媒体报道、投资者关注与股市风险传染

何诚颖　文　璋　吕成双

摘　要　股票间的风险传染是导致系统性风险的重要原因，而财经媒体是市场信息的重要提供者和传递者。本文以沪深 300 成分股 677 个公司共 413 776 个日度样本数据为研究样本，以媒体报道的信息有效供给为视角，研究媒体报道和投资者关注对股市风险传染的影响与机制。结果表明，媒体报道对微观层面的股市风险传染具有缓解作用。异质性分析表明，政策导向类媒体比市场导向类媒体更能有效弥补市场的信息不对称；当上市公司信息披露质量较差时，媒体报道对股市风险传染的缓解作用更强。路径分析发现，财经媒体报道通过投资者关注缓解了股市风险传染效应。本文结论为完善媒体质量监管，引导企业优化信息披露，提升投资者对媒体报道规律的认知水平等方面提供了相应启示。

关键词　媒体报道　风险传染　投资者关注　信息披露

一、引言

2008 年美国次贷危机引起全球金融市场震荡，2015 年中国股市异常波动，2020 年 3 月 9—18 日中国股市经历四次熔断。这些非预期的“暴跌”现象常常还伴随着市场间风险的快速“传染”。股市风险传染是指在股市中发生的一家公司或一组公司的风险事件，通过市场机制或投资者的行为，导致其他公司或整个市场出现类似的风险扩散的现象。简而言之，就是一家公司或一组公司遭受的风险传播到其他公司或整个市场，进而影响整个股市的稳定性（Allen & Gale，2000；Forbes & Rigobon，2002）。风险传染的机制分为直接传染与间接传染。金融市场波动率的大幅变化，有可能因恐慌情绪和避险情绪导致股票快速抛售，使得股票市场短期流动性压力加大，进而影响整个产业链上的其他公司，即为直接风险。资本市场突发变动，会令广大投资者损失惨重，还有可能影响实体经济的稳定，严重损害实体经济高质量发展，即为间接风险（Reinhart & Rogoff，2009；Claessens et al.，2012）。

2022 年《政府工作报告》提出“防范化解重大风险”及“牢牢守住不发生系统性风险的底线”，都表明了我国对于金融风险的重视。风险传染是导致系统性风险的核心影响因素，股票与股票之间存在价格联动是一种常态，但由某种冲击造成的金融市场异常波动，有可能形成恐慌情绪和避险情绪，并促使危机在金融系统之间，甚至金融系统与实体经济之间快速且广泛地传递，致使局部风险演变成系统性风险。因此，有必要研究如何防范股市风险传染，降低系统性风险。

财经媒体是指专门报道财经和金融领

何诚颖，广西大学经济学院 / 中国-东盟金融合作学院教授、博士生导师；文璋，广西大学中英区块链产业研究院；吕成双（通讯作者），广西大学经济学院 / 中国-东盟金融合作学院，E-mail:lv_cshuang@163.com。

域相关信息的媒体机构或平台，其主要内容包括股票市场动态、公司财报、宏观经济数据、行业分析、投资建议等。财经媒体以提供专业、权威的财经信息和分析为主要目标，旨在满足投资者、企业管理者和其他金融市场参与者对于金融市场的信息需求，帮助他们做出更明智的投资决策和战略规划。因此，财经媒体既是市场信息的来源和传播渠道，也扮演着投资者预期和投资决策的“助推器”。

我国股票市场一直以来以个人投资者为主，相较于国外成熟的股票市场，我国股票市场受个人投资者行为的影响更大。而个人投资者通常不具备完善的专业知识系统，他们获取信息的渠道有限，财经媒体能够对资本市场进行评估和预测，会对投资者的预期产生较大影响，从而造成投资者决策的更新，进而对市场运行产生影响（Tetlock et al.，2008；Fang & Peress，2009；何诚颖等，2014；郦金梁等，2018）。在信息技术高速发展的今天，媒体对资本市场的影响力不容小觑。从现有文献来看，关于财经媒体与股票市场关系的探讨中，研究主题主要围绕财经媒体与股票的量价关系，包括财经媒体报道是否影响股票未来收益，是否引起股票价格过度反应（Huberman & Regev，2001），是否提高（或稳定）股价异常波动（Gurun & Butler，2012；张宗新和吴钊颖，2021），是否降低（或提高）股价同步性而影响股市运行效率（Dang et al.，2020）。但从股市系统的角度来探讨财经媒体与股票市场关系，从风险传染的角度来研究财经媒体报道与股市有效运行的研究还较少。

本文以2011—2021年的沪深300成分股为研究样本，借鉴国内主流的财经网络、财经报刊媒体的新闻报道与东方财富股吧论坛数据，研究发现财经媒体对上市公司的报道越多，越能消除企业与市场之间的信息不对称，突发事件或经营状况导致的风险冲击被误解的可能性降低，风险冲击的连锁反应也会得到控制，降低股市风险传染效应。这种缓解作用在政策类媒体的报道与信息披露低的企业中效应更强。投资者关注越强，一定程度上加速了新信息进入市场的速度和范围，从而缓解了股市风险传染效应。

本文可能的边际贡献在于以下三点。一是为股市风险传染提供新的研究视角。财经媒体是重要的市场信息供给者和传播者，其在降低市场不对称性和引导投资者情绪等方面均有重要作用，探讨财经媒体与风险传染的关系，为风险传染的形成原因和影响机制的研究提供了新的视角。二是完善了媒体与股票市场的研究框架。以往研究中对媒体与股市的关系探究主要围绕两者的量价关系，少有从股市系统的角度来探讨媒体效应与股票市场关系，且对媒体效应缺少分类刻画。本文从媒体差异性和市场环境等角度对信息的有效传播展开分析，丰富并完善了媒体与股票市场的研究框架。三是检验了投资者行为在媒体信息对股票市场产生影响过程中的路径机制，从媒体报道对投资者关注渠道的影响，扩展了媒体对股票市场影响的研究。

二、文献述评与研究假设

在传统金融理论中，完美市场下股票价值由理性预期的现金流和与自身风险匹配的折现率决定。此时，股票之间的联系是基于股票基本面的，即只与股票的现金流，以及由行业或宏观经济决定的折现率

相关。但现实中，市场并不完美，充满摩擦和非理性，股票间的关联性或冲击传播会受到市场摩擦和投资者非理性的影响，与资产的基本面脱离，这便产生了风险传染。King & Wadhwani（1990）研究了各国股票市场间的联动过程，提出“风险传染”一词，在对不同国家的股票出现集体下跌现象的研究中，将危机期间资产价格相关性的上升定义为风险传染。随着世界各地金融危机频发，资产间类似病毒蔓延的传染现象也受到学界和实务界的广泛关注。

一些学者从金融风险传染的现象出发，认为市场中由于异质性冲击传递而出现市场之间关联性增强（King & Wadhwani，1990），甚至“过度关联”（Boyer et al.，2006），或当市场因其他市场遭受危机而导致自身危机发生条件概率显著增加（Hartmann et al.，2004），就存在金融风险传染。另一些学者则对风险来源进行了限定，强调金融风险传染是源于非基本面产生的市场效应（Karolyi，2003；Bekaert et al.，2014）。根据金融市场的不同，风险传染的相关研究还分为不同金融市场之间的风险传染（Mendoza & Quadrini，2010；Askari et al.，2018）和同一金融资产间价格波动的风险传染（王磊 等，2022）。风险传染效应的影响因素也是学界研究的重要方向。不少学者从市场规模、地理位置（Bracker et al.，1999）、利率差异（Büttner & Hayo，2011）、汇率变化（徐飞 等，2018）等宏观因素的角度对国际股票市场间风险传染的影响因素展开研究。还有研究从事件冲击的角度进行了探索（Liow et al.，2018；Zhang et al.，2020）。但是关于媒体报道对股市传染风险的关系研究仍存在争议。其关系取决于报道的内容和形式、媒体的市场影响力和影响范围，以及市场参与者的行为特征等因素。

（一）媒体报道对股市风险传染的影响

信息传播理论认为财经媒体报道可以提供有价值的市场信息，有助于降低市场的信息不对称，减少投资者的不确定性，从而降低了风险传染的可能性。而行为金融理论强调了投资者情绪和认知偏差对投资决策的影响，财经媒体报道可能会加剧这种情绪效应，从而加剧风险传染。在有效市场假说中，信息获取成本为零，资产价格能够迅速吸收并反映市场信息而达到均衡，但现实中市场上的信息通常是非公开且结构复杂的，均衡价格无法反映所有的市场信息，这导致了市场参与者之间信息不对称的存在。并且投资者难以低成本获取有效信息还造成了市场“高噪声”的现实，这无疑加剧了资产价格的波动，导致股票市场风险的发生。信息不对称的预期还可能导致一些市场或资产的“错误”通过这一渠道传递到其他市场或资产，形成风险传染（King & Wadhwani，1990；Kodres & Pritsker，2002）。由于市场信息的不对称和“噪声”交易者的存在，资产价格无法揭示资产清算价值的全部信息，不知情交易者在更新资产价值信念时可能造成信息渠道的风险传染效应。而知情交易者根据内部信息调整资产头寸时，可能产生平衡资产组合渠道的风险传染效应。

媒体报道作为市场信息传播的方式之一，具有及时性、公开性、可复制性等特点，不仅能够提高信息传播效率和缓解信息摩擦（Nofsinger，2001；Veldkamp，2006；Boudoukh et al.，2013），而且能够降低股价异常波动、提升市场效率，因此媒体报道是克服市场经济中信息不对称的重要机

制。媒体关于企业的报道能够补充市场对企业的认知，为投资者提供更多有效信息，从而使企业股价更能反映企业的真实情况（Dyck & Zingales，2002；Tetlock et al.，2008）。且相比于季度报告、临时公告等传统信息披露手段，财经媒体在传播海量信息和引导投资者方面有着更大优势（Cade，2018），有助于推动企业不断提高信息披露质量（杨世鉴，2013）。因此，媒体报道及时、客观地报道市场信息和事件，有助于投资者更好地理解市场情况，减少恐慌性交易，从而降低了风险传染的可能性。

但是，Rottke & Wilde (2018) 发现，媒体报道与股票收益之间存在负向关系，即负面报道可能导致股票价格的下跌，增加了股市风险传染的可能性。根据行为金融理论，投资者可能会受到情绪和认知偏差的影响，导致过度反应和过度交易，加剧了市场的波动和风险传染。而财经媒体报道可能会加剧这种情绪效应，从而加剧风险传染。过度的财经媒体报道可能导致投资者的过度反应和过度交易，进而加剧了市场的波动和风险传染（Clark，2004）。还有研究表明，财经媒体报道对中国 IPO 定价的影响呈现出负向关系，即媒体报道的过度关注可能导致投资者情绪过度波动，进而影响市场的定价效率（Chen et.al，2020）。

基于以上理论与文献分析，本文提出竞争性假设 1a 和假设 1b。

假设 1a：财经媒体报道降低了股市风险传染。

假设 1b：财经媒体报道增加了股市风险传染。

媒体报道内容会受到其组织机构和经营目的的影响。改革开放以来，我国新闻管理制度发生深刻变革，财经媒体也相应出现分化，一部分财经媒体继续享受公费订阅和税收优惠，持续履行宣传职责；另一部分财经媒体逐步获得相对独立的采编权，经济方面不再依赖政府拨款，转向市场信息诉求的新闻报道方向。

本文将前一类归为政策类财经媒体，这类财经媒体由政府创办或政府作为主要投资方，具有较高的权威性和话语权，发挥政治引导和政策宣传的作用，一般不与其他形式的媒体直接竞争，主要受到政治限制的约束，同时兼顾大多数公民的需求（Weisbrod，1986）。本文将后一类归为市场类财经媒体，主要是由民营企业创办的媒体和其他民间媒体，数量庞大、覆盖范围广，需要面对其他形式媒体的激烈竞争。这类财经媒体主要以市场需求为主，受市场因素影响。政策类财经媒体和市场类财经媒体，由于其组织机构、经营目的和财政来源不同，在报道内容和倾向上也存在较大差异。政策类媒体通常享有财政拨款，较少受市场约束；而市场类媒体自负盈亏，易于为商业盈利目的而俘获，从而在对具体上市公司的报道中难以维持独立性（杨玉龙 等，2017）。因此在弥补信息鸿沟方面，政策类财经媒体的报道更有效。因此，本文提出假设 2：

假设 2：政策导向类财经媒体与市场导向类财经媒体相比，在降低股市风险传染效应方面发挥更大作用。

此前的理论分析指出，财经媒体主要通过降低市场参与者的信息不对称来降低基于信息渠道的风险传染，而上市公司的信息披露质量与市场的信息不对称程度息息相关（Dang et al.，2020）。当上市公司的信息披露质量较高，即企业信息透明度

高时，市场参与者之间的信息不对称程度较低，财经媒体报道对信息不对称性降低的作用有限；而当企业信息披露质量较低时，财经媒体的大量报道能够为投资者进行有效信息补充，对市场信息不对称的降低作用更显著，也更能降低股市间风险传染效应。基于此，本文提出假设 3：

假设 3：财经媒体报道对信息披露质量低的公司的风险传染效应影响更显著。

（二）投资者关注对股市风险传染的影响

在资本市场中，投资者关注是媒体影响价格波动的重要渠道之一。值得注意的是，虽然媒体报道的根本目的是信息披露，但也可能由于外界环境或媒体自身目标导致报道结果不同于预期。一方面媒体报道可能提供了新信息从而降低了市场信息的不对称性，另一方面媒体报道可能通过议程设置（Mccombs & Shaw，1972）引起投资者对特定主体的关注而引导投资者行为。刘锋 等（2014）以 A 股金融类股票为样本进行实证研究，指出投资者因媒体的市场报道信息引发的关注和投资行为是引起股票收益率波动的直接原因，媒体对于股票的报道强度会放大投资者关注对股票收益的影响。郦金梁 等（2018）借助“百度股市通”选股数据，考察了信息传播与投资者关注度对股价的影响，发现媒体报道提升了投资者关注，加速了信息融入市场的过程，从而引发投资者交易并引起股价波动。即使是不包含未披露信息的旧闻，也会对市场中股价波动造成影响，学者们认为这种影响是因为媒体报道吸引了投资者关注，且与机构投资者相比，个人投资者更容易受媒体报道的吸引而出现过度反应（Huberman & Regev，2001；Tetlock，2011；张圣平 等，2014）。媒体报道可以通过投资者关注来提高媒体信息传播的效率，实现新信息快速进入市场，降低市场参与者之间的信息不对称，从而缓解股市风险的传染效应。

尽管投资者关注在减少信息不对称方面发挥着积极作用，但它也可能引发市场的非理性情绪。过度反应、羊群效应和情绪传染是导致市场非理性波动的主要因素。高度的关注可能导致投资者对新闻或信息的过度反应，即使这些信息的基本面影响有限，也可能引起价格的大幅波动。而且，投资者关注还可能导致羊群效应，即投资者盲目跟随他人的决策，无论这些决策是否基于合理的信息分析。在社交媒体和网络论坛等平台上，高度的投资者关注可以加剧情绪传染，使得非理性乐观或悲观情绪迅速在市场中传播。汪昌云 等（2015）与伍燕然和韩立岩（2007）的工作提供了关于投资者行为如何受到非理性情绪影响的深入分析。投资者关注同时也可能引发非理性情绪。基于此，本文提出竞争性假设：

假设 4a：投资者关注是财经媒体报道影响股市风险传染的路径，即财经媒体报道通过影响投资者关注而降低了股市风险传染效应。

假设 4b：投资者关注是财经媒体报道影响股市风险传染的路径，即财经媒体报道通过影响投资者关注而增加了股市风险传染效应。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

本文选取 2011—2021 年沪深 300 指数成分股为研究对象，考察财经媒体

报道对成分股之间的风险传染效应的影响。沪深 300 指数成分股市值约占 A 股总市值的 60%，其主营收入市场占比基本稳定在 70% 左右，这些股票市值规模大，流动性好、行业特征明显，因此沪深 300 指数成分股具有较强的代表性和指标性。

本文所采用的财经媒体数据来源于《中国上市公司财经新闻数据库》，由 CNRDS 数据平台提供。资料库资料来源包括超过 400 家网络媒体及 600 家报刊，其中网络媒体包括和讯网、东方财富网、第一财经、中国证券网、澎湃新闻网、财新网、21CN 财经频道等；报刊包含中国证券报、上海证券报、第一财经日报、21 世纪经济报道、中国经营报、经济观察报、证券日报和证券时报。该数据库收录的财经媒体报道涵盖了宏观经济趋势、行业发展和个股新闻，每一条报道都提供了专属 ID、报道时间、报道媒体、注册地、原创新及新闻网址等基本信息。投资者关注数据来自 CNRDS 数据平台的《中国上市公司股吧评论数据库》，该库是基于东方财富这一中国最大的股吧论坛中各上市公司的发帖和评论数据进行分析和研究的财经数据库，涵盖了自 2008 年至今中国全部上市公司的论坛舆情指标。

本文对初始样本进行如下筛选，首先选取样本期内存在媒体报道的上市公司，其次剔除了样本期间被 ST、*ST 的公司样本，最后剔除了风险传染或其他控制变量数据缺失的样本。最终共获得 677 个公司共 413 776 个日度样本数据。公司财务数据和股票市场数据均来自 CSMAR 数据库。

（二）变量定义与指标构建

1. 被解释变量

Billio et al.（2012）指出系统性风险的核心思想是风险从金融机构中的单一机构或金融市场中的资产向其他机构或其他资产和其他市场传递。Adrian & Brunnermeier（2011）提出条件风险价值溢出模型（Δ*CoVaR*），通过测度金融系统在单个部门处于困境和正常状态下的条件风险价值的变化，来刻画风险传染的大小。该方法在风险传染的研究中得到了广泛运用。

风险价值（VaR）用来衡量一定时期内相关资产或资产组合在一定置信水平下可能会遇到的最大损失。被监管机构用以确定金融机构应对市场风险需要拨备的资本水平（Huang et al.，2016）。本文采用分位数回归模型对 *CoVaR* 进行估计。分位数回归模型适用于存在异方差性的模型，能够细致地刻画条件分布，估计量不易受到异常值的影响，参数估计结果更稳健。[①]

2. 解释变量

本文借鉴 Fang & Peress（2009）、刘维奇和李建莹（2019）等采用权威或主流报纸、期刊等媒体对上市公司新闻报道数量的方法，来衡量财经媒体报道。该方法以媒体为主体进行数据搜集和统计，能够刻画媒体自身特点且能够衡量媒体之间的信息传播情况。本文以上市公司每日被权威和主流财经媒体报道的数量 +1 取自然对数，来衡量财经媒体报道（*MEDIA*）。

3. 中介变量

现有实证研究中，投资者关注度的

① VaR与CoVaR的推导过程，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

表 1　主要变量名称及定义

变量性质	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	风险传染程度	Δ*CoVaR*	股票的系统性风险贡献程度
解释变量	财经媒体报道	*MEDIA*	股票每日财经媒体报道数量 +1 取自然对数
中介变量	投资者关注	*ATTEN*	股票每日股吧发帖数量 +1 取自然对数
控制变量	公司规模	*SIZE*	公司的总资产 +1 取自然对数
	流通市值	*MV*	公司流通市值的自然对数
	企业盈利能力	*ROA*	公司净利润与总资产之比
	资产负债率	*LEV*	公司总负债与总资产之比
	市场波动	*VOL*	股票每日价格波动率
	市场收益	*RET*	股票每日收益率
	市场流动性	*TOVER*	股票每日换手率

测度方法主要有三种。第一种方法，是用市场数据代表投资者关注度，如股票交易量（Gervais et al.，2001）、换手率（Hou et al.，2009）等。这种方法反映投资者关注的同时更多反映的是市场交易特征或价格行为，无法直观刻画投资者的注意力分布。第二种方法，是采用网络搜索引擎的相关上市公司搜索量作为投资者关注度（Da et al.，2011），然而搜索量的贡献并不一定来自投资者，这种方法难以剔除非投资者的影响。第三种方法，是基于财经专业讨论平台上的网友活跃程度进行投资者关注度的构造，如使用东方财富网股吧上的网友发帖数量（Fan et al.，2021），或是基于深交所互动易平台网友问答数据（岑维 等，2014；丁慧 等，2018），该方法较好地保证了投资者数据的纯净，并且指标直观，可解释性强。因此，本文选用第三种方法测度投资者关注，使用东方财富股吧论坛中各上市公司的发帖数量 +1 取自然对数，来衡量投资者关注度（*ATTEN*）。

4. 控制变量

在其他控制变量的选择上，本文结合自身研究和借鉴现有文献，筛选与股市风险传染相关的变量，以尽量消除遗漏变量带来的内生性问题（You et al.，2018；Dang et al.，2020；张宗新和吴钊颖，2021）。控制变量主要包括上市公司基本面和市场表现两个方面。体现上市公司基本面的变量主要有：公司规模（*SIZE*）、流通市值（*MV*）、企业盈利能力（*ROA*）、资产负债率（*LEV*）。体现股票市场表现的变量主要有：市场波动（*VOL*）、市场收益（*RET*）、市场流动性（*TOVER*）。各变量及定义如表 1 所示。

四、实证结果分析

（一）描述性统计

表 2[①] 列示了财经媒体报道和股价风险传染的相关变量描述性统计。统计表明，沪深 300 指数成分股的个股传染程度 Δ*CoVaR* 均值为 –1.086，传染程度最大值

① 表2~11，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

为 –9.307，传染程度最小值为 –0.001。财经媒体报道 *MEDIA* 均值为 1.872，标准差为 1.036，最大值为 6.701，发生在 2015 年 12 月 18 日，当日万科与宝能的股权之争进入白热化阶段，持续引发市场关注，当日财经媒体报道数量达到 812 条。投资者关注 *ATTEN* 均值为 3.731，标准差为 1.087，最高值为 8.976 发生在 2020 年 8 月 4 日，正值君正集团生物疫苗概念获得资本关注，当日君正集团股价发生较大震荡，波动率高达 65.90，引发投资者热议，发帖数量高达 8 254 条。个股间波动率 *VOL* 差异较大，均值为 7.478，最大值为 405.912，标准差为 11.507。股市收益率 *RET* 分布与已有实证结果相符，呈现尖峰厚尾典型特征。此外，样本企业的平均规模 *SIZE* 为 24.806，平均总资产报酬率 *ROA* 为 4.0%，平均资产负债率 *LEV* 约为 54.4%，其他变量的描述性统计结果也基本在合理范围内。

表 3 列出了各变量的皮尔逊相关系数矩阵。各变量间的相关系数均低于经典文献中 0.7 的多重共线性阈值，因此不存在严重的共线性问题。从各变量的相关性可以看到，股市风险传染程度（Δ*CoVaR*）与财经媒体报道（*MEDIA*）在 1% 水平上显著正相关，说明在不考虑其他影响因素时，财经媒体报道量的增多能够降低股市间的风险传导效应。投资者关注（*ATTEN*）与股市风险传染程度也在 1% 水平上显著为正，说明投资者的关注一定程度上加速了新信息进入市场。此外，企业规模、流通市值、企业盈利能力、资产负债率及市场表现等变量均与股市风险传染有显著影响，需要进一步多元回归来得到可靠结论。

（二）媒体报道与股市风险传染的检验

为了验证假设 1 中，财经媒体报道对股市风险传染效应的影响，本文设计多元回归模型。财经媒体报道与股市风险传染可能存在内生性问题，一方面可能存在财经媒体报道与股市风险传染互为因果，如股市风险传染程度的上升可能引发并加剧市场集体波动，大幅上涨或下跌都有可能引发舆论关注，导致媒体报道数量的增加；另一方面可能存在遗漏变量，如导致股价之间过度关联的可能来自冲击事件本身的影响。基于此，本文在进行模型设计时，采用滞后一期的财经媒体报道作为解释变量，一定程度上避免双向因果的内生性问题；并将股票收益率、波动率、换手率等市场表现变量加入模型，一定程度上控制了事件对风险传染的影响，在此基础上，还控制了行业效应和时间效应，尽可能弥补遗漏变量导致的内生性问题。

表 4 列示了财经媒体报道对股市风险传染效应的基准回归结果。第 I、III 列为未控制行业和年份的结果，第 II、IV 列为控制了行业和年份的固定效应。可以看到固定效应中，在不控制其他变量的情况下，财经媒体报道与股票风险传染程度在 5% 水平上显著为正，当控制了其他变量时，财经媒体报道与股票风险传染程度在 1% 水平上显著为正，系数为 0.01，表明当财经媒体对企业事件的报道增多时，企业遭受的冲击传递到其他企业的程度会降低，即风险传染效应更低。这说明财经媒体对企业的关注和报道，一定程度上能够降低投资者的信息不对称，降低由信息渠道导致的股市风险传染，假设 1a 成立。

此外对于其他控制变量而言，企业规模、企业盈利能力、股票收益率和市场流动性与股票风险传染程度显著正相关，反映当公司规模大，企业盈利能力良好，市

场收益率高，流动性好时，市场冲击对单一股票的影响传递到其他股票的程度低，即股票的风险传染效应低；公司流动市值、市场波动率与股票风险传染程度显著负相关，反映当企业流通市值高，存在较大波动时，股票更容易将冲击向其他股票传递，即风险传染效应更高。

（三）稳健性检验

1. Heckman 检验

本文考虑可能由于样本选择偏差而导致的回归结果的不稳健。当构建财经媒体报道指标时，对于缺少报道数据的股票，笔者按遗漏值处理，但这种缺失可能是因为数据库对财经媒体报道收集的筛选机制造成的，为了缓解模型在样本选择性偏误的问题，本文采用 Heckman 两步法进行回归检验。首先，第一阶段本文构建虚拟变量，构造财经媒体覆盖（$MEDIA\_D_{i,t}$），当媒体报道值不为 0 时取 1，否则取 0。选择企业广告强度（$AD_{i,t}$），即将销售费用明细中用作推广、宣传、广告的费用 +1 取自然对数，作为第一阶段的排他性变量，一般来说企业在广告宣传上投入的费用越高，其舆论曝光度越高，媒体对其报道也越高（Ye & Zhang，2011；Chen et al.，2021）。其次，将第一阶段计算得到的逆米尔斯比率（IMR）作为额外的控制变量加入基准回归中，具体结果见表 5。可以看到，第一阶段中，财经媒体报道覆盖（$MEDIA\_D_{i,t}$）与企业广告强度（$AD_{i,t}$）显著正相关；在第二阶段，在纠正选择偏误问题后，回归结果依旧保持稳健，财经媒体报道对股市风险传染效应的降低作用依旧显著。

2. 更换指标构建方式

为了确保回归结果的稳健性，本文通过替换关键指标度量的方式，进一步消除分布偏差的影响。首先，本文的基准回归检验中，对财经媒体报道指标构建使用的是财经媒体报道数量 +1 取自然对数，现在运用百分位赋值的方法对该指标进行重新测度（*MEDIA_Per*）。具体来说，对每日财经媒体报道数量进行排序并计算所处的百分位，用该百分位值作为该股票每日财经媒体报道值，进一步消除报道数量分布的偏差对回归结果的影响。替换指标后的回归结果如表 6 所示。可以看到固定效应中，采用百分位赋值的财经媒体报道 *MEDIA_Per* 在无控制变量的情况下，回归系数为 0.005，与股市风险传染在 10% 水平上显著；当控制了其他控制变量，*MEDIA_Per* 的系数为 0.014，在 1% 水平上显著。其他控制变量的回归系数与前述回归结果在显著性和方向上一致。这表明前述回归检验结果稳健，财经媒体对上市公司报道的增多，能够降低股市风险传染效应。

3. 调整样本

进一步地，本文对回归检验的样本进行调整。考虑到极端值可能对回归结果有影响，本文从风险传染程度和股票市场表现两个方面进行样本的调整，分别对风险传染程度和流通市值进行截尾 5% 和 15% 的处理，对剩余样本进行回归检验，结果如表 7 所示。可以看到，样本调整后回归结果与前述结果基本一致，财经媒体报道对股市风险传染效应的缓解作用依旧显著。

五、扩展性分析

（一）异质性检验

1. 从媒体特征的角度

本文将财经媒体分为政策导向类媒体和市场导向类媒体，来探讨不同内容导向

的财经媒体差异对股市风险传导效应的影响。本文借鉴杨玉龙 等（2017）对财经媒体的划分方式，主要依据财经媒体直属单位的行政级别和所在城市的政治地位。主办单位行政级别在正厅级及以上的，或者位于北京或上海等具有政治宣传窗口意义城市的媒体，通常直接受政府宣传机构领导，其报道更强调政策宣传的功能，属于政策导向类媒体。政策导向类媒体之外的媒体属于市场导向类媒体，报道内容以市场需求为主，更注重市场影响力和受众覆盖面等商业利益。

表 8 市场导向类财经媒体和政策导向类财经媒体对股市风险传染效应的对比回归结果表明，政策导向类财经媒体对企业的新闻报道要少于市场导向类财经媒体。在对风险传染的影响方面，一方面，两个类型的财经媒体报道与股市风险传染程度均在 1% 的水平上显著，说明无论哪个类型的财经媒体，报道数量的增加都能有效降低股市风险传染；另一方面，市场导向类财经媒体的回归系数为 0.01，而政策导向类财经媒体的回归系数为 0.025，并且 Bootstrap 异质性检验的 P 值为 0.012，在 10% 的水平上显著，表明政策导向类财经媒体对股市风险传染效应的缓解作用比市场导向类财经媒体要强。这说明政策导向类财经媒体在信息公平因素方面得到了更多认可，信息传播效率更高，能够有效弥补市场的信息不对称。假设 2 成立。

2. 从信息环境的角度

企业的信息披露质量，是指外部投资者能够获得企业财务信息和管理信息的程度，也可以称为企业的信息透明度。从理论分析及前述的回归结果来看，财经媒体报道对股市风险传染效应的缓解，主要是通过消除市场参与者之间的信息不对称。当一家上市公司信息环境质量好时，具有完备的财务信息，或者外部投资者获得企业信息的程度高，企业发生风险传导的可能性也会受到影响，这一定程度上导致了样本选择的偏差，难以客观地衡量财经媒体报道对股市风险传导的作用程度。因此本文按企业信息披露质量对上市公司样本进行分类回归。

深圳证券交易所（以下简称深交所）以上市公司的信息披露情况为依据，开展了多维度考核，具体内容如下：信息披露的真实性、准确性、完整性、及时性、公平性、合法合规性及有效性，自愿信息披露规范情况，投资者关系管理情况，履行社会责任的披露情况等。考核结果分为 A（优秀）、B（良好）、C（合格）、D（不合格）四个级别，评级越高，说明企业管理层的信息提供意愿越强，信息透明度越高。本文根据深交所的信息披露考评等级构建虚拟变量，考核结果为 A 的企业为 1 表示企业信息披露质量高，其余为 0 表示企业信息披露质量低，然后进行分组回归。

表 9 列示了分组回归结果。结果表明，企业透明度高或低，财经媒体报道都能显著降低股市风险传导效应，其中，企业透明度高组中，财经媒体报道的回归系数为 0.005，在透明度低组中，该系数为 0.011，并且 Bootstrap 异质性检验的 P 值为 0.032，在 5% 的水平上显著说明企业透明度高的上市公司，其信息披露程度高，相应的企业与市场之间的不对称性低，投资者通过财经媒体报道所提供的信息进行决策的需求较低，财经媒体报道对股市风险传导效应降低的作用有限；而对于企业透明度低的公司，信息披露质量较差，财经媒体

报道对提高企业信息透明度的作用十分显著，对股市风险传染效应的缓解作用更强。假设 3 成立。

（二）机制检验

本文进一步考察投资者关注是否是财经媒体报道缓解股市风险传染的路径。我国证券市场过去一直以中小投资者为主，他们获取信息的渠道主要依赖于媒体报道和技术指标。而财经媒体可能通过投资者关注来实现市场信息的快速传递或诱发集体的非理性行为，进而影响股票市场运行。研究发现，投资者因媒体的市场报道信息引发的关注和行为是引起股票收益率波动的直接原因。为了验证投资者关注的路径作用，本文引入投资者关注指标（*ATTEN*），该指标为东方财富股吧论坛上各家上市公司的每日发帖数量 +1 取自然对数。

表 11 列示了投资者关注的路径检验结果。II 列回归结果展示了财经媒体报道对投资者关注的影响，可以看到，投资者关注 $ATTEN_{i,t+1}$ 与财经媒体报道 $MEDIA_{i,t}$ 之间呈显著正相关，当财经媒体对某企业进行大量报道时，投资者对该企业的关注也会受到舆论影响而提高。III 列将投资者关注加入基准回归中，看到财经媒体报道 $MEDIA_{i,t}$ 与投资者关注 $ATTEN_{i,t+1}$ 的回归系数分别为 0.009 和 0.02，与股市风险传染程度都在 1% 水平上显著，Sobel 统计值为 19.12，在 1% 水平上显著，说明投资者关注产生了部分中介效应。这说明投资者的信息获取和投资者行为受到来自财经媒体所构建的巨大意见环境的影响，当财经媒体对某上市公司报道量增多时，投资者会更加关注该公司信息，一定程度上加速了新信息进入市场的速度和范围，降低了市场信息的不对称性，从而缓解了股市风险传染效应。假设 4a 得到验证。

六、结论与启示

股票间的风险传染描述了股票与股票之间信息及冲击传递的现象，是导致系统性风险的重要原因，而财经媒体是市场信息的重要提供者和传递者，有利于市场信息环境的营造，正确引导投资者行为。因此本文尝试从媒体报道的信息有效供给的视角，探讨财经媒体报道与股市风险传染的关系。选取 2011—2021 年间沪深 300 指数成分股中 677 个公司日度数据为研究对象，并借助国内主流的网络和报刊财经媒体报道以及东方财富股吧论坛数据，研究发现财经媒体报道数量的增多能够为市场进行有效信息供给，缓解企业与市场之间的信息不对称，有效控制上市公司受风险冲击连锁反应的影响，降低股市风险传染效应，在考虑了内生性问题和进行稳健性检验后这一结论依然成立。

从媒体特征来看，政策导向类媒体在信息公平因素方面认可度更高，信息传播效率更高，与市场导向类媒体相比更能有效弥补市场的信息不对称；从企业信息披露质量来看，当企业信息披露质量较差时，大部分投资者获取信息受阻，市场更依赖于媒体报道来获取信息，媒体报道对股市风险传染的缓解作用更强，这也印证了风险传染中信息渠道的影响机制。机制分析发现，当财经媒体对某上市公司报道量增多时，由于议程设置，投资者会更加关注该公司信息，一定程度上加速了新信息进入市场，降低了市场信息的不对称性，从而缓解了股市风险传染效应。

本文研究结论有以下政策启示。首先，对于监管者而言，应高度重视新闻报道在

引导投资者行为和吸引注意力方面的作用。为此，需加强证券行业和新闻行业法制建设与监管，并强化新闻媒体的信息披露职责。其次，企业应全面理解并重视媒体报道对资本市场稳定性的影响。为保障市场健康运行，企业需规范和优化信息披露及公司治理，加强对企业动态新闻的监控，并以合理的方式运用广告推广等宣传手段，拓宽企业与市场的交流渠道，促进高质量企业信息的发布和传播。最后，投资者应提升对媒体报道和对证券市场运行规律的认知水平，强化自身的防范意识和甄别能力。在运用媒体信息时要保持理性，减少盲目跟风的投资行为。N

学术编辑：韦燕春

参考文献

[1] 岑维,李士好,童娜琼.投资者关注度对股票收益与风险的影响——基于深市“互动易”平台数据的实证研究[J].证券市场导报,2014(07):40-47.

[2] 丁慧,吕长江,黄海杰.社交媒体　投资者信息获取和解读能力与盈余预期——来自“上证e互动”平台的证据[J].经济研究,2018,53(01):153-168.

[3] 何诚颖,陈锐,蓝海平,等.投资者非持续性过度自信与股市反转效应[J].管理世界,2014(08):44-54.

[4] 郦金梁,何诚颖,廖旦,等.舆论影响力、有限关注与过度反应[J].经济研究,2018,53(03):126-141.

[5] 刘锋,叶强,李一军.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[J].管理科学学报,2014,17(01):72-85.

[6] 刘维奇,李建莹.媒体热议度能有效降低股价暴跌风险吗?——基于公司透明度调节作用的研究[J].中国管理科学,2019,27(11):39-49.

[7] 王磊,李守伟,陈庭强,等.银行间流动性风险传染救助策略研究:多层网络与媒体情绪的交叉视角[J].系统工程理论与实践,2022,42(03):678-700.

[8] 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(09):174-189.

[9] 伍燕然,韩立岩.不完全理性、投资者情绪与封闭式基金之谜[J].经济研究,2007(03):117-129.

[10] 徐飞,唐建新,程利敏.国际贸易网络与股价崩盘传染:竞争性货币贬值视角[J].国际金融研究,2018(12):84-93.

[11] 杨世鉴.媒体报道与分析师跟踪能够提高信息披露质量吗?——基于我国上市公司业绩预告的分析[J].中国注册会计师,2013(07):72-77+3.

[12] 杨玉龙,孙淑伟,孔祥.媒体报道能否弥合资本市场上的信息鸿沟?——基于社会关系网络视角的实证考察[J].管理世界,2017(07):99-119.

[13] 张圣平,于丽峰,李怡宗,等.媒体报道与中国A股市场盈余惯性——投资者有限注意的视角[J].金融研究,2014(07):154-170.

[14] 张宗新,吴钊颖.媒体情绪传染与分析师乐观偏差——基于机器学习文本分析方法的经验证据[J].管理世界,2021,37(01):170-185+11+20-22.

[15] Adrian T,Brunnermeier M K.CoVaR[R].National Bureau of Economic Research,2011.

[16] Allen F,Gale D.Financial contagion[J].Journal of Political Economy,2000,108(1):1-33.

[17] Askari M,Shirazi H,Samani K A.Dynamics of financial crises in the world trade network[J].Physica A: Statistical Mechanics and its Applications,2018,501:164-169.

[18] Baron R M,Kenny D A.The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: conceptual, strategic, and statistical considerations[J].Journal of Personality and Social Psychology, 1986,51(6):1173.

[19] Bartov E,Faurel L,Mohanram P S.Can Twitter help predict firm level earnings and stock returns[J].Accounting Review,2018,93(3):25-57.

[20] Bekaert G,Ehrmann M,Fratzscher M,et al.The global crisis and equity market contagion[J].The Journal of Finance,2014,69(6):2597-2649.

[21] Billio M,Lo A W,Sherman M G,et al.Econometric measures of connectedness and systemic risk in the

finance and insurance sectors[J].Journal of Financial Economics,2012,104(3):535-559.
[22] Boudoukh J,Feldman R,Kogan S,et al.Which news moves stock prices? A textual analysis[R].National Bureau of Economic Research,2013.
[23] Boyer B H,Kumagai T,Yuan K.How do crises spread? Evidence from accessible and inaccessible stock indices[J].The Journal of Finance,2006,61(2):957-1003.
[24] Bracker K,Docking D S,Koch P D.Economic determinants of evolution in international stock market integration[J].Journal of Empirical Finance,1999,6(1):1-27.
[25] Büttner D,Hayo B.Determinants of European stock market integration[J].Economic Systems,2011,35(4):574-585.
[26] Cade N L.Corporate social media: how two-way disclosure channels influence investors[J].Accounting, Organizations and Society,2018,68-69(1):63-79.
[27] Chen X,Gong X,Yang Z.Media report favoritism and consequences: a comparison of traditional and new energy sector[J].Energy Economics,2021,104:105657.
[28] Chen Y,Goyal A,Veeraraghavan M,et al.Media coverage and IPO pricing around the world[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,2020,55(5):1515-1553.
[29] Claessens S,Kose M A,Terrones M E.How do business and financial cycles interact?[J].Journal of International Economics,2012,87(1):178-190.
[30] Da Z,Engelberg J,Gao P.In search of attention[J].The Journal of Finance,2011,66(5):1461-1499.
[31] Dang T L,Dang M,Hoang L,et al.Media coverage and stock price synchronicity[J].International Review of Financial Analysis,2020,67:101430.
[32] Dyck A,Zingales L.The corporate governance role of the media[R].NBER Working Paper 9309,2002.
[33] Fan X,Wang Y,Wang D.Network connectedness and China's systemic financial risk contagion—An analysis based on big data[J].Pacific-Basin Finance Journal,2021,68:101322.
[34] Fang L,Peress J.Media coverage and the cross-section of stock returns[J].The Journal of Finance,2009,64(5):2023-2052.
[35] Forbes K J,Rigobon R.No contagion, only interdependence: measuring stock market comovements[J].The Journal of Finance,2002,57(5):2223-2261.
[36] Gervais S,Kaniel R,Mingelgrin D H.The high-volume return premium[J].The Journal of Finance,2001,56(3):877-919.
[37] Gordon C,Thrift N,Tickell A.Performing finance: the industry, the media and its image[J].Review of International Political Economy,2004,11(2):289-310.
[38] Gurun U G,Butler A W.Don't believe the hype: local media slant, local advertising, and firm value[J].The Journal of Finance,2012,67(2):561-598.
[39] Hartmann P,Vries S S G D.Asset Market Linkages in Crisis Periods[J].The Review of Economics and Statistics,2004,86(1):313-326.
[40] Hou K,Xiong W,Peng L.A tale of two anomalies: the implications of investor attention for price and earnings momentum[J].Available at SSRN 976394,2009.
[41] Huang W Q,Zhuang X T,Yao S,et al.A financial network perspective of financial institutions' systemic risk contributions[J].Physica A: Statistical Mechanics and its Applications,2016,456:183-196.
[42] Huberman G,Regev T.Contagious speculation and a cure for cancer: a nonevent that made stock prices soar[J].The Journal of Finance,2001,56(1):387-396.
[43] Karolyi G A.Does international financial contagion really exist?[J].International Finance,2003, 6(2):179-199.
[44] King M A,Wadhwani S.Transmission of volatility between stock markets[J].The Review of Financial Studies,1990,3(1):5-33.
[45] Kodres L E,Pritsker M.A rational expectations model of financial contagion[J].The Journal of Finance, 2002,57(2):769-799.
[46] Liow K H,Liao W C,Huang Y.Dynamics of international spillovers and interaction: evidence from financial market stress and economic policy uncertainty[J].Economic Modelling,2018,68:96-116.

[47] MacKinnon D P,Warsi G,Dwyer J H.A simulation study of mediated effect measures[J].Multivariate Behavioral Research,1995,30(1):41-62.
[48] McCombs M E,Shaw D L.The agenda-setting function of mass media[J].Public Opinion Quarterly, 1972,36(2):176-187.
[49] Mendoza E G,Quadrini V.Financial globalization, financial crises and contagion[J].Journal of Monetary Economics,2010,57(1):24-39.
[50] Nofsinger J R.The impact of public information on investors[J].Journal of Banking & Finance, 2001,25(7):1339-1366.
[51] Reinhart C M,Rogoff K S.This time is different: eight centuries of financial folly[M].New Jersey: Princeton University Press,2009.
[52] Tetlock P C.All the news that's fit to reprint: do investors react to stale information?[J].The Review of Financial Studies,2011,24(5):1481-1512.
[53] Tetlock P C,Saar-Tsechansky M,Macskassy S.More than words: quantifying language to measure firms' fundamentals[J].Journal of Finance,2008(63):1437-1467.
[54] Veldkamp L L.Media frenzies in markets for financial information[J].American Economic Review,2006, 96(3):577-601.
[55] Weisbrod B A.Toward a theory of the voluntary nonprofit sector in a three sector economy[M]//Rose-Ackerman S.The economics of nonprofit institutions.Oxford: Oxford University Press,1986.
[56] Ye K,Zhang R.Do lenders value corporate social responsibility? Evidence from China[J].Journal of Business Ethics,2011,104(2):197-206.
[57] You J,Zhang B,Zhang L.Who captures the power of the pen?[J].The Review of Financial Studies,2018, 31(1):43-96.
[58] Zhang W,Zhuang X,Wang J,et al.Connectedness and systemic risk spillovers analysis of Chinese sectors based on tail risk network[J].The North American Journal of Economics and Finance,2020,54:101248.

Media Coverage, Investor Attention and Stock Market Risk Contagion

HE Chengying[1] WEN Zhang[2] LYU Chengshuang[1]
(1.School of Economics/China-ASEAN Institute of Financial Cooperation, Guangxi University;
2.Sino-British Blockchain Industry Research Institute, Guangxi University)

Abstract Risk contagion among stocks is an important cause of systemic risk. As financial media is an important provider and transmitter of market information, this paper examines the effects of media reports and investor attention on stock market risk contagion. It takes a total of 413 776 samples from media reports on CSI 300 constituent stocks. The results indicate that media coverage has a mitigating effect on stock market risk contagion at the micro level. Heterogeneity analysis shows that policy-oriented media are more effective than market-oriented media in remedying information asymmetry in the market. When the quality of information disclosure of listed companies is poor, media reports have a stronger mitigating effect on stock market risk contagion. Path analysis finds that financial media reports mitigate stock market risk contagion effects through increased investor attention. The conclusions of this paper provide important insights in terms of improving media quality regulation, guiding firms to optimize information disclosure, and enhancing investors' decision-making ability.

Keywords Media Coverage, Risk Contagion, Investor Attention, Information Disclosure
JEL Classification D83 G14 G32