

媒体报道、会计稳健性与股价崩盘风险

康进军,王 敏,范英杰

(青岛大学 商学院,山东 青岛 266000)

[摘 要]新闻媒体的信息传播和监督治理功能在减少信息不对称、缓解管理者囤积坏消息等方面发挥着重要作用。以沪深A股上市公司2012—2018年非平衡面板数据为样本,通过OLS回归分析上市公司股价崩盘风险是否会受到媒体报道及会计稳健性的影响。实证结果表明,媒体报道和会计稳健性与股价崩盘风险呈显著负相关关系,会计稳健性可以强化媒体报道对股价崩盘风险的影响。进一步分析发现,媒体报道与股价崩盘风险之间的负相关主要集中在正面新闻报道较多的公司和诉讼或声誉风险较高的公司。

[关键词]媒体报道;会计稳健性;股价崩盘风险;信息效应;声誉效应;会计信息质量

[中图分类号]F275.5 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2021)03-0032-10

一、引言

股价崩盘指的是在没有任何信息预警的前提下,股票价格在短时间内由于突然发布有关公司的不利信息而急剧下跌的现象。股价崩盘严重损害投资者的利益,阻碍资本市场的稳定运营。我国股市成立时间尚短,市场机制尚未完善,崩盘现象偶有发生。因此,探究股价崩盘风险成为学术领域的热门话题。目前关于股价崩盘影响因素的研究大多集中在公司管理层囤积坏消息视角之上,现有研究表明,基于权责发生制的盈余管理^[1-2]、避税行为^[3]、股权激励^[4]、股票流动性^[5]、低效治理^[6]、CEO过度自信^[7]均有可能导致未来股价暴跌,相比之下,外部审计^[8]、制度环境^[9]、企业社会责任^[10]、宗教信仰^[11]和会计稳健性^[12]则缓解了未来股价崩盘的风险。

然而,现阶段对会计信息质量测度与股价崩盘风险之间的研究较少,例如从信息角度来看,财务报告应反映企业的风险来源,任何对企业有潜在负面影响的信息都应比具有潜在积极影响的信息更快地纳入财务报表,以便向报表使用者发出风险信号。会计稳健性作为会计信息质量最重要的原则之一,因其能更快识别坏消息的特性并降低信息不对称程度,从而能减小股价暴跌的可能性^[2]。除了公司信息层面之外,还有一个尚未被考虑的重要影响因素就是媒体报道,已有文献表明媒体通过揭发违规行为和会计欺诈参与公司内部治理^[13],媒体通过声誉机制提供的监督和信息外部性可以减少企业对坏消息的隐瞒进而改善企业信息环境。之前鲜有研究将媒体报道与会计信息结合起来考察企业隐藏坏消息的行为倾向,本文将2012—2018年沪深上市公司的非平衡面板数据为样本,分析上市公司股价崩盘风险是否会受到媒体报道及会计稳健性的影响。本文可能的贡献在于:(1)拟基于信息不对称和声誉机制理论,剖析媒体与股价崩盘风险之间的内在联系,验证媒体报道的治理效应。(2)将从媒体报道的视角出发,综合会计稳健性,探析内外部共同作用对股价崩盘风险的影响机制。(3)本文的研究可促进股票市场合理配置有效资源,为从业人员提供有关外部监督手段和内部信息质量在预测崩盘风险中有用性的证据。

[收稿日期]2020-10-28

[基金项目]国家社会科学基金项目(19BGL067)

[作者简介]康进军(1972—),男,山东威海人,青岛大学商学院副教授,硕士生导师,主要研究方向为公司财务与金融市场;王敏(1996—),女,山东滨州人,青岛大学商学院硕士生,主要研究方向为公司财务与金融,通讯作者,邮箱:wm199610@126.com;范英杰(1970—),女,黑龙江依安人,青岛大学商学院教授,硕士生导师,主要研究方向为管理会计。

二、理论分析与研究假设

(一) 媒体报道与股价崩盘风险

在全球金融危机之后的一段时间里,大量研究发现公司股价暴跌是管理层隐瞒坏消息的决定因素^[2]。Jin 和 Myers 发现代理问题所产生的机会主义与投资者和企业之间的信息不对称是造成股价暴跌的主要原因^[1]。随着信息透明度的提高,信息不对称程度得到缓解^[2],股价暴跌风险相应降低。黄新建等研究发现,媒体报道较多的公司更容易披露坏消息,媒体提供的信息和外部监控可以减少企业对机会主义内幕交易行为的隐瞒,改善资本市场信息环境,降低股价暴跌风险^[13]。

已有学者发现,媒体报道在抑制管理者隐瞒坏消息的动机和能力上大致可分为两种观点:一是媒体扮演信息中介角色,基于议程设置理论,可向公众自由、健康地传播财务信息,使投资者做出明智的投资决策^[14]。媒体通过呈现公司的真实情况加强对投资者的保护,鼓励风险套利者收集和交易自有信息,这既有利于将公司特定信息资本化为股票价格,又极大地提高外部投资者对未来坏消息的可预见性,即媒体通过降低股票投资者和公司内部人之间的信息不对称进而降低股价崩盘风险^[15]。二是基于声誉机制理论,媒体可以通过其监督作用约束管理者的机会主义行为从而改善公司治理。当公司遭遇财务欺诈时,管理者面临声誉损害与股东起诉风险,公众舆论的引导可以影响高管对项目或融资选择的决策,促使企业改变管理激励政策^[16];负面的媒体曝光可提高董事会的工作效率和质量,监督管理者履行受托责任,为增加股东财富而努力^[17],在公司的资本配置决策中发挥积极作用^[18]。故而媒体通过传播内幕交易活动的监管信息,增加管理者的诉讼风险和名誉成本,限制内部人员的未来交易利润^[19],增加信息透明度,以降低股价崩盘风险。

综上所述,媒体在股市中扮演信息中介者和不当行为监察者角色,均有助于减少管理层隐瞒坏消息的行为。媒体关注度越高,公司信息公开披露的程度越强,进而对投资者形成的保护越好。反之,透明度的提高和投资者保护的改善会鼓励投资者收集和交易专有信息,提前获取未公布的坏消息,降低私人信息搜索的成本。与此同时,基于频繁的媒体报道,企业管理者因声誉风险增加而囤积坏消息的能力减弱,媒体通过改善信息环境来约束管理者的自利行为。因此本文提出假设 1。

H1:在其他条件一定的情况下,媒体报道与股价崩盘风险呈负相关关系,即媒体报道越多,股价崩盘风险越小。

(二) 会计稳健性与股价崩盘风险

会计稳健性要求企业的未来事件对其财务状况产生负面影响时应做出审慎的会计选择和估计。换言之,企业应在谨慎判断的基础上采取会计处理方法,为可预见的未来风险做好准备^[20]。稳健的会计政策可以抵消管理者的机会主义行为,减少其操纵收益的动机,缓解公司内部的代理问题^[21],降低经理人夸大收益和净资产的可能,减轻外部股权投资者与内部人士相比的信息劣势地位。

本研究预测,会计稳健性降低股价崩盘风险的原因有三个方面:一是由于会计稳健性对损益确认的不对称处理要求有助于通过加速损失确认来减少内部人和外部投资者之间的信息不对称程度,缓解管理层向外部投资者隐瞒及囤积坏消息的倾向^[21],降低大量坏消息集中释放到市场的可能性,崩盘风险的概率降低;二是稳健性程度高的会计报告提供了可查对的“硬消息”,与不可核实的“软信息”相比(比如管理层的预测与非财务信息),可以对管理者的自愿披露行为通过事后追责的方式加以约束,增加风险规避,减轻公司经理人昂贵的代理成本,降低股市泡沫发生的可能性^[22];三是会计稳健性能对企业的经营活动产生一定的影响作用,它可以作为一种早期预测信号,及时披露准确信息使得管理层无法进行隐藏收益的项目,缓解公司治理需求中的道德风险问题^[23]。会计稳健性程度低会增加企业会计信息质量的不稳定性,为管理者私人资源的转移提供保护屏障,机构投资者在理解真实的公司信息时面临更大阻力。会计稳健性作为企业特定信息的重要反馈机制,可以向市场参与者提供企业的绩效管理政策,降

低危险时期坏消息发布的概率。根据以上分析,本文提出假设2。

H2:其他条件不变,会计稳健性与股价崩盘风险呈负相关关系,即会计稳健性程度越高,股价崩盘风险越低。

(三) 媒体报道、会计稳健性与股价崩盘风险

由以上两个假设可知,媒体作为外部监督手段,会计稳健性作为内部治理机制,两者对抑制股价崩盘风险都起到显著的正向影响。当它们同时作用于股价崩盘风险时,会产生怎样的结果呢?会计稳健性程度的高低是否会影响媒体报道与股价崩盘风险之间的关系?

本文预测会计稳健性可以促进媒体报道对股价崩盘风险的影响,两者作用进一步抑制股价暴跌风险。企业的会计稳健性程度与高质量的会计信息紧密相连,其能对抗以牺牲外部投资者利益为代价的夸大盈余和获取利益的管理行为。媒体作为热点问题的聚焦者,可通过包装、传播信息及新闻活动等渠道来塑造公司的信息环境,媒体关注度越高的公司拥有越小的买卖差价^[24],媒体报道能够捕捉公司基本面难以量化的内容,使其短时间内被外部投资者所了解,有效缓解因管理层囤积坏消息而带来的股价崩盘风险^[15]。因此,会计稳健性可以为投资者提供更加真实可靠的公司内部财务信息,降低经理人参与盈余管理的动机,媒体关注可以通过对公司外部信息环境的改善进而降低管理者和投资者之间的信息不对称程度,从企业内外部监督机制而言两者共同作用能够在更大程度上降低股价崩盘风险。

此外,会计稳健性可以作为媒体有效发挥监督作用的重要保障,因为会计稳健性是解决信息不对称、契约不完善和市场效率低下的必要手段之一,在限制财务报表风险和缓解过度投资问题、提高企业的整体效率间充当管理角色。因此,有效的会计稳健性可以强化媒体报道对控制股价崩盘风险的有利影响,具体路径如下:媒体可以通过发挥监督作用约束管理者的机会主义行为,管理者可能会因为个人利益采取不正当操纵收益或粉饰财务报表的手段,媒体在不当行为与欺诈行为的揭露中发挥作用,使管理者面临更高的声誉损失和诉讼风险^[25]。若不良治理和其他商业问题被媒体报道,公司会受到来自外部投资者和监管机构的双重监督,便会对自身财务问题、会计稳健性的实施查缺补漏,违法行为发生的概率大幅降低。企业通过提高会计稳健性程度,降低股票投资者和公司内部人之间因信息不对称而产生的资本成本和代理成本,减少高管操纵财务报告和投资净现值为负的项目的机会,提高债务收缩效率及信息透明度,积极促进与媒体的沟通交流,采取控制管理层对资本配置的决策等措施完善内部控制,减少因不确定的经营环境导致管理者拥有私人信息的可能性,提高管理者在投资选择方面的谨慎性,进而有效抑制企业股价崩盘风险的发生。基于以上讨论,本文提出假设3。

H3:在其他条件不变的情况下,会计稳健性强化了媒体报道对股价崩盘风险的影响。

三、研究设计

(一) 样本来源

本文选取2012—2018年沪深A股上市公司,并对数据作以下调整:剔除每年交易周数小于30的样本;选取个股周收益率数据大于40的上市公司;删除保险金融业、ST、*ST和相关指标不足的样本数据;剔除当年IPO的上市公司;同时对连续型变量进行1%的Winsorize处理,最终得到6611个企业样本。其他数据来自瑞思和国泰安数据库,采用Stata工具进行分析。

(二) 变量定义

1. 股价崩盘风险的度量。借鉴叶康涛、许年行等的研究^[6,26],本文在回归分析中采用了两种股价崩盘风险测量指标(*NCSKEW*和*DUVOL*),计量方法如下所示。

首先对公司股票的周收益率进行回归:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \lambda_1 R_{m,t-2} + \lambda_2 R_{m,t-1} + \lambda_3 R_{m,t} + \lambda_4 R_{m,t+1} + \lambda_5 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t}) \quad (2)$$

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

$$DUVOL_{i,t} = \ln \left\{ \frac{(n_{up} - 1) \sum_{down} W_{i,t}^2}{(n_{down} - 1) \sum_{up} W_{i,t}^2} \right\} \quad (4)$$

其中, $R_{i,t}$ 为股票 i 第 t 周的回报率; $R_{m,t}$ 为股票 m 第 t 周的市场回报率; $W_{i,t}$ 为股票 i 在第 t 期的周特有收益率; 最后构建 $NCSKEW_{i,t}$ 为股票 i 在 t 年的负收益偏态系数, $DUVOL_{i,t}$ 为股票 i 在 t 年的收益上下波动比率; n 为股票 i 在 t 年的交易周数。

2. 媒体报道指标的度量。参照罗进辉等人的做法^[9]通过百度新闻搜索网页 (<http://news.baidu.com/>), 对含有上市公司名称的新闻报道进行分年度搜索, 最后将媒体报道总数加 1 取自然对数。

3. 会计稳健性的度量。本文借鉴 Khan 和 Watts 的做法^[24], 将 C_SCORE 模型作为企业会计稳健性的衡量指标, 计算过程如下:

$$\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t}} = \mu_0 + \mu_1 Ret_{i,t} + \mu_2 D_{i,t} + \mu_3 D_{i,t} \times Ret_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$G_SCORE_{i,t} = \mu_1 = \alpha_1 + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 MB_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} \quad (6)$$

$$C_SCORE_{i,t} = \mu_3 = \beta_1 + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 MB_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} \quad (7)$$

$$\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t}} = \mu_0 + \mu_2 D_{i,t} + Ret_{i,t}(\alpha_1 + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 MB_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t}) + D_{i,t} \times Ret_{i,t}(\beta_1 + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 MB_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$EPS_{i,t}$ 表示公司 i 在 t 年的每股盈余, $P_{i,t}$ 表示公司 i 在 t 年年初的股票价格, $RET_{i,t}$ 表示公司 i 在 t 年的股票收益率, $RET_{i,t} < 0$ 时 D_i 取 1, 反之取 0; $SIZE_i$ 表示公司 i 的规模, 由 $\ln(\text{总资产})$ 取得; LEV_i 表示公司 i 的资产负债率; MB_i 表示账市比。 C_SCORE 模型如式(6)和式(7)所示, μ_1 代表企业对好消息反应的速度, $\mu_2 + \mu_3$ 代表企业对坏消息反应的速度, 因此, μ_3 代表企业对坏消息比对好消息反应的增量速度, 反映了企业的会计稳健性水平。然后将式(6)、式(7)代入式(5)中, 得到式(8)进行回归求得系数 $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$, 最后将参数值代入式(7), 求得公司的年度 C_SCORE 值, 数值越大, 表明企业的会计稳健性越强。

4. 控制变量。借鉴已有的研究成果^[27-28], 本文选取滞后一期的负收益偏态系数($NCSKEW_{i,t-1}$)和收益上下波动比率($DUVOL_{i,t-1}$)、周特有收益标准差($SIGMA_{i,t-1}$)、周平均特有收益($RET_{i,t-1}$)、月均超额换手率($TURNOVER_{i,t-1}$)、公司规模($SIZE_{i,t-1}$)、资产负债率($LEV_{i,t-1}$)、市账比($MB_{i,t-1}$)、经营业绩($ROA_{i,t-1}$)、盈余管理($DA_{i,t-1}$)、分析师关注度($ANALYST_{i,t-1}$)、公司成长性($GROWTH_{i,t-1}$)作为控制变量, 并引入了年份和行业两个虚拟变量。具体变量定义见表 1。

(三) 模型构建

为检验媒体报道对股价崩盘风险的影响, 本文建立如下模型(9)验证假设 1:

$$NCSKEW_{i,t}/DUVOL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MEDIA_{i,t-1} + \beta_2 CONTROL_{i,t-1} + IND + YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

为检验会计稳健性对股价崩盘风险的影响, 本文建立如下模型(10)验证假设 2:

$$NCSKEW_{i,t}/DUVOL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 C_SCORE_{i,t-1} + \beta_2 CONTROL_{i,t-1} + IND + YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

为检验媒体报道和会计稳健性对股价崩盘风险的影响, 本文建立如下模型(11)验证假设 3:

$$NCSKEW_{i,t}/DUVOL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MEDIA_{i,t-1} + \beta_2 C_SCORE_{i,t-1} + \beta_3 MEDIA_{i,t-1} \times C_SCORE_{i,t-1} + \beta_4 CONTROL_{i,t-1} + IND + YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

表1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量含义
被解释变量	股价崩盘风险	$NCSKEW_{i,t}$	负收益偏态系数,具体公式参见式(1)、式(3)
		$DUVOL_{i,t}$	收益上下波动比率,具体公式参见式(1)、式(4)
解释变量	媒体报道	$MEDIA_{i,t-1}$	$\ln$ (上市公司当年百度新闻搜索数量+1)
	会计稳健性	$C_SCORE_{i,t-1}$	用 Khan 和 Watts 模型计算 ^[24]
	负收益偏态系数	$NCSKEW_{i,t-1}$	具体公式参见式(1)、式(3)
	收益上下波动比率	$DUVOL_{i,t-1}$	具体公式参见式(1)、式(4)
	周特有收益	$RET_{i,t-1}$	周特有收益率的均值
	收益波动率	$SIGMA_{i,t-1}$	周特有收益率的标准差
	月均超额换手率	$TURNOVER_{i,t-1}$	第 t 年和 $t-1$ 年月平均换手率之差
	公司规模	$SIZE_{i,t-1}$	$\ln$ (公司资产总计)
	市账比	$MB_{i,t-1}$	公司流通总市值/总资产
	资产负债率	$LEV_{i,t-1}$	期末总负债/期末总资产
控制变量	总资产收益率	$ROA_{i,t-1}$	期末净利润/期末总资产
	盈余管理	$DA_{i,t-1}$	应计盈余管理水平取绝对值
	分析师关注度	$ANALYST_{i,t-1}$	分析师追踪人数加1取自然对数
	公司成长性	$GROWTH_{i,t-1}$	企业 i 第 t 年主营业务收入增长率
	行业	IND	行业虚拟变量
	年份	$YEAR$	年份虚拟变量

四、实证分析

(一) 描述性统计

表2为样本的描述性统计分析结果,从中可看出,公司股价崩盘风险($NCSKEW$ 、 $DUVOL$)的均值为-0.248和-0.165,标准差为0.628和0.451,说明股价崩盘现象在本文所选样本中整体风险较高且差异较大;会计稳健性(C_SCORE)的均值为0.024,标准差为0.059,表明我国上市公司会计稳健性程度存在较大差距且整体水平较低;媒体报道($MEDIA$)的均值为3.354,最大值为7.540,最小值为0,表明媒体报道在我国上市公司间存在显著差异,部分公司尚未被报道。

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
$NCSKEW_{i,t}$	6611	-0.248	0.628	-2.248	-0.194	1.345
$DUVOL_{i,t}$	6611	-0.165	0.451	-1.302	-0.158	0.926
$MEDIA_{i,t-1}$	6611	3.354	1.328	0.000	3.434	7.540
$C_SCORE_{i,t-1}$	6611	0.024	0.059	-0.139	0.020	0.227
$RET_{i,t-1}$	6611	-0.101	0.096	-0.372	-0.072	-0.015
$SIGMA_{i,t-1}$	6611	0.090	0.025	0.027	0.071	0.182
$ANALYST_{i,t-1}$	6611	2.063	0.881	0.693	2.079	4.331
$GROWTH_{i,t-1}$	6611	0.181	0.329	-0.479	0.123	1.874
$TURNOVER_{i,t-1}$	6611	-0.059	0.343	-1.132	-0.040	0.896
$MB_{i,t-1}$	6611	3.319	2.316	0.683	2.647	12.977
$LEV_{i,t-1}$	6611	0.422	0.197	0.061	0.415	0.860
$ROA_{i,t-1}$	6611	0.053	0.052	-0.120	0.046	0.216
$DA_{i,t-1}$	6611	0.010	0.071	-0.228	0.007	0.258
$SIZE_{i,t-1}$	6611	22.390	1.065	20.173	22.274	24.421

(二) 变量相关性分析

由表3可初步看出,媒体报道($MEDIA$)和股价崩盘风险($NCSKEW$ 、 $DUVOL$)呈负相关关系,说明企业获得媒体关注度越多,往往伴随着越低的股价崩盘风险;会计稳健性(C_SCORE)和股价崩盘风险($NCSKEW$ 、 $DUVOL$)在1%的水平上负相关,这与我们前文假设基本相符。此外,方差膨胀因子VIF值小于2,即解释变量间不存在严重的多重共线性问题。

(三) 回归分析

1. 媒体报道与股价崩盘风险的回归分析。由表4第(1)列、第(4)列可知,媒体报道与股价崩盘风险的系数通过1%的显著性水平检验,说明媒体关注的增加会显著减少未来极端负回报(即股价大幅下跌)的发生。基于媒体的信息中介和监督作用,媒体报道在投资者之间传播信息,媒体信息的高覆盖率可以降低经理人隐瞒坏消息的动机,更多的媒体报道可以缓解公司的高诉讼风险和良好声誉机制的损

失风险。可见媒体关注在证券市场中的维稳作用不可忽视,该结果支持了 H1。

表 3 相关系数矩阵

	$NCSKEW_{i,t}$	$DUVOL_{i,t}$	$MEDIA_{i,t-1}$	$C_SCORE_{i,t-1}$	$RET_{i,t-1}$	$SIGMA_{i,t-1}$	$TURNOVER_{i,t-1}$	$MB_{i,t-1}$	$LEV_{i,t-1}$	$ROA_{i,t-1}$	$DA_{i,t-1}$	$ANALYST_{i,t-1}$	$GROWTH_{i,t-1}$	$SIZE_{i,t-1}$
$NCSKEW_{i,t}$	1													
$DUVOL_{i,t}$	0.865 ***	1												
$MEDIA_{i,t-1}$	-0.015 ***	-0.040 ***	1											
$C_SCORE_{i,t-1}$	-0.062 ***	-0.072 ***	-0.053 ***	1										
$RET_{i,t-1}$	0.061 ***	0.068 ***	0.052 ***	-0.056 ***	1									
$SIGMA_{i,t-1}$	0.049 ***	0.057 ***	0.061 ***	0.080 ***	-0.225 ***	1								
$TURNOVER_{i,t-1}$	-0.021 *	-0.037 ***	-0.074 ***	-0.095 ***	0.121 ***	-0.465 ***	1							
$MB_{i,t-1}$	0.074 ***	0.054 ***	-0.019 *	0.032 ***	-0.348 ***	-0.490 ***	0.490 ***	1						
$LEV_{i,t-1}$	-0.101 ***	-0.111 ***	0.135 ***	0.252 ***	0.183 ***	0.089 ***	-0.100 ***	0.031 ***	1					
$ROA_{i,t-1}$	0.082 ***	0.062 ***	0.075 ***	-0.263 ***	0.108 ***	0.070 ***	-0.062 ***	-0.042 ***	0.232 ***	1				
$DA_{i,t-1}$	0.043 ***	0.042 ***	0.008	-0.089 ***	0.055 ***	0.020 *	-0.015	-0.027 **	0.029 **	-0.020 *	1			
$ANALYST_{i,t-1}$	0.108 ***	0.070 ***	0.204 ***	-0.311 ***	0.306 ***	0.046 ***	-0.028 **	0.0100	0.125 ***	-0.041 ***	0.409 ***	1		
$GROWTH_{i,t-1}$	0.042 ***	0.021 *	0.048 ***	0.010	-0.002	-0.102 ***	0.112 ***	-0.049 ***	0.146 ***	0.034 ***	0.177 ***	0.043 ***	1	
$SIZE_{i,t-1}$	-0.130 ***	-0.156 ***	0.354 ***	-0.415 ***	0.767 ***	0.257 ***	-0.289 ***	0.043 ***	-0.434 ***	0.614 ***	-0.076 ***	0.044 ***	0.237 ***	1

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

表 4 媒体报道、会计稳健性与股价崩盘风险

变量	$NCSKEW_{i,t}$			$DUVOL_{i,t}$		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$MEDIA_{i,t-1}$	-0.021 *** (-2.925)		-0.023 *** (-3.151)	-0.016 *** (-3.199)		-0.018 *** (-3.415)
$C_SCORE_{i,t-1}$		-0.447 ** (-1.330)	-0.203 * (-0.763)		-0.483 ** (-1.995)	-0.201 ** (-1.046)
$C_SCORE_{i,t-1} \times MEDIA_{i,t-1}$			-0.183 ** (-3.883)			-0.118 ** (-3.693)
$NCSKEW_{i,t-1}/DUVOL_{i,t-1}$	0.049 *** (2.839)	0.050 *** (2.932)	0.049 *** (2.874)	0.038 *** (4.221)	0.038 *** (4.266)	0.038 *** (4.235)
$RET_{i,t-1}$	12.868 ** (2.357)	12.382 ** (2.313)	12.927 ** (2.431)	7.068 (1.384)	7.908 (1.337)	7.984 (1.491)
$SIGMA_{i,t-1}$	3.340 * (1.717)	3.321 * (1.706)	3.111 (1.588)	3.037 ** (2.166)	3.020 ** (2.152)	2.832 ** (2.006)
$TURNOVER_{i,t-1}$	-0.036 (-1.185)	-0.034 (-1.117)	-0.039 (-1.255)	-0.029 (-1.327)	-0.028 (-1.258)	-0.031 (-1.386)
$LEV_{i,t-1}$	0.053 (0.898)	0.180 * (1.700)	0.096 (1.143)	0.045 (1.059)	0.179 ** (2.350)	0.089 (1.461)
$ROA_{i,t-1}$	-0.430 ** (-2.306)	-0.414 ** (-2.222)	-0.419 ** (-2.226)	-0.331 ** (-2.467)	-0.320 ** (-2.383)	-0.318 ** (-2.339)
$MB_{i,t-1}$	0.016 *** (3.447)	0.013 *** (2.831)	0.015 *** (3.187)	0.006 * (1.889)	0.004 (1.136)	0.006 (1.610)
$DA_{i,t-1}$	0.254 ** (2.440)	0.259 ** (2.489)	0.259 ** (2.495)	0.193 ** (2.576)	0.196 *** (2.622)	0.198 *** (2.638)
$ANALYST_{i,t-1}$	0.110 *** (10.525)	0.106 *** (10.182)	0.109 *** (10.410)	0.065 *** (8.596)	0.061 *** (8.188)	0.064 *** (8.470)
$GROWTH_{i,t-1}$	0.087 *** (3.708)	0.091 *** (3.846)	0.089 *** (3.765)	0.030 * (1.764)	0.033 * (1.922)	0.032 * (1.864)
$SIZE_{i,t-1}$	-0.110 *** (-8.716)	-0.144 *** (-6.287)	-0.122 *** (-0.039)	-0.088 *** (-9.712)	-0.123 *** (-7.428)	-0.100 *** (-7.078)
常数项	2.169 *** (7.775)	2.851 *** (5.807)	2.333 *** (5.643)	1.807 *** (8.997)	2.505 *** (7.077)	1.983 *** (6.660)
IND	控制	控制	控制	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	6611	6611	6611	6611	6611	6611
R ²	0.129	0.128	0.129	0.115	0.118	0.120
F 值	23.650	23.427	22.449	21.332	21.128	20.251

注:括号内为 t 值,*、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著。下同。

2. 会计稳健性和股价崩盘的回归分析。由表4的第(2)列、第(5)列可知,会计稳健性与股价崩盘风险的系数在5%的水平上显著,稳健的会计制度可以有效抑制管理层的信息虚假操纵行为,从本源上阻止负面财务信息影响当前股价。对于外部投资者来说,会计稳健性是一个重要的信号,可以通过对上市公司的财务披露进行观察和分析进而了解公司的治理情况。并且,会计稳健性程度高的公司,内部信息披露机制更加完善,可将公司风险控制在合理范围之内,降低企业未来受到股价冲击的可能性,该结果支持了H2。

3. 媒体报道、会计稳健性与股价崩盘风险的回归分析。本文已对解释变量进行中心化处理来确保结果的可行性,从表4的第(3)列、第(6)列可以看出,媒体关注与会计稳健性仍与股价崩盘风险显著负相关,加入交乘项后两者对股价崩盘风险的抑制作用仍然存在。首先,会计稳健性可以减少由于管理者视野有限、责任有限以及投资者与股东之间的代理冲突而导致的道德风险,此时股价包含更多趋于公司层面潜在的利好信息。其次,媒体作为金融市场中重要的信息中介,当经理人有更大的动机囤积坏消息时(例如,当管理层股权激励很高或公司发行更多股票时),媒体报道可以降低其潜在风险,使投资者尽早得知未来可能引发股价大幅下跌的不利事件。基于以上分析,该结果与本文假设理论预期相符,该结果支持了H3。

(四) 稳健性检验

以上结果表明媒体报道能够有效降低股价崩盘风险,但可能会受到内生性问题的干扰。首先,我们的结果也许会受到反向因果关系问题的影响,在这个问题上,本文采用上一期的媒体关注对股价崩盘风险进行回归。其次,媒体报道和股价崩盘风险之间的负相关关系可能是由自选择效应驱动的,因此本文选用 Heckman 二阶段模型进行回归。在第一阶段,用企业规模、总资产收益率、资产负债率、市账比、企业年龄、成长性、收益波动率、月均超额换手率构建新的媒体关注衡量指标进行 Probit 回归^[27],得出逆米尔斯比(IMR),在第二阶段,将IMR作为新的控制变量加入模型(9)、模型(11)重新进行回归。在控制IMR的基础上,媒体关注与股价崩盘风险仍呈负相关关系,媒体关注与会计稳健性的交乘项系数显著,说明会计稳健性加强了媒体关注对股价崩盘风险的抑制作用,这与上文研究类似,进一步验证了本文结果的稳健性。

为进一步保证结论的可靠性,媒体的监督作用还会受到公司规模、盈利能力及前景发展等影响^[28],因此本文将其作为变量计算超额媒体关注度,用盈余波动模型来计算会计稳健性^[29],发现结果无显著性差别。考虑文章篇幅,上述检验结果未披露,备索。

五、进一步分析

(一) 媒体的信息中介作用

媒体作为信息传播工具,通过报道公司真实情况提高公司的信息透明度。媒体对特定信息的重复报道可以吸引投资者的注意力,减少管理者向投资者隐瞒坏消息的倾向,从而降低股价崩盘风险。因此我们假设媒体确实是通过发挥其信息中介作用,减少公司与投资者之间的信息不对称来降低股价崩盘的风险,正面的媒体报道可反映出管理者在该职位所伴随的积极努力、更高的责任要求和更低的声誉风险,管理层将更忠于股东的利益和价值观,对股价崩盘风险的抑制作用更强。我们借鉴刘向强等的研究^[30],利用情感倾向分析方法验证了上述猜测,该方法通过度量新闻的内容和语气将媒体报道分为正面报道、中性报道和负面报道。计算过程如下:

$$Media_{i,t} = (good_{i,t} - bad_{i,t}) / (good_{i,t} + bad_{i,t}) \quad (12)$$

式(12)中, $good_{i,t}$ 、 $bad_{i,t}$ 代表媒体在第 t 年报道 i 公司的正面新闻总数和负面新闻总数。本文依据 $Media$ 数值大小,将全样本分为正面报道组($Pos, Media \geq 0$)和负面报道组($Neg, Media < 0$)。

表5是基于媒体报道情绪作为标准进行分组的回归结果。相较于负面报道,在正面报道中,媒体关

注对股价崩盘风险的抑制作用更为显著,与以往学者研究认为媒体报道的信息角色主要是通过其肯定语气来实现的^[31]不同,本文结果支持了媒体报道在抑制股价崩盘风险方面所发挥的信息中介作用。

表5 媒体报道情绪分组回归结果

变量	$NCSKEW_{i,t}$		$DUVOL_{i,t}$		$NCSKEW_{i,t}$		$DUVOL_{i,t}$	
	Neg	Pos	Neg	Pos	Neg	Pos	Neg	Pos
$MEDIA_{i,t-1}$	-0.007 *	-0.023 ***	-0.011 *	-0.015 ***	-0.013 *	-0.030 ***	-0.016 *	-0.029 ***
	(-0.331)	(-3.070)	(-1.458)	(-2.783)	(-0.581)	(-3.640)	(-1.709)	(-3.133)
$C_SCORE_{i,t-1}$					-0.603	-0.085 *	-0.356	-0.144 *
					(-0.776)	(-0.292)	(-0.664)	(-0.691)
$C_SCORE_{i,t-1} \times MEDIA_{i,t-1}$					-0.084 *	-0.220 **	-0.193 *	-0.107 *
					(-0.243)	(-1.297)	(-0.112)	(-1.258)
Control	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	879	5732	879	5732	879	5732	879	5732
R ²	0.100	0.106	0.101	0.104	0.099	0.119	0.098	0.118
F 值	3.140	22.063	3.186	19.645	2.978	20.962	3.040	18.620
经验 p 值	0.052 *		0.071 *		0.093 *		0.168	

(二) 媒体的外部监督作用

前文验证了媒体的信息中介角色在抑制股价崩盘风险中所发挥的作用,接下来本文将研究媒体的监督角色是否可以通过声誉机制发挥作用。负面新闻的传播会对管理者的个人财富和声誉产生不利影响,媒体的监督作用主要是约束管理者事前采取次优投资决策而获得的激励。管理机会主义行为被媒体公开,会引起投资者对公司内部治理和发展前景的担忧,在劳动力市场上造成不良声誉传播,奖励报酬水平降低,被董事会解雇的威胁增加,在证券市场中表现为股价大幅下跌。因此,持有大量股权的管理者会更加担心机会主义行为受到媒体关注时对其盈利能力和个人声誉的影响^[32]。本文假设当管理者的个人财富或者声誉与公司联系更为密切时,媒体的监督作用会更强,媒体报道与股价崩盘风险之间的联系更为明显。为了检验这一假设,参考 Roulstone 的做法^[33],本文使用高管持股比例(高管持股数量/总股本)来衡量管理者对其个人财富与声誉的担忧,本文将高管界定为董事、监事以及其他高级管理人员,依据高管持股比例(MSR)年度-行业中位数,将全样本分为高持股比例组(MSR 大于等于中位数)和低持股比例组(MSR 小于中位数)。

表6的分组回归结果显示,当管理者更关心他们的声誉与个人财富时,媒体的监督作用更为明显,媒体关注增加了管理者的名誉及诉讼风险,减少了管理者囤积坏消息的意愿,从而降低了股价崩盘风险。

表6 高管持股比例分组回归结果

变量	$NCSKEW_{i,t}$		$DUVOL_{i,t}$		$NCSKEW_{i,t}$		$DUVOL_{i,t}$	
	高持股组	低持股组	高持股组	低持股组	高持股组	低持股组	高持股组	低持股组
$MEDIA_{i,t-1}$	-0.037 ***	-0.007	-0.028 ***	-0.006	-0.039 ***	-0.013	-0.028 ***	-0.011
	(-3.427)	(-0.754)	(-3.503)	(-1.090)	(-3.442)	(-1.203)	(-3.400)	(-1.502)
$C_SCORE_{i,t-1}$					-0.812 *	-0.287	-0.578 *	-0.090
					(-1.893)	(-0.801)	(-1.850)	(-0.352)
$C_SCORE_{i,t-1} \times MEDIA_{i,t-1}$					-0.040 **	-0.160	-0.034 *	-0.110
					(-0.241)	(-1.298)	(-0.108)	(-1.264)
Control	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	3193	3418	3193	3418	3193	3418	3193	3418
R ²	0.123	0.086	0.121	0.091	0.113	0.101	0.109	0.102
F 值	9.063	14.710	9.323	12.472	8.664	13.980	8.911	11.831
经验 p 值	0.034 **		0.052 *		0.081 *		0.128	

六、结论性评述

本文从媒体报道的视角,基于信息不对称和声誉机制理论,探究媒体报道和会计稳健性对股价崩盘风险的影响机制。研究表明:(1)媒体报道可以通过传播更多关于公司的特质信息来降低信息不对称,即媒体关注度越高,公司隐瞒和积累坏消息的概率越低,股价崩盘风险越小;(2)会计稳健性通过损益确认的不对称性限制管理者延迟发布负面信息的动机,会计稳健性程度与股价崩盘风险概率显著负相关;(3)会计稳健性强化了媒体报道对股价崩盘风险的抑制作用。进一步的分析表明,对于新闻报道更积极的公司及管理者有较强的机会主义行为(例如,当管理层持股比例较高时),高频率的媒体报道可以增加管理层对声誉风险的考虑,减少其隐瞒坏消息的行为,进而降低股价崩盘风险。

本文提出以下建议:应充分发挥媒体作为监督者和信息中介者的作用,媒体关注度的增加可以有效控制企业股价崩盘风险,因此需要引导媒体树立理性的信息传递理念,规范媒体对企业信息报道的内容;对企业而言,应对会计稳健性的必要性、可行性和注意事项进行充分调研论证,厘清作为公司经营者的权利和义务,及时发现潜在风险并予以合理控制,切实保护股东和投资者的相关利益;对上市公司而言,必须重视内外部治理机制的协同设立,通过多层次监管手段的融合促进证券市场合理有效配置资源,防止企业股价崩盘风险的发生。

本研究尚有以下不足:首先,我们的样本公司是大型上市公司,我们的结果对于小型或民营企业来说是否成立,仍然是个未知数;其次,除了信息中介和外部监管渠道,媒体报道可能还会通过其他路径影响股价崩盘风险,我们在解释媒体报道与股价崩盘风险之间的联系时应持有谨慎的态度。未来的研究将会扩大样本范围来保证结果的可靠性,此外还会加入其他影响渠道的测试来扩大研究发现。

参考文献:

- [1] Jin L, Myers S C. R-Squared around the world: New theory and new tests[J]. Social Science Electronic Publishing, 2004, 79(2): 257-292.
- [2] Hutton A P, Marcus A J, Tehranian H. Opaque financial reports, r-square, and crash risk[J]. Social Science Electronic Publishing, 2008, 94(1): 67-86.
- [3] 江轩宇. 税收征管、税收激进与股价崩盘风险[J]. 南开管理评论, 2013(5): 152-160.
- [4] 任莉莉, 张瑞君. 上市公司股权激励与股价崩盘风险关系研究[J]. 财会通讯, 2019(21): 3-6.
- [5] 熊家财. 产权性质、股票流动性与股价崩盘风险[J]. 当代经济科学, 2015(1): 67-77.
- [6] 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): 192-206.
- [7] 曾爱民, 林雯, 魏志华, 等. CEO 过度自信、权力配置与股价崩盘风险[J]. 经济理论与经济管理, 2017(8): 75-90.
- [8] 田昆儒, 孙瑜. 非效率投资、审计监督与股价崩盘风险[J]. 审计与经济研究, 2015(2): 43-51.
- [9] 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): 53-59.
- [10] 权小锋, 吴世农, 尹洪英. 企业社会责任与股价崩盘风险: “价值利器”或“自利工具”? [J]. 经济研究, 2015(11): 49-64.
- [11] 曾爱民, 魏志华. 宗教传统影响股价崩盘风险吗? ——基于“信息披露”和“管理自律”的双重视角[J]. 经济管理, 2017(11): 134-148.
- [12] 杨棉之, 张园园. 会计稳健性、机构投资者异质性与股价崩盘风险——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2016(5): 61-71.
- [13] 黄新建, 赵伟. 媒体关注是否降低了股价崩盘风险——来自中国股票市场的经验证据[J]. 财会月刊, 2015(11): 112-118.
- [14] 贺宝成, 赵丹, 沈玉芳. 媒介环境与股价崩盘风险——基于信息与声誉效应的路径分析[J]. 会计之友, 2019(18): 43-48.
- [15] Barber B M, Odean T. All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors [J]. Review of Financial Studies, 2008(2): 785-818.
- [16] Kuhn C M, Niessen A. Public opinion and executive compensation[J]. CFR Working Papers, 2010, 58(7): 1249-1272.
- [17] Dahlia R, Jennifer R, Louis H. Managers' and investors' responses to media exposure of board ineffectiveness[J]. Journal of Finan-

- cial & Quantitative Analysis, 2009, 44(3):489-516.
- [18] Liu B, McConnell J J. The role of the media in corporate governance: Do the media influence managers' capital allocation decisions? [J]. Journal of Financial Economics, 2013, 110(1):1-17.
- [19] Cohen J, Ding Y, Lesage C, et al. Media bias and the persistence of the expectation gap: An analysis of press articles on corporate fraud [J]. Journal of Business Ethics, 2017, 144(3):637-659.
- [20] Lafond R, Watts R. The information role of conservatism [J]. Accounting Review, 2008, 83(2):447-478.
- [21] Watts R L. Conservatism in accounting part I: Explanations and implications [J]. Accounting Horizons, 2003, 17(3):207-221.
- [22] 权小锋, 肖红军. 社会责任披露对股价崩盘风险的影响研究: 基于会计稳健性的中介机理 [J]. 中国软科学, 2016(6):80-97.
- [23] 张金鑫, 王逸. 会计稳健性与公司融资约束——基于两类稳健性视角的研究 [J]. 会计研究, 2013(9):44-50.
- [24] Khan M, Watts R L. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism [J]. Journal of Accounting and Economics, 2009, 48(2):132-150.
- [25] Dai L, Jerry T, Zhang B, et al. The governance effect of the media's news dissemination role: Evidence from insider trading [J]. Journal of Accounting Research, 2015, 53(2):331-366.
- [26] 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):31-43.
- [27] 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(5):38-53.
- [28] 应千伟, 吴昊婧, 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(4):32-49.
- [29] 张金鑫, 王逸. 会计稳健性与公司融资约束——基于两类稳健性视角的研究 [J]. 会计研究, 2013(9):44-50.
- [30] 刘向强, 李沁洋, 孙健. 媒体语气会影响股票收益吗? ——基于互联网媒体的经验证据 [J]. 科学决策, 2017(6):41-54.
- [31] 黄辉. 媒体负面报道、市场反应与企业绩效 [J]. 中国软科学, 2013(8):104-116.
- [32] Dyck A, Zingales A M. Who blows the whistle on corporate fraud? [J]. Journal of Finance, 2010, 65(6):2213-2253.
- [33] Roulstone D T. The relation between insider-trading restrictions and executive compensation [J]. Journal of Accounting Research, 2003, 41(3):525-551.

[责任编辑:高 婷]

Media Coverage, Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk

KANG Jinjun, WANG Min, FAN Yingjie

(School of Business, Qingdao University, Qingdao 266000, China)

Abstract: The function of information dissemination and supervision of news media plays an important role in reducing information asymmetry and alleviating managers' hoarding of bad news. Taking the unbalanced panel data of Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2012 to 2018 as samples, this paper analyzes whether the risk of stock price crash of listed companies will be affected by media reports and accounting conservatism through OLS regression. The empirical results show that there is a significant negative correlation between media reports, accounting conservatism and stock price crash risk. Accounting conservatism can strengthen the impact of media reports on stock price crash risk. Further analysis shows that the negative correlation between media reports and stock price crash risk mainly centers at companies with more positive news reports and companies with higher litigation or reputation risk.

Key Words: media coverage; accounting conservatism; stock price crash risk; information effect; reputation effect; accounting information quality