

[文章编号] 1003-4684(2022)06-0043-06

# 媒体报道、分析师关注及股价崩盘风险

崔 兵, 散崇文

(湖北工业大学经济与管理学院, 湖北 武汉 430068)

**[摘 要]** 股价崩盘风险严重损害资本市场健康稳定发展,已有研究鲜从媒体和分析师共同作用的角度探讨股价崩盘风险形成机制。鉴于此,选取 2011—2020 年沪深 A 股上市公司为研究样本,运用面板回归模型,实证分析媒体和分析师这两种信息中介对股价崩盘风险的影响。结果表明,媒体报道的增加会引起更高的分析师关注度,并通过分析师关注的市场压力渠道加剧股价崩盘风险。基于上述结论提出如下建议:一是加强资本市场新闻媒体监管,树立媒体机构的公信力,引导媒体发挥信息中介的积极作用;二是加强分析师专业素质培育,促使其理性分析媒体信息,客观公正地进行信息披露。

**[关键词]** 股价崩盘风险;信息中介;媒体关注;分析师关注;市场压力机制

**[中图分类号]** F832.51 **[文献标识码]** A

股价崩盘指股市整体或个股在毫无征兆下大幅下跌的现象。在我国股市蓬勃发展时期,股价崩盘严重损害股民财产利益,打击股民信心,破坏金融市场稳定,预防和降低股价崩盘风险是维护证券市场健康稳定发展的必然要求。

媒体和分析师作为重要的信息中介,在金融市场中搜集、挖掘信息,改善信息不对称程度(朱红军,2007;黄俊,2014)<sup>[1-2]</sup>。然而,也有研究表明媒体及分析师关注会对管理层产生压力,导致其隐瞒公司负面信息,从而恶化资本市场信息环境(王昶,2017;韩艳锦,2021)<sup>[3-4]</sup>。由此可见,现有研究对于媒体报道、分析师关注与股价崩盘风险三者的相关性存在理论分歧。基于此,本文通过实证分析,检验媒体报道及分析师关注对股价崩盘风险的影响,以期弥补现有理论分歧。

## 1 理论分析与研究假设

对股价崩盘风险的研究主要源自信息隐藏假说:在缺乏信息透明度的公司中,内部知情人出于自身利益考虑,可能会对风险信息进行隐瞒。当负面消息最终曝光时,股价暴跌的现象就会发生。媒体和分析师作为信息中介,在资本市场的价格发现过程中发挥作用,是股价崩盘风险的重要影响因素。本文试图结合两者对股价崩盘风险进行解释。

### 1.1 媒体报道和股价崩盘风险

媒体作为承担社会舆论监督责任的“第四种权力”,在资本市场扮演着重要角色。首先,媒体发挥着信息中介的作用,罗增辉(2013)<sup>[5]</sup>证明了上市公司的股价信息会随着媒体曝光而增多。其次,媒体充当着公司外部治理的角色,媒体会通过声誉机制监督管理层行为(Dyck A,2002)<sup>[6]</sup>。然而,我国媒体行业的监管机制尚未成熟,媒体的治理作用可能面临如下障碍:

1)媒体存在有偏报告,才国伟(2015)<sup>[7]</sup>发现媒体在上市公司的操纵下向市场传达偏差信息;

2)媒体会给管理层带来维持自身利益的压力,管理层会通过盈余管理的方式满足市场预期(应千伟,2017)<sup>[8]</sup>;

3)市场充斥着大量非理性投资者,媒体提及更多的股票会诱发更多投资者关注,从而驱使过度交易,导致短期内股价面临上升压力(饶育蕾,2010)<sup>[9]</sup>。

综上,上市公司媒体曝光度的提高可能会激发管理层的盈余管理动机、促使投资者的非理性行为,从而导致公司真实信息堵塞,故本文提出第一个研究假设

H1:媒体关注度越高,公司股价崩盘风险越大。

### 1.2 分析师跟踪与股价崩盘风险

分析师作为另一个重要的信息媒介,在资本市

[收稿日期] 2021-11-21

[基金项目] 国家社科基金(22BJL035)

[第一作者] 崔 兵(1974—),男,湖北恩施人,经济学博士,湖北工业大学教授,研究方向为制度与行为金融学,制度与行为经济学

[通信作者] 散崇文(1997—),男,湖北襄阳人,湖北工业大学硕士研究生,研究方向为金融学

场上搜集公开信息并向投资者传递信号,从而增加上市公司股价信息,降低股价同步性(李春涛等,2016)<sup>[10]</sup>。

然而,分析师能否发挥信息中介的功能还取决于其他因素。Degeorge 等(2013)<sup>[11]</sup>研究发现,分析师关注和盈余管理的关系会受到金融发展程度的影响;裴平等(2021)<sup>[12]</sup>发现分析师覆盖会强化现金流风险对股价崩盘风险的加剧作用。由此可见,分析师跟踪并没有改善信息不对称程度,反而会恶化信息环境。基于此,本文提出第二个研究假设

H2: 分析师关注度越高,公司股价崩盘风险越大。

1.3 媒体报道和分析师跟踪行为

媒体和分析师共同作为连接投资者和公司的信息中介,两者之间存在怎样的关系?

根据 Ravi Bhushan 提出的分析师服务供求模型,分析师的跟随程度取决于分析师服务总需求和总供给的均衡数量,且该供求状况会受到信息披露程度的影响。一方面,媒体为分析师提供了报告素材,分析师在搜集信息时更注重市场公开信息,尤其亲睐各种财经媒体的新闻报道,较少采用私人接触的方式(胡奕明,2003)<sup>[13]</sup>,因此媒体关注对中国证券分析服务的供给具有正向影响作用。另一方面,中国资本市场上云集大量散户,需要分析师提供预测报告,而媒体报道会增加分析师报告的信息含量,因此媒体关注度越高,市场对中国证券分析服务的需求也会越高。所以,媒体会从供需两方面对分析师跟进行为产生影响。

同时,媒体在对公司进行报道时经常采取分析师报告的建议,且分析师也愿意自己的观点被商业媒体引用,因为这样可以提高自身知名度,从而导致分析师关注度越高的公司受到更多的媒体曝光。综上所述,本文提出第三个研究假设

H3: 分析师关注与媒体关注之间存在相互促进关系。

1.4 媒体关注、分析师跟踪及股价崩盘风险

媒体与分析师关注均有可能加剧股价崩盘风险,需要进一步探究二者通过怎样的路径对风险产生影响。一方面,媒体报道越多的公司会引起更多分析师关注,进而加大了管理层压力,促使其进行信息操纵行为;另一方面,分析师关注较高的公司会引起更多媒体报道,从而造成投资者的注意力偏差,加剧了市场信息不对称程度。基于此,本文提出第四个竞争性研究假设

H4a: 媒体通过增强分析师关注进而加剧股价崩盘风险。

H4b: 分析师通过增强媒体关注进而加剧股价崩盘风险。

2 实证设计

2.1 研究样本及来源

本文选取 2011—2020 年 A 股所有上市公司的数据作为初始样本,为进行有效估计做出以下处理: 1) 剔除 ST 或 PT 公司; 2) 剔除金融行业公司; 3) 剔除年交易周数小于 30 的样本公司; 4) 对变量进行上下 1% 分位数的 winsorize 处理。最终获得 18595 个有效样本。

本文相关财务数据来源于 CSMAR 数据库; 媒体报道数据来自中国研究数据服务平台。样本数据采用 STATA16.0 处理。

2.2 变量定义与指标构建

2.2.1 股价崩盘风险 本文选取两种不同指标对股价崩盘风险进行测度。首先采取如下回归:

$$r_{i,k} = \alpha_i + \beta_1 r_{m,k-2} + \beta_2 r_{m,k-1} + \beta_3 r_{m,k} + \beta_4 r_{m,k+1} + \beta_5 r_{m,k+2} + \epsilon_{i,k} \tag{1}$$

其中:  $r_{i,k}$  为公司  $i$  在第  $k$  周的收益率;  $r_{m,k}$  为所有股票第  $k$  周的平均收益率。选取残差项  $\epsilon_{i,k}$ , 令  $W_{i,k} = \ln(1 + \epsilon_{i,k})$  得到周特质收益率  $W_{i,k}$ , 并据此构建 2 个度量指标:

$$NCSKEW_{i,t} = \frac{-n - (n-1)^{\frac{3}{2}} \sum W_{i,\varphi}^3}{(n-1)(n-2) \left( \sum W_{i,\varphi}^2 \right)^{\frac{3}{2}}} \tag{2}$$

$$DUVOL_{i,t} = \ln \frac{(n_u - 1) \sum_{UP} W_{i,k}^2}{(n_d - 1) \sum_{DOWN} W_{i,k}^2} \tag{3}$$

2.2.2 媒体关注 互联网的高速发展使网络媒体比报刊更具有普及力,且随着各种财经网站的建设,网络财经新闻的专业性也在不断提升,故本文选择网络媒体报道作为研究对象,并以中国研究数据服务平台中 CFND 数据库作为数据来源。将所获得的网络媒体报道总数加 1 后取自然对数,记作公司年度媒体关注 Media。

2.2.3 分析师关注 分析师关注通常被定义为预测某家上市公司的分析师人数。为了方便统计,分析师只要在一年内发布过某家上市公司的一份预测报告,就算关注过该公司。将得到的分析师人数加 1 后取自然对数,得到分析师关注 Analyst。

2.2.4 控制变量 在控制变量方面,本文根据主流研究选取以下控制变量: 股票年度平均周收益率(Ret)、股票年度周收益率的标准差(Sigma)、资产规模(Size)、资产回报率(Roa)、资产负债率(Lev)、公司透明度(Opaque)、月均超额换手率(Turn-over)、年度虚拟变量(Year)、行业虚拟变量(Indus-

try)。具体的变量定义及测度见表 1。

表 1 变量定义	
变量符号	变量名称及计算方法
NCSKEW	负收益偏态系数,见式(2)
DUVOL	收益率上下波动比例,见式(3)
Media	媒体关注度,媒体报道数量加 1 后的自然对数值
Analyst	分析师关注度,分析师跟踪人数加 1 后的自然对数值
Ret	平均周收益率,股票的平均周收益率
Sigma	收益率波动,股票周收益率的标准差
Size	公司规模,总资产的自然对数值
LEV	资产负债率,总负债/总资产
Roa	总资产收益率,总利润/总资产
Opaque	公司透明度,Jones 模型计算得到的可操控性应计利润绝对值
Turnover	超额月均换手率,当年和上一年月均换手率的差值

2.3 模型设计

$$\text{Crash}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Media}_{i,t-1} + \sum \text{Controls}_{i,t-1} + \epsilon$$

(4)

$$\text{Crash}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Analyst}_{i,t-1} + \sum \text{Controls}_{i,t-1} + \epsilon$$

(5)

表 2 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
NCSKEW	18595	-0.28	0.73	-5.17	4.12	-0.24
DUVOL	18595	-0.19	0.49	-2.22	2.24	-0.19
Media	18595	5.35	1.01	0.69	10.81	5.3
Analyst	18595	2.01	0.91	0.69	4.34	1.95
Ret	18595	0	0.01	-0.07	0.15	0
Sigma	18595	0.06	0.03	0.01	0.25	0.06
Size	18595	22.46	1.35	17.78	28.64	22.26
LEV	18595	0.43	0.2	0.01	1.35	0.42
Roa	18595	0.04	0.07	-1.07	0.59	0.04
Opaque	18595	0.08	0.15	0	6.33	0.05
Turnover	18595	-0.12	0.53	-6.89	4.2	-0.04

3.2 多元回归分析

3.2.1 假设 H1、H2 首先,验证股价崩盘风险是否会受到媒体及分析师关注的影响,回归结果如表 3 所示。表中回归(1)是对媒体关注的检验,在控制其他因素不变的情况下,Media<sub>*t-1*</sub> 的回归系数为 0.027,在 1%的水平下显著,表明媒体关注越高,公司的股价崩盘风险越高,证实了假设 H1。回归(2)将解释变量更换为分析师关注后发现,Analyst<sub>*t-1*</sub> 的回归系数也在 1%的水平下显著为正,说明分析师关注度的上升加剧了股价崩盘风险,证实了假设 H2。同样以 DUVOL 为衡量标准时,也能得到相同

$$\text{Analyst}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Media}_{i,t} + \epsilon$$

(6)

$$\text{Crash}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Media}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Analyst}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{Media}_{i,t-1} \times \text{Analyst}_{i,t-1} + \sum \text{Controls}_{i,t-1} + h$$

(7)

在上述模型中,模型(4)和模型(5)用于验证假设 H1、H2,主要关注 Media 和 Analyst 的系数显著性及方向;模型(6)用于验证假设 H3,主要关注媒体及分析师关注的相互系数;模型(7)用于验证假设 H4、H5,主要关注交互项 Media×Analyst 的系数,用来验证两者作用的相关机制。

3 实证结果

3.1 描述性统计分析

各个变量的描述性统计结果列示在表 2 中。由表 2 可知,在近 10 年中:1)股价崩盘风险 NCSKEW、DUVOL 的均值分别-0.28、-0.19,标准差分别为 0.73、0.49,说明我国上市公司的股价崩盘风险存在较大的差异;2)媒体关注 Media 均值为5.35,说明网络媒体的覆盖面较广,几乎涉及所有 A 股上市公司;3)分析师关注指标 Analyst 的均值为 2.01,标准差为 0.91,说明不同公司受分析师的关注情况存在较大差异。

结论。

通过实证发现,媒体及分析师均对股价崩盘风险存在加剧效应,但两者的共同作用会对股价崩盘产生什么影响,值得进一步论证。

3.2.2 假设 H3 将媒体关注 Media 及分析师关注 Analyst 依次作为解释变量相互进行回归,结果列示在表 4 中。由回归(3)和(4)可知,两者之间的回归系数均在 1%水平上显著为正,说明媒体关注度越高的公司会引起更多证券分析师跟踪,同时分析师关注较高的公司也会受到更多媒体报道,证明了假设 H3。

表 3 媒体关注、分析师关注对股价崩盘风险影响的回归结果

Variable	回归(1)		回归(2)	
	NCSKEW <sub>t</sub>	DUVOL <sub>t</sub>	NCSKEW <sub>t</sub>	DUVOL <sub>t</sub>
Media <sub>t-1</sub>	0.027*** (3.23)	0.017*** (3.19)		
Analyst <sub>t-1</sub>			0.095*** (11.33)	0.061*** (11.00)
Ret <sub>t-1</sub>	11.907*** (12.69)	8.097*** (12.85)	11.516*** (12.34)	7.850*** (12.52)
Sigma <sub>t-1</sub>	-1.056** (-2.46)	-1.134*** (-3.93)	-0.813* (-1.95)	-0.974*** (-3.46)
Size <sub>t-1</sub>	-0.038*** (-4.85)	-0.036*** (-6.81)	-0.053*** (-7.51)	-0.046*** (-9.46)
LEV <sub>t-1</sub>	-0.110*** (-2.58)	-0.080*** (-2.73)	-0.081* (-1.90)	-0.061** (-2.09)
Roa <sub>t-1</sub>	0.365*** (2.72)	0.196** (2.22)	-0.096(-0.70)	-0.097(-1.08)
Opaque <sub>t-1</sub>	0.062(1.38)	0.037(1.35)	0.054(1.18)	0.031(1.15)
Turnover <sub>t-1</sub>	-0.033** (-2.28)	-0.022** (-2.35)	-0.031** (-2.15)	-0.021** (-2.23)
Industry	已控制	已控制	已控制	已控制
Year	已控制	已控制	已控制	已控制
C	0.308* (1.81)	0.432*** (3.80)	0.724*** (4.52)	0.744*** (6.91)
Adj-R <sup>2</sup>	0.064	0.074	0.072	0.081

\*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 的显著性水平,括号中的数字为 T 值,下同

表 4 媒体关注和分析师关注相互影响的回归结果

Variable	回归(3)	回归(4)
	Analyst	Media
Media	0.272*** (-33.85)	
Analyst		0.269*** (-36.82)
Ret	2.936*** (3.47)	10.913*** (12.70)
Sigma	10.574*** (27.68)	-3.697*** (-9.75)
Size	0.401*** (56.54)	0.199*** (27.58)
LEV	-0.083** (-2.10)	-0.501*** (-12.39)
Roa	-0.029(-0.22)	3.521*** (19.79)
Opaque	-0.040(-1.18)	0.139*** (3.64)
Turnover	-0.027** (-2.36)	-0.023** (-2.02)
Industry	已控制	已控制
Year	已控制	已控制
C	-4.234*** (-26.84)	-3.475*** (-23.78)
Adj-R <sup>2</sup>	0.464	0.331

3.2.3 假设 H4 第一步,同时加入媒体及分析师关注两个解释变量对股价崩盘风险进行回归。将回归(5)与回归(1)对比发现,在保持其他变量不变并加入分析师关注后,媒体关注度的系数变小且不再显著,而分析师关注系数仍然在 1%水平上显著,说明媒体关注无法对股价崩盘风险直接产生影响,而是通过分析师关注这一渠道发挥作用。

第二步在上述模型中加入两者的交互项。回归(6)显示交互项的系数显著为正,这表明媒体关注度上升会引起更多分析师跟踪,管理层在分析师密切关注的压力下隐瞒公司负面信息,从而加剧股价崩盘风险,证实了假说 H4。

表 5 加入交互项后的回归结果

Variable	回归(1)		回归(2)	
	NCSKEW <sub>t</sub>	DUVOL <sub>t</sub>	NCSKEW <sub>t</sub>	DUVOL <sub>t</sub>
Media <sub>t-1</sub>	0.001(0.15)	0.001(0.24)	-0.002(-0.17)	-0.001(-0.14)
Analyst <sub>t-1</sub>	0.095*** (10.86)	0.061*** (10.60)	0.097*** (10.96)	0.062*** (10.74)
Media <sub>t-1</sub> × Analyst <sub>t-1</sub>			0.014** (1.97)	0.010** (2.26)
Ret <sub>t-1</sub>	11.511*** (12.32)	7.846*** (12.51)	11.519*** (12.34)	7.852*** (12.52)
Sigma <sub>t-1</sub>	-0.826* (-1.93)	-0.987*** (-3.42)	-0.794* (-1.85)	-0.963*** (-3.34)
Size <sub>t-1</sub>	-0.054*** (-6.74)	-0.046*** (-8.54)	-0.056*** (-6.88)	-0.048*** (-8.69)
LEV <sub>t-1</sub>	0.081* (-1.89)	-0.061** (-2.09)	-0.074* (-1.74)	-0.056* (-1.91)
Roa <sub>t-1</sub>	-0.097(-0.71)	-0.098(-1.09)	-0.114(-0.83)	-0.111(-1.23)
Opaque <sub>t-1</sub>	0.054(1.18)	0.031(1.15)	0.053(1.17)	0.031(1.13)
Turnover <sub>t-1</sub>	-0.031** (-2.15)	-0.021** (-2.23)	-0.030** (-2.10)	-0.020** (-2.16)
Industry	已控制	已控制	已控制	已控制
Year	已控制	已控制	已控制	已控制
C	0.490*** (2.79)	0.568*** (4.80)	0.532*** (2.98)	0.600*** (5.01)
Adj-R <sup>2</sup>	0.072	0.073	0.081	0.082



3.3 分组进一步分析

相对于正面报道,公司的负面新闻可能提供目标企业更准确、更全面的信息,从而引起更多分析师关注(冯勇等,2021)<sup>[14]</sup>。为了检验媒体报道是否确如前文论述一样,可以通过分析师关注来加剧股价崩盘风险,本文根据媒体报道的内容将媒体报道分为正面报道及负面报道,并采用如下公式定义媒体

语气:

$$\text{MediaTone}_{i,t} = \frac{\text{pos}_{i,t} - \text{neg}_{i,t}}{\text{pos}_{i,t} + \text{neg}_{i,t}}$$

(8)

当  $\text{MediaTone}_{i,t} > 0$ ,可认为  $i$  公司在  $t$  年的整体媒体情绪为正;当  $\text{MediaTone}_{i,t} < 0$ ,可认为  $i$  公司在  $t$  年的整体媒体情绪为负。基于此,将样本分为两组,依次进行回归(表 6)。

表 6 不同媒体情绪下的回归分析

Variable	MediaTone <sub>i,t</sub> >0		MediaTone <sub>i,t</sub>	
	NCSKEW <sub>t</sub>	DUVOL <sub>t</sub>	NCSKEW <sub>t</sub>	DUVOL <sub>t</sub>
Media <sub>t-1</sub>	0.003(0.35)	0.004(0.60)	-0.011(-0.60)	-0.010(-0.86)
Analyst <sub>t-1</sub>	0.095*** (9.86)	0.057*** (8.87)	0.093*** (4.22)	0.072*** (5.07)
Media <sub>t-1</sub> × Analyst <sub>t-1</sub>	0.009(1.15)	0.008(1.47)	0.031** (2.19)	0.017* (1.83)
Ret <sub>t-1</sub>	11.755*** (11.42)	7.615*** (11.03)	9.433*** (4.35)	7.810*** (5.57)
Sigma <sub>t-1</sub>	-1.009** (-2.15)	-1.075*** (-3.41)	0.457(0.46)	-0.160(-0.25)
Size <sub>t-1</sub>	-0.046*** (-5.20)	-0.042*** (-7.14)	-0.078*** (-4.10)	-0.060*** (-4.86)
LEV <sub>t-1</sub>	-0.116** (-2.39)	-0.079** (-2.43)	0.104(1.02)	0.048(0.74)
Roa <sub>t-1</sub>	0.045(0.27)	0.026(0.24)	-0.584** (-2.04)	-0.504*** (-2.73)
Opaque <sub>t-1</sub>	0.035(0.73)	0.032(0.99)	0.110(1.35)	0.032(0.61)
Turnover <sub>t-1</sub>	-0.039*** (-2.62)	-0.028*** (-2.84)	0.016(0.45)	0.020(0.85)
Industry	已控制	已控制	已控制	已控制
Year	已控制	已控制	已控制	已控制
C	0.607*** (3.35)	0.699*** (5.75)	1.169*** (2.89)	0.963*** (3.68)
Adj-R <sup>2</sup>	0.070	0.079	0.092	0.101

由表 6 可知,当媒体为负面情绪时,分析师关注及交互项的系数依然在 5%水平上显著;媒体为正面情绪时,交互项系数不再显著,说明媒体的负面报道更易引起分析师关注,在分析师的关注压力下导致未来的股价崩盘。该结果支持了前文的论证。

3.4 稳健性检验

综上分析,媒体报道通过影响分析师关注加剧了股价崩盘风险,但分析师因个体不同也会持有不同预期。当分析师持有乐观心理预期时,其往往处于信息弱势的一方,对市场上的公开信息会更为敏感(周开国,2014)<sup>[15]</sup>,同时分析师的乐观偏差会传递到股价波动中。为了消除分析师普遍存在的乐观偏差对研究的影响,本节加入分析师乐观偏差这一控制变量进行稳健性检验。

表 7 记录了加入分析师乐观偏差后的稳健性检验结果。如表 7 所示,媒体及分析师关注的交互项系数依然显著为正,说明分析师的情绪偏差不会影响传导路径,在消除分析师的主观乐观性后,媒体报道依旧可以通过增强分析师关注度这一途径加剧股价崩盘风险。同样,将被解释变量换为 DUVOL,结论依然成立。

表 7 加入乐观偏差后的回归结果

Variable	NCSKEW <sub>t</sub>	DUVOL <sub>t</sub>
Media <sub>t-1</sub>	-0.001(-0.17)	-0.001(-0.12)
Analyst <sub>t-1</sub>	0.096*** (11.15)	0.061*** (10.63)
Media <sub>t-1</sub> × Analyst <sub>t-1</sub>	0.014** (2.01)	0.010** (2.32)
Ret <sub>t-1</sub>	11.775*** (12.54)	8.151*** (13.06)
Sigma <sub>t-1</sub>	-0.810* (-1.91)	-0.982*** (-3.49)
Size <sub>t-1</sub>	-0.055*** (-6.86)	-0.047*** (-8.79)
LEV <sub>t-1</sub>	-0.071(-1.62)	-0.052* (-1.79)
Roa <sub>t-1</sub>	-0.059(-0.40)	-0.046(-0.47)
Opaque <sub>t-1</sub>	0.056(1.36)	0.034(1.25)
Turnover <sub>t-1</sub>	-0.031** (-2.22)	-0.021** (-2.32)
Optimism <sub>t-1</sub>	0.032(1.31)	0.038** (2.31)
Industry	已控制	已控制
Year	已控制	已控制
C	0.482*** (2.70)	0.541*** (4.57)
Adj-R <sup>2</sup>	0.073	0.082

4 结论及建议

4.1 结论

1)我国资本市场上的媒体和分析师难以充当有效信息中介的角色,媒体及分析师关注度上升会加剧上市公司的股价崩盘风险。

2) 分析师关注和媒体关注之间存在相互促进的关系, 媒体报道的增加会增强分析师关注, 反之亦然。

3) 媒体关注度上升无法直接作用于股价崩盘风险, 而是通过增强分析师关注度间接发挥效果。媒体覆盖越多的公司, 会吸引更多证券分析师跟踪, 分析师持续关注会给管理层施加压力, 导致其刻意隐瞒公司风险消息, 加剧股价崩盘风险。在控制分析师情绪后, 结论仍然稳健。

4.2 建议

1) 现阶段我国新闻媒体仅充当了资本市场上传递信息的角色, 并不能有效改善信息不对称程度并发挥外部监督的功能, 应加强对媒体行业尤其是网络媒体的监管, 树立媒体的权威性和公信力。

2) 分析师应充分发挥其专业职能, 挖掘上市公司信息, 加强对公开媒体的引导, 为投资者提供更有价值的信息和建议。

[参 考 文 献]

[1] 朱红军, 何贤杰, 陶林. 中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗? ——基于股价同步性和股价信息含量的经验证据[J]. 金融研究, 2007(2): 110-121.

[2] 黄俊, 郭照蕊. 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[J]. 管理世界, 2014(5): 121-130.

[3] 王昶, 王敏, 龚钺. 媒体报道降低了股价崩盘风险吗? ——来自创业板的证据[J]. 金融与经济, 2017(4): 74-80.

[4] 韩艳锦, 冯晓晴, 宋建波. 基于信息生成环节的分析师关注与股价崩盘风险管理学报, 2021, 18(2): 279-286.

[5] 罗进辉, 蔡地. 媒体报道能够提高股价的信息含量吗? [J]. 投资研究, 2013, 32(5): 38-53.

[6] DYCK A, ZINGALES L. The corporate governance role of the media[J]. National Bureau of Economic Research Working Paper Series, 2002(9309): 107-140.

[7] 才国伟, 邵志浩, 徐信忠. 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[J]. 管理世界, 2015(7): 158-169.

[8] 应千伟, 吕昊婧, 邓可斌. 媒体关注的市场压力效应及其传导机制[J]. 管理科学学报, 2017, 20(4): 32-49.

[9] 饶育蕾, 彭叠峰, 成大超. 媒体注意力会引起股票的异常收益吗? ——来自中国股票市场的经验证据[J]. 系统工程理论与实践, 2010, 30(2): 287-297.

[10] 李春涛, 赵一, 徐欣. 按下葫芦浮起瓢: 分析师跟踪与盈余管理途径选择[J]. 金融研究, 2016(4): 144-157.

[11] DEGEORGE F, DING Y, EANGEANT J, et al. Analyst coverage, earnings management and financial development: an international study[J]. Journal of Accounting and Public Policy 2013, 32(1): 1-25.

[12] 裴平, 傅顺, 朱红兵. 分析师覆盖、现金流风险与股价崩盘[J]. 华东师范大学学报(哲学社会科学版), 2021, 53(1): 142-154+174.

[13] 胡奕明, 林文雄, 王玮璐. 证券分析师的信息来源、关注域与分析工具[J]. 金融研究, 2003(12): 52-63.

[14] 冯勇, 冯馨语. 媒体报道与分析师行为的相关性研究——基于我国上市公司的分析[J]. 会计之友, 2021(5): 75-83.

[15] 周开国, 应千伟, 陈晓娴. 媒体关注度、分析师关注度与盈余预测准确度[J]. 金融研究, 2012(2): 139-152.

Media Reports, Analyst Attention and Stock Price Crash Risk

CUI Bing, SAN Chongwen

(School of Economics and Management, Hubei Univ. of Tech., Wuhan 430068, China)

**Abstract:** The risk of stock price crash seriously damages the healthy and stable development of capital market. Throughout the research, it is rare to discuss the risk formation mechanism of stock price crash from the perspective of the joint role of the media and analysts. In view of this, this paper selects shares from Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2011—2020 as research samples and uses the panel regression model to empirically analyze the impact of these two information intermediaries on the risk of stock price collapse. The results show that the increase in media coverage will attract more attention from analysts and increase the risk through the market pressure channels that analysts are concerned about. Based on the above conclusions, this paper puts forward the following suggestions: First, to strengthen the supervision of the media in the capital market, establish the credibility of media organizations, and guide the media to play a positive role in information intermediary. Second, to strengthen the cultivation of the professional quality of analysts, and promote them to analyse open media information rationally and disclose information objectively and fairly.

**Keywords:** stock price crash risk; information intermediary; media attention; analyst attention; market pressure mechanism

[责任编辑: 张 众]