



# 投资者关注、信息不对称 与名人持股效应

朱红兵<sup>1</sup>, 王婉菁<sup>2</sup>, 张兵<sup>2</sup>

1 河海大学 商学院, 南京 210098

2 南京大学 商学院, 南京 210093

**摘要:** 名人股市“掘金”现象日益频现, 在多元化的资产配置策略下, 选择投资股票作为财富增值手段已成为名人的主要投资方式之一。名人概念股在各券商交易软件中也相继出现, 名人对股市的影响日益凸显。已有研究主要分析机构投资者、企业高管和地方政府等参与者对股票市场的影响, 较少有研究关注以名人个体为代表的大户投资者。

以福布斯发布的中国名人榜为基础, 选取2012年至2018年上榜名人为研究对象, 利用网络爬虫技术获取名人投资的上市企业数据, 实证研究名人投资者的持股效应。从投资者有限关注理论出发, 检验名人在不同渠道下的曝光率对股票超额收益的影响, 并以知情交易概率测量股票信息不对称程度, 以散户持股比例和投资者情绪测量投资者的非理性程度, 通过资产组合和多元回归, 检验信息不对称和投资者非理性等因素对关注度的调节作用。

研究表明, 中国股票市场存在显著的名人持股效应。与非名人持股企业相比, 名人投资的企业超额收益更高, 年均复合收益高达8.740%。事件研究和倾向性得分匹配分析表明, 名人持股企业的超额收益不是投资标的选择中的内生性问题导致的。结合名人曝光率和上市企业网络搜索指数, 发现投资者对名人持股企业的关注是超额回报产生的原因, 但关注度的正向影响随关注的滞后出现反转。并且, 股票的信息不对称性调节关注度的影响, 股票的信息不对称程度越高, 关注度对名人持股企业超额收益的正向影响越大且反转周期越长。进一步研究表明, 散户持股比例和投资者情绪强化名人持股企业的超额回报。

从实证角度证实中国股票市场的名人持股效应, 揭示投资者的注意力转移是其背后的形成原因。研究结果不仅有助于更好地理解名人这一特殊群体的投资行为及其对股市的影响, 丰富并发展了投资者类型和股价表现的研究, 也为监管层规范和引导大户投资者合理投资、维护中小投资者利益提供决策参考。

**关键词:** 有限关注; 信息不对称; 名人投资者; 超额收益; 投资者情绪

**中图分类号:** F830.9

**文献标识码:** A

**doi:** 10.3969/j.issn.1672-0334.2022.01.015

**文章编号:** 1672-0334(2022)01-0152-13

## 引言

福布斯中国调查数据显示, 2012年至2018年收入排名前100位的中国名人人均年收入达到4 738.520

万元人民币, 调查区间内累计收入更是高达284.310亿元人民币。名人个体拥有的庞大财富资源纷纷涌入资本市场, 明星+资本的组合成为当下资本市场的

**收稿日期:** 2021-01-06 **修返日期:** 2021-06-11

**基金项目:** 中央高校基本科研业务费专项资金(B210201043)

**作者简介:** 朱红兵, 经济学博士, 河海大学商学院讲师, 研究方向为实证资产定价、金融计量和风险管理等, 代表性学术成果为“价值性投资还是博彩性投机? 中国A股市场的MAX异象研究”, 发表在2020年第2期《金融研究》, E-mail: [zhuhong\\_bing@163.com](mailto:zhuhong_bing@163.com)

王婉菁, 南京大学商学院博士研究生, 研究方向为实证资产定价和投资者利益保护等, E-mail: [wangwanjing0515@163.com](mailto:wangwanjing0515@163.com)

张兵, 管理学博士, 南京大学商学院教授, 研究方向为金融市场和实证资产定价等, 代表性学术成果为“中国资本市场的T+1交易制度研究: 隔夜收益率视角”, 发表在2020年第12期《管理世界》, E-mail: [zhangbing@nju.edu.cn](mailto:zhangbing@nju.edu.cn)

热门话题。名人团体投资股市大多能获得高于市场平均收益的回报,名人股市“掘金”现象屡见不鲜。

目前国内外研究主要关注散户投资者<sup>[1]</sup>、机构投资者<sup>[2]</sup>、企业高管<sup>[3]</sup>和地方政府<sup>[4]</sup>等对股票市场的影响,未重视以名人为代表的大户投资者的作用,与名人团体相关的研究主要集中在广告代言<sup>[5]</sup>、榜样移情<sup>[6]</sup>和影视宣传<sup>[7]</sup>等领域。在资产配置渠道逐渐多元化的当下,选择投资股票作为财富增值手段已成为名人的主要投资方式之一,名人概念股在各券商交易软件中也相继出现,名人对股市的影响日益凸显。名人作为大户投资者拥有雄厚的资金优势,对股票资产价格的影响大,研究名人团体的投资行为,理解名人投资者超额收益的来源,对提升中国资本市场监管效率、提高市场有效性有重要的补充和实践意义。

## 1 相关研究评述

已有研究从不同角度出发界定名人概念,但大多有相同的内涵。MARSHALL<sup>[8]</sup>将名人定义为一个广义包容性的概念,认为英雄、娱乐明星、体育明星和政治领袖等都是名人代指的对象,名人对社会公众有较强的影响力;DRIESSENS<sup>[9]</sup>从场域理论出发把名人定义为名人资本,认为名人资本与其他生产要素具有相同的经济意义,运用名人资本可有效降低生产成本,增加产出;HUNTER et al.<sup>[10]</sup>从策略资本的角度定义名人概念,认为具有声誉效应且能通过声誉影响公众决策的个体都是名人。上述对名人内涵的分析大多体现了名人在舆论方面的影响力,但随着大众媒体的发展,名人带来的经济效应和社会效应日益凸显。在经济效益方面,PRINGLE et al.<sup>[11]</sup>发现有名人参与的广告可以有效促进销售,提升企业利润;JIN<sup>[5]</sup>通过实验研究法检验社交网络中不同类型的广告代言对消费者产生的影响,发现随着Facebook等社交媒体的发展,消费者对名人的关注和信任程度不断加强。除此之外,企业在微博等社交媒体上与企业粉丝的互动也会吸引相应投资者的关注,提高企业的品牌效应<sup>[12]</sup>。然而,不可忽视的是,陷入负面新闻事件的名人也会破坏被代言企业的品牌形象,降低消费者对企业产品的购买意愿,给企业造成损失<sup>[13]</sup>。在社会效益方面,石国亮等<sup>[6]</sup>以明星慈善现象为切入点,发现明星慈善有利于培育青少年的慈善意识,树立正确的人生观;郭新茹等<sup>[7]</sup>对189部明星电影进行分析,结果表明运用明星化策略有利于促进电影的宣传,提升影片内容的传播效果;但杨永忠等<sup>[14]</sup>的研究表明,因舆论影响力过度集中带来的超级明星效应也会降低市场的效率,产生无谓的资源损失。整体来看,已有对名人的研究多集中在广告代言、榜样移情和影视宣传等领域。

近期少量的研究逐渐将焦点转移到名人与股市的关系上。LEPORI<sup>[15]</sup>从事件研究的角度考察1926年至2009年好莱坞星光大道走秀名人的死亡对股市的影响,发现名人去世当月的指数收益率呈现上升

趋势,并且名人去世前的影响力越大指数收益率越高,名人离世与指数收益率之间的正向关系也会随着投资者情绪的增强得到进一步强化;PERUMPRAL et al.<sup>[16]</sup>利用1996年至2008年美国上市企业的名人代言样本研究发现,名人代言对股价的影响期限较短,且仅存在于科技行业样本中。此外,VAN NOREL et al.<sup>[17]</sup>研究名誉受损的企业,发现名人在媒体上为名誉受损企业发声可有效改善公众对该企业的负面悲观情绪,修复企业已破损的形象。尽管在中国A股市场名人股市“掘金”现象日益增多,但鲜有研究关注具有资金和流量优势的大户投资者——名人如何影响股票市场。

实际上在时间和精力有限的前提下投资者的注意力是有限的,投资者倾向于关注其偏好或更引人注意的信息,以调整自身的投资决策和交易行为<sup>[18]</sup>。名人拥有庞大的粉丝群体,具有较强的社会影响力。名人投资企业的信息会因舆论媒体的广泛传播而被广大散户群体关注,关注度的增加又会进一步推动股价的上升<sup>[19]</sup>。部分上市企业受益于名人股东的特殊影响力,表现出更高的市场收益。ZHANG et al.<sup>[20]</sup>认为名人团体在股市交易中具有较强的导向力作用,他们利用社交媒体释放一些与上市企业有关的信息,影响粉丝群体决策进而影响股价变动。可见,名人投资者的股市参与行为因为明星效应通过投资者有限关注渠道对股价产生影响。但对于不同信息透明度的上市企业而言,投资者关注对股价的影响存在潜在性的差异。JIANG et al.<sup>[21]</sup>发现企业信息透明度或信息不对称性强化关注引起的错误定价程度,信息不对称程度越大,关注度对超额收益的影响程度越大、时间越持久,反转需要的周期越长。除此之外,已有研究表明中国股市存在众多非理性因素影响股价的变化,如散户占主导的投资者结构、情绪化的投机性交易等<sup>[22]</sup>。散户投资者热衷于追逐概念股,在实盘交易中受市场情绪影响大。散户交易的随机性以及表现出的情绪也进一步放大个股因名人效应产生的关注度提升带来的溢价<sup>[23]</sup>。

由此可见,名人投资者的市场参与行为对股价产生影响的潜在渠道是投资者的有限注意力。在现代大众媒体的追踪报道下,与名人相关的信息往往吸引较多的公众关注,名人入股上市企业也会吸引大量的投资者目光。部分上市企业受益于名人股东带来的投资者关注,表现出更高的市场收益,但投资者关注引起的短期股价偏离也在理性套利者的参与下逐渐调整,并出现反转现象。鉴于此,本研究从检验中国A股市场的名人持股效应入手,以投资者有限关注理论为基础,引入信息不对称指标分析名人持股效应产生的原因和机制,同时关注散户和投资者情绪等非理性因素的外部调节作用。

## 2 理论分析和研究假设

由于投资者的有限理性,其实际投资交易中并不总是依据效用最大化进行决策。投资者对信息的

处理和交易的决策更多受到个人精力、认知和心理等因素的影响,由非理性心理因素驱动的市场异象也已经被越来越多的研究证实<sup>[24]</sup>。较为典型的是因投资者注意力有限导致的错误定价现象<sup>[23]</sup>,在有限注意力的情景下,投资者更倾向于关注其偏好或更引人注意的信息,以调整自身的投资决策和交易行为<sup>[18]</sup>。名人拥有庞大的粉丝群体,具有较强的社会影响力。名人投资企业的信息因媒体的广泛传播而被广大散户群体关注。关注度的增加进一步推动股价的上升<sup>[19]</sup>。名人投资的上市企业受名人效应的影响往往表现出更高的市场收益。图1给出在实际市场运行中名人投资企业和其他企业按流通市值加权的股价综合指数,其中,Q表示季,如Q4为第4季度。由图1可知,2012年第1季度至2018年第3季度,名人投资上市企业的股价综合指数由初始的1000点增加到期末的1589.700点,年化复合收益率达到8.740%;其他类上市企业组合的综合指数由最初的1000点下降到期末的704.630点,年化复合收益率低至-4.380%。前者高出后者0.132个点的收益率,在各个时间点上两类上市企业投资组合收益率之间均存在巨大差异。因此,本研究提出假设。

H<sub>1</sub> 与非名人持股的上市企业相比,名人持股的上市企业股票超额收益更高。

投资者认知是一种稀缺资源,能够吸引投资者注意力的股票往往表现出更高的市场收益<sup>[25]</sup>。中国文娱市场的快速发展催生了越来越多的与名人相关的新闻报道,吸引了公众的主要注意力,与名人有关联的企业在注意力的传递转移过程中吸引较多的投资者关注。这类过度关注导致的注意力驱动买入行为引起投资者短期内过度反应和股票价值被高估,使被关注企业的股票表现出更高的市场收益<sup>[23]</sup>。因此,本研究提出假设。

H<sub>2</sub> 名人持股的上市企业股票受投资者关注度的影响,投资者关注度越高其当期超额收益越高。

在有限关注的影响下,股票价格通常会偏离真实

价值出现错误定价现象。上市企业股价的偏离能否及时向内在价值修正受到企业信息透明度的影响,在企业信息公开透明的情况下,外部理性的投资者能及时发现股价被错误定价,进而进行套利交易使价格趋向于内在价值。就这一方面而言,由投资者有限注意力导致的短期价格偏离在信息透明度高、信息不对称程度低的上市企业中会反转越快,而在信息透明度低、信息不对称程度高的企业中,有限关注引起的价格偏离持续时间越持久,反转周期越长。JIANG et al.<sup>[21]</sup>的研究表明,企业信息不对称因素强化关注引起的错误定价,信息不对称程度越大,关注度对超额收益的影响程度越大并且越持久,反转需要的时间越长。因此,本研究提出假设。

H<sub>3</sub> 信息不对称强化关注度对名人持股的上市企业超额收益的影响,企业信息不对称程度越高,关注度对名人持股的上市企业超额收益的影响越大且反转周期越长。

散户交易的随机性较强,在股票交易中更易受外部信息的影响。散户投资者更倾向于追逐市场中的热点,表现出一系列非理性交易行为,与名人概念相关的市场板块往往吸引较多的散户关注。由散户产生的交易噪音又进一步放大因投资者关注度提升带来的风险溢价<sup>[23]</sup>。投资者情绪显著影响股票价格及其波动程度,且积极情绪对股票收益的正向影响显著高于消极情绪对股价的下行影响<sup>[26]</sup>。个股关注度与收益之间的关系也会受到投资者情绪的影响,投资者情绪不仅增强了关注度对证券资产发行定价的正向影响<sup>[27]</sup>,还在一般层面上强化了因投资者关注而带来的股价上涨<sup>[28]</sup>。中国股市自诞生之初市场中的投机性氛围便较为浓厚,散户投资者更易受自身情绪的影响和投机者的交易诱导,表现出更高的非理性并影响股价变化<sup>[22]</sup>。因此,本研究提出假设。

H<sub>4</sub> 散户持股比例、投资者情绪会强化名人持股的上市企业的超额收益,散户持股比例越大、投资者情绪越高,名人持股的上市企业的超额收益越高。

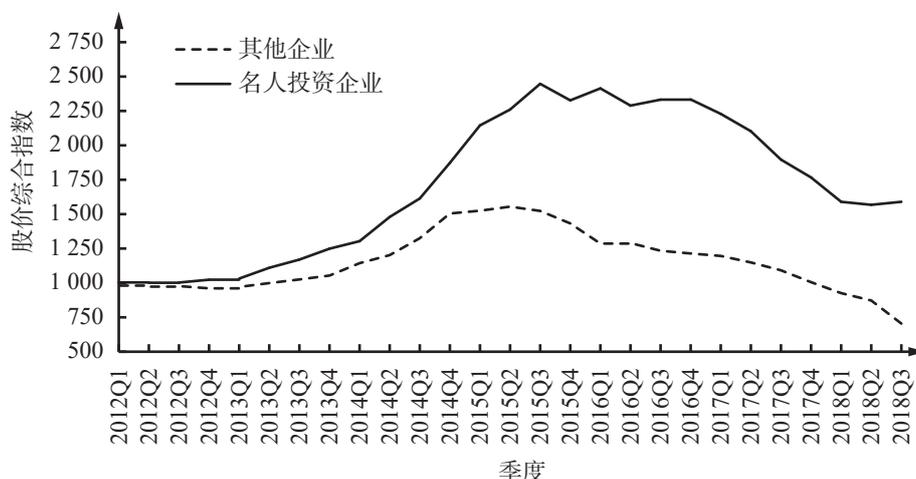


图1 按流通市值加权的中国A股市场的股价综合指数

Figure 1 Stock Price Composite Index of China's A-Share Market Weighted by Outstanding Market Value

### 3 研究设计

#### 3.1 样本选择和数据来源

本研究以福布斯官方发布的中国名人榜为基础,结合数据的可获取性,选取2012年第1季度至2018年第3季度上榜名人为研究对象,该名人榜反映了中国名人以收入和曝光率为测量标准的个人影响力。本研究利用python网络爬虫技术从天眼查、国家企业信用信息公示系统等获取样本名人持股的上市企业数据,结合样本期内万德数据库A股上市企业十大流通股股东信息进行匹配筛选,得到有效的名人持股的中国A股企业168家。受制于中小股东信息无法观测的客观约束,本研究以可观测到的十大流通股股东为标准筛选名人持股的上市企业,这样处理具有较强的经济含义,即名人的影响力在很大程度上得益于社会公众的关注,因此投资规模较小的名人群体的投资行为也不易被市场关注,对市场的影响有限。为进行对比研究,本研究还收集了样本区间内除名人持股企业以外的3276家非名人持股企业样本,总样本数为3444家。此外,上市企业网络搜索指数数据来自中国研究数据服务平台,上市企业财务信息数据和股价数据来自万德数据库,数据频率为季度。剔除ST和PT类企业以及数据严重缺失的企业,最终得到66363个有效观测值。

#### 3.2 变量定义和说明

##### 3.2.1 名人持股和个股超额收益

根据名人投资者是否持有企业股票,本研究构建名人持股变量 $Sta$ ,名人投资者持有某企业股票取值为1,没有名人持有的取值为0。本研究遵循常规做法,以市场模型作为基准,计算个股超额收益和累计超额收益,具体为

$$Ret_{i,t} - r_t^f = \rho \cdot (Rm_{i,t} - r_t^f) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$AR_{i,t} = Ret_{i,t} - E(Ret_{i,t}) \quad (2)$$

$$Car_{i,t} = \sum_{t=t_0}^{t_1} AR_{i,t} \quad (3)$$

其中, $i$ 为股票, $t$ 为季度; $Ret$ 为股票收益率; $r^f$ 为无风险收益率,采用一年期国债收益率; $\rho$ 为参数,表示股票系统性风险; $Rm$ 为股票所在交易所的市场收益率; $\varepsilon$ 为随机扰动项,表示剔除市场收益率和无风险利率后的个股超额收益, $\varepsilon=AR$ ; $Car$ 为 $t_0$ 季度至 $t_1$ 季度个股超额收益加总构成的累计超额收益, $t_0$ 为事件研究检验窗口的开始季度, $t_1$ 为事件研究检验窗口的结束季度。为了保证估计窗口与事件日存在一定的间隔,避免超额收益估计值的不稳健性,本研究参考谭浩等<sup>[29]</sup>的做法,设定估计窗口区间为 $[-34, -4)$ ,检验窗口为 $[-4, 12]$ ,即以名人进入个股前十大流通股股东的日期为事件日,以事件日前第4季度至前第34季度的样本进行市场模型的估计,基于估计的结果计算事件日前第4个季度至事件后第12个季度的个股超额收益和累计超额收益。

##### 3.2.2 关注度和信息不对称

在投资者注意力有限的前提下,与名人群体相关

的信息往往获得较高的关注<sup>[30]</sup>,这一关注度的传递又进一步推动股价的上升。借鉴BARBER et al.<sup>[31]</sup>和CHEMMANUR et al.<sup>[32]</sup>的做法,本研究分别用企业网络搜索指数( $Srh$ )和名人曝光率( $Exp$ )两个变量测量公众对名人的关注度, $Srh$ 在分析时数据取对数。根据传播媒介不同,曝光率又可细分为网络曝光率( $Ite$ )、电视曝光率( $Tel$ )和新闻报纸曝光率( $Npr$ )。曝光率数据来自福布斯中国名人100榜单,曝光率由网络搜索、报纸、杂志和电视等单项组成,主要包括中国(不含澳门特别行政区)的38份报纸和54本杂志的新闻报道以及20个电视节目。本研究用上市企业网络搜索指数验证投资者的主动关注的影响,用名人曝光率验证投资者的被动关注的影响。鉴于企业网络搜索指数被广泛用于反映投资者的主动关注度,在验证信息不对称对关注度的调节作用时,本研究以企业网络搜索指数反映投资者的关注度。

受有限的关注影响,股票价格通常会偏离真实价值,产生错误定价现象,而企业的信息透明情况又在很大程度上影响投资者关注导致错误定价的程度。JIANG et al.<sup>[21]</sup>研究发现,信息不对称强化关注引起的错误定价,信息不对称程度越大,关注度对超额收益的影响程度越大,并且越持久,反转需要的周期越长。借鉴黄灿等<sup>[33]</sup>的研究,本研究用知情交易者概率测量信息不对称,具体为

$$Pin = \frac{\eta\mu}{\eta\mu + 2\xi} \quad (4)$$

其中, $Pin$ 为信息不对称程度, $\eta$ 为知情交易者概率, $\mu$ 为知情交易者到达密度, $\xi$ 为不知情交易者到达密度。 $\eta$ 、 $\mu$ 和 $\xi$ 可通过极大化(5)式的联合泊松分布函数得到估计值,即

$$\Pr(b, s|\eta, \delta, \mu, \xi) = (1 - \eta)\Pr(b; \xi)\Pr(s, \xi) + \eta[\delta\Pr(b; \xi)\Pr(s, \mu + \xi) + (1 - \delta)\Pr(b; \mu + \xi)\Pr(s, \xi)] \quad (5)$$

其中, $\Pr(\cdot)$ 为概率密度函数,在这里为泊松分布函数; $b$ 为市场参与者对某股票的买入成交量; $s$ 为市场参与者对某股票的卖出成交量; $\delta$ 为某股票处于价值低位的概率, $(1 - \delta)$ 为某股票处于价值高位的概率。

##### 3.2.3 散户持股比例和投资者情绪

考虑到散户交易的随机性较强,个股流通股中散户持有比例越高噪音越大。个股噪音的增加进一步放大因个股关注度提升带来的风险溢价<sup>[23]</sup>。为了检验散户的噪音交易是否强化名人持股企业的市场收益表现,本研究用股东人数与流通股数的比值测量散户持股比例<sup>[22]</sup>,具体为

$$Sep_{i,t} = 10^2 \times \frac{Shd_{i,t}}{Tds_{i,t}} \quad (6)$$

其中, $Sep$ 为散户持股比例, $Shd$ 为股东人数, $Tds$ 为流通股数。

同理,个股关注度与收益之间的关系还受到投资者情绪的影响<sup>[28]</sup>,为检验投资者情绪在名人持股与股价表现之间关系的作用,本研究参考易志高等<sup>[34]</sup>的做法,以封闭式基金折溢价率、股票市场换手率、

IPO数量、上市首日收益率、A股新增开户数和消费者信心指数为基准计算投资者情绪 (*Cic*)。

### 3.2.4 影响股票收益率的其他控制因素

为了保证实证结果的稳健性,本研究加入影响股票横截面收益的其他因素作为控制变量,包括企业的账面市值比 (*BM*)、股票价格的对数 (*Pri*)、股票总市值的对数 (*Siz*)、非流动性指标 (*Ill*)、个股换手率 (*Tur*) 和散户持股比例 (*Sep*)。本研究以 AMIHU<sup>[35]</sup> 对非流动性的定义计算 *Ill*。需要说明,后续的实证研究也采用 *Sep* 作为调节变量分析散户持股比例对名人持股效应的调节作用,但调节作用采用分组回归的形式进行检验,两者并不冲突。

### 3.3 实证模型

为检验  $H_1$ , 本研究构建实证模型为

$$AR_{i,t} = \alpha_1 + \gamma Sta_{i,t} + \beta_{11} BM_{i,t} + \beta_{12} Pri_{i,t} + \beta_{13} Siz_{i,t} + \beta_{14} Ill_{i,t} + \beta_{15} Tur_{i,t} + \beta_{16} Sep_{i,t} + \lambda_{i,t}^1 \quad (7)$$

其中,  $\alpha_1$  为常数项;  $\gamma$  为回归系数, 表示名人持股对个股超额收益的影响,  $\gamma$  显著为正说明名人持股企业的收益表现显著优于其他企业;  $\beta_{11} \sim \beta_{16}$  为控制变量的回归系数;  $\lambda_{i,t}^1$  为随机扰动项。

为检验  $H_2$  和  $H_3$ , 本研究构建回归模型为

$$AR_{i,t} = \alpha_2 + \sum_{k=1}^K \varphi_k Att_{i,t-k} + \beta_{21} BM_{i,t} + \beta_{22} Pri_{i,t} + \beta_{23} Siz_{i,t} + \beta_{24} Ill_{i,t} + \beta_{25} Tur_{i,t} + \beta_{26} Sep_{i,t} + \lambda_{i,t}^2 \quad (8)$$

其中, *Att* 为关注度, 分别为 *Srh* 和 *Exp*;  $\alpha_2$  为常数项;  $\varphi_k$  为回归系数,  $k$  为滞后期,  $K$  为最大滞后期;  $\beta_{21} \sim \beta_{26}$  为控制变量的回归系数;  $\lambda_{i,t}^2$  为随机扰动项。  $\varphi_k$  表示滞后  $k$  期的名人关注度对名人持股的股票收益率的影响。

为检验  $H_4$ , 本研究构建模型为

$$AR_{i,t}^L = \alpha_3 + \theta^L Sta_{i,t}^L + \beta_{31}^L BM_{i,t}^L + \beta_{32}^L Pri_{i,t}^L + \beta_{33}^L Siz_{i,t}^L + \beta_{34}^L Ill_{i,t}^L + \beta_{35}^L Tur_{i,t}^L + \beta_{36}^L Sep_{i,t}^L + \lambda_{i,t}^L \quad (9)$$

$$AR_{i,t}^H = \alpha_4 + \theta^H Sta_{i,t}^H + \beta_{41}^H BM_{i,t}^H + \beta_{42}^H Pri_{i,t}^H + \beta_{43}^H Siz_{i,t}^H + \beta_{44}^H Ill_{i,t}^H + \beta_{45}^H Tur_{i,t}^H + \beta_{46}^H Sep_{i,t}^H + \lambda_{i,t}^H \quad (10)$$

其中,  $\alpha_3$  和  $\alpha_4$  为常数项,  $\theta^L$  和  $\theta^H$  为回归系数,  $\beta_{31} \sim \beta_{36}$ 、 $\beta_{41} \sim \beta_{46}$  为控制变量的回归系数,  $\lambda_{i,t}^L$  和  $\lambda_{i,t}^H$  为随机扰动项。(9)式和(10)式为一般化的分组模型设定,(9)式用来估计  $L$  组 *Sta* 的回归系数  $\theta^L$ , (10)式用来估计  $H$  组 *Sta* 的回归系数  $\theta^H$ ; 在此基础上, 可进一步利用 bootstrap 检验<sup>[36]</sup> 比较  $\theta^L$  和  $\theta^H$  的统计差异, 用以检验调节效应的显著性。具体看, 在验证散户持股比例的作用时, 上角标  $L$  表示 *Sep* 小于等于中位数的样本,  $H$  表示 *Sep* 大于中位数的样本; 在验证投资者情绪作用时,  $L$  表示 *Cic* 小于等于中位数的样本,  $H$  表示 *Cic* 大于中位数的样本。  $\theta^L$  反映较低散户持股比例和投资者情绪样本下名人持股对企业股票超额收益的影响,  $\theta^H$  反映较高散户持股比例和投资者情绪样本下名人持股对企业股票超额收益的影响。如果 bootstrap 检验<sup>[36]</sup> 表明  $\theta^H > \theta^L$  在统计意义上显著, 说明散户持股比例和投资者情绪强化了名人持股企业的市

场收益表现。为保证回归结果的稳健性, 减少横截面层面上的自相关和异方差影响, 本研究对 (7) 式 ~ (10) 式采用 Fama-Macbeth 回归进行估计。

## 4 实证结果和分析

### 4.1 描述性统计分析

表 1 给出各变量的描述性统计结果。样本期间股票收益率的均值为 -0.870%, 中位数为 -1.070%, 均值大于中位数, 反映出个股收益率的正偏态分布特征, 在一定程度上佐证了本研究在样本选择上的科学性, 即并没有刻意选择回报更高的股票。偏态分布效应是多数投资者长期亏损的一个重要原因, 这也验证了股票投资“二赚一平七赔”的经验观点。名人持股的企业样本占全体样本的 6.969%, 表明名人对 A 股企业的投资相对较为集中。从名人曝光率看, 网络曝光率平均水平为 0.576, 平均曝光率最低的为新闻报纸的 0.446, 两者相差 29.148%。上市企业网络搜索指数平均维持在 10.669 的水平, 中位数为 10.635, 两者相差较小。其他控制变量的大小与 A 股市场的特征较为吻合<sup>[37]</sup>。

### 4.2 名人持股企业的超额收益检验

表 2 给出名人持股与个股超额收益的回归结果, (1) 列在未加入控制变量的情况下检验名人持股对个股超额收益的影响, (2) 列检验控制变量对个股超额收益的影响, (3) 列在 (1) 列的基础上纳入控制变量检验名人持股对个股超额收益的影响。由表 2 可知, (3) 列 *Sta* 的回归系数为 0.018, 在 1% 水平上显著, 表明名人持股企业的超额收益表现显著高于其他企业。在控制其他因素不变的情况下, 名人持股企业的超额收益平均高出 1.800% 个单位,  $H_1$  得到验证。实际上, 中国股市散户投资者众多, 市场投机氛围较强, 题材板块类炒作屡见不鲜<sup>[22]</sup>。名人概念股在一定程度上会引起散户投资者的关注和交易, 吸引资金的追捧, 进而产生不同程度的超额收益。类似地, 美股市场中的中概股收益普遍高于其他股票<sup>[38]</sup>, 与企业创始人同名的企业也有更高的超额回报<sup>[39]</sup>。考虑到行业热点差异可能影响名人持股企业超额收益, 本研究将与纺织、钢铁、机电、汽车、化工和建筑等物质生产工业大门类相关的行业归总为传统行业, 将其他行业归总为非传统行业, 检验两种行业属性特征中名人持股效应的存在性。结果表明尽管名人持股企业超额收益在非传统行业更高, 但在何种行业样本下, 名人持股与股票超额收益之间均存在正向关联性, 说明在排除非热点行业差异性后名人持股效应依然存在。

### 4.3 关注度与名人持股企业超额收益的假设检验

#### 4.3.1 名人曝光率与超额收益

表 3 给出名人曝光率与名人持股企业超额收益的回归结果。名人投资者在不同渠道下的曝光率的滞后项与所投资股票的超额收益有正向相关关系, 但不同渠道下曝光率的滞后期数存在差异。在 1% 显著性水平上, 滞后 1 期的网络媒介下的曝光率的回

**表 1 描述性统计结果**  
Table 1 Results for Descriptive Statistics

| 变量            | 样本量    | 均值     | 标准差    | 最小值     | 中位数    | 最大值    |
|---------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| <i>Sta</i> /% | 66 363 | 6.970  | 21.060 | 0       | 0      | 100    |
| <i>Ret</i> /% | 66 363 | -0.870 | 19.500 | -57.140 | -1.070 | 60.830 |
| <i>AR</i> /%  | 66 363 | 0.100  | 14.940 | -76.750 | 0.310  | 68.640 |
| <i>Srh</i>    | 4 625  | 10.669 | 0.466  | 9.659   | 10.635 | 12.159 |
| <i>Exp</i>    | 4 625  | 1.543  | 0.915  | 0.155   | 1.689  | 3      |
| <i>Ite</i>    | 4 625  | 0.576  | 0.322  | 0       | 0.636  | 1      |
| <i>Tel</i>    | 4 625  | 0.483  | 0.341  | 0       | 0.500  | 1      |
| <i>Npr</i>    | 4 625  | 0.446  | 0.290  | 0       | 0.433  | 1      |
| <i>Pin</i>    | 4 625  | 0.841  | 0.055  | 0.311   | 0.848  | 0.938  |
| <i>Sep</i>    | 66 363 | 0.047  | 0.056  | 0.003   | 0.032  | 0.433  |
| <i>Cic</i>    | 66 363 | 0.302  | 0.193  | 0.050   | 0.261  | 0.667  |
| <i>BM</i>     | 66 363 | 0.364  | 0.228  | 0.024   | 0.313  | 1.157  |
| <i>Pri</i>    | 66 363 | 2.538  | 0.693  | 1.026   | 2.508  | 4.312  |
| <i>Siz</i>    | 66 363 | 15.261 | 1.053  | 12.906  | 15.227 | 18.215 |
| <i>Ill</i>    | 66 363 | 0.001  | 0.002  | 0       | 0      | 0.017  |
| <i>Tru</i>    | 66 363 | 0.534  | 0.557  | 0       | 0.351  | 3.391  |

注: 连续型变量均经过 1% 和 99% 的缩尾处理。基于名人持股上市企业样本数据进行回归的变量, 不包含用于对照分析的非名人投资企业样本数据, 因此观测值为 4 625。

**表 2 名人投资与个股超额收益的回归结果**  
Table 2 Regression Results for Celebrity Investment and Stock Excess Returns

| 解释变量       | AR                  |                      |                      |
|------------|---------------------|----------------------|----------------------|
|            | (1)                 | (2)                  | (3)                  |
| <i>Sta</i> | 0.022***<br>(0.006) |                      | 0.018***<br>(0.004)  |
| <i>BM</i>  |                     | -0.028**<br>(0.013)  | -0.028**<br>(0.013)  |
| <i>Pri</i> |                     | 0.001<br>(0.003)     | 0.001<br>(0.003)     |
| <i>Siz</i> |                     | 0.016**<br>(0.006)   | 0.016**<br>(0.006)   |
| <i>Ill</i> |                     | 6.512***<br>(2.195)  | 6.505***<br>(2.200)  |
| <i>Tur</i> |                     | 0.048***<br>(0.004)  | 0.048***<br>(0.004)  |
| <i>Sep</i> |                     | -0.119***<br>(0.022) | -0.119***<br>(0.022) |
| 常数项        | 0.003<br>(0.012)    | -0.251**<br>(0.108)  | -0.252**<br>(0.107)  |
| 样本观测值      | 66 363              | 66 363               | 66 363               |
| 平均拟合优度     | 0.101               | 0.433                | 0.434                |

注: 括号内数据为稳健型标准误, \*\*\*为在 1% 水平上显著, \*\*为在 5% 水平上显著, 下同。

归系数达到 0.683; 在 5% 显著性水平上, 滞后 2 期的电视媒介下的曝光率的回归系数达到 0.404, 而滞后 3 期的新闻报纸媒介下的曝光率的回归系数达到 0.908。除此之外, 在 5% 显著性水平上, 滞后 3 期的名人曝光率的回归系数为 0.509。这说明名人投资者在不同媒介下的曝光率对超额收益的影响存在显著的时限差异, 其中, 网络媒介下的关注对收益率的影响最为迅速, 其次为电视媒介, 最后为新闻报纸媒介。从正向影响强度看, 在 3 种不同媒介中, 报纸媒介下的关注度对收益率的影响最大, 高出电视媒介 124.752%, 也高出网络媒介 32.943%。这些证据均表明名人持股企业的股价受其曝光率影响, 名人曝光率越高其投资股票的超额回报越高, H<sub>2</sub> 得到验证。

#### 4.3.2 上市企业网络搜索量与超额收益

孙书娜等<sup>[25]</sup>认为由投资者对企业股票主动关注产生的收益率溢价仅在较短的期限内存在, 随着交易时间的推移, 投资者关注度对收益的影响呈现出反转特征。基于这一考虑, 本研究从投资者主动关注角度, 以投资者对企业网络搜索指数测量关注度进行回归, 检验关注度的反转效应。表 4 给出网络搜索指数与名人持股企业超额收益的回归结果, (5) 列当期网络搜索指数对名人持股企业超额收益在 1% 水平上具有显著的正向影响, 回归系数为 0.173, 但随着期限延长, 网络搜索指数对名人持股企业超额收益的影响呈现出反转特征。由平均拟合优度最大的 (2) 列可知, 滞后 1 期关注度对名人持股企业超额收

表3 名人曝光率与名人投资的个股超额收益的回归结果

Table 3 Regression Results for Celebrity Exposure and Stocks Excess Returns of the Celebrity Investment

| 解释变量          | AR                  | 解释变量          | AR                 | 解释变量          | AR                 | 解释变量          | AR                 |
|---------------|---------------------|---------------|--------------------|---------------|--------------------|---------------|--------------------|
| <i>Ite.L1</i> | 0.683***<br>(0.169) | <i>Tel.L1</i> | -1.723<br>(1.319)  | <i>Npr.L1</i> | 0.743<br>(1.132)   | <i>Exp.L1</i> | 0.195<br>(0.297)   |
|               |                     | <i>Tel.L2</i> | 0.404**<br>(0.158) | <i>Npr.L2</i> | 0.116<br>(0.348)   | <i>Exp.L2</i> | 0.061<br>(0.184)   |
|               |                     |               |                    | <i>Npr.L3</i> | 0.908**<br>(0.399) | <i>Exp.L3</i> | 0.509**<br>(0.223) |
| 常数项           | 0.201<br>(0.606)    |               | 1.361<br>(0.924)   |               | 0.129<br>(1.019)   |               | -0.204<br>(1.048)  |
| 控制变量          | 控制                  |               | 控制                 |               | 控制                 |               | 控制                 |
| 样本观测值         | 4 625               |               | 4 625              |               | 4 625              |               | 4 625              |
| 平均拟合优度        | 0.460               |               | 0.377              |               | 0.427              |               | 0.377              |

注: L1、L2和L3表示滞后1期、滞后2期和滞后3期,以此类推,下同。

表4 网络搜索指数与名人投资的个股超额收益的回归结果

Table 4 Regression Results for Internet Search Index and Stocks Excess Returns of the Celebrity Investment

| 解释变量          | AR                  |                      |                      |                      |                      |
|---------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|               | (1)                 | (2)                  | (3)                  | (4)                  | (5)                  |
| <i>Srh</i>    | 0.041**<br>(0.017)  | 0.155***<br>(0.025)  | 0.168***<br>(0.025)  | 0.152***<br>(0.016)  | 0.173***<br>(0.023)  |
| <i>Srh.L1</i> |                     | -0.208***<br>(0.011) | -0.231***<br>(0.022) | -0.229***<br>(0.021) | -0.213***<br>(0.024) |
| <i>Srh.L2</i> |                     |                      | 0.005<br>(0.013)     | 0.012<br>(0.018)     | 0.011<br>(0.023)     |
| <i>Srh.L3</i> |                     |                      |                      | -0.025<br>(0.014)    | -0.027<br>(0.018)    |
| <i>Srh.L4</i> |                     |                      |                      |                      | -0.004<br>(0.019)    |
| 常数项           | 0.659***<br>(0.212) | 0.682***<br>(0.202)  | 1.306***<br>(0.180)  | 1.535***<br>(0.207)  | 1.432***<br>(0.332)  |
| 控制变量          | 控制                  | 控制                   | 控制                   | 控制                   | 控制                   |
| 样本观测值         | 4 625               | 4 625                | 4 625                | 4 625                | 4 625                |
| 平均拟合优度        | 0.504               | 0.553                | 0.548                | 0.545                | 0.541                |
| $\Delta R^2$  |                     | 0.049                | -0.005               | -0.003               | -0.004               |

益的影响在1%水平上由0.155反转到-0.208。这说明对于名人持股企业,投资者关注度促成的超额收益存在反转特征,不具有可持续性,  $H_2$ 再次得到验证。

#### 4.4 信息不对称对关注度的强化作用检验

本研究以知情交易概率测量股票的信息不对称性,知情交易概率越大,股票的信息不对称程度越高。基于名人持股企业的4 625个有效样本数据进行信

息不对称子样本划分,检验信息不对称对关注度的强化作用。根据知情交易概率的中位数将样本划分为高和低两组,大于等于中位数的样本为信息不对称高组,小于中位数的样本为信息不对称低组,检验信息不对称对关注度与名人持股企业超额收益之间关系的调节作用,表5给出信息不对称的强化效应检验结果,在这里用网络搜索指数测量关注度。由表5可知,关注度对名人持股企业个股超额收益的影响

**表 5 信息不对称强化效应的回归结果**  
**Table 5 Regression Results for the Reinforcing Effect for Information Asymmetry**

| 解释变量          | AR                   |                     |
|---------------|----------------------|---------------------|
|               | 信息不对称低               | 信息不对称高              |
| <i>Srh</i>    | 0.285*<br>(0.162)    | 0.058**<br>(0.024)  |
| <i>Srh.L1</i> | -0.244***<br>(0.075) | 0.207***<br>(0.018) |
| <i>Srh.L2</i> | 0.001<br>(0.069)     | 0.124***<br>(0.032) |
| <i>Srh.L3</i> | 0.019<br>(0.034)     | -0.115**<br>(0.051) |
| <i>Srh.L4</i> | 0.090<br>(0.059)     | -0.030<br>(0.036)   |
| 常数项           | 3.418**<br>(1.470)   | 1.921*<br>(0.923)   |
| 控制变量          | 控制                   | 控制                  |
| 样本观测值         | 2 310                | 2 315               |
| 平均拟合优度        | 0.602                | 0.621               |

注: \*为在10%水平上显著,下同。

在不同信息不对称的样本中存在显著差异。在信息不对称低的样本中关注度对个股超额收益的正向影响仅发生在当期,强度在10%水平上显著为正,回归系数为0.285;而在随后的季度中便出现了反转,在1%水平上显著为负,回归系数为-0.244。但在信息不对称高的样本中关注度对个股超额收益具有持续性的正向影响,并且反转周期更长,在滞后2期以前关注度的影响强度至少在5%水平上显著为正,回归

系数分别为0.058、0.207和0.124;在关注度滞后3期以后影响才出现了反转,关注度的反转强度也在5%水平上显著为负,回归系数为-0.115。上述结果表明,市场投资者对名人持股企业的过度关注引起了股票价格的短期高估,驱动了股票超额收益的产生。但随着时间的延长,关注度对超额收益的正向影响逐渐消失并反转,并且在信息不对称程度越高的股票中,关注引起的价格偏离持续时间越久、反转周期越长,因此, H<sub>3</sub> 得到验证。

**4.5 非理性因素与名人持股企业超额收益的假设检验**

**4.5.1 散户持股比例的调节效应分析**

本研究采用双变量分组方法检验不同散户持股比例下名人持股企业与其他企业的收益差异。在资产组合的构建方面,将样本划分为名人持股样本和非名人持股样本,在两组样本中再根据 *t* 季度的散户持股比例,按季对样本进行5等分的分位数分组,每个季度形成5组投资组合: *Sep1* ~ *Sep5*, 计算每个组合在 (*t*+1) 季度的收益率。*Sep1* ~ *Sep5* 投资组合对应的散户持股比例依次上升。表6给出不同散户持股比例下名人和非名人持股企业股票的个股超额收益分布情况,在不同散户持股比例中,名人持股企业的平均收益远远高于其他企业,且随着散户持股比例的增加,两类企业的已实现收益率差呈现显著的扩大趋势,由散户持股比例最低组的1.0003%增加到最高组的7.481%,上升幅度高达647.876%。采用多空策略组合的形式,多头散户持股比例最高组中名人持股企业并同时空头其他企业,可实现平均7.481%的季度收益率,折合年化收益率高达29.924%。即使利用Fama-French的三因子模型控制因子风险后,这一策略组合的年化收益率仍然达到28.220%。上述结果表明,散户投资者会在名人效应的影响下,对名人持股企业投入更多注意力,并进行实际的交易行为,强化了名人投资股票的收益表现。

由于双变量分组检验方法只能控制单一因素的

**表 6 不同散户持股比例下名人和非名人投资企业股票的超额收益**  
**Table 6 Stocks Excess Returns of the Celebrity and Non-celebrity Investment Firms Under Different Retail Shareholding Ratio**

| 组别      | AR                |                  |                     |                     |                     |
|---------|-------------------|------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|         | <i>Sep1</i> (低)   | <i>Sep 2</i>     | <i>Sep 3</i>        | <i>Sep 4</i>        | <i>Sep 5</i> (高)    |
| 非名人持股企业 | 0.229             | -0.447           | -1.005              | -1.488              | -3.587              |
| 名人持股企业  | 1.2293            | 2.662            | 3.595               | 3.311               | 3.894               |
| 已实现收益率差 | 1.0003<br>(0.546) | 3.109<br>(1.484) | 4.600**<br>(2.319)  | 4.799***<br>(3.079) | 7.481***<br>(4.756) |
| 因子收益率差  | 0.646<br>(0.387)  | 0.778<br>(0.488) | 5.598***<br>(2.978) | 5.243***<br>(3.518) | 7.055***<br>(4.072) |

注:括号内数据为Newey-West方法调整后的t统计量,已实现收益率差和因子收益率差均为名人持股企业-非名人持股企业,下同。

表7 不同投资者情绪下名人与非名人投资企业股票的超额收益

Table 7 Stocks Excess Returns of Celebrity and Non-celebrity Investment Firms Under Different Investor Sentiment

| 组别      | AR                 |                  |                    |                     |                     |
|---------|--------------------|------------------|--------------------|---------------------|---------------------|
|         | Cic1(低)            | Cic2             | Cic3               | Cic4                | Cic5(高)             |
| 非名人持股企业 | -0.126             | -5.376           | -2.825             | 0.022               | 2.935               |
| 名人持股企业  | 0.121              | -4.289           | -0.879             | 4.467               | 8.965               |
| 已实现收益差  | 0.247<br>(0.211)   | 1.087<br>(0.552) | 1.946<br>(1.035)   | 4.445**<br>(2.081)  | 6.030***<br>(3.047) |
| 因子收益差   | -2.071<br>(-1.535) | 0.972<br>(0.587) | -2.184<br>(-1.486) | 4.410***<br>(2.593) | 6.033***<br>(2.591) |

影响,无法同时纳入多个因素,可能导致结果的偏误。为保证结果的稳健性,本研究采用(9)式和(10)式,在同时控制多种影响股票横截面收益率因素后,估计不同散户持股比例下名人持股企业与其他企业的超额收益差。回归结果表明,在散户持股比例低的样本中, $Sta$ 的回归系数为0.008,仅在10%水平上通过检验;在散户持股比例高的样本中, $Sta$ 的回归系数在1%水平上高达0.023。经过1000次抽样的bootstrap方法计算的经验 $p$ 值显示两者的差值为0.014,在1%水平上显著。由此可见,个股中散户投资者比例的增加强化名人持股企业的收益,进一步突显出资产组合检验结果的稳健性。

#### 4.5.2 投资者情绪的调节效应分析

与对散户持股比例分组的方法一样,对投资者情绪进行分组,表7给出不同水平投资者情绪下名人和非名人持股企业股票的个股超额收益分布情况。随着市场投资者情绪的高涨,名人持股企业的收益率呈明显的上升趋势,由投资者情绪最低组的0.121%增加到投资者情绪最高组的8.965%。并且在给定投资者情绪分组中,名人持股企业的收益均高于其他企业,平均高出0.028个收益差。通过多空策略组合,在Cic4和Cic5可分别实现4.445%和6.030%的收益,在控制因子风险后策略组合仍可达到4.410%和6.033%的收益。以上结果直接表明投资者情绪能较大幅度地强化名人持股企业的超额收益。

在控制更多影响因素后,本研究也利用回归分析进行上述结果的稳健性检验,回归结果表明,在投资者情绪高的样本中,两类企业的超额收益差值达到0.010个单位,通过5%水平上的显著性检验;在投资者情绪低的样本中,两者相差仅0.003个单位,且未通过显著性检验。在投资者情绪的作用下,两类企业的超额收益差值并未通过给定水平上的显著性检验,说明两类企业的超额收益不存在统计意义上的差异。从整体看,投资者情绪高的样本中 $Sta$ 的回归系数是投资者情绪低的样本中 $Sta$ 的回归系数的3.333倍,说明投资者情绪显著强化了名人持股企业的超额收益,而这一回归结果也与表7的分组结果一

致,进一步验证了投资者情绪在名人持股效应中的强化作用。

## 5 稳健性检验:内生性问题探讨

### 5.1 基于事件研究法的内生性分析

进一步考虑名人集团在投资企业时可能存在的自选择问题,即资本更倾向于追逐市场表现更好的企业,而远离表现较差的企业。本研究利用事件研究法检验名人持股企业在名人持股前后的收益表现差异,当名人持股企业在事件日前后的超额收益存在显著性差异,且事件日前的平均超额收益低于事件日后,说明名人持股企业的超额回报并不是由投资样本的选择产生的内生性问题导致。

图2给出窗口期内名人持股企业在不同季度的平均超额收益和累计超额收益情况。在名人持股前,样本企业的平均超额收益为负,而在其投资之后样本企业的平均超额收益出现显著上升,在第8个季度以前有持续性正的超额回报。而样本企业的累计超额收益在名人持股前持续下降,约降至-5%左右,在名人持股后,累计超额收益呈现出显著上升趋势,由最低点-5%上升到最高点的15%,年均收益达到6%。

表8给出不同窗口区间内超额收益的 $t$ 检验统计量,在名人持股前的4个季度,样本企业的平均超额收益仅为-1.140%,在名人持股后的4个季度样本企业的平均超额收益达到2.090%,两者相差0.032个单位。但是随着窗口期的延长,样本企业的超额收益也逐渐降低,在第3个和第4个窗口期内分别为1.850%和-1.470%,超额收益出现正负转换,在一定程度上反映出名人投资者的超额收益源于投资者的有限关注。整体看,事件研究揭示出的证据与前文的回归分析一致,进一步佐证了本研究主要实证结果的稳健性。

### 5.2 基于倾向得分匹配方法的内生性分析

本研究基于反事实因果分析框架,从倾向得分匹配的角度再次检验名人持股事件产生的收益表现,采用最近邻匹配、卡尺匹配和核密度匹配3种方法,

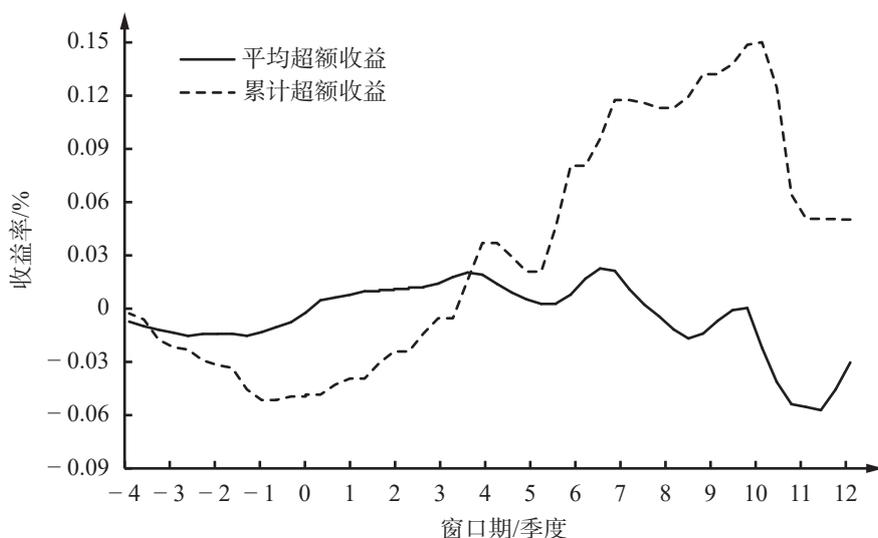


图2 名人投资企业股票的平均超额收益和累计超额收益  
Figure 2 Average and Cumulative Stocks Excess Returns by the Celebrity Investment Firms

表8 名人持股前后股票的超额收益

Table 8 Stocks Excess Returns Before and After Stocks are Held by the Celebrity

| A栏: 区间超额收益     |              |             |             |              |              |
|----------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
|                | 事件区间         |             |             |              |              |
|                | 区间1: [-4, 0] | 区间2: (0, 4] | 区间3: (4, 8] | 区间4: (8, 12] | 区间5: (0, 12] |
| AR均值           | -1.140***    | 2.090***    | 1.850***    | -1.470***    | 1.030***     |
| t 统计量          | -30.224      | 39.674      | 13.147      | -6.004       | 10.927       |
| B栏: 不同区间超额收益差值 |              |             |             |              |              |
|                | 区间2 - 区间1    | 区间3 - 区间1   | 区间4 - 区间1   | 区间5 - 区间1    |              |
|                | AR 均值        | 3.230***    | 2.990***    | -0.330       | 2.170***     |
| t 统计量          | 49.855       | 20.533      | 1.307       | 21.416       |              |

均用于计算样本的相似度<sup>[40]</sup>。本研究以名人持股企业为处理组,以非名人持股企业为对照组,通过控制企业的账面市值比、股票价格的对数、股票总市值的对数、非流动性指标、个股换手率和散户持股比例等匹配特征,计算名人持股产生的超额收益。表9给出倾向得分匹配法的名人持股效应的检验结果,处理组平均效应表明,对于名人持股的企业,名人持股至少在5%水平上产生正超额收益效应,名人持股介入使企业股价产生2.134%、2.559%和2.564%的超额收益。控制组平均效应表明,对于非名人持股的企业,在反事实框架假设下若被名人持股,其股价也会产生1.370%、1.559%和2.484%的超额收益。整体看,对于全部样本名人持股产生的总体平均效应分别达到1.374%、1.559%和2.485%。上述各类型的处理效应说明名人持股企业在超额收益上显著高出非名人持股企业,再次验证本研究的实证结果。

表9 基于倾向得分匹配法的名人持股效应分析结果

Table 9 Analysis Results for the Effect of Celebrity Shareholding Based on the Propensity Score Matching

| 类别      | 最近邻匹配              | 卡尺匹配                | 核匹配                 |
|---------|--------------------|---------------------|---------------------|
| 处理组平均效应 | 2.134**<br>(2.342) | 2.559***<br>(3.011) | 2.564***<br>(3.052) |
| 控制组平均效应 | 1.370**<br>(2.212) | 1.559**<br>(2.065)  | 2.484***<br>(3.042) |
| 总体平均效应  | 1.374**<br>(2.062) | 1.559**<br>(2.032)  | 2.485**<br>(2.031)  |

注:括号内数据为处理效应的z统计量,由1000次bootstrap抽样计算得到。

6 结论

本研究以名人股市“掘金”现象为切入点,将投

投资者有限关注理论与信息不对称理论相结合,研究中国名人群体的股市投资行为及其对股市产生的影响。研究表明,①中国股票市场存在显著的名人持股效应,与非名人持股企业相比,名人持股企业超额收益更高,年均复合收益高达8.740%。事件研究和倾向得分匹配分析法表明,名人持股企业的超额收益不是由投资企业选择的内生性问题导致。②名人持股企业获得的关注度越高其股票超额收益越高,但关注度对超额收益的正向影响存在反转特征。并且,企业信息不对称程度越高,关注度对名人持股企业超额收益的正向影响越持久,反转需要的周期越长。③以散户持股比例和投资者情绪为代表的非理性因素显著强化了名人持股企业对股票超额收益的正向影响,散户持股比例越大、投资者情绪越高,名人持股企业的超额收益表现越好。

本研究结果对实践的启示有:①政策监管部门要合理引导投资者树立长期投资理念,避免盲目追逐板块热点跟风炒作。由于资金的不对称性,名人投资者在股票交易中有更强的流动性优势,普通投资者的跟风买卖在很大概率上会陷入“追涨杀跌”的陷阱,产生巨大损失的同时也加剧了市场波动。当前,中国股票市场的投资者教育多集中在线上宣传,缺乏线下活动,普及度较低。相关部门应当强制要求证券投资者在开户前参与必要的教育课程学习,达到规定的要求才予以开立交易账户。②鉴于名人持股企业因投资者关注而产生的超额收益是股票错误定价的主要来源,理性投资者的套利行为可有效降低名人投资者对市场的不对称影响。但目前中国证券市场的卖空渠道有限,制定政策的部门应当降低A股市场的套利限制,在融资融券的基础上进一步完善卖空机制,降低套利成本。

本研究通过构建投资者组合和回归分析等方法研究中国A股市场的名人持股效应,并利用投资者有限关注理论解释这一效应产生的原因机制。但实际上部分名人投资者不纯粹是财务投资者,而是与企业有战略合作。受制于数据获取的难度,这些战略合作带来的二级市场股价反应并未纳入本研究分析框架,未来研究可考虑排除此类影响。

#### 参考文献:

- [1] 武佳薇,汪昌云,陈紫琳,等. 中国个人投资者处置效应研究: 一个非理性信念的视角. *金融研究*, 2020(2): 147-166.  
WU Jiawei, WANG Changyun, CHEN Zilin, et al. A study of disposition effect among China's individual investors: the perspective of irrational beliefs. *Journal of Financial Research*, 2020(2): 147-166.
- [2] 李志生, 金陵. “国家队”救市、股价波动与异质性风险. *管理科学学报*, 2019, 22(9): 67-81.  
LI Zhisheng, JIN Ling. The “national team” bailout, stock price volatility and idiosyncratic risk. *Journal of Management Sciences in China*, 2019, 22(9): 67-81.
- [3] 易志高, 李心丹, 潘子成, 等. 公司高管减持同伴效应与股价崩盘风险研究. *经济研究*, 2019, 54(11): 54-70.  
YI Zhigao, LI Xindan, PAN Zicheng, et al. The peer effects of managers' stock selling and stock price crash risk. *Economic Research Journal*, 2019, 54(11): 54-70.
- [4] 田利辉, 王可第. 打破“政商旋转门”如何影响股价崩盘风险: 基于中组部18号文的准自然实验. *当代财经*, 2019(4): 49-61.  
TIAN Lihui, WANG Kedi. How will breaking the politics-business revolving door affect stock price crash risks: a quasi-natural experiment based on No.18 document of the organization department of the central committee of CPC. *Contemporary Finance & Economics*, 2019(4): 49-61.
- [5] JIN S V. “Celebrity 20 and beyond!” Effects of facebook profile sources on social networking advertising. *Computers in Human Behavior*, 2018, 79: 154-168.
- [6] 石国亮, 曲俊燕, 李培晓. 明星慈善对青少年影响的深层透视. *中国青年研究*, 2014(4): 73-78.  
SHI Guoliang, QU Junyan, LI Peixiao. The deep insight into the star charity on the impact of youth. *China Youth Study*, 2014(4): 73-78.
- [7] 郭新茹, 黄舒沁. 明星效应与中国电影票房的实证研究. *现代传播: 中国传媒大学学报*, 2017, 39(12): 120-125.  
GUO Xinru, HUANG Shuqin. An empirical study of the star effect and Chinese movie box office. *Modern Communication: Journal of Communication University of China*, 2017, 39(12): 120-125.
- [8] MARSHALL P D. *Celebrity and power: fame in contemporary culture*. Minnesota: University of Minnesota Press, 1997: 8-14.
- [9] DRIESSENS O. Celebrity capital: redefining celebrity using field theory. *Theory and Society*, 2013, 42(5): 543-560.
- [10] HUNTER E J, BURGERS J H, DAVIDSSON P. Celebrity capital as a strategic asset: implications for new venture strategies//LUMPKIN G T, KATZ J A. *Advances in Entrepreneurship, Firm Emergence and Growth: Entrepreneurial Strategic Content*, 2009(11): 137-160.
- [11] PRINGLE H, BINET L. How marketers can use celebrities to sell more effectively. *Journal of Consumer Behaviour*, 2005, 4(3): 201-214.
- [12] 金永生, 王睿, 陈祥兵. 企业微博营销效果和粉丝数量的短期互动模型. *管理科学*, 2011, 24(4): 71-83.  
JIN Yongsheng, WANG Rui, CHEN Xiangbing. A short-term interactive model on the relationship between enterprise microblogging marketing effect and followers' number. *Journal of Management Science*, 2011, 24(4): 71-83.
- [13] 尚玮, 李珊, 李蔚. 明星代言人负面事件相关影响研究. *财经问题研究*, 2010(11): 116-124.  
SHANG Wei, LI Shan, LI Wei. The impact of negative events of brand endorsers on the brands. *Research on Financial and Economic Issues*, 2010(11): 116-124.
- [14] 杨永忠, 杨镒民. 基于PCI分析框架的中国超级明星市场低效率现象研究. *山东大学学报(哲学社会科学版)*, 2018(4): 64-72.  
YANG Yongzhong, YANG Yimin. Research on the inefficiency of Chinese superstar market based on PCI. *Journal of Shandong University (Philosophy and Social Sciences)*, 2018(4): 64-72.
- [15] LEPORI G M. A nonrandom walk down Hollywood boulevard: celebrity deaths and investor sentiment. *The Financial Review*, 2021, 56(3): 591-613.
- [16] PERUMPRAL S, COMBS H W, TORABZADEH K. The effect of

- celebrity endorsement announcements on stock prices//HAWES J M. *Proceedings of the 1989 Academy of Marketing Science (AMS) Annual Conference*. Switzerland: Springer International Publishing, 2015: 310-314.
- [17] VAN NOREL N D, KOMMERS P A M, VAN HOOF J J, et al. Damaged corporate reputation: can celebrity tweets repair it?. *Computers in Human Behavior*, 2014, 36: 308-315.
- [18] 酃金梁, 何诚颖, 廖旦, 等. 舆论影响力、有限关注与过度反应. *经济研究*, 2018, 53(3): 126-141.  
LI Jinliang, HE Chengying, LIAO Dan, et al. Opinion leadership, limited attention and overreaction. *Economic Research Journal*, 2018, 53(3): 126-141.
- [19] 刘杰, 陈佳, 刘力. 投资者关注与市场反应: 来自中国证券交易所交易公开信息的自然实验. *金融研究*, 2019(11): 189-206.  
LIU Jie, CHEN Jia, LIU Li. Investor attention and market reaction: a natural experiment based on trading information disclosure from stock exchanges in China. *Journal of Financial Research*, 2019(11): 189-206.
- [20] ZHANG Y J, AN Y H, FENG X, et al. Celebrities and ordinaries in social networks: who knows more information?. *Finance Research Letters*, 2017, 20: 153-161.
- [21] JIANG G H, LEE C M C, ZHANG Y. Information uncertainty and expected returns. *Review of Accounting Studies*, 2005, 10(2/3): 185-221.
- [22] 朱红兵, 张兵. 价值性投资还是博彩性投机? 中国A股市场的MAX异常研究. *金融研究*, 2020(2): 167-187.  
ZHU Hongbing, ZHANG Bing. Investment or gambling? The MAX anomaly in China's A-share stock market. *Journal of Financial Research*, 2020(2): 167-187.
- [23] 彭叠峰, 饶育蕾, 雷湘媛. 有限关注、噪声交易与均衡资产价格. *管理科学学报*, 2015, 18(9): 86-94.  
PENG Diefeng, RAO Yulei, LEI Xiangyuan. Limited attention, noise trading and asset price in equilibrium. *Journal of Management Sciences in China*, 2015, 18(9): 86-94.
- [24] MCLEAN R D, PONTIFF J. Does academic research destroy stock return predictability?. *The Journal of Finance*, 2016, 71(1): 5-32.
- [25] 孙书娜, 孙谦. 投资者关注和股市表现: 基于雪球关注度的研究. *管理科学学报*, 2018, 21(6): 60-71.  
SUN Shuna, SUN Qian. Investor attention and market performance: evidence based on "xueqiu attention". *Journal of Management Sciences in China*, 2018, 21(6): 60-71.
- [26] TSAI C. Diffusion of optimistic and pessimistic investor sentiment: an empirical study of an emerging market. *International Review of Economics & Finance*, 2017, 47: 22-34.
- [27] 邵新建, 何明燕, 江萍, 等. 媒体公关、投资者情绪与证券发行定价. *金融研究*, 2015(9): 190-206.  
SHAO Xinjian, HE Mingyan, JIANG Ping, et al. The management of media public relation, investor sentiment and security offerings. *Journal of Financial Research*, 2015(9): 190-206.
- [28] 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. *中央财经大学学报*, 2017(7): 45-53.  
SHI Yong, TANG Jing, GUO Kun. The study of social media investor attention and sentiment's influence on Chinese stock market. *Journal of Central University of Finance & Economics*, 2017(7): 45-53.
- [29] 谭浩, 吴卫星. 股东为什么在解禁后会减持股票? 基于背景风险分析的股票解禁效应研究. *中国管理科学*, 2018, 26(7): 9-17.  
TAN Hao, WU Weixing. The study of price impact of shares lockup expiration considering background risk. *Chinese Journal of Management Science*, 2018, 26(7): 9-17.
- [30] CHA M, BENEVENUTO F, HADDADI H, et al. The world of connections and information flow in Twitter. *IEEE Transactions on Systems, Man, and Cybernetics: Part A: Systems and Humans*, 2012, 42(4): 991-998.
- [31] BARBER B M, ODEAN T. All that glitters: the effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *The Review of Financial Studies*, 2008, 21(2): 785-818.
- [32] CHEMMANUR T J, YAN A. Advertising, attention, and stock returns. *The Quarterly Journal of Finance*, 2019, 9(3): 1950009-1-1950009-51.
- [33] 黄灿, 李善民. 股东关系网络、信息优势与企业绩效. *南开管理评论*, 2019, 22(2): 75-88, 127.  
HUANG Can, LI Shanmin. Shareholders link network, information advantage and firm performance. *Nankai Business Review*, 2019, 22(2): 75-88, 127.
- [34] 易志高, 茅宁. 中国股市投资者情绪测量研究: CICSII的构建. *金融研究*, 2009(11): 174-184.  
YI Zhigao, MAO Ning. Research on the measurement of investor sentiment in Chinese stock market: the CICSII's construction. *Journal of Financial Research*, 2009(11): 174-184.
- [35] AMIHUD Y. Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 2002, 5(1): 31-56.
- [36] ROODMAN D, NIELSEN M Ø, MACKINNON J G, et al. Fast and wild: bootstrap inference in stata using boottest. *The Stata Journal: Promoting Communications on Statistics and Stata*, 2019, 19(1): 4-60.
- [37] 于琴, 张兵, 虞文微. 新闻情绪是股票收益的幕后推手吗. *金融经济研究*, 2017, 32(6): 95-103.  
YU Qin, ZHANG Bing, YU Wenwei. Are the emotions of news a wire-puller of stock returns?. *Financial Economics Research*, 2017, 32(6): 95-103.
- [38] BAE K H, WANG W. What's in a "China" name? A test of investor attention hypothesis. *Financial Management*, 2012, 41(2): 429-455.
- [39] BELENZON S, CHATTERJI A K, DALEY B. Eponymous entrepreneurs. *American Economic Review*, 2017, 107(6): 1638-1655.
- [40] CALIENDO M, KOPEINIG S. Some practical guidance for the implementation of propensity score matching. *Journal of Economic Surveys*, 2008, 22(1): 31-72.

## Investor's Attention, Information Asymmetry and Celebrity Shareholding Effect

ZHU Hongbing<sup>1</sup>, WANG Wanjing<sup>2</sup>, ZHANG Bing<sup>2</sup>

1 Business School, Hohai University, Nanjing 210098, China

2 Business School, Nanjing University, Nanjing 210093, China

**Abstract:** The phenomenon of celebrity investors making profits from the stock market is increasingly prevalent. Under the diversified asset allocation strategy, investing in stocks has become one of the main investment ways for celebrities. The influence of celebrities on the stock market has become increasingly evident as celebrity concept stocks have appeared in various brokerage trading software. While most of the studies have focused on the influence of institutional investors, corporate executives and governments on the stock market, there is little literature on the influence of socially influential celebrity investors on the stock market, examining the impact of such large investors with capital advantages.

Based on the list of Chinese celebrities released by Forbes, we select the listed celebrities between 2012 and 2018 and use web crawler technology to obtain the data of listed companies invested by celebrities to empirically study the stock holding effect of celebrity investors. On this basis, we analyze the impact of celebrities' exposure under different channels on stock excess returns from the limited attention theory of investors. Further, the degree of stock information asymmetry is measured by the probability of informed trading, the degree of irrationality of stocks is measured by the dispersion of shares outstanding and investor sentiment, and the moderating effects of information asymmetry and investor irrationality on attention are tested by asset portfolio and multiple regression.

The results show that there is a significant celebrity shareholding effect in the Chinese stock market. Compared to non-celebrity holdings, the excess returns of companies invested by celebrities are higher, with a compound annualized return of 8.740%. The results of event studies and propensity score matching analysis suggest that the excess returns of celebrity are not caused by endogeneity issues in the selection of investment targets. Combining the evidence of celebrity exposure and listed companies' web search index, the study finds that investors' attention to celebrity-held companies is the source of excess returns, but the positive effect of attention reverses with the lag of attention. Moreover, information asymmetry of firms moderates the effect of attention, and the higher the information asymmetry of listed firms, the greater the positive effect of attention on excess returns of celebrity-held firms and the longer the reversal period. The further study shows that retail investor size and investor sentiment reinforce the excess returns of the stock purchased by the celebrity.

The study empirically confirms the celebrity shareholding effect in the Chinese stock market and reveals that the diversion of investors' attention is the reason behind it. The findings of the study not only help to better understand the investment behavior of celebrities and its impact on the stock market, which enriches the literature on investor types and stock price performance, but also provide a policy-making reference for regulators to regulate and guide large investors to invest reasonably and protect the interests of small and medium-sized investors.

**Keywords:** limited attention; information asymmetry; celebrity investors; excess returns; investor sentiment

**Received Date:** January 6<sup>th</sup>, 2021      **Accepted Date:** June 11<sup>th</sup>, 2021

**Funded Project:** Supported by the Fundamental Research Funds for the Chinese Central Universities (B210201043)

**Biography:** ZHU Hongbing, doctor in economics, is a lecturer in the Business School at Hohai University. His research interests cover empirical asset pricing, financial measurement, and risk management. His representative paper titled "Investment or gambling? The MAX anomaly in China's A-share stock market" was published in the *Journal of Financial Research* (Issue 2, 2020). E-mail: [zhuhong\\_bing@163.com](mailto:zhuhong_bing@163.com)

WANG Wanjing is a Ph.D candidate in the Business School at Nanjing University. Her research interests include empirical asset pricing and investor interest protection. E-mail: [wangwanjing0515@163.com](mailto:wangwanjing0515@163.com)

ZHANG Bing, doctor in management, is a professor in the Business School at Nanjing University. His research interests include financial markets and empirical asset pricing. His representative paper titled "The research of trading mechanism of China's capital market" was published in the *Journal of Management World* (Issue 12, 2020). E-mail: [zhangbing@nju.edu.cn](mailto:zhangbing@nju.edu.cn) □