



中国青年学者文库

**Information Processing
in Finance Marketplace**

Market Rumor and Clarification Announcement

金融市场中的 信息加工

市场传闻与澄清公告

张 宁 程 馨 刘春林○著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

 中国青年学者文库

金融市场中的信息加工

——市场传闻与澄清公告

张 宁 程 馨 刘春林 ©著



社会科学文献出版社

SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

金融市场中的信息加工：市场传闻与澄清公告/张宁，程馨，刘春林著.
—北京：社会科学文献出版社，2012.1
(中国青年学者文库)
ISBN 978-7-5097-2785-0

I. ①金… II. ①张… ②程… ③刘… III. ①金融市场-信息加工-研究
IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 211591 号

中国青年学者文库

金融市场中的信息加工

——市场传闻与澄清公告

著 者 / 张 宁 程 馨 刘春林

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

责任部门 / 财经与管理图书事业部 (010) 59367226

责任编辑 / 刘 思 恽 薇

电子信箱 / caijingbu@ssap.cn

责任校对 / 吴旭栋

项目统筹 / 恽 薇

责任印制 / 岳 阳

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部 (010) 59367081 59367089

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 三河市尚艺印装有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16

印 张 / 18.25

版 次 / 2012 年 1 月第 1 版

字 数 / 236 千字

印 次 / 2012 年 1 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5097-2785-0

定 价 / 49.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误，请与本社读者服务中心联系更换

 版权所有 翻印必究

本书受到以下科研基金的资助
国家自然科学基金项目
(编号: 71072038, 70872046, 70671054)
山东省社会科学规划研究项目
(编号: 09BJGJ44)

前 言

在金融市场中，投资决策过程实质上是一个系统的信息加工过程。信息加工理论是现代认知心理学的核心内容，心理学理论与金融领域相结合的研究早已在学术界得到广泛关注。行为金融的研究者在探究金融活动中人们的决策行为方面开展了卓有成效的工作。然而，大量的研究多针对市场信息的反应现象和反应后果进行检验和诊断，而较少对投资者的微观行为过程展开分析。面对一则市场信息，个体投资者如何进行决策判断并引发投资行为？这一问题尚未有直接的答案，亦缺乏该方面的理论分析模型可以借鉴。本书旨在探索金融市场中的微观心理行为过程，尝试通过引入信息双重加工（Dual-processing）理论框架来剖析投资者对市场信息的认知过程。

近年来，中国股票市场上涌现的大量市场传闻“真假难辨”，而上市公司对此发布的澄清公告却往往“澄而不清”。这种现象严重影响了金融市场的正常秩序，并大大损害了中小投资者的利益，中国证券市场传闻澄清问题的研究迫在眉睫。本书对金融市场信息加工的考察，便是聚焦于投资者对“市场传闻”和“澄清公告”两类市场敏感信息的解读过程，并应用实证研究数据刻画了市场信息加工这一投资决策心理机制。

本书将传闻心理学和社会心理学的最新研究成果，应用于金融领域投资心理分析，不仅检验了心理学理论在金融市场中的适用性，而且提出了基于信息双重加工理论的投资者微观行为分析框架，为金融领域的相关理论研究奠定了基础。此外，本书还提供了有关市场信息方面的、全面而深入的投资决策策略，对股票分析师、研究者以及广大股民亦具有重要的参考价值。

目 录

第一章 绪 论	1
第一节 研究背景	1
第二节 研究意义与创新	8
第三节 研究思路、研究内容与研究框架	10
第二章 文献综述	16
第一节 心理学领域关于传闻与澄清问题的研究综述	17
第二节 金融领域关于市场传闻与澄清公告的研究综述	31
第三节 信息双重加工理论在传闻澄清问题中的应用	58
第四节 本章小结	63
第三章 研究内容与研究假设	65
第一节 股票价格对负面传闻的反应	66
第二节 澄清公告有效性假设	70
第三节 澄清公告有效性的影响因素	75
第四节 传闻影响程度的调节作用	85
第五节 本章小结	89
第四章 数据收集与研究设计	92
第一节 数据收集与样本选取	92
第二节 研究设计	103
第三节 本章小结	119

第五章 负面传闻与澄清公告的市场反应检验	123
第一节 股票价格对负面传闻的反应	124
第二节 澄清公告的市场有效性检验	135
第三节 本章小结	146
第六章 澄清有效性影响因素及传闻影响程度调节作用的检验	148
第一节 回归分析结果	149
第二节 回归分析结果讨论	158
第三节 本章小结	167
第七章 研究结论、研究局限及研究方向	170
第一节 研究结论	170
第二节 研究局限	172
第三节 未来研究方向	173
参 考 文 献	174
附录 1 剔除重大事件后的相关检验结果	200
附录 2 针对不实负面传闻的澄清公告样本 (2008 年)	203
后 记	282

第一章 绪 论

第一节 研究背景

20 世纪 90 年代初，上海证券交易所和深圳证券交易所分别正式营运，标志着中国证券集中交易市场的形成，中国证券市场进入了快速发展时期。如今，中国证券市场对经济发展所起的作用越来越大，在国民经济中的地位也越来越重要。2007 年，中国证券市场发展经历了最为迅猛的时期，沪深 A 股总市值一度创下了历史最高收盘市值 33.33 万亿元的纪录，这一数据相当于过去 16 年来 A 股累计市值的 3.8 倍，甚至超过了 2007 年中国国内生产总值（24.67 万亿元）。虽然受到全球性金融危机的影响，股市行情由牛转熊，2010 年底，沪深两市的总市值仍达到了 18 万亿元，将近 2010 年中国国内生产总值（39.8 万亿元）的一半。根据中国证券登记结算公司发布的数据，2010 年底，沪深股市有效账户已达 13391.04 万户，较 2009 年末的 12037.69 万户增加 1353.35 万户，其中持仓股票账户占到四成左右。

随着中国股票市场的日益繁荣，市场信息的重要性逐渐凸显，而

同时，股市的繁荣也为市场传闻提供了滋生的土壤。这些市场传闻来源于股票市场坊间流传的小道消息、分析师的主观推荐和新闻媒体的报道等，甚至有一些传闻是少数机构或个人进行内幕交易和市场操纵，而故意制造的虚假消息。市场传闻涉及的内容也很广，包括并购重组、分析师荐股、经营业绩问题、法律问题等。近几年，传闻在我国股票市场中尤其盛行，究其原因，从客观上讲，除了股票市场的繁荣以外，证券分析行业的发展为传闻的产生提供了更大的空间；财经新闻媒体对传闻报道力度的增强也为传闻的盛行提供了强有力的载体；另外，随着互联网的普及，特别是“股吧”论坛的兴起，信息获取和信息传播的成本下降而速度加快，为传闻的产生和扩散提供了便利的条件。

从某种意义上讲，传闻是金融市场必然的产物，其产生的根源是资本市场的信息不对称，传闻的出现有助于投资者在高不确定性的情境中寻求决策支持（DiFonzo & Bordia, 2007）。不少研究还发现，某些形式的市场传闻（如分析师荐股等）还具有一定的市场价值（Barber, et al., 2001；王征等，2006）。金融市场中的传闻虽然能够满足个体投资者搜寻市场信息的需求，在一定程度上可能减少信息的不对称性（翟林瑜，2004），但那些真假难辨的市场传闻反而加剧了信息不对称，其对股票市场和上市公司的危害性是极大的。近年来，中国股票市场中虚假传闻屡见不鲜，导致股价暴涨暴跌的例子并不少见。例如，2009年4月，一条关于IPO重启的不实传闻引发了股市大幅跳水。由于传闻的出现以及媒体的报道，沪深两市4月22日合计净流出资金197.24亿元，总市值跌破17万亿元，较前一交易日蒸发5627亿元。而事后该传闻被证监会证实为虚假消息（汤亚平，2009）。2011年1月6日，一则关于中国平安欲在A股大规模融资的传闻重挫平安股价，并累及大盘，沪深两市双双收跌。在传闻扩散的两天时间

内，中国平安 A 股市值蒸发达 320 亿元（丁冰，2011）。虽然中国平安发布澄清声明，并没有 A 股市场再融资计划，但该传闻的影响并没有因此而消失。

市场传闻的泛滥引起了证券监管部门的重视，为防范和减少传闻对证券交易的影响，其采取了相应的法规措施对市场传闻进行监管。一方面，市场监管部门对制造和散布虚假消息的源头进行严厉打击，在《证券法》中第七十八条第二款明确规定“禁止证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构及其从业人员，证券业协会、证券监督管理机构及其工作人员，在证券交易活动中做出虚假陈述或者信息误导”。同时，加大了对股市“黑嘴”的监管惩罚力度。2008 年 10 月 23 日，证监会发布了有史以来最严厉的处罚：由于在 2007 年牛市期间通过公开荐股操纵市场，北京首放投资顾问有限公司法人汪建中被没收约 1.25 亿元的违法所得，并被处以 1.25 亿元的罚款；同时，北京首放投资顾问有限公司的证券投资咨询业务资格也被撤销（徐永新、陈婵，2009）。2011 年 1 月 10 日，证监会开出了该年度针对“黑嘴”的首张罚单：邓晓波和邓悉源，因 2008 年在网络媒体上发布虚假荐股信息并从中获利，分别受到了 33 万元和 43 万元的罚款。另一方面，市场监管部门也对上市公司在传闻情况下的信息披露作出了要求。沪深两交易所的《上市规则》在“股票交易异常波动和澄清”中规定，“公共传媒传播的消息可能或已经对公司股票及其衍生品种交易价格产生较大影响的，上市公司应当及时向本所提供传闻传播的证据，并发布澄清公告”。证监会于 2007 年 2 月颁布的《上市公司信息披露管理办法》明确提出，在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”。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十号：澄清公告》），对上市公司澄清公告的内容和形式提出了规范的要求。

对于上市公司而言，发布澄清公告是应对市场传闻（特别是虚假传闻）的主要途径。由于澄清公告是一类企业自愿发布的临时性信息公告，因而，上市公司澄清公告的发布由多重因素共同推动。当外部传闻将给企业带来潜在不利经济后果，或对企业形象产生影响，而进行澄清说明能够消除或者减轻这一后果时，公司管理层会主动发布澄清公告。另外，当管理层认为对传闻保持沉默可能招致监管部门的严厉惩罚时，企业也不得不按照信批要求作出澄清解释（王晖，2008）。简单来说，澄清公告的发布取决于企业利益和监管制度的双重因素。在企业利益与监管制度两种动因一致的情况下，上市公司的澄清公告可能更加真实和规范；在两种动因不一致的情况下，澄清公告则可能含糊其辞，其可信性和有效性便大打折扣。由于企业利益和监管制度的双重作用，中国证券市场上呈现“澄清公告澄而不清”的现象，业界媒体也多次发现并就该现象进行了报道（丰色，2005）。对于那些市场中的“好消息”，上市公司的澄清公告往往含糊其辞，“先澄清后兑现”的现象也频频发生（王大军，2007）。特别是针对重组并购类型的传闻，一些上市公司的澄清公告还存在造假现象（唐佳，2008）。相对于“好消息”，对于市场中不实的“坏消息”，上市公司发布澄清公告在企业利益和监管制度两方面的动因是一致的，希望能够通过澄清公告消除负面传闻的影响，使得公司股价能够恢复到传闻之前的正常水平，以减少股东和投资者的利益损失（当然，亦不排除有个别企业联合庄家故意打压股价的违规行为）。然而，针对此类负面传闻进行否认的澄清公告亦缺乏有效性，澄清公告适得其反的例子也不在少数。比如，2008年8月29日，吉林制药发布澄清公告对前期媒体关于“滨地钾肥借壳”的种种质疑进行辩解，但公司股票在公

告日开盘即封跌停（林喆，2008）。

如此看来，在中国股票市场中，不管是针对市场上的“好消息”还是“坏消息”，澄清公告很难起到消除传闻影响、稳定股票价格的作用。其可能的原因，一方面是由资本市场固有特质决定的，比如个体投资者成熟度较低、市场中存在大量投机现象等，使得投资行为呈现一定的非理性。一些国内的相关研究尝试从股价操纵和信息泄露的角度寻求解释（唐佳，2008；严武、董承勇，2010）。另一方面的原因基于投资者对澄清公告反应的机理。从某种意义上讲，投资决策过程就是投资者对市场信息的加工过程。站在信息加工的角度探讨传闻澄清问题可以发现，澄清公告的某些特征将会影响到投资者的认知和判断，从而在投资决策中产生作用。从这个角度来看，传闻澄清问题既是一个证券市场的现实问题，更是一个投资者心理认知决策问题。

目前来看，在金融领域中，对市场传闻澄清问题的研究刚刚起步，尚缺乏系统性的研究框架。国内外的相关研究多侧重于对传闻的市场反应的检验。澄清公告作为一类特定的信息披露事件，对其的研究属于信息披露的市场反应研究的范畴，与市场有效性的相关研究密不可分。针对信息披露的研究存在两类不同的观点：一类是有效市场假说理论，另一类是与之相对立的行为金融理论。以 Fama 等人的研究为核心的 EMH 理论认为，在半强式有效市场中，市场公开信息应该迅速在股票价格中得到反应（Fama, 1970）。对于金融市场的传闻澄清问题，根据 EMH 理论，无论是市场传闻还是澄清公告，消息一经公开，市场对这些公开信息的反应应该是及时的、完全的。然而，从股票市场的现实状况来看，“澄而不清”的现象大量存在，说明澄清公告作为一类市场公开信息缺乏市场有效性。在某种意义上讲，传闻澄清问题很

难被有效市场假说理论所解释。行为金融的理论则认为,投资者在对市场信息的加工过程中存在认知偏差。由于“保守主义”(Conservatism)等偏差,投资者对企业发布的信息往往表现为反应不足(Underreaction)。现阶段,越来越多的研究者站在行为金融的角度对信息在市场中的反应展开研究。

由于我国股市中传闻的泛滥以及澄清公告的混乱,传闻澄清问题也越来越受到市场方面和学术领域的关注。目前,这一问题的研究在我国金融领域也悄然兴起,但仍处于起步和探索阶段,尚未形成系统的研究脉络,其研究数据、方法和结论也存在较大的差异。最早将澄清公告作为研究对象的是王晖,他对澄清公告的供求机制进行了初步的理论探讨(王晖,2008)。在最近的文献中,王雄元等人从可信度的视角对澄清公告的市场反应进行了研究(王雄元等,2010)。郑宏涛对澄清公告的信息含量进行了研究(郑宏涛,2010)。严武和董承勇、陈静和张晓明从信息治理的视角对市场传闻和澄清公告带来的股价异动进行了分析(陈静、张晓明,2010;严武、董承勇,2010)。曹新伟则通过“双汇发展”澄清公告的市场反应进行了案例研究(曹新伟,2010)。

心理学领域中,传闻已不是新鲜的命题,在专门研究传闻问题的心理学分支——传闻心理学(Rumor Psychology)的文献中,关于传闻澄清的研究已经取得了一定的成果和共识。以Rosnow、Kapferer、Bordia和DiFonzo等心理学家为代表的一系列研究发现,为深入理解证券市场的传闻澄清问题提供了全新的思路。社会心理学领域中,有关说服与态度改变(Persuasion and Attitude Change)的研究探究了人们面对说服性信息的反应问题,也为传闻澄清问题提供了大量有价值的观点和分析框架。最新的相关研究将澄清视为一种说服性信息(Bordia, et al., 2005; Bordia, et al., 2000; Einwiller

& Kamins, 2008), 并依据信息双重加工理论 (Dual-process Theory) 模型, 将澄清信息区分为内容特征 (Message Characteristics) 和来源特征 (Source Characteristics), 认为两种特征共同决定了澄清信息的说服力, 并探讨了不同的情境下, 两类特征对澄清效果的作用机制。

本书站在行为金融的角度, 结合传闻心理学的研究成果, 并利用社会心理学信息双重加工理论模型的分析框架, 对现实证券市场中的传闻澄清问题展开实证研究。研究认为, 澄清公告的有效性将受到一些因素的影响, 这些影响因素可以划分为两大类别: 内部因素和外部因素。内部因素与澄清公告信息特征有关, 包括信息质量和信息数量。外部因素与澄清公告的边缘 (Peripheral) 特征有关, 包括来源特征、澄清及时性和法规监管环境。根据信息双重加工理论, 内部因素和外部因素共同决定了投资者对澄清公告的反应, 但在不同的情境中, 两类因素对投资者的作用机制是不同的。本书重点考察了负面传闻影响程度这一与投资者利益相关的情境变量的调节作用。在传闻影响程度大的情况下, 内部因素的作用更加突出; 在传闻影响程度小的情况下, 外部因素的作用更加显著。本书尝试通过对信息双重加工视角下澄清公告的市场反应机制的探索, 来解答以下现实问题: 有哪些影响因素会对澄清公告的有效性产生作用? 投资者对澄清公告的反应取决于公告的内部特征还是外部特征? 在何种情况下, 投资者会更加关注澄清公告的内部特征? 在何种情况下, 投资者会更加关注其外部特征呢? 研究内容主要包括两个方面: 首先, 对负面传闻的股价反应进行检验, 并讨论澄清公告市场反应不足的现象; 而后重点围绕澄清效果的影响因素展开探讨, 通过对澄清公告内部特征与外部特征对澄清效果作用的分析, 以及负面传闻影响程度的调节作用, 力图揭示澄清公告的投资者反应机制。

第二节 研究意义与创新

相对于西方发达资本市场，中国新兴证券市场蓬勃发展的同时，也存在着诸多问题，比如市场信息有效性差、个体投资者成熟度低、市场投机现象严重等。一方面，近年来股票市场呈现市场传闻泛滥，而上市公司澄清公告混乱的景象，严重影响了金融市场的正常秩序，并大大损害了中小投资者的利益，中国证券市场传闻澄清问题的研究迫在眉睫。另一方面，金融领域现有的文献多侧重于市场传闻的检验，而缺乏对澄清公告市场反应的研究，澄清公告的实证基础仅限于企业信息披露问题的相关研究。此外，金融领域的研究多针对市场信息的反应现象和后果进行检验和诊断，而较少对投资者的市场信息加工过程进行分析，金融领域尚缺乏投资者信息加工微观行为的系统分析框架。因此，本书的研究意义体现在理论和实践两个层面，具体如下。

从理论层面来看，本书的研究检验了心理学理论在金融领域中的适用性。具体而言，投资决策过程是投资者对市场信息的加工过程，根据社会心理学信息双重加工理论，投资者的决策与判断取决于信息加工模式，信息加工模式可分成两类：一种是启发式信息加工过程，另一种是系统信息加工过程。对于一则特定的市场信息，两类加工过程都可能影响投资者的判断，但在不同的情况下，两类加工过程对投资者认知的作用机制不同。本书将这一信息双重加工的观点引入金融领域研究中，为深入理解投资者信息加工的微观行为提供了一个系统性的分析框架。从这一角度来看，本书对该分析框架应用性的探索，可能对心理学和金融领域的理论拓展具有一定的研究意义。首先，社会心理学关于双重加工理论的应用往往局限于社会领域的

研究中，而在现实的金融市场，投资者对信息的利用表现出一定的特殊性，双重加工模式是否仍然适用，值得进行系统的检验。其次，对于传闻澄清问题，在传闻心理学中已经得到了一些有价值的发现，但是，这些发现往往出自心理学实验研究，具有一定的局限，缺乏外部有效性，因此，现实证券市场中的澄清公告问题的研究具有一定的理论拓展价值。总之，在理论拓展方面，本研究将社会心理学的信息双重加工理论引入金融领域的微观行为分析中，并应用传闻心理学的实验发现，对现实证券市场中的传闻澄清问题进行探索，将对多学科多领域间相关研究的相互渗透和融合起到一定的推动作用。

从实践层面来看，本书的研究建立在中国证券市场的现实背景下，针对传闻澄清问题的研究对于我国金融市场的稳定与发展具有重要的应用价值。首先，本书对澄清公告的研究有助于刻画和理解“澄清公告澄而不清”的市场现象，对于深入认识中国新兴资本市场的特征和现实状况具有积极作用。其次，本研究针对一类企业信息披露问题进行了深入探讨，研究结论对证券监管部门制定信息披露规范具有借鉴作用，这将有利于稳定金融投资环境，使得股票市场健康有序发展。再次，本书的研究主题涉及负面传闻，这将会为上市公司制定有效的应对负面传闻策略提供新的思路。最后，本书重点针对投资者的信息加工过程进行剖析，研究结论还可能为投资者分析澄清公告、甄别市场传闻，并制定相应的投资策略提供有益的参考。总之，本研究对于中国股票市场投资状况的认识，监管部门的规则制定，上市公司的传闻应对，以及投资者的行为决策均具有积极的实践价值。

本书的创新之处主要体现在研究主题和研究视角两个方面。

第一，研究主题的创新。目前金融领域中，传闻与澄清问题的