

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？

应千伟¹ 周开国² 陈双双²

(1.四川大学商学院, 四川 成都 610064; 2.中山大学岭南学院, 广东 广州 510775)

摘要: 本文基于2000~2011年中国重要报纸对A股上市公司的新闻报道月度数据, 重新审视了媒体关注与上市公司股票投资收益之间的关系。与Fang和Peress (2009) 基于美国数据的研究不同, 本文利用中国数据获得的实证结果发现高媒体关注的公司在一年内都比低媒体关注的公司都有更高的超额收益率。这表明Fang和Peress (2009) 提出的媒体覆盖的“风险补偿”理论在中国并不成立。相反, Barber和Odean (2008) 的“注意力驱动”理论更能够解释在中国股票市场中媒体与股票收益的关系。进一步的实证结果验证了媒体关注度较高的股票比媒体关注度较低的股票更容易引起投资者的持续关注。而投资者持续更高的关注度引致的买入压力将使得股票在一段时间内都能维持相对更高的收益率。

关键词: 媒体关注; 超额收益率; 风险补偿; 注意力驱动

Abstract: Based on monthly data of news reports from China's major newspapers on the A-share listed companies in China during the period between 2000 and 2011, this paper re-examined the relationship between media coverage and stock returns. Opposite to the findings from Fang and Peress (2009) based on the U.S. market data, this paper showed that in the stock market of China, the firms with higher media coverage have higher stock returns than those with lower media coverage in the following year. The empirical results in this paper showed that “risk compensation” theory proposed by Fang and Peress (2009) does not hold in China. Instead, the “attention driven” theory suggested by Barber and Odean (2008) can better explain the relationship between media coverage and stock returns in the stock market of China. Further empirical results in this paper demonstrated in the Chinese stock market, higher degree of media coverage may cause sustained investor attention, which may drive up the buying pressure for a relatively long period of time and thus lead to higher stock returns in the following few months.

Keywords: media coverage; excess return; risk compensation; attention driven

作者简介: 应千伟, 四川大学商学院副教授, 研究方向: 公司金融与金融市场。周开国, 中山大学岭南学院金融系主任, 教授、博士生导师, 研究方向: 市场微观结构与公司金融。陈双双, 中山大学岭南学院硕士生。

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A

引言

在信息化时代, 新闻媒体已经渗透到人们生活中的各个方面。在资本市场上, 作为上市公司、交易所和投资者之间的沟通渠道, 媒体, 尤其是财经媒体的介入对众多上市公司都产生了深远的影响。对许多中小投资者来说, 媒体是获取信息的最便利途径, 而信息的可见度在其投资决策中扮演了非常重要的角色(Nofsinger, 2001;

Fehle et al., 2005)^[21] ^[12]。媒体信息会增加或改变投资者对投资对象的认知, 进而可能影响到投资者的投资行为和证券价格。不论是学术界还是实务界都越来越关注度媒体在证券市场中所扮演的角色及其对资产价格变动的的影响。

Fang和Peress (2009)^[11]采用美国纽约证券交易所(NYSE)和纳斯达克(NASDAQ)的上市公司股票, 从横截面比较的角度实证检验了媒体关注与预期股票收益之间

的关系。他们发现,从横向比较来看,没有媒体报道的股票组合比媒体关注概率高的股票组合拥有显著更高的持有期收益;在控制了市场收益率、股票规模、账面市值比、动量因子和流动性等资产定价因素后,这种横截面的“媒体效应”依然存在。而且在规模较小、散户持股比例较高、分析师跟进数量较少,即投资者认知程度低且个体风险更大的股票中,这种横截面的“媒体效应”更为显著。上述研究思路和结果可以总结为“风险补偿说”,其核心观点是认为未被媒体报道或被媒体报道少的股票信息透明程度低,存在着比较高的信息不对称风险,因而需要有一个正的风险溢价加以补偿。该理论预测的结果是持有媒体关注度低的上市公司股票预期收益率更高。

Fang and Peress (2009)^[11]的“风险补偿说”是建立在一定假设前提下的。该理论假设投资者是完全理性的,他们总是能够基于已获得的信息对投资对象的风险和收益情况做出理性分析,进行投资决策。同时,该理论也假设媒体对上市公司股票报道主要是提供更多的信息,降低投资者的认知风险,从而使得其对相应股票的收益率要求降低。然而Barber and Odean(2008)^[2]指出,现实中的投资者往往难以在一大堆候选股票中,根据风险和收益的权衡做出完全理性的选择。投资者,尤其是个人投资者的投资决策在很大程度上是“注意力驱动”的,也就是说他们会更倾向于购买那些引起他们注意力的股票。媒体关注高的股票更容易引起个人投资者的注意力,从而进入他们的投资选择范围。投资者注意力驱动的买入压力至少在短期内会推高股价,从而提高股票的持有期收益。按照“注意力驱动”理论,如果媒体的密集报道提高了投资者的注意力,并且“注意力驱动效应”不是马上消失的话,那么很可能会出现与Fang and Peress (2009)^[11]完全相反的结论:即从横截面比较来看,媒体关注高的股票在一段时间内的持有期收益率比媒体关注低的股票更高,而非更低。

虽然Fang and Peress (2009)^[11]利用美国股票市场的数据实证支持了“理性投资者”前提下的“风险补偿说”,但这并不代表“风险补偿说”在中国股票市场同样成立。中国股票市场无论在制度环境、信息效率还是投资者结构都与美国股票市场存在显著差别。其中最为

主要的区别在于,在中国股票市场,个人投资者占据主导地位,而在美国股票市场,机构投资者的持股比例要远高于个人投资者。本文尝试利用中国市场的检验“风险补偿说”在中国股票市场是否成立,以及媒体关注度对股票收益的影响是否存在“注意力驱动”效应。

文献述评

媒体报道在资本市场中的作用一直是国内外学术界关注的热点问题之一。除了研究媒体对上市公司的治理作用之外(Dyck and Zingales, 2004; Dyck et al., 2008; Joe et al., 2009; 李培功和沈艺峰, 2010; 于忠泊等, 2011; 罗进辉, 2012; 杨德明和赵璨, 2012)^{[8] [9] [14] [26] [31] [27] [29]}, 另一个重要方向就是研究媒体对资产定价的影响。

早在1971年, Niederhoffer(1971)^[20]就试图通过《纽约时报》所报道的新闻事件, 检验市场对媒体新闻的反映。Klibanoff et al. (1998)^[15]发现《纽约时报》头版对特定国家的新闻报道会影响该国基金的定价。在头版新闻报道后的几个星期内, 该国基金的价格波动与其基本面特征的联系更加紧密。由此, 他们认为新闻事件导致投资者作出更迅速的反应。Huberman and Regev (2001)^[13]通过ENMD案例研究发现《纽约时报》的新闻报道吸引了投资者对ENMD股票的注意力, 进而影响投资者的选择, 推高股价。Chan (2003)^[4]利用Dow Jones Newswire的数据研究了“头条新闻”的市场反应。而Takeda and Yamazaki (2006)^[23]则利用事件研究法研究了电视节目“Project X”¹对公司股票价格的影响。他们在2000~2005年190期节目中, 选择了69家日本上市公司为研究样本, 结果表明, 涉及公司情况的电视节目显著影响了上市公司股价。Meschke (2004)^[18]以CNBC² 1999~2001年对公司CEO的采访事件为样本, 对媒体影响公司股价的行为进行了探讨。研究结果显示, CEO访谈引起了投资者对公司的关注, 点燃了他们的投资热情, 造成了显著的买入压力, 短期推动股价而随后逆转。类似地, Nguyen (2006)^[19]利用新闻搜索引擎, 以1992~2002年福布斯500的企业为样本, 构建了CEO的曝光指数和正面曝光指数, 对曝光指数与公司价值进行回归分析, 结果发现CEO的媒体曝光率与公司的股票收

益和Tobin-Q值之间存在正相关关系。Tetlock (2007)^[24]分析了媒体报道内容措辞,发现悲观的媒体报道会对短期股价造成下降压力,并在随后逆转。Tetlock et al. (2008)^[25]进一步发现新闻内容中包含的否定词所占的比例对公司盈利和股价具有显著的预测作用。这说明说明新闻内容中的定性信息会对股价效率产生影响。

在众多研究媒体报道对证券市场股价影响的文献中,Fang and Peress (2009)^[11]最先从大样本横截面比较的角度研究了媒体关注度不同的股票组合在持有期收益率的差异。他们的结果发现在美国股票市场中,相比于持有高媒体关注度的股票组合,持有媒体关注度低的股票组合可以获得更高的期望收益率。进一步地,他们还验证了这种横截面的“媒体效应”与Merton (1987)^[17]的“投资者认知假说”相吻合。也就是说,媒体报道能够加深投资者对投资对象的认知,增加信息公开程度,从而使投资者可以在更大程度上采用分散化投资策略来降低其投资风险。由此可见,媒体关注度低的公司股票比媒体关注度高的公司股票具有更高的投资风险,从而也会要求更高的收益率作为风险补偿。

然而Barber and Odean (2008)^[2]提出的“注意力驱动”理论则认为,现实中的投资者往往难以在一大堆候选股票中,根据风险和收益的权衡做出完全理性的选择。他们认为,投资者面临纷繁多样的投资选择的时候,更倾向于选取譬如新闻关注下的股票这一类已经抓住他们注意力的对象进行投资,从而在短期推动这一类股票价格上涨。以往国内外的不少研究都为“注意力驱动”理论提供了一定的实证支持。例如Cook et al. (2006)^[5]发现投资银行有利用新闻媒体进行宣传、从而影响投资者情绪并驱动投资者购买新股的动机,这一动机若得到实现,其结果就是新股定价的提高。Liu et al. (2009)^[16]利用美国上市公司数据的实证研究发现新闻媒体的报道会吸引投资者的注意力,增加投资者对新上市股票的长期需求,从而增加IPO抑价幅度。而Seasholes and Wu (2007)^[22]选取了上海证券交易所股票的涨停现象作为注意力吸引事件,实证结果表明,涨停事件与极端交易以及媒体密集报道有着紧密的联系。

目前国内关于媒体关注与资产定价影响的研究相对较少。比较有代表性的是张雅慧等 (2011)^[32],该文以

胡润富豪榜、福布斯富豪榜和新财富百富榜的上榜事件为研究对象,通过事件研究法发现富豪榜上榜股票在事件期内表现为显著为负的累积超额收益,而通过倾向得分匹配方法构建的未上榜股票控制则没有表现出显著的超额收益。他们将此作为支持Fang and Peress (2009)^[11]所说的“媒体效应”的经验证据,即认为在中国股票市场同样存在媒体关注越高的股票收益率越低的现象,并进一步认为在中国这种“媒体效应”源于投资者的过度关注弱势。然而需要注意的是,张雅慧等(2011)^[32]的上榜股票样本只包含了所有上市公司股票中的很小一部分(共89个A股上市公司),其结论是否可以代表媒体关注度与股票收益之间的一般关系还有待考证。另一方面,公司老板登上富豪榜本身也很可能会被投资者理解为负面信号³,从而对股票收益产生负面影响。另外,游家兴和吴静 (2012)^[30]从情绪角度研究媒体对资产定价偏误的影响,发现乐观的媒体情绪更易导致股价泡沫产生。张雅慧等(2012)^[33]则以创业板开板以来至2011年4月底的所有创业板IPO公司为研究样本,发现短期与长期媒体报道吸引了投资者注意并鼓舞了其投资热情,提高了IPO股票的需求量,从而与IPO抑价显著正相关,符合投资者注意力驱动买入的假设。

通过对上述文献的梳理和总结我们可以发现,虽然在媒体报道会影响股票价格或股票投资收益这一命题上,学者们基本达成共识,但在具体影响机制和影响结果方面却存在分歧。尤其是以Fang and Peress (2009)^[11]为代表的“风险补偿说”与以Barber and Odean (2008)^[2]为代表的“注意力驱动买入论”之间存在本质性的不同。在不同的金融市场环境下,媒体报道与股票收益之间的关系也可以出现差异。而目前国内对媒体关注度与股票收益之间的一般性规律尚缺乏充分的研究和检验。为此,本文利用2001~2011年《中国重要报纸全文数据库》的媒体报道数据和上市公司股票收益总体样本数据,从横截面的角度检验“风险补偿说”在中国股票市场是否成立,以及媒体关注度对股票收益的影响是否存在“注意力驱动”效应。

数据来源和变量说明

一、数据和变量说明

与李培功和沈艺峰(2010)^[26]和徐莉萍和辛宇(2012)^[28]的衡量方法类似,本文中媒体关注度使用《中国重要报纸全文数据库》对上市公司的新闻报道数目作为衡量的标准。我们按照上市公司的常用简称来对数据库中的新闻标题或主题进行检索,获得该上市公司2000年以来各条新闻报道的题目、作者、报纸中文名称、发表日期等原始信息,从而为我们计算一定周期内媒体关注度指标提供了依据。这里之所以没有采取在新闻全文中搜索上市公司简称,是因为如果仅在全文中出现了某上市公司的名字,并不能保证搜索出来的新闻报道一定是真正和该上市公司密切相关的重要消息。而采用在新闻标题或主题中搜索,得到的新闻报道一般可以保证和该公司直接相关。由于有些上市公司的简称可能有其他含义,因此在搜索时我们去除了公司简称容易引起歧义的上市公司样本。⁴最终我们获取的媒体数据大多是由主流财经报纸报道的与上市公司信息直接相关的新闻报道。

显然,上述“媒体关注度”并不是对上市公司实际媒体关注程度的准确衡量,因为我们仅包含《中国重要报纸全文数据库》和上市公司直接相关的新闻报道的统计,由于数据搜集的困难,我们没能统计所有媒体(包括报纸、杂志、网络等等)对上市公司的报道。不过这一指标还是可以较好地体现各个上市公司之间媒体关注度的相对差别,因为在报纸上的覆盖程度和在杂志、网络上的关注程度之间明显存在着相互影响及高度正相关的关系。⁵同时,Fang and Peress (2009)^[11]在研究美国市场的媒体效应时,也采用主要财经报纸对上市公司的报道数目作为媒体关注度的衡量指标,本文采用类似方法衡量媒体关注度更方便于和他们的实证结果做比较。

除了媒体关注度外,本文利用投资者信息搜索数据构建了投资者关注度指标,并研究投资者关注度是否在媒体关注度影响股票收益的中间渠道和传导机制中扮演关键角色。对于投资者信息搜索数据,我们基于“Baidu指数”的搜索量(<http://index.baidu.com>)进行手工整理。具体而言,我们在百度指数的网页中输入上市公司简称或者股票代码,即可得到投资者对某一上市公司在某一期间的信息搜索次数,这承袭了Da et

al. (2011)^[6]手工整理Google搜索量的研究方法。考虑到投资者既可能用上市公司简称来搜索公司信息,也可能用公司代码来搜索,我们对两种方式获得的百度月搜索量取平均值,并在此基础上构建投资者关注度指标。本文搜集的投资者关注度的时间跨度为2006年6月~2011年3月。⁶

其他控制变量包括公司股票市值规模、账面市值比、股票交易量、换手率、分析师关注度、月收盘价、过去12个月月平均收益率、和收益率波动等因素。其中换手率和股票市场收益率数据来源于锐思(RESSET)数据库。其他所有数据均来自国泰安(CSMAR)数据库。除特别声明的部分以外,本文选取的样本区间为2001~2011年。对样本进行筛选的原则为:(1)选取2001~2011年发行A股的上市公司;(2)剔除金融类公司;(3)剔除搜索股票名称时难以识别其新闻是否与上市公司直接相关的股票(如“中国软件”、“新世纪”、“鄂尔多斯”、“连云港”等);(4)剔除资不抵债的公司;(5)剔除不仅仅在A股上市的公司(即股票名称中含有“A”);(6)剔除被特殊处理的ST、*ST公司;(7)剔除样本期内完全没有被媒体报道过的公司;(8)剔除收益率、账面市值比等主

表1 变量定义和说明

变量名	定义	说明
<i>Stkret</i>	股票原始收益率	股票月度持有期收益率的原始值,以百分数表示
<i>DGTW</i>	DGTW 超额收益率	采用Daniel et al. (1997)[7]的方法构建的月度DGTW超额收益率。具体而言,在每一个月度都根据公司市值,股票账面市值比,和过去一年的平均月收益率的五分位数将股票分为125个组合,然后取每个组合的平均收益率作为基准值,月收益率的原始值与基准值之差即为DGTW超额收益率
<i>Media</i>	月媒体关注度	中国重要报纸对上市公司的月度报道数量。数据来源取自中国重要报纸全文数据库,根据新闻报道标题手动检索。对报道数目做对数处理,处理公式为 $\ln(1+\text{月报道数})$
<i>ATT</i>	投资者关注度	利用百度指数来衡量,处理方式 $\ln(1+\text{百度月搜索量})$
<i>Size</i>	市值规模	公司月末市值的自然对数值
<i>BM</i>	账面市值比	公司上一年年末股东权益与股票市值之比的对数值
<i>Turnover</i>	换手率变动	当月换手率与上月换手率的对数差分
<i>Analyst</i>	分析师关注度	上一期分析师出具的中国上市公司分析报告的月度数量,做对数处理: $\ln(1+\text{月报告数})$
<i>Cprice</i>	月收盘价	上市公司月收盘价的自然对数值
<i>Pret12</i>	过去十二个月股票平均收益率	上市公司在过去十二个月中每月股票持有期收益率的算术平均值,以百分数表示
<i>Liquidity</i>	流动性指标	根据Amihud (2002)[1]的方法构建的流动性指标,当月日回报率与日交易量之比的平均值数值越小代表流动性越好
<i>Volatility</i>	收益率波动	每月股票日收益率的标准差,以百分数表示
<i>Indvshare</i>	个人投资者持股比例	个人投资者持股数/总股数

要变量缺失的数据。

在按上述规则筛选后，本文共得到127776个月度样本。由于数据搜集的限制条件，我们拥有的上市公司百度搜索量数据的时间跨度是从2006年6月~2011年3月，相应的具备投资者关注度指标(ATT)数据的样本为61879个。表1为各变量定义和说明。在对变量进行处理时，为了控制变量异常值对统计与回归结果的影响，我们对文中的各主要变量都进行了1%的缩尾(Winsorized)处理。因篇幅限制，各变量的描述性统计数据在此略去。

实证检验与分析

一、单变量比较

为了直观地验证中国股票市场上是否存在媒体效应，这里将所有股票按照资产规模、账面市值比、当月股票收益以30%、40%、30%的比例从低到高分成1、2、3三个组别。其中公司总资产规模和账面市值比采用的是上年末数据，其他都是月度数据。同时，我们按照当月媒体报道数的有无和多少，将所有上市公司分成无、低、高三个等级；其中我们把存在媒体报道的样本中，把报道数目高于中位数的归为媒体关注度较高组，而把报道数目低于或等于中位数的归为媒体关注度较低组。然后我们计算相应组别上市公司股票在下一个月的

平均月收益值(用百分数表示)。数据的时间跨度为2001年1月到2011年9月，共129期。

根据表2的统计结果，当月媒体关注度为零、媒体关注度较低和媒体关注度较高的股票组合在下一个月的平均月收益(等权平均)分别为1.15%、2.02%和2.22%，高媒体关注度股票的收益高于低媒体关注度股票，而且明显高于无媒体报道的股票。高媒体关注度组与无媒体关注度组收益率之差的在1%的水平上都是显著为正的。同时根据分组结果的对比可知，在股票市值规模较小，账面市值比较小，当月股票收益较高的股票中，高媒体关注度组与低媒体关注度组之间的收益率差距越大。

这一初步统计结果与Fang and Peress (2009)^[11]利用美国股票市场数据验证的结论截然不同。Fang and Peress (2009)^[11]发现在美国股票市场上，媒体关注度越低的公司股票，下月收益率反而越高。其逻辑在于媒体关注度较低的股票公开的信息越少，使得投资者面临的非系统风险更大，从而要求更高的收益率补偿。然而表2的统计结果表明，在中国股票市场中，媒体关注度高的股票组合在下一个月的平均收益率反而更高，即存在“反媒体效应”。

二、回归分析

为了更细致地分析媒体关注度不同的公司个体之间是否在随后的股票收益上存在显著区别，接下来本文进一步针对股票个体作回归分析。为了便于检验回归结果是否稳健，本文的被解释变量，即股票收益率指标分别采用了根据Daniel et al. (1997)^[7]的方法构建的月度DGTW超额收益率和原始的月度股票收益率。除了将媒体关注度指标Media作为解释变量外，根据Carhart (1997)^[3]的四因子模型，在回归中本文控制了企业规模、账面市值比和以往的股票收益率(包括当月股票月收益率以及过去一年的月平均收益率)，同时还控制了当月与上一月度的股票换手率对数值之差 Turnover，根据Amihud (2002)^[1]的方法构建的股票流动性指标Liquidity；上一个月的股票收盘价的自然对数值Cprice，以及当月股票日收益率的标准差 Volatility。此外，本文还进一步控制了分析师关注以及行业固定效应对股票收益率的影响。

表2 媒体关注度单变量分析

下一个月平均月收益(等权平均)					观测值总数		
组别	媒体关注度				媒体关注度		
	无	低	高	高-无	无	低	高
全样本	1.15	2.02	2.22	1.07***	98967	25139	16281
第一类分组：按市值规模							
1	1.80	2.65	3.49	1.69***	34497	5724	1839
2	0.95	2.16	2.62	1.67***	41245	10265	4644
3	0.56	1.47	1.79	1.23***	23225	9150	9798
第二类分组：按账面市值比							
1	0.89	1.80	2.43	1.54***	29426	7479	5155
2	1.21	1.92	2.35	1.14***	40144	9840	6170
3	1.32	2.37	1.83	0.51***	29397	7820	4956
第三类分组：按当月股票收益							
1	1.75	2.39	2.45	0.70***	29868	7327	4865
2	1.27	2.33	2.29	1.02***	40720	9704	5730
3	0.35	1.32	1.94	1.59***	28379	8108	5686

注：***表示检验在1%的水平上显著

除了检验当月的媒体报道对下一个月股票收益率的即期影响外,我们还试图考察媒体报道对股票收益率在一段时间内是否存在持续性的影响。相应地,除了下个月的股票收益率外,我们将两个月之后的股票收益率和从第三个月开始到第十二个月为止的累积股票收益率都分别对媒体关注度指标做回归分析。由于我们主要关注在同一横截面上不同媒体关注度的股票在持有期收益上的区别,本文主要采用Fama and MacBeth (1973)^[10]提出的横截面回归方法。采用这种横截面回归方法在一定程度上也可以回避时间序列层面的宏观环境变化的影响,从而更清楚地区别出媒体关注度对股票收益的影响。

表3的回归结果显示,不管是使用DGTW超额收益

表3 媒体关注度与股票收益率的回归分析

	DGTW [t+1]	DGTW [t+2]	DGTW [t+3, t+12]	Stkret [t+1]	Stkret [t+2]	Stkret [t+3, t+12]
<i>Media</i>	0.120**	0.218***	1.691***	0.179***	0.308***	1.803***
	(2.08)	(4.05)	(7.79)	(2.89)	(5.18)	(7.36)
<i>MV</i>	0.035	-0.080	-1.254***	-0.097	-0.273*	-2.498***
	(0.46)	(-1.07)	(-6.70)	(-0.71)	(-1.95)	(-5.07)
<i>BM</i>	-0.126	-0.105	-0.619*	0.196*	0.128	2.452***
	(-1.11)	(-0.91)	(-1.88)	(1.72)	(1.10)	(7.20)
<i>Turnover</i>	-0.551***	-0.182**	-0.243	-0.611***	-0.208**	-0.120
	(-5.65)	(-2.27)	(-0.81)	(-5.12)	(-2.13)	(-0.41)
<i>Analyst</i>	0.434***	0.374***	2.317***	0.544***	0.467***	2.148***
	(3.35)	(3.89)	(6.16)	(4.19)	(3.81)	(5.11)
<i>Cprice</i>	-0.189	-0.028	-0.355	-0.331	-0.136	-1.566
	(-0.75)	(-0.12)	(-0.47)	(-1.08)	(-0.44)	(-1.64)
<i>Stkret</i>	-0.000	-0.014**	0.065***	-0.050***	-0.016*	0.054**
	(-0.07)	(-2.02)	(2.96)	(-4.65)	(-1.90)	(2.29)
<i>Pret12</i>	0.033	0.047	-0.051	0.031	0.038	-0.129
	(1.10)	(1.55)	(-0.57)	(0.85)	(0.95)	(-1.27)
<i>Liquidity</i>	16.798***	8.508***	11.272	19.747***	11.090***	18.404**
	(3.82)	(3.29)	(1.58)	(3.49)	(3.24)	(2.42)
<i>Volatility</i>	-0.246**	-0.191**	-1.291***	-0.236*	-0.173	-1.066***
	(-2.33)	(-2.06)	(-5.70)	(-1.79)	(-1.42)	(-4.25)
<i>Constant</i>	-0.018	1.253	19.125***	3.740	6.301**	62.764***
	(-0.01)	(0.96)	(4.79)	(1.42)	(2.34)	(7.39)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Obs</i>	125738	123962	106035	125738	123962	106035
<i>Adj.R2</i>	0.123	0.122	0.129	0.207	0.190	0.199

注: 括号中为t值, *, **, ***分别表示在10%, 5%和1%的水平上显著。

率还是原始股票收益率作为被解释变量,当月的媒体关注度都对未来一年内的股票收益有显著的正面影响。平均而言,当月媒体关注度(本文中用1+当月重要报纸报道数目的自然对数值衡量)高一个单位的股票,其下个月的DGTW超额收益率比当月媒体关注度低一个单位的股票要高出0.12%,而其下个月的原始股票收益率则平均要高出0.179%。从两个月以后的DGTW超额收益率比较来看,当月媒体关注度高一个单位的股票平均要比当月媒体关注度低一个单位的股票高出0.218%。而其两个月后的原始收益率则要高出0.308%。从第三个月到第12个月的累积DGTW超额收益率来看,媒体关注度高一个单位的股票更是比媒体关注度低一个单位的股票显现出1.691%的显著优势;而其第三个月到第12个月的累积原始收益率也显现出1.803%的显著优势。对于12个月以后的收益率,由于影响其变化的因素中会包含较多当前未知的因素和噪音,导致当月媒体关注度的回归系数不一定能真实反映当月媒体关注度对12个月以后收益率的影响,所以本文暂不考虑。总结表3的回归结果可以发现,与媒体关注度较低的股票相比,媒体关注度较高的股票至少在一年内有拥有显著更高的收益率。这进一步验证了在中国股票市场中,媒体关注度与股票收益之间的关系与Fang and Peress (2009)^[11]的“风险补偿说”所揭示的结论截然相反。这其中可能的原因是,中国的重要报纸等媒体对上市公司的报道的主要功能并非提供给投资者与公司经营状况直接相关的更多额外信息来降低其面临的非系统风险,反而是在某种程度上揭示市场热点,在一段时间内引起更多投资者的注意力和追捧,从而推高一定时期内股票持有期收益。表3的实证结果与Barber and Odean (2008)^[2]的“注意力驱动”理论较为吻合,同时也在一定程度上反映出在中国股票市场,媒体报道对投资注意力和股票收益的驱动效应并不是非常短暂,在一年以内都可能持续的推动。

稳健性检验

值得注意的是,以往的大量研究表明,公司的盈余公告、IPO以及停牌后的复牌都可能引起股票收益率的异常现象。我们需要担心并进一步检验的是,前文中发现的媒体关注度对股票收益的驱动作用是否有可

能是由公司的盈余公告、IPO和复牌等行为本身所引起的。如果发布盈余公告、首次公开发行(IPO)、以及停复牌的股票本身更容易引起媒体的高度关注,那么媒体关注度与股票收益之间的相关关系很可能是一种“伪相关”。举例来说,当公司发布正面盈余公告消息时,一方面会带动投资者的乐观情绪从而推高短期股票收益,另一方面也可能吸引媒体报道。此时发现的媒体关注度与股票收益之间的正向关系很可能是一种“伪相关”。同样道理,公司股票首次发行或者复牌都可能在推动短期股票收益的同时引起媒体的更多关注和报道,从而可能引致媒体关注度与股票收益之间的“伪相关”。

为了排除公司的盈余公告, IPO以及股票复牌等事件对股票收益率的影响,从而进一步识别出媒体关注度与股票收益之间的真实关系,笔者剔除了公司公布盈利预测报告、IPO或者股票停复牌当月以及之后两个月的样本数据,检验媒体关注度与股票收益之间的正向关系是否稳健。本文中公司盈余预测公告数据来源于锐思数据库,而公司IPO和停复牌时间来自国泰安数据库。稳健性检验的结果如表4所示⁷,与表3的全样本回归结果基本保持一致。这说明媒体关注度与股票收益之间的正向关系并非由IPO、停复牌和盈余预测公告等事件所驱动,表3的回归结果是稳健的。

同时需要注意的是,近年来,随着IT产业和新媒体技术的飞速发展,网络财经媒体的影响力日益增强,而传统报刊的发行量和影响力则不断降低。尤其是2006年以后,这种趋势更加明显。为此,我们进一步以2006年作为分界点,分段考察本文的纸质媒体关注度对股票收益的影响。结果发现,在2006年之后,纸质媒体关注度对股票收益的影响相比之前明显减弱了,这印证了近年来网络媒体的崛起和传统纸质媒体影响力的降低。但同时也发现无论是2006年之前还是2006年之后,本文采用的纸质媒体关注度都对未来一年内的股票收益有正面影响。虽然纸质媒体的影响力在降低,但由于纸质关注度和网络媒体关注度本身具有较强的相关性(纸媒的内容通常被网络媒体转载),用纸质媒体报道数差异依然可以大致反映总体媒体关注度的区别。

进一步的解释与探究

为了进一步验证在中国股票市场中,媒体关注度对股票收益的正面影响是否的确通过“注意力驱动”效应的机制来实现,我们还需要实证检验如下两个问题:一是从横截面比较来看,当月媒体关注度更高的股票是否其接下来的一年中的投资者关注度也持续更高;二是投资者关注度是否对股票收益有显著的正面

表4 媒体关注度与股票收益的稳健性检验

	DGTW [t+1]	DGTW [t+2]	DGTW [t+3, t+12]	Stkret [t+1]	Stkret [t+2]	Stkret [t+3,t+12]
检验1:排除IPO当月与后两个月样本						
Media	0.121**	0.217***	1.691***	0.180***	0.307***	1.801***
	(2.10)	(4.04)	(7.78)	(2.89)	(5.17)	(7.35)
Obs	125737	123961	106034	125737	123961	106034
Adj.R2	0.123	0.122	0.129	0.207	0.190	0.198
检验2:排除停复牌当月和后两个月样本						
Media	0.114	0.175**	2.115***	0.177**	0.264***	2.381***
	(1.51)	(2.54)	(7.13)	(2.16)	(3.50)	(6.97)
Obs	88084	86655	73867	88084	86655	73867
Adj.R2	0.146	0.142	0.152	0.231	0.211	0.221
检验3:排除盈余预测公告当月与后两个月样本						
Media	0.131**	0.252***	1.584***	0.190***	0.353***	1.657***
	(2.16)	(4.36)	(6.93)	(2.96)	(5.47)	(6.32)
Obs	108546	107283	92499	108546	107283	92499
Adj.R2	0.127	0.126	0.133	0.211	0.192	0.204
检验4:排除检验1、2、3中盈余预测、IPO、复牌的所有数据						
Media	0.120	0.227***	2.100***	0.178**	0.331***	2.299***
	(1.54)	(3.15)	(6.45)	(2.08)	(4.31)	(6.24)
Obs	78022	76991	66326	78022	76991	66326
Adj.R2	0.151	0.148	0.157	0.235	0.215	0.227
检验5:2006年以前的子样本回归						
Media	0.248***	0.327***	2.081***	0.349***	0.407***	2.363***
	(3.05)	(3.68)	(6.56)	(3.99)	(4.01)	(5.97)
Obs	49582	49504	47598	49582	49504	47598
Adj.R2	0.117	0.118	0.109	0.208	0.189	0.164
检验6:2006年及以后的子样本回归						
Media	0.008	0.119*	1.282***	0.029	0.218***	1.213***
	(0.10)	(1.93)	(4.45)	(0.34)	(3.36)	(4.61)
Obs	76156	74458	58437	76156	74458	58437
Adj.R2	0.127	0.126	0.149	0.206	0.191	0.235

注:表中所有回归都采用Fama-macbeth横截面回归方法。括号中为t值。*, **, ***分别表示在10%, 5%和1%的水平上显著。

影响，而且在控制了投资者关注度对股票收益的影响后，媒体关注度的影响是否将显著降低。

首先，为了验证上述第一个问题，本文先以未来各期的投资者关注度作为被解释变量对当前的媒体关注度做回归，回归结果如表5所示。可以看出，当控制了分析师预测，市值规模，帐面市值比，换手率，交易量等因素对投资者关注度的影响后，当月媒体关注度更高的股票在接下来一年中的各个时期都依然表现出显著更高的投资者关注度，而且其影响程度的大小在一年中并没有出现明显的下降。这说明从横截面比较来看，媒体报道较多的股票在一段时间内都更容易引起投资者的持续关注。

为了验证第二个问题，我们在股票收益与媒体关注度的回归方程中加入投资者关注度指标，回归结果如表6所示。可以看出，投资者关注度对股票收益有直接而显著的正面影响，这与Da et al. (2011)^[6]的结果一致，即投资者关注度会引起更大的买入压力，从而

表5 媒体关注度对投资者关注度的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	ATT[t+1]	ATT[t+2]	ATT[t+3]	ATT[t+4]	ATT[t+5]	ATT[t+6]	ATT[t+12]
Media	0.421*** (12.08)	0.423*** (12.72)	0.421*** (12.66)	0.421*** (12.85)	0.415*** (12.61)	0.409*** (12.68)	0.369*** (11.18)
Analyst	0.034* (1.69)	0.035* (1.76)	0.041** (2.06)	0.036* (1.81)	0.036* (1.74)	0.035 (1.63)	0.028 (1.22)
MV	0.248*** (14.65)	0.256*** (15.36)	0.265*** (15.52)	0.274*** (15.67)	0.286*** (16.66)	0.289*** (15.94)	0.302*** (16.51)
BM	0.342*** (11.27)	0.347*** (11.18)	0.347*** (10.96)	0.346*** (10.51)	0.339*** (10.08)	0.334*** (9.81)	0.301*** (7.61)
Turnover	-0.159*** (-5.36)	-0.162*** (-5.02)	-0.170*** (-4.94)	-0.144*** (-4.20)	-0.130*** (-3.84)	-0.140*** (-4.33)	-0.132*** (-3.78)
Stkret	0.011 (1.22)	-0.002 (-0.21)	-0.006*** (-2.95)	-0.005*** (-2.87)	-0.004 (-1.26)	-0.004 (-0.77)	-0.004 (-0.57)
Volumn	0.407*** (15.93)	0.472*** (7.08)	0.503*** (7.43)	0.442*** (11.78)	0.408*** (10.12)	0.399*** (9.67)	0.460*** (4.61)
Constant	-6.017*** (-9.98)	-7.069*** (-5.61)	-7.690*** (-6.17)	-6.568*** (-9.09)	-5.958*** (-7.68)	-5.838*** (-7.75)	-7.082*** (-4.02)
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Obs	60483	59109	57769	56454	55145	53846	46301
Adj.R2	0.267	0.266	0.266	0.268	0.269	0.270	0.284

注：表中所有回归都采用Fama-macbeth横截面回归方法。括号中为t值，*，**，***分别表示在10%，5%和1%的水平上显著。

推高股票价格和短期股票持有期收益。同时我们还发现，当加入投资者关注度指标后，媒体关注度对各期股票收益的影响不再显著，这进一步印证了我们之前的猜测：在中国股票市场中，投资者关注度的“驱动效应”的确是媒体关注度影响股票收益的中间渠道和关键机制。上述结论与Barber and Odean (2008)^[2]提出的“注意力驱动理论”相吻合，而与Fang and Peress (2009)^[11]的“风险补偿说”截然不同。

表6 媒体关注度、投资者关注度与股票收益的回归分析

	DGTW [t+1]	DGTW [t+2]	DGTW [t+3, t+12]	Stkret [t+1]	Stkret [t+2]	Stkret [t+3, t+12]
Media	-0.071 (-0.83)	0.019 (0.23)	0.527 (1.15)	-0.084 (-0.87)	0.094 (1.05)	0.243 (0.50)
ATT[t+1]	0.359*** (4.94)			0.423*** (5.17)		
ATT[t+2]		0.351*** (4.51)			0.397*** (4.68)	
ATT [t+3, t+12]			1.900** (2.07)			2.017** (2.33)
MV	-0.029 (-0.24)	-0.296** (-2.51)	-2.202*** (-5.20)	-0.452** (-2.08)	-0.755*** (-3.31)	-7.480*** (-9.66)
BM	-0.231 (-1.10)	-0.204 (-0.93)	-0.965 (-1.56)	0.033 (0.19)	-0.018 (-0.11)	0.288 (0.58)
Turnover	-0.602*** (-3.77)	-0.246* (-1.82)	-0.581 (-1.08)	-0.647*** (-3.53)	-0.284 (-1.66)	-0.012 (-0.02)
Analyst	0.335*** (3.72)	0.337*** (3.18)	1.387*** (4.45)	0.394*** (3.82)	0.340*** (3.06)	0.936*** (2.73)
Cprice	-0.319 (-0.78)	-0.041 (-0.10)	0.918 (0.85)	-0.528 (-1.07)	-0.250 (-0.50)	-0.982 (-0.64)
Stkret	-0.583 (-0.99)	0.008 (0.44)	-0.066 (-0.95)	-0.580 (-1.07)	0.011 (0.52)	-0.094 (-1.59)
Pret12	-0.009 (-0.30)	-0.007 (-0.20)	-0.362** (-2.21)	-0.025 (-0.72)	-0.035 (-0.80)	-0.489*** (-2.98)
Liquidity	29.513*** (3.70)	17.390*** (2.90)	43.589** (2.26)	34.845*** (3.20)	23.995*** (3.11)	59.311*** (3.40)
Volatility	-0.135 (-0.79)	-0.269* (-1.80)	-0.703* (-1.77)	-0.176 (-0.89)	-0.296 (-1.63)	-0.497 (-1.23)
Constant	-4.415 (-0.93)	2.539 (1.31)	8.654 (1.20)	6.378 (1.16)	12.861*** (2.97)	128.021*** (13.40)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Obs	60251	58758	44650	60251	58758	44650
Adj.R2	0.194	0.168	0.184	0.270	0.234	0.273

注：表中所有回归都采用Fama-macbeth横截面回归方法。括号中为t值，*，**，***分别表示在10%，5%和1%的水平上显著。

结论和启示

媒体对上市公司股票的关注会如何影响股票收益？已有的研究提出两种截然不同的理论来解释媒体关注度与股票收益之间的关系。Fang and Peress (2009)^[11]以Merton (1987)^[17]的“投资者认知假说”为基础提出的“风险补偿说”认为，投资者总是基于已获得的信息对投资对象的风险和收益情况做出理性分析，并根据收益和风险之间的理性权衡来做出投资决策。未被媒体报道或被媒体报道少的股票信息透明程度低，存在着比较高的信息不对称风险，因而需要有一个正的风险溢价加以补偿。该理论预测的结果是持有低媒体关注度的上市公司股票的预期收益率更高。然而以Barber and Odean (2008)^[2]为代表的“注意力驱动买入”理论则认为现实中的投资者往往难以根据风险和收益的权衡做出完全理性的选择。投资者，尤其是个人投资者的投资决策在很大程度上是“注意力驱动”的，也就是说他们会更倾向于购买那些引起他们注意力的股票。媒体关注度高的股票更容易引起个人投资者的注意力，而注意力驱动带来的买入压力至少在短期内会推高股票持有期收益。

本文利用2001~2011年《中国重要报纸全文数据库》的媒体报道数据和上市公司股票收益数据利用回归分析重新检验了媒体关注度与股票收益之间的关系。结果发现，从横截面比较来看，媒体关注度更高的股票，其短期内的持有期收益反而显著更高，而且至少在一年时间内都不会出现收益率反转的情况。在排除了公司盈余预测公告、IPO和停复牌等可能引起股票收益异常变化的事件的影响后，上述结论依然成

立。这与Fang and Peress (2009)^[11]利用美国市场数据得出的低媒体关注度股票的预期收益率更高的结论截然相反。这说明中国股票市场的实证证据并不支持“风险补偿说”，而与“注意力驱动买入理论”更为吻合。同时，本文的实证证据表明，从横截面比较来看，当月媒体关注度较高的股票在之后的一年之内都比低媒体关注度股票拥有显著更高的投资者关注度。投资者关注度对股票收益有着直接而显著的正面影响。本文还验证了当回归方程中加入投资者关注度的影响之后，媒体关注度与股票收益之间的关系将不再显著。这些实证结果进一步说明在中国股票市场中，媒体关注度对股票收益的正面影响的确是通过对投资者关注度的驱动效应这一中间渠道和机制来实现的，从而也为“注意力驱动买入”理论提供了更有说服力的证据。

本文研究结果表明，媒体报道对股票价格变动的影响，以及投资者的行为特征在新兴股票市场环境中可能与成熟股票市场截然不同。本文一方面丰富了媒体报道对资产定价影响的相关文献，另一方面也帮助我们进一步理解媒体在我国证券市场中所扮演的角色。同时本文的实证结果对投资者有直接的启示意义：针对一年之内的短期投资，在其他条件等同的情况下，选择并持有媒体关注度较高的股票往往比持有其他股票能获得更高的收益。这在一定程度上也解释了为什么在中国股票市场中，普遍存在投资者热衷于炒作媒体关注的“题材股”和“追涨杀跌”的现象。

[基金项目：国家自然科学基金项目(71373167, 71003108, 71172161)，四川大学中央高校基本科研业务费研究专项项目(skqy201312, 2013SCU04A32)，广东省人文社会科学研究重大攻关项目(11ZGX M79001)，中山大学高校基本科研业务费重大项目培育项目(12wkjc07)]

注释

1. “Project X”这个电视节目播放关于公司情况的纪录片，并注重对公司的产品和市场营销状况进行报道。
2. CNBC是美国全国广播公司NBC和道琼斯公司合办的频道，专门播报商业新闻和实时金融信息。
3. 富豪榜在中国民间被戏称为“落马榜”，根据胡润研究院发布的《中国富豪特别报告》显示，截至2011年，胡润百富榜发榜12年共有24名“问题富豪”落马，导致很多富豪都不愿意上榜，怕引起监管和执法部门的关注，从而导致一些可能存在的问题的败露。对投资者来说，一旦公司老板上榜，也容易联想到一些可能的负面

影响。

4. 例如以“中国软件”为关键词搜索而得新闻有很多是和中国软件行业相关的新闻，而不一定是和上市公司“中国软件”(600536)直接相关的新闻。

5. 当然，后续的研究也可以考虑使用百度新闻搜索、wind 新闻公告等网络数据来源来衡量媒体关注程度。但事实上不管哪种网络新闻报道数据都有其各自局限性，不能完全准确衡量媒体关注度的绝对值，而只能基本反映出相对差别。最好的方法是用各种媒体关注度指标分别做稳健性检验，但由于数据搜集难度和篇幅的限制，

本文未做这样的工作。

6. 百度指数的数据是从2006年6月才开始在百度网站上有记录,此后随时更新。而我们选取的数据之所以只到2011年3月,是因为我们在开始搜集百度指数数据时,2011年3月以后的数据还无法获取,故只能将时间段确定到2011年3月为止。搜集本文数据耗费了大量人

力,同时时间达数月之久。一旦确立了时间段以后,再更新数据一方面工作量同样巨大,另一方面对本文研究的边际影响不大。

7. 表4中的解释变量和控制变量与表3保持一致。但为了节省篇幅,这里仅列列媒体关注度指标的回归系数和t值,而没有列出其他解释变量。

参考文献:

- [1] Amihud, Y., 2002, " Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects " [J]. Journal of Financial Markets, 5(01), pp.31-56.
- [2] Barber, B.M. and T. Odean, 2008, "All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors" [J].Review of Financial Studies, 21(02), pp.785-818.
- [3] Carhart, M.M., 1997, "On Persistence in Mutual Fund Performance," [J].The Journal of Finance, 52(01), pp.57-82.
- [4] Chan, W.S., 2003, "Stock price reaction to news and no-news: Drift and reversal after headlines" [J].Journal of Financial Economics, 70(2), pp.223-260.
- [5] Cook, D.O., R. Kieschnick, and R.A. Van Ness, 2006, "On the marketing of IPOs" [J].Journal of Financial Economics, 82(10), pp.35-61.
- [6] Da, Z.H.I., J. Engelberg, and P. Gao, 2011, "In Search of Attention" [J].The Journal of Finance, 66(05), pp.1461-1499.
- [7] Daniel, K., M. Grinblatt, S. Titman, and R. Wermers. 1997, " Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks. " [J].The Journal of Finance, 52(03), pp. 1035-1058.
- [8] Dyck, A., N. Volchkova, and L. Zingales, 2008, "The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia," [J].The Journal of Finance, 63(03), pp.1093-1135.
- [9] Dyck, A. and L. Zingales, 2004, "Private Benefits of Control: An International Comparison," [J].The Journal of Finance, 59(02), pp.537-600.
- [10] Fama, E.F. and J.D. MacBeth, 1973, "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests," [J].Journal of Political Economy, 81(3), pp.607-636.
- [11] Fang, L. and J. Peress, 2009, "Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns," [J].The Journal of Finance, 64(05), pp.2023-2052.
- [12] Fehle, F., S. Tsyplakov, and V. Zdorovtsov, 2005, "Can Companies Influence Investor Behaviour through Advertising? Super Bowl Commercials and Stock Returns," [J].European Financial Management, 11(05), pp.625-647.
- [13] Huberman, G. and T. Regev, 2001, "Contagious Speculation and a Cure for Cancer: A Nonevent that Made Stock Prices Soar," [J].The Journal of Finance, 56(01), pp.387-396.
- [14] Joe, J.R., H. Louis, and D. Robinson, 2009, "Managers' and investors' responses to media exposure of board ineffectiveness," [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 44(03), pp.579-605.
- [15] Klubanoff, P., O. Lamont, and T.A. Wizman, 1998, "Investor Reaction to Salient News in Closed-End Country Funds," [J].The Journal of Finance, 53(02), pp.673-699.
- [16] Liu, L.X., A.E. Sherman, and Y. Zhang, 2009, "The role of the media in initial public offerings," [Z].DePaul University and Hong Kong University of Science & Technology Working Paper.
- [17] Merton, R.C., 1987, "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information," [J].The Journal of Finance, 42(03), pp.483-510.
- [18] Meschke, F., 2004, "CEO interviews on CNBC," [C].AFA 2003 Washington, DC Meetings. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=302602>.
- [19] Nguyen, B.D., 2006, "Is more news good news? Media coverage of CEOs, firm value, and rent extraction," [C].ASSA/AFE 2006 Boston Meetings Paper.
- [20] Niederhoffer, V., 1971, "The analysis of world events and stock prices," [J].The Journal of Business, 44(02), pp.193-219.
- [21] Nofsinger, J.R., 2001, "The impact of public information on investors," [J].Journal of Banking & Finance, 25(07), pp.1339-1366.
- [22] Seasholes, M.S. and G. Wu, 2007, "Predictable behavior, profits, and attention," [J].Journal of Empirical Finance, 14(05), pp.590-610.
- [23] Takeda, F. and H. Yamazaki, 2006, "Stock Price Reactions to Public TV Programs on Listed Japanese Companies," [J].Economics Bulletin, 13(07), pp.1-7.
- [24] Tetlock, P.C., 2007, "Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market," [J].The Journal of Finance, 62(03), pp.1139-1168.
- [25] Tetlock, P.C., M. SAAR-TSECHANSKY, and S. Macskassy, 2008, "More than words: Quantifying language to measure firms' fundamentals," [J].The Journal of Finance, 63(03), pp.1437-1467.
- [26] 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, (04): 14-27.
- [27] 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.
- [28] 徐莉萍, 辛宇. 媒体治理与中小投资者保护[J]. 南开管理评论, 2012, (06): 36-47.
- [29] 杨德明, 赵璨. 媒体监督、媒体治理与高管薪酬[J]. 经济研究, 2012, (06): 116-126.
- [30] 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, (07): 141-152.
- [31] 于忠泊, 田高良, 齐保垒, 张皓. 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, (09): 127-140.
- [32] 张雅慧, 万迪防, 付雷鸣. 股票收益的媒体效应: 风险补偿还是过度关注弱势[J]. 金融研究, 2011, (08): 143-156.
- [33] 张雅慧, 万迪防, 付雷鸣. 媒体报道与IPO绩效: 信息不对称还是投资者情绪? [J]. 证券市场导报, 2012, (01): 70-77.