

机构投资者、媒体报道与股价崩盘风险

——来自创业板的证据

王 昶(博士生导师), 王 敏, 左绿水

【摘要】以2009年10月创业板开板以来至2015年2月底的所有创业板上市公司为研究样本,考察了机构投资者持股与创业板公司股价崩盘风险之间的关系,并检验了媒体报道在其中的传导作用。研究发现,在创业板中,机构投资者持股显著增大了公司股价未来崩盘的风险,并且机构投资者持股对公司未来股价崩盘风险的部分影响是通过媒体报道来传导的。这种传导主要是通过主动增加正面或中性报道、减少负面报道的“主动媒体管理”行为得以实现的。

【关键词】机构投资者; 媒体报道; 股价崩盘风险; 创业板

【中图分类号】F275 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2017)14-0003-8

一、引言

为了有效补充主板市场,扶持高科技、高成长性企业,我国政府于2009年10月30日在深圳证券交易所正式开启了创业板市场。较主板公司股价而言,创业板公司股价一直存在更加严重的暴涨暴跌现象。由于股价暴跌造成的崩盘,不仅会导致投资者的财富瞬间“蒸发”,而且会严重影响市场主体的投资热情,甚至会对资本市场的平稳健康发展造成极大的负面冲击(曹丰等,2015)。那么,究竟是哪些因素导致了股价崩盘风险?长久以来,委托代理理论从公司内部管理层角度出发,对股价崩盘现象进行了解释。而本文另辟蹊径,从机构投资者的角度考察创业板公司股价崩盘风险问题。

现有文献表明,机构投资者存在主动管理媒体的行为。Ahern、Sosyura(2014)发现,公司在并购谈判期间,通过影响媒体报道数量来提高本公司的股价,从而获得一个有利的交易价格,并首次提出“主动媒体管理”假说。逯东等(2016)则证实了我国机构投资者存在主动管理媒体报道来获得股票超额收益的行为。现有文献表明,媒体报道亦会对股价崩盘风险产生影响。Aman(2013)关于日本股票市场的考察发

现,媒体报道数量与股价崩盘的频率正相关,由此提出了“媒体诱导股价崩盘”假说。因此,本文判断,在倍受媒体关注以及股票流通盘较小的创业板公司中,机构投资者为了获得超额收益,可能会依靠信息挖掘和信息制造等方面的优势来主动管理媒体报道,而这一主动管理媒体报道的行为正是导致股价崩盘的因素之一。

基于此,本文从国泰安数据库中获取机构投资者的相关数据,并借助四大证券报来获取媒体新闻报道数据,从报道数量及报道性质两个方面研究机构投资者的“主动管理媒体”行为对创业板公司股价崩盘风险的影响。本文创新性地探究了机构投资者通过影响媒体报道进而影响创业板公司股价崩盘风险的内在机制,以加深理解“机构投资者—媒体报道—股价崩盘风险”的微观机理。

二、文献回顾与研究假设

(一)机构投资者与股价崩盘风险

股价崩盘,又称股价暴跌,是指在无任何前兆的情况下,上市公司股票价格突然大幅降低的现象。它有两种表现形式:一种是个股存在泡沫,泡沫突然破裂;另一种是个股不存在泡沫,价格大幅度下降。股

【基金项目】国家社会科学基金重大项目(项目编号:14ZDB136); 国家社会科学基金项目(项目编号:13BGL105); 国家社会科学基金青年项目(项目编号:13CJY029); 湖南省软科学重点项目(项目编号:2013ZK2003)

价崩盘风险则是指负向的股价跳跃式下跌的概率(Jin、Myers, 2006)。著名的委托代理理论认为,公司经理人出于薪酬契约、职业生涯、声誉及避税(Ball, 2009; Khan、Watts, 2009; Kim等, 2011a)等多个方面的考虑,会刻意隐藏或推迟披露负面消息并及时发布好消息,坏消息则持续而逐渐累积,当坏消息累积到一定程度并超过临界值时就会集中释放,最终导致股价崩盘(Jin、Myers, 2006; Hutton等, 2009)。由此可见,管理层的这种代理行为以及所导致的外部投资者与公司内部的信息不对称是造成股价崩盘的重要因素。

从机构投资者的角度看,其对股价崩盘现象的影响主要是由以下因素导致的:①从机构投资者对上市公司的监督和治理作用角度来看,在我国资本市场中,机构投资者持股比例较低,很难发挥治理公司的作用(曹丰等, 2015)。机构投资者的短期投机行为倾向明显,其本身也缺乏参与公司治理的意愿。现有研究发现,我国基金交易频繁,持股期限普遍较短(杨海燕, 2012);我国机构投资者存在明显的短期投机倾向(Jiang、Kim, 2014)。因此,机构投资者对管理层的代理行为缺乏应有的监督作用,从而变相加剧了股价崩盘风险。②从信息不对称角度来看,我国机构投资者与企业存在合谋的行为(史永东、蒋贤锋, 2004)。许年行等(2013)研究发现,在我国的机构投资者中普遍存在着羊群行为。这两种行为均阻碍了真实的信息及时融入股价中,恶化了市场环境,从而加剧了信息不对称,加大了公司未来股价崩盘的风险。因此,本文提出以下研究假设:

H1: 在创业板中,上市公司的机构投资者持股比例越高,公司未来股价崩盘风险就越大。

(二) 媒体报道与机构投资者、股价崩盘风险的关系

1. 机构投资者与媒体报道。目前很多学者已证实,在我国资本市场中,媒体积极地扮演着信息中介和监督管理者的正面角色(罗进辉, 2014),媒体这种正面的形象是基于其不受其他利益干扰的独立性所决定的。但近年来,媒体的独立性受到了很多学者的质疑。首先,媒体与被报道公司之间存在着政治和利益关联。国有企业以及支付更多寻租费用的企业与本地媒体存在合谋行为(孔东民等, 2013);媒体更倾向于报道国有企业的正面消息(Wang、Ye, 2015);业绩不好的企业会主动给媒体付费来获取媒体的有偿沉默(方军雄, 2014)。其次,媒体报道通常容易受机构投资者的影响,许年行等(2012)认为,因机构投资

者掌握着分析师职业晋升和收入来源,我国分析师更倾向于通过更大媒体发布机构投资者重仓股票的乐观预测;Firth等(2012)则证明,我国资本市场的基金持股比例越高,分析师的评级越乐观;逯东等(2016)的研究表明,上一季度的机构投资者持股比例越高,下一季度媒体报道数量就越多。因此,为了赚取利益,机构投资者很有可能绑架媒体,存在“主动管理媒体”的嫌疑。

2. 媒体报道与股价崩盘风险。本文从信息不对称与投资者情绪理论相结合的角度来探讨媒体报道与公司股价崩盘风险之间的关系。首先,从信息不对称角度来说,由于市场传闻、管理层未来展望、市场评论等软信息存在,同时市场中还存在大量信息处理能力较弱的非理性投资者,所以媒体报道不仅不能降低信息不对称性,反而使信息分布更加不对称(熊艳等, 2014)。其次,从投资者情绪角度来说,若软信息被信息处理能力弱的中小投资者接收则可能产生信息损耗,甚至被误读而加剧投资者情绪波动(熊艳等, 2014)。当投资者情绪越高涨或越低落时,资产定价偏误程度会越高(Tetlock, 2007; 游家兴、吴静, 2012)。而在我国创业板市场中,大部分都是新兴企业,倍受媒体关注,该板块中小投资者占绝大多数,主观软信息充斥,非理性投资方式盛行。所以,在创业板中,媒体传达的软信息容易被中小投资者所误读而加剧投资者情绪波动,进而导致资产误定价,加大股价崩盘风险。

3. 机构投资者、媒体报道与股价崩盘风险。目前我国的资本市场配套司法体系尚不完善,创业板公司股票市值普遍偏小,投资者非理性情绪盛行,对媒体管制手段不足,创业板市场化改革的制度环境堪忧。这样的大环境为我国机构投资者短期的投机行为提供了有利条件。机构投资者不仅可以依靠自身的的信息搜集优势和专业技能来进行价值投资,还可以通过“主动管理媒体”行为来制造噪声以进行短期投机(Ahern、Sosyura, 2014; 逯东等, 2016)。机构投资者持股比例越高,媒体关注度就越高(Ahern、Sosyura, 2014),而受到媒体关注的股票确实存在注意力驱动的单向买入压力(Barber、Odean, 2008)。由此证实了机构投资者对媒体报道的管理作用以及媒体报道引发投资者买卖股票从而影响股价的过程机制。具体来说,机构投资者通过媒体报道对上市公司的股票信息进行管理,这种“主动管理媒体”的行为会明显地影响股价,而股价的这种变化并不能反映公司的真实价值,因此这种行为导致的信息混乱无疑恶化

了市场环境,加大了信息不对称性,最终会加大公司股价未来崩盘的风险。据此,本文提出以下假设:

H2:在创业板中,机构投资者对股价崩盘风险的部分影响是通过媒体报道来传导的。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文的研究样本为2009年10月~2015年2月我国所有的创业板上市公司。本文关注创业板有两点原因:第一,创业板公司大多是高科技新兴企业,受到国家和大众的普遍重视,进而媒体关注度也比较高。第二,创业板开板之初就显示出“高市盈率”“高发行价”“高募资额”的特点,其二级市场参与者以中小投资者居多。虽然机构投资者参与比例越来越大,但非理性投资导致股市波动幅度比主板更大的现象并未减少。参照罗进辉等(2014)、叶康涛等(2015)的做法,本文对初始样本进行了如下筛选:①剔除当年刚上市的公司样本,因为新股上市容易受到新闻媒体的特别关注;②剔除年交易周数小于“30”的公司样本,是多元回归估计得到股价崩盘风险指标的需要;③剔除数据缺失的公司样本。最终,本文得到的有效年度观察样本共计1084个,均采用STATA 12.0处理数据。样本公司财务数据均来自国泰安(CSMAR)数据库。

《中国证券报》《证券日报》《证券时报》《上海证券报》这四大证券报在我国具广泛影响力和较大的知名度与权威性,其报道数量占全国媒体报道总数的比例较大,且是多数媒体新闻报道的题材源头(李培功等,2010;游家兴、吴静,2012),因此,本文以这四大证券报作为媒体报道主体,并以《中国重要报纸全文数据库》作为主要数据来源,采用手工方式获取媒体报道的数据。

(二)变量定义与度量

1. 股价崩盘风险。借鉴Kim等(2014)、Kousenidis等(2014)、许年行等(2013)的研究,本文使用负收益偏态系数来度量公司股价崩盘风险。具体算法如下:

首先,估计出公司层面的周收益率,即:

$$r_{i,\varphi} = \alpha_i + \beta_1 r_{M,\varphi-2} + \beta_2 r_{M,\varphi-1} + \beta_3 r_{M,\varphi} + \beta_4 r_{M,\varphi+1} + \beta_5 r_{M,\varphi+2} + \varepsilon_{i,\varphi} \quad (1)$$

其中: $r_{i,\varphi}$ 为公司*i*的股票在第 φ 周的收益率, $r_{M,\varphi}$ 为第 φ 周的市场周流通市值加权平均收益率,以此类推; α_i 为截距; $\beta_1 \sim \beta_5$ 为回归系数; $\varepsilon_{i,\varphi}$ 为残差项,表示个股收益未被市场所解释的部分,若 $\varepsilon_{i,\varphi}$ 为负且绝对值越大,说明公司*i*的股票与市场收益相背离的程度越大。进一步地,由于式(1)回归得到的残

差项 $\varepsilon_{i,\varphi}$ 分布高度有偏,本文对此进行了如式(2)的对数转换以使残差项 $\varepsilon_{i,\varphi}$ 基本呈现标准正态分布,并将对数转换后的值 $W_{i,\varphi}$ 定义为第*i*家公司第 φ 期的周特定收益率,即:

$$W_{i,\varphi} = \text{LN}(1 + \varepsilon_{i,\varphi}) \quad (2)$$

在 $W_{i,\varphi}$ 的基础上,构建出下面这个股价崩盘风险变量,即负收益偏态系数NCSKEW $_{i,t}$ 。

$$\text{NCSKEW}_{i,t} = \frac{-n(n-1)^2 \sum W_{i,\varphi}^3}{(n-1)(n-2) (\sum W_{i,\varphi}^2)^{3/2}} \quad (3)$$

其中:NCSKEW $_{i,t}$ 为股票*i*在第*t*年的股票收益率的负向偏态; n 为股票*i*在第*t*年中交易的周数。NCSKEW为正向指标,NCSKEW值越大,股价崩盘风险就越大。

2. 媒体报道。本文以《中国重要报纸全文数据库》作为主要数据来源,按照公司的全称和简称对该数据库进行搜索,最后将所获得的媒体报道条目数(Media)加1后取自然对数作为每个公司年度媒体报道的度量指标,记为LNMedia。

3. 机构投资者持股。本文参照曹丰等(2015)的做法,将创业板上市公司中各大机构(证券投资基金、券商、保险公司、社保基金、信托、财务公司和银行)的持股比例之和记为Inshold,作为机构投资者持股指标。

4. 控制变量(Control Variable)。根据现有文献(罗进辉等,2012;罗进辉等,2014;Xu等,2015),本文选取了以下控制变量:股票年度周特定收益率的标准差(Sigma)、股票年度平均周特定收益率(Ret)、公司规模(Size)、账面市值比(Bm)、负债率(Lev)、总资产收益率(Roa)、经过修正Jones模型得到的公司透明度(Accm)、固定资产比例(Tangible)以及上市年限(Age)。变量的具体定义和度量见表1。

(三)模型设计

本文构建以下三个模型对提出的研究假设依次进行检验。

$$\text{NCSKEW}_{i,t+1} = c_0 + c \text{Inshold}_{i,t} + \sum \text{Control Variables}_{i,t} + e_{i,t} \quad (4)$$

$$\text{LNMedia}_{i,t+1} = a_0 + a \text{Inshold}_{i,t} + \sum \text{Control Variables}_{i,t} + e_{i,t} \quad (5)$$

$$\text{NCSKEW}_{i,t+1} = \pi_0 + c' \text{Inshold}_{i,t} + b \text{Media}_{i,t+1} + \sum \text{Control Variables}_{i,t} + e_{i,t} \quad (6)$$

在上述模型中,NCSKEW $_{i,t+1}$ 为第*t*+1年股价崩盘风险指标;LNMedia $_{i,t+1}$ 为第*t*+1年的媒体报道

表 1 变量的定义与度量

变量类型	变量符号	变量定义与度量
被解释变量	NCSKEW	负收益偏差系数,表示股价崩盘风险的大小,具体计算方式参见式(3),NCSKEW越大,公司崩盘风险就越大
解释变量	Inshold	创业板上市公司各大机构(证券投资基金、券商、保险公司、社保基金、信托、财务公司和银行)的持股比例之和
中介变量	Media	媒体报道数量,等于在四大证券报中搜索得到的公司年度新闻报道条目数
	LNMedia	媒体报道,等于Media值加1之和的自然对数值
控制变量	Ret	公司年度平均周特定收益率,其中周特定收益率根据式(1)和式(2)计算得到
	Sigma	公司年度周特定收益率的标准差,其中周特定收益率根据式(1)和式(2)计算得到
	Accm	公司透明度,利用分行业分年度的修正Jones模型估计得到的可操纵应计利润的绝对值衡量,Accm值越大,公司的信息透明度越低
	Size	公司规模,等于公司总资产的自然对数值
	Bm	账面市值比,等于公司账面总资产与股票总市值的比值
	Lev	负债率,等于公司总负债与总资产的比值
	Roa	总资产收益率,等于公司净利润与总资产的比值
	Age	上市年限,即公司自IPO以来至被统计年份所经过的总年数
	Tangible	固定资产比例,等于公司固定资产与总资产的比值

指标; $Inshold_{i,t}$ 为第 t 年的机构投资者持股指标,相应的控制变量取第 t 年值。模型(4)用以检验 H1,主要考察变量为 $Inshold_{i,t}$; 模型(6)主要考察解释变量 $Inshold_{i,t}$ 对 $Media_{i,t+1}$ 的影响; 使用模型(4)~(6)检验 H2,主要考察媒体报道的中介作用; 最后,参考已有的研究,本文模型(4)和(6)控制了其他可能影响股价崩盘风险的因素,模型(5)控制了其他可能影响媒体报道的因素。

四、实证结果

(一)描述性统计

表 2 给出了本文各个变量的描述性统计结果,股价崩盘风险指标 $NCSKEW_{t+1}$ 的均值与标准差分别为 -0.522 与 0.664,说明创业板样本公司之间股价崩盘风险差异较为明显。媒体报道条目数的年度均

值与标准差分别为 2.307 与 3.555,意味着平均每家上市公司每年被新闻媒体报道超过 3 次,且创业板样本公司之间媒体报道数量差异较大。机构投资者持股指标 $Inshold$ 的均值(中位数)为 0.040(0.030),说明我国创业板公司中机构投资者持股比例较低。由表 2 可知,其他各变量的分布合理。

表 2 描述性统计

变量符号	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$NCSKEW_{t+1}$	1084	-0.522	0.664	-3.099	-0.478	1.685
$Inshold_t$	1084	0.040	0.038	0.000	0.030	0.173
$Media_{t+1}$	1084	2.307	3.555	0.000	1.000	33.000
$LNMedia_{t+1}$	1084	0.871	0.758	0.000	0.693	3.526
$NCSKEW_t$	1084	-0.491	0.675	-2.622	-0.491	1.685
Ret_t	1084	-0.001	0.001	-0.007	-0.001	0.000
$Sigma_t$	1084	0.045	0.014	0.014	0.043	0.118
$Accm_t$	1084	0.119	0.098	0.000	0.093	0.686
$Size_t$	1084	20.850	0.561	19.544	20.785	22.819
Bm_t	1084	0.495	0.241	0.095	0.463	1.658
Lev_t	1084	0.209	0.137	0.011	0.175	0.664
Roa_t	1084	0.055	0.044	-0.437	0.054	0.218
Age_t	1084	2.848	0.875	2.000	3.000	5.000
$Tangible_t$	1084	0.134	0.103	0.000	0.114	0.554

(二)相关性分析

本文也对各变量间的相关性进行了分析,结果如表 3 所示。由表 3 可知,机构投资者持股与股价崩盘风险显著正相关,表明随着机构投资者持股比例的增加,创业板公司股价崩盘风险会增大;机构投资者持股与媒体报道显著正相关,表明机构投资者持股比例越大,媒体的关注度就越大;媒体报道与股价崩盘风险显著正相关,表明随着新闻媒体报道数量的增多,创业板公司股价崩盘风险会加大。

(三)多元回归分析

1. 机构投资者与股价崩盘风险。表 4 中的模型(1)和模型(2)分别只引入了机构投资者持股指标 $Inshold_t$ 和媒体报道指标 $LNMedia_{t+1}$,模型(3)则将两个变量同时引入。结果显示,三个模型中的机构投资者持股指标和媒体报道指标均与股价崩盘风险指标正相关,在模型(3)中,机构投资者持股在 1%的水平上与股价崩盘风险显著正相关,同时媒体报道也在 1%的水平上与股价崩盘风险显著正相关。由此,H1 得到证实,即在创业板中,上市公司的机构投资者持股比例越高,公司未来股价崩盘风险就越大。这是因为机构投资者的持股比例越高,其主动管理媒

表 3

相关性分析

	NCSKEW _{t+1}	Inshold _t	Media _{t+1}	LNMedia _{t+1}	NCSKEW _t	Ret _t	Sigma _t	Accm _t	Size _t	Bm _t	Lev _t	Roat _t	Age _t
Inshold _t	0.226 (0.000)												
Media _{t+1}	0.172 (0.000)	0.090 (0.014)											
LNMedia _{t+1}	0.201 (0.000)	0.120 (0.001)	0.844 (0.000)										
NCSKEW _t	0.029 (0.426)	0.237 (0.000)	0.079 (0.031)	0.090 (0.015)									
Ret _t	-0.020 (0.594)	-0.020 (0.588)	-0.175 (0.000)	-0.154 (0.000)	0.374 (0.000)								
Sigma _t	0.046 (0.207)	0.051 (0.162)	0.151 (0.000)	0.140 (0.000)	-0.376 (0.000)	-0.971 (0.000)							
Accm _t	0.046 (0.205)	-0.047 (0.198)	-0.066 (0.073)	-0.079 (0.031)	0.018 (0.628)	-0.008 (0.833)	-0.006 (0.873)						
Size _t	0.236 (0.000)	0.277 (0.000)	0.311 (0.000)	0.268 (0.000)	0.177 (0.000)	0.058 (0.116)	-0.048 (0.193)	0.037 (0.319)					
Bm _t	-0.133 (0.000)	-0.350 (0.000)	-0.187 (0.000)	-0.220 (0.000)	0.073 (0.045)	0.329 (0.000)	-0.354 (0.000)	0.216 (0.000)	0.253 (0.000)				
Lev _t	0.033 (0.370)	0.133 (0.000)	0.085 (0.020)	0.028 (0.446)	-0.040 (0.277)	-0.115 (0.002)	0.131 (0.000)	0.274 (0.000)	0.351 (0.000)	0.303 (0.000)			
Roat _t	0.074 (0.043)	0.317 (0.000)	0.096 (0.009)	0.142 (0.000)	0.065 (0.074)	0.044 (0.235)	-0.045 (0.224)	-0.202 (0.000)	0.033 (0.368)	-0.551 (0.000)	-0.310 (0.000)		
Age _t	0.066 (0.070)	0.080 (0.028)	0.087 (0.018)	0.051 (0.166)	-0.044 (0.226)	-0.085 (0.021)	0.089 (0.015)	0.085 (0.020)	0.202 (0.000)	-0.018 (0.633)	0.193 (0.000)	-0.086 (0.019)	
Tangible _t	0.048 (0.188)	-0.059 (0.107)	-0.152 (0.000)	-0.161 (0.000)	-0.009 (0.813)	0.018 (0.623)	-0.029 (0.434)	0.712 (0.000)	-0.063 (0.085)	0.128 (0.000)	0.161 (0.000)	-0.104 (0.005)	0.173 (0.000)

注:括号内为p值。

体的动机就越强,从而会利用媒体报道来煽动投资者的情绪,最终导致创业板公司未来股价崩盘风险的加大。

2. 媒体报道的中介作用。对于媒体报道的作用,本文参考中介变量的检验方法,对H2进行检验。参考温忠麟(2004)的检验程序,本文在机构投资者持股对股价崩盘风险的总效应c显著的基础上,检验中介效应a、b的显著性以及机构投资者持股对股价崩盘风险的直接效应c',最后依据具体情况决定是否进行Sobel检验。

表5显示了媒体报道中介作用的检验结果。机构投资者持股对股价崩盘风险的影响系数c为2.067(P<0.01),即总效应c是显著的。机构投资者持股对媒体报道的影响系数a为2.171(P<0.01),媒体报道对股价崩盘风险指标的影响系数b为0.108(p<0.01),加入中介变量后的机构投资者持股对股价崩盘风险的直接效应c'为2.335(p<0.01)。因此,根据温忠麟(2004)的中介检验方法,表明在总效应c显

著的前提下a、b也显著,此时媒体报道的中介效应显著。本模型直接效应c'也显著,说明媒体报道起的是部分中介作用,中介效应占总效应的比例为11.34%,占直接效应的比例为10.04%。可见,实证结果支持了H2,即媒体报道在机构投资者持股对股价崩盘风险的影响过程中确实起到了中介作用,机构投资者对股价崩盘风险的影响部分是以媒体报道为途径进行传导的。

(四)进一步分析

现有文献根据媒体报道性质的不同将媒体报道分为正面、中性及负面报道。本文借鉴Deephouse(2000)对媒体报道性质的分类标准,将企业或者控股股东获得奖项、企业绩效良好或慈善捐款等均归为正面报道,而公司内部出现从事逃税、商业性欺诈或其他法律控诉,属于负面报道,剩下便归于中性报道。本文利用多人编码原则对媒体报道的内容进行了分类,即将上市公司名称作为关键词,在知网数据库报纸子库中搜索文章全文,排除含有相同的名

表 4 机构投资者持股与股价崩盘风险的多元回归结果

	模型(1)	模型(2)	模型(3)
	NCSKEW _{t+1}	NCSKEW _{t+1}	NCSKEW _{t+1}
Inshold _t	2.067*** (2.760)		2.335*** (3.120)
LNMedia _{t+1}		0.097*** (2.900)	0.108*** (3.240)
NCSKEW _t	-0.048 (-1.230)	-0.033 (-0.880)	-0.061 (-1.600)
Size _t	0.341*** (6.930)	0.333*** (6.690)	0.286*** (5.510)
Ret _t	274.279** (2.130)	350.580*** (2.710)	324.137** (2.510)
Sigma _t	12.497* (1.770)	15.824** (2.240)	14.657** (2.080)
Accm _t	0.642** (2.590)	0.674*** (2.720)	0.676*** (2.740)
Bm _t	-0.607*** (-4.060)	-0.656*** (-4.570)	-0.481*** (-3.130)
Lev _t	-0.361* (-1.760)	-0.233 (-1.160)	-0.375* (-1.840)
Roat _t	-1.458** (-2.100)	-1.163* (-1.690)	-1.384** (-2.010)
截距	-7.621*** (-7.720)	-7.542*** (-7.610)	-6.687*** (-6.540)
样本量	1084	1084	1084
F	11.510***	11.610***	11.550***
adj-R ²	0.113	0.114	0.124

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著;括号中是经过异方差稳健调整后得到的t值。下同。

表 5 媒体报道对机构投资者持股和股价崩盘风险的中介作用

中介作用路径	系数	t 值
a(机构投资者到媒体报道数量)	2.171***	3.000
b(媒体报道数量到股价崩盘风险)	0.108***	3.240
c'(直接效应)	2.335***	3.120
中介效应显著性	中介效应显著	
中介效应占总效应的比例	11.34%	
中介效应与直接效应的比例	10.04%	

称但却不是同一个人的文章,每一篇文章分别由两个评价者进行阅读,对性质进行编码,根据文章的性质分为正面、中性、负面这三类。当这两个评价者出现分歧时,引进第三个评价者参与讨论,然后形成它的最终编码(Wang、Ye, 2015)。将所获得的正面、中性和负面媒体报道条目数加1后取自然对数分别作为每个公司年度正面、中性和负面报道的度量指标,

记为LNPos、LNNeu、LNNeg。统计显示,在所有三类报道中,公司的中性报道最多,占66.2%左右,正面报道次之,为22.9%左右,而负面报道最少,仅为11.9%左右。然后,利用正面报道、中性报道与负面报道对中介模型重新进行回归检验,结果如表6和表7所示。

1. 正面报道的中介作用。表6中的中介模型(1)显示正面报道与股价崩盘风险显著正相关,机构投资者持股与股价崩盘风险显著正相关。说明正面报道和机构投资者持股的增加均加大了股价崩盘风险。表7中的中介模型(1)显示了对正面媒体报道中介作用的检验结果,机构投资者的持股对正面媒体报道的影响系数a为1.168(P<0.01),正面媒体报道对股价崩盘风险指标的影响系数b为0.135(p<0.05),加入中介变量后的机构投资者持股对股价崩盘风险的直接效应c'为2.197(p<0.01),可见,正面媒体报道的中介效应显著。其中,中介效应占总效应的比例为7.63%,占直接效应的比例为7.18%。这说明在创业板中,机构投资者会主动管理正面媒体报道,当市场中存在过多的乐观报道时,更有利于企业管理层隐藏坏消息(许年行等,2013),最终会增加公司未来股价大幅下跌的可能性。

2. 中性报道的中介作用。表6中的中介模型(2)显示中性报道与股价崩盘风险正相关但不显著,中性报道与机构投资者持股均与股价崩盘风险显著正相关。说明机构投资者的持股比例越高,其主动管理中性报道的动机就越强,从而利用频繁的中性报道来煽动投资者的情绪,最终导致创业板公司未来股价崩盘风险加大。表7中的中介模型(2)显示了对中性媒体报道中介作用的检验结果,机构投资者持股对中性媒体报道的影响系数a为2.244(P<0.01),中性媒体报道对股价崩盘风险指标的影响系数b为0.073(p<0.1),加入中介变量后的机构投资者持股对股价崩盘风险的直接效应c'为2.224(p<0.01),可见,中性媒体报道的中介效应显著。其中,中介效应占总效应的比例为7.93%,占直接效应的比例为7.37%。这说明在创业板中,机构投资者主动管理中性报道的行为也会加大公司未来股价崩盘的风险。

3. 负面报道的中介作用。表6中的中介模型(3)显示负面报道和机构投资者持股均与股价崩盘风险显著正相关,说明负面报道和机构投资者持股的增加均加大了股价崩盘风险。表7中的中介模型(3)显示了对负面媒体报道中介作用的检验结果,机构投资者的持股比例对负面媒体报道的影响系数a为

表 6

机构持股与股价崩盘风险的多元回归结果

	中介模型(1)		中介模型(2)		中介模型(3)	
	NCSKEW _{t+1}					
Inshold _t		2.197*** (2.940)		2.224*** (2.960)		2.226*** (2.970)
LNPos _{t+1}	0.124** (2.310)	0.135** (2.510)				
LNNeu _{t+1}			0.061 (1.640)	0.073* (1.960)		
LNNeg _{t+1}					0.140** (2.040)	0.159** (2.320)
NCSKEW _t	-0.028 (-0.750)	-0.054 (-1.410)	-0.027 (-0.700)	-0.053 (-1.380)	-0.031 (-0.820)	-0.058 (-1.49)
Size _t	0.358*** (7.430)	0.317*** (6.330)	0.351*** (6.950)	0.305*** (5.800)	0.367*** (7.670)	0.325*** (6.550)
Ret _t	333.347** (2.580)	305.798** (2.370)	337.192** (2.580)	313.253** (2.410)	294.045** (2.280)	262.264** (2.040)
Sigma _t	15.148** (2.140)	13.940** (1.980)	15.419** (2.160)	14.395** (2.020)	12.839* (1.810)	11.371 (1.610)
Accm _t	0.695*** (2.790)	0.698*** (2.810)	0.650*** (2.610)	0.650*** (2.630)	0.629** (2.530)	0.626** (2.530)
Bm _t	-0.714*** (-5.060)	-0.556*** (-3.700)	-0.688*** (-4.720)	-0.519*** (-3.330)	-0.744*** (-5.310)	-0.587*** (-3.930)
Lev _t	-0.246 (-1.230)	-0.381* (-1.860)	-0.250 (-1.240)	-0.388* (-1.890)	-0.192 (-0.950)	-0.322 (-1.570)
Roat _t	-1.351* (-1.950)	-1.577** (-2.280)	-1.194* (-1.720)	-1.402** (-2.030)	-1.025 (-1.470)	-1.215* (-1.740)
截距	-7.953*** (-8.200)	-7.204*** (-7.220)	-7.828*** (-7.820)	-7.009*** (-6.780)	-8.064*** (-8.350)	-7.303*** (-7.350)
样本量	1084	1084	1084	1084	1084	1084
F	11.220***	11.070***	10.900***	10.790***	11.080***	10.960***
adj-R ²	0.110	0.119	0.107	0.116	0.109	0.118

表 7 媒体报道(正、中、负)对机构投资者持股和股价崩盘风险的中介作用

中介作用路径	中介模型(1)	中介模型(2)	中介模型(3)
c(总效应)	2.067*** (2.760)	2.067*** (2.760)	2.067*** (2.760)
a	1.168*** (2.670)	2.244*** (3.41)	-0.776** (-2.300)
b	0.135** (2.510)	0.073* (1.960)	0.159** (2.320)
c'(直接效应)	2.197*** (2.940)	2.224*** (2.960)	2.226*** (2.970)
中介效应显著性	中介效应显著		
中介效应占总效应的比例	7.63%	7.93%	5.97%
中介效应与直接效应的比例	7.18%	7.37%	5.54%

-0.776(P<0.05), 负面媒体报道对股价崩盘风险指标的影响系数b为0.159(p<0.05), 加入中介变量后的机构投资者持股比例对股价崩盘风险的直接效应c'为2.226(p<0.01), 可见, 负面媒体报道的中介效应也显著, 其中, 中介效应占总效应的比例为5.97%, 占直接效应的比例为5.54%。由于机构投资者的持股比例对负面媒体报道的影响系数a为负值并在5%的水平上显著, 说明机构投资者所持某上市公司的股票越多, 媒体对该公司的负面报道就越少。也说明机构投资者很可能与企业合谋, 隐藏坏消息, 这种行为为最终会加大公司未来的股价崩盘风险。

(五) 稳健性测试

为了增强本文研究结论的稳健性, 本文对内生性、股价崩盘风险度量方法、机构投资者持股比例的度量方法、有关股价的其他影响因素等问题进行

了多种稳健性测试,结果表明本文的相关研究结论仍然成立。

五、结论与启示

(一)结论

本文基于我国创业板公司存在严重的股价暴涨暴跌现象这一现状,考察了机构投资者持股与创业板公司股价崩盘风险之间的关系,并检验了媒体报道在其中的传导作用。研究发现,在创业板中上市公司的机构投资者持股比例越高,公司未来的股价崩盘风险就越大,并且机构投资者持股比例对公司股价崩盘风险的影响是部分地通过媒体报道来传导的。这表明机构投资者持股比例越高,主动管理媒体的动机就越强烈,这种利用媒体进行短期热点炒作的行为并不是公司的价值发现,最终会加大公司未来的股价崩盘风险。

进一步的分析显示,媒体报道在机构投资者持股与股价崩盘风险之间的中介作用因媒体报道性质的不同而有所差异。研究发现,正面、中性及负面的媒体报道在机构投资者持股与股价崩盘风险之间均起着中介作用,其中机构投资者持股比例越高的股票,正面或中性报道就越多,负面报道就越少。这表明由于我国的做空机制没有真正建立起来,机构投资者一般只会利用媒体的正面报道或者中性报道来推高股价从中直接获益,又因卖空交易的限制,负面报道难以为机构投资者所利用。因此,在负面消息暴露之前,机构投资者更有可能与其重仓的企业合谋,隐藏坏消息,调整仓位,进而在股价崩盘之前获利。这种隐藏负面消息的行为加大了信息不对称性和公司未来的股价崩盘风险。

(二)启示

基于对机构投资者如何通过媒体报道来影响公司股价崩盘风险的分析,本文的启示首先是,媒体报道作为创业板的广大投资者决策的重要参考因素,随着信息网络的发展,对投资者的行为起着越来越深入的影响,因此在创业板市场上,机构投资者主动管理媒体从而获得超额收益的动机也更加强烈。其次,本文的研究也为认识我国创业板上市公司未来的股价崩盘风险提供了新视角,提供了机构投资者如何通过媒体报道加大股价崩盘风险的经验证据,有助于理解创业板自开板以来股价严重暴涨暴跌的现象。最后,本文所考察的机构投资者通过主动管理媒体报道进而对公司股价崩盘风险产生影响,只是机构投资者在创业板市场角色扮演的一个方面,要深入认识机构投资者主动管理媒体的行为对创业板

市场的影响,还有待后续更多的研究,从机构投资者的类型、机构投资者的买入和卖出股票的行为等方面提供新的证据。

主要参考文献:

曹丰,鲁冰,李争光,徐凯.机构投资者降低了股价崩盘风险吗?[J].会计研究,2015(11).

Ahern K. R., Sosyura D.. Who writes the news? Corporate press releases during merger negotiations[J]. Journal of Finance, 2014(1).

逯东,付鹏,杨丹.机构投资者会主动管理媒体报道吗?[J].财经研究,2016(2).

Aman H.. An analysis of the impact of media coverage on stock price crashes and jumps: Evidence from Japan [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2013 (3).

Khan M., Watts R. L.. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism[J]. Journal of Accounting and Economics, 2009(2).

杨海燕,孙健,韦德洪.机构投资者独立性对代理成本的影响[J].证券市场导报,2012(1).

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).

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

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).

方军雄.信息公开、治理环境与媒体异化——基于IPO有偿沉默的初步发现[J].管理世界,2014(11).

许年行,江轩宇,伊志宏,徐信忠.分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险[J].经济研究,2012(7).

熊艳,李常青,魏志华.媒体报道与IPO定价效率:基于信息不对称与行为金融视角[J].世界经济,2014(5).

游家兴,吴静.沉默的螺旋:媒体情绪与资产误定价[J].经济研究,2012(7).

叶康涛,曹丰,王化成.内部控制信息披露能够降低股价崩盘风险吗?[J].金融研究,2015(2).

李培功,沈艺峰.媒体的公司治理作用:中国的经验证据[J].经济研究,2010(4).

作者单位:中南大学商学院,长沙410083