

投资者注意力、媒体报道与股票价格波动： 文献评述与展望

杜修立 陆静仪

(南京财经大学 金融学院 江苏 南京 210023)

摘要:随着新闻媒体和资本市场的不断发展,媒体报道与股价波动之间的关系开始引起越来越多的学者关注。通过系统梳理媒体报道与股价波动研究领域的国内外相关文献,包括媒体报道对股价波动产生何种影响、两者之间的影响因素以及影响机制等,并对相关的研究成果进行总结,主要从投资者注意力这一角度出发,对媒体报道影响股价波动的原因进行分析,整理了实证研究之中的一些经验研究结果和投资者注意力、媒体报道次数、媒体报道语气等关键指标的测量方法和数据来源,在此基础上,讨论了不同性质和背景的媒体报道如何影响投资者注意力及股票价格等未来可能的研究方向及思路。

关键词:媒体报道;投资者注意力;股价波动风险

中图分类号:F832.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-6049(2018)04-0072-08

一、引言

传统资产定价模型认为,市场价格机制是使得投资者之间产生相互联系和影响的唯一因素,但是,这一理念对信息的传播以及传播的过程进行了简化,同时也忽略了投资者与社会之间的互动关系及其带来的影响。事实上,投资者在日常生活中能够使用多种多样的方法来获取各类所需信息,比如翻阅报刊、收看新闻,或是相互之间的交流等。这些信息的传递过程、信息的数量和质量等都会对资产价格产生影响^[1]。

早在上世纪八十年代,市场上就开始出现各种各样无法用传统资产定价模型来解释的市场异象,如周末效应、IPO抑价等。不断被揭示的金融异象使得越来越多的学者开始突破传统资产定价理论,De Long *et al.*^[2]和 Shefrin *et al.*^[3]就试图从行为金融角度提出基于噪音交易者的资产定价模型、基于认知偏差的行为资产定价模型,来对这些异象进行解释。

同时随着媒体行业的快速发展,平面媒体、电波媒体、网络媒体等无时无刻不充斥着我们的生活,在经济中更是扮演着重要的角色。资本市场每日的价格变化,都能够给新闻媒体提供源源不断的报道素材。作为一种信息中介,媒体会对信息的传递过程、数量和质量产生影响,而这一影响必然会首先获得投资者的关注。所以,作为一种稀缺资源的投资者注意力也就成为了解释资产价格变化的一个重要维度。

因此,本文试图以投资者注意力视角下媒体报道与股票波动之间的关系为中心,梳理媒体报道与

收稿日期:2018-03-26;修回日期:2018-07-11

基金项目:江苏省社会科学基金项目(15JD015);江苏高校哲学社会科学重点项目(2017ZDIXM067)

作者简介:杜修立(1975—),男,山东济宁人,南京财经大学金融学院副教授,博士,研究方向为金融发展和中国股票市场;陆静仪(1993—),女,江苏靖江人,南京财经大学金融学院硕士研究生,研究方向为中国股票市场。

股价波动研究领域的国内外相关文献和研究成果,从投资者注意力角度总结媒体报道对股价波动的作用机制,同时归纳实证研究中的各类关键指标的测量方法和数据来源,为进一步的研究提供参考和建议。

二、媒体报道与股价波动的理论研究

(一) 媒体扮演不同的角色

在人们的日常生活中,作为信息中介的媒体可能同时扮演着多重身份,或是重大事件的新闻调查者,或是已有信息的公开者,或是某种观点的大肆渲染者等^[4],它们对股票市场产生的影响都存在差异。关于媒体扮演的是信息提供者还是噪音制造者这个问题,学者们在自己的研究里各有其侧重点。

不同投资者如个人投资者和机构投资者之间存在着信息不对称的问题, Bushee^[5]认为媒体报道能够在信息搜集和处理方面,降低投资者的成本,从而有效地缓解这种信息不对称程度。并且随着上市公司受到媒体的报道越多,股票价格就能融入更多的公司层面的特质信息,从而减缓其股价同步性,降低未来股价崩盘的风险^[6-7]。这些研究都充分肯定了媒体作为信息提供者所带来的正面作用。

但是,众所周知,为了追求轰动效应,博取公众的眼球,媒体也有可能对某些热点问题进行过分炒作或是渲染^[8],同时为了追求经济效益,也可能会向读者提供一些偏向娱乐性或趣味性的报道^[9]。这些报道或真或假,都会给股票市场带来不可忽视的噪音,因此许多学者分别从不同角度对于媒体扮演噪音制造者的角色进行了深入的研究。才国伟等^[10]通过对公司股权再融资实施当期媒体相关报道数量的研究,发现在这一期间,媒体关于该企业的正面报道倾向会显著增强,同时,媒体对其进行正面炒作的力度也会随着股权再融资的相对规模的加大而不断增加,由此我们可以看出企业和媒体之间存在着合谋行为;汪昌云^[11]则是从IPO抑价角度出发,认为在公司IPO时,发行公司和承销商有动机通过媒体来推介该公司,引导、煽动投资者情绪,来达到影响投资者关于公司未来盈余预期的目的。

同时,也有研究者将媒体提供信息与制造噪音相结合,综合起来分析。例如将一级市场与二级市场分开考虑,媒体有可能会在这两种市场上分别扮演不同的角色,产生不同的效应。在前者中媒体主要体现为信息效应,对降低不同投资者之间的信息不对称起到了显著的作用;而在后者则主要体现为情绪效应,所带来的结果往往是使得投资者的非理性情绪进一步放大^[12]。

(二) 媒体报道对股价波动作用程度的影响因素

许多研究者指出,媒体报道对股价影响的程度大小会受到与公司相关的多重因素的影响,包括公司所处的区域、公司性质以及公司制度环境等。媒体报道会对股价崩盘带来影响,并且这一作用会随着制度环境水平的降低或是市场化程度的降低而增强,同时,其传递信息缓解公司与投资者信息不对称的作用就会显得更为明显和重要^[13]。媒体报道产生的舆论压力有助于提高公司治理水平,对财务重述行为具有约束作用,但是这一作用会受到地方政府干预的限制,因此对于地方政府干预不严重的区域,媒体对上市公司的监督约束作用会较为明显^[14]。

还有研究指出,目前我国在信息报道的内容、性质等方面仍受到较强的控制,因此对于国有企业方面的报道,媒体的自由程度就会较低,其对企业监督治理的作用发挥也会受到一定的限制,而在民营企业中则与之相反。此外,不同板块上市的公司的股价波动对媒体报道的反映也存在差异。企业的环境也会对其造成影响,企业环境不确定性越高,业务越复杂的公司,则信息不对称问题越严重,即使是媒体也无法对其进行详细报道,甚至有可能发生对公司报道的误偏^[7]。

机构投资者占比的多少也是媒体报道对股价影响存在差异的产生因素之一。无论是个体还是机构投资者,其交易行为都会受到媒体报道的影响。但与个体投资者相比,机构投资者对媒体信息反应则会更为及时^[15],因此媒体报道对股价的影响会随着机构投资者持股比例的增加而变得更为显著。

除了上述的一些受公司因素的制约,媒体报道对股价的影响程度还受到媒体自身方面因素的影响,如媒体报道的语气、媒体的性质等。媒体的情绪会传染给投资者,股票价格会随着媒体情绪越乐观或是越悲观而偏离它的基本价值水平,引起较高的资产误定价。特别是对于那些信息透明度较低的公司,媒体情绪对资产错误定价产生的影响就会更为显著。

同时,西方成熟的资本市场中那些常见的用来规避风险的金融衍生工具,在我国仍然还处于摸索阶段,存在着各种各样的缺陷。因此往往只有在股价上涨的过程中,我国的投资者才会获得收益。正是由于这一原因,在我国媒体传递乐观或者悲观情绪时,对股票市场带来的影响具有不对称性^[16]。媒体报道的语气越正面,投资者的投资信心就会越强,投资者对该公司的风险投资额就会越大^[17]。但是另一方面,对于媒体的正面报道,投资者又会产生一种媒体与公司合谋的感觉,因此投资者一般会对媒体的负面报道更为敏感,与正面报道相比,媒体的负面报道对股价产生的影响会更为显著。

媒体报道对股价的作用还会受到媒体性质的影响。例如 Entremed 公司研制出一种非常具有市场潜力的新抗癌药物后,由《纽约时报》于 1998 年 5 月 3 日报道,报道之后,该公司的股价迅速上涨并在之后长时间维持在较高水平,但是,在这之前,这一研究成果就已经在其他杂志上公开发表,只是因为杂志的性质而并没有引起大幅的股价波动^[18]。从这个例子可以明显看出媒体的性质也是一个重要的影响因素。媒体有专业媒体,大众媒体,还有近几年快速发展的自媒体等之分。周冬华^[19]就以微博为例,研究了微博这种自媒体对股价同步性的影响,研究发现开通微博能够起到减缓股价同步性的作用,而且上市公司微博信息披露与股价同步性负相关的关系,还会受到机构投资者持股比例和公司信息透明度的影响。但是,在关于不同媒体性质对股价波动影响程度的差异方面还有待进一步研究。

(三) 媒体报道对股价产生影响的作用机制

许多研究者从行为金融角度出发,对媒体报道与股价波动之间的作用机制进行研究,认为媒体报道主要是通过影响投资者行为,包括投资者注意力、认知偏差以及投资者情绪等而引起股价波动的^[4]。媒体会对信息进行搜集、证实、选择和包装,我们将投资者分为理性和有限理性两种,对于前者而言,媒体对信息的报道不会影响其情绪波动,只会影响他们的信息分布;然而对于后者,媒体报道就会抓取投资者的注意力,经过媒体的渲染影响情绪,影响其选择的投资产品的类型,改变他们对收益的预期等,最终对资产价格产生影响。邹亚宝^[20]假设我国股票市场投资者是有限理性的,并研究了媒体对其投资行为的影响,认为由于投资者是有限理性的,人们大脑处理信息的能力有限,所以,媒体报道就成为了一个投资者快速获取和理解信息的渠道,因此媒体对公司信息的报道会吸引投资者的注意力。人们在认知过程中,通常会依据自己的直觉或常识、经验做出决策,可能会形成认知偏差。在资本市场中,媒体报道会对投资者获得重要信息的能力产生影响,而这一能力恰恰会影响到其对股价的预测。此外不同的情绪也会使得投资者对未来的预期发生变化,情绪乐观时,人们对好消息的反应会更为显著,在做出判断时也更倾向于乐观,反之情绪悲观时,在进行投资决策时也会变得更为悲观,不同情绪的变化会影响交易主体对资产的买卖行为,股票收益会受到当日投资者情绪的影响,而媒体报道则可以传递这种情绪。

媒体在对企业进行报道时往往存在着偏差,这种偏差的存在可能会影响到所报道的信息的真实性,对于这些偏差所带来的影响,读者又往往很难鉴别^[21]。所以媒体能够轻易地影响到投资者的方方面面,比如注意力、情绪等,这些都会对投资者的投资行为及其预期产生影响,进而影响资产价格,同时市场有效程度、新闻的准确性及来源、媒体的权威性、新闻的发布时段、媒体报道新闻的评论等媒体因素也会对有限理性投资者的投资行为产生影响。

从投资者注意力角度讨论媒体报道对股票价格的影响是近年来学术研究的一个热点问题。人类大脑所能够处理的信息有限,当人们所获取的信息量超过某一上限的时候,大脑就会在这些信息中做出选择判断,让一部分信息通过,而剩余部分则会排斥在外^[22]。因此关注就成了一种稀有的认知资源,当人们关注一事物时,必然不会有充分的精力去关注另外一些其他的事物^[23]。关注可以被分为关注和有限关注两类,前者是指当发生造成股票价格偏离基本面的特殊事件时,投资者会对其产生过度反应;后者则是因为时间和精力有限,投资者所能够分析的信息量具有局限性,在涉及投资决策时,如果有大量的可得信息,投资者就不得不对使用何种信息进行分析而做出选择,导致暂时性定价偏差的发生。

从上述分析中我们可以看出,有限关注可以从两个层面来影响投资者的行为。首先,因为时间和

精力的有限,投资者在获取信息时可能会忽略一些重要的能够影响股票价格的信息。其次,在所能够获取的信息当中,注意力的局限也有可能使得投资者在进行信息分析时无法做到客观全面,从而出现一些例如过度自信、外推预期、锚定效应等偏差。传统的行为金融主要是从后者进行深入研究,而投资者注意力的研究则主要着手于前者。

注意力分配贯穿于每个人的日常工作和生活之中。每个人都需要对自己的注意力进行分配,当分配给信息解读的注意力越多,所带来的效率就会越强。因此,当投资者的注意力有限时,解读信息的效率就会有所减弱^[24]。此时投资者往往不会关注公司的基本面信息,只会根据整个市场的行情做出简单的投资决策。所以就有可能发生以下情况:影响公司盈利事件已经发生,但是由于投资者的注意力有限,投资者并没有关注到这一消息或是并没有对这一消息进行有效的解读,从而该公司的股价以及交易量并没有发生显著的变化,此时该股票价格就发生了错误的定价。此外,股票种类繁多多样,由于认知能力的有限,投资者在进行买入决策时不可能将所有股票进行全面分析,并关注所有相关信息,所以,投资者只会考虑那些吸引了他们注意力的那些股票。但是由于个人投资者通常只持有少数几只相对熟悉的股票,在做出买入卖出决策时,就不会面临严重的注意力约束问题,这种对于买入和卖出决策的注意力约束的不对称,必然会使得投资者对那些引起他们关注的股票做出净买入行为,从而推高股价^[25]。因此,王春^[26]指出由于非完全理性人存在关注和有限关注的情况,即使是最有效的股票市场,这也不是一个完全有效的市场。

通过上述分析可以看出投资者注意力的分配会影响股票价格,与此同时媒体报道又会对其产生影响。对于媒体报道的信息更容易获得投资者的注意力分配,引发投资者过度反应,引起投资者的注意力驱动买卖行为,以及过度交易,带来股票价格的波动。因此,可以将媒体报道作为信号的传递机制,通过媒体报道来调节投资者注意力对股市波动的影响。饶育蕾^[27]就通过研究发现投资者的注意程度会随着网络新闻报道数量的增多而加深,继而给投资者带来一些非理性的买卖行为。

三、基于投资者注意力的媒体报道与股价波动关系的实证研究

(一) 经验研究结果综述

俞庆进等^[28]通过研究解释了股票收益与投资者注意力间的关系,并将注意力视为对股票收益率具有重大影响的风险因子,同时指出在没有交易发生时,投资者仍然可以通过搜索引擎继续挖掘自己所关注的股票的相关信息,因此投资者在非交易日对股票的关注会反映在下一交易日股票市场开盘的股票价格之中。Meschke^[29]通过市场对CNBC采访公司CEO这一事件的反应进行分析,发现在采访之前,该公司的股价会发生显著为正的超额收益以及成交额,但这一超额现象会在接下来一段时间里回到正常水平。注意力会驱动投资者进行交易,当重大事件发生时,注意力驱动交易对次周收益率会产生显著影响,投资者关注可以实现股票正回报^[30]。

许多研究者试图通过注意力角度来解释一些市场异象,如IPO抑价。由于新股的相对稀缺性,一般而言往往会得到投资者的更多关注,投资者关注程度越高,IPO抑价则越高,相对于主板股票而言,在创业板、中小板上市的上市公司更容易引起投资者的关注,此时投资者会对新股价格产生过度反应,因此它们的抑价一般会更高,但是这种反应将会以长期表现低迷来进行弥补^[31-32]。

媒体报道会对公司治理产生影响,投资者注意力也是其中的一个因素。财务公告带来的市场注意力,会因为同一天公告的公司数量增加而分散,这就是注意力的分散效应,这间接表明了在公司业绩比较差的情况时,公司管理层有可能会利用这一点来降低市场的关注程度。为公司捕捉、保留抑或是规避市场关注的行为提供了新的研究视角^[33],因此“周历效应”与“集中公告效应”在我国市场较为明显。但是另一方面,投资者的关注往往会给公司带来压力,具有潜在的监督作用,公司治理机制能够显著提高信息披露的质量^[34]。所以公司在发布信息时,会通过投资者注意力来选择合适的发布时间(如周历效应,集中公告效应等),但由于上述作用,投资者注意力也能够有效地提高投资者识别上市公司盈余信息的能力,同时也能够改善不同类型投资者之间的信息不对称问题,达到监督制约管理

层择机交易的效果。

(二) 数据来源与指标测度

在媒体报道影响股价波动的研究中,关键的问题之一是如何对媒体报道、投资者注意力等变量进行指标构建和定量测度。我们分别对媒体报道的信息来源、媒体语气和注意力等在研究中涉及到的三个主要方面的测度进行评述。

1. 媒体报道数据来源

在对媒体报道对股价波动的研究中,关于媒体报道的度量目前较为通用的做法是对新闻报刊中标题提及公司名字的次数进行统计。如罗炜^[17]、王昶等^[35]使用中国知网《中国重要报纸全文数据库》作为媒体报道的主要数据来源,选取《中国证券报》、《证券日报》、《证券时报》、《上海证券报》、《中国经营报》、《21世纪经济报道》、《经济观察报》和《第一财经日报》这8家目前在我国影响广泛、知名度高、权威性强的财经类报纸,将它们作为研究对象。然后按照公司的全称、简称对该数据库进行检索,获得年度公司媒体报道数。还有一些文献通过中国资讯行的中国经济新闻库^[12]、巨灵新闻数据库^[6]、中科院计算所“中国新闻数据分析库”^[15]、中国人民大学“数据工程与知识工程教育部重点实验室”^[36]等作为信息来源,以限定关键词检索标题的方法来进行媒体报道数量的统计。但是,也有文献指出,统计新闻报刊中关键词的提及次数存在一定的缺陷,特别是该类方法只能判断媒体的报道次数,而无法判断媒体报道被传播的次数。因此,随着近年来互联网的不断发展,越来越多的研究者开始使用搜索引擎,如百度新闻搜索^[37]等,借助于新闻搜索引擎对相关关键词的搜索,可以直接看出新闻的传播次数。

2. 媒体语气衡量

媒体语气的不同给股价带来的影响也存在差异,因为媒体报道语气中蕴含了更为丰富的信息。对于媒体语气的量化,目前大多研究都是采用人工阅读的办法。但是,也有一些研究者结合包含正面和负面词汇的金融词库来设计关键词,将之从报道内容中提取出来,同时对其进行词汇分类,分别计算出每篇报道中正面语气与负面语气词汇的占比,以此为依据来判断媒体的报道语气^[15]。

而上述所提到的关键词的提取目前主要有四种方法,分别是基于语义、机器学习、复杂网络以及统计。同时也有许多研究者在这四种方法的基础之上对算法进行了改进,例如王立霞^[38]就在基于语义的基础上提出一种SKE算法,使用居间密度词语语义的关键度,再将其与统计特征值加权来获得关键词;罗燕^[39]在TFIDF的基础上提出基于词频统计的TFIDF算法对其做出了改进。

在上述的几种方法中,人工阅读具有一定的主观性,必定会给结果带来一定的偏差,加上中国语言文化博大精深,在表述时往往会有欲扬先抑的习惯,使得一篇报道的后半部分才有可能出现实质的负面评价,同时媒体在报道中也会经常使用一些双重否定的语句。所以,对于使用关键词统计也可能会产生误差。关于媒体报道语气的衡量,还需进行更为全面的考虑。

3. 投资者注意力测度

投资者注意力不能够直接通过量化来测量,目前,国内外学者在研究时大多是通过一些易定量计算的指标,从不同的角度对其进行衡量。在目前已有的实际研究中,主要有单一指标(包括间接衡量指标和直接衡量指标)和复合指标两种。

间接指标是指一些表征变量,包括换手率、机构持股比例、公司规模、广告费用等。这些表征变量可以分别从不同层面来间接反映投资者的注意力。例如:高换手率和交易量可能表明投资者对股票信息有更多的注意力;广告支出的提高表明公司在广告方面能够吸引更多的投资者的注意力等。换手率等指标是对金融产品在某一定时间内交易价格和交易特质的反映,其信息直接源于证券市场,获取渠道宽,可以比较容易地采集到及时和清晰的数据^[40-41]。但是使用这些间接指标都需要满足一个假设前提,即这些表征变量的变化确实吸引了投资者,引起了他们的关注。然而事实上,这一假设条件并不能一直成立。因此需要一种能够直接测量投资者注意力的指标,针对美国市场,Zhi Da^[32]率先建议使用谷歌搜索周频率指数来直接测量投资者注意力。随后,该方法在不同的证券市场受到了

广泛的应用。但是中国企业很少有选择在美国上市的,我国较多的个人投资者也不太会使用谷歌搜索引擎来获取所需要的股票信息,因此谷歌搜索周频率在中国证券市场并不是很适用,从而国内学者大多采用百度搜索指数来代替谷歌指数,以此来测度我国投资者的注意力^[28]。还有一些学者使用和讯网的个体关注度数据^[34,43]、财经互动社区的超额发帖量^[43]、雪球关注度、优矿金融量化平台^[44]等来衡量投资者注意力。这些直接指标精确度更高,搜索成本低,并且可以从相关网站直接获取。

直接指标虽然克服了间接指标的某些缺陷,但是,直接指标更多的是针对个体投资者的注意力,主要是以证券市场中的散户为测度对象,不能很好的测度机构投资者的注意力,具有较强的指向性。同时,由于个体投资者对风险具有不同的态度,在股票的选择方面也灵活多变,这也导致了个体投资者注意力的测量误差的加大。这类数据大多来源于某个单一网站搜索量或点击量的统计,但是公布这些数据的网站可能也无法保证它们是否真实有效。此外,这种指数只会计入那些使用了该网站的投资者的搜索数据,而那些不会使用这类新兴技术的投资者的注意力就无法在其中体现出来。

可以看出,上述的单一指标(包括直接指标和间接指标)都存在着缺陷,因此目前已有学者选择使用多种单一指标,将其进行复合,通过综合考虑多种信息源和指标特征来更准确地测度投资者的注意力程度。比如黄顺武等^[45]将二级市场中的公众投资者、分析师、机构投资者分开来考虑,综合使用谷歌资讯数量、跟踪分析师数量与参与询价机构数量三个单一指标,来对这三类不同主体的注意力分别进行衡量。使用不同的指标衡量和测度不同类别投资者的注意力,可以克服单一指标的局限性,从而使测度到的数据更为完整、全面。

四、结论与研究展望

本文系统地梳理了媒体报道与股价波动研究领域的国内外相关文献,总结现有的媒体报道对股价影响的研究成果,并从投资者注意力角度回顾了媒体报道对股价产生影响的原因,同时对各类数据来源及处理方法做出整理。

通过上面的分析可以看出,媒体报道的篇幅长短、语气、性质等对投资者注意力的影响程度各不相同,同时公司公告信息也会吸引投资者注意力。不同性质投资者的注意力对股票价格的影响也存在显著区别,例如在散户与机构投资者之间存在着过度自信和注意力分配方式的差异。在注意力指标测度的方面已经开始从直接指标、间接指标等单一指标向复合指标发展。

本文认为未来研究可以从以下几个方面进行拓展:

1. 公司可能利用投资者注意力刻意择取对公司有利的信息公告内容和公告时机,因此结合投资者注意力和公司治理的研究,不仅具有学术价值,而且对相关部门的监管实践具有一定的启示。
2. 已有文献大多研究的是同一种性质的媒体报道与股价波动之间的关系,但是不同性质媒体报道所产生的影响有何差异,还有待进一步研究。特别是对于中国金融市场来说,官方媒体,例如人民日报等发布的新闻报道和评论,不仅具有市场信息和传播功能,还可能体现了强烈的政策含义和取向。所以,不同性质和背景的媒体如何影响投资者注意力和股票价格,还值得进一步深入的研究。
3. 在大多数情况下,个人投资者不会将其全部注意力用于股票研究,所以在买入股票时就会涉及到有限注意力的分配问题,只会购买引起自己注意力的股票,但是机构投资者则能够使用专业的分析方法来选择股票,不会有注意力驱动买入行为。因此媒体的专业性是否会吸引不同类型投资者的注意力还需进一步探讨。
4. 个人投资者的注意力对中小板和创业板的影响比较明显,反之,机构投资者则是对主板上市的股票价格影响更为显著。在之后的研究中,可以将不同性质的投资者与上市公司分开考虑进行研究。
5. 关于投资者注意力的测度方面,使用复合指标可以为精确,全面。但是各单一指标之间会存在一定的相关性,且其衡量的对象存在差异,如何选择单一指标,选择多少单一指标来进行复合,还有待进一步考虑。

参考文献:

- [1] WANG J. A model of intertemporal asset prices under asymmetric information [J]. *The review of economic studies*, 1993, 60(2): 249-282.
- [2] 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.
- [3] SHEFRIN H, STATMAN M. Behavioral capital asset pricing theory [J]. *The journal of financial and quantitative analysis*, 1994, 29(3): 323-349.
- [4] 杨继东. 媒体影响了投资者行为吗? ——基于文献的一个思考 [J]. *金融研究*, 2007(11): 93-102.
- [5] 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.
- [6] 黄俊, 郭照蕊. 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 [J]. *管理世界*, 2014(5): 121-130.
- [7] 周冬华, 魏灵慧. 媒体报道、环境不确定性与股价同步性 [J]. *财务研究*, 2017(3): 54-64.
- [8] 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.
- [9] MULLAINATHAN S, SHLEIFER A. The market for news [J]. *The American economic review*, 2005, 95(4): 1031-1053.
- [10] 才国伟, 邵志浩, 徐信忠. 企业和媒体存在和某行为吗? ——来自中国上市公司媒体报道的间接证据 [J]. *管理世界*, 2015(7): 158-169.
- [11] 汪昌云, 武佳薇. 媒体语气、投资者情绪与 IPO 定价 [J]. *金融研究*, 2015(9): 174-189.
- [12] 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.
- [13] 卢文彬, 官峰, 张佩佩, 等. 媒体曝光度、信息披露环境与权益资本成本 [J]. *会计研究*, 2014(12): 66-71.
- [14] 戴亦一, 潘越, 刘思超. 媒体监督、政府干预与公司治理: 来自中国上市公司财务重述视角的证据 [J]. *世界经济*, 2011(11): 121-144.
- [15] 谭松涛, 崔小勇, 孙艳梅. 媒体报道、机构交易与股价的波动性 [J]. *金融研究*, 2014(3): 180-193.
- [16] 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.
- [17] 罗炜, 何顶, 洪莉莎, 等. 媒体报道可以预测创业企业的发展前景吗? [J]. *金融研究*, 2017(8): 177-191.
- [18] GUR H, TOMER R. Contagious speculation and a cure for cancer: a nonevent that made stock prices soar [J]. *The journal of finance*, 2001, 56(1): 387-396.
- [19] 周冬华, 赵玉洁. 微博信息披露有利于降低股价同步性吗? [J]. *当代财经*, 2016(8): 109-120.
- [20] 邹亚宝. 媒体对有限理性投资者投资行为的影响研究 [J]. *金融教育研究*, 2012(5): 37-43.
- [21] 易志高, 龚辉锋, 茅宁. 媒体报道与股市波动: 一个理论综述 [J]. *经济问题探索*, 2013(1): 152-158.
- [22] BROADBENT D. *Perception and communication* [M]. New York: Oxford University press, 1958: 123-125.
- [23] KAHNEMAN, DANIEL. *Attention and effort* [M]. Englewood cliffs, N J: prentice-hall, 1973: 205-210.
- [24] 李小晗, 朱红军. 投资者有限关注与信息解读 [J]. *金融研究*, 2011(8): 128-142.
- [25] BRAD M, BARBER, TERRANCE O. All that glitters: the effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors [J]. *Reviews of financial studies*, 2008, 21(2): 785-818.
- [26] 王春, 徐龙炳. 投资者关注研究新进展 [J]. *上海财经大学学报*, 2009(5): 90-97.
- [27] 饶育蕾, 黄玉龙, 彭娟. 媒体关注度是否引起基金现金净流入? ——基于中国开放式基金面板数据的证据 [J]. *管理评论*, 2013(8).
- [28] 俞庆进, 张兵. 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 [J]. *金融研究*, 2012(8): 152-165.
- [29] MESCHKE F, KIM Y H. CEO interviews on CNBC [R]. SSRN Working paper, 2011.
- [30] 贾春新, 赵宇, 孙萌, 等. 投资者有限关注与限售股解禁 [J]. *金融研究*, 2010(11): 108-122.

- [31]宋双杰,曹晖,杨坤.投资者关注与IPO异象——来自网络搜索量的经验证据[J].经济研究,2011(S1):145-155.
- [32]ZHI D, JOSEPH E, PENGJIE G. In search of attention [R]. Working paper, 2009.
- [33]谭兴民,宋增基,蒲勇健.公司治理影响信息披露了吗?——对中英资本市场的实证比较研究[J].金融研究,2009(8):171-181.
- [34]金宇超,靳庆鲁,李晓雪.资本市场注意力总量是稀缺资源吗? [J].金融研究,2017(10):162-177.
- [35]王昶,王敏,左绿水.机构投资者、媒体报道与股价崩盘风险——来自创业板的证据[J].财会月刊,2017(14):3-10.
- [36]刘向强,李沁洋,孙健.媒体语气会影响股票收益吗?——基于互联网媒体的经验数据[J].科学决策,2017(6):41-54.
- [37]杨洁,詹文杰,刘睿智.媒体报道、机构持股与股价波动非同步性[J].管理评论,2016(12):30-40.
- [38]王立霞,淮晓永.基于语义的中文文本关键词提取算法[J].计算机工程,2012(1):1-4.
- [39]罗燕,赵书良,李晓超,等.基于词频统计的文本关键词提取方法[J].计算机应用,2016(3):718-725.
- [40]LIN P, WEI X. Investor attention, overconfidence and category learning [J]. Journal of financial economics, 2006, 80(3):563-602.
- [41]KEWEI H. Industry information diffusion and the lead-lag effect in stock returns [J]. Review of financial studies, 2007, 20(4):1113-1138.
- [42]金雪军,周建锋.投资者关注、资产定价与市场有效性研究综述[J].浙江社会科学,2015(10):132-142+160.
- [43]施荣盛.投资者关注与分析师评级漂移——来自中国股票市场的证据[J].投资研究,2012(6):133-145.
- [44]石勇,唐静,郭琨.社交媒体投资者关注、投资者情绪对中国股票市场的影响[J].中央财经大学学报,2017(7):45-53.
- [45]黄顺武,孟则.投资者关注影响IPO抑价吗? [J].会计与经济研究,2013(4):81-88.

(责任编辑:黄明晴;英文校对:陈芙蓉)

Investor Attention , Media Reports and Stock Price Volatility: A Literature Review

DU Xiuli , LU Jingyi

(School of Fiance , Nanjing University of Finance and Economics , Nanjing 210023 , China)

Abstract: With the continuous development of news media and capital markets , the relationship between media reports and stock price fluctuations has begun to attract more and more scholars' attention. This paper systematically sorts out the relevant domestic and foreign literatures in the field of media reports and stock price fluctuations , including the impact of media reports on stock price fluctuations , the influencing factors between them , and the impact mechanisms , and summarizes relevant research results. Mainly from the perspective of investor attention , the reasons for the impact of stock market fluctuations in media reports are analyzed , including some empirical research results , the measurement methods and data sources of the key indicators such as investor attention , media reports , and media coverage. And on this basis , put forward further ideas and suggestions for the possible expansion direction of future research.

Key words: media coverage; investor attention; stock price volatility