

股票价格波动的信息渠道影响研究 ——基于媒体报道和分析师预测的视角

张承鸷 吴华强 才国伟 徐信忠*

摘要:文章手工收集、整理了2006-2015年中国A股上市公司的媒体报道倾向数据,实证研究了媒体报道正向倾向与分析师乐观预测偏差对上市公司负收益偏态系数的影响。研究表明,虽然媒体报道正向倾向、分析师乐观预测均分别对上市公司股价负收益偏态系数产生显著的负向影响,但是两者的交互项对股价负收益偏态系数的影响则是显著为正,即当媒体报道正面倾向与分析师乐观预测两者共同作用时,将会触发“信息过度关注偏差”机制,从而降低了上市公司股票收益。文章研究还发现,媒体报道、分析师预测和“信息过度关注偏差”机制的作用强度,在市场化程度高地区要明显大于市场化程度低地区,可能的原因是市场化程度高地区的企业更加容易被媒体报道和分析师关注,进而产生更强的关注效应。

关键词:媒体报道 分析师预测 股价波动

DOI: 10.19592/j.cnki.seje.391149

JEL 分类号: G12, G14, G20 中图分类号: F832

文献标识码: A 文章编号: 1000-6249(2021)11-122-15

一、引言

媒体、分析师是信息影响股票定价的重要传播渠道。在我国的资本市场实践中,随着上市公司信息披露机制逐渐完善和证券公司等金融服务机构日益发展,新闻媒体与证券分析师等已经成为了上市公司、投资者和监管部门之间的“信息桥梁”。媒体、分析师等信息渠道中介极大提高了市场信息传播速度和效率,还为资本市场营造了良好的舆论、法制和监督等外部环境。曹廷求、张光利(2020)的研究表明,信息披露是资本市场有效性和稳定性的重要影响因素。其他类似的研究也认为,信息披露质量越好、信息披露透明度越高,资本市场股价崩盘风险越小(Hutton et al., 2009; Kim and Zhang, 2016; 赵璨等, 2020)。我国“十四五”规划强调,要构建金融有效支持实体经济的体制机

* 张承鸷,清华大学五道口金融学院, E-mail: zhangchj@pbesf.tsinghua.edu.cn, 通讯地址:北京市海淀区中关村街道成府路43号清华大学五道口金融学院, 邮编:100000; 吴华强(通讯作者), 广州大学经济与统计学院, E-mail: gzuwu000@gzhu.edu.cn, 通讯地址:广州市番禺区大学城外环西路230号广州大学经济与统计学院, 邮编:510006; 才国伟, 中山大学岭南学院, E-mail: caiguow@mail.sysu.edu.cn; 徐信忠, 北京大学光华管理学院, E-mail: xuxz@gsm.pku.edu.cn。作者文责自负。

基金项目: 本文受国家自然科学基金“证券分析师行为偏差与股价崩盘风险”(71272200); 国家自然科学基金“媒体报道与公司治理: 监管企业还是被企业捕获”(71372146); 广州大学人才培养项目(RP2021027)的资助。

制,提高直接融资比重,推进金融双向开放。在此背景下,探讨媒体报道、分析师预测对股价波动的影响,这对培育公开透明的信息披露环境、保证资本市场长期健康地稳定发展、增强上市公司的直接融资能力以及提高金融服务实体经济的机制有效性都具有重要的现实意义。

上市公司披露的信息并不都直接传递给投资者。投资者若想获取更全面完整的信息资讯,则常常需要通过媒体或分析师等信息中介。因此,媒体和分析师对资产定价、投资者行为、公司治理与市场监督等方面都具有重要的影响,目前已经成为了学者们的共识(沈艳、王靖一,2021; Dang et al., 2020; Dang et al., 2015)。现有研究大多认为,媒体报道、分析师预测对资本市场的影响主要体现在以下两个方面:第一,改善信息披露环境。媒体、分析师发挥着信息挖掘和传播职能,提高了信息披露的透明度,从而减少信息不对称等问题(张宗新、吴钊颖,2021; 黄俊、郭照蕊,2014; Dyck et al., 2007)。第二,引导市场舆论导向。信息中介的选择性语言表达、情绪观点和态度倾向等将会影响资本市场参与者的判断和行为,进而引发资本市场异象(吴武清等,2020; 周铭山等,2016; 许年行等,2012)。

外国学者的研究发现,不同的信息渠道、不同的信息传播机制之间可能存在替代或互补关系。例如,Piotroski and Roulstone (2004)指出,分析师报告中释放的行业层面信息可以替代公司内部知情者提供的特质信息,即一类知情交易会挤占另一类知情交易。然而,国内目前相关的文献大都集中于研究某一种信息传播要素对股票价格的影响(邵志浩、才国伟,2017; 郇金梁等,2018; 吴武清等,2020),却忽视了不同信息渠道之间是否存在替代和挤占问题,也缺少对多种信息传播要素共同作用下股票价格波动影响机制的深入探讨。以中国股票市场为例,媒体和分析师在信息传播过程中分别面对的主要受众群体存在明显差异。媒体以公司表面、外部的信息传播和报道为主,绝大部分受众为散户投资者;而分析师则主要发布公司相关的深层次研究报告和盈余预测,受众主要是机构投资者和其他金融组织。那么,在我国特殊的市场环境中,不同信息渠道的影响相互叠加后是否会产生“过度关注偏差”?即公司正面信息被媒体、分析师过度报道后,一种信息渠道是否会挤占或者削弱另一信息中介对股票价格的作用力度和显著性水平,或者两者交互作用会与原渠道影响作用相反吗?这些都将是本文着重分析的内容。

为了补充现有研究的不足,本文分别从媒体报道和分析师预测这两大信息传播渠道对股价波动的影响进行研究,再着重检验两种渠道共同作用时的替代或者挤占关系。另外,本文还进一步检验了这两种信息渠道在市场化程度不同的公司之间是否存在显著的影响差异。相较于现存文献,本文可能的创新性有以下两点:第一,度量指标。在媒体报道方面,参考才国伟等(2015)测量方法,我们招募了500名不同专业的全日制在校硕博学生作为实验参与者,以此来作为散户投资者群体的模拟样本,让所有实验参与者采用人工读取方式来判断媒体报道的倾向性。与以往通过机器学习方法爬取关键词进行语意分析判断相比,这种方法更能有效地模拟资本市场中散户投资者是由不同年龄、背景、经验和学科专业等群体组成的特性。同时,人工通篇读取还可以很好地避免计算机读取过程中对语意、语境等感情色彩的理解偏差。特别是在我国上市公司的中文新闻报道里经常会出现双重否定等转折性结论,若只是简单依靠计算机去筛选关键词,则往往容易收集到错误信息。因此,我们认为这样的样本结果具有更强的逻辑性和真实性。在定义分析师预测偏好方面,以上市公司的真实盈利水平为基准,通过对比真实盈余情况与分析师报告预测盈利结果之间的差异,从而定义乐观预测偏差。第二,研究视角,本文聚焦于资本市场的媒体报道和分析师预测两大信息传播渠道,检验

这一种信息渠道是否会挤占或者削弱其他渠道对股价波动的作用力度,能为相关研究提供新的理论成果和经验证据。

本文以 2006—2015 年中国 A 股上市公司年度数据为样本,实证分析了媒体报道倾向、分析师乐观预测偏差对 A 股上市公司负收益偏态系数的影响。研究发现,媒体报道正向倾向和分析师乐观预测分别对上市公司股价负收益偏态系数同时具有显著的负向影响,即媒体报道正向倾向越高或者分析师预测越乐观时,上市公司股票收益越高。但是媒体报道正向倾向与分析师乐观预测的交互项却对股价负收益偏态系数具有显著正向影响,即媒体正面倾向与分析师乐观预测两者共同作用会降低上市公司股票收益,存在着“信息过度关注偏差”机制,证明了当两种信息渠道共同作用时一种渠道将削弱抵消另一渠道的作用力度。本文研究还发现,媒体报道、分析师预测和“信息过度关注偏差”等机制在不同市场化程度地区均显著存在,但该机制在市场化程度高的地区的作用力度比市场化程度低的地区更强,主要是因为市场化程度高地区的企业信息更加容易被媒体和分析师捕捉,且企业在市场化程度高的地区更倾向于通过媒体和分析师进行披露信息,因此过度关注偏差的效应更强。

本文的安排如下:第一部分是引言,第二部分是文献综述,第三部分是理论假说,第四部分是回归模型和数据描述,第五部分是实证分析,第六部分是稳健性检验,第七部分是结构和政策建议。

二、文献综述

在现有关于媒体报道、分析师预测与资本市场的研究中,大部分文献集中探讨媒体和分析师发挥的信息渠道作用,研究了其在提高市场信息传播速度和效率、加强社会舆论和法制监督、营造良好上市公司信息环境中的作用(李培功、沈艺峰,2010;罗进辉,2012;Bartram et al.,2012)。在实际市场环境,媒体报道主要偏向对公司所在的行业以及市场舆论和业绩等方面,受众者主要是数量庞大的散户投资者;分析师则通过发布有关上市公司的研究报告和盈余预测,对未来股价进行评级和预判,偏向于传递有关上市公司的经营管理和行业分析等深层次信息,受众者主要是机构投资者以及相关金融组织。无论是新闻报道还是分析师,都会改变上市公司的信息环境,给各类投资者的投资心理和行为带来一定程度的影响,从而影响其投资决策,最终导致上市公司股价出现波动。总的来说,本文研究涉及的文献主要由以下两个方面:

(一) 信息传播与资本市场

著名的有效市场理论认为,假如市场上存在着信息不对称问题,所有与某一资产相关的信息都会变成公开信息对整个资本市场产生影响,并把这种影响最终通过其价格的变化充分地反映出来。在完全有效市场里边,股价会反映了全部的公开信息,投资者很难在从信息传播中发现标的资产的差价,并不能通过买卖差价的方式获得超额回报。但现实是,媒体报道、分析师报告等信息渠道中都包含着语气、修辞、版面长短等等带有倾向性的偏好;投资者也由于自身知识和信息渠道局限性,不能与另一位投资者获取完全相同的信息。因此,信息传播对资产定价的有效性具有重要的影响。Shiller (2000) 根据道琼斯工业指数的数据进行的研究发现,当各种信息中介机构发布的公开信息在市场上传播后,投资者们的行为会出现明显分化而不是均采取同样的策略,最终影响股票价格的变化以及投资者的决策的是新闻媒体和分析师制造的舆论导向。同样的,Dyck and Zingales(2003)、

Veldkamp(2006)研究证明,媒体报道的关注度和倾向性对股价波动具有较强的影响作用。随着资本市场制度的健全和完善,如媒体同业间监督作用的增强,分析师执业水平要求的提高、上市公司信息披露制度的规范等等,都能有效地降低信息渠道对投资者认知偏差的影响,进而大大提升了市场信息的效率,(Davis,2005; Garcia,2010)。

在关于信息环境与资本市场的研究中,信息环境及其改变与股价同步性内在关系是其中的一个重点方向。现有文献主要分为两大方面:信息观与噪音观。信息观,其核心观点认为股价同步性的概率由股价中包含公司特质信息与市场信息的相对数量来决定,当上市公司相关信息数量越多,模型 R^2 越小(Roll,1988)。Morck et al.(2000)发现相对于新兴市场, R^2 在成熟市场中更小,为信息观提供了重要依据。Jin and Myers(2006)、Hutton et al.(2009)也发现信息透明度与股价同步性存在负相关关系。这是由于在成熟的市场环境中,拥有较好的公司外部信息环境,同时有关资本市场管理的相关法律能够更好地保障投资者的利益,从而促使了投资者投入更多的资金以及提供交易的频次,市场的繁荣提高了媒体和分析师对上市公司信息的关注度和报道数量,最终反应到股价中的公司特质信息含量就会被提高,股价同步性概率越低。

噪音观,认为资本市场中的信息透明程度与上市公司的股价同步性呈现显著的正相关。这相对于信息观而言,噪音观更符合大众对目前实际资本市场情况的认知。因为,一般现实情况中,当上市公司的信息披露也不透明时,反而该公司的股价存在“同涨同跌”的同步性风险更大。直观从计量上看,在加入新的控制变量后,分类回归的统计量 R^2 变大。而且在学理上,Barberis et al.(2005)通过对信息透明程度不同情况下的投资者心理和情绪进行分析,发现这些在干扰因素影响后的交易数据对 R^2 产生显著的影响效果,从而为噪声观的确立提供了有力的证。

(二) 媒体报道倾向、分析师预测偏差形成机理

虽然随着资本市场的不断发展完善,媒体报道和分析师预测越来越专业和高效。但是,随着信息中介不断增多,每个信息中介机构的消息来源渠道均不同,且存在着利益冲突。不同的信息中介在报道同样的事件时,可能会根据选择性偏好摘取部分内容形成有利于自身利益的观点,例如,媒体报道的倾向性偶尔会与分析师的预测有所偏差,甚至大相径庭。Dyck and Zingales(2003)、Veldkamp(2006)指出,传统新闻媒体除了是一个中介机构,还是一个利润最大化的商业机构,他们从自身利益最大化的目的出发有选择报道上市公司的相关信息,而且在报道中还会选择性添加某些主观偏好和倾向。而且,信息中介机构还会根据信息接受者和使用者的不同,报道相应的信息来满足效益最大化的需求(Hirshleifer and Teoh,2009)。Fama(1970)指出,媒体报道应该为所有受众者提供最为全面准确的信息,而不应在报道中存在带有主观性倾向的表达和观点。

同样地,分析师也会基于自身知识结构、研究环境以及受到的利益冲突压力,从而导致其预测存在偏差。例如,原红旗、黄倩茹(2007)对我国上市公司承销业务利益冲突与分析师研究独立性进行研究,发现在我国的资本市场中,再融资业务当期,承销商分析师预测乐观程度要比非承销商分析师的更为显著。Lim(2001)则发现,当分析师所在的券商规模越小、分析师从业时间越短、经验越不足,出于维护上市公司的客户关系,这一类分析师的研究报告会比一般的分析师更乐观。而且,分析师的研究报告不仅是重要的信息参考标准,还会被券商作为拓展经纪业务的营销工具(Mola and Guidolin,2009)。在我国资本市场中,券商分析师常被看作所在单位营销业务的重要力量,营销业务承揽的情况直接影响分析师的佣金、薪酬和晋升机会。除了分仓的佣金收入等因素外,由机构投资

者投票评选的《新财富》等最佳分析师评选活动也影响着分析师薪酬水平和行业地位。因此,分析师对机构投资者重仓持有股票乐观预测更强。

(三) 媒体报道、分析师与股价波动

现有研究表明,媒体和分析师形成的舆论导向会直接或间接影响股票价格。例如,相对于内部管理层和大股东,股票市场二级市场投资者对企业内部信息掌握情况较差,存在被虚假财务信息蒙蔽的可能(伊志宏等,2019)。尤其是在信息不对称比较严重的公司中,投资者因无从获得上市公司真实的经营情况,股票价格存在被高估的可能,未来出现暴跌的可能性增加(Jin and Myers,2006)。在信息源给定的情况下,媒体、分析师等有效信息中介可以有效降低市场上信息不对称情况,降低股票“暴涨暴跌”风险(Yu,2008;潘越等,2011;许年行等,2012)。本文根据信息传播链条将已有研究大致分为两类:信息接收者的投资者和信息制造者的管理层。

媒体、分析师信息披露对投资者产生直接作用。第一,信息中介释放公开信息,减少代理问题。现有研究表明,代理问题使得上市公司披露负面信息意愿下降(Kothari et al.,2008),而媒体、分析师通过公开发布信息,增加投资者对公司真实经营情况的了解。第二,影响投资预期。投资者在处理大量的信息时存在有限关注的局限性,往往依赖于媒体或分析师对信息总结和归纳,因此媒体和分析师等信息中介能一定程度影响投资者预期(Kothari et al.,2016)。

媒体、分析师信息披露还会对公司内部管理层产生影响。第一,会约束管理层的机会主义行为。信息中介机构对上市公司外部监督治理职能已经被大量研究证实(Dyck et al.,2010),增加管理层隐藏机会主义行为的成本。第二,削弱过度自信行为,降低投资风险。过度自信的管理层往往存在着高估投资收益的倾向(Malmendier and Tate,2005)。在面对专业的媒体和分析师等信息中介机构时,管理层可能会重新调整对投资收益和风险的评估(伊志宏等,2018),使得公司信息更加客观地传递给股票市场,股价得到合理估值。

三、理论假说

当前,媒体传播的速度、广度和深度得到了极大地提高,媒体作为信息的主要收集者、加工者和传播者,大大改善市场信息传递效率并影响资产价格的波动变化。Tetlock(2007)通过追踪媒体语气偏好与股票价格短期收益之间的相关性的研究发现,媒体的负面情绪与道琼斯工业指数次日收盘价格有着显著的负相关性。一方面,媒体对上市公司的报道有利于市场投资者们获取有关公司经营管理方面的更多信息,媒体机构传播渠道覆盖面越广便越有利于上市公司相关信息迅速传递(Bushee et al.,2010)。另一方面,由于投资者们因为自身的各种限制都普遍存在着有限关注偏差,即使对上市公司公开发行的信息,投资者们也未必能够在第一时间内获取并作用于其投资预期上(Hong and Stein,1999)。然而媒体报道的作用不仅能够吸引住投资者们的注意力,更能有效地起到帮助投资者对信息进行重新筛选分类的功能,大大地提高了信息获取的效率的同时也极大地降低了获取信息的成本,让投资者在制定未来投资决策前能收集到更大的信息集(Barber and Odean,2008)。因此,本文就媒体报道带有倾向性的报道是否能够显著地影响股票价格的波动为出发点,提出以下假说:

假设1:媒体正向报道倾向会显著降低上市公司股票价格下行波动风险,即媒体正面报道倾向越大,上市公司价格下行风险越小。

同理,证券分析师在资本市场中扮演着信息中介的角色,在缓解市场信息不对称方面发挥着至关重要的作用。理论上,通过分析师的研究报告,外部投资者能了解更多信息,公司的信息透明度将提高,因而有助于降低崩盘风险。一般来说,盈余预测或股票评级越乐观,公司股价的市场表现越好(Womack, 1996; 潘越等,2011)。Byard and Shaw (2003)发现,如果能提高上市公司的信息披露的质量和含量,不仅能改善证券分析师对公共信息的利用,还能提高其对私有信息的利用,从而有助于提升分析师盈余预测的准确性。Kross et al. (1990)直接研究了证券分析师盈余预测的准确度与媒体报道之间的关系,并发现分析师的盈余预测准确度与华尔街日报对某家上市公司的报道量呈现显著正相关关系。因此,本文提出以下假说:

假说2:分析师乐观行为偏差与股价波动风险存在着显著的负相关关系,即分析师乐观行为偏差越大,上市公司的股票价格下行波动风险越小。

不同的信息机制之间可能存在替代或互补的交互关系。Piotroski and Roulstone(2004)发现,分析师释放的行业层面信息可以替代内部人提供的公司特质信息,即一类知情交易会挤占另一类的知情交易。Fernandes and Ferreira(2008)发现,来自新兴市场的公司在美国跨境上市后,其股价同步性不降反增。原因是分析师的关注行为对良好的外部信息环境产生了显著的挤出效应。媒体报道作为上市公司信息的追踪者、挖掘者和传播者,对上市公司的信息公开以及资本市场的信息含量补充起着关键作用,同时也为分析师提供更多的关注视角和信息来源。因此与上市公司的信息披露程度类似,媒体关注度的提升也能够提高分析师的关注度。由于我国证券市场相对不成熟,投资者中个人投资者的比例很高,投机性投资心理普遍,所以当媒体报道和证券分析师两者同时关注于某个上市公司股票时,便会产生信息的过度关注偏差,该股票的边际收益递减加速,浮盈的投资者们纷纷止盈离场,股价逐渐从滞涨慢慢进入到下跌回调震荡的波动状态。因此,本文提出假设3:

假设3:当上市公司的信息被媒体和分析师过度关注后,会交互叠加会产生“过度关注偏差”,两者交互项会增强股票价格下行波动的风险。

四、回归模型和数据描述

(一) 回归模型

本论文将通过以下模型对本文假说进行讨论,回归采用双固定效应面板分析进行检验,模型如下:

$$Fluctuation_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * Slantpos_{i,t} + \beta_2 * Opt_{i,t} + \gamma * Control_{i,t-1} + year_t + industry_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中 $Fluctuation_{i,t}$ 是上市公司 i 在时刻 t 的股价下行风险,用该上市公司的负收益偏态系数 NCSKEW 来度量(具体定义见数据构造); $Slantpos_{i,t}$ 是媒体正面报道倾向, $Opt_{i,t}$ 是分析师乐观预测偏差, $year_t$ 和 $industry_i$ 分别是时间和行业固定效应; $Control_{i,t-1}$ 是滞后一期的其他控制变量,参考许年行等(2012)、田利辉、王可第(2017)的研究选择:(1)股票换手率(Turnover),股票的年度平均换手率;(2)公司规模(Size),用公司的总资产的自然对数表示;(3)市值账面价值比(PB);(4)杠杆率(Lev);(5)总资产收益率(Roa);(6)分析师跟踪人数(Analyst),为避免重复计算分析师人数,比如说在第 t 年证券分析师 j 对公司 i 做了多次预测,只保留一条预测记录。如果数据库中不能提供公司

i 在第 t 年的分析师预测数据; (7) 国有持股变量 (SOE), 如果按照股权关系链实际计算确定地实际控制人持股性质为国有股, 则定义为 1, 否则为 0。

(二) 数据构造

1. 被解释变量: 负收益偏态系数

借鉴 Kim et al. (2011) 和许年行等(2012) 的方法, 本文用负收益偏态系数 NCSKEW 来度量上市公司股价出现下行波动风险的大小, 度量方法如下:

(1) 首先, 每年用股票 i 的周收益数据进行下列回归:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 * R_{m,t-2} + \beta_2 * R_{m,t-1} + \beta_3 * R_{m,t} + \beta_4 * R_{m,t+1} + \beta_5 * R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $R_{i,t}$ 为股票 i 第 t 周考虑现金红利再投资的收益率, $R_{m,t}$ 为 A 股指数第 t 周经流通市值加权的平均收益率。本文在方程(2) 中加入市场收益的滞后项和超前项, 以调整股票非同步性交易的影响。股票 i 在第 t 周的公司特有收益为 $W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t})$, 为回归方程(2) 的残差。

(2) 基于 $W_{i,t}$ 构造负收益偏态系数 NCSKEW:

$$NCSKEW_{i,t} = - [n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,t}^3] / [(n-1)(n-2)(\sum W_{i,t}^2)^{3/2}] \quad (3)$$

(3) 式中, n 为每年交易周数。当 NCSKEW 的数值越大, 表示偏态系数负的程度越严重, 是上市公司股票出现下行波动的风险越大。

2. 媒体报道倾向

媒体报道数据来源于才国伟等(2015)^①, 将媒体正面报道倾向 (Slantpos) 定义为媒体相对正面报道篇数 (即正面报道篇数减去负面报道篇数) 与总报道篇数的比值。然后, 根据是否考虑中性报道, 将两种不同的媒体正面报道倾向指标分别定义为:

(1) 不考虑中性报道的媒体正面报道倾向:

$$Slantpos1_{i,t} = \frac{\text{正面报道篇数} - \text{负面报道篇数}}{1 + \text{正面报道篇数} + \text{负面报道篇数}} \times 100\% \quad (4)$$

(2) 考虑中性报道的媒体正面报道倾向:

$$Slantpos2_{i,t} = \frac{\text{正面报道篇数} - \text{负面报道篇数}}{1 + \text{正面报道篇数} + \text{负面报道篇数} + \text{中性报道篇数}} \times 100\% \quad (5)$$

本文将 $Slantpos_{i,t}$ 定义为媒体报道正面程度。 $Slantpos_{i,t}$ 越大, 表示媒体报道的正面报道倾向越大。其中, 正面报道的判断标准是, 在经过人工阅读和筛选报道文字后, 人工判断其属于对公司经营和财务等方面具有显著的积极评价、体现公司正面形象报道; 负面报道则是对公司具有消极评级、体现负面形象报道; 中性报道则指其余态度模糊的报道。

3. 分析师乐观预测偏差

本文以公司真实盈利水平为标杆, 通过分析师盈利预测与公司真实盈利的比较定义分析师乐观预测偏差。参照 Jackson(2005) 的方法, 分析师乐观预测偏差定义为:

$$Opt_{i,j,t} = (F_{i,j,t} - A_{i,t}) / P_{i,t} \quad (6)$$

其中, $F_{i,j,t}$ 为分析师 j 在第 t 年对公司 i 每股收益的预测值, $A_{i,t}$ 为公司 i 在第 t 年的实际盈利水

^① 报道主要来源于 CNKI 中国知网《中国重要报纸全文数据库》中《中国证券报》、《证券时报》、《证券日报》、《上海证券报》、《中国经营报》、《经济观察报》、《第一财经日报》和《21 世纪经济日报》8 具有重要影响力的报纸。

平, $P_{i,t}$ 为公司 i 在分析师发布盈利预测前一个交易日的每股收盘价。若 $Opt_{i,j,t}$ 大于 0, 则表示分析师预测乐观。 $Opt_{i,t}$ 表示的是对股票 i 在时刻 t 时乐观预测的分析师的比重。

(三) 数据描述

本文的研究样本为 2006 - 2015 年存在分析师跟踪关注的 A 股上市公司。文中用到的核心变量分析师预测来自 CSMAR 数据库, 另一核心变量媒体报道倾向则参考才国伟等 (2015) 的数据定义方法。其他与上市公司有关的数据均来自 CSMAR 数据库和 WIND 数据库, 并对这些初始数据进行了如下处理: (1) 剔除数据缺失的样本; (2) 参照现有研究, 剔除每年交易周数小于 30 的样本; (3) 剔除金融类上市公司; (4) 剔除 ST 或者 ST* 的上市公司; (5) 剔除股东权益账面价值小于 0 的公司; (6) 对变量进行了上下 1% 缩尾处理, 最终整理得到 29619 个观测值数据。

表 1 变量定义与度量

| 变量 | 符号 | 变量名称与度量标准 |
|------|------------|--|
| 因变量 | NCSKEW | 负收益偏态系数, 表示崩盘风险的大小。 |
| 变量名 | Slantpos1 | 不考虑中性报道的媒体正面报道倾向。 |
| | Slantpos2 | 考虑中性报道的媒体正面报道倾向。 |
| | Optimism | 分析师乐观行为偏差。 |
| 控制变量 | Turnover | 股票年平均换手率。 |
| | Size | 公司规模, 为总资产的自然对数。 |
| | PB | 市值账面价值比对数值 |
| | Lev | 杠杆率, 上市公司的资产负债率, 用总债务/总资产表示。 |
| | Roa | 总资产收益率, 第 t 年的净利润与第 $t-1$ 年公司总资产的比值。 |
| | Analyst | 分析师跟踪人数 |
| | SOE | 企业产权性质虚拟变量, 国有企业为 1, 非国有企业为 0。 |
| | Industry | 企业行业虚拟变量。 |
| | Year | 年份虚拟变量。 |
| | Market | 市场化程度虚拟变量, 高市场化程度地区为 1, 其他地区为 0。 |
| | Year_Dummy | 股市大幅度震荡年份虚拟变量, 大幅度震荡年份为 1, 其他年份为 0。 |

表 2 描述性统计

| | 变量名 | 均值 | 方差 | 最小值 | 最大值 | 样本量 |
|-------|-----------|---------|---------|-----------|----------|-------|
| 被解释变量 | NCSKEW | -0.7402 | 0.4294 | -7.4939 | 0 | 29619 |
| 解释变量 | Slantpos1 | 0.0652 | 0.0642 | -0.9412 | 0.9767 | 29619 |
| | Slantpos2 | 0.0641 | 0.0618 | -0.9412 | 0.9767 | 29619 |
| | Optimism | 0.3080 | 0.1799 | 0 | 1 | 29619 |
| 控制变量 | Analyst | 5.3739 | 94.3814 | 0 | 91.0000 | 29619 |
| | Lev | 0.0550 | 1.0474 | -0.0195 | 135.4219 | 29619 |
| | PB | -0.0009 | 0.3503 | -100.9940 | 7.0481 | 29619 |
| | Roa | 0.0060 | 0.0034 | -6.4819 | 6.4755 | 29619 |
| | Size | 7.7209 | 12.4177 | 0 | 13.3141 | 29619 |
| | Turnover | 0.4933 | 0.3564 | 0 | 29.3775 | 29619 |
| | SOE | 0.3133 | 0.2152 | 0 | 1 | 29619 |

五、回归结果

(一) 假说验证

本文利用模型(1),采用双固定面板实证分析。为验证假说1和2,本文预计媒体报道正面倾向、分析师乐观预测回归的系数显著为负。回归结果如下:

表3是媒体报道倾向、分析师预测与股价波动的回归结果。其中第(1)列是采用媒体报道定义1的回归结果,第(2)列则是媒体报道定义2的回归结果。我们可以看到,在控制住其它变量的影响下,媒体正面报道倾向Slantpos1与Slantpos2对负收益偏态系数在1%的显著性水平下产生负向影响,即媒体正面报道倾向越大,负收益偏态系数NCSKEW越小,股价波动风险也越小。同时,分析师的乐观行为偏差对负收益偏态系数在1%的显著性水平下产生负向影响,也即分析师乐观预测行为越高,负收益偏态系数NCSKEW越小,股价波动风险也越小。证实本文假说1和2。

表3 媒体报道、分析师预测与股价波动

| 被解释变量:负收益偏态系数 | (1) | (2) |
|---------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Slantpos1 | -0.034 *** (-2.760) | |
| Slantpos2 | | -0.035 *** (-2.763) |
| Optimism | -0.169 *** (-18.584) | -0.169 *** (-18.582) |
| Analyst | -0.003 *** (-7.326) | -0.003 *** (-7.327) |
| Lev | -0.005 (-1.550) | -0.005 (-1.550) |
| PB | 0.002 (0.466) | 0.002 (0.466) |
| Roa | 0.201 *** (3.808) | 0.201 *** (3.808) |
| Size | -0.070 *** (-66.013) | -0.070 *** (-66.012) |
| Turnover | -0.231 *** (-38.370) | -0.231 *** (-38.369) |
| SOE | -0.027 *** (-3.914) | -0.027 *** (-3.912) |
| Constant | -0.008 (-0.385) | -0.008 (-0.385) |
| 行业固定效应 | Yes | Yes |
| 时间固定效应 | Yes | Yes |
| Adjusted - R ² | 0.341 | 0.341 |
| Observations | 29619 | 29619 |

注:***、**、*分别表示回归系数在1%、5%、10%水平上显著,小括号内为系数的t值,N为回归样本数,下同。

在其它控制变量方面,Analyst与股价下行波动风险NCSKEW显著负相关,说明被越多分析师跟踪的上市公司,未来股票价格出现下行波动的风险越低。这是因为在资本市场中,跟踪的分析师人数增多,关注的角度和挖掘的信息来源越加丰富,能够改善信息不对称问题,从而降低了上市公司股票出现下行波动的风险。Size与股价下行波动风险显著负相关,说明公司规模越大,股价出现下行波动的风险越低。Turnover与股价下行波动风险显著负相关,说明上市公司股票年度换手率越高,股价下行波动的风险越低。这是由于证券分析师的乐观行为偏差带来积极评级的研究报道,提振了投资者对该上市公司未来股价的估值预期,增强资本市场对其的供需关系和资金买入的比例,公司的股价下行波动风险降低。净资产收益率(Roa)对负收益偏态系数产生显著正向影响,则与股价下行波动风险产生正相关。

表4是媒体报道、分析师预测对股价波动的“过度关注偏差”回归结果。可以看到,分析师乐观行为偏差Optimism和媒体正面报道倾向Slantpos的交乘项对负收益偏态系数产生显著正向影响,说明企业信息被证券分析师和媒体机构过度关注后,上市公司的股票未来边际回报率递减,投资者出于对资本市场的谨慎态度,将减少对该股票的投资供给,会加大股票下行的波动风险,因此,在媒体正面报道倾向和分析师乐观行为偏差共同作用下产生的“过度关注偏差”,对股价波动风险产生显著正向影响,即过度关注偏差会增强股价出现下行波动风险,支持假设3。媒体与分析师两个不同信息渠道的替代效应,体现在两者的交互项系数显著为正,降低了各自对股价下行风险的作用强度。

表4 媒体报道、分析师预测对股价波动的“过度关注偏差”回归

| 被解释变量:负收益偏态系数 | (1) | (2) |
|---------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Slantpos1 | -0.094 *** (-5.071) | |
| Slantpos2 | | -0.095 *** (-5.038) |
| Optimism | -0.179 *** (-19.088) | -0.179 *** (-19.073) |
| Slantpos × Optimism | 0.120 *** (4.342) | 0.121 *** (4.295) |
| 其他控制变量 | 控制 | 控制 |
| Fixed Effect: Industry | Yes | Yes |
| Fixed Effect: Year | Yes | Yes |
| Adjusted - R ² | 0.341 | 0.341 |
| Observations | 29619 | 29619 |

注:限于篇幅,本表不报告其他控制变量的回归结果,详情备索,下同。

(二) 进一步分析

现有研究表明,信息对股价的影响作用与企业所在地区的发达程度密切相关。Ellman and Germano(2009)认为,在经济较发达地区,媒体市场同行之间具有更强的竞争关系和监督作用,同时该地区的证券市场相对发展更完善,分析师从业人数更多、专业水平也好,因此上市公司具有更强的动机通过商业联系,如广告投入等加强与媒体机构之间的联动。在这种利益关系的影响下,尤其是经营管理效率越好的企业,越倾向于通过媒体和分析师进行报道和宣传,更频繁地向市场传递公司的内部信息信息,以求获得更多投资者的目光;而效益较差或者亏损

的公司会尽可能减少公司广告投入,尽量减少媒体就够对其关注度,从而降低企业管理层面的负面消息被发现和报道的可能性。可见,媒体报道、分析师对上市公司股价波动的影响与其所在地市场化程度密切相关。

表5是媒体报道、分析师与股价波动根据市场化程度高低的分样本回归结果。其中,本文根据“2008-2014年樊纲市场化指数”的评分均值进行高低组分类,引入市场化程度虚拟变量Market,评分指数大于均值的,为高市场化程度地区,定义为1;反之,则为0。我们可以看到,媒体报道正面倾向、分析师乐观预测偏差和两者交互项的系数正负号和显著性均未发生改变,且符合我们假说,说明本文假说稳健。但可以看到,除了分析师乐观预测,在市场化程度高的地区样本中,媒体报道正面倾向、交互项的系数绝对值均比市场化程度低的地区大。因此,本文推论:相比于市场化程度较低的地区,媒体报道、分析师对上市公司股价的影响在市场化程度高的地区作用力度更大。

表5 市场化程度与信息渠道作用回归结果

| | 市场化程度高 | | 市场化程度低 | |
|---------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) |
| Slantpos1 | -0.156 *** (-6.010) | | -0.101 *** (-4.446) | |
| Slantpos2 | | -0.161 *** (-6.066) | | -0.100 *** (-4.328) |
| Optimism | -0.163 *** (-12.790) | -0.163 *** (-12.803) | -0.171 *** (-14.449) | -0.170 *** (-14.433) |
| Slantpos1 × Optimism | 0.206 *** (5.613) | 0.212 *** (5.670) | 0.146 *** (4.408) | 0.146 *** (4.335) |
| 其他控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Fixed Effect: Industry | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Fixed Effect: Year | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Adjusted - R ² | 0.433 | 0.433 | 0.342 | 0.342 |
| Observations | 16173 | 16173 | 13446 | 13446 |

表6是信息渠道在不同市场化程度地区的作用差异检验回归结果。我们可以看到,媒体正面报道倾向、分析师乐观预测偏差对股价下行风险的影响系数显著为负,符合假说1。且Market与媒体正面报道倾向、分析师乐观预测偏差的交互项系数显著为负,说明媒体正面报道倾向、分析师乐观预测偏差在市场化程度高的地区作用更大,符合本文预期。媒体报道正面倾向与分析师乐观预测偏差交互项系数显著为正,且三次交互项系数Market × Slantpos × Optimism同样显著为正,同样说明“过度关注偏差”机制在市场化程度较高的地区影响力度更大。符合本文预期。

(三) 稳健性检验

考虑到本文中解释变量对被解释变量的非线性影响和遗漏变量(包括可观测变量和不可观测变量)存在,导致基准模型的估计结果有偏的可能,即有可能会引发内生性问题。因此,本文选择倾向得分匹配法(PSM)研究媒体报道正面报道倾向和分析师乐观预测对股票波动负收益偏态系数NCSKEW产生的影响。回归结果显示,本文结论依旧稳健。限于篇幅,详情备索。

表6 信息渠道在不同市场化程度地区的作用差异检验

| | (1) | (2) |
|------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Slantpos1 | -0.090 *** (-3.786) | |
| Slantpos2 | | -0.088 *** (-3.673) |
| Optimism | -0.140 *** (-12.304) | -0.140 *** (-12.294) |
| Slantpos × Optimism | 0.136 *** (3.910) | 0.136 *** (3.839) |
| Market | 0.113 *** (14.271) | 0.113 *** (14.298) |
| Market × Slantpos | -0.089 *** (-2.582) | -0.096 *** (-2.710) |
| Market × Optimism | -0.113 *** (-7.799) | -0.113 *** (-7.810) |
| Market × Slantpos × Optimism | 0.100 ** (2.006) | 0.107 ** (2.098) |
| 其他控制变量 | 控制 | 控制 |
| Fixed Effect: Industry | Yes | Yes |
| Fixed Effect: Year | Yes | Yes |
| Adjusted - R ² | 0.386 | 0.386 |
| Observations | 29619 | 29619 |

六、结论

本文以2006-2015年中国A股上市公司的媒体报道倾向、分析师预测数据和上市公司财务数据为样本,实证分析了媒体报道倾向、分析师乐观预测偏差对A股上市公司负收益偏态系数的影响。研究发现,媒体报道正向倾向和分析师乐观预测对上市公司股价负收益偏态系数同时具有显著的负向影响,即媒体报道正向倾向越高、分析师预测越乐观,上市公司股票收益越高。但是媒体报道正向倾向与分析师乐观预测交互项对股价负收益偏态系数具有显著正向影响,即媒体正面倾向与分析师乐观预测两者共同作用是降低了上市公司股票收益,存在着“信息过度关注偏差”机制。本文研究还发现,媒体报道、分析师预测、“信息过度关注偏差”等机制在不同市场化程度地区均显著存在,但该机制在市场化程度高的地区的作用力度比市场化程度低的地区更强,主要是因为市场化程度高的地区信息更加容易媒体和分析师捕捉,且企业在市场化程度高的地区更倾向于通过媒体和分析师披露信息,从而产生更强的过度关注。

本文结论的启示在于:(1)要建立培育公开透明、长期稳定健康发展的股票市场,不能忽视媒体、分析师等因素作用。本文研究发现,媒体报道的倾向选择、分析师预测的乐观偏差均对股票负收益偏态系数具有显著的负向影响。不仅要求媒体、分析师等相关从业人员要遵循职业操守,还要求相关监管部门要引导他们保持客观、中立和冷静的态度,加强对那些蓄意夸张事实、篡改标题吸引眼球、编造传播虚假财经信息等违规行为的打击力度。(2)规范媒体、分析师的社会责任,防止偏激市

场情绪在不同信息渠道之间传染。媒体、分析师等从业人员均存在认知偏差,要提防他们被信息网络上部分有偏的观点传染,防止出现系统性有偏报道导致股票市场剧烈波动,推动健康、有序的资本市场秩序建设。

参考文献

- 才国伟、邵志浩、徐信忠,2015。“企业和媒体存在合谋行为吗?——来自中国上市公司媒体报道的间接证据”,《管理世界》,第7期,第158-169页。
- 曹廷求、张光利,2020。“自愿性信息披露与股价崩盘风险:基于电话会议的研究”,《经济研究》,第11期,第191-207页。
- 黄俊、郭照蕊,2014。“新闻媒体报道与资本市场定价效率——基于股价同步性的分析”,《管理世界》,第5期,第121-130页。
- 李培功、沈艺峰,2010。“媒体的公司治理作用:中国的经验证据”,《经济研究》,第4期,第14-27页。
- 罗进辉,2012。“媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角”,《金融研究》,第10期,第153-166页。
- 吕敏康、陈晓萍,2018。“分析师关注,媒体报道与股价信息含量”,《厦门大学学报:哲学社会科学版》,第2期,第75-84页。
- 潘越、戴亦一、林超群,2011。“信息不透明,分析师关注与个股暴跌风险”,《金融研究》,第9期,第138-151页。
- 邵志浩、才国伟,2017。“媒体报道与股票收益”,《中山大学学报(社会科学版)》,第6期,第198-209页。
- 沈艳、王靖一,2021。“媒体报道与未成熟金融市场信息透明度——中国网络借贷市场视角”,《管理世界》,第2期,第35-50页。
- 吴武清、赵越、闫嘉文、汪寿阳,2020。“分析师文本语调会影响股价同步性吗?——基于利益相关者行为的中介效应检验”,《管理科学学报》,第9期,第19页。
- 许年行、江轩宇、伊志宏、徐信忠,2012。“分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险”,《经济研究》,第7期,第128-141页。
- 伊志宏、朱琳、陈钦源,2019。“分析师研究报告负面信息披露与股价暴跌风险”,《南开管理评论》,第5期,第192-206页。
- 原红旗、黄倩茹,2007。“承销商分析师与非承销商分析师预测评级比较研究”,《中国会计评论》,第3期,第285-304页。
- 张宗新、吴钊颖,2021。“媒体情绪传染与分析师乐观偏差——基于机器学习文本分析方法的经验证据”,《管理世界》,第1期,第170-185页。
- 赵璨、陈仕华、曹伟,2020。“‘互联网+’信息披露:实质性陈述还是策略性炒作——基于股价崩盘风险的证据”,《中国工业经济》,第3期,第176-194页。
- 周铭山、林靖、许年行,2016。“分析师跟踪与股价同步性——基于过度反应视角的证据”,《管理科学学报》,第6期,第49-73页。
- Barber, B. M., T. Odean, 2008, “All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors”, *The Review of Financial Studies*, 21(2): 785-818.
- Barberis, N., A. Shleifer, J. Wurgler, 2005, “Comovement”, *Journal of Financial Economics*, 75(2): 283-317.
- Bartram, S. M., G. Brown, R. M. Stulz, 2012, “Why Are Us Stocks More Volatile?”, *The Journal of Finance*, 67(4): 1329-1370.
- Bushee, B. J., J. E. Core, W. Guay, S. J. Hamm, 2010, “The Role of the Business Press as an Information Intermediary”, *Journal of Accounting Research*, 48(1): 1-19.
- Byard, D., K. W. Shaw, 2003, “Corporate Disclosure Quality and Properties of Analysts’ Information Environment”, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 18(3): 355-378.
- Dang, T. L., M. Dang, L. Hoang, L. Nguyen, H. L. Phan, 2020, “Media Coverage and Stock Price Synchronicity”, *International Review of Financial Analysis*, 67: 101430.
- Dang, T. L., F. Moshirian, B. Zhang, 2015, “Commonality in News Around the World”, *Journal of Financial Economics*, 116(1): 82-110.
- Davis, A., 2005, “Media Effects and the Active Elite Audience: A Study of Communications in the London Stock Exchange”, *European Journal of Communication*, 20(3): 303-326.
- Dyck, A., A. Morse, L. Zingales, 2010, “Who Blows the Whistle on Corporate Fraud?”, *The Journal of Finance*, 65(6): 2213-2253.
- Dyck, A., L. Zingales, 2003, *The Media and Asset Prices* [R].
- Fama, E. F., 1970, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, 25(2): 383-417.

- Fernandes, N. , M. A. Ferreira, 2008, “Does International Cross – Listing Improve the Information Environment”, *Journal of Financial Economics*, 88(2) : 216 – 244.
- Garcia, D. , 2013, “Sentiment During Recessions”, *The Journal of Finance*, 68(3) : 1267 – 1300.
- Hong, H. , J. C. Stein, 1999, “A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets”, *The Journal of Finance*, 54(6) : 2143 – 2184.
- Hutton, A. P. , A. J. Marcus, H. Tehranian, 2009, “Opaque Financial Report, R2, and Crash Risk”, *Journal of Financial Economics*, 94(1) : 67 – 86.
- Jin, L. , S. C. Myers, 2006, “R2 around the World: New Theory and New Tests”, *Journal of Financial Economics*, 79(2) : 257 – 292.
- Kim, J. B. , Y. Li, L. Zhang, 2011, “Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm – Level Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 100(3) : 639 – 662.
- Kim, J. B. , L. Zhang, 2016, “Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm – Level Evidence”, *Contemporary Accounting Research*, 33(1) : 412 – 441.
- Kothari, S. P. , N. Mizik, S. Roychowdhury, 2016, “Managing for the Moment: The Role of Earnings Management Via Real Activities Versus Accruals in Seo Valuation”, *The Accounting Review*, 91(2) : 559 – 586.
- Kross, W. , B. Ro, D. Schroeder, 1990, “Earnings Expectations: The Analysts’ Information Advantage”, *Accounting Review*: 461 – 476.
- Lim, T. , 2001, “Rationality and Analysts’ Forecast Bias”, *The Journal of Finance*, 56(1) : 369 – 385.
- Malmendier, U. , G. Tate, 2005, “Does Overconfidence Affect Corporate Investment? Ceo Overconfidence Measures Revisited”, *European Financial Management*, 11(5) : 649 – 659.
- Mola, S. , M. Guidolin, 2009, “Affiliated Mutual Funds and Analyst Optimism”, *Journal of Financial Economics*, 93(1) : 108 – 137.
- Morek, R. , B. Yeung, W. Yu, 2000, “The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?”, *Journal of Financial Economics*, 58(1 – 2) : 215 – 260.
- Piotroski, J. D. , D. T. Roulstone, 2004, “The Influence of Analysts, Institutional Investors, and Insiders on the Incorporation of Market, Industry, and Firm – Specific Information Into Stock Prices”, *The Accounting Review*, 79(4) : 1119 – 1151.
- Roll, R. , 1988, “Presidential Address: R2”, *The Journal of Finance*, 43: 540 – 566.
- Shiller, R. J. , 2000, “Measuring Bubble Expectations and Investor Confidence”, *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 1(1) : 49 – 60.
- Tetlock, P. C. , 2007, “Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market”, *The Journal of Finance*, 62(3) : 1139 – 1168.
- Veldkamp, L. L. , 2006, “Information Markets and the Comovement of Asset Prices”, *The Review of Economic Studies*, 73(3) : 823 – 845.
- Womack, K. L. , 1996, “Do Brokerage Analysts’ Recommendations Have Investment Value?”, *The Journal of Finance*, 51(1) : 137 – 167.
- Yu, F. F. , 2008, “Analyst Coverage and Earnings Management”, *Journal of Financial Economics*, 88(2) : 245 – 271.

Research on the Information Dissemination Mechanism of Stock Price Fluctuation: From the Perspective of Media Reportage and Analysts’ Forecast

Zhang Chengjiu Wu Huaqiang Cai Guowei Xu Xinzhong

Abstract: The media reportage and analysts’ forecast are important communication channels through which information

affects stock price. In the capital market of our country, with the improvement of the information disclosure mechanism and the development of financial service institutions, media reportage and analysts' forecast have become the "information bridge" among listed companies, investors and regulatory authorities. Information intermediaries, such as the media and analysts, have greatly improved the efficiency of market information dissemination, and created a good external information environment for the capital market. Existing research shows that the better the quality of information disclosure and the higher the transparency of information disclosure, the lower the risk of capital market stock price collapse. The 14th Five Year Plan and the 2035 Vision emphasizes that, we will establish an effective financial system to support the real economy and increase the proportion of direct financing. In this context, discussing the impact of media reportage and analyst forecast on stock price fluctuations, has important practical significance for fostering a stable and healthy stock market, so as to enhance the direct financing capabilities of the capital market.

This paper takes the media reporting tendency, analysts' forecast data and listed companies' financial data of China's A-share listed companies from 2006 to 2015 as samples, and empirically analyzes the influence of media reporting tendency and analysts' optimistic forecast deviation on the negative earnings skewness coefficient of A-share listed companies. It is found that the positive tendency of media reportage and the optimistic forecast of analysts have a significant negative impact on the skewness coefficient of the negative return of stock prices of listed companies. That is, the higher the positive tendency of media reportage and the more optimistic the forecast of analysts are, the higher the return of stock prices of listed companies will be. However, the interaction between the positive tendency of media reportage and the optimistic forecast of analysts has a significant positive effect on the skewness coefficient of negative stock price returns, that is, the combined effect of the positive tendency of media reportage and the optimistic forecast of analysts reduces the stock returns of listed companies, and there is a mechanism of "excessive attention to information bias". This study also found that the media reportage and analysts' forecast, such as "information focusing too much on deviation" mechanism in different areas were significantly exist marketing degree, but the mechanism play the role of a high degree of marketization of the region's strength is stronger than the low degree of marketization of the region, mainly because of high degree of marketization of the region information easier to media and analysts to capture, In addition, in regions with high degree of marketization, enterprises are more inclined to disclose information through the media and analysts, resulting in stronger excessive attention.

Keywords: Media Reportage; Analysts' Forecast; Stock Price Fluctuation.

(责任编辑:柳阳)