

媒体报道与资产价格：一个文献综述^{*}

陶 可 张 维

〔摘 要〕随着新兴媒体的迅速崛起,媒体与资产价格的关系得到学界更多的审视,成为理论研究的热点之一。本文首先从媒体信息、媒体偏见、媒体情绪、媒体注意力四个方面探讨媒体影响资产价格的机制,然后分析了“媒体效应”及产生的三种原因,接着通过梳理媒体与资产价格异常现象的关系,指出媒体是资产价格泡沫形成乃至崩溃的重要因素,且和国外不同,我国证券市场 IPO 抑价与媒体报道正相关。本文特别关注了网络留言板对资产价格的影响,发现网络留言板的信息有效程度尚且有限。本文最后给出未来的研究展望。

关键词:媒体报道 资产价格 媒体效应 网络留言板

JEL 分类号:D83 G12 G14

一、引 言

在互联网迅猛发展的时代,投资者普遍使用新兴网络媒体信息进行投资决策。深交所发布的 2014 年个人投资者状况调查报告显示,45% 的投资者通过网络媒体获取投资决策所需信息。网络媒体的使用改变了信息传播的速度和广度,对资产价格产生重大影响,例如 2015 年我国股市的大幅下挫显然离不开新兴媒体的推波助澜。但与直觉相反,理论界关于媒体是否影响资产价格至今难决,这根源于有效市场理论与行为金融理论的长期争论。有效市场理论认为,信息能够迅速、充分融入资产价格。由于媒体报道信息的滞后性,对资产价格不会产生显著影响。例如,Niderhoffer (1971) 收集了 1950–1966 年《纽约时报》所有涉及世界大事日的大字号标题,发现世界大事发生日与证券市场重大价格变动只有轻微关系,并认为媒体所认定的重大国内新闻对证券市场也许并非真的重要;Mitchell and Mulherin (1994) 发现道琼斯公司报道的新闻数量与市场行为的关系并不显著。就此,媒体与资产价格关系的研究长期没有得到重视。以往的研究主要集中在媒体的社会监督方面(张烨,2009),对媒体在信息传递过程中的作用以及价格影响机制的相关研究重视不足。

早期的相关研究大多追寻传统金融学理论中投资者完全理性假设,随着行为金融学研究的深入,媒体与投资者的有限理性特征相互作用从而对资产价格产生影响的研究视角得到了较多关注。进入 21 世纪,网络媒体迅速崛起,投资者获取信息的渠道日益多元化,同时传统媒体也有了长足发展,为研究媒体与资产价格的关系提供了更佳的平台和更宽广的视野。国外相关研究对传统媒体进行了重新审视,并且特别关注网络媒体,例如搜索引擎、股票留言板、社交网站对股票市场的影

^{*} 陶可,南京审计大学金融学院,讲师,经济学博士;张维,南京审计大学金融学院,教授,经济学博士。本文为国家社科基金重大项目“金融服务养老的理论框架、国际经验、中国路径研究”(批准号:17ZDA072)的阶段性成果。

响。涉及样本更大、内容更广、时间更长,方法更完善,其结论几乎都表明,媒体对资产价格具有显著影响。

那么,媒体到底通过哪些机制影响资产价格?对资产价格的影响是否具有规律性?媒体是否能够导致资产价格的大幅波动?是否影响股票首次公开发行的价格?新兴媒体对资产价格的影响又具有什么特征?本文通过梳理相关文献,力图回答以上相关问题(分析框架见图1)。本文的研究不仅有助于认识和深入了解媒体的作用,对于媒体与股票市场有效监管也具有重要启示。

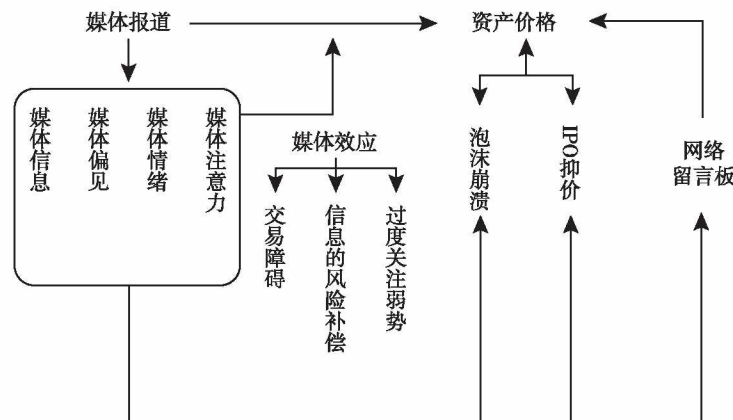


图1 媒体报道与资产价格的研究框架

二、媒体影响资产价格的多种机制

媒体作为信息传递的中间环节,不仅是信息传递的被动客体,也是信息传递的主体。媒体不仅能够将相关信息传递到读者,而且能够对信息来源进行收集、甄别、选择、剪裁、包装,媒体的风格、偏好、偏见、能力影响投资者对信息的解读,通过影响投资者的情绪,对资产价格产生影响。Dyck and Zingales(2003)认为媒体可能通过三个途径影响资产价格:一是媒体影响知情交易者的数量;二是品牌媒体本身具有隐性信誉担保;三是媒体为投资者提供共同知识。Bushee et al.(2007)认为媒体作为信息传递的媒介,具体作用体现在:广泛的信息传播、多种来源的信息包装、新闻工作产生的新信息。Chenet al.(2009)也提出媒体影响资产价格的多个假说:信息媒介假说、公司治理假说、媒体偏见假说、媒体情绪假说。综合以上文献,本文主要从以下四个方面阐述媒体对资产价格的影响。

(一)媒体信息影响资产价格

媒体信息意指媒体报道内容本身。有效市场理论认为资产价格已经包含了所有过去的信息,由于媒体信息公布的滞后性以及媒体信息传播的快速性,媒体信息将对资产价格不产生影响。但由于市场存在摩擦以及投资者明显的有限理性特征,对有效市场理论的理解一直存在争议。在市场是否有效这一问题上持相反观点的尤金·法玛与罗伯特·希勒同时获得了2013年诺贝尔经济学奖。这意味着在市场无效或者有效程度不够高情况下,媒体信息才可能影响资产价格。Dyck and Zingales(2003)从行为金融视角出发,认为在存在有限套利情况下,媒体报道可以通过降低投资者的信息获取成本、扩大信息的传播范围来提高知情交易者的比例从而影响资产价格,实证表明媒体主要通过信息影响资产价格。Chen et al.(2009)认为如果媒体信息影响资产价格,资产错误定

价的程度与异常的新闻报道数量将呈现显著的负向关系,实证结果却相反,从而否定了信息传递假说。Bushee et al.(2009)研究发现更多的出版报道确实能够降低信息不对称程度,而且能够促进股市交易,企业股票价格和交易量随着报道的增加而上升。罗增辉和蔡地(2013)认为,如果媒体报道能够为投资者提供有效信息,则能增强资产价格的信息传递功能,从而提高资产价格中的信息含量,实证表明媒体报道显著提高了资产价格中隐含信息含量。杨杰等(2016)从股价波动非同步性的角度进行了研究,发现媒体报道与股价波动非同步性存在显著“U”型影响,认为新闻媒体扮演了信息提供者的角色。

(二)媒体偏见影响资产价格

媒体偏见是指媒体报道的内容与客观事实之间存在一定的偏差,媒体报道存在客观性失真。例如,一般媒体偏好报道娱乐负面新闻,而证券媒体却喜欢报道财经的正面新闻。Dyck and Zingales(2003)认为存在三种媒体偏见:一是报偿偏见,公司不希望资产价格产生大的波动,并希望价格上升,更倾向于为记者提供非负面的信息;二是媒体能力有限,难以甄别信息的真假;三是新闻的需求偏见,即媒体倾向报道读者喜欢以及事先认可的内容,以上都得到了实证支持。Shingle and Odean(2011)使用1979-2007年道琼斯新闻服务与华尔街日报新闻出版材料,检验股票历史收益与媒体报道之间的关系,发现投资者具有长期关注赢家的偏好:在短期,无论赢家还是输家,都对应异常高的新闻报道,但随着时间推延,过去的赢家仍保持高的异常报道。而过去的输家在随后月份的异常报道低于平均。作者认为,这种偏好并不是来自公司方面的影响,而是来自媒体的需求偏好。

(三)媒体情绪影响资产价格

媒体情绪是指媒体内容蕴涵的乐观与悲观情绪,媒体报道具有一定主观性。游家兴和吴静(2012)借用传播学中的“沉默的螺旋”理论对媒体情绪影响资产价格的机制进行了解释。“沉默的螺旋”理论认为,大多数人一般会避免因固执己见和与众不同而受到孤立,意见一方的沉默造成另一方的强势,经过循环往复,强势意见一方的声音越来越大,另一方越来越沉默,恰似一个上大下小的螺旋发展过程。作为意见领袖,媒体情绪很容易大范围扩散,在与投资者的相互作用下,形成强大的“意见环境”,最终影响资产价格。

研究媒体情绪与资产价格的关系存在两种思路:直接验证与逆向推理。直接验证就是利用词汇识别技术,甄别正(负)面词汇并计算相关比例来代表媒体情绪,以分析媒体情绪对资产价格的影响。Tetlock et al.(2008)发现新闻中的负面词汇能够预测低的公司盈利,这表明新闻中的负面词汇并非冗余信息,而是含有公司基本面难以衡量的内容。Ferguson et al.(2011)进一步使用新闻中的乐观与悲观词汇所占比例代表媒体乐观与悲观情绪,对2005-2010年英国FTSE100公司进行分析,发现新闻出版当日正(负)的媒体情绪与股票收益显著正(负)相关。Matthias(2011)则认为基本面因素与行为因素都会影响资产价格。作者使用两个新颖的情绪数据集,论证了基本面宏观因素、媒体情绪都与股票收益显著正相关。向量误差修正模型表明媒体情绪引起股票收益(月度)的持续上升,并发现资产价格对媒体情绪存在过度反应。

逆向推理则是通过分析资产价格的特征,逆向推断媒体情绪对资产价格的影响。Tetlock(2007)就媒体悲观情绪对收益的影响进行了逻辑分析:一是如果媒体悲观情绪影响投资者,那么媒体悲观情绪将导致短期的低收益以及长期收益反转;二是如果媒体情绪反映信息,但当前信息并未完全融入价格,悲观情绪将导致短期的低收益以及长期的低收益;三是如果媒体情绪反映信息,并且信息已融入价格,媒体悲观情绪将不影响未来收益;四是如果媒体情绪并不反映信息,媒体悲观情绪将不影响未来收益。作者实证发现,高的悲观情绪导致短期的低收益以及长期收益反转,表明媒体悲观情绪影响资产价格。Chen et al.(2009)发现异常的媒

体报道同时提高了价格高估、低估股票的错误定价幅度,认为影响资产价格最重要的原因只能是媒体情绪。

(四)媒体注意力影响资产价格

媒体注意力特指媒体新闻(不考虑信息效应)对投资者的影响(Kim and Meschke, 2011)。由于媒体信息内容可能是吸引投资者决策的重要原因,有必要将新闻中的信息效应剥离出来。但直接将信息内容剥离很困难,一般研究采用另一条思路,即以不包含新信息的媒体新闻为研究对象,探讨媒体注意力和资产价格的关系。

Huberman and Regev(2001)最先探讨了这一问题。作者发现《纽约时报》出版的一个公司关于新型药物的新闻吸引了公众注意,当日该公司股票产生了超过 300% 的收益,尽管相同的故事已经在五个月前的《自然》杂志和其他报纸上出版。作者认为尽管没有新的信息产生,但新闻标题出现在报纸首页的显著位置吸引了投资者的注意力,从而导致股票收益持续上升。Kim and Meschke(2011)则以公司 CEO 采访事件为研究对象,作者认为公司 CEO 被采访时一般没有新的信息出现。实证表明,CEO 采访引起投资者的关注,投资者出现显著的购买现象。Tetlock(2011)则定义同一公司中和过去相似的信息为陈旧信息(Stale Information),虽然发现公司的股票价格对陈旧信息反应比较弱,但是在陈旧信息发布当日,公司股票的收益能够负向预测随后一周的收益,个体投资者对陈旧信息的反应很积极。Shabani(2011)使用 2009 年 6 月到 2010 年 3 月 CNBC 的新闻数量作为媒体关注度,也对陈旧信息与股票价格的关系进行探讨,发现投资者对陈旧信息反应显著,并且负面消息公布 10 分钟后资产价格反而上升。作者认为这是由于个人的有限关注更容易受到媒体及卖空限制的影响。张雅慧等(2012b)通过实验的方法剥离了新闻的信息含量,确保观察到的是纯粹的注意力效应,发现媒体报道的数量与投资者关注程度显著正相关,投资者关注度越高,该股票获得越多的交易资金和越多的成交量。余峰燕等(2012)考察了媒体对静默期间公司拟招股说明书内容的重复,发现媒体重复信息会影响资产收益,即好消息重复程度越高,资产收益越低,但随着时间的推移,投资者对企业旧信息的过度反应会得到修正。媒体重复信息对资产收益的影响主要集中在股价较低、市值规模较小、个人投资者参与程度较高的资产,一定程度上证实有限理性投资者的噪音交易行为是产生这种现象的主要原因,而媒体重复信息并没有提高投资者认知度。

三、“媒体效应”(Media Effect)及产生原因

媒体不仅对资产价格产生影响,而且媒体与资产价格关系呈现出一定的规律。“媒体效应”被证明在国内外不同市场中普遍存在,即低媒体关注的股票比高媒体关注的股票在未来获得更高的收益。Fang and Peress(2009)首次明确提出“媒体效应”这一概念。作者发现,通过持有媒体关注度比较低的股票,而卖出媒体关注度比较高的股票,可以获得显著的超额收益。Kim and Meschke(2011)以 1997–2006 年 CNBC 对公司 CEO 的采访数据为研究样本,发现公司 CEO 采访当日被个人投资者大量购买的股票,随后表现出价格反转,反转的程度与观看 CNBC 对公司 CEO 采访的人数成正比,也支持了“媒体效应”的存在。国内理论界也较早注意到这个问题,饶育蕾等(2010)以 2000 年 8 月到 2008 年 1 月为样本期间,以互联网中与上市公司相关的网络新闻数量构建媒体注意力指标,通过 Fama and French 三因素模型与零投资组合策略进行实证分析,发现中国股票市场也存在“媒体效应”。张雅慧等(2011a)则利用 2003–2010 年福布斯富豪榜、胡润百富榜以及新财富百富榜前 100 位上榜人的榜单资料,运用事件研究法进行分析,同样证实中国股票市场存在“媒体效应”。

“媒体效应”主要有三种成因：“交易障碍假说”、“信息的风险补偿假说”、“过度关注弱势假说”。“交易障碍假说”认为，“媒体效应”之所以长期存在，是因为市场摩擦导致的交易成本大于套利得到的收益，导致套利交易无法实现。Fang and Peress(2009)实证发现“媒体效应”在小规模、流动性低的公司股票中表现更为显著，从而支持该假说。

“信息的风险补偿假说”认为，未被报道股票的信息透明度较低，存在较高的信息不对称风险，因此需要进行相应的风险补偿。Fang and Peress(2009)认为媒体效应部分来自股票信息的“未报道信息溢价”。但 Meidyawati(2012)检验了印度尼西亚股票市场，却没有发现“媒体效应”，而是发现媒体报道少的股票反而获取更低的收益，这无法支持“信息的风险补偿假说”。张雅慧等(2011)对中国数据的实证结论也不支持该假说。

饶育蕾等(2010)首次提出“过度关注弱势假说”。该假说认为，投资者注意力驱动自我导向的过度交易，从而产生较低的短期期望收益以及长期反转现象。饶育蕾等(2010)发现低关注股票的异常收益来自高关注度股票组合的弱势表现，而不是低关注度股票的“未报道信息溢价”，从而支持中国股票市场的“过度关注弱势假说”。张雅慧等(2011a)利用2003-2010年中国相关富豪榜数据进行了实证研究，发现媒体报道引起投资者的过度关注，并且随后股票收益存在反转，也支持“过度关注弱势假说”。Fang et al.(2011)对媒体报道和基金的业绩进行了分析，发现基金倾向购买更多媒体报道的股票，并且基金购买越多，其业绩表现却越差，表明“媒体效应”的存在性，作者认为这与基金购买的媒体报道多的股票长期表现低迷有关，同样支持“过度关注弱势假说”。王建新等(2015)对媒体关注度进行了分解，发现媒体效应主要来自媒体关注度的未预期部分，而未预期关注度的定价效应很大程度上是投资者异质信念在卖空限制下的定价效应以及高关注度股票组合的弱势表现。

四、媒体与资产价格异常现象

既然媒体对资产价格存在显著影响，更进一步思考，媒体是否能够导致资产价格的异常变化？Griffin(2011)利用大样本数据发现新兴市场对公开信息的反应强度低于成熟市场，这表明新兴市场的内部人交易弱化了媒体报道对公开信息的传递功能。中国股票市场投机型强的特征表明媒体与资产价格大幅波动之间存在一定联系，因此本节从泡沫、崩溃的视角进行相关探讨具有现实意义。

(一)媒体与资产价格泡沫、崩溃

早期观点以及早期数据多表明，媒体不是形成证券市场泡沫、崩溃的重要原因。Shiller在《非理性繁荣》一书中分析了媒体在泡沫和崩溃市场中的表现。作者认为通过投资者注意力的连锁反应，新闻报道虽然影响资产价格，但它不可能是资产价格最初下跌的原因；Campbell et al.(2011)检验了历史上最大的证券市场泡沫(英国铁路泡沫事件)与新闻媒体的关系，发现新闻媒体受到股票价格的影响，但新闻媒体并不影响铁路股票的泡沫与崩溃。Bhattacharya et al.(2009)通过对比1996-2000年网络IPO股票和匹配的相同数量的非网络IPO股票，发现媒体只能解释网络IPO股票与非网络IPO股票巨大收益差异的2.9%，指出媒体报道不是产生网络泡沫的重要因素。

但越来越多的研究和数据表明，媒体通过影响投资者行为，对证券市场的泡沫、崩溃产生重要影响。Veldkamp(2006)认为媒体信息能够助推资产价格泡沫，新兴市场的价格疯狂与市场的羊群行为都伴随着大量的媒体报道。Aman(2010)使用2003年4月到2006年3月日本东京证券交易所数据以及日经电信所辖报纸新闻，发现媒体对公司的报道增加了公司股票价格崩溃的频

率,并提出“崩溃引致假说”,认为媒体传递的信息导致投资者的过度反应,从而导致极端的价格下降。不少学者对中国股票市场也进行了相关研究,发现媒体与证券市场泡沫、崩溃存在显著关系。Shyu(2011)使用2006–2007年中国股票市场公告前后媒体报道和散户投资者的交易记录,发现媒体报道与投资者意见分歧、股票价格正相关,个体投资者情绪与媒体报道相互作用导致价格泡沫。Stephen(2011)发现媒体关注度越高,股票错误定价以及崩溃的概率也越高。他认为,媒体关注度增加提供更多没有实际意义的消息或者过分渲染好消息,导致个体投资者意见分歧增加,从而产生投机性交易。在卖空限制下,价格偏离基础价值从而出现泡沫。游家兴和吴静(2012)利用中国的数据发现媒体情绪越高涨或越低落,股票价格越可能偏离基础价值。媒体情绪对资产误定价的影响存在非对称性,即乐观的媒体情绪更容易推动价格向上偏离,导致价格泡沫产生。

(二)媒体与 IPO 抑价

IPO 抑价意指首次公开发行的股票上市后(一般指第一天)的市场交易价格远高于发行价格。当前,越来越多的学者开始从媒体的角度探讨 IPO 抑价原因。一般认为,媒体的信息报道将有助于 IPO 公司塑造企业形象,缓解投资者之间的信息不对称,减轻 IPO 抑价的程度。Pollock and Rindova(2003)、Jang(2007)都发现 IPO 前的媒体报道与 IPO 抑价程度显著负相关。但另一种逻辑认为,如果媒体存在过度报道或有偏差报道时,媒体情绪可能助推股票价格进一步偏离内在价值,媒体报道与 IPO 抑价程度将呈现正相关关系。Cook et al.(2006)发现 IPO 前媒体报道与上市当日抑价程度正相关,认为承销商通过媒体报道推销 IPO 股票,从而吸引情绪投资者进行交易;Liu et al.(2012)进一步发现 IPO 前信息的不确定性越强,媒体报道与上市后抑价程度的正相关关系也越强。

中国股票市场上投资者整体理性程度较低,媒体通过影响投资者关注度、投资者情绪,从而影响 IPO 资产价格。创业板市场由于具有显著的“三高”现象(高市盈率、高发行价格、高募集资金),成为验证媒体作用的理想实验室。林振兴(2011)以东方财富网股吧中关于创业板个股的发帖数量、发帖内容为研究样本,构建了投资者关注度指标,发现投资者关注度与 IPO 抑价显著正相关。张雅慧等(2011b、2012a)、胡援成和管超(2014)以创业板 IPO 公司为研究样本,均发现媒体报道与 IPO 抑价程度正相关,并支持投资者情绪假说。黄俊和陈信元(2013)也以创业板公司为研究样本,发现媒体报道显著提升公司首发抑价,“题材”公司首发抑价更容易受到媒体报道的影响,市场处于上涨行情中的公司首发抑价更大。媒体报道只是短期提高首发抑价,长期看媒体报道越多,证券价格下降越多。熊艳等(2014)认为 IPO 抑价的度量无法区分媒体报道的信息作用和情绪作用,将抑价分成了一级市场发行定价偏差与二级市场首日收盘价定价偏差,实证发现媒体报道显著减少前者而显著增加后者,媒体报道能够降低询价过程中的信息不对称程度,使机构投资者的整体报价水平朝内在价值趋近,提高一级市场定价效率,媒体报道也会加剧二级市场投资者非理性程度增加首日换手率,降低二级市场定价效率。权小锋等(2015)利用创业板数据探讨了媒体报道对 IPO 定价的非对称性,发现正面媒体报道越多,IPO 抑价越大,但 IPO 之后的累积收益下降越多,而负面媒体报道对 IPO 当日价值没有显著影响,却在 10 个交易日后产生显著的负面影响,并认为媒体报道符合“情绪功能”,而不符合“信息功能”。

五、网络留言板(Internet Message Board)与资产价格

随着网络的迅猛发展和普及,网络留言板(股吧、博客、QQ 群、微信等)颠覆了传统信息获取的方式。由于网络留言板具有信息量大、信息传播速度快、受众人数多等特点,逐渐成为中小投资者

分享投资经验、获取相关信息的重要场所。我们将这种区别于门户网站、财经网站的信息获取平台称为网络留言板^①。网络留言板对资产价格的影响不可小视,未来的影响也将更大。

由于网络留言板的自身特点,相关研究主要探讨了投资者关注、投资者情绪对资产价格、交易量、波动的影响。一般认为,网络留言板对资产价格与成交量具有显著影响。Wysocki (1999)对1998年1月到8月论坛帖子数量最多的50家公司进行研究,发现帖子数量对次日该股的交易量和超额收益具有显著的预测作用。Jones (2006)利用yahoo.com网站中87家S&P100上市公司网络留言板数据,发现自从每只股票的网络留言板建立后,其股票的每日交易量显著增加,这表明要么新的投资者被吸引进来,要么在场的投资者交易更加频繁。Delort et al. (2011)使用澳大利亚一个著名论坛的发贴数据,发现炒作与收益、波动、交易量显著正相关,网络留言板存在信息操纵现象。Sabherwal et al. (2011)检验了没有基本面信息发布的公司股票和网络留言板之间的关系,发现在线投资者存在股票操纵模式,表明股票留言板是驱动价格暂时上升的一种羊群机制。

但也有证据表明网络留言板对资产价格不具有显著影响。Tumarkin and Whitelaw (2001)以美国Ragingbull.com论坛1999年5月17日到2000年2月18日的发贴为研究对象,发现发贴行为无法预测未来的收益和交易量,认为论坛帖子并不包含有效信息。Das and Chen (2007)采用新的算法从股票留言板提炼出个股的小投资者情绪,并形成市场的小投资者情绪指标,实证发现尽管市场的小投资者情绪影响价格指数收益,但在个股水平上不成立。本文认为以上所得结论或许与研究的样本时间过早有关,投资者使用网络留言板还不是普遍现象。

结论不一致的原因更可能与网络留言板的特点有关。证券市场导报(2012年第3期)编首语“股吧对监管的挑战及其应对”认为,网络讨论平台具有如下显著特点:双向互动性、草根性、非理性、可能的被操纵性。其结果就是容易助推中小投资者的非理性蔓延,为信息操纵提供便利条件。目前,网络留言板逐渐成为研究行为金融的理想对象,学术研究特别关注网络留言板的信息效率问题。Antweiler and Frank (2004)整理了道琼斯指数45家公司在yahoo财经论坛上的发帖数量,发现网络讨论对股票价格波动具有预测作用,却无助于未来收益预测。研究认为股票留言板虽然噪声较多,可靠性较低,但仍隐含有有效信息,特别体现在与交易量和波动相关的投资者意见分歧上。Jones (2006)发现网络留言板建立后股票的收益低于建立前的收益,网络留言板建立后股票的波动却明显高于建立前股票的波动。张永杰等(2011)采用文本语义挖掘算法获得关于创业板股票的网络开源信息数据,发现中文社交媒体已经开始蕴含对股票异常收益有显著解释力的有效信息,不过也发现所得结论稳健性较低,不同个股之间表现出较大差异。金雪军等(2013)的结论与此类似,作者借助挖掘技术从东方财富网提取发帖中蕴含的投资者意见,构建了看涨指数与意见趋同指数,发现发帖量对成交量有显著正向影响,看涨指数与次日股票收益正相关,但意见趋同指数与成交量负相关。综合来看,网络平台的建立是把双刃剑,既增加了有效信息,但同时无效信息也在增加,投资者的意见分歧加大,放大了成交量,加剧了股票价格的波动。股吧里甚至存在专职帖手,故意散布不实信息或夸大信息,加大了股票波动风险。

应特别注意的是,近期流行的微信平台成为股票信息传递的重要渠道,微信朋友圈信息传播的迅速性、广泛性、情绪性非其他网络平台可比,但实证研究却较少涉及。

^① 对网络留言板的研究主要指向网络讨论平台,类似于国内的股吧,对其他信息平台的研究较少。张永杰等(2011)将与此对应的信息称为开源信息(open source information),即具有互动性、分布式特点的社会媒体提供的信息。

六、未来研究展望

从研究趋势看,随着网络信息技术的发展,网络媒体逐渐成为投资者获取信息的主要平台,网络媒体与资产价格的关系也逐渐成为研究的主流方向。国外学者主要以美国媒体为研究对象,对欧洲市场的研究较少,涉及新兴市场的研究更少,而中国市场的研究刚刚起步,因此相关结论是否成立需要更多证据的检验。

从研究内容看,大多数研究只关注某一种媒体对资产价格的影响,特别是纸质媒体。一般来说报纸的滞后性较强,而网络媒体的时效性强,使用的年轻人居多,不同媒体类型对资产价格的影响势必存在差异,但相关研究还较少涉及^①;对媒体影响投资者的持续反转效应有所涉及,但其他如羊群行为、处置效应、日历效应等具体交易行为特征的相关研究较少;对 IPO 二级市场定价研究较多,对 IPO 一级市场定价研究较少;对 IPO 短期抑价研究较多,对长期价格变化研究较少;对主板和创业板的比较分析研究较少;对个人投资者研究较多,对机构投资者研究较少;资产价格如何影响媒体报道的研究较少;对微信与资产价格关系的研究还未涉及。

从实证分析方法看,部分文献将媒体关注与投资者关注等同的观点值得商榷。媒体新闻数量固然可以衡量媒体关注度,但媒体关注度并不能衡量信息被传播的次数(罗进辉和蔡地,2013)。刘锋等(2014)发现考虑到媒体关注与投资者关注的交互作用后,媒体关注与股票收益之间的关系不再稳定,因媒体传播而导致的投资者关注与行为才是股票收益变化的直接原因。另外,国内研究对媒体影响资产价格的传导机制关注较少,而一般通过媒体报道数量对资产价格的影响,笼统地认为媒体信息影响资产价格,这种认识显然过于简化,国外研究在这方面更加细致和严谨。不少论文实证得出媒体正面报道显著提升股票价格,但并未讨论其传导机制,难以确定是媒体信息还是投资者情绪导致了股票价格上升。

从监管对策看,较少理论研究给出证券和媒体监管建议。新闻媒体与金融市场共生共荣,相互影响,新兴网络媒体的崛起吸引了较多非理性的中小投资者,因此,对网络媒体的监督尤为重要。SEC 和 FBI 早在 2000 年就开始使用网络舆情监控的技术手段对知名“股吧”进行监管。当前手机炒股的普遍使用,年轻投资群体的增加,都加快了信息传播的速度,增大了资产价格波动的幅度。我们认为,如何结合中国资本市场和媒体传播环境,对提高市场信息效率和稳定市场的目标提出政策建议,是理论研究的价值所在。

参考文献

- 胡援成、管超(2014):《媒体关注对 IPO 抑价影响路径探究》,《商业经济与管理》,第 4 期。
- 黄俊、陈信元(2013):《媒体报道与 IPO 抑价》,《管理科学学报》,第 2 期。
- 金雪军、祝宇、杨晓兰(2013):《网络媒体对股票市场的影响》,《新闻与传播研究》,第 12 期。
- 林振兴(2011):《网络讨论、投资者情绪与 IPO 抑价》,《山西财经大学学报》,第 2 期。
- 刘锋、叶强、李一军(2014):《媒体关注与投资者关注对股票收益的交互影响:基于中国金融股的实证研究》,《管理科学学报》,第 1 期。
- 罗增辉、蔡地(2013):《媒体报道能够提高资产价格的信息含量吗》,《投资研究》,第 5 期。
- 权小锋、尹红英、吴红军(2015):《媒体报道对 IPO 股价表现的非对称影响研究》,《会计研究》,第 6 期。
- 饶育蕾、彭叠峰、成大超(2010):《媒体注意力引起股票的异常收益吗》,《系统工程理论与实践》,第 2 期。
- 王建新、饶育蕾、彭叠峰(2015):《什么导致了股票收益的“媒体效应”:预期关注还是非预期关注?》,《系统工程理论与实践》,

^① 与饶育蕾等(2010)结论相反,应千伟等(2015)使用报纸报道却没有发现“媒体效应”。

陶可、张维:媒体报道与资产价格

第1期。

熊艳、李常青、魏志华(2014):《媒体报道与IPO定价效率》,《世界经济》,第5期。

杨杰(2016):《媒体报道、机构持股、股价波动非同步性》,《管理评论》,第12期。

应千伟、周开国、陈双双(2015):《中国资本市场中媒体关注与股票投资回报:风险补偿还是注意力驱动》,《证券市场导报》,第5期。

游家兴、吴静(2012):《沉默的螺旋:媒体情绪与资产误定价》,《经济研究》,第7期。

余峰燕、郝项超、梁琪(2012):《媒体重复信息行为影响资产价格了吗?》,《金融研究》,第10期。

张雅慧、万迪方、付雷鸣(2011a):《资产价格的媒体效应》,《金融研究》,第8期。

张雅慧、万迪方、付雷鸣(2011b):《媒体报道、投资者情绪与IPO抑价》,《山西财经大学学报》,第9期。

张雅慧、万迪方、付雷鸣(2012a):《媒体报道与IPO绩效》,《证券市场导报》,第1期。

张雅慧、万迪方、付雷鸣(2012b):《基于投资者关注的媒体报道影响投资行为的实验研究》,《系统工程》,第10期。

张焯(2009):《媒体与公司治理关系研究述评》,《经济动态》,第6期。

张永杰、张维、金曦、熊熊(2011):《互联网知道的更多么?网络开源信息对资产定价的影响》,《系统工程理论与实践》,第4期。

Aman, H. (2010): "An Empirical Analysis of the Media Coverage on Stock Price Crashes: Evidence from Japan", Asian Finance Association International Conference, HongKong.

Antweiler, W. and M. Frank. (2004): "Is All That Talk Just Noise? the Information Content of Internet Stock Message Boards", *Journal of Finance*, 59, 1259-1294.

Bhattacharya, U., N. Galpin, R. Ray and X. Yu (2009): "The Role of the Media in the Internet IPO Bubble", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 657-682.

Bushee, B., J. Core, W. Guay and S. Hamm (2010): "The Role of the Business Press as an Information Intermediary", *Journal of Accounting Research*, 48, 1-19.

Campbell, G., J. Turner and C. Walker (2011): "The Media in a Mania: Newspaper Coverage of the British Railway Mania", Working Paper, European Historical Economics Society Conference, Ireland.

Chen, C., C. Pantzalis and J. Park (2009): "Press Coverage and Stock Prices' Deviation from Fundamental Value", Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1359261.

Cook, D., R. Kieschnick and R. Ness (2006): "On the Marking of IPOs", *Journal of Financial Economics*, 82, 35-61.

Das, S. and M. Chen (2007): "Yahoo! for Amazon: Sentiment Extraction from Small Talk on the Web", *Management Science*, 53, 1375-1388.

Delort, J., B. Arunasalam, L. Henry and M. Milosavljevic (2009): "The Impact of Manipulation in Internet Stock Message Boards", *International Journal of Banking and Finance*, 8, 1-18.

Dyck, A. and L. Zingales (2003): "The Media and Asset Prices", Working Paper, http://www.anderson.ucla.edu/faculty_pages/romain.wacziarg/mediapapers/DyckZingales.pdf.

Fang, L. and J. Peress (2009): "Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns", *Journal of Finance*, 65, 2023-2052.

Fang, L., J. Peress and L. Zheng (2010): "Stock Media Coverage, Mutual Fund Trading and Performance", Working Paper, http://www.insead.edu/facultyresearch/faculty/personal/lfang/cv/documents/Working_paper3_MediaCoverage.pdf.

Ferguson, N., J. Guo, N. Lam and D. Philip (2011): "Media Sentiment and UK Stock Returns", Working Paper, Durham University.

Griffin, J., N. Hirschey and P. Kelley (2011): "How Important is the Financial Media in Global Markets?", *Review of Financial Studies*, 24, 3941-3992.

Huberman, G. and T. Regev (2001): "Contagious Speculation and a Cure for Cancer: A Nonevent that Made Stock Prices Soar", *Journal of Finance*, 56, 387-396.

Jang, W. (2007): "Media Exposure or Media Hupe: Evidence from Initial Public Offering Stocks in Taiwan", *Journal of Media Economics*, 20, 259-287.

Jones, A. (2006): "Have Internet Message Boards Changed Market Behavior?", *Info*, 8, 67-76.

Kim, Y. and F. Meschke (2011): "CEO Interviews on CNBC", Working Paper, Fifth Singapore International Conference on Finance 2011.

- Liu, L., A. Sherman and Y. Zhang (2008): "Media Coverage and IPO Underpricing", AFA 2009 San Francisco Meetings Paper.
- Matthias, W. (2011): "The Long-run Impact of Media Sentiment on Stock Returns", Working Paper, <http://www.efmaefm.org/OEFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2011-Braga/papers/0023.pdf>.
- Meidyawati, A. (2011): "Media Coverage and the Cross Section of Stock Returns in Indonesia", Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2000692.
- Merton, R. (1987): "A Simple Model of Capital Equilibrium with Incomplete Information", *Journal of Finance*, 42, 483-510.
- Mitchell, M. and J. Mulherin (1994): "The Impact of Public Information on the Stock Market", *Journal of Finance*, 49, 923-950.
- Niderhoffer, V. (1971): "The Analysis of World News Events and Stock Prices", *Journal of Finance*, 44, 193-219.
- Pollock, T. and V. Rindova (2003): "Media Legitimation Effects in the Market for Initial Public Offerings", *Academy of Management Journal*, 46, 631-642.
- Sabherwal, S., S. Sarkar and Y. Zhang (2011): "Do Internet Stock Message Boards Influence Trading? Evidence from Heavily Discussed Stocks with no Fundamental News", *Journal of business Finance & Accounting*, 38, 1209-1237.
- Shabani, R. (2011): "Corporate News Asset Prices and the Media", Working Paper, <http://econgrads.berkeley.edu/shabani/files/2011/11/Shabani-JobMarketPaper.pdf>.
- Shengle, L. and T. Odean (2011): "Stock Return and Financial Media Coverage Bias", Working Paper, http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/Lin_JobMktPaper.pdf.
- Shyu, H. (2011): "Media Coverage and the Stock Price Bubbles", Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1787346.
- Stephen, H. (2011): "Chinese Media Coverage, Divergence of Opinion and Stock Market Outcomes", Working Paper, http://www.efmaefm.org/OEFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2011-Braga/papers/0146_update.pdf.
- Tetlock, P., M. Tsechansky and S. Macskassy (2008): "More than Words: Quantifying Language to Measure Firm's Fundamentals", *Journal of Finance*, 63, 1437-1467.
- Tetlock, P. (2007): "Giving Content to Investor Sentiment: the Role of Media in the Stock Market", *Journal of Finance*, 62, 1139-1168.
- Tetlock, P. (2011): "All the News that's Fit to Reprint: Do Investors React to Stale Information", *Review of Financial Studies*, 24, 1481-1512.
- Tumarkin, R. and R. Whitelaw (2001): "News or Noise? Internet Postings and Stock Prices", *Financial Analysts Journal*, 7, 41-51.
- Veldkamp, L. (2006): "Media Frenzies in Markets for Financial Information", *American Economic Review*, 96, 577-601.
- Wysocki, P. (1999): "Cheap Talk on The Web: The Determinants of Postings on Stock Message Boards", University of Michigan Business School, Working Paper, No. 98025.

(责任编辑:罗 滢)

Media and Asset Pricing: A Literature Review from the Perspective of Behavioral Finance

TAO Ke ZHANG Wei

(School of Finance, Nanjing Audit University, Nanjing, 211815, China)

Abstract: Along with the emerging new media, the relationship between media coverage and asset pricing has become one of the hot topics in financial market. This article makes a survey of the specific mechanisms for media coverage to influence asset prices from the perspective of behavioral finance: information, bias, sentiment, and attention. It also tests the various theories with the experiences in China's stock market and finds a positive correlation between Chinese stock market IPO underpricing and the media coverage.

Key Words: Media Effect; Share Price Behavior; Internet Message Board

JEL Classification: D83; G12; G14