

社交媒体对资本市场影响研究进展*

郑建东 郭峰

摘要:信息在资本市场中发挥着基础性作用,而社交媒体的出现深刻改变了信息的生产和传播方式。本文在阐述资本市场的运行结构和信息传播过程以及社交媒体的主要类型和特征后,将资本市场的信息传播过程分解为上市公司信息披露、信息传输、投资者反应和管理层响应四个阶段,重点综述了社交媒体在这四个部分中扮演的角色。研究表明:社交媒体丰富了公司信息披露的形式和传播媒介,同时去中心化的信息传播方式也增强了投资者的信息获取能力,进而对公司的回复策略和公司治理产生了重要影响。同时,本文也讨论了社交媒体在资本市场深度渗透产生的一些新问题,并针对性地提出了未来的几个研究方向。

关键词:社交媒体 信息中介 信息披露 资本市场 有效市场

一、引言

信息是资本市场运行的关键因素,在资本市场中发挥着基础性作用,信息的传播方式和传播效率关系着资本市场的有效运行。随着信息通信技术(ICT)和Web2.0技术的发展,一种新兴信息中介——社交媒体(social media)应运而生,它去中心化的信息传播方式深刻变革了信息传播的逻辑,同时,它较低的参与成本和网络化传播的速度也改变了人们信息获取与情感交流的方式,对经济社会产生了重要影响(Allcott & Gentzkow, 2020; Enikolopov et al., 2020; Zhuravskaya et al., 2020)。同时,社交媒体的进一步发展也衍生出一些专业性的财经社交媒体。在国内外的资本市场,东方财富网股吧、雪球网、互动平台(上证e互动与深交所互动易)、Stocktwits、Seeking Alpha等社交媒体平台已经成为广大投资者和其他市场参与者重要的信息获取和情绪宣泄平台。这些专业性的财经社交媒体平台不仅影响着投资者对信息的处理,而且对其他市场参与者也有重要影响,对资本市场的有效运行产生了不可忽视的作用。鉴于社交媒体的重要性,本文将系统梳理社交媒体对资本市场影响的理论框架与研究进展,从而为后续相关研究提供参考。

社交媒体对资本市场的重要性源于市场的非有效性。资本市场的主要功能是优化资金配置,这是因为一方面企业家有好的商业想法但缺乏足够的资金,另一方面资本市场中大量投资者存有闲余的资金但没有好的投资项目。在现实资本市场中,投资者的有限理性特征以及企业家策略性披露部分信息的行为使得投资者与企业家之间存在信息不对称,这可能导致资本市场功能的崩溃和市场运行低效率。例如,如果投资者与企业家的信息不对称程度高,则股票价格无法及时准确地反映公司的信息。此时,即便公司有好的商业项目也可能由于投资者不了解而导致较高的融资成本,迫使企业放弃好的投资项目;而公司较差的项目也可能被高估,从而获得较低的融资成本,最终导致资源错配,即资本市场失去优化资金配置的功能。由于信息不对称问题的存在,监管机构、金融机构和信息中介成为促成投资者与企业家之间达成交易的必要因素。可见,在现实市场中,投资者的有限理性

* 郑建东,西北大学经济管理学院,邮政编码:710119,电子邮箱:zheng_jiandong@126.com;郭峰(通讯作者),上海财经大学公共经济与管理学院,邮政编码:200433,电子邮箱:guo.feng@mail.sufe.edu.cn。感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。

特征使得投资者对信息处理产生需求,进而使得社交媒体等信息中介有了用武之地。

投资者有限理性的特征意味着投资者处理信息是有成本的。Blankespoor et al.(2020)将投资者处理信息的成本划分为三个部分,即意识成本(awareness cost)、获取成本(acquisition cost)和整合成本(integration cost)。由于信息处理成本的存在,从上市公司披露信息,到投资者接收和处理信息,然后通过市场交易反映在股价上,最后上市公司还可能基于市场反应做出进一步响应,这是一个需要耗费成本(包括显性成本和机会成本)的过程。为了更加全面深入地分析社交媒体在资本市场中的作用,我们将上市公司与投资者之间的信息传播过程划分为四个阶段,即上市公司信息披露、信息传输、投资者反应和管理层响应阶段,然后基于这四个阶段分别梳理社交媒体在资本市场中所扮演角色的相关文献,并提出未来的研究方向。

虽然社交媒体本质上也是一种信息中介,同时目前已有学者对传统信息中介(如传统媒体、证券分析师等)进行了大量研究,但社交媒体与传统信息中介在功能和属性上存在较大差异,这使得适用传统信息中介的结论不一定适合社交媒体,因而有必要对社交媒体在资本市场中的作用研究进行系统梳理和总结。社交媒体与传统信息中介最显著的差异在于,传统信息中介的信息传播模式是中心化的,即信息从中心化的信息拥有者扩散传播到投资者,在这种情况下,投资者是信息的被动接受者,投资者之间难以互动协调进而形成集体行动。社交媒体则是去中心化的,所有用户既是信息的需求者,也可能是信息的供给者,而且用户之间的相互交流也可能产生一些增量价值。此外,在资本市场的运行中,社交媒体也会与其他信息中介(传统媒体、证券分析师等)、审计师、监管机构等市场参与者互动,从而共同构成资本市场的信息生态系统。因此,在研究中,学者们不仅需要考察社交媒体对信息传播过程本身的影响,还需要考察社交媒体对其他市场参与者的影响。

目前,关于社交媒体在资本市场中所扮演角色的相关研究已经较多,学者们也从各个角度对其进行了分析,但由于社交媒体对资本市场的影响涉及多个方面,仍有一些领域需要进一步研究。为了推动该领域的后续研究,同时给其他学者提供参考,本文将就社交媒体在资本市场中的角色从理论基础到实证研究进展进行系统梳理,并提出未来可能的研究方向。

二、资本市场结构与信息传播过程

由于社交媒体是一种新兴的信息中介,因而我们只有了解信息在资本市场中的传播过程及该过程中存在的问题,才能更好地分析社交媒体在资本市场中所扮演的角色。本部分所讨论的资本市场信息传播过程为随后系统分析和梳理社交媒体在资本市场角色的相关研究提供了一个分析框架。

(一)从理想到现实:资本市场的结构框架

在没有任何信息摩擦的理想资本市场中,投资者是完全理性的,能够及时无成本地获得并处理所有信息并做出最优决策。在这种情况下,企业家披露了所有私有信息,而投资者通过企业披露的信息可以完全了解项目的前景,从而做出最优决策并购买公司股票,促使信息融入股价,使得股票价格成为信息的综合统计量,同时企业家也可以通过直接融资实践自己的想法。可以说,在理想的资本市场中,投资者与企业家之间不存在信息摩擦,投资者能够无成本地获得并处理所有相关信息并做出最优决策,而且在这种情况下,理性投资者不需要数据提供商、传统媒体、证券分析师、社交媒体等信息中介提供和解读信息,也不需要监管机构等规范公司的信息披露。可见,在理想的资本市场中,信息传播过程直接从公司披露信息到投资者反应,中间无需信息中介。

然而,现实并非如此。大量的理论、实证、心理学实验表明,投资者并非完全理性的。行为金融学认为投资者是有限理性的,即一方面投资者在决策时受到信息认知能力、获取能力和整合能力等限制,另一方面投资者存在认知和决策偏差,例如过度自信、损失厌恶、框架依赖、从众行为等(Barberis & Thaler, 2003),从而使投资者无法理性地处理所有信息并做出最优决策。此外,资本市场中还存在有限套利(limited arbitrage),即由于交易成本、市场流动性不足、法律和监管限制等风险的存在,使投资者可能无法完全消除价格偏离,从而无法获得无风险的套利机会。投资者的有限理性特征与投资

者和企业家之间因激励冲突所产生的信息不对称和逆向选择问题可能导致资本市场功能崩溃,即表现好的项目因融资成本高而被放弃,而差的项目则可能获得过多的融资,最终导致资源错配和市场运行低效率,资本市场失去优化资源配置的功能。可见,信息问题是资本市场面临的核心问题之一,缓解投资者与企业家之间的信息不对称至关重要。对于资本市场信息问题的解决办法包括:一是企业家与投资者之间订立提供最优激励的合同,促使企业全面披露私有信息,从而缓解错误估值问题(Kreps,1990);二是监管机构制定相关制度并要求企业全面披露其私有信息;最后,由于信息处理能力的限制,投资者对诸如数据提供商、金融分析师、评级机构、媒体等信息中介机构的需求增加,这些信息中介能够在一定程度上缓解信息不对称问题(Healy & Palepu,2001)。

根据上述分析,资本市场的运行结构包含两个过程:一方面是资金的流动过程,即资金从投资者流向公司的过程;另一方面是信息的流动过程,即信息从企业流向投资者的过程。就资金流动过程而言,资金可以直接从投资者流向企业(如私募股权和天使融资),或者资金先从投资者流向金融中介(如银行),然后再从金融中介流向企业。就信息流动过程而言,公司可以通过财务报告和新闻发布等方式直接与投资者沟通,也可以通过金融中介或信息中介(如金融分析师)进行沟通。在资金和信息流动过程中,还需要审计师和监管机构对契约、法规等进行监督。可以看出,社交媒体作为一种新兴的信息中介,可能直接作用于投资者、企业家、监管机构、其他信息中介和金融中介。因此,社交媒体对整个资本市场的影响取决于各方因素的共同作用。

(二)资本市场中的信息传播过程

根据传播学对信息传播过程的分析,信息传播的基本过程包括传播者(信源)、受传者(信息的接收者和反应者)、信息、媒介、反馈等五个要素。因此,为了更加清晰地分析社交媒体在资本市场中的角色,借鉴 Blankespoor(2018)等的做法,本文将资本市场信息传播过程简化为:公司信息披露、信息传输、投资者反应和管理层响应四个阶段。下面对每个阶段的信息传播过程进行详细阐述。

1. 公司信息披露

在披露信息时,企业需要确认披露信息的内容、形式和主体。企业对披露信息的选择直接影响投资者的信息处理成本,包括意识成本、获取成本和整合成本等。因此,企业会谨慎选择合适的方式披露信息,以实现自己的目的。公司信息披露的方式主要包括:(1)披露内容的选择。例如,企业选择披露信息范围从客观和可验证的信息(如销售额、利润率等)到主观和不太可能验证的信息(如产品质量、影响销售的内外因素等)。(2)信息披露形式的选择,即企业需要确定以何种形式呈现信息。企业首先选择披露信息使用的形式(包括文本、图像、音频和视频),然后选择披露的呈现属性。其中,对于文本披露,企业的选择会影响叙述属性(如情感或语气、可读性、语言的正式程度、信息的顺序等);对于非结构化音频或视频披露的信息,会不可避免地嵌入一些非语言属性(如语调、口音、语速、音量、面部表情等其他表达性行为)。此外,披露时间的选择也会对投资者信息处理产生影响。(3)信息披露主体的选择。发布信息的人称与身份所带来的可信度和对用户的影响程度也是有差异的,比如发布信息的人称采用公司(第三人称)、我们(集体第一人称)还是我(第一人称),发布信息者的身份是CEO、CFO还是其他高级管理层,都可能带来不同的信息处理结果。

2. 信息传输

信息传输是指管理层在确定信息内容和形式后,信息通过何种方式分发或传输至投资者,常见的传输渠道包括新闻公告、股东大会、传统媒体、社交媒体等,也可能涉及其他市场参与者,比如审计师和监管机构等。管理层对于信息传输过程中渠道的选择可以与诸如文本、图像、音频、视频等信息形式共同确定,但在选择传输渠道的数量和渠道具体使用上,仍具有相当的灵活性。不同的信息传输渠道即传播媒介是信息的搬运者,也是将传输过程中的各种因素相互连接起来的纽带。受限于认知、获取和整合信息的能力,投资者对信息的处理能力依赖于传播媒介的框架效应,即传播媒介对信息的表述方式会限制投资者的信息处理能力,因而管理层对信息传输渠道的选择相当重要。进一步而言,投资者有限的信息处理能力也会产生对诸如数据供应商、传统媒体、证券分析师等信息中介的

需求。这样,在信息传输过程中信息中介也会发挥作用。此外,由于企业会策略性地选择披露的信息内容和信息渠道,因而该过程还需受到监管机构和审计师的监督。因此,该过程需要从两方面进行分析:一是社交媒体对信息传输渠道选择的影响;二是社交媒体与其他市场参与者如何发生交互作用。

3. 投资者反应

投资者在获取公司披露的信息后,可以通过资本市场行动或通过向管理层提供书面和口头交流来响应这些披露,并且投资者的反应主要取决于从披露中提取和解释的信息及其可信度。投资者的信息获取和整合包括获取和解读客观的定量信息(如销售额)与定性信息(如对未来业绩有影响的某些事件)。此外,信息也可以从呈现属性中反映出来,例如文字所传达的语气或情感以及其他非语言的表达行为。过往文献表明,投资者会对公司披露的诸如正负面情感、语言的生动性、自信程度等语言特征做出反应(Mayew & Venkatachalam, 2012; Hales et al., 2018)。企业的交流选择还可以通过改变可获得的信息内容和提取信息的难易程度来影响投资者的反应。例如,信息质量(Barton & Mercer, 2005)、信息的可验证性(Hutton et al., 2003)都会影响投资者评估该信息的可信度。投资者会评估提供信息的实体或个人的可信度,如他们获取信息的渠道、经验以及与该信息相关的激励,从而做出交易决策。为此,投资者会结合提供者此前的信息及公司交流中的线索(如语言的正式程度和非语言的表达行为等)评估披露信息的可信度进而做出反应(Kimbrough & Wang, 2014; Blankespoor et al., 2017)。有的学者发现,如果披露的信息与个别管理者有较强关联,投资者的反应会有所不同,这表明投资者与信息提供者的关系以及对其信任程度会影响感知的披露可信度(Elliott et al., 2012; Asay et al., 2018)。

4. 管理层响应

投资者对公司披露的信息做出反应后,管理层必须对投资者反应进行响应。管理层的响应包括两个方面:一是对投资者的要求进行进一步的信息披露;二是改变诸如公司治理、经营行为等公司行为以回应投资者的诉求。管理层响应的第一步是简单地监测,例如在电话会议、年会及私下交流中听取投资者和分析师的问题和评论,或者是更隐蔽的监测活动,比如监测媒体文章和社交媒体论坛等。观察到投资者的反应后,管理层可以选择忽略相关言论,或者通过与投资者的私下沟通或资本市场的公开声明进行披露回应,或者改变企业的经营决策(Blankespoor, 2018)。在选择回应之前,管理层会考虑潜在的资本市场收益以及各种成本与风险,例如直接披露成本、专有成本和诉讼风险(Beyer et al., 2010)。由于它们可能影响投资者反应并因此影响企业的披露成本和收益,管理层自然有动机调整他们的信息选择、信息形式和披露渠道。在管理层对投资者言论做出回应前,如果最初的沟通是公开的,企业必须考虑投资者将如何解读管理层不做出回应的反应。Hollander et al. (2010)发现,如果管理层在电话会议上不回答问题,投资者会对此做出负面解释,可能是因为他们认为管理层在隐瞒坏消息。但是,选择回应也可能会向外部传递不好的信号,并增加投资者对管理层未来回应的期望。总体来说,管理层在做出回应前需要仔细考虑投资者对管理层回应的反应,以免引发潜在的风险。

三、社交媒体的概念内涵与主要特征

在前文叙述中,我们一直使用“社交媒体”这一概念,事实上,社交媒体概念从诞生起,虽然核心特质不变,名称却经过多次演化才演变成这一术语。此外,社交媒体是一种在线交流平台的统称,但是形式多样,功能属性也存在较大差异。

(一) 社交媒体的概念与类型

社交媒体这个词首次出现在1994年东京的一个在线媒体Matisse中(Aichner et al., 2021),该平台是商业互联网初期第一个社交媒体平台。在社交媒体研究中,学术界并未始终采用“社交媒体”这一术语。根据Aichner et al. (2021)的统计,1994—2019年的25年间,学术界还使用过“虚拟社区”

(virtual communities)、“社交网络”(social networks)、“社交网络服务”(social networking services)、“在线社交网络”(online social network)等社交媒体的同义词术语。虽然这些术语存在微小差异,但基本都描述了同一事物。总体而言,它们大致可以分为三类,即社交媒体、社交网络与虚拟社区。这三个概念在每个时期的主导地位有所不同:1997—2002年,虚拟社区是主导术语;社交网络在2005年至2009年占主导地位;直到2010年,研究者才开始逐渐使用社交媒体这一术语。此外,也有学者使用“互联网股票留言板”(Internet Stock Message Boards)概念指代社交媒体(Antweiler & Frank, 2004; Das & Chen, 2007; Ang et al., 2021),但该概念主要代指财经类社交媒体论坛。关于社交媒体的具体内涵,各个时期对其概括有所差异,当前认可度最高的是Kaplan & Haenlein(2010)的定义,即社交媒体是一组基于Web 2.0理念和技术基础之上的互联网应用,它允许用户创作内容并进行交换。

在现实应用中,社交媒体一般是指各种在线交流平台的泛称,包括博客、商业网络、论坛、微博、照片共享、产品评论、社交游戏、社交网络、视频分享和虚拟世界等。总体而言,社交媒体大致可分为以下五类:(1)网络论坛(Bulletin Board System, BBS),通常是指以各种话题讨论为主的论坛,一般只有注册用户才可以在该平台上发布感兴趣的主体或提出某个问题,然后大家一起参与讨论或进行解决,其他用户可以进行点赞、评论和转发,网络论坛主要用于彼此交流讨论特定主题、传播公开信息等,如知乎、Quora等。(2)即时通信,一般网络用户需要相互添加好友之后才能进行信息交流,个体用户之间可以传输文字信息、语音、视频、文件等,部分平台还允许用户间建立群组 and 朋友圈,群组内用户可以共同交流,并发布动态、分享照片和视频,如微信、Facebook、WhatsApp等。(3)博客(Blogger),一种以个体为中心的社会化媒体,用户可以在个人主页中发布个人观点、经验、知识等内容,以文字为主,也可以包含图片、视频等,如新浪博客等。(4)微型博客(简称微博),它允许用户以短文本、图片、视频等形式发布信息,并与其他用户进行互动交流(如私信、点赞、收藏、评论、转发等),同时用户可以通过关注其他用户或话题来获取感兴趣的内容,典型的如Twitter、微博等。(5)视频平台,其类似于微博,但内容以视频为主。视频平台是提供在线视频服务的网站,用户可以观看、上传、分享、点赞、评论和收藏各种类型的视频内容,如YouTube、抖音、快手等。

此外,部分社交媒体平台开始专注于向广大投资用户提供专业性服务,成为更专业的财经社交媒体。这些专业财经社交媒体通常融合了博客、微博、网络论坛等多种形式,用户可以在这些平台上解读公司公告、阅读分析师研报或发表个人观点,也可以分享投资经验或预测股价走势,与其他投资者进行互动(如阅读、点赞、评论、转发或关注其他用户)等。例如,东方财富股吧、雪球投资社区、网络互动平台(互动易与上证e互动)、Seeking Alpha、Estimize等都是专业性财经社交媒体平台。这些社交媒体平台不断地广延和深化,拓展了投资者的信息获取渠道,也拉近了不同市场参与者之间的距离。同时,考虑到中西方社交媒体存在的种种差异,基于不同类型社交媒体所得出的研究结论的适用性可能存在局限性,未来学者可以对不同类型的社交媒体平台进行比较分析。

(二)社交媒体与传统信息中介的差异及相互关系

社交媒体与传统媒体(如报纸、杂志、电视、网络媒体等)、证券分析师等传统信息中介均为资本市场的重要信息中介,在信息传播过程中扮演着重要角色。下面重点介绍社交媒体与其他传统信息中介的差异,然后阐述其相互关系。

1. 社交媒体与传统信息中介的差异

(1)信息传播机制差异。传统媒体、证券分析师等信息中介是中心化的信息传播方式,而社交媒体是去中心化的信息传播方式。具体而言,传统信息中介的信息以信息拥有者为中心扩散至其他用户,信息传播是单向的。在这种信息传播模式中,信息接收者与信息发出者的沟通成本较高或无法直接沟通。在社交媒体中,用户既可能是信息的供给者也可能是信息的接收者,而且二者之间可以进行互动交流。社交媒体去中心化的信息传播方式会自然地形成社交网络,信息在网络中会进行信息协调和信息强化(Manacorda & Tesi, 2020),这会使信息传播的速度更快、范围更广,更易于产生

“集体行动”(collective action)(Enikolopov et al., 2020),进而产生更大的影响力或破坏力。

(2)信息来源渠道差异。社交媒体的信息来源相比传统信息中介更为广泛。传统媒体的信息来源比较单一和固定,一般是固定的信息采编,比如通过上市公司定期公告等收集信息;证券分析师也是类似的,一般通过搜集和分析上市公司招股说明书、财务报告等获得公开信息,或者通过与公司管理层沟通、实地调研等方式获得部分私有信息(Cheng et al., 2016)。社交媒体作为一种受欢迎的信息平台,它吸引了大量不同背景的用户前来交换信息(Das & Chen, 2007),包括普通投资者、专业分析师、与特定企业相关的员工、客户、供应商、邻居等,从而使得信息的来源渠道更加广泛。多元化的信息源更可能包含传统媒体和分析师所没有的增量信息(Ang et al., 2021)。

(3)信息可信度差异。一般来讲,传统信息中介相比社交媒体的可信度更高。传统媒体报道的采编较为严格,通常需要经过编辑、采访、校对等环节;所报道的内容也更加深入详尽,并且通常会受到政府较为严格的监管,更具说服力(You et al., 2018; Wang et al., 2019),因而传统媒体报道具有较高的可信度和权威性。对于证券分析师而言,分析师通常对所追踪的领域有较为深入的研究且本身具备专业的分析技能,发布虚假信息将对其声誉造成极大影响,因而分析师通常会发布可信的信息以赢取投资者关注和信任。对于社交媒体而言,用户在社交媒体中所发表的信息可能是真实的信息,也可能是道听途说,还可能是出于某种目的而散布的谣言(Allcott & Gentkow, 2017),因此社交媒体中所包含的噪音信息较多(Clarke et al., 2021),可靠性相对传统信息中介较低。当然,也存在例外,网络互动平台(上证e互动和深交所互动易)作为中国证券交易所官方设立的投资者与上市公司交流平台,要求上市公司必须披露真实信息。

(4)信息传播及时性差异。一般来说,传统信息中介的信息传播时效性相比社交媒体较为滞后。首先,传统信息中介在信息处理上较为滞后。传统媒体通常有固定的发布周期,信息从采集、编辑到最终发布需要一定时间,这种时间滞后使得传统媒体难以迅速响应突发事件或市场变化。证券分析师报告通常也需要进行详细分析和审慎验证,这使得发布过程更为缓慢。相比之下,社交媒体平台中用户无需为内容的真实性负责,因而可以实时发布信息,几乎没有延迟,这种即时性使得社交媒体能够迅速反映最新的市场动态、突发新闻或热点事件。其次,传统信息中介的信息来源比较固定单一,而社交媒体用户背景多元化,信息来源渠道更广,更有机会捕捉到更多信息,从而能够更加及时发布信息。Gomez et al.(2022)与Drake et al.(2023)基于Seeking Alpha平台的数据比较了社交媒体与分析师报告在发布时间点上的差异,发现平台的信息在盈余公告前后更加平均,而分析师报告发布的信息通常集中于盈余公告之后。

2. 社交媒体与其他信息中介的关系

社交媒体与传统信息中介在信息传播方面各有优劣,意味着二者可能存在互补性和替代性。从互补性角度来讲,传统媒体和证券分析师报告在信息及时性方面相对滞后,但内容审核机制严格,信息的准确性和深度较高,具有较高的权威性和专业性。社交媒体则以信息传播速度快、互动性强为优势,同时以即时性和高频次的更新为特点,使其在快速获取和传播信息方面具有显著优势,但也面临信息质量和可信度的问题。在现代信息传播环境中,二者可能并非完全对立,而是可以互为补充。社交媒体可以快速传递突发信息,而传统信息中介可以通过深入调查和分析提供翔实背景和权威解读。这意味着,投资者在获取信息时可以结合不同媒介的优点做出更明智的决策。

从替代性角度讲,传统媒体和证券分析师等传统信息中介在信息传播范围方面受到其固定受众群体和地域限制的影响,传播范围相对有限,而社交媒体由于其广泛的用户基础、多样的传播渠道和较强的互动性,在信息传播范围方面具有明显优势。在现代信息传播环境中,社交媒体的广泛覆盖和快速传播能力使其在信息传播范围方面远超传统媒体。在这种情况下,一些投资者可能更倾向于通过社交媒体获取信息和观点,使得社交媒体对传统媒体和证券分析师产生替代作用。Drake et al.(2023)的研究也表明,社交媒体包括一些对股票具有专业分析的研究者(称为“社交媒体分析师”),能够为投资者提供类似但比卖方股票分析师的股票研究更早的信息。

总体而言,社交媒体相关概念经过多年演变,目前基本统称为“社交媒体”,但在财经领域,仍有部分学者使用“互联网股票留言板”等概念。同时,随着技术和市场的发展,逐渐衍生出不同类型的社交媒体平台,不同类型平台所面向的用户群体和具体功能也存在差异。此外,对于社交媒体与传统信息中介之间的关系,未来的研究可以从替代和互补角度深入分析。

四、资本市场信息传播过程中的社交媒体角色

我们已将资本市场信息传播过程划分为公司信息披露、信息传输、投资者反应和管理层响应四个阶段,本部分将进一步按这四个阶段梳理和总结社交媒体对资本市场影响的研究进展。

(一)社交媒体在公司信息披露中所扮演的角色

公司信息披露过程是资本市场信息传播过程的第一个阶段,本节系统梳理社交媒体对该过程影响的研究进展,即从信息内容选择、信息呈现形式和信息披露主体这三个方面进行总结和分析。

1. 社交媒体使公司信息披露内容更加非正式化和多样化

上市公司传统信息披露内容基本为监管部门所规定的披露内容,比如公司财务信息、经营信息、发展战略、重大事件等,其披露语言较为正式,内容比较有针对性,格式多为监管部门所规定的格式。社交媒体的信息披露叙述属性可以相对不受约束,使用非正式的词汇和语法、更宽泛的语言强度范围以及应用程序特定的呈现风格,这种更大的灵活性可能影响公司传达语气或情感的程度及默认的可读性水平(Blankespoor, 2018)。社交媒体的出现使得公司信息披露在内容选择上更加多样化。首先,社交媒体可以进行一些非正式披露,即除了公司财务信息,还可以披露一些非财务信息,如新产品广告、企业承担社会责任行为、同行信息等。与关注投资者的传统披露渠道不同,社交媒体平台同时关注投资者和消费者,通常将广告和财务传播消息混合在一起,这可能会增加误解风险,但广告也有可能吸引投资者(Madsen & Niessner, 2019)。已有文献研究证明,社交媒体提供了一个不可或缺的信息传播渠道,可以高效地传播关于商品和服务的信息(Rishika & Ramaprasad, 2019; Bond et al., 2019)。其次,社交媒体使得公司除了披露自己公司的信息外,还可以发布、转发或评论其他公司的事件,比如Cao et al. (2021)发现,披露同行的负面信息就相当于披露本公司的正面信息,能够促使本公司股价上升。但是,社交媒体应用程序通常限制传播长度,比如微博和Twitter对于每次发布的信息都有字数限制,这要求管理层考虑是否减少披露信息量。此外,社交媒体的字数限制也可能促使公司选择多次较小的披露而非一次性大披露(Blankespoor et al., 2014)。

2. 社交媒体使公司信息披露形式更加灵活但易被操纵

信息披露形式包括信息的呈现形式与发布时间。首先,社交媒体允许用户发布不同类型(文字、图像、音频和视频)的内容,与传统新闻稿或电话会议相比,这为公司的信息呈现选择创造了更大的灵活性。随着非文本媒介的更广泛使用,非语言属性更有可能嵌入在公司披露中,这增加了管理层传达细微讯息和与投资者建立联系的机会,但也增加了通过非语言行为无意中释放信息的风险(Hobson et al., 2012; Blankespoor et al., 2017)。其次,由于社交媒体的披露时间不受限制,企业可以根据自己的需要灵活安排时间,这使得公司可以利用自己在社交媒体的账户与投资者直接进行沟通交流,及时解答投资者或消费者的疑问,并直接获取投资者的反馈(Cade, 2018)。然而,公司也可能利用社交媒体的这一特征操纵信息披露而误导投资者。Mayzlin et al. (2014)使用旅行网站的订单评价数据研究发现,与竞争对手相邻的酒店具有更多负面的网络水军评论,而规模较小的酒店则拥有更多正面的水军评论。Luca et al. (2016)还发现,当餐厅面临声誉危机时,正面水军评论的数量显著增加,进一步表明社交媒体评论易受到操控。

3. 社交媒体有助于管理者培养个人声誉并与投资者直接互动

社交媒体为信息披露主体提供更多个性化机会,从而影响公司的声誉和经营行为。目前,许多社交媒体平台既有公司专属账号也有高管专属账号。这使得管理者能够培养个人声誉并与投资者进行个人互动,并利用自身的影响力宣传自家产品和服务。例如,Wang et al. (2023)发现,社交媒体

有助于帮助女性创业者和社交网络受限的创业者消减创业者与投资者之间的信息不对称,从而获取更多融资。进一步而言,同行高管开设社交媒体账户也可能提供一种互相学习的新渠道。Jing & Zhang (2021)基于公司高管在微博中互相关注所构造的社交关系发现,高管可以从社交联系中获取更多信息,从而导致两家公司拥有相似的投资水平。此外,管理层入驻社交媒体平台可能为市场披露更多信息。例如,Feng & Johansson(2019)发现,公司董事会成员拥有微博账户将会传播更多公司特质信息。

(二)社交媒体对信息传输的影响

信息传输过程是资本市场信息传播过程的第二个阶段,社交媒体作为一种新兴的信息中介,一方面,社交媒体平台具有多种类型和功能属性,因而不同社交媒体平台之间存在差异;另一方面社交媒体与其他信息中介之间也存在相互作用。因此,已有文献也主要是从这两个方面进行研究,下面对其进行梳理。

1. 社交媒体拓宽了公司信息披露渠道但平台之间存在差异

由于社交媒体平台较多,不同社交媒体所针对的用户类型也有所差异,因而选择不同类型的社交媒体进行披露也将产生不同影响。例如,Zhou et al.(2015)发现,Twitter上的公司披露引起的用户反应比Facebook上的反应更快,但Facebook上的帖子引起的用户参与度比Twitter上的帖子持续时间更长。此外,由于不同社交媒体受众存在差异,因此用户相互沟通交流所导致的信息扩散速度也存在差异。Caskey et al.(2015)认为这种不同处理速度也可能是每个应用程序受众不同的结果,将信息传播给更多关联投资者可能会导致信息流动更快。

2. 社交媒体对其他信息中介、监管者的影响

随着社交媒体应用范围不断扩大,越来越多投资者加入社交媒体,而投资者互动影响力的扩大又会吸引诸如分析师、基金经理、监管者等其他市场参与者的关注和参与,进一步扩大了互动范围。虽然社交媒体与传统媒体都属于广义上的媒体,但是Wang et al.(2019)的研究表明,传统媒体存在乐观主义倾向,而社交媒体可以识别出传统媒体的乐观主义倾向。因此,专业证券分析师也会受到社交媒体的影响。Kim & Youm(2017)发现,消费者在公司Twitter账户下的评论会对分析师评级产生影响。除了论坛类的社交媒体平台,用户还会使用即时通信类的社交媒体,这种类型的社交媒体可以明显地构造用户之间的联系。例如,Ammann et al.(2021)利用Facebook识别出了基金经理隐藏的社交联系,发现这种隐藏的社交联系存在正的溢价效应。

(三)社交媒体对投资者反应的影响

投资者反应阶段是资本市场信息传播过程的第三个阶段。通过社交媒体,投资者可以直接与管理层进行互动,也可以与其他投资者进行讨论交流,那么社交媒体对投资者反应会产生怎样的影响?总体而言,相关学者目前主要关注的是社交媒体对投资者的信息处理能力、管理层信任度与资本市场交易等几个领域的影响。

1. 社交媒体有助于增强投资者信息获取能力

社交媒体作为当前资本市场中重要的信息中介,其最核心的作用是丰富了投资者的信息获取渠道,降低了信息获取成本,增强了投资者的信息获取能力,对此学者们普遍认同(Blankespoor et al., 2014; Lee & Zhong, 2022; Wong et al., 2023)。目前,大多数学者只是将信息处理成本简单分为信息获取成本和信息整合成本(或解读成本),而未进一步地划分为意识成本、获取成本和整合成本(Blankespoor et al., 2020)。因此,学者们关于社交媒体对投资者意识成本的研究较少。事实上,大多数研究将投资者的意识成本暗含在信息获取成本内。例如,在社交媒体中,投资者对某事件的高度关注和讨论,或平台划分的热帖,都会提高事件或公司的突显性,从而吸引投资者的注意力,降低投资者意识成本(Awais & Yang, 2022)。此外,由于注意力有限,个体在社交媒体中所关注的信息也可能存在偏差。Huang et al.(2016)发现,投资者在互联网留言中所关注的信息存在本地偏差,即个体投资者对本地公司股票比对非本地公司股票更加关注。

2. 针对社交媒体改善投资者信息整合能力的观点存在分歧

部分学者认为,社交媒体作为不同背景投资者的交流平台,信息来源多元化,而投资者之间的讨论和交流有助于过滤出有价值的信息,提高投资者的信息整合水平,甚至形成“群体智慧”。具体而言,社交媒体是投资者信息汇聚的平台,会吸引大量用户。这些用户具有不同背景,可能是上市公司的员工、供应商、客户、竞争对手、顾问等,这些不同背景的个体可能会掌握新闻媒体、证券分析师等传统信息中介没有掌握的公司特质信息(Ang et al., 2021)。Tang et al.(2018)与 Chen et al.(2014)认为投资者彼此交流与讨论有助于纠正错误信息、筛选正确信息,使得社交媒体具有“群体智慧”。Farrell et al.(2022)也发现,个体投资者在社交媒体中的信息分享有助于散户投资者变得更明智,从而提高散户投资者交易的信息含量。Bartov et al.(2018)与 Campbell et al.(2023)发现,社交媒体对管理层业绩预测的反应能够及时准确地反映出预测质量。此外,社交媒体还包括一些对股票具有专业分析的研究者被称为“社交媒体分析师”,能够为投资者提供与卖方股票分析师类似的信息(Drake et al., 2023; Campbell et al., 2019),这些金融分析能够减少不成熟投资者的信息处理成本(Gomez et al., 2022)。信息过载的时代,投资者与上市公司的信息互动有助于降低投资者信息整合成本(信息解读成本)(Lee & Zhong, 2022)。

有些学者认为,社交媒体用户大多数为散户投资者,散户投资者的特点是信息处理能力较差,容易追随群体行动,引起股价联动(Jiang et al., 2019),而社交媒体的网络化特征很容易造成投资者非理性情绪传染的现象,出现“羊群效应”,导致投资者难以预测股价,引起股价波动(Kim & Kim, 2014)。对于投资者出现羊群效应的原因,Shi et al.(2022)认为是投资者讨论的同质化降低了投资者的判断准确性,同时对收益新闻反应不足,因此社交媒体讨论使得投资者倾向于群体行动。也有文献提供证据表明,社交媒体中投资者无法识别虚假信息,股票市场似乎对虚假信息做出了定价(Clarke et al., 2021),而社交媒体可能是谣言工厂,阻碍市场发现潜在虚假信息的价格(Jia et al., 2020)。此外,部分研究还发现,虽然投资者情绪与股票收益率存在统计上的显著性,但在经济意义上并不显著(Antweiler & Frank; 2004; Behrendt & Schmidt, 2018)。

3. 不同信息呈现方式使得投资者对管理层的信任度也不同

公司通过社交媒体宣传公司的正面形象或者对负面信息进行解释,以赢得投资者对公司未来业绩的信任。然而,信息呈现方式会影响投资者对管理层的信任度,从而导致他们做出不同反应。社交媒体中常见的演示属性会为投资者与管理层之间创造一种更加个性化和非正式的个人联系,这将增强管理层披露信息的可信度(Rennekamp & Witz, 2021),而且社交媒体更强的个性化披露往往暗含着更强的管理层能力,从而使得投资者信任增加(Elliott et al., 2020)。但是,如果管理层通过社交媒体展示了相对负面的形象,那么这种负面印象会通过社交媒体得到进一步强化,导致投资者反应更为极端(Elliott et al., 2012)。最后,社交媒体包括的更多公开可见和可量化的可信度指标也会产生一些影响。例如,投资者的认可(如点赞、转发等)及其负面评论,或者管理层的负面回应等,这些指标都可作为管理层信息披露可信度的信号(Cade, 2018)。

4. 社交媒体会对市场交易产生影响

Blankespoor et al.(2014)发现,上市公司开通社交媒体账户有助于拓宽投资者获取信息的渠道,从而改善公司的股票流动性。投资者与管理层的更多交流互动能够增加市场交易量、股票波动性、市场流动性和股价信息含量(Lee & Zhong, 2022)。此外,也有学者考察了社交媒体中投资者意见分歧与市场交易量的关系。Cookson & Niessner(2020)探究了社交媒体中投资者意见分歧的情形,发现投资者的意见分歧来自不同的信息集和对信息的不同解读方法,但对于市场交易而言,不同信息集差异比不同解读方法之间的差异更重要。此外,部分学者认为,降低个体投资者信息处理成本会增加社交媒体中投资者的意见分歧,进而增加盈余公告期间的股票交易量(Booker et al., 2023),而投资者意见分歧增加又能提供更多公司特质信息,降低股价同步性(Awais & Yang, 2022)。Giannini et al.(2019)却发现,在盈余公告期间,无论社交媒体中的意见分歧收敛还是分化,都会对交易量产生显著

影响。

(四)社交媒体对管理层响应的影响

管理层响应阶段是资本市场信息传播过程的最后一个阶段,也是信息的反馈阶段。在社交媒体时代,信息的传播速度和传播范围超乎寻常,任何细微的信息都可能迅速扩散而产生蝴蝶效应,从而造成较大的影响,这就要求公司需要高度重视投资者在社交媒体上的反应并做出回复,一方面是信息诉求的回复,另一方面是管理者行动的回复,因而已有的研究也主要从这两方面展开。

1. 管理层对社交媒体信息诉求的回复策略

在社交媒体时代,上市公司必须关注投资者反应,并在必要时采取不同的回复策略。有研究表明,投资者(或消费者)通过社交媒体发布的评论或信息(尤其是负面信息)可能会发生扩散,进而对公司产生较大影响(Jame et al., 2016; Bartov et al., 2018; Hales et al., 2018; Lafreniere et al., 2022)。因此,管理层可能需要采取不同策略以应对投资者反应。Cade(2018)发现,当管理层不回应更可信的批评(即被广泛转发的批评)时,投资者反应最为负面,这与他们认为管理层正在回避坏消息的假设一致;但当管理层使用社交媒体渠道发布转移话题的消息时,投资者对信息的负面反应有所减弱,暗示投资者认为公司正在隐含地否定批评的可信度;当管理层发布对可信批评的响应时,投资者对该信息的负面反应几乎完全消失,这表明投资者不仅看重同行投资者,还看重管理层对第三方沟通可信度的响应。此外,社交媒体鼓励个性化的互动可能会使投资者的注意力转向与管理层的互动,而不是将信息纳入价格(Elliott et al., 2020)。Lee et al.(2015)也发现,公司通过社交媒体与投资者进行沟通能够缓解公司产品召回产生的负面冲击。

2. 管理层对社交媒体压力的行动响应

管理层面对投资者在社交媒体的反应,除了需要进行回复之外,有时还需要通过实际行动做出回应,从而使得社交媒体在一定程度上能够发挥“公司治理”效应。已有文献表明,传统媒体能够通过曝光公司信息、引起监管部门介入、影响公司管理层声誉等缓解公司的代理问题,发挥公司治理效应(Dyck et al., 2008)。目前关于社交媒体的公司治理作用的研究较多,但结论总体与传统媒体的结论一致。部分研究表明,社交媒体的舆论监督有助于改善企业信息披露质量。比如Wong et al.(2023)的研究表明,当投资者通过社交媒体平台强调信息披露的重要性,且该信息可能促使投资者采取“集体行动”时,公司会更频繁地进行信息披露,从而提高信息透明度。同样地,Hales et al.(2018)利用在线招聘互动网站的数据也发现员工信息分享能够促进公司未来的信息披露。

当然,由于社交媒体相比传统信息中介可能包含更多的利益相关者,如中小股东、公司雇员、供应商、监管部门等,故管理层有时也需要回应这些群体。例如,Dube & Zhu(2021)发现企业会因员工在Glassdoor.com中对公司的评论而改善他们的工作环境。此外,社交媒体使得中小股东通过沟通交流更容易产生集体行动,而且有可能进一步通过董事会发挥内部公司治理作用。Ang et al.(2021)发现中小投资者在社交媒体上的批评能够预测公司减值收购提案的结果,且社交媒体中的负面评论与董事会中股东的反对率成正比。此外,与传统媒体类似,社交媒体压力也可能会迫使管理层不得不做出某些违规或短视行为。例如,网络舆论所造成的“市场压力”可能会导致管理层短视,转而关注一些能带来短期回报的行动,从而加剧管理层的违规行为(Li et al., 2022)。

五、总结与研究展望

社交媒体的出现深刻改变了资本市场的信息传播方式和效率,对市场运行产生了重要影响。因此,梳理社交媒体对资本市场影响的研究文献具有重要意义。本文一方面从理论角度分析了社交媒体作为信息中介在资本市场信息传播中的价值,另一方面从实证研究角度综述了现有关于社交媒体对资本市场影响的研究进展。虽然已有研究对社交媒体在资本市场信息传播过程中所扮演的角色提供了许多洞见,但仍存在大量待解的问题。本文将按照资本市场信息传播过程的四个阶段提出未来的研究方向。

社交媒体对公司信息披露的影响。现有文献表明,社交媒体使得公司的信息披露变得更非正式、多样化和灵活,为公司披露主体提供了更多个性化的机会,但也可能导致上市公司利用社交媒体误导投资者。尽管学者们已从多个角度考察了这一问题,仍有一些未解问题。例如,社交媒体对公司强制性与自愿性信息披露的经济影响尚未明确。例如,公司是否会在发布正式负面公告前通过社交媒体发布小规模正面信息以缓解负面公告的冲击?频繁的自愿性信息披露是否会对强制性信息披露的效果产生挤出效应?此外,随着社交媒体尤其是短视频平台的普及,越来越多的公司高管开始入驻社交媒体平台,未来这一趋势对公司的信息披露内容、形式及主体可能产生哪些新影响,尚待进一步研究。

社交媒体对信息传输阶段的影响。已有研究探讨了不同社交媒体平台在信息传播速度和服务对象上的差异,以及其对分析师、基金经理和监管机构的影响。鉴于社交媒体平台的属性和功能不同,未来研究可以从信息传播效果和传播范围等方面深入探索。此外,关于社交媒体与传统信息中介(如传统媒体、证券分析师、债券评级机构、数据供应商)的关系,已有学者从激励机制(Wong et al., 2019)和信息市场供给(丁娜等, 2020)等角度进行考察,未来可以从其他视角进一步研究,而且还需探讨这些关系是互补还是替代以及受到哪些因素的影响。最后,关于社交媒体对其他市场参与者的影响,已有学者从社交媒体舆论触发监管介入角度进行了研究(沈艺峰等, 2013),未来可以继续从其他角度考察社交媒体与其他市场参与者(监管机构、金融中介和审计师等)之间的关系。

社交媒体对投资者反应阶段的影响。尽管学者们普遍认为社交媒体增强了投资者的信息获取能力,但其是否增强了信息整合能力并发挥了“群体智慧”仍存在争议。由于社交媒体中的“羊群效应”也较为普遍(郭峰等, 2022),因而争议的原因可能涉及不同文化背景和社交媒体平台类型的差异。进一步地,不同平台对管理层信任度的影响存在差异,这些差异与平台的功能属性、服务对象和制度规定有关。例如,东方财富股吧的信息庞杂且噪音较多,而交易所官方的互动平台提供的信息较为真实和权威,那么投资者是否会将东方财富股吧的信息带到网络互动平台进行核实而提高信息的可信度?又有哪些因素影响社交媒体中投资者对管理层的信任度?此外,随着越来越多的公司高管参与社交媒体,并可能贬低同行产品,这对资本市场经济后果的影响也值得深入研究。

社交媒体对管理层响应阶段的影响,已有文献表明,社交媒体在方便投资者与管理层沟通的同时,也增加了投资者误解新闻和沟通危机的可能性,这促使管理层必须谨慎选择自己的回复策略,以避免潜在的风险。关于管理层回复策略,目前只有少数学者做了初步研究,未来可以进一步从场景(如危机和非危机)、事件属性(如财务、产品、ESG)、文化、制度等方面考察管理层的回复策略以及对资本市场的影响,从而加深对管理层回复策略的认识。此外,社交媒体能否发挥公司治理作用以及对公司经营产生哪些影响,学者们可以继续从多角度对此进行考察。

总结来看,社交媒体对资本市场的影响主要体现在以下三个方面:第一,社交媒体丰富了公司的信息披露形式和传媒媒介,同时与其他市场参与者存在一定的互补和替代关系,目前这方面已经有了一些研究,但并不系统,未来学者可以进一步从多个角度进行考察;第二,社交媒体作为一种新兴的信息中介,能够降低投资者信息获取成本,但对投资者的信息整合成本和资本市场效率的影响尚未有统一定论,未来还需进一步研究;第三,社交媒体对公司的响应策略和公司治理也产生重要影响,但目前学者们关于公司响应策略方面的研究较少,未来学者可以进一步对其进行更系统的考察。

参考文献:

- 丁娜 金婧 田轩, 2020:《金融科技与分析师市场》,《经济研究》第9期。
- 郭峰 吕晓亮 林致远 龚志强, 2023:《池鱼之殃:上市公司社交媒体联结与股价溢出效应——基于中国监管处罚的事件研究》,《管理科学学报》第4期。
- 沈艺峰 杨晶 李培功, 2013:《网络舆论的公司治理影响机制研究——基于定向增发的经验证据》,《南开管理评论》第3期。
- Aichner, T. et al. (2021), “Twenty-five years of social media: A review of social media applications and definitions

- from 1994 to 2019”, *Cyberpsychology, Behavior, and Social Networking*, 24(4): 1994—2019.
- Allcott, H. et al.(2020), “The welfare effects of social media”, *American Economic Review*, 110(3): 629—676.
- Allcott, H. & M.Gentzkow(2017), “Social media and fake news in the 2016 election”, *Journal of Economic Perspectives*, 31(2):211—235.
- Ammann, M. et al.(2021), “Hidden alpha”, Working Paper, University of Gallen and Harvard Business School.
- Ang, J.S. et al.(2021), “The role of social media in corporate governance”, *Accounting Review*, 96(2):1—32.
- Antweiler, W. & M.Z.Frank(2004), “Is all that talk just noise the information content of internet stock message boards”, *Journal of Finance*, 59(3):1259—1294.
- Asay, H.S. et al.(2018), “Do features that associate managers with a message magnify investors’ reactions to narrative disclosures?”, *Accounting, Organizations and Society*, 68—69:1—14.
- Awais, M. & J. Yang (2022), “Does divergence of opinion make better minds evidence from social media”, SSRN Working Paper, No.3936102.
- Barberis, N. & R.Thaler(2003), “A survey of behavioral finance”, in: G.Constantinides et al.(eds), *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier.
- Barton, J. & M.Mercer(2005), “To blame or not to blame: Analysts’ reactions to external explanations for poor financial performance”, *Journal of Accounting and Economics*, 39(3):509—533.
- Bartov, E. et al.(2018), “Can twitter help predict firm-level earnings and stock returns?”, *Accounting Review*, 93(3): 25—57.
- Behrendt, S. & A.Schmidt(2018), “The Twitter myth revisited: Intraday investor sentiment, Twitter activity and individual-level stock return volatility”, *Journal of Banking & Finance*, 96:355—367.
- Beyer, A. et al.(2010), “The financial reporting environment: Review of the recent literature”, *Journal of Accounting and Economics*, 50(2):296—343.
- Blankespoor, E. et al.(2014), “The role of dissemination in market liquidity: Evidence from firms’ use of Twitter”, *Accounting Review*, 89(1): 79—112.
- Blankespoor, E. et al.(2017), “Perceptions and price: Evidence from CEO presentations at IPO roadshows”, *Journal of Accounting Research*, 55(2):275—327.
- Blankespoor, E.(2018), “Firm communication and investor response: A framework and discussion integrating social media”, *Accounting, Organizations and Society*, 68—69:80—87.
- Blankespoor, E. et al.(2019), “Why do individual investors disregard accounting information? The roles of information awareness and acquisition costs”, *Journal of Accounting Research*, 57(1):53—84.
- Blankespoor, E. et al.(2020), “Disclosure processing costs, investors’ information choice, and equity market outcomes: A review”, *Journal of Accounting and Economics*, 70(2), No.101344.
- Bond, S.D. et al.(2019), “Speaking for ‘free’: Word of mouth in free- and paid-product settings”, *Journal of Marketing Research*, 56(2):276—290.
- Booker, A. et al.(2023), “Investor disagreement, disclosure processing costs, and trading volume evidence from social media”, *Accounting Review*, 98(1):109—137.
- Cade, N.L.(2018), “Corporate social media: How two-way disclosure channels influence investors”, *Accounting, Organizations and Society*, 68—69:63—79.
- Campbell, J.L. et al. (2023), “Everyone has an opinion: The informativeness of social media’s response to management guidance”, SSRN Working Paper, No.3689185.
- Campbell, J.L. et al.(2019), “Skin in the game: Personal stock holdings and investors’ response to stock analysis on social media”, *Review of Accounting Studies*, 24(3):731—779.
- Cao, S.S. et al.(2021), “Negative peer disclosure”, *Journal of Financial Economics*, 140(3):815—837.
- Caskey, J. et al.(2015), “Investor relations and the flow of information through investor networks”, SSRN Working Paper, No.1848323.
- Chen, H. et al.(2014), “Wisdom of crowds: The value of stock opinions transmitted through social media”, *Review of Financial Studies*, 27(5):1367—1403.
- Cheng, Q. et al.(2016), “Seeing is believing: Analysts’ corporate site visits”, *Review of Accounting Studies*, 21(4):

1245—1286.

- Clarke, J. et al.(2021), “Fake news, investor attention, and market reaction”, *Information Systems Research*, 32(1):1—18.
- Cookson, J.A. & M.Niessner(2020), “Why don’t we agree? Evidence from a social network of investors”, *Journal of Finance*, 75(1):173—228.
- Das, S.R. & M.Y.Chen(2007), “Yahoo! for Amazon: Sentiment extraction from small talk on the web”, *Management Science*, 53(9):1375—1388.
- Drake, M.S. et al.(2023), “Social media analysts and sell-side analyst research”, *Review of Accounting Studies*, 28(2):385—420.
- Dube, S. & C.Zhu(2021), “The disciplinary effect of social media: Evidence from firms’ responses to Glassdoor reviews”, *Journal of Accounting Research*, 59(5):1783—1825.
- Dyck, A. et al.(2008), “The corporate governance role of the media: Evidence from Russia”, *Journal of Finance*, 63(3):1093—1135.
- Elliott, W.B. et al.(2012), “Using online video to announce a restatement: Influences on investment decisions and the mediating role of trust”, *Accounting Review*, 87(2):513—535.
- Elliott, W.B. et al.(2020), “Trader participation in disclosure: Implications of interactions with management”, *Contemporary Accounting Research*, 37(1):68—100.
- Enikolopov, R. et al.(2020), “Social media and protest participation: Evidence from Russia”, *Econometrica*, 88(4):1479—1514.
- Farrell, M. et al.(2022), “The democratization of investment research and the informativeness of retail investor trading”, *Journal of Financial Economics*, 145(2):616—641.
- Feng, X. & A.C.Johansson(2019), “Top executives on social media and information in the capital market: Evidence from China”, *Journal of Corporate Finance*, 58:824—857.
- Giannini, R.(2019), “The convergence and divergence of investors’ opinions around earnings news: Evidence from a social network”, *Journal of Financial Markets*, 42:94—120.
- Gomez, E.A. et al.(2024), “Financial analysis on social media and disclosure processing costs: Evidence from seeking alpha”, *Accounting Review*, 20:1—24.
- Hales, J. et al.(2018), “A new era of voluntary disclosure? Empirical evidence on how employee postings on social media relate to future corporate disclosures”, *Accounting, Organizations and Society*, 68—69:88—108.
- Healy, P.M. & K.G.Palepu(2001), “Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature”, *Journal of Accounting and Economics*, 31(1):405—440.
- Hobson, J.L. et al.(2012), “Analyzing speech to detect financial misreporting”, *Journal of Accounting Research*, 50(2):349—392.
- Hollander, S. et al.(2010), “Does silence speak? An empirical analysis of disclosure choices during conference calls”, *Journal of Accounting Research*, 48(3):531—563.
- Huang, Y. et al.(2016), “Local bias in investor attention: Evidence from China’s internet stock message boards”, *Journal of Empirical Finance*, 38:338—354.
- Hutton, A.P. et al.(2003), “The role of supplementary statements with management earnings forecasts”, *Journal of Accounting Research*, 41(5):867—890.
- Jame, R. et al.(2016), “The value of crowdsourced earnings forecasts”, *Journal of Accounting Research*, 54(4):1077—1110.
- Jia, W. et al.(2020), “Can social media distort price discovery? Evidence from merger rumors”, *Journal of Accounting and Economics*, 70(1), No.101334.
- Jiang, L. et al.(2019), “Communication and comovement: Evidence from online stock forums”, *Financial Management*, 48(3):805—847.
- Jing, W. & X.Zhang(2021), “Online social networks and corporate investment similarity”, *Journal of Corporate Finance*, 68, No.101921.
- Kaplan, A.M. & M.Haenlein (2010), “Users of the world, unite! The challenges and opportunities of social media”, *Business Horizons*, 53(1):59—68.
- Kim, E. & Y.N.Youm(2017), “How do social media affect analyst stock recommendations? Evidence from S&P 500

- electric power companies' Twitter accounts", *Strategic Management Journal*, 38(13):2599—2622.
- Kim, S. & D.Kim(2014), "Investor sentiment from internet message postings and the predictability of stock returns", *Journal of Economic Behavior & Organization*, 107: 708—729.
- Kimbrough, M.D. & I.Y.Wang(2014), "Are seemingly self-serving attributions in earnings press releases plausible? Empirical evidence", *Accounting Review*, 89(2):635—667.
- Kreps, D.(1990), *A Course in Microeconomic Theory*, Princeton University Press.
- Lafreniere, K.C. et al.(2022), "The power of profanity: The meaning and impact of swear words in word of mouth", *Journal of Marketing Research*, 59(5):908—925.
- Lee, C.M.C. & Q.Zhong(2022), "Shall we talk? The role of interactive investor platforms in corporate communication", *Journal of Accounting and Economics*, 74(2), No.101524.
- Lee, L.F. et al.(2015), "The role of social media in the capital market: Evidence from consumer product recalls", *Journal of Accounting Research*, 53(2):367—404.
- Li, J. et al.(2022), "Do social media constrain or promote company violations?", *Accounting & Finance*, 62(1):31—70.
- Luca, M. & G.Zervas(2016), "Fake it till you make it: Reputation, competition, and Yelp review fraud", *Management Science*, 62(12):3412—3427.
- Madsen, J. & M.Niessner(2019), "Is investor attention for sale? The role of advertising in financial markets", *Journal of Accounting Research*, 57(3):763—795.
- Manacorda, M. & A.Tesei(2020), "Liberation technology: Mobile phones and political mobilization in Africa", *Econometrica*, 88(2):533—567.
- Mayew, W.J. & M.Venkatachalam(2012), "The power of voice: Managerial affective states and future firm performance", *Journal of Finance*, 67(1):1—43.
- Mayzlin, D. et al.(2014), "Promotional reviews: An empirical investigation of online review manipulation", *American Economic Review*, 104(8):2421—2455.
- Rennekamp, K.M. & P.D.Witz(2021), "Linguistic formality and audience engagement: Investors' reactions to characteristics of social media disclosures", *Contemporary Accounting Research*, 38(3): 1748—1781.
- Rishika, R. & J.Ramaprasad(2019), "The effects of asymmetric social ties, structural embeddedness, and tie strength on online content contribution behavior", *Management Science*, 65(7):3398—3422.
- Shi, Y.(2022), "Better to hear all parties: Understanding the impact of homophily in online financial discussion", *Electronic Commerce Research and Applications*, 54, No.101159.
- Tan, H. et al.(2014), "When the use of positive language backfires: The joint effect of tone, readability, and investor sophistication on earnings judgments", *Journal of Accounting Research*, 52(1):273—302.
- Tang, V.W.(2018), "Wisdom of crowds: Cross-sectional variation in the informativeness of third-party-generated product information on Twitter: Wisdom of crowds", *Journal of Accounting Research*, 56(3):989—1034.
- Wang, E. et al.(2019), "Do Chinese social media delineate the optimistic bias of traditional media", Working Paper, The Chinese University of Hong Kong and University of Southern California.
- Wang, X. et al.(2023), "Social media alleviates venture capital funding inequality for women and less connected entrepreneurs", *Management Science*, 70(2):1093—1112.
- Wong, T.J. et al.(2023), "Calling for transparency evidence from a field experiment", *Journal of Accounting and Economics*, 77, No.101604.
- You, J.(2018), "Who captures the power of the pen?", *Review of Financial Studies*, 31(1):43—96.
- Zhou, M.J. et al.(2015), "Social media adoption and corporate disclosure", *Journal of Information Systems*, 29(2): 23—50.
- Zhuravskaya, E. et al.(2020), "Political effects of the internet and social media", *Annual Review of Economics*, 12: 415—438.

Research Progress on the Impact of Social Media on Capital Markets

ZHENG Jiandong^a and GUO Feng^b

(a: Northwest University, Xi'an, China;

b: Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, China)

Summary: Information is a pivotal element in the functioning of capital markets. The manner and efficiency of information dissemination are crucial for the effective operation of these markets. As an emerging information intermediary, social media's decentralized dissemination profoundly impacts capital markets. Currently, social media platforms serve as significant sources of information and outlets for investor sentiment, exerting substantial influence on other market participants. Given the importance of social media, this paper systematically reviews research on its impact on capital markets, providing insights for future studies.

Firstly, this paper analyzes the theoretical role of information intermediaries in capital markets and explains how social media, as an information intermediary, affects the information dissemination process. In capital markets, the information asymmetry between investors and entrepreneurs creates a demand for information intermediaries. Information can be directly disseminated to investors through media such as financial reports and press releases or indirectly through intermediaries. This paper divides the information dissemination process into four stages: company disclosure, dissemination media, investor reaction, and management response, and puts forward problems to be solved at each stage.

Secondly, the paper elaborates on the concept, types, and main characteristics of social media. Since its inception, although the core characteristics have remained unchanged, the term has evolved into social media through several iterations. Social media encompasses a broad range of online communication platforms, varying widely in form and function. As an emerging information intermediary, social media shares similarities and differences with traditional intermediaries, particularly in dissemination mechanisms, source channels, and timeliness.

Thirdly, the paper reviews literature according to the four stages of capital market information dissemination. At the company disclosure stage, research shows that social media enhances the flexibility of disclosure content and form, providing more personalized opportunities, but it may also potentially manipulate information to mislead investors. At the dissemination media stage, existing literature examines differences in the speed of dissemination and target audience across social media platforms, as well as its impact on analysts, fund managers, and regulatory authorities. At the investor reaction stage, scholars generally agree that social media improves information acquisition of investors, but there is controversy over whether it enhances information integration of investors, thus exhibiting "collective intelligence". At the management response stage, research indicates that social media increases the likelihood of investor misunderstandings and communication crises, prompting careful response strategies from management. Additionally, social media can play a role in corporate governance, but public pressure may increase managerial short-termism.

Finally, this paper summarizes existing research and proposes research directions. Firstly, social media enriches the forms of company disclosure and dissemination, offering both complementary and substitutive relationships with other market participants. While there have been some studies, it remains unsystematic, suggesting multiple perspectives for future investigation. Secondly, as an emerging information intermediary, social media reduces information acquisition costs for investors, but its impact on information integration costs and market efficiency is still debated, requiring further study. Thirdly, social media significantly affects corporate response strategies and governance, yet current research on response strategies is sparse, indicating a need for more systematic exploration.

Keywords: Social Media; Information Disclosure; Capital Market; Efficient Market

JEL Classification: G14, G18, G34

(责任编辑:木子)

(校对:何伟)