

# 社交媒体、投资者信息能力与盈余预期

## ——来自“上证 e 互动”平台的证据

丁慧、吕长江、黄海杰  
复旦大学管理学院

**摘要:** 投资者信息能力,作为市场效率的微观内容,是近年来学术界的研究热点和前沿课题。鉴于目前文献缺少直接检验投资者信息能力的市场影响,本文利用上交所“上证 e 互动”平台提供的特有实验环境,研究投资者信息能力的变化对市场盈余预期准确性的影响。本文发现,社交媒体环境下投资者信息能力的变化能够显著提高市场盈余预期准确性,产生盈余预期修正作用。本文进一步发现上市公司机构投资者持股比例越低,这种盈余预期修正作用越强。本文结论表明,利用信息技术提高投资者信息能力是优化市场效率的重要手段,这种市场效率的提高方式能够在一定程度上与机构投资者的作用产生互补效果。本文的研究不仅为市场效率研究提供了新的分析视角,同时还为投资者信息能力、社交媒体等热点问题提供了新的理论解释和实证证据。

**关键词:** 社交媒体; 投资者信息能力; 盈余预期; 市场效率

### **Social Media, Investor Sophistication and Earning Expectation:**

#### **Evidence from SSE E-Interaction**

Ding Hui, Changjiang Lyu and Haijie Huang  
(School of Management, Fudan University)

**Abstract:** Investor sophistication, as the micro-component of market efficiency, is the hot issue of academic research. Regarding the lack of the direct test on the market effect of investor sophistication in the existing research achievement, we study the effect of the investor change on the accuracy of market earning expectation under the help of SSE online platform “SSE E-Interaction” which provides a natural experiment environment. We find that the investor sophistication change due to social media technology can improve the accuracy of market earning expectation significantly, which indicates the effect of market earning expectation modification. We further find the effect of market earning expectation modification can be stronger when the institutional ownership goes lower. Our finding implies it is an important method of improving market efficiency to enhance investor sophistication which complements the effect of institutional investors on the market efficiency. Our research work not only provides a new view on the market efficiency, but also provides some new theoretical analysis and empirical evidence on the hot issues of investor sophistication and social media.

**Key words:** Social Media; Investor Sophistication; Earning Expectation; Market Efficiency

联系作者: 吕长江, 教授, 上海市国顺路 670 号, 复旦大学管理学院会计系, 200433

Tel: 021-65643707, 13681668806, Email: Cjlu@fudan.edu.cn

丁慧, 博士生, 上海市国顺路 670 号, 复旦大学管理学院会计系, 200433

Tel: 021-65643707, 14110690023@fudan.edu.cn。

黄海杰, 博士生, 上海市国顺路 670 号, 复旦大学管理学院会计系, 200433

Tel: 021-65643707, Email: haijiehuang11@fudan.edu.cn。

# 社交媒体、投资者信息能力与盈余预期

## ——来自“上证 e 互动”平台的证据

**摘要:** 投资者信息能力,作为市场效率的微观内容,是近年来学术界的研究热点和前沿课题。鉴于目前文献缺少直接检验投资者信息能力的市场影响,本文利用上交所“上证 e 互动”平台提供的特有实验环境,研究投资者信息能力的变化对市场盈余预期准确性的影响。本文发现,社交媒体环境下投资者信息能力的变化能够显著提高市场盈余预期准确性,产生盈余预期修正作用。本文进一步发现上市公司机构投资者持股比例越低,这种盈余预期修正作用越强。本文结论表明,利用信息技术提高投资者信息能力是优化市场效率的重要手段,这种市场效率的提高方式能够在一定程度上与机构投资者的作用产生互补效果。本文的研究不仅为市场效率研究提供了新的分析视角,同时还为投资者信息能力、社交媒体等热点问题提供了新的理论解释和实证证据。

**关键词:** 社交媒体; 投资者信息能力; 盈余预期; 市场效率

### 一、引言

作为近年来学术界的前沿问题,投资者信息能力(*Investor Sophistication*)是投资决策的基础内容,它通过投资决策影响市场效率。投资者信息能力的学术研究对于完善“有效市场理论”假设、促进市场效率研究具有重要意义。“有效市场”理论下的市场效率研究,往往假设投资者信息能力充分、有效,这样的假设与现实存在偏差。信息技术的发展,改变了投资者的信息获取与信息处理的方式、方法,提高了投资者信息能力,为投资者信息能力的研究提供契机。那么,信息技术背景下投资者信息能力的变化是否能够提高市场效率?本文借助我国特有的社交媒体平台“上证 e 互动”试图找到答案,并解释两者的关系。

盈余预期准确性是市场效率的重要体现(Walther, 1997),与若干市场异象紧密相关(Battalio & Mendenhall, 2005; Rendleman et al., 1982)。以往研究发现,投资者使用的信息集越综合,盈余预期越接近真实盈余,市场效率越高(Battalio & Mendenhall, 2005)。但是他们的研究没有解释为什么投资者的信息集会有差异。信息技术背景下,“上证 e 互动”提供了投资者信息能力的变化,为市场盈余预期问题提供了新的研究视角和理论解释。

投资者信息能力,是指投资者获取信息、处理信息从而实现信息优势或避免信息劣势的能力(Collins et al., 2003; Bartov et al., 2000; Tan et al., 2014; Walther, 1997)。作为投资决策的影响因素,投资者信息能力被认为是解开证券市场这个“黑匣子”的一把钥匙。然而,不同学派学者对投资者信息能力的观点存在显著差异。在“有效市场”理论最初的假设中(Fama, 1970),投资者被认为可以无成本地、及时地、充分有效地获取处理公开信息。之后, Fama (1998)放松了这一假设,认为即使投资者的信息获取与处理能力有成本的、有差异的,市场总体的有效性也不会发生变化(Fama, 1998)。总之,基于“有效市场”理论的研究,认为投资者信息能力与市场有效性无关,因此,在研究中没有考虑投资者信息能力(翟林瑜, 2004; Diamond, 1985; McNichols & Trueman, 1994; Merton, 1987)。也有考虑投资者信息能力的实证研究,这些研究利用机构投资者持股比例间接度量投资者信息能力,发现投资者信息能力越高,上市公司的市场反应越快(Collins et al., 2003; Bartov et al., 2000; Boehmer & Kelley, 2009)。这些文献中的间接度量方式,一方面不能反映投资者信息能力的实质,另一方面将投资者信息能力的市场影响等同于机构投资者的市场影响。近几年,实验研究为投资者信息能力的直接度量提供了技术手段(Kalay, 2015; Tan et al., 2014)。这些研究利用历史交易记录、受教育情况区分实验对象的信息能力,通过模拟投资者信息处理过程,发现投资者信息能力能够显

著影响投资者预期。但是，这些实验研究对资本市场现实的解释力有限，相应的研究结论需要市场证据支持。

信息技术的发展，对资本市场信息环境产生变革性影响(Miller & Skinner, 2015)。首先，这些信息技术改变了上市公司信息披露格局(Beyer et al., 2010)；其次，媒体等信息中介的参与方式发生了变化(Lau & Wydick, 2014)；最后，投资者信息获取与处理的方式、方法和工具得到了极大的拓展(Blankespoor et al., 2013; Drake et al., 2012; Xu & Zhang, 2013)。其中，基于 Web2.0 的社交媒体技术，不仅冲击了资本市场信息环境，而且能够通过平台记录反映冲击效果，该技术为市场效率的路径研究提供了契机。

目前，社交媒体实验环境下的市场路径研究取得如下成果：（1）市场效率中的信息传播作用(Blankespoor et al., 2013)；（2）市场效率中的信息集中作用(Xu & Zhang, 2013)；（3）市场效率中的自愿披露作用(Lee et al., 2015)。受限于社交媒体的功能特征，已有文献还没有利用社交媒体实验环境，研究市场效率中的投资者信息能力作用。

作为我国首个证券类社交媒体平台，“上证 e 互动”为检验市场效率中的投资者信息能力作用提供了天然的实验环境。首先，根据上交所监管要求，“上证 e 互动”严格禁止互动过程中上市公司增加信息披露，保证了“上证 e 互动”是一个不涉及信息披露活动的实验环境；其次，通过“上证 e 互动”平台，投资者可以直接向上市公司提问，获取企业公开信息，并且信息获取结果为全体投资者共享，因而“上证 e 互动”提供的互动形式能够对投资者信息获取行为、信息处理行为构成正向外部冲击。最后，较诸如“新浪微博”等一般性社交媒体平台，“上证 e 互动”证券主体突出，互动过程受到官方监督，上市公司沟通内容具有公信力。作为社交媒体技术的具体应用，“上证 e 互动”对投资者信息能力构成正向外冲，并且平台记录互动过程，能够反映外冲效果。

利用“上证 e 互动”天然的实验环境，本文对市场效率中投资者信息能力作用进行了一定的理论探索和实证检验。我们以“上证 e 互动”的“问答”板块里记录有效的沪市 A 股上市公司为研究对象，以 2013 年第三季度、2014 年第二季度、2014 年第三季度盈余公告为研究事件<sup>①</sup>，共计 544 个样本，研究社交媒体背景下投资者信息能力的变化对市场盈余预期准确性的影响，发现社交媒体背景下投资者信息能力的变化能够显著提高市场盈余预期的准确性，产生盈余预期修正作用。进一步发现，上市公司机构投资者持股比例越低，盈余预期修正作用越强。本文研究结论表明，利用信息技术提高投资者信息能力是优化市场效率的重要手段，这种市场效率的提高方式能够在一定程度上和机构投资者的影响产生互补效果。

本文的研究贡献如下：首先，以往研究对投资者信息能力存在观点分歧，“有效市场”理论对其市场影响剖析不充分，本文的研究在“有效市场”理论框架下系统性地分析了投资者信息能力与市场效率的关系，在一定程度上对“有效市场”理论予以完善；其次，在投资者信息能力的实证检验上，本文利用“上证 e 互动”的外冲作用度量投资者信息能力变化，较机构投资者持股比例的计量方式更直接，更能反映投资者信息能力的具体内容。最后，社交媒体作为资本市场信息环境变革的重要内容，本文基于投资者信息能力的视角，对这方面的研究进行了拓展。

本文的结构如下：第二部分进行理论分析与研究假设；第三部分，研究设计说明；第四部分，本文的实证结果；最后，本文的研究结论。

## 二、理论分析及研究假设

### （一）理论分析

#### 1. 投资者信息能力对“有效市场”理论的补充

---

<sup>①</sup> 由于第一季度季报和上年度年报的披露日期接近，因此本文只将第二季度、第三季度盈余公告作为研究事件，未包括第一季度盈余公告和年度盈余公告。

投资者信息能力是“有效市场”理论框架下，对投资者信息行为的有益补充。根据“有效市场”理论(Fama, 1970)，市场的有效性分三种：（1）强有效市场，价格反应市场所有可获得信息；也就是说，在强有效市场中，只要信息具有价值相关性就会被价格反映，与该信息是否公开披露无关；（2）半强有效市场，价格反应所有公开信息；也就是说，在半强有效市场中，只要价值相关的信息被公开披露就会反映到价格中，与获得该信息的投资者数量、种类无关；（3）弱有效市场，价格反应所有投资者已获得的历史信息；也就是说，弱有效市场中，投资者对已获得信息的误判不影响信息的价格反应。然而近年来的研究表明，投资者的信息获取行为、信息处理行为能够显著影响投资者的预期(Drake et al., 2012; Drake et al., 2015; Tan et al., 2014)。因此，在被价格反映前，价值相关的信息依次经历三种信息形态——市场公开信息、投资者已获取的信息、投资者预期。考虑到投资者信息能力的影响，我们将有效市场理论的微观路径总结为图 1。根据 Pirolli 的认知理论(Pirolli, 2007)，投资者在投资决策前会反复信息获取、信息处理的行为，多次检验修正预期，直至预期不与外部证据矛盾。那么，投资者信息能力的内容还应包括预期检验修正目的下的信息获取、信息处理的反复。因此，图 1 将投资者信息能力总结为两个行为和一个循环，即投资者信息获取行为、投资者信息处理行为和预期检验修正目的下的获取、处理行为循环。

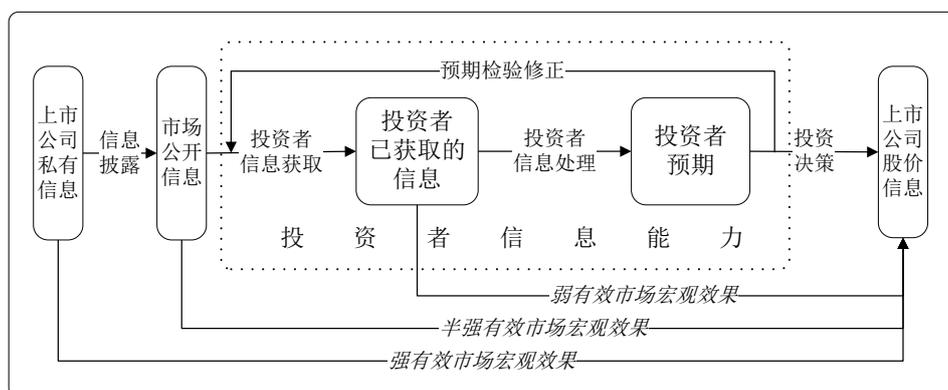


图 1 “有效市场”理论中投资者信息能力的补充

已有文献发现，投资者信息能力能够显著影响市场效率(Bartov et al., 2000; Boehmer & Kelley, 2009; Collins et al., 2003)。这些研究利用机构投资者持股占比间接度量投资者信息能力，发现投资者信息能力越高的上市公司市场效率越好。Bartov et al. (2000) 发现，上市公司的投资者信息能力越高，盈余公告后的异常收益率越低(Bartov et al., 2000)。Collins et al. (2003) 发现，上市公司的投资者信息能力越高，由应计项目引起的市场错误定价越低(Collins et al., 2003)。Boehmer et al. (2009) 利用随机游走模型，检验了投资者信息能力对股价相对信息效率的影响，发现上市公司的投资者信息能力越高，股价的信息效率越高(Boehmer & Kelley, 2009)。上述研究成果表明，一方面投资者信息能力不足能够在一定程度上解释诸如应计错误定价等市场异象；另一方面高水平的投资者信息能力能够显著提高市场效率。

根据现有研究结果，投资者信息能力的提高方式可以总结为如下三方面：（1）提高投资者信息获取能力(张宗新、杨通旻, 2014; Drake et al., 2012; Drake et al., 2015)；（2）提高投资者信息处理能力(Tan et al., 2014)；（3）在预期检验修正循环中，增强投资者信息获取行为与预期检验修正要求的契合度(Pirolli, 2007)。在投资者信息获取能力的研究上，Drake et al. (2012) 以 google 搜索量来度量投资者的信息获取情况，并实证检验了投资者信息获取结

果与盈余市场反应的关系,发现盈余公告之前投资者信息获取行为越多,盈余公告之后的市场反应越小;张宗新和杨通旻(2014)用基金的交易行为和公司异质信息的关系度量机构投资者信息获取能力,发现机构投资者的信息获取能力较强。在投资者信息处理能力的研究上,国内外学者通过实验环境控制被试者的信息材料获取,模拟投资者信息处理过程,发现投资者信息处理能力能够显著影响投资者的盈余预期(Tan et al., 2014)。在预期检验修正循环的研究上, Pirolli (2007) 明确指出, 信息获取行为和检验修正要求的契合度越高, 预期的检验修正效果越好。

近年来, 信息技术极大地丰富了投资者获取信息、处理信息的方式、方法(Miller & Skinner, 2015), 能够对投资者信息能力产生有效的外部冲击(Asthana, 2003; Blankespoor et al., 2013; Drake et al., 2015; Efendi et al., 2014; Guldimann, 2000; Liu et al., 2014)。根据 Guldimann (2000) 的观点, 信息技术的发展降低了投资者信息获取的成本。Asthana (2003) 在检验信息技术发展的市场影响时, 认为信息技术的发展可以提高投资者对盈余的解读。Blankespoor et al. (2013) 在研究信息传播与市场流动性关系时明确指出, 社交媒体的传播性能显著改善投资者信息获取能力。Liu et al. (2014) 通过理论分析阐述了, XBRL 技术对投资者信息处理的潜在帮助。

## 2. 盈余预期与市场效率

盈余公告后的市场反应是检验市场效率的重要方式。现有研究通常利用盈余公告后的市场反应检验两类市场效率:(1) 盈余公告前的市场效率(Drake et al., 2012; Xu & Zhang, 2013); (2) 盈余公告后的市场效率(Hirshleifer et al., 2008; Hirshleifer et al., 2009)。

盈余预期准确性, 作为公告前市场效率的重要表征, 可以反映为未预期盈余估计的市场反应(Walther, 1997)。未预期盈余估计的市场反应越小, 投资者盈余预期的准确性越高, 反之越低。那么, 有效提高盈余预期准确性的技术手段、方式方法, 应该能够显著降低未预期盈余估计的市场反应, 产生盈余预期修正作用。

已有文献表明, 在盈余预期的形成过程中, 投资者受到自身信息能力的限制, 对公开信息利用不充分, 进而影响盈余预期的准确性(Walther, 1997)。投资者信息能力造成市场预期偏离有效价格, 这在一定程度上导致了像盈余公告后价格漂移现象这样的市场异象(Collins et al., 2003; Barone & Magilke, 2009; Bartov et al., 2000; Sloan, 1996; Walther, 1997)。Sloan (1996) 研究发现, 应计项能够有效预测未来盈余, 但是投资者在盈余预期的形成过程中没有充分处理该信息, 致使股价的反应滞后于后续盈余影响。Collion (2003) 在 Sloan (1996) 的研究基础上, 发现投资者对应计盈余的错误定价与投资者信息能力显著相关。由投资者信息能力产生的预期盈余与真实盈余的偏差, 限制了市场信息效率, 在一定程度上解释了盈余公告后的股价漂移现象。Bartov et al. (2000) 发现, 投资者信息能力越低的上市公司, 盈余公告后的股价漂移现象越严重。

总之, 盈余预期的准确性是市场效率的重要体现, 与若干市场异象紧密相关。市场效率越高, 市场盈余预期越接近真实盈余, 由未预期盈余产生的定价偏差越小。投资者信息能力决定投资者形成盈余预期的信息集, 通过投资决策影响市场盈余预期的准确性。

## (二) 假设提出

上海证券交易所 2013 年 7 月 5 日上线了“上证 e 互动”网络平台, 旨在促进上市公司及投资者等各市场参与主体之间的信息沟通。证券时报网对“上证 e 互动”平台有这样的报道:“7 月 5 日, ‘上证 e 互动’网络平台正式上线试运行。这是由上交所建立、所有市场参与主体无偿使用的沟通平台, 开创了一个由各方参与的证券市场的‘社交平台’。这一平台, 不仅能够帮助上市公司、投资者实现‘零距离’接触, 亦让上交所的市场化监管方式找到了创新的落脚点。”<sup>②</sup>

<sup>②</sup> 报道详情参见 <http://kuaixun.stcn.com/2013/0705/10584642.shtml>

作为社交媒体技术的具体应用，“上证 e 互动”是以互动组织市场参与主体，主要是上市公司和投资者，进行沟通交流的网络平台。平台的主要互动形式是，投资者向上市公司提问，上市公司对投资者的问题进行回答。即通过问答互动，投资者向上市公司咨询信息，上市公司向投资者提供信息。“上证 e 互动”互动性突出，平台有两个主要互动板块：（1）“问答”板块，上市公司和投资者的日常互动板块；（2）“访谈”板块，上市公司和投资者的主题互动板块。“问答”板块中，投资者可以随时向上市公司提问，咨询上市公司信息<sup>③</sup>。“访谈”板块中，上市公司可以不定期就特定主题组织在线说明会，接受投资者提问<sup>④</sup>。上海证券交易所要求上市公司在“问答”板块及时反馈和处理投资者的问题<sup>⑤</sup>。

作为我国首个官方证券类社交媒体，“上证 e 互动”不涉及上市公司信息披露活动，不增加市场中的公开信息。根据上海证券交易所的监管要求，“上证 e 互动”平台严格禁止上市公司在互动过程中披露私有信息。上交所在《上市公司使用“上证 e 互动”平台的基本要求》中明确指出：“涉及或者可能涉及未披露事项的，上市公司应当告知投资者关注上市公司信息披露公告，不得以互动信息等形式代替信息披露或泄漏未公开重大信息。”<sup>⑥</sup>当投资者的问题涉及市场非公开信息，上市公司会提醒投资者关注公司公告，不会在“上证 e 互动”上披露私有信息<sup>⑦</sup>。这样，就保证了“上证 e 互动”的互动结果仅是上市公司根据投资者信息需要提供市场公开信息。

“上证 e 互动”的互动性是投资者信息能力的正向外部冲击，并反映该外冲效果，具体表现为如下三个方面：（1）官方保证回答质量；（2）投资者主导互动问题；（3）平台共享互动结果。首先，投资者在“上证 e 互动”上的信息获取结果是上市公司的直接回答，互动过程受到上海证券交易所监督，具有事后追责的法定效力，因此，“上证 e 互动”上的投资者信息获取行为不会受到诸如谣言这样错误信息的干扰。其次，上市公司根据投资者信息需求提供市场公开信息，这样可以极大地增强投资者信息获取行为与预期检验修正要求的契合度。最后，“上证 e 互动”是一个开放性平台，互动过程公开透明，互动结果能够惠及市场所有投资者。可见，“上证 e 互动”提供的互动形式能够对投资者信息获取行为、信息处理行为构成正向外部冲击。因此，投资者信息能力的提高是“上证 e 互动”互动性的效果，并被“上证 e 互动”互动记录反映。

“上证 e 互动”的互动性能够反映平台外冲作用下的投资者信息能力的变化，且互动性越强投资者信息能力的正向变化越大。已有研究发现，投资者信息能力越高，市场预期盈余越接近真实盈余，预期盈余的准确性越高(Walther, 1997)。因此，我们认为，反映投资者信息能力变化的“上证 e 互动”互动性，能够提高盈余预期的准确性，产生盈余预期的修正作用。

#### **假设 1: “上证 e 互动”的互动性越强，盈余预期准确性越高。**

较非机构投资者，机构投资者获得公开信息的渠道更多(Davis et al., 2014; Matsumoto et al., 2011)，处理公开信息的专业水平更高(Collins et al., 2003; Barone & Magilke, 2009)，信息能力更强(侯宇、叶冬艳, 2008; 张宗新、杨通旻, 2014; D'Souza et al., 2010; Piotroski & Roulstone, 2004)。以往文献研究发现，机构投资者持股比例越高，上市公司的信息效率越高(Boehmer & Kelley, 2009; D'Souza, et al., 2010; Jiambalvo et al., 2002; Piotroski & Roulstone, 2004)。James et al.(2002)研究发现，机构投资者持股比例越高，上市公司股价越能反应未来盈余。Piotroski 和 Roulstone (2004) 研究发现，机构投资者持股比例越高，上市公司的股价同步性越低。Boehmer 和 Kelley (2009) 研究发现，机构投资者持股比例越高，股价变

<sup>③</sup> 附件 1 是“问答”板块的互动截图

<sup>④</sup> 附件 2 是“访谈”板块的互动截图

<sup>⑤</sup> 具体要求见网址 [http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/listing/stock/c/c\\_20130704\\_3725231.shtml](http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/listing/stock/c/c_20130704_3725231.shtml)

<sup>⑥</sup> 具体要求见网址 [http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/listing/stock/c/c\\_20130704\\_3725231.shtml](http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/listing/stock/c/c_20130704_3725231.shtml)

<sup>⑦</sup> 附件 3 是投资者咨询非公开信息的互动记录截图

动效率越高。D'Souza et al. (2010) 研究发现, 机构投资者持股比例越高, 上市公司的会计信息传播越快。

作为社交媒体技术的具体应用, “上证 e 互动” 增强投资者信息能力方式是提供投资者与上市公司直接沟通的网络平台。由于机构投资者信息能力强, 可以通过电话、邮件等方式和上市公司董秘、财务总监等沟通, 可以派研究员实地考察上市公司, 因而“上证 e 互动”对机构投资者信息能力的增量作用较弱。而非机构投资者, 因缺乏机构投资者的优势, 势必对“上证 e 互动”的需求较大, 其投资者信息能力的增量效果显著。因此, 我们认为上市公司机构持股比例越低, 公司投资者对“上证 e 互动”的需求越大, “上证 e 互动”互动性的盈余预期修正作用越强。基于上述分析, 我们提出如下假设 2。

**假设 2: 上市公司机构持股比例越低, 互动性的盈余预期修正作用越强。**

### 三、研究设计

#### (一) “上证 e 互动” 互动性的度量

“上证 e 互动” 的两个互动板块中, “问答” 板块的互动性更强, 投资者、上市公司参与度更高。同时, 较投资者提问记录, 上市公司回答记录更能反映投资者信息能力提高的效果。因此, 我们采用“上证 e 互动” 中的“问答” 板块内的上市公司回答记录进行互动性度量。根据现有文献(Blankespoor et al., 2013; Bushee et al., 2010; Chen et al., 2015), 我们运用两种文本统计量度量“上证 e 互动” 的互动性: (1) 时期内的日均回答字数, 标示为  $wd$ ; (2) 时期内的每次回答均字数, 标示为  $ts$ 。

以往研究(Xu & Zhang, 2013)发现, 市场盈余预期变化发生在报告滞后期, 即报告会计期间的最后一天至公告日。因此, 影响盈余预期的投资者信息能力变化也发生在报告滞后期, 且表现为较季度末的相对值。也就是说, 报告滞后期内, “上证 e 互动” 互动性较季末增强表明, 盈余预期目的下的投资者信息能力正向变化, 而且这一时期互动性较季末增强幅度越大, 针对盈余预期的投资者信息能力正向变化越大; 反之, 则是盈余预期目的下的投资者信息能力反向变化。

参照 Bushee et al. (2010) 度量媒体信息中介作用的方法, 我们用如下方法度量反映投资者信息能力变化的“上证 e 互动” 互动性  $AInteraction$ : 选取季度结束日的后一天至盈余公告日的前一天为季度报告滞后期, 标示为  $Lag$ ; 选取季度的最后十天为滞后期的基准期, 标示为  $Benchmark$ ; 通过报告滞后期和基准期的文本统计量计算“上证 e 互动” 互动性, 具体计算公式如下。

$$AInteraction^{Answer} = \log \frac{1 + Answer_{Lag}}{1 + Answer_{Benchmark}} \quad (1)$$

其中,  $Answer$  是上市公司回答记录的本文统计量, 具体包括  $wd$ 、 $ts$ ;  $AInteraction^{Answer}$  是利用  $Answer$  本文统计量度量出的“上证 e 互动” 互动性。

#### (二) 模型说明

以往文献通过未预期盈余估计的市场反应检验盈余预期修正作用(Drake et al., 2012), 即未预期盈余估计的市场反应越小, 盈余预期越接近真实盈余, 盈余预期的准确性越高。现有研究中, 通过公开信息计算未预期盈余估计值的方法有: (1) 时间序列模型(Brown et al., 1987); (2) 季度随机游走模型(Bernard & Thomas, 1990); (3) 分析师预测(O'Brien, 1988)。国内外研究表明, 在缺少分析师季度盈余预测的情况下, 时间序列模型能够较好地估计投资者季度未预期盈余(于忠泊等, 2012; Drake et al., 2012)。本文采用不存在漂移的随机游走模型计算未预期盈余估计值。假设 1 检验投资者信息能力的变化是否能够产生盈余预期修正作用。根据以往检验盈余预期修正作用的文献, 我们采用如下模型 (2) 进行检验:

$$\begin{aligned}
CAR[-n,n]_{it} = & \beta_0 + \beta_1 * SUE_{it} + \beta_2 * AInteraction_{it}^{Answer} \\
& + \beta_3 * SUE_{it} * AInteraction_{it}^{Answer} \\
& + \beta_4 * ControlVariable_{it} + \beta_5 * SUE_{it} * ControlVariable_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{2}$$

模型(2)中的 $\beta_3$ 表示盈余预期修正作用。根据以往研究(Drake et al., 2012; Xu & Zhang, 2013), 如果社交媒体技术下投资者信息能力的变化能够产生盈余预期修正作用, 那么 $\beta_3$ 应该显著为负。模型中的变量解释见表1, 本文控制变量采用 Drake et al. (2012) 检验投资者信息需求时使用的控制变量。

假设2 检验机构投资者持股比例对盈余预期修正作用的调节效应。我们利用模型(3) 检验假设2。模型(2)中,  $\gamma_7$ 反映机构投资者对盈余预期修正作用的调节效应。如果假设2成立, 那么 $\gamma_7$ 显著为正。

$$\begin{aligned}
CAR[-n,n]_{it} = & \gamma_0 + \gamma_1 * SUE_{it} + \gamma_2 * AInteraction_{it}^{Answer} + \gamma_3 * IO_{it} \\
& + \gamma_4 * SUE_{it} * AInteraction_{it}^{Answer} + \gamma_5 * SUE_{it} * IO_{it} \\
& + \gamma_6 * AInteraction_{it}^{Answer} * IO_{it} \\
& + \gamma_7 * SUE_{it} * AInteraction_{it}^{Answer} * IO_{it} \\
& + \gamma_8 * ControlVariable_{it} + \gamma_9 * SUE_{it} * ControlVariable_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{3}$$

表 1. 变量说明

变量类型	变量名称	变量定义
因变量	$CAR[-n,n]$	利用市场调整计算出的季度盈余公告日前 $n$ 个交易日至后 $n$ 个交易日的累计异常收益率;
自变量	$SUE$	采用不存在漂移的随机游走模型标准化的未预期盈余估计变量, 计算方法为本季度盈余与上一季度盈余差值除以处理季度末最后一个交易日的股价;
	$AInteraction$	利用文本统计量计算出的“上证 e 互动”互动性, 具体计算方法已经在互动性的度量中进行详细说明;
	$IO$	机构投资者持股比例, 计算方法为季末不含一般法人的机构投资者持股数除以上市公司流通股;
控制变量	$Size$	公司规模, 季末公司市场价值取自然对数;
	$BTM$	季末账面价值与市场价值的比值;
	$Beta$	按照市场模型分季度算出的回归系数;
	$TurnOver$	季末前一年内月均交易股数除以平均流通股股数;
	$EV$	季度盈余变幅, 过去四年的同期季度盈余变化的标准差;
	$Media$	媒体效应哑变量, 如果在盈余预期形成期间 CSMAR 的新闻数据库有新闻报道的记录, 该变量取 1, 反之取 0。

### (三) 数据来源

本文互动性的数据来自“上证 e 互动”的“问答”板块中上市公司的回答记录。我们用软件抓取了“上证 e 互动”的“问答”板块中从 2013 年 7 月 6 日上线至 2015 年 5 月 6 日上市公司的回答记录, 共计 50043 条, 剔除沪市 B 股上市公司及回答时间不能确定的记录后, 共计 36322 条, 包含 284 家沪市 A 股上市公司。互动性以外的变量数据来自 CSMAR 和 Wind 数据库。

本文研究的是社交媒体背景下投资者信息能力的变化对盈余预期准确性的影响。我们选

取 2013 年三季度、2014 年二季度、2014 年三季度的盈余公告为研究事件，选取有“上证 e 互动”的“问答”板块中回答数据有效的 284 家沪市 A 股上市公司为样本公司。在描述性统计和回归分析中剔除了以下几类样本：（1）极端异常样本；（2）“问答”板块在基准期和季度报告滞后期都没有上市公司回答记录的样本（这类样本无法反映投资者信息能力的变化）；（3）季度交易日少于 30 天的样本。最后得到 544 个观测样本。

#### 四、实证结果与分析

##### （一）变量描述性分析

表 2 Panel A 是各个变量的分布情况，Panel B 是变量的相关系数矩阵。从表 2 Panel A 可以看出：两种统计方法下的  $AInteraction$  均值都大于 0，说明平均意义上报告滞后期的互动性强于基准期；较  $wd$  文本统计方法， $ts$  方法下的  $AInteraction$  的标准差更大，说明  $ts$  在反映互动性上有变动优势。从表 2 Panel B 可以看出， $SUE$  和  $CAR[-1,1]$ 、 $CAR[-2,2]$ 、 $Size$ 、 $BTM$ 、 $Beta$ 、 $Turnover$  显著相关，与两种  $AInteraction$  相关性不显著，而两种文本统计方法下的  $AInteraction$  之间有一定的相关性。

表 2. 描述性统计

Panel A 主要变量分布情况

变量	N	中位数	均值	标准差	最小值	最大值
$CAR[-2,2]$	544	-0.004	-0.002	0.053	-0.127	0.214
$CAR[-1,1]$	544	-0.001	0	0.039	-0.095	0.158
$SUE$	544	0.001	0.003	0.007	-0.010	0.038
$AInteraction^{wd}$	544	1.178	0.756	2.305	-4.541	4.674
$AInteraction^{ts}$	544	3.894	2.014	3.474	-6.057	6.011
$IO$	544	0.033	0.065	0.088	0	0.697
$Size$	544	24.310	24.600	1.512	21.790	28.990
$BTM$	544	0.092	0.166	0.216	0.001	1.187
$Beta$	544	1.152	1.196	0.403	0.291	2.392
$TurnOver$	544	0.254	0.304	0.213	0.014	1.136
$EV$	544	0.145	0.207	0.201	0.011	1.112
$Media$	544	0	0.404	0.491	0	1

Panel B 相关系数矩阵

	$CAR[-2,2]$	$CAR[-1,1]$	$SUE$	$AInteraction^{wd}$	$AInteraction^{ts}$	$IO$
$CAR[-2,2]$	1					
$CAR[-1,1]$	0.811***	1				
$SUE$	0.161***	0.129***	1			
$AInteraction^{wd}$	0.027	0.029	-0.025	1		
$AInteraction^{ts}$	-0.003	0.004	-0.015	0.917***	1	
$IO$	-0.004	0.017	-0.015	0.036	0.029	1
$Size$	-0.050	-0.053	0.139***	-0.010	-0.028	0.243
$BTM$	0.157***	0.095**	0.668***	0.034	0.039	-0.154***
$Beta$	0.048	-0.032	-0.176***	0.032	-0.002	0.017
$TurnOver$	-0.115***	-0.114***	-0.316***	0.004	0.017	-0.061
$EV$	0.077*	0.070	0.067	0.039	0.044	0.050
$Media$	0.178***	0.109**	0.034	0.202***	0.224***	0.079*

	<i>Size</i>	<i>BTM</i>	<i>Beta</i>	<i>TurnOver</i>	<i>EV</i>	<i>Media</i>
<i>Size</i>	1					
<i>BTM</i>	-0.118 <sup>***</sup>	1				
<i>Beta</i>	0.091 <sup>**</sup>	-0.124 <sup>**</sup>	1			
<i>TurnOver</i>	-0.123 <sup>***</sup>	-0.352 <sup>***</sup>	0.252 <sup>***</sup>	1		
<i>EV</i>	0.054	0.040	0.026	-0.031	1	
<i>Media</i>	-0.049	0.042	0.104 <sup>**</sup>	0.010	0.283 <sup>***</sup>	1

注：变量定义见表 1 所示；所有变量都进行了 1% 的 winsorize 处理

## (二) 盈余预期修正作用实证检验

表 3 是假设 1 的检验结果。表 3 中，回归结果 (1) 是无控制变量时 *wd* 统计方法下模型 (2) 的检验，该检验中  $\beta_3$  的估计值为 -0.409，在 0.01 水平上显著为负；回归结果 (2) 是无控制变量时 *ts* 统计方法下模型 (2) 的检验，该检验中  $\beta_3$  的估计值为 -0.253，在 0.01 水平上显著为负；回归结果 (3) 是加入不含交乘项的控制变量时 *wd* 统计方法下模型 (2) 的检验，该检验中  $\beta_3$  的估计值为 -0.392，在 0.01 水平上显著为负；回归结果 (4) 是加入不含交乘项的控制变量时 *ts* 统计方法下模型 (2) 的检验，该检验中  $\beta_3$  的估计值为 -0.245，在 0.01 水平上显著为负；回归结果 (5) 是加入含交乘项的控制变量时 *wd* 统计方法下模型 (2) 的检验，该检验中  $\beta_3$  的估计值为 -0.308，在 0.05 水平上显著为负；回归结果 (6) 是加入含交乘项的控制变量时 *ts* 统计方法下模型 (2) 的检验，该检验中  $\beta_3$  的估计值为 -0.174，在 0.1 水平上显著为负。针对投资者信息能力变化产生的盈余预期修正作用，我们进行了六个回归检验，六个回归结果都表明代表盈余预期修正作用的  $\beta_3$  显著为负值，说明假设 1 成立。

表 3. 盈余预期修正作用实证检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>CAR</i> [-2,2]	<i>CAR</i> [-2,2]	<i>CAR</i> [-2,2]	<i>CAR</i> [-2,2]	<i>CAR</i> [-2,2]	<i>CAR</i> [-2,2]
<i>SUE</i>	1.703 <sup>***</sup> (4.82)	1.963 <sup>***</sup> (5.07)	1.412 <sup>***</sup> (2.92)	1.645 <sup>***</sup> (3.25)	3.157 (0.46)	3.540 (0.52)
<i>Alinteraction</i> <sup>wd</sup>	0.002 <sup>*</sup> (1.91)		0.001 (1.01)		0.001 (0.80)	
<i>SUE*Alinteraction</i> <sup>wd</sup>	<b>-0.409</b> <sup>***</sup> <b>(-2.73)</b>		<b>-0.392</b> <sup>***</sup> <b>(-2.66)</b>		<b>-0.308</b> <sup>**</sup> <b>(-2.02)</b>	
<i>Alinteraction</i> <sup>ts</sup>		0.001 (1.29)		0 (0.36)		0 (0.09)
<i>SUE*Alinteraction</i> <sup>ts</sup>		<b>-0.253</b> <sup>***</sup> <b>(-2.92)</b>		<b>-0.245</b> <sup>***</sup> <b>(-2.88)</b>		<b>-0.174</b> <sup>*</sup> <b>(-1.93)</b>
<i>Size</i>			-0.002 (-1.26)	-0.002 (-1.24)	-0.001 (-0.42)	-0.001 (-0.46)
<i>SUE*Size</i>					-0.051 (-0.21)	-0.058 (-0.23)
<i>BTM</i>			0.007 (0.51)	0.008 (0.58)	0.027 <sup>*</sup> (1.66)	0.027 (1.62)
<i>SUE*BTM</i>					-1.059 (-0.82)	-0.929 (-0.72)
<i>Beta</i>			0.011 <sup>*</sup>	0.011 <sup>*</sup>	0.007	0.008

			(1.93)	(1.94)	(1.22)	(1.30)
<i>SUE*Beta</i>					0.418	0.291
					(0.42)	(0.29)
<i>TurnOver</i>			-0.021*	-0.021*	-0.019	-0.019
			(-1.83)	(-1.82)	(-1.55)	(-1.56)
<i>SUE* TurnOver</i>					3.508	3.374
					(1.03)	(0.99)
<i>EV</i>			0.006	0.005	0.012	0.012
			(0.51)	(0.46)	(0.93)	(0.95)
<i>SUE*EV</i>					-1.270	-1.458
					(-0.84)	(-0.95)
<i>Media</i>			0.018***	0.019***	0.024***	0.024***
			(3.89)	(4.07)	(4.52)	(4.57)
<i>SUE*Media</i>					-1.681*	-1.546*
					(-1.92)	(-1.73)
<i>Time&amp;Industry</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>
<i>_cons</i>	-0.025***	-0.025***	0.004	0.003	-0.032	-0.030
	(-3.35)	(-3.35)	(0.09)	(0.06)	(-0.74)	(-0.70)
<i>N</i>	544	544	544	544	544	544
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.080	0.081	0.116	0.120	0.131	0.132

### (三) 盈余预期修正作用中机构投资者调节效应的实证检验

表 4 是假设 2 的检验结果。表 4 中，回归结果 (1) 是无控制变量时 *wd* 统计方法下模型 (3) 的检验，该检验中  $\gamma_7$  的估计值为 5.914，在 0.1 水平上显著为正；回归结果 (2) 是无控制变量时 *ts* 统计方法下模型 (3) 的检验，该检验中  $\gamma_7$  的估计值为 3.227，在 0.1 水平上显著为正；回归结果 (3) 是加入不含交乘项的控制变量时 *wd* 统计方法下模型 (3) 的检验，该检验中  $\gamma_7$  的估计值为 7.052，在 0.05 水平上显著为正；回归结果 (4) 是加入不含交乘项的控制变量时 *ts* 统计方法下模型 (3) 的检验，该检验中  $\gamma_7$  的估计值为 3.742，在 0.05 水平上显著为正；回归结果 (5) 是加入含交乘项的控制变量时 *wd* 统计方法下模型 (3) 的检验，该检验中  $\gamma_7$  的估计值为 6.325，在 0.05 水平上显著为正；回归结果 (6) 是加入含交乘项的控制变量时 *ts* 统计方法下模型 (3) 的检验，该检验中  $\gamma_7$  的估计值为 3.582，在 0.1 水平上显著为正。针对盈余预期修正作用中机构投资者调节效应，我们进行了六个回归检验，六个回归结果都机构投资者调节效应的  $\gamma_7$  显著为正值，说明假设 2 成立。

表 4. 盈余预期修正作用中机构投资者调节效应的实证检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>CAR</i> [-2,2]					
<i>SUE</i>	1.933***	2.303***	1.803***	2.152***	1.764	2.107
	(4.21)	(4.55)	(3.14)	(3.54)	(0.26)	(0.31)
<i>IO</i>	0.026	0.027	0.031	0.032	0.027	0.031
	(0.67)	(0.60)	(0.79)	(0.73)	(0.70)	(0.71)
<i>SUE* IO</i>	-7.611	-10.500	-11.515	-14.499*	-13.478	-16.502*
	(-0.97)	(-1.20)	(-1.48)	(-1.67)	(-1.63)	(-1.80)
<i>Alnteraction<sup>wd</sup></i>	0.002*		0.001		0.001	

	(1.74)		(0.96)		(0.79)	
<i>SUE*AlInteraction<sup>wd</sup></i>	-0.649 <sup>***</sup>		-0.671 <sup>***</sup>		-0.563 <sup>***</sup>	
	(-3.30)		(-3.47)		(-2.83)	
<i>AlInteraction<sup>wd</sup> * IO</i>	-0.012		-0.012		-0.010	
	(-0.80)		(-0.82)		(-0.73)	
<i>SUE*AlInteraction<sup>wd</sup>*IO</i>	<b>5.914<sup>*</sup></b>		<b>7.052<sup>**</sup></b>		<b>6.325<sup>**</sup></b>	
	<b>(1.91)</b>		<b>(2.32)</b>		<b>(2.08)</b>	
<i>AlInteraction<sup>ts</sup></i>		0.001		0		0
		(1.06)		(0.30)		(0.12)
<i>SUE*AlInteraction<sup>ts</sup></i>		-0.360 <sup>***</sup>		-0.367 <sup>***</sup>		-0.291 <sup>***</sup>
		(-3.32)		(-3.45)		(-2.64)
<i>AlInteraction<sup>ts</sup> * IO_D</i>		-0.005		-0.005		-0.006
		(-0.55)		(-0.58)		(-0.60)
<i>SUE*AlInteraction<sup>ts</sup>*IO</i>		<b>3.227<sup>*</sup></b>		<b>3.742<sup>**</sup></b>		<b>3.582<sup>*</sup></b>
		<b>(1.70)</b>		<b>(2.01)</b>		<b>(1.93)</b>
<i>Size</i>			-0.002	-0.002	-0.001	-0.001
			(-1.30)	(-1.28)	(-0.46)	(-0.50)
<i>SUE*Size</i>					0.019	0.017
					(0.07)	(0.07)
<i>BTM</i>			0.006	0.007	0.028 <sup>*</sup>	0.028 <sup>*</sup>
			(0.43)	(0.51)	(1.67)	(1.66)
<i>SUE*BTM</i>					-1.506	-1.393
					(-1.11)	(-1.02)
<i>Beta</i>			0.011 <sup>**</sup>	0.012 <sup>**</sup>	0.008	0.008
			(2.02)	(2.03)	(1.27)	(1.33)
<i>SUE*Beta</i>					0.681	0.593
					(0.66)	(0.57)
<i>TurnOver</i>			-0.022 <sup>*</sup>	-0.022 <sup>*</sup>	-0.019	-0.020
			(-1.86)	(-1.87)	(-1.57)	(-1.60)
<i>SUE* TurnOver</i>					3.509	3.386
					(1.03)	(1.00)
<i>EV</i>			0.008	0.007	0.013	0.013
			(0.71)	(0.64)	(1.02)	(1.00)
<i>SUE*EV</i>					-1.114	-1.187
					(-0.73)	(-0.77)
<i>Media</i>			0.019 <sup>***</sup>	0.020 <sup>***</sup>	0.024 <sup>***</sup>	0.024 <sup>***</sup>
			(4.00)	(4.11)	(4.51)	(4.57)
<i>SUE*Media</i>					-1.444	-1.429
					(-1.64)	(-1.59)
<i>Time&amp;Industy</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>
<i>_cons</i>	-0.026 <sup>***</sup>	-0.026 <sup>***</sup>	0.004	0.003	-0.032	-0.030
	(-3.35)	(-3.26)	(0.09)	(0.08)	(-0.73)	(-0.68)
<i>N</i>	544	544	544	544	544	544
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.080	0.080	0.119	0.121	0.133	0.133

#### (四) 稳健性检验

在前文的基础上，我们检验主检验中因变量的稳健性，将  $CAR[-2,2]$  更换为  $CAR[-1,1]$  重复表 3 的检验过程，结果见表 5。从表 5 可知：在回归结果 (1) 至 (6)， $\beta_3$  的估计值仍然显著为负。因变量由  $CAR[-2,2]$  更换为  $CAR[-1,1]$  后，6 个回归结果的  $Adj-R^2$  值下降了至少 50%，可见因变量是  $CAR[-2,2]$  拟合效果更好。

表 5. 主检验因变量稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$CAR[-1,1]$	$CAR[-1,1]$	$CAR[-1,1]$	$CAR[-1,1]$	$CAR[-1,1]$	$CAR[-1,1]$
<i>SUE</i>	1.007 <sup>***</sup> (3.79)	1.151 <sup>***</sup> (3.94)	1.058 <sup>***</sup> (2.86)	1.182 <sup>***</sup> (3.05)	-2.207 (-0.42)	-1.732 (-0.33)
<i>Alinteraction<sup>wd</sup></i>	0.001 <sup>*</sup> (1.68)		0.001 (1.27)		0.001 (1.21)	
<i>SUE*Alinteraction<sup>wd</sup></i>	<b>-0.261<sup>**</sup></b> <b>(-2.32)</b>		<b>-0.257<sup>**</sup></b> <b>(-2.29)</b>		<b>-0.247<sup>**</sup></b> <b>(-2.12)</b>	
<i>Alinteraction<sup>ts</sup></i>		0.001 (1.12)		0 (0.65)		0 (0.54)
<i>SUE*Alinteraction<sup>ts</sup></i>		<b>-0.151<sup>**</sup></b> <b>(-2.32)</b>		<b>-0.148<sup>**</sup></b> <b>(-2.28)</b>		<b>-0.125<sup>*</sup></b> <b>(-1.81)</b>
<i>ControlVariable</i>			<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>
<i>SUE*ControlVariable</i>					<i>Control</i>	<i>Control</i>
<i>Time&amp;Industry</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>	<i>Control</i>
<i>_cons</i>	-0.002 (-0.34)	-0.002 (-0.37)	0.039 (1.27)	0.038 (1.25)	0.011 (0.33)	0.012 (0.35)
<i>N</i>	544	544	544	544	544	544
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.032	0.031	0.040	0.040	0.058	0.056

## 五、结论

借助我国特有的官方证券类社交媒体“上证e互动”，本文首次通过信息技术外冲直接检验了投资者信息能力的市场影响。本文发现，社交媒体背景下投资者信息能力的变化，显著提高市场盈余预期准确性，从而产生盈余预期修正作用。该发现表明：信息技术背景下投资者信息能力的变化能够提高市场效率；“上证e互动”作为我国首个官方证券类社交媒体平台，对我国资本市场健康发展具有积极作用。鉴于目前尚未有文献通过外部冲击直接研究投资者信息能力的市场效果，本文的研究是这一领域的一次积极有益的探索。另外，国内外大多数关于提高市场效率的研究，都以上市公司信息披露活动为出发点，极少将投资者信息能力作为突破口。本文的研究强调了提高投资者信息能力是优化资本市场信息效率的重要手段。

本文进一步发现，机构投资者持股比例能够调节上述盈余预期修正作用，即机构投资者持股比例越低，上述盈余预期修正作用越强。该发现表明：“上证e互动”作为社交媒体技术的具体应用，对非机构投资者的帮助更大。目前投资者信息能力的市场检验，通常用机构投资者持股比例表示投资者信息能力。本文的研究，区分了投资者信息能力和机构投资者持股比例，而且实证结果表明，社交媒体技术下投资者信息能力的变化能够对机构投资者的市场影响产生互补效果。

本文的局限性在于：一是对于优化投资者信息能力的方式、方法，本文缺乏对相应技术手段进行系统性分析；二是投资者信息能力内涵丰富，本文仅仅检验了其市场影响，缺乏对具体内涵深入剖析；三是投资者信息能力的市场影响复杂，本文仅就盈余预期的准确性做了检验，缺乏更加丰富的市场影响检验。这些问题，尚待后续研究继续完善。

#### 参考文献：

侯宇、叶冬艳, 2008: 《机构投资者, 知情人交易和市场效率——来自中国资本市场的实证证据》, 《金融研究》, 第 4 期。

于忠泊、田高良、张咏梅, 2012: 《媒体关注, 制度环境与盈余信息市场反应——对市场压力假设的再检验》, 《会计研究》, 第 9 期。

翟林瑜, 2004: 《信息, 投资者行为与资本市场效率》, 《经济研究》, 第3期。

张宗新、杨通旻, 2014: 《盲目炒作还是慧眼识珠?——基于中国证券投资基金信息挖掘行为的实证分析》, 《经济研究》, 第 7 期。

Asthana, S., 2003, "Impact of Information Technology On Post-Earnings Announcement Drift", *Journal of Information Systems*, 17(1): 1-17.

Barone, G. J. and Magilke, M. J., 2009, "An Examination of the Effects of Investor Sophistication On the Pricing of Accruals and Cash Flows", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 24(3): 385-414.

Bartov, E., Radhakrishnan, S. and Krinsky, I., 2000, "Investor Sophistication and Patterns in Stock Returns After Earnings Announcements", *The Accounting Review*, 75(1): 43-63.

Battalio, R. H. and Mendenhall, R. R., 2005, "Earnings Expectations, Investor Trade Size, and Anomalous Returns Around Earnings Announcements", *Journal of Financial Economics*, 77(2): 289-319.

Bernard, V. L. and Thomas, J. K., 1990, "Evidence that Stock Prices Do Not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 13(4): 305-340.

Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z. and Walther, B. R., 2010, "The Financial Reporting Environment: Review of the Recent Literature", *Journal of Accounting and Economics*, 50(2): 296-343.

Blankespoor, E., Miller, G. S. and White, H. D., 2013, "The Role of Dissemination in Market Liquidity: Evidence From Firms' Use of Twitter™", *The Accounting Review*, 89(1): 79-112.

Boehmer, E. and Kelley, E. K., 2009, "Institutional Investors and the Informational Efficiency of Prices", *Review of Financial Studies*, 22(9): 3563-3594.

Brown, L. D., Richardson, G. D. and Schwager, S. J., 1987, "An Information Interpretation of Financial Analyst Superiority in Forecasting Earnings", *Journal of Accounting Research*: 49-67.

Bushee, B. J., Core, J. E., Guay, W. and Hamm, S. J., 2010, "The Role of the Business Press as an Information Intermediary", *Journal of Accounting Research*, 48(1): 1-19.

Chen, T., Harford, J. and Lin, C., 2015, "Do Analysts Matter for Governance? Evidence From Natural Experiments", *Journal of Financial Economics*, 115(2): 383-410.

Collins, D. W., Gong, G. and Hribar, P., 2003, "Investor Sophistication and the Mispricing of Accruals", *Review of Accounting Studies*, 8(2-3): 251-276.

Davis, A. K., Ge, W., Matsumoto, D. and Zhang, J. L., 2014, "The Effect of Manager-Specific Optimism On the Tone of Earnings Conference Calls", *Review of Accounting Studies*, 20(2): 639-673.

Diamond, D. W., 1985, "Optimal Release of Information by Firms", *The Journal of Finance*,

40(4): 1071-1094.

Drake, M. S., Roulstone, D. T. and Thornock, J. R., 2012, "Investor Information Demand: Evidence From Google Searches Around Earnings Announcements", *Journal of Accounting Research*, 50(4): 1001-1040.

Drake, M. S., Roulstone, D. T. and Thornock, J. R., 2015, "The Determinants and Consequences of Information Acquisition Via EDGAR", *Contemporary Accounting Research*.

D'Souza, J. M., Ramesh, K. and Shen, M., 2010, "The Interdependence Between Institutional Ownership and Information Dissemination by Data Aggregators", *The Accounting Review*, 85(1): 159-193.

Efendi, J., Park, J. D. and Smith, L. M., 2014, "Do XBRL Filings Enhance Informational Efficiency? Early Evidence From Post-Earnings Announcement Drift", *Journal of Business Research*, 67(6): 1099-1105.

Fama, E. F., 1970, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work\*", *The Journal of Finance*, 25(2): 383-417.

Fama, E. F., 1998, "Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance", *Journal of Financial Economics*, 49(3): 283-306.

Guldimann, T. M., 2000, "How Technology is Reshaping Finance and Risks (Digest Summary)", *Business Economics*, 35(1): 41-51.

Hirshleifer, D. A., Myers, J. N., Myers, L. A. and Teoh, S. H., 2008, "Do Individual Investors Cause Post-Earnings Announcement Drift? Direct Evidence From Personal Trades", *The Accounting Review*, 83(6): 1521-1550.

Hirshleifer, D., Lim, S. S. and Teoh, S. H., 2009, "Driven to Distraction: Extraneous Events and Underreaction to Earnings News", *The Journal of Finance*, 64(5): 2289-2325.

Jiambalvo, J., Rajgopal, S. and Venkatachalam, M., 2002, "Institutional Ownership and the Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings\*", *Contemporary Accounting Research*, 19(1): 117-145.

Kalay, A., 2015, "Investor Sophistication and Disclosure Clienteles", *Review of Accounting Studies*, 20(2): 976-1011.

Lau, M. and Wydick, B., 2014, "Does New Information Technology Lower Media Quality? The Paradox of Commercial Public Goods", *Journal of Industry, Competition and Trade*, 14(2): 145-157.

Lee, L. F., Hutton, A. P. and Shu, S., 2015, "The Role of Social Media in the Capital Market: Evidence from Consumer Product Recalls", *Journal of Accounting Research*, 53(2): 367-404.

Liu, C., Luo, X. R., Sia, C. L., O'Farrell, G. and Teo, H. H., 2014, "The Impact of XBRL Adoption in PR China", *Decision Support Systems*, 59: 242-249.

Matsumoto, D., Pronk, M. and Roelofsen, E., 2011, "What Makes Conference Calls Useful? The Information Content of Managers' Presentations and Analysts' Discussion Sessions", *The Accounting Review*, 86(4): 1383-1414.

McNichols, M. and Trueman, B., 1994, "Public Disclosure, Private Information Collection, and Short-Term Trading", *Journal of Accounting and Economics*, 17(1): 69-94.

Merton, R. C., 1987, "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information", *The Journal of Finance*, 42(3): 483-510.

Miller, G. S. and Skinner, D. J., 2015, "The Evolving Disclosure Landscape: How Changes in Technology, the Media, and Capital Markets are Affecting Disclosure", *Journal of Accounting Research*, 53(2): 221-239.

O'Brien, P. C., 1988, "Analysts' Forecasts as Earnings Expectations", *Journal of Accounting and*

*Economics*, 10(1): 53-83.

Piotroski, J. D. and Roulstone, D. T., 2004, "The Influence of Analysts, Institutional Investors, and Insiders On the Incorporation of Market, Industry, and Firm-Specific Information Into Stock Prices", *The Accounting Review*, 79(4): 1119-1151.

Pirolli, P., 2007, *Information Foraging Theory: Adaptive Interaction with Information*, Oxford University Press.

Rendleman, R. J., Jones, C. P. and Latane, H. A., 1982, "Empirical Anomalies Based On Unexpected Earnings and the Importance of Risk Adjustments", *Journal of Financial Economics*, 10(3): 269-287.

Sloan, R., 1996, "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?(Digest Summary)", *Accounting Review*, 71(3): 289-315.

Tan, H. T., Ying Wang, E. and Zhou, B., 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.

Walther, B. R., 1997, "Investor Sophistication and Market Earnings Expectations", *Journal of Accounting Research*: 157-179.

Xu, S. X. and Zhang, X. M., 2013, "Impact of Wikipedia On Market Information Environment: Evidence On Management Disclosure and Investor Reaction", *Mis Quarterly*, 37(4): 1043-1068.

附录1:



老柴迷

**问** :广电网络(600831) 请问董秘, 本公司的定向增发, 还能继续吗。。。? 国网公司和本公司是啥关系? 新披露的那些电信牌照公司将如何运作? 请及时回答。。谢谢。!

9小时前 来自 Android



广电网络

**答** 您好, 感谢您对公司的关注。 公司定向增发按程序进行, 目前已经完成反馈意见回复, 尚需证监会核准。 国网公司与本公司前期有签署合作框架协议, 希望开展合作。 公司近期没有新披露电信牌照。 谢谢。

25分钟前 来自 网站

| [收藏](#) | [评论](#)

附录2:

[上证e访谈](#) > [上海海欣集团股份有限公司关于终止筹划非公开发行股票的投资者说明会](#)



**上海海欣集团股份有限公司关于终止筹划非公开发行股票的投资者说明会**

公司于2016年1月19日披露《关于终止筹划非公开发行股票的公告》, 根据上海证券交易所《关于规范上市公司筹划非公开发行股份停牌及相关事项的通知》规定, 公司定于2016年1月19日(星期二)下午15:...

[展开](#)

**嘉宾发言**

**访谈提问**

刷新



爱在天空的鱼

**问** 在 #上海海欣集团股份有限公司关于终止筹划非公开发行股票的投资者说明会# 访谈中, 对 @ (董事长)俞锋 说: 你关心二级市场的走势吗, 好像和公司也没啥关系吧

01月19日 15:57 来自 易访谈



海欣股份

**答** 俞锋回答: 您好, 作为公司董事长, 我一直密切关注二级市场走势。 谢谢!

01月19日 15:59 来自 易访谈

| [收藏](#) | [评论](#)

附录3:



nfaj33

**问** :中源协和(600645) 请问公司与施朗国际业务合作关系是否存在财务联系, 施朗接洽了本应由公司的一些业务收入怎么分配?

昨天 08:58 来自 IOS



中源协和

**答** 感谢您的关注! 关于此事项请您以公司的公告为准。

1小时前 来自 网站



| [收藏](#) | [评论](#)