

传播学视角下资产定价媒体效应研究评述

游家兴,柳颖,杨莎莉

(厦门大学 管理学院 福建 厦门 361005)

摘要: 金融学从信息中介者的角度探讨媒体对资产价格的影响,传播学则将信息传递视为媒体最主要的社会功能。从这个意义上说,金融学与传播学在探讨媒体效应问题上的逻辑起点是一致的。理论分析的共通、学理关系的相承、研究内容的相近等因素激发了学界跨学科研究的强烈兴趣,许多学者透过传播学崭新视角来探索从媒体新闻报道到股票价格变化中间的因果承接,这成为了近期资产定价媒体效应研究的一个新特征、新趋势。媒体传播效果研究的兴起为媒体传播对金融市场影响的研究提供了丰富的理论工具和崭新的分析框架。

关键词: 媒体效应;资产定价;传播学

中图分类号: F830 **文献标识码:** A **文章编号:** 0438-0460(2019)01-0031-10

引 言

在现代社会中,大众媒体日渐根植于人们日常生活世界中,不仅影响着外界事物在我们脑中的立体呈现,而且是人的身体、精神的延伸,它改变了人的存在方式,重建了人的感觉方式和对待世界的态度(麦克卢汉 2000)。可以说,媒体在建构社会价值、形成规范、塑造共识上发挥着难以复加的重要影响,这就是媒体的力量。对此,20 世纪美国著名新闻学者李普曼在其经典著作《公众舆论》(2011)中有着生动的描述:“媒体是人类感官的延伸……它影响了客观现实在我们头脑中的图像。”一方面,作为大众媒体中一支重要的崛起力量,财经媒体覆盖面广,影响力大,渗透力强,其活跃的新闻曝光、灵活报道方式、丰富的信息含量影响了投资者的心理认知和主观判断;另一方面,由于公司信息披露的不透明和滞后性,投资者信息获取渠道受到阻滞,信息收集成本也相应较高。在这种情况下,媒体就很容易成为投资者十分倚重的信息源,左右了他们的决策分析和投资行为。因此,在这两方面的共同作用下,媒体的新闻报道对资产价格的形成和变化产生了广泛的影响。这也促成了资产定价媒体效应研究的一股洪流,极大丰富了资产定价的理论分析与实证研究。

最近十年,金融学一个重要发展趋势就是跨学科、跨领域,媒体效应研究也不例外。越来越多的媒体效应研究采用行为金融学、认知心理学、新闻传播学等其他学科的新概念和新方法,借用、引申甚至发展这些学科的成熟理论,克服自身研究在分析上力所不逮的困境和研究视野狭窄化的倾

收稿日期:2018-08-25

基金项目:国家自然科学基金重大项目“中国制度和文化背景下公司财务政策的理论与实践研究”(71790601);国家自然科学基金面上项目“媒体有偏报道动机、行为与经济后果研究——基于公司治理的视角”(71872157);中央高校基本科研业务费专项资金资助项目“财务会计软性信息与资本市场——基于文本分析的研究视角”(20720181005)

作者简介:游家兴,男,福建莆田人,厦门大学管理学院教授,管理学博士;柳颖,女,湖北武汉人,厦门大学管理学院博士研究生;杨莎莉,女,福建厦门人,国家税务总局厦门市税务局工作人员。

向,为我们认识视角的转换和研究思路的拓展开辟新路。这其中,金融学与传播学的融合尤其引人关注。传统的金融学文献主要从信息中介角色来探讨媒体对资产价格变化的影响作用,而新闻传播学则将信息载体与传播视为媒体扮演社会角色的一大利器。从这个意义上说,金融学与传播学在探讨媒体效应问题上的逻辑起点是一致的。理论分析的共通、学理关系的相承、研究内容的相近等因素激发了学界跨学科研究的强烈兴趣,许多学者透过传播学崭新视角来探索从媒体新闻报道到股票价格变化这中间的因果承接,这成为了近期资产定价媒体效应研究的一个新特征、新趋势。本文首先对媒体报道影响资产价格这类文献进行梳理,然后简述传播学媒体效果研究的源起与发展,接着在此基础上从跨学科的角度讨论金融学和传播学在媒体效应研究上的嫁接与融合,并简要评述学界在该领域的最新研究进展,最后对未来媒体效应研究进行展望。

一、资产定价媒体效应研究综述

近年来,随着信息技术的飞速发展和日益普及,媒体已经崛起为一股不容忽视的力量,是新兴资本市场中正式制度的重要替代机制(Dyck, Volchkova and Zingales 2008)。现有文献关于媒体报道与金融市场的讨论主要集中在两个领域:其一是公司财务领域,主要关注媒体在公司治理中所起到的作用,探讨媒体是否扮演着积极的舆论监督角色并在多大程度上推动了公司治理效率的提高;其二是资产定价领域,主要关注媒体对资产价格的形成与变化的影响作用,这是本文讨论的重点,我们在文献梳理上主要围绕这个方面展开。由于主流财经媒体是金融市场上一个重要的信息来源,在关于新闻媒体对资产价格影响的研究上,现有文献更多的是关注媒体作为信息中介的作用,研究大体上围绕以下三个问题展开讨论。

第一个问题:新闻报道是否会引起市场反应?如果是,它又会引起市场怎样的反应。价格波动总是伴随着信息的传递,而要使经济机制有效运行,价格与信息应该并行不悖,股票市场也是同样如此。例如,有效市场假说集大成者 Fama(1970)就强调“只有当价格一直、完全地反映可获得的信息时,该市场才被视为是有效的。”依此类推,当媒体报道公司新闻时,在有效市场假说的框架下,该信息会立即被市场吸收,股价不应呈现出反应过度抑或反应不足的异常表现。因此,该分支的研究往往置身于传统金融学与行为金融学争论的旋涡中,为资产是理性定价还是非理性定价的孰是孰非提供关键证据。相关的研究有 Mitchell 和 Mulherin(1994)、Chan(2003)、Engelberg 和 Parsons(2011)、徐永新和陈婵(2009)、余峰燕等(2012)等。已有研究发现,媒体关注度、媒体报道等对资本市场中资产价格波动产生了显著影响(周开国等,2016)。基于不同的研究视角,学者们从如下方面展开了激烈讨论:基于信息挖掘和信息解释的视角,张纯和吴明明(2015)检验了中国财经媒体对上市公司信息披露公告跟踪报道的市场反应,发现相较于信息挖掘,媒体跟踪报道的信息解释引起了更明显的市场反应。基于 IPO 定价效率的视角,汪昌云等(2015)发现公司借助媒体的信息传导渠道,进行媒体信息管理行为,能够提高 IPO 发行价,同时降低 IPO 抑价水平,以此提高资本市场定价效率;基于环境违规事件的视角,方颖和郭俊杰(2018)发现,媒体报道的企业环境违规事件具有显著的惩罚性反应,并且事件所受到的媒体关注度对企业的市值产生较显著的负面影响。

第二个问题:媒体报道是否会减少股票市场的信息摩擦。最近几年,金融学者就此问题展开了深入探讨,涌现出一大批与此相关的优秀文献。这些研究重新审视了新闻媒体在增进金融市场信息效率方面所发挥的重要作用,提供了翔实的经验证据,几乎涵盖了金融学的各个领域。例如,媒体报道对买卖价差和市场深度的影响(Bushee et al. 2010),媒体报道对不同群体间信息传播、信息不对称程度的影响(Tetlock, 2010; Bushee et al. 2010),媒体报道对盈余操纵以及应计误定价的影响(权小锋、吴世农,2012),等等。国内学者针对媒体对金融市场信息效率的影响也展开了讨论:一方面,媒体报道作为资本市场中重要的信息中介,能够降低股价同步性、降低股价崩盘风险

(罗进辉、杜兴强 2014)提升资本市场定价效率(黄俊、郭照蕊 2014;周开国等 2016);另一方面,媒体对资本市场的乐观预期可能引起投资者的非理性行为,导致资产误定价,即媒体报道对资产定价效率存在负面效应(游家兴、吴静 2012)。此外,于忠泊等(2012)还发现,媒体关注增加了短期内盈余信息的市场反应,降低了长期内的盈余公告后漂移程度。

第三个问题,媒体报道是否捕获了投资者的注意力。该研究不再囿于传统经济学理性人和完全信息的理论假设,而是将认知心理学纳入分析框架,聚焦于投资者注意力的有限性,强调了投资者在无限信息和有限认知的现实面前所处的窘境。1987年,哈佛大学商学院讲座教授 Merton 基于不完全信息的资本市场均衡模型,正式提出投资者认知假说,成为了该分支的奠基之作。在 Merton (1987)看来,投资者由于认知的局限性无法洞悉全部股票,也就无法构建完全分散化的投资组合,从而会要求一个溢价来补偿他们所承担的异质性风险。后续的一些学者不约而同地以该文献作为理论基础展开各种讨论,进一步丰富了行为资产定价理论的实证研究,相关的文献包括 Klibanoff 等(1998)、Cook 等(2006)、Barber 和 Odean(2008)、Fang 和 Peress(2009)等。

国外学者研究发现,媒体报道在传递信息的同时,也能够通过捕捉投资者注意力、影响投资者情绪(Fang and Peress 2009; Barber and Odean 2008)进而影响资产价格走势和交易活跃程度(Hu-berman and Regev 2001; Engelberg and Parsons 2011)。国内学者围绕这一问题也展开了系列研究:在中国资本市场中,媒体报道也能够捕捉投资者注意力,而投资者注意力对股票收益、股票交易行为等存在显著影响(张谊浩等 2014)。具体而言,基于投资者有限注意的视角,谭伟强(2008)发现,为了减少投资者关注度,公司倾向于在周末公布坏消息,同时,周末发布的盈余公告引起的市场反应较小。张圣平等(2014)通过研究媒体报道对股票盈余惯性的影响,发现媒体报道的选择性是股票盈余惯性变化的重要因素,尽管从客观上来讲,盈余公告之后两天的媒体报道已不包含任何新信息,但依然可通过引导投资者对所报道股票的注意力,进而影响股票的价格和交易量。

二、传播学媒体效果研究:源起与发展

在传播学领域,“所谓传播效果,是指传播者发出的信息经媒体传至受众而引起受众思想观念、行为方式等的变化”(约翰·费斯克 2004)。经过了理论缺位、经验检验和理论建构与创新等诸多阶段,当代的媒体传播效果研究在很短的发展历程中就涌现出众多里程碑式的经典理论。德弗勒和丹尼斯(1989)两位美国学者对此指出“历史表明,每一种传播媒介对其接受者的影响,从这种媒介出现之日起即存在。但是,只是近年来,观察家们才对传播媒介对个人和社会的影响以及它们的具体作用进行系统的分析。”可以说,理论的推陈出新也催生了一大批富有开拓性的田野调查、案例分析与实证检验。这些研究置于宏阔的历史文化与社会制度的背景下,加之寻幽入微的考察,展现出这一领域中媒体、公民、社会之间纵横交错的关系,对我们深入认识媒体在公民社会中扮演的角色和产生的影响大有裨益。

回溯传播效果研究的源起、发展与勃兴,其研究取向已从关注媒体传播直接、短期、强大、表面的效果,逐渐演变为重视长期、间接、中度、不一致的效果。早期的研究遵循着“(媒体)刺激-(受众)反应”的研究路径,关注的是媒体对受众输送信息、施加影响的单调线性过程。这其中以盛行于20世纪20年代至40年代的魔弹论(Bullet Theory)为代表,它强调了大众媒体像子弹一样具有不可抗拒的巨大力量,而受众就像射击场的靶子,无法抗拒子弹的射击,消极被动地等待和接受媒介所灌输的各种思想、感情和知识。

然而,随着研究的进展,在20世纪40年代至60年代,以美国著名社会学家拉扎斯菲尔德为代表的学者们认为大众传播的效果由于心理性、社会性等中介因素的影响而没有想象中的强大,媒体报道与人们的想法、态度或行为之间并不存在着一种简单的因果关系,进而提出了有限效果论

(Limited Effect Theory)。作为对早期“魔弹论”的否定,在有限效果理论看来,传播活动是传授互动的过程,受众是具有不同特点的个体,不是应声而倒的靶子。大众传播没有力量直接改变受传者对事物的态度,通常只能加强或削弱受众的原有立场,很难改变他们顽固的态度和行为。在人们做出某种决定之际,包括政治、经济、文化、社会、规范、人际、心理等在内的许多其他因素都会对大众传播效果起着重要的制约作用。不可否认,有限效果理论通过引入社会结构、社会网络等社会学概念,重构了新的研究架构,提出了诸如“二级传播(Two-step Flow of Communication)”“意见领袖(Opinion Leader)”“创新扩散(Diffusion of Innovations)”等概念,对大众传播效果做了全新的理解和阐释,颠覆了之前关于大众传播强大而可怕效果的传统印象。但由于早期社会科学经验主义研究方法的局限性,有限效果理论从一个极端走向另一个极端,过于强调大众传播的“无力性”和效果的“有限性”,严重低估了媒体对社会和个体的影响,一些能够证明媒体重要影响的证据被有意无意地忽略或屏蔽了,脱离了现代信息社会的实情(段鹏,2008)。

进入20世纪70年代后,学术界对大众传播效果研究的学理逻辑、生成背景和适用语境做了重新审视,再度揭示了大众传媒的巨大影响。特别是随着“知识鸿沟假说(Knowledge-gap Hypothesis)”“议程设置(Agenda Setting)”“涵化理论(Cultivation Theory)”“沉默的螺旋(The Spiral of Silence)”等理论的提出,研究主流重归强调媒体强大影响效果的阶段。但与魔弹论不同,这一时期强调的媒介强大效果不是简单的、直接的,而是复杂的、间接的;不是短期的、立竿见影的,而是长期的、潜移默化的;不是微观的、个体的,而是宏观的、社会的。以议程设置理论为例,在媒体不断地宣传报道下,人们会愈加习惯于根据媒体提供的信息和对各种问题的重视程度,确立自己看待事物和讨论问题的轻重缓急,反映出媒体对社会和个体长期逐渐渗透的强大影响力。应该说,这一时期传播效果研究无疑是认知效果的复兴,它与同期的美国心理学界“认知革命”相契合,聚焦于受众的认知,强调认知机制在行为调节中的重要性,所倡导的研究传统一直延续至今。

综合而言,媒体传播效果研究的历史按效果呈现的“强弱”或“大小”遵循着“强—弱—强”的分析框架,对于受众认知概念的引入也有着“漠视—轻视—重视”的大致脉络,如图1所示。

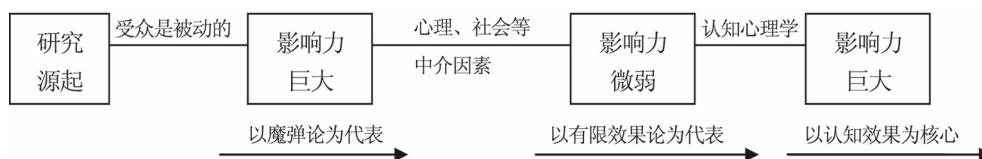


图1 传播学媒体效果研究理论的发展脉络

三、金融学与传播学视角下的媒体效应研究: 嫁接与融合

金融学从信息中介者的角度探讨媒体对资产价格的影响,传播学则将信息传递视为媒体最主要的社会功能。在这一点上,金融学和传播学在媒体效应研究上存在着异曲同工之处,无论是学理分析、理论发展,还是内容构建都有着不同程度的交叉、重叠与共鸣,这也为二者理论的嫁接与融合创造了可能。

首先,无论是金融学中媒体效应研究,还是传播学中媒体效果研究,它们都不同程度承认新闻报道对受众认知和行为具有不可言喻的重要影响。一方面,在现代媒介强大的传播力量下,新闻报道很容易大范围地扩散,不断地得到重复、强调、放大。再加上公众对新闻传播的认知预期心理,对新闻报道真实性、客观性、权威性的不断自我暗示,使得媒体态度或偏向在投资者之间不断传染,最终甚至可能演化成整个市场的共识和行动。另一方面,在商业社会中,媒体不是完全中立的,它不

仅传播信息,而且传递态度、表达立场、引导共识。为了吸引受众的关注,媒体在报道时往往倾注感情色彩,过分渲染,通过故事演绎的方式使新闻由索然无味变得精彩纷呈、引人入胜,甚至于舍弃中立立场进行带有偏向性的裁剪和取舍(Damton,1975; Shoemaker and Reese,1996; 希勒,2007)。这也使得受众的认知、态度、行为很容易受媒体报道所传递的情绪传染或者被媒体报道所秉持的立场影响。

其次,随着研究的进展,金融学和传播学都不约而同地意识到人类认知局限性会放大媒体的传播效果。以美国普林斯顿大学教授丹尼尔·卡尼曼为代表的心理学家重构了认知心理学,强调人具有有限的信息处理能力。这种有限性将导致有限注意力和认知偏差,使得人在做判断和决策时不能遵循传统所认为的理性模式,反而在信念和偏好上常常出现系统性偏差,表现出框架效应、损失厌恶、锚定效应、过度自信、证实偏好、心理会计等非理性的行为特征。而在外界信息的刺激下,人的这些认知偏差有可能加剧,其行为特征会进一步背离理性轨道。例如,Merton(1987)在不完美资本市场均衡条件下构建了投资者认知假说,认为投资者由于认知的局限性而无法洞悉全部信息,他们倾向于投资耳熟能详的股票,违背了马科维茨投资组合理论所倡导的投资分散化原则。换言之,媒体对公司的报道在提高投资者认知的同时,也有可能使得投资者在该公司股票上做出过度持有的决策,导致异质风险的过度集聚。因此,作为重要的外界刺激和信息符号,媒体报道极大影响了投资者对公司股票的心理认知、主观判断和投资决策,并最终反馈到金融资产的价格行为上。媒体连锁传导机制如图 2 所示:

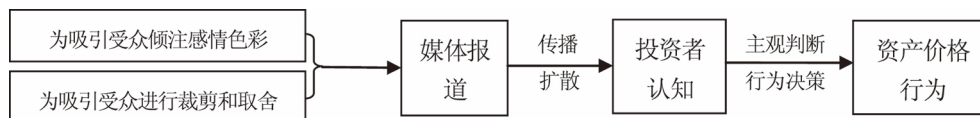


图 2 新闻报道到价格行为的连锁传导机制

综上所述,媒体传播对金融市场的影响研究恰恰可视为传播学效果研究触角的延伸,它只不过将一般的受众群体限定为市场投资者,将宽泛的影响面框限定在金融领域而已。因此,通过借用、引申甚至发展传播学效果理论,如议程设置理论、涵化理论、沉默螺旋理论、知识鸿沟假说等,可以跨学科的视角对媒体报道和资产价格行为关系展开更加深入的研究。更为重要的是,行为金融学日渐重视投资者有限认知的研究趋势,实际上与传播学中日益强调受众认知心理对媒体传播效果影响的新发展不谋而合,从而为理论研究的跨学科交叉与融合提供了难得的契机。

四、新近研究回顾与评述

关于媒体报道与资产价格行为关系的考察是资产定价理论与实证研究中日渐兴起的一个重要分支,相关的文献层出不穷。但早期的研究大多建立在媒体报道无偏性的假设上,将媒体视为完全中性的信息中介角色进行探讨,不仅忽视了其中可能的偏向性以及媒体报道自身的情绪性,而且也忽视了对传播学效果研究理论的嫁接与融合。不过,这种情况在进入 21 世纪后出现了改观。以耶鲁大学 Shill 教授和哥伦比亚大学 Tetlock 副教授为代表的学者们开始探究媒体情绪对资产价格行为的影响。例如,Veldkamp(2006)通过构建理论模型证明,媒体在经济繁荣时期容易走向狂热,而狂热的新闻报道又会推动资产价格的进一步抬升和收益波动的进一步加剧。如此往复,使得媒体与市场对于价格的未来预期呈现出交替上升的趋势。希勒(2007)剖析了美国市场投机性泡沫的成因,认为新闻媒体的过度吹捧难咎其责。在市场非理性繁荣中,媒体报道不失时机地传递出日益高涨、过度乐观的情绪,对于股市泡沫的形成起着推波助澜的作用。Tetlock(2007)运用文本内容

分析方法解读华尔街日报上专栏新闻——“与市场同步”(Abreast of the Market) 构建了媒体悲观情绪指数,发现悲观的媒体情绪对市场价格构成了强烈的下跌压力,而异常高或异常低的媒体悲观情绪则会伴随着更加活跃的市场交易行为。在国外研究推动下,国内学者也开始关注媒体报道的质化信息,即新闻字里行间中所传递的信息(于忠泊等,2011; You et al., 2018),并尝试将传播学经典理论运用到资产定价媒体效应的研究上(游家兴、吴静,2012; 游家兴、郑建鑫,2013; 刘锋等,2014)。总的来说,通过借用或引申这些经典理论,学者们将新闻报道与股价行为联系起来,不仅夯实了这中间因果顺承的理论基础,而且从传播学的视角为我们打开了一个新的研究思路。

(一) 沉默的螺旋理论

“沉默的螺旋”理论最早见于德国著名传播学者诺尔·纽曼(Noelle-Neumann) 1974年在《传播学刊》上发表的一篇文章。她从社会心理学从众心理和趋同行为的角度出发认为,大多数个人会力图避免由于单独持有某些态度和信念而产生的孤立,个人为了避免孤立倾向于保持沉默,不愿意把自己的观点说出来。在这样的假设下,人们在表达自己想法和观点的时候就会存在这样一个场景:当看到自己赞同的观点与大多数人一致时,人们就会积极参与进来,这类观点将会被越发大胆地发表和扩散;当发现某一观点无人或很少有人理会时,即使自己赞同它,人们也会选择缄默不语。意见一方的沉默造成另一方的增势,如此循环往复,从而形成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。如果这个过程有大众媒介参与,螺旋往往形成得更快、更明显。作为意见领袖,媒体观点很容易大范围地扩散,不断地得到重复、强调、放大。再加上公众对新闻传播的认知预设心理,对媒体报道真实性、客观性、权威性的不断自我暗示,使得媒体观点在投资者之间不断传染,逐渐累积,由此产生了一个强大的“意见环境”。

结合“沉默的螺旋”理论,在现代媒介强大的传播力量下,新闻报道在影响人们对事物认知的同时,所传递的媒体观点将产生共鸣效果,所形成的意见气候将引发投资者的趋同行为,最终影响了股票市场的定价机制。在上述理论分析下,游家兴和吴静(2012)借用传播学媒介效果研究中的“沉默的螺旋”理论,以金融市场上长期存在的异象——资产误定价为切入点,从媒体情绪的视角研究新闻媒体对金融市场运转可能存在的负面效应。作者预期,在新闻报道的推动下,投资者将与媒体共舞,加剧了决策行为的非理性倾向,使得股票价格可能偏离其内在价值,从而产生资产误定价,即媒体报道对资产定价效率存在负面效应。作者基于中国上市公司的实证研究发现,当新闻报道所传递出的媒体情绪越高涨或越低落时,股票价格越有可能偏离基本价值水平,证实了上述理论预期。

(二) 议程设置理论

作为传播学另一经典理论,议程设置理论也被研究者借用到对资产定价媒体效应的解释上。议程设置理论思想最早来自20世纪美国著名新闻学者李普曼的经典著作——《公众舆论》。李普曼认为“作为超越我们直接经验认识广阔世界的窗户,新闻媒介决定了我们对这个世界的认知地图。”1963年,伯纳德·科恩(Bernard Cohen)提出了对“议程设置”最有影响力的表述“在多数时间,报界在告诉读者该怎样想时可能并不成功;但它在告诉读者该想些什么时,却是惊人地成功。”在李普曼等前人研究基础上,McCombs和Shaw(1972)以传播媒介在1968年美国选举中对选民的影响为例,将其发展成正式的理论假说来描述新闻媒介影响社会的方式。该理论的核心命题是:媒体为公众设定了所见与所想的框架。尽管后续学者从不同角度对议程设置理论做了补充,但始终没有脱离McCombs和Shaw(1972)的基本框架。例如,美国学者塞佛林和坦卡德在其《传播理论:起源、方法与应用》一书中,对议程设置理论提出做了如下定义:“它是指媒介的这样一种能力:通过反复播出某类新闻报道,强化该话题在公众心目中的重要程度。”综合而言,在议程设置理论看来,公众习惯于根据媒体提供的信息和对各种问题的重视程度,确立自己看待事物和讨论问题的轻重缓急。这其中主要包含两个层面:在注意力层面,公众因媒体报道而意识到议题的存在;在启

发性层面,公众会根据媒体议题设置的主次来安排考虑问题的先后顺序,并依据媒体赋予议题的意义调整观点甚至转化态度。

在证券市场,一方面,媒体通过提供信息和调整相关的议题影响了投资者对公司的注意力;另一方面,投资者由于自身认知的局限性,容易对媒体报道形成“框架依赖偏差”,即投资者对问题的决策依赖于媒体描述问题时采用的“框架”。因此,在二者作用的叠加下,新闻报道会不见形迹地影响到投资者对公司的看法、态度和评价,并最终对他们的投资行为产生较大的影响。基于美国资本市场的数据库,Fang和Press(2009)发现,相较于有媒体报道的股票,没有媒体报道的股票在其后一个月的累计收益较高,而投资者注意力在其中发挥了重要作用。他们认为,尽管媒体报道往往滞后于公司公告,实质性信息含量较少,但是却能够影响投资者注意力,在资本市场中扮演着重要的信息传播角色。Engelberg和Parsons(2011)运用美国19个大城市的数据,分别研究了媒体报导与所报导信息对股票市场的影响,发现如果本地媒体对公司的报道在盈余公告当天及之后两天,那么,当地投资者对此股票的交易量显著高于没有媒体报道的公司,说明媒体报道本身对投资者交易行为存在显著影响。基于中国资本市场的数据库,游家兴和郑建鑫(2013)借助议程设置理论,探讨媒体报道与新股价格表现之间的关系。他们发现,当新闻报道所传递的媒体情绪越乐观时,新股上市时的抑价程度越大,而伴随其后的则是一个长期的价格纠正过程,体现为更为显著的长期弱市表现。刘锋等(2014)则指出,在股票市场,媒体通过提供信息和调整相关的议题左右了人们的注意力,新闻媒体传递的某类股票信息越多,吸引的投资者就会越多,媒体越蓄意强调某类信息,投资者就越容易受到影响,也就越有可能影响投资者的投资行为,从而个股的价格波动可能就会越大。作者基于金融板块股票的实证研究也证实了上述论断,发现因媒体信息传播而导致的投资者关注及其投资行为是引起股票收益变化的直接动因,而媒体对特定股票的关注可以放大投资者关注对股票收益的影响程度。

五、简要评述与未来展望

在当今发达的媒介社会中,财经媒体作为信息的主要载体,对股票价格行为产生了广泛的影响,这也成为近期学术界普遍关注的重要议题,相关研究有了相当的广度和深度。然而,在这些研究中,学者们往往专注于实证经验的搜寻、辨析与论证,其理论支撑点在某种程度上还不是非常厚实。而在传播学领域,媒体传播效果研究是该学科的主流范式(张国良,2003;周葆华,2008)。因此,媒体传播效果研究的兴起为我们在研究媒体传播对金融市场影响问题上提供了丰富的理论工具和崭新的分析框架。一些财务学者以此为理论出发点,在跨学科交叉研究上做了积极努力,推进了资产定价媒体效应研究这支文献的进展。但这些研究工作毕竟只是初步尝试,未来还需要在以下两个方面加以补充、延伸和拓展。

首先,媒体存在偏见,表现为媒体在传播中没有保持平衡立场,有意或无意地传播武断或错误观念,体现在经济、政治、文化等多维度妨碍受众公正判断的喜好或倾向。事实上,媒体偏见是与生俱来的。例如,媒体对受众偏好的迎合(Mullainathan and Shleifer,2005)、媒体对金钱利益的追逐(Reuter and Zitzewitz,2006)、新闻记者对职业声誉的考虑(Baron,2006)、媒体所置身的社会经济文化的浸染和熏陶(Chiang and Knight,2011;游家兴等,2018),都使得新闻报道在形成观点之前有了先入之见,在注入文字之时有了框架依赖。媒体偏见对资产定价的研究在金融学领域的研究并不多见,除了上述文献外,现有研究也从以下方面展开:Gurun和Butler(2012)发现,媒体偏见将影响到股票价格变化的方向;张维等(2015)通过利用计算实验金融的方法构建了相关模型,发现媒体偏见和媒体竞争对资产价格都具有较大的影响。在媒体存在偏见问题上,传播学领域的学者们已达成共识,有了相当的理论积淀,涉及政治偏见、性别偏见、地域偏见、外国偏见、少数偏见等诸多层

面。然而,在金融学领域,关于媒体偏见的研究也并不多见。大量研究已经表明,媒体报道会影响投资者决策并体现在股价的变化特征上。那么很自然地,媒体偏见以及由此导致报道的有偏性会对投资者认知产生什么样的影响,又会对股票价格行为产生什么样的作用?这些问题还需要我们结合传播学在该领域的理论发展做进一步探讨。

其次,我们应从更广阔更全面的视角重新审视新闻媒体在金融市场中所起到的作用。不可否认,作为“第四权利”,媒体激浊扬清,正本清源,在公司治理中扮演着积极的舆论监督角色;作为“传声筒”,媒体跨越藩篱,无远弗届,在强化市场信息传递机制、减少信息不对称上发挥了至关重要的作用。然而,媒体不是正义与理想的化身,在市场经济的浸染下,媒体的商业价值正在取代传统的新闻价值。为了吸引眼球,提高发行量,媒体在新闻报道时往往过度裁剪、标新立异、哗众取宠,对投资者产生较大的误导,进而可能引发非理性的市场情绪与投资行为。同时,商业媒体在利益的驱动下,存在与当地上市公司合谋的动机(孔东民等 2013;金宇超等 2018),导致带有更多媒体主观意志的信息挖掘内容可能在真实性上存在偏差。传播学界的学者们已经意识到该问题的普遍性和重要性。例如,新闻学者 Bok(1998)就曾断言“新闻机构追逐的是新奇的故事,以谣言代替了确定的事实,以故甚其词代替了实质内容,以窥探隐私代替了诚实正直。”因此,我们在看到媒体积极作用的同时,也要注意新闻媒体对金融市场运转可能存在的负面效应。然而,在金融学领域,研究者对此着墨很少。未来研究应结合新闻传播学已有发现和观点,全面审视财经媒体的市场定位和社会角色。

最后,我们应该构建更加合理的媒体报道度量指标。现有媒体研究的文献,对于媒体报道的度量缺乏一个公认、统一的标准,而对于媒体报道的度量是准确检验资产定价媒体效应的重点和难点。结合传播学的有关理论和方法,重新构建更加精确的媒体报道衡量指标具有重要意义。

参考文献:

- 段鹏 2008 《传播效果研究——起源、发展与应用》,北京:中国传媒大学出版社。
- 方颖、郭俊杰 2018 《中国环境信息披露政策是否有效:基于资本市场反应的研究》,《经济研究》第10期。
- 黄俊、郭照蕊 2014 《新闻媒体报道与资本市场定价效率——基于股价同步性的分析》,《管理世界》第5期。
- 金宇超、靳庆鲁、严青蕾 2018 《合谋与胁迫:作为经济主体的媒体行为——基于新闻敲诈曝光的事件研究》,《管理科学学报》第3期。
- 孔东民、刘莎莎、应千伟 2013 《公司行为中的媒体角色:激浊扬清还是推波助澜》,《管理世界》第7期。
- 李普曼 2011 《公众舆论》,阎克文、江红译,上海:上海人民出版社。
- 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作用:基于中国金融股的实证研究》,《管理科学学报》第1期。
- 罗伯特·希勒著 2007 《非理性繁荣》,李心丹、陈莹、夏乐译,北京:中国人民大学出版社。
- 罗进辉、杜兴强 2014 《媒体报道、制度环境与股价崩盘风险》,《会计研究》第9期。
- 麦克卢汉 2000 《理解媒介:论人的延伸》,何道宽译,北京:商务印书馆。
- 梅尔文·德弗勒、埃弗雷特·丹尼斯著 1989 《大众传播通论》,颜建军译,北京:华夏出版社。
- 权小锋、吴世农 2012 《投资者关注、应计误定价与盈余操纵》,《会计研究》第6期。
- 谭伟强 2008 《我国股市盈余公告的“周历效应”与“集中公告效应”研究》,《金融研究》第2期。
- 汪昌云、武佳薇、孙艳梅、甘顺利 2015 《公司的媒体信息管理行为与IPO定价效率》,《管理世界》第1期。
- 徐永新、陈婵 2009 《媒体荐股市场反应的动因分析》,《管理世界》第11期。
- 游家兴、陈志锋、肖曾昱、薛小琳 2018 《财经媒体地域偏见实证研究》,《经济研究》第4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。
- 游家兴、郑建鑫 2013 《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》,《投资研究》第12期。
- 俞庆进、张兵 2012 《投资者有限关注与股票收益——以百度指数作为关注度的一项实证研究》,《金融研究》第

8 期。

于忠泊、田高良、齐保垒、张皓 2011 《媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察》,《管理世界》第 9 期。

于忠泊、田高良、张咏梅 2012 《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》,《会计研究》第 9 期。

余峰燕、郝项超、梁琪 2012 《媒体重复信息行为影响了资产价格么?》,《金融研究》第 10 期。

约翰·费斯克主编 2004 《关键概念:传播与文化研究词典》(第 2 版),李彬译,北京:新华出版社。

张纯、吴明明 2015 《媒体在资本市场中的角色:信息解释还是信息挖掘》,《财经研究》第 12 期。

张国良主编 2003 《20 世纪传播学经典文本》,上海:复旦大学出版社。

张圣平、于丽峰、李怡宗、陈欣怡 2014 《媒体报导与中国股市场盈余惯性——投资者有限注意的视角》,《金融研究》第 7 期。

张维、沈德华、熊熊、张永杰 2015 《媒体偏见与资产价格》,《系统工程理论与实践》第 11 期。

张谊浩、李元、苏中锋、张泽林 2014 《网络搜索能预测股票市场吗?》,《金融研究》第 2 期。

周开国、应千伟、钟畅 2016 《媒体监督能够起到外部治理的作用吗?——来自中国上市公司违规的证据》,《金融研究》第 6 期。

周葆华著 2008 《效果研究:人类传受观念与行为的变迁》,上海:复旦大学出版社。

Barber, B. & T. Odean, 2008, "All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors", *Review of Financial Studies*, 21, 785-818.

Baron, D., 2006, "Persistent media bias", *Journal of Public Economics*, 90, 1-36.

Bok, S., 1998, "The decline and fall of journalistic standards", *The Boston Globe* (Boston, MA).

Bushee, B. J., J. Core, W. Guay & S. J. W. Hamm, 2010, "The role of business press as an information intermediary", *Journal of Accounting Research*, 48, 1-19.

Chan, W. S., 2003, "Stock price reaction to news and no-news: Drift and reversal after headlines", *Journal of Financial Economics*, 70, 223-260.

Chiang Chun-Fang & B. Knight, 2011, "Media bias and influence: Evidence from newspaper endorsements", *Review of Economic Studies*, 78, 795-820.

Cohen, B. C., 1963, *The press and foreign policy Princeton*, Princeton: Princeton University Press.

Cook, D. O., R. Kieschnick & R. A. Van Ness, 2006, "On the marketing of IPOs", *Journal of Financial Economics*, 82, 35-61.

Damton, R., 1975, "Writing news and telling stories", *Daedalus*, 104, 175-193.

Dyck A, Volchkova N, Zingales L, 2008, "The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia", *Journal of Finance*, 63, 1093-1135.

Engelberg, J., & C. A. Parsons, 2011, "The causal impact of media in financial markets", *Journal of Finance*, 66, 67-97.

Fama, E. F., 1970, "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work", *Journal of Finance*, 25, 383-417.

Fang, L., & J. Peress, 2009, "Media coverage and the cross-section of stock returns", *Journal of Finance*, 64, 2023-2052.

Gurun, U G, Butler A W, 2012, "Don't Believe the Hype: Local Media Slant, Local Advertising, and Firm Value", *Journal of Finance*, 67, 561-598.

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

Klibanoff, P., O. Lamont & T. A. Wizman, 1998, "Investor reaction to salient news in closed-end country funds", *Journal of Finance*, 53, 673-699.

McCombs, M. E. & D. L. Shaw, 1972, "The agenda-setting function of mass media", *Public Opinion Quarterly*, 36, 176-187.

- Merton , R. C. , 1987, "A simple model of capital market equilibrium with incomplete information" , *Journal of Finance* , 42 , 483-510.
- Mitchell , M. L. & J. H. Mulherin , 1994, "The impact of public information on the stock market" , *Journal of Finance* , 49 , 923-950.
- Mullainathan , S. & A. Shleifer , 2005, "The market for news" , *American Economic Review* , 95 , 1031-1053.
- Noelle-Neumann , E. , 1974, "The spiral of silence: A theory of public opinion" , *Journal of Communication* , 24 , 43-51.
- Reuter , J. , & E. Zitzewitz , 2006, "Do ads influence editors? Advertising and bias in the financial Media" , *Quarterly Journal of Economics* , 121 , 197-227.
- Shoemaker P. , & S. Reese , 1996, "Mediating the message: Theories of influence on mass media content" , *Longman* , New York.
- Tetlock , P. C. , 2007, "Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market" , *Journal of Finance* , 62 , 1139-1168.
- Tetlock , P. C. , 2010, "Does public financial news resolve asymmetric information?" , *Review of Financial Studies* , 23 , 3520-3557.
- You Jiaxiang , Zhang Bohui , Zhang Le , 2018, "Who Captures the Power of the Pen?" , *Review of Financial Studies* , 31: 43-96.
- Veldkamp , L. L. , 2006, "Media frenzies in markets for financial information" , *American Economic Review* , 96 , 577-601.

[责任编辑: 叶颖玫]

Studies on the Media Effect of Asset Pricing from Communication Perspective: Review and Prospect

YOU Jia-xing , LIU Ying , YANG Sha-li

(School of Management , Xiamen University , Xiamen 361005 , Fujian)

Abstract: Finance studies explore the influence of media on asset prices from the angle of information intermediary. Communication regards information transfer as the media's main social function. In this sense, finance and communication studies adopt the same logical starting point on the media effect, which arouses intense scholarly interest. Many researchers explore the causality relationship between media reports and stock price changes from the perspective of communication, which has become a new characteristic and trend in recent research on the media effects of asset pricing. This paper reviews the origin and development of media effect in communication studies, discusses the latest research progress from the perspective of communication, and looks forward to the future interdisciplinary research in media effect.

Keywords: media effect, asset pricing, communication studies