

学校编码: 10384

分类号____密级____

学号: 32120131150617

UDC____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

媒体跟风报道与股价暴涨暴跌
——来自中国的经验证据

Media Herding Behavior and the Effect on Extreme

Downside and Upside Risk of Stock Price

——Evidence from China

薛 小 琳

指导教师姓名: 游 家 兴 副 教 授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2016 年 3 月

论文答辩时间: 2016 年 5 月

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2016 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文,并向主管部门或其指定机构送交学位论文(包括纸质版和电子版),允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索,将学位论文的标题和摘要汇编出版,采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于:

() 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文,
于 年 月 日解密,解密后适用上述授权。

() 2. 不保密,适用上述授权。

(请在以上相应括号内打“√”,或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文,未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的,默认为公开学位论文,均适用上述授权。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

媒体在筛选主题、裁剪素材、报道新闻时有可能存在羊群行为，原因在于：

(1) 不同媒体之间的信息不对称。面对海量的信息，一家媒体不可能全面、实时捕捉。这时候，跟踪模仿同行行为不仅有利于降低信息收集成本，而且反复全方位的报道在一定程度上可以满足投资者的信息需求；(2) 模仿心理。新闻记者自身能力不足，存在认知偏差、框架依赖、损失规避等多种局限，这些推动了媒体跟风进行报道的现象屡屡出现；(3) 行业竞争。为了迎合读者需求，或者追求轰动报道，吸引眼球，媒体往往竞相追逐时下热点问题。这也导致了媒体在报道新闻时容易出现羊群行为。

为了检验媒体报道是否存在羊群行为，本文借鉴 Lakonishok, Shleifer 和 Vishny(1992)在验证机构投资者羊群行为中所构建的模型（简称 LSV 模型），计算出媒体报道羊群行为指标——HM 指标，用参与报道的媒体数量来探究媒体报道是否存在羊群效应（即媒体同一方向报道相对于独立报道的偏离程度）。研究发现：(1) HM 均值显著大于 0，表明媒体报道存在着显著的跟风行为；(2) 将羊群区分为正面羊群和负面羊群后发现，负面羊群 SHM 显著大于正面羊群，说明媒体更偏好于竞相报道负面消息，存在“痛打落水狗”效应；(3) 为了克服 LSV 模型的局限性，文章又引入了关联交易的组合变动测量法——PCM（Portfolio-Change Measure of Correlated Trading）模型，该模型考虑了各家媒体报道量的影响，可以作为证明媒体羊群行为存在的辅助指标。计算结果发现媒体在选择是否进行报道时有很强的相关性，不同滞后阶数下的 PCM 指标，均值也都显著为正，表明媒体报道存在显著羊群行为。

既然媒体报道存在严重的跟风行为，那么股票市场对这一特征会报以怎样的反馈呢？对此，本文以股价暴涨暴跌为切入点展开实证检验。研究结果表明：媒体报道的羊群行为加剧了股价的暴涨暴跌，但二者关系存在不对称性。具体而言，媒体负面报道的跟风行为显著加大了股价的崩盘风险，而媒体正面报道的跟风行为则不会导致股价的急剧上升，表明市场参与者在面对正负面两种报道时表现出反应不足和反应过度两种不同的态度。最后，为了解决媒体报道的羊群行为与股价暴涨暴跌之间可能存在的内生性问题，文章引进了社会学试验方法——倾向值匹配法，匹配结果支持了文章论点。

本文研究的贡献在于：首先，本文构建了一个全面的媒体数据库，通过文本分析方法评判每篇新闻的报道基调，并借助 LSV 模型和 PCM 模型首次证实了媒体羊群行为的存在；其次，本文以中国这一新兴市场股价暴涨暴跌的典型现象为研究切入点，探讨媒体报道的跟风行为在其中所扮演的角色，不仅有助于我们全面认识股价剧烈波动背后的成因，而且也拓展了我们对新闻媒体与金融市场二者之间关系的理解。

关键词：新闻报道；羊群行为；股价暴涨暴跌

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

Media may herd when choosing topic or cutting material for several reasons. First, the information asymmetry among different newspaper offices. Facing a flood of information, one newspaper office only may not capture all important information in real time with good comprehension. Thus, herding behavior, which means to imitate peers when reporting, not only help reduce the information gathering costs, but to some extent, meet the information needs of investors by repeating similar coverages. Second, the media (or news reporters) presents mimic psychology. The lack of capability, the existence of cognitive bias, dependence on the framework and loss aversion, etc., which promote the happening chance of herding. Finally, the newspaper industry is facing a fierce competition. In order to meet readers' needs, or to attract attention with sensational reports, the media often pursues hot issues at a same time. All these lead newspaper to be prone to herd.

This article draws on the classical LSV model, which intends to build an index of herding behavior. It applied text analysis method with a unique media database to get the tone of media coverage of each article and then calculated the index. Furthermore, it carefully investigated the two subsamples of positive and negative reports according to an improved model proposed by Wermers in 1994. The conclusion of this paper are as follows: the HM index was obviously positive, which proved the existence of media herding. At the same time, a PCM model was introduced to overcome the defect of LSV model. This model payed more attention to the volume of reports and was used as an auxiliary instrument.

Now that the article had announced the herding behavior of media, what' s

the influence it may bring? Due to immaturity of Chinese stock market, stock spike phenomena explore frequently. This paper also tried to interpret from the perspective of media monitoring. Different from the traditional view of an internal explanation, this article gives an external oversight, which could be a good supplement to the existent papers. The study supported that the media herd behavior indeed exacerbated the stock rises and falls. Specifically, in a whole sample test, the coefficient of HM is significantly positive, which means that the overall herd behavior in the media exacerbated the risk of stock collapse; regression results were also significantly positive in the negative subsample and the value is even greater than the whole sample regression, while the regression coefficient is negative and insignificant in the positive subsample, indicating that it is the negative herding behavior of the media that contributes to increasing the risk of stock collapse.

Referring to the contribution of this artical, the biggest one must be the empirical proof of the existence of the media herd behavior. Moreover, the discussion of the relationship between media herding and extreme downside and upside risk of stock price helps to explain the causes in a new overview and help to extent our understanding of the relationship between media reporting and financial market.

Key Words: Media Reporting; Herding Behavior; Extreme Downside and Upside Risk of Stock Price.

目 录

| | |
|---------------------------------|----|
| 第一章 绪论 | 1 |
| 1.1 研究背景 | 1 |
| 1.2 研究目的和意义 | 3 |
| 1.3 研究思路和方法 | 4 |
| 1.4 研究内容和论文框架 | 5 |
| 第二章 文献回顾与假设提出 | 7 |
| 2.1 媒体报道的羊群行为特征 | 7 |
| 2.1.1 羊群行为的相关研究 | 7 |
| 2.1.2 媒体羊群行为的定义及理论解释 | 8 |
| 2.2 媒体羊群行为与股价暴涨暴跌的相关文献研究 | 9 |
| 2.2.1 股价暴涨暴跌的研究状况 | 9 |
| 2.2.2 媒体羊群效应与股价暴涨暴跌的相关研究 | 11 |
| 第三章 研究设计 | 15 |
| 3.1 样本选取 | 15 |
| 3.2 变量定义和度量 | 17 |
| 3.2.1 媒体报道的羊群行为检验方法概述 | 17 |
| 3.2.2 衡量媒体羊群效应的 PCM 模型 | 20 |
| 3.2.3 股价暴涨暴跌风险的衡量 | 21 |
| 3.2.4 主要变量说明 | 22 |
| 3.3 实证模型 | 23 |
| 第四章 实证结果分析 | 24 |
| 4.1 媒体报道羊群行为分析及相关变量的描述性统计 | 24 |
| 4.1.1 媒体报道羊群行为分析 | 24 |
| 4.1.2 相关变量的描述性统计分析 | 26 |
| 4.1.3 主要变量的相关性分析 | 27 |
| 4.2 媒体报道羊群行为与股价暴涨暴跌 | 28 |

| | |
|---|-----------|
| 4.2.1 媒体羊群行为与负偏度、涨跌波动性指标衡量下股价暴跌风险的关系..... | 28 |
| 4.2.2 媒体羊群行为与“好消息”“坏消息”指标衡量下的股价暴涨暴跌风险的关系..... | 30 |
| 4.3 稳健性检验..... | 32 |
| 4.3.1 内生性问题与倾向值匹配模型..... | 32 |
| 4.3.2 报道量修正羊群指标分析..... | 37 |
| 4.3.3 报道量修正羊群指标下的羊群行为检验..... | 37 |
| 第五章 研究结论、贡献、不足及启示..... | 41 |
| 5.1 研究结论..... | 41 |
| 5.2 研究贡献、不足与启示..... | 41 |
| 参考文献..... | 44 |
| 附录..... | 49 |
| 致谢..... | 51 |

Table of Contents

| | |
|--|-----------|
| 1. Introduction..... | 1 |
| 1.1 Research Background..... | 1 |
| 1.2 Research Purpose and Significance..... | 3 |
| 1.3 Research Mentality and Methodology | 4 |
| 1.4 Research Contents and Paper Framework..... | 5 |
| 2. Literature Review and Research Hypothesis | 6 |
| 2.1 The Characteristic of Media Herding | 6 |
| 2.1.1 Literature Review about Herding..... | 6 |
| 2.1.2 The Definition of Media Herding and theoretical explanation | 7 |
| 2.2 Literature Review about the Relationship between Media Herding and Extrem Downside and Upside Risk of Stock Price | 8 |
| 2.2.1 Research on Extrem Downside and Upside Risk of Stock Price..... | 8 |
| 2.2.2 Research on the Relationship between Media Herding and Extrem Downside and Upside Risk of Stock Price | 10 |
| 3. Research Proposal..... | 13 |
| 3.1 Sample Selection..... | 13 |
| 3.2 Variable Definition and Measurement | 15 |
| 3.2.1 Brief Description of Media Herding Measurement | 15 |
| 3.2.2 Brief Description of PCM-Model | 18 |
| 3.2.3 Measurement Method of Extrem Downside and Upside Risk of Stock Price | 19 |
| 3.2.4 Introduction of Main Variables | 20 |
| 3.3 Empirical Model..... | 21 |
| 4. Empirical Result Analysis | 22 |
| 4.1 Analysis of Media Herding and Descriptive Statistics of Main Variables | 22 |
| 4.1.1 Analysis of Media Herding | 22 |

| | |
|--|-----------|
| 4.1.2 Descriptive Statistics of Main Variables | 24 |
| 4.1.3 Correlation Analysis of Main Variables | 25 |
| 4.2 Analysis of the Relationship between Media Herding and Extrem Downside and Upside Risk of Stock Price | 27 |
| 4.2.1 The Relationship between HM and NCSKEW&DUVOL | 27 |
| 4.2.2 The Relationship between HM and GOOD or BAD News | 29 |
| 4.3 Robustness Test | 31 |
| 4.3.1 Endogeneity and PSM Model | 31 |
| 4.3.2 Analysis of Coverage modified HM | 36 |
| 4.3.3 The Relationship between Coverage modified HM and Extrem Downside and Upside Risk of Stock Price | 37 |
| 5. Research Conclusions, Contributions, Deficiencies and Prospect | 41 |
| 5.1 Research Conclusions | 41 |
| 5.2 Research Contributions, Deficiencies and Prospect | 41 |
| References | 43 |
| Appendix..... | 48 |
| Acknowledgements | 51 |

第一章 绪论

1.1 研究背景

在公共精神新闻学的传统定义下，新闻报道的基本准则应当确保内容的真实和态度的公正，不仅真实地反映了社会百态，而且能够引发公正的思考。然而，随着报社市场化改革推进和商业化运作，商业价值取向逐渐浸染，甚至侵蚀了传统的新闻价值。为了获得某些利益，如提高公众关注度、增加报纸销量和知名度等，以达到广告收入的提升，媒体在很多时候会放弃新闻人的坚持而选择迎合大众的口味，有选择地对信息进行过滤、浓缩和放大（Jensen, 1979; Adut, 2008）。例如，David（1991）指出，即使是针砭时弊的“揭丑”新闻，也会被利用，被牺牲，成为媒体营销的噱头。当某个事件发生时，灵敏的职业嗅觉会促使媒体迅速判断该事件的新闻价值，并及时做出反应。与此同时，在行业高度竞争压力下，为了抢占有限的话语空间，彰显自己的存在感，即便该事件的新闻价值已经被同行挖掘殆尽，媒体也不得不出反应。换言之，当一家媒体报道独家新闻后，其它媒体为了避免失去话语权，要么在同一个角度上做重复连续报道，要么会从不同角度做大规模报道，从而使得在对某一事件或人物上，媒体新闻报道在短时间内呈现铺天盖地的现象。

媒体的羊群行为对于股价的极端波动也有着推波助澜的重要影响。

2010年7月14日，《壹周刊》在头条以《霸王致癌》为题刊登了一则爆炸性新闻——霸王洗发水中“二恶烷”含量超标（加州标准），并强调使用后果：“‘二恶烷’能经皮肤入血，长期接触可能会令肝同肾受损、皮肤出疹，也会对免疫系统产生影响，过量吸入甚至会引起死亡”。报道随后经各大媒体的转载，引发了一场声势浩大的揭批运动。尽管两天之后，药监局就公布其产品中的二恶烷含量水平不足以危害消费者身体健康这一消息，对事件进行了澄清，公司股价在这场舆论漩涡中仍然遭受难以愈合的创伤。在事件曝光后的连续数月，公司的股价一路下行，一度跌破1港元，成为联交所的“仙股”——媒体的影响力可见一斑。

图 1-1 “霸王致癌”事件发生之后霸王集团股价表现



数据来源：财经频道_腾讯网 http://gu.qq.com/hk01338?pgv_ref=fi_smartbox&ver=2.0

无独有偶，2012年11月19日中国驰名商标酒鬼酒也曾遭遇类似的滑铁卢事件。当日，21世纪网刊文宣称上海天祥质量技术服务有限公司通过检测，发现酒鬼酒中的塑化剂(DBP)含量超标，会对人体造成危害。受这一消息影响，白酒行业全部沦陷，市值大量蒸发，酒鬼酒(000799.SZ)临时停牌。

图 1-2 “酒鬼酒塑化剂”事件发生之后酒鬼酒股价出现断崖式下跌



数据来源：财经频道_腾讯网 http://gu.qq.com/sz000799?pgv_ref=fi_smartbox&ver=2.0

查看酒鬼酒的相关报道可以看出，舆论报道多数消极，负面情绪报道占比超

五成，而正面报道则不足一成。而从报道内容看，报道更多涉及“塑料”、“蒸发”、“协会”、“物质”、“跌停”等，从这些敏感字眼可以窥出该事件对酒鬼酒股价及整个白酒行业的影响。

以上这些案例以及大量的研究都表明，投资者的心理认知和主观判断很容易受到外界信息的影响，尤其是对于缺乏主见的投资者，各大财经媒体的主流意见甚至能左右他们的投资决策和行为(Barber 和 Odean, 2008; Fang 和 Peress, 2009; Engelberg 和 Parsons, 2011; 等)，从而引起资本市场的剧烈波动。

由此，本文将研究两个关键问题：(1) 媒体报道是否存在羊群效应呢？(2) 如果媒体报道确实存在羊群效应，资本市场又会对这一行为特征做出怎样的反馈。由上述两个例子可以看出，媒体对事件的报道往往具有“一石激起千层浪”的效应，既表现在众多媒体声势浩大的揭批之中，也体现在当事股票的价格表现之中。具体而言，媒体报道的羊群效应是否会引发股价暴涨暴跌？已有研究表明，股价之所以会暴跌，很大程度上归因于管理层的披露意愿，即公司高管更倾向发布公司的利好消息，而少发布甚至不发布坏消息。企业的信息不透明导致坏消息被隐藏。然而，好事不出门，丑事传千里，坏消息的集聚和集中爆发，可能引起股价大幅波动，甚至发生暴跌(Jin 和 Myers, 2006; Hutton 等, 2009)。这种观点主要从企业会计信息透明度上进行探究，即着重于内部信息披露机制的研究。还有一些学者从外部监督的角度来研究股价暴涨暴跌机制，如 Hutton 等(2009)和 Kim 等(2011)通过实证研究证明了，外部治理的改善能够很大程度上缓和股价暴涨暴跌，包括增加机构投资者、增加证券分析师等)。与机构投资者的治理效应类似，媒体报道的羊群效应对股价暴涨暴跌存在着两种截然相反的作用机制：一方面，大众传媒对读者影响深远，媒体的集中报道容易将媒体情绪在投资者当中迅速传播、蔓延，导致它们更容易做出非理性反应，进而引起股票价格的剧烈波动；另一方面，媒体对公司和市场信息的反复解读和再传播，增加了投资者对公司的了解，能够减轻企业和投资者的信息不对称问题，有助于缓解股价的暴涨暴跌。本文将通过实证检验方法对上述两个竞争性假说展开考察。

1.2 研究目的和意义

本文从社会学学科的角度，来探讨财务学问题，即研究媒体报道和股价的作用

关系。具体来说，文章借鉴了已有文献中的方法，构建了媒体羊群行为的 HM 指标和 PCM 指标，通过实证数据首次证实了媒体报道存在羊群效应。进一步地，本文通过对媒体跟风报道与股价暴涨暴跌之间关系的深入探讨，来考察媒体行为特征对资本市场的深刻影响。

本文的研究意义在于：

一，文章另辟蹊径，从信息不对称性、心理学及行业竞争现状三个理论角度解释了媒体羊群行为存在的可能原因，这也是文章提出第一个假设的基础。本文借用 LSV 模型构建了媒体羊群效应指标——HM 指标，用数据证实了媒体在报道新闻时存在羊群行为，同时为了克服 LSV 模型忽略报道力度的不足，引入 PCM 模型作为辅助方法；二，本文在证实媒体存在羊群效应的基础上，试图进一步探究这种特殊行为对资本市场的可能影响，并依托媒体羊群行为的 HM 指标，以股价暴涨暴跌这一资本市场的特殊现象为例，探究媒体羊群行为特征是否会对股市的极端表现产生影响。

本文研究表明：（1）媒体报道存在显著的羊群行为特征。并且，相对于正面羊群特征，媒体报道的负面羊群特征更加明显，表明媒体具有“痛打落水狗”的倾向；（2）媒体报道的羊群行为加剧了股价暴涨暴跌。并且，相对于正面羊群报道，市场对于负面羊群报道的反应会更加强烈；（3）通过倾向值匹配模型，文章一定程度上解决了媒体羊群行为与股价暴涨暴跌之间可能存在的内生性问题，使文章的实证结果更具有可信度。

1.3 研究思路和方法

首先，本文选取 2004-2012 年期间 46 家财经媒体报道所覆盖的 A 股上市公司为样本，进行实证研究。其中，所有的媒体报道文章都来自中国知网 CNKI《中国重要报纸全文数据库》，通过手工下载后整理而成，包含财经类媒体和综合性媒体，共计 46 家 238,168 万篇新闻报道；公司财务数据来自 CSMAR 数据库，股票数据则来自 RESSETS（锐思）数据库。

其次，文章构建媒体羊群效应指标——HM 指标，研究财经媒体报道是否存在羊群行为。更进一步地，为了详细考察正面报道和负面报道两个不同方向的媒体羊群行为，文章参考 Wermers（1994）的做法，将所有样本分为正面报道样本

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.