

“金融网红”的崛起^{*}

[美] 苏·S. 关^{**} 著

谢睿欣 许凯利 谢林 王雪川^{***} 译

摘要:随着社交媒体的发展,“金融网红”对股市的影响日益凸显。“金融网红”希望追求人气并

* Sue S. Guan, *The Rise of the Finfluencer*, 19 New York University Journal of Law and Business 489 (2023). 本文已获得作者的翻译授权。

** 苏·S. 关是圣克拉拉大学法学院助理教授。作者非常感谢阿芙拉·阿夫沙里普尔 (Afra Afsharipour)、大卫·鲍尔 (David Ball)、汤姆·布劳尔 (Tom Brower)、史蒂夫·戴蒙德 (Steve Diamond)、丽莎·费尔法克斯 (Lisa Fairfax)、吉尔·菲什 (Jill Fisch)、梅里特·福克斯 (Merritt Fox)、拉里·格罗斯滕 (Larry Glosten)、埃里克·戈德曼 (Eric Goldman)、迪普·古拉塞卡拉姆 (Deep Gulasekaram)、布拉德·乔恩德普 (Brad Joondeph)、唐·朗格沃特 (Don Langevoort)、阿米莉亚·米亚扎德 (Amelia Miazad)、金永明 (Geeyoung Min)、威廉·穆恩 (William Moon)、泰勒·奥乔亚 (Tyler Ochoa)、梅内什·帕特尔 (Menesh Patel)、唐·波登 (Don Polden)、凯茜·桑多瓦尔 (Cathy Sandoval)、大卫·斯洛斯 (David Sloss) 和大卫·约西夫恩 (David Yosifon) 的评论和有益的讨论。还要感谢来自法律与经济学研究所 (ILE) 青年教师商业和金融法研讨会、第二届亚太及中东女性法律学者年会, 以及圣克拉拉大学法学院和加州大学戴维斯分校法学院教员研讨会的参与者提供的有益评论。

*** 译者分别为中国人民大学法学院硕士研究生、复旦大学法学院硕士研究生、厦门大学法学院环境与资源保护法学硕士研究生、清华大学法学院博士研究生。

推动个人品牌成长,其行为改变了原有的价格发现机制和股市信息生态。这提高了散户投资者的金融素养及参与度,促进了企业融资,但也滋生了股价泡沫,甚至因“金融网红”足以预测、控制交易模式而引发了欺诈和操纵。为规制潜在危害,现有的反欺诈和反操纵法律条款应当得到适用,同时还应当强化“金融网红”信息披露并给予正向激励,以提高“金融网红”信息质量。

关键词:“金融网红” 股票市场价格发现 欺诈操纵 信息披露

在当今充满网络模因(meme)的股票市场中,传统的信息交换和价格发现理论的可行性如何?对股票市场价格发现的传统理解侧重于交易者之间的“信息”的交换,这种信息通常与发行人未来现金流量的现值相关。本文探讨了那些通过社交媒体对投资决策施加巨大影响的“金融网红”(finfluencer)对这种理解的影响。

“金融网红”越来越多地在股票市场信息中牵线搭桥,而社交媒体使得这一行为变得前所未有的容易。本文探讨了“金融网红”崛起的两个影响。第一,“金融网红”不仅仅受寻求基本价值信息并从中获利的动机驱动,他们还致力于提高知名度,提供娱乐性内容,并致力于“品牌成长”。因为他们居中传递了传达给散户投资者的信息,并在这些投资者之间形成了强大的协调机制,所以“金融网红”的影响力塑造了反映在股票价格变动中的“信息”类型和动机。第二,“金融网红”拥有的影响力越大,他们就越能预测甚至控制其追随者的交易模式。从一个“金融网红”的角度来看,股票价格的变动可以变得更加可预测,这可能会削弱“金融网红”向其追随者提供有价值信息的动力,并诱使他们以牺牲追随者的利益为代价获利。

“金融网红”正在改变股票市场信息生态系统。本文通过借鉴市场微观结构和金融经济学,提供了一种针对价格发现、交易策略、公司行为和政策的影响的新的理解方式。

引言

2022年12月,美国证券交易委员会(United State Securities and Exchange Commission, SEC)对8位社交媒体网红在Twitter和Discord平台上实施欺诈和操纵股市的行为提起了指控。^[1] SEC执法部市场滥用单元的负责人表示,“被告利用社交媒体聚集了一大群新手投资者,然后通过不断地提供错误信息将他们加以利用,这种行为(为被告)创造了大约1亿美元的欺诈性利润”^[2]。被告在社交媒体上有数十万名追随者,被告鼓励他们购买其已经买下的股票,然后被告在股价上涨后出售这些自己推广的股票。^[3]

多年来,美国联邦和州证券监管机构一直在警告社交媒体上的投资欺诈行为。SEC已经警告投资者,要警惕那些在社交媒体上冒充合法市场信息来源的人,或者利用社交媒体参与“唱高散货”和其他操纵性计划的人。^[4] 在2022年8月,代表美国、加拿大和墨西哥的州级和省级证券监管机构——北美证券管理协会,发布了一份关于“金融网红”的

[1] See *SEC Charges Eight Social Media Influencers in \$100 Million Stock Manipulation Scheme Promoted on Discord and Twitter*, U. S. SEC. & EXCH. COMM’N (Dec. 14, 2022), <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-221>; Complaint, SEC v. Constantin (S.D. Tex. 2022) (No. 22-cv-04306).

[2] U. S. SEC. & EXCH. COMM’N, 见前注[1]。

[3] 同上注。

[4] See *Social Media and Investment Fraud – Investor Alert*, SEC (Aug. 29, 2022), <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/social-mediaand-investment-fraud-investor-alert> (SEC发布了针对社交媒体上散布虚假或误导性信息的欺诈者的警告,并详细介绍了常见的诈骗手段); *Investor Bulletin: Social Sentiment Investing Tools – Think Twice Before Trading Based on Social Media* SEC (Apr. 3, 2019), <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-18> (SEC向投资者通报了分析社交媒体数据的社交情绪投资工具的风险)。

“知情投资者咨询”〔5〕 以下是该咨询的摘要：

“金融网红”是指那些凭借其流行或文化地位,有能力通过在社交媒体上的推广或推荐影响他人财务决策过程的人。他们可能通过在社交媒体账户上发布帖子或视频来影响潜在买家,这些帖子或视频通常被设计得具有娱乐性,以便帖子或视频能与其他潜在买家分享。“金融网红”可能由提供产品或服务的企业、信息出现的平台,或未被披露的资助者支付报酬。虽然营销人员花钱邀请名人代言产品并不新鲜,但不同的是,这种轻松而高度情绪化的代言是在一个通常受到严格监管的行业中的,该行业对业绩表现和潜在利益冲突的披露有严格的规定。投资推广者通常必须向潜在投资者提供所有相关信息,以便潜在投资者作出知情的投资决策。“金融网红”正在试探受监管投资建议和受保护的自由言论的边界。〔6〕

当今股票市场的信息生态系统正在发生变化。散户交易对股票价格走势的影响日益增强,社交媒体正在塑造投资趋势,同时非传统实体在信息传播中扮演着中介角色。理解这些变化需要回答以下问题:今天,是谁或是什么在推动投资决策? 本文认为,股票市场上有影响力的人物或“金融网红”日益成为推动力量,并且阐明了“金融网红”对股票市场信息和价格发现的影响。

“金融网红”一词指的是通过社交媒体影响力对投资者决策产生巨大影响的个人或实体。当今市场存在各种类型的“金融网红”,从像金·卡戴珊(Kim Kardashian)这样的名人到像埃隆·马斯克(Elon Musk)或

〔5〕 See NASAA, *Informed Investor Advisory: Finfluencers* (Aug., 2022), <https://www.nasaa.org/64940/informed-investor-advisory-finfluencers/>. 这种警告变得越来越常见。See, e. g., CA DEP'T OF FIN. PROTECTION AND INNOVATION, *Social Media Finfluencers - Who Should You Trust?* (Oct. 5, 2022), <https://dfpi.ca.gov/2022/10/05/social-media-finfluencers-who-should-you-trust/> (详细说明信任“金融网红”的风险); VA STATE CORP. COMM'N, *SCC Cautions Virginians About Social Media "Finfluencers" Providing Financial Advice* (Sept. 8, 2022), <https://scc.virginia.gov/newsreleases/release/SCC-Cautions-Virginians-About-Online-Finfluencers>. (提供避免风险的建议,因为社交媒体正在取代传统的投资信息来源); D. C. DEP'T OF INS., SEC. AND BANKING, *Beware of Financial Influencers*, <https://disb.dc.gov/page/beware-financial-influencers> (对“金融网红”分享的财务建议提出警告)。

〔6〕 See NASAA, 见前注〔5〕。

瑞安·科恩(Ryan Cohen)这样的企业人物,再到在油管(YouTube)、抖音(TikTok)和其他社交媒体平台上拥有追随者的普通投资者。这些“金融网红”不是传统的金融分析师,他们的受众主要由散户投资者组成,^[7]他们所传递的信息,通常聚焦于“民主化”金融或增加信息获取的渠道。下面描述了一些由“金融网红”驱动交易的例子。

在2021年年初,Reddit上的散户投资者围绕基斯·吉尔(Keith Gill)[用户名“咆哮的小猫”(Roaring Kitty)]团结起来,一度将GameStop的股价从每股4美元推高至大约500美元。吉尔从2019年在帖子中表示他将53,000美元投资于GameStop,并提出GameStop被低估了。用户们在Reddit上发布他们购买GameStop股票的帖子时,复述了吉尔的说法:“我喜欢这只股票。”即使GameStop的股价下跌,只要吉尔没有卖出,许多人就也会拒绝卖出,他们表示“如果咆哮的小猫还在,我也还在”,同时用“钻石手”(diamond hands)来互相鼓励继续持有这只股票。

埃隆·马斯克在2021年1月26日发推文说“GameStonk!!”^[8],结果GameStop的股价飙升了大约40%。^[9]

2021年7月19日,瑞安·科恩发了一条推文,内容是他拿着筷子放在鼻孔里的照片。^[10]追随者们推测筷子意味着GameStop即将进行股

[7] 本文将使用“散户投资者”或“散户交易者”一词来指代那些直接为个人账户买卖股票的人,以区别于为机构账户买卖股票的机构投资者。See Adam Hayes, *Retail Investor: Definition, What They Do, and Market Impact*, INVESTOPEDIA (updated Feb. 17, 2021), <https://www.investopedia.com/terms/r/retailinvestor.asp> (将散户投资者定义为“非专业的市场参与者,通常他们的投资金额比大型机构投资者要小”); Donald C. Langevoort, *The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets*, 95 VA. L. REV. 1025 (2009) [区分散户投资者(个人和家庭)与机构投资者]。

[8] Elon Musk (@elonmusk), TWITTER (Jan. 26, 2021, 4:08 PM), <https://twitter.com/elonmusk/status/1354174279894642703?lang=EN>.

[9] See GameStop Corp. (GME) YAHOO! FIN. (Jan. 27, 2021), <https://finance.yahoo.com/quote/GME?p=GME>.

[10] See Ryan Cohen (@ryancohen), TWITTER (Jul. 19, 2021, 7:48 PM), <https://twitter.com/ryancohen/status/1417315406272864258?lang=EN>.

票分割(科恩是 GameStop 董事会的主席)。^[11]

在 2021 年末,史蒂文·加拉格尔(Steven Gallagher)因使用他的推特(Twitter)账户参与唱高散货计划而被逮捕,并被控以证券欺诈、电信欺诈和操纵罪。^[12]加拉格尔在 Twitter 上以账号@ AlexDelarge6553(以《发条橙》中的角色命名)积累了大量粉丝后,加拉格尔反复购买交易量小的低价股票,并发布虚假和误导性信息,鼓励他的追随者购买这些股票,使得他自己能够以高价出售他的股份。^[13]

史蒂文·加拉格尔的唱高散货计划显然是非法的,他的虚假信息导致他的 Twitter 追随者购买股票并推高了价格。其他例子则没有涉及任何明显的非法性,没有传播任何虚假信息,甚至没有任何新信息,然而股价的反应就好像有新信息被传播一样。

“金融网红”引发了一场关于什么是构成市场变动的“信息”以及对这些信息的获取和控制的讨论。上述例子也提出了“金融网红”鼓励投资者对非信息或过时信息做出反应的可能性。那么,“金融网红”对投资偏好、价格发现以及投资者眼中“信息”之含义有何影响?“金融网红”是否有动机鼓励他们的追随者基于与公司基本面信息变化无

[11] See Miriam Gottfried and Caitlin McCabe, *GameStop's Ryan Cohen Wants to Be More Than a Meme – Stock King*, WALL ST. J. (Nov. 19, 2022, 12:00 AM), <https://www.wsj.com/articles/gamestops-ryan-cohen-wants-to-be-more-than-a-meme-stock-king-11668834015>; Joe Fonicello, *Ryan Cohen Splits Chopsticks 2:1*; PG-13, GMEDD (Jul. 20, 2021), <https://www.gmedd.com/tw/ryan-cohen-splits-chopsticks-21-pg-13/> (对科恩的筷子推文的意义进行推测); *Ryan Cohen on Twitter*, REDDIT, https://www.reddit.com/r/Superstonk/comments/ontbnm/ryan-cohen_on_twitter/ (对科恩推文的意义进行假设)。

[12] See *U. S. v. Gallagher*, No. 21 – mag – 10220 (S. D. N. Y.); Complaint, *SEC v. Gallagher*, No. 1:21 – civ – 08739 (S. D. N. Y. filed October 26, 2021). YouTube 和其他“网红”的诈骗也发生在其他语境中。See Mara Leighton, *Thai Authorities Have Issued an Arrest Warrant Against a Popular YouTuber Accused of Scamming Followers out of \$55 Million, Reports Say*, INSIDER (Aug. 31, 2022, 11:14 PM), <https://www.insider.com/thai-influencer-youtuber-nutty-arrest-warrant-multimillion-dollar-forex-scam-2002-8> (“受害者表示,他们被诱骗向 Nutty 投资的部分原因是她在社交媒体账户上展示的高端生活方式,其中包括奢华假期、豪华汽车和名牌手袋”).

[13] See Complaint, *SEC v. Gallagher*, 见前注[12].

关的原因进行交易?

市场微观结构和金融经济学的核心原则构成了本文所依赖的价格发现和信息规范框架。从规范的角度来看,股票市场有助于促进资本和风险在经济中的有效配置。^[14] 股票价格提供了可以帮助改善公司治理的信号,随着时间的推移还有助于在股票和房产之间分配资源。^[15] 规范框架通常假设一个狭窄的交易动机范围,这些动机产生股票价格的变动:投资者寻求有关发行者的基本价值信息,并通过使用贴现现金流分析等估值机制,交易该发行者的股票以从该信息中获利。^[16] 在之前的一篇论文中,我探讨了今天的散户交易者如何通过低成本、社会化的形式协调,使这一情况变得复杂。^[17] 我认为,散户交易的持续性越来越强,并且可以在更广泛的范围内显著影响股票价格、公司治理和市场运作。^[18]

本文探讨了一个与当今股票市场相关且不断发展的方面:“金融网红”作为信息经纪人,其作用正日益增长。这种作用是双重的。首先,本文提供了对金融影响现象的描述性说明,详细阐述各种“金融网红”在股票市场上的影响,并建立了一个可以用来评估他们影响大小的金融影响分类体系。

其次,本文从理论上分析了“金融网红”如何使人们对于信息影响股价的传统认知变得更加复杂。“金融网红”的动机远不止于寻求基本价值信息,他们还寻求人气最大化、娱乐性以及“发展他们的品牌”等。此外,他们还越来越多地调节传达给散户投资者的信息,并提供了影响力巨大的协调机制,使得他们(及其追随者)的交易行为能够对股票价格产生影响,因此他们正在转变股票价格变动所体现的“信息”种类。

[14] See Merritt B. Fox et al., *The New Stock Market* 33–47 (2019) (提供一个规范的框架,使股票价格促进资本和风险在经济中的分配)。

[15] 同上注(描述了股票价格在指导管理决策、分配资源和风险方面的效用)。

[16] 同注[14], p. 33–58(描述股票价格如何响应知情交易而变动)。

[17] See Sue S. Guan, *Meme Investors and Retail Risk*, 63 B. C. L. REV. 2053 (2022) (分析散户交易对价格和市场的影响)。

[18] 同上注。

接下来本文将结合证据和理论,说明更广泛的股票市场生态系统如何对此作出调整,这对资本流动产生了复杂的影响。“金融网红”可能会让其他市场参与者越来越觉得,即使由“金融网红”驱动的活动不参照传统的市场信息形式,也应该将这些行为视为信息丰富的活动。当其他市场参与者将“金融网红”驱动的活动纳入交易决策时,这些变化会被放大和加强,形成一个反馈循环。构成市场变动信息的界限可能会扩大。“金融网红”驱动的活动可能会影响公司的资本成本。通过制造或利用“金融网红”驱动的交易泡沫来进行的噪音交易可能成为一种合理的交易策略。公司可能会越来越多地通过与“金融网红”的合作伙伴关系来获取影响自身股价的盈利机会。

正面和负面的影响随之而来。一方面,“金融网红”可以提高散户投资者的金融素养,提高散户投资者的参与度和扩大其市场准入范围。另一方面,“金融网红”可以以可预测的方式影响大量追随者的交易。最终,他们向这些追随者提供有价值信息的倾向性可能会减弱,而以追随者为代价获利变得更加诱人。此外,如果“金融网红”不需要作出虚假或误导性的陈述就能产生价格变动,那么目前可用于保护受害者的法律救济措施就更少了。

本文的其余部分如下:第一部分讨论了“金融网红”的历史并提出了“金融网红”的分类法。虽然“金融网红”并不新鲜,但社交媒体显著扩大了他们的影响力。第二部分探讨了“金融网红”驱动交易的价格影响。第三部分提供了一个理论分析,说明“金融网红”驱动的交易如何影响股票价格所反映的信息。第四部分评估了更广泛的市场反应。第五部分考虑了这些变化的好处和危害。第六部分讨论了未来的发展方向。最后是一个简短的结论。

一、“金融网红”的分类

“金融网红”通过他们的社交媒体影响力对投资者的交易决策产生了巨大的影响。他们调节到达追随者的信息,塑造这些追随者的投资偏好和交易模式,并为大量交易者群体提供强大的协调机制,这使得他们

(以及追随者)的交易动机能够影响股票价格的变动。

虽然“金融网红”在股票市场上并不新鲜,但在社交媒体的推动下他们的影响力获得极大扩展,这是一个近期出现的现象。此外,社交媒体也为普通散户投资者提供了低成本、简便的机制,使之能够成为强大的“金融网红”。本部分第一节对历史上的“金融网红”进行了简要调查。第二节列出了当代社交媒体网红的几种类型:巨型、大型、中型和微型。第三、四、五节讨论了三种主要类型的“金融网红”:名人型、身份型和普通型。

(一)“金融网红”的简要调查

金融影响这一现象既不新奇也不意外。有影响力的演讲者总是有着广泛的影响,有时甚至影响整个市场。^[19] 近一个世纪前,也就是在1929年股市崩盘之前,一位名叫伊万杰琳·亚当斯(Evangeline Adams)的占星家通过她从星图和占星术中得出的股票建议,在包括查理·卓别林(Charlie Chaplin)和J. P. 摩根(J. P. Morgan)等名人和业余投资者中积累了可观的影响力。^[20] 她曾发行过一份拥有十万订阅者的时事通讯。^[21]

受金融影响力的影响一直是股票市场的一个完全合法的特征。例

[19] 这种影响并不局限于证券市场。在许多方面,“金融网红”只不过是更传统品牌网红的一种类型。1986年,嘻哈乐队Run - D. M. C. 推出了热门歌曲“My Adidas”。See Zak Maoui, *Run - DMC: “We were highly influenced by The Rolling Stones - we wanted to dress like Mick Jagger”*, GQ MAGAZINE (Nov. 2, 2019), <https://www.gq-magazine.co.uk/fashion/article/run-dmc-adidas-interview>; Alvin Blanco, *Run - DMC Recall ‘My Adidas’ Impact, 25 Years Later*, MTV (Nov. 11, 2011, 7:59 PM), <https://www.mtv.com/news/sn2aa5/run-dmc-my-adidas>. Run - D. M. C. 没有被付费来推广Adidas。See Gary Warnett, *How Run - DMC Earned Their Adidas Stripes*, MR PORTER (May 27, 2016), <https://www.mrporter.com/en-us/journal/lifestyle/how-run-dmc-earned-theiradidas-stripes-826882>. 热门作品的成功导致阿迪达斯运动鞋的人气激增,这促成了Run - D. M. C. 与阿迪达斯品牌的合作关系。同上注。如今,社交媒体品牌网红众多,他们使用诸如TikTok、Instagram等平台。见下文第一部分第二节。

[20] See *The Crash of 1929: Program Transcript*, PBS 7, https://wwwtc.pbs.org/wgbh/americanexperience/media/pdf/transcript/Crash-of_19_29-transcript.pdf (描述了亚当斯周围的以下情况)。

[21] 同上注,p. 15.

如,媒体人物吉姆·克莱默(Jim Cramer)在美国消费者新闻与商业频道(CNBC)的《疯狂金钱》(Mad Money)节目中拥有一个股市分析平台已经有近20年时间。^[22]从更广泛的意义来说,金融分析师通常对一家公司的股票价格有着有据可查的影响。^[23]根据SEC的网站上的文章,“一个受欢迎的分析师仅仅提到一家公司,就可能暂时导致其股票上涨或下跌——即使公司的未来前景或基本面最近没有发生变化”^[24]。的确,1990年的一项研究显示,1982~1985年,股票价格对在《华尔街日报》的“华尔街听闻”专栏发表的分析师建议有显著反应。^[25]同样,卖空者报告通常会导致所提及的公司的股票价格显著下跌。^[26]

使用金融影响来实施欺诈或操纵也并非新鲜事。2005年,一家电话营销公司被SEC起诉,因为其以“拨错电话”为幌子,留下了数十万条旨在推销某些股票的欺诈性语音留言。^[27]这些股票的总市值飙升了大

[22] Jim Cramer, *About Mad Money*, CNBC, <https://www.cnbc.com/104189752/>; Tyler Clifford, *The Evolution of Jim Cramer's Mad Money: From Stock Picking to Stock Educating*, CNBC, <https://www.cnbc.com/2019/02/21/theevolution-of-cramers-mad-money-from-stock-picking-to-educating.html>.

[23] See *Analyzing Investor Recommendations*, U. S. SEC. & EXCH. COMM'N (Aug. 30, 2010), <https://www.sec.gov/tm/reportspubs/investor-publications/investorpubsanalystshtm.html> (“分析师的推荐或报告可以影响公司股票的价格——特别是当这些推荐通过电视露面或其他电子和印刷媒体广泛传播时”).

[24] 同上注。利益冲突可能会出现,可能需要信息披露。

[25] See Pu Liu et al., *Stock Price Reactions to The Wall Street Journal's Securities Recommendations*, 25 J. FIN. & QUANT. ANALYSIS 399, 400 (1990) (收集研究以证明股票价格对投资咨询实体提供的信息的反应性)。

[26] See Peter Molk & Frank Partnoy, *The Long-Term Effects of Short Selling and Negative Activism*, 2022 U. ILL. L. REV. 1, 53 [citing Peter Molk & Frank Partnoy, *Institutional Investors as Short Sellers?*, 99 B. U. L. REV. 837, 859-62 (2019)] (讨论卖空交易的价格效应); Andrew Ross Sorkin et al., *A Short Seller Takes Aim at an Indian Corporate Giant*, N. Y. TIMES (Jan. 25, 2023), <https://www.nytimes.com/2023/01/25/business/dealbook/shortseller-hindenburg-adani.html> (在Hindenburg Research指控Adani集团操纵和欺诈之后,Adani集团的股价急剧下跌)。

[27] See *SEC Sues Telemarketers for Fraudulent "Wrong Number" Stock Tips*, U. S. SEC. & EXCH. COMM'N (May 3, 2005), <https://www.sec.gov/news/press/2005-70.htm>.

约 1.79 亿美元。^[28] 最近,社交媒体留言板上的操纵者已经被采取了执法行动。^[29] SEC 曾发现,一个叫作 Seeking Alpha 的社交媒体网站上的作者为了操纵股票价格而发布欺诈性新闻。^[30] 一项最近的研究也表明,Seeking Alpha 等社交媒体网站上的操纵性卖空行为导致了股票价格的扭曲。^[31]

金融影响活动引发了关于欺诈和操纵法律范围的棘手问题。2000 年,SEC 与 15 岁的乔纳森·莱伯德(Jonathan Lebed)就一起股市操纵计划达成和解,莱伯德通过在 Yahoo! Finance 留言板上推广交易量少的微型市值股票并出售这些股票获利。^[32] 莱伯德发现使用感叹号和将全部字母大写能使他的信息看起来更令人兴奋,使他人能够产生更多的兴趣。^[33] 这个案例引发了关于市场操纵禁令范围的重大问题研究。^[34] 正如一位评论员指出的,没有基础的股票价格预测“听起来很像华尔街每天发生的事情”^[35]。那时,华尔街分析师显然可以,并且也确实经常一边低估(其他)公司收益,一边推广那些他们帮助上市的公司的股票,

[28] 同前注[27]。

[29] See Shimon Kogan, Tobias J. Moskowitz & Marina Niessner, *Social Media and Financial News Manipulation* 2, 35 (Sept. 15, 2021) (unpublished manuscript), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3237763 (研究表明,在社交媒体网络上发布的欺诈性文章增加了散户交易量,并且使得价格平均上升了 8%,这是基于对 171 篇欺诈性文章的数据集分析得出的结果)。

[30] 同上注, p. 1, 2, 7-8.

[31] See Joshua Mitts, *Short and Distort*, 49 J. LEGAL STUD. 287, 330 (2020) (揭示了通过匿名攻击和操纵性期权交易手段对股价进行操纵的行为) see also Petition for Rulemaking on Short and Distort from John C. Coffee Jr., Joshua Mitts, James D. Cox, Peter Molk et al., to Vanessa Countryman, Sec’y, U. S. SEC. & EXCH. COMM’N 3-7 (Feb. 12, 2020), <https://www.sec.gov/rules/petitions/2020/petn4-758.pdf> (请求 SEC 制定规则,禁止操纵性卖空行为)。

[32] See *SEC Brings Fraud Charges in Internet Manipulation Scheme*, U. S. SEC. & EXCH. COMM’N (Sept. 20, 2000), <https://www.sec.gov/news/press/2000-135.txt>.

[33] See Michael Lewis, *Jonathan Lebed’s Extracurricular Activities*, N. Y. TIMES (Feb. 25, 2001), <https://www.nytimes.com/2001/02/25/magazine/jonathan-lebed-s-extracurricular-activities.html>.

[34] 同上注。

[35] 同上注。

这种行为通常使他们获得可观的利润。^[36] 评论员接着说：“如果华尔街分析师和基金经理以及出现在 CNBC 和美国有线电视新闻网上推广股票的公司首席执行官没有被指控试图操纵市场的罪责，那么操纵市场到底意味着什么？”^[37]。同理，“当一位华尔街分析师能够让一家亏损数十亿美元的公司的股票价格在一天内上涨 50 点时，‘人为提高’股票价格到底意味着什么？”^[38]。

正如莱伯德的例子所体现的，社交媒体允许那些没有其他既定媒体平台的普通人对他们的追随者施加重大影响。社交媒体已经改变了“金融网红”的影响格局。接下来的部分将讨论这一点。

(二) 巨型、大型、中型、微型网红

社交媒体孕育了一个数十亿美元的网红营销产业。^[39] 传统的品牌网红今天可以分为几个类别：巨型、大型、中型和微型。他们在追随者数量、参与度和被（追随者）认可的可信度方面有所不同。

巨型网红通常是拥有超过一百万名追随者的明星，他们通常通过社交媒体收取数百万美元的推广费。^[40] 然而，他们大量的追随者并不总是能转化为更高的参与度：追随者可能对巨型网红被付费推广的某些产

[36] 同上注。

[37] 同上注。

[38] 同上注。“正如我和其他人士所指出，界定操纵禁令的范围历来是一个极具挑战性的任务。” See, e. g., Merritt B. Fox et al., *Spoofing and Its Regulation*, 2021 COLUM. BUS. L. REV. 1244 (2022) (分析操纵规则)；Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit “Manipulation” in Financial Markets?*, 105 HIA - v. L. REV. 503, 506 - 07 (1991) (主张“应该摒弃操纵这一概念”，因为“操纵没有一个令人满意的定义”)；Steve Thel, *Regulation of Manipulation Under Section 10(b): Security Prices and the Text of the Securities Exchange Act of 1934*, 1988 COLUM. BUS. L. REV. 359, 378 - 79 (1988) (指出在联邦证券法下定义操纵行为的难度)。

[39] See Werner Geyser, *The State of Influencer Marketing 2023: Benchmark Report*, INFLUENCER MARKETING HUB (Feb. 7, 2023), <https://influencermarketinghub.com/influencer-marketing-benchmark-report/> (指出到 2023 年，网红行业预计将增长到大约 211 亿美元)。

[40] See *When to Work with Nano-, Micro- and Macro-Influencers*, IZEA (Feb. 25, 2022), <https://izea.com/resources/nano-micro-macro-influencers/> (描述不同类型的网红)。

品持怀疑态度。^[41] 大型网红通常拥有十万名到一百万名的追随者。^[42] 他们可能是产出更专业内容(如专注于健身或股市建议)的社交媒体明星,拥有庞大的追随者群体。^[43] 中型网红往往拥有一万名到十万名的追随者。^[44] 微型网红通常拥有不到一万名的追随者。^[45] 中型和微型网红通常与追随者有着更强烈的“个人”联系,更能吸引追随者参与,这一点远超大型网红。^[46]

真实性和信任是影响力业务的核心。^[47] 消费者像信任密友一样信任网红,并将真实性视为他们与网红互动的关键驱动因素。^[48] 此外,网红营销确实是有用的。^[49] 研究表明,网红广告能够显著增加“情感强度”并提高“记忆编码”。^[50] 另一项研究发现,公司在网红营销上每花费一美元就能获得 520% 的回报。^[51]

“金融网红”很大程度上也依赖相同的心理现象。他们赢得了追随

[41] 同上注。

[42] 同上注。

[43] 同上注; See Jacinda Santora, 12 *Types of Influencers You Can Use to Improve Your Marketing*, INFLUENCER MKTG. HUB (July 15, 2022), <https://influencermarketinghub.com/types-of-influencers/> (详细介绍不同类型的网红)。

[44] IZEA, 见前注[40]。

[45] 同上注。

[46] 同上注。在其他情境中,政治团体利用中型和微型网红来影响政治话语和活动。 See *Social Media Influencers and the 2020 U. S. Election: Paying 'Regular People' for Digital Campaign Communication*, U. TEX. AUSTIN CTR. FOR MEDIA ENGAGEMENT (Oct. 14, 2020), <https://mediaengagement.org/research/social-media-influencers-and-the-2020-election/> (解释社交媒体网红的协调网络是如何成为“政治运动的强大资产”的)。

[47] See Alexandra J. Roberts, *False Influencing*, 109 GEO. L. J. 81, 83-84 (2019)。

[48] See Gavin O'Malley, *Many Followers Trust Influencers' Opinions More Than Friends'*, DIGIT. NEWS DAILY (Aug. 21, 2019), <https://www.mediapost.com/publications/article/339579/many-followers-trust-influencers-opinions-more-th.html>。

[49] See Roberts, 见前注[47], p. 83-84 (收集资料)。

[50] Blake Drosch, *What Does Your Brain on Influencer Marketing Look Like?*, INSIDER INTEL. (Aug. 26, 2019), <https://www.insiderintelligence.com/content/your-brain-on-influencers-neuroscience-study-explains-the-effects-of-influencer-marketing>。

[51] Harrison Loew, *Influencer Marketing Benchmark Report 2019*, NEOREACH (Feb. 12, 2019), <https://neoreach.com/influencer-marketingbenchmark-report-2019/>。

者的信任,对追随者的投资决策产生了重要影响。接下来的部分将探讨“金融网红”的类型以及他们与传统社交媒体品牌网红的关系。

(三) 有公司付费的名人“金融网红”

最明显的“金融网红”类别是像金·卡戴珊这样的名人巨型网红。事实上,卡戴珊最近因为在社交媒体上推广一种加密资产而被罚款 126 万美元。^[52] 与传统的巨型网红一样,名人巨型“金融网红”通常被某些公司付费来推广金融产品。他们通常不会传播一般性的投资建议。名人巨型“金融网红”并不是一个新现象,可以被理解为传统品牌网红的简单子集。

(四) 身份名人“金融网红”

其他著名的巨型或大型“金融网红”则不为任何推广内容而收费,也可能不传播财务建议,甚至不推广任何特定的股市头寸。然而,由于他们的身份或个性,他们拥有巨大的影响力。埃隆·马斯克和瑞安·科恩是典型的例子。埃隆·马斯克被称为“爸爸埃隆”,瑞安·科恩被称为“爸爸科恩”。^[53] 即使内容与股市或财务信息无关,他们的社交媒体活动也会影响追随者的活动进而引发价格变动。正如 Chewy. com 的创始人和 GameStop 董事会主席科恩所说的“我就是我;我只是做我自己”以及“我不想去猜测人们是如何解读的”^[54]。

例如,科恩被称为“模因股之王”,他的推文通常被他近四十万名的追随者分析,作为未来企业决策或股价变动的线索。^[55] “模因股”一词指的是像 GameStop、AMC 或 Bed Bath & Beyond 这样的公司的股票,这些股票已经成为“模因交易者”们在社交媒体的驱动下进行集体交易的

[52] SEC Charges Kim Kardashian for Unlawfully Touting Crypto Security, U. S. SEC. & EXCH. COMM'N (Oct. 3, 2022), <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-183>.

[53] See Caitlin McCabe, *The Meme Lords Who Are Taking over the C-Suite*, WALL ST. J. (Aug. 27, 2021), https://www.wsj.com/articles/the-meme-lords-who-are-taking-over-the-c-suite-11630056603?mod=series_exchangeinternetpackage.

[54] Gottfried & McCabe, 见前注[11].

[55] 同上注; see also Fonicello, 见前注[11] (对科恩的筷子推文的意义进行推测); Ryan Cohen on Twitter, 见前注[11] (对科恩推文的意义进行假设).

主要对象。而“模因交易者”是散户交易者的一个子集。^[56]

2021年7月19日,科恩在推特上发布了一张自己将筷子插在鼻孔里的图片。^[57] 追随者推测筷子预示着 GameStop 即将拆股。^[58] 2022年10月17日科恩发布的一张与卡尔·伊坎(Carl Icahn)合影的图片,导致科恩的追随者推测该图片表明伊坎对 GameStop 的支持。^[59] 2022年8月,在科恩突然出售了他在 Bed Bath & Beyond 大约10%的股份后, Bed Bath & Beyond 的股价暴跌。^[60] 科恩在大幅盈利的情况下出售了股份;而此前,散户投资者为响应科恩的文件而购买了约7300万美元的股票,因为该文件显示他没有出售那些价外看涨期权,这导致 Bed Bath & Beyond 的股价上涨了近70%。^[61]

许多身份型“金融网红”对传统金融行业不屑一顾,并自诩为“网络喷子”或“模因之王”。^[62] 例如,在2021年1月26日,马斯克在推特上发表了“GameStonk!!”^[63] 作为对这条推文的回应,GameStop 的股价飙

[56] See, e.g., Guan, 见前注[17]; Dhruv Aggarwal, Albert H. Choi & Yoon-Ho Alex Lee, *Meme Corporate Governance* 7-8, EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE (Feb. 14, 2023), <https://ssrn.com/abstract=4347885> (将“模因交易者”描述为那些“受Reddit讨论驱动而进行交易,并引发‘空头挤压’攻击的人”,他们的行为并不是“传统意义上的投资。尽管这些交易者仅占散户投资者的一部分,但他们的数量庞大,足以在市场上对模因股票的价格产生影响”)。

[57] See Ryan Cohen (@ryancohen), TWITTER (Jul. 19, 2021, 7:48 PM), <https://twitter.com/ryancohen/status/1417315406272864258?lang=EN>.

[58] See Gottfried & McCabe, 见前注[11]; Fonicello, 见前注[11].

[59] See Ryan Cohen (@ryancohen), TWITTER (Oct. 17, 2022, 8:30 PM), https://twitter.com/ryancohen/status/1582212373985005569?refsrc=Twsrc%5Etfw%7Ctwcamp%5Etweetembed%7Ctwterm%5E1582212373985005569%7Ctwgr%5E5cf5fed2cf57294c9cebce739a4fblaa3ab64e%7Ctwcon%5Esl_&refurl=https%3A%2F%2Fwww.wsj.com%2Farticles%2Fgame-stops-ryan-cohen-wants-to-be-more-than-a-meme-stock-king-11668834015.

[60] See Lauren Hirsch, *Bed Bath & Beyond Shares Plunge 40 Percent After Ryan Cohen's Exit*, N. Y. TIMES (Aug. 18, 2022), <https://www.nytimes.com/2022/08/18/business/bed-bath-beyond-shares.html>.

[61] 同上注。

[62] See McCabe, 见前注[53].

[63] Musk, 见前注[8].

升了大约 40%。^[64] 马斯克(在推特上有超过 125 万名的追随者)还曾发表过推文称“我认为特斯拉的股价太高了”^[65]和“我正在考虑以 420 美元的价格将特斯拉私有化”^[66],而 420 这个数字在流行文化中与吸食大麻有关。这样的信息使得特斯拉的股价出现了戏剧性的短期波动。另一个例子是,Barstool Sports 的创始人大卫·波特诺伊(David Portnoy)在一次直播中,根据他从袋子里盲目选出的 Scrabble 字母牌购买股票。^[67]

(五) 普通投资者“金融网红”

普通散户投资者也可以通过在 Twitter、YouTube、TikTok、Instagram 或 Reddit 等社交媒体平台上发展追随者而成为“金融网红”,这些平台使成为这类网红变得相对容易。^[68] 这些普通投资者通常是微型、小型或中型“金融网红”。由于他们通常不是基于其他原因而出名,所以经常通过向追随者展示他们的专业知识来建立影响力,例如,提供一般性投资建议。他们也可能会推广特定的股票或金融产品。大多数人以传播信息为目的,并且只有在建立了相当大的影响力之后,才会与公司成为付费合作伙伴关系。

举例来说,围绕 GameStop 的集体关注,可以说是促成了第一个“模因”股票,而这是由一位普通投资者“金融网红”发起的。在 2021 年年

[64] See GameStop Corp. 见前注[9].

[65] Elon Musk (@elonmusk), TWITTER (May 1, 2020, 8:11 AM), <https://twitter.com/elonmusk/status/1256239815256797184?refsrc=TWsrc%5Etfw>.

[66] Elon Musk (@elonmusk), TWITTER (Aug. 7, 2018, 9:48 AM), <https://twitter.com/elonmusk/status/1026872652290379776>.

[67] See Akane Otani, *The New Stock Influencers Have Huge – and Devoted – Followings*, WALL ST. J. (Mar. 21, 2021, 5:30 AM), <https://www.wsj.com/articles/the-new-stock-influencers-have-hugeand-devotedfollowings-11616319001>; see also Matt Wirz, *Meme – Stock Traders Embrace Avaya Despite Wall Street Fears*, WALL ST. J. (Sept. 19, 2022, 8:00 AM), <https://www.wsj.com/articles/meme-stocktraders-embrace-avaya-despite-wall-street-fears-11663540636>(描述了活跃投资者 Theo King 的模因投资者追随者)。

[68] 虽然本文关注的是股票市场中的网红,但网红在其他资产类别中非常活跃,例如加密货币和 NFTs。See Connor Goodwin, *How TikTok Cryptocurrency Influencers Are Teaching a New Generation of Investors*, WALL ST. J. (May 21, 2021, 8:29 AM), <https://www.wsj.com/articles/tiktok-cryptocurrency-influencers-investing-11621600121>.

初,Reddit 用户向在 Reddit 上用户名为“咆哮的小猫”的基斯·吉尔聚集,吉尔自 2009 年以来已经向 GameStop 投资了 5.3 万美元。他发布的关于在 GameStop 的投资和宣传公司潜力的帖子,引发了极其活跃的交易,使 GameStop 的股价一度从 4 美元上涨到大约每股 500 美元。^[69] 用户在 Reddit 上发布他们购买 GameStop 股票的帖子时,复述了吉尔的“我喜欢这只股票”的说法。^[70] 即使 GameStop 的股价下跌,只要吉尔继续持有他的股份,许多人就拒绝出售,他们说“如果咆哮的小猫还在,我也还在”,并互相鼓励要有“钻石手”。^[71]

许多其他普通“金融网红”已经存在多年。^[72] 凯文·帕夫拉特 (Kevin Paffrath) 是一个网名为 MeetKevin 的 YouTube“金融网红”,他在 2022 年 11 月成功推出了 Meet Kevin Pricing Power ETF。^[73] 海莉·萨克斯 (Haley Sacks),被称为“道琼斯夫人”(Mrs. Dow Jones),创立了名为“金融很酷大学”(Finance Is Cool University)的公司,并拥有近 50 万

[69] See Nathaniel Popper & Kellen Browning, *The ‘Roaring Kitty’ Rally: How a Reddit User and His Friends Roiled the Markets*, N. Y. TIMES (Jan. 29, 2021), <https://www.nytimes.com/2021/01/29/technology/roaring-kitty-redditgamestop-markets.html>; Nicolas Vega, *Here’s How Much Money You’d Have if You Invested \$1,000 in GameStop During Last Year’s Rally*, CNBC (Jan. 19, 2022), [https://www.cnbc.com/2022/01/19/how-much-money-you-d-have-if-you-invested-1000-dollars-in-gamestop-in-2021.html#:~:text=Jan.,-28%2C%202021%20\(Intraday&text=GameStop%20shares%20soared%20as%20high,of%20its%20value%20by%20Jan\)](https://www.cnbc.com/2022/01/19/how-much-money-you-d-have-if-you-invested-1000-dollars-in-gamestop-in-2021.html#:~:text=Jan.,-28%2C%202021%20(Intraday&text=GameStop%20shares%20soared%20as%20high,of%20its%20value%20by%20Jan)).

[70] See *To the Moon, Part 4: Diamond Hands*, WALL ST. J. (June 13, 2021), <https://www.wsj.com/podcasts/the-journal/to-the-moon-part-4diamond-hands/c5e48f39-6ed6-414f-a0d6-0dc9986640ba>; Noel Randewich, *GameStop Fan ‘Roaring Kitty’ to Tell Congress: ‘I Like the Stock,’* REUTERS (Feb. 17, 2021, 6: 23 PM), [https://www.reuters.com/article/us-retail-trading-testimony-reddit-idUSKBN2AH2Y2\(以“我喜欢这只股票”来概括咆哮的小猫的发言\)](https://www.reuters.com/article/us-retail-trading-testimony-reddit-idUSKBN2AH2Y2(以“我喜欢这只股票”来概括咆哮的小猫的发言)).

[71] See Popper & Browning, 见前注[69].

[72] See Dieter Holger, *The Financial Gurus Millennials Listen To*, WALL ST. J. (Mar. 13, 2020, 9: 41 AM), <https://www.wsj.com/articles/the-financialgurus-millennials-listen-to-11584104190>.

[73] See Spencer Jakub, *Meet Kevin, the ETF*, WALL ST. J? (Nov. 29, 2022), <https://www.wsj.com/articles/meet-kevin-the-etf-11669743728>; *The Meet Kevin Pricing Power ETF*, STOCKHACK, <https://www.mketf.com> (last visited June 13, 2023).

名追随者。^[74] 丹·奈特(Dan Knight)主持了一个名为“P. G. I. R.”的播客,该播客在2021年2月被评为美国顶级投资播客,并位列全美前50的商业播客之列。^[75] 罗斯·韩(Rose Han)和托里·邓拉普(Tori Dunlap)致力于创建针对女性的投资社区。^[76] 在Instagram、TikTok和YouTube上,“金融网红”的例子比比皆是。^[77] 截至2023年2月18日,TikTok上的#stocktok标签拥有超过30亿次观看。^[78] 截至2023年4月2日,TikTok上的#fintok标签也拥有超过30亿次观看。^[79] 带有#stocktok标签的内容包括股票提示、投资建议以及成功普通投资者的生活方式等。^[80]

交易平台使普通“金融网红”越来越活跃,并扩大了“金融网红”的影响范围。例如,Commonstock自称为“一个放大最佳投资者的知识的社交网络,并通过实际跟踪记录来证实信号排除噪音”^[81]。投资帖子获得点赞,这有助于散户投资者在所有的噪音、模因和恶意挑衅账户中识别有价值的信息,而这些账户在其他的平台上往往可以大行其道。^[82]

[74] See Caleb Silver, *The Measure of Financial Influence with Mrs. Dow Jones*, INVESTOPEDIA (Aug. 22, 2022), <https://www.investopedia.com/the-expresspodcast-episode-100-6501269>.

[75] See Tara Siegel Bernard, *Trading Stock Tips on TikTok, Newbies Are Deeply Invested in Learning*, N. Y. TIMES (June 21, 2021), <https://www.nytimes.com/2021/04/28/your-money/stocks-investing-tiktok.html>.

[76] See Robbie Whelan, *The Social-Media Stars Who Move Markets*, WALL ST. J. (Aug. 27, 2021, 5:30 AM), <https://www.wsj.com/articles/the-social-mediastars-who-move-markets-11630056601>; See Tara Siegel Bernard, *From Her First \$100K to 3 Million Followers*, N. Y. TIMES (Apr. 18, 2022), <https://www.nytimes.com/2022/04/16/your-money/tori-dunlap-financial-influencers.html?searchResultPosition=1>.

[77] See Whelan, 见前注[76].

[78] See TIKTOK, <https://www.tiktok.com/tag/stocktok?lang=EN> (last visited Apr. 21, 2023).

[79] See TIKTOK, <https://www.tiktok.com/tag/fintok?lang=EN> (last visited Apr. 21, 2023).

[80] 同上注。

[81] COMMONSTOCK, <https://commonstock.com/security> (last visited Apr. 21, 2023).

[82] See Natasha Dailey, *Social-Investing App Commonstock Wants to Be the ‘Bloomberg Terminal Of Main Street’ and Weed Out the Meme-Stock Trolls*, BUS. INSIDER (Oct. 9, 2021, 9:05 AM), <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/commonstock-app-weed-out-meme-stock-trolls-retail-investors-reddit-2021-10> (引用自 Commonstock 首席执行官兼创始人 David McDonough).

Public Trading App 鼓励用户关注他们社交圈中的其他人,并模仿他们的投资组合。^[83] Public 宣传自己是一个“由数百万投资者、创作者和分析师组成的社区”^[84]。其他平台如 ZuluTrade 和 FX Junction 也提供“复制”或“镜像”服务。^[85] 例如,FX Junction 鼓励用户“成为一个信号提供者,赚取额外的钱或自动复制我们最优秀的成员的信号”^[86]。

二、“金融网红”驱动的价格影响

上述分类法可以总结在表 1 中。

表 1 “金融网红”的分类

“金融网红”类型	是否被付费	影响力来源	是否意图传播信息	是否影响股票价格
名人型	通常是	名人地位	通常不是	是
身份型	通常不是	名人地位和潜在的股市业绩的结合	通常不是	是
普通型	有时是	业绩记录和专业度	通常是	是

我们可以做出一些观察。第一,社交媒体显著扩大了所有类型“金融网红”的范围:名人型、身份型,尤其是普通“金融网红”。普通“金融网红”可以轻松且低成本地获得影响力,这种影响力可能原本只属于名

[83] See, e. g., PUBLIC, <https://public.com/about-us> (last visited Apr. 21, 2023) (“成员们通过一系列强大的工具控制自己的投资方式,并从数百万名投资者、创作者和分析师的社群中获得洞见”).

[84] 同上注。

[85] See ZULUTRADE, <https://www.zulutrade.com/> (last visited Apr. 21, 2023) (“轻松复制来自不同经纪商的顶尖表现交易者,实现您的投资目标!”); FX JUNCTION, <https://www.fxjunction.com/> (last visited Apr. 21, 2023) (“成为一个信号提供者,赚取额外的钱或自动复制我们最优秀的成员的信号”); Christine Hall, *Public vs. Robinhood: Competitors Target Hottest Retail Trading App*, CRUNCHBASE (Feb. 18, 2021), <https://news.crunchbase.com/fintech-ecommerce/public-vs-robinhoodcompetitors-take-aim-at-biggest-retail-trading-app/> (讨论 Robinhood 的社交和基于社区的竞争对手)。

[86] FX JUNCTION, 见上注。

人和拥有传统媒体形式或金融权力的人。

第二,“金融网红”可以触及广泛的受众,并在这些投资者之间形成强大的协调机制,放大基于群体或协调机制的价格影响。与追随者建立信任是“金融网红”影响力的核心来源,这种影响力因散户交易者的广泛影响而得到加强。由于年轻的散户投资者越来越多地从社交媒体网站获取信息,散户交易者通常是“金融网红”追随者的主体。例如,研究表明,比起谷歌,年轻的投资者更信任社交媒体。谷歌自己的研究表明,大约40%的年轻人在谷歌搜索之前会先打开 TikTok 或 Instagram。^[87]除了期望看到他们的个人价值观在品牌中得到反映外,散户交易者也越来越寻求“金融服务中的社区、网络和自我教育,这些服务使投资成为一种有趣、娱乐性的活动”^[88]。

第三,正如第三至四部分将进一步讨论的,“金融网红”的价格影响并不一定反映“金融网红”社交媒体内容的信息内容。也就是说,无论他们内容的所谓信息性如何,“金融网红”驱动的活动均影响股票价格的变动。

本部分将更详细地探讨社交媒体和金融影响的价格效应。第一节调查了“金融网红”驱动交易的价格影响证据。第二节探讨了散户交易的最新趋势如何放大“金融网红”的影响。

(一)“金融网红”价格影响的证据

毫无疑问,“金融网红”的活动可以影响价格。股票价格长期以来一直在响应华尔街分析师的建议(无论是否具有信息性)、名人的影响以及卖空者的报告。^[89]

当前的证据不断证实金融影响活动与股价波动之间的紧密联系。以2022年12月SEC起诉的八名涉嫌欺诈和市场操纵的“金融网红”为

[87] See Kalley Huang, *For Gen Z, TikTok Is the New Search Engine*, N. Y. TIMES (Sept. 17, 2022), <https://www.nytimes.com/2022/09/16/technology/gen-z-tiktok-search-engine.html>.

[88] Svati Kirsten Narula, *What Generation Z Wants From Financial Technology*, WALL ST. J. (Jan. 25, 2022), <https://www.wsj.com/articles/generation-z-financial-technology-11642714326?mod=searchresultspos2&page=1>.

[89] 同第一部分第一节。

例,他们的行为对股价产生了显著的影响。被告购买了股票,并在社交媒体上向追随者推广这些股票,然后以追随者交易活动导致的虚高价格出售这些股票,^[90]在不到三年的时间内累积了大约1亿美元的收入。^[91]被告的社交媒体帖子导致一些股票价格上涨200%以上。^[92]史蒂文·加拉格尔和迈克尔·贝克(Michael Beck)的社交媒体和交易活动也产生了类似的价格影响,后者在2022年2月因使用他的Twitter账号@BigMoney Mike6进行小盘股欺诈而被起诉。^[93]

“金融网红”的影响当然不仅限于交易量少的小盘股。2022年8月,当瑞安·科恩出售他在Bed Bath & Beyond大约10%的股份(而获得显著利润)时,Bed Bath & Beyond的股价暴跌。^[94]在之前,科恩提交的文件显示他持有大量价外看涨期权,散户投资者购买了大约7300万美元的股票,导致Bed Bath & Beyond的股价飙升了近70%。^[95]与之类似,在埃隆·马斯克于2021年1月26日发推文“GameStonk!!”之后,^[96]GameStop的股价应声上涨了约40%。^[97]其他研究发现,马斯克在Twitter上的活动对股票和加密货币的价格变动都有贡献。^[98]研究还发现,总统特朗普的推文显著影响股票价格,即使(推文)没有传播任

[90] Complaint, SEC v. Constantin et al., 见前注[1], ¶¶ 36–105.

[91] 同上注,p.2.

[92] 同上注,p.29.

[93] See Sealed Complaint, U. S. v. Gallagher, 见前注[12], P10; Complaint, SEC v. Gallagher, 见前注[12]; Complaint, SEC v. Michael M. Beck, a/k/a @Big Money Mike 6, and Relief Defendant Helen P. Robinson, No. 2:22 – cv00812 (C. D. Cal. filed Feb. 7, 2022).

[94] See Hirsch, 见前注[60].

[95] 同上注。

[96] See Elon Musk (@elonmusk), TWITTER (Jan. 26, 2021, 4:08 PM), <https://twitter.com/elonmusk/status/1354174279894642703?lang=EN>.

[97] See GameStop, 见前注[9].

[98] See, e. g., Sanjeev Metta et al., *Power of 280: Measuring the Impact of Elon Musk's Tweets on the Stock Market*, 21 USHUS – J. Bus. MGMT 17 (2022) (评估马斯克推文的价格影响); Lennart Ante, *How Elon Musk's Twitter Activity Moves Cryptocurrency Markets*, 186 TECH. FORECASTING & SOCIAL CHANGE (2023) (在47个与加密货币相关的埃隆·马斯克推特事件的样本中,发现显著的异常回报和交易量).

何新的信息。^[99]

近期研究发现,对社交媒体和社交新闻平台的关注可以预测交易模式,包括收益和交易量增加情况。^[100] Twitter 上关于过时股票新闻的帖子加速了这些股票价格的变动和回调,增加了流动性并缩减了买卖价差。^[101] Seeking Alpha 的内容可以“强烈预测”股票收益和非预期盈利 (earnings surprise)。^[102] 此外,在社交媒体上走红的盈利(方式)可能产生负面的价格影响,而社交媒体的广泛使用通常可以影响市场质量。^[103]

[99] See Carl Ajjoub et al., *Social Media Posts and Stock Returns: The Trump Factor*, INT'L J. MANAGERIAL FIN. (2020) (分析特朗普在 2016 年至 2018 年提及上市公司的推特消息,发现其对股票价格有显著影响)。

[100] See, e.g., Ekkehart Boehmer et al., *Tracking Retail Investor Activity*, 76 J. FIN. 2249, 2303 (2021) (表明“可销售的散户订单流量可以预测未来股票收益的分布情况”); Selin Duz Tan & Oktay Tas, *Social Media Sentiment in International Stock Returns and Trading Activity*, 22 J. BEHAV. FIN. 221, 221 (2021) (证明 Twitter 情绪可以预测股票收益); Robert Jarrow & Siguang Li, *Media Trading Groups and Short Selling Manipulation* 36 (Oct. 31, 2021) (unpublished manuscript), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3804130 (阐述聊天室里的交易者如何通过影响交易影响股票价格); Michael S. Pagano et al., *How Did Retail Investors Respond to the COVID-19 Pandemic? The Effect of Robinhood Brokerage Customers on Market Quality*, FIN. RSCH. LETTERS, Nov. 2021, at 1, 2-6 (发现 Robinhood 用户的集体行为可以影响市场的整体表现); Jeremy Michels, *Retail Investor Trade and the Pricing of Earnings* 21-22 (Mar. 28, 2022) (unpublished manuscript), <https://ssrn.com/abstract=3833565> (表明散户交易可以实质性地影响价格—收入关系,而与信息含量无关)。

[101] See Nitesh Chawla et al., *Information Diffusion on Social Media: Does It Affect Trading, Return, and Liquidity?* 4-7 (Dec. 1, 2021) (unpublished manuscript), <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=2935138> (发现信息传播与日内交易活动具有显著的相关性); Jim Kyung-Soo Liew & Tamis Budavari, *Do Tweet Sentiments Still Predict the Stock Market?* 12-13 (Aug. 8, 2016) (unpublished manuscript), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2820269 (找到 Twitter 情绪预测市场收益的证据)。

[102] See Hailiang Chen et al., *Wisdom of Crowds: The Value of Stock Opinions Transmitted Through Social Media*, 27 REV. FIN. STUD. 1367, 1370, 1374-77 (2014); see also Kogan et al., 见前注[29], p. 2, 35 (表明社交媒体网络上的虚假文章提高了散户交易量)。

[103] See Brett Campbell et al., *Earnings Virality*, 74 J. ACCT. & ECON. (forthcoming 2022) (manuscript at 6), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?Abstract_id=3800399 (表明病毒式的盈利公告对市场质量产生负面影响,导致散户交易过度、价格效率降低,并加剧了信息不对称)。

其他证据表明,其他市场参与者正在关注社交媒体、“金融网红”和散户交易。一项调查显示,截至2022年初,有85%的对冲基金和42%的资产管理公司一直在追踪散户交易留言板。^[104] JP Morgan有一个产品跟踪散户交易趋势以及社交媒体上的情绪。^[105] 正如JP Morgan全球现金股票交易联席主管所说,“如果你是专业投资者,你不能忽视来自散户的资金流……这是新兴的一个投资者阶层,而且实际上是一个能够正确把握主题的投资阶层”^[106]。

(二)“金融网红”与散户交易

正如我在其他地方探讨的,当今的散户交易越来越具有持续性,并且可能影响或预测未来的价格变动——与散户交易的信息内容无关。^[107] 这是因为当今的散户交易者数量空前,协调性更强,能够更直接地进入市场,并使用新型低成本交易技术来促进交易的社交属性。^[108]

散户交易者是追随“金融网红”的主力,这使“金融网红”成为散户投资者之间的有力协调者,并形成了一个增强价格影响的反馈回路。“金融网红”能够激发散户交易者的情感参与,正如传统品牌网红与其追随者之间的互动一样。近期的多种趋势正在进一步增强这种效应。^[109]

第一,散户交易量是巨大的,有些账户显示,它已经达到了共同基金和对冲基金总和的体量,在所有交易中的占比从2020年初的15%到18%增加到2021年初的30%。^[110] 散户投资者现在拥有多家公司的

[104] See Caitlin McCabe, *Day Traders as ‘Dumb Money’? The Pros Are Now Paying Attention*, WALL ST. J., (Jan. 16, 2022), <https://www.wsj.com/articles/fund-managers-pay-attention-to-retail-day-traders-11642132135>.

[105] 同上注。

[106] 同上注。

[107] See Guan, 见前注[17], p. 2055(讨论协调性散户交易的影响)。

[108] 同上注。

[109] 对最近的散户投资趋势的更深入的研讨,同上注。

[110] See Sergio Alberto Gramitto Ricci & Christina M. Sautter, *Corporate Governance Gaming: The Collective Power of Retail Investors*, 22 NEV. L.J. 51, 73 (2021).

量股份。比如,大约 30% 的 Costco 股份,^[111] 大约 40% 的苹果公司股份,^[112] 超过 30% 的特斯拉股份和超过 80% 的 AMC 股份是由散户投资者拥有的。^[113] 从更广泛的意义上看,研究发现散户交易对与非预期盈利相关的价格波动,以及更广泛的股市抛售和反转有所贡献。^[114] 使用 Robinhood 这一最受散户投资者欢迎的交易平台的交易者,在 2020 年第二季度“股票回报率横截面变化”中占了 10%,尽管其市场份额仅为微不足道的 0.2%。^[115] 另一项研究发现了一种交易策略,即在股票首次出现在 Robinhood Top 100 榜单后立即购买这些股票,并在两天后出售这些股票,这一交易策略实现了高达 458% 的回报率,与同期市场仅 24% 的回报率形成鲜明对比。^[116]

第二,散户交易者越来越多地从点对点在线社交平台获取投资信息,包括社交媒体、讨论论坛以及其他散户交易者和“金融网红”。Seeking Alpha 这样的社交媒体平台和投资新闻网站向散户投资者传播信

[111] See *Costco Wholesale Corp Stock Ownership – Who Owns Costco?*, WALLSTREETZEN, <https://www.wallstreetzen.com/stocks/us/nasdaq/cost/ownership> (last visited Apr. 17, 2023).

[112] See *Apple Inc Stock Ownership – Who Owns Apple?*, WALLSTREETZEN, <https://www.wallstreetzen.com/stocks/us/nasdaq/aapl/ownership> (last visited Apr. 17, 2023).

[113] See Alex Morrell, *How AMC CEO Adam Aron Conquered Twitter, Embraced the Apes' of Reddit, and Won Over a New Generation of Investors*, BUS. INSIDER (Dec. 14, 2021), <https://www.businessinsider.com/amc-adam-aron-twitterreddit-investors-meme-stock-2021-12>; *Tesla Inc Stock Ownership – Who Owns Tesla?*, WALLSTREETZEN, <https://www.wallstreetzen.com/stocks/us/nasdaq/tsla/ownership>.

[114] See Michels, 见前注[100], p. 22 (阐述了散户交易如何影响市盈率关系); Ethan Wolff-Mann, *Retail Investors Played a Big Role in Both Wild Market Rout and the Reversal, Data Suggests*, YAHOO! FIN. (Jan. 25, 2022), <https://finance.yahoo.com/news/retail-investors-market-rout-and-reversal-160655523.html>.

[115] See Philippe van der Beck & Coralie Jaunin, *The Equity Market Implications of the Retail Investment Boom 1* (Swiss Fin. Inst., Rsch. Paper Series, 2021), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3776421.

[116] See Roberto Stein, *The Top 5 Predictable Effects of New Entries in Robinhood's '100 Most Popular' List 1* (Sept. 17, 2020) (unpublished manuscript), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3694588.

息^[117],并日益取代传统的财务信息来源,如卖方股票分析师研究。^[118]另一项研究发现,超过50%的千禧一代和“Z世代”从TikTok和Instagram等社交媒体网站上获取财务建议,其中大多数人向“金融网红”寻求财务建议。^[119]的确,截至2023年4月2日,TikTok上的#stocktok和#fintok标签已有超过30亿次观看。^[120]

第三,散户交易的协调性日益增强。社交媒体在推动这一转变中发挥了巨大作用。通过社交媒体和社交投资平台,散户投资者能够更直接地获取信息,并能够以简单、低成本的方式相互沟通和协调他们的投资力量。例如,散户投资者在2021年1月联合起来支持GameStop的大量交易,并在2020年发起文化运动以“拯救”AMC,使其免于破产。^[121]

社交交易技术使散户交易者在以协调的方式进行交易的同时作为一个

[117] See Chen et al., 见前注[102], p. 1386(讨论社交媒体投资来源)。

[118] See Michael S. Drake et al., *Social Media Analysts and Sell-Side Analyst Research*, 27 REV. ACCT. STUD(forthcoming 2022) (manuscript at 1, 7, 30-31), <http://www.utahwac.org/2020/Papers/moonUWAC.pdf>(讨论社交媒体在市场中的“角色演变”,以及社交媒体股权投资对卖方股权研究的影响); see also Theresa Kuchler & Johannes Stroebel, *Social Finance*, 13 ANN. REV. FIN. ECON. 37, 45(2021)(论社会交往在财务决策中发挥的作用); Eric Chartier et al., *Behavioral Finance: The Impact of Artificial Intelligence and Social Media Analytics* 2-3 (Feb. 27, 2021) (unpublished manuscript), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3794039(讨论股票市场中的社交媒体网红)。

[119] See *Gen Z Turns to TikTok and Instagram for Financial Advice and Actually Takes It, Study Finds*, CREDIT KARMA (July 13, 2021), <https://www.creditkarma.com/about/commentary/gen-z-turns-to-tiktok-and-instagram-for-financial-advice-and-actually-takes-it-study-finds>.

[120] See #stocktok, TIKTOK, <https://www.tiktok.com/tag/stocktok?lang=EN>; % 20 (last visited Apr. 2, 2023); #fintock, TIKTOK, <https://www.tiktok.com/tag/fintock?lang=EN> (last visited Apr. 2, 2023)。

[121] See, e.g., Matt Turner, *A Meme Stock Is Born: How to Spot the Next Reddit Favorite*, BLOOMBERG (June 13, 2021), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-06-13/a-meme-stock-is-born-how-to-spot-the-next-reddit-favorite>; Erin Griffith, *No End to Whiplash in Meme Stocks, Crypto and More*, N. Y. TIMES (Nov. 8, 2021), <https://www.nytimes.com/2021/06/23/technology/no-end-to-whiplash-in-meme-stocks-crypto-and-more.html>. See generally MEME STOCK TRACKER, <https://memestocks.org/> (last visited Apr. 22, 2023)[列举在r/wallstreetbets(r/wallstreetbets是Reddit网站上的一个社区论坛)上讨论的股票]。

群体影响价格变得越来越简单。“金融网红”只是让这个过程更加容易。^[122] 如上所述,像 Public、Commonstock 和 Zulutrade 这样的交易平台已经出现,它们通过鼓励散户投资者形成社区和模仿他人的交易来促进社交交易。^[123] 这些平台鼓励无缝的“复制交易”或“镜像交易”,允许直接获取信息、反馈和沟通。^[124] 与传统投资平台不同,这些交易平台使数百万名散户投资者能够直接相互联系并与“金融网红”联系。^[125] 交易平台还以不太明显的方式鼓励社交交易。例如,散户投资者根据 Robinhood 的一百只最受欢迎的股票列表进行交易,实际上是在复制其他 Robinhood 用户的交易。这些用户在 Robinhood 的“Top 100”列表中新添加的股票购买可能性要高出 5—7 倍。^[126] 轶事证据(anecdotal evidence)还表明,Robinhood 用户根据 Robinhood 应用程序上股票价格走势图的“斜率”进行交易,经常购买斜率最陡或价格涨幅最大的股票。^[127]

交易平台还提供免费、零佣金交易,这使得散户和“金融网红”的协调更加容易。Aggarwal、Choi 和 Lee 的一项研究发现,在 2019 年 10 月零佣金交易成为常态时,某些模因股票出现了异常回报,这比 Reddit 推动的 GameStop 等股票集群早了一年多。^[128] 他们还发现,在引入零佣金交易后,模因和非模因股票的交易量都有所增加。^[129] 这意味着零佣金

[122] See Dirk A. Zetzsche et al., *From FinTech to TechFin: The Regulatory Challenges of Data-Driven Finance*, 14 N. Y. U. J. L. & BUS. 393, 417 (2018) (讨论在较新的金融平台上的客户参与机会)。

[123] See Jiaying Deng et al., *Social Trading, Communication, and Networks* 1 – 2 (Paderborn Univ. Ctr. for Tax & Acct. Rsch., Taxation, Acct. & Fin. Working Paper, Paper No. 74, 2022), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3802038 (讨论投资者将自己的账户与其他投资者联系起来的“复制交易”和“镜像交易”)。

[124] See Deng et al., 见前注[123], p. 1 – 2.

[125] 同上注, p. 2.

[126] See Stein, 见前注[116], p. 1.

[127] See UNSTRUCTURED Interview WITH ROBINHOOD USER IN SAN FRANCISCO, CALIFORNIA (Jan. 28, 2021) (讨论受访者使用 Robinhood 的情况,以及用户是否会因为 Robinhood 对 GameStop 交易的限制而转向其他平台)。

[128] See Aggarwal et al., 见前注[56], p. 3 – 4, 16 – 17.

[129] 同上注, p. 19.

交易可以进一步促进散户对其他非模因上市公司的影响。^[130]

零售(交易)协调并不总是有意的,但无意中相互协调的散户交易也足以影响价格。无意的协调可能是因为相同的信息源向散户交易者提供信息,或者是因为散户交易的社交属性加强了诸如羊群效应这样的认知偏差和现象,而这些偏差和现象在多种情境下已被证明会影响决策过程。^[131] 研究表明,当投资者通过社交网络学习时,“狂热和理性的观点最终将主导舆论场,它们的影响力大小取决于意见领袖的追随者规模”^[132]。这可以产生“社交网络溢出效应、网红和思想领袖的巨大影响、泡沫、高交易量的爆发、价格走势、基本面走势以及反转”^[133]。散户投资者也倾向于在讨论论坛上形成“回音室”。^[134] 这进一步扭曲和限制了他们接收到的信息,放大了他们的交易反应。通过这种方式,金融科技可

[130] 同上注,p.4(“此外,零佣金交易的出现及其在模因股票现象中的重要性意味着其他上市公司也可能发生更根本性的变化”).

[131] See generally Sushil Bikhchandani & Sunil Sharma, *Herd Behavior in Financial Markets*, 47 IMF STAFF PAPERS 279 (2001) (探讨羊群效应对市场的影响); Daniel Kahneman & Amos Tversky, *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*, 47 ECONOMETRICA 263 (1979); Jill E. Fisch & Tess Wilkinson – Ryan, *Why Do Retail Investors Make Costly Mistakes? An Experiment on Mutual Fund Choice*, 162 U. PA. L. REV. 605, 620 – 23 (2014) (深入研究散户投资中常见错误的几个原因,包括投资不足、“幼稚的资产配置”以及过度投资于高费用基金); Donald C. Langevoort, *Behavioral Approaches to Corporate Law*, in RESEARCH HANDBOOK ON THE ECONOMICS OF CORPORATE LAW 442 (Claire A. Hill & Brett H. McDonnell eds., 2012) (讨论公司法中的行为偏差); Claire A. Hill, *Why Financial Appearances Might Matter: An Explanation for “Dirty Pooling” and Some Other Types of Financial Cosmetics*, 22 DEL. J. CORP. L. 141 (1997) (描述公司用来改善其财务状况的会计方法). 与之相关的,众多学术文献深入研究了在线营销和沟通如何利用大数据、预测技术以及定向分析工具来吸引消费者,并影响他们的偏好。See, e. g., Helen Norton, *Manipulation and the First Amendment*, 30 WM. & MARY BILL RTS. J. 221, 228 – 29 (2021).

[132] Lasse Heje Pedersen, *Game On: Social Networks and Markets* 1 (May 24, 2022) (unpublished manuscript), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3794616.

[133] 同上注。

[134] 同上注,p.4; J. Anthony Cookson et al., *Echo Chambers*, 36 REV. FIN. STUD. 450, 450 – 56 (2023) (探讨投资者在 StockTwits 上接触到确认性信息的情况)。

以加强反馈交易的效果。^[135] 类似地,有些人可能会将社交网络中重复传播的信息误解为最新信息。^[136] 这强调了叙事在驱动经济或交易行为中的重要性,它不仅能够引发连锁反应,还能增强价格的波动性。^[137]

“金融网红”可以利用一些相同的行为偏差来最大化追随者的参与度,例如,使用一些鲜艳的图形和引人注目的内容。20 多年前,乔纳森·莱伯德发现使用感叹号和全大写字母使他的信息看起来更令人兴奋,并能够激发更多的兴趣。^[138] Robinhood 因其有趣的用户界面而在散户交易者中占据主导地位,该用户界面包含了从鲜艳的图形到交易时屏幕上爆开的五彩纸屑等各种功能。^[139] Robinhood 还利用股票彩票和其他游戏化方法来最大化用户参与度。^[140] 正如一位 Robinhood 用户所说,尽管功能有限,他仍会坚持使用 Robinhood,仅仅因为“Robinhood 有最漂亮的用户界面(UI)”。^[141] 相比之下,像 Fidelity 或 Chase 这样的平

[135] See analogously Taha Havakhori et al., *Tech-Enabled Financial Data Access, Retail Investors, and Gambling-like Behavior in the Stock Market* 20-21 (Aug. 5, 2022) (unpublished manuscript), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3434812 (阐述了 Yahoo! 金融应用程序接口所支持的反馈交易如何影响散户交易)。

[136] See Peiran Jiao et al., *Social Media, News Media and the Stock Market*, 176 J. ECON. BEHAV. & ORG. 63, 64 (2020).

[137] See generally, e.g., Robert J. Shiller, *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events* (2019) (论故事对市场和经济的影响); George A. Akerlof & Robert J. Shiller, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism* (2009) (探讨心理学对经济的影响); George A. Akerlof & Robert J. Shiller, *Phishing for Phools: The Economics of Manipulation and Deception* (2015) (讨论市场对欺骗和操纵的敏感性); Bradford Cornell, *Making Sense of Tesla's Run-up*, ADVISOR PERSPS. (July 19, 2021), <https://www.advisorperspectives.com/articles/2021/07/19/making-sense-of-teslas-run-up> (阐述了叙事和反馈效应如何影响股票价格,投资者将股价上涨视为叙事真实性的证据)。

[138] See Lewis, 见前注[33]。

[139] See Michael Wursthorn & Euirim Choi, *Does Robinhood Make It Too Easy to Trade? From Free Stocks to Confetti*, WALL ST. J., <https://www.wsj.com/articles/confetti-free-stocks-does-robinhoods-design-make-trading-too-easy11597915801>.

[140] See, e.g., Tory Hobson, *Gamification in the Most Delightful Way*, MEDIUM: PINCH PULL PRESS (Jan. 25, 2018), <https://medium.com/pinch-pull-press/gamification-in-the-most-delightful-way-504caf72c1bc>.

[141] See Unstructured Interview with Robinhood User, 见前注[127]。

台虽然功能强大,但可能会使人感到乏味和笨重。^[142]

这些证据削弱了主流价格发现模型所主张的散户投资者基本上无法影响价格的观点。^[143]从微观结构理论得出的传统理解是,大多数散户投资者是信息不足的交易者,他们以特殊的、个人化的方式作出交易决策。^[144]总的来说,散户投资者在任何时候都有可能买入或卖出,这意味着他们的交易总量倾向于相互抵消。^[145]然而,现代散户投资者买入和卖出的可能性并不总是相等,因此他们的交易总量并不一定相互抵消。^[146]并且,散户投资者通过交易和社交媒体越来越多地参与协调行为。^[147]他们的交易因此更有持续性,并对价格产生更大的影响。^[148]

“金融网红”的作用只是放大这些效应。而社交媒体实际上发挥了双重作用。一方面,它使各类“金融网红”能够扩大他们的影响范围和价格影响力。另一方面,它使“金融网红”能够利用日益增长的散户投资者价格影响力,而这种影响力本身也在社交媒体的推动下不断增强。

[142] See, e. g., Logan Robison, *Robinhood vs Fidelity 2021: Best Stock Brokerage?*, INVESTING SIMPLE (Oct. 6, 2021), <https://www.investingsimple.com/robinhood-vs-fidelity/>; Nicole Casperson, *Robinhood Drops the Confetti, but Advisers Aren't Convinced*, INVESTMENTNEWS (Apr. 6, 2021), <https://www.investmentnews.com/robinhood-drops-the-confetti-but-advisers-arent-convinced/204828> [“如果有什么不同的话,正是大多数金融平台平淡无奇的体验为像 Robinhood 和 Stash Invest 这样充满活力和吸引力的平台打开了大门”(quoting William Trout, Director, Javelin Wealth Management)]。

[143] See Fox et al., 见前注[14], p. 62 (描述知情投资者和不知情投资者的区别,说明散户投资者一般被认为是不知情的)。

[144] 同上注。个人投资者因需要支付即将到期的账单而买卖股票,这种情况是基于个人特定需求而非基于信息分析的决策实例。

[145] 同上注, p. 67。

[146] See Guan, 见前注[17]。

[147] See Iris ten Teije, *The Rise and Evolution of Social Investing*, FORBES (Feb. 17, 2022), <https://www.forbes.com/sites/forbesfinancecouncil/2022/02/17/the-rise-and-evolution-of-social-investing/?sh=29c9b8f462cc>。

[148] 事实上,早在 20 世纪 90 年代,就有数据表明散户交易可能是系统性的和可协调的。See Brad M. Barber et al., *Systematic Noise*, 12J. FIN. MKTS. 547, 549-50 (2009)。知情交易者纠正这种噪音的能力可能是有限的,如果散户交易者引入了系统性噪音,那么这类噪音将反映在价格中。See J. Bradford De Long et al., *Noise Trader Risk in Financial Markets*, 98 J. POL. ECON. 703, 705 (1990) (表明噪音交易者可以限制套利策略的有效性)。

这个反馈循环正在转变那些能够驱动股票价格变动的信息类型,这一点在后文中将进行讨论。

三、“金融网红”驱动的信息

金融经济学提供了一个价格发现的理论框架。该框架假定,得以激励交易决策的因素非常有限。投资者通常通过使用贴现现金流分析法等估值机制来寻找发行人的基本价值信息,接着对发行人的股票进行交易以从该信息中获利。^[149] 随着投资者进行交易,股票的价格也会随之变动,以反映相关信息。^[150]

然而,得以激励“金融网红”的因素远远不局限于单纯地寻找基本价值信息。例如,他们追求人气最大化、娱乐性和“品牌成长”。他们还调节他们的追随者获得的信息,并提供强大的协调机制,使他们的(及他们追随者的)交易动机对股价走势产生影响。如果大多数“金融网红”的追随者是散户投资者,那么“金融网红”就会放大散户交易对股市的影响,从而也会放大散户交易动机的影响。此外,如果“金融网红”和散户交易者并未进行狭义的、传统的、信息发现意义上的贴现现金流分析,那么他们的行为就会改变股价变动所反映的“信息”类型。当其他市场参与者将“金融网红”驱动的动机纳入交易决策时,这些变化就会被放大。

本部分从理论上阐述了“金融网红”驱动的交易如何影响股价变动所反映的信息类型,以及“金融网红”驱动的交易如何与经济学上传统的价格发现理论相互作用。第一节阐述了微观结构和金融经济学的规范框架。第二节阐述了各种“金融网红”驱动的信息和动机如何影响股价。第三节评估了“金融网红”驱动交易的持久性。第四节和第五节考

[149] See Fox et al., 见前注[14], p. 33–58 (描述了股票交易可以促进价格准确性和流动性的机制,这进而可以促进资本、资源和风险有效分配相关的经济和社会目标的实现)。

[150] 同上注, p. 60–70 (描述了价格发现机制或者使股票价格更准确的手段,如何在很大程度上受知情交易者和与其互动的流动性提供者之间的信息不对称所驱动)。

虑了“金融网红”驱动交易的长期信息性,同时也研究了当今股市中噪音与信号之间的微妙区别。

(一) 传统的规范框架

股票市场及其监管在推进若干重要的经济和社会目标方面发挥着核心作用。这些目标是:(1)促进资本有效分配给经济中最好的新投资项目;(2)促进经济中现有生产力的高效运作;(3)促进资源在当期和未来间的有效配置,以最大限度地满足需要融资的企业获得实际投资的需求(用承诺的未来现金换取当期现金),以及储户为享受未来消费而放弃当前消费的需求(用当期现金换取承诺的未来现金);(4)促进持有证券相关的风险在投资者间有效分配,以使得风险规避型投资者以最小的负效用承受波动风险;(5)公平运作并培养整体的公平感。^[151]

股票市场的两个特性——股价准确性和市场流动性——通过一些重要方式与这些目标相互影响。^[152] 股价越准确、市场流动性越好,这些目标就越容易实现。股价准确性是指股价能否准确估算发行人未来的现金流。^[153] 一般来说,更高的股价准确性将助长更多有益于社会的投资项目,有助于识别优秀的和拙劣的管理者,并促进上述其他目标的实现。^[154] 市场流动性一般指交易成本和完成一笔交易的难易程度。^[155] 市场流动性越好,交易就越容易进行而无须在交易前进行权衡;例如较大的交易往往会降低成交价。^[156]

知情交易者以及与其交易的流动性提供者之间的信息不对称性,在很大程度上推动了价格发现机制的产生,这一机制使股价变得更加准

[151] See Merritt B. Fox et al., *Informed Trading and Its Regulation*, 43 J. CORP. L. 817, 833 (2018).

[152] 同上注。[citing Thierry Foucault et al., *Market Liquidity: Theory, Evidence, and Policy* 31 (2013)].

[153] 同上注。

[154] See Merritt B. Fox et al., *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 YALE J. ON REGUL. 67, 83 (2018) (解释了更高的股价准确性有助于将资本引导到更具社会效益的现实的投资项目中)。更高的股价准确性也会推动更好的管理决策,并提高投资者的公平感。同上注。

[155] See Fox et al., 见前注[14], p. 34.

[156] 同上注。

确。^[157] 与市场上的其他交易者相比,知情交易者根据标的公司的优势信息进行交易。^[158] 这些知情交易者识别出定价有误的股票,并根据自己的观点进行交易以获取利润。^[159] 他们的交易会使股价向更准确的价格前进。^[160] 此外,通过寻找和挖掘新信息——通常来自尚未反映在价格中的有关发行人的公开信息——知情交易者极大地促进了股价长期的准确性。^[161] 相比之下,不知情的交易者进行交易的原因包括管理储蓄或调整投资组合,但并不根据发行人的信息进行交易。^[162]

大部分关于股票市场及其参与者的讨论将散户投资者描述为不知情的交易者。^[163] 由于他们每个人交易的原因(如延迟消费或调整投资组合)都不尽相同,与信息无关,因此可以假定不知情的交易者在总体上买入和卖出股票的数量大致相同。^[164] 他们还可能被归类为根据错误信息进行交易的“错误”交易者。^[165] 尽管“错误”交易者可能在总体上影响股票价格,但“反错误”交易者会在他们不相信发行人有新信息时进行交易,从而纠正股票价格的错误变动。^[166]

这一框架在很大程度上排除了散户交易对价格产生重大影响的可能性,但如上所述,最新的迹象已经削弱了这些理论的有效性。此外,“金融网红”在散户追随者之间提供了强大的协调机制,大大增加了散户价格效应,反过来又扩大了“金融网红”和散户交易对价格发现的影响。下一节将详细介绍这一点是如何做到的。

(二)“金融网红”驱动的股份变动

由于“金融网红”调节并塑造市场对信息的理解,因此“金融网红”

[157] 同上注, p. 65 - 66.

[158] 同上注, p. 60.

[159] 同上注。

[160] 同上注, p. 70 (展现了知情交易如何带来更准确的股票价格,因为流动性提供者会根据信息调整报价)。

[161] 同上注, p. 140 (“基本价值知情交易的显著特征是,与其他……类型的知情交易不同,它所依据的信息在交易者自己的行为产生之前并不存在”)。

[162] 同上注, p. 80.

[163] 同上注, p. 62 - 63.

[164] 同上注, p. 62, 67.

[165] 同上注, p. 63.

[166] 同上注。

产生的价格变动反映了他们交易背后的动机。这意味着,这种价格变动并不一定完全反映贴现现金流分析的结论,它们可能反映投资者的奇思妙想和个人偏好,而与传统理论所理解的信息无关。特别是,“金融网红”可以加速并放大股价将散户动机作为“信息”的过程。他们还有助于克服众多个人投资者之间难以协调这一传统问题,并在很大程度上塑造了这些投资者的偏好。

1. 文化偏好与个人价值观

举例来说,假设一家自动驾驶汽车公司的股票价格为每股 10 美元。“金融网红”和散户投资者很欣赏这家公司的使命,即为贫困社区生产自动驾驶汽车。因此,他们集体购买这一公司的股票,将股价推高到 15 美元。现在,15 美元的股价反映了“金融网红”及其追随者的文化偏好或个人价值观。

假设根据传统的贴现现金流分析法,最准确的股价是每股 13 美元。知情的投资者知道股票价格应该为每股 13 美元,因此会下达购买指令,将股价从 10 美元推高到 13 美元。然而,这部分利润完全可以通过“金融网红”驱动的交易来获取。因此,知情投资者在事前寻找表明股价被低估的信息的积极性会有所降低。

此外,如果“金融网红”驱动的价格变动并不持久,那么知情的反错误交易者可能会卖出股票,直到价格下降至每股 13 美元。但知情交易者清楚,“金融网红”驱动的价格效应具有持续性,知情交易者卖出可能不会影响价格,即便知情交易者发出了卖出指令,股价仍可能继续上涨。理性的知情交易者因此不会选择卖出股票。这可能会导致自动驾驶汽车股票在更长一段时间内保持虚高的价格。^[167]

在“金融网红”的推动下,股价上涨到了每股 15 美元,与股票基本价

[167] See Nicolae B. Gârleanu et al., *A Long and a Short Leg Make for a Wobbly Equilibrium* 1, 32 (Nat'l Bureau of Econ. Rsch., Working Paper No. 28824, 2021), <https://www.nber.org/papers/w28824> (讨论了如果价格上涨,做空如何放弃空头头寸)。还有人建立了一个模型,展示了在与大型做空的动态博弈中,社交媒体上的交易者联盟如何影响股价。在这一博弈中,如果做空前股价过高,社交媒体交易者可以约束大型做空者并降低配置效率;但如果卖空前股价过低,则会提高配置效率。Jarrow & Li, 见前注[100]。

值产生了大幅度的、持续的偏差。值得警惕的是,这种偏差反映了文化偏好和个人价值观,而未反映基于传统现金流分析的任何估值。

2. 付费推广

如果一些公司付钱给“金融网红”来推广股票,那么价格变动所提供的由“金融网红”驱动的信息信号除了反映传统信息和非传统信息外,还可能反映出基于广告的偏差。

举例来说,假设自动驾驶汽车公司的股票价格为每股 10 美元。该公司知道,“金融网红”能够引起人们对公司的浓厚兴趣,并影响散户和机构投资者的投资决策。所以公司付钱给某些“金融网红”,让他们为公司股票做宣传推广。通过宣传,股价上涨到了 13 美元。即使根据传统的贴现现金流分析法,最准确的价格也是 13 美元,但股价上涨不仅反映了传统的“信息”,也反映了单纯的广告推广。

这个故事的另一个版本可能是这样的。自动驾驶汽车公司花钱请“金融网红”推广其股票。在“金融网红”的推广下,股价从每股 10 美元涨到了 13 美元。这一次,假设基于传统方法,最准确的价格是每股 8 美元。那么广告推动的价格上涨导致股票价格明显偏离了基本价值。

就像在之前的例子中一样,如果“金融网红”驱动的交易不具有持久性,在这种情况下,知情的反错误交易者就会卖出股票,直到其价格降至 8 美元。但同样,知情交易者都明白,“金融网红”驱动的价格效应可能具有持续性。那么同样地,理性的知情交易者在在这种情况下不会选择卖出股票,从而导致自动驾驶汽车股票在虚高价格上维持更长时间。^[168]

如果这种由“金融网红”主导的交易模式及股价变动模式发生得足够频繁,那么股票价格将越来越多地反映这些其他类型的价值或特征——文化价值、社会偏好和基于广告的动机。

3. 人气的最大化

如今,尤其是普通的“金融网红”,也有动力将人气最大化。最大限度地提高人气可以增加“金融网红”对股价走势的影响,并增加广告和用户订阅的收入。

例如,社交交易平台 FX Junction 鼓励那些被批准为“信号提供者”

[168] See Gârleanu et al., 见前注[167], p. 30–31; Jarrow & Li, 见前注[100], p. 3.

的人通过填写个人资料来“引起注意”(“访问你的个人资料页面是潜在的跟单交易者在想查看你的更多个人信息时可以做的第一件事”);努力提升自己在“查找交易者”页面上的排名;通过在用户界面上发布观点和评论“让你的个人资料获得更多关注”;以及“通过在其他社交网络和论坛上分享你的业绩和其他信息,以在 FX Junction 上吸引更多投资者”。^[169] 另一个例子是,Commonstock 交易平台的排行榜板块突出显示了顶级投资者和顶级追随者,^[170] 以及“提及率”(这些投资者和追随者在平台上被提及的频率)。^[171]

由于“金融网红”并不一定根据他们的投资业绩获得报酬,而是根据他们的影响力及浏览量、订阅者的数量获得报酬,因此他们的受欢迎程度可能与他们能否提供客观上有价值的投资建议没有什么关系。^[172] 他们在社交媒体上发布的内容往往迎合了其追随者的偏好,侧重于推销昂贵的生活方式和名牌产品。^[173] 他们的内容可能也反映了一定的社会趋势,例如,在“输惨了”板块发布股票投注损失惨重的情况,这在 Reddit 等论坛上就十分流行。^[174] 至少,这些“金融网红”的动机通常并不完全是最大限度地提高投资回报或提高他们所传播的信息的质量。

“金融网红”传播的信息也可能受其追随者需求的影响。追随者的需求可以推动“金融网红”的信息经济,而不是“金融网红”的信息供给。如果追随者们不喜欢“金融网红”的某条信息,他们的集体反应可能会使该信息被彻底压制。比如说,当“金融网红”传播关于某家公司的负面信息时,就可能会出现这种情况。正如一位评论家所说,“网上有一种‘不发表言论就是投降’的看法,这真的很可怕,因为如果你说比特币或者特斯拉被高估了,或者什么流行的‘空头支票公司’(SPAC)被高估

[169] See *Become a Signal Provider*, FX JUNCTION, <https://www.fxjunction.com/help/become-signalprovider>.

[170] See COMMONSTOCK, <https://commonstock.com/leaderboard>.

[171] See COMMONSTOCK, <https://commonstock.com/trending>.

[172] See Whelan, 见前注[76].

[173] 同上注。

[174] See, e.g., *Part1: Largest WSB LOSS Porn Ever Posted!!!*, REDDIT, https://www.reddit.com/r/wallstreetbets/comments/pfirph/part_1_largestwsb_loss_porn_ever_posted/ (1.2k comments).

了,这些匿名账户里的恶意挑衅就会跳出来攻击你”^[175]。不过,如果拥有大量追随者的“金融网红”只传播正面广告,他们的追随者就会倾向于购买股票,这往往会使股价虚高。诸如 Commonstock 等依赖于赞成票的生态系统可能会进一步扭曲“金融网红”对投资者的激励。推荐股票的理由以及可能出现的股价走势,可能会进一步偏离传统意义上的信息、价格准确性等理论,而更多地迎合追随者们的兴趣。

最后,为了在某些社交媒体平台上“名列前茅”,或以其他方式夸大自己的参与度,“金融网红”有可能尝试获取虚假粉丝。^[176] 在某种程度上,更多的追随者增加了“金融网红”对股价的影响,这进一步切断了“好的”投资建议与价格走势之间的联系。也就是说,拥有大量的追随者可能并不代表其提供的建议或信息是有价值的,而可能只反映了一个虚假的数字。

(三) 限制套利交易

“金融网红”会使其他交易者更难消除非财务交易造成的价差,这种价差本来可以通过套利交易的方式来消除。由于“金融网红”使股价更难受到知情交易的影响,其他交易者更难对价格进行套利,因此价格会更多地反映出由“金融网红”驱动的非财务价值。

举例来说,假设一家公司计划生产用于太空旅游的火箭飞船,公司股票价格为每股 13 美元。散户交易者和“金融网红”很喜欢这家公司自诩的使命,即“要把猩猩送上月球”。虽然这项技术仍处于早期开发阶段,该公司至少要再过十年才能生产出火箭飞船,但“金融网红”推动的交易却将股价推高到每股 16 美元。

假设根据贴现现金流分析法得出的最准确的股价为 12 美元。如果“金融网红”驱动的交易不具有持久性,那么此时知情的反错误交易者就会卖出股票,直到股价下跌至 13 美元。但知情交易者明白,“金融网红”驱动的效应可能具有持续性,因此知情交易者可能不会对价格产生影响,尽管知情交易者发出了抛售指令,但股价可能会继续非理性上涨。

[175] Whelan, 见前注[76]。

[176] See Marit Hinnosaar & Toomas Hinnosaar, *Influencer Cartels* (2022), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3786617 (研究了合谋夸大存在感的网红群体)。

也就是说,他们知道,套利交易是无利可图的,套利根本不可能实现。因此,理性的知情交易者在这种情况下不会选择卖出股票,从而导致太空旅游公司的股票在虚高的价格上维持更长的时间,^[177]并让“金融网红”及其追随者对市场施加更大的影响。因此,来自“金融网红”的(通过股价波动得以施加的)压力会影响公司的决策,这种影响在其他投资者难以通过套利手段消除的情况下会变得更加持久。

(四)“金融网红”驱动的交易能否提供信息?

接下来的问题是:“金融网红”究竟更可能以对社会有益的方式丰富市场上的信息,还是因为引入了对社会无用的噪音而损害市场上的信息?虽然这是一个开放式的、经验主义的问题,但从理论的角度来看,答案很复杂:“金融网红”可能既增加了信息,也增加了噪音。事实上,信息型“金融网红”的活动与噪音型“金融网红”的活动之间的界限并不明显。

一方面,现有的规范框架指出,根据基本价值信息进行交易的交易者追求投资收益的最大化。要做到这一点,通常要靠寻找信息,因为参考更优质的信息进行交易,会带来更丰厚的收益。^[178]根据基本价值信息进行交易的交易者使股票价格变得更加准确。^[179]而本文所述的“金融网红”驱动的交易可以淡化收益与狭义上的信息之间的联系。收益可以与许多其他因素联系起来,例如情绪、影响力和广告推广。换句话说,如果市场对信息的定义仍然狭隘地局限于贴现现金流分析法,那么“金融网红”就会降低股票价格的准确性。^[180]此外,“金融网红”还可能会

[177] See Gârleanu et al., 见前注[167], p. 30-31 (讨论了如果价格上涨,做空者如何放弃空头头寸)。

[178] See Fox et al., 见前注[14], p. 70.

[179] 同上注, P36.

[180] 因此,一项研究发现,在没有基本面信息的情况下,社交媒体情绪对当日股票回报率产生了因果效应。See Xinjie Wang et al., *The Causal Relationship Between Social Media Sentiment and Stock Return: Experimental Evidence from an Online Message Forum*, 216 *ECONOMICS LETTERS* (2022). 还有学者研究了集体诉讼期间 Twitter 情绪对体育公司股价的潜在影响。See Karim Derouiche & Marius Cristian Frunza, *Study of Tweets' Sentiment Impact on Stock Prices During Class Actions: An Application to Sports Companies* (2020), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3653125.

稀释所有信息的影响,不论是优质信息还是劣质信息。^[181]

另一方面,也有观点认为,“信息”和收益可以包括,甚至也应当包括投资者情绪等非财务因素。例如,如果散户投资者基于非金钱原因进行交易,或根据与未来现金流无直接关系的因素(如股票发行人的可持续性 or 文化价值)来选择股票,那么股票价格的变动就可能反映出这些因素。尽管传统理论可能并不认可这是“信息”,但从广义上讲,这依旧可以被理解为与公司价值有关的信息。^[182]

“金融网红”可以通过有益于社会的方式扩大“信息量”,这正是因为他们不受狭义的传统估值方法的影响。例如,假设一家航空燃料公司的股票价格为每股 10 美元。“金融网红”和散户投资者都很欣赏该公司致力于生产“零碳排放”航空燃料的做法。根据贴现现金流计算,该公司最准确的股价是每股 8 美元,因为该公司正处于亏损状态,而且普通航空燃料的价格要低得多,也自然更有市场竞争力。但“金融网红”及其追随者致力于推广并持有这些得以应对气候变化的公司的股票。因此,他们成群结队地购买,将股价推高到 15 美元。现在,这 15 美元的股价反映了“金融网红”及其追随者的环保偏好。

尽管贴现现金流分析可能会认为每股 15 美元的价格并不“准确”,但“虚高的”价格也确实反映了一定的社会或文化现实,即相当一部分投资者更愿意青睐那些以应对气候变化为目标的公司。股价上涨可能会使公司以更低的成本筹集到资金,给更多的项目提供资金支持并最终实现盈利,从而使其“深层的”价值更接近其较高的股价。这样一来,每股 15 美元的价格就不再显得虚高了,而更能够反映公司未来的现金流——因此似乎更加准确。

通过这种方式,“金融网红”不仅能影响价格走势,还能影响社会和

[181] See Shimon Kogan et al., 见前注[29], p. 35 (发现在欺诈事件曝光后,社交媒体平台上的所有新闻,包括合法新闻,都遭受了质疑)。

[182] 在相关背景下,关于 ESG 评级与股票回报之间的关系存在争议。See, e. g., George Serafeim & Aaron Yoon, *Stock Price Reactions to ESG News: The Role of ESG Ratings and Disagreement* (Jan. 13, 2021), <https://ssrn.com/abstract=3765217> (研究了 ESG 评级是否会影响股票价格); Florian Berg et al., *The Economic Impact of ESG Ratings* (Sept. 4, 2022), <https://ssrn.com/abstract=4088545> (研究了 ESG 评级对股票回报、基金持有量 and 公司行为的影响)。

市场对信息的看法。这样,“金融网红”及其追随者对市场得以产生重大影响。

(五) 噪音与信号

当然,噪音与信号之间的界限很模糊,这是股票市场的长期特点。噪音是不可避免的,老练的投资者和稚嫩的投资者都可能会因此造成非理性和低效率。^[183] 大量文献探讨了套利者在面临长期噪音风险或基本面风险时对抗噪音交易者的有限能力。^[184] 也就是说,人们早已认识到,噪音可能具有持续性。在什么情况下,传统意义上的“噪音”会变成“信息”?从某种程度上说,“金融网红”的行为是交易的另一个前哨,反映了这种复杂关系。

本文第一部分中莱伯德的例子很能说明问题。正如一位评论家所指出的,莱伯德的股票推广策略与华尔街分析师的股票推广并无本质区别。^[185] 也就是说:“当一个华尔街分析师可以让一家亏损数十亿美元的公司的股票价格在一天之内上涨 50 个点时,股票价格的‘人为抬高’到底意味着什么?”^[186] 这就对其他更知名的“金融网红”的活动提出了更多疑问。诸如媒体名人吉姆·克莱默或做空公司兴登堡研究公司(Hindenburg Research)会声称自己在传播信息,但埃隆·马斯克和瑞安·科恩等身份名人“金融网红”则通常不这么说,而普通“金融网红”则往往会这样说。但以上这些“金融网红”都会产生价格效应,这模糊了噪

[183] See, e. g., Bikhchandani & Sharma, 见前注[131], p. 282, 289-90 (讨论了群体行为如何影响市场); Ryan Bubb & Prasad Krishnamurthy, *Regulating Against Bubbles: How Mortgage Regulation Can Keep Main Street and Wall Street Safe - From Themselves*, 163 U. PA. L. REV. 1539, 1545-48 (2015) (考虑了泡沫时期中理性行为的局限性)。这牵涉到关于有效市场假说的争论。有学者认为,价格并不反映基本价值,而只是反映供求关系的交叉点。See, e. g., Ronald J. Gilson Reinier H. Kraakman, *Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs* (Feb. 11, 2014), <https://ssrn.com/abstract=2396608> (讨论了2008年金融危机后的信息效率和有效市场假说); Sanford J. Grossman & Joseph E. Stiglitz, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, 70 AM. ECON. REV. 393, 404-05 (1980) (提出了一个蕴含了“均衡的失衡”的模型)。

[184] See De Long et al., 见前注[148], p. 705 (阐释了噪音交易者如何制约套利策略的有效性)。

[185] See Lewis, 见前注[33]。

[186] 同上注。

音和信号之间的界限。考虑到各种可能性,市场上的其他参与者会如何反应?下一部分将讨论这个问题。

四、“金融网红”的信息生态系统

经济学家罗伯特·席勒(Robert Shiller)认为,参与投机市场的一种策略是采用“凯恩斯选美比赛理论”:选择其他人会选择的股票,选择其他人认为其他人会选择的股票,以此类推。^[187] 根本上说,投资者应着眼于预测其他投资者的偏好,而不一定要根据自己的偏好进行交易。“金融网红”可以缩短这一过程。“金融网红”不仅能预测投资者的偏好,还能在一定程度上控制这些投资者的偏好,并塑造可能影响股价走势的信息类型。

本部分通过考察“金融网红”的活动对其他市场参与者的激励作用和对资本流动的影响,进一步探讨“金融网红”对股市生态系统的影响。本部分将尝试从现象和理论两方面回答一系列问题。首先,其他市场参与者会将“金融网红”驱动的交易视为信息还是噪音?其次,如果他们将其视为噪音,他们是否能够识别和避免这些噪音?第一节和第二节讨论了这两个问题。接下来的几节将评估更广泛的市场效应,首先会在第三节和第四节中讨论“金融网红”的激励机制。第三节阐述了一个核心见解:“金融网红”的追随者的行为之可预测性和可控性。第四节讨论了“金融网红”和其他市场参与者制造泡沫的动机。第五节和第六节探讨了企业的因应,包括企业“金融网红”和由“金融网红”的偏好塑造的管理决策。第七节探讨了对融资的影响。第八节讨论了为应对“金融网红”的活动而新创的金融产品,比如某些交易型开放式指数基金(exchange traded fund,ETF)。第九节探讨了更广泛的市场影响。

[187] See, e. g., Robert J. Shiller, *The Beauty Contest That's Shaking Wall St.*, N. Y. TIMES (Sept. 3, 2011), <https://www.nytimes.com/2011/09/04/business/economy/on-wall-st-a-keynesian-beauty-contest.html> (认为根据凯恩斯的观点,投机市场的最佳策略是选择其他人会选择的股票,以及其他人认为其他人会选择的股票)。

(一) 如果将“金融网红”的活动视为信息

其他市场参与者可能会认可“金融网红”驱动的交易能够提供信息。也就是说,如果“金融网红”驱动的交易可以预测或推动股价变动,那么无论其与贴现现金流的关系如何,其他人都会认为这一过程可以提供信息。这是因为,其他市场参与者会更理性地根据“金融网红”的活动来调整自己的行为。其他知情投资者在评估一家公司的“价值”时,可能会将该公司的模因股票的地位、文化使命或在“金融网红”中的受欢迎程度纳入考量因素。当这些知情投资者与流动性提供者进行交易时,以及当流动性提供者基于从交易对手处感知获取的信息调整报价时,股票价格变动将反映这些投资者所掌握的信息。这些信息可能会越来越多地反映价值,包括由“金融网红”驱动的价值,而这些价值并不一定与贴现现金流挂钩。

以上文假设的太空旅游公司为例。该公司股票的传统估值为每股12美元。假设该公司目前的股价为每股13美元。过去的经验表明,公司虚高的股价具有持续性,这可能会让那些在评估公司股价准确性时通常会进行贴现现金流分析的交易者将“‘金融网红’炒作”的可能性纳入考虑范围。这样一来,他们得出的结论是,“‘金融网红’炒作”会提高他们的估值,或者至少会将他们对股价的预测定为每股14美元。此时,他们非但没有卖出股票(根据传统分析,他们可能会卖出股票,因为传统分析表明股票价值被高估了),反而还买入股票,他们相信价格会上涨,以反映“金融网红”驱动的交易。最后价格确实上涨到了每股14美元。这样一来,如果这些交易者系统地给这类“金融网红”的因素赋予一定的权重,那么股价走势就会越来越多地反映这些因素。而且,如果较高的股价能使公司筹集到资金来为更好的项目提供资金支持,那么公司的价值可能会上升到与其股票价格相匹配的地步,使最初的价格上涨显得更有依据。

相似地,如果股票价格越来越多地反映出广告或赞助促成的决策,其他市场参与者也会根据预期调整自己的行为。当投资者与流动性提供者进行交易时,以及当流动性提供者基于从交易对手处感知获取的信息调整报价时,股票价格变动将反映这些投资者所掌握的信息。这些信息可能会越来越多地反映价值,而这些价值并不一定与贴现现金流挂钩。

(二) 如果将“金融网红”的活动视为噪音

市场可能会将“金融网红”驱动的交易视为噪音。他们可能会寻求从金融流言者驱动的交易中获利,但不会认真考虑“金融网红”的受欢迎程度、炒作或文化价值等因素作为信息的表征。然而,即使市场将“金融网红”驱动的交易视为噪音,其他市场参与者能否有效地避开噪音,这一问题仍然值得考虑。

其他市场参与者尝试规避“金融网红”带来的噪音的能力可能较为有限,因为参与“金融网红”驱动的交易,甚至试图成为“金融网红”,都有可能获利。现有文献探讨了“理性地驾驭泡沫”的交易策略。^[188] 可预测的投资者情绪和有限的套利能力是评估是否成功驾驭泡沫的因素。^[189] 正如上文所讨论的,这两个因素都适用于“金融网红”驱动的交易。因此,不论是对于老练的投资者还是稚嫩的投资者来说,参与“金融网红”制造的噪音或泡沫,可能都是理性选择,甚至是最佳选择。

例如,如果迷幻药行业被“金融网红”炒得沸沸扬扬,那么不管是对于老练的投资者还是稚嫩的投资者来说,购买迷幻药行业的股票可能是一种理性的交易策略,至少在短期内是这样。事实上,越来越多的证据表明,其他交易者也在关注社交媒体。对冲基金和大型金融机构越来越多地审视社交媒体和散户投资者的活动,^[190] 从而进一步巩固了散户和“金融网红”对市场的影响。2022年10月初,Reddit上的交易者越发担心瑞士信贷(Credit Suisse)的财务健康状况,加剧了人们对这家银行可

[188] See, e. g., Stefan Nagel & Markus Konrad Brunnermeier, *Hedge Funds and the Technology Bubble* (June, 2003), <https://ssrn.com/abstract=423940> (阐释了由于套利交易的局限性和投资者情绪的可预测性,理性投资者驾驭泡沫可能是最优选择); Nadja Guenster et al., *Riding Bubbles* (Dec. 9, 2009), <https://ssrn.com/abstract=1071670>.

[189] See Nagel & Brunnermeier, 见前注[188].

[190] See Caitlin Ostroff & Paul Vigna, *Wall Street Is Looking to Reddit for Investment Advice*, WALL ST. J. (Aug. 27, 2021), https://www.wsj.com/articles/wall-street-is-looking-to-reddit-for-investment-advice-11630056648?mod=Series_exchangeinternetpackage.

能像雷曼兄弟(Lehman Brothers)一样倒闭的猜测。^[191]因此,瑞士信贷的股价在2022年10月3日下跌了12%。^[192]

(三)可预测的价格变动

上述讨论强调了一个核心观点:如果“金融网红”能够控制、影响或单纯预测其追随者的交易导致的价格变动,他们就能从这些交易中获利。“金融网红”无须参与欺诈或操纵市场的行为,也不一定需要传播有价值的信息,就能够预测其追随者的交易并从中获利。“金融网红”只需发布推文、帖子或进行交易,他们的追随者就会蜂拥而至,股票价格也会随之变动。

回顾埃隆·马斯克的“Gamestonk!!”推文和瑞安·科恩出售 Bed Bath & Beyond 公司股票的例子,^[193]这两个例子均不涉及投资建议或者与 GameStop 或 Bed Bath & Beyond 的任何陈述,也都没有明显的欺诈或操纵的意图。然而,这两个例子都涉及股价的大幅波动:GameStop 暴涨40%,Bed Bath & Beyond 暴涨70%,然后在科恩出售后暴跌。^[194]

因此,“金融网红”可能不需要传播任何投资建议或有价值的信息,就能引发追随者进行一系列可预测的交易。虽然没有发生不法行为,但从可预测的模式中获利是很诱人的。因此,“金融网红”的动机可能会被扭曲,这可能限制或降低投资者获得的信息质量。

(四)制造泡沫

能够控制偏好并从可预测的价格变动中获利,可能会促使“金融网红”将资产价格推离其基本价值,从而制造价格泡沫。虽然可能存在一定的声誉风险,但如果“金融网红”的追随者被引导在合适的时机低买高卖,这可能会成为“金融网红”得以获得丰厚收益的一个策略,使“金融网红”积累更多的追随者,变得更加成功。如前文所述,对其他交易者

[191] See Caitlin McCabe, *How a Social – Media Frenzy Around Credit Suisse Rattled Its Stock*, WALL ST. J. (Oct. 5, 2022), <https://www.wsj.com/articles/how-a-social-media-frenzy-around-credit-suisse-rattled-its-stock-11664978035>.

[192] 同上注。

[193] See Elon Musk (@elonmusk), TWITTER (Jan. 26, 2021, 4:08 PM), <https://twitter.com/elonmusk/status/1354174279894642703?lang=EN>; Hirsch, 见前注[60]。

[194] See GameStop, 见前注[9]; Hirsch, 见前注[60]。

而言,试图驾驭这些泡沫可能也是合理的。

例如,假设一些迷幻药公司的股票都是低价股,交易量很小,这意味着通过交易引起价格变动相对容易。一位在社交媒体上拥有大量粉丝的“金融网红”大肆炒作迷幻药行业,比如他声称迷幻药将越来越多地应用于主流医疗领域。该“金融网红”已经购买了这些迷幻药公司的大量股票,并告诉他的粉丝,之前对这些公司的投资已经获得了丰厚的收益。炒作的结果是,“金融网红”的追随者们也纷纷加入,导致迷幻药公司股票的价格大幅上涨。此时,“金融网红”出售自己的股票,赚取巨额收益。当然,“金融网红”的一些追随者也会获得可观的收益。

这个简单的例子再次说明,由于追随者的活动是可预测的,因此获利是完全可能的,甚至还挺简单。它还说明,“金融网红”不需要发表虚假的或误导性的言论就能引起股价波动。简单的炒作就可以,并且一定会反映在股价走势上。一些评论家将此称为“炒作—抛售”操纵,指出“如果市场上至少有一个天真的交易者,而且不诚实的造谣行为成本不低,那么知情交易者在不知情的交易者中进行夸大的炒作可能是最佳选择”^[195]。

另一种情况也有可能发生:对冲基金或其他复杂的主体可以在社交媒体平台上匿名发帖,成为假名或匿名的“金融网红”。这样,他们就能促成甚至创造泡沫,并从中获利。假设有一家极为关注社交媒体战略的对冲基金。该对冲基金意识到,“金融网红”可以制造炒作、推动泡沫。因此,对冲基金的员工积极在社交媒体上用假名发帖,积累粉丝,成为假名的有影响力的人。该对冲基金一直密切关注散户对自动驾驶汽车的兴趣。其在一家新兴的自动驾驶汽车公司中持有大量股份,其股票价格为每股3美元,交易量相对较小。在这种情况下,该对冲基金作为假名的“金融网红”,很容易在其追随者中激发起对自动驾驶汽车公司的兴

[195] Nevzat Eren & Han N. Ozsoylev, *Hype and Dump Manipulation* (Nov., 2006), <https://ssrn.com/abstract=948814> (介绍了一种经济模型,使“炒作—抛售”操纵得以持续)。

趣(不一定需要传播任何虚假或误导性信息)。自动驾驶汽车公司股票
的竞购压力可能会增加,从而导致价格上涨,该对冲基金可能会因此大
幅获利。

同样,金融影响的可预测性和影响范围也会使其成为一种有吸引力的
盈利策略。此外,制造泡沫可能为市场注入更多噪音,同时将这种噪
音伪装成价格影响背后的信息。

(五) 企业“金融网红”

同样,企业及其管理层也有可能受到激励去发展企业的追随者,
从而影响公司的股票价格。例如,埃隆·马斯克多年来一直拥有巨大
的影响力。通过这种方式,公司可以更好地控制其股价中包含的信息
类型。

我们可以想想特斯拉的历史。截至 2022 年 3 月,散户投资者持有
了特斯拉约 38% 的股份。^[196] 特斯拉的股价历史可以被理解为反映了散
户交易者的力量不断增强,赶走了做空者,而这主要是受马斯克的影响。
正如我在其他地方探讨过,散户协调买盘出现得越多,越能够降低做空
交易的预期收益能力。^[197] 最近的报告表明,特斯拉的空头者正在“放
弃”。^[198] 根据最近的统计,特斯拉的空头仓位为 1.1%—3.2%,这是自
2010 年特斯拉上市以来的最低水平。^[199] 然而,传统指标表明,特斯拉的
股价严重偏高。^[200]

[196] See *Tesla Inc Stock Ownership – Who Owns Tesla?*, 见前注[113]。

[197] See Guan, 见前注[17], p. 2057.

[198] See Thyagaraju Adinarayan & Esha Dey, *Many Tesla Short Sellers Are Giving Up*, BLOOMBERG (Oct. 4, 2021), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-10-04/tesla-short-sellers-flee-as-musk-s-carmaker-sets-delivery-record>.

[199] 同上注。

[200] See Ian Bezek, *Tesla Vanquished the Short Sellers, but Risks Remain*, NASDAQ (Oct. 1, 2021), <https://www.nasdaq.com/articles/tesla-vanquished-the-short-sellers-but-risks-remain-2021-10-01> (特斯拉的净收入为 6.90 亿美元,即每股净收益 0.64 美元,其市值高达 7500 亿美元;而丰田的净收入为 210 亿美元,即每股净收益 15 美元,其市值却仅 2500 亿美元)。

企业已经在积极利用社交媒体来传播信息。^[201] 例如,有些公司会在 Twitter 上雇佣代笔者。^[202] 一位 Tiktok 上的“金融网红”在发布了如何通过 Betterment(一个投资机器人顾问平台)成为百万富翁的视频后,Betterment 的注册人数激增。^[203] 一项分析了社交媒体内容的研究证实,在“先消费后还款”的信贷模式中,出借人会在 Tiktok 上与潜在消费者互动。^[204] 公司也正在与有影响力的人合作,以接触更年轻的投资者群体。当然,这样做也有风险:公司可以在社交媒体论坛上得到宣传,但也同样可能遭到恶意挑衅账户的抨击。^[205]

(六) 企业决策

“金融网红”的信息生态系统的覆盖面变得越来越广。根据传统理论,股票价格可以为管理者提供信号,并帮助他们将有限的现实资源分配给能带来更多收益的项目。^[206] 大量文献对这一动态进行了评估。^[207] 如果价格体现了非财务价值方面的、“金融网红”驱动的偏好

[201] See, e. g., Press Release, U. S. SEC. & EXCH. COMM'N, *SEC Says Social Media OK for Company Announcements if Investors Are Alerted* (Apr. 2, 2013), <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-2013-51.htm> [解释称,“公司可以依照《公平披露规则》(简称‘FD 规则’),使用 Facebook 和 Twitter 等社交媒体公布关键信息,只要已提醒投资者将使用哪些社交媒体来传播此类信息即可”]。

[202] See Mattathias Schwartz, *I Made \$200,000 Last Year Ghostwriting Tweets for Superstar VCs. It Takes Me 5 Hours a Week. Here's How I Found My Clients and Built a Booming Side Hustle from Scratch*, BUS. INSIDER (Oct. 12, 2022), <https://www.businessinsider.com/twitter-ghostwriter-silicon-valley-vc-venture-founder-san-francisco-2022-10>.

[203] See Misyrlena Egkolfopoulou, *Wall Street Influencers Are Making \$500,000, Topping Even Bankers*, BLOOMBERG (Sept. 17, 2021), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-09-17/social-media-influencers-income-advertising-wall-street-products#xj4y7vzkg?leadSource=Uverify%20wall?leadSource=uverify%20wall>.

[204] See Nikita Aggarwal et al., *#Fintok and Financial Regulation*, 54 ARIZ. ST. L. J. 333, 341 (2023).

[205] See, e. g., Tautachrome, Inc., *Tautachrome (OTC: TTCM) Targets Criminal Stock Trolls and Forums that Protect Them* (Feb. 25, 2022), <https://www.globenewswire.com/en/news-release/2022/02/26/2392603/0/en/Tautachrome-OTC-TTCM-Targets-Criminal-Stock-Trolls-and-Forums-thatProtect-Them.html>.

[206] See Fox et al., 见前注[151], p. 833-34 (讨论了股票价格的信号效应)。

[207] See, e. g., Fox et al., 见前注[154], p. 83 (citations omitted) (汇总了文献来源)。

等信息,那么企业管理者的决策也将反映这些偏好,以应对这些价格变动。因此,管理者的决策可能会进一步反映散户或“金融网红”驱动的偏好。^[208]

举个例子,假设一家公司正在考察两个项目。项目 A 的净现值为 80 美元,项目 B 的净现值为 100 美元。项目 A 涉及与埃隆·马斯克的 合作,而项目 B 不涉及与任何人的合作。这两个备选的项目公布后,尽管项目 A 的净现值较低,但一位特别有影响力的“金融网红”还是积极推广项目 A,因为该“金融网红”知道他的追随者很喜欢与埃隆·马斯克 及特斯拉相关的内容。尽管项目 A 的净现值比项目 B 低,但由于该“金融 网红”的作用,选择项目 A 可能会使公司股价大幅上涨。推广项目 A 的理由可能多种多样,比如项目 A 更具有可持续性或有更好的生态影响。总的来说,如果我们认为价格当然可以或应当反映非财务价值,那么这些理由并没有问题,而且可能对社会有益。公司在选择项目时,可能只是简单地考虑了非财务价值。换句话说,如果公司对项目 A(可能 更具可持续性或在其他方面更有益于社会)给予溢价,那么这些非财务 价值就可能具有了财务价值。

公司还可能故意选择更容易吸引“金融网红”和散户投资者的项目,以吸引他们的注意。^[209] 鉴于年轻消费者往往更希望品牌反映他们

[208] 企业决策偏好促进 ESG 目标的项目,这一趋势就是一个例证。See, e. g., Sharon Hannes et al., *The ESG Gap*, HEBREW UNIV. OF JERUSALEM LEGAL STUD. RSCH. PAPER SERIES No. 23 - 4, 8 - 11 (Dec. 5, 2022), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4293914 (描述了企业界对 ESG 越来越多的关注,并考虑支持者的理由——长期价值最大化、利益相关者主义和投资者的社会偏好,认为企业在单纯追求利润最大化之外,还应追求 ESG 目标的达成)。

[209] See, e. g., Matt Levine, *Opinion, Meme Activists Come for Macy's*, BLOOMBERG (Nov. 4, 2021), <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2021-11-04/macy-s-targeted-by-meme-activists> [citing Letter from Guy Phillips, Managing Member, NuOrion Advisors, LLC, to Jeffrey Gennette, Chairman & Chief Exec. Officer, Macy's, Inc. (Nov. 4, 2021), <https://nuorionadvisorsbusiness.files.wordpress.com/2021/11/letter-to-m-chairman-3.pdf>] (考虑了公司如何通过与电动汽车公司和加密货币合作等策略来吸引模因投资者)。

的价值观,因此这样做可能会越来越明智。^[210]

(七) 获得融资

股票价格也会影响公司的融资能力。“金融网红”驱动的活动可能会改变公司的资金成本,这既有积极影响,也有消极影响。

一方面,如果发行人的股价被扭曲,那么其资金成本将无法反映其基本生存能力。脆弱的基本面可能无法阻止一家公司在“金融网红”的推动下轻松、廉价地筹集资金。^[211] 但是那些基本面较强但缺乏“金融网红”支持的公司却可能更难筹集到资金。^[212]

另一方面,对于那些聚焦于使项目在未来为社会创造价值的公司,“金融网红”驱动的交易可以帮助它们更容易地获得融资。例如,一家致力于应对气候变化但目前处于亏损状态的公司,可能就会从“金融网红”的活动中受益。在“金融网红”的召集下,融资成本可能会降低,这将使该公司能够为更多项目提供资金。如果这些项目能够盈利,公司的“基本价值”就会向其更高的股价靠拢。因此,较高的股价将成为公司未来现金流的参考,而不会被认为虚高。

[210] See Narula, 见前注[88]。例如,一位激进投资者于2021年11月致信梅西百货公司,内容如下:“梅西百货公司的股价被严重低估,需要采取紧急行动来释放价值。我们相信,通过采取以下讨论的战略,梅西百货公司的价值将超过每股75美元。……梅西百货公司应与电动汽车公司(如特斯拉、卢西德或瑞维安)建立合作关系,在梅西百货公司100家顶级地标商店(如先驱广场、马歇尔菲尔德、联合广场)的一楼展示其产品,并利用其庞大的停车场建立电动汽车充电网络……我们相信,与电动汽车公司的直接合作将为梅西百货公司带来巨大的客流量。此外,梅西百货公司应立即宣布他们正在与各种加密货币平台合作,以实现数字支付。”Letter from Guy Phillips to Jeffrey Gennette, 见前注[209], p. 1.

[211] 例如,AMC筹集了10亿美元,而GameStop筹集了170万美元。根据AMC剧院投资者关系新闻稿,AMC自2020年12月中旬以来筹集了9.17亿美元的新投资资金(Jan. 25, 2021), <https://investor.amctheatres.com/newsroom/news-details/2021/AMC-Raises-917-Million-of-Fresh-Investment-Capital-Since-Mid-December-of-2020/default.aspx>; See Myles Udland, *GameStop Gives Investors 1.6 Billion Reasons to Care About the Meme Trade*, Morning Brief, YAHOO! NEWS (June 23, 2021), <https://news.yahoo.com/game-stop-gives-investors-16-billion-reasonsto-care-about-the-meme-trade-morning-brief-091020855.html>.

[212] See Jill E. Fisch, *GameStop and the Reemergence of the Retail Investor*, 102 B. U. L. REV. (forthcoming Oct. 2022) (manuscript at 16-17), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4049896 (指出了对资金成本的影响)。

(八)“金融网红”的金融产品

“金融网红”不仅着眼于投资者对现有金融产品的偏好,还能刺激金融工具供给的扩大,以满足投资者不断变化的需求。这些创新,或额外的或新的金融工具,也体现了扩张语境下的“信息”之意。

凯特·贾奇(Kate Judge)曾撰文论述投资者驱动的创新现象,即这种创新的出现体现了投资者在评价各类金融工具时,除了关注风险调整后的收益,还对其他方面有所重视。^[213] 这些创新可能包括重新包装现金流或者依靠创新性的衍生工具。^[214] 正如贾奇所指出的,从历史上看,ETF的出现主要就是为了满足投资者对低成本、多样化投资选择的需求。^[215] 此外,“迎合投资者利益的基金迅速崛起,将环境或社会方面的价值观融入其投资策略,这是投资者驱动创新的一个典型例子”^[216]。

“金融网红”已经在创造迎合散户投资者偏好的金融产品。例如,YouTube上的“金融网红”凯文·帕夫拉特已经申请推出三只ETF,分别命名为“Meet Kevin All In ETF”“Meet Kevin Select ETF”“Meet Kevin Moderate ETF”。^[217] 这些ETF积极追求模因回报,赌市场的势头和情绪可以预示未来的收益。^[218] 其中四只基金——SFYF、FOMO、BUZZ和MEME——在选择股票时,除关注其他指标外,还关注网络社交媒体的

[213] See Kathryn Judge, *Investor-Driven Innovation*, 8 HARV. BUS. L. REV. 291, 293 (2018) (对金融创新如何满足投资者需求进行了分析)。

[214] 同上注。

[215] 同上注, p. 326-27.

[216] 同上注, p. 319-20; see also Hannes et al., 见前注[208], p. 2, 8-11 (注意到,至2025年对ESG的投资预计将达到50万亿美元,2022年有一半以上的投资者投资于ESG产品,并描述了企业界对ESG关注的增加,考虑了支持者的理由——长期价值最大化、利益相关者主义和投资者的社会偏好——认为企业在单纯追求利润最大化之外,还应追求ESG目标的达成)。

[217] See Jakub, 见前注[73]。

[218] See Michael Wursthorn, *Meet the ETF Portfolio Managers Trying Their Luck with Meme Stocks AMC and GameStop*, WALL ST. J. (June 19, 2021), <https://www.wsj.com/articles/meet-the-etf-portfolio-managers-trying-their-luck-with-meme-stocks-amc-and-gamestop-11624110383>; see also Lan Anh Tran, *What's in a Meme ETF?*, MORNINGSTAR (Oct. 8, 2021), <https://www.morningstar.com/articles/1060452/whats-in-a-meme-etf>.

讨论情况和是否有较高的做空兴趣。^[219]

“金融网红”驱动的价格也会影响包含某些股票的股票指数,以及包含这些股票或指数的基金。例如,罗素 2000 指数就因 AMC 和该指数中的其他模因股票的交易而出现大幅波动。^[220] GameStop 和 AMC 在价值 250 亿美元的先锋小型股价值 ETF 和 SPDR 标普 1500 动量倾斜 ETF 中均有投资。^[221] 特斯拉于 2020 年底被纳入标准普尔 500 指数,这意味着数十亿美元的指数资产现在也持有特斯拉的股票。^[222] 由于被动型投资在许多方面仍主导着美国的投资格局,这些基金的交易价值巨大,^[223] 因此指数的变化可能顺势对与这些指数挂钩的基金产生重大影响。^[224]

(九) 市场影响和资本流

“金融网红”驱动的交易将对信息和股票市场产生持续性的影响。这是因为“金融网红”放大了社交媒体对散户交易的影响,也因为越来越多的其他市场参与者可能会理性地参与“金融网红”驱动的交易,或

[219] See Tran, 见前注[218] (注意到 SFYF 包含了其自营经纪客户持有的 50 种最受欢迎的股票;BUZZ 和 MEME 根据社交媒体影响力来选择股票,而 MEME 则考虑了高利空因素)。

[220] See Kristine Oworm, *Russell 2000 Swells; Investors Await Update on AMC, GameStop*, BLOOMBERG NEWS (June 5, 2021), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-06-05/russell-2000-swells-investors-await-update-on-amcand-gamestop>; see also Gunjan Banerji & Michael Wursthorn, *You May Own AMC Stock After Its 2,850% Gain and Not Even Know It*, WALL ST. J. (June 2, 2021), <https://www.wsj.com/articles/amc-rally-accelerates-as-stock-pricemore-than-doubles-11622656821>.

[221] See Banerji & Wursthorn, 见前注[220]。

[222] See Peter Santilli, *Tesla Stock Joins the S&P 500: A Game Changer*, WALL ST. J. (Dec. 21, 2020), <https://www.wsj.com/graphics/tesa-stock-joins-thesp500/>.

[223] See, e.g., *SPDR S&P 1500 Momentum Tilt ETF*, WALL ST. J., <https://www.wsj.com/market-data/quotes/etf/MMTM> (显示了 SPDR 标普 1500 动量倾斜 ETF 中交易资产的估值); see Dawn Lim, *Index Funds Are the New Kings of Wall Street*, WALL ST. J. (Sept. 18, 2019), <https://www.wsj.com/articles/index-funds-are-the-new-kings-of-wall-street-11568799004> (凸显了指数基金的巨大交易价值)。

[224] See Sam Potter & Claire Ballentine, *AMC Drama Is Exposing Risks in \$11 Trillion World of Indexing*, BLOOMBERG NEWS (June 5, 2021), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-06-05/amc-drama-is-exposing-risks-in-li-trillion-world-of-indexing>; see also Banerji & Wursthorn, 见前注[220]。

者改变他们的财务决策以应对或期待“金融网红”驱动的活动。这些现象越是明显,推动股价变动的信息类型的变化就越大——特别是当区分信息和噪音变得越发困难时。

股市的基本功能很简单,就是促进融资。虽然噪音是市场不可避免的组成部分,但准确的价格有助于更顺利地筹集资金,从而使创造最大社会价值的公司以更低的成本获得更多的资金。一方面,“金融网红”会扭曲价格,对公司治理、资本筹集、证券诉讼和市场信心产生负面影响。^[225] 另一方面,更积极的是,“金融网红”可能会使资本更多地流向单纯反映非传统类型信息或价值的项目,就像众多投资者对企业 ESG 承诺所给予的关注一样。^[226] 这可能需要通过企业项目的选择、流向“金融网红”ETF 的投资或对“金融网红”驱动的交易理性参与来实现。

五、“金融网红”的长期益处和危险

“金融网红”驱动的活动以复杂的方式与股市信息生态系统相互作用。本部分探讨了“金融网红”的长期影响。第一节和第二节讨论了“金融网红”的益处,包括提高金融素养和增加散户投资者的市场参与度。第三节探讨了可能削弱益处且扰乱价格的动机偏离。第四节讨论了约束“金融网红”的困难,第五节探讨了欺诈与操纵的可能性。

(一)提高金融素养

“金融网红”可以帮助提升金融素养,这一点至关重要,因为散户投资者不断参与股票市场的同时必须涉猎大量信息。利用传统品牌网红所依赖的信任和参与度,“金融网红”可以充当教育者的角色,接触到对

[225] See Guan, 见前注[17] (详细说明了散户交易如何影响价格,并顺势对定价和公司治理产生影响)。

[226] See Judge, 见前注[213]; Hannes et al., 见前注[208], p. 2 (注意到,至 2025 年对 ESG 的投资预计将达到 50 万亿美元,2022 年有一半以上的投资者投资于 ESG 产品)。还注意到,在证券市场欺诈诉讼中,非财务和社会问题与信息披露的关系日益密切。See Kevin S. Haeberle, *Fraud – on – the – Market Liability in the ESG Era*, L. & ECON. CTR. AT GEO. MASON 22 – 041 (Feb. 28, 2023), <https://ssrn.com/abstract=4198386> (认为 ESG 信息披露值得重新考虑当前市场欺诈理论的范围)。

传统金融建议有抵触情绪的投资者。^[227]

此类情况已经出现。投资平台如 Betterment、Wealthfront, 甚至 Fidelity, 都已经与“金融网红”开展合作。^[228] 在不同社交媒体平台上都存在教育性的“金融网红”, 既有通过分析推广特定股票者, 也有传播一般投资技巧者。^[229] 许多散户投资者转向 TikTok 或 Instagram 等平台来了解股票市场。^[230] “金融网红”道·琼斯女士创办了传播市场技巧与信息平台“金融很酷大学”。^[231] “金融很酷大学”网站的陈述如下:

嗨, 富翁, 怎么了? 是我, 海莉, 也就是道·琼斯夫人, 你被“网络钓鱼”了! 是的, 一直以来你可能认为理财是不可能的事, 但结果证明, 你只是没有遇到合适的老师。现在, 我来了! 我即将揭示我个人用来致富(以及保持富有)的所有财富秘密。从零开始。让我带你走进财务新世界, 你会发现, 当你具备金融素养时, 生活可以多么充实和激动人心。^[232]

如此, “金融网红”能大大提高散户投资者的金融素养, 而这是一个众所周知难以实现的重要目标。^[233] 事实上, 尽管一些研究指出, 近期新的散户投资者往往更年轻、收入更低且更加多元化, 但也必须注意到, 对许多美国人来说, 参与股票市场仍然遥不可及(并与收入、教

[227] See Taylan Yalcin et al., *Sustainability Influencers: Between Marketers and Educators*, 28 Bus. F. (Mar. 28, 2021), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3800316; Egkolfopoulou, 见前注[203].

[228] See Egkolfopoulou, 见前注[203]; Tara Siegel Bernard, *Trading Stock Tips on TikTok, Newbies Are Deeply Invested in Learning*, N. Y. TIMES (June 21, 2021), <https://www.nytimes.com/2021/04/28/your-money/stocks-investing-tiktok.html?searchResultPosition=2>.

[229] See Bernard, 见前注[228].

[230] 同上注。

[231] See Caleb Silver, *The Measure of Financial Influence with Mrs. Dow Jones*, INVESTOPEDIA (Aug. 22, 2022), <https://www.investopedia.com/the-expresspodcast-episode-100-6501269>.

[232] See FINANCE Is Cool, <https://university.financeiscool.com/p/start-here> (last visited Apr. 17, 2023).

[233] See, e.g., Fisch & Wilkinson – Ryan, 见前注[131], p. 605, 609 (探讨投资不足、等权配置以及投资费率高基金作为散户投资中常见错误的原因)。

育、年龄和种族高度相关)。^[234] 因此,许多“金融网红”旨在直接吸引那些历来很少参与股票市场的群体。例如,32岁的罗斯·韩是YouTube和Instagram上的“金融网红”,她说:“如果你打开CNBC,看到的都是上了年纪的白人,你会很难与他们产生共鸣,因为你长得不像他们;我的很多追随者也不像他们……作为一名女性,女性更信任我,因为她们更愿意向我这样的人学习,而不是向金融领域工作者学习。”^[235] 多莉·邓拉普(Tori Dunlap)与其他一些女性“金融网红”一起,旨在帮助女性在投资社区中相互接触,同时进行金融教育。^[236] 邓拉普与一款名为“Treasury”的应用程序合作,这是为“她的‘第一个10万美元’(邓拉普的金融素养公司)社区提供的投资教育平台,它将非评判性的讨论、无专业术语的教育视频和文章以及工具结合在一起,让投资者轻松了解和管理其投资”^[237]。

随着年轻的散户投资者越来越多地通过社交媒体网站寻找信息,这种情况尤为明显。如前所述,研究表明,约40%的年轻群体在使用谷歌之前会先使用TikTok或Instagram。^[238]

(二)提高散户投资者参与度

“金融网红”还可以通过影响股东治理,促进投资者更直接地参与

[234] See Mark Lush et al., *Investing 2020: New Accounts and the People Who Opened Them*, NORC UNIV. CHI. (Feb., 2021); Lydia Saad & Jeffrey M. Jones, *What Percentage of Americans Owns Stock?*, GALLUP (May 12, 2022). See also Fox et al., 见前注[38], p. 1290-91 (指出对市场的消极观念可能会减少散户投资者的市场参与度); see also Lydia Saad, *U. S. Stock Ownership Stays at Record Low*, GALLUP (May 8, 2013), <http://news.gallup.com/poll/162353/stock-ownership-stays-record-low.aspx> (论述“担心只要失业问题仍然是国家问题,市场就仍然风险过高”,至少部分导致了股票持有量的低点); Michael Lewis, *Flash Boys: A Wall Street Revolt* 200-01 (2014) (将低股票持有量与对市场不公平的看法联系起来); see also Editorial, *The Hidden Cost of Trading Stocks*, N. Y. TIMES (Jun. 22, 2014), <http://www.nytimes.com/2014/06/23/opinion/best-execution-and-rebates-for-brokers.html> (解释精明的和日常的投资者在股票市场中并未得到平等对待)。

[235] Whelan, 见前注[76].

[236] See Bernard, 见前注[75].

[237] TREASURY, <https://treasury.app/herfirst100k/investing-101-workshop?source=Homepage> (last visited Apr. 24, 2023).

[238] See Huang, 见前注[87].

公司治理,尤其是当“金融网红”驱动的交易越来越多地影响公司决策时。换言之,由于散户投资者的活动会对价格和公司结果产生实际影响,他们参与股票市场和公司治理的积极性会更高。这可能会形成一个反馈回路:随着散户投资者的更多参与,公司可能会更直接地与散户投资者沟通,从而激励更多散户投资者参与公司治理。

正如我与其他学者另文讨论的,散户投资者大大提高了积极参与公司和利益相关者治理的能力。^[239] 他们的社交媒体与交易平台降低了获取信息的成本,促进了散户投资者参与治理。^[240] 因此,一些评论家认为,散户投资者可能会在股东和公司治理方面促成实质性的转变。^[241] 另一位评论家指出,散户投资者参与度的提高有利于经济发展,原因在于他们能够通过直接投资和与公司的接触来改善管理问责制。^[242] “金

[239] See Guan, 见前注[17]. 散户投资者历来被认为不太愿意参与投票。See Ricci & Sautter, 见前注[110], p. 80–81. 最近,学者开始质疑这一观点。See Sarah C. Haan, *Corporate Governance and the Feminization of Capital*, 74 STAN. L. REV. 515, 601 (2022); Jacob H. Russell, *Which Investors to Protect? Evolving Conceptions of the American Shareholder, 1900–Present*, in CAMBRIDGE HANDBOOK OF INVESTOR PROTECTION (Arthur B. Laby ed., forthcoming 2022) (manuscript at 43–44). 社交媒体也在改变这一观念。See Seth C. Oranburg, *A Little Birdie Said: How Twitter Is Disrupting Shareholder Activism*, 20 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 695, 696 (2015); Ricci & Sautter, 见前注[110], p. 85; Fisch, 见前注[212] (manuscript at 32) (讨论散户股东在利益相关者治理中的作用, 鉴于“散户股东不仅仅代表,他们还体现员工、客户、社区以及整个社会的利益”); see Alon Brav et al., *Retail Shareholder Participation in the Proxy Process: Monitoring, Engagement, and Voting*, 144J. FIN. ECON. 492 (2022).

[240] See Ricci & Sautter, 见前注[110], p. 83–88 (探讨了散户股东治理); Katja Langenbucher & Fizza Hasan, *GameStop – A Case for Empowering Retail Investors?: A Comparative Glance at the US. and the EU*, in SELBSTBESTIMMUNG: FREIHEIT UND GRENZEN 400–01 (Ante G. I. Tölle et al. eds., 2021) (探讨散户投资者如何协调行动以监督管理层并参与股东治理)。

[241] See Ricci & Sautter, 见前注[110], p. 83–88; Langenbucher & Hasan, 见前注[240]. But see Aggarwal et al., 见前注[56] [基于投票、股东提案和 ESG 指标,发现很少有证据表明模因(meme)股票公司的散户股东导致了更加“民主”的治理体系]。

[242] See Fisch, 见前注[212] (manuscript at 4) .

融网红”驱动的交易可能促进社会导向性撤资与投资,^[243]一些学者指出,散户投资者甚至可以通过激进投资带来价值。^[244]

在某些方面,这种情况已经在发生。高管们,(他们中的)一部分是“金融网红”,正在积极寻找散户投资者,使其参与股东治理。^[245] 公司和企业“金融网红”可以在 Clubhouse(语音房)等平台上与散户投资者直接沟通,“Clubhouse 是一种基于语音的新型社交网络——世界各地的人们聚集在一起,实时交谈、倾听并相互学习”^[246]。Robinhood 最近为其用户提供了一个平台,使用户能够与其他投资者以及公司进行交流。^[247] 在特斯拉 2021 年第二季度的财报电话会议上,有 2000 多名用户在该平台上

[243] See Catharina Janz et al., *Does ESG Information Impact Individual Investors' Portfolio Choices? – Evidence from an Experiment* (Jan. 21, 2023), <https://ssrn.com/abstract=4332893> (发现 ESG 信息影响散户投资者的组合选择); Qianqian Li et al., *Retail Investors and ESG News*, Jacobs Levy Equity Mgmt. Ctr. for Quantitative Fin. Rsch. Paper Series (Mar. 10, 2023), <https://ssrn.com/abstract=4384675> (发现散户投资者在认为 ESG 新闻对公司业绩具有财务实质意义的情况下,会关注这类新闻). 这将与更广泛的 ESG 运动保持一致。See Hannes et al., 见前注[208], p. 3, 8–10(指出预计到 2025 年,ESG 投资将达到 50 万亿美元,超过一半的投资者在 2022 年已投资 ESG 产品。同时阐述 ESG 理念在企业界的日益盛行,并探讨支持者的论证依据——长期价值最大化、利益相关者主义和投资者对社会责任的偏好——认为企业除了追求利润最大化外,还应致力于实现 ESG 目标)。

[244] See Ricci & Sautter, 见前注[110], p. 91–92.

[245] See Nina Trentmann, *Connecting with Small Shareholders Remains a Challenge for Companies*, WALL ST. J. (Feb. 7, 2022), <https://www.wsj.com/articles/connecting-with-small-shareholders-remains-a-challenge-for-companies-11644229801>.

[246] CLUBHOUSE, <https://www.clubhouse.com/> (last visited May 18, 2023); Matt Phillips, *Hungry for Investors, Some Companies Woo the Little Guy*, N. Y. TIMES (Apr. 14, 2021), <https://www.nytimes.com/2021/04/13/business/stock-market-investors.html>; *AMC Entertainment Holdings, Inc.'s (AMC) CEO Adam Aron on Q1 2021 Results – Earnings Call Transcript*, SEEKING ALPHA (May 6, 2021), <https://seekingalpha.com/article/4425374-amc-entertainment-holdings-inc-s-amc-ceoadam-aron-on-q1-2021-results-earnings-call>.

[247] See Lauren Solberg, *Robinhood Enters the Realm of Proxy Voting*, MORNINGSTAR (Oct. 6, 2021), <https://www.morningstar.com/articles/1060879/robinhood-enters-the-realm-of-proxy-voting>.

对一个问题点赞(代表了367,000股特斯拉股票)。^[248] 马斯克回答了该问题,特斯拉随后将此问题发布在平台上。^[249] 在AMC2021年度股东大会之前,AMC的数千名投资者在Reddit上讨论了投票策略。^[250] 散户投资者拥有AMC超过80%的股份,这意味着他们可以对公司产生重大影响。^[251] 尼古拉公司(Nikola Corporation)和卢西德集团(Lucid Group)最近都利用Reddit和YouTube等社交媒体渠道,在股东投票前与散户投资者进行互动,一次甚至直接与一位“金融网红”进行互动。^[252]

就像推动一些ETF和教育平台的创建一样,“金融网红”也可能会推动某些针对散户投资者股东的投票平台的建立。正如一位评论家所言,散户投资者对公司的直接零售投资可以使他们更有可能了解公司情况,^[253] 而为原本被排除在外的散户投资者提供投票平台将改善股东投票过程。^[254] 投票平台将使散户投资者更容易投票,激励公司和委托表决权征集公司(proxy solicitation firms)直接触达交易者,并和他们分享信息。^[255] 此类公司信息共享的增多使散户投资者更了解情况,更有可

[248] 同上注。问题为:“埃隆曾表示,特斯拉将在年末向其他电动汽车开放超级充电网络。您能否分享更多关于这将如何构建的细节?是否会是特定的品牌?他们会促进网络的增长吗?”(引用自Robert. M.,散户投资者,特斯拉)。

[249] 同上注。

[250] 同上注, p. 83 n. 276.

[251] See Aron, 见前注[246]。由于他们的绰号“猿”,这些投资者在2021年也开始领养大猩猩。See Jason Murdock, *Wall Street Bets Users Adopt 3,500 Gorillas, Raise \$377,000 for Charity*, NEWSWEEK (Mar. 18, 2021), <https://www.newsweek.com/reddit-wallstreetbets-members-adopt-gorillas-charity-raisemoney-update-1577148>.

[252] See Steve Lipin & Keilley Banks, *Getting Out the Retail Vote: Targeting Reddit and New Social Tools in Proxy Solicitations* (Sept. 3, 2022), <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/09/03/getting-out-the-retail-vote-targetingreddit-and-new-social-tools-in-proxy-solicitations/>(“使用新渠道和工具反映了投资者群体性质的变化,其中许多人正通过Robinhood和其他新平台进行投资,并在Reddit、StockTwits、YouTube、Twitter等平台上交流评论”).

[253] See Fisch & Wilkinson – Ryan, 见前注[131] (manuscript at 31).

[254] See Jill E. Fisch, *Standing Voting Instructions: Empowering the Excluded Retail Investor*, 102 MINN. L. REV. 11, 12–19 (2017).

[255] 同上注, p. 46。

能投票,从而创建一个反馈循环。^[256] 同样,传递型投票(pass-through voting)的兴起也促成了大量对便于触达散户投资者的基础设施投资,这可能表明人们越来越愿意考虑对投资者很重要的社会或文化价值。先锋集团(Vanguard)正在启动一项计划,即为个人投资者提供更多的股票选择权,^[257] 黑岩集团(Blackrock)也在实施类似的计划。^[258]

为散户投资者投票提供便利,鼓励更多知情投资者参与,可以带来更多好处,包括提高投资者金融素养,增强市场公平性和可进入性。如文中其他部分所述,散户投资者还可以增加交易者的多样性,这有助于抵消其他交易群体的社会有害行为,例如主动管理者的羊群效应或对冲基金、日内交易者的投机交易。^[259] 因此,散户投资者有可能减少市场波动,正如过去几年中散户投资者在市场下跌期间的购买活动所证明的那样。^[260]

(三) 动机偏离

如上文所述,随着“金融网红”的影响力越来越大,追随者越来越多,他们可以更容易地预测或控制交易模式。这种预测能力可能会激发与提供有价值股市信息相悖的动机。

一个核心矛盾出现了。“金融网红”越是积极地传递信息,就越能培养追随者的信任感,也就越能为追随者带来更多价值。然而,“金融网红”更有可能从不法、操纵行为,以及单纯预测和影响追随者行为的能力

[256] 同上注。

[257] See Silla Brush, *Vanguard to Test Giving Retail Investors More Voting Power*, BLOOMBERG (Nov. 2, 2022), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-11-02/vanguard-to-test-giving-retail-investors-more-voting-power>. 编校注:pass-through voting指的是投资机构就特定表决事项征询其投资者的意见,并根据投资者意见形成投资机构的表决意见。

[258] See Blackrock, *Empowering Investors through Voting Choice* (Nov., 2022), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/votingchoice-factsheet.pdf>.

[259] See, e.g., Bikhchandani & Sharma, 见前注[131], p. 279-80, 303 (讨论投资经理如何以及为何引发羊群行为); Nerissa C. Brown et al., *Analyst Recommendations, Mutual Fund Herding, and Overreaction in Stock Prices*, 60 MGMT. Sc. 1, 3 (2014) (发现基金经理羊群效应导致价格不稳定); Bubb & Krishnamurthy, 见前注[183], p. 1540, 1545 (探究在泡沫期间理性行为的局限性); Fisch, 见前注[212] (manuscript at 4) (探讨散户交易者参与的益处)。

[260] See Wolff-Mann, 见前注[114].

中获利,因为以牺牲追随者的利益为代价来牟利的诱惑力更大。同时,“金融网红”掌握着特定类型的非公众信息,如掌握着一条信息易被炒作的相关特征,或是他们下一步选择推广的内容,他们可以先于其追随者或其他市场参与者进行交易。这类信息和活动难以观察和预测,因此“金融网红”的个人知识尤为宝贵。

由于“金融网红”充当信息瓶颈,左右着股价中反映的“信息”类型,因此他们的动机可能会发生偏离,传递给投资者的信息可能受限或质量不佳。“金融网红”可能会撒谎、制造泡沫、将信息保密更长时间,或者只在信息过时(“金融网红”已对其进行交易)后才发布。

(四) 约束“金融网红”

向追随者直接推销产品的传统品牌网红通常会从公司获得报酬。在某种程度上,这些网红有动力如实评价,因为他们的声誉直接影响其未来获得有偿推广和接触更多消费者的能力。^[261] 但即便如此,消费者也很难对传统品牌网红的失实陈述和不良行为进行适当的惩戒。^[262]

如果他们分享的是投资建议或市场信息,那么网红的声誉与诚实表现之间的联系可能会更少。当传统品牌网红推广产品时,他们的追随者可以对产品进行测试,评估网红的诚实度和可信度。但是众所周知,投资建议的评估非常困难。传统经纪人和财务顾问的行为和表现已经难以监管。如果“金融网红”不仅出售投资信息,还出售更多无形产品,如基于模因的娱乐性质或反向内容,那么评估工作就更加困难。^[263]

因此,追随者可能更加无法有效约束“金融网红”的行为。基于此,从“金融网红”的角度来看,操纵、欺诈或事先制造泡沫的成本可能较低,因为“金融网红”内容的价值较难衡量与测算,至少在追随者中的声誉风险方面是如此。此外,与兴登堡研究公司(Hindenburg Research)等

[261] See Zijun Tian, *How Should Firms Cooperate with Honest Influencers?* (July 26, 2022), <https://ssrn.com/abstract=4173460> (解释网红们重视自己的可靠性); Amy Pei & Dina Mayzlin, *Influencing the Influencers* (Sept. 10, 2021), <https://ssrn.com/abstract=3376904> (探究公司和网红之间的各种关联)。

[262] See Roberts, 见前注[47], p. 100–01 (记录不满的消费者所面临的困难)。

[263] See Daniel Bradley et al., *Bucking the Trend: The Informativeness of Analyst Contrarian Recommendations*, 43 FIN. MGMT. 391 (2014) (发现市场对逆向的分析师建议反应更大)。

公司或吉姆·克莱默等个人不同,“金融网红”提供错误信息的后果可能严重性更低。社交媒体的相对匿名性也可能为“金融网红”提供一种保护。众多研究已经深入分析了网络匿名性对行为的负面影响。同样地,个人独立的声誉有可能减轻声誉受损的影响。例如,埃隆·马斯克发布非资讯性推文而引发股价波动时,或许不会面临严重的声誉损失。^[264]

(五) 欺诈和操纵

在最糟糕的情况下,“金融网红”可能会参与欺诈或操纵。成功的欺诈需要散布虚假信息,诱使他人以可预测的方式进行交易,使操纵者从由此产生的价格变动中获利。成功的操纵需要预测价格走势,或以可预测的方式影响价格走势,操纵者也同样可以利用由此产生的价格变动进行交易,并从中获利。“金融网红”尤其有能力在其追随者中引导价格变动交易。如果一群听从“金融网红”建议的交易者能够推动股价变动,而“金融网红”又能控制此类变动,那么“金融网红”就能低买高卖,以牺牲追随者的利益为代价赚取大量金钱。

近年来,一些由“金融网红”发起的大型唱高散货计划已被公之于众。2021年年末,史蒂文·加拉格尔因使用其 Twitter 账户参与唱高散货计划而被逮捕并被控证券欺诈、电汇欺诈和操纵罪。^[265] 加拉格尔在 Twitter 上以 @ AlexDelarge6553(以《发条橙》中的角色命名)的用户名积累了大量追随者,他反复购买交易量小的低价股票,并发布虚假和误导性信息,鼓励其追随者购买这些股票,使其能够以高价出售股份。^[266] 同样,在 2022 年 2 月,SEC 指控迈克尔·贝克使用其 Twitter 用户名 @ BigMoneyMike6 进行低价股欺诈。^[267] 在 2022 年 12 月,SEC 指控八名

[264] See, e. g., Maria Konnikova, *The Psychology of Online Comments*, NEW YORKER (Oct. 23, 2013), <https://www.newyorker.com/tech/annals-of-technology/the-psychology-of-online-comments>.

[265] See Sealed Complaint, U. S. v. Gallagher, 见前注[12], p. 1-3; Complaint, SEC v. Gallagher, 见前注[12], p. 3-4.

[266] See Sealed Complaint, U. S. v. Gallagher, at 2; Complaint, SEC v. Gallagher, 见前注[12], p. 6.

[267] See Complaint, SEC v. Beck, at 6.

社交媒体网红在 Twitter 和 Discord 上进行欺诈和股市操纵。^[268] 根据 SEC 执法部门市场滥用部门的负责人称,“……被告利用社交媒体聚集了一大群新手投资者,然后通过不断地提供错误信息将他们加以利用,这种行为(为被告)创造了大约 1 亿美元的欺诈利润”^[269]。被告在社交媒体上获得了数十万名追随者,鼓励他们的追随者购买被告已经购买的股票,然后在股价上涨后出售这些推广的股票。^[270]

当然,唱高散货计划并非新鲜事;^[271] 社交媒体只是让欺诈和操纵更容易得逞。^[272] 乔希·米茨(Josh Mitts)已经识别出社交媒体操纵的另一种新近表现形式:对上市公司进行匿名空头攻击,随之而来的是价格下跌与后续回升。^[273] 在这些情况下,追随者根据“金融网红”或在投资

[268] See U. S. SEC. & EXCH. COMM’N, 见前注[1]; Complaint, SEC v. Constantin et al., 见前注[1], p. 2.

[269] See U. S. SEC. & EXCH. COMM’N, 见前注[1].

[270] 同上注。

[271] See, e. g., Fox et al., 见前注[151], p. 111 – 12(讨论各种类型的股市操纵行为); Tom C. W. Lin, *The New Market Manipulation*, 66 EMORY L. J. 1253, 1292(2017) (“不道德的参与者如今能够借助新媒体与金融科技的手段,在空前的范围内散播错误数据、虚假新闻及有瑕疵的信息,从而干扰乃至扭曲金融市场,而这一市场的良性运转正依赖于信息的准确性”)[first citing Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 DUKE L. J. 711, 714 (2006); and then citing Sabrina Tavernise, *As Fake News Spreads Lies, More Readers Shrug at the Truth*, N. Y. TIMES (Dec. 6, 2016), <https://www.nytimes.com/2016/12/06/us/fake-news-partisan-republican-democrat.html>].

[272] See Thomas Renault, *Market Manipulation and Suspicious Stock Recommendations on Social Media* (2017), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3010850 (分析针对小市值公司的 Twitter 信息,并发现与唱高散货策略相符的证据); David Skillicorn & David Nam, *Detecting Stock Market Manipulation from Online Forums* (2022), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4041038 (利用社交媒体帖子的语言构建唱高散货计划的预测模型); Christian Leuz et al., *Who Falls Prey to the Wolf of Wall Street? Investor Participation in Market Manipulation* (2017), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3082266 (分析参与唱高散货计划的不同类型个体的特征); Jean – Yves Delort et al., *The Impact of Manipulation in Internet Stock Message Boards* (Oct. 30, 2009), <https://ssrn.com/abstract=1497883>; Sanjiv Sabherwal et al., *Do Internet Stock Message Boards Influence Trading? Evidence from Heavily Discussed Stocks with No Fundamental News*, 38 J. Bus. FIN. & ACCT. 1209 (2011) (发现在线留言板在某些情况下可以预测交易行为)。

[273] See Mitts, 见前注[31].

网站 SeekingAlpha.com 上匿名作者传播的信息进行交易。^[274]“金融网红”能够凭借其在社交媒体上的声誉和影响力,通过后续的散户交易引发价格波动。

为进一步说明通过金融影响进行欺诈或操纵的容易程度,大家可以设想一家制药公司的股票每股价格为两美元,其交易量很低,这意味着通过交易引起价格波动相对容易。一个拥有相当数量社交媒体追随者的“金融网红”告诉他的追随者们,该公司有一种药物即将获得 FDA 批准。这是一个谎言。“金融网红”已经以每股两美元的价格购买了大量股票。听到这个谎言后,其追随者纷纷涌入购买股票,直到股价达到每股 5 美元。此时,“金融网红”卖出其所有股票,每股赚取了 3 美元的利润。这个谎言被揭穿后,股价回落到两美元,许多在高价买入的追随者却已经遭受了重大损失。

这个例子说明,由于追随者的行为可预测,有利可图的操纵或欺诈不仅是可能的,而且很简单。因此,“金融网红”崛起带来的一个主要问题是他们聚集追随者的能力以及利用他们获利的动机。那些受害者可能包含在损失了大量资金后退出市场的散户投资者。^[275] 本可以投资股市的人可能会遭受储蓄的减少,这可能导致更广泛的负面宏观经济影响。^[276] 公司也可能因为“金融网红”的活动而声誉受损。^[277]

六、未来方向

本部分探讨了未来的发展方向。我们如何增加金融影响力的益处

[274] See, e. g., 同上注, p. 310(指出市场在两种情况下可能相信一个化名者:一是从作者此前的预测平均来看没有出现回撤的情况;二是作者没有历史记录的情况)。

[275] See Fox et al., 见前注[38], p. 1290-91(讨论由于对市场的负面看法,散户市场参与度可能会降低); see also Saad, 见前注[234](描述了股票持有量低迷,至少部分原因是“担心只要失业仍然是一个全国性问题,市场的风险就仍然太大”); Lewis, 见前注[234], p. 200-01(将低股票持有率与对市场不公平的看法联系起来); see also N. Y. TIMES, 见前注[234](解释股票市场如何区别对待精明投资者和普通投资者)。

[276] See Fox et al., 见前注[38], p. 1290-91(指出如果公众认知难以根除且损害市场运作,那么可能需要政策回应)。

[277] See Roberts, 见前注[47], p. 99.

并降低其危险性？尽管对改革的全面阐述超出了本文的范围，但本部分还是进行了初步探讨。

一方面，激励“金融网红”产出有价值的信息至关重要。另一方面，证券市场中现有的禁令为防止明显的欺诈和操纵提供了充分保障。然而，针对合法但质量低下的信息的保护目前并不健全，应予以慎重考虑。本部分第一节讨论了现有的针对欺诈和操纵的禁令。第二节考虑要求“金融网红”提供更健全的披露。第三节评估了激励优质信息提供的方式。

（一）规范欺诈和操纵行为

证券法中的反欺诈和反操纵条款禁止证券市场中明显非法的不当行为。^[278] 监管机构和法院主要依靠《1934 年美国证券交易法》的两项条款来保护投资者免受欺诈和操纵之害：第 10b 条及其配套规则 10b-5 和第 9a 条。^[279]

第 9a 条第 2 款禁止对证券进行“一系列交易”，包括：（1）“造成实际或明显的活跃交易”或影响其价格；（2）“为诱使他人购买或出售该证券”。^[280] 第 10b 条禁止违反 SEC 规则，在证券交易中使用“任何操纵性或欺骗性手段”。^[281] 第 10b-5 条规定，与买卖任何证券有关的下列行为均属违法：（1）使用任何手段、阴谋或诡计进行欺诈；（2）对相关事实作出任何不真实的陈述，或遗漏陈述一项必要的重要事实，该事实使所作出的陈述在当时的情况下会产生误导；（3）从事任何对任何人构成或将构成欺诈或欺骗的行为、做法或经营过程。^[282]

第 9a 条的核心在于操纵者的目的，因为购买或出售证券必然会产生实际交易，且往往会影响证券价格。第 10b-5 规则在很大程度上被

[278] 相比之下，其他人则撰文探讨了“金融网红”在责任承担方面的困境，并提出了创新性的方法来惩戒不当行为人。同上注。

[279] Securities Exchange Act of 1934, 15 U. S. C. § 78i(a)(2), 78j(b).

[280] 同上注。§ 78i(a)(2).

[281] 同上注。§ 78j(b).

[282] Employment of Manipulative and Deceptive Devices, 17 C. F. R. § 240. 10b-5 (2021).

用于监管欺骗和虚假陈述。^[283]

社交媒体上的唱高散货计划很容易落入此类规定的范畴。然而,可以想象在应用这些规定时会遇到困难,比如一个“金融网红”仅是简单地披露公司股票的财务状况,或者随机从包里掏出拼字游戏牌来决定自己的交易。如果投资者声称自己因瑞安·科恩交易 Bed Bath & Beyond 的股票而蒙受损失,或因波特诺伊随机选择的股票而购买了风险性股票并蒙受损失,那么他们可获得的救济是有限的。在此情况下,不存在虚假陈述,即使存在操纵意图也很难证明。换言之,如今的“金融网红”能够轻易地从追随者可预测的交易行为中获利,而不会触犯反欺诈或反操纵法。仅仅从其他交易者的行为中获利并不违法;这样做是股市中所有交易行为的基础。

换言之,反欺诈法和反操纵法可以有效地用于禁止和惩罚明显非法的欺骗和操纵活动。^[284] 这将保护投资者免受最恶劣形式的“金融网红”不当行为的侵害。但是,合法但具有潜在危害性的行为需要更具创造性的应对措施,这一点将在下文中讨论。

(二)“金融网红”披露

信息披露有助于阻止不良行为或至少减轻危害。在传统的品牌推广背景下,研究表明,如果消费者知道网红的内容是被赞助的,他们会更严格地看待这些内容,并认为其说服力较弱。^[285] 在更广泛的证券领域,

[283] *Chiarella v. United States*, 445 U. S. 222, 234 - 35 (1980) (“第 10b 条被恰当地描述为一个包罗万象的条款,但它所涵盖的必须是欺诈行为”)。Fox et al., 见前注 [154], p. 118 n. 122 [See, e. g., *Schreiber v. Burlington N., Inc.*, 472 U. S. 1. 8 n. 6 (1985)] [“国会第 10b 条中使用了‘操纵性或欺骗性’一词,我们在该条款的背景下解释‘操纵性’时认为其需要具备虚假陈述”(引用省略)]; *Santa Fe Indus., Inc. v. Green*, 430 U. S. 462, 476 (1977) [“操纵‘通常是指那些旨在通过人为影响市场活动来误导投资者的行为,例如洗售、对敲交易或操纵价格’(引用省略)”]; *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U. S. 185, 199 (1976) [“‘操纵性’一词在与证券市场相关时,几乎是一个专门术语。它意味着通过控制或人为影响证券价格,故意或蓄意进行的欺骗或欺诈投资者的行为”(引用省略)]。

[284] 如果实质性被广泛定义,这尤其适用。

[285] See Roberts, 见前注 [47], p. 99 - 100 (collecting sources)。

信息披露在市场运作中发挥着核心作用。^[286] 同时,信息披露的局限性也已被广泛讨论。^[287]

证券市场上的大多数披露是针对公司的,而不是针对“金融网红”的。这种区别可能至关重要。投资者可能会觉得公司层面的信息披露令人困惑,理解起来具有挑战性,他们可能会对“金融网红”的特定信息披露作出更有效的反应。意识到“金融网红”的帖子是赞助的,可能会使受众更具批判性和怀疑性地看待内容。^[288] “金融网红”披露其有偿推广信息可使其追随者感觉更了解情况,并鼓励他们对其进行批判性评估,从而进一步促使金融素养和散户投资者参与度提高。

[286] See, e. g., Goshen & Parchomovsky, 见前注[271], p. 756 – 57 (讨论披露与治理之间的关系)。

[287] See, e. g., Robert A. Prentice, *Moral Equilibrium: Stock Brokers and the Limits of Disclosure*, 2011 WIS. L. REV. 1059, 1061 – 68 (2011) (探讨股票经纪人披露的失败); James Fallows Tierney, *Investment Games*, 72 DUKE L.J. (forthcoming 2022 – 2023) (manuscript at 1, 6), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3916407 (认为“复杂的金融中介”在现代证券法下很大程度上控制了投资者保护)。

[288] “披露应谨慎使用。关于交易层面披露效果的文献相当丰富,其中很大一部分表明,这类警告通常无效,甚至可能适得其反。” See, e. g., Steven M. Davidoff Claire A. Hill, *Limits of Disclosure*, 36 SEATTLE U. L. REV. 599, 599 – 604 (2013) (讨论披露的局限性,包括对复杂投资者的局限性); Prentice, 见前注[287], p. 1061 – 68. For example, companies like AMC and Hertz expressly warned investors that their stock might be worthless. See Joe Wallace, *AMC Shares Sink on Stock Sale Plan and Warning to Buyers*, WALL ST. J. (Jun. 3, 2021), <https://www.wsj.com/articles/meme-stocks-gyrate-after-amc-files-to-sell-more-shares-11622721750>; Hertz Glob. Holdings, Inc., Prospectus Supplement to Prospectus Dated June 12, 2019 (Registration Statement No. 333 – 231878) (June 15, 2020) [“我们正在根据美国法典第 11 篇第 11 章(《破产法》)进行重组,这已经导致并可能继续导致我们的普通股价值下降,甚至可能使我们的普通股变得一文不值。投资我们的普通股涉及高度风险”。这些警告并未阻止散户投资者购买该股票。See Virginie Montet, *AMC Completes Large Stock Offering Despite Blunt Investor Warning*, YAHOO! NEWS (June 3, 2021), <https://news.yahoo.com/amc-completes-large-stock-offering-183303685.html> (注意到尽管 AMC 警告“在这种情况下,我们劝告您不要投资我们的 A 类普通股,除非您已准备好承担全部或大部分投资损失的风险,AMC 仍筹集了近 6 亿美元”)[quoting AMC, Prospectus Supplement to Prospectus Dated December 30, 2020 (File No. 333 – 251805) (Jan. 25, 2021)]。

此外,还有其他类型的披露可供考虑。^[289] 例如,社交媒体平台可以公布曾被罚款或被采取法律措施的“金融网红”名单,就像美国金融业监管局的“经纪人检查”(Broker Check)数据库提供经纪人的资质和违规信息一样。^[290] 如果社交媒体公司认为用户更喜欢可信“金融网红”所在的平台,那么他们可能会自愿采取此种做法。同样,正如企业界越来越重视对社会或环境目标的承诺,也可以鼓励公司或对冲基金披露社交媒体活动。^[291] 在非金融领域,用以规制线上有害和操纵性活动的各种工具已被提出:限制自动播放和无限滚动、严格的默认隐私设置以及其他内容中立的限制。^[292] 还有人主张,如消费者金融保护局(the Consumer Financial Protection Bureau)等此类金融监管机构应该参与社交媒体内容分析,以监控消费者、网红和市场活动,将 TikTok 等平台视为“现代投诉箱”。^[293]

[289] “虽然这超出了本文的范围,但需要注意的是,监管‘金融网红’的内容可能涉及《1940年投资顾问法》下的某些第一修正案问题。根据该法,该法管理投资建议和顾问,只要是通过‘定期和广泛发行的出版物’传播的金融建议,个人就无须在该法下注册。2021年10月,Robinhood向美国证券交易委员会提交的意见认为,无论是通过文字还是其他传播方式(如动画和图形),数字互动实践传达的是思想和信息,因此构成受第一修正案保护的言论,并且基于其传播内容的努力来监管数字互动实践将因此面临严格的第一修正案审查,而这种法规很少能通过。”See also, e. g., Norton, 见前注[131] (“探讨第一修正案保护与操纵之间的交集”)。Norton探讨了操纵性言论被禁止的程度,并指出最高法院的商业言论理论并未涉及那些操纵性但不具欺骗性的商业言论。同上注, p. 233. Norton提议法院应将其理论扩展至包括“操纵性”的商业言论。同上注。虚假或误导性的言论不受第一修正案保护。See *Cent. Hudson Gas Elec. Corp. v. Pub. Serv. Comm’n*, 447 U. S. 557, 563–64 (1980).

[290] See Broker Check, FINRA, <https://brokercheck.finra.org/>.

[291] See, e. g., Hannes et al., 见前注[208], p. 8–10 (描述了企业界对ESG日益关注的趋势,并考虑了支持者的理由——长期价值最大化、利益相关者主义和投资者的社会偏好——认为企业应在简单的利润最大化之外追求ESG目标)。关于ESG承诺的有效性存在广泛的争论。同上注, p. 3 (指出“呼吁促进ESG目标的言辞与实际推进ESG目标之间存在巨大差距”); Dorothy Lund & Elizabeth Pollman, *The Corporate Governance Machine*, 121 COLUM. L. REV. 2563; Marcel Kahan & Edward Rock, *Systemic Stewardship with Tradeoffs*, (N. Y. U. L. Econ Rsch, Working Paper No. 22–01, 2022), <https://ssrn.com/abstract=3974697>.

[292] See, e. g., Norton, 见前注[131], p. 241–42 (collecting sources).

[293] See Nikita Aggarwal et al., *#Fintok and Financial Regulation*, 54 ARIZ. ST. L. J. 333, 337 (2023).

作者认为,这也可能抑制掠夺性行为。^[294]

关于受赞助的“金融网红”活动,1933年《美国证券法》第17b条包含反兜售条款,禁止在未披露报酬或报酬金额的情况下推销证券。^[295] SEC最近与一些名人就其在社交媒体上非法推广加密货币达成和解,这些名人未披露他们(就推广行为)收取了报酬。^[296] 法院还认为,新闻撰稿人有义务披露其在某些股票市场的经济利益。^[297] 当然,经纪人和投资顾问要遵守详细的监管制度,包括披露、报告、营销等多方面的规定。^[298] 这些规定也适用于他们的社交媒体活动。然而,大多数“金融网红”不是注册财务顾问,可能不受上述许多法规的约束,尤其在其内容不收取报酬的情况下。

一些司法管辖区已开始发布有关社交媒体金融内容的建议。迄今为止,SEC对注册投资顾问或经纪人使用社交媒体的调查是有限的。^[299] 其他司法辖区的金融监管机构已开始发布与社交媒体上的金融建议有关的指导意见,通常是阐明金融内容可能违反相关法规的情况。^[300] 例

[294] 同上注。

[295] See 15 U. S. C. § 77q(b).

[296] See U. S. SEC. & EXCH. COMM'N, 见前注[52]; U. S. SEC. & EXCH. COMM'N SEC Charges, *NBA Hall of Famer Paul Pierce for Unlawfully Touting and Making Misleading Statements about Crypto Security*, (Feb. 17, 2023), <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-34>; U. S. SEC. EXCH. COMM'N, SEC Charges *Crypto Entrepreneur Justin Sun and his Companies for Fraud and Other Securities Law Violations* (Mar. 22, 2023), <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-59> [charging Lindsay Lohan, Jake Paul, DeAndre Cortez Way (Soulja Boy), Austin Mahone, Michele Mason (Kendra Lust), Miles Parks McCollum (Lil Yachty), Shaffer Smith (Ne-Yo), and Aliaune Thiam (Akon)].

[297] See Mitts et al., 见前注[31], p. 5 (collecting cases).

[298] See U. S. Sec. & Exch. Comm'n, Request for Information and Comments on Broker – Dealer and Investment Adviser Digital Engagement Practices, Related Tools and Methods, and Regulatory Considerations and Potential Approaches; Information and Comments on Investment Adviser Use of Technology to Develop and Provide Investment Advice (Aug. 27, 2021), <https://www.sec.gov/rules/other/2021/34-92766.pdf>, p. 33 – 35 (征求关于数字互动投资实践的意见).

[299] 同上注, p. 1.

[300] See DELOITTE, *Regulatory Posture on Social Media Advertising and Finfluencers* (June 28, 2022), <https://www2.deloitte.com/gu/en/pages/financial-services/articles/regulatory-posture-social-media-advertising-finfluencers.html> (总结了新西兰金融市场管理局、欧洲证券和市场监管局、澳大利亚证券和投资委员会、新加坡金融管理局等监管机构提供的指导).

如,欧洲证券和市场管理局(European Securities and Markets Authority)于2021年10月发布的一份声明明确了社交媒体上的投资建议违反《欧盟市场滥用条例》的后果。^[301] 同样,澳大利亚证券和投资委员会(Australian Securities and Investments Commission)于2022年3月发布的一份信息表警告称,具有金融影响力的社交媒体网红可能会违反《2001年澳大利亚公司法》。^[302]

(三) 更好的“金融网红”信息

从更广泛的角度来看,重要的是激励“金融网红”生成更好的信息。当然,理解何为“好”信息仍是一项挑战。即使对传统投资者而言,信息也在不断发展,已经超越了财务报表分析的范畴。^[303] 因此,正如前文所讨论的,市场对“信息”理解的边界可能值得扩展。

如果得到有效利用,“金融网红”和社交媒体可以在向散户投资者传播有用信息方面发挥重要作用,这将扩大散户投资者群体,并有助于解决更广泛的金融素养和公平性问题。^[304] 因此,应该利用“金融网红”增强声誉、建立信任和吸引更多追随者的动机,促使“金融网红”提供有价值的信息。在类似情况下的研究发现,社会监督可能会促使财务报告

[301] See EUR. SEC. & MKTS. AUTH., *ESMA's Statement on Investment Recommendations on Social Media* (Oct. 28, 2021), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-154-2780_esmas_statement_on_investment_recommendations_on_social_media.pdf.

[302] See AUSTL. SECS. & INVS. Comm'n, *Discussing Financial Products and Services Online* (Mar., 2022), <https://asic.gov.au/regulatory-resources/financial-services/giving-financial-product-advice/discussing-financial-products-and-services-online/>.

[303] See, e.g., U. S. SEC. & EXCH. COMM'N, *SEC Says Social Media OK for Company Announcements if Investors Are Alerted* (Apr. 2, 2013), <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-2013-51.htm> (澄清公司可以使用社交媒体传播信息,以符合《公平披露条例》的规定)。

[304] 通过提高社交媒体传播信息的质量,可以缓解散户投资者所面临的公平性问题和结构性劣势。股票价格“公平性”的理论概念并不评估每个投资者是否获得正回报。对公平性的评估通常取决于它如何影响市场参与者的事前财富状况。See Fox et al., 见前注[38], p. 1263. 此外,公平价格通常仅被定义为反映所有公开可用信息的价格。当然,感知到的公平性可以显著影响散户投资行为。See Fox et al., 见前注[14], p. 49-54.

产生更好的信息内容。^[305] 如果历史上提供有价值信息的“金融网红”能在追随者中产生更多信任和参与,这些“金融网红”可能会受到激励从而继续提供有价值的信息,提供质量低劣的信息的动机会被抑制。

激励“金融网红”生成有助于提高价格准确性的优质信息,不仅会使散户投资者受益,也会有利于市场的价格发现机制。对那些将教育作为其平台重要组成部分的“金融网红”,可以给予额外的奖励。例如,监管机构可以考虑与诸如“金融很酷大学”这样的平台合作,以警惕误导信息。

如上所述,公司和机构投资者可以考虑直接与“金融网红”和散户投资者沟通。实现这一点的一种方式是通过投票平台。比如,先锋集团和黑岩集团已经推出了计划,为个人投资者提供了更多关于其股份的选择。^[306] 增加参与度和沟通可以促进更好的信息共享,同时提高金融素养。^[307] 此外,公司和机构投资者还可以通过直接的散户沟通方式接触到“金融网红”和散户投资者。公司越来越多地改变其沟通策略,包括直接与散户投资者对话、在社交媒体上发布内容,以及监控散户交易平台。^[308] 而随着接触和沟通渠道的扩大,也可以增加公司或机构在作出金融决策时将“金融网红”和散户投资者所重视的社会或文化价值加

[305] See Fox et al., 见前注[38], p. 1368(讨论 Seeking Alpha 作者可能如何受到激励提供优质信息); see also Jonathan Clarke et al., *Fake News, Investor Attention, and Market Reaction*, 32 INFO. Sys. RsCH. 35, 49–51 (2021)(证明在 Seeking Alpha 平台上,假新闻比真实新闻更能吸引注意力); Paulo B. Goes et al., “Popularity Effect” in *User – Generated Content: Evidence from Online Product Reviews*, 25 INFO. Sys. RsCH. 222, 236 (2014)(指出更多的客观评论是由于更多的观看量)。当然,正如其他人在披露背景下所讨论的那样,社会监控也可能阻碍理性决策。同行活动可能导致更多的自我监控和更好的结果,但也可能加剧非理性行为。See Davidoff Hill, 见前注[288], p. 603, 632 (discussing the limits of disclosure) [citing Judith Chevalier & Glenn Ellison, *Career Concerns of Mutual Fund Managers*, 114 Q. J. EcoN. 389, 389 (1999)]。

[306] See Brush, 见前注[257]; Blackrock, 见前注[258]; Martha Carter et al., *Be Careful What You Wish For*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Dec. 28, 2022), <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/12/28/be-careful-what-you-wish-for/>.

[307] See Fisch, 见前注[212] (manuscript at 31)。

[308] See Trentmann, 见前注[245]。

以考虑的意愿。

最后,可以考虑为“合格”的“金融网红”建立数据库。例如,金融规划标准委员会(Financial Planning Standards Board)最近向国际证券委员会组织散户市场行为特别工作组(International Organisation of Securities Commissions Retail Market Conduct Task Force)提供了建议,建议为“金融网红”建立一个监管“沙盒”(sandbox)并发布参与的“金融网红”的名单。^[309]

结 论

本文记录了“金融网红”在当今股票市场的崛起,分析了“金融网红”驱动的交易如何与传统的价格发现规范框架相互作用,并评估了“金融网红”的利弊。

“金融网红”正在通过放大散户交易的影响力和扩大股价反映的“信息”类型来扰乱当今股票市场的信息生态系统。市场必须重新考虑股价中包含的信息,以及控制或塑造这些信息的主体。实体经济中的资本流动正受到复杂的影响,可能越来越多地流向反映非传统类型信息或价值观的项目。尽管“金融网红”可以通过提高金融素养和增加散户投资者参与惠及市场,但他们也可能有扭曲的动机去制造泡沫或从事欺诈和操纵行为。尽管证券法能够惩罚明显的非法行为,但其他改革应该集中于改善沟通与信息。

(编辑:徐安安 姜沅伯)

[309] See Sonia Rach, *Finfluencers' Are the Supply Filling a Demand*, FIN. TIMES (Aug. 25, 2022), <https://www.ftadviser.com/your-industry/2022/08/25/fin-fluencers-are-the-supply-filling-a-demand/>.