



**北京师范大学经济与工商管理学院  
工作论文（working paper）系列  
管理类 No. 11**

**朱松、徐浩峰、姚立杰：媒体关注、稳健会计政策与市场反应**

**2011年7月**

# 媒体关注、稳健会计政策与市场反应<sup>1</sup>

朱松<sup>2</sup> 徐浩峰<sup>3</sup> 姚立杰<sup>4</sup>

摘要：面对投机氛围浓厚以及信息中介传递偏差的局面，媒体在资本市场中发挥着何种作用受到越来越多的关注。本文研究发现：在发展中的中国资本市场，媒体关注容易造成更高的换手率，从而带来更强烈的市场反应，或者说媒体关注会起到放大企业信息的作用，这种效应对于不同盈亏状况、盈利变化以及不同产权情况都存在。也就是说，媒体在资本市场中发挥了重要作用，会严重影响投资者的财富水平。而稳健会计政策则可以抑制媒体关注导致的过度市场反应，表明会计政策能够显著影响市场投机行为，影响资本市场效率。

关键词：媒体关注、媒体效应、市场反应、稳健会计政策

中图分类号：F23、F27、F83

## 一、引言

随着对于公司治理机制的深入研究，学者以及监管机构越来越关注外部治理因素，即资本市场中介机构的作用。其中，媒体作为信息传递的重要途径，对于降低企业与利益相关者之间的信息不对称，发挥外部治理功能产生了重要影响（Miller, 2006; Dyck et al., 20008; Joe et al., 2009）。在成熟市场中，媒体可以通过影响经理人的声誉而实现其治理作用（Dyck et al., 2008; 郑志刚, 2007）。但是，由于资本市场完善程度、投资者构成以及理性程度的差异，媒体在我国发挥治理作用的条件不同于声誉机制。在我国，媒体关注引发了行政机构的介入，而行政机构的介入最终促使企业改正违规行为（李培功和沈艺峰, 2010）。面对投机氛围浓厚、新兴市场参与者成熟度不足以及信息中介传递偏差的局面（田萌, 2003; 唐俊, 2003; 谭慧, 2003），媒体在发展中的资本市场是否起到相反的作用，即加剧市场的波动呢？2007年末，“全聚德”、“金风科技”等一些中小板题材股的大幅上涨，引起了市场人士和监管部门的普遍担忧和高度重视。而市场普遍将大幅上涨的原因归结于基本面题材的过度渲染和大量散户投资者的买入（黄金滔, 2008）。媒体对于企业的报道是否会在信息披露过程中放大信息效用，甚至对投机和炒作行为推波助澜？会计报告政策能否在这一过程中发挥一定作用呢？本文试图对以上问题进行初步探讨。

采用 Fang and Peress (2009) 以媒体报道的绝对数量衡量媒体关注程度的方法，本文研究发现：在发展中的中国资本市场，媒体关注容易造成更高的换手率，从而带来更强烈的市场反应，或者说媒体关注会起到放大企业信息的作用，这种效应对于不同盈亏状况、盈利变化以及不同产权情况都存在。而稳健会计政策可以抑制媒体关注造成的过度市场反应。本文为媒体在资本市场中发挥的作用提供了另一角度的证据，丰富了关于媒体的研究成果。采用中国资本市场数据进行的研究反映了发展中的资本市场里媒体不完善的治理功能。另外，本文将会计稳健性引入到媒体效应的研究中，表明媒体效应也受到会计政策以及会计信息的影

<sup>1</sup> 本文为国家自然科学基金(70772017 和 71072089)的阶段性成果，同时受到广东省自然科学基金(10451027501004606)、广东省软科学(2011B070300122)的资助。

<sup>2</sup> 朱松：北京师范大学经济与工商管理学院讲师，博士。通信地址：北京市新街口外大街 19 号北京师范大学经济与工商管理学院，邮编：100875。电子邮件：zhusong@bnu.edu.cn。

<sup>3</sup> 徐浩峰：中山大学管理学院讲师，博士。通信地址：广州市新港西路 135 号中山大学管理学院，邮编：510275。电子邮件：tunsonytz10@hotmail.com。

<sup>4</sup> 姚立杰：北京交通大学经济管理学院讲师，博士。通信地址：北京交通大学经济管理学院会计系，邮编：100044。电子邮件：ljyao@bjtu.edu.cn。

响，为媒体方面的研究提供了更多参考。同时，本文也提供了会计稳健性对资产定价影响的经验证据，支持了有关会计稳健性定价的理论性研究成果。

本文第二部分为文献回顾，第三部分提出研究假设，第四部分为研究设计，实证分析在本文第五部分，第六部分对全文进行总结。

## 二、 文献回顾

出于对未来就业机会和薪酬的考虑，经理人往往十分重视自身的声誉。但是，机会主义动机往往促使经理人做出对投资者不利的决策。而媒体则可以通过影响经理人的声誉而实现其治理作用 (Dyck et al., 2008)，因为媒体的负面报道能够伤及经理人的声誉，媒体对于企业内部较差信息的披露会导致投资者的负面评价 (Joe et al., 2009)，因而经理人通常会积极应对媒体报道 (Joe et al., 2009)。媒体的存在，在一定程度上消除了通过提供虚假信息谋求私利的可能。较多的受到媒体关注能够改善企业的治理结构，有助于投资者利益保护 (Miller, 2006; Dyck et al., 2008; Joe et al., 2009)。实际上，媒体影响经理人声誉而实现其治理作用的原因在于媒体关注能够对股票价格产生重要影响。媒体关注较多的企业往往很多信息都已经被市场所了解，因此信息相对较为透明。Fang and Peress (2009) 发现与媒体高度披露的公司相比，没有媒体披露的公司有着更高的市场回报。因为对某些公司媒体披露程度的提高改善了投资者能够获得的信息质量，降低了进行交易的信息风险。而具有低分析师关注度、大量散户持股以及高股价波动率等信息风险较高的公司，将获得更高的无媒体关注溢价 (no-media premium)。因此，在其他因素不变的情况下，不论这些披露的信息是好是坏，被媒体密集披露的公司都会由于信息风险较低而有一个较低的预期回报。但是，媒体关注较多的企业一旦出现新的信息，那么这种信息会更加具有信息含量，导致更高的超额收益。而且，媒体关注除了具有治理作用，在治理环境较差的市场中，媒体往往发挥了相反的作用。Chen et al. (2009) 的研究表明，对上市公司的非正常媒体披露会显著夸大其定价偏差，也就是说，非正常媒体披露在投资者中间产生了很强的情绪效应及过度反应，从而导致公司的股票被错误定价。以上研究表明，媒体关注很容易造成企业披露新信息时，市场出现更加强烈的反应。而媒体对股票价格的影响则取决于投资者的交易特征以及投资者对媒体的关注。Merton (1987) 发现投资者仅会购买他们关注的股票，Lee (1992) 以及 Barber and Odean (2006) 认为在卖空限制下，投资者行为存在注意力集中现象；散户投资者的注意力是有限的，在卖空限制下，散户投资者很难卖空所关注的股票，仅能买入引起他们关注的股票。因此，吸引投资者关注的主要方式在于透过媒体曝光提高公司的可见度 (Merton, 1987)。Barber and Odean (2008) 发现新闻覆盖度较高的股票有较高个人投资者的净买入。可见，媒体关注实际上通过影响投资者行为，影响了企业股票的市场表现，从而对经理人的行为产生约束，发挥治理作用。

国内关于媒体的研究目前还不多。郑志刚 (2007) 对媒体的治理职能进行了文献回顾，认为媒体公司治理角色的实施途径是通过影响声誉实现的，主要存在以下三种：首先，媒体关注将促使政治家 (议员、政府官员等) 修改并有效实施公司法。其次，媒体关注将迫使公司董事 (经理人) 维持“好”的董事 (经理人) 声誉。最后，媒体关注将影响公司董事 (经理人) 的社会声誉和公众形象。李培功和沈艺峰 (2010) 的实证研究支持了媒体在完善中国公司治理水平、保护投资者权益方面的积极作用，他们发现随着媒体负面报道数量的增加，上市公司改正违规行为的概率也随之提高。媒体的性质、报道方式以及报道手法等也会对企业改正违规行为产生积极影响，而且其公司治理作用主要是通过引起行政机构介入违规公司的可能性，进而显著提高上市公司改正违规行为的概率来实现的。辛宇 (2010) 的研究也表明，媒体在股权分置改革中发挥着非常重要的治理作用。但是，贺建刚等 (2008) 通过对五

粮液公司2003年之后的关联交易和现金股利的追踪分析,发现媒体并没有起到抑制大股东掏空行为的作用,即在中国目前的市场结构下媒体还没有能够很好的发挥其治理作用。当然,媒体的公司治理作用往往需要通过大样本分析才能得到验证(Dyck et al., 2008; 李培功和沈艺峰, 2010)。

自1990年12月上海证券交易所成立起,“中国股市的发展史,特别是二级市场的运作史,就是一部庄家的史诗”(何晓晴, 2002)。大量的个人投资者与少数具有资金与信息双重优势的机构投资者并存的市场结构,诱发了机构投资者操纵股票价格以获利的动机(鲁桂华和陈晓, 2005)。媒体作为资本市场中独特的信息中介,是发挥了治理作用,还是扮演了其它角色呢?会计信息作为股票定价最重要的因素,其产生与报告对股票定价产生了重要影响。那么,激进与稳健的会计政策在这一过程发挥了什么样的作用?目前鲜有相关研究。

### 三、 研究假设

新闻媒体在中国资本市场中发挥了一定的治理作用,帮助投资者及时并更多地了解企业信息,起到降低信息不对称的作用。媒体披露程度的提高改善了投资者能够获得的信息质量,降低了进行交易的信息风险(李培功和沈艺峰, 2010)。Fang and Peress (2009)发现由于流动性限制(liquidity constraint)和投资者关注(investor cognition),市场会对低媒体关注度的公司进行风险补偿,进而在未来获得较高的月度回报。Tetlock (2007)研究发现,媒体关注会对公司股价造成短期冲击,冲击后证券价格滞后的1到5个交易日呈现超额收益反转现象。Shiller (2000)认为媒体的作用不单纯是向投资者传递重大经济事项,媒体积极地引起大众关注,将会过度强化股票价格对信息的反应;对于这种媒体信息的重复覆盖,交易者如果无法识别,将依据不具有新信息含量的重复信息进行交易,这将导致正反馈效应,亦即收益回报加强的趋势来自于媒体持续的披露。Cook et al. (2006)发现企业IPO时的媒体报道有99%是正面和积极的,而且大都是描述性的语句,而市场会根据大多数投资者的评价认定该报道消息的价值,而不是根据媒体的态度是否正面(Liu et al., 2008)。也就是说,媒体报道本身就会促使一定的价格变化,另外基于不同的好消息或者坏消息的关注,则会引起市场进一步的反应。徐永新和陈婵(2009)以中国证券报的“实力机构荐股精选”专栏进行分析发现,荐股日前1周到荐股日后1天的事件期间有显著的超额收益,而荐股日后的第2到5个交易日超额收益为负,表明了媒体荐股产生了正面市场的反应与事后的证券收益反转现象,并推测原因可能来自于资本市场存在大量的散户。

由于先验信念异质性(heterogeneous belief)的影响,投资者对公司存在不同程度的先验预期,因而定量盈余信息的披露加剧了意见分歧的程度(Hong and Stein, 2007)。媒体对于信息起到了传递与过滤的作用。而受到记者主观偏好与讨好社会大众的特性(Fang and Peress, 2009),经过媒体过滤的信息可能与信息的本源存在偏差,导致投资者意见分歧。Scheinkman and Xiong (2003)的模型指出,投资者对信息的解读差异程度(过度自信)上升时,将产生更大程度的信念分歧,导致股票价格中再出售期权价值(投机泡沫)上升。在我国大量散户参与、机构投资者频繁换手等市场投机氛围较浓厚的环境下,经过媒体过滤的信息可能与信息的本源存在偏差,大量的报道将提高投资者的意见分歧度,形成价格泡沫。

事实上,在法制环境相对不够完善,监管不到位的市场环境下,媒体关注以及媒体披露甚至会起到相反的作用。信息披露一方面取决于信息的发布主体,即企业。另一方面取决于信息的传递过程,即媒体的影响。当媒体没有对信息进行详细审核和鉴别就进行宣传,这无疑在一定程度上散播了“谣言”,反而对股票定价以及市场效率有所损害,而“谣言”会影响股票定价以及投资者的购买行为(Rose, 1951)。再加上分析师如果没有尽职调查分析就通过媒体进行宣传,那么就会进一步造成媒体关注导致更强烈的市场反应,而非较低的市场

预期<sup>5</sup>。这种媒体关注会在投资者中间产生了很强的情绪效应及过度反应，从而导致公司的股票被错误定价（Chen et al., 2009）。而且，很多报道以及个案研究发现投资中介以及机构投资者通过与上市公司大股东或者管理层合谋，利用媒体进行过度渲染，从而获得更高的市场收益。中国资本市场首例“操纵证券市场”案——汪建中荐股案，汪建中被指控“先买入再推荐”的行为涉嫌操纵证券市场罪，利用公司名字在“新浪网”、“搜狐网”、上海证券报、证券时报等媒介对外推荐该证券，人为影响证券交易价格并获取个人非法利益。也就是说，媒体披露也很可能在投资者中间产生很强的情绪效应，造成更强烈的市场反应。

另一方面，即使是媒体对上市公司的关注和信息披露是出于降低信息不对称和治理动机的，市场也会因为投资者和市场结构的不成熟和不完善产生更强烈的反应<sup>6</sup>。中国资本市场发展至今 20 年时间，股票市场制度的不规范和不完备，使得投资者的行为无法得到良好的监督与引导。市场投机倾向明显，投资者倾向于短期炒作，部分机构投资者甚至操纵市场价格走势。加上证券咨询机构不但没有起到完善股票市场信息传导机制和提高市场效率的作用，反而加剧了股票市场的信息不对称性，助长了中小投资者短期投机的倾向（田萌，2003；唐俊，2003；谭慧，2003）。“全聚德”、“金风科技”等一些中小板题材股的大幅上涨也是出于基本面题材的过度渲染和大量散户投资者买入所造成的（黄金滔，2008）。媒体对上市公司的关注和报道容易造成投机和利润追逐动机的投资者产生很强的情绪效应，造成更强烈的市场反应。对于盈利以及未预期盈利的公司市场反应更加正面和积极，出现更好的市场表现；而亏损或者未预期亏损的企业市场反应也更加强烈，容易导致更差的市场表现。

总之，从治理角度来讲，媒体关注会降低信息不对称程度，导致较低的预期收益。而从市场结构和环境来看，中国目前的媒体关注很可能会带来相反的情况，即媒体关注容易导致更强烈的市场反应。因此，本文假设：

**假设 1：媒体关注容易导致更强烈的市场反应。**

及时确认损失、不高估净资产和净利润的报告政策被视为一种稳健的做法，这种报告政策能够向债权人提供更加及时的信息，可以对契约违反情况做出更加及时的反应，从而提高债务契约效率，保护债权人的利益（Watts, 2003; Ahmed et al., 2002）。而且，稳健的会计政策能够向董事会提供及时的信号从而对投资项目进行调查（Watts, 2003），因此能够激励管理层尽可能避免投资 NPV 为负的项目（LaFond and Roychowdhury, 2008），从而降低现金流收益权与控制权的分离在管理层与股东之间产生代理问题。稳健会计政策不仅可以通过降低薪酬和盈余管理数额，从而降低社会非效率（Chen et al., 2007），也可以降低投资扭曲程度，提高资源配置的效率（Venugopalan, 2004）。因此，尽管稳健的会计盈余不能直接增加公司价值，但稳健的会计盈余可以对公司价值的损害发挥缓冲作用，从而有利于维护和保持公司价值。

Miller（1977）认为如果由于较高的卖空成本导致投资者不能进行卖空交易，那么股票价格就会反映出较为乐观的估值情况。Diether et al.（2002）也认为乐观的需求会进一步推高股票价格，导致股票被高估。而且，负面消息的不披露也会使得股票价格被高估。而稳健的会计系统则会导致更加有效的价格，尤其是卖空受到限制时（Diether et al., 2002）。强制的会计稳健性提供了一种避免泡沫和高估的方式，因为稳健原则提前确认了“坏消息”，降低了投资者的预期（Dierker, 2006）。中国资本市场在 2010 年以前是没有做空机制，容易出现泡沫和股票被高估的情况。加上投资者和市场结构的不成熟和不完善，非正常媒体披露以及正常的媒体关注都很容易在投资者中间产生很强的情绪效应，导致公司股票被错误定价（Chen et al., 2009；田萌，2003；唐俊，2003）。激进的会计政策由于对“坏消息”确认

<sup>5</sup> 例如 2011 年的中国宝安的石墨门事件。

<sup>6</sup> 中国上市公司的一系列食品安全问题，媒体的关注和报道导致企业股票市场大幅下跌，如双汇事件。

不及时，高估了企业的盈利能力，因此容易被市场炒作，从而产生更强烈的反应。换言之，稳健的会计政策提前确认了“坏消息”，会导致比完全披露情况下较低的预期股票价格（Dierker, 2006）。稳健原则由于存在不高估净资产和净利润的属性<sup>7</sup>，因此能够降低市场的强烈反应。因此，本文假设：

**假设2：稳健会计政策能够抑制媒体关注导致的市场的强烈反应。**

媒体往往更加关注企业的重大事件、盈利水平或者未预期盈余。在年度报告披露前后，媒体关注和报道较多的通常是企业的盈利水平以及未预期盈余。因此，盈利水平或者未预期盈利越高的企业更加容易受到媒体的关注。由于媒体的宣传效应，很容易造成基本面题材的过度渲染和大量散户投资者买入（黄金滔，2008）。加之投资者和市场结构的不完善，媒体关注会导致市场在对会计信息，尤其是对会计盈余的反应过度。因为信息往往被机构或者其他投机者所利用，加上投资者结构的不完善和逐利动机的驱使，在盈利水平或未预期盈余水平一定的情况下，更多的媒体关注往往会造成更强烈的市场反应。

盈利水平较高或者未预期盈余为正时，媒体关注会加强盈余与市场反应之间的正相关性；而盈利水平较差或者未预期盈余为负时，媒体关注会进一步打击市场，造成更差的市场反应。稳健的会计政策由于提前确认了“坏消息”，存在不高估净资产和净利润的属性，会导致比完全披露情况下较低的预期股票价格（Dierker, 2006），能够降低媒体过多关注造成的市场对未预期盈余的过度反应，即降低未预期盈余为正时媒体关注造成的市场反应。而在盈利能力较差或者未预期盈余为负的情况下，稳健的会计政策意味着比激进会计政策具有更多的未来成长空间（Ohlson, 2009; Easton, 2009），会降低未预期盈余为负给市场带来的负面影响。因此，本文假设：

**假设3：稳健会计政策能够进一步抑制媒体对未预期盈利的关注造成的市场的强烈反应。**

## 四、 研究设计

### （一） 模型设定

为了检验媒体关注效应以及稳健会计政策对媒体关注效应的影响，本文模型设定如下：

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 Media + \beta_2 Conserv \times Media + \beta_3 Media \times \Delta ROE + \beta_4 Conserv \times Median \times \Delta ROE + \beta_5 Conserv \times \Delta ROE + \beta_6 Conserv + \beta_7 \Delta ROE + \sum \beta_j Controls + \varepsilon \quad (1)$$

CAR 为年报披露日前后不同时间窗口下每个交易日的累计超额收益，即每个交易日作为观察值，而不是将每个公司年度的盈余公告为观察值<sup>8</sup>。Media 为媒体关注变量，Conserv 为会计稳健性指标， $\Delta ROE$  为企业盈利能力的变化。Conserv  $\times$  Media 表示稳健会计政策对

<sup>7</sup> 条件稳健性与非条件稳健性都存在这样的属性，即不高估净资产和净利润。

<sup>8</sup> 这是因为：（1）媒体影响具有一定的时效性，如果仅以年度作为观察，将没有办法观测到媒体具体的影响，因为以年度为事件窗期受到其他因素影响太多，将会抵消掉媒体对盈余信息披露的刺激效果。比如，投资中介以及机构投资者，所谓的“庄家”利用媒体进行大肆宣传，往往是集中在某一个时间段。前期通过这种方法会产生较高的超额收益，而等到“庄家”和机构派发完手中的筹码，中小流通股和散户接盘时，就会出现大幅下跌的情况。综合这个期间的收益往往不能体现出媒体炒作带来的超额收益，因此本文采用了每个交易日作为一个观察值，这样能够更好的反映出在媒体集中关注的几个交易日中某只股票产生的超额收益。（2）结合资本市场与会计信息的研究，目前许多研究侧重短期的情况在于这些因素的短期变化的特性具有研究意义，本文的研究窗期和现有探讨媒体与会计盈余披露的研究窗期非常类似于 Vega（2006）。（3）对于盈余披露的影响，若干学者采用微结构的方法进行日内的分时交易高频数据（Lee, 1992）。因此本文采用交易日作为观察值研究媒体的影响也许是一个适合的方式。

媒体效应的影响,  $Media \times \Delta ROE$  表示不同盈利水平下的媒体效应,  $Conserv \times Media \times \Delta ROE$  表示在不同盈利水平下稳健会计政策对媒体效应的影响,  $Controls$  为其他控制变量。根据假设, 本文预期: (1)  $\beta_1 > 0$ , 表明媒体关注会产生更强烈的市场反应; (2)  $\beta_2 < 0$ , 意味着稳健会计原则能够在一定程度上抑制市场对于媒体关注产生的强烈反应; (3)  $\beta_4 < 0$ , 表明稳健会计原则能够进一步遏制媒体对于盈利水平关注所造成的市场的强烈反应。

## (二) 变量定义

被解释变量为不同时间窗口下每个交易日的累计超额收益  $CAR$ 。其中,  $CAR_{30}$  为年报披露日前后各 30 个交易日的累计超额收益,  $CAR_{10}$  为前后各 10 个交易日,  $CAR_5$  为前后各 5 个交易日,  $CAR_3$  为前后各 3 个交易日,  $CAR_1$  为前后各 1 个交易日。其中超额收益 ( $AR$ ) 的计算使用 Fama-French (1993) 三因子模型计算。本文首先使用盈余披露日前第 130 个交易日至盈余披露日前 31 个交易日共 100 天的日数据估计模型因子载荷, 然后计算盈余披露前后不同时间窗口下每天的超额收益:

$$AR_{it} = r_{it} - \hat{\beta}_{MKT} r_{mt} - \hat{\beta}_{SMB,i} SMB_t - \hat{\beta}_{HML,i} HML_t \quad (2)$$

$AR_{it}$  是股票  $i$  在相对于盈余披露日第  $t$  天的超额收益,  $r_{mt}$  是市场报酬率在相对于盈余披露日第  $t$  天对无风险利率的溢价。  $\hat{\beta}_{MKT}$ 、  $\hat{\beta}_{SMB,i}$ 、  $\hat{\beta}_{HML,i}$  是根据 Fama-French 模型估计的因子载荷,  $SMB_t$  是市场上小股票对大股票的溢价,  $HML_t$  是高账面价值/市值比率股票对低账面价值/市值比率股票的溢价。为了避免超额收益计量误差的影响, 本文也采用了国内研究经常采用的指数调整超额收益计算方法, 即超额收益 ( $AR$ ) 等于个股当日收益率减去相应市场的指数收益率。为了减少异常值的影响, 本文对累计超额收益变量上下 1% 样本进行了截断处理 (winsorize)。

为了检验媒体关注造成的市场强烈反应, 本文也选择了不同时间窗口下的换手率。由于中国股市的多元股权结构的安排, 只有流通股在二级市场上交易, 因此换手率 (Turnover) 为股票交易量与流通股市值的比例。由于不同公司股票流通量以及活跃程度本身存在较大差异, 因为本文采用异常换手率 (AbnTurn) 来衡量媒体关注对交易的影响, 异常换手率 (AbnTurn) 为每只股票在研究窗口期间的平均换手率除以该股票在年报披露日前 130 天到前 31 天的平均换手率 (Premturn)<sup>9</sup>。通常情况下, 异常换手率越大意味着在研究期间市场过度反应的情况可能越严重。AbnTurn<sub>30</sub> 为年报披露日前后各 30 个交易日期间的异常换手率, AbnTurn<sub>10</sub>、AbnTurn<sub>5</sub>、AbnTurn<sub>3</sub> 和 AbnTurn<sub>1</sub> 分别为年报披露日前后各 10 个交易日、5 个交易日、3 个交易日和 1 个交易日期间的异常换手率。

关于媒体关注 (Media), 本文选择了 7 份报纸作为媒体的来源, 分别是《中国证券报》、《证券日报》、《证券时报》、《中国经营报》、《经济观察报》、《上海证券报》和《21 世纪经济报道》, 收集了前述 7 份报纸对样本公司在本文研究期间 (年报公布前后各 30 个交易日) 的报道, 数据来自《中国重要报纸全文数据库》。该数据库对这 7 份报纸内容的覆盖率超过 99%。使用“主题查询”对样本公司的全称及简称进行搜索<sup>10</sup>。本文采用 Fang and Peress (2009) 的做法, 以媒体报道的绝对数量为媒体关注程度的度量依据, 以事件期间样本公司每个交易日当日前述 7 份报纸的新闻报道作为度量样本公司该交易日的媒体关注程度 (Media)。即

<sup>9</sup> 采用年报披露日前-130 天到-30 天的平均换手率是为了进一步比较研究期间与非研究期间换手率的差异。

<sup>10</sup> 本文没有将网站和杂志作为媒体报道的来源, 主要原因有: 第一, 许多网络信息来自对报纸杂志的转载, 造成计算媒体曝光率的重复, 而分离这些信息是相当困难的; 第二, 虽然杂志报道更有深度, 但整体而言, 信息覆盖面较窄, 而且缺乏时效性。

事件期间媒体报道的绝对数量越高，媒体关注程度越高。为了减少异常值的影响，我们对媒体关注变量上下 1% 样本进行了截断处理。

关于稳健会计政策 (Conserv) 的衡量，本文采用 Ahmend and Duellaman (2007)、Xia and Zhu (2009) 基于累计应计项的稳健性指标。稳健会计会导致负的应计项，应计项负值越大，财务报告的稳健程度越高 (Givoly and Hayn, 2000; Ahmend and Duellaman, 2007; Qiang, 2007; Zhang, 2008)<sup>11</sup>。由于会计应计项存在反转的现象，所以本文采用三年的累计应计项 (Ahmend and Duellaman, 2007; Xia and Zhu, 2009)<sup>12</sup>。应计项 1 = (净利润 - 经营活动现金流量) / 期初总资产，累计应计项 1 = 3 年累计应计项 1。由于很多公司存在较大比例的非经常性项目，净利润受到非经常性损益的影响较大，因此，本文也采用非经常性损益前净利润计算应计项目。应计项 2 = (非经常性损益前净利润 - 经营活动现金流量) / 期初总资产，累计应计项 2 = 3 年累计应计项 2。为了解释方便，本文将三年累计应计项乘以 -1，Conserv 表示稳健程度。这一数值越大 (Conserv1、Conserv2)，则表明稳健程度越高 (Ahmend and Duellaman, 2007; Xia and Zhu, 2009)。为了减少异常值的影响，我们对稳健性变量上下 1% 样本进行了截断处理。为了避免单一指标的影响，在敏感性检验中，本文也采用了其他稳健性指标。

企业盈利能力的变化 ( $\Delta ROE$ ) 采用净资产收益率的变化表征<sup>13</sup>，即当年净利润/所有者权益 (ROE) 减去上年净利润/上年所有者权益 (PreROE)。为了减少异常值的影响，本文对盈利能力变化变量上下 1% 样本进行了截断处理。

其他控制变量 (Controls) 包括：流通股比例 (Liquid)、企业上市年限 (Age)、规模 (期末总资产自然对数 Size)、资本结构 (期末资产负债率, Lev)，当期审计意见 (OP, 1 表示非标审计意见，否则为 0)，是否四大事务所审计 (Big4, 1 表示审计师为四大，否则为 0) 以及行业因素 (Inds 采用证监会行业分类标准，剔除金融业，11 个哑变量表征 12 个行业)。本文也加入了股权特征的影响，如最终控制人控制权比例 (V, 投票权比例)，最终控制人性质 (State, 1 表示国有，否则为 0)。

### (三) 样本数据

市场收益数据来自于 CSMAR 数据库，财务数据来自于 Wind 和 CSMAR 数据库，最终控制人信息来自于上市公司年报，手工整理。

本文从 Wind 资讯中选出沪深两市披露 2005、2006 年年度报表公告日的数据的 1335 家公司，在从中选取有分析师预测每股收益平均值的样本公司 628 家<sup>14</sup>，每家公司选取盈余披露当日及其前后各 30 个交易日作为研究期间，因此每家样本公司有 61 个交易日的日交易数据，确定的研究样本有 86,985 个公司日观测值。剔除最终控制人数据缺失、审计意见和会计师事务所数据缺失的样本，最终为 74,559 个观测值。本文也对不同事件窗口的情况进行了检验，不同事件窗口下的样本量分别为：年报公布前后各 10 个交易日的样本为 26,191 个，

<sup>11</sup> 基于累计应计项衡量的稳健性体现了条件稳健性与非条件稳健性的总体效应，不仅仅涵盖了对于坏消息的提前确认 (条件稳健性)，还包括了研发支出费用化等非条件稳健性。文献中采用较多的 Basu 模型和 Cscore 都只是从条件稳健性方面进行的计量。当然，这种基于累计应计项的稳健性衡量指标也存在一定的误差，比如通过坏账和资产减值等进行的盈余管理。但是，存货减值和坏账计提等经营性应计项的变化在一定程度上也体现了稳健性 (条件稳健性)。只是这种计提在多大程度上是稳健的体现这比较难以衡量，数据处理上也难度。因此，本文采用了基于累计应计项的稳健性指标，也采用了市值/账面值比 (M/B) 比率以及 Cscore 都进行了敏感性测试，避免单一指标存在的计量误差。

<sup>12</sup> 三年累计应计项为前 2 年、前 1 年以及当期应计项计算的结果。

<sup>13</sup> 考虑到市场反应窗口研究都采用未预期盈余，本文也采用了这种度量指标。有研究发现在中国企业的年度报告披露之前往往市场会出现提前反应，即信息有提前泄露。因此采用未预期盈余在一定程度上是可以的。

<sup>14</sup> 剔除没有分析师预测的样本以降低由于分析师关注导致的市场价格的变化，即是否有分析师关注的企业的基本面差异导致的市场评价的差异。



年报公布前后各 5 个交易日的样本为 13,767 个，年报公布前后各 3 个交易日的样本为 8,771 个，年报公布前后各 1 个交易日的样本为 3,768 个。

## 五、 实证检验

### （一） 描述性统计

表 1 为各变量的描述性统计。年报披露前后各 30 个交易日窗口下样本公司的 CAR 平均为 9.2%<sup>15</sup>，随着窗口的减少样本的平均 CAR 逐渐降低，而年报披露前后各 1 个交易日窗口下样本公司的平均 CAR 仅为 0.5%。不同时间窗口下的异常换手率指标平均都在 2 左右，意味着研究期间的平均换手率是非样本期间的 2 倍，显示出较高的异常换手率。而且，随着年报披露日的接近，异常换手率进一步提高。每个交易日当天媒体关注程度 Media 平均值为 0.176，绝大部分样本缺少媒体关注问题。稳健性指标 Conserv1 和 Conserv2 均值都大于 0，意味着上市公司财务报告总体上是稳健的，但依旧有部分公司财务报告较为激进。而上市时间长度、负债率水平、资产规模、盈利能力变化以及公司治理方面也都存在一定差异，会影响财务报告披露时的市场反应。

表 1 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	25%	50%	75%
CAR30	74,559	0.092	0.231	-0.044	0.053	0.203
CAR10	26,191	0.051	0.135	-0.031	0.026	0.117
CAR5	13,767	0.034	0.101	-0.028	0.016	0.081
CAR3	8,771	0.024	0.084	-0.027	0.010	0.063
CAR1	3,768	0.005	0.059	-0.029	-0.000	0.035
AbnTurn30	74,559	2.051	1.660	1.066	1.644	2.497
AbnTurn10	26,191	2.075	1.700	1.092	1.662	2.505
AbnTurn5	13,767	2.124	1.788	1.114	1.693	2.566
AbnTurn3	8,771	2.168	1.818	1.129	1.737	2.623
AbnTurn1	3,768	2.193	1.773	1.167	1.773	2.653
Media	74,559	0.176	0.545	0	0	0
Conserv1	74,559	0.043	0.379	-0.079	0.015	0.102
Conserv2	74,559	0.053	0.381	-0.068	0.024	0.121
Liquid	74,559	0.466	0.159	0.368	0.461	0.573
Age	74,559	7.503	3.331	5.000	8.000	10.000
Lev	74,559	0.516	0.300	0.377	0.518	0.629
Size	74,559	21.654	1.040	20.937	21.599	22.250
△ROE	74,559	0.010	0.175	-0.018	0.003	0.024
V	74,559	41.710	15.405	29.080	41.860	53.350
State	74,559	0.738	0.440	0	1	1
OP	74,559	0.045	0.207	0	0	0
Big4	74,559	0.092	0.289	0	0	0

<sup>15</sup> 样本企业年报披露前后各 30 个交易日的 CAR 相对较高，可能的原因在于样本公司都是具有分析师关注的，市场反应相对较高。

注：CAR30、CAR10、CAR5、CAR3 和 CAR1 为年报披露日前后各 30 个交易日、前后各 10 个交易日、前后各 5 个交易日、前后各 3 个交易日以及前后各 1 个交易日的累计超额收益；AbnTurn30、AbnTurn10、AbnTurn5、AbnTurn3 和 AbnTurn1 分别为年报披露日前后各 30 个交易日、前后各 10 个交易日、5 个交易日、3 个交易日和 1 个交易日期间的异常换手率；Media 为媒体关注程度指标；Conserv1 和 Conserv2 为基于累计应计项的稳健性指标；Liquid 为流通股比例；Age 为上市年限；Lev 为总资产负债率；Size 为总资产自然对数； $\Delta$ ROE 为净资产收益率的变化；V 为最终控制人控制权比例；State 为最终控制人属性，1 表示国有最终控制，否则为 0；OP 为审计意见；Big4 为是否审计师为四大。

## （二）相关性检验

表 2 为不同时间窗口下的市场反应与媒体关注度之间的相关性检验。异常换手率（AbnTurn）与媒体关注（Media）在年报披露日前后各 30 个交易日、前后各 10 个交易日以及前后各 5 个交易日下都是显著正相关，而累计超额收益（CAR）与媒体关注（Media）之间在所有窗口下都是显著正相关的，说明媒体关注可能会造成更高的市场反应。

表 2 相关系数

		AbnTurn30	AbnTurn10	AbnTurn5	AbnTurn3	AbnTurn1
		Pearson	0.0241***	0.0346***	0.0257***	0.0137
Media	Spearman	0.0129***	0.0108*	0.0012	-0.0069	0.0305
		CAR30	CAR10	CAR5	CAR3	CAR1
	Pearson	0.0483***	0.0788***	0.0996***	0.0988***	0.0574***
	Spearman	0.0435***	0.0677***	0.0703***	0.0589***	0.0203

注：AbnTurn30、AbnTurn10、AbnTurn5、AbnTurn3 和 AbnTurn1 分别为年报披露日前后各 30 个交易日、前后各 10 个交易日、5 个交易日、3 个交易日和 1 个交易日期间的异常换手率；CAR30、CAR10、CAR5、CAR3 和 CAR1 为年报披露日前后各 30 个交易日、前后各 10 个交易日、前后各 5 个交易日、前后各 3 个交易日以及前后各 1 个交易日的累计超额收益；Media 为媒体关注程度指标。\*，\*\*，\*\*\*分别表示在 0.10，0.05 以及 0.01 水平上显著。

## （三）回归分析

媒体关注较多容易引发市场对于该股票的炒作，通常情况下以异常交易量以及换手率为代表。因此，本文首先对媒体关注（Media）对股票异常换手率（AbnTurn）的影响进行了分析，对不同时间窗口下的情况都进行了回归检验，结果见表 3。

表 3 媒体关注与异常换手率

变量	符号	AbnTurn30	AbnTurn10	AbnTurn5	AbnTurn3	AbnTurn1
Media	+	0.081***	0.098***	0.094***	0.093***	-0.019
		(6.04)	(5.07)	(3.61)	(2.76)	(-0.36)
MV	-	-0.072***	-0.094***	-0.098***	-0.102***	-0.088***
		(-12.07)	(-8.84)	(-6.44)	(-5.28)	(-2.97)
Liquid	-	-0.004***	-0.004***	-0.005***	-0.005***	-0.005***
		(-8.85)	(-5.01)	(-4.15)	(-3.23)	(-2.70)
$\Delta$ ROE	+	0.190***	0.197***	0.232***	0.137	-0.003
		(5.53)	(3.16)	(2.61)	(1.24)	(-0.02)
OP	+	0.047	0.333***	0.313***	0.263***	0.127
		(1.63)	(6.16)	(4.18)	(2.81)	(1.05)
Inds		控制	控制	控制	控制	控制

Obs.		74,559	26,191	13,767	8,771	3,768
R <sup>2</sup>		0.007	0.011	0.012	0.012	0.011

注：被解释变量 AbnTurn30、AbnTurn10、AbnTurn5、AbnTurn3 和 AbnTurn1 分别为年报披露日前后各 30 个交易日、前后各 10 个交易日、5 个交易日、3 个交易日和 1 个交易日期间的异常换手率；Media 为媒体关注程度指标；MV 为股票市值自然对数；Liquid 为流通股比例； $\Delta$ ROE 为净资产收益率的变化；OP 为审计意见；括号中为 White-t 统计量，考虑了异方差问题；\*，\*\*，\*\*\*分别表示在 0.10，0.05 以及 0.01 水平上显著。

股票流动市值越大，很难被大量交易和炒作，因此相应的换手率较低，表现在流通市值 MV 的系数显著为负。而流通股比例越低，投资者持有的股票越少，越容易产生异常换手的情况，Liquid 的系数显著为负说明了这一点。企业业绩变化 $\Delta$ ROE 的回归系数在大多数窗口下都显著为正，意味着未预期盈余会造成更高的异常换手率，因为投资者会基于企业盈利能力对未来进行判断，修正之前的预期，买卖手中的股票。非标意见意味着企业财务报告、信息披露或者持续经营出现某些问题，容易造成市场的波动，因此 OP 系数显著为正。

控制企业财务状况和流通特征等因素后，除了年报披露前后各 1 个交易日窗口以外<sup>16</sup>，其他时间窗口下，媒体关注变量 Media 的回归系数都显著为正，表明媒体关注程度与窗口期间每天的异常换手率之间显著正相关，即媒体关注程度越高，股票超额换手率越高，意味着市场炒作程度越高，这与已有研究结论一致（张铮和刘力，2006；徐浩峰，2009）。总之，表 3 的结果表明：越多的媒体关注容易造成股票交易的异常，可能更加容易产生强烈的、甚至是过度的市场反应。

而异常的换手率是否会造更加强烈的市场反应？媒体关注是否会造异常的股票收益呢？表 4 为基于年报披露日前后各 30 个交易日窗口每天的累计超额收益 CAR 与每天的媒体关注度以及稳健会计政策之间关系的回归结果。模型 1 检验了媒体关注的市场反应，模型 2 到模型 9 则是进一步关于稳健会计政策的影响。模型 2 到模型 5 为采用 Conserv1 的结果，模型 6 到模型 9 为采用 Conserv2 进行的敏感性检验。

<sup>16</sup> 年报披露前后各 1 个交易日窗口下 Media 的系数不显著可能的原因在于时间窗口太短，异常换手率变化的效应不明显。当然也可能是由于异常换手率为每只股票在研究窗口期间的平均换手率除以该股票在年报披露日前-130 天到-31 天的平均换手率（Premturn），研究事件期间与比较期间差异较大，可能造成异常换手率计量上的一些误差。

表 4 媒体关注、稳健会计政策与市场反应

变量	符号	Conserve1					Conserve2			
		模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8	模型 9
Media	+	0.020*** (11.24)	0.021*** (12.02)	0.021*** (11.57)	0.030*** (7.80)	0.015*** (10.83)	0.022*** (12.08)	0.021*** (11.70)	0.031*** (7.88)	0.015*** (10.82)
Conserv×Media	-		-0.010*** (-4.55)	-0.008*** (-4.11)	-0.013*** (-3.76)	0.001 (0.71)	-0.010*** (-4.79)	-0.009*** (-4.38)	-0.013*** (-3.92)	0.001 (0.86)
Media×△ROE	+			0.057*** (4.35)	0.104*** (3.67)	0.050*** (4.71)		0.047*** (3.76)	0.099*** (3.63)	0.048*** (4.82)
Conserv×Media×△ROE	-			-0.147*** (-4.55)	-0.162** (-2.30)	-0.176*** (-7.28)		-0.120*** (-3.21)	-0.138* (-1.80)	-0.200*** (-7.81)
Conserv×△ROE	?			0.040** (2.47)	0.074 (0.67)	0.104*** (7.10)		0.025 (1.17)	0.051 (0.37)	0.139*** (7.14)
Conserv	?		-0.012*** (-5.19)	-0.013*** (-5.33)	0.015** (2.39)	0.006*** (3.16)	-0.013*** (-5.50)	-0.013*** (-5.50)	0.015** (2.26)	0.004** (2.42)
△ROE	?	0.013*** (2.77)	0.015*** (3.12)	-0.002 (-0.21)	-0.092* (-1.95)	-0.006 (-0.92)	0.015*** (3.15)	0.004 (0.58)	-0.093** (-2.04)	-0.008 (-1.20)
AbnTurn	+	0.026*** (43.57)	0.026*** (43.48)	0.026*** (43.54)	0.023*** (14.24)	0.024*** (50.13)	0.026*** (43.47)	0.026*** (43.51)	0.023*** (14.23)	0.024*** (50.08)
Size	+	0.010*** (11.39)	0.012*** (12.83)	0.012*** (12.88)	-0.013*** (-4.21)	-0.022*** (-29.56)	0.012*** (12.98)	0.012*** (13.03)	-0.013*** (-4.14)	-0.022*** (-29.14)
Lev	+	0.017*** (6.53)	0.020*** (7.51)	0.021*** (7.83)	0.025** (2.56)	0.043*** (17.05)	0.019*** (7.23)	0.019*** (7.43)	0.026*** (2.77)	0.042*** (17.15)
Age	?	0.006***	0.006***	0.006***	0.003***	0.004***	0.006***	0.006***	0.003***	0.004***

		(24.55)	(24.34)	(24.19)	(3.38)	(19.08)	(24.38)	(24.26)	(3.50)	(18.95)
V	?	-0.000**	-0.000*	-0.000*	-0.001***	-0.000***	-0.000*	-0.000*	-0.001***	-0.000***
		(-2.08)	(-1.76)	(-1.83)	(-4.02)	(-8.26)	(-1.76)	(-1.84)	(-3.95)	(-8.34)
State	-	-0.021***	-0.022***	-0.021***	-0.010	-0.006***	-0.022***	-0.021***	-0.011	-0.006***
		(-10.26)	(-10.41)	(-10.38)	(-1.46)	(-3.72)	(-10.42)	(-10.37)	(-1.55)	(-3.55)
OP	?	0.052***	0.054***	0.053***	0.077***	0.003	0.053***	0.053***	0.077***	0.005
		(12.26)	(12.57)	(12.24)	(5.14)	(0.83)	(12.50)	(12.35)	(5.21)	(1.24)
Big4	?	-0.066***	-0.065***	-0.064***	-0.057***	-0.026***	-0.065***	-0.064***	-0.057***	-0.026***
		(-23.70)	(-23.07)	(-22.83)	(-7.46)	(-11.56)	(-23.07)	(-22.90)	(-7.51)	(-11.61)
Inds		Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
Obs.		74559	74559	74559	8829	74559	74559	74559	8829	74559
R <sup>2</sup>		0.079	0.080	0.081	0.109	0.095	0.081	0.081	0.108	0.095

注：被解释变量 CAR30 年报披露日前后各 30 个交易日的累计超额收益；Media 为媒体关注程度指标；Conserv1 和 Conserv2 为基于累计应计项的稳健性指标； $\Delta$ ROE 为净资产收益率的变化；AbnTurn30 为年报披露日前后各 30 个交易日的异常换手率；Age 为上市年限长度；Lev 为总资产负债率；Size 为总资产自然对数；V 为最终控制人控制权比例；State 为最终控制人属性，1 表示国有最终控制，否则为 0；OP 为审计意见；Big4 为是否四大为其审计师；Inds 为行业哑变量，采用证监会行业分类标准，剔除金融业，11 个哑变量表征 12 个行业。括号中为 white-t 统计量，考虑了异方差问题；\*，\*\*，\*\*\* 分别表示在 0.10，0.05 以及 0.01 水平上显著。

模型 1 检验了每天的媒体关注与每天的 CAR 之间的关系。Media 的系数在 0.01 水平上高度显著，表明由于存在媒体更多的曝光、过度宣传以及投资者利益追逐动机造成了市场的强烈反应。或者说，媒体效应会带来更高的市场收益，放大企业的各种信息作用。Media 系数意味着增加一篇媒体关注，就会导致该公司超额收益增加 0.021%。媒体关注对股票市场收益影响较大，这也反映了市场对于媒体信息的关注。假设 1 得到验证。可以看到，模型 1 中异常换手率 AbnTurn 的系数也高度显著为正，说明异常换手率容易产生较高的超额收益，可能是因为媒体关注造成投资者的大量介入，造成更高的交易量以及换手率，推动了股价上升，产生超额收益。

模型 2 和模型 6 加入了稳健会计政策对媒体效应的影响，Media 的系数依旧高度显著，支持了假设 1，增加一篇媒体关注会导致该公司超额收益大致增加 0.02%，媒体关注对股票市场收益影响较大。Conserv×Media 的回归系数也都至少在 0.05 水平上高度显著为负，即稳健会计政策能够降低媒体效应，抑制股票被高估的可能，从而缓解市场的过度反应。稳健程度提高 1%，会降低市场反应 1%，说明稳健会计政策能够在一定程度上抑制市场的强烈反映，有利于降低股票市场的波动。假设 2 得到验证。

模型 3 和模型 7 进一步检验了不同盈利水平下，媒体效应以及稳健会计政策对媒体效应的影响。Media 的回归系数依旧在 0.01 水平上显著为正，Conserv×Media 也显著为负，与之前结果一致，假设 1 和假设 2 进一步得到验证。Media× $\Delta$ ROE 的系数显著为正，意味着基于企业未预期盈余的媒体关注会导致未预期盈余与市场超额收益之间更高的相关度，即放大了盈余信息的市场反应，可能是由于不正常的信息披露，也可能是由于市场结构不合理以及中小投资者过度买入所造成的。而 Conserv×Media× $\Delta$ ROE 的回归系数在 0.01 水平上显著为负，表明稳健会计原则可以进一步降低这种媒体对于企业未预期盈余关注所造成的市场过度反应，即降低由于媒体更多的关注导致的未预期盈余与市场超额收益之间更高的相关度。假设 3 得到验证。

由于很多样本没有媒体关注，可能导致回归误差。因此，模型 4 和模型 8 剔除了没有媒体关注的样本，采用只有媒体关注的交易日样本回归。同样的，Media 的系数显著为正，Conserv×Media 的系数显著为负，Conserv×Media× $\Delta$ ROE 的系数显著为负，与全部样本结果一致，假设 1、假设 2 和假设 3 都进一步得到验证。

为了避免超额收益计算误差的影响，模型 5 和模型 9 采用指数调整超额收益计算方法，即超额收益 (AR) 等于个股当日收益率减去相应市场的指数收益率。Media 的系数显著为正，Conserv×Media 的系数为负但不显著，Conserv×Media× $\Delta$ ROE 的系数显著为负，与 Fama-French (1993) 三因子模型计算的累计超额收益回归基本相同，说明超额收益计算方法不同对本文结论影响不大。

本文也对年报披露日前后不同时间窗口下（前后各 10 个交易日、5 个交易日、3 个交易日和 1 个交易日的窗口）每天的累计超额收益 CAR 与媒体效应以及稳健会计政策之间的关系进行了检验，结果见表 5。Media 的系数在所有回归中都显著为正，即媒体关注与每天的 CAR 之间呈正相关关系。从 Media 的系数上来，在不同的时间窗口下，媒体关注程度的提高会带来企业不同的市场超额收益。Conserv×Media 的系数也都是显著为负的，也就是说稳健会计政策可以降低媒体放大的信息效应。Conserv×Media× $\Delta$ ROE 的回归系数在 0.01 水平上也基本都显著为负，表明稳健会计原则可以进一步降低媒体关注企业盈利造成的市场反应。总之，采用采用每天的媒体关注度对不同时间窗口下的市场反应进行的检验进一步支持了本文的 3 个假设。

表 5 不同时间窗口的检验

变量	符号	CAR10		CAR5		CAR3		CAR1	
		Conserv1	Conserv2	Conserv1	Conserv2	Conserv1	Conserv2	Conserv1	Conserv2
Media	+	0.017***	0.017***	0.015***	0.016***	0.011***	0.012***	0.005***	0.005***
		(11.40)	(11.45)	(11.01)	(11.07)	(7.49)	(7.55)	(2.80)	(2.82)
Conserv × Media	-	-0.011***	-0.011***	-0.011***	-0.012***	-0.008***	-0.008***	-0.002*	-0.002*
		(-7.05)	(-7.38)	(-7.01)	(-7.54)	(-5.12)	(-5.54)	(-1.77)	(-1.66)
Media × $\Delta$ ROE	+	0.040***	0.031***	0.039***	0.027***	0.027**	0.019*	0.014	0.008
		(3.87)	(3.15)	(3.64)	(2.68)	(2.31)	(1.75)	(1.12)	(0.73)
Conserv × Media × $\Delta$ ROE	-	-0.110***	-0.081***	-0.083***	-0.057**	-0.017	0.009	-0.046**	-0.043*
		(-4.69)	(-3.37)	(-3.99)	(-2.44)	(-0.77)	(0.40)	(-2.03)	(-1.75)
Conserv × $\Delta$ ROE	?	-0.051***	-0.090***	-0.126***	-0.207***	-0.091***	-0.158***	-0.017	-0.047*
		(-2.93)	(-3.80)	(-6.97)	(-8.60)	(-4.74)	(-6.13)	(-0.82)	(-1.69)
Conserv	?	0.007**	0.007**	0.014***	0.016***	0.012***	0.014***	0.005*	0.005**
		(2.30)	(2.36)	(4.07)	(4.78)	(3.74)	(4.25)	(1.94)	(1.97)
$\Delta$ ROE	?	0.039***	0.045***	0.037***	0.049***	0.018**	0.029***	0.004	0.010
		(4.98)	(5.61)	(4.68)	(6.05)	(2.11)	(3.31)	(0.42)	(1.04)
AbnTurn	+	0.016***	0.016***	0.012***	0.012***	0.009***	0.009***	0.005***	0.005***
		(26.46)	(26.48)	(18.78)	(18.89)	(14.06)	(14.18)	(7.05)	(7.03)
Size	+	0.004***	0.004***	0.002**	0.002*	0.004***	0.003***	0.003***	0.003***
		(4.67)	(4.61)	(2.19)	(1.88)	(3.46)	(3.25)	(3.00)	(2.97)
Lev	+	0.011***	0.011***	-0.003	-0.002	-0.009***	-0.008***	-0.008**	-0.008***
		(4.08)	(4.38)	(-1.16)	(-0.85)	(-2.90)	(-3.00)	(-2.25)	(-2.72)
Age	?	0.002***	0.002***	0.001***	0.001***	0.000	0.000*	0.000	0.000

		(7.82)	(7.97)	(2.83)	(3.08)	(1.59)	(1.71)	(1.27)	(1.31)
V	?	-0.000***	-0.000***	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000	0.000	0.000
		(-4.13)	(-4.09)	(-0.77)	(-0.65)	(-1.05)	(-0.99)	(1.48)	(1.50)
State	-	-0.014***	-0.015***	-0.014***	-0.015***	-0.018***	-0.018***	-0.010***	-0.010***
		(-6.97)	(-7.08)	(-6.94)	(-7.26)	(-7.94)	(-8.15)	(-4.42)	(-4.47)
OP	?	0.023***	0.023***	0.004	0.003	0.002	0.001	0.011**	0.011**
		(5.16)	(5.15)	(0.78)	(0.58)	(0.38)	(0.27)	(2.25)	(2.28)
Big4	?	-0.032***	-0.032***	-0.023***	-0.023***	-0.014***	-0.013***	-0.012***	-0.012***
		(-12.10)	(-12.12)	(-8.23)	(-8.19)	(-4.36)	(-4.29)	(-3.69)	(-3.70)
Inds		控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Obs.		26191	26191	13767	13767	8771	8771	3768	3768
R <sup>2</sup>		0.082	0.081	0.090	0.091	0.080	0.082	0.048	0.048

注：被解释变量 CAR10、CAR5、CAR3 和 CAR1 为年报披露日前后各 10 个交易日、前后各 5 个交易日、前后各 3 个交易日以及前后各 1 个交易日的累计超额收益；Media 为媒体关注程度指标；Conserv1 和 Conserv2 为基于累计应计项的稳健性指标； $\Delta$  ROE 为净资产收益率的变化；AbnTurn10、AbnTurn5、AbnTurn3 和 AbnTurn1 分别为年报披露日前后各 10 个交易日、5 个交易日、3 个交易日和 1 个交易日期间的异常换手率；Age 为上市年限长度；Lev 为总资产负债率；Size 为总资产自然对数；V 为最终控制人控制权比例；State 为最终控制人属性，1 表示国有最终控制，否则为 0；OP 为审计意见；Big4 为是否四大为其审计师；Inds 为行业哑变量，采用证监会行业分类标准，剔除金融业，11 个哑变量表征 12 个行业。括号中为 white-t 统计量，考虑了异方差问题；\*，\*\*，\*\*\* 分别表示在 0.10，0.05 以及 0.01 水平上显著。



#### (四) 不同盈亏情况的媒体效应与稳健会计政策

表 6 区分了不同盈利变化（未预期盈余），采用年报披露日前后各 30 个交易日窗口对媒体效应以及稳健政策进行了进一步检验<sup>17</sup>。前 2 列为盈利变化 $\Delta ROE$  大于 0 的结果，后 2 列为盈利变化 $\Delta ROE$  小于 0 的结果，并分别采用两种稳健性指标进行检验。

表 6 媒体关注、稳健会计政策与市场反应——不同盈利变化情况

变量	$\Delta ROE > 0$		$\Delta ROE < 0$	
	Conserv1	Conserv2	Conserv1	Conserv2
Media	0.039***	0.038***	-0.012***	-0.012***
	(15.00)	(14.89)	(-4.11)	(-4.15)
Conserv $\times$ Media	-0.002*	-0.001	-0.036***	-0.033***
	(-1.70)	(-0.25)	(-9.41)	(-9.09)
Media $\times$ $\Delta ROE$	0.008	0.025	-0.084***	-0.096***
	(0.35)	(1.28)	(-3.94)	(-4.61)
Conserv $\times$ Media $\times$ $\Delta ROE$	-0.303***	-0.459***	0.076**	0.136***
	(-5.99)	(-6.93)	(2.03)	(3.50)
Conserv $\times$ $\Delta ROE$	-0.218***	-0.189***	0.291***	0.332***
	(-7.69)	(-5.50)	(10.02)	(9.14)
Conserv	-0.019***	-0.019***	0.060***	0.055***
	(-6.82)	(-6.62)	(8.27)	(7.62)
$\Delta ROE$	0.141***	0.131***	-0.191***	-0.196***
	(11.81)	(10.18)	(-15.29)	(-15.54)
AbnTurn	0.025***	0.025***	0.028***	0.028***
	(30.36)	(30.17)	(32.96)	(32.91)
Size	0.014***	0.015***	0.008***	0.009***
	(10.16)	(11.20)	(5.74)	(6.42)
Lev	0.042***	0.026***	0.005	-0.004
	(7.17)	(4.82)	(1.33)	(-1.18)
Age	0.005***	0.005***	0.007***	0.007***
	(13.15)	(13.63)	(17.51)	(17.37)
V	-0.000***	-0.000***	-0.000	-0.000
	(-2.71)	(-2.81)	(-0.01)	(-0.24)
State	-0.026***	-0.026***	-0.012***	-0.010***
	(-9.21)	(-9.45)	(-3.67)	(-3.25)
OP	0.047***	0.038***	0.015**	0.014**
	(6.69)	(5.37)	(2.32)	(2.14)
Big4	-0.042***	-0.044***	-0.088***	-0.090***
	(-11.06)	(-11.66)	(-21.13)	(-21.80)
Inds	控制	控制	控制	控制
Obs.	42,325	42,325	32,234	32,234

<sup>17</sup> 采用短期时间窗口结果基本一致。

R <sup>2</sup>	0.098	0.098	0.101	0.101
----------------	-------	-------	-------	-------

注：被解释变量 CAR30 为年报披露日前后各 30 个交易日的累计超额收益；Media 为媒体关注程度指标；Conserv1 和 Conserv2 为基于累计应计项的稳健性指标； $\Delta$ ROE 为净资产收益率的变化；AbnTurn30 为年报披露日前后各 30 个交易日的异常换手率；Age 为上市年限；Lev 为总资产负债率；Size 为总资产自然对数；V 为最终控制人控制权比例；State 为最终控制人属性，1 表示国有最终控制，否则为 0；OP 为审计意见；Big4 为是否四大为其审计师；Inds 为行业哑变量，采用证监会行业分类标准，剔除金融业，11 个哑变量表征 12 个行业。括号中为 White-t 统计量，考虑了异方差问题；\*，\*\*，\*\*\* 分别表示在 0.10，0.05 以及 0.01 水平上显著。

对于  $\Delta$ ROE > 0，即好消息的企业来讲，存在非常明显的媒体效应，Media 的系数都高度显著为正，即非预期盈余为正（Naive 模型中上一期的盈余为当期盈余预期值）的企业的媒体报道，市场反应更加强烈。而稳健原则可以降低这种市场过度反应，表现在 Conserv $\times$ Media 的系数为负，与之前一致。Conserv $\times$ Media $\times$  $\Delta$ ROE 的系数也都显著为负，意味着市场可能对媒体基于企业盈利能力的报道反应过度，但稳健会计原则可以进一步降低由于媒体更多关注导致的未预期盈余与市场超额收益之间更高的相关度。

但是，对于非预期盈余为负（ $\Delta$ ROE < 0）的企业，媒体关注与 CAR 之间显著负相关，可能的原因是企业出现盈利未达到市场预期，而媒体的报道放大了这种未预期盈利下降的效果（Media $\times$  $\Delta$ ROE 显著为负的系数也说明了这一问题），导致媒体关注与 CAR 之间显著负相关，说明媒体关注会进一步降低非预期盈余为负的企业市场收益。而 Conserv $\times$ Media $\times$  $\Delta$ ROE 高度显著为正的回归系数说明，稳健原则也会进一步降低这种联系。

当然，可能也存在市场不看非预期盈余，而重点关注企业当期盈亏情况，因为在中国股票市场中存在连续 3 年亏损需要 ST 以及退市的规定，投资者以及投机者会利用是否盈亏进行投机，而并非看重企业的非预期盈余。因此，表 7 列示了不同盈亏情况下，媒体效应以及稳健政策对市场超额收益的影响。前 2 列为盈利公司的情况，后 2 列为亏损公司的结果，采用两种稳健性指标都进行了检验。

表 7 媒体关注、稳健会计政策与市场反应—不同盈亏情况

变量	盈利公司		亏损公司	
	Conserv1	Conserv2	Conserv1	Conserv2
Media	0.018***	0.018***	0.056***	0.049***
	(9.80)	(9.79)	(2.97)	(2.68)
Conserv $\times$ Media	-0.004*	-0.002	-0.173**	-0.114*
	(-1.79)	(-1.22)	(-2.25)	(-1.74)
Media $\times$ $\Delta$ ROE	0.090***	0.097***	0.043	0.017
	(4.37)	(5.03)	(1.09)	(0.44)
Conserv $\times$ Media $\times$ $\Delta$ ROE	-0.304***	-0.423***	-0.111	0.049
	(-6.81)	(-7.12)	(-0.82)	(0.39)
Conserv $\times$ $\Delta$ ROE	-0.084***	-0.089***	0.193***	0.114*
	(-4.49)	(-3.49)	(3.44)	(1.74)
Conserv	-0.017***	-0.017***	0.239***	0.214***
	(-7.21)	(-7.27)	(7.70)	(7.40)
$\Delta$ ROE	0.115***	0.109***	-0.039**	-0.029*
	(11.37)	(10.22)	(-2.51)	(-1.80)
AbnTurn	0.026***	0.026***	0.031***	0.032***

		(42.52)	(42.54)	(11.97)	(12.13)
Size		0.016***	0.016***	-0.011***	-0.010**
		(16.35)	(16.20)	(-2.76)	(-2.52)
Lev		0.006*	0.007**	-0.048***	-0.054***
		(1.91)	(2.57)	(-5.25)	(-5.63)
Age		0.006***	0.006***	-0.003**	-0.003**
		(23.25)	(23.71)	(-2.15)	(-2.30)
V		-0.000	-0.000	-0.002***	-0.002***
		(-1.44)	(-1.34)	(-8.91)	(-8.88)
State		-0.028***	-0.028***	0.070***	0.069***
		(-12.92)	(-13.05)	(7.43)	(7.32)
OP		0.034***	0.031***	-0.037***	-0.034***
		(5.86)	(5.27)	(-4.23)	(-3.96)
Big4		-0.074***	-0.074***	0.074***	0.071***
		(-26.49)	(-26.50)	(4.81)	(4.59)
Inds		控制	控制	控制	控制
Obs.		69359	69359	5200	5200
R <sup>2</sup>		0.093	0.093	0.128	0.127

注：被解释变量为 CAR30 年报披露日前后各 30 个交易日的累计超额收益；Media 为媒体关注程度指标；Conserv1 和 Conserv2 为基于累计应计项的稳健性指标； $\Delta$ ROE 为净资产收益率的变化；AbnTurn30 为年报披露日前后各 30 个交易日的异常换手率；Age 为上市年限；Lev 为总资产负债率；Size 为总资产自然对数；V 为最终控制人控制权比例；State 为最终控制人属性，1 表示国有最终控制，否则为 0；OP 为审计意见；Big4 为是否四大为其审计师；Inds 为行业哑变量，采用证监会行业分类标准，剔除金融业，11 个哑变量表征 12 个行业。括号中为 White-t 统计量，考虑了异方差问题；\*，\*\*，\*\*\*分别表示在 0.10，0.05 以及 0.01 水平上显著。

对于盈利公司而言，媒体关注可以进一步提高市场超额收益，因为存在媒体的放大作用，对盈利有了进一步的放大，表现在媒体关注指标 Media 的系数都显著为正。而稳健原则可以降低这种放大效应，表现在  $\text{Conserv} \times \text{Media}$  为负的回归系数。而  $\text{Conserv} \times \text{Media} \times \Delta \text{ROE}$  的系数也依旧显著为负，说明稳健原则可以进一步降低媒体关于预期盈余的放大效应。

对于亏损公司来讲，媒体关注也能够提高市场超额收益，因为这类公司可能存在着“大洗澡”等盈余管理行为，为下一年的盈利奠定基础，或者存在非预期盈余为正的情况，因此 Media 的系数显著为正<sup>18</sup>。而稳健原则依旧能够发挥降低投机的作用，表现在交叉变量  $\text{Conserv} \times \text{Media}$  的系数显著为负。而亏损公司的  $\text{Conserv} \times \text{Media} \times \Delta \text{ROE}$  却不显著，说明亏损公司稳健会计政策的影响并不明显。

综上所述，虽然有可能企业或者投机者（机构）通过媒体宣传等方式过度放大企业的非预期盈利变化，或者直接对是否盈亏进行投机，但是总体上媒体都会放大信息效用，不同的会计政策对这种投机行为会产生不同影响。基于盈余变化以及企业盈利状态的回归结果与之前基本一致，假设 1、假设 2 和假设 3 都得到进一步验证。

#### （五）不同产权性质下的媒体效应与稳健政策

相对于民营企业而言，国有企业管理层的政治敏感度更高（Xia 和 Zhu，2009），会更加重视媒体效应，尤其是出现某些负面消息时。再加上国有上市公司和民营上市公司在资源获取上存在差异（陈运森和朱松，2009），民营企业可能更需要通过市场运作得到进一步融

<sup>18</sup> 亏损公司中有一部分可能是采用“洗大澡”的方式进行利润操纵，也有可能是实际的亏损。本文在此处没有对样本进行严格的区分，结论可能存在一定的偏差。

资。因此，表 8 对国有上市公司和非国有上市公司分别进行了检验。前 2 列为国有样本的结果，后 2 列为民营样本的结果，并分别采用两种稳健性指标进行了检验。

表 8 媒体关注、稳健会计政策与市场反应——不同产权性质

变量	State=1		State=0	
	Conserv1	Conserv2	Conserv1	Conserv2
Media	0.023***	0.023***	0.019***	0.022***
	(11.49)	(11.52)	(5.04)	(5.68)
Conserv×Media	-0.007***	-0.007***	-0.081***	-0.109***
	(-3.55)	(-3.57)	(-5.05)	(-6.56)
Media×△ROE	0.103***	0.100***	-0.012	-0.033*
	(5.22)	(5.26)	(-0.71)	(-1.82)
Conserv×Media×△ROE	-0.112***	-0.098**	-0.054	0.087
	(-2.67)	(-2.34)	(-1.27)	(1.15)
Conserv×△ROE	-0.185***	-0.143***	0.130***	0.189***
	(-6.75)	(-4.27)	(6.17)	(7.16)
Conserv	-0.009***	-0.011***	0.066***	0.061***
	(-3.64)	(-4.34)	(7.86)	(7.15)
△ROE	0.023**	0.007	-0.010	-0.017
	(2.10)	(0.60)	(-0.93)	(-1.54)
AbnTurn	0.025***	0.025***	0.026***	0.026***
	(37.35)	(37.24)	(22.03)	(22.04)
Size	-0.001	0.000	0.039***	0.040***
	(-0.70)	(0.08)	(18.72)	(19.30)
Lev	0.080***	0.073***	0.002	0.004
	(13.61)	(12.55)	(0.58)	(1.20)
Age	0.004***	0.004***	0.012***	0.011***
	(13.56)	(13.56)	(21.72)	(21.66)
V	-0.000***	-0.000***	0.001***	0.001***
	(-3.42)	(-3.54)	(8.42)	(8.26)
OP	0.062***	0.057***	0.033***	0.037***
	(10.92)	(10.06)	(4.57)	(5.24)
Big4	-0.036***	-0.037***	-0.125***	-0.125***
	(-11.50)	(-12.01)	(-17.22)	(-17.20)
Inds	控制	控制	控制	控制
Obs.	55021	55021	19538	19538
R <sup>2</sup>	0.085	0.084	0.146	0.147

注：被解释变量为 CAR30 年报披露日前后各 30 个交易日的累计超额收益；Media 为媒体关注程度指标；Conserv1 和 Conserv2 为基于累计应计项的稳健性指标；△ROE 为净资产收益率的变化；AbnTurn30 为年报披露日前后各 30 个交易日的异常换手率；Age 为上市年限；Lev 为总资产负债率；Size 为总资产自然对数；V 为最终控制人控制权比例；State 为最终控制人属性，1 表示国有最终控制，否则为 0；OP 为审计意见；Big4 为是否四大为其审计师；Inds 为行业哑变量，采用证监会行业分类标准，剔除金融业，11 个哑变量表征 12 个行业。括号中为 White-t 统计量，考虑了异方差问题；\*，\*\*，\*\*\* 分别表示在 0.10，0.05 以及 0.01 水平上显著。

对于国有控制的上市公司而言，媒体关注可以进一步提高市场超额收益，表现为 **Media** 的系数都高度显著为正。而 **Conserv**×**Media** 的系数显著为负，表明稳健原则可以降低这种夸大效应。而 **Conserv**×**Media**× $\Delta$ **ROE** 的系数也依旧显著为负，说明稳健原则可以进一步降低媒体关于预期盈余的放大效应。

对于非国有上市公司而言，在每天的媒体关注指标回归中，**Media** 显著为正，与预期一致。稳健原则依旧能够发挥降低投机的作用，**Conserv**×**Media** 的系数都显著为负。而 **Conserv**×**Media**× $\Delta$ **ROE** 的系数不显著，对非国有企业稳健会计政策的影响并不明显。

因此，虽然国有上市公司和非国有上市公司存在管理层政治敏感度不同，资源优势不同，可能造成不同企业通过与投机者合谋，进行市场投机从而获得资金。但总体而言，媒体会放大企业的信息作用，而稳健性则可以降低这种投机行为。

### （六）内生性

媒体对于企业的关注可能是基于企业特定的信息，如盈余的变化、分析师的关注或者利润分配等问题，因此媒体关注取决于企业的某些特征，而这些特征在一定程度上造成了市场更高的反应，即媒体关注存在内生性。而内生性在很多研究中都存在，目前学术界对于内生性的解决通常采用工具变量、面板数据模型以及联立方程。由于选择合适的工具变量很难，本文的数据也只有 2 年，因此为了解决内生性问题，本文采用了联立方程模型。模型设定如下：

$$CAR = \alpha + \alpha_1 Media + \alpha_2 Conserv \times Media + \alpha_3 Media \times \Delta ROE + \alpha_4 Conserv \times Median \times \Delta ROE + \alpha_5 Conserv \times \Delta ROE + \alpha_6 Conserv + \alpha_7 \Delta ROE + \alpha_7 Abturn + \varepsilon \quad (3)$$

$$Coverage = \beta + \beta_1 Conserv + \beta_2 \Delta ROE + \beta_3 Size + \beta_4 Lev + \beta_5 Age + \beta_6 V + \beta_7 State + \beta_8 Big4 + \beta_9 OP + \sum \beta_j Inds + \varepsilon \quad (4)$$

模型（3）为媒体关注以及稳健会计政策的市场反应模型，模型（4）为媒体关注的影响因素模型<sup>19</sup>。表 9 为采用年报披露前后各 30 个交易日，基于以上联立方程对媒体关注与稳健会计政策的市场反应进行的回归结果，分别采用以上两种稳健指标回归。

表 9 媒体关注、稳健会计政策与市场反应—内生性

	Conserv1		Conserv2	
	CAR	Media	CAR	Media
Media	0.068		0.070	
	(8.43)***		(8.60)***	
Conserv×Media	-0.016		-0.015	
	(-5.53)***		(-5.04)***	
Media× $\Delta$ ROE	0.068		0.055	
	(5.82)***		(4.73)***	
Conserv×Media× $\Delta$ ROE	-0.164		-0.127	
	(-5.09)***		(-3.36)***	

<sup>19</sup> 模型（4）中仅包括了企业基本面特征、盈利水平、审计特征以及股权结构特征，其他特征并没有全部包括在该模型中，如企业是否有并购、股利政策等因素并没有包括在内。原因在于，该模型的研究完全可以作为一篇独立的文章进行深入探讨，本文对媒体关注影响因素的分析只是为了降低该指标的内生性问题。另一方面，在样本选择中，本文已经剔除了没有分析师预测的样本，降低了分析师的影响。而且在分析中采用了不同时间窗口下的 CAR 在一定程度上降低其他事件的影响。由于模型（4）设定上可能忽略了某些重要因素，因此造成本文结论可能存在一定的偏误。

Conserv × $\Delta$ ROE		0.012		-0.009	
		(0.74)		(-0.42)	
Conserv		-0.004	0.084	-0.007	0.081
		(-1.65)*	(15.20)***	(-2.69)***	(14.90)***
$\Delta$ ROE		0.025	0.023	0.031	0.023
		(3.57)***	(2.10)**	(4.32)***	(2.06)**
AbnTurn		0.027		0.026	
		(53.11)***		(53.08)***	
Size			0.105		0.104
			(46.71)***		(46.52)***
Lev			-0.041		-0.035
			(-5.76)***		(-4.97)***
Age			0.003		0.003
			(4.78)***		(4.81)***
V			0.001		0.001
			(1.74)*		(1.76)*
State			-0.018		-0.018
			(-3.87)***		(-3.91)***
OP			0.017		0.021
			(1.78)*		(2.14)**
Big4			-0.014		-0.014
			(-2.00)**		(-2.02)**
Inds			Control		Control
Obs.		74559	74559	74559	74559
R <sup>2</sup>		0.0306	0.0508	0.0295	0.0506

注：被解释变量为 CAR30 年报披露日前后各 30 个交易日的累计超额收益；Media 为媒体关注程度指标；Conserv1 和 Conserv2 为基于累计应计项的稳健性指标； $\Delta$ ROE 为净资产收益率的变化；AbnTurn30 为年报披露日前后各 30 个交易日的异常换手率；Age 为上市年限；Lev 为总资产负债率；Size 为总资产自然对数；V 为最终控制人控制权比例；State 为最终控制人属性，1 表示国有最终控制，否则为 0；OP 为审计意见；Big4 为是否四大为其审计师；Inds 为行业哑变量，采用证监会行业分类标准，剔除金融业，11 个哑变量表征 12 个行业。括号中为 White-t 统计量，考虑了异方差问题；\*，\*\*，\*\*\*分别表示在 0.10，0.05 以及 0.01 水平上显著。

从模型 4 的回归结果来看，企业基本面信息在很大程度上影响到企业被媒体关注的程度，盈利能力超预期、大型企业、负债率较低、被出具非标意见的公司往往很容易受到媒体的关注，甚至会计报告政策较为稳健的企业也很容易被媒体所关注。这种关注容易导致媒体对企业更多的报道，从而影响市场反应。模型 3 的回归结果显示，不论是采用哪种稳健性计量指标，Media 的系数依旧高度显著为正，Conserv × Media 的系数显著为负，Conserv × Media ×  $\Delta$ ROE 的系数也依旧显著为负，与之前的结果都一致，都支持了本文的假设。

### （七）其他媒体关注指标

由于市场对于信息的披露以及消化可能存在一定的滞后，因此本文也采用累计媒体披露度（CumMedia）替换当天的媒体关注度，累计媒体关注度是从事件窗口日开始到交易日的累计媒体报道次数，定义如下：

$$CumMedia_i = \sum_{t=d1}^{d2} Coverage_{i,t}$$

其中 Coverage 为每个交易日的媒体关注程度，累计媒体披露度与累计超额市场反应的回归结果见表 10<sup>20</sup>。

表 10 累计媒体关注度与累计超额市场收益

变量	CAR30	CAR10	CAR5	CAR3	CAR1
CumMedia	0.006*** (16.16)	0.008*** (13.97)	0.009*** (11.20)	0.009*** (7.89)	0.005*** (3.26)
Conserv×CumMedia	-0.003*** (-13.00)	-0.005*** (-13.31)	-0.006*** (-11.44)	-0.005*** (-7.05)	-0.002*** (-3.63)
CumMedia×△ROE	0.030*** (7.69)	0.038*** (8.74)	0.049*** (6.14)	0.029*** (2.91)	0.013 (1.12)
Conserv CumMedia×△ROE	-0.034*** (-4.91)	-0.052*** (-6.84)	-0.097*** (-6.54)	-0.024 (-1.31)	-0.044** (-2.35)
Conserv×△ROE	0.072*** (4.30)	-0.035** (-2.01)	-0.113*** (-6.21)	-0.089*** (-4.63)	-0.018 (-0.85)
Conserv	-0.001 (-0.34)	0.010*** (3.98)	0.013*** (4.55)	0.010*** (3.65)	0.005** (2.27)
△ROE	0.033*** (4.42)	0.022*** (2.76)	0.029*** (3.67)	0.017** (1.96)	0.004 (0.44)
AbnTurn	0.025*** (43.48)	0.016*** (26.59)	0.012*** (18.91)	0.009*** (14.21)	0.005*** (7.06)
Size	0.010*** (11.19)	0.004*** (4.40)	0.002** (2.44)	0.003*** (3.44)	0.003*** (3.06)
Lev	0.020*** (7.80)	0.011*** (4.16)	-0.002 (-0.87)	-0.008*** (-2.69)	-0.008** (-2.30)
Age	0.006*** (23.39)	0.002*** (7.59)	0.001*** (2.74)	0.000 (1.62)	0.000 (1.26)
V	-0.000** (-2.54)	-0.000*** (-4.30)	-0.000 (-0.80)	-0.000 (-0.96)	0.000 (1.56)
State	-0.021*** (-10.15)	-0.014*** (-6.71)	-0.014*** (-6.98)	-0.018*** (-7.96)	-0.010*** (-4.45)
OP	0.052*** (11.92)	0.021*** (4.66)	0.003 (0.61)	0.001 (0.29)	0.011** (2.25)
Big4	-0.063*** (-22.44)	-0.032*** (-11.82)	-0.023*** (-8.17)	-0.014*** (-4.49)	-0.012*** (-3.75)
Inds	控制	控制	控制	控制	控制

<sup>20</sup> 表 10 采用的是 Conserv1 表征稳健性，Conserv2 的结果基本相同。简洁起见未列入正文。

Obs.	74,559	26,191	13,767	8,771	3,768
R <sup>2</sup>	0.086	0.087	0.091	0.081	0.049

注：被解释变量 CAR30、CAR10、CAR5、CAR3 和 CAR1 为年报披露日前后各 30 个交易日、前后各 10 个交易日、前后各 5 个交易日、前后各 3 个交易日以及前后各 1 个交易日的累计超额收益；CumMedia 为累计媒体关注程度指标；Conserv1 和 Conserv2 为基于累计应计项的稳健性指标； $\Delta$  ROE 为净资产收益率的变化；AbnTurn30、AbnTurn10、AbnTurn5、AbnTurn3 和 AbnTurn1 分别为年报披露日前后各 30 个交易日、前后各 10 个交易日、5 个交易日、3 个交易日和 1 个交易日期间的异常换手率；Age 为上市年限长度；Lev 为总资产负债率；Size 为总资产自然对数；V 为最终控制人控制权比例；State 为最终控制人属性，1 表示国有最终控制，否则为 0；OP 为审计意见；Big4 为是否四大为其审计师；Inds 为行业哑变量，采用证监会行业分类标准，剔除金融业，11 个哑变量表征 12 个行业。括号中为 white-t 统计量，考虑了异方差问题；\*，\*\*，\*\*\*分别表示在 0.10，0.05 以及 0.01 水平上显著。

不同时间窗口下，累计媒体关注度 CumMedia 的系数都显著为正，Conserv $\times$ CumMedia 的系数显著为负，Conserv $\times$ CumMedia $\times$  $\Delta$ ROE 的系数也都显著为负（除前后 3 个交易日窗口外），本文的假设 1、假设 2 和假设 3 都得到验证<sup>21</sup>。即媒体关注容易造成更强烈的市场反应，媒体关注会起到放大企业信息的作用，而稳健会计政策则可以抑制媒体关注导致的强烈的市场反应。

#### （八）其他稳健性指标

为了避免单一指标计量误差的影响，本文也采用了其他稳健性指标进行检验。市值与账面值比 (M/B) 是文献中衡量稳健程度的指标之一 (Moerman, 2008; Khan and Watts, 2009)。另外，Khan and Watts 基于 Basu 模型建立了 Cscore 度量了每家企业在特定年份的稳健程度 (Moerman, 2008; Khan and Watts, 2009)。本文分别采用这两个稳健性指标对年报披露前后各 30 个交易日时间窗口下的情况进行了检验，回归结果见表 11（其他时间窗口下结果基本相同，未报告）。由于基于 Basu 模型建立的 Cscore 需要企业年度市场数据，因此样本有所缺失<sup>22</sup>。表 11 的前 1 列是采用市值与账面值比 (M/B) 的结果，后 1 列为采用 Cscore 的回归结果。

表 11 媒体关注、稳健会计政策与市场反应——其他稳健性指标

变量	符号		M/B		Cscore
Media	+		0.032***		0.022
			(10.40)		(1.33)
Conserv $\times$ Media	-		-0.006***		0.830
			(-4.65)		(1.13)
Media $\times$ $\Delta$ ROE	+		0.025**		0.273***
			(2.08)		(5.38)
Conserv $\times$ Media $\times$ $\Delta$ ROE	-		0.005		-3.748***
			(1.38)		(-4.83)
Conserv $\times$ $\Delta$ ROE	?		0.005**		3.243***
			(2.29)		(12.21)
Conserv	?		-0.015***		0.347***
			(-21.11)		(3.24)

<sup>21</sup> 剔除没有媒体关注的样本后，结果与表 7 基本一致，CumMedia 的系数显著为正，Conserv $\times$ CumMedia 的系数显著为负，Conserv $\times$ CumMedia $\times$  $\Delta$ ROE 的系数也都显著为负。简洁起见没有列入正文。

<sup>22</sup> 本文采用了 1991 年 1 月到 2006 年 12 月 31 日一直在市的上市公司，剔除了账面价值为负，资产负债率超过 100% 的样本，按照 Khan and Watts (2009) 的方法计算了 Cscore。由于某些公司在样本期间新上市，因此样本比之前少一些。



$\Delta$ ROE	+		0.010		-0.201
			(1.37)		(-1.00)
AbnTurn	+		0.025***		0.026***
			(43.33)		(39.86)
Size	+		0.004***		0.005***
			(4.19)		(4.95)
Lev	+		0.012***		0.017***
			(4.41)		(4.27)
Age	?		0.007***		0.002***
			(24.97)		(6.08)
V	?		0.001		-0.001***
			(1.62)		(-3.79)
State	-		-0.023***		-0.045***
			(-10.95)		(-17.49)
OP	?		0.046***		0.012***
			(10.41)		(2.92)
Big4	?		-0.063***		-0.059***
			(-22.36)		(-17.54)
Inds			控制		控制
Obs.			74559		55161
R <sup>2</sup>			0.086		0.080

注：被解释变量CAR30为年报披露日前后各30个交易日的累计超额收益；Media为媒体关注程度指标；Conserv为稳健性指标，M/B为市值与账面值比，Cscore为基于Basu模型的度量每家企业在特定年份的稳健程度（Khan and Watts, 2009）； $\Delta$ ROE为净资产收益率的变化；AbnTurn30为年报披露日前后各30个交易日的异常换手率；Age为上市年限；Lev为总资产负债率；Size为总资产自然对数；V为最终控制人控制权比例；State为最终控制人属性，1表示国有最终控制，否则为0；OP为审计意见；Big4为是否四大为其审计师；Inds为行业哑变量，采用证监会行业分类标准，剔除金融业，11个哑变量表征12个行业。括号中为White-t统计量，考虑了异方差问题；\*，\*\*，\*\*\*分别表示在0.10，0.05以及0.01水平上显著。

以市值与账面值比（M/B）衡量的稳健程度回归中，媒体关注指标Media的系数显著为正，稳健程度与媒体关注的交叉变量Conserv×Media也显著为负，表明虽然媒体关注容易造成市场反应过度，导致较高的超额收益；稳健的会计政策会降低投资者预期，降低市场过度反应。假设1和假设2进一步得到验证，但Conserv×Media× $\Delta$ ROE的系数不显著，即假设3没有得到验证。

Cscore衡量的稳健程度回归结果中<sup>23</sup>，媒体关注指标Media不显著，交叉变量Conserv×Media的系数也不显著，只有Conserv×Media× $\Delta$ ROE的系数在0.05水平上显著为负。Cscore的回归中只有假设3得到验证。

## 六、 结论

本文研究发现，在发展和转型中的中国资本市场，媒体关注会放大企业的超额市场收益，对于不同盈亏状况、盈利变化情况、不同产权都如此。而稳健原则可以起到抑制投机的作用，

<sup>23</sup> Khan and Watts（2009）基于Basu模型建立的Cscore衡量的是条件稳健性，而Ahmend and Duellaman（2007）基于累计应计项衡量的稳健性则计量了全面稳健程度。由于计量非条件稳健性较为困难，也很难从基于累计应计项衡量的稳健性中将条件稳健性分离开来，因此基于累计应计项衡量的稳健性的回归结果可能在很大程度上是由于条件稳健性发挥作用。

降低媒体效应。研究表明,媒体在资本市场中发挥了重要作用,会严重影响投资者的财富水平。为了更好的保护投资者的利益,应当对媒体进行更适当的引导和监管。

本文采用实证研究的方法为媒体在市场中发挥的作用提供了初步证据,同时用证据表明会计政策能够显著影响市场投机行为,影响资本市场的效率。因此,加强会计准则和会计计量方法的研究能够更好的完善资本市场的运作,并且保护投资者的利益。

什么样的公司更容易引起媒体关注是另一个话题,本文侧重媒体关注以及会计信息质量对市场反应的影响,因此在这一问题解决和设计上有所欠缺,这也是本文存在的不足。

## 参考文献

- 陈运森,朱松,2009。“政治关系、制度环境与上市公司资本投资”《财经研究》第12期,27-39。
- 贺建刚、魏明海、刘峰,2008。“利益输送、媒体监督与公司治理:五粮液案例研究”《管理世界》第10期,141-150。
- 何晓晴,2002。“谁培育了幕后巨庄?有关人士反思中科创业案”《粤港信息日报》6月16日。
- 黄金滔,2008。“深交所严密监控全聚德等中小板题材股”《上海证券报》1月7日。
- 李培功、沈艺峰,2010。“媒体在我国上市公司治理中发挥作用吗?”《经济研究》第4期,14-27
- 鲁桂华、陈晓,2005。“庄与会计盈余的价格含义”《管理世界》第7期,48-54。
- 谭慧,2003。“中国股票波动性和流动性的综合度量—扣减率研究”《清华大学博士学位论文》。
- 唐俊,2003。“中国股票市场的信息传导机制”《清华大学博士学位论文》。
- 田萌,2003。“投资者结构与股票价格行为—模拟与实证研究”《清华大学博士学位论文》。
- 辛宇,2010。“分类表决、媒体治理与中小投资者保护——以股权分置改革为例”,中山大学,工作论文。
- 徐浩峰,2009。“信息与价值发现过程:基于散户微结构交易行为的实证研究”《金融研究》第2期,133-143。
- 徐永新、陈婵,2009。“媒体荐股市场反应的动因分析”《管理世界》第11期,65-73。
- 张峥、刘力,2006。“换手率与股票收益:流动性溢价还是投机性泡沫?”《经济学季刊》第3期,871-892
- 郑志刚,2007。“法律外制度的公司治理角色——一个文献综述”《管理世界》第9期,136-147。
- Ahmed, A.S., Billings, B.K., Morton, R.M., Stanford-Harris, M. (2002). The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review* 77: 867-890.
- Ahmed, A. S., Duellman, S. (2007). Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* 43: 411-437.
- Barber, B., Terrance, O. T. (2008). All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *Review of Financial Studies* 21: 785-818.
- Chen, Q., Hemmer, T., Zhang, Y. (2007). On the relation between conservatism in accounting standards and incentives for earnings management. *Journal of Accounting Research* 45: 541-565.
- Chen, C. W., Christos, P. and Jung, C.P. (2009). Press coverage and stock prices' deviation from fundamental value, Working Paper, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1359261>.
- Cook, D., Kieschnick, R., and Ness, R.V. (2006). On the marketing of IPOs. *Journal of Financial Economics* 82: 35-61.

- Diether, K., Malloy, C., Scherbina, A. (2002). Differences of opinion and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance* 57: 2113-2141.
- Dierker, M. (2006). Does conservatism help or hurt market efficiency? Working paper, University of Houston.
- Dyck, A., Volchkova, N., Zingales, L. (2008). The corporate governance role of the media: Evidence from Russia. *The Journal of Finance* 3: 1093-1135.
- Easton, P. (2009). Discussion of "Accounting Data and Value: The Basic Results". *Contemporary Accounting Research* 26: 261-272.
- Fama, E.F., French, K.R. (1993). Common risk factors in the returns on bonds and stocks. *Journal of Financial Economics* 33: 3-53.
- Fang, L., Peress, Joel. (2009). Media coverage and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance* 5: 2023-2052.
- Givoly, D., Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative? *Journal of Accounting & Economics* 29: 287-320.
- Hong, H and Stein., J. (2007). Disagreement and the stock market. *Journal of Economic Perspectives* 21: 109-128.
- Joe, J. R., Louis, H., Robinson, D. (2009). Managers' and investors' responses to media exposure of board ineffectiveness. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 3: 579-605.
- Khan, M., and Watts, R.L. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting & Economics* 48: 132-150.
- LaFond, R., and S. Roychowdhury. (2008). Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research* 4:101-135.
- Lee, C. (1992). Earnings news and small traders: An intraday analysis. *Journal of Accounting and Economics* 15: 265-302.
- Liu, L.X.L, Sherman, A.E., and Zhang,Y. (2008). The role of the media in initial public offerings. working paper, Hong Kong University of Science and Technology.
- Merton, R.C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance* 42: 483-510.
- Miller, E.M. (1977). Risk, uncertainty, and divergence of opinion. *Journal of Finance* 32:1151-1168
- Miller, G. (2006). The press as a watchdog for accounting fraud, *Journal of Accounting Research* 44: 1001–1033.
- Moerman, R. (2008). The role of information asymmetry and financial reporting quality in debt trading: evidence from the secondary loan market. *Journal of Accounting and Economics*, 46:240-260.
- Ohlson J. (2009). Accounting data and value: the basic results. *Contemporary Accounting Research* 26: 231-259.
- Qiang, X. (2007). The effects of contracting, litigation, regulation and tax costs on conditional and unconditional conservatism: Cross-sectional evidence at the firm level. *The Accounting Review* 82: 759-796.

- Rose, A.M. (1951). Rumor in the stock market. *The Public Opinion Quarterly* 15: 461-486.
- Scheinkman, J A. and Wei, X. (2003). Overconfidence and Speculative Bubbles. *Journal of Political Economy* 111: 1183-1219.
- Tellock, P. (2007). Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market. *Journal of Finance* 62: 1139-1168.
- Xia, D.L, and Zhu, S. (2009). Corporate governance and accounting conservatism in China. *China Journal of Accounting Research* 2: 81-108.
- Vega, C. (2006). Stock price reaction to public and private information. *Journal of Financial Economics* 82:103-133.
- Venugopalan, R. (2004). Conservatism in accounting: good or bad? Working paper, University of Chicago.
- Watts, R.L, and J.L. Zimmerman. (1986). *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Zhang, J. (2008). The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers, *Journal of Accounting and Economics* 45: 27-54.