

# 上市公司传闻的澄清效果研究<sup>①</sup>

## ——来自中国证券市场的证据

刘春林<sup>1</sup>, 张 宁<sup>1 2</sup>

(1. 南京大学商学院, 南京 210093; 2. 青岛大学国际商学院, 青岛 266071)

**摘要:** 发布澄清公告是上市公司应对市场传闻的重要途径. 然而, 证券市场中澄清公告的实际效果如何, 以及哪些因素会影响澄清效果尚未得到实证检验. 为此, 收集了从 2000 年到 2008 年中国 A 股市场 1 960 个澄清公告, 从中整理出 179 个针对负面传闻进行“澄清”的样本. 研究发现, 澄清公告效果一定程度上依赖于公司的澄清方式, 模糊澄清非但达不到效果, 而且进一步加剧了传闻的影响, 产生“澄清公告澄清不清”的现象. 多元回归模型的结果显示, 澄清效果不仅与澄清方式有显著关系, 而且还受到公司声誉、停牌等因素的影响. 研究结论为传闻心理学实验研究的发现提供了中国证券市场的直接证据, 同时也为上市公司有效应对传闻提供了新思路.

**关键词:** 传闻; 澄清公告; 上市公司; 否认; 公司声誉

**中图分类号:** F270   **文献标识码:** A   **文章编号:** 1007-9807(2012)05-0042-13

## 0 引 言

传闻对公司股价会产生影响, 有些传闻(特别是负面传闻)的影响甚至是灾难性的. 当市场中存在不实负面传闻时, 上市公司常常会通过公告进行澄清, 其重要目的之一就是期望减少传闻的影响并挽回股价. 根据有效市场假说理论, 对于半有效市场, 股价理论上应在澄清公告当日迅速恢复到传闻前的正常状态, 因此, 澄清公告应该能够抵消前期传闻的影响. 但是, 一些心理学学者则认为, 当传闻出现时, 公开澄清在很多情况下是无效的<sup>[1]</sup>, 有时澄清甚至会增强传闻的可信度<sup>[2]</sup>, 并产生相反的效果<sup>[3]</sup>. 对于上述相互抵触的理论和观点, 哪一种能更好的诠释澄清公告在证券市场中的实际效果, 是本文关注的重点.

具体而言, 本文试图通过实证分析回答以下问题: 如果传闻使得相关股价发生了非正常波动, 那么澄清公告的发布能否有助于股票价格发生逆

转? 或者, 什么样的澄清公告可能没有效果, 甚至会适得其反? DiFonzo 和 Bordia<sup>[4]</sup>在其著作《传闻心理学》中指出, 之所以澄清(否认)传闻会得到不同的结果, 是因为存在一些因素会影响澄清的效果, 比如澄清的措辞( wording) 与来源( source) 等. 于是值得进一步研究的问题是: 在中国的证券市场中, 哪些因素会影响澄清公告的效果?

对于上述问题, 本文收集了从 2000 年到 2008 年中国 A 股市场 1 960 个澄清公告, 从中整理出 179 个针对负面传闻进行不同程度否认的澄清公告样本, 通过建立多元回归模型分别探讨了澄清方式、公司声誉、停牌等因素对澄清效果的影响. 本文的贡献有 3 个方面: 1) 目前对传闻的澄清策略和效果的研究更多集中在实验研究方面<sup>[5-6]</sup>, 而本文则以中国证券交易所的澄清公告为样本对象进行实证分析, 直接对传闻心理学相关研究结论进行验证. 2) 本文探讨了澄清方式、公司声誉、停牌等因素对澄清效果的影响, 不

① 收稿日期: 2010-04-12; 修订日期: 2010-12-29.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70872046; 71072038).

作者简介: 刘春林(1970—), 男, 安徽天长人, 教授, 博士生导师. Email: liucl@nju.edu.cn

仅能够很好地解释中国证券市场可能存在的“澄清公告澄不清”的现象<sup>[7]</sup>,而且还为上市公司有效应对传闻提供了新思路。3) 本文分析了政策变量对澄清效果的影响。2007年我国颁布并实施了《上市公司信息披露管理办法》,该政策在制度上规范了上市公司针对传闻的信息披露行为,本文从澄清公告效率的视角上,对政策有效性进行了检验。

## 1 理论与假设

传闻在资本市场中是永恒的话题,其对股票市场和企业的影响一直受到学术界的关注。在金融市场中,传闻通常被定义为“未被证实的非官方信息”<sup>[8]</sup>。心理学和社会学的研究发现,传闻往往在不确定的情况下产生并传播<sup>[9]</sup>,由于股票市场中的不确定性是普遍存在的,所以股票市场成为传闻盛行之地<sup>[10]</sup>。在这些传闻中,有些对于企业是无害的,但有些也会导致负面后果<sup>[6]</sup>,比如降低企业品牌价值、增加企业公众关系成本,导致股票价格下跌等等。有学者将这种会给组织带来潜在不利影响的传闻称之为负面传闻<sup>[1]</sup>。近年来,随着信息技术的普及,互联网为市场传闻提供了更加快速的传播媒介,而负面传闻对市场和企业的影响也变得更加值得关注。

国内外大量针对股票市场对传闻反应的研究,主要与市场有效性假说有关。该理论认为,市场中的所有信息,不管是公开信息还是私有信息,都会市场中得到快速反应,而投资者利用传闻不会获得非正常收益<sup>[11]</sup>。早期的研究<sup>[12-13]</sup>支持市场有效性假说,主张建立在传闻之上的信息是没有经济价值的。后来的许多研究不断证明市场对传闻有显著反应<sup>[14-15]</sup>,反驳了市场有效性假说,认为投资者可以根据传闻获得非正常收益<sup>[14,16]</sup>。但是人们对正面传闻和负面传闻的反应是不对称的<sup>[17]</sup>,国内的实证研究也发现同样的现象,股票市场对预期的好消息反应过度,而对预期的坏消息反应不足<sup>[18]</sup>。这些研究表明,投资者可以利用传闻获得非正常收益。

本文认为,负面传闻会对股票价格产生负面影响。根据传闻心理学理论,负面传闻将使部分投资者一定程度上相信公司存在不利情况,同时这

些投资者在心理上表现为“焦急”<sup>[19]</sup>。投资者心理上的信任与焦急情绪将最终对股票价格产生负面影响。很多实证结果也都支持这一观点。在证券市场中,负面传闻多来自分析师的负面评价。最早研究分析师负面评价的是 Davies 和 Canes<sup>[20]</sup>,他们在对 1970-1971 年间华尔街日报“市场之声”(heard on the street, HOTS) 专栏发布的荐股信息进行研究时发现,分析师负面评价的股票在消息发布当日获得的非正常收益显著为负,达到 -2.137 4%。Liu 等<sup>[21]</sup>对华尔街日报 HOTS 专栏的分析师负面评价进行了研究,发现相应股票在传闻日前两天及传闻日当天非正常收益显著为负。Lim 等<sup>[22]</sup>对亚太地区 4 个新兴市场(澳大利亚、香港、韩国和新加坡)的分析师预测修正进行了研究,发现,负面的每股收益(EPS)预测修正在消息发布日前后会给相应股票带来显著的负非正常收益。陈忠伟等<sup>[23]</sup>研究了在 2000-2004 年的沪深 A 股市场,国内 12 家券商研究机构的证券分析师评级报告,发现,从“买入”评级中调出和调低至“卖出”负面评级调整的股票非正常收益显著为负。以上研究均证明负面传闻或者消息会对股票市场产生影响。由于本文研究的是日后被上市公司否认的传闻,也就是说这些传闻的真实性非常低,因此传闻的影响应该是短期的。综上所述,提出假设 1。

**H1** 负面传闻对市场会产生影响,并使相关公司股票在传闻日呈现负的非正常收益。

传闻之所以会产生影响是因为人们相信它<sup>[6]</sup>。许多学者指出,对负面传闻进行否认会降低传闻的可信度以及传闻带来的焦虑,从而可以减少负面传闻的影响<sup>[5-6,19,24-25]</sup>。但也有学者认为采用直接否认的策略有时是无效的<sup>[1]</sup>,甚至在一定的情况下会增强传闻的可信度<sup>[2]</sup>,产生相反的效果<sup>[3]</sup>。DiFonzo 和 Bordia<sup>[4]</sup>对涉及降低传闻可信性策略的文献进行了元分析(meta-analysis),发现传闻的澄清效果受到多种因素的影响,其中的一个重要因素是否否认传闻所采用的措辞,措辞的强弱很大程度决定了澄清公告的效果。与传闻心理学研究类似,将公司澄清公告按照否认的强弱分为“强否认”和“弱否认”,心理学实验研究已经证明,辩解能力强的“强否认”效果要好于辩解能力弱的“弱否认”。本文推断在中国证券市场这一

结论同样成立,即“强否认”具有相对较好的澄清效果。为此,提出假设 2。

**H2** 澄清方式会影响传闻的澄清效果,“强否认”的澄清公告比“弱否认”具有更好的澄清效果。

公司声誉包含多个方面的内容,本文所关注的是企业在信息披露方面的声誉。Gabbioneta 等<sup>[26]</sup>在测量企业信息披露声誉时考虑了 3 方面因素:信息披露的经常性和及时性、信息的完整性和详细性、以及信息与企业承诺的一致性。中国上市公司信息披露违规涉及到的问题,涵盖了 Gabbioneta 所考虑的 3 方面因素,包括:“未及时披露公司重大事项”、“业绩预测结果不准确或不及时”、“信息披露虚假或严重误导性陈述”等。因此本文用违规经历来衡量公司声誉。

公司声誉会影响澄清效果,这一点同样可以从心理学研究找到理论依据。Bordia 等<sup>[19]</sup>研究发现,澄清来源(denial source)会影响澄清效果,并预言发布澄清主体的权威性越高,澄清效果越好。Einwiller 和 Kamins<sup>[5]</sup>进一步研究发现,对澄清主体的认同度也会影响澄清效果,投资者对公司的认同度越高澄清效果越好。据此本文认为,公司声誉通过影响公司在投资者中的权威性(authority)与认同度(identification),最终对澄清效果产生作用。声誉差的公司,在投资者中的权威性和认同度都较低,因而最终导致较差的澄清效果。由于用违规次数来度量公司声誉,于是提出假设 3。

**H3** 企业在信息披露方面的违规行为会影响澄清效果,公司声誉越差(违规次数越多),企业的澄清效果越差。

多数证券市场都有关于股票停牌的政策,股票停牌的目的可以归纳为 3 个方面:提高市场透明度、保护投资者和维护市场的有序运行<sup>[27]</sup>。国外许多学者对股票停牌的经济效果进行了深入研究,主要集中在检验停牌对信息披露的影响以及复牌后投资者的交易行为上,但并未形成一致的结论。有些学者指出停牌会对股票交易行为造成不利影响。Subrahmanyam<sup>[28]</sup>认为停牌延长了价格吸收信息的时间,价格形成过程会由于停牌而被延迟,同时由于信息没有通过交易传递使得价格的不确定性增加,在股票复牌时短暂的价格波动会更剧烈。Christie 等<sup>[29]</sup>研究了纳斯达克市场上

与发布消息有关的停牌对价格和成交量的影响,发现与停牌相联系的不确定性在复牌时并未消除,复牌后的价格波动性更大。王铁峰<sup>[30]</sup>对我国沪深股市异常波动停牌制度的有效性进行了实证研究,表明异常波动停牌在减少市场波动性、市场非理性行为方面都没有达到预期效果。而另外一些学者认为停牌将有利于投资者进行决策。Harris<sup>[31]</sup>研究了熔断机制(circuit breakers)对市场的影响,其结论是在市场发生极端波动期间,减慢价格变动对大多数市场参与者是有利的,不仅如此,Kodres 等<sup>[32]</sup>以及 Greenwald 等<sup>[33]</sup>发现,停牌可以提供投资者在交易前获知更多信息的机会,从而有利于投资决策。廖静池等<sup>[34]</sup>对中国股票市场停牌制度实施效果进行了研究,发现停牌期间发布的公告将对股价产生一定的影响,并反映到复牌价格当中,这表明停牌期间的信息披露是有效的。

尽管股票停牌的经济效果尚未形成统一结论,但本文认为,在传闻日停牌,澄清公告日复牌的策略(称之为“停牌策略”)对股价恢复更为有利。这是因为:“停牌策略”本质上缩短了股票交易受传闻影响的时间,并提示投资者更理性地辨析传闻的真伪;发布澄清公告的同时复牌则提醒投资者关注公告内容,对于消除传闻的影响会产生积极作用。因此与不停牌相比,停牌策略可以更有效地降低投资者对传闻的信任度。于是提出假设 4。

**H4** 与不停牌相比,停牌策略的运用会导致更好的澄清效果。

发达国家证券市场的发展历史证明,证券市场的稳定和发展与相关法规的不断完善是分不开的。针对中国新兴市场的研究表明,证券相关法规的实施会对市场产生积极的影响,有利于证券市场的健康发展。比如何基报和鲁直<sup>[35]</sup>的实证研究显示,重大政策事件会对投资者的投资决策产生显著影响。Haw 等<sup>[36]</sup>发现,中国证监会相关法规的出台可以有效地减少企业年报公布的拖延现象,提高信息披露的及时性。杨峰等<sup>[37]</sup>对我国证券法规建设和证券市场有效性的关系进行了研究,发现相关法规的实施可以增强对公司信息披露的约束力,并有效提高信息披露的准确性。

对于传闻及其澄清的法规要求,2007 年 2 月 2 日我国颁布并实施了《上市公司信息披露管理

办法》第30、31条规定,当市场出现传闻的情形下,上市公司应当及时披露相关事项的现状、可能影响事件进展的风险因素。该条款成为上市公司应对负面传闻的法律规定。随后深交所和上交所分别颁布了关于澄清公告的信息披露工作指引(《上市公司信息披露工作指引第5号——传闻及澄清》、《上市公司临时公告格式指引第10号:澄清公告》)对上市公司对于传闻的澄清公告提出了规范的要求。随着我国上市公司监管水平的不断提高,上市公司信息披露制度的不断完善,上市公司的公告信息会更加真实有效。

综上,《上市公司信息披露管理办法》的实施将使得投资者对上市公司澄清公告的真实性更具信心,能够有效降低投资者对公司负面传闻的信任度,因为它提高了上市公司实施“虚假澄清”的成本。据此本文推测,法规政策出台之后,澄清效果总体上会更好,于是提出假设5。

**H5** 法规政策的出台有助于提升澄清公告的公信力,政策出台之后,澄清公告对传闻具有更好的澄清效果。

## 2 样本收集与方法设计

### 2.1 数据来源与样本收集

本文收集了2000-2008年10月中国A股市场(沪深股市)针对负面传闻的澄清公告。样本数据包含4方面内容:负面传闻与澄清公告样本;股票交易数据;公司违规数据;上市公司年度财务数据。前者来源于Wind金融数据库系统,后3者均来源于CCER经济金融研究数据库。

通过Wind数据库来搜索上市公司2000年至今的澄清公告,截至2008年10月,中国A股上市公司共发布1960条澄清公告。经过对每个澄清公告文本的解读,从中找出针对负面传闻的澄清公告。例如,中国石化2008年3月14日发布的澄清公告称,“2008年3月13日,《21世纪经济报道》刊登报道,声称记者从‘中国石化2008投资发展会议’了解到,本公司‘1、2季度可能亏损’。本公司现郑重声明,该文所述本公司的相关内容没有事实根据,属于不实报道”。经过筛选针对负面传闻的澄清公告共347个。

根据本文的研究需要,对样本进行进一步的

筛选,剔除无效样本。样本的筛选按照如下标准:1)剔除澄清内容为承认负面传闻属实的样本。2)剔除无法确定传闻发布日期的样本。3)上市公司对于同一负面传闻可能会多次进行澄清,选择第1次澄清公告,剔除其它重复的澄清公告样本。4)剔除上市公司在传闻日前10天至公告日后10天财务数据不全的样本。按照以上标准,收集到有效的澄清公告179个,其中沪市样本94个,深市样本85个。对澄清公告进行了细分,其样本分布如表1。

表1 负面传闻澄清公告样本分布表

Table 1 The distribution of clarification announcements against negative rumors

样本特征		样本数量	样本百分比(%)
行业分布	制造业	103	57.54
	批发和零售贸易	13	7.26
	信息技术业	12	6.70
	电力、煤气及水的生产和供应业	10	5.59
	交通运输、仓储业	9	5.03
	其它	32	17.88
传闻涉及问题类型	经营	50	29.93
	财务	57	31.84
	法律	34	18.99
	并购	8	4.47
	其它	30	16.76
澄清间隔时间	1天	95	53.07
	2天	48	26.82
	3天	36	20.11

### 2.2 描述性统计

表1展示了澄清公告样本的分布情况。从行业分布来看,样本涵盖了包括制造业、批发和零售贸易等多数行业,其中制造业的样本占57.54%,剩余的行业占42.46%。从传闻的内容来看,负面传闻主要涉及到企业经营、财务、法律和并购等问题,占传闻总数的近85%。

澄清间隔时间表示传闻日与公告日间隔的交易日,在179个样本中有95个企业(53%)在传闻出现后的第1个交易日对传闻进行了“澄清”,48个企业(27%)在传闻出现后的第2个交易日对传闻进行了“澄清”,36个企业(20%)在传闻出

现后的第 3 个交易日对传闻进行了“澄清” 179 个样本企业对传闻的平均响应时间为 1.67 天。

图 1 显示了样本的年代分布 样本数量总体上呈逐年上升趋势. 从图中可知 2000 年关于负面传闻的澄清公告样本最少, 只有 2 个. 2006 年之后样本猛增, 占据总样本数量的大部分, 仅 2008 年前 10 个月的样本数量就多达 49 个. 造成样本数量逐年递增的重要原因可能是: 1) 上市公司数量逐年增加导致样本数量增加; 2) 互联网的发展, 使得传闻信息的可获得性大大提高, 导致企业更加频繁使用澄清公告手段来应对负面传闻.

表 2 统计了 179 个样本企业的一些关键财务数据. 这些数据是澄清公告发布前一年的样本企业年度财务数据(从 CCER 数据库中获得). 在样

本企业中, 上市公司总资产均值(中值)为 110.44 (28.19) 亿元; 资产收益率均值(中值)为 0.028 7 (0.033 5); 债务资产比率均值(中值)为 0.59 (0.54); 市净率均值(中值)为 5.54 (3.26); 市销率均值(中值)为 5.36 (2.86); 托宾 Q 均值(中值)为 1.52 (1.10).

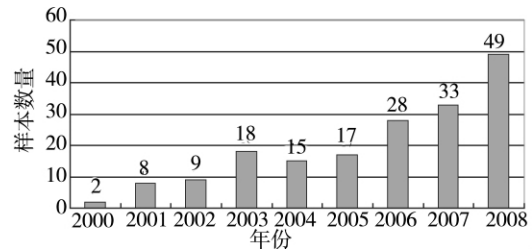


图 1 负面传闻澄清公告样本年代分布  
Fig. 1 The time of distribution of clarification announcements

表 2 上市公司财务指标描述性统计 (N = 179)

Table 2 The descriptive statistics of financial index (N = 179)

财务指标	最小值	最大值	均值	标准差	中值
总资产/亿元	1.086 7	7 185.720 0	110.440 4	634.114 0	28.188 7
资产收益率	-1.029 0	0.327 5	0.028 7	0.113 3	0.033 5
债务资产比率	0.103 1	7.507 5	0.593 1	0.601 4	0.537 4
市净率	-37.400 0	92.401 3	5.538 6	11.020 6	3.261 9
市销率	0.207 2	166.136 5	5.364 8	14.068 6	2.935 5
托宾 Q	0.520 1	9.153 0	1.524 9	1.272 7	1.095 6

### 2.3 事件研究方法

本文采用“事件研究法”来检验负面传闻事件对股票价格的影响, 并进一步利用多元回归分析研究澄清效果的主要影响因素. Brown 和 Warner<sup>[38]</sup> 强调了 3 种计算非正常收益的方法: 均值调整法 (mean adjusted returns)、市场调整法 (market adjusted returns) 和市场模型法 (OLS market model). 它们在相关文献中均得到应用, 本文采用市场调整法来计算企业股票的非正常收益, 这是因为有研究指出, 市场调整法比其它两种要更加简便, 而且效果更好<sup>[14, 38]</sup>.

本文与普通事件研究方法有所不同, 因为存在着两个事件日, 即传闻发生日 (R) 和澄清公布日 (A). 由于传闻日和澄清日之间的时间间隔并不固定, 1 日到 3 日不等, 使得本文具有一定的特殊性. 鉴于此, 对传闻和澄清分别进行研究, 对于传闻的影响, 本文选择传闻前 10 日 (R - 10) 到传闻日 (R) 的非正常收益进行研究, 即事件窗口为 [R - 10, R]; 对于澄清的效果, 本文选择澄清公

布日前 6 天(在下文中可以看到, 传闻在 R - 3 日开始对股票价格产生负面影响, 传闻和澄清之间最长的时间间隔为 3 天, 因此澄清前 6 天涵盖了整个传闻影响期) 到澄清后 30 日的非正常收益进行研究, 即事件窗口为 [A - 6, A + 30]. 事件窗口的定义如图 2 和图 3 所示.

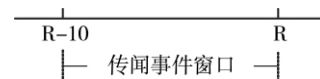


图 2 传闻事件窗口定义

Fig. 2 Definition of rumor event window

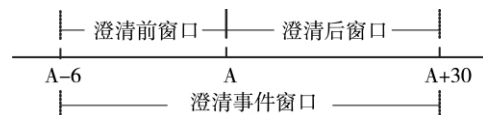


图 3 澄清事件窗口定义

Fig. 3 Definition of clarification event window

根据市场调整法的公式计算出股票每天的非正常收益  $\langle AR \rangle$ , 即

$$\langle AR \rangle_{it} = R_{it} - R_{mt},$$

$$t = R - 10, \dots, R$$

或  $t = A - 6, \dots, A, \dots, A + 30$

其中,  $\langle AR \rangle_{it}$  为第  $i$  个股票  $t$  日的超常收益率,  $R_{it}$  为第  $i$  个股票  $t$  日的实际收益率,  $R_{mt}$  为  $t$  日的市场收益率. 然后计算每天的平均非正常收益  $\langle AAR \rangle$

$$\langle AAR \rangle_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \langle AR \rangle_{it}$$

其中  $N$  为样本数量.

$\langle CAR \rangle_{it}$  表示股票  $i$  在事件窗口  $[t_1, t_2]$  内的累积非正常收益, 即

$$\langle CAR \rangle_{it} = \sum_{j=t_1}^{t_2} \langle AR \rangle_{ij}$$

$\langle CCAR \rangle_t$  表示所有股票在事件窗口  $[t_1, t_2]$  内的累积平均非正常收益, 有

$$\langle CCAR \rangle_t = \sum_{j=t_1}^{t_2} \langle AAR \rangle_j$$

事件研究方法所计算的平均非正常收益  $\langle AAR \rangle$  用于检验负面传闻事件对股票价格的影响 (H1), 并分析澄清公告发布后股票价格的反应. 计算得到的  $\langle CAAR \rangle$  和  $\langle CAR \rangle$  则用于检验澄清效果及其影响因素 (为方便表述以下省略了  $\langle CAAR \rangle$  和  $\langle CAR \rangle$  的下标).

#### 2.4 回归模型及变量设置

为了深入理解哪些因素可能影响澄清公告的效果, 本文采用多元回归分析方法进行研究, 建立了以下多元回归模型

$$\begin{aligned} \langle CAR \rangle = & \beta_0 + \beta_1 \langle Asset \rangle + \beta_2 \langle ROA \rangle + \\ & \beta_3 \langle Debt \rangle + \beta_4 \langle PB \rangle + \beta_5 \langle PS \rangle + \\ & \beta_6 \langle TQ \rangle + \beta_7 \langle Lag \rangle + \\ & \beta_8 \langle Operation \rangle + \beta_9 \langle Finance \rangle + \\ & \beta_{10} \langle Law \rangle + \beta_{11} \langle Takeover \rangle + \\ & \beta_{12} \langle Wording \rangle + \beta_{13} \langle Reputaiton \rangle + \\ & \beta_{14} \langle Suspension \rangle + \beta_{15} \langle Legislation \rangle \end{aligned}$$

1) 被解释变量  $\langle CAR \rangle$  计算澄清前 6 日到澄清日, 即  $[A - 6, A]$  的累积非正常收益  $\langle CAR \rangle_{[A-6, A]}$ , 用于衡量负面传闻澄清的效果, 作为回归方程的被解释变量.  $\langle CAR \rangle$  越大, 表明在澄清日的股票价格恢复越明显, 澄清的效果越好.  $CAR$  事件窗口的安排较为合理, 因为从表 3 “负面传闻对市场的影响”可知, 在传闻前第 3 天非正常收益显著小于 0, 而再往前推则多数不显著, 可以认为负面传闻从正式发布前 3 天开始产生影响. 又由于澄清日到传闻日最多间隔 3 日, 所以澄清

之前 6 日涵盖了整个传闻期. 另外, 表 4 左半部分数据显示, 澄清日之后的非正常收益均不显著, 后期市场的反应趋于平缓. 所以, 累积非正常收益 (因变量) 从澄清前 6 天计算到澄清日具有一定的合理性.

2) 解释变量 本文重点研究的解释变量有 4 个: 澄清方式、公司声誉、停牌和法规实施.

澄清方式 (wording) 澄清方式有两种形式: “强否认”和“弱否认”. “强否认”是指澄清内容对负面传闻表达强烈的否认. 如果在澄清公告中包括“严重失实”、“追究法律责任”等措辞, 或者即便没有强烈措辞, 但澄清公告正面回应, 并否认了传闻中的关键信息或观点, 本文将其归类为“强否认”, 否则就是“弱否认”. “强否认”的例子如 2006 年 4 月 28 日, 江西铜矿澄清公告称《国际金融报》报道的“江西铜业等产铜企业已被证监会瞄上, 高铜价中的获利可能无法弥补其远期保值业务中的巨大亏空”等内容严重失实. “弱否认”的例子如, 中国石化 2008 年 3 月 14 日发布澄清公告称《21 世纪经济报道》声称“公司 1、2 季度可能亏损”. 本公司现郑重声明, 该文所述本公司的相关内容没有事实根据, 属于不实报道. 本公司第 1 季度业绩将于 4 月下旬正式披露”. “澄清方式”变量  $\langle Wording \rangle$  用于检验“强否认”澄清方式是否有更好的澄清效果 (H2). 当公司进行“强否认”时, 取值为 ‘1’, 否则为 ‘0’.

公司声誉 (reputation) 肖海莲等<sup>[39]</sup>认为信息披露声誉可以用上市公司的信息披露违规情况来衡量. 因此, 用在澄清日之前公司的违规次数来度量“公司声誉” $\langle Reputation \rangle$  (逆指标). 当公司历史上没有违规时, 公司声誉值为 0, 随着违规次数的增加, 公司声誉变差, 公司声誉值也变大. 违规次数最大值是 7 次, 历史上有 49 家公司有不同程度的违规记录. 此数据可以从 CCER 数据库系统获得, 本文以此检验公司声誉对澄清效果的影响 (H3).

停牌 (suspension) “停牌”是指企业在传闻发生后申请停牌, 并且在澄清公告发布日复牌. “停牌”变量  $\langle Suspension \rangle$  用于检验企业采用停牌策略能否更有效应对负面传闻的影响 (H4), 当公司采用“停牌”策略, “停牌”变量取值为 ‘1’, 否则为 ‘0’.

法规实施(legislation) 2007年2月2日,证监会颁布了《上市公司信息披露管理办法》,为配合这一办法的实施,深交所于5月10日出台了《上市公司信息披露工作指引第5号:传闻及澄清》,上交所于6月20日出台《上市公司临时公告格式指引第10号:澄清公告》。本文将检验此法规的实施是否会改善澄清效果(H5),定义2007年5月10日以后深交所上市公司样本和2007年6月20日以后上交所上市公司样本的“法规实施”变量为‘1’,而之前的为‘0’。

3) 控制变量 除了以上4个解释变量,还存在着其它的潜在影响因素。一些相关研究选择企业的财务指标作为控制变量<sup>[40-41]</sup>,与之类似,本文选择企业澄清公告发布前一年的年度财务指标作为控制变量,包括:“总资产”〈Asset〉、“资产收益率”〈ROA〉、“债务资产比率”〈Debt〉、“市净率”〈PB〉、“市销率”〈PS〉和“托宾Q”〈TQ〉。“总资产(自然对数调整)”用于控制企业规模,“资产收益率”用于控制企业盈利能力,“债务资产比率”用于控制企业的(财务杠杆)债务融资依赖程度,“市净率”、“市销率”和“托宾Q”则反应了

企业的市场价值。此外,本文研究的负面传闻涉及到企业的经营、财务、法律、并购等问题。有研究指出,不同类型的市场传闻对投资者的作用是有差异的<sup>[11]</sup>。将传闻划分为5大类型:经营传闻(operation)、财务传闻(finance)、法律传闻(law)、并购传闻(takeover)和其它传闻,并且设置了4个虚拟变量以考察不同类型传闻对澄清效果的影响。

### 3 实证结果分析

#### 3.1 负面传闻对股票市场的影响

表3显示了从传闻前10日到传闻日的平均非正常收益〈AAR〉。从总体样本的〈AAR〉来看:传闻发生当日的平均非正常收益显著为负,达到了-1.52%,说明负面传闻会对市场产生显著影响。但是与相关研究相比<sup>[20]</sup>,传闻日样本企业受影响程度相对较小,对这一现象的解释是:由于本文收集的都是最终被上市公司否认的负面传闻,与真假混杂的传闻相比,这类传闻的影响相对要小一些。

表3 负面传闻对市场的影响(从传闻日前10日至传闻日)

Table 3 The impact of negative rumors on market (from R - 10 to R)

时间	〈AAR〉总体 (N = 179)	澄清方式		停牌		法规实施	
		〈AAR〉强否认 (N = 93)	〈AAR〉弱否认 (N = 86)	〈AAR〉停牌 (N = 31)	〈AAR〉不停牌 (N = 148)	法规实施前 (N = 105)	法规实施后 (N = 74)
R - 10	-0.000 9	-0.002 1	0.000 4	-0.006 7	0.000 3	0.001 5	-0.004 4
R - 9	-0.002 1	-0.005 5**	0.001 5	0.000 0	-0.002 6	-0.002 5	-0.001 6
R - 8	-0.002 7	-0.005 2**	0.000 0	0.000 0	-0.003 3	-0.003 5*	-0.001 6
R - 7	0.000 6	0.000 8	0.000 5	0.002 1	0.000 3	-0.001 6	0.003 8
R - 6	-0.002 7	-0.002 1	-0.003 3	-0.013 2**	-0.000 4	-0.002 6	-0.002 7
R - 5	0.004 5**	0.006 6**	0.002 3	0.011 2**	0.003 1	0.003 6	0.005 8*
R - 4	-0.002 1	-0.000 8	-0.003 5	-0.006 4	-0.001 2	-0.004 1	0.000 7
R - 3	-0.004 9**	-0.005 2	-0.004 5	-0.000 4	-0.005 8**	-0.007 4***	-0.001 2
R - 2	-0.001 9	0.001 9	-0.006 1*	0.000 8	-0.002 5	-0.002 8	-0.000 7
R - 1	-0.004 4*	-0.004 4	-0.004 4	-0.005 7	-0.004 1	-0.003 7	-0.005 4
R	-0.015 2***	-0.014 3***	-0.016 3***	停牌	-0.017 4***	-0.012 8***	-0.018 7***

注:\*\*\*代表 $p < 0.01$ ; \*\*代表 $p < 0.05$ ; \*代表 $p < 0.1$ 。

本文发现,R - 3日和R - 1日的平均非正常收益也显著为负,说明在传闻发生日前,市场已经有所反应,传闻前3天累积非正常收益达到了

-0.011 2。如果包含传闻日,累积非正常收益达到了-0.026 4。于是得到结论:负面传闻对股票市场产生影响,而这种影响在传闻发生之前3天

就已经产生,并且在传闻发生当日最为明显.此结论支持假设 1.

从表 3 可以看出,无论后期采用“弱否认”或者是“强否认”的澄清方式,在传闻日相关公司股票的非正常收益显著为负( $p < 0.01$ );无论是法规实施前还是实施后,样本企业在传闻日非正常收益也同样显著为负( $p < 0.01$ );对于停牌样本,由于在传闻日停牌,传闻对股价在当日不会产生影响,所以在传闻日不需要考虑这些样本,而对于非停牌样本,传闻日非正常收益显著为负.以上说明,对于不同类型的样本(传闻日停牌样本除外),传闻日收益都显著为负( $p < 0.01$ ).

### 3.2 澄清公告是否有效?

表 4 显示,在澄清公告发布的当日总体样

本(179 家公司)平均非正常收益竟然为负(但不显著),这恰恰印证了证券市场中存在澄清公告效果不佳的现象,即股价不因澄清公告而逆转,澄清效果没有显现.因此,有效市场假说理论不能得到支持.然而,在研究不同的澄清方式时,又发现一个重要现象:在企业发布澄清公告当日,澄清方式不同的样本  $\langle AAR \rangle$  有巨大差异(表 4 中事件窗口  $[A, A]$  上的  $\langle CAAR \rangle$ ,相当于  $A$  日的  $\langle AAR \rangle$ ).采用“强否认”澄清方式的样本股票显著回升( $\langle AAR \rangle = 0.007 0, p < 0.05$ )而“弱否认”的样本则继续下跌( $\langle AAR \rangle = -0.013 7, p < 0.01$ ).这一发现说明,当传闻出现时,“强否认”策略具有相对较好的澄清效果.

表 4 澄清公告的效果

Table 4 The effect of clarification announcements

时间	$\langle CAAR \rangle$ 总体 ( $N = 179$ )	澄清方式 $\langle CAAR \rangle$		时间	$\langle CAAR \rangle$ 总体 ( $N = 179$ )	澄清方式 $\langle CAAR \rangle$	
		强否认 ( $N = 93$ )	弱否认 ( $N = 86$ )			强否认 ( $N = 93$ )	弱否认 ( $N = 86$ )
$[A, A]$	-0.002 9	0.007 0**	-0.013 7***	$[A - 6, A]$	-0.034 8***	-0.015 2*	-0.056 1***
$[A + 1, A + 1]$	-0.000 5	-0.000 1	-0.000 9	$[A - 6, A + 1]$	-0.035 3***	-0.015 3*	-0.056 9***
$[A + 1, A + 2]$	-0.001 3	-0.001 6	-0.001 0	$[A - 6, A + 2]$	-0.036 1***	-0.016 8**	-0.057 1***
$[A + 1, A + 3]$	-0.001 4	0.000 9	-0.003 9	$[A - 6, A + 3]$	-0.036 2***	-0.014 3	-0.060 0***
$[A + 1, A + 4]$	0.002 1	0.007 1	-0.003 2	$[A - 6, A + 4]$	-0.032 7***	-0.008 0	-0.059 3***
$[A + 1, A + 5]$	0.006 4	0.015 6**	-0.003 5	$[A - 6, A + 5]$	-0.028 4***	0.000 5	-0.059 6***
$[A + 1, A + 10]$	0.000 2	0.012 5	-0.013 2	$[A - 6, A + 10]$	-0.034 7***	-0.002 6	-0.069 3***
$[A + 1, A + 15]$	-0.008 9	0.013 7	-0.033 4	$[A - 6, A + 15]$	-0.043 7***	-0.001 5	-0.089 5***
$[A + 1, A + 20]$	-0.010 1	0.014 6	-0.036 7	$[A - 6, A + 20]$	-0.044 9***	-0.000 6	-0.092 7***
$[A + 1, A + 30]$	-0.018 7	0.003 0	-0.042 2*	$[A - 6, A + 30]$	-0.053 5***	-0.012 1	-0.098 2***

注:\*\*\* 代表  $p < 0.01$ ; \*\* 代表  $p < 0.05$ ; \* 代表  $p < 0.1$ .

此外,表 4 还显示了澄清公告发布以后 30 个交易日内的市场表现.表 4 左半部分为澄清公告发布当日以及澄清以后的市场反应,对于总体样本,澄清之后 30 个交易日内的市场反应并不显著,但“强否认”与“弱否认”的市场反应仍表现出显著差异(独立样本  $t$  检验,均为  $p < 0.01$ ).表 4 右半部分显示了澄清公告的效果,即澄清公告发布后,股价能否恢复到传闻之前 ( $A - 6$ ) 的水平.对于总体样本,在澄清公告发布之后 30 个交易日内,股票价格没有恢复到传闻影响之前的水平(不同事件窗口的  $\langle CAR \rangle$  均显著为负),这进一步说明了发布澄清公告无法抵消负面传闻的影

响.本文还发现,“强否认”样本在澄清公告发布 3 日后,累积非正常收益均不显著,说明“强否认”样本在澄清后股价能够逐渐恢复.“弱否认”样本的累积非正常收益经过 30 个交易日仍然显著为负( $\langle CAR \rangle_{[A-6, A+30]} = -0.098 2, p < 0.01$ ),说明“弱否认”样本在澄清后仍然保持跌势.

总体而言,初步分析的结论印证了中国股票市场中普遍存在的“澄清公告澄不清”的现象.澄清公告在发布当日以及之后较长一段时期内均不能够有效抵消负面传闻的影响,有时反而会导致股票的继续下跌.其可能的原因是公司采用了“弱否认”的澄清方式,或者公司本身声誉较差等



等(表5). 要解释“澄清方式”、“公司声誉”、“停牌”等因素是如何共同影响澄清效果的, 需要利用多元回归分析来进一步研究.

### 3.3 如何使澄清更加有效?

如何使澄清更加有效? 回答这个问题的关键就是要了解哪些因素会显著影响到澄清效果. 本节利用多元回归模型分析“澄清方式”〈Wording〉、“公司声誉”〈Reputation〉、“停牌”〈Suspension〉、“政策实施”〈Legislation〉等变量对澄清效果的影响. 回归结果见表5. 模型1只有控制变量, 解释了因变量〈CAR〉的10.57%. 模型2加入解释变量后, 回归方程的解释能力显著提高( $\Delta R^2 = 0.1574$ ,  $p < 0.01$ ), 达到26.31%. 在模型2中, 控制变量“总资产”〈Asset〉、“资产收益率”〈ROA〉和“市销率”〈PS〉对澄清效果的影响不显著, 而“债务资产比率”〈Debt〉、“市净率”〈PB〉和“托宾Q”〈TQ〉显著. 本文还发现, 不

同类型的传闻对澄清效果的影响有所差别, 财务传闻〈Finance〉和法律传闻〈Law〉的影响并不显著, 而经营传闻〈Operation〉( $\beta_7 = -0.0439$ ,  $p < 0.05$ )和并购传闻〈Takeover〉( $\beta_{10} = 0.0595$ ,  $p < 0.1$ )的影响是显著的. 经营传闻变量的系数为负, 说明涉及经营问题的传闻比其它传闻更难以澄清. 并购传闻变量的系数为正, 说明涉及并购问题的传闻比其它传闻容易澄清. 这个结论是符合直觉的: 当企业的澄清公告发布后, 投资者并不仅仅关注澄清公告信息, 还可能在市场中寻求其它证据来进行佐证. 对于企业内部经营的问题, 公众难以从其它市场公开信息中获得可靠的证据, 来自企业本身的辩解也很难发挥较大作用. 因此, 涉及经营问题的负面传闻会更难澄清. 与此相反, 证券市场中存在大量企业并购的消息, 对于并购传闻, 投资者更容易获得相关证据进行佐证. 因此, 涉及并购问题的传闻相对容易澄清.

表5 多元回归分析结果〈CAR〉<sub>[A-6 A]</sub>  
Table 5 The result of multiple regression 〈CAR〉<sub>[A-6 A]</sub>

变量	模型1		模型2	
	系数	T值	系数	T值
〈constant〉	-0.0263	-1.1171	-0.0622***	-2.6428
〈Asset〉	0.0001	0.0277	0.0016	0.3412
〈ROA〉	0.0917	1.2042	0.0763	1.0731
〈Debt〉	0.0278*	1.7946	0.0474***	3.1650
〈PB〉	0.0017***	2.7954	0.0018***	3.2120
〈PS〉	0.0001	0.1778	0.0000	-0.0339
〈TQ〉	-0.0179***	-2.9947	-0.0200***	-3.4808
〈Operation〉	-0.0261	-1.3965	-0.0439**	-2.4897
〈Finance〉	-0.0151	-0.8330	-0.0241	-1.4341
〈Law〉	-0.0019	-0.0970	-0.0166	-0.8835
〈Takeover〉	0.0423	1.3185	0.0595*	1.9347
〈Wording〉			0.0554***	4.6780
〈Reputation〉			-0.0173***	-2.6708
〈Suspension〉			0.0352**	2.2997
〈Legislation〉			0.0139	1.1253
N	179		179	
R <sup>2</sup>	0.1057		0.2631	
$\Delta R^2$	0.1057**		0.1574***	

注: \*\*\* 代表  $p < 0.01$ ; \*\* 代表  $p < 0.05$ ; \* 代表  $p < 0.1$ .

“澄清方式”〈Wording〉变量系数显著为正 ( $\beta_{11} = 0.0554$ ,  $p < 0.01$ ) 表明“强否认”的澄清

方式有助于〈CAR〉的提高, 即企业采取“强否认”的澄清方式比“弱否认”能够更有效降低投资者

对传闻的信任度. 此发现支持 H2, 同时本结论与社会学与心理学领域的实验研究发现相一致<sup>[5-6]</sup>. 本文用实证的方法检验了辩解能力强的强烈措辞对负面传闻的否认效果更好.

“公司声誉”  $\langle Reputation \rangle$  (逆指标) 变量系数显著为负 ( $\beta_{12} = -0.0173, p < 0.01$ ), 说明公司声誉差将会弱化澄清效果, 由于反应公司声誉的指标是“违规次数”, 这就意味着, 即便采用了相同的澄清方式和停牌策略, 当公司违规次数增加 (声誉变差) 时, 澄清效果将变差. 由此说明, 声誉对上市公司而言是非常重要的, 投资者对上市公司的信任程度一定程度上受到公司声誉的影响. 此结论支持 H3.

“停牌”  $\langle Suspension \rangle$  变量系数显著为正 ( $\beta_{13} = 0.0352, p < 0.05$ ) 表明企业采取“停牌”策略 (相比较“不停牌”) 会避免负面传闻期间的累积非正常收益  $\langle CAR \rangle$  的进一步下降. 也就是说, 企业在传闻发生后申请停牌, 并在澄清公告发布日复牌会有效减少负面传闻带来影响. 因此 H4 得到支持.

“政策实施”  $\langle Legislation \rangle$  变量系数为正, 但并不显著 ( $\beta_{14} = 0.0139, p > 0.1$ ), 说明法规政策的出台对于澄清公告的公信力提升有限. 政策出台之后, 澄清公告没能显示出更好的澄清效果, H5 没有得到支持.

以上的回归分析表明, “澄清方式”、“公司声誉”和“停牌”3 个解释变量对澄清效果产生了显著影响, 而“法规实施”变量的影响并不显著.

### 3.4 澄清公告发布后的市场反应

为了考察澄清公告发布以后不同的解释变量是否能够持续产生作用, 分别选取  $\langle CAR \rangle_{[A-6, A+1]}$ 、 $\langle CAR \rangle_{[A-6, A+3]}$ 、 $\langle CAR \rangle_{[A-6, A+5]}$  作为因变量进行回归分析. 表 6 显示了不同因变量的回归结果 (由于篇幅限制, 只报告了不同因变量情况下模型 2 的结果). 从表 6 可以看出, “澄清方式”  $\langle Wording \rangle$ 、“停牌”  $\langle Suspension \rangle$  和“公司声誉”  $\langle Reputation \rangle$  变量的影响在澄清公告发布后一段时期内仍然持续存在. 同时也表明本文的结论具有一定的稳定性.

表 6 考虑澄清公告后的市场表现的回归分析结果  
Table 6 The result of multiple regression after clarification announcement

变量	$\langle CAR \rangle_{[A-6, A+1]}$		$\langle CAR \rangle_{[A-6, A+3]}$		$\langle CAR \rangle_{[A-6, A+5]}$	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
$\langle constant \rangle$	-0.0578**	-2.1484	-0.0667**	-2.1890	-0.0458	-1.4028
$\langle Asset \rangle$	0.0005	0.0923	0.0025	0.4253	-0.0011	-0.1769
$\langle ROA \rangle$	0.1140	1.4014	0.1450	1.5755	0.1422	1.4404
$\langle Debt \rangle$	0.0492***	2.8686	0.0556***	2.8669	0.0560***	2.6917
$\langle PB \rangle$	0.0023***	3.4554	0.0022***	3.0318	0.0028***	3.4871
$\langle PS \rangle$	-0.0002	-0.4545	-0.0003	-0.5783	-0.0005	-0.8660
$\langle TQ \rangle$	-0.0190***	-2.8973	-0.0168**	-2.2634	-0.0186**	-2.3377
$\langle Operation \rangle$	-0.0519**	-2.5732	-0.0675***	-2.9577	-0.0790***	-3.2248
$\langle Finance \rangle$	-0.0365*	-1.8937	-0.0433**	-1.9891	-0.0602**	-2.5748
$\langle Law \rangle$	-0.0254	-1.1807	-0.0337	-1.3845	-0.0479*	-1.8369
$\langle Takeover \rangle$	0.0412	1.1697	0.0507	1.2730	0.0374	0.8763
$\langle Wording \rangle$	0.0575***	4.2393	0.0654***	4.2600	0.0818***	4.9678
$\langle Reputation \rangle$	-0.0154**	-2.0771	-0.0186**	-2.2246	-0.0170*	-1.8944
$\langle Suspension \rangle$	0.0412**	2.3564	0.0560***	2.8272	0.0522**	2.4576
$\langle Legislation \rangle$	0.0125	0.8903	0.0035	0.2197	0.0104	0.6081
N	179		179		179	
R <sup>2</sup>	0.2303		0.2286		0.2538	
$\Delta R^2$	0.1287***		0.1392***		0.1508***	

注: \*\*\* 代表  $p < 0.01$ ; \*\* 代表  $p < 0.05$ ; \* 代表  $p < 0.1$ .

$\Delta R^2$  表示相对于不同因变量情况下模型 1 (未报告) 解释能力的变化.

## 4 结束语

传闻心理学的实验研究发现,澄清之所以会产生不同结果,是因为存在一些会影响澄清效果<sup>[4]</sup>的因素.本文为该理论提供了中国证券市场的直接证据,而有效市场假说理论在本文中不能得到支持.不仅如此,本文还突破了实验研究局限得出了一些有意义的结论.

具体而言,本文有以下发现:1)澄清方式会影响对传闻的澄清效果,即“强否认”比“弱否认”具有相对较好的澄清效果,这与传闻心理学实验研究结论一致<sup>[5-6]</sup>.采用“强否认”方式的公司在澄清公告当日股价显著回升,而“弱否认”方式则导致股价继续下跌,这一现象印证了 Gruenfeld 和 Wyer<sup>[2]</sup>的观点,即澄清常常会增强传闻的可信度,甚至产生相反的效果<sup>[3]</sup>.因此从澄清方式角度来看,传闻心理学的研究可以很好地解释中国证券市场中澄清公告的市场效果;2)保持良好声誉对上市公司非常重要.声誉的好坏会直接影响

公司在投资者中的权威性(authority)与认同度(identification),最终对澄清效果产生作用.实证研究显示,声誉对澄清效果具有显著影响,声誉差的公司澄清效果也较差.这也与传闻心理学实验研究结论一致<sup>[6]</sup>;3)传闻日停牌,澄清日复牌的策略会缩短股票交易受传闻影响的时间,告诫投资者理性地辨析传闻真伪,并提醒投资者关注澄清公告内容,这对于消除传闻的影响会产生积极作用.由于在实验环境下构建外部政策环境变量的实验场景非常困难,因此,本文针对政策变量的实证研究突破了传统实验研究的瓶颈,获得了传闻心理学实验研究没有(也很难)得到的结论.

本文的研究结论也为上市公司应对传闻提供了新思路:由于“澄清方式”、“公司声誉”和“停牌”都对澄清效果产生显著影响,因此从上市公司可控制的要素来看,他们应该首先注重建立良好声誉,当存在不实负面传闻并且按照政策规定必须进行澄清时,上市公司可以考虑停牌,并在澄清公告发布日复牌;同时,澄清公告在措辞表述上应该非常清晰、坚决.

## 参考文献:

- [1] Tybout A M, Bobby J C, Sternthal B. Using information processing theory to design marketing strategies [J]. *Journal of Marketing Research*, 1981, 18(1): 73-79.
- [2] Gruenfeld D H, Wyer J R S. Semantics and pragmatics of social influence: How affirmations and denials affect beliefs in referent propositions [J]. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1992, 62(1): 38-49.
- [3] DiFonzo N, Bordia P, Rosnow R L. Reining in rumors [J]. *Organizational Dynamics*, 1994, 23(1): 47-62.
- [4] DiFonzo N, Bordia P. *Rumor Psychology: Social and Organizational Approaches* [M]. Washington, DC: American Psychological Association, 2007.
- [5] Einwiller S A, Kamins M A. Rumor has it: The moderating effect of identification on rumor impact and the effectiveness of rumor refutation [J]. *Journal of Applied Social Psychology*, 2008, 38(9): 2248-2272.
- [6] Bordia P, DiFonzo N, Haines R, et al. Rumors denials as persuasive messages: Effects of personal relevance, source, and message characteristics [J]. *Journal of Applied Social Psychology*, 2005, 35(6): 1301-1331.
- [7] 黄湘源. 股价暴涨,澄清公告澄不清 [J]. *管理与财富*, 2000, (3): 27-28.  
Huang Xiangyuan. Stock soar, clarification announcements do not clarify [J]. *Management and Fortune*, 2000, (3): 27-28. (in Chinese)
- [8] Clarkson P M, Joyce D, Tutticci I. Market reaction to takeover rumour in Internet discussion sites [J]. *Accounting & Finance*, 2006, 46(1): 31-52.
- [9] Allport G W, Postman L. The psychology of rumor [J]. *Journal of Clinical Psychology*, 1947, 3(4): 402.
- [10] Kimmel A J. Rumors and the financial marketplace [J]. *Journal of Behavioral Finance*, 2004, 5(3): 134-141.
- [11] Kiyamaz H. The effects of stock market rumors on stock prices: Evidence from an emerging market [J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 2001, 11(1): 105-115.
- [12] Lazar R J. Stock marker price movements as collective behavior [J]. *International Journal of Contemporary Sociology*,

- 1973 ,10( 2/3) : 133 - 147.
- [13] Diefenbach R E. How good is institutional brokerage research? [J]. *Financial Analysts Journal* ,1972 ,28( 1) : 54 - 60.
- [14] Zivney T L , Bertin W J , Torabzadeh K M. Overreaction to takeover speculation [J]. *The Quarterly Review of Economics and Finance* ,1996 ,36( 1) : 89 - 115.
- [15] Pound J , Zeckhauser R. Clearly heard on the street: The effect of takeover rumors on stock prices [J]. *Journal of Business* ,1990 ,63( 3) : 291 - 308.
- [16] Van Bommel J. Rumors [J]. *The Journal of Finance* ,2003 ,58( 4) : 1499 - 1520.
- [17] Kamins M A , Folkes V S , Perner L. Consumer responses to rumors: Good news , bad news [J]. *Journal of Consumer Psychology* ,1997 ,6( 2) : 165 - 187.
- [18] 赵宇龙. 会计盈余披露的信息含量——来自上海股市的经验证据 [J]. *经济研究* ,1998 , ( 7) : 41 - 49.  
Zhao Yulong. The information content of accounting earnings disclosures: Evidences from Shanghai stock market [J]. *Economic Research Journal* ,1998 , ( 7) : 41 - 49. ( in Chinese)
- [19] Bordia P , DiFonzo N , Schulz C A. Source characteristics in denying rumors of organizational closure: Honesty is the best policy [J]. *Journal of Applied Social Psychology* ,2000 ,30( 11) : 2309 - 2321.
- [20] Davies P L , Canes M. Stock prices and the publication of second-hand information [J]. *The Journal of Business* ,1978 ,51( 1) : 43 - 56.
- [21] Liu P , Smith S D , Syed A A. Stock price reactions to the wall street journal's securities recommendations [J]. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* ,1990 ,25( 3) : 399 - 410.
- [22] Lim T K , Kong H C. New evidence on price impact of analyst forecast revisions [J]. *International Review of Financial Analysis* ,2004 ,13( 2) : 161 - 190.
- [23] 陈伟忠 , 吴 佳 , 王宇熹等. 对证券分析师荐股评级调整价值的经验研究 [J]. *同济大学学报( 自然科学版)* ,2007 ,35( 5) : 714 - 718.  
Chen Weizhong , Wu Jia , Wang Yuxi , et al. Empirical research on China's security analysts recommendation revisions' investment value [J]. *Journal of Tongji University ( Natural Science)* ,2007 ,35( 5) : 714 - 718. ( in Chinese)
- [24] Allport F H , Lepkin M. Wartime rumors of waste and special privilege: Why some people believe them [J]. *Journal of Abnormal and Social Psychology* ,1945 ,40( 1) : 3 - 36.
- [25] Iyer E S , Debevec K. Origin of rumor and tone of message in rumor quelling strategies [J]. *Psychology & Marketing* ,1991 ,8( 3) : 161 - 175.
- [26] Gabbioneta C , Ravasi D , Mazzola P. Exploring the drivers of corporate reputation: A study of Italian securities analysts [J]. *Corporate Reputation Review* . 2007 ,10( 2) : 99 - 123.
- [27] 黄本尧. 中外停牌制度比较研究 [R]. 深圳: 深圳证券交易所综合研究所 ,2003.  
Huang Benyao. A Comparative Research on Trading Halt Rules between Domestic and Overseas Markets [R]. Shenzhen: Shenzhen Stock Exchange Research Report ,2003. ( in Chinese)
- [28] Subrahmanyam A. Circuit breakers and market volatility: A theoretical perspective [J]. *The Journal of Finance* ,1994 ,49( 1) : 237 - 254.
- [29] Christie W G , Corwin S A , Harris J H. Nasdaq trading halts: The impact of market mechanisms on prices , trading activity , and execution costs [J]. *Journal of Finance* ,2002 ,57( 3) : 1443 - 1478.
- [30] 王铁峰. 沪深股市异常波动停牌制度有效性研究 [R]. 深圳: 深圳证券交易所第 7 届会员单位与基金公司研究成果 ,2005.  
Wang Tiefeng. A Research on The Effectiveness of Trading Halt in Shanghai and Shenzhen Stock Market [R]. Shenzhen: The Seventh SZSE Member Unit and Fund Company Research Achievements ,2005. ( in Chinese)
- [31] Harris LE. Circuit Breakers and Program Trading Limits: What Have We Learned? [R]. Los Angeles: Wharton Papers on Financial Services ,1997.
- [32] Kodres L E , O'Brien D P. The existence of pareto-superior price limits [J]. *The American Economic Review* ,1994 ,84( 4) : 919 - 932.
- [33] Greenwald B C , Stein J C. Transactional risk , market crashes , and the role of circuit breakers [J]. *The Journal of Busi-*

- ness, 1991, 64(4): 443-462.
- [34] 廖静池, 李平, 曾勇. 中国股票市场停牌制度实施效果的实证研究[J]. 管理世界, 2009, (2): 37-48.  
Liao Jingchi, Li Ping, Zeng Yong. The empirical research on effectiveness of trading halt in China stock market[J]. Management World, 2009, (2): 37-48. (in Chinese)
- [35] 何基报, 鲁直. 什么影响着投资者选择卖出或继续持有? [J]. 管理科学学报, 2006, 9(6): 53-63.  
He Jibao, Lu Zhi. What affects investors' selling and holding? [J]. Journal of Management Sciences in China, 2006, 9(6): 53-63. (in Chinese)
- [36] Haw I-M, Park K J, Qi D, et al. Securities regulation, the timing of annual report release, and market implications: Evidence from China[J]. Journal of International Financial Management and Accounting, 2006, 17(2): 110-139.
- [37] 杨峰, 石春玲. 法规建设与证券市场有效性研究[J]. 金融研究, 1999, (8): 40-48.  
Yang Feng, Shi Chunling. Regulations construction and effectiveness of securities market[J]. Journal of Financial Research, 1999, (8): 40-48. (in Chinese)
- [38] Brown S J, Warner J B. Using daily stock returns: The case of event studies[J]. Journal of Financial Economics, 1985, 14(1): 3-31.
- [39] 肖海莲, 胡挺. 大股东侵占、公司声誉与公司绩效——基于中国上市公司的经验证据[J]. 财贸研究, 2007, (6): 108-114.  
Xiao Hailian, Hu Ting. Large shareholder expropriation, corporate reputation, and corporate performance[J]. Finance and Trade Research, 2007, (6): 108-114. (in Chinese)
- [40] 张宗新, 朱伟骅. 我国上市公司信息披露质量的实证研究[J]. 南开经济研究, 2007, (1): 45-59.  
Zhang Zongxin, Zhu Weihua. The empirical study on disclosure quality of listed companies in China[J]. Nankai Economic Studies, 2007, (1): 45-59. (in Chinese)
- [41] 陈晓, 王鑫. 股票市场对保留审计意见报告公告的反应[J]. 经济科学, 2001, (3): 78-89.  
Chen Xiao, Wang Xin. Stock market reaction to qualified audit report[J]. Economic Science, 2001, (3): 78-89. (in Chinese)

## Study on the effectiveness of public company's rumor denial announcements: Evidence from Chinese stock market

LIU Chun-lin<sup>1</sup>, ZHANG Ning<sup>1 2</sup>

1. School of Business, Nanjing University, Nanjing 210093, China;
2. International Business School, Qingdao University, Qingdao 266071, China

**Abstract:** Denial announcements are often used by public companies to rebut rumors. However, no empirical studies have been conducted to show how effective denial announcements are and what factors could affect the denial effectiveness. The research collects 1960 clarification announcements in Chinese stock market. Among them 179 denial announcements against false negative rumors were screened out. The paper has the following findings: the effectiveness of denial is significantly associated with denial styles. Weak denials are associated with negative effectiveness, and result in a phenomenon so called 'clarification announcements make nothing clear', but strong denials are relatively much more efficient. In addition, we find that the effectiveness of denial is also related to companies' reputation and trading suspension. The research provides evidence in Chinese stock market to support rumor psychology findings. In the mean time, it also provides a new idea for public companies to combat with rumors.

**Key words:** rumor; clarification announcement; public company; denial; company reputation