

传闻消息对我国上市公司股价影响的实证分析

刘 华 周小光 李 刚

(华中科技大学管理学院,湖北武汉 430074)

摘 要 本文通过有关我国上市公司的传闻消息对上市公司股价影响的实证分析,得出在消息公布日前 2 天以及后 3 天的时间段里,传闻消息对股价有正影响,从而给投机者带来了非正常收益,但是从长期来看,传闻消息不会给投资者带来任何非正常收益。另外,通过对各类传闻消息对股价影响的进一步分析,发现在诸类传闻消息中,主力类传闻对上市公司股价的影响最为显著,能给投机者带来很大的非正常收益。

关键词 :传闻消息;平均非正常收益;累积非正常收益;实证分析

中图分类号 :F832.5 **文献标识码** :A **文章编号** :1009-3540(2003)09-0016-0004

尽

管广大学者对上市公司股票价格的影响因素进行了广泛的研究,但是基于传闻消息进行交易而产生的股票价格是否会使投资者获得非正常收益这个问题仍然是值得关注的。最初的学者(如 Diefenback,1972;Logue and Tuttle,1973)在有效市场假设的基础上认为传闻消息对股票价格是没有影响的。然而随后一些的学者(Lloyd-Davies,1978;Barber and Loeffler,1993 等)的研究却重创了有效市场假设,发现市场传闻消息可以使投资者得到显著的非正常收益。那么我国的股票市场的传闻消息对股票价格的影响又如何呢?能否使投资者获得非正常收益呢?本文将通过对在我国上海交易所和深圳交易所上市的公司的 A 股普通股基于传闻消息而发生股价波动的研究,来检验传闻消息对我国的上市公司的股票价格的影响是否显著。

一、实证数据和研究方法

本实证研究所采用的市场传闻消息都是来自于 263 天赢财经网(www.money263.net),并参考了中国证券报(<http://www.cs.com.cn>)和新浪财经纵横(<http://finance.sina.com.cn>)。263 天赢财经网的“传闻深度解析”栏目提供了自 2000 年 9 月 17 日以来上市公司的有关传闻消息,并且这些传闻消息每天

都在更新。考虑到目前我国网络已经比较发达,股民上网已经很方便,并且上网的股民也比较多,263 天赢财经网所提供的市场传闻消息和中国证券报(电子版)与新浪财经纵横提供的有关传闻消息大致相当,而且在我国,263 天赢财经网是个办得非常成功的网站,因此,我们就采用了该网站提供的市场传闻消息。

从 2001 年 1 月 1 日至 2001 年 12 月 31 日,263 天赢财经网所提供的传闻消息共有 304 条,而这些消息中有些重复出现多次,有些传闻消息对上市公司的股价没有影响,另外还存在一些传闻消息有关的上市公司的股价不全。这些需要舍弃的传闻消息共有 134 条,剩余的用于分析的样本总量就只有 170 条了(见表 1)。

我们根据内容把这些市场传闻消息划分为 6 类,分别是经营类、业绩类、重组类、走势类、主力类和股权变动类。经营类是指各上市公司进行了与生产经营活动有关而没有涉及到具体的公司的收入或利润的各类消息;业绩类是指直接与上市公司的经营效益与利润相关的传闻消息;重组类则指上市公司拟进行资产重组的传闻消息;走势类是指没有具体原因,估计公司股票会走牛的传闻消息;而主力类

作者简介:刘 华(1967-),男,湖北钟祥人,华中科技大学管理学院副教授,主要研究方向财政与金融;

周小光(1982-),男,湖北黄梅人,华中科技大学管理学院本科生。

©1994-2018 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. <http://www.cnki.net>

则指有主力资金进入该公司股票的传闻消息；而股权变动则指公司改变股权结构的传闻消息。其中，主力类本也可属于走势类，但是考虑到我国股票交易存在很大的人为操作成分，而主力炒作往往又是其最主要的形式，同时表 1 的统计数据表明在所有的传闻消息中，主力类消息是最多的，因此我们把这类传闻消息单独列出来，另作一类，是很有必要的。

通过表 1 可以看出，在我们所分析的传闻消息中，主力类是最多的（52 条），其次是业绩类（43 条），然后依次是经营类（33 条），重组类（16 条），走势类（13 条）和股权变动类（13 条）。这些数据一定程度上说明我国上市公司股票价格的两大类影响因素——公司经营情况（包括业绩类、经营类和重组类）与股票交易情况（包括走势类、主力类和股权变动类）对股价的影响是大致相当的。

表 1 传闻消息的样本选择和按内容划分

	单位：条
所有传闻消息	304
舍弃的传闻消息	134
剩余传闻消息	170
按内容分：	
经营类	33
业绩类	43
走势类	13
主力类	52
重组类	16
股权变动类	13

数据来源：263 天赢财经网。

在具体的研究方法上，我们参考国外对股票市场传闻消息的研究方法，拟采用了标准事件方法（the standard event methodology）。该方法一般是首先通过某事件发生前一定期间内上市公司的实际收益率和市场证券组合收益率来估计该公司的股票市价模型，然后测算在该事件发生时公司股票的非正常收益，再通过检验判断非正常收益率是否与零存在显著性差异，从而判断了该事件是否对公司的股票价格产生了显著的影响。而具体的标准事件研究方法一般有两种，一种是 MacKinlay（1997）和 Campbell（1997）等人采用的，而另一种则是 McKenzie（1998）和 McAleer（1998）等人所采用的，这两种方法只是在具体的实现技术上存在差别，而一般而言不会对计算结果产生影响。

我们在以下的叙述中所说的平均非正常收益（Average Abnormal Returns）是指所有样本公司股票的平均实际收益与平均预期收益的差额，即平均

实际收益高于平均预期收益的部分即为平均非正常收益。预期收益是根据前面所述的标准事件研究方法中所确定的股票市价模型计算出来的。而我们在计算预期收益时采取了用上证指数和深证成指分别近似代替市场证券组合市价和在对传闻消息所涉及的上市公司的平均非正常收益率的计算后用 t 检验来检测平均非正常收益是否与零存在显著性差异的方法。

二、实证分析过程

我们通过对各传闻消息发生日前后所涉及上市公司的平均非正常收益和 t 检验值的计算，得出的相关结果见表 2。

表 2 传闻消息发生日前后日平均非正常收益

(AAR) 计算表					
消息公布日前	AARs	t 值	消息公布日后	AARs	t 值
-30	-1.69%	-4.02	0	0.83%	5.01
-20	-1.49%	-4.32	1	0.90%	5.28
-10	-1.44%	-5.31	2	0.95%	4.98
-5	-0.91%	-3.95	3	0.83%	3.25
-4	-0.78%	-3.43	4	0.58%	2.74
-3	-0.46%	-2.14	5	0.50%	2.52
-2	1.51%	2.18	10	0.45%	1.62
-1	0.66%	3.85	20	0.33%	0.99
0	0.83%	5.01	30	0.04%	0.09

从表 2 可以看出，在消息公布日前两天到后三天时间段内，传闻消息会给上市公司的股票投资者带来很大的非正常收益，其中传闻消息公布日前第 2 天非正常收益最高，达 1.51%。而消息公布日前第 3 天及以前，传闻消息不能给投资者带来任何的非正常收益，消息公布日后第 3 天以后，虽然仍然给股票投资者带来一定的非正常收益，但是随着时间的推移，非正常收益逐渐减少，最后趋近于 0。到传闻消息公布日后第 10 天、第 20 天以及第 30 天，非正常收益分别为 0.45%、0.33%和 0.04%，但此时的 t 检验值也仅为 1.62、0.99 和 0.09。即使在显著水平为 5%的情况下，仍然可以接受非正常收益为 0 的假设。

为了更加明确的判断股市传闻消息对上市公司股价的影响，我们在对传闻消息所导致的日平均非正常收益分析的基础上，进一步进行了时间段分析。时间段分析分为三个方面：第一，检测传闻消息公布日前后对称时间段里股票投资者的累积非正常收益是否趋近为 0；第二，检测传闻消息公布日前股票投资者的累积非正常收益是否趋近于 0；第三，检测传闻消息公布日后股票投资者的累积非正常收益是否趋近于 0。

表 3 传闻消息公布日前后累积非正常收益计算表

时间区段	累积非正常收益 (CARs)	t 检验值
公布日前 (-1, 1)	3.62%	8.92
公布日前 (-2, 2)	4.74%	3.53
公布日前 (-5, 5)	4.21%	2.81
公布日前 (-10, 10)	3.31%	2.22
公布日后 (-20, 20)	2.10%	1.55
公布日后 (-30, 30)	0.71%	0.55
公布日后 (-5, -1)	-0.55%	-0.36
公布日后 (-10, -1)	-1.78%	-1.13
公布日后 (-20, -1)	-3.15%	-1.96
公布日后 (-30, -1)	-0.07%	-0.04
公布日后 (1, 5)	3.93%	5.50
公布日后 (1, 10)	4.25%	5.33
公布日后 (1, 20)	4.42%	5.05
公布日后 (1, 30)	4.44%	4.25

传闻消息公布日前后股票投资者的累积非正常收益如表 3 所示。从表 3 可以明确的看出, 在 (-1, 1)、(-2, 2) 和 (-5, 5) 时间段里, 累积非正常收益分别为 3.62%、4.74% 和 4.21%, 在 1% 的显著水平下, 股票投资者有明显的非正常收益; 在 (-10, 10)、(-20, 20) 及 (-30, 30) 时间段里, 同样在 1% 的显著水平下, 股票投资者的非正常收益是趋近于 0 的。在传闻消息公布日前的各个时间区段里, 股票投资者的累积非正常收益都是正值, 比如 (-5, -1) 和 (-30, -1) 的累积非正常收益分别为 -0.55% 和 -0.07%。即使在 5% 的显著水平下, 可以看出累积非正常收益都是趋势于 0 的。在传闻消息公布日后的各个时间段里, 累积非正常收益均为正值, 且较高。比如在 (1, 5) 和 (1, 30) 时间段里, 累积非正常收益分别为 3.93% 和 4.44%, 即使在 1% 的显著水平下, 累积非正常收益是明显不等于 0 的, 也就是说在传闻消息公布日后的时间段里, 股票投资者是明显有非正常收益的。

为了进一步明确各种传闻消息分别对投资者收益的影响, 我们对传闻消息涉及到的六个方面的内容分别进行了分析。六个方面的日平均非正常收益的分析计算结果如表 4 所示。从表 4 可以看出, 重组类和股权变动类在传闻消息公布日前具有日平均非正常收益, 比如股权变动类传闻消息公布日前 1 天和前 2 天的平均非正常收益分别为 1.47% 和 1.56%。业绩类、经营类、走势类和主力类则在传闻消息公布日后具有非正常收益, 如经营类在公布日后第 2 天具有 0.88% 的非正常收益, 走势类在第 1 天具有 1.65% 的非正常收益。而重组类在公布日前后具有差不多的非正常收益。

表 4 传闻消息公布日前后平均非正常收益 (AAR)

分类统计表												
日	经营类		业绩类		重组类		主力类		走势类		股权变动类	
期	AARs	t 值	AARs	t 值	AARs	t 值	AARs	t 值	AARs	t 值	AARs	t 值
-30	-0.76%	-0.87	-2.80%	-3.27	0.72%	0.36	-2.05%	-3.34	-1.39%	-1.20	-2.63%	-1.35
-20	-1.29%	-2.34	-1.80%	-2.58	-0.32%	-0.20	-1.07%	-1.99	-2.38%	-1.79	-3.25%	-2.04
-10	-1.89%	-2.79	-1.18%	-1.95	-0.87%	-1.00	-1.30%	-3.72	-2.37%	-2.13	-1.52%	-1.24
-5	-1.03%	-1.93	-0.22%	-0.43	-1.42%	-1.98	-1.22%	-2.89	-1.25%	-1.57	-0.75%	-1.31
-4	-1.00%	-2.57	-0.31%	-0.73	-0.99%	-1.08	-0.85%	-1.81	-1.93%	-2.10	-0.03%	-0.07
-3	-0.56%	-1.21	-0.20%	-0.49	-0.46%	-0.69	-0.53%	-1.28	-1.34%	-1.49	0.13%	0.19
-2	-0.40%	-0.85	5.57%	1.12	0.08%	0.14	0.36%	0.84	-0.64%	-0.67	1.47%	2.15
-1	0.37%	1.03	0.78%	2.93	0.62%	1.06	0.45%	1.32	0.97%	1.17	1.56%	2.47
0	0.75%	2.94	0.90%	2.49	0.75%	1.07	0.66%	2.12	1.93%	3.22	0.51%	1.05
1	0.71%	2.34	0.85%	2.00	0.90%	1.81	0.99%	3.38	1.65%	2.86	0.37%	0.65
2	0.88%	3.37	0.84%	1.87	-0.15%	-0.29	1.22%	3.33	1.60%	2.14	1.15%	1.68
3	1.54%	1.62	0.78%	1.96	-0.64%	-1.02	0.95%	2.57	0.50%	0.71	0.80%	1.67
4	0.60%	1.53	0.88%	2.19	-0.71%	-0.63	0.90%	2.41	0.57%	0.71	-0.09%	-0.17
5	0.69%	1.54	0.31%	0.90	-0.70%	-0.73	1.01%	3.04	0.46%	0.53	0.13%	0.27
10	0.41%	0.76	0.32%	0.61	0.01%	0.01	0.48%	1.05	0.86%	0.49	0.94%	1.59
20	0.89%	1.39	0.09%	0.13	1.89%	1.61	-0.01%	-0.01	0.73%	0.51	-1.02%	-0.91
30	0.83%	0.74	-1.02%	-0.83	1.89%	1.16	-0.49%	-0.66	0.65%	0.31	1.20%	0.67

各类传闻消息所导致的累积非正常收益如表 5 所示。在传闻消息公布日前, 经营类存在显著的负累积非正常收益, 业绩类和股权变动类存在正累积非正常收益; 在传闻消息公布日后, 经营类、业绩类、走势类和主力类存在着显著的累积非正常收益, 股权变动类存在一定的正累积非正常收益, 而重组类存在一定的负累积非正常收益。而在消息公布日前后的 (-1, 1) 和 (-2, 2) 区段里, 所有的六类都存在正累积非正常收益, 而在余下的统计区间里, 累积非正常收益逐渐减少, 甚至变为负值。

三、实证结论

通过上面的实证分析研究, 我们得出以下关于我国股票市场传闻消息对股价影响的研究结论。第一, 在传闻消息公布日前 2 天内, 传闻消息对上市公司的股价具有明显的正影响, 导致了投资者的正的非正常收益; 第二, 在传闻消息公布日后 3 日内, 传闻消息仍然对上市公司股票投资者有明显的非正常收益, 但在公布日后 4 日及其更后, 也存在一定的非正常收益, 但是随着时间的推移, 非正常收益趋近于 0; 第三, 长期来看, 传闻消息对上市公司股权投资者的累积非正常收益是为 0 的; 第四, 业绩类、主力类和股权变动类传闻消息导致的非正常收益较为显著, 其中主力类最显著, 而重组类传闻消息最不显著。

我国股票市场上, 在传闻消息公布日前 2 天和

公布日后 3 天内具有非正常收益的结论和美国 Mathur 和 Waheed (1995) 对该问题实证研究的结论是一致的。他们通过研究表明在消息公布日、消息公布日前 1 天及消息公布日后 2 天内, 存在显著的非正常收益。这个结论说明对于短期投资者, 如果交易成本很低, 他们是可以透过传闻消息获取非正常收益的。同时他们的研究也表明, 长期来看传闻消息并不能导致投资的非正常收益, 这和我们实证研究的第三条结论是吻合的, 该结论表明, 对于长期投资者而言, 传闻消息并没有任何好处, 并且, 传闻消息的存在会导致股票价格的大幅波动, 从而会导致他们的实际收益低于市场收益。

表 5 传闻消息日公布前后累积非正常收益 (CAR)

分类统计表													
统计时间区间		经营类		业绩类		重组类		走势类		主力类		股权变动类	
		CARs	t 值	CARs	t 值	CARs	t 值	CARs	t 值	CARs	t 值	CARs	T 值
公	(-1, 1)	1.83%	2.61	2.53%	2.83	2.28%	1.50	2.11%	2.95	4.55%	2.82	2.44%	1.56
布	(-2, 2)	2.31%	2.08	8.93%	1.82	2.21%	1.09	3.69%	3.49	5.51%	2.75	5.06%	1.84
日	(-5, 5)	2.52%	1.47	10.17%	1.93	-2.71%	-1.05	3.97%	3.17	2.61%	1.07	5.25%	1.35
前	(-10, 10)	1.19%	0.76	9.54%	1.80	-3.46%	-1.37	3.30%	2.69	1.63%	0.82	4.50%	1.27
后	(-20, 20)	0.93%	0.82	8.02%	1.59	-2.21%	-1.32	2.34%	2.83	0.47%	0.43	0.81%	0.43
	(-30, 30)	0.89%	1.01	4.79%	0.95	0.13%	1.54	-0.01%	-0.19	-0.10%	-0.94	-0.01%	-0.07
公	(-5, -1)	-2.62%	-1.66	5.61%	1.05	-2.17%	-0.94	-1.76%	-1.07	-4.09%	-1.23	2.38%	1.13
布	(-10, -1)	-4.28%	-2.25	4.71%	0.87	-2.92%	-1.04	-2.83%	-1.60	-5.74%	-1.49	0.98%	0.59
日	(-20, -1)	-5.30%	-2.83	3.12%	0.57	-3.20%	-1.08	-3.78%	-2.14	-7.57%	-1.67	-1.77%	-1.54
前	(-30, -1)	-5.97%	-2.81	0.84%	0.15	-2.52%	-0.65	-5.71%	-3.31	-8.63%	-1.69	-3.79%	-1.93
公	(0, 5)	4.40%	3.48	3.66%	2.32	-1.30%	-0.59	5.07%	3.65	4.77%	1.78	2.36%	1.21
布	(0, 10)	4.73%	3.39	3.93%	2.36	-1.29%	-0.51	5.47%	3.47	5.44%	1.59	3.01%	1.42
日	(0, 20)	5.48%	3.37	4.00%	2.28	0.24%	0.08	5.46%	3.24	6.11%	1.40	2.07%	1.32
后	(0, 30)	6.11%	2.87	3.05%	1.36	1.90%	0.48	5.04%	2.85	6.61%	1.25	3.28%	1.56

由于在传闻消息公布日前就会给投机者带来非正常收益, 因此本实证结论也是和有效市场假设相悖的, 也就驳斥了关于股票市场有效的结论。我们可以进一步从三个方面来分析解释传闻消息能在公布日前带来非正常收益的原因: 一是内幕人员的存在, 由于内幕人员能够早于公开的投资者得到消息, 他们就可以利用这些消息来进行交易获利。二是消息没能及时公布。传闻消息总是在真正的消息公布日前, 但是在产生日后传播的, 如果这个时间段较短, 就很少能够提前利用消息获利, 如果时间较长, 则就很有可能造成消息公布日前的非正常收益。三是公布传闻消息一般都是利好消息, 利好消息肯定要促进股价的上涨, 于是带来了非正常收益。

同时, 主力类传闻消息对投资者的影响最为显著的结论也验证了我国股票市场人为炒作对股价影

响的显著性。众所周知, 目前我国股票市场上有股必有庄, 庄家通常会采取一些手段认为调节股票的价格, 因而庄家对股市的影响极大。我国目前正在加强股市的监管, 拟通过加强监管的手段来减少股市上人为炒作的成分, 创造一个良好的股市运行环境, 但是从我们实证的结果来看, 加强证券监管, 避免人为操作任重而道远。

另外, 本实证研究表明, 传闻消息对短期投机者是有用的, 这也许对于传闻消息发布者和股票投机者而言是个福音, 股票投机者可以利用这些传闻消息来获取非正常收益, 而公布传闻消息的网站等媒体则可以通过公布这些传闻消息来吸引股民对它们的注意力。▲

[参考文献]

- [1]Halil Kiyamaz. The effects of stock market rumors on stock prices: evidence from an emerging market[J]. Journal of Multinational Financial Management 2001, (2)
- [2]Mathur I, Waheed A. Stock price reactions to securities recommended in Business Week's inside Wall Street [J]. The Financial Review, 1995, (30)
- [3]Lloyd-Davies P, Canes M. Stock prices and publication of second-hand information[J]. Journal of Business, 1978, (61)
- [4]曹安俊. 浅谈传闻消息对我国股市的不利影响及对策思考[J]. 上海金融, 1994, (12)

The empirical analysis to the effects of stock market rumors on stock prices in china

Liu Hua Zhou Xiaoguang Ligang

(College of Management Huazhong University

of Science and Technology, Wuhan Hubei, 430074)

Abstract: The purpose of this study is to investigate the effects of rumors on the prices of stocks in stock market of China. According to the empirical analysis, positive significant abnormal returns are observed in each of the 2 days prior to the publication date and 3 days in the post-publication period. The findings suggests that the investment decisions based on the published rumors would benefit speculator, but in a long run, the rumors could not generate any benefit else. A further analysis based on the content of rumors shows that the rumors of 'main force' generate greater impact on stock prices than the other rumors.

Key words: stock market rumors;

average abnormal returns;

cumulative abnormal returns;

empirical analysis