

## 公司策略性媒体披露行为研究最新进展与述评

易志高<sup>1,2</sup>, 潘子成<sup>1</sup>, 李心丹<sup>2</sup>, 茅宁<sup>3</sup>

(1. 南京师范大学商学院, 江苏南京 210023; 2. 南京大学工程管理学院, 江苏南京 210091;  
3. 南京大学商学院, 江苏南京 210091)

**摘要:** 因为新闻媒体对资产定价的重要影响, 致使越来越多公司管理层开始重视对媒体披露的主动管理, 特别是重大事件期间, 公司的策略性媒体披露倾向尤为明显, 以谋求自身利益的最大化。与此同时, 这一现象也日益为学者们所关注, 并开始成为公司财务与金融研究的热点前沿。本文主要基于行为金融学视角, 从公司策略性媒体披露的内涵、动因、方式、主要内容及表现等维度, 对现有相关文献进行了系统梳理, 旨在进一步剖析公司管理层在媒体披露中的重要作用, 帮助人们更好地理解和把握股票市场波动的成因及本质。最后, 就其未来研究方向做了进一步的探讨。

**关键词:** 公司管理层; 策略性披露; 媒体报道; 投资者行为; 股票市场

**中图分类号:** F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2018)11-0017-14

### 一、引言

信息是金融市场及交易的基本要素。媒体因在信息传播中的重要作用, 特别是随着现代传媒技术的快速发展, 媒体在信息传播速度、范围、成本 and 专业化等方面的优势愈为明显, 使得其对投资者信念预期和行为决策、进而资产定价的影响日益凸显。诸多研究表明, 媒体报道对股票交易及回报(Tetlock, 2007; Peress, 2014)、高管薪酬(Core等, 2008)、公司治理(Dyck等, 2008)等方面影响显著; 甚至可能导致公司股价长期严重偏离其基本面价值(Chen等, 2013)。有时即使是旧消息, 但经媒体的再加工和传播, 也可能引发公司股价剧烈波动(Huberman和Regev, 2001; Fedyk和Hodson, 2014)。可见, 媒体已成为影响资产价格波动的重要因素(Engelberg和Parsons, 2011; Tetlock, 2007)。

收稿日期: 2018-01-03

基金项目: 国家自然科学基金面上项目(71472091, 71372031); 国家自然科学基金重点项目(71720107001, 71690242)

作者简介: 易志高(1976—), 男, 南京师范大学商学院副教授, 南京大学工程管理学院博士后;

潘子成(1991—), 男, 南京师范大学商学院硕士研究生(通讯作者);

李心丹(1966—), 男, 南京大学工程管理学院教授, 博士生导师;

茅宁(1955—), 男, 南京大学商学院教授。

既然新闻媒体对资本市场有着如此重要的影响,上市公司就不会无视这一现象,进而很可能去选择性地进行媒体曝光<sup>①</sup>,以谋求对公司资本市场表现的有利影响。Holstein(2008)发现,媒体关注并非完全外生的,公司管理层经常会花费大量时间和资源去寻求对媒体报道的影响;特别是重大事件期间,公司试图管理媒体报道的动机尤为强烈(Ahern和Sosyura,2014;易志高等,2017)。Whittington和Yakis-Douglas(2012)则发现,越来越多跨国公司开始重视媒体沟通工作,如有意通过媒体披露公司战略意图、关心公司在《财富》等知名杂志上的声誉排名等。即媒体披露日益受到管理者重视,已成为公司股价波动的“助推器”。

近年来,国外学者开始关注公司对媒体报道的积极管理现象,但国内相关研究仍较少,尽管实践中并不鲜见。为此,本文基于行为金融视角,从内涵、动因、内容表现等维度(如图1所示),对现有媒体披露管理方面文献进行了系统梳理与分析;并对其未来研究方向进行了探讨和展望。本文可能的贡献在于:(1)基于内涵、方式、动因、构成要素和行为表现等维度,对近年来会计与财务等领域有关公司策略性媒体披露方面研究成果的梳理,不仅为深入研究公司媒体披露管理行为的途径和机制等提供了思路和启示,拓展并丰富了公司媒体(信息)披露管理及股市媒体效应方面研究的内容体系;而且,有助于人们更好地理解公司(管理者)在媒体披露中的重要作用及其对股价波动的内生性影响,帮助投资者更好地理解并把握股市波动的本质及规律。(2)本文也为中国情境下的公司媒体(信息)披露管理研究,以及政策监管和投资者教育等实践提供了支持和借鉴。

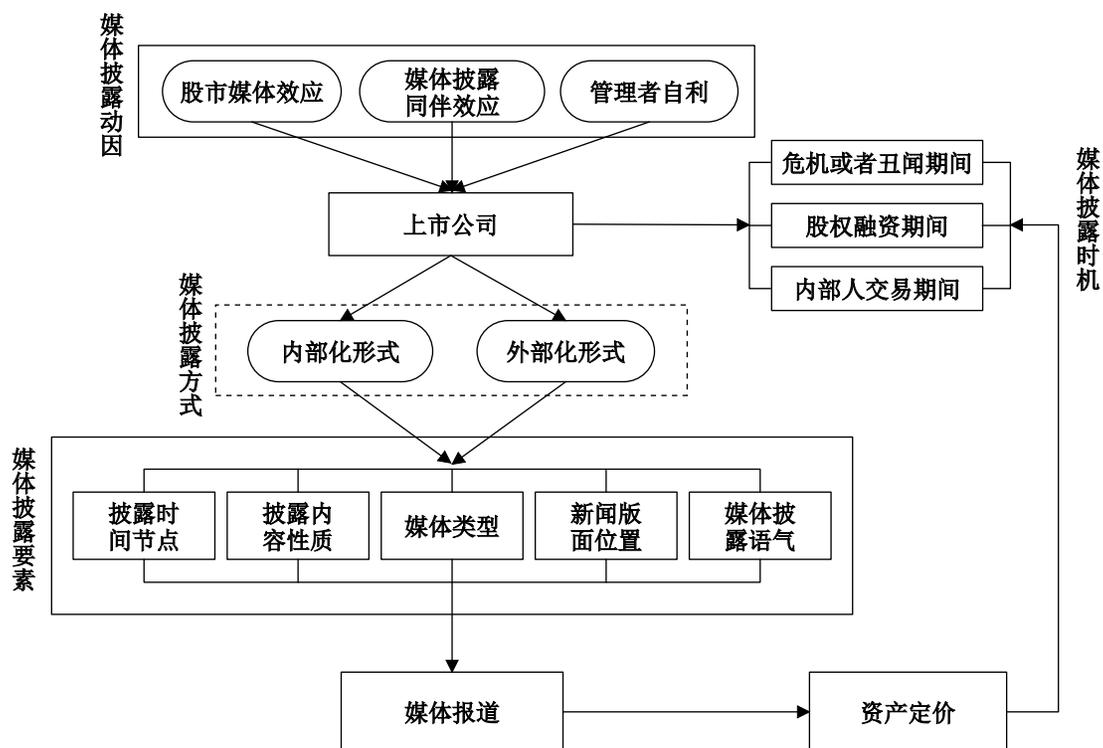


图1 公司策略性媒体披露行为研究框架

## 二、公司策略性媒体披露的内涵与方式

### (一)公司策略性媒体披露的内涵

策略性披露是指公司选择性使用或不使用某种特定的沟通或传播渠道或方式去对外披露

<sup>①</sup>为表述方便,下文中的“媒体披露管理”“选择性或策略性媒体披露”等均与之同义。

公司相关信息。例如,尽管公司必须按照监管层要求对外披露季(年)报、管理者预测或事件公告等,但其可以策略性地使用新闻稿、电话会议和社交媒体去发布、讨论并促进公司信息的传播或扩散。因此,信息扩散决策超越了信息披露决策本身,并反映了公司如何努力去控制或影响其作用信息环境的动机(Jung等,2018)。进而言之,策略性媒体披露是公司出于自身利益的考虑,通过诸如聘用具有媒体经历的高管、财经公关机构或提高广告支出等方式来主动加强与媒体机构间的关系,以获得更高的媒体关注度或更有利的报道倾向;特别是在IPO、并购和丑闻等重大事件期间,策略性媒体披露经常表现为媒体报道即媒体关注度和报道倾向的异常变动,进而利用股市媒体效应(即媒体报道对资产价格波动的影响)来使得股价表现朝着有利于自身利益最大化的方向变动。

然而,现有公司信息披露管理的研究更多关注的是会计信息披露,此类披露主要是把公司经营业绩、财务指标和重大经营决策等以报告形式对外披露。尽管管理层可通过盈余管理、公告时机选择等方式去影响披露效果,但由于此类“硬”信息事后易于验证(Bertomeu和Marinovic,2016),容易引起投资者和监管层注意,因此其管理或操控行为及效果较为有限。与此同时,新闻媒体对公司信息披露的影响日渐重要,如盈余预测或公司公告等对外披露后,媒体对其相关信息的解读与评论等,其内容不只是“硬”信息,更多时候包含诸多“软”信息成分。当前,尽管关于商业媒体对信息披露影响的相关研究快速上升,并已成为公司财务与金融领域的前沿,但热点关于媒体对报道时机、内容加工的动机及程度,以及公司管理层影响媒体报道的动机、方式和程度等问题则较少涉及(Berger,2011)。正是因为信息特征的不同,从而留给公司策略性披露的空间也不一样。

换言之,公司策略性披露行为及其后果受信息特征的影响。对于“硬”信息,因事后易于验证,如果披露有所偏差(不管是故意还是无意),管理层都可能涉嫌违法,需要承担相应的法律后果;而对于“硬”信息的披露与否,管理层也有一定的决断权(Bertomeu和Marinovic,2016)。公司对于“硬”信息的披露管理,主要通过影响其发布时机(如提前或延迟)、披露与否(影响空间有限)等来完成,且一般只能在监管部门规定的媒体和以相对固定的格式对外披露。但是,另一方面,“硬”信息的披露经常会引发媒体的关注或跟踪报道(不只是对公告的原文转载),且很多时候其报道内容超越了公告中的“硬”信息本身,如对公告内容的深度解读和对公司发展前景的分析预测等,并可能对公司股价波动产生重要影响。如2016年11月16日晚间,格力电器发布终止筹划发行股份购买资产事项的公告,很快成为新闻媒体跟踪的热点,一时间围绕公司的各种报道与分析评论铺天盖地,随后公司股价明显上涨。可见,新闻媒体对公司信息披露的效果有非常重要的影响。此外,公司其他行为或事件(如高管访谈、管理层讨论或预测、未经证实的传闻等)也很可能会引发媒体的广泛关注,如2016年11月6日,贾跃亭的数千字内部信“一石激起千层浪”,顿时关于乐视网经营现状解读及未来前景预测分析的报道层出不穷,引发业界的广泛关注和讨论。

由于“软”信息因其无法完全证实或缺乏可靠性,在将来难以一一验证(Rogers和Stocken,2005),即其信息含量不如“硬”信息,因此留给管理层操控的空间相对更大;即使有所偏差,事后往往也难以追究。从而可能会经常被公司管理层所利用,并相对不易被人们发现(Solomon,2012)。“软信”息的披露形式较为多样化,如可通过新闻发布会、管理预测、各种主题的论坛和会议(包括现场、电话或互联网)、CEO访谈等形式披露公司经营现状及未来战略动向,以吸引更多媒体的关注和跟踪、进而投资者注意力。如当时处于经营困境的柯达公司在2008年1月召开了公司战略沟通会议,一度引起市场高度关注,事后公司股价应声而涨<sup>①</sup>。可见,管理层对

<sup>①</sup>2008年1月,柯达公司举办了一个主要有分析师和机构投资者参加的战略会议,并通过互联网同步直播。会上,柯达提出将降低传统影像业务投入并创新数码影像的战略动向,引发全球主要新闻媒体的竞相关注,并获得市场高度认同,当天柯达股价就上涨近4个百分点;但4年后,该公司仍申请了破产保护。

“软”信息的披露管理,除了发布时机、披露与否等方面的选择空间更大之外,其在披露的内容、格式以及形式等方面与“硬”信息披露相比,优势均较明显,可供管理层选择的策略也更为多样化。

## (二)公司策略性媒体披露的方式

从媒体报道本身来看,其措辞语气、内容视角、版面位置、媒体类型和发布时机等均可能会对投资者的认知偏好、情绪、态度及行为决策产生重要影响,进而影响到股市媒体效应。特别是新兴社交媒体(如微博和微信等)的快速兴起,不仅其传播的速度更快和范围更广,而且相比传统在线媒体和纸质媒体,社交媒体信息传播者间的关系相对较为亲密,更易受到人们的关注和信任,因此新兴社交媒体可能对投资者的行为、进而资产定价的影响更为显著。换言之,媒体披露管理是一项较为复杂的系统工程,要求公司管理者具备较好的媒体专业知识;而不同的高管团队其媒体披露管理能力及经验存在较大差异,从而其媒体披露管理意识和行为方式也可能不尽相同。若根据公司管理者是否具备足够媒体专业知识和经验、从而公司本身完全承担媒体披露管理与否,可把媒体披露管理方式分为以下两种。

1. 内部化形式。当公司媒体披露管理动机明显,且高管团队(或成员)具有较强的媒体沟通管理能力和媒体沟通经验丰富时,会通过广告支出管理(Gurun和Butler, 2012)、投资者关系沟通(Solomon, 2012)等途径来影响媒体报道及倾向。Zavyalova等(2012)则发现,公司或行业丑闻期间,擅长于采取技术性处理公告的公司(即通过此类公告可把公众注意力转移至公司正面的一面),其公司社会形象较好。而若管理者当前不完全具备媒体沟通能力或经验时,则可通过聘用具有媒体从业经历的媒体专家加入高管团队来实现。如Gurun(2014)发现,媒体专家可利用其媒体专业知识和在媒体业中所积累的社会网络,来帮助公司获得更高的媒体曝光率和更有利的报道倾向;而且在媒体业中的曾任职位越高,其对公司报道的影响越为有利。

此外,媒体作为重要公共性资源,政治关联对其也有着不容忽视的影响。如Sutter(2002)、DellaVigna和Gentzkow(2009)发现,政治关联在媒体报道偏差形成过程中扮演重要角色;Piotroski等(2015)也发现,地方性媒体的报道容易受到公司和地方政府的影响。You等(2018)则发现在中国,商业性质媒体比国有性质媒体的报道内容更详尽、批评语气更强,进而在公司治理方面的作用更为突出。此外,公司还可能通过聘用政府官员担任公司高管即政治关联方式来寻求对媒体报道的主动影响(易志高等, 2018)。

2. 外部化或外包方式。当管理者有较强的披露管理动机但自身又缺乏相应的能力或经验时,公司通常倾向于把媒体沟通管理工作外包给诸如财经公关等专业机构,以帮助其实现媒体披露管理的目标。因为财经公关机构在投资者关系管理方面具备较好的媒体沟通技能及经验,有助于提升公司的媒体曝光率、投资者追随度以及信息披露质量等(Bushee和Miller, 2012)。此外,财经公关不仅擅长于帮助客户去“粉饰”报道,如制造或发布更多的正面报道等,以吸引投资者注意力和激发投资者情绪,从而在短期内拉升公司股价;而且雇用财经公关的成本较为低廉,一般还很难求证媒体报道是否受其操控,即公司媒体披露管理行为更隐蔽,有助于管理层规避相关责任(Solomon, 2012)。此方式通常受那些“天生”难以得到媒体和机构投资者关注的小公司的青睐(Bushee和Miller, 2012)。

不管是媒体披露管理的内部化还是外部化,均是公司积极管理媒体披露的表现,即试图通过影响媒体报道的内容、语气和时机等去引发社会公众的注意力、情绪和行为的改变,从而使公司股价朝着有利于公司的方向变动。这也可看作是“供给型公司财务视角”(Baker, 2009)的另一种具体表现,即管理者借助媒体披露管理来主动影响公司的信息供给,而非采取诸如高送转和拆并股等改变公司财务指标或改善经营业绩来影响公司股价的走势。

### 三、公司策略性媒体披露的动因

#### (一) 股市媒体效应

诸多研究发现,新闻媒体作为信息中介,因在缓解信息不对称问题、吸引投资者注意力和影响投资者情绪等方面的重要作用,进而对股票交易及收益等影响显著。

首先,媒体报道有助于降低信息不对称程度。因公司、外部投资者及金融中介间的信息不对称和治理冲突问题的存在,要求公司不断加强对外披露和提高信息披露的可靠性(Healy和Palepu, 2001; Lambert等, 2007)。公司的各种媒体披露和分析师报告等,均可改善公司的信息不对称状况和有助于股价反映公司价值(Kothari等, 2009)。即媒体作为重要信息中介,可改善公司的信息环境,使得资产价格更有效地响应信息的到来,进而更好地反映公司内在价值(DellaVigna和Pollet, 2009)。如Fang和Peress(2009)发现,媒体关注度低的股票,其回报要明显高于关注度高的股票,反之亦然;因为媒体关注度低的股票,公司信息透明度较低,价格不能充分反映信息,风险补偿自然要求较高。Tetlock(2010)发现,在新闻披露当天,公司股票的日收益和交易量明显上升,随后则会反转;而且新闻披露可降低知情交易者对股价的影响力。

其次,媒体报道有助于吸引投资者注意力。因有限注意力和信息成本,通常会使决策者忽视信息的潜在价值(DellaVigna, 2009);而媒体报道有助于吸引投资者注意力并影响其行为决策,对资产价格产生影响(Shiller, 2000)。如Barber和Odean(2008)发现,个体投资者青睐于媒体关注度高的股票。Da等(2011)用Google搜索频率作为投资者注意力的测度,发现其在短期内有助于拉升股价,长期则会反转。Seasholes和Wu(2007)发现,国内股市中涨停股票更易受到媒体关注且受投资者追捧,其收益也较高。饶育蕾等(2010)也发现,媒体关注度越高的股票,在接下来一个月中其平均收益率越低,即“媒体效应”反转。

再次,报道中的措辞语气等对投资者信念和情绪有重要影响,即表现为媒体报道的情绪功能。Tetlock(2007)发现媒体报道的乐观或悲观程度,对股价和交易量有显著影响;市场行情不好时,媒体悲观程度也会上升。Tetlock等(2008)进一步研究发现,当信息不确定性程度高时,媒体报道措辞对股价的影响更明显;但股价对负面报道的反应相对不足。Garcia(2012)发现经济衰退期间的媒体报道语气对股价波动的影响程度高于信息本身。游家兴和吴静(2012)则发现媒体情绪可能会导致公司股价偏离其基本面,当公司信息透明度越低时,媒体情绪对股票误定价的影响越显著;而乐观的媒体情绪有助于推动股价上涨,引发股价泡沫。

此外,媒体报道对公司资本成本等也有重要影响。Kothari等(2009)发现,媒体报道对公司资本成本、收益波动率及分析师预测有显著影响,而且披露的内容越正面(负面),则公司资本成本和回报波动率越低(高)、分析师意见分歧越小(大)。而内幕交易(如信息披露不及时等)则会降低公司股票的流动性和增加资本成本(Hermalin和Weisbach, 2012)。因为更多更好的媒体披露,一方面,可缓解公司与市场间的信息不对称和提高公司透明度,有助于降低投资者对公司未来现金流预期中的不确定性(Easley和O'Hara, 2004),或降低交易报价中的逆向选择风险,便于投资者估值,进而对公司资本成本和收益波动产生负面影响(Ng等, 2011)。另一方面,通常情况下,公司不会因媒体披露对公司股价的影响而即刻去调整其财务杠杆;而若其他条件保持不变,资产价格变化则与杠杆负相关、杠杆与预期收益正相关(Galai和Masulis, 1976),因此有利的媒体报道对股价的促进作用会使得财务杠杆在短期内下降,进而对资本成本和收益波动率等产生影响(Kothari等, 2009)。

#### (二) 媒体披露的同伴效应

公司的运行不是孤立存在的,因此同伴公司(同行业或地理邻近)可能会对公司行为决策

有重要影响。如有研究发现,公司在CEO薪酬(Lewellen, 2013)、现金持有(Chen和Chang, 2012)和资本结构(Leary和Roberts, 2014; 林慧婷等, 2016)等方面均会受到同行公司的影响。究其原因,除了这些公司可能具有类似的能力状况和处境外,很多时候可能因为对其他同行的财务行为和公司特征(如利润、风险等)观察之后而采取相应行为策略(如模仿等)的结果,这种现象在小公司身上表现尤为明显(Leary和Roberts, 2014)。

公司的媒体披露行为也可能会受同伴公司的显著影响(Seo, 2017)。原因在于:首先,同伴披露是投资者获取信息的一个重要来源,并经常会利用同行所披露的信息来修正其对公司的估值预期(Baginski, 1987)。如Dye和Sridhar(1995)发现,如果信息内容与行业内其他公司相关,那些观察到同伴公司信息的投资者就会认为没有披露信息的公司是在掩盖负面信息,从而促使后者会披露私人信息。因为同伴公司信息环境的改善,会给其他公司带来信息披露压力,进而迫使其模仿同伴的披露行为以改善自身的息环境(Lin等, 2018)。即使同伴披露的信息是独特的(即与本公司不相关),也仍然可能促使公司信息披露行为的产生(Seo, 2017)。

其次,管理者可能会把同行的信息披露行为看作是一种重要的信息输入(即看作是公司信息环境的一部分),并因此改进其行为决策(Manski, 2000)。因披露行为本身对披露预期成本和收益的复杂影响(Beyer等, 2010),从而会使得那些拥有不完全私人信息的经理人可能获得披露的净收益,这也是同行公司可能经常面临的问题。换言之,公司的披露行为不仅受公司内部因素的影响,还很可能受管理者对其他同伴公司披露行为及效果认知的影响,即管理者会基于同伴信息披露而策略性地调整其披露行为(Kim, 2017)。

再次,同行的媒体披露存在一定的经济外部性,会对公司的股价表现产生正向影响(易志高等, 2017);特别是在丑闻期间,同行公司更易受到波及(Parsons等, 2016),从而导致媒体披露同伴效应的发生。如Tse和Tucker(2010)发现,公司负面事件期间,其披露行为时通常会受到同行披露的影响,并采取紧随其后的羊群行为策略。

### (三)公司管理者利益

管理者激励可缓解股东与经理人间委托代理问题,特别是基于股票的激励安排有助于缓解管理者在信息披露中的代理问题,可促使管理者的披露行为更符合股东利益。因为私人信息披露会降低其因私人控制而获得的利益,因此管理者会倾向于避免披露私人信息(Shleifer和Vishny, 1989);而管理者信息披露的代理问题又是投资者非常关注的,特别是在资本市场资金流动和公司治理方面有着重要影响(Verrecchia, 2001; Bushman和Smith, 2001)。Hermalin和Weisbach(2012)认为,信息披露是一把双刃剑,因为:一方面,更多的信息披露有助于投资者更好地做决策,且会减少管理者侵害股东利益的行为;另一方面,它也会引发一些治理问题和导致股东成本上升,如增加会计成本和为竞争对手提供信息等。

诸多研究发现,激励机制设计会对公司(管理者)的披露意愿产生重要影响(Brockman等, 2008)。Nagar等(2003)发现,适当的激励机制可使得管理层愿意对外披露投资者所希望得到的信息,如当股价波动对管理者薪酬影响越大时,管理层对外披露信息的意愿越强烈。特别对于参与股权激励计划的管理者来说,其影响信息披露的内生性动机越为明显。如Daines等(2016)和Edmans等(2017)发现,管理者在股票期权行权期间,会采取策略性媒体披露行为,即公司新闻报道明显上升且较为正面,以在短期内促进公司股价及流动性的上升,以便于其在股价高位处行权。在国内,易志高等(2017)则发现,公司高管减持期间也存在类似的媒体披露管理现象,以实现个人财富转移的最大化。换言之,管理者的策略性披露行为的一个主要动机,是借助显著的股市媒体效应去实现对股票价格和交易量的“管理”(Rogers等, 2016),进而牟取自身利益的最大化。而且,尽管更多的媒体报道有助于抑制管理者的偷懒、卸责乃至谋取私利等机会主

义行为,但是这种改善并非免费的,往往是以提高管理者薪酬和股东成本上升等为代价(Hermalin和Weisbach,2012)。此外,媒体报道的增多也可能有助于提升管理者的社会声誉和在公司中的影响力,增强其与公司股东的谈判能力,从而在薪酬谈判中占据有利地位(Narayanan和Seyhum,2008)。

正是由于资本市场并非总是有效以及媒体对公司资本市场表现影响的重要性,引起了公司管理者对媒体披露的高度重视,激发了公司主动管理媒体披露的动机。尤其是在公司或行业危机期间,新闻媒体的“轰动效应”可能令公司猝不及防,严重威胁到公司声誉甚至正常经营管理(熊艳等,2011;Zavyalova等,2012),公司策略性披露的动机愈发强烈。因此,在不违反相关法律法规的前提下,公司管理者基于自身知识能力和经验状况,采取内部化或外包形式的媒体披露管理方式来实现公司(管理者)自身利益的最大化。

#### 四、公司策略性媒体披露的主要构成要素和内容

公司的策略性媒体披露行为,主要是通过寻求对诸如披露时机、版面位置、媒体类型、媒体曝光率及内容倾向等媒体报道偏差形成因素的主动影响,以实现媒体对报道、进而股市媒体效应的有效管理。

##### (一)披露时机

新闻具有很强的时效性,公司新闻发布时机选择不同,效果截然不同。公司经常会通过控制公告或重大新闻事件的发布时机来提高或降低媒体和投资者的注意力。Solomon和Soltes(2012)发现,相比白天,晚上发布的新闻其媒体关注度明显偏低。究其原因:一是在线记者一般在晚上懒于及时更新报道,并因稿件截止时间问题而使得那些在晚上发生的事件难以及时被刊登;二是因晚上为休息时间,读者会较少关注媒体,这也会影响到媒体对报道更新的积极性。媒体披露不仅有助于吸引投资者(特别是散户)注意力(Barber和Odean,2008),而且有助于降低市场的信息不对称程度,吸引信息匮乏者购买股票,从而促进股价上涨(Balakrishnan等,2014)。Acharya等(2011)发现,坏消息可促使公司立即发布信息,好消息则会延迟披露;此外,当公司欲在外部信息到来或公开之前先发制人地披露其自身信息时,会出现负面消息集聚现象,进而影响股票收益。

另外,盈余公告时机问题一直受人关注,如Bagnoli等(2005)发现,盈余状况较差的公司倾向于在收盘后或周末披露其盈余公告,反之亦然;原因在于,周末发布的盈余公告其市场反应相对不足。DellaVigna和Pollet(2009)也发现,由于时间成本和有限注意力等因素,周五或周末发布的盈余公告很难引起投资者的注意力,故其公告漂移效应也要弱很多。即盈余公告时机对股票交易量有显著影响(Engelberg和Parsons,2011)。张馨艺等(2012)基于国内市场数据,也得到了类似的经验证据。

##### (二)披露内容的性质

媒体披露内容性质的不同,如消息的好与坏、真与假、新与旧等也会引发不同的市场反应,通常情况下,媒体偏好于负面新闻事件(Holstein,2008;Jeremiah等,2012),因为从心理学角度来看,负面消息可给公众心理造成更大的冲击,从而更能制造爆炸性、丑闻性和情绪性的报道效果,以吸引公众眼球。Chen和Ghysels(2011)发现,当天中等好消息有助于降低次日股价波动,而极度好消息和坏消息会加大市场的波动;这种信息不对称效应在次贷危机期间表现得十分明显,但从长期来看会随时间而消失。DellaVigna和Pollet(2009)、Hirshleifer等(2009)等也发现,好消息与坏消息给股价带来的冲击并不一样。Solomon(2012)考察发现,相比在线媒体,报纸更喜欢关注极度负面新闻,因为报纸的受众面较窄,极度负面新闻因其轰动效应能吸引更多

读者,而在线媒体更注重新闻的时效性,极度负面新闻更具经济价值和轰动效应。

其次,轰动事件容易激发读者兴趣和吸引公众注意力,因此记者报道新闻事件的基本原则是更具新闻价值的意料之外事件(Pape和Featherston,2005)。为追求轰动效应,媒体有时可能去刻意炒作或渲染当前公众关注的热点问题,甚至会制造和传播一些失实新闻,即使是权威知名的媒体也可能如此(熊艳等,2011)。赵静梅等(2010)发现,谣言对股市造成的冲击较为显著;即使是在谣言澄清后,股价仍不能回复至先前价位;而且面对谣言,机构投资者并不比散户投资者理性;不同谣言内容对股价的冲击程度不一样,负面谣言对股价造成的冲击程度不如利好谣言,并购重组和重大诉讼等谣言对股价的影响也不尽一致。

此外,因有限理性的存在,投资者较难从海量信息中识别出新信息,从而导致市场有时会对旧信息作出反应。如Huberman和Regev(2001)研究发现,即使是刊登在财经媒体上的旧消息也可能会引起公司股价的剧烈波动。Tetlock(2011)发现,散户投资者对旧新闻的反应过度,而且散户投资者持股比例较高的股票其回报随后会明显反转。Rogers等(2016)在对媒体报道与内幕交易的关系研究中发现,旧新闻也会引起股价变动。Fedyk和Hodson(2014)发现,尽管投资者能较好识别直接重印的新闻,但因投资者认知能力的有限性,却较难甄别经由其他多渠道新闻重新整合而成的旧新闻,因此后者对股价的影响更为显著。

### (三)媒体类型

不同类型媒体(如全国性与地方性媒体、财经类与科普类媒体等),其受众群体和覆盖面也不一样,可能会导致不同的市场反应。如Huberman和Regev(2001)发现,EntreMed公司新发明专利药的消息,尽管在首次刊登于《自然》后,股价有明显上涨;但在5个月后当该消息被《纽约时报》头版刊发转载时,其股价当日涨幅达330%,前后市场反应差别巨大。可见,在资产价格反映信息时,新闻的作用不只是为了“新”,媒体的类型也很重要。因为不同媒体覆盖的读者群体不一样,后者作为财经类媒体其更容易引发投资者的关注(《自然》的读者更多为科研人员),从而可能引致更大的市场反应。Morris和Shin(2002)也发现,相比网站,来自《纽约时报》上的报道对股价的影响更大。Peress(2014)则发现,在《华尔街》上刊登盈余公告的公司,其股价及交易量变化较大,公告漂移效应较小。

媒体报道还可能存在明显的当地偏好现象。Gurun和Butler(2012)发现,本地公司出现负面新闻时,当地媒体对之存在偏袒现象,会尽量少使用负面词汇。Engelberg和Parsons(2011)发现,在当地媒体上刊登的盈余公告,更受本地投资者关注,当地交易量会显著上升;反之公司股票在当地的交易量并无明显变化。这可能是源于当地媒体的信息优势结果和本地投资者熟悉偏好(Miller和Shanthikumar,2009);也可能是因为记者面临着如何更方便可靠地接近新闻事件源以提高新闻时效性的问题(Tambini,2010),地理邻近有助于记者更容易地接触到这些公司(Solomon和Soltes,2012);还有地理区位上的邻近、经济联系(当地公司在本地媒体的广告投放更多)或社会网络关系(记者与公司高管间的朋友关系等),均有助于形成媒体报道的这一偏好。Bushee和Miller(2012)、Solomon(2012)的研究也表明,财经公关公司的影响力主要集中在较小的地方性报纸上;而对大型报纸(如《华尔街》《纽约时报》)的影响相对较小。

此外,近年来,微博等新兴社交媒体快速发展,在信息传播中扮演着越来越重要的角色(何贤杰等,2016),对资产定价的影响也日渐凸显。如徐巍和陈冬华(2016)发现,微博披露对公司股票交易量和回报的影响显著,而且经微博传播的公告会有更强的市场反应。胡军和王甄(2015)、胡军等(2016)认为,微博有利于提高分析师盈余预测精度,进而对公司股价有重要影响。段江娇等(2017)发现,网吧论坛情绪指数与股票日收益率显著正相关。Das和Chen(2007)从Yahoo在线投资论坛股票留言板提取了中小投资者情绪指数,并发现该情绪指数与市场活

跃度显著正相关。Miller和Skinner(2015)、Lee等(2015)认为,相比传统媒体,社交媒体便于公司直接且迅速地把其所想要传播的信息传递给投资者,因此他们经常会选择性利用社交媒体去促进好消息的扩散、解释或澄清坏消息。Jung等(2018)也发现,公司会利用推特去策略性披露消息,即公司若想尽可能广泛地传播好消息,就会利用推特推送甚至重复推送该消息;而对于坏消息,则不太愿意采用推特发布,因为坏消息已通过传统媒体渠道或监管层规定的披露途径披露出去了,因此公司就没有义务或责任再去通过社交媒体进一步传播了。

#### (四)新闻的版面位置

信息是投资者行为决策的重要基础。因此,投资者每天要从大量的新闻中筛选并辨别出有价值信息的任务是很重要的,特别是在信息大爆炸的今天,要求投资者具备较好的信息收集与处理能力;而投资者注意力的有限性,致使其往往很难从海量信息中搜集到决策所需的全部信息。在此情形下,能引起投资者注意力的媒体报道自然对资产定价的影响显著。诸多研究表明,因投资者注意力有限,使得其在面临众多新闻线索时,很难聚焦于某些信息,而且信息网络越复杂,越难提取有用信息(Peng和Xiong, 2006; Della Vigna和Pollet, 2009; Andrei和Hasler, 2015)。如Hirshleifer等(2009)发现,当上市公司季(年)报或盈余公告集中发布时,公告价格漂移效应即市场反应就并非总是有效。

可见,在纷繁复杂的信息环境中,那些能吸引投资者注意力的因素就有可能对资产定价产生影响。前述Huberman和Regev(2001)关于EntreMed公司新闻报道的案例中,从另一个方面也说明,在资本市场反映信息方面,新闻发布的版面位置也有着举足轻重的作用。换言之,不只是因为《纽约时报》的受众更多是投资者,还因为《纽约时报》刊登该消息的头版位置更容易吸引投资者的注意力。Fedyk(2017)的研究则直接关注新闻报道的版面位置效应,结果发现,财经新闻过度关注或关注不足会因新闻版面位置的不同而不同,头版或网站头条的新闻报道会更受投资者关注,在头版新闻发布后的10分钟内,公司股票交易量和价格分别上升280%和180%,并在接下来的30—45分钟内,头版新闻会使得最初的价格漂移更加厉害,但非头版新闻的价格漂移效应则要缓慢得多,并且此市场反应会持续好几天。此外,这种新闻版面位置效应甚至比新闻编辑的权威性所导致的市场反应还要大。显然,这似乎已超出了信息成分本身对资产价格的影响。

#### (五)媒体报道语气

投资者投资知识及经验的缺乏,致使其较易受外界因素的影响或干扰。诸多研究发现,媒体报道中所采用的措辞和语气,如正面(负面)用语有助于激发投资者的乐观(悲观)情绪,进而影响股价波动(Tetlock, 2007; Tetlock等, 2008; Garcia, 2012; 游家兴和吴静, 2012; Boudoukh等, 2013; 易志高等, 2017),具体讨论详见“股市媒体效应”部分。

另外,现代传媒技术的快速发展,使得信息受众与信息发布者之间可“亲密”接触,令公司自主发布信息的难度显著降低,即公司可越过第三方付费媒体,通过视频、图片、网络研讨会、手机APP等形式与顾客、投资者进行直接互动和分享传递信息内容(Handley和Chapman, 2010; 周懿瑾和陈嘉卉, 2013),从而便于公司的策略性披露。而相比文本信息,视频、图片和音频等信息可能更为多样且更形象和逼真,对投资者情绪、信念及行为的影响也更为显著。因此,未来研究者不能只局限于对媒体报道的文本分析,还应从视频、图片和音频等文件中的内容、背景及措辞语气中来辨析公司(管理者)的行为和意图,进而析取更多相关信息。

### 五、公司策略性媒体披露行为表现及市场效应

#### (一)危机或丑闻期间

公司危机或丑闻事件会招致媒体的负面报道,失去投资者对公司的信任,即公司因违背市

场预期的行为而很可能把投资者置于一种风险处境(Pfarrer等,2008;Pfarrer等,2008),进而致使公司股票价格急剧下跌。如财务丑闻会引起投资者对公司价值创造能力的质疑(Kang,2008);产品质量安全事故和法律诉讼等问题会导致人们对公司可靠性和责任心的怀疑,从而被投资者视作一种负面行为(Love和Kraatz,2009)。丑闻事件越负面则越容易引起媒体的关注(Deephouse,2000;Rindova等,2006),不利于公司社会形象。因此,当丑闻发生时,任何公司均想把危机对其形象及股价的冲击或损害最小化。此时,管理层很可能会试图去进行媒体披露管理,以获得有利于公司的公众反应(Desai,2011;Pfarrer等,2008;Westphal和Deephouse,2011)。如公司就危机事件通过媒体去发布一些解释性说明或澄清公告,以便于社会公众获得相关信息(Rindova等,2006)和投资者对公司行为的理解。还如,通过选择性报道和发起新议题(Scheufele,1999;Entman,2007)、或把公司相关报道事先包装好提供给媒体(Rindova等,2006)等方式来转移公众注意力和促进公众意见的形成(McCombs和Shaw,1972),以影响公司在利益相关者心目中的形象(Pollock和Rindova,2003;Poflock等,2008;Mishina等,2012),促进公司声誉和合法性等无形资产的提升,维持竞争优势和改善经营业绩(Zuckerman,1999;Deephouse和Carter,2010;Kennedy,2008),进而帮助公司摆脱危机阴影。

Zavyalova等(2012)以美国玩具召回事件为例,分析了丑闻事件对公司形象的影响,以及公司的媒体披露管理行为(即技术性公告和礼节性公告)<sup>①</sup>及其效果。实证发现,竞争者公司的产品召回事件会给没有发生产品召回的公司带来负面影响,即存在危机溢出效应;但当竞争者也卷入产品召回丑闻时,则该公司的负面报道效应会减弱,即存在“人多势众效应”。而且,技术性公告有助于公司在丑闻事件后获得更多媒体的正面响应,减弱丑闻的负面效应;礼节性公告则会进一步放大丑闻事件的负面效应,但有助于减弱竞争者的负面报道效应(即“损己利人”)。Rogers等(2016)发现,因资本市场压力和危机溢出效应的存在,行业内公司可能会联合抑制行业负面消息的外泄;当消息越负面、股权激励程度越高、行业组织越发达,公司采取上述联合行动的可能性越高。

## (二) 股权融资期间

诸多研究发现,媒体对IPO定价及首日表现有显著影响(Cook等,2006;Loughran和McDonal,2013;黄俊和陈信元,2013;熊艳等,2014)。Bhattacharya等(2009)和Liu等(2014a)研究发现,互联网IPO价格泡沫的重要原因之一是其媒体关注度明显高于非互联网公司。Liu等(2014b)还发现,IPO期间正面报道与公司股价长期表现、流动性、分析师推荐等显著正相关,而与未来预期回报负相关。对于初次登陆股票市场的公司来说,其IPO表现不仅直接关乎公司融资额及股东财富的大小,而且对其市场形象、未来发展有重要影响。因此,几乎没有公司不关心自己的IPO表现,很可能会主动管理IPO期间的媒体报道,以促进公司IPO绩效的上升。

如Ho等(2010)发现,IPO期间,公司倾向于披露公司未来发展战略或政策方面的好消息,尽管事后往往证明这些消息是负面的。邵新建(2015)也发现,IPO公司的媒体公关行为会导致公司新闻报道量及正面报道上升,进而投资者对公司的关注度和乐观情绪的上升,吸引更多认购股票,促进股票发行价上升。汪昌云等(2015)系统地研究了IPO期间公司的媒体信息管理行为,及其对IPO定价和抑价率的影响与作用路径;结果发现,媒体信息管理行为有助于提高IPO发行价,进而提高资本市场的定价效率。王木之和李丹(2016)发现,IPO期间的媒体公关费用越高,则公司的负面新闻越少,媒体公关费用和负面新闻间的这种负向关系在全国性媒体

<sup>①</sup>技术性公告(technical actions),即丑闻期间,卷入公司正视并解释丑闻发生的原因,让公众和媒体去关注公司内部运营而非仅停留在丑闻事件本身。礼节性公告(ceremonial actions),即公司可能会目标明确地进行选择性地解释,披露公司好的一面(如曾获得的荣誉、慈善行为等),把公众和媒体的注意力从丑闻事件身上转移到别的方面,而忽视丑闻发生的根源。

和市场化媒体的报道中表现得更为明显;同时,民企相比国企更可能通过媒体公关抑制负面报道;媒体公关费用与上市速度显著正相关,但与IPO“业绩变脸”显著正相关。这些均说明,公司的媒体披露管理行为严重影响到了资本市场的资源配置效率。此外,才国伟等(2015)发现,股权再融资期间,公司也有利用媒体炒作来谋取私利即保证再融资顺利完成的迹象。

### (三)内部人交易期间

高管和大股东作为公司实际控制人,经常会利用其内部人优势去谋取私人福利,其主要表现在以下两个方面:一是,高管作为内部人事先知情公司尚未对外披露的重大信息,具有对公司基本价值判断和未来业绩预测方面的优势(曾庆生,2014),据此发生的交易行为即“信息驱动型交易行为”(Cukurova,2012),其获利自然颇丰。Ke等(2003)、曾庆生和张耀中(2012)等发现,内部人会在选择好(或坏)消息披露前买进(或卖出),或在等待好(或坏)消息出来后再卖出(或买进);而且高管家属也会浑水摸鱼、趁机套利(曾庆生,2014)。朱茶芬等(2011)发现,高管会利用其对未来业绩的预测优势和估值优势买卖股票,从而其行为能预测股价未来走势。曾亚敏和张俊生(2009)则发现,高管还可能会违规短线交易,通过循环买卖本公司股票来获取超额收益。

二是,高管利用其内部控制权优势来进行策略性信息披露,以在短期内拉升股价并完成抛售,即表现为“交易驱动型信息行为”(Lougee和Marquardt,2004;Cheng等,2006;Doyle和Magilke,2009)。Cheng和Lo(2006)发现,高管会倾向于在好消息公布之后出售股票,而在买入股票前增加坏消息的披露。Noe(1999)、蔡宁(2012)发现,内部人在减持前倾向于披露利好的业绩预告,而在减持之后披露利空信息。Rogers(2008)的研究表明,公司高管会在其自我交易期间存在明显的策略性媒体披露倾向,即减持前会提高公司媒体披露的质量,增持前则降低披露的质量。吴育辉和吴世农(2010)也发现,大股东减持前在公告中披露好消息,或将坏消息推迟至减持后披露;而且减持规模越大,大股东操控信息披露的概率就越高。易志高等(2017)则发现,高管减持期间存在主动管理媒体披露的迹象,即减持期间公司媒体关注度和报道倾向会异常上升,而且在减持不同时期,其主动管理策略也不一样;尽管该行为短期内可助推股价上升,便于高管减持套现,但长期会导致股价反转。

### (四)其他情形

公司并购过程中,因支付方式的不同而可能引发公司的策略性媒体披露动机。Ahern和Sosyura(2014)发现,并购期间公司有积极管理媒体披露的倾向,即采取股票固定交换比率的并购方在并购谈判期间,会有意释放大量新闻报道及正面消息,旨在短期内助推股价上涨,以降低并购支付成本;但该行为从长期来看会导致股价反转。

另外,公司高管言论及其媒体报道对公司股价表现也有重要影响。如Kim等(2017)发现,关于CEO的媒体报道(包括采访中所使用的语气)对个体投资者的股票购买行为影响显著,且在短期内促使股价上涨,但随后股价会反转。Nguyen(2015)也发现,CEO报道不仅对公司股票异常收益有显著影响,而且有助于CEO获得超额薪酬。现实中,有时媒体对CEO的关注胜于公司(Hamilton和Zeckhauser,2004)。在信息不完全情境下,投资者会通过各种渠道去加深对公司的认知,这种关于CEO的媒体报道,可增加投资者对公司的了解,促进公司及CEO声誉的提升,有助于吸引更多投资者购买公司股票(Nguyen,2015)。另一方面,CEO不仅是公司公众形象的象征,更是公司形象的具体体现(Fisman等,2014)。如黄静等(2014)发现,微博信息有助于企业家形象的提升;Chatterji和Toffel(2018)也发现,CEO在媒体上的公开言论,对公众意见和消费者态度有重要影响、从而影响消费者对公司产品的购买,而这些均会有助于公司市场价值的提升。可见,对于公司管理者来说,其任务不只是经营管理本身,还应包括媒体沟通等公共关系行为。

## 六、未来研究展望

由于新闻媒体在资产定价中的作用日益突显,致使越来越多的公司管理者开始重视对媒体披露的主动管理,但当前关于公司策略性媒体披露行为及其市场效应的研究尚处于起步阶段,且现有文献对于公司(管理者)媒体披露的动机、方式和程度等方面问题的研究仍缺乏系统性分析(Berger, 2011)。因此,不管是在理论上还是实践中,均有必要对之进行更为深入的研究,这也正是本文回顾并探讨公司策略性媒体披露问题的重要原因。现有研究中,媒体报道常被看作是公司新闻和媒体注意力的代理变量,以研究媒体报道是否为引发资本市场反应的原因或互为结果,但相关研究结论并不完全一致。究其原因,人们很难识别媒体报道的变化是由媒体机构兴趣转移或者公司策略性披露所致,还是因为公司实际状况确实已经发生了变化了,等等。因此,未来研究可能需要在以下几个方面取得突破。

### (一)媒体报道的信息含量问题

即要辨别媒体报道中究竟有多少真正的信息含量(如消息的新与旧、真与假等),以及信息到达对资产价格的影响(价格对信息的反应不足和对非信息的过度反应在一定程度上反映了该问题)。这可能需要在现有文本分析等方法的基础上,寻找更为可靠的方法去测量媒体报道的信息含量,以区分到底是信息还是非信息成分引起了资产价格波动或各自在其中的贡献。这也是辨别公司策略性媒体披露存在性的一个重要基础。

### (二)公司策略性媒体披露行为的识别问题

现有相关研究主要以公司重要大事件(如IPO、并购、减持或丑闻等)为背景,通过引入虚拟变量或双重差分等方法来分析事件期间公司媒体报道的异常变动,以辨别公司的媒体披露管理倾向。但这背后可能存在一定的内生性问题,即到底是因事件本身还是公司策略性行为而引发媒体报道的异常变动。因此,未来研究的一个重要方向是解决此内生性问题,如借助工具变量法等识别公司这一策略性行为。此外,从策略性披露的具体形式来看,可分解为披露行为(如是否披露等)与策略性传播或扩散决策(如选择特定的沟通或传播渠道对外披露信息等);换言之,信息扩散决策超越了信息披露决策本身,并反映了公司去主动影响信息环境的动机,但现有文献一直没有直接将其区分开来(Jung等, 2018)。因此,未来研究应关注公司媒体披露管理的具体机制问题,研究不同披露策略及其市场效应。

### (三)新媒体数据样本的引入

现代社会中,丰富的公开数据为上述仍存在争议理论的检验提供了方便和机会,但同时也对区别、剖析或解释市场波动的内涵形成了挑战。特别是现实中,口头传播和网络聊天等作为重要的信息传播方式,对投资者行为和资产定价也有重要影响(Bollen等, 2011; Karabulut, 2013; Giannini等, 2017)。此外,新兴传播媒介对投资者注意力的影响不同于传统媒体,其对股价的影响程度也不一样(Boulland等, 2017),但现有文献大多以传统媒体数据为样本。如果忽略投资者信息收集中日常所依赖的新兴社交媒介(如微信、微博、Facebook和Twitter等),可能较难准确评估或检验媒体对资产定价的影响,也会不利于公司策略性媒体披露行为的发掘。

### (四)基于中国情境的研究

相较于西方成熟资本市场,快速发展的国内股市,不仅投资者经验及知识相对缺乏,其情绪和行为更易受媒体等外界因素的影响,而且市场监管尚不完善和规范,进而可能更容易激发公司(管理者)的媒体披露管理动机。那么,国内公司(管理者)的媒体披露管理倾向及效应是否更明显,以及其具体的媒体披露管理行为和策略是否又与西方不同。此外,国内媒体机构大

多为国有控股,即公共品性质较为突出,较易受政府机构的影响;如2008年“三鹿毒奶粉”事件期间,当地政府主管部门为维护本地企业声誉,避免家丑外扬,对相关新闻报道进行封锁、诿过遮掩,最终铸成大错。换言之,重大事件期间,国内上市公司是否会通过政治关联途径来寻求对媒体报道的主动影响,其具体的策略或方式又当如何呢。因此,国内学者在研究公司策略性媒体披露行为的过程中,应重点基于国内制度背景和资本市场实情,多维度考察媒体报道偏差形成的各种影响因素(包括政治关联等),以及其可能带来的市场效应和经济后果。

### 主要参考文献

- [1]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.
- [2]黄静,朱丽娅,周南.企业家微博信息对其形象评价的影响机制研究[J].管理世界,2014,(9):107-119.
- [3]汪昌云,武佳薇,孙艳梅,等.公司的媒体信息管理行为与IPO定价效率[J].管理世界,2015,(1):118-128.
- [4]王木之,李丹.资本市场中的媒体公关:来自我国企业IPO的经验证据[J].管理世界,2016,(7):121-136.
- [5]易志高,潘子成,李心丹,等.高管政治关联助推公司媒体报道了吗?——来自民营企业IPO期间的证据[J].财经研究,2018,(6):126-139.
- [6]易志高,潘子成,茅宁,等.策略性媒体披露与财富转移——来自公司高管减持期间的证据[J].经济研究,2017,(4):166-180.
- [7]Ahern K R, Sosyura D. Who writes the news? Corporate press releases during merger negotiations[J]. *Journal of Finance*, 2014, 69(1): 241-291.
- [8]Andrei D, Hasler M. Investor attention and stock market volatility[J]. *The Review of Financial Studies*, 2015, 28(1): 33-72.
- [9]Berger P G. Challenges and opportunities in disclosure research-A discussion of “the financial reporting environment: Review of the recent literature”[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2011, 51(1-2): 204-218.
- [10]Chen C W, Pantzalis C, Park J C. Press coverage and stock price deviation from fundamental value[J]. *Journal of Financial Research*, 2013, 36(2): 175-214.
- [11]Engelberg J E, Parsons C A. The causal impact of media in financial markets[J]. *Journal of Finance*, 2011, 66(1): 67-97.
- [12]Fang L, Peress J. Media coverage and the cross-section of stock returns[J]. *Journal of Finance*, 2009, 64(5): 2023-2052.
- [13]Jung M J, Naughton J P, Tahoun A, et al. Do firms strategically disseminate? Evidence from corporate use of social media[J]. *The Accounting Review*, 2018, 93(4): 225-252.
- [14]Leary M T, Roberts M R. Do peer firms affect corporate financial policy?[J]. *Journal of Finance*, 2014, 69(1): 139-178.
- [15]Lin Y P, Mao Y, Wang Z. Institutional ownership, peer pressure, and voluntary disclosures[J]. *The Accounting Review*, 2018, 93(4): 283-308.
- [16]Nguyen B D. Is more news good news? Media coverage of CEOs, firm value, and rent extraction[J]. *Quarterly Journal of Finance*, 2015, 5(4): 1-38.
- [17]Peress J. The media and the diffusion of information in financial markets: Evidence from newspaper strikes[J]. *Journal of Finance*, 2014, 69(5): 2007-2043.
- [18]Rogers J L, Skinner D J, Zechman S L C. The role of the media in disseminating insider-trading news[J]. *Review of Accounting Studies*, 2016, 21(3): 711-739.
- [19]You J X, Zhang B H, Zhang L. Who captures the power of the pen?[J]. *The Review of Financial Studies*, 2018, 31(1): 43-96.
- [20]Zavyalova A, Pfarrer M D, Reger R K, et al. Managing the message: The effects of firm actions and industry spillovers on media coverage following wrongdoing[J]. *Academy of Management Journal*, 2012, 55(5): 1079-1101.

# A Literature Review of Corporate Strategic Media Disclosure

Yi Zhigao<sup>1,2</sup>, Pan Zicheng<sup>1</sup>, Li Xindan<sup>2</sup>, Mao Ning<sup>3</sup>

(1. School of Business, Nanjing Normal University, Nanjing 210023, China;

2. School of Management & Engineering, Nanjing University, Nanjing 210091, China;

3. School of Management, Nanjing University, Nanjing 210091, China)

**Summary:** Many researches show that media coverage has a significant impact on stock price and its return, and even leads to long-term deviation of the company's stock price from its fundamental value. Sometimes, when stale news is reprocessed and diffused again by mass media, it may also trigger violent fluctuation for stock price. Since media coverage has such an important influence on capital market, company management is likely to disclose strategically by media to seek a favorable impact on their company's capital market performance, and the motivation of managing media coverage is particularly strong during major events.

Relevant literature indicates that the internalization or outsourcing of media disclosure management mainly depends on company management's media communication capability and its experience. The significant impact on stock market by news media, personal interests of managers and externalities of media disclosure from their peers will further stimulate the corporate motivation of media disclosure management. Generally, company managers manage media coverage by influencing the factors of media bias such as disclosure timing, news positioning, media type, media exposure and report tone, especially during important events, such as corporate crisis, IPO, merger and acquisition, insider trading and second equity offerings, so as to maximize the company's or managers' self-interests. Finally, under the analysis of limitations for the existing research, we further discuss about its future research from methodology, sample data and institutional environment.

In this paper, the possible contributions lie in: (1) From the perspective of the definition, patterns, motivations, ingredients and the performance of media disclosure management, we collect and review a large number of literature in recent years about strategic media disclosure by corporate management from the field of accounting and finance. This not only provides us some enlightenments to further research the mode and mechanism for corporate media of information disclosure management, but also enriches the existing documents on corporate information disclosure and its market effect. In the meantime, this research may help people better understand the important role of corporate managers in the process of media disclosure and their endogenous impact on stock price, and help investors appreciate and grasp the nature and law of stock price fluctuation. (2) In addition, it also provides new support and references for corporate media (information) disclosure management in China, and makes contributions for improving regulations of information disclosure as well as investor education.

**Key words:** corporate managers; strategic disclosure; media coverage; investor behaviors; stock market

(责任编辑:子文)