

经济政策不确定性对市场定价效率影响研究

——股票论坛应用下的互联网社交媒体调节作用

王建新 丁亚楠

(中国财政科学研究院,北京 100142)



内容提要:经济政策不确定性影响着资本市场参与者的行为,进而影响资本市场信息环境。互联网的产生与发展显著改变了个体的信息获取与决策方式,作为信息技术应用最广泛的领域之一,互联网社交媒体对投资者行为的影响不断扩大。本文基于2008—2018年A股上市公司年度数据,从股价信息含量角度,探究了经济政策不确定性对资本市场定价效率的影响。在此基础上,检验了以股吧为代表的互联网社交媒体对该影响的调节作用。研究表明:经济政策不确定性增大了资本市场信息不对称,降低了股价信息含量;互联网社交媒体的应用有助于减小经济政策不确定性的负面影响,提高股价信息含量,从而有助于提高资本市场定价效率。进一步探究表明,经济政策不确定性对不同会计信息质量及投资者结构的企业均具有负面影响,但互联网社交媒体的调节作用在会计信息质量较低及机构投资者比例较低的企业更加突出。

关键词:经济政策不确定性 股价信息含量 互联网社交媒体 资本市场定价

中图分类号:F270 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2022)04—0153—22

一、引言

作为宏观经济的晴雨表,股票市场的发展受到诸多政策因素影响。随着近年来经济政策不确定性急剧攀升,加之疫情带来的广泛冲击,使得负面影响更可能蔓延到整个股票市场。经济政策不确定性是指经济主体对政府是否改变当前政策,以及政策调整的时间、方式不能准确把握,从而难以形成稳定的政策预期(Gulen和Ion,2016)^[1]。我国股票市场建立的最初目的是帮助国有企业纾困和改制,政策性因素在股票市场占有重要地位,政府频繁出台政策直接干预股市运行,使之表现出“政策市”的特征,且政策的出台体现出相机治理的特征,政策的性质也依即时行情而定,缺乏连贯性,由此导致投资者往往并不看重上市公司的业绩或经营状况,而更看重政府的政策。伴随着我国资本市场新兴加转轨的阶段性特征,我国的政策调整更加频繁,由此带来的不确定性因素更多,影响更加广泛。

资本市场的基本功能是利用股票价格的信号机制以使资源配置达到最优状态。现代资本市场是建立在信息披露制度的基础之上,证券价格能否准确反映与其内在价值相关的信息被看作是市场中价格效率实现的基本条件(Hayek,1945^[2];Fama,1970^[3];Ozsoylev等,2014^[4])。基于Fama(1970)^[3]提出的有效市场假说,若资本市场在价格形成中能够充分而准确地反映全部相关信息,

收稿日期:2021-09-18

作者简介:王建新,男(苗族),研究员,管理学博士,博士生导师,研究领域是管理会计与公司治理,电子邮箱:lxlwjxs_cn@sina.com;丁亚楠,女,博士研究生,研究领域是公司治理与资本市场,电子邮箱:792567615@qq.com。通讯作者:丁亚楠。

则该市场就是有效率的。公司相关的信息包括市场、行业及公司层面特有信息,股票价格是对公司不同层面信息的反映。已有研究表明,公司特质性信息与公司基本价值密切相关,资本市场定价效率的高低主要取决于价格对企业层面信息的反映程度(唐松等,2011^[5];黄俊和郭照蕊,2014^[6];王谨乐等,2021^[7])。上市公司和分析师是市场上重要的信息供给者,在面对不确定性冲击时,其行为也会发生改变,从而重塑资本市场上的信息环境,影响价格对信息的反映程度。基于此,本文从股价信息含量角度检验我国经济政策不确定性对资本市场定价效率的影响。

2019年全球互联网用户为43.88亿,社交媒体用户数量为34.84亿,同比增长9.0%^①。社交媒体已成为人们传播、获取信息的主要媒介。全球主流资产管理公司中已经有27%正在或将要使用社交媒体的新型数据^②。相比于传统社交网络,互联网社交媒体兼具“网络”的信息传播优势与“社交”的广泛联结特性,随着其应用场景的不断扩展,应用技术的不断更新,社交媒体开始深入影响投资者信息获取与使用,最终影响资本市场表现。基于此,本文以互联网社交媒体中具有代表性的股票论坛为研究对象,探究互联网社交媒体能否影响投资者的信息能力,进而对经济政策不确定性与资本市场定价效率产生调节作用。

本文的边际贡献主要有:第一,政策性因素对我国资本市场的发展有着重要影响,本文通过分析政策不确定性环境下的资本市场主体行为,通过宏观与微观相结合,为基于非完全有效市场的资本市场定价效率研究提供了新的视角。第二,将互联网社交媒体应用下的信息传递模式与资本市场定价功能相结合,实证发现互联网社交媒体能够提高不确定性环境下的股价信息含量,改善资本市场定价效率,为推动互联网社交媒体的资本市场应用提供了经验证据。第三,国内已有对经济政策不确定性的探究多集中于公司层面,资本市场是宏观经济政策发挥作用的重要渠道,本文基于股价信息含量探究了经济政策不确定性对资本市场的影响,拓展了经济政策不确定性的相关研究。

二、文献综述与假设提出

1. 经济政策不确定性与资本市场信息环境

已有关于经济政策不确定性影响的研究主要从企业行为以及资本市场两个方面进行了考察。由于投资受经济政策不确定性影响最为显著,研究成果较丰富。较为普遍的观点认为经济政策不确定性会提高企业现金持有水平,增大融资成本,使企业行为更加谨慎,进而对投资起抑制作用(Julio和Yook,2012^[8];Kim和Kung,2017^[9])。同时,经济政策的不确定性还会减少企业的创新及研发支出(Schwartz,2004^[10];Katz和Owen,2013^[11];Bhattachary等,2017^[12])。在我国特殊的制度背景下,对政治不确定性的研究最早引起国内学者的关注,基于我国政府官员更替这一事件,探究了由此带来的不确定性对企业行为的影响(曹春方,2013^[13];陈德球等,2016^[14])。此外,利用经济政策不确定性指数,部分学者从产业政策、资产可逆性角度扩展了对企业行为的研究(李凤羽和杨墨竹,2015^[15];刘贯春等,2019^[16])。

国内已有相关研究更多聚焦于企业,对不确定性环境下的资本市场表现则关注较少。雷立坤等(2018)^[17]研究表明,经济政策不确定性与我国股市波动的长期成分有较强的相关性,不确定性对经济波动的长期成分具有一定解释作用。陈国进等(2019)^[18]通过区分好的不确定性与坏的不确定性支持了经济政策不确定性与股票溢价间的依存关系。不确定性作为影响宏观基本面趋势的重要因素,其对资本市场的负面作用也不容忽视。国外已有研究表明,不确定性会导致资本市场状

① 参见 <https://www.bibsonomy.org/url/ffcb2ea1974eebc097bbf138e40176fb?postOwner=mbinotto&intraHash=ffcb2ea1974eebc097bbf138e40176fb>, We Are Social, “Global Digital Report 2019”。

② 安永(中国)企业咨询有限公司发布的《2019年全球资产管理行业报告》。

况恶化,表现为风险溢价增加、价格变动和交易量异常增加、买卖价差扩大、期内价格及时性降低、机构投资者交易减少(Brogaard 和 Detzel, 2015^[19]; Brandon 和 Youngsuk, 2016^[20]; Chen 等, 2018^[21])。Dakhlaoui 和 Aloui (2016)^[22] 研究指出, 股票市场动态与经济政策状况密切相关, 在经济不稳定时期, 较高的经济政策不确定性往往导致股价的高波动甚至股市崩溃。

宏观经济政策的不确定性会直接影响企业信息披露, 进而影响投资者的交易行为和市场流动性。不确定性的增加使得企业对未来经济发展难以形成准确的判断, 企业不能无成本地调整决策, 在解决不确定性之前更多的企业会选择“静观其变”, 由此导致企业的经济活动减少。以选举作为不确定性的外生变量, 国外已有研究表明, 选举前企业投资水平下降, 延迟并购交易, 保留闲置资源 (Jens, 2017^[23]; Nguyen 和 Phan, 2017^[24]; Lee 等, 2020^[25])。国内相关研究也表明, 经济政策不确定性提升了企业的现金持有水平, 增大了融资成本并对研发与创新活动有抑制作用 (郑立东等, 2014^[26]; 郝威亚等, 2016^[27]; 张新民等, 2017^[28])。随着企业新交易活动的减少和延迟, 企业信息披露减少。投资者所掌握的信息通过股票交易融入股价, 当市场上信息供给减少, 信息风险带来交易成本的上升, 股票流动性下降。若将市场上的交易者分为知情交易者和不知情交易者两类, 当私有信息的边际收益小于其边际成本时, 不知情交易者不愿意花费较多的成本用于搜集信息, 为避免信息不对称带来的交易损失, 其会选择减少或退出交易, 由此导致股票流动性降低。流动性的降低致使公司特质性信息无法充分融入股价, 进而股价信息含量减小 (Edmans, 2009^[29]; 熊家财和苏东蔚, 2016^[30])。

同时, 不确定性也会降低分析师等市场中介信息预测的准确性。分析师是企业与投资者之间信息传递的主要中介, 其主要任务之一就是业绩预测降低企业和投资者之间的信息不对称。分析师直接或间接通过企业与投资者、供应商、监管者的经济互动对企业的基本面进行预测, 企业面对不确定性的谨慎行为直接导致分析师可利用信息的减少。不确定性还会增加信息的模糊性, 导致信息的可识别性降低, 加大分析师利用信息的难度。Hirshleifer (2001)^[31] 指出, 几乎所有的错误信念模型的误判效应在具有高度不确定性和信息贫乏的企业中应是最强的。经济政策的不确定性增加了预测任务的复杂性, 降低了收益预测的准确性, 且当企业对经济政策不确定性更加敏感时, 预测准确性和不确定性之间的负相关关系更为显著 (Bird 等, 2017)^[32]。分析师预测准确性的降低导致市场上投资者能够获取的有效信息减少, 股价中与企业价值相关的信息减少, 股价信息含量降低。因此, 本文提出如下假设:

H₁: 随着经济政策不确定性增大, 股价信息含量减少, 资本市场定价效率降低。

2. 互联网社交媒体与资本市场定价效率

随着信息技术的不断进步, 投资者的信息获取渠道变得多样化。电话、网页、社交平台等都成为有效的信息获取渠道 (Dougal 等, 2012^[33]; 徐巍和陈冬华, 2016^[34])。除了传统的官方发布的信息, 外部机构研究报告、新闻媒体、社交媒体等多渠道非官方信息也越来越多地被投资者使用, 以提高企业价值评估和投资决策的准确性 (陈国青等, 2020)^[35]。互联网社交媒体作为一种基于网络技术的个体间信息交互媒介, 以其低延时、低成本、传播广的特点吸引了大量的投资者, 各大财经网站的股吧成为投资者传递和沟通新信息以及自己态度、观点的重要平台。与传统媒体不同, 互联网社交平台上的每一个用户都是一个信息节点, 发布并接收信息, 同时用户与用户之间的互动又会产生新的信息进而传播, 因此, “个体性”和“交互性”是互联网社交媒体的两个重要特征 (代玉梅, 2011)^[36]。从这两个特征出发, 进一步对在经济政策不确定时期互联网社交媒体的影响进行分析。

资本市场的定价效率与公司特质性信息直接关联 (Roll, 1988)^[37]。股价中公司特质性信息含量越高, 表明股价越能反映公司基本价值而非市场的平均水平。个人投资者占据了我国资本市场的较大部分, 个人投资者相对于机构投资者虽然处于信息劣势, 但个人投资者的互动交流中不乏公

司层面特质性信息。在“以用户为中心,用户参与”的互联网发展架构下,互联网社交平台产生了大量的用户个人信息,有关公司盈余的信息散布在不同投资者之间,社交媒体平台通过在不同投资者之间建立联系,使原本分割的投资者私有信息逐渐公开化,被更大范围的投资者所获取。互联网社交媒体平台通过群体的构建,实现了不同投资者之间的信息共享,优化了投资者的信息集,当更多、质量更高的信息通过交易反映到股价,市场的定价效率随之提高。

资本市场的定价效率不仅受限于投资者的信息获取,还会受限于投资者对信息的分析与解读。经济政策的不确定性在减少了信息供给的同时,也增大了投资者分析解读信息的难度。社交学习是投资者利用外部信息提升决策能力的重要过程。在不确定性环境中,个体的行为决策更易受到群体成员信息的影响,由于学习效应,其决策的相关性也较强。相比于通过与周围环境的交互来不断调整决策,通过交流学习成功者的行为来调整决策更加有效(Rendell等,2010)^[38]。个体能够通过和群体成员的交流,获取有价值的相关信息,也能够通过观察他人的决策行为优化自身行为。同伴观点作为一种群体智慧,不仅有助于预测股票未来收益,也有助于指引投资(Chen等,2014^[39];金德环和李岩,2017^[40])。使用平台的过程也是一个学习的过程,投资者通过分享、提问和反馈等方式参与到交互学习中,在互动过程中得到启发,在获取知识的同时提高自己对信息的分析与解读能力,信息能力的改善有助于提高融入股价的信息质量,进而提高资本市场定价效率。因此,本文提出如下假设:

H₂:互联网社交媒体有助于提高股价信息含量,改善资本市场定价效率,减小经济政策不确定性的负面影响。

三、研究设计

1. 数据来源

2007年我国开始实行新的会计准则且股权分置改革基本完成,为保证数据的一致性,以及在考察企业层面因素时避免流通股和非流通股因素影响,本文以2008—2018年A股上市公司为研究样本,并对原始样本进行如下处理:剔除金融类公司;被特殊处理的ST、PT公司及数据缺失公司;考虑到IPO后的异常交易,剔除IPO两年之内的样本。数据来源于国泰安(CSMAR)数据库。本文的股吧数据取自东方财富股吧论坛中每个股票讨论板块,通过网络爬虫获取论坛中当期股票的发帖数和评论数。最终得到670家上市公司样本,共计7370家公司-年度观测值。为消除极端值的负面影响,对所有连续变量进行1%水平上的双侧缩尾处理。

2. 变量衡量

(1)资本市场定价效率。已有文献主要从两个方面衡量市场定价效率,一是价格的信息含量,即资产价格是否真实而充分地反映所有的市场信息,特别是基于公司层面的特质性波动,代表性的指标即股价信息含量,该指标在实践中也得到了广泛的应用(黄俊和郭照蕊,2014^[6];王谨乐等,2021^[7])。二是价格对信息的反应速度,即资产价格是否能及时而准确地吸收新的市场信息(Boehmer和Wu,2013^[41];李志生等,2015^[42])。考虑经济政策不确定性对资本市场影响的作用机制,股价信息含量的体现更加直接。因此,本文主要从信息含量的角度对定价效率进行衡量,并在稳健性检验部分补充从信息反应速度角度的检验。

投资者通过搜集不同层面的相关信息进行股票定价,公司层面信息更能反映企业价值,股价中的信息含量往往特指公司层面的特质性信息。股价同步性代表公司股票价格的变动与市场平均变动之间的关联性,同步性越低,表明股价中包含的市场层面信息越低,公司层面的特质信息越多。已有较多研究也以股价同步性来衡量股价信息含量,进而反映资本市场定价效率。因此,借鉴Durnev等(2003)^[43]、许年行等(2013)^[44]的方法,运用如下模型估计个股的股价信息含量:

$$RET_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MARK_t + \alpha_2 INDRET_{j,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$SYNCH_i = Ln(R_i^2/1 - R_i^2) \quad (2)$$

其中, $RET_{i,t}$ 为 t 周 i 公司的股票收益率, $MARK_t$ 为 t 周的市场收益率(分别以沪深两市的综合指数收益率表示), $INDRET_{j,t}$ 为 t 周的 i 公司行业股票平均收益率, 市场及行业收益率均采用等权平均法计算, 行业分类以证监会 2012 年行业分类为标准。个股收益率对整个市场收益率的回归模型(1)的拟合优度 R^2 越大, 公司股票价格与市场整体相关性越强, 即股价同步性越高, 信息含量越低。为使 R^2 呈正态分布, 用式(2)进行对数化处理, 得到股价同步性衡量变量。

(2) 经济政策不确定性。使用 Baker 等(2016)^[45] 开发的月度中国经济政策不确定性指数, 构建年度中国经济政策不确定性数据。该指数以香港主要英文报纸上与政策相关的经济不确定性文章为对象, 基于给定术语进行频率统计。统计包括货币政策、财政政策、贸易政策、经济领域法律法规等 14 个政策类型。为了充分反映整个年度的不确定性信息, 对年度内各指数求几何平均数并进行标准化处理。

(3) 互联网社交媒体。个人投资者是我国股票市场的主要构成, 且股民和网民两大群体具有高度耦合性。随着越来越多的信息披露以及股票交易在网络上进行, 投资者在股票网络论坛上表达自己对股票或股市的看法变得普遍。许多财经网站如东方财富、雪球等旗下的股评社区为个人投资者进行股票信息交流提供了充分的平台, 其中, 东方财富“股吧”是我国股票市场用户规模最大、最具影响力的股票论坛。出于代表性的考虑, 本文以股吧论坛为研究对象, 按年度提取发帖信息, 包括每个上市公司帖子的评论总量 ($NumberComment$) 和发帖总量 ($NumberPost$), 评论能够反映用户之间的互动性, 同时减少“广告贴”“灌水贴”等无用信息干扰; 发帖总量有助于衡量信息的影响性。构建互联网社交媒体应用衡量指标如下:

$$AT1_{i,t} = \ln(NumberComment_{i,t}) \quad (3)$$

$$AT2_{i,t} = \ln(NumberComment_{i,t} + NumberPost_{i,t}) \quad (4)$$

3. 模型构建

借鉴 Gul 等(2010)^[46]、姜超(2013)^[47]、黄俊和郭照蕊(2014)^[6] 的研究, 构建如下模型检验经济政策不确定性对股价信息含量的影响:

$$\begin{aligned} SYNCH_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 EPU_t + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 GROWTH_{i,t} \\ & + \alpha_6 TURNR_{i,t} + \alpha_7 FIRST_{i,t} + \alpha_8 BIGA_{i,t} + \alpha_9 BETA_{i,t} \\ & + \alpha_{10} CYCLE_{i,t} + \sum Id + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5)$$

其中, $SYNCH$ 代表股价同步性, 值越大, 资本市场定价效率越低。 EPU 代表经济政策不确定性, 值越大, 表明经济政策不确定性越高。控制股价同步性的其他内外部影响因素, 包括企业规模 ($SIZE$), 资产负债率 (LEV)、总资产收益率 (ROA) 等, 同时控制系统性风险 ($BETA$)、以 GDP 增长率为基础划分的经济运行周期 ($CYCLE$) 和公司固定效应。由于 EPU 是时间序列变量, 模型中不再控制时间固定效应。具体变量选取及定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
$SYNCH$	股价同步性	股价同步性变量, 依据公司股票收益与市场、行业收益回归计算得到
EPU	经济政策不确定性	取月度经济政策不确定性指数的几何平均数衡量
$AT1$	股吧活跃度	年度评论数取对数
$AT2$	股吧活跃度	年度发帖数与评论数之和取对数
$SIZE$	公司规模	公司总资产取自然对数

续表 1

变量符号	变量名称	变量定义
<i>LEV</i>	资产负债率	总负债/总资产
<i>ROA</i>	总资产收益率	净利润/总资产
<i>GROWTH</i>	成长性	(营业收入本期金额 - 营业收入上年同期金额)/营业收入上年同期金额
<i>FIRST</i>	第一大股东持股	第一大股东持股数量/总股数
<i>BIG4</i>	审计质量	虚拟变量,若审计师来自四大会计师事务所则取 1,否则为 0
<i>TURNR</i>	股票换手率	年度内以流通股数计算的日均股票换手率,衡量股票交易活跃程度
<i>BETA</i>	风险系数	根据资本资产定价模型计算的风险系数
<i>CYCLE</i>	经济周期	用 HP 滤波法从季度 GDP 增长率提取周期成分,小于 0 时为经济下行期,虚拟变量取值为 0,大于 0 时,经济处于复苏繁荣期时,取值为 1
公司固定效应	公司	公司虚拟变量

在模型(5)的基础上,增加股吧活跃度指标(*AT*,包括 *AT1* 和 *AT2*)及其与经济政策不确定性的交乘项,对假设 H_2 进行验证。模型如下:

$$\begin{aligned}
 SYNCH_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 EPU_t + \alpha_2 AT_{i,t} + \alpha_3 EPU_t \times AT_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} \\
 & + \alpha_7 GROWTH_{i,t} + \alpha_8 TURNR_{i,t} + \alpha_9 FIRST_{i,t} + \alpha_{10} BIG4_{i,t} \\
 & + \alpha_{11} BETA_{i,t} + \alpha_{12} CYCLE_{i,t} + \sum Id + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{6}$$

四、实证结果分析

1. 变量描述性统计

表 2 为变量的描述性统计,*SYNCH* 均值为 -1.028,中位数为 -0.869,标准差达到 1.227,公司间差异显著。*EPU* 的最小值为 4.594,最大值为 6.132,各年度的标准差为 0.499,各年间经济政策不确定性的波动较大。从趋势上来看,平均年度经济政策不确定性指数表现出逐年递增趋势。股吧活跃度标准差分别为 1.067 和 0.932,不同企业间发帖总量和评论总量存在显著差别,以 2018 年为例,在样本公司中,最少的发帖评论数为 2359,最大为 526507。其他的控制变量均在合理的范围内。变量间的 Person 相关系数表明,*EPU* 与 *SYNCH* 显著正相关,*AT1* 和 *AT2* 与 *SYNCH* 显著负相关,初步支持了假设。各回归模型间不存在严重多重共线性。

表 2 描述性统计

变量名称	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>SYNCH</i>	7370	-1.028	1.227	-13.963	-0.869	1.988
<i>EPU</i>	7370	5.268	0.499	4.594	5.188	6.132
<i>AT1</i>	7370	9.555	1.067	5.808	9.564	13.629
<i>AT2</i>	7370	9.956	0.932	6.360	9.941	13.677
<i>SIZE</i>	7370	22.496	1.363	19.023	22.328	28.520
<i>LEV</i>	7370	0.472	0.190	0.007	0.482	1.290
<i>ROA</i>	7370	0.045	0.053	-0.554	0.036	0.400
<i>GROWTH</i>	7370	0.367	3.189	-2.683	0.094	179.164
<i>FIRST</i>	7370	36.252	15.455	3.620	34.445	86.420

续表 2

变量名称	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>BIG4</i>	7370	1.907	0.291	1.000	2.000	2.000
<i>TURNR</i>	7370	2.119	1.584	0.009	1.697	12.252
<i>BETA</i>	7370	1.073	0.257	0.114	1.073	2.605
<i>CYCLE</i>	7370	0.364	0.481	0.000	0.000	1.000

2. 经济政策不确定性与资本市场定价效率的实证检验

表 3 是模型(5)的回归结果。第(1)列和第(2)列是未加入控制变量前的回归结果,第(3)列和第(4)列是加入控制变量后的回归结果,第(1)列和第(3)列未控制公司个体效应,第(2)列和第(4)列控制公司个体效应。加入控制变量前,*EPU*的系数分别为 0.233 和 0.450,在 1%的水平上显著为正,加入控制变量后系数分别为 0.447 和 0.369,同样显著为正。由此表明经济政策不确定性越高,股价同步性越大。经济政策不确定性的提高导致资本市场上可获取的公司特质性信息减少,进而推高了股价同步性,降低了股价信息含量。假设 H_1 得到验证。

表 3 经济政策不确定性与资本市场定价效率检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>EPU</i>	0.233 *** (8.501)	0.450 *** (8.876)	0.447 *** (11.856)	0.369 *** (6.927)
<i>SIZE</i>			-0.238 *** (-6.536)	0.251 *** (7.277)
<i>LEV</i>			-0.456 *** (-2.932)	-0.987 *** (-7.704)
<i>ROA</i>			-3.126 *** (-8.006)	-3.129 *** (-9.189)
<i>GROWTH</i>			-0.090 *** (-3.063)	-0.038 (-1.480)
<i>FIRST</i>			0.004 (1.320)	-0.002 (-0.820)
<i>BIG4</i>			-0.044 (-0.332)	0.022 (0.179)
<i>TURNR</i>			-0.118 *** (-11.032)	-0.136 *** (-13.818)
<i>BETA</i>			1.062 *** (15.215)	1.328 *** (21.511)
<i>CYCLE</i>			-0.482 *** (-19.083)	-1.298 *** (-28.204)
常数项	-2.160 *** (-13.993)	-3.398 *** (-8.546)	1.629 (1.628)	-9.266 *** (-9.452)
公司固定效应	否	是	否	是
调整 R ²	0.140	0.311	0.228	0.455
观测值	7370	7370	7370	7370
F	301.276	8.207	137.330	11.494

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著,下同

3. 互联网社交媒体、经济政策不确定性与资本市场定价效率

表4为加入股吧活跃度的调节效应模型。为减小交乘项与原始变量的多重共线性,对交乘变量进行去中心化处理。回归结果中主要关注经济政策不确定性与股吧活跃度的交乘项系数。可以看出,在控制公司效应前后,*EPU*与*AT1*交乘的系数分别在1%和5%的水平上显著为负,与*AT2*交乘的系数均在1%的水平上显著为负。回归结果表明,股吧活跃度越高,经济政策不确定性对股价信息含量的负向影响越小,股吧论坛有助于减少经济政策不确定性的不利影响。互联网社交媒体的应用有助于投资者的信息获取与解读,提高股价信息含量,改善资本市场定价效率。假设 H_2 得到验证。

表4 互联网社交媒体、经济政策不确定性与资本市场定价效率检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>EPU</i>	1.188*** (20.966)	1.418*** (24.253)	0.795*** (17.398)	0.930*** (19.919)
<i>AT1</i>	-0.246*** (-11.615)	-0.255*** (-12.277)		
<i>AT1</i> × <i>EPU</i>	-0.115*** (-4.680)	-0.121*** (-4.740)		
<i>AT2</i>			-0.158*** (-8.855)	-0.238*** (-11.095)
<i>AT2</i> × <i>EPU</i>			-0.164*** (-5.476)	-0.112*** (-4.098)
常数项	-11.000*** (-9.672)	-16.124*** (-14.190)	-8.222*** (-20.238)	-9.626*** (-10.380)
公司固定效应	否	是	否	是
调整 R ²	0.366	0.480	0.327	0.453
观测值	7370	7370	7370	7370
F	210.250	11.904	219.216	12.230

4. 稳健性检验

(1)内生性问题。考虑到遗漏变量带来的内生性问题,通过以下方法进行检验:首先,采用工具变量法对模型(5)进行两阶段最小二乘回归。对外开放水平的不断提高使得我国经济发展受美国等国家政策影响显著,借鉴 Wang 等(2014)^[48]的研究,以我国主要贸易国的经济政策不确定性指标为基础构建工具变量(*EPU_G*)。以中国与这些国家的贸易总额占比为权重,取经济政策不确定性指数的贸易份额加权平均值滞后一期^①。依据模型(5)和模型(6)对工具变量进行检验,结果证明了该工具变量有效性^②。表5列示了2SLS的回归结果。政策不确定性以及交乘项的系数均在1%的水平上显著,结论保持不变。其次,为进一步减少宏观经济层面遗漏变量对回归结果的影响,参照李凤羽和杨墨竹(2015)^[15]的研究,在控制变量中添加了宏观经济景气指数(*MEC*)、企业景气指数(*BSC*)以及消费者信心指数(*CMC*)作为宏观经济层面股价信息含量的控制变量。如表6所示,加入更多宏观经济指标后得到的回归结果与前文结果不存在明显差别。最后,为进一步减小经济政策不确定性与资本市场定价效率可能存在的互为因果关系的影响,选择经济政策不确定性滞后一期进行回归。结果如表7所示,结论保持稳健。

① 主要贸易国包括美国、英国、法国、德国、意大利、日本和韩国七个国家。

② 对工具变量的检验包括不可识别检验和弱工具变量检验,Kleibergen-Paap rk LM统计量的 p 值为 0.000,强烈拒绝不可识别的原假设,弱工具变量的 Kleibergen-Paap Wald rk F 统计量同样拒绝弱工具变量的假设。

表 5 工具变量回归

变量	(1)	(2)	(3)
<i>EPU_G</i>	2.137*** (0.105)	4.262*** (0.391)	0.163 (0.205)
<i>AT1 × EPU</i>		-0.187*** (0.015)	
<i>AT2 × EPU</i>			-0.050*** (0.004)
控制变量	控制	控制	控制
Kleibergen-Paap rk LM	0.000	0.000	0.000
Kleibergen-Paap Wald rk F	1.5e + 03	7.9e + 01	7.5e + 04
公司固定效应	是	是	是
调整 R ²	0.259	-0.120	0.399
观测值	7370	7370	7370

注：括号中报告的为 z 值；限于篇幅，未列示控制变量回归结果，备索，下同

表 6 增加宏观经济变量回归

变量	(1)	(2)	(3)
<i>EPU</i>	2.265*** (30.231)	1.384*** (15.688)	2.051*** (26.354)
<i>AT1</i>		-0.246*** (-11.860)	
<i>AT1 × EPU</i>		-0.069*** (-2.620)	
<i>AT2</i>			-0.311*** (-13.501)
<i>AT2 × EPU</i>			-0.051* (-1.718)
控制变量	控制	控制	控制
常数项	-4.908** (-2.338)	-12.671*** (-5.451)	-3.987* (-1.892)
公司固定效应	是	是	是
调整 R ²	0.472	0.505	0.483
观测值	7370	7370	7370
F	11.793	12.536	12.121

表 7 自变量滞后一期回归

变量	(1)	(2)	(3)
<i>EPU</i>	0.366*** (6.784)	0.733*** (2.939)	-0.188 (-0.645)
<i>AT1</i>		0.062 (0.441)	

续表 7

变量	(1)	(2)	(3)
$AT1 \times EPU$		-0.095*** (-3.640)	
$AT2$			0.225 (1.474)
$AT2 \times EPU$			-0.127*** (-4.322)
控制变量	控制	控制	控制
常数项	-5.199*** (-6.026)	4.359*** (2.835)	4.525** (2.338)
公司固定效应	是	是	是
调整 R ²	0.452	0.291	0.295
观测值	7370	7370	7370
F	11.063	128.275	147.061

(2)改变变量度量方式。对于资本市场定价效率,在衡量股价信息含量时,市场及行业收益率的计算采用流通市值加权平均法,在此基础上计算股价同步性。回归结果如表 8 所示,结论保持不变。股价信息含量侧重从信息量的角度对资本市场定价效率进行衡量,其前提是投资者对市场信息作出反应并进行交易,已有研究中也学者从市场对信息的反应速度对资本市场定价效率进行衡量。借鉴于忠泊等(2012)^[49]、田高良等(2021)^[50]的研究,通过盈余公告后的市场反应来衡量定价效率。以季度盈余公告为研究对象,样本期间为 2011—2018 年,数据为非平衡面板的季度数据。具体模型构建如下:

$$CAR[-1,1]_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 UE_{i,t} + \alpha_2 EPU_t + \alpha_3 (UE_{i,t} \times EPU_t) + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 BM_{i,t} + \alpha_6 BETA_{i,t} + \alpha_7 ILLIQ_{i,t} + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$CAR[-1,1]_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 UE_{i,t} + \alpha_2 EPU_t + \alpha_3 AT_{i,t} + \alpha_4 (UE_{i,t} \times EPU_t) + \alpha_5 (UE_{i,t} \times AT_{i,t}) + \alpha_6 (EPU_t \times AT_{i,t}) + \alpha_7 (UE_{i,t} \times EPU_t \times AT_{i,t}) + \alpha_8 SIZE_{i,t} + \alpha_9 BM_{i,t} + \alpha_{10} BETA_{i,t} + \alpha_{11} ILLIQ_{i,t} + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

其中, $CAR[-1,1]_{i,t}$ 为盈余公告日前第 1 天至后 1 天的累计超额收益率, $UE_{i,t}$ 表示未预期盈余,系数 α_1 为盈余反应系数,衡量市场对盈余的反应程度^①。模型(7)中交互项系数 α_3 代表经济政策不确定性对盈余反应的影响,模型(8)中三项交乘系数 α_7 表明互联网社交媒体应用对两者的调节效应。回归结果如表 9 所示。未预期盈余与经济政策不确定性的交乘项系数显著为负,即随着经济政策不确定性增大,盈余公告的市场反应减小,降低了市场定价效率。未预期盈余、经济政策不确定性及互联网社交媒体应用三个变量交乘项的回归系数显著为正,互联网社交媒体有助于信息更快反映到股价中,增大了盈余市场反应,有助于提高市场定价效率。从市场信息反应角度对资本市场定价效率进行衡量也再次验证了本文的假设。

① 根据已有研究,股价变动反映了投资者对未来的预期,盈余反应系数可以反映单位未预期盈余变化所对应的投资者预期变化,即市场反应,且市场反应和盈余冲击之间应该存在显著的正向关系(Beaver,1968^[51];Ball和Brown,1968^[52];Fama,1970^[3])。

表 8 替换资本市场定价效率衡量回归

变量	(1)	(2)	(3)
<i>EPU</i>	0.970*** (20.534)	1.342*** (24.383)	1.130*** (22.922)
<i>AT1</i>		0.185* (1.730)	
<i>AT1 × EPU</i>		-0.079*** (-4.030)	
<i>AT2</i>			0.216* (1.725)
<i>AT2 × EPU</i>			-0.082*** (-3.446)
控制变量	控制	控制	控制
常数项	-13.292*** (-13.389)	-18.664*** (-12.767)	-17.922*** (-11.001)
公司固定效应	是	是	是
调整 R ²	0.482	0.496	0.491
观测值	7370	7370	7370
F	12.705	13.032	12.971

表 9 盈余市场反应检验

变量	(1)	(2)	(3)
<i>UE</i>	0.089*** (3.407)	-0.177 (-0.825)	-0.114 (-0.621)
<i>EPU</i>	-0.002*** (-2.657)	-0.002 (-1.131)	-0.001 (-0.461)
<i>UE × EPU</i>	-0.023** (-2.516)	-0.224*** (-2.904)	-0.169*** (-2.822)
<i>AT1</i>		-0.002*** (-3.254)	
<i>UE × AT1</i>		0.031 (1.269)	
<i>EPU × AT1</i>		0.000 (0.273)	
<i>UE × EPU × AT1</i>		0.024*** (2.657)	
<i>AT2</i>			-0.002*** (-3.642)
<i>UE × AT2</i>			0.026 (1.183)

续表 9

变量	(1)	(2)	(3)
$EPU \times AT2$			-0.000 (-0.441)
$UE \times EPU \times AT2$			0.019** (2.552)
常数项	-0.006 (-0.843)	-0.006 (-0.727)	-0.005 (-0.628)
公司固定效应	是	是	是
调整 R ²	0.020	0.022	0.022
观测值	30386	30386	30386
F	11.100	11.582	11.580

对于经济政策不确定性,借鉴郭胤含和朱叶(2020)^[53]的研究,基于《人民日报》和《光明日报》文章关键词搜索构建衡量指标(TPU)。该指标能够减少原经济政策不确定性指数基于单一报纸特性带来的测算误差。回归结果如表 10 所示,结果与原回归结果保持一致。对于互联网社交媒体,按年度和行业分组,以上市公司帖子评论量占年度和行业总评论量的百分比(R_AT1)以及发帖量和评论量之和占年度和行业总发帖量和总评论量之和的百分比(R_AT2)作为替代变量衡量股吧活跃度。回归结果如表 11 所示,在替换变量衡量后结果保持稳健。

表 10 替换经济政策不确定性衡量回归

变量	(1)	(2)	(3)
TPU	0.070*** (7.058)	0.167*** (11.409)	0.135*** (10.925)
$AT1$		-0.134*** (-6.911)	
$AT1 \times TPU$		-0.070*** (-7.385)	
$AT2$			-0.197*** (-8.680)
$AT2 \times TPU$			-0.082*** (-6.733)
控制变量	控制	控制	控制
常数项	-2.136** (-2.485)	-2.236*** (-2.599)	-1.972** (-2.311)
公司固定效应	是	是	是
调整 R ²	0.418	0.429	0.429
观测值	7370	7370	7370
F	10.522	10.802	10.861

表 11 改变股吧衡量方法回归

变量	(1)	(2)
<i>EPU</i>	0.804 *** (16.909)	0.807 *** (17.037)
<i>R_AT1</i>	-0.251 *** (-3.153)	
<i>R_AT1 × EPU</i>	-0.270 ** (-2.204)	
<i>R_AT2</i>		-0.258 *** (-2.989)
<i>R_AT2 × EPU</i>		-0.326 *** (-2.671)
控制变量	控制	控制
常数项	-10.039 *** (-10.243)	-10.042 *** (-10.259)
公司固定效应	是	是
调整 R ²	0.442	0.442
观测值	7370	7370
F	11.113	11.096

(3)其他稳健性检验。第一,传统媒体的影响。为将传统媒体与互联网社交媒体的作用区分开来,在控制变量中加入传统媒体的衡量变量。具体地,基于样本期间内各主流传统媒体实时更新的财经新闻资讯,涉及宏观经济、股票、债券、基金等经济社会及金融市场各方面的新闻报道,对每条新闻中涉及的证券进行统计,构建传统媒体报道衡量指标(*TMEDIA*)。回归结果如表 12 第(1)列和第(2)列所示,互联网社交媒体的作用保持稳健。第二,互联网群体传播具有弱把关、去中心化的特征,在相对自由的网络场域中,传播者的自主性、能动性得到提升,畅所欲言、甚至情绪宣泄成为可能。为避免投资者情绪等非理性因素对社交媒体价值发现作用的干扰,借鉴 Tetlock (2007)^[54]、金秀等(2018)^[55]的研究,通过统计帖子及其评论中包含的正负面词汇频率,将帖子分为积极、消极与中性三类^①,在此基础上分别统计情绪贴(积极与消极)、剔除情绪贴中得分最高的上四分位后的剩余帖子以及中性帖子的数量及评论量,构建互联网社交媒体应用的衡量变量进行回归^②。

① 文本的情绪分类通常有基于情感词典和基于分类器的两种方法,本文采用的是第一种。首先,以 2006 年中国金融出版社出版的《最新汉英经济金融常用术语》和 2008 年商务印书馆出版的《现代汉语词典》词库为标准,构建反映上证指数股吧信息的情绪基调词库。其次,采用 IKAnalyzer3.2 中文分词器将每条股吧信息拆分成词组集合。然后,将每个词组集合与情绪倾向词库进行匹配,判定词组集合所属信息的情绪倾向。

② 考虑到相对于评论贴,有感情倾向的主贴影响力更大,因此以包含发帖量的 *AT2* 为衡量标准进行回归。

表 12 加入传统媒体变量及帖子分类回归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
			情绪贴	剔除高情绪贴	中性贴
<i>EPU</i>	1.144 *** (15.228)	1.172 *** (15.553)	1.036 *** (21.138)	1.111 *** (21.991)	1.135 *** (22.155)
<i>AT1</i>	-0.234 *** (-11.699)				
<i>AT1 × EPU</i>	-0.127 *** (-5.391)				
<i>AT2</i>		-0.223 *** (-9.901)	-0.236 *** (-12.152)	-0.258 *** (-13.023)	-0.253 *** (-13.019)
<i>AT2 × EPU</i>		-0.129 *** (-4.623)	-0.115 *** (-4.699)	-0.133 *** (-5.474)	-0.127 *** (-5.360)
<i>TMEDIA</i>	0.015 (0.396)	-0.026 (-0.700)			
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-14.732 *** (-14.993)	-13.876 *** (-14.090)	-10.259 *** (-11.045)	-10.535 *** (-11.355)	-10.700 *** (-11.525)
公司固定效应	是	是	是	是	是
调整 R ²	0.491	0.486	0.452	0.455	0.455
观测值	7117	7117	7370	7370	7370
F	13.255	13.160	9.861	9.951	9.959

情绪分类的回归结果如表 12 中第(3)~(5)列所示。情绪贴与中性贴的回归结果依然显著,但对剔除情绪得分较高的帖子前后的回归结果,交乘项的系数差异显著(组间系数差异检验 $p = 0.000$),剔除高情绪帖子后的系数和显著性水平均有所提升,且与中性贴的回归结果相近。由此表明,情绪贴对股吧平台信息的传播有负面影响,投资者情绪的表达不利于互联网社交媒体信息定价作用的发挥。这与已有的研究结果相符合,投资者情绪会影响股票价格及其收益率(饶育蕾等,2010^[56];段江娇等,2017^[57])。由于互联网对信息传播的快速与便捷性,投资者的“锚定”心理可能导致股价对信息的反应不足,而股票网络论坛信息的易得性也可能造成股价对信息的反应过度。当股票价格与其内在价值发生偏离,必然会导致资本市场定价效率的降低。

五、机制探究与拓展性分析

1. 机制探究

根据前文的理论分析,经济政策不确定性导致资本市场信息供给减少,投资者交易量减少,进而导致市场流动性下降,公司特质性信息无法融入股价。而且,经济政策不确定性导致的可利用信息的减少及预测难度的增加会影响分析师预测的准确性,导致股价信息含量降低。基于此,以股票流动性以及分析师预测的相对准确性作为中介变量,检验经济政策不确定性对股价信息含量的作用机制。首先,借鉴许厚斌和汪洋(2019)^[58]、董小红和刘向强(2020)^[59]、王谨乐等(2021)^[7]的研究,分别以流动性及分析师预测准确性为被解释变量,构建模型如下:

$$ILLIQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPU_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 GROWTH_{i,t} + \alpha_6 BM_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

$$ACCUR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPU_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 GROWTH_{i,t} + \alpha_6 BM_{i,t} + \alpha_7 INTANGI_{i,t} + \alpha_8 TRANS_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

其中, *ILLIQ* 代表股票的非流动性程度, 该指标由 Amihud(2002)^[60] 提出, 综合考虑了交易量和价格因素, 衡量交易金额对价格的冲击程度, 值越大, 流动性越差。 *ACCUR* 是单个分析师误差相对于该企业其他分析师误差的大小, 同为反向指标。控制变量的选取基于已有研究, 其中流动性的影响因素增加了账面价值与市价之比 (*BM*), 分析师预测的影响因素还包括了无形资产占总资产比重 (*INTANGI*) 与信息透明度 (*TRANS*)。

在此基础上, 检验流动性及分析师预测两个中介变量对因变量的作用, 构建模型如下:

$$SYNCH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPU_{i,t} + \alpha_2 ILLIQ_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 GROWTH_{i,t} + \alpha_7 TURNR_{i,t} + \alpha_8 FIRST_{i,t} + \alpha_9 BIG4_{i,t} + \alpha_{10} BETA_{i,t} + \alpha_{11} CYCLE_{i,t} + \sum Id + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

$$SYNCH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPU_{i,t} + \alpha_2 ACCUR_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 GROWTH_{i,t} + \alpha_7 TURNR_{i,t} + \alpha_8 FIRST_{i,t} + \alpha_9 BIG4_{i,t} + \alpha_{10} BETA_{i,t} + \alpha_{11} CYCLE_{i,t} + \sum Id + \varepsilon_{i,t} \quad (12)$$

表 13 列示了模型(9)和模型(10)的回归结果。加入控制变量前后, *EPU* 与 *ILLIQ* 均显著正相关, 显著性水平为 1%, 表明经济政策不确定性的增大导致股票流动性下降。 *EPU* 与 *ACCUR* 的回归系数在加入控制变量后同样在 1% 的水平上显著为正, 表明经济政策不确定性的增大导致分析师预测误差的增加, 分析师预测的准确性降低。以上检验结果表明, 经济政策不确定性对股票流动性及分析师预测都产生了负面影响, 为经济政策不确定性影响资本市场信息供给进而影响股价信息含量这一作用机制提供了间接证据。

表 13 经济政策不确定性与流动性及分析师预测回归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ILLIQ</i>	<i>ILLIQ</i>	<i>ACCUR</i>	<i>ACCUR</i>
<i>EPU</i>	0.101 *** (15.797)	0.064 *** (8.173)	0.046 (0.558)	0.410 *** (3.384)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.495 *** (-13.789)	0.348 *** (2.948)	-0.302 (-0.588)	-8.160 *** (-3.973)
年份/公司固定效应	是	是	是	是
调整 R ²	0.581	0.626	0.023	0.033
观测值	2068	2068	2068	2068
F	57.647	42.991	1.512	2.328

表 14 列示了模型(11)与模型(12)的回归结果, 根据已有应用较为广泛的中介效应检验, 对模型(11)和模型(12)进行 OLS 回归, 可以看到, 流动性以及分析师预测精确度分别在 1% 和 5% 的水平上显著为正, 结合模型(5)与模型(6)的回归结果, 表明在经济政策不确定性影响股价同步性的因果关系中, 流动性及分析师预测的机制成立。鉴于模型(11)和模型(12)中, 中介变量可能存在

较强的内生性导致检验失效^①,借鉴 Shaver(2005)^[61]、Fang 等(2018)^[62]的研究,同时用 2SLS 法解决上述问题。具体地,用模型(9)和模型(10)的中介变量的拟合值作为工具变量,分别放入模型(11)和模型(12)中进行回归。可以看出,在 2SLS 的回归结果中,流动性与分析师预测精确度依然在 1% 和 5% 的水平上显著为正,表明该流动性与分析师预测准确度的机制作用具有较高的稳健性。经济政策不确定性减小了股票流动性,降低了分析师预测的精确度,进而导致股价同步性增大。实证结果支持了对假设 H₁ 的理论分析。

表 14 流动性及分析师预测与资本市场定价效率回归

变量	OLS 模型		2SLS 模型	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>EPU</i>	0.455 *** (6.116)	0.325 *** (4.579)	1.093 *** (13.378)	0.276 *** (3.725)
<i>ILLIQ</i>	4.213 *** (7.156)		20.141 *** (19.954)	
<i>ACCUR</i>		0.058 ** (2.334)		0.493 ** (2.321)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	4.585 ** (2.248)	11.371 *** (6.236)	-21.298 *** (-9.275)	13.007 *** (6.725)
年份/公司固定效应	是	是	是	是
调整 R ²	0.459	0.448	0.533	0.448
观测值	2068	2068	2068	2068
F	30.855	28.870	49.541	28.755

进一步地,基于经济政策不确定性对资本市场信息环境的不利影响,检验互联网社交媒体所起的作用。根据股吧活跃度将样本分为活跃度大于均值 ($AT1 = 1/AT2 = 1$) 和活跃度小于均值 ($AT1 = 0/AT2 = 0$),分别对模型(9)和模型(10)进行回归。表 15 的回归结果中,以 $AT1$ 为分组依据,在活跃度较高组和较低组,*EPU* 的系数均在 1% 水平显著,但活跃度较低组的系数和 t 值均大于活跃度较高组,组间的 *EPU* 系数差异性检验得到的经验 p 值表明上述差异具有统计上显著性,以 $AT2$ 为分组依据,*EPU* 在两组中的系数均在 1% 的水平上显著,*EPU* 的系数和 t 值在活跃度较低组均大于活跃度较高组。

表 15 互联网社交媒体分组的经济政策不确定性与流动性回归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ILLIQ</i>	<i>ILLIQ</i>	<i>ILLIQ</i>	<i>ILLIQ</i>
	$AT1 = 1$	$AT1 = 0$	$AT2 = 1$	$AT2 = 0$
<i>EPU</i>	0.015 *** (3.223)	0.091 *** (5.660)	0.014 *** (4.068)	0.092 *** (6.223)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	0.286 *** (4.099)	0.512 * (1.743)	0.238 *** (4.199)	0.409 (1.529)

① 依据 Shaver(2005)^[61]的观点及国外部分学者的研究,如果模型(9)和模型(11)(或模型(10)和模型(12))的残差是显著相关的,即存在内生性问题,中介效应检验的依次检验法就会导致错误的推论,而作为工具变量的中介变量估计值与中介变量相关,与残差项不相关,因此,用 2SLS 方法可以对此进行修正。

续表 15

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ILLIQ</i>	<i>ILLIQ</i>	<i>ILLIQ</i>	<i>ILLIQ</i>
	<i>AT1 = 1</i>	<i>AT1 = 0</i>	<i>AT2 = 1</i>	<i>AT2 = 0</i>
年份/公司固定效应	是	是	是	是
调整 R ²	0.208	0.731	0.229	0.708
观测值	1212	856	1194	874
F	30.260	32.335	32.414	27.603

根据模型(10)的回归结果,对分析师预测精确度的回归结果差异显著。在分别以 *AT1* 和 *AT2* 为分组依据时,*EPU* 均在活跃度较高组 (*AT1 = 1/AT2 = 1*) 不显著,而活跃度较低组 (*AT1 = 0/AT2 = 0*) 在 1% 的水平显著为正,*EPU* 对分析师预测准确度的影响在股吧活跃度较低组要明显大于活跃度较高组。整体的回归结果表明,经济政策不确定性降低了股票流动性与分析师预测误差,同时也表明互联网社交媒体对经济政策不确定性的负面影响有削弱作用,有助于改善资本市场定价效率。

表 16 互联网社交媒体分组的经济政策不确定性与分析师预测回归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ACCUR</i>	<i>ACCUR</i>	<i>ACCUR</i>	<i>ACCUR</i>
	<i>AT1 = 1</i>	<i>AT1 = 0</i>	<i>AT2 = 1</i>	<i>AT2 = 0</i>
<i>EPU</i>	0.036 (0.155)	0.574 *** (2.821)	0.091 (0.414)	0.475 *** (2.735)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	-3.163 (-0.901)	-10.153 *** (-2.881)	-5.077 (-1.434)	-7.323 *** (-2.670)
年份/公司固定效应	是	是	是	是
调整 R ²	-0.155	0.018	-0.174	0.024
观测值	1212	856	1194	874
F	1.923	1.653	1.146	1.534

2. 拓展性分析

由于不同企业的会计信息质量不同,使得投资者依据其进行企业定价的效率也存在差异。会计信息质量的高低直接影响资本市场定价的准确性。同时,由于投资理念与信息能力的差异,投资者类型也是影响资本市场定价效率的重要因素。基于此,从会计信息质量和投资者结构两个角度对以上研究做进一步分析。

(1) 会计信息质量分组检验。借鉴 Biddle 等(2009)^[63] 的研究,以应计质量模型度量会计信息质量,根据可操控性应计绝对值的大小对企业进行分组回归,大于均值为质量较低组,小于均值为信息质量较高组。表 17 第(1)列和第(2)列中,*EPU* 在较低组和较高组中均在 1% 的水平上显著,表明经济政策不确定性对不同信息质量水平的企业均有负面影响。第(3)列~第(6)列中,对于不同的股吧活跃度衡量方式,交乘项的系数均在会计信息质量较低组显著性水平更高。相较于会计信息质量较高的企业,会计信息质量较低的企业投资者信息不对称程度更大,互联网社交媒体发挥作用的空間也更大,股吧论坛能够较为显著地减少信息不对称程度,提高股价信息含量。

表 17 会计信息质量分组检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	会计信息 质量较低组	会计信息 质量较高组	会计信息 质量较低组	会计信息 质量较高组	会计信息 质量较低组	会计信息 质量较高组
<i>EPU</i>	0.457*** (16.336)	0.548*** (30.227)	0.309*** (3.692)	0.501*** (9.011)	0.207** (2.058)	0.403*** (5.931)
<i>AT1</i>			0.066 (1.470)	-0.009 (-0.286)		
<i>AT1 × EPU</i>			-0.017** (-2.029)	-0.005 (-0.945)		
<i>AT2</i>					0.101** (2.042)	0.024 (0.700)
<i>AT2 × EPU</i>					-0.025** (-2.566)	-0.012* (-1.900)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-2.508*** (-6.577)	-3.397*** (-11.613)	-1.444** (-2.220)	-3.065*** (-6.841)	-0.830 (-1.130)	-2.437*** (-4.855)
公司固定效应	是	是	是	是	是	是
调整 R ²	0.365	0.411	0.340	0.333	0.340	0.333
观测值	2241	4876	2241	4876	2241	4876
F	51.195	161.290	46.395	148.347	46.776	150.061

(2)投资者结构分组检验。将样本按机构投资者持股比例划分为大于均值组和小于均值组,分别检验在不同的投资者结构中,经济政策不确定性的影响是否存在差异。表 18 第(1)列和第(2)列,*EPU*的系数不存在显著的差异,对以不同类型的投资者为主的企业,经济政策不确定性均会导致股价同步性增大,对资本市场定价效率产生负面影响。第(3)列~第(6)列中,交乘项均在机构投资者持股比例较低组显著为负,而在较高组则不显著,由此表明,互联网社交媒体对个人投资者的作用明显。机构投资者在资源和能力方面具有显著的优势,信息获取渠道更加多元化,而对于处于信息劣势的个人投资者,其传统的信息获取主要以上市公司信息披露为主,作为互联网社交媒体应用下具有个性化特征的信息渠道,股吧论坛能够给个人投资者带来更大的边际效用,因此,股吧论坛对于提高个人决策水平进而提高资本市场定价效率的作用更加显著。这也印证了本文对假设 H_2 的理论分析。

表 18 机构投资者分组检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	持股比例 较小组	持股比例 较大组	持股比例 较小组	持股比例 较大组	持股比例 较小组	持股比例 较大组
<i>EPU</i>	0.572*** (25.135)	0.570*** (20.682)	0.495*** (8.378)	0.492*** (7.997)	0.311*** (4.054)	0.536*** (6.549)
<i>AT1</i>			0.001	0.035		
<i>AT1 × EPU</i>			-0.010* (-1.772)	-0.009 (-1.478)		
<i>AT2</i>					0.048 (1.267)	-0.032 (-0.816)
<i>AT2 × EPU</i>					-0.022*** (-2.901)	0.003 (0.400)

续表 18

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	持股比例 较小组	持股比例 较大组	持股比例 较小组	持股比例 较大组	持股比例 较小组	持股比例 较大组
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-3.277*** (-10.398)	-3.844*** (-10.287)	-2.951*** (-6.736)	-3.407*** (-7.007)	-1.620*** (-3.278)	-2.895*** (-4.922)
公司固定效应	是	是	是	是	是	是
调整 R ²	0.372	0.402	0.400	0.404	0.403	0.398
观测值	3087	2820	3087	2820	3087	2820
F	79.276	82.143	83.825	75.773	93.303	76.285

六、结论与启示

本文基于2008—2018年A股上市公司年度数据,从股价信息含量角度探究了经济政策不确定性对资本市场定价效率的影响,并进一步探究了以股吧论坛为代表的互联网社交媒体在经济政策不确定性影响下的调节作用。研究发现:经济政策不确定性导致资本市场定价效率降低。具体表现为,随着经济政策不确定性增大,市场信息供给减少,股价信息含量降低。互联网社交媒体的应用有助于提高股价信息含量,从而减小经济政策不确定对资本市场定价效率的负面影响。进一步探究表明,经济政策不确定性对市场定价效率的影响在不同会计信息质量及投资者结构的企业中均具有负面影响,而互联网社交媒体的作用则在会计信息质量较低以及机构投资者持股比例较小的企业中更加突出。

资本市场改革发展需要有利的宏观环境,保持宏观经济平稳运行,减少不确定性风险,是资本市场持续健康发展的基础。首先,基于本文的研究结论,经济政策不确定性是影响资本市场定价效率的重要因素。当前,国内外环境中不确定性,不稳定性因素逐渐增多,对于正处于深化改革期的我国资本市场发展提出了挑战。2022年中央经济工作会议强调稳字当头、稳中求进,稳定宏观经济政策是题中要义。过于频繁的政策调整会增加市场的不确定性,进而对资本市场定价效率产生负面影响,要保持政策的稳定性和持续性,做好政策接续和合力调整,同时积极做好政策出台前对经济发展的影响评估,合理引导市场预期,为资本市场有效发挥其定价功能提供稳定的宏观环境。其次,信息是实现资本市场价格引导资源配置功能的基础,包含众多公司特质性信息的互联网社交媒体越来越成为生产和传播信息的重要中介,对于提高市场定价效率有积极作用,尤其对于自身信息质量较低和机构投资者持股比例较低的公司,能够帮助减小外部环境的不利影响。因此,应进一步建立并完善互联网社交媒体平台,充分发挥互联网社交媒体的优势,通过多元化渠道便捷投资者的信息获取与交流,进而提高资本市场定价效率,通过更有效地传递政策信息、引导市场预期,减少经济政策不确定性所带来的负面影响。同时,也应该意识到,互联网社交媒体作为开放的信息中介具有两面性,以网络论坛为代表的网络媒体上可能散布着虚假信息,投资者通过网络论坛的互动很可能引发非理性情绪的传染与扩大,并最终影响市场定价功能的发挥。现阶段,我国资本市场发展不完善,制度不健全的问题依然存在,对互联网信息技术的应用需加强监管与引导。一方面,应在充分了解互联网社交媒体的信息传播特点的基础上,做好网络信息管理和舆情监控与应对,严厉打击虚假信息传播,逐步完善规范互联网社交媒体平台信息秩序的法律法规体系;另一方面,积极引导投资者理性、健康地参与网络互动,在长期内营造和谐的、有助于推动资本市场健康发展的网络氛围。

参考文献

- [1] Gulen, H. and M. Ion. Policy Uncertainty and Corporate Investment[J]. *The Review of Financial Studies*, 2016, 29, (3) :523 – 564.
- [2] Hayek, F. A. The Use of Knowledge in Society[J]. *American Economic Review*, 1945, (4) :519 – 530.
- [3] Fama E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work[J]. *Journal of Finance*, 1970, 25, (2) :383 – 417.
- [4] Ozsoylev, H. N. , J. Walden and M. D. Yavuz. Investor Networks in the Stock Market[J]. *Review of Financial Studies*, 2014, 27, (5) :1323 – 1366.
- [5] 唐松, 胡威, 孙铮. 政治关系、制度环境与股票价格的信息含量——来自我国民营上市公司股价同步性的经验证据[J]. *北京:金融研究*, 2011, (7) :182 – 195.
- [6] 黄俊, 郭照蕊. 新闻媒体报道与资本市场定价效率——基于股价同步性的分析[J]. *北京:管理世界*, 2014, (5) :121 – 130.
- [7] 王谨乐, 霍达, 史永东, 张可芳. 股价信息含量能够提升分析师预测质量吗? [J]. *北京:系统工程理论与实践*, 2021, (8) :1974 – 1989.
- [8] Julio B. and Y. Yook. Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles[J]. *The Journal of Finance*, 2012, (1) :45 – 83.
- [9] Kim, H. , and H. Kung. The Asset Redeployability Channel: How Uncertainty Affects Corporate Investment[J]. *Review of Financial Studies*, 2017, 30, (1) :245 – 280.
- [10] Schwartz, E. S. Patents and R&D as Real Options[J]. *Economic Notes*, 2004, 33, (1) :23 – 54.
- [11] Katz, B. G. , and J. Owen. Exploring Tax Evasion in the Context of Political Uncertainty[J]. *Economic Systems*, 2013, 37, (2) :141 – 154.
- [12] Bhattacharya, U. , P. H. Hsu, X. Tian, and Y. Xu. What Affects Innovation More: Policy or Policy Uncertainty? [J]. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 2017, 52, (5) :1869 – 1901.
- [13] 曹春方. 政治权力转移与公司投资: 中国的逻辑[J]. *北京:管理世界*, 2013, (1) :143 – 157.
- [14] 陈德球, 陈运森, 董志勇. 政策不确定性, 税收征管强度与企业税收规避[J]. *北京:管理世界*, 2016, (5) :151 – 163.
- [15] 李凤羽, 杨墨竹. 经济政策不确定性会抑制企业投资吗? ——基于中国经济政策不确定指数的实证研究[J]. *北京:金融研究*, 2015, (4) :119 – 133.
- [16] 刘贯春, 段玉柱, 刘媛媛. 经济政策不确定性、资产可逆性与固定资产投资[J]. *北京:经济研究*, 2019, (8) :53 – 70.
- [17] 雷立坤, 余江, 魏宇. 经济政策不确定性与我国股市波动率预测研究[J]. *北京:管理科学学报*, 2018, (6) :93 – 103.
- [18] 陈国进, 丁杰, 赵向琴. “好”的不确定性、“坏”的不确定性与股票市场定价——基于中国股市高频数据分析[J]. *北京:金融研究*, 2019, (7) :174 – 190.
- [19] Brogaard, J. , and A. Detzel. The Asset-Pricing Implications of Government Economic Policy Uncertainty[J]. *Management Science*, 2015, (61) :1 – 247.
- [20] Brandon, J. , and Y. Youngsuk. Policy Uncertainty, Irreversibility, and Cross-Border Flows of Capital[J]. *Journal of International Economics*, 2016, (103) :13 – 26.
- [21] Chen, F. , O. K. Hope, and Q. Li. Flight to Quality in International Markets: Investors’ Demand for Financial Reporting Quality during Political Uncertainty Events[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2018, (35) :117 – 155.
- [22] Dakhlaoui, I. , and C. Aloui. The Interactive Relationship Between the US Economic Policy Uncertainty and BRIC Stock Markets [J]. *International Economics*, 2016, (6) :141 – 157.
- [23] Jens, C. E. Political Uncertainty and Investment: Causal Evidence from U. S. Gubernatorial Elections [J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, (124) :563 – 579.
- [24] Nguyen, N. H. , and H. V. Phan. Policy Uncertainty and Mergers and Acquisitions [J]. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 2017, 52, (2) :613 – 644.
- [25] Lee, W. J. , J. Pittman, and W. Saffar. Political Uncertainty and Cost Stickiness: Evidence from National Elections around the World[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2020, (37) :1109 – 1139.
- [26] 郑立东, 程小可, 姚立杰. 经济政策不确定性、行业周期性与现金持有动态调整[J]. *北京:中央财经大学学报*, 2014, (12) :68 – 78.
- [27] 郝威亚, 魏玮, 温军. 经济政策不确定性如何影响企业创新? ——实物期权理论作用机制的视角[J]. *北京:经济管理*, 2016, (10) :40 – 54.
- [28] 张新民, 张婷婷, 陈德球. 产业政策、融资约束与企业投资效率[J]. *北京:会计研究*, 2017, (4) :12 – 18.
- [29] Edmans, A. Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia[J]. *Journal of Finance*, 2009, 64, (6) :2481 – 2513.
- [30] 熊家财, 苏冬蔚. 股票流动性与代理成本——基于随机前沿模型的实证研究[J]. *天津:南开管理评论*, 2016, (1) :84 – 96.
- [31] Hirshleifer, D. Investor Psychology and Asset Pricing[J]. *Journal of Finance*, 2001, 56, (4) :1533 – 1597.
- [32] Bird, A. , S. A. Karolyi, and T. Ruchti. Political Uncertainty and Corporate Transparency [M]. *Social Ence Electronic*

Publishing, 2017.

- [33] Dougal, C. ,J. Engelberg, D. Garcia and C. A. Parsons. Journalists and the Stock Market[J]. Review of Financial Studies, 2012, (25) :639 – 679.
- [34] 徐巍, 陈冬华. 自媒体披露的信息作用——来自新浪微博的实证证据[J]. 北京: 金融研究, 2016, (3) :157 – 173.
- [35] 陈国青, 曾大军, 卫强, 张明月, 郭迅华. 大数据环境下的决策范式转变与使能创新[J]. 北京: 管理世界, 2020, (2) :95 – 105, 220.
- [36] 代玉梅. 自媒体的传播学解读[J]. 北京: 新闻与传播研究, 2011, (5) :4 – 11.
- [37] Roll R. “R²” [J]. Journal of Finance, 1988, (25) :545 – 566.
- [38] Rendell, L. , R. Boyd, D. Cownden, et al. Why Copy Others? Insights from the Social Learning Strategies Tournament[J]. Science, 2010, 328, (5975) :208 – 213.
- [39] Chen, H. , P. De, Y. J. Hu, and B. Hwang. Wisdom of Crowds: The Value of Stock Opinions Transmitted Through Social Media [J]. Review of Financial Studies, 2014, 27, (5) :1367 – 1403.
- [40] 金德环, 李岩. 群体智慧: 同伴观点与价值发现——来自社交媒体的经验证据[J]. 北京: 经济管理, 2017, (12) :157 – 173.
- [41] Boehmer, E. and Wu, J. Short Selling and the Price Discovery Process[J]. Review of Financial Studies, 2013, (26) :287 – 322.
- [42] 李志生, 陈晨, 林秉旋. 卖空机制提高了中国股票市场的定价效率吗? ——基于自然实验的证据[J]. 北京: 经济研究, 2015, (4) :165 – 177.
- [43] Durnev, A. , R. Morck, B. Yeung, and P. Zarowin. Does Greater Firm-Specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing? [J]. Journal of Accounting Research, 2003, 41, (5) :797 – 836.
- [44] 许年行, 于上尧, 伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J]. 北京: 管理世界, 2013, (7) :31 – 43.
- [45] Baker, S. , N. Bloom and S. Davis. Measuring Economic Policy Uncertainty[J]. Quarterly Journal of Economics, 2016, 131, (4) :1593 – 1636.
- [46] Gul, F. A. , K. Jeong-Bon, and A. A. Qiu. Ownership Concentration, Foreign Shareholding, Audit Quality, and Stock Price Synchronicity: Evidence from China[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 95, (3) :425 – 442.
- [47] 姜超. 证券分析师、内幕消息与资本市场效率——基于中国 A 股股价中公司特质信息含量的经验证据[J]. 北京: 经济学(季刊), 2013, (2) :429 – 452.
- [48] Wang, Y. , C. R. Chen, and Y. S. Huang. Economic Policy Uncertainty and Corporate Investment: Evidence from China[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2014, 26, (1) :227 – 243.
- [49] 于忠泊, 田高良, 张咏梅. 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[J]. 北京: 会计研究, 2012, (9) :40 – 51, 96 – 97.
- [50] 田高良, 余敏丰, 李星. 管理层定性信息披露与会计信息市场反应[J]. 北京: 当代会计评论, 2021, (1) :37 – 58.
- [51] Beaver W H. Information Content of Annual Earnings Announcements[J]. Journal of Accounting Research, 1968, (6) :67 – 92.
- [52] Ball, R. , and P. Brown. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers Sources[J]. Journal of Accounting Research, 1968, 6, (2) :159 – 178.
- [53] 郭胤含, 朱叶. 有意之为还是无奈之举——经济政策不确定性下的企业“脱实向虚”[J]. 北京: 经济管理, 2020, (7) :40 – 55.
- [54] Tetlock P. C. Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market[J]. Journal of Finance, 2007, 62, (3) :1139 – 1168.
- [55] 金秀, 姜尚伟, 苑莹. 基于股吧信息的投资者情绪与极端收益的可预测性研究[J]. 北京: 管理评论, 2018, (7) :16 – 25.
- [56] 饶育蕾, 彭叠峰, 成大超. 公众注意力是否会引起股票的异常收益? ——来自中国股票市场的经验证据[J]. 北京: 系统工程理论与实践, 2010, (2) :1 – 12.
- [57] 段江娇, 刘红忠, 曾剑平. 中国股票网络论坛的信息含量分析[J]. 北京: 金融研究, 2017, (10) :178 – 192.
- [58] 许厚斌, 汪洋. 股票流动性含义及度量方法研究综述[J]. 重庆工商大学学报(社会科学版), 2019, (4) :42 – 52.
- [59] 董小红, 刘向强. 经济政策不确定性会影响股票流动性吗? ——基于中国上市公司的经验证据[J]. 杭州: 商业经济与管理, 2020, (8) :57 – 69.
- [60] Amihud, Y. Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-series Effect[J]. Journal of Financial Markets, 2002, 5, (1) :31 – 56.
- [61] Shaver, J. M. Testing for Mediating Variables in Management Research: Concerns, Implications, and Alternative Strategies[J]. Journal of Management, 2005, 31, (3) :330 – 353.
- [62] Fang, Y. , B. Francis, and I. Hasan. Differences Make a Difference: Diversity in Social Learning and Value Creation[J]. Journal of Corporate Finance, 2018, (48) :474 – 491.
- [63] Biddle, G. C. , G. Hilary and R. S. Verdi. How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2009, 48, (2 – 3) :112 – 131.

Research on the Impact of Economic Policy Uncertainty on Market Pricing Efficiency: The Moderating Effect of Internet Social Media under the Application of Stock Forum

WANG Jian-xin, DING Ya-nan

(Chinese Academy of Fiscal Sciences, Beijing, 100142, China)

Abstract: The uncertainty of economic policy affects the behavior of participants in capital market and then affects the information environment of capital market. The emergence and development of the Internet has significantly changed the way individuals acquire information and make decisions. As one of the most widely used fields of information technology, the influence of Internet social media on investors' behavior has been expanding. Using the annual data of listed companies, we explore the impact of economic policy uncertainty on the capital market from the perspective of stock price information content, and further explore the moderating role of Internet social media represented by stock bar forum under the impact of economic policy uncertainty. The research shows that the uncertainty of economic policy leads to the reduction of capital market pricing efficiency. Specifically, the uncertainty of economic policy reduces the supply of market news and the market pricing efficiency. The application of Internet social media helps to reduce the negative impact of economic policy uncertainty, which helps to improve the pricing efficiency of capital market in the period of uncertainty. After the robustness test, the conclusion remains unchanged. Further research shows that the impact of economic policy uncertainty on stock price news content is the same in enterprises with different accounting news quality and investor structure, while the role of Internet social media is more prominent in enterprises with low accounting information quality and small shareholding proportion of institutional investors.

The possible innovations of this paper are as follows: (1) the existing domestic research on economic policy uncertainty mostly focuses on the enterprise level, and the capital market is an important channel for macroeconomic policy to play a role. Using the stock price synchronization, this paper explores the impact of economic policy uncertainty on the capital market efficiency, and expands the relevant research on economic policy uncertainty. (2) Combining the information transmission mode under the application of Internet social media with the pricing function of capital market, it is empirically found that Internet social media can improve the information content of stock price in an uncertain environment and improve the pricing efficiency of capital market, which provides empirical evidence for promoting the application of Internet social media in capital market. (3) Policy factors have an important impact on the development of China's capital market. This paper elaborates the behavior of the main body of the capital market under the environment of policy uncertainty, and offered a new viewpoint for the research on the pricing efficiency of the capital market through the combination of macro and micro.

The reform and development of the capital market needs a favorable macro environment. Maintaining macroeconomic stability and reducing uncertainty risks are the basis for the sustainable and healthy development of the capital market. At present, the uncertainty and instability factors in the domestic and international environment are gradually increasing, which poses a challenge to the development of China's capital market in the period of deepening reform. The central economic work conference in 2022 stressed that stability should be the top priority and progress should be made in stability. Stabilizing macroeconomic policies is the key point of the topic. Too frequent policy adjustment will increase the uncertainty of the market, which will have a negative impact on the pricing efficiency of the capital market. We should maintain the stability and sustainability of the policy, do a good job in policy continuity and joint adjustment, actively evaluate the impact of the policy on economic development before the introduction, reasonably guide market expectations, and provide a stable macro environment for the capital market to effectively play its pricing function. Information is the basis for realizing the function of price guiding resource allocation in the capital market. Internet social media containing the characteristic information of many companies has increasingly become an important intermediary for the production and dissemination of news, which produce a positive effect in improving the efficiency of market pricing. We should further buildup and improve the Internet social media platform and make full use of the advantages of Internet social media, provide investors with more reliable communication and more convenient access to news, and promote the pricing function of the capital market.

Key Words: economic policy uncertainty; stock price information content; internet social media; capital market pricing

JEL Classification: D89, M00, O16

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2022.04.009

(责任编辑:张任之)