



西南大学
SOUTHWEST UNIVERSITY

工商管理学科建设系列丛书(第一辑)
Business Administration Discipline Construction

Stock Price to Media Coverage: The Empirical
Evidence from Internet

媒体报道与市场反应

——基于互联网媒体的经验证据

刘向强/著

中国财经出版传媒集团

 中国财政经济出版社

西南大学工商管理学科建设系列丛书（第一辑）

媒体报道与市场反应

——基于互联网媒体的经验证据

刘向强 ◎ 著

中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

媒体报道与市场反应：基于互联网媒体的经验证据/刘向强
著. —北京：中国财政经济出版社，2018.4

(西南大学工商管理学科建设系列丛书·第一辑)

ISBN 978-7-5095-8174-2

I. ①媒… II. ①刘… III. ①互联网络-传播媒介-应用-市场信息-研究 IV. ①G206.2 ②F 713.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 061517 号

责任编辑：钱红叶

责任校对：黄亚青

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

营销中心电话：010-88191537

天猫网店：中国财政经济出版社旗舰店

网址：<https://zgczjjcbs.tmall.com>

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 5.25 印张 120 000 字

2018 年 6 月第 1 版 2018 年 6 月北京第 1 次印刷

定价：30.00 元

ISBN 978-7-5095-8174-2

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本社质量投诉电话：010-88190744

打击盗版举报电话：010-88191661 QQ: 2242791300

前言

资本市场信息效率体现为股票价格对信息的反应程度。通常认为，股票价格对信息的反映越及时、越充分，资本市场信息效率就越高。信息经济学认为，价格作为一种反映资源稀缺性和资源利用效率的信号，是引导市场实现资源合理配置的基本工具。资本市场本质上是一种信息市场，股票价格涨跌反映了信息的变化。随着信息效率的提高，股票价格才能更好地发挥信号作用，实现资本市场最基本的功能——引导资源实现合理配置。然而，由于资本市场普遍存在信息不对称的问题，导致股票价格往往不能很好地反映企业的基本面信息，从而削弱了资本市场的资源配置功能。因此，如何提高市场信息效率不仅是资本市场发展面临的难题，也是资本市场理论研究的核心问题。

长期以来，新闻媒体作为资本市场重要的信息中介，被认为有助于降低信息不对称程度，能够促进市场信息效率的提高。一方面，资本市场很自然地吸引了新闻媒体，因为资本市场股票价格的每日变化，可以为媒体持续提供新闻素材（席勒，2007）。另一方面，无论股票价格反映了公司基本面信息，还是对公司未来盈利水平和发展能力的预期，这些因素都是通过信息的方式传递给投资者，形成他们对上市公司的认知，最终作用于股票价格。新闻媒体通过信息的搜集、整理、加工和传播，在资本市场中扮演着重要的信息中介的角色，是投资者获取信息的重要途径

之一。2009年，深圳证券交易所针对个人投资者进行调研，发现分别有82.9%、62.8%和49%的个人投资者主要通过网站、报纸和电视等途径获取投资信息或投资技巧；有42.9%的投资者认为在进行投资决策时会参考媒体股评或者财经节目的观点和意见，超过25%的个体投资者甚至将网络搜索上市公司名称作为了解上市公司的渠道。然而，面对“投机性泡沫”以及市场过度波动等问题，新闻媒体在资本市场中的作用也引起了人们的质疑。人们认为在媒体观点的影响和煽动下，会进一步加剧投资者的非理性决策，进而降低了市场信息效率。

在瞬息万变的资本市场中，股票价格的波动不仅反映公司基本面信息的变化，还会受到政治、经济、技术和法律等多方面因素的影响。因此，投资者获得信息的速度越快、有价值的信息越多，获利的机会就越大，因而投资者非常注重信息的及时性和准确性。与传统纸质媒体相比，互联网媒体的信息更新和传播的速度更快；其次，互联网等新兴媒体为投资者提供了交流互动的平台，丰富的信息资源可以进一步提高市场的信息效率。根据中国互联网络信息中心发布第37次《中国互联网络发展状况统计报告》的数据显示，截至2015年12月，我国互联网网民规模达6.88亿，互联网普及率达到50.3%，青年一代更是将互联网媒体作为其获取信息最重要的渠道。那么，互联网媒体的广泛关注和宣传会对上市公司，特别是对上市公司在资本市场中表现产生什么样的影响？

为考察互联网媒体在资本市场中的作用，本书选用51家国内主流互联网媒体关于中国A股上市公司的新闻报道数据，从媒体报道数量和媒体报道语气两个层面，结合信息不对称、投资者认知和投资者有限注意力等理论，深入研究投资者对互联网媒体报道信息的反应。具体而言，本书主要研究以下三个问题：



(1) 互联网媒体报道数量是否会影响股票的横截面收益。(2) 互联网媒体的新闻报道语气是否会影响股票的横截面收益。(3) 如果有影响,那么市场上不同类型的投资者,即机构投资者和个人投资者对新闻媒体的报道数量及报道语气的反应程度是否存在差异。

根据上述研究问题,本书共分为6章,各章主要内容安排如下:第1章为导论,主要包括选题背景、研究问题、核心概念、研究思路、研究内容及研究创新等几方面内容,并对本书的内容结构做简要阐述。第2章为文献综述,本章主要对传统资产定价理论、行为金融资产定价理论,以及媒体报道与市场反应等领域的相关文献进行梳理和述评。通过对上述文献的全面回顾和梳理,找出现有文献存在的不足,为本书的研究主题和研究内容寻找切入点。第3章以新闻报道数量作为媒体信息的替代指标,研究媒体信息是否会影响横截面股票收益,并基于“投资者认知假说”和“过度关注弱势假说”视角,检验媒体效应(Media effect)产生的原因。第4章研究媒体语气与横截面股票收益的关系,并进一步探讨媒体语气是通过影响投资者情绪,还是通过向投资者传递与上市公司会计业绩相关的信息,最终作用于股票价格。第5章探讨不同类型投资者,即机构投资者和个人投资者对媒体信息的反应程度。根据机构投资者持股比例,将市场参与者划分为机构投资者和个人投资者,分别从媒体报道数量和媒体报道语气两个层面,探讨不同类型投资者对媒体信息的反应程度。第6章为本书的结束语,首先总结了本书的研究结论,以及根据研究结论得到一些启示;其次阐述本研究的局限性及存在的不足之处;最后指出了未来的研究方向。

本书的理论贡献主要体现在以下三个方面:(1)丰富了媒体报道与资本市场的研究文献。已有文献为资本市场中的媒体效

应提供了“投资者认知假说”和“过度关注弱势假说”两种理论解释。然而，已有文献仅基于“投资者认知假说”视角，实证检验了媒体效应产生的原因（Fang 和 Peress，2009）；关于“过度关注弱势假说”的验证仅仅停留在推测阶段，并没有提供严谨的理论模型或直接的经验证据（饶育蕾等，2010），或是对“过度关注弱势假说”的检验不够深入（张雅慧等，2011）。本书分别从“投资者认知假说”和“过度关注弱势假说”两个视角，检验了媒体效应产生的原因，为现有理论提供了增量的经验证据。（2）拓展了媒体报道与资本市场相关文献的研究视野。已有文献主要研究媒体报道数量对横截面股票收益率的影响（Fang 和 Peress，2009；饶育蕾等，2010），或是研究媒体语气对大盘指数的影响（Tetlock，2007；Garcia，2013）。与已有文献只关注媒体报道数量或市场层面的信息不同，本书聚焦于公司层面的媒体信息，探究媒体语气对横截面股票收益的影响，拓展了媒体报道与资本市场相关文献的研究视野。（3）丰富了机构投资者与市场信息效率的研究文献。已有文献基于机构投资者交易行为视角，研究机构投资者与个人投资者对媒体信息的反应，发现机构投资者在提高市场信息效率方面发挥了更加积极的作用（谭松涛等，2014）。与已有文献不同，本书基于机构投资者持股视角，探讨不同类型投资者对媒体信息的反应，对机构投资者是否增进了市场信息效率提供了新的经验证据。

除上述理论贡献之外，本书还具有重要的实践意义：（1）有助于监管部门有针对性地关注舆论导向，引导互联网媒体充分发挥信息中介的功能，提高资本市场定价效率。（2）有助于上市公司更好地运用互联网媒体向市场参与者传递公司基本面信息，缓解公司与投资者之间的信息不对称程度，提高公司价值。（3）有助于投资者更理性地看待媒体报道信息。媒体作为资本市场的信



息中介，是投资者获取信息的重要渠道。我国资本市场还处于发展初期，个体投资者比例较高、投资经验相对不足。本书研究成果有助于投资者充分挖掘有效信息，以获取更高的投资收益。

根据上述研究脉络，本书研究发现：（1）互联网媒体报道数量会影响横截面股票收益，未被媒体报道的投资组合收益率显著高于媒体关注高的投资组合的收益率。进一步研究表明，“投资者认知假说”能更好地解释媒体效应，“过度关注交易假说”并不成立。（2）互联网媒体报道语气同样会影响横截面股票收益，媒体正面报道的投资组合收益率显著高于媒体负面报道投资组合的收益率。进一步研究表明，媒体报道语气能够向市场参与者提供与上市公司会计业绩相关的信息。（3）机构投资者与个人投资者对媒体信息的反应程度不同。与机构投资者相比，媒体信息对个人投资者的影响更显著。进一步研究表明，与稳定型机构投资者相比，交易型机构投资者对媒体信息作出的反应更明显。

刘向强

2018年1月

目录

第1章 导论	(1)
1.1 选题背景	(1)
1.2 研究问题	(7)
1.3 核心概念界定	(10)
1.4 本书研究结构	(13)
1.5 研究贡献与实践意义	(15)
第2章 文献综述	(18)
2.1 传统资本资产定价理论发展沿革	(18)
2.2 行为金融资产定价理论	(24)
2.3 媒体报道与资产定价	(32)
2.4 本章小结	(48)
第3章 媒体关注度与股票收益	(52)
3.1 引言	(52)
3.2 理论分析与研究假设	(56)
3.3 研究设计	(59)
3.4 实证分析	(65)
3.5 进一步研究：媒体效应的分析	(71)
3.6 稳健性检验	(80)
3.7 本章小结	(82)



第4章 媒体语气与市场反应	(84)
4.1 引言	(84)
4.2 理论分析与研究假设	(87)
4.3 研究设计	(90)
4.4 实证分析	(94)
4.5 进一步研究	(99)
4.6 稳健性检验	(109)
4.7 本章小结	(111)
第5章 媒体报道、投资者类型与市场反应	(113)
5.1 引言	(113)
5.2 理论分析与研究假设	(115)
5.3 研究设计	(118)
5.4 实证分析	(121)
5.5 进一步研究：机构投资者异质性	(122)
5.6 本章小结	(127)
第6章 结束语	(128)
6.1 研究结论	(128)
6.2 研究启示	(130)
6.3 研究局限	(131)
6.4 研究展望	(132)
附录	(134)
参考文献	(137)



第1章

导 论

1.1 选题背景

资本市场信息效率体现为股票价格对信息的反应程度。通常认为，股票价格对信息的反映越及时、越充分，资本市场信息效率就越高。信息经济学认为，价格作为一种反映资源稀缺性和资源利用效率的信号，是引导市场实现资源合理配置的基本工具。资本市场本质上是一种信息市场，股票价格涨跌反映了信息的变化。随着信息效率的提高，股票价格才能更好地发挥信号作用，实现资本市场最基本的功能——引导资源实现合理配置。然而，由于资本市场普遍存在信息不对称的问题，导致股票价格往往不能很好地反映企业的基本面信息，从而削弱了资本市场的资源配置功能。因此，

如何提高市场信息效率不仅是资本市场发展面临的难题，也是资本市场理论研究的核心问题。

新闻媒体通过信息的搜集、整理、加工和传播，在资本市场中扮演着重要的信息中介的角色。一方面，资本市场很自然地吸引了新闻媒体，因为资本市场股票价格的每日变化，可以为媒体持续提供新闻素材（席勒，2007）。另一方面，无论股票价格反映了公司基本面信息，还是反映了投资者对公司未来盈利水平或发展能力的预期，这些因素都是通过信息的方式传递给投资者，形成他们对上市公司的认知，最终作用于股票价格。2015年，作为中国最具权威性、最具影响力的新闻媒体，《人民日报》多次发表关于中国资本市场的评论文章，并且被人民网、新浪、凤凰、搜狐等多家国内主流互联网媒体先后转载^①。文章分析中国A股市场的大幅上涨反应的是中国发展战略的宏观支撑以及经济改革的内在动力。在新闻媒体的持续报道和关注下，上证指数由年初的3234.68点上涨至年内高点5178.19，创业板平均市盈率最高点超过100倍，日成交额屡次突破万亿。然而，2015年6月初，新闻媒体报道证监会开始清查场外配资等违法行为，股票价格开始暴跌。据不完全统计，2015年6月19日至9月15日期间，A股一共60个交易日，其中有16个交易日接近或超过千股跌停，即平均每4个交易日，就有一天遭遇千股跌停。2015年中国资本市场的表现再次印证了席勒（2007）的观点——新闻媒体是资本市场的重要推手。

长期以来，新闻媒体在资本市场中的重要作用同样引起了学

^① 《人民日报》在2015年3月30日、4月10日、4月22日，先后发表“A股已处牛市中 把握牛市‘红利’”、“A股不惧经济下行压力 牛市含金量提高”、“股市为何任性上涨 下一高点在哪里”、“4000点才是A股牛市的开端 不存在泡沫”等评论文章。



术界的广泛关注。已有文献认为新闻媒体影响资本市场的路径主要有以下三种：（1）降低了信息不对称。这部分文献认为媒体报道有助于信息传播、提高投资者认知和降低信息不对称程度。媒体对上市公司的报道，有利于投资者获取有关上市公司经营水平、盈利能力和未来发展等方面的信息，媒体报道数量越多、覆盖面越大，则越有利于信息的迅速传播，进而增进资本市场信息效率（Merton, 1987; Fang 和 Peress, 2009; Tetlock, 2008, 2010; 罗进辉, 2012; 罗进辉和蔡地, 2013; 黄俊和郭照蕊, 2014; 罗进辉和杜兴强, 2014; Pinto, 2015; Chen 等, 2015; 汪昌云等, 2015）。（2）缓解了投资者有限注意力这一局限。Kahneman（1973）提出投资者注意力是有限的。由于受到有限注意力及信息成本的约束，投资者只会购买引起其注意力的股票，往往会忽视信息的潜在价值。这类文献认为新闻媒体在传播、扩散信息的同时，也会吸引投资者的注意力，最终影响投资者行为及资产价格（Huberman 和 Gegev, 2001; Veldkamp, 2006; Barber 和 Odean, 2008; Fang 和 Peress, 2009; Da 等, 2011; 饶育蕾等, 2010; 张雅慧等, 2011; 余峰燕等, 2012）。（3）媒体情绪的驱动。在市场逻辑的侵染及市场利润的驱使下，为吸引受众的关注，提高点击量和广告收入，媒体在进行新闻报道时，往往会通过故事演绎的方法，过分渲染某种观点。这类文献将认为投资者情绪会受到媒体观点的影响和煽动，加剧投资者的非理性决策行为，降低了市场信息效率和加剧了资产误定价程度（Tetlock, 2007; Garcia, 2013; 游家兴和吴静, 2012; 汪昌云和武佳薇, 2015）。（4）公司治理的溢价。大量研究发现媒体报道通过声誉机制和行政干预机制提高公司治理水平。被媒体曝光效率低下的公司，会采取明显措施提高董事会效率，最终反映为股票价格的上升（Joe 等, 2009），并且媒体报道提高了非流

通股东的舆论监督压力，同样有助于提高公司治理效率。在股权分置改革中，由于公司治理存在溢价，以及信息风险和不确定风险的降低，中小流通股东愿意接受的对价水平也越低（徐莉萍和辛宇，2011）。

尽管已有文献从媒体信息效应、投资者注意力、媒体情绪、公司治理溢价四个视角，对媒体报道影响资本市场或资产价格的原因和路径进行了解释，也取得了大量具有理论意义和实践价值的研究成果。但不可否认，现有文献仍然存在以下四个方面的不足：

第一，现有关于媒体报道与资本市场的研究，大多关注纸质媒体（报纸、期刊）在信息传播和扩散过程中的作用，忽视了互联网媒体在信息传播和扩散中的重要作用。在瞬息万变的资本市场中，股票价格的波动不仅反映公司基本面信息的变化，还会受到政治、经济、技术和法律等多方面因素的影响。因此，投资者获得信息的速度越快、有价值信息的越多，拥有的获利机会更大，因而投资者非常注重信息的及时性和准确性。随着互联网信息技术的发展，使得互联网媒体的信息更新和传播速度远远快于传统纸质媒体；互联网等信息媒体为投资者提供了交流互动的平台，为投资者提供了更丰富的信息资源。另一方面，近年来我国新闻媒体的发展格局及国内媒体环境发生了巨大变化，互联网媒体已取代传统纸质媒体，成为人们获取信息的重要渠道。根据中国互联网络信息中心发布第 37 次《中国互联网络发展状况统计报告》的数据显示，截至 2015 年 12 月，我国互联网网民规模达 6.88 亿，互联网普及率达到 50.3%，青年一代更是将互联网媒体作为其获取信息最重要的渠道。基于此，本书认为根据我国新闻媒体发展的最新变化，研究互联网媒体对资本市场的影响具有重要的实践意义。



第二, 现有文献为“媒体效应”^① (Media effect) 提供了两种理论解释: (1) “投资者认知假说”认为由于资本市场信息不完全, 投资者不可能了解所有的股票; 信息在不同投资者之间的分配也是不对称的 (Easley, 2002)。基于上述信息分配的特点, 新闻媒体通过对上市公司进行报道, 将信息传递给市场参与者, 提高了投资者认知, 降低了信息不对称的风险。相反, 没有被媒体关注的股票则存在较高的信息风险, 因而需要提供更高的风险溢价。(2) “过度关注弱势假说”认为媒体对上市公司的新闻报道会吸引投资者注意力, 从而导致投资者过度关注 (Over attention) 或追逐某些市场热点, 这种过度关注引发投资者短期对新信息反应过度, 但从长期来看会出现反转。然而, 已有文献仅基于“投资者认知假说”视角, 实证检验了媒体效应产生的原因 (Fang 和 Peress, 2009); 但关于“过度关注弱势假说”的验证仅仅停留在推测阶段, 并没有提供严谨的理论模型或直接的经验证据 (饶育蕾等, 2010), 或是对“过度关注弱势假说”的检验不够深入 (张雅慧等, 2011)。基于此, 本书认为有必要利用互联网媒体关于中国 A 股上市公司的新闻报道数据, 实证检验在中国资本市场是否存在媒体效应; 为“投资者认知假说”和“过度关注弱势假说”提供进一步的经验证据。

第三, 现有文献主要研究媒体报道数量横截面股票收益率的影响, 忽视了新闻内容既有正面信息也有负面信息, 并且正面信息和负面信息会不同程度地影响投资者行为和股票价格 (Fang 和 Peress, 2009; 饶育蕾等, 2010; 王建新等, 2013)。少数文献研究媒体关于市场层面的正面信息或负面信息对大盘指数的影

^① Fang 和 Peress (2009) 首次提出媒体效应 (Media effect), 是指资本市场中存在媒体关注度高的股票收益率高于未被媒体报道股票的现象。

响 (Tetlock, 2007; Garcia, 2013)。虽然股票价格不仅反映了公司基本面信息,还会受到政治、经济、技术和法律等多方面信息的影响。但是,并不能将市场信息与公司信息等同,即在相同的市场环境下,不同的上市公司在经营水平、盈利能力和未来发展等方面存在明显差异。因此,投资者在进行投资决策时,不仅会考虑整体市场环境,也会关注与上市公司盈利能力和未来发展相关的信息。因此,本书认为有必要从更细致的微观角度,进一步区分新闻媒体关于公司层面的正面报道和负面报道,深入研究投资者对公司层面信息的反应。

第四,现有文献关于新闻媒体与市场反应的研究,忽略了不同类型投资者对媒体信息的反应存在很大差异,导致研究结论并未达成一致。部分文献认为新闻媒体有助于降低信息不对称程度,增进市场信息效率 (Fang 和 Peress, 2009; Tetlock, 2008, 2010); 另一部分文献则认为新闻媒体并未向市场参与者传递有价值的信息,只是影响了投资者注意力或投资者情绪 (饶育蕾等, 2010; Tetlock, 2007; 游家兴和吴静, 2012; 汪昌云和武佳薇, 2015)。通常认为,资本市场中存在机构投资者和个人投资者两类主体。不同投资主体之间的差异在于他们获取公开信息的手段是不同的 (谭松涛等, 2014)。对于个体投资者而言,媒体报道是他们获取公开信息最主要的途径 (Barber 和 Odean, 2008)。2009 年,深圳证券交易所针对个人投资者进行调研,发现个人投资者主要通过网站、报纸和电视获取证券投资信息或投资技巧,分别占比 82.9%、62.8% 和 49. %。有 42.9% 的投资者认为媒体股评或者财经节目是其进行投资决策的主要依据,超过 25% 的个体投资者甚至将网络搜索上市公司名称作为了解上市公司的渠道。然而,由于机构投资者具有更大的资金规模和更专业的投资能力,他们可以充分利用分析报告和公司调研等多种手段



获取这些公开信息，信息获取手段的多样性可以帮助机构投资者掌握更多的信息资源。由此推断，媒体信息的重要程度在个体投资者和机构投资者之间存在很大差别。因此，本书认为有必要进一步区分投资者类型，研究不同类型投资者对媒体信息的反应。

基于上述分析，提出本书研究的三个重要问题：第一，以报道数量作为衡量媒体信息的指标，探讨媒体关注度是否会影响横截面股票收益率。第二，将媒体报道分为正面报道和负面报道，考察媒体语气对投资者的影响。第三，根据机构投资者持股比例将市场参与者划分为机构投资者和个人投资者，探讨不同类型的投资者对媒体信息的反应是否有差异。

（围绕上述问题，本书拟利用 51 家国内主流互联网媒体关于中国 A 股上市公司的新闻报道数据，对上述问题进行探究，以期拓展媒体报道与资产定价领域的研究视野，深化相关领域的研究内容。）

1.2 研究问题

本书利用互联网媒体关于中国 A 股上市公司的新闻报道数据，探究互联网媒体在资本市场中的重要作用。具体来说，本书着重研究三个问题（相关研究问题及展开思路如图 1-1 所示：（1）媒体关注度是否会影响股票收益，即媒体关注程度不同的股票收益率之间是否存在显著差异；（2）媒体语气是否会影响股票收益，以及媒体语气是否向市场参与者传递了有价值的信息；（3）不同类型的投资者对媒体信息的反应是否有差异。

主题一：媒体关注度是否会影响股票横截面收益，以及影响路径是什么？现有文献对媒体效应产生的原因提供了两种理论解释：“投资者认知假说”和“过度关注弱势假说”。然而，已有