

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.2017.03.002

## 媒体报道与资产定价:研究综述

陈泽艺<sup>1</sup>, 李常青<sup>2</sup>

(1. 集美大学 诚毅学院, 福建 厦门 361009; 2. 厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361009)

**摘要:** 近年来,随着媒体和资本市场的发展,财务学研究出现新的研究动向,越来越多的学者关注媒体报道对公司股票价格的影响。为了更好地把握研究现状,本文系统地梳理了媒体报道与资产定价研究领域的国内外相关文献,总结现有研究的分析框架,并从信息不对称、行为金融、公司治理溢价和媒体报道偏差四个视角系统地回顾、评述了媒体报道对资产定价影响的研究成果。在此基础上,提出了进一步研究的思路和建议。

**关键词:** 媒体报道;资产定价;媒体报道偏差

**中图分类号:** F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2017)03-0024-16

### 一、引言

资产定价是现代金融领域的核心内容之一。传统的资产定价研究主要以理性人假设和有效市场假说为基本前提,认为资产的市场价格是公平合理的,体现了资产的真实价值(Markowitz, 1952; Sharpe, 1964; Ross, 1976; Fama和French, 1995)。然而,20世纪七八十年代以来,资本市场上涌现出大量传统资产定价理论无法解释的“异象”,因此有些学者开始寻求其他领域的解释。行为金融学者试图用他们的理论解释资产定价异象,如基于噪音交易者的资产定价模型(De Long等, 1990)、基于认知偏差的行为资产定价模型(Shefrin和Statman, 1994)等。此外,传统的资产定价理论通常假设信息可以无摩擦地在资本市场上进行传播,并在股价中迅速反映(Merton, 1987; McNichols和Trueman, 1994),却忽视了信息传递过程对资产价格的影响。事实上,信息的传递过程、信息的数量和质量都会影响资产价格(Wang, 1993; Easley和O'Hara, 2004)。

新闻是人们了解世界的窗口。媒体作为一种信息中介,可以使投资者以更低成本、更为便捷地获取相关信息。因此,人们越来越多地依赖于新闻媒体。媒体(尤其是财经媒体)已成为上市公司、交易所和投资者之间的重要沟通渠道,在缓解信息不对称、帮助投资者正确定价等方面具有重要作用。近年来,随着媒体的发展和研究的深入,学者们从不同的视角研究媒体报道

收稿日期:2016-04-13

基金项目:国家自然科学基金面上项目(71172050;71672157)

作者简介:陈泽艺(1977—),女,集美大学诚毅学院讲师,博士(通讯作者);

李常青(1968—),男,厦门大学管理学院教授、博士生导师。

的定价功能,新的观点和证据不断涌现。这些研究成果在丰富研究内涵、拓展前沿方向的同时,也使媒体报道与资产价格的研究体系变得复杂。

随着研究文献的不断丰富,需要建立媒体报道与资产定价的分析框架,以便更好地梳理媒体报道对资产价格的影响。然而,目前这方面的研究工作被多数学者所忽视。事实上,对已有研究成果的回顾,有助于更好地把握媒体报道对资产价格影响的研究现状,对当前研究中存在的问题和不足有更深入的认识,以便为今后的进一步深入研究提供方向和思路。因此,本文将在现有国内外研究文献基础上,提出媒体报道与资产定价研究的分析框架,并基于该分析框架进一步对相关研究文献进行梳理和回顾,并从信息不对称、行为金融、公司治理溢价和媒体报道偏差四个视角系统评述媒体报道对资产定价的影响。在此基础上,为今后媒体报道与资产定价的进一步研究提供启示和可借鉴的思路。

需要说明的是,承袭国内外文献(Dyck等,2008;Core等,2008;李培功和沈艺峰,2010)的提法,本文的媒体报道指的是新闻媒体中的纸质媒体的报道,不包括Twitter、微博和股吧等社交网络媒体。这是因为:第一,社交网络媒体传播的信息与传统媒体不同。社交网络媒体上传播的信息通常是个人瞬时意见的表达(如股吧、Twitter),其公正性、权威性和客观性均难以与纸质媒体相媲美(李玲,2011)。即使是公司的官方微博,也可能存在大量广告、娱乐等信息,这容易加剧投资者的信息过载,阻碍有用信息的扩散(徐巍和陈冬华,2016)。第二,社交网络媒体与纸质媒体的语言表达和交流方式是不同的,甚至是对立的。社交网络媒体主要是个人意见表达,是分散化和碎片化的话语,且“把关人”和把关过程均虚拟化,传播内容难以控制。而纸质媒体体现的是某个处于统治地位的集体的意志,表达的是主控阶层的整合话语,采用“事前把关”的方式将把关操作具体化(刘九洲和陈丽,2007)。第三,社交网络媒体对公司的影响机制与传统媒体不同。纸质媒体形成“主流媒体舆论场”。主流媒体舆论场主要通过两种机制影响公司治理:一是内部治理机制,即媒体报道迫使董事会提高效率(Bednar,2012;Joe等,2009);二是行政干预机制,即媒体报道降低了公司与监管部门之间的信息不对称,引起监管部门介入,使公司提高治理水平(李培功和沈艺峰,2010);而社交网络媒体报道形成依托于互联网的“民间舆论场(或称网络舆论场)”。“网络舆论”主要通过外部治理机制,即资本市场惩戒和监管部门加强审核,并没有触发内部治理机制(沈艺峰等,2013)。

后续部分安排如下:第二部分总结媒体报道与资产定价研究的分析框架;第三部分从信息不对称视角梳理媒体报道对资产价格的影响;第四部分从行为金融视角分析媒体报道对资产定价的影响及现有研究成果;第五部分从公司治理溢价视角分析媒体报道如何影响公司治理,进而影响资产定价,形成公司治理溢价;第六部分分析媒体报道偏差对资产价格的影响;第七部分为结论和展望。

## 二、媒体报道与资产定价研究:一个分析框架

基于传播学视角,媒体应该是以传播事实为导向,以中立的角色履行把关责任,采用客观、真实的评判标准对信息进行加工、传播。但事实上,媒体并非总能履行“把关人”的职责,他们也会基于自身利益而偏离真实客观的标准,或因追逐“轰动效应”而产生“媒体偏见”,向受众提供有偏报道。因此,根据媒体是否发挥中立的“把关人”的作用(即媒体报道是否有偏差),可分为有偏报道和无偏报道。此外,根据报道的内容是否提供增量信息,又可以把媒体报道分为新消息和旧消息。

目前,研究新消息对资产定价的影响,主要是基于信息不对称视角,这主要是因为新消息为投资者提供了增量信息,缓解了信息不对称。研究旧消息对资产定价的影响,主要是基于行

为金融学视角,这主要是因为旧消息并未提供增量信息,但能够吸引投资者关注,诱发投资者情绪;研究有偏报道如何影响资产定价,则主要是基于媒体报道偏差视角。此外,公司治理也会影响到资产价格(即所谓的公司治理溢价),其假设前提也是媒体报道无偏差。因此,无偏报道对资产价格的影响研究主要从信息不对称、行为金融学和公司治理溢价三个视角展开,而有偏报道对资产定价的影响研究则从媒体报道偏差视角展开(如图1所示)。

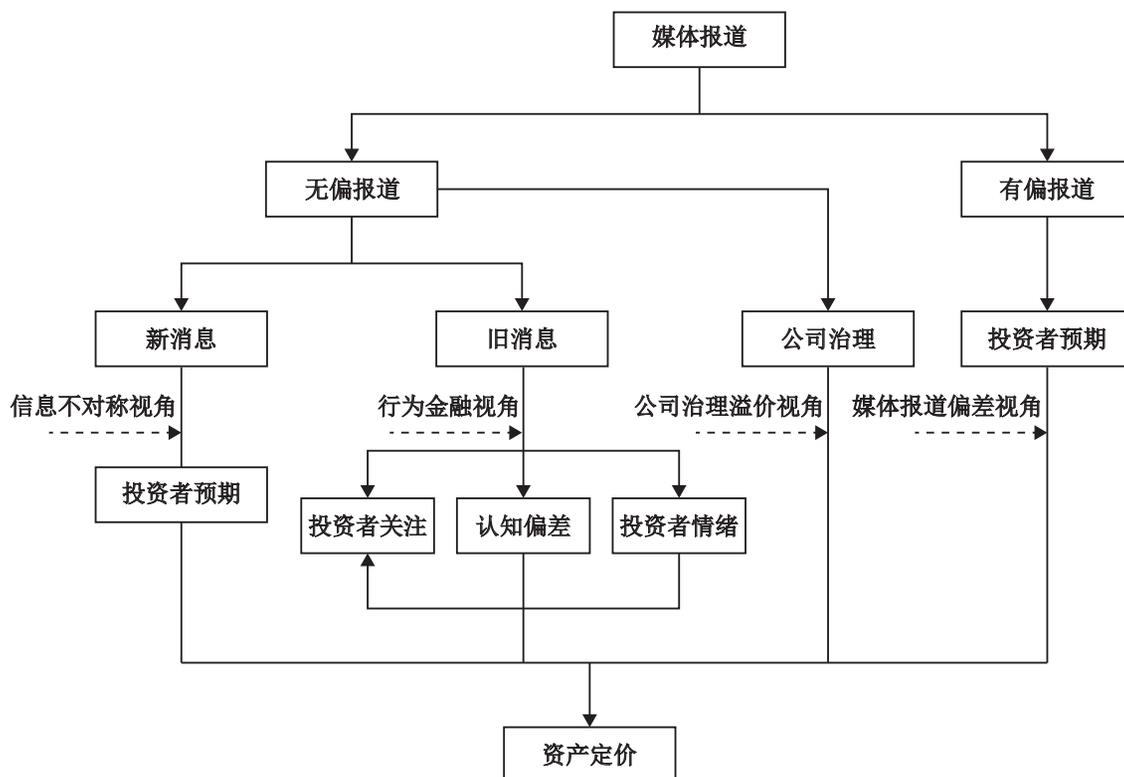


图1 媒体报道与资产定价研究的分析框架

### (一)信息不对称视角

早期媒体报道与资产定价的研究假设媒体报道是无偏差的,投资者是理性的。媒体报道降低了投资者的信息搜集和处理成本,缓解了投资者的信息不对称程度(Dyck和Zingales, 2003; Bushee等, 2010)。此外,媒体报道为投资者提供了与公司相关的某些信息,有助于投资者了解公司的基本面信息,预测公司未来的盈利能力并据此判断公司价值(Tetlock等, 2008)。因此,媒体报道降低了资本市场的信息不对称(熊艳等, 2014),促使相关信息更快融入股票价格(黄俊和郭照蕊, 2014),推动股票价格上涨或下跌(Johnson等, 2005)。

需要指出的是,虽然媒体报道的新消息在缓解信息不对称的同时,也能吸引投资者关注,形成投资者认知偏差,诱发投资者情绪,但是,可能由于难以在实证设计中区分是信息不对称或投资者关注(或认知偏差或情绪)对资产价格发挥的影响,这个阶段的研究主要是从信息不对称角度展开研究。

### (二)行为金融视角

但是,有时媒体只是重新转载了以前的报道(属于旧消息,并没有提供增量信息),但仍引起股票价格剧烈波动(Huberman和Regev, 2001; Tetlock, 2011)。对此,基于信息不对称视角的

媒体报道与资产定价的相关文献无法提供合理的解释。因此,有学者试着从行为金融视角寻求解释。由于投资者是有限理性的,转载报道能吸引投资者关注旧消息(Barber和Odean,2008),驱动有限理性投资者的资产交易行为(余峰燕,2012)。此外,媒体报道会使投资者产生认知偏差(Andreassen,1990;Klibanoff等,1998),诱发乐观或悲观情绪(Tetlock,2007;游家兴和吴静,2012;熊艳等,2014),进而影响投资者决策,并最终影响股票价格。

虽然个别投资者可能是第一次看到媒体报道的这些旧消息,并因此获得了增量信息,旧消息在吸引投资者关注的同时,也缓解了这部分投资者的信息不对称。但可能是因为这部分投资者数量较少,且在研究中难以将这部分投资者区分开来,因此基于旧消息的媒体报道与资产定价研究更多地是基于行为金融视角展开的。

### (三)公司治理溢价视角

大量研究发现,媒体报道影响公司治理水平,这种影响主要通过两种机制:一是声誉机制,即媒体报道提高了公司和管理层的声誉成本,促使他们改正(或部分改正)违规行为,提高公司治理水平(Dyck等,2008);二是行政干预机制,即媒体报道降低了公司与监管部门之间的信息不对称,引起监管部门介入,迫使公司改正违规行为,提高治理水平(李培功和沈艺峰,2010)。因此,一些研究从公司治理溢价入手,研究媒体报道的监督和治理作用对公司股票股价的影响。媒体报道发挥公司治理和监督职能所需要的时间较长,因而这部分研究大多未考虑媒体报道提供的是新消息还是旧消息。

### (四)媒体报道偏差视角

媒体并不总是客观、中立的信息中介。媒体可能为了追求轰动效应,过分炒作或渲染某些热点问题(Core等,2008;熊艳等,2011),或为了追求经济效益而向读者提供娱乐性或趣味性的报道(Jensen,1979;Mullainathan和Shleifer,2005)。若真如此,媒体报道的资产定价功能将大为削弱。因为媒体报道本身有偏,投资者会质疑报道的内容,从而大大减弱媒体报道对公司股票价格的影响。因此,学者们开始放宽媒体报道客观、公正这一基本假设,从媒体报道偏差视角,研究有偏报道对资产定价的影响。

类似地,有偏信息既可能为投资者提供增量信息,也可能吸引投资者的关注、影响投资者的认知偏差、诱发投资者情绪。但由于有偏报道对资产定价的相关研究较少,研究尚未细化,因此,本文将有偏报道对资产定价的研究文献都归入媒体报道偏差视角。

综上所述,为了更清晰地呈现媒体报道的资产定价功能,本文依据不同性质媒体报道对资产定价的影响机理,将相关文献分为四个部分,分别从信息不对称视角、行为金融视角、公司治理溢价视角和媒体报道偏差视角全面分析媒体报道对资产定价的影响机制和相关研究成果。基于这一框架,本文系统地梳理了媒体报道与资产定价的相关研究。本文希望通过这一梳理,厘清媒体报道与资产定价的关系,在此基础上挖掘未来研究的机会。

## 三、信息不对称视角的解释

传统的资产定价理论是基于新古典经济学框架,假定信息是完美的,即市场参与者可以零成本地从市场上获得未来不确定状况的客观概率知识。信息在参与者之间的分布是无差异的,因此信息能迅速、全面地反映到股价中(Merton,1987;McNichols和Trueman,1994)。Downs(1957)指出,信息的搜集和处理都是有成本的,基于成本效益的考虑,投资者,尤其是个人投资者可能选择理性无知(rational ignorance),而仅通过公司或媒体披露的公开信息来评估资产价格。因而信息不对称广泛存在于资本市场中,价格无法完全反映全部可用信息(Grossman和Stiglitz,1976,1980)。

### (一)媒体报道对投资者信息不对称程度的影响途径

媒体报道主要通过以下几种途径影响公司与投资者之间的信息不对称。(1)媒体作为一种信息中介,通过收集、挖掘、整理、打包和传播信息,为投资者提供了大量有价值的信息,降低信息弱势群体的信息搜集成本,降低投资者的信息不对称程度;(2)媒体为了吸引受众的注意,通常将搜集的信息进行再加工,甚至娱乐化,使投资者更容易理解和吸收(Dyck等,2008),进一步降低投资者信息的处理成本,从而缓解了公司与投资者之间的信息不对称(Bushee等,2010);(3)媒体报道所使用的文字、词汇还能为投资者提供某些基本面信息,以便于他们预测公司未来盈利状况和股票价格(Tetlock等,2008);(4)媒体公开的新闻报道,改善了公司的外部信息环境,削弱了知情交易者的信息优势,从而降低了知情交易者与非知情交易者的信息不对称程度(Dyck和Zingales,2003),进而影响投资者的行为,并最终影响资产价格(Tetlock,2010)。

### (二)基于信息不对称视角的媒体报道与资产定价研究

现有研究通过对新闻报道与资本市场上股票价格的经验分析,发现被媒体报道的重大事件或综合信息会影响股票价格。Niederhoffer(1971)发现,《纽约时报》报道的全球性新闻事件对股票价格有重要影响;尤其是被媒体连续报道的全球性新闻事件对股票价格的影响更为明显。Mitchell和Mulherin(1994)发现,道琼斯公司发布的综合信息直接影响资本市场交易行为和股票价格,《华尔街日报》发布的重要信息对股票价格的影响更大。但Cutler等(1989)的研究却发现,主要政治事件和全球事件对股票价格变化的解释能力相对较弱,即使是与未来现金流和折现率相关的宏观经济新闻,对股票价格变化的解释能力也不足50%。

随后的研究则主要关注公司层面的媒体报道是否具有资产定价功能。Johnson等(2005)发现,《商业周刊》公布的“最好”和“最差”董事会排名信息对上榜公司的股票价格产生了较大影响,在信息公开的3天内两类公司的股票价格均明显上涨。Tetlock等(2008)发现,琼斯新闻社和《华尔街日报》对S&P500公司的报道中所使用的负面词汇越多,则下个交易日该公司股票价格下跌越明显。不仅如此,媒体报道还会影响股票价格的长期表现。Chan(2003)发现,由于投资者对公开信息的反应不足,媒体报道的公开信息反应到资产价格的速度较慢,股票价格呈现较大的漂移;而对于那些非公开信息引起的股票价格波动,之后则呈现较大的反转。上述研究表明,公司层面的媒体报道会影响资产定价。此外,Wang和Ye(2015)发现,与控股股东相关的媒体报道也会影响公司的股票价格。控股股东的正面报道越多,公司股价越多;反之,控股股东的负面报道越多,公司股价则越低。

在国内,汪昌云等(2015)研究发现,媒体报道缓解了信息不对称问题,提高了IPO公司股票的发价。熊艳等(2014)认为,这主要是因为媒体报道降低了IPO询价过程中的信息不对称程度,提高了一级市场的定价效率。类似地,黄俊和郭照蕊(2014)研究发现,在二级市场上,媒体报道能促使公司层面信息更快地融入股票价格,降低股票价格同步性,降低股价崩盘风险(罗进辉和杜兴强,2014),提高二级市场的定价效率。

此外,媒体报道对资产定价的影响还存在着国别差异。在发达的资本市场上,公开信息对公司的股票价格影响较强;而在很多新兴市场,公开信息对公司的股票价格的影响则较弱,消息日与非消息日的市场波动性相似。这主要是因为新兴市场信息披露不及时,内幕交易频繁、媒体的自由度较差以及会计信息质量不高引起的(Griffin等,2011)。

### (三)小结

信息不对称视角的媒体定价功能的基本假设是媒体报道为受众提供了增量信息。但是,由于投资者是不完全理性的,媒体报道提供的新消息在缓解信息不对称的同时,也可能会改变投

投资者的认知或情绪,进而影响资产价格。现有研究大部分仅从信息不对称视角研究新消息对资产定价的影响,而忽视了新消息对非理性投资者的影响。如Johnson等(2005)选择《商业周刊》评出的25家“最好”和“最差”董事会作为样本,就难以区分是这些公司被评为“最好”或“最差”董事会影响投资者决策,还是这些公司被《商业周刊》报道引起了投资者关注进而影响投资者决策。

#### 四、行为金融视角的解释

信息不对称视角的相关文献能够在一定程度上解释媒体报道对资产定价的影响。但在很多情况下,媒体报道只是简单转载公司或其他信息渠道发布的信息,并没有提供增量信息,这些旧消息仍然会影响股票价格(Tetlock, 2011; Huberman和Regev, 2001)。对此,信息不对称视角的文献无法提供合理解释,因此部分学者转而从行为金融视角寻求答案。

传统资产定价理论假设投资者是完全理性的,而心理学研究表明,人们在进行决策的时候,尤其是在复杂和不确定条件下决策时,往往存在种种“非理性”的情况。在投资者不完全理性的前提假设下,媒体报道对资产定价的影响,不再是媒体提供增量信息以减轻信息不对称,而是改变了投资者的信息和决策环境,从而影响投资者行为。因此,虽然媒体报道只简单转载公司或其他信息渠道发布的信息,但这种转载仍会对投资者关注、认知偏差和投资者情绪产生较大影响(Klibanoff等, 1998; Huberman和Regev, 2001; Tetlock, 2007),从而影响投资者的决策,并最终影响资产定价。

##### (一)投资者关注

关注(attention)是一种稀缺的认知资源,大脑处理信息的能力有限。如果信息量超过某个限度,大脑就会选择让一些信息通过,而将另一些信息排斥在外(Broadbent, 1958)。因此,对一件事物的关注必然以牺牲对另外一些事物的关注为代价(Kahneman, 1973)。在面对大量信息时,有限关注(limited attention)限制了人们的学习、决策过程(Pashler, 1992)。而在资本市场上,上千家上市公司每天有海量的信息发布。由于有限关注的影响,投资者不能对所有公开信息做出及时反应,往往忽略某些信息,从而导致股价对信息的反应不足(Dellavigna和Pollet, 2009; Hirshleifer等, 2009)。

传播学的议程设置理论(agenda-setting theory)<sup>①</sup>认为,媒体主要通过提供信息和调整议题影响人们对某些事实的关注顺序和看法。在资本市场上,媒体报道的商业新闻提供的信息和设置的议题同样会影响投资者的决策和股票价格(游家兴和郑建鑫, 2013)。因为公司的信息被媒体报道后,会吸引更多的投资者关注这些公司。若媒体再蓄意强调这些信息,投资者就更容易认为这些信息是重要信息,从而可能会影响投资者决策,并进一步影响这些公司的股票价格。

Huberman和Regev(2001)用EntreMed公司(一家在纳斯达克上市的小型制药公司)的案例有力地说明了媒体报道引起的投资者关注对股票价格的影响。1998年5月3日《纽约时报》报道称EntreMed公司在治疗癌症的新药研究方面取得了重大突破。这一消息的发布使该公司的股价在开盘时从上一交易日的12.063美元飙升到85美元,当天收盘于51.85美元,当周收盘于33.25美元,并且在随后几个月均保持在较高的价位。但是从信息含量来看,该报道属于旧消息,因为早在1997年11月27日,《自然》杂志和其他大众媒体就报道过这一消息,并且该公司

<sup>①</sup> 议程设置理论最早由Mccombs和Shaw(1972)提出。议程设置理论认为,虽然大众传播媒介不能直接决定人们怎么思考,但是它可以为人们确定哪些是最重要的。媒体只要对某些问题予以重视,为公众安排议事日程,那么就能影响公众舆论。议程设置赋予各种议题不同程度的显著性的方式,影响着人们对周围世界的大事及重要性的判断。因此,当大众传播媒介大量、集中报道某个问题或事件,受众也就会关注、谈论这些问题或事件。

股价小幅上涨。这个案例表明,虽然是旧消息,但媒体报道促使广大投资者关注到EntreMed公司,而正是这种热忱的关注诱发该公司股票价格的持续上涨。Kim和Meschke(2014)的研究表明,EntreMed事件并不是一个孤立事件,而具有普遍意义。他们用CNBC电视台对CEO的近7000次访谈为样本,研究发现,CNBC电视台对CEO的访谈吸引了投资者的注意力,并对股价产生显著影响。在CEO访谈播出前两天,该公司股价就强势上涨,并在随后的10个交易日出现了明显反转。类似地,Rogers等(2016)发现:在美国,投资者对EDGAR(电子化数据收集、分析及检索系统)即时公布的内部人交易信息没有反应。但这些内部人交易信息报道被媒体报道后,这些“二手”信息则会迅速影响股票价格。余峰燕等(2012)也发现,大众媒体重复发布旧消息会驱动有限理性投资者的资产买卖行为,对资产定价产生暂时性影响。

## (二)认知偏差

现代认知心理学认为,在决策过程中人们会经历知觉、注意、记忆、抽象、推理与判断等复杂的认知过程。但在实际决策中,人们在认知过程中会尽力寻找捷径,通常会依据自己的直觉或常识、经验做出决策。这种决策过程虽然可能得出合理的结果,但也可能出现系统性的偏差,形成认知偏差。因此,认知偏差在经济决策过程中是普遍存在的。

Kahneman和Tversky(1979)进行了大量认知决策启发式偏差(heuristics bias)和认知偏差的研究。他们认为,在不确定条件下,认知偏差的存在会使人们的决策或判断出现以偏概全、以小见大的情况。金融决策具有更高的不确定性和动态性,投资者更容易受到认知偏差的影响。而且认知偏差会导致投资决策偏差,使资产价格偏离其内在价值,形成资产价格偏差。相应地,资产价格偏差往往会产生信息锚定效应,反过来影响投资者对资产价值的判断,从而进一步产生认知偏差,形成交互反馈,使偏差被进一步放大和扩散。

在资本市场上,投资者对股票价格的预测随着所感知信息的重要性的变化而变化。传播学的议程设置理论认为,人们一般会对媒体认为重要的事件首先采取行动,因为媒体提供的议题会改变人们对某些事实重要性程度的认识。投资者会认为媒体报道的信息更重要,从而影响他们对信息的反应程度(Andreassen, 1990)。Klibanoff等(1998)的研究支持了这一观点。他们发现,在国家封闭式基金每周公布基金净值后,投资者对净值变化反应不足;但当《纽约时报》在头版报道了某个国家的重大新闻之后,投资者对这个国家的封闭式基金会出现过度反应,基金净值在价格中的反应系数提高,且交易量大幅增加。同样地,投资者对盈余信息的反应也会受到媒体报道影响。媒体关注增强了盈余信息的短期市场反应,同时削弱了盈余公告后的漂移程度(于忠泊等,2012)。

## (三)投资者情绪

心理学研究发现,人们的情绪会影响他们对未来的判断。当情绪乐观时,人们对好消息的反应更显著,从而做出乐观的判断和评价;相反,当情绪悲观时,人们对坏消息的反应更显著,从而倾向于做出悲观的判断和评价(Arkes等,1988;Wright和Bower,1992)。面对上涨的股票走势图,一半的投资者会产生乐观的情绪,预期下一期股票价格会更高(De Bondt,1993)。

20世纪90年代以来,行为金融学的一大分支——投资者情绪研究逐渐兴起。投资者情绪研究关注投资者情绪与市场表现和资产定价的关系。该领域的研究发现,投资者情绪是影响资产价格的重要因素(Neal和Wheatley,1998;Baker和Wurgler,2006;Kumar和Lee,2006;伍燕然和韩立岩,2007)。

早在20世纪90年代初,De Long等(1990)就通过模型构建,刻画了噪音交易者如何错误地将媒体报道当作真实信息,并形成强烈情绪的过程。媒体报道对投资者的信心和预期的形成具有十分重要的作用。悲观的媒体报道诱使投资者对未来的预计也偏于悲观,使投资者情绪低

落,从而使股票价格面临较大的下行压力(Tetlock,2007)。由于正反馈效应的存在(希勒,2008),这种悲观情绪会在投资者之间不断传染、累积,产生强大的投资者情绪,影响投资者的决策行为,最终影响股票的价格(游家兴和吴静,2012)。相反,媒体正面报道会诱发乐观的投资者情绪,噪音交易者会预期未来还有好消息而买入;而非噪音交易者则预期股票价格会因噪音交易者的买入而上涨,因此他们也会买入等待高价卖出以获利,从而使股票价格偏离内在价值(Chen等,2013)。但媒体传递的情绪对资产错误定价的影响存在不对称性,乐观的媒体情绪更容易推动价格向上偏离基本价值,产生股价泡沫(游家兴和吴静,2012)。熊艳等(2014)发现,媒体正面报道更容易煽动投资者的乐观情绪,加剧投资者的非理性程度,提高了上市首日收盘价定价偏差,降低了二级市场的定价效率;而负面报道对IPO首日二级市场定价效率没有影响。权小锋等(2015)认为,这主要是因为“打新”热潮和“投机”热情的双重影响下,投资者选择性地关注正面信息,而忽视负面信息,表现出“鸵鸟效应”。

#### (四)小结

媒体重新发布旧消息的确会吸引投资者关注,影响股票价格。但是,个人投资者和机构投资者的理性程度不同,因此旧消息对个人投资者和机构投资者的影响程度和影响方式也应该是不一样的。现有相关文献未能对此做出相应区分。除此之外,上述研究考虑到投资者非理性的影响,却忽略了资本市场上信息不完美等因素。由于信息渠道不同,可能对某些投资者来说,旧消息也是新消息。因此,对这部分投资者来说,媒体报道在吸引其关注的同时,也提供了增量信息。如何识别这部分投资者,以及如何区分信息不对称或投资者关注对这部分投资者的影响,是这类研究的难点。

此外,媒体报道会影响投资者情绪,推动股票价格上涨或下跌。但是,与投资者关注和认知偏差的相关研究不同的是,投资者情绪的文献大多没有从研究设计上区分新消息或旧消息。不管新、旧消息都会相应地诱发投资者乐观或悲观情绪,但新消息在诱发投资者情绪的同时也提供了增量信息。因此,有必要从研究设计上加以区分,否则难以合理鉴别是投资者情绪影响资产定价还是媒体报道提供的信息发挥了定价功能或两者皆有。

### 五、公司治理溢价视角的解释

自Berle和Means提出两权分离以来(Berle和Means,1932),公司治理的研究一直是学术界关注的热点问题。投资者愿意为良好的公司治理支付溢价。麦肯锡公司于2000年进行了一项颇有影响力的关于公司治理溢价的调查,发现80%的被调查者(调查对象涉及全球200多家机构投资者)愿意为治理好的公司支付溢价(Felton等,1996)。何顺文教授的另一项调查则显示,绝大多数受访者认为公司治理与财务状况同样重要甚至更为重要,且100%的受访者愿意投资公司治理状况好的公司(牛建波,2008)。

#### (一)公司治理促进治理溢价形成

公司治理要素众多,包括股东、董事会、监事会、管理层、利益相关者等,每一种公司治理要素的改善都可能提高公司股价。从股东治理结构看,提高股东权指数,股票价格上涨,投资者可以获得额外的回报(Gompers等,2003);从董事会治理结构看,董事会下设提名、战略和审计委员会也能为投资者带来显著的治理溢价(牛建波和刘绪光,2008),提高公司董事会独立性能够相应地提高公司股价(Black等,2006);从管理层治理结构看,降低管理层壕沟指数显著提高了公司股价,相应地提高投资者的持有收益(Bebchuk等,2009)。关于公司不同治理要素与治理溢价的互动关系,Cremers和Nair(2005)发现,机构投资者与外部潜在接管者对治理溢价的影响是互补的。只有公众基金持股比例高且接管威胁最高的公司股价上涨最明显,给投资者带来显著的溢价。

从总体上看,公司治理行为或公司治理整体质量的提高也会提高公司股票价格,形成治理溢价。在德国,公司治理水平高的公司,其股票价格相应上涨,投资者长期持有收益较高(Drobetz等,2004)。在韩国,公司治理水平也是影响股价的重要因素(Black等,2006)。在中国,公司治理的提高促进公司股票价格上涨(郝臣,2007),内部治理质量高的公司股价上涨更明显,超额回报率也更高(赵玉洁,2011)。治理水平较高的上市公司确实能够给投资者带来超额收益(曾亚敏和张俊生,2004;王福胜和刘仕煜,2009)。因此,公司治理质量的提高会影响公司的股票价格,即产生公司治理溢价。

## (二)媒体报道与公司治理溢价

研究发现,媒体报道的公司治理职能具体表现在以下几个方面:第一,媒体关注能有效识别管理层的舞弊行为(Miller,2006;杨德明等,2012),迫使管理层减少盈余操纵行为(于忠泊等,2011),提高公司的信息披露质量(Rupley等,2012)等。第二,媒体能够监督上市公司的薪酬乱象(Core等,2008;杨德明和赵璨,2012),提高业绩较差的CEO被解雇的风险(Farrell和Whidbee,2002),抑制控股股东的控制权私利(Dyck和Zingales,2004),缓解代理冲突,降低代理成本(罗进辉,2012)。第三,媒体监督迫使董事会提高效率(Joe等,2009;Bednar,2012),促使公司改正违规行为(Dyck等,2008;李培功和沈艺峰,2010),提高公司治理水平(酷卫华和李培功,2012)。第四,媒体监督能规范公司的并购决策过程,迫使管理层及时终止市场反应不好的并购方案(Liu和McConnell,2013),并惩处或撤换损害公司利益的高管(吴超鹏等,2012)。

但是,遗憾的是,大多数学者主要研究媒体报道对公司治理的影响,只有少部分学者进一步关注公司治理水平提高后对股票价格的影响。如Joe等(2009)发现,被《商业周刊》曝光的效率低下的董事会,会采取明显的措施来提高董事会的效率。在曝光后的一年内,被曝光的公司股价表现良好,平均超额收益率为8.5%左右。媒体报道不仅能有效抑制管理层盈余操纵行为,提高会计信息质量,还能提高投资者对公司信息的关注,使其对盈余信息的解读更加透彻,提高定价效率,减少应计误定价(权小锋和吴世农,2012)。在股权分置改革进程中,媒体报道提高了非流通股东的舆论监督压力,降低了非流通股股东在股改中的私有利益,提高了公司治理效率。由于存在公司治理溢价,以及信息风险和不确定风险的降低,降低了中小流通股股东愿意接受的对价(徐莉萍和辛宇,2011)。

## (三)小结

综上,媒体监督提高了公司的治理水平,增强投资者信心,提供公司市场价值,产生公司治理溢价。然而,媒体报道的公司治理溢价的度量方法是此类研究的难点问题。长期股票价格波动的影响因素众多,因此用媒体曝光后的长期股票价格表现来衡量公司治理溢价(如Joe等,2009),可能不尽合理。此外,针对产权性质、行业特征、公司特征不同的公司,媒体报道的治理效应可能存在差异,但是,现有的媒体报道的公司治理溢价研究并没有考虑这方面因素的影响。

# 六、媒体报道偏差视角的解释

## (一)媒体报道偏差视角的引入

对于信息的传播,社会心理学家卢因(Lewin)于1947年首先提出“把关人”理论。该理论认为信息总是沿着含有门户的某些渠道流动,在这些渠道里,要么根据公正无私的规定,要么根据“把关人”的个人意见,对信息或商品是否被允许进入渠道或继续在渠道里流动做出决定。1950年,传播学家White将这一理论引入新闻传播学领域,发现在大众传播的新闻报道中,媒体成为实际中的“把关人”,由他们对新闻信息进行取舍,决定哪些内容最后与受众见面。倘若媒体以传播事实为导向,以中立的角色履行把关责任,采用客观、真实的评判标准对信息进行加

工、转载,那么媒体报道是无偏的。信息不对称、行为金融和公司治理溢价视角的相关文献,都假设媒体报道是无偏报道,即基于媒体报道无偏差的基本假设。

但是,媒体并非总能履行“把关人”的职责,也会基于自身利益而偏离真实客观的标准,或追逐“轰动效应”而产生“媒体偏见”,向受众提供有偏报道,即形成媒体报道偏差。Gentzkow和Shapiro(2006)认为,媒体选择信息来源、斟酌语句语气或对报道内容进行不同程度的取舍,是形成媒体报道偏差的重要原因。现实社会中,媒体有偏报道的现象十分普遍,如媒体可能为获得广告收入或迎合公众的偏好而追捧某些明星CEO,而不考虑这些CEO的实际经营能力(酷卫华和李培功,2015)。因此,从媒体报道偏差这一角度出发研究媒体报道对资产定价的影响成为近年来国外研究的一个新的研究动向。

## (二)媒体报道偏差的形成

Mullainathan和Shleifer(2005)认为,媒体报道偏差可能来自媒体报道的提供方,如记者、编辑或媒体所有者的个人偏好,也可能来自媒体报道的需求方,如受众、政府、广告商等利益集团的偏好或需求的迎合。媒体在选择报道对象时存在主观性,往往挑选经常发表偏激言论的公司或投资政策“在政治上不正确”的公司(DeAngelo等,1994;DeAngelo等,1996)。媒体也可能会根据受众的评判标准而选择所报道的新闻,形成有偏报道(Shoemaker,1991)。在牛市期,投资者更关注成长预测和相关的新闻,公司披露正面消息而隐藏负面消息的动机增强。而记者为了保持消息渠道畅通以利于个人职业生涯发展,也愿意认可这些正面话题。因此,牛市期间媒体报道的负面消息较少(Dyck和Zingales,2002)。此外,广告支出会影响媒体对广告主的产品报道的中立性;公司在媒体做的广告越多,被媒体报道的次数也越多(Rinallo和Basuroy,2009;Bignon和Miscio,2010)。Gurun和Butler(2012)发现,由于对当地企业广告收入的依赖,当地媒体并没有起到“看门狗”的作用,反而是“啦啦队”,即对当地企业过度正面报道。

除此之外,媒体报道偏差的影响可能表现为对特定事件进行报道或不对特定事件进行报道,也可能表现为非平衡报道,即隐藏某些事实或突出某些事实(Balan等,2009),霸王洗发水事件就是典型的非平衡报道。2010年7月14日,香港媒体《壹周刊》在头条刊登了《霸王致癌》一文,指出霸王洗发水中含有“二恶烷”27ppm,超过美国的安全标准10ppm。文中重点强调了“二恶烷”的危害性,深入描述了其可能对身体造成的危害。但对霸王洗发水中“二恶烷”来源、是否可以避免以及我国的相关标准却未加以说明。虽然《壹周刊》的报道都是以客观的数据为基础,但为了追求“轰动效应”,采用“有偏的放大机制”,通过对事实赋予不同的权重,迎合消费者对产品质量缺乏安全感的普遍信念,“扭曲”了报道的内涵(熊艳等,2011)。

## (三)媒体报道偏差对资产定价的影响

有偏报道会影响投资者对公司未来的预期和信念,影响投资者决策,进而影响资产定价。Reuter和Zitzewitz(2006)发现,广告支出会影响共同基金被媒体提及的可能性,而投资者对被媒体提及的共同基金净买入量更高;被《华尔街日报》提及的共同基金的收益率显著高于其他基金。在霸王洗发水事件中,《壹周刊》为追逐“轰动效应”而报道的有偏信息使霸王集团及其香港和内地的同行业公司股票价格大幅下跌,且难以在短期内恢复(熊艳等,2011)。对于媒体报道的偏差,Dyck和Zingales(2003)的研究表明,投资者对有偏报道具有一定的识别能力。他们发现,股票价格对基于公认会计原则(GAAP)盈余公告的反应更敏感,这可能是因为基于GAAP的盈余数字更公允、可靠。

## (四)小结

近年来,有学者逐渐放宽媒体客观、中立地报道公司新闻这一基本假设,开始涉猎媒体报道偏差问题的研究,但主要从媒体报道偏差的存在性和危害性展开。对于媒体报道偏差对资产

定价的影响,国内外的相关研究屈指可数,这可能是主要因为媒体报道偏差难以度量。Grosche和Milyo(2005)的研究为度量报道偏差的程度和判断不同媒体报道偏差的差异提供了科学的方法。但是,他们的方法主要反映媒体报道对有代表性的国会议员意识形态的偏离程度。对于如何度量媒体报道对公司实际状况的偏离程度,目前还是该领域研究的难点。

## 七、结论与展望

### (一)结论

前文在总结现有媒体报道与资产定价研究的基本思路框架的基础上,从信息不对称、行为金融、公司治理溢价、媒体报道偏差四个方面对现有研究文献进行梳理。通过前文的分析,四个视角的研究主要存在以下几点差异:

(1)假设前提条件不同。信息不对称和公司治理溢价视角下媒体报道与资产定价研究的假设前提是,媒体报道是客观、公正、无偏差的,且投资者是理性的;行为金融视角下的相关研究仍然假设媒体报道是无偏的,但放宽了理性投资者的假设条件,认为投资者是有限理性的;显然,媒体报道偏差视角下的资产定价研究是假定媒体报道是有偏的,对投资者的理性程度没有明确界定。

(2)影响资产定价的机制不同。信息不对称视角下,媒体报道主要通过缓解公司与投资者之间的信息不对称程度影响投资者的买卖决策,进而影响股票价格;行为金融视角下,媒体报道则主要是通过吸引投资者关注、影响投资者的认知以及诱发投资者乐观或悲观情绪,影响投资者决策,最终影响股价;公司治理溢价视角下,媒体报道发挥了监督和治理作用,提高了公司治理水平,而投资者愿意为改善公司治理支付溢价,促使公司股价上涨;最后,媒体报道偏差视角下,有偏的媒体报道改变了投资者信念和对公司未来的预期,进而影响投资者对公司价值的评估,最终影响公司股票价格。

(3)依据的相关理论不同。信息不对称视角下,媒体报道与资产定价研究主要依据的是“把关人”理论和信息不对称理论;行为金融视角的媒体定价功能研究主要依据基于噪音的资产定价理论和基于情绪的资产定价理论;公司治理溢价视角的媒体报道与资产定价研究主要基于公司治理理论和估值理论;媒体报道偏差视角的资产定价研究则主要依据媒体报道偏差理论和相应的资产定价理论。

需要指出的是,信息不对称、行为金融、公司治理溢价、媒体报道偏差四个视角下的媒体报道与资产定价的研究并不是完全泾渭分明的。在资本市场中,信息不对称和投资者非理性同时存在。随着研究的深入,这四个视角有可能互补或融合。如熊艳等(2014)在研究媒体报道对IPO定价效率的影响时,就从信息不对称和行为金融双重视角同时展开。他们发现,媒体报道降低了股票发行询价过程中的信息不对称程度,提高了一级市场的定价效率;同时,媒体报道加剧了二级市场投资者的非理性情绪,降低了二级市场的定价效率。

### (二)展望

媒体报道在我国资本市场上的定价功能已逐步显现,但国内的相关研究尚处在研究发展的起步阶段,未来研究可拓展的方向有

#### 1. 构建更为合理的媒体报道的度量指标

媒体报道的度量是实证研究中能否准确检验媒体报道与资产定价的关系的关键,又是该领域研究的难点问题。但是,综观现有媒体研究文献,媒体报道的度量缺乏公认的、统一的指标。学者们在研究中根据各自的不同理解来构建指标,随意性和主观性较大。因此,可以结合传播学和公司财务或金融的相关理论,重新构建更合理的媒体报道度量指标。

根据传播学的有限效果传播理论,新闻报道的传播效果受传播内容和传播渠道的影响(Klapper, 1960)。现有研究通常只考虑媒体报道的内容,而较少考虑媒体报道的传播渠道。网络媒体转载形成的二次传播是拓展媒体报道影响力的重要途径(聂恒玉, 2008),在一定程度上反映了媒体报道的传播渠道。因此,在构建媒体报道度量指标时,应考虑媒体报道在网络媒体中的转载。

最后,由于缺乏统一的中文财经类媒体报道正、负面词汇数据库,以往的研究主要采用人工阅读来判断媒体报道的正面或负面,但这种方法费时且主观性较强。为了更好地研究媒体报道的语气,可构建适用于中文语言环境下的财经类媒体报道正、负面词库,运用专业的文本分析软件对媒体报道内容和语气进行分析。

## 2. 从不同视角拓展媒体报道的定价功能研究

(1)拓展公司治理溢价视角的研究。现有媒体文献主要从公司角度来研究媒体报道对公司治理机制和治理水平的作用和影响,而较少从投资者和资本市场的角度研究媒体报道对公司治理溢价的影响。媒体报道对公司治理溢价的研究有益于我们更全面地认识媒体报道的公司治理价值。未来可在完善公司治理溢价的度量指标的基础上,进一步研究媒体报道的监督治理职能对公司股票价格的影响,为媒体报道的公司治理溢价提供更充分的经验证据。此外,未来研究可考虑产权性质和行业特征等不同,对媒体报道的公司治理溢价进行分类比较研究,分析媒体报道的公司治理溢价是否存在产权性质差异或行业差异。

(2)拓展媒体报道偏差影响资产定价的研究。关于媒体报道偏差对资产定价的影响,国内外相关的研究寥寥无几。媒体报道的有偏报道对资本市场的影响这一重要话题亟待引起学者的重视。同时,媒体报道偏差的界定和度量方法也是未来研究应进一步深入探讨的重要问题。财经媒体的报道偏差的计算可以借鉴Groseclose和Milyo(2005)和Gentzkow和Shapiro(2010)的方法,以特定事件(如IPO,并购重组)为背景,用文本分析方法比较同一时期不同财经媒体的报道偏向性。

(3)深化行为金融视角的媒体定价功能研究。国内只有少量文献从投资者关注和投资者情绪角度研究媒体报道对资产定价的影响。我国资本市场起步较晚,市场机制不健全,机构投资者规模偏小,投资者不成熟,市场投机氛围过浓。因此,从行为金融学认知角度出发,研究媒体报道如何影响投资者的认知过程,并由此产生认知偏差,形成决策偏差,进而影响资产定价,具有较强的理论和现实意义。基于行为金融的媒体定价功能的研究应该选择没有增量信息的转载报道,以便与基于信息不对称视角的相关研究区分开来。比如,盈利或亏损程度相当的公司的盈余公告或定期报告公布后,媒体可能对某些公司的相关盈利或亏损信息进行转载。从提供信息的角度来看,这种转载并未给投资者提供增量信息。但是,这种转载却可能对有限理性投资者情绪或认知产生影响。

## 3. 完善实证研究设计

首先,要在研究设计上尽量控制内生性问题,尽量区分媒体报道的内容本身和媒体报道的手法对股票价格的影响。到底是媒体报道影响资本市场定价还是某些不可观测的因素同时影响媒体报道和资产定价?这些问题还有待于在实证设计中进一步完善。其次,为了区分媒体报道的内容和手法如何影响资产定价,需要从样本选取、模型构建、变量选择等方面入手,完善研究设计,尽可能将两者的影响分离开。

## 主要参考文献

[1] 醋卫华, 李培功. 媒体监督公司治理的实证研究[J]. 南开管理评论, 2012, (1): 33-42.

- [2] 酷卫华, 李培功. 媒体追捧与明星CEO薪酬[J]. 南开管理评论, 2015, (1): 118-129.
- [3] 郝臣. 公司治理的价值相关性研究——来自沪深两市的经验数据[D]. 天津: 南开大学, 2007.
- [4] 李玲. 微博时代传统媒体的挑战、机遇与对策[J]. 理论探索, 2011, (3): 91-93.
- [5] 李培功, 沈艺峰. 媒体的公司治理作用: 中国的经验证据[J]. 经济研究, 2010, (4): 14-27.
- [6] 刘九洲, 陈丽. 网络媒体与传统媒体话语分层研究[J]. 新闻界, 2007, (6): 106-107.
- [7] 罗伯特·J希勒著, 李心丹, 陈莹, 夏乐译. 非理性繁荣[M]. 2版. 北京: 中国人民大学出版社, 2008.
- [8] 罗进辉. 媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角[J]. 金融研究, 2012, (10): 153-166.
- [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] 聂恒玉. 如何提升新闻的二次传播价值[J]. 新闻战线, 2008, (12): 53-54.
- [11] 牛建波. 公司治理溢价研究脉络及进展探析——基于投资者视角的考察[J]. 证券市场导报, 2008, (6): 69-76.
- [12] 牛建波, 刘绪光. 董事会委员会有效性及治理溢价——基于中国上市公司的经验研究[J]. 证券市场导报, 2008, (1): 64-72.
- [13] 权小锋, 吴世农. 媒体关注的治理效应及其治理机制研究[J]. 财贸经济, 2012, (5): 59-67.
- [14] 权小锋, 尹洪英, 吴红军. 媒体报道对IPO股价表现的非对称影响研究——来自创业板上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2015, (6): 56-63.
- [15] 沈艺峰, 杨晶, 李培功. 网络舆论的公司治理影响机制研究——基于定向增发的经验证据[J]. 南开管理评论, 2013, (3): 80-88.
- [16] 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.
- [17] 王福胜, 刘仕焜. 基于联立方程模型的公司治理溢价研究——兼谈如何检验公司治理评价指标的有效性[J]. 南开管理评论, 2009, (5): 151-160.
- [18] 吴超鹏, 叶小杰, 吴世农. 媒体监督、政治关联与高管变更——中国的经验证据[J]. 经济管理, 2012, (2): 57-65.
- [19] 伍燕然, 韩立岩. 不完全理性、投资者情绪与封闭式基金之谜[J]. 经济研究, 2007, (3): 117-129.
- [20] 熊艳, 李常青, 魏志华. 媒体报道与IPO定价效率: 基于信息不对称与行为金融视角[J]. 世界经济, 2014, (5): 135-160.
- [21] 熊艳, 李常青, 魏志华. 媒体“轰动效应”: 传导机制、经济后果与声誉惩戒——基于“霸王事件”的案例研究[J]. 管理世界, 2011, (10): 125-140.
- [22] 徐莉萍, 辛宇. 媒体治理与中小投资者保护[J]. 南开管理评论, 2011, (6): 36-47, 94.
- [23] 徐巍, 陈冬华. 自媒体披露的信息作用——来自新浪微博的实证证据[J]. 金融研究, 2016, (3): 157-173.
- [24] 杨德明, 刘静, 赵璨. 媒体监督与财务丑闻——针对紫鑫药业的案例研究[J]. 中大管理研究, 2012, (4): 36-56.
- [25] 杨德明, 赵璨. 媒体监督、媒体治理与高管薪酬[J]. 经济研究, 2012, (6): 116-126.
- [26] 游家兴, 吴静. 沉默的螺旋: 媒体情绪与资产误定价[J]. 经济研究, 2012, (7): 141-152.
- [27] 游家兴, 郑建鑫. 媒体情绪、框架依赖偏差与IPO异象——基于议程设置理论的研究视角[J]. 投资研究, 2013, (12): 68-84.
- [28] 于忠泊, 田高良, 齐保奎, 等. 媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察[J]. 管理世界, 2011, (9): 127-140.
- [29] 于忠泊, 田高良, 张咏梅. 媒体关注、制度环境与盈余信息市场反应——对市场压力假设的再检验[J]. 会计研究, 2012, (9): 40-51.
- [30] 余峰燕, 郝项超, 梁琪. 媒体重复信息行为影响了资产价格么?[J]. 金融研究, 2012, (10): 139-152.
- [31] 曾亚敏, 张俊生. 所有权结构的公司治理溢价效应研究——来自IPO收益的证据[J]. 经济管理, 2004, (18): 72-77.
- [32] Andreassen P B. Judgmental extrapolation and market overreaction: On the use and disuse of news[J]. Journal of Behavioral Decision Making, 1990, 3(3): 153-174.
- [33] Arkes H R, Herren L T, Isen A M. The role of potential loss in the influence of affect on risk-taking behavior[J]. Organizational Behavior and Human Decision Processes, 1988, 42(2): 181-193.
- [34] Baker M, Wurgler J. Investor sentiment and the cross-section of stock returns[J]. The Journal of Finance, 2006, 61(4): 1645-1680.
- [35] Barber B M, Odean T. All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors[J]. The Review of Financial Studies, 2008, 21(2): 785-818.
- [36] Bebchuk L, Cohen A, Ferrell A. What matters in corporate governance?[J]. The Review of Financial Studies, 2009, 22(2): 783-827.

- [37]Bednar M K. Watchdog or lapdog? A behavioral view of the media as a corporate governance mechanism[J]. *Academy of Management Journal*, 2012, 55(1): 131–150.
- [38]Berle A A, Means G C. *The modern corporation and private property*[M]. New York: Macmillan, 1932.
- [39]Bignon V, Miscio A. Media bias in financial newspapers: Evidence from early twentieth-century france[J]. *European Review of Economic History*, 2010, 14(3): 383–432.
- [40]Black B S, Jang H, Kim W. Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea[J]. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 2006, 22(2): 366–413.
- [41]Broadbent D. *Perception and communication*[M]. New York: Oxford University Press, 1958.
- [42]Bushee B J, Core J E, Guay W, et al. The role of the business press as an information intermediary[J]. *Journal of Accounting Research*, 2010, 48(1): 1–19.
- [43]Chan W S. Stock price reaction to news and no-news: Drift and reversal after headlines[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 70(2): 223–260.
- [44]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.
- [45]Core J E, Guay W, Larcker D F. The power of the pen and executive compensation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(1): 1–25.
- [46]Cremers K J M, Nair V B. Governance mechanisms and equity prices[J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60(6): 2859–2894.
- [47]Cutler D M, Poterba J M, Summers L H. What moves stock prices?[J]. *The Journal of Portfolio Management*, 1989, 15(3): 4–12.
- [48]De Bondt W P M. Betting on trends: Intuitive forecasts of financial risk and return[J]. *International Journal of Forecasting*, 1993, 9(3): 355–371.
- [49]De Long J B, Shleifer A, Summers L H, et al. Noise trader risk in financial markets[J]. *Journal of Political Economy*, 1990, 98(4): 703–738.
- [50]DeAngelo H, DeAngelo L, Gilson S C. Perceptions and the politics of finance: Junk bonds and the regulatory seizure of first capital life[J]. *Journal of Financial Economics*, 1996, 41(3): 475–511.
- [51]DeAngelo H, DeAngelo L, Gilson S C. The collapse of First Executive Corporation junk bonds, adverse publicity, and the “run on the bank” phenomenon[J]. *Journal of Financial Economics*, 1994, 36(3): 287–336.
- [52]Dellavigna S, Pollet J M. Investor inattention and friday earnings announcements[J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64(2): 709–749.
- [53]Downs A. *An economic theory of democracy*[M]. New York: Harper and Brothers, 1957.
- [54]Drobetz W, Schillhofer A, Zimmermann H. Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany[J]. *European Financial Management*, 2004, 10(2): 267–293.
- [55]Dyck A, Volchkova N, Zingales L. The corporate governance role of the media: Evidence from Russia[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(3): 1093–1135.
- [56]Dyck A, Zingales L. Private benefits of control: An international comparison[J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59(2): 537–600.
- [57]Dyck A, Zingales L. *The bubble and the media*[A]. Cornelius P K, Kogut B M. *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*[M]. New York: Oxford University Press, 2002.
- [58]Easley D, O'Hara M. Information and the cost of capital[J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59(4): 1553–1583.
- [59]Fama E F, French K R. Size and book-to-market factors in earnings and returns[J]. *The Journal of Finance*, 1995, 50(1): 131–155.
- [60]Farrell K A, Whidbee D A. Monitoring by the financial press and forced CEO turnover[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2002, 26(12): 2249–2276.
- [61]Felton R F, Hudnut A, van Heeckeren J. Putting a value on board governance[J]. *The McKinsey Quarterly*, 1996, (4): 170–176.
- [62]Gentzkow M, Shapiro J M. Media bias and reputation[J]. *Journal of Political Economy*, 2006, 114(2): 280–316.

- [63]Gentzkow M, Shapiro J M. What drives media slant? Evidence from U.S. daily newspapers[J]. *Econometrica*, 2010, 78(1): 35–71.
- [64]Griffin J M, Hirschey N H, Kelly P J. How important is the financial media in global markets?[J]. *Review of Financial Studies*, 2011, 24(12): 3941–3992.
- [65]Groseclose T, Milyo J. A measure of media bias[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2005, 120(4): 1191–1237.
- [66]Grossman S J, Stiglitz J E. Information and competitive price systems[J]. *The American Economic Review*, 1976, 66(2): 246–253.
- [67]Grossman S J, Stiglitz J E. On the impossibility of informationally efficient markets[J]. *The American Economic Review*, 1980, 70(3): 393–408.
- [68]Gurun U G, Butler A W. Don't believe the hype: Local media slant, local advertising, and firm value[J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(2): 561–598.
- [69]Hirshleifer D, Lim S S, Teoh S H. Driven to distraction: Extraneous events and underreaction to earnings news[J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64(5): 2289–2325.
- [70]Huberman G, Regev T. Contagious speculation and a cure for cancer: A nonevent that made stock prices soar[J]. *The Journal of Finance*, 2001, 56(1): 387–396.
- [71]Jensen M C. Toward a theory of the press[A]. Brunner K. *Economics Social Institutions*[M]. Netherlands:Springer, 1979.
- [72]Joe J R, Louis H, Robinson D. Managers' and investors' responses to media exposure of board ineffectiveness[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2009, 44(3): 579–605.
- [73]Johnson J L, Ellstrand A E, Dalton D R, et al. The influence of the financial press on stockholder wealth: The case of corporate governance[J]. *Strategic Management Journal*, 2005, 26(5): 461–471.
- [74]Kahneman D. *Attention and effort*[M]. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1973.
- [75]Kahneman D, Tversky A. Prospect theory: An analysis of decision under risk[J]. *Econometrica*, 1979, 47(2): 263–292.
- [76]Klapper J T. *The effects of mass communication*[M]. New York: Free Press, 1960.
- [77]Klibanoff P, Lamont O, Wizman T A. Investor reaction to salient news in closed-end country funds[J]. *The Journal of Finance*, 1998, 53(2): 673–699.
- [78]Kumar A, Lee C M C. Retail investor sentiment and return comovements[J]. *The Journal of Finance*, 2006, 61(5): 2451–2486.
- [79]Liu B X, 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.
- [80]Markowitz H. Portfolio selection[J]. *The Journal of Finance*, 1952, 7(1): 77–91.
- [81]McNichols M, Trueman B. Public disclosure, private information collection, and short-term trading[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1994, 17(1-2): 69–94.
- [82]Merton R C. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information[J]. *The Journal of Finance*, 1987, 42(3): 483–510.
- [83]Miller G S. The press as a watchdog for accounting fraud[J]. *Journal of Accounting Research*, 2006, 44(5): 1001–1033.
- [84]Mitchell M L, Mulherin J H. The impact of public information on the stock market[J]. *The Journal of Finance*, 1994, 49(3): 923–950.
- [85]Mullainathan S, Shleifer A. The market for news[J]. *American Economic Review*, 2005, 95(4): 1031–1053.
- [86]Neal R, Wheatley S M. Do measures of investor sentiment predict returns?[J]. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1998, 33(4): 523–547.
- [87]Niederhoffer V. The analysis of world events and stock prices[J]. *The Journal of Business*, 1971, 44(2): 193–219.
- [88]Pashler H. Attentional limitations in doing two tasks at the same time[J]. *Current Directions in Psychological Science*, 1992, 1(2): 44–48.
- [89]Reuter J, Zitzewitz E. Do ads influence editors? Advertising and bias in the financial media[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2006, 121(1): 197–227.
- [90]Rinallo D, Basuroy S. Does advertising spending influence media coverage of the advertiser?[J]. *Journal of Marketing*, 2009,

73(6): 33–46.

- [91]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.
- [92]Ross S A. The arbitrage theory of capital asset pricing[J]. *Journal of Economic Theory*, 1976, 13(3): 341–360.
- [93]Rupley K H, Brown D, Marshall R S. Governance, media and the quality of environmental disclosure[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2012, 31(6): 610–640.
- [94]Sharpe W F. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk[J]. *The Journal of Finance*, 1964, 19(3): 425–442.
- [95]Shefrin H, Statman M. Behavioral capital asset pricing theory[J]. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1994, 29(3): 323–349.
- [96]Shoemaker P J. Gatekeeping: Communication concepts 3[M]. Newbury Park: Sage Publications, 1991.
- [97]Tetlock P C, Saar-Tsechansky M, Macskassy S. More than words: Quantifying language to measure firms' fundamentals[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(3): 1437–1467.
- [98]Tetlock P C. All the news that's fit to reprint: Do investors react to stale information?[J]. *Review of Financial Studies*, 2011, 24(5): 1481–1512.
- [99]Tetlock P C. Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market[J]. *The Journal of Finance*, 2007, 62(3): 1139–1168.
- [100]Tetlock P C. Does public financial news resolve asymmetric information?[J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(9): 3520–3557.
- [101]Wang J. A model of intertemporal asset prices under asymmetric information[J]. *The Review of Economic Studies*, 1993, 60(2): 249–282.
- [102]Wang J W, Ye K T. Media coverage and firm valuation: Evidence from China[J]. *Journal of Business Ethics*, 2015, 127(3): 501–511.
- [103]Wright W F, Bower G H. Mood effects on subjective probability assessment[J]. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 1992, 52(2): 276–291.

## The Effect of Media Coverage on Asset Pricing: A Literature Review

Chen Zeyi<sup>1</sup>, Li Changqing<sup>2</sup>

(1. *Chenyi University College, Jimei University, Xiamen 361009, China*; 2. *School of Management, Xiamen University, Xiamen 361009, China*)

**Abstract:** With the development of the media and the capital market in recent years, a new research trend emerges in the financial studies, and more and more scholars focus on the effect of media coverage on stock prices. In order to grasp the development of research related media coverage and asset pricing more, this paper systematically reviews the literature of media coverage and asset pricing at home and abroad, summarizes the analytical framework of the existing research, and comprehensively comments on the research of the effect of media coverage on asset pricing from four perspectives of information asymmetry, behavioral finance, corporate governance premium and media coverage bias. Then it proposes further research ideas and suggestions.

**Key words:** media coverage; asset pricing; media coverage bias

(责任编辑: 雨 橙)