

# 中国股市谣言研究:传谣、辟谣及其对股价的冲击\*

□赵静梅 何欣 吴风云

**摘要:**本文对我国股市上的谣言进行了梳理和研究,发现市场上流传的大多为利好谣言,涉谣公司多以规模较大、业绩变化不确定或者业绩连续变好的公司为主;传谣者既有一般商业性媒体,也有证监会指定的信息披露媒体。在谣言对股价的冲击方面,第一,传谣对股价造成了显著的异常冲击。第二,在面对谣言时,不管是哪种类型的谣言,投资者都宁愿信其有,这导致辟谣并不能快速、完全地回复股价,辟谣澄清了消息,但却拉不回股价。第三,传谣和辟谣显著增加了涉谣股票的关注度,导致涉谣股票的交易活跃度和流动性出现了短暂的显著提升。第四,在面对谣言时,机构投资者和散户投资者表现出了基本一致的市场反应,没有证据显示机构投资者的交易策略比散户投资者更加理性和稳健。本文的研究说明,谣言已经成为扰乱我国证券市场秩序的重大问题,投资者对谣言的处理存在非理性行为,其中存在的制度性问题值得监管层和上市公司高度重视。另外,本文的一些研究结论对其他领域谣言的研究也有一定的借鉴意义。

**关键词:** 谣言 澄清公告 股价冲击 非理性

## 一、问题的提出

有股市的地方,就有谣言。谣言之于上市公司,犹如绯闻之于明星。谣言也是我国证券市场的一个常见现象,谣言已经成为困扰我国证券市场发展的一个老大难问题,不仅严重冲击了股价,还极大地动摇了投资者对证券市场信息真实性和透明度的信心(曹中铭,2009;王璐,2009;许超声,2006)。证监会在1996年就发布专门的规章,要求上市公司及时辟谣,并为此制定了专门的澄清公告格式<sup>①</sup>。但是,我国学界至今仍少有文献对中国股市上的谣言进行系统的研究。我国股票市场上有什么样的谣言、哪些媒体哪些人在传谣、媒体是转述市场的谣言还是自身就是谣言的制造者、哪些上市公司容易成为造谣的对象,这些有较大现实意义的问题至今没有得到学术性的梳理。基于此,本文试图梳理谣言的内容、传播渠道和特征,为我国股市上的谣言提供一个较为清晰的全貌式的描述。这是本文的第一个立论点。

在资产定价领域,谣言对股价会产生什么样的冲击,一直是英美学者研究的热点。已有文献的研究主要包括两个方面,第一个方面是对“小道消息买进、尽人皆知卖出”(Buy on the rumors, sell on the publication)这一投资策略进行检验,即考察“讲故事的时候买进、故事讲完以后卖出”这一投资方法是否有效。第二个方面则是分析谣言与股价之间的相关关系,实证分析谣言对股价的冲击。第二方面的研究实际上是以谣言为切入点验证股市的效率。毫无疑问,在我国股票市场,谣言如何冲击股价、市场对谣言的处理是否有效、投资者针对谣言采取了何种投资策略,也是具有理论和实践意义的问题。同样地,由于没有相关的研究,我们对这些问题并不明了,这成为本文的第二个立论点。

辟谣与传谣是同一信息流相反方向的流动,这一流动正好是对称的。按照有效市场理论

\* 本文受国家自然科学基金西部项目《现代金融理论在证券民事赔偿中的运用及司法建议》(批准号08XFX022)和西南财经大学211工程3期重点学科建设项目的资助。

和噪声理论,对称的噪声对股价不构成异常影响,即辟谣应该抵消传谣对股价带来的异常冲击。或许是基于对有效市场下辟谣与传谣相互抵消的先验思考,即便在世界范围内也没有人考察辟谣是否可以抵消传谣的股价冲击。本论文之所以提出辟谣能否抵消传谣冲击这一问题,是基于我们对我国股市实践的经验观察。我们发现,不少上市公司在对那些“纯属乌有”的捕风式的谣言发布完整的、明确的澄清公告以后,股价并未回到传谣以前的价位,即便剔除持股结构和流动性因子的影响,辟谣也没有完全抵消传谣对股价的冲击<sup>②</sup>。

如果真相大白于市场,而辟谣不能抵消传谣对股价的冲击,“谣言并未死于真相”,这将是一个重要和有意义的金融现象。如果上市公司在发布澄清公告以后,股价依然异动,这是否说明,我国的股票市场对于公开信息的处理有时滞,效率状态接近无效与弱势有效之间?或者,说明辟谣本身会改变股价的交易和定价模式?即辟谣本身会产生“溢价”?如果是后者,这将可能成为与日历效应、天气效应、数字崇拜效应等股价异相一样的新的股价异相——“辟谣异相”。辟谣异相说明相反方向的信息流、噪声会对股价产生方向相反、大小等同的股价冲击的猜测是不正确的。

更进一步,如果辟谣不能完全回复正常股价这一说法被证实,还将可能对一些重要的实践问题产生影响。以上市公司信息披露的政府监管为例,如果传谣会抬升股价,而辟谣难以完全消除传谣的冲击,结果是每一次谣言的产生都会提升公司的股价。对于上述情况,不仅别有用心的人(例如市场操纵者)乐观其成,(某些)上市公司恐怕也会乐于看见,而不管是哪种情况,最终都会刺激和纵容谣言的产生和传播,显然,这将给当前信息披露的监管带来严峻的挑战。再以现代金融理论在证券欺诈民事赔偿中的运用为例,在证券欺诈的民事赔偿金额计算中,传统的赔偿计算方法往往以澄清公告后的股价作为计算基础(Dunbar and Sen, 2009; Thorsen, Kaplan and Hakala, 2005),而如果辟谣本身会冲击股价的话,传统的赔偿计算方法就存在瑕疵,传统的证券欺诈赔偿计算方法就应该进行相应的修正。上述关于辟谣异相的理论和实践意义的思考,是本论文的第三个立论点。

概括地说,本文研究的问题是:第一,我国股市

上谣言的特征,即市场中有什么样的谣言,哪些人、哪些媒体在传谣,哪些公司容易涉谣,市场在什么时候传谣。第二,传谣、辟谣对股价的冲击。谣言是否带来股票的异常收益,辟谣能否有效地逆向拉动股价,传谣和辟谣是否显著改变了股票的流动性。第三,如果谣言确实会带来股票的异常收益,那么是哪些因素在影响这些异常收益。本文的结构安排也大致按照上述问题展开。

## 二、文献综述

谣言能够冲击股价吗?按照有效市场假说,理性的投资者将对每一条信息进行充分和完全的评估,只要存在足够多的、有能力对每一条信息进行正确加工和处理的竞争者,市场将会有效甄别每一条信息的价值含量。这意味着,不仅历史交易数据、公司历史和当前的基本面数据不能对股价构成冲击,那些没有价值含量、纯属乌有的虚假信息(包括谣言)也不会对证券市场和股价产生冲击。用我国的传统谚语来说,在一个有效的市场里,足够多的智者将有能力止住谣言。那么,在现实生活中,虚假信息、谣言是否难以对股价构成冲击呢?现实的证券市场是否是一个能够有效甄别所有信息的有效市场呢?下面我们从传谣和辟谣两个方面对上述问题进行文献综述。

### (一)传谣对股价冲击的文献综述

1972年,Diefenback对报纸、杂志上刊登的小道消息是否能够对股价造成实质性的冲击,并为投资者带来可交易的投资机会进行了最早的研究。根据他对美国大型机构投资者调研报告的研究,华尔街的谣言不能对股价产生显著的影响,投资者根据谣言做出的投资决策不能产生显著的异常收益率。Diefenback的研究结论符合20世纪70年代金融学界关于有效市场理论讨论的主流,实际上,不管谣言公开还是没有公开,投资者都有理性的认识,这说明股市已经达到了强式效率状态,这正是学者们想极力证实的一种效率状态。

直到6年后学界才出现第一篇对Diefenback研究结论提出置疑的论文。Lloyd-Davies与Canes(1978)对《华尔街日报》“小道消息”(Heard On The Street, HOTS)专栏上的传言进行了分析,发现传言对股价能够产生巨大的刺激,其中,“利好”传言带来显著的正异常收益率,“利空”传言带来显著的负异

常收益率。Lloyd-Davies 与 Canes 的研究具有理论和实践上的双重意义。在理论上,谣言影响股价意味着市场不再是强式有效,更可能是半强式或者弱式有效。在实践上,华尔街传统的“小道消息买进、尽人皆知卖出”的投资策略是不正确的,因为谣言在被媒体公开、被公众知晓以后,依然持续影响股价,此时卖出股票只会降低收益率。此后,有多位学者对美国《商业周刊》(Business Week)上的“华尔街内幕”(Inside Wall Street)专栏上的谣言进行了研究,也发现谣言在公开前、公开后对股价有异常冲击(Mathur and Waheed,1995)。由于谣言对股价具有正向冲击效应,一些学者甚至认为谣言具有股价预测功能(Nicholas and Prashant,1997、2002;Richard,2002)。

一些学者猜测,谣言能够影响股价可能是一种间接的规模效应和冷门股效应。由于小公司难以成为公众的关注焦点,投资者缺乏足够的信息,这些公司成为市场上的冷门股。一旦这些公司发生突发性谣言,公众很容易对这些信息产生误导性理解,股价会受到巨大冲击。而那些大公司、市场上的明星股,由于其信息是透明的,谣言难以轻易影响投资者对公司的研究和判断,因此,谣言对这些公司的股价难以构成影响。Huth 和 Maris(1992)研究了规模在谣言与股价相互关系中的作用,发现大公司的谣言更能够带来股价异动,而小公司仅在负面谣言时能够产生异动。上述研究说明,谣言影响股价的确与规模有关,但是其作用不是通过冷门股效应发生的,反而,“只有更多人关注”谣言才能影响股价,因此谣言影响股价是一种明星股效应。

当然,也有少数文献表明谣言在被媒体披露以后对股价不具有显著影响,与 Lloyd-Davies、Canes 等人的研究不一致。Halil Kiyamaz(2002)对伊斯坦布尔证券交易所 355 个重大谣言进行的研究发现,谣言在媒体公开前 4 天对股价具有正的显著影响,在公开后具有负的影响,但是这一影响却是不显著的。尽管总体上谣言对股价不具有显著影响,但是 Halil Kiyamaz 发现有部分类型的谣言对股价产生显著的冲击,例如“盈利预测”谣言和“外资收购”谣言。

另外,谣言在公开前后对资产价格具有影响力被证实在外汇市场也存在(Thomas, Sam, 2004),此处不再赘述。

### (二)辟谣对股价冲击的文献综述

谣言被媒体公开从而人人皆知以后能否影响

股价,学界有了大量的研究,那么,上市公司在发布针对谣言的澄清公告以后,股价如何表现呢?我们没有查找到专门研究辟谣对股价冲击的影响的文献,仅找到了两篇较为相近的文献。Huberman 与 Regev(2001)的一篇论文,研究了一家名叫 ENMD 的生物制药公司股价受到误导性消息影响的事件。1998 年 5 月 3 日(星期天),《纽约时报》报道,ENMD 公司的顾问、哈佛大学医学院教授研制出一种新型癌症治疗方法,可能为人类的癌症治疗带来影响。第二天(5 月 4 日),ENMD 公司的股票巨幅跳空高开,由前一交易日 12.06 美元收盘价高开到 85 美元,当天报收于 51.81 美元,涨幅超过 330%。随后消息得到澄清:所谓的新型治疗方法还仅仅停留在实验室阶段,几乎没有任何临床价值,对 ENMD 公司的销售不构成任何影响。尤为值得注意的是,该消息早在 1997 年 11 月 29 日在同一家报纸已经做过报道(当天股价上涨 28.4%),目前的报道没有任何新的内容。但是,在这一澄清公告发布后的 4 周内,ENMD 公司的股票价格还一直维持在 33 美元以上,远远高于误导性消息出台前一天的价格。为什么 6 个月以前的、明显没有价值含量的老消息能够对股价产生重大的、持续性的影响?为什么误导性消息在澄清以后股价依然没有完全回复?Huberman 与 Regev 认为,上述现象难以用传统的金融理论解释,唯一的可能性是投资者“非理性的公共热情”(irrational enthusiastic public attention)改变了股票的交易模式。

Carlos、Nicholas 与 Emanuel(2009)最近的一篇论文研究了另外一个老消息被重新报道并被公众误解的案例。2008 年 9 月 8 日,在股市开盘不久,一则美国联合航空公司(美联航,United Airlines)可能破产的消息在互联网上流传开来,在随后短短的 10 分钟内,美联航的股价暴跌 76%。美联航股票被紧急停盘,公司立刻进行了澄清:上述破产消息是一网民将 6 年前的新闻报道转贴而来,破产传闻纯属乌有。在澄清公告发布并复盘以后,美联航的股票价格开始反弹,但是当天的收盘价依然低于传言前价格的 11.2%。在剔除了市场和行业的因素以后,破产谣言在随后的连续 5 天继续对美联航的股价造成显著的异常影响,第 6 天股价才回复正常。在考察了破产传闻对流动性和组合投资(即交易模式)的影响后,Carlos、Nicholas 与 Emanuel 排除了流动性和组合投资对异常价格的影响,因此,他们得出

了与 Huberman 和 Regev 类似的结论,即非正常的股价波动由投资者的非理性带来。

需要说明的是,上述两篇文献均是极端典型的个案研究<sup>③</sup>,这是否是一个普遍的现象呢?也就是说,澄清公告澄清了消息,但却拉不回股价(或者说谣言并未死于真相)是否是一个普遍的现象呢?没有文献对这一问题进行一般性的研究,这是本文与上述文献一个非常重要的不同之处。

三、样本与数据

(一)样本

本文定义的谣言是指经媒体公开报道并经上市公司澄清的虚假信息或者误导性信息。本文搜集到 274 个“谣言”样本,样本数据均取自国泰安 CS-MAR 数据库中“停复盘”子数据库,样本区间为 2005 年 7 月 1 日至 2008 年 12 月 31 日的 3 年半的时间,本文将起始日定为 2005 年 7 月 1 日,是想将起始日设定在 4 年前开始的那场大牛市开始的首个半年度(2005 年全年最低点 998 点出现在 2005 年 6 月 6 日,随后股市开始逐步走高);截止日 2008 年 12 月 31 日是本文开始写作的日期。样本区间定为 3 年半是因为这一区间基本上涵盖了一个较为完整的牛熊周期,整个区间的市场走势呈现出“V”型反转的走势,牛市阶段基本上表现为单边上扬态势,熊市阶段则表现为单边下跌态势,上述走势有助于本文对牛市和熊市进行清楚的界定。274 个样本中,上交所 79 个谣言,深交所 195 个谣言<sup>④</sup>。

在样本搜集中,我们首先在“停复盘”数据库的“原因说明”中,以“澄清”作为关键词进行搜索,得到与澄清有关的上市公司临时公告。随后,按照澄清公告的内容筛选出那些专门针对市场传闻的临时停盘澄清公告作为本文的谣言样本<sup>⑤</sup>。样本搜集的具体过程如下。

第一,澄清公告必须是在证监会指定的信息披露媒体上公开发布的临时停盘公告<sup>⑥</sup>。由于 CSMAR 数据库中“停复牌”子数据库仅有临时停盘的原因介绍,没有具体的澄清公告内容,我们只能从上交所和深交所网站“上市公司公告”专栏上获取具体的公告内容。我们发现部分上市公司仅公告“因媒体传闻需澄清”,但此后未有任何的澄清,证交所网站上也不能搜索到相应的澄清公告内容。例如邯郸钢铁“因媒体报道需澄清”,于 2008 年 9 月 1 日上午 9:30 被上

交所临时停盘,但该公司随后一直没有就该事项发布澄清公告。对上述仅公告“需要澄清”而最终没有澄清的临时停盘公告,我们将其从样本中剔除。

第二,澄清公告必须是对没有事实根据的、“纯粹”的谣言所做出的公告。从内容上看,上市公司澄清公告并非仅仅针对谣言,很多澄清公告是对已有事实进行解释性、说明性、补充性、部分更正性的公告。以美菱电器为例,该公司于 2005 年 8 月 1 日发布澄清公告,证实媒体报道该公司董事长涉及重大诉讼的传闻部分属实。其他类似的非谣言的澄清公告还包括对年报披露时间的澄清、对公司注册地址名称变更的澄清、部分更正性的澄清、对打印错误导致财务数据错误的澄清,等等,我们将这些澄清公告在样本中剔除。

第三,澄清公告的内容必须明确、具体和完整。有部分澄清公告对谣言的陈述含糊其词,没有传谣的具体时间、具体的传谣者,最常见的用语是“近期某媒体某人员”。对这类含糊的澄清公告,我们通过百度搜索相关的信息进行补充,但仍有部分公告不能确定具体的传谣时间和传谣者,上述样本我们将其从样本中删除。另外,有少数澄清公告“澄而不清”,仅仅申明传谣者未采访过本公司的相关人员,本公司也未对外泄漏任何有关消息,而对谣言是否真有其事避不作答。这类澄清公告很可能是投资者言中“真实的谎言”,内容上可能会含有对未来事件有预测价值的信息,由于本文主要研究纯粹谣言的股价效应,我们也将这类对谣言不作真实性评价的澄清公告从样本中删除(黄习伟,2009;崔丹,2009;张望,2009;朱卫东,2007;丰色,2005)<sup>⑦</sup>。

第四,有不少澄清公告尽管明确而具体地进行了解谣,但是事后这些事项却被证实是真实的,对这类事后成真的澄清公告我们也予以剔除。例如,2006 年 7 月 4 日,上海汽车发布澄清公告,对“集团公司将整体上市”的市场传闻进行辟谣。一周以后(7 月 11 日),上海汽车发布公告承认公司已经启动

表 1 谣言样本的取得过程

	沪市 (次数)	深市 (次数)	总计 (次数)
临时停盘总数	20476	10989	37465
减去:			
非澄清公告临时停盘	20234	16627	36861
得到: 澄清公告临时停盘次数	242	362	604
减去:			
非谣言澄清公告	163	167	330
得到: 谣言澄清公告	79	195	274

整体上市计划,从而证实先前的传闻。因此,我们剔除了与上海汽车类似的澄清公告(邹光祥,2007;曹西京,2007)®。

经过上述筛选最终得到了本文的274个谣言样本(样本搜集的具体过程详见表1)。

(二)数据

本文日交易数据取自CSMAR数据库“中国股票市场交易数据库”子数据库,日交易数据(价格和股本)采用后复权的方式进行调整。市场指数分别选择上证指数和深成指。由于上证指数和深成指未考虑红利再投资(仅对送股、转增、配股与增发除权),为了一致,本文在进行日交易数据的后复权时仅对送股、转增、配股与增发进行调整,未考虑红利再投资。

本文财务数据取自CSMAR数据库“上市公司财务指标分析”子数据库和“上市公司股东研究”子数据库。如没有特别说明,本文的财务指标均按以下公式计算:每股收益=净利润/总股数;净资产收益率=净利润/股东权益平均余额,股东权益平均余额=(股东权益期末余额+股东权益期初余额)/2;净利润增长率=(本年净利润-上年净利润)/上年净利润。

(三)样本描述

1.谣言的内容:市场有什么样的谣言

(1)利好谣言、利空谣言。

根据Lloyd-Davies与Canes(1978)以及Richard(2002)的分类标准,我们将那些对公司业绩、经营发展(包括治理结构)和股东利益分配可能构成正向影响的谣言归为利好谣言,例如,公司净利润出现超预期好转的谣言、公司可能被有实力买家收购的谣言、公司可能更换不称职高级管理人员的谣言、公司推出超预期的优厚分配方案,等等。利空谣言则与此对应,此处不再赘述。

从利好、利空方面来看,市场上大部分谣言均为利好谣言(占总样本比例为86.5%),利空谣言则显著较少(占总样本比例不到15%)。谣言为何分布严重不对称、“传喜不传忧”,我们估计可能的原因在于我国证券市场缺乏做空机制,恶意

表2 利好、利空谣言分布

	上交所上市公司		深交所上市公司		总计	
	次数	比例	次数	比例	次数	比例
利好谣言	65	27.43%	172	72.57%	237	86.5%
利空谣言	14	37.84%	23	62.16%	37	13.5%
总计	79	28.83%	195	71.17%	274	

表3 按事件性质分类的谣言分布

	盈利能力谣言		资产重组谣言		兼并收购谣言		再融资谣言		重大诉讼谣言	
	次数	比例	次数	比例	次数	比例	次数	比例	次数	比例
利空	21		5		1		5		5	
利好	77		88		61		11		0	
总计	98	35.77%	93	33.94%	62	22.63%	16	5.84%	5	1.82%

传谣者难以从利空谣言中获得收益,因此,只能通过利好谣言拉抬股价、实现收益(利好、利空谣言分布详见表2)。

(2)盈利能力谣言、资产重组谣言、兼并收购谣言、再融资谣言和重大诉讼谣言。

从谣言涉及的事件性质来看,可将谣言大致归结为5大类:盈利能力谣言、资产重组谣言、兼并收购谣言、再融资谣言和重大诉讼谣言。其中,前3大类谣言是市场最为“流行”的谣言,其占比超过了90%。在这流行的三大类谣言中,资产重组和兼并收购几乎都是利好传言(主要的表现形式是所谓的整体上市、借壳上市、资产剥离与资产注入),这一特点与我国证券市场“牛可死、熊可死,唯重组收购不死”、重组收购类个股在历史上从来都是爆炒对象的特点是一致的(按事件性质分类的谣言分布详见表3)。

2.谣言的传播时间:市场什么时候传谣

我们以2007年10月16日上证指数达到最高点6124点为分界线,将样本区间划分为两个阶段:2005年7月1日至2007年10月16日为牛市期间(共计27个月又16天),2007年10月17日至2008年12月31日为熊市期间(共计14个月又15天)。总体上看,牛市期间的谣言(173次)要多于熊市期间的谣言(101次)。但如果考虑到牛市与熊市各自的时间长短差异,牛市谣言的频率与熊市并无多大的差别。以谣言次数除以时间长度作为谣言频率的指标,牛市的谣言频率为7.08次/月,熊市的谣言频率为6.97次/月。上述特征似乎说明我国证券市场在任何时候都可能充斥着谣言(牛市谣言与熊市谣言的分布详见表4)。

3.谣言的来源:谁在传谣

根据我们在上面列出的样本筛选程序,我们根据涉谣公司澄清公告中公开披露的谣言来源作为本文的谣言来源。如果澄清公告没有明确披露谣言来源,我们则以百度搜索的结果作为谣言的来源。

针对报刊、电视和网络是现代公共信息最主

表4 牛市谣言与熊市谣言的分布

	上交所上市公司			深交所上市公司			总计		
	次数	比例	频率	次数	比例	频率	次数	比例	频率
牛市期间	43	24.86%	1.75	130	75.14%	5.31	173	63.14%	7.06
熊市期间	36	35.64%	2.48	65	64.36%	4.48	101	36.86%	6.97
总计	79	28.83%		195	71.17%		274		

表 5 造谣的媒体及其分布

		造谣次数	比例
1	21世纪经济报道	58	21.17%
2	上海证券报	39	14.23%
3	证券时报	33	12.04%
4	新浪网	25	9.12%
5	和讯网	20	7.30%
6	中国证券报	13	4.74%
7	每日财经新闻	10	3.65%
8	经济观察报	9	3.28%
9	搜狐网	9	3.28%
10	其他*	58	21.17%
	共计	274	

注:其他包括:东方早报、广州日报、华尔街日报、华西都市报、华夏时报、京华时报、每日经济新闻、南华早报、香港早报、腾讯网、现代快报、新京报、证券日报、证券市场周刊、中国经营报等媒体。

国内所有知名的门户网站、博客和论坛(如新浪、搜狐、雅虎、和讯、天涯、百度和网易等),都在随意发布或转载未经证实的市场谣言。

除了网络媒体发布谣言的随意性外,我们还发现了谣言传播中一些值得注意的特点。第一,《中国证券报》、《上海证券报》和《证券时报》等证监会指定的信息披露媒体出现在造谣者之列,而且造谣次数较多。第二,一些香港媒体也出现在造谣队伍中,例如《南华早报》和《香港商报》等。香港媒体的谣言多涉及内地、香港同时上市的股票,但也有谣言仅仅涉及内地的股票。第三,从造谣的具体人员来看,除了无法查找的普通人员,财经记者、证券分析师与上市公司内部人员都有造谣者(媒体造谣分布详见表 5)。第四,所有刊登过谣言的媒体中,绝大多数都是报纸和网站,很少出现杂志刊登谣言的情况。在本文的样本统计中,除了 1 家周刊外(《证券市场周刊》),国内其他知名的周刊、半月刊和月刊(例如《财经》、《新财富》、《商界》等)均未刊登过谣言。

4. 谣言的对象:哪些公司容易涉谣

(1)涉谣公司的规模。

我们从总股本和流通股本两个方面对涉谣公司的规模进行了考察,结果显示在表 6。可以看到,不管是总股本还是流通股本,涉谣公司的平均值都大于市场,但是 T 检验均不能通过,这说明涉谣公司的规模与市场没有显著差别。通过对涉谣公司散点图的观察,我们发现涉谣公司存在少数异常的极值点,为了消除这些极值点的影响,我们将涉谣公司

要的交流渠道,毫无疑问也是谣言最主要的传播渠道。其中网络媒体在造谣方面显得较为急进,尽管很多网站并不是谣言最初的起源地,但是网站在转载谣言方面显得非常的随意,唯恐落后于他人。几乎国

说明,流通股本较大的公司容易涉谣。

(2)涉谣公司的业绩。

我们考察了涉谣公司每股收益、净资产收益率、净利润增长率这 3 大财务指标的变动情况。由于 2008 年绝大多数公司的业绩出现了显著的下降,我们主要对 2005~2007 年的业绩变动情况进行了考察。先看每股收益。可以看到,涉谣公司的业绩主要表现为两种典型的情况,第一种是每股收益率连续 3 年上涨(比例为 49%),第二种为业绩有增有降、变动不确定(比例为 42%)。除了上述两种情况外,余下的、小部分的涉谣公司(占比为 9%)的业绩变动表现为业绩连续 3 年下降。上述情况说明,涉谣公司集中在那些业绩能够持续改善以及业绩变化不确定的公司上,而业绩持续恶化的公司较少涉谣。

四、研究方法

本文采用大多数谣言研究文献通常采用的研究方法——事件法,来确定造谣与辟谣是否给相关股票带来异常收益率。我们定义了两个事件:第一个事件是媒体(包括报刊和网络)刊登传闻,即“造谣事件”,第二个事件是上市公司在证监会指定的信息披露媒体(四大证券报和上交所、深交所网站)上发布针对传闻的澄清公告,即“辟谣事件”。造谣事件日定义为  $t=0$ ,辟谣事件日定义为  $t=1$ 。相应地,本文定义了两个事件窗,“造谣事件窗”为造谣事件日至辟谣事件日前一日,“辟谣事件窗”为辟谣事件当日。需要特别说明的是,由于部分上市公司在造谣日的次日即辟谣,而另外一些上市公司则是在造谣日之后的几日才辟谣,因此,样本的造谣事件窗长短不一,为了简化和便于处理,我们将造谣事件

表 6 涉谣公司规模分布

			平均值	中位数	最小值	最大值	P值
总股本	未剔除极值	涉谣公司	203886	41977	9251	25383916	0.1378
		市场	178146	37082	5050	33401900	
	剔除5%极值	涉谣公司	51313	37827	9251	181373	0.1160
		市场	52283	35785	5050	302283	
已流通股本	未剔除极值	涉谣公司	92643	26711	2680	8251376	0.1092
		市场	87639	23573	1442	23368900	
	剔除5%极值	涉谣公司	36417**	24817	2680	171070	0.0184**
		市场	31103	22573	1442	164132	

表 7 涉谣公司财务指标比较(2005~2007 年)

	连续增长		连续下降		升降互现	
	数量	比例	数量	比例	数量	比例
每股收益	112	49%	21	9%	95	42%
净资产收益率	114	50%	24	11%	88	39%
净利润增长率	136	50%	13	6%	76	34%

注:表 7 中每股收益、净资产收益率和净利润增长率的样本总数均小于本文的样本总数,这是由于 CSMAR 数据库中部分样本的数据缺失所致。

日异常收益率统一定义为传谣事件窗内的累计异常收益率。

为了考察谣言是否在媒体公开以前就已经对市场产生影响,以及考察辟谣以后谣言是否还有持续效应,我们定义了两个观察期,分别为:传谣前观察期,为传谣事件日前5天,记为[0-5,0];辟谣后观察期,为辟谣事件日后5天,记为[1,1+5]。在收益率模型的选择上,本文采用了大多数文献采用的CAPM模型,但是,为了使本文结果更加稳健,我们也采用了Fama和French(1993)3因素模型,并进行了比较。

(一)基于CAPM模型的收益率

首先定义预期正常收益率,即如果谣言没有发生的情况下每一股票预期的收益率:

$$r_{it}^e=r_{ft}+\beta_i(r_{Mt}-r_{ft}) \tag{1}$$

(1)式中 $r_{it}^e$ 是证券*i*在*t*时期基于CAPM模型的预期正常收益率; $r_{ft}$ 是无风险利率,本文用同期银行间同业拆解利率替代。 $r_{Mt}$ 是市场组合的收益率,沪市上市公司用上证指数替代,深市上市公司用深成指替代。我们采用最小二乘法估计(1)式中的系数,估计期为传谣观察期前180天,即[0-185,0-6]。

随后计算实际收益率。本文估计期的收益率和实际收益率的计算均采用对数收益率。在得到实际收益率后,用预期正常收益率减去实际收益率即得到每一股票的异常收益率:

$$ar_{it}^c=r_{it}^c-\hat{r}_{it} \tag{2}$$

(2)式中, $ar_{it}^c$ 为证券*i*在*t*时期基于CAPM模型的异常收益率, $\hat{r}_{it}$ 为证券*i*在*t*时期的实际收益率。

将得到的所有股票的异常收益率进行算术平均,即得到样本的平均异常收益率:

$$AAR_t^c=\frac{1}{n}\sum_{i=1}^n ar_{it}^c \tag{3}$$

(3)式中 $AAR_t^c$ 为*t*时间样本基于CAPM模型的平均异常收益率。

最后计算样本的累计平均异常收益率:

$$CAR_t^c=\sum_{\tau=1}^n AAR_{t-\tau}^c \tag{4}$$

(4)式中 $CAR_t^c$ 为*t*时间样本基于CAPM模型的累计平均异常收益率。

(二)基于Fama-French三因素模型的收益率模型的表达式为:

$$r_{i,t}^F=r_f+\beta_1(r_{Mt}-r_{ft})+\beta_2SMB_t+\beta_3HML_t \tag{5}$$

(5)式中, $r_{i,t}^F$ 为股票*i*在*t*时间基于Fama-French三因素模型的收益率; $SMB_t$ 为规模因子,为小公司组合月回报率减去大公司组合月回报率的差; $HML_t$ 为BE/ME(净资产市值比)因子,为高BE/ME值公司组合的月回报率减去低BE/ME公司组合的月回报率。

按照Fama-French的构造方法,首先,根据股票规模将所有股票分为2组,在每组中,根据市净率再分为3组,这样就得到6组数据,算出每组股票收益率的平均值,作为基准收益率。股票根据其规模、账面与市场股东权益之比匹配到相应的组中。股票的原始收益减去相应的基准收益率即可得到股票的调整收益率。

在得到每只股票基于Fama-French三因素模型的收益率之后,重复上面(2)~(4)式的步骤,即可得到基于Fama-French三因素模型的异常收益率( $AAR_t^F$ )和累计异常收益率( $CAR_t^F$ )。此处不再赘述上述步骤。

五、实证结果

(一)总样本下谣言与股价的关系

表8与图1显示了基于总样本的传谣、辟谣与股价关系的统计描述情况。可以看到,不管是基于CAPM模型的调整收益率,还是基于Fama-French三因素模型的调整收益率,不仅符号和变动趋势是一致的,而且T检验的结果也是一致的,这说明,两者的估计结果是一致的,估计结果是稳健的。为了便于说明,下面我们仅就基于CAPM模型的结果进行说明。另外,在本文的其他地方,基于CAPM模型的结果与基于Fama-French三因素模型的结果也是基本一致的,因此,在本文的其他地方我们也采取类似的处理,即如果没有特别说明,我们均以基

表8 总样本下谣言与股价的关系

		0-5	0-4	0-3	0-2	0-1	0
传谣	$AAR^C$	0.0045*	0.0026	0.0036	0.0031	0.0108***	0.0105***
	$AAR^F$	0.0050**	0.0020	0.0037	0.0023	0.0104***	0.0094***
	$CAR^C$	0.0045*	0.0071	0.0107	0.0137	0.0245***	0.0351***
	$CAR^F$	0.0050**	0.0070	0.0107	0.0131**	0.0235***	0.0235***
		1	1+1	1+2	1+3	1+4	1+5
辟谣	$AAR^C$	0.0014	0.0006	-0.0014	0.0009	-0.0023	-0.0009
	$AAR^F$	0.0012	0.0011	-0.0025	0.0002	-0.0029	-0.0016
	$CAR^C$	0.0365	0.0371	0.0357	0.0366	0.0343	0.0334
	$CAR^F$	0.0341	0.0351	0.0326	0.0328	0.0299	0.0284



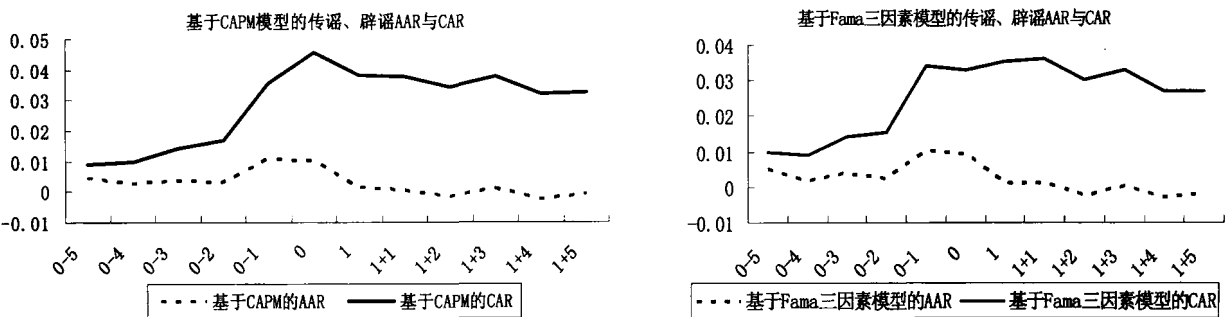


图1 总样本下传谣、辟谣与股价的关系

于CAPM模型的结果进行说明。

先看传谣。在传谣日的前5天,股价均出现了正向异动,这种正向异动在传谣前一日和当日表现得非常显著,异常收益率分别达到1.08%和1.05%,而且在1%的水平通过了t检验。累计异常收益率在这两天也达到最高,分别高达2.45%和3.51%。在谣言公开的前一日和当日,涉谣公司的股价突然出现了显著的异常变化,涉谣公司在谣言公开的前一天出现显著的异常表现,似乎说明谣言在被媒体刊登之前就已经被市场知晓,第二天媒体公开刊登的谣言很可能仅仅是对此前一天的谣言进行转述。也就是说,媒体并不是谣言的最初来源。但让我们感到稍显意外的是,在刊登谣言的当日,涉谣公司的股价依然是显著的正向的反应,股价并未因谣言的公开而出现相反方向的变化。尽管尽人皆知,谣言在公开以后还是对股价产生了显著的冲击,这一结果与Lloyd、Davies与Canes(1978),Barber、Loeffler(1993)和Mathur、Waheed(1995)等人对美国市场的研究结果是一致的,但是与Halil Kiymaz(2002)对伊斯坦布尔市场的研究结果不一致。

再看辟谣。辟谣的效应让我们感到意外,尽管上市公司均给出了明确的辟谣警示,但是在辟谣当日和随后5日,股价并未出现显著的变化,异常收益率没有一天能够通过t检验。在整个时间段里,累计异常收益率也未出现显著下降。事实上,直到辟谣后的第5天,累计异常收益率都还高达3.34%,没有回复到正常状态(没有谣言的状态)。上述状况表明,辟谣对股价的逆向冲击作用非常有限,上市公司的辟谣不能迅速消除谣言对市场的异常影响,投资者似乎漠视上市公司对谣言的澄清公告。为什么辟谣并不能快速、完全地回复股价,一些文献研究认为这是由于投资者不理性带来的;除了投资者不理性外,我们认为,其中也可能存在投资者对上市公司的信息披

露缺乏足够的信任这方面的原因。

(二)利空谣言、利好谣言与股价

利空谣言、利好谣言下传谣、辟谣与股价关系的统计描述特征显示在表9。从传谣来看,在利好谣言方面,利好谣言对股价均是正向冲击,其对股价的异常冲击在谣言刊登的前一天和当天达到最高,异常收益率在这两天不仅分别高达1.51%和2.02%,而且全部通过t检验。与此同时,累计异常收益率不仅逐日增加,而且从谣言刊登之日的前4天开始就全部通过了t检验。上述结论说明,利好谣言在谣言刊登之日的前4天就对股价产生显著的,而且是正向的冲击。在利空谣言方面,利空谣言对股价产生了负面的冲击,累计异常收益率呈现了持续下降的态势。但是与利好谣言不同的是,利空谣言的累计异常收益率仅在谣言刊登的前一天开始才通过T检验,很显然,利空谣言对股价的显著冲击没有利好传谣那样早。

从辟谣来看,利好谣言在得到公开的澄清以后,涉谣公司股价会回调,但是回调的幅度比较低,

表9 利空谣言、利好谣言与股价的关系

			0-5	0-4	0-3	0-2	0-1	0
传谣	利好谣言	AAR <sup>C</sup>	0.0046	0.0057**	0.0043	0.0031	0.0151***	0.0202**
		AAR <sup>F</sup>	0.0066**	0.0065**	0.0046	0.0030	0.0148***	0.0164**
		CAR <sup>C</sup>	0.0046	0.0104**	0.0147***	0.0178***	0.0329***	0.0539***
		CAR <sup>F</sup>	0.0066**	0.0131***	0.0177***	0.0207***	0.0355***	0.0528***
	利空谣言	AAR <sup>C</sup>	0.0064	-0.0164**	-0.0043	0.0005	-0.0151**	-0.0097
		AAR <sup>F</sup>	0.0032	-0.0180**	-0.0092	-0.0027	-0.0125**	-0.0117
		CAR <sup>C</sup>	0.0064	-0.0100	-0.0143	-0.0138	-0.0289*	-0.0387**
		CAR <sup>F</sup>	0.0064	-0.0164**	-0.0043	0.0005	-0.0151**	-0.0097
辟谣	利好谣言		1	1+1	1+2	1+3	1+4	1+5
		AAR <sup>C</sup>	0.0012	-0.0023	-0.0015	-0.0010	-0.0038	0.0006
		AAR <sup>F</sup>	0.0013	-0.0038	-0.0031	-0.0018	-0.0034	-0.0009
		CAR <sup>C</sup>	0.0551	0.0528	0.0512	0.0502	0.0463	0.0469
		CAR <sup>F</sup>	0.0541	0.0503	0.0472	0.0454	0.0420	0.0411
	利空谣言	AAR <sup>C</sup>	-0.0097	0.0118	0.0008	0.0046	0.0022	-0.0096
		AAR <sup>F</sup>	-0.0126	0.0169	0.0039	0.0020	-0.0025	-0.0090
		CAR <sup>C</sup>	-0.0484	-0.0366	-0.0358	-0.0312	-0.0289	-0.0386
		CAR <sup>F</sup>	-0.0634	-0.0466	-0.0427	-0.0407	-0.0432	-0.0522



到辟谣后的第 5 天, 股价依然没有回复到正常状态, 这一天累计异常收益率依然高达 4.69%。与此对应, 利空谣言在辟谣当日股价反而会进一步下跌, 随后股价会反弹, 但是反弹的幅度非常有限。事实上, 在辟谣后的第 5 天, 利空谣言的累计异常收益率与谣言刊登当日基本持平, 即辟谣对股价的回复作用微乎其微。需要说明的是, 如果将辟谣后观察期延长, 可以发现, 在辟谣后的第 6 天至第 10 天, 股价将进一步下跌, 而且 CAR 开始显示出显著性, 这意味着, 随着时间的延长, 利空谣言在澄清公告发布以后股价不仅没有反弹, 反而进一步下跌。

上面的分析得到一个非常有意思的结论, 对利好谣言, 辟谣导致股价回调, 但回调的幅度有限; 而对利空谣言, 辟谣进一步导致股价下降。为什么辟谣对利好谣言的逆向作用有限、而对利空谣言的负面效应却进一步加剧呢? 我们猜测, 这可能是由于我国的投资者对所有的谣言都采取“宁愿信其有”的策略所致。对利好谣言, 由于投资者将信将疑, 所以辟谣并不能完全消除投资者的期盼, 其结果是辟谣导致股价回调幅度有限; 对利空谣言, 同样由于投资者的将信将疑, 辟谣也不能完全消除投资者的恐惧, 其结果是辟谣导致股价进一步降低。投资者为什么会采取的这种“宁愿信其有”的策略呢? 我们猜测, 除了一部分投资者不理性的外, 恐怕我国信息披露存在诸多问题、投资者对信息披露信任度不高也是其中重要原因。这一点值得上市公司和监管层高度重视, 特别是在利空谣言的处理上应该更加谨慎, 因为利空谣言在传谣时和辟谣后都会对公司股价产生负面的单边冲击。

(三) 牛市、熊市期间的谣言与股价

牛市期间、熊市期间中传谣、辟谣与股价关系的统计描述特征显示在表 10。先看传谣。牛市中谣言对股价的冲击要远远高于熊市中谣言对股价的冲击。在整个传谣的事件窗和传谣事件日的 6 天中, 牛市谣言的异常收益率有 3 天通过了 t 检验, 而熊市仅有 1 天通过 t 检验。累计异常收益率的差别更大, 至谣言刊登日的累计异常收益率, 牛市高达 5.0%, 而熊市仅为 2.79%, 牛市累计异常收益率只有 1 天未能通过 T 检验, 其余 5 天完全通过 t 检验, 而熊市正好相反, 只有 1 天通过了 t 检验(谣言刊登日前一天)。

再看辟谣。牛市中辟谣以后, 股价并未立刻出现回调, 反而持续走高, 直到辟谣后的第 4 天股价才开始回调, 但是回调的幅度非常有限。不管是异常收益率还是累计异常收益率, 辟谣日及以后的整个辟谣后观察期都未能通过 t 检验。熊市中辟谣以后, 股价出现了连续 5 天的回调, 而且在辟谣后的第 4 日累计异常收益率通过了 t 检验。上述结果显示, 牛市中辟谣对股价的回复效应不显著, 而熊市

表 10 牛市、熊市期间的谣言与股价的关系

			0-5	0-4	0-3	0-2	0-1	0
传谣	牛市谣言	$AAR^C$	0.0081**	0.0019	0.0037	0.0024	0.0131***	0.0182*
		$AAR^F$	0.0083**	0.0025	0.0012	0.0025	0.0133***	0.0134
		$CAR^C$	0.0081**	0.0099*	0.0136	0.0176*	0.0307**	0.0500***
		$CAR^F$	0.0083**	0.0108*	0.0120	0.0154**	0.0287***	0.0433***
	熊市谣言	$AAR^C$	-0.0005	0.0044	0.0023	0.0034	0.0079*	0.0129
		$AAR^F$	0.0025	0.0047	0.0056	0.0018	0.0080*	0.0116
		$CAR^C$	-0.0005	0.0039	0.0062	0.0070	0.0150*	0.0279
		$CAR^F$	0.0025	0.0072	0.0128	0.0131	0.0211**	0.0327**
		1	1+1	1+2	1+3	1+4	1+5	
辟谣	牛市谣言	$AAR^C$	0.0010	0.0051	0.0029	0.0005	-0.0011	-0.0047
		$AAR^F$	0.0016	0.0070	0.0004	0.0018	-0.0015	-0.0056
		$CAR^C$	0.0510	0.0561	0.0611	0.0607	0.0596	0.0543
		$CAR^F$	0.0449	0.0519	0.0547	0.0556	0.0541	0.0487
	熊市谣言	$AAR^C$	-0.0010	-0.0038	-0.0037	-0.0008	-0.0043	0.0017
		$AAR^F$	-0.0018	-0.0060	-0.0038	-0.0033	-0.0044	0.0004
		$CAR^C$	0.0269	0.0231	0.0180	0.0175	0.0133**	0.0153
		$CAR^F$	0.0309	0.0249	0.0195	0.0166	0.0122*	0.0123

表 11 不同规模公司的谣言与股价的关系

			0-5	0-4	0-3	0-2	0-1	0
传谣	大规模	$AAR^C$	0.0111**	0.0058	0.0006	0.0005	0.0114**	0.0010
		$AAR^F$	0.0136***	0.0076*	-0.0018	0.0006	0.0134***	-0.0051
		$CAR^C$	0.0111**	0.0169**	0.0175**	0.0170**	0.0284***	0.0295**
		$CAR^F$	0.0136***	0.0212***	0.0194**	0.0190**	0.0325***	0.0274**
	中等规模	$AAR^C$	0.0058	0.0087*	0.0045	0.0045	0.0070	0.0312**
		$AAR^F$	0.0051	0.0078*	0.0054	0.0054	0.0070	0.0278*
		$CAR^C$	0.0058	0.0144**	0.0190**	0.0242**	0.0312***	0.0628***
		$CAR^F$	0.0051	0.0128**	0.0182**	0.0243**	0.0313***	0.0598***
	小规模	$AAR^C$	0.0036	0.0003	0.0088**	0.0018	0.0035	0.0096
		$AAR^F$	0.0012	-0.0025	0.0077	0.0030	0.0154***	0.0204*
		$CAR^C$	0.0036	0.0040	0.0128	0.0146	0.0181	0.0277
		$CAR^F$	0.0012	-0.0013	0.0064	0.0096	0.0250**	0.0470***
		1	1+1	1+2	1+3	1+4	1+5	
辟谣	大规模	$AAR^C$	-0.0089	-0.0060	-0.0003	-0.0073**	-0.0025	0.0044
		$AAR^F$	-0.0096	-0.0093*	0.0024	-0.0068*	-0.0021	0.0019
		$CAR^C$	0.0206	0.0146*	0.0144	0.0071**	0.0046**	0.0089*
		$CAR^F$	0.0178	0.0085**	0.0109*	0.0041**	0.0020**	0.0038*
	中等规模	$AAR^C$	0.0061	0.0008	0.0010	0.0049	0.0014	-0.0001
		$AAR^F$	0.0041	0.0008	-0.0024	0.0025	-0.0031	-0.0007
		$CAR^C$	0.0689	0.0697	0.0707	0.0756	0.0769	0.0769
		$CAR^F$	0.0639	0.0647	0.0624	0.0649	0.0618	0.0611
	小规模	$AAR^C$	0.0036	0.0066	-0.0012	0.0043	-0.0063	-0.0052
		$AAR^F$	0.0058	0.0090	-0.0046	0.0023	-0.0031	-0.0051
		$CAR^C$	0.0313	0.0379	0.0367	0.0409	0.0346	0.0294
		$CAR^F$	0.0528	0.0618	0.0573	0.0595	0.0565	0.0514

中辟谣对股价的回复效应显著。

(四)不同规模公司的谣言与股价

不同规模涉谣公司传谣、辟谣与股价关系的统计描述特征显示在表 11 中。我们将所有涉谣公司按照三等分法,以总资产为标准分为大规模、中等规模和小规模三类。从传谣来看,传谣对中等规模公司基于 CAPM 模型的累计异常收益率的冲击最为显著,对大规模公司的冲击次之,对小规模公司的冲击最小。中等规模公司和大规模公司基本上都通过了 t 检验,而小规模公司全部没有通过 t 检验(基于 Fama-French 三因素模型的累计异常收益率有 2 天通过了 t 检验)。从辟谣来看,辟谣后仅大规模公司的股价出现显著的回调,中等规模公司反而进一步上涨,小规模公司股价既未显著上涨也未大幅下跌。

综合起来看,不管是传谣还是辟谣,谣言对大规模公司都具有更加显著的影响,对小规模公司的影响则不显著。这一情况说明,我国谣言对股价的冲击效应很可能是一种明星股效应,而不是冷门股效应。

(五)不同内容的谣言与股价的关系

不同谣言内容下传谣、辟谣与股价关系的统计描述特征显示在表 12。先看传谣,在 5 大类谣言中,兼并收购谣言对股价的冲击最大,在谣言刊登日,其累计异常收益率已经高达 6.42%,资产重组谣言、盈利能力谣言的冲击相比而言则较小。再融资谣言对股价的冲击为负,但冲击幅度不大。从累计异常收益率的显著性来看,兼并收购谣言有 4 天通过了 t 检验,资产重组、盈利能力和重大诉讼谣言只有 1 天通过了 t 检验(基于 Fama-French 三因素模型的 t 检验比基于 CAPM 模型的要多),而再融资没有一天通过 t 检验。上述结果显示,不同的谣言内容对股价有不同程度的冲击。

在辟谣后,兼并收购、资产重组谣言涉谣公司股价出现了回调,但是幅度有限,直到辟谣后 5 天,累计异常收益率都还保持在高位;盈利能力谣言涉谣公司股价在辟谣后先涨后跌,导致辟谣后累计异常收益率比传谣时还高。再融资谣言在辟谣后,涉谣公司股价除辟谣当日,会后出现了连续的下跌,其表现与前面我们对利空谣言的描述特征一致,这一情况不难理解,因为很多投资者将上市公司的再融资看成是“圈钱”而心生厌恶。重大

诉讼谣言在辟谣以后股价有较为明显的回复作用,在辟谣后的第 5 天,累计异常收益率已经转变为正。上述结果显示,兼并收购、资产重组、重大诉讼谣言在辟谣后股价有一定的回复,盈利能力谣言辟谣后股价继续走高,而再融资谣言在辟谣后股价继续走低。

(六)传谣、辟谣对股票流动性和持股结构的影响

上述实证结果显示,传谣和辟谣会对股价产生异常的冲击。下面我们来进一步分析传谣和辟谣是否会对涉谣股票的流动性产生异常的冲击。我们将传谣、辟谣事件窗和观察期内的流动性与观察期前一个月

表 12 不同内容的谣言与股价的关系

			0-5	0-4	0-3	0-2	0-1	0
传播	盈利能力	AAR <sup>C</sup>	0.0057	0.0009	0.0088*	0.0002	0.0052	0.0145
		AAR <sup>F</sup>	0.0066	0.0026	0.0102**	-0.0017	0.0072	0.0156
		CAR <sup>C</sup>	0.0057	0.0066	0.0154	0.0156	0.0208	0.0353*
		CAR <sup>F</sup>	0.0066	0.0091	0.0194*	0.0177	0.0248**	0.0404**
	资产重组	AAR <sup>C</sup>	0.0102*	0.0018	-0.0071	-0.0013	0.0118**	0.0220
		AAR <sup>F</sup>	0.0116**	0.0020	-0.0063	0.0027	0.0106**	0.0173
		CAR <sup>C</sup>	0.0102*	0.0120	0.0049	0.0036	0.0154	0.0390**
		CAR <sup>F</sup>	0.0116**	0.0136*	0.0073	0.0100	0.0205**	0.0397**
	兼并收购	AAR <sup>C</sup>	0.0016	0.0106*	0.0064	0.0088	0.0263***	0.0105
		AAR <sup>F</sup>	0.0010	0.0084	0.0050	0.0068	0.0227***	0.0099
		CAR <sup>C</sup>	0.0016	0.0122	0.0186*	0.0274**	0.0537***	0.0642***
		CAR <sup>F</sup>	0.0010	0.0095	0.0145	0.0213*	0.0441***	0.0540***
	再融资	AAR <sup>C</sup>	-0.0070	0.0057	0.0121	0.0117	-0.0041	-0.0279
		AAR <sup>F</sup>	-0.0118	0.0039	0.0132	0.0041	-0.0049	-0.0255
		CAR <sup>C</sup>	-0.0070	-0.0012	0.0108	0.0225	0.0185	-0.0094
		CAR <sup>F</sup>	-0.0118	-0.0079	0.0053	0.0093	0.0044	-0.0211
	重大诉讼	AAR <sup>C</sup>	-0.0142	-0.0513	-0.0066	0.0053	-0.0159	0.0349
		AAR <sup>F</sup>	0.0021	-0.0480	-0.0135	0.0066	-0.0025	0.0073
		CAR <sup>C</sup>	-0.0142	-0.0654	-0.0720*	-0.0668	-0.0827	-0.0478***
		CAR <sup>F</sup>	0.0021	-0.0460	-0.0594*	-0.0528*	-0.0553**	-0.0480
				1	1+1	1+2	1+3	1+4
辟谣	盈利能力	AAR <sup>C</sup>	0.0018	0.0098*	0.0013	-0.0004	-0.0025	-0.0030
		AAR <sup>F</sup>	0.0020	0.0131**	-0.0006	0.0000	-0.0026	-0.0047
		CAR <sup>C</sup>	0.0371	0.0469	0.0482	0.0479	0.0453	0.0423
		CAR <sup>F</sup>	0.0424	0.0555	0.0549	0.0549	0.0523	0.0476
	资产重组	AAR <sup>C</sup>	0.0002	-0.0042	-0.0046	-0.0031	-0.0023	0.0026
		AAR <sup>F</sup>	-0.0029	-0.0064	-0.0042	-0.0047	-0.0036	0.0029
		CAR <sup>C</sup>	0.0392	0.0349	0.0303	0.0272	0.0248	0.0274
		CAR <sup>F</sup>	0.0368	0.0304	0.0262	0.0215	0.0179	0.0208
	兼并收购	AAR <sup>C</sup>	-0.0069	-0.0032	0.0030	0.0042	-0.0047	-0.0029
		AAR <sup>F</sup>	-0.0038	-0.0080	0.0006	0.0025	-0.0031	-0.0068
		CAR <sup>C</sup>	0.0573	0.0541	0.0572	0.0614	0.0567	0.0538
		CAR <sup>F</sup>	0.0502	0.0422	0.0429	0.0454	0.0423	0.0355
	再融资	AAR <sup>C</sup>	0.0074	-0.0291***	-0.0119	-0.0009	-0.0062	-0.0041
		AAR <sup>F</sup>	0.0112	-0.0245***	-0.0095	-0.0027	-0.0080	-0.0015
		CAR <sup>C</sup>	-0.0020	-0.0312*	-0.0431*	-0.0440	-0.0502	-0.0543
		CAR <sup>F</sup>	0.0323	0.0078	-0.0017	-0.0043	-0.0124	-0.0138
	重大诉讼	AAR <sup>C</sup>	0.0333	-0.0016	-0.0078	0.0055	0.0076	0.0217
		AAR <sup>F</sup>	0.0211	-0.0101	-0.0148	-0.0017	0.0042	0.0237
		CAR <sup>C</sup>	-0.0145	-0.0161	-0.0240	-0.0184	-0.0108	0.0108
		CAR <sup>F</sup>	-0.0269	-0.0370	-0.0517	-0.0534	-0.0492	-0.0255

表 13 涉谣股票事件窗内与事件窗前后流动性 t 值比较

	换手率	Amihud比率
	[0-30,0-6]	[0-30,0-6]
[0-5,0]	6.4933***	-0.4431
[0-2,0]	5.372***	0.2403
[1,1+2]	6.3007***	-1.2952
[1,1+5]	6.9185***	-1.0794

Amihud(2002)流动性比率指标,计算公式是: $Liq_{i,t}=r_{i,t}/vol_{i,t}\times 10000000$ ,其中, $Liq_{i,t}$ 为*i*股票*t*时间的流动性, $r_{i,t}$ 为*i*股票*t*时间的收益率, $vol_{i,t}$ 为*i*股票*t*时间的成交金额。Amihud 比率的含义是每单位交易量下股价的改变程度,该指标可以用来衡量交易量、交易的活跃程度对股价是否有显著的影响。由于流动性分布为正态分布,我们采用了 t 检验,t 值的结果显示在表 13 中。

从表 13 可以看到,不管是传谣前还是辟谣后,换手率都比一个月前出现了显著的增加,t 检验全部通过,这说明,传谣和辟谣都极大地提升了公司的短期关注度,显著地增加了交易的活跃程度,谣言的确可以诱使投资者交易。但是,Amihud 比率都没能通过 t 检验,这说明,谣言尽管有效增加了交易的活跃程度,但是交易量对股价的改变作用并不明显,换句话说,谣言对股价的冲击并不是通过交易量的改变体现的。

更进一步,我们已经证实谣言显著改变了流动性,该流动性的改变是由什么因素导致的呢?一些文献认为(Dow and Werlang,1992; Mukerji and Tallon,2001),重大事件会对战略投资者的持股仓位产生影响,同时还可能导致资产组合投资者被迫调整仓位,其结果是,在重大事件中,机构投资者的仓位发生了显著的变化,市场将出现显著的流动性异常,同时伴随显著的价格异常。根据我们对谣言内容的观察,谣言涉及的事件均可能是对公司产生重大影响的事件。因此,按照上述文献的观点,我国的机构投资者在面临传谣、辟谣这些重大事件的时候,应该会主动或者被动地调整仓位。换句话说,机构投资者的调仓行为导致了涉谣公司的流动性和股价出现了异常。那么,上述推测是否是事实呢?上述问题如果能够证实,也可以回答散户投资者在面临谣言时是如何调整其仓位这一重要问题。

由于上市公司仅在每年的季报和年报才报告公司股东持股情况,我们只能收集到传谣日、辟谣日前一个季度和当季的股东持股数据,不能收集到

[0-30,0-6] 的流动性进行比较。流动性指标方面我们采用了中国学者和投资者惯常采用的换手率指标,为了稳健,我们也采用了

表 14 传谣、辟谣前后的持股结构变化

	传谣、辟谣前一个季度	传谣、辟谣当季	P值
持股人数(人)	70952	73703	0.391
人均持股数(股)	14639	14081	0.9274
10大流通股股东持股比例(%)	10.59	9.84	0.1695

传谣前后和辟谣前后的股东持股数据,因此,我们用传谣日、辟谣日前一个季度和传谣、辟谣当季的持股数据,来代替传谣、辟谣前后的持股数据,以比较两者之间是否出现了显著的持股结构变化。本文从上交所、深交所网站数据库中“定期报告”中的季报、半年报或者年报查询中取得传谣、辟谣事件前后季报中的股东持股数据,结果见表 14。

可以看到,相对于传谣、辟谣前一个季度的情况,传谣、辟谣当季的持股人数增加而人均持股数量下降,10 大流通股股东持股比例也出现了明显的下降,股权集中度出现了下降。上述结果似乎说明,不管是在谣言流传的时候,还是在辟谣以后,机构投资者都并没有积极买入,而是实施了积极卖出的交易策略。积极买入的是散户,这直接导致了持股人数的增加和人均持股的下降。但是上述变化均未能通过显著性检验,这说明传谣和辟谣并没有显著改变涉谣公司的持股结构,因此,我们不能判定在传谣和辟谣后机构投资者进行了积极的卖出、散户投资者进行了积极的买入。据此我们认为,在面临谣言时,机构投资者和散户投资者可能采取了一致的交易策略,这也可以解读为,谣言对机构投资者和散户投资者都有一样的影响和冲击。

六、回归分析

我们运用多元回归分析来进一步深入探讨传谣、辟谣对股价的冲击效应。我们以累计异常收益率作为应变量,变量因子选择谣言性质、市场状态、对数规模、谣言内容、流动性比率及其他涉及公司特征的控制变量,利用 OLS 回归得到各个变量的估计系数。回归方程式为:

$$CAR_{i,t-j,t}=a+b_1LH+b_2NS+b_3lnSIZE+b_4FV+b_5LIQ+X\beta+\mu$$
 (5)

(5)式中, $CAR_{i,t-j,t}$ :表示第*i*只股票自第*t-j*天起至第*t*天止的累计异常收益;

LH:反映谣言性质的虚拟变量,利好谣言取值为 1,利空谣言取值为 0;

NS:反映市场状态的虚拟变量,牛市取值为 1,熊市取值为 0;

lnSIZE:涉谣公司的相对规模,以公司总资产取对数计算;

FV:反映谣言内容的虚拟变量,兼并收购谣言取值为1,其他谣言取值为0;

LIQ:涉谣股票的流动性比率,采用换手率指标;

X:财务指标变量:净资产收益率、净利润增长率、营业利润增长率和资产负债率。

我们除了对5日CAR进行了回归,由于传言和辟谣前后2天可能有更加异常的市场反应,我们也对2日CAR进行了回归,结果分别显示在表15与表16。同样可以看到,不管是基于CAPM模型的CAR,还是基于Fam-French三因素模型的CAR,回归结果均基本一致,因此,为了便于说明,下面我们仅以基于CAPM模型的结果进行阐述。

(一)传言累计异常收益率的回归结果

在[0-2,0]的区间,利好、牛市、兼并收购和流动性的系数均为正,而且均通过了t检验。这说明,在传言公开披露的当日以及前2日,利好谣言、牛市中的谣言与兼并收购谣言对股价具有显著的持续冲击的效应,与此同时,股价的累计变动也同时伴随着流动性的显著增加。上述结果与我们前面的统计描述结果是一致的。

规模变量的系数为负,规模越大股价冲击越小,但是未能通过t检验,说明传言对股价的冲击不具有规模效应。这一结果与前面关于统计描述的结果不一致,因此谣言对不同规模涉谣公司的股价产生不同程度影响的猜测未能证实。可以看到,在我国,尽管涉谣的公司中以较大规模的公司为主,但是传言对股价的冲击没有体现出规模效应,这一结果与Huth和Maris(1992)的研究结论不一致。这意味着,传言对我国不同规模公司的股价具有相似的冲击效应。

传言前5日至传言当日累计异常收益率的回归结果与传言前2日至传言当日的回归结果非常相近,此处就不再赘述。

(二)辟谣累计异常收益率的回归结果

在[1,1+2]的区间,除流动性的系数为正外,其余所有的系数均为负,这表明辟谣对股价产生了反向拉动作用。但是,利好谣言、牛市谣言和兼并收购谣

表 15 传言对股价冲击的回归结果

		a	b1	b2	b3	b4	b5
[0-2,0]	基于CAPM模型的估计系数	-0.0063	0.0649***	0.0444***	-0.0018	0.0027**	0.0019***
	统计量	-0.071	3.645	3.772	-0.445	2.055	2.74
		(R <sup>2</sup> =0.0955, Adjusted R <sup>2</sup> =0.0826, F=7.40)					
	基于Fama模型的估计系数	-0.0835	0.1042***	0.0294***	0.0012	0.0153	0.0020***
[0-5,0]	统计量	-1.082	6.708	2.869	0.348	1.336	3.284
		(R <sup>2</sup> =0.1528, Adjusted R <sup>2</sup> =0.1407, F=12.65)					
	基于CAPM模型的估计系数	-0.0941	0.0635***	0.0410***	0.0020	0.0168**	0.0013**
	统计量	-1.672	5.646	5.356	0.781	1.969	2.254
[0-5,0]		(R <sup>2</sup> =0.0688, Adjusted R <sup>2</sup> =0.0822, F=9.83)					
	基于Fama模型的估计系数	-0.150***	0.0952***	0.0298***	0.0041*	0.0090	0.0022***
	统计量	-3.066	9.736	4.486	1.845	1.215	4.440
		(R <sup>2</sup> =0.1314, Adjusted R <sup>2</sup> =0.1253, F=20.4)					

表 16 辟谣对股价冲击的回归结果

		a	b1	b2	b3	b4	b5
[1,1+2]	基于CAPM模型的估计系数	0.2118***	-0.0148	-0.0110	-0.0086***	-0.0100	0.0013***
	统计量	3.034	-1.053	-1.194	-2.732	-0.966	2.757
		(R <sup>2</sup> =0.0647, Adjusted R <sup>2</sup> =0.0443, F=3.20)					
	基于Fama模型的估计系数	0.2342***	-0.0219	-0.0151	-0.009***	-0.0119	0.0010**
[1,1+5]	统计量	3.375	-1.571	-1.452	-2.918	-1.151	2.243
		(R <sup>2</sup> =0.0700, Adjusted R <sup>2</sup> =0.0499, F=3.48)					
	基于CAPM模型的估计系数	0.2357***	-0.0269**	-0.01	-0.009***	-0.0063	0.0015***
	统计量	4.406	-2.511	-1.424	-3.906	-0.796	2.908
[1,1+5]		(R <sup>2</sup> =0.0414, Adjusted R <sup>2</sup> =0.0332, F=5.06)					
	基于Fama模型的估计系数	0.2460***	-0.033***	-0.0166**	-0.009***	-0.0086	0.0015***
	统计量	4.677	-3.091	-2.407	-3.989	-1.104	2.721
		(R <sup>2</sup> =0.0517, Adjusted R <sup>2</sup> =0.0437, F=6.40)					

言的辟谣没能通过t检验,这说明辟谣对利好谣言、牛市谣言和兼并收购谣言的反向拉动作用不显著,这一结果与前面的统计描述结果完全一致。规模的系数为负,而且通过了t检验,这说明辟谣后规模越大的公司股价回复越显著,这一结果也与前面的统计描述特征一致。流动性的系数为正,而且通过t检验,表明辟谣能够增加流动性,提高股票的交易活跃程度,这也与前面的统计描述特征一致。

[1,1+5]区间的回归结果与[1,1+2]的结果基本一致,稍有不同的是,[1,1+5]区间利好谣言通过了t检验,这意味着,在这一区间,利好谣言在辟谣以后股价出现了显著的回调。需要说明的是,这一结果在前面的统计描述中没能显示出来,因此,此处回归结果说明,只要时间延长,辟谣能够显著回复利好谣言。

七、结论

谣言是我国证券市场一个常见的现象。本文首次对我国证券市场上的谣言进行了梳理,对谣言与

股价之间的关系进行了实证研究,特别是首次系统地分析了辟谣对股价的影响,得到了一些有意义的结论。

第一,我国股市上流传的谣言具有非常鲜明的特征。我国股市上的谣言,不管在牛市还是熊市,都主要以利好谣言为主。报纸和网络是最主要的传谣渠道,其中证监会指定的信息披露媒体也在传谣者之列,周刊、半月刊和月刊等杂志则几乎没有传过谣。涉谣的公司多是那些规模较大、市场关注较多的明星股,其中又尤以规模较大、业绩具有不确定性或者业绩具有持续提升潜力的股票为主。

第二,传谣对股价产生显著的异常冲击。相比英美市场平均不超过2%的5日累计异常收益率,我国股市谣言的5日累计异常收益率高达3.5%以上。涉谣公司的股价在谣言被媒体曝光以前就有显著的反应,这一反应在曝光前2天和当天最为剧烈和显著。这一状况似乎说明谣言早就在市场流传,媒体对谣言的刊登很可能仅仅是“转述”市场的谣言。在所有类型的谣言中,兼并收购谣言不仅是数量较多,而且对股价的冲击也最为异常的显著。牛市中谣言对股价的冲击远远大于熊市中谣言的冲击,另外,涉谣公司的规模越大、谣言对其股价的冲击越显著,传谣表现出了明显的“大盘股效应”或者“明星股效应”。

第三,辟谣对股价的回复作用不明显,辟谣澄清了谣言、却拉不回股价。一直到辟谣后的第5天,涉谣股票的累计异常收益率依然高达3.3%,与谣言曝光日的累计异常收益率基本持平,辟谣对股价的回复作用相当有限。不管是利好谣言还是利空谣言,投资者都采取了“宁愿信其有”的策略,结果导致利好谣言在辟谣后股价并未显著下降,而利空谣言在辟谣后股价却继续下跌。尽管辟谣在总体上不能显著回复股价,但是大规模涉谣公司的股价在辟谣后有较为显著的回调。

第四,在面对谣言时,机构投资者和散户投资者采取了基本一致的交易策略。尽管我们推测机构投资者更加的理性,在面临谣言时,应该采取比散户更加沉稳的交易策略,但是我们没能证实机构投资者的交易策略与散户投资者有显著的不同,传谣、辟谣当季的持股结构相比传谣、辟谣的前一个季度没有显著改变。这一结果也可以解读为,谣言对机构投资者和散户投资者有着相同的影响。

本文的研究表明,我国证券市场的信息披露制度还存在较大的问题,投资者对信息披露缺乏足够的信任,投资者在处理谣言时存在不理性行为,整个证券市场的有效性还不足。本文的研究也为我们提出了一系列值得进一步研究的问题。例如:第一,有部分谣言是财经记者以所谓新闻报道的方式出现的,到目前为止,证监会仅仅对证券分析师的传谣进行监管和处罚,财经记者的传谣是否也应该受到监管呢?如果财经记者的谣言导致了投资者的损失,投资者能否提起相关赔偿诉讼?第二,为什么投资者对所有的谣言都采取“宁愿信其有”的策略,哪怕在辟谣以后也还是“宁愿信其有”?这是因为上市公司信息披露在投资者心中的权威性不够,还是投资者不够理性?第三,为什么我国流传的谣言主要是利好谣言(英美主要是利空谣言),这是否是因为我国证券市场缺乏做空机制?更进一步,如果未来股指期货等对冲机制建立了,我国利空传谣是否将显著增加?而这正是我们所担心的,因为根据本文对利空谣言的研究,利空谣言在传谣时、辟谣后均会对股价造成严重的单向负面冲击(传谣时跌、辟谣后也跌),很显然,在有做空机制的情况下,上述状况可能会被别有用心做空者利用。事实上,此次次贷危机就有学者指出,正是那些别有用心“做空大鳄”在市场绝望的时候散布恐惧性的谣言导致了一大批公司的倒闭,美国甚至为此禁止了已经实行数年的裸卖空规则。上述情况不仅值得上市公司重视,也值得监管层重视。第四,为什么辟谣并不能拉回股价?是否存在涉谣公司的股价受到了操纵的可能性?如此等等。上述问题无疑值得进一步的研究和探讨,我们期盼同仁们为我们指点迷津。

(作者单位:赵静梅,西南财经大学金融学院;何欣,西南财经大学经济研究院;吴风云,西南交通大学经济管理学院;责任编辑:蒋东生)

注释

①参见《中国证监会:关于上市公司发布澄清公告若干问题的通知》(证监上字[1996]28号)。除了1996年的通知外,监管层还多次就传言的信息披露制定规则。例如,2007年2月,中国证监会发布《上市公司信息披露管理办法》,要求上市公司安排专人(董事会秘书)“持续关注传媒对公司的报道并主动求证报道的真实情况”。同年5月,针对牛市期间谣言铺天盖地的不良状况,深交所发布《上市公司信息披露工作指引第5号——传闻及澄清》,要求上市公司在对传闻调查、核实基础上编写澄清公告,对于相关机构或个人造谣、误导性报道、误导性分析而产生传闻的,公司应在澄清公告中明确表明公司立场和观点,谴责相关行为,并保留追究法律责任的权利。

②在利好传播方面,2009年1月7日,黄海股份发布澄清公告,申明市场关于公司盈利预测的传闻严重不实,但是辟谣当天股价涨停板,随后2个月,股价累计上涨超过100%,远远超过市场同期10%的涨幅。在利空传言方面,2008年2月25日,一网络股吧散布中国联通将巨额再融资的传言,当天中国联通跌停板。第二天中国联通发布澄清公告,申明并无再融资一事,但是中国联通在澄清公告后依然连续暴跌,在随后4个月累计跌幅将近50%,远远超过市场同期15%的跌幅。

③Carlos, Nicholas 与 Emanuel(2009)在同一篇论文里还提到另外两个公司的相似案例。Pairgain 公司被报收购传闻,股价暴涨30%,在传闻澄清以后,股价依然高于传闻前价格的10.3%。Emulex 被媒体报道卷入一桩重大诉讼案中,股价暴跌58%,在传闻澄清以后,股价依然低于传闻前价格的6.5%。

④可以看到,深交所涉及谣言的上市公司远远多于上交所。考虑到两市A股市场上市公司数量并没有明显差异(截止到2008年12月31日,上交所上市交易A股864只,深交所上市交易A股725只),我们猜测,两市上市公司谣言数量的差异可能来源于两市上市公司的类型差别:上交所相对侧重于国有大中型企业,而深交所则相对侧重于创投和中小企业。

⑤有少数涉及“辟谣”的公告不是以“澄清公告”,而是以董事会公告或特别公告的名义发布的,此类公告我们也搜集在本文的样本中。

⑥证监会指定了四大证券报(《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》与《证券日报》)和沪深交易所网站为指定信息披露媒体,上市公司的公告必须至少刊登在其中一个证券报上,并同时在沪深交易所公开。

⑦类似案例可参见,黄习伟:《江淮“澄而不清”与奇瑞重组欲说还休》,《南方都市报》,2009年6月8日。崔丹:《小股东抛六大问,岳阳兴长澄而不清》,《每日经济新闻》,2009年6月5日。张望:《澄而不清,厦门信达投资谜团待解》,《21世纪经济报道》,2009年3月20日。朱卫东:《上市公司为何澄而不清》,《证券时报》,2007年2月9日。丰色:《澄清公告不能澄而不清,上市公司遮遮掩掩》,《中国证券报》,2005年12月20日。

⑧其他类似的案例可参见,邹光祥:《澄清公告搅混水,大股东信息披露屡违规》,《中国联合商报》,2007年第48期。曹西京:《市场传闻满天飞,澄清公告是馅饼还是陷阱》,《新闻晨报》,2007年3月14日。

#### 参考文献

- (1)Amihud, 2002, "Illiquidity and Stock Returns", *Journal of Financial Markets*, Vol.5, pp.31~56.
- (2)Barber, B. M. and Loeffler, D., 1993, "The Dartboard Column: Second-hand Information and Price Pressure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.28, pp.273~283.
- (3)Carvalho, Carlos, Klagge, Nicholas and Moench, Emanuel, 2009, "The Persistent Effects of a False News Shock", FRB of New York Staff Report, No.374.
- (4)Diefenback, R., 1972, "How Good is Institutional Brokerage Research", *Financial Analyst Journal*, Vol.28, pp.54~60.
- (5)Dow and Werlang, 1992, "Uncertainty Aversion, Risk Aversion and the Optimal Choice of Portfolio", *Econometrica*, Vol.60, pp.197~204.
- (6)Fama and French, 1993, "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", *Journal of Financial Economics*, Vol.53, pp.3~46.
- (7)Frederick C. Dunbar and Arun Sen, 2009, "Counterfactual Keys to Causation and Damages in Shareholder Class-Action Lawsuits," *Wisconsin Law Review*, Vol.20, pp.200~242.
- (8)Halil Kiyamaz, 2002, "The Stock Market Rumours and Stock Prices: a Test of Price Pressure and Size Effect in an Emerging Market", *Applied Financial Economics*, Vol.12, pp.469~474.
- (9)Huberman G. and T. Regev, 2001, "Contagious Speculation and a Cure for Cancer: A Non-Event that Made Stock Prices Soar", *Journal of Finance*, Vol.56, pp.387~396.
- (10)Huth and Maris, 1992, "Large and Small Firm Stock Price Responses to Heard on The Street Recommendations", *Journal of Accounting and Auditing*, Vol.7, pp.27~47.
- (11)Lloyd-Davies, P. and Canes, M., 1978, "Stock Prices and Publication of Second-hand Information", *Journal of Business*, Vol.51, pp.43~56.
- (12)Madge S. Thorsen, Richard A Kaplan and Scott Hakala, 2005, "Rediscovering the Economics of Loss Causation", *Journal of Business and Securities Law*, Vol.6, pp.93~126.
- (13)Mathur, I. and Waheed, A., 1995, "Stock Price Reactions to Securities Recommended in Business Week's Inside Wall Street", *The Financial Review*, Vol.30, pp.583~604.
- (14)Mukerji S. and J. Tallon, 2001, "Ambiguity Aversion and Incompleteness of Financial Markets", *Review of Economic Studies*, Vol.68, pp.883~904.
- (15)Nicholas DiFonzo and Prashant Bordia, 1997, "Rumor and Prediction: Making Sense (but Losing Dollars) in the Stock Market", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Vol.71, Iss.3, pp.329~353.
- (16)Nicholas DiFonzo and Prashant Bordia, 2002, "Rumors and Stable-cause Attribution in Prediction and Behavior", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Vol.88, Iss.2, pp.785~800.
- (17)Richard L. Peterson, 2002, "Buy on the Rumor: Anticipatory Affect and Investor Behavior", *The Journal of Psychology and Financial Markets*, Vol.3, No.4, pp.218~226.
- (18)Thomas Oberlechner and Sam Hocking, 2004, "Information Sources, News and Rumors in Financial Markets: Insights into the Foreign Exchange Market", *Journal of Economic Psychology*, Vol.25, Iss.3, pp.407~424.
- (19)曹中铭:《当上市公司的谣言已成一道“风景”》,《市场瞭望》,2009年7月上半月刊。
- (20)王璐:《行情趋热,传闻乱飞》,《上海证券报》,2009年6月30日。
- (21)许超声:《上市公司澄清公告怪事多》,《新民晚报》,2006年8月15日。
- (22)黄习伟:《江淮“澄而不清”与奇瑞重组欲说还休》,《南方都市报》,2009年6月8日。
- (23)崔丹:《小股东抛六大问,岳阳兴长澄而不清》,《每日经济新闻》,2009年6月5日。
- (24)张望:《澄而不清,厦门信达投资谜团待解》,《21世纪经济报道》,2009年3月20日。
- (25)朱卫东:《上市公司为何澄而不清》,《证券时报》,2007年2月9日。
- (26)丰色:《澄清公告不能澄而不清,上市公司遮遮掩掩》,《中国证券报》,2005年12月20日。
- (27)邹光祥:《澄清公告搅混水,大股东信息披露屡违规》,《中国联合商报》,2007年第48期。
- (28)曹西京:《市场传闻满天飞,澄清公告是馅饼还是陷阱》,《新闻晨报》,2007年3月14日。