



传闻求证信息对股价的影响： 基于《股市动态分析周刊》相关栏目的分析

周战强 高 扬

摘 要：利用《股市动态分析周刊》杂志传闻求证专栏刊登的传闻求证信息，使用事件研究法，实证分析股价对传闻求证信息的反应。结果表明，传闻求证信息公布前后的股价变动在大多数情况下表现出“前涨后调”的模式，即公布前股价会明显上升，公布后股价会下调，但下调幅度相对较小；既未证实又未证否传闻的求证信息、关于盈利能力和再融资传闻的求证信息公布后股价反应过度，说明股价对传闻求证信息的反应缺乏效率。

关键词：股票市场；传闻求证信息；事件研究法

一、引 言

凡有股市的地方必有传闻。在股市环境合适时，传闻就会迅速扩散，影响投资者的股票交易行为，从而导致股价波动。为减少传闻对股价的影响，发布澄清信息是一种常用的方法。中国证监会于 2007 年 1 月 30 日颁布了《上市公司信息披露管理办法》，其中规定上市公司如果出现公司业绩、重大事项等传闻，应当及时披露相关信息。从 2007 年至今，上市公司发布的传闻澄清公告达 2600 多条，然而仍有一些相对重要的传闻并没有得到上市公司的正式澄清，一些报刊如《证券时报》《北京商报》《股市动态分析周刊》等对其中一些传闻求证后，发布了澄清信息，即传闻求证信息。研究表明，上市公司澄清公告对股价变动会产生显著影响，然而传闻求证信息是否会对股价产生影响，是一个需要认真研究的重要课题。对这一课题的研究，有助于了解股价对传闻求证信息反应的模式及求证信息的有效性，可为规范传闻事件的澄清、改进传闻求证信息的效果、减少传闻的影响提供参考。

目前有关传闻澄清信息对股价影响的研究相对较少。Huberman 等人分析了一家上市公司股价受错误消息及其澄清信息的影响，发现在澄清信息公布后的相当长时期中，其股价都没有恢复到原来的价格水平，并认为这是由于“非理性的公众热情”改变了股票的交易模式 (Huberman et al., 2001: 387-396)。Carvalho、Marshall 等人研究了一条公司传闻及其澄清信息对股价的影响情况，发现该公司股价在 5 天后才恢复到传闻前的水平 (Carvalho et al., 2011: 597-615; Marshall et al., 2014: 237-249)。赵静梅等人的研究表明，沪深交易所上市公司发布驳斥传闻的澄清公告后股价不能迅速恢复到先前水平，但它可以增加股票的关注度，提升股票的活跃度和交易量 (赵静梅等，2010: 38-51)。张宁等人发现投资者对 A 股市场负面传闻的澄清公告反应不足，澄清效果受澄清方式、澄清信息的详细程度等因素的影响 (张宁等，2012: 60-67)。贾明等人发现 A 股市场的澄清公告对正面传闻有驳斥作用，但对负面传闻会起反作用 (贾明等，2014: 118-132)。从上述研究可以看出，股市传闻澄清公告对股价有显著影响，但这些研究中涉及的都是上市公司正式发布的澄清公告，没有涉及媒体

发布的传闻求证信息对股价的影响。

本文利用事件研究方法,实证分析传闻求证信息对股价的影响。在国内媒体中,虽然有一部分报刊报道传闻求证信息,但有相当一部分报道,虽冠以传闻求证的名字,其实是上市公司对传闻的正式澄清公告。去除这些澄清公告后,除《股市动态分析周刊》外,其他报刊关于传闻求证信息的报道数量少。《股市动态分析周刊》从 2009 年 10 月开始,开辟了传闻求证专栏,专门发布传闻求证信息,截至 2013 年底共发布了 570 条求证信息。因此本文根据该栏目信息,分析传闻求证信息是否对股价产生显著影响,并根据传闻目标公司规模、传闻求证结果、传闻求证信息内容分类对这一问题展开深入探讨。

二、数据与研究方法

(一) 数据说明

本文收集和整理了《股市动态分析周刊》从 2009 年 10 月出版的第 42 期至 2013 年 12 月底第 52 期中刊载的所有传闻求证信息,按照下述原则对样本进行了筛选:第一,删除一条求证信息同时澄清一只股票多个传闻的情形;第二,删除在连续两周内有几条澄清信息的股票;第三,删除连续半年内出现相互矛盾的澄清信息的股票;第四,删除反复澄清同一传闻的股票;第五,删除求证信息模糊不清的情形;第六,删除上市公司正式发布澄清公告且该栏目又进行传闻求证的情形;第七,删除传闻求证信息公布日相应股票发布有正式公告的情形;第八,删除多家媒体对同一条传闻进行求证的情形;第九,由于利空传闻的求证信息极少,删除该类求证信息;第十,删除数据不全的股票。最后得到了 471 个样本。相应股票和市场的日度收益率数据取自 CSMAR 中国股票市场交易数据库。

(二) 研究方法

事件研究法是针对某项事件的发生或某一信息的发布对资产价格或交易量的影响程度和持续时间进行测度与检验的研究方法(Ball et al., 1968:159-178)。本文采用事件研究法实证分析传闻求证信息发布对股价的影响。事件日为《股市动态分析周刊》刊登传闻求证信息的日期(该杂志每周周六发行,因此事件日无交易)。定义事件窗口为 $(-10, +10)$,估计窗口为 $(-130, -11)$ 。预期收益率一般常采用均值调整模型、市场指数调整模型或市场模型进行计算,这些模型的检验力度没有太大差别(Brown et al., 1985:3-32),但市场模型应用最广,因此这里采用市场模型计算预期收益率:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \epsilon_{i,t}$$

其中, $R_{i,t}$ 为在估计期或估计窗口中第 t 日股票 i 的收益率, $R_{m,t}$ 为在估计期中第 t 日市场收益率, α 是常数项, β 为回归系数, $\epsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。异常收益率(AR)的计算公式如下:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t})$$

其中, $AR_{i,t}$ 为事件期或事件窗口第 t 日股票 i 的异常收益率, $R_{i,t}$ 为事件期第 t 日股票 i 的收益率, $(\alpha_i + \beta_i R_{m,t})$ 为事件期第 t 日股票 i 的预期收益率。平均异常收益率(AAR)计算公式如下:

$$AAR_t = (1/N) * \sum_{i=1}^N \epsilon_{i,t}$$

其中, N 为样本中所有股票的数目。采用 t 检验来检验事件期内平均异常收益率是否显著异于零。 t 检验统计量为:

$$t_t = \left(\frac{1}{\sqrt{N}} \right) \sum_{i=1}^n \frac{\epsilon_{i,t}}{\sigma_i}$$

其中, $\epsilon_{i,t}$ 是随机扰动项, σ_i 为估计期内的标准差。

三、实证结果分析

(一) 样本的描述性统计分析

样本的描述性统计结果见表 1。可以看出,有关沪市股票传闻的求证信息比例略高于深市。在传

闻求证信息涉及的公司中,小微型公司的比例最低,占 4%,大型公司所占比例最高,接近 3/4^①。按照传闻的求证结果,可将求证信息分为证实、证否、其他(即未证实也未证否)3 类,其中其他类别的求证信息比例最高,达到 62.84%,证实传闻的求证信息比例最低,占 12.53%。按照传闻求证信息涉及的内容,可将传闻求证信息分为盈利能力、资产重组、兼并收购、再融资 4 类,其中有关资产重组类的求证信息最多,接近一半,有关再融资的求证信息比例最低,占 4%。

表 1 样本的描述性统计

	交易所		公司规模			求证结果			求证内容				总计
	深圳	上海	小微	中	大	证实	证否	其他	盈利	重组	并购	再融资	
数目	230	241	19	103	349	59	116	296	166	223	63	19	471
比例(%)	48.83	51.17	4.03	21.87	74.10	12.53	24.63	62.84	35.24	47.35	13.38	4.03	100

(二) 全样本下传闻求证信息对股价的影响

表 2 给出了传闻求证信息公布日前后各 10 个交易日的平均异常收益率。由第 2 列可知,在求证信息公布前,平均异常收益率均为正值。在公布前第 2~5、7~9 个交易日,平均异常收益率至少在 5% 的显著性水平上统计显著;其他交易日的平均异常收益率不显著。在公布后,平均异常收益率大多数为负,其中第 5、10 个交易日的平均异常收益率分别在 5%、1% 的显著性水平上统计显著。可见,传闻求证信息公布前后的股价变动模式具有“前涨后调”的特征:求证信息公布前股价会明显上升,公布后股价会下调,但下调幅度相对较小。出现这种模式的原因可能是传闻求证信息提前泄露,或者投资者通过其他途径获悉了它,因而当它公布时,反而股价并没有显著反应。这与前述股价对澄清公告发生显著反应的已有研究结论不同。这种模式在两个交易所的样本股票中都存在(见表 2 第 3~4 列),但存在一定差异。相对而言,样本中深交所股票的上涨幅度及调整幅度要大些,这从事件窗口的累积平均异常收益率(CAAR)角度看更为明显(见图 1 的左上图)。这种情形可能与深交所中小规模公司比例高有关。

表 2 传闻求证信息公布前后平均异常收益率(AAR)

事件期 交易日	全样本	交易所		公司规模			求证结果			求证内容			
		深圳	上海	小微	中	大	证实	证否	其他	盈利	重组	并购	再融资
-10	0.021	0.176	-0.119	1.370	-0.008	-0.041	0.109	-0.308	0.136	0.181	0.006	-0.104	-0.685
-9	0.237 ^b	0.243	0.231	-0.409	0.284	0.258 ^b	-0.035	0.286	0.269 ^c	0.140	0.330 ^c	0.375	-0.494
-8	0.392 ^a	0.307 ^c	0.470 ^a	1.495 ^c	0.134	0.408 ^a	0.205	0.647 ^b	0.326 ^b	0.505 ^b	0.316 ^c	0.459 ^c	-0.154
-7	0.240 ^b	0.403 ^b	0.092	0.095	0.446	0.189	-0.198	0.180	0.346 ^b	-0.080	0.454 ^a	0.317	0.092
-6	0.279	0.164	0.384 ^c	0.902	0.083	0.302 ^c	0.117	0.652 ^a	0.162	0.573 ^b	0.506 ^a	-1.493	0.947
-5	0.560 ^a	0.683 ^a	0.448 ^b	1.932 ^b	0.959 ^a	0.373 ^b	0.795 ^b	0.741 ^a	0.444 ^b	0.178	0.684 ^a	0.794 ^b	1.460 ^b
-4	0.705 ^a	0.699 ^a	0.710 ^a	0.876	0.978 ^a	0.618 ^a	0.619	0.361	0.857 ^a	0.650 ^c	0.772 ^a	0.877 ^b	-0.190
-3	0.752 ^a	0.764 ^a	0.741 ^a	0.468	0.677 ^b	0.788 ^a	1.040 ^a	0.520 ^c	0.789 ^a	0.561 ^a	0.954 ^a	0.456	0.897
-2	0.437 ^a	0.498 ^a	0.381 ^b	-1.035	0.496	0.498 ^a	0.652	0.284	0.457 ^a	0.514 ^b	0.343 ^c	0.891 ^b	-0.557
-1	0.156	0.173	0.139	-0.494	0.042	0.222	-0.226	0.389	0.135	0.085	0.198	0.083	0.465
+1	-0.089	-0.047	-0.126	0.494	-0.330	-0.050	-0.104	0.165	-0.186	-0.363	0.099	0.260	-1.162 ^c
+2	-0.125	-0.329	0.062	0.153	0.252	-0.247	-1.080	0.436	-0.168	-0.665 ^b	0.118	0.183	0.448
+3	-0.046	-0.043	-0.049	-0.546	-0.197	0.024	0.851 ^c	-0.201	-0.153	0.447 ^c	-0.271 ^c	-0.355	-0.422
+4	-0.026	0.048	-0.093	-0.562	-0.232	0.061	-0.120	0.072	-0.047	-0.214	0.127	-0.190	0.246
+5	-0.253 ^b	-0.328 ^c	-0.185	-0.681	0.200	-0.359 ^a	-0.297	-0.357	-0.203	-0.233	-0.176	-0.144	-1.656 ^b
+6	-0.117	-0.225	-0.019	0.177	-0.224	-0.102	0.324	-0.690 ^b	0.028	-0.367 ^c	0.073	0.224	-1.396 ^c
+7	0.069	0.115	0.026	-0.519	-0.420 ^c	0.239	0.629	0.036	-0.024	0.205	0.102	-0.307	-0.217
+8	-0.112	-0.207	-0.024	-0.144	-0.144	-0.100	-0.465	0.045	-0.107	0.056	-0.153	-0.451	0.106
+9	0.082	0.033	0.127	1.300 ^b	0.183	-0.011	-0.086	0.252	0.047	0.015	0.021	0.342	0.499
+10	-0.292 ^a	-0.195	-0.381 ^b	0.362	-0.597	-0.240 ^c	-0.336	-0.304	-0.280 ^c	0.040	-0.458 ^a	-0.692 ^c	0.215

注:a、b 和 c 分别表示在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上统计显著。

①大中小微型企业是按照国家统计局 2011 年颁布的《统计上大中小微型企业划分办法》进行划分的。由于样本中小微型企业数量少,合并为一类进行处理。

（三）不同规模公司的传闻求证信息对股价的影响

股票市场存在规模效应，即股票收益率与公司规模大小存在负相关关系（Banz,1981:3-18）。传闻求证信息对股价的影响可能会因公司规模不同而表现出差异。因此需要在控制公司规模后，进一步分析传闻求证信息对股价的影响。表 2 第 5~7 列显示了不同规模公司股票在传闻求证信息公布前后各 10 个交易日平均异常收益率的情况。可以看出，小微型公司的平均异常收益率在求证信息公布前的大多数交易日为正，其中第 5、8 个交易日的平均异常收益率分别在 5%、10% 的显著性水平上统计显著，在公布后有 5 个交易日为负且不显著，但在第 9 个交易日在 5% 的显著性水平上显著为正。中型公司的平均异常收益率在求证信息公布前除第 10 个交易日外均为正值，其中第 3~5 个交易日的平均异常收益率至少在 5% 的显著性水平上统计显著；在公布后其平均异常收益率在大多数交易日为负，仅在第 7 个交易日在 10% 的显著性水平上统计显著。大型公司的平均异常收益率在求证信息公布前除第 10 个交易日外均为正值，其中第 2~6、8、9 个交易日的平均异常收益率至少在 10% 的显著性水平上统计显著；在求证信息公布后，其平均异常收益率在大多数交易日为负值，仅在第 5、10 个交易日分别在 1%、10% 显著性水平上统计显著。不同规模公司股票在事件窗口都表现出“前涨后调”的模式（见图 1 右上图），但存在一定程度的差异：样本中小微型、中型、大型公司股票都上涨明显，但上涨幅度依次减小，下调幅度也是依次减小，而且小微型股票下调开始时间稍早一些。这种差异为前文提及的深交所股票的上涨及调整幅度比上交所的更大提供了证据。小微型公司股票上涨和下调幅度相对较大，可能是因为它们规模小，信息透明度较低，更易受信息变动的影响，股价波动大，也可能与它们在样本中的数量少有关。

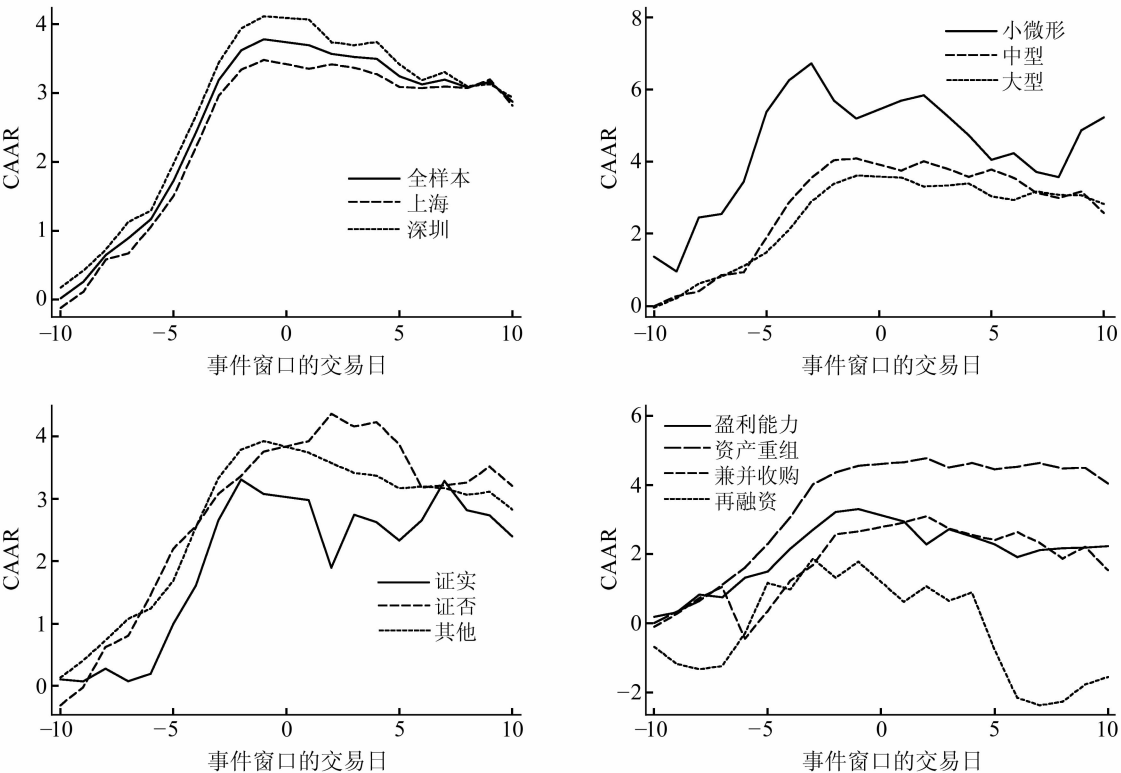


图 1 事件窗口各交易日的累积异常收益率

（四）不同结果的传闻求证信息对股价的影响

前述文献表明，正式澄清公告中对传闻的不同澄清结果会引起股价发生不同的变化。这是因为投资者在看到或听到重要的传闻信息后，会去搜寻其澄清信息，根据不同的澄清结果采取不同的交易决策。传闻求证信息也是澄清信息，不同的求证结果对股价的影响可能不同，因此有必要进一步分析不同求证结果对股价的影响。表 2 第 8~10 列给出了证实、证否和其他三类求证结果在公布日前后各 10 个

交易日平均异常收益率的情况。可以看出,在证实传闻的求证信息公布前,大多数交易日的平均异常收益率为正,其中第 3、5 个交易日分别在 1%、5% 的显著性水平上统计显著,其他交易日的平均异常收益率均不显著;在公布后大多数交易日的平均异常收益率为负,在 10% 的显著性水平上都不显著,但在第 3 个交易日的平均异常收益率在 10% 的显著性水平上显著为正。在否认传闻的求证信息公布前,除第 10 个交易日平均异常收益率为负且不显著外,其他交易日的平均异常收益率均为正,其中第 3、5、6、8 个交易日的平均异常收益率至少在 10% 的显著性水平上统计显著;在公布后有 4 个交易日平均异常收益为负,仅第 6 个交易日的平均异常收益率在 5% 的显著性水平上显著为负。对于其他类别而言,在公布前的平均异常收益率均为正值,并在第 2~5、7~9 个交易日至少在 10% 的显著性水平上统计显著,而在公布后平均异常收益率在大多数交易日为负,且在第 10 个交易日在 10% 的显著性水平上统计显著。可见,不同结果的求证信息公布前后股价都表现出“前涨后调”的模式(见图 1 左下图)。证实传闻的公司股价上涨幅度相对较小,下调开始时间稍早,下调初期幅度稍大;证否传闻的公司股价上升幅度相对较大,下调开始时间稍晚,下调初期幅度稍大;其他类别求证信息公布后股价明显下调,说明股价反应过度。可能原因是传闻信息公布后,由于多数投资者对传闻采取“宁可信其有”的态度,股价会发生显著变动,而传闻求证信息公布后,如果它证实了传闻,因股价在传闻公布时就做出了反应,此时相关利好出尽,股价下降;如果它否定了传闻,与投资者最初根据传闻的预期可能不同,投资决策最初调整缓慢,而后迅速调整,股价降幅稍大;如果是其他类求证信息,即未证实也未证否传闻的不确定结果,可能导致投资者对以前的判断与决策产生了怀疑和调整,股价出现下调。

(五) 不同内容的传闻求证信息对股价的影响

有关公司的重要信息会对股价产生影响,不同类型的信息对股价的影响并不相同。传闻求证信息按照内容可归为盈利能力、资产重组、兼并收购、再融资 4 类,它们对股价的影响也存在差异。表 2 第 11~14 列显示了求证信息在公布前后各 10 个交易日平均异常收益率的情况。有关盈利能力的求证信息在公布前的平均异常收益率除了在第 7 个交易日为负外,其他交易日均为正,其中第 2~4、6、8 个交易日的平均异常收益率至少在 10% 显著水平上统计显著;在公布后第 1、2、4~6 个交易日的平均异常收益率为负值,其中第 2、6 个交易日的平均异常收益率分别在 5%、10% 的显著性水平上统计显著,在公布后其他交易日的平均异常收益率为正,其中第 3 个交易日的平均异常收益率在 10% 的显著性水平上统计显著。有关资产重组的求证信息,在公布前的平均异常收益率均为正值,并且在第 2~9 个交易日的平均异常收益率在 1% 或 10% 显著性水平上统计显著;在公布后有 4 个交易日的平均异常收益率为负,其中第 3、10 个交易日的平均异常收益率在 10%、1% 显著性水平上统计显著。有关兼并收购的求证信息在公布前的平均异常收益率大多数为正,其中第 2、4、5、8 个交易日的平均异常收益率在 5% 或 10% 的显著性水平上统计显著,而公布后的平均异常收益率多数为负,其中第 10 个交易日的平均异常收益率在 10% 的显著性水平上统计显著。有关再融资的求证信息在公布前的平均异常收益率有一半为正,其中第 5 个交易日的平均异常收益率在 5% 的显著性水平上统计显著,而公布后的平均异常收益率有一半为负,其中第 1、5、6 个交易日的平均异常收益率在 5% 或 10% 的显著性水平上统计显著。可见,有关盈利能力的传闻求证信息公布前股价明显上涨,公布后股价也明显下调,说明股价反应过度;有关资产重组、兼并收购的传闻求证信息公布前股价明显上涨,前一类导致的上涨幅度相对较大,公布后股价下调开始得稍晚,前一类导致的调整幅度较后一类要小,但都不明显。这三类求证信息的股价反应模式虽有差异,但都不同程度地呈现出“前涨后调”的模式(见图 1 右下图)。有关再融资的传闻求证信息公布前的股价涨幅不明显,但公布后的股价立即发生显著反应,跌幅明显,并且超过了涨幅,说明股价存在反应过度。这可能与投资者对上市公司借助再融资进行圈钱的行为有抵触有关。

四、结论与建议

本文利用《股市动态分析周刊》传闻求证专栏刊登的传闻求证信息,实证分析了股价对传闻求证信息的反应。结果表明,大多数情况下,传闻求证信息公布前后的股价变动表现出“前涨后调”的模式,即

公布前股价会明显上升，公布后股价会下调，但下调幅度相对较小；既未证实又未证否传闻的求证信息、关于盈利能力和再融资传闻的求证信息公布后股价反应过度，这说明股价对传闻求证信息的反应缺乏效率。

基于本文研究结论，笔者提出以下建议：一是一些上市公司目前并没有严格贯彻执行《上市公司信息披露管理办法》的相关规定对有些重要传闻做出正式澄清，因此证监会应进一步规范上市公司的信息披露，完善相关规章制度，加强对上市公司信息披露情况的监督和检查；二是因为关于盈利能力和再融资传闻的求证信息公布后市场反应过度，上市公司要慎重处理这些类型传闻的澄清工作；三是既未证实又未证否传闻的求证信息公布后股价反应过度，上市公司应避免或尽可能减少这种求证结果的出现；四是由于小微公司相对于大中型公司股价上涨和下调幅度较大，更应认真对待传闻的澄清事宜。

参考文献：

[1] 贾明、阮宏飞、张喆(2014). 上市公司澄清公告的辟谣效果研究. 管理科学, 2.

[2] 张宁、刘春林(2012). 传闻澄清的市场反应研究——澄清公告详细性的作用. 财贸经济, 3.

[3] 赵静梅、何欣、吴风云(2010). 中国股市谣言研究：传言、辟谣及其对股价的冲击. 管理世界, 11.

[4] Ball, R., P. Brown(1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 2.

[5] Banz, R. W. (1981). The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks. *Journal of Financial Economics*, 9.

[6] Brown, S. J., J. B. Warner(1985). Using Daily Stock Returns: The Case of Event Study. *Journal of Financial Economics*, 14.

[7] Carvalho, C., N. Klagge, E. Moench(2011). The Persistent Effects of a False News Shock. *Journal of Empirical Finance*, 4.

[8] Huberman, G., T. Regev (2001). Contagious Speculation and a Cure for Cancer: A Nonevent that Made Stock Prices Soar. *Journal of Finance*, 1.

[9] Marshall, B. R., N. Visaltanachoti, G. Cooper(2014). Sell the Rumor, Buy the Fact? *Accounting & Finance*, 1.

**Influence of News Clarifying Rumors on Stock Prices:
A Study Based on Relevant Column of *Stock Market Trend Analysis Weekly***

Zhou Zhanqiang (Associate Professor, Central University of Finance and Economics)

Gao Yang (Graduate, Renmin University of China)

Abstract: This paper analyses influence of news clarifying rumors on stock prices with the event study method, based on a relevant column on *Stock Market Trend Analysis Weekly*. The results show that the stock prices appear to go up significantly before and down moderately after announcing the news in the most cases, and to overreact after publishing the news clarifying the rumors about refinancing and profitability, or the ones whose results are not sure.

Key words: stock market; news clarifying rumors; event study method

■作者简介：周战强，中央财经大学经济学院副教授，经济学博士；北京 100081。Email: zhouzhanqiang2008@163.com。

高扬，中国人民大学经济学院研究生。

■基金项目：国家自然科学基金项目(71350016)；教育部留学回国人员科研启动基金项目；“中央财经大学协同创新中心”经济学院研究项目

■责任编辑：刘金波

