根据信息供给时间界定新旧信息是合理的,但此处我们考虑受众信息吸收时间把剔除了静默期间除七报一刊外每家公司前 5 次报道后的媒体日均报道次数作为旧信息重复程度,重新检验了相关分析。我们发现,主要实证结论没有发生根本性变化<sup>①</sup>。

五、结论与政策建议

大众媒体是资本市场中非常重要的信息中介,与资产价格存在非常密切的关系。媒体的新闻报道可能向市场传递最新的消息,但现实中新消息通常只在有限的媒体上首次披露,而更多的媒体是转发或者解读,即重复旧的信息。本文考察了媒体对 IPO 静默期间拟 IPO 公司招股说明书内容的重复,并探讨了媒体信息重复对 IPO 后股票价格的影响,为

① 限于篇幅稳健性检验结果从略,如有需要可向作者索取。

这一领域的研究提供了新的经验证据。研究发现媒体重复信息会影响资产收益,即好消息重复程度越高,资产收益越低,但随着时间的推移,投资者对企业旧信息的过度反应会得到修正,即这种影响是暂时性的。研究进一步发现,媒体重复信息对资产收益的影响主要集中在股价较低、市值规模较小、个人投资者参与程度较高的资产,这一定程度上证实有限理性投资者的噪音交易行为是产生这种现象的主要原因,而媒体重复信息并没有提高投资者认知度。因此,研究结论支持了投资者有限理性假说对中国资本市场媒体重复信息现象的解释。

本研究的政策含义体现在:第一,投资者因有限理性引发的非理性行为是近期IPO公司发行后短期内价格大幅波动的主要原因之一。IPO首日发行价格大幅上涨或者下跌是投资者悲观或乐观情绪的充分体现。情绪化投资者是市场中的噪音交易者,比例越高越不利于资本市场的健康发展。因此,从这个角度讲,不断加强对投资者的教育和引导是一项持久而重大的工作。

第二,在当前投资者有限理性特征突出的情况下,大众媒体重复旧信息对资产价格的影响为市场创造了套利的机会。发行人以及其它潜在获利者可能收买大众媒体,因为媒体的转发报道或跟进分析是在不断重复公司招股说明书范围的旧信息,而这不仅不会违反有关法律法规的要求,避免惩罚,还可以推高上市后短期内的价格,使得发行人等可从中获取巨额收益。因此,监管部门在防止公司“俘获”媒体、干扰市场的同时,需适时建立市场信息中介治理机制,以提高媒体自身的独立性,增强媒体的社会责任感。

## 参 考 文 献

- [1]梁琪、余峰燕、郝项超,2009,《独立董事制度引入的市场效应研究》,《中国工业经济》,第11期,第151~160页。
- [2]杨继东,2007,《媒体影响了投资者行为吗?——基于文献的一个思考》,《金融研究》,第11期,第93~102页。
- [3]张雅慧、万迪昉、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,第143~156页。
- [4]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, pp. 785~818.
- [5]Chemmanur, T. and A. Yan, 2009, "Product Market Advertising and New Equity Issues", *Journal of Financial Economics*, 92(1), pp. 40~65.
- [6]D'Avolio, G., 2002, "The Market for Borrowing Stock", *Journal of Financial Economics*, 66, pp. 271~306.
- [7]Da, Z., J. Engelberg and P. Gao, 2011, "In Search of Attention", *Journal of Finance*, 66, pp. 1461~1499.
- [8]Fama, E. F. and K. R. French, 1993, "Common Risk Factors in the Returns on Bonds and Stocks", *Journal of Financial Economics*, 33(1), pp. 3~56.
- [9]Fama, E. F., 1970, "Efficient Capital Markets, A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, 25, pp. 383~417.
- [10]Fang, L. L. and J. Peress, 2009, "Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns", *Journal of Finance*, 64(5), pp. 2023~2052.
- [11]Foerster, S. and A. Karolyi, 1999, "The Effect of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices, Evidence from Foreign Stock Listings in the US", *Journal of Finance*, 54, pp. 981~1013.

- [12] Geczy, C. C., D. K. Musto and A. V. Reed, 2002, "Stocks are Special Too, An Analysis of the Equity Lending Market", *Journal of Financial Economics*, 66, pp. 241 ~ 269.
- [13] Hawkins, S., S. J. Hoch and J. Meyers - Levy, 2001, "Low Involvement Learning, Repetition and Coherence in Familiarity and Belief", *Journal of Consumer Psychology*, 11, pp. 1 ~ 11.
- [14] Huberman, G. and T. Regev, 2001, "Contagious Speculation and a Cure for Cancer, A Non - Event that Made Stock Prices Soar", *Journal of Finance*, 56(1), pp. 387 ~ 396.
- [15] Kumar, A. and C. M. C. Lee, 2006, "Retail Investor Sentiment and Return Comovements", *Journal of Finance*, 61(5), pp. 2451 ~ 2486.
- [16] Merton, R., 1987, "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information", *Journal of Finance*, 42, pp. 483 ~ 510.
- [17] Miller, E., 1977, "Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion", *Journal of Finance*, 32, pp. 1151 ~ 1168.
- [18] Schlumpf, P., M. Schmid and H. Zimmermann, 2008, "The First - and Second - Hand Effect of Analysts' Stock Recommendations - Evidence from the Swiss Stock Market", *European Financial Management*, 14(5), pp. 962 ~ 988.
- [19] Shleifer, A. and L. H. Summers, 1990, "The Noise Trader Approach to Finance", *Journal of Economic Perspectives*, 4, pp. 19 ~ 33.
- [20] Tetlock, P. C., 2007, "Giving Content to Investor Sentiment, The Role of Media in the Stock Market", *Journal of Finance*, 62, pp. 1139 ~ 1168.
- [21] Tetlock, P. C., M. S. Tsechansky and S. Macskassy, 2008, "More than Words, Quantifying Language to Measure firms' Fundamentals", *Journal of Finance*, 63(3), pp. 1437 ~ 1467.
- [22] Tetlock, P. C., 2011, "All the News That's Fit to Reprint, Do Investors React to Stale Information", *Review of Financial Studies*, 24, pp. 785 ~ 818.

**Abstract:** Mass media is one of the most important information intermediaries in the capital market, and it has played a key role in the asset pricing process. Different from the current researches focusing on the role of genuine news, this paper explores the effects of media repeating stale information on assets pricing. We find that pre-IPO high media coverage predicts downward pressure on aftermarket returns followed by a reversion to fundamentals within short term. Meantime repeating stale information has attracted the public attention, which helps pushing up the transaction activities of the stock in news temporarily. We also find that the institutions and individuals respond differently, and the non-persistent media effect is concentrated among small-cap, lower-priced and high individual ownership stocks. Our finding is consistent with the boundedly rational investor hypothesis, and has several policy implications for cultivating information environment for our securities market.

**Key words:** Mass media, Stale information, Bounded rationality, Investor recognition

(责任编辑:李景农)(校对:LN)