
没有信息,也有反应:

中国 A 股市场股票名称变更事件的市场反应研究

刘 力 田雅静*

内容提要 本文以 1999 年到 2001 年发生股票名称变更的 148 家上市公司为样本,研究股票名称变更对股价的短期影响。研究发现,不具有任何经济意义,也不向市场传递任何新信息的公司股票名称变更“事件”可以像具有经济意义,包含新信息的“事件”那样引起股票价格的显著波动,而且这一波动呈现出过度反应特征。这种股价波动可能与中国 A 股市场投资者的投机行为有关。由于既具有“事件”特征,同时又不包含新的信息的“非事件”在证券市场上很少出现,我们的这一研究为探讨证券市场的有效性和研究投资者对信息的反应特征提供了新的线索和资料。

关键词 股票名称变更 事件研究 过度反应

一 问题的提出

上市公司年报、资产重组、企业并购等具有明显经济意义的事件的公告会向市场传递一些关于公司价值的新的信息,研究投资者对这类事件的反应(这种研究通常称为“事件研究”)是现代金融学研究证券市场效率和投资者行为特征的一个重要手段。但是,除那些具有真正经济意义的事件外,市场上还可能发生一些没有任何真实意义的“事件”(以下称为“非事件”)。由于“非事件”不包含经济意义,也不向市场传递新的信息,理性的投资者不应该对这些“非事件”的发生做出反应。通过对市场对“非事件”的实际反应的研究,可以帮助我们了解证券市场的效率和投资者的行为特征有更深刻的了解。由于证券市场上纯粹的“非事件”远少于“事件”,因此相关的研究较为少见,目前国内尚未见此类研究文献。

中国上市公司变更股票名称并不鲜见。在中国 A 股市场上,许多上市公司因股权转让、收购兼并、资产置换等活动引起公司股东、主营业务等发生变化之后,宣布改变公司名称。公司在其名称变更后不久往往又宣布改变股票名称,发布股票名称变更公告。从序列关系上看,股票名称变更是与公司重组、主营业务变更以及公司名称变更等重大经济活动相关联的,可以认为是公司重大经济活动的一个组成部分。但股票名称变更本身只是上述重大经济活动的一个必然结果,而不是一个重大经济活动。由于股票名称变更公告发布前公司的重大经济活动(包括公司名称变更这一经

* 刘力:北京大学光华管理学院 100871 电话:010-62756246 电子信箱:lli@gsm.pku.edu.cn;田雅静:上海证券登记结算公司。

本文是国家社会科学基金项目(03BJY105)和国家自然科学基金项目(79870077)的研究成果之一。作者感谢两位匿名审稿人的修改意见,文章的责任由作者承担。

济意义不大的事件在内)均已发生并公告,因此“股票名称变更公告”除宣告股票名称变化外,不包含任何关于公司未来发展或影响公司现金流量等有意义的信息^①。这样,股票名称变更公告非常接近和符合 Lamoureux 和 Poon (1987) 关于“非事件”的定义,为我们研究证券市场对“非事件”的反应提供了难得的样本。本文以 1999 年到 2001 年间 148 家 A 股公司为对象^②,对中国股票市场对上市公司股票名称变更公告的反应进行了研究。研究发现,股票名称变更公告在公告日当日^③导致股价上涨在统计上是显著的,并呈现出明显的过度反应特征,即股票名称变更公告首先引起股价上涨,产生正的异常收益;随后股价又反转下跌,出现负的异常收益。这说明,在中国 A 股市场上,投资者对“非事件”的反应与对正常事件的反应非常相似。在“事件”发生时,投资者可能不是鉴别事件的真实意义,而是“本能”地对其做出反应。

二 文献回顾

Lamoureux 和 Poon(1987)认为,“非事件”主要有以下几个特征:(1)是一种纯粹的“化装”,对公司经营没有实质性影响;(2)不会引起公司现金流的变化;(3)不会引起公司各利益集团(股东、债权人、公司经理层、政府等)之间利益的变化。公司拆股、并股等事件较符合这些“非事件”的特点。

Fama 等(1969)的研究认为,拆股只增加公司的股本数量但不改变公司的盈利和现金流量,不改变公司股票的价值。他们对 1927—1959 年间 940 例拆股的研究发现,单纯的拆股并不能影响股票的价格和收益,但伴随着分红的提高或削减股票价格有上升和下降的反应,从而产生正和负的收益。

Grinblatt 等(1984)分别针对拆股和股票分红研究了股票市场的不同反应。他们选取了拆股的“纯粹样本”(即在拆股公告前后的几个交易日内没有如分红等其他公告)进行研究,结果表明纯粹的拆股仍引起了股价的上涨。

Desai 和 Jain(1997)对拆股和股票分红进行

的研究表明,拆股引起股价显著上涨。他们认为这是由于市场将拆股看作股票分红将要增加的象征。研究对在拆股的同时伴随着股票分红增加的公司给予了特别关注,发现随着分红增加,样本组的股价涨幅较大,因为股票分红增加印证了投资者的推测。他们同时还发现并股行为引起股价的显著下跌,拆股和并股引起的股价波动都具有反应不足的特征。

不难看出,国外用于进行“非事件”研究的“事件”主要是拆股和并股。但由于拆股往往意味着公司认为拆股后的股票价格能够维持在一个较为合理的水平上,以及未来现金股利的增加的可能(如果未来维持每股现金股利不变,或股票数量增加对现金股利总量的正面影响超过每股现金股利减少对现金股利的负面影响),因此拆股行为在某种程度上仍具有一定的信息,很难说是真正意义上的不具有信息含量的“非事件”。本文所选择的股票名称变更公告从性质上来讲不包含信息,远比拆股更接近于纯粹的“非事件”。因此,研究股票市场针对这一“非事件”的反应和行为,可以补充这方面已有研究的不足。

三 方法与样本

(一)由于股票名称变更前上市公司所发生的全部实质性变化(资产重组,大股东变更等等)已

^① 比如,“上海联农股份有限公司”于 1999 年 4 月 9 日发布董事会公告宣布分配预案和公司拟更名为“上海天宸实业股份有限公司”;1999 年 5 月 12 日发布公告宣布股东大会通过利润分配方案并同意公司更名;1999 年 6 月 26 日公告将股票简称由“联农股份”更名为“天宸股份”,股票代码不变。显然,这一公告只是公司更名的继续和必然结果,不包括其他有意义的信息。虽然我们仍无法完全排除市场是否可从这一公告中推测出某些其他意义的信息,但与国外的相关研究以拆股(股票分割)作为“非事件”的代表相比,显然更接近纯粹意义上的“非事件”。因为拆股往往含有传递公司未来前景良好信息的意味。

^② 1998 年有 13 家上市公司的股票名称发生变更,鉴于该年份样本量太小,不作为本文的研究对象。

^③ 一般而言,上市公司股票名称变更公告当日为事件日,但有的上市公司股票名称变更公告日为节假日或者公告当日停牌(少数),于是取这些公司公告日后的第一个交易日为事件日。

全部发生并公告,这些信息已为市场所知悉并发生了相应的反应。因此,纯粹的股票名称变更公告不包含任何实质性内容,也不向市场传递有实质意义的新的信息,投资者不应该对此做出特别的反应。所以,研究的原假设 H_0 为:股票名称变更公告对股价没有影响,即 $AR=0$;研究的备择假设 H_1 为:股票名称变更公告对股价有影响,即 $AR \neq 0$ 。

(二)研究方法

我们采用事件研究的方法。利用市场模型(market model) $R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt}$ 估计异常收益,并用常数模型(constant mean return model)对研究结果进行验证。市场模型中 R_{jt} 和 R_{mt} 分别为股票 j 和市场组合 m 第 t 天的日收益率。其中股票 j 的日收益率为相邻营业日股票收盘价 P_t 的对数一阶差分,即 $R_{jt} = \log P_{jt} - \log P_{j,t-1}$,市场组合的日收益率分别采用与深成指和上证综指相对应的对数收益率。

我们将股票名称变更公告日定义为事件日,将事件日前 10 个交易日和事件日后 20 个交易日以及事件日本身作为事件区间,即 $(-10, +20)$ 。模型参数 α_j 和 β_j 的估计区间为事件区间前 100 个交易日,即 $(-110, -11)$ 。

股票 j 在事件区间内 t 日的异常收益率 AR_{jt} 为:

$$AR_{jt} = R_{jt} - (a_j + b_j R_{mt}) \quad (1)$$

式中 a_j 和 b_j 分别为 α_j 和 β_j 的估计值, R_{jt} 则为股票 j 第 t 天的实际收益率。样本公司第 t 天的平均异常收益率 AAR_t 和累计平均异常收益率 $CAAR$ 由下两式计算:

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n AR_{jt} \quad (2)$$

$$CAAR = \sum_{t=b}^k AAR_t \quad (3)$$

上两式中, n 为样本数, b 为计算 $CAAR$ 的开始日, k 为 $CAAR$ 的终止日。

(三)样本

本文的样本来源于中国上市公司资讯网(www.cnlist.com)的统计信息。我们要求样本符合“纯粹样本”条件,即样本公司的资产重组等各

种实质性变化在股票名称变更公告前已经发生并公告,股票名称变更公告只包含股票更名的信息,不包含其他任何信息。初始样本为 1999—2001 年的 187 家上市公司。剔除因 ST 摘帽而更名;在股票名称变更公告的同时公布了经营范围、法定代表人变更等其他信息;上市时间较短,数据满足不了估计区间长度;以及数据不全等不符合要求的样本后,余下 148 个既符合“纯粹样本”要求,又满足数据估计需要的样本。

本文采用日数据进行研究,股票每日收盘价和流通盘股数来源于证券之星网站(www.stockstar.com)。

四 研究结果及分析

(一)研究结果

表 1 给出了股票更名公告前 10 日至其后 20 日区间内平均异常收益 AAR 和累积平均异常收益 $CAAR$ 的结果。数据显示,在事件日 $t=-1, 0, 1$ 时,股票价格上涨,产生了正的异常收益。这三日样本的平均异常收益率 AAR 分别为 0.2367%、0.8697% 和 0.1214%, t 检验值分别为 2.7315、8.3785、1.3770, $t=-1$ 和 $t=0$ 两日的显著性水平大于 5%,表明股票名称变更公告引起了公告当日股价的上涨在统计上是显著的。而从 $t=2$ 开始,股票价格下跌,产生负的异常收益,显示出 $(-1, 1)$ 区间内反应过度,随后股价反转回调的特征。这些从图 1 和图 2 中可以更形象地看到。

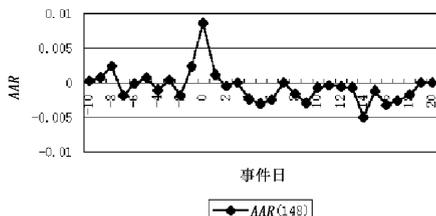


图 1 事件区间 $(-10, 20)$ 内 AAR 趋势

表 1 市场模型下的 AAR、CAAR 及 AAR 的 t 统计量

T	AAR	t 值	CAAR(-10,t)
-10	0.000291	0.338017	0.000291
-9	0.000782	0.960364	0.001074
-8	0.002385	2.365505	0.003459
-7	-0.001849	-0.917879	0.001609
-6	-0.000051	-0.026439	0.001559
-5	0.000760	0.908807	0.002319
-4	-0.001032	-1.362761	0.001287
-3	0.000396	0.519998	0.001684
-2	-0.001853	-1.831426	-0.000169
-1	0.002367	2.731508	0.002198
0	0.008697	8.378510	0.010895
1	0.001214	1.376996	0.012109
2	-0.000430	-0.273888	0.011678
3	0.000037	0.041498	0.011716
4	-0.002387	-2.791576	0.009329
5	-0.003034	-2.723530	0.006295
6	-0.002476	-2.975686	0.003820
7	0.000019	0.027090	0.003839
8	-0.001553	-1.159699	0.002286
9	-0.002901	-1.980259	-0.000616
10	-0.000658	-0.819876	-0.001274
11	-0.000347	-0.456885	-0.001620
12	-0.000534	-0.728475	-0.002154
13	-0.000655	-0.842047	-0.002809
14	-0.004962	-1.242110	-0.007770
15	-0.001169	-1.545285	-0.008939
16	-0.003183	-1.445323	-0.012121
17	-0.002571	-2.364416	-0.014693
18	-0.001722	-1.175363	-0.016415
19	0.000008	0.010648	-0.016407
20	0.000002	0.002698	-0.016405

说明:样本的数量为 148。

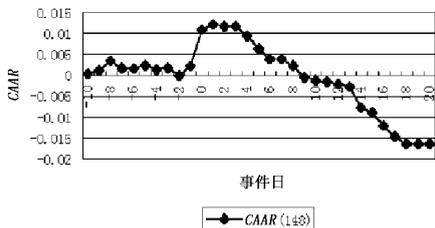


图 2 事件区间(-10,20)内 CAAR(-10,t)趋势

表 2 和图 2 给出了根据市场模型计算的事件区间 $(-1, 20)$ 内的累计平均异常收益率 CAAR。结果表明, $(-1, 1)$ 内的 CAAR 为 1.2278%, t 检验值为 8.140276, 说明股票名称变更在此期间引起了股价的显著上涨; 在 $(2, 20)$ 内, CAAR 为 -2.8514%, t 检验值为 -4.209588, 说明股价明显下跌。这表明股票名称变更公告导致股价在两个阶段的相反趋势的变化, 呈现过度反应特征。

表 2 市场模型下 CAAR 及其统计量检验值

统计类型	事件区间	
	$(-1, 1)$	$(2, 20)$
CAAR	0.012278	-0.028514
t 检验值	8.140276**	-4.209588**

说明: ** 表示在 5% 的水平上显著。

常数模型是一种非常简单的模型, 但它往往可以产生与复杂模型相似的结果。我们用常数模型对上述结果进行检验, 发现在事件日 $t = -1, 0, 1$ 时, 平均异常收益率 AAR 分别为 0.2299%、0.87% 和 0.1589%, 其 t 检验值分别为 3.3038、12.5021 和 2.2839, 均在 5% 的水平上显著。CAAR 在 $(-1, +1)$ 和 $(2, 20)$ 区间的值分别为 1.2588% 和 -2.9176%, t 检验值分别为 10.4438 和 -9.6183, 同样非常显著。这些结果与市场模型所得到的结论相同。

(二) 稳定性检验

为了进一步验证上述研究结果, 我们将样本按照年度、规模 and 不同交易所等标准进行分类研究来验证结论的稳定性。

首先是对公告日引起股票价格上涨的显著性的稳定性检验。1999、2000 和 2001 年的样本数分别为 36、60 和 52, 按年度的数据处理结果如表 3 所示, 结果显示三年内每年股票名称变更在公告日当天导致股价上涨都是显著的。

表 3 不同年度市场对股票名称变更公告的反应

	样本数量	统计类型	事件日		
			-1	0	1
1999	36	AAR	0.002599	0.006298	-0.000806
		<i>t</i> 检验值	1.358969	3.122096**	-0.495802
2000	60	AAR	0.002900	0.010444	0.001177
		<i>t</i> 检验值	1.910925*	5.542363**	0.717136
2001	52	AAR	0.001592	0.008341	0.002655
		<i>t</i> 检验值	1.380237	5.875370**	2.220417**

说明: * 表示在 10% 的水平上显著, ** 表示在 5% 的水平上显著。

表 4 市场对不同规模公司股票名称变更公告的反应

公司规模	样本数量	统计类型	事件日		
			-1	0	1
小	59	AAR	0.001418	0.008342	0.000236
		<i>t</i> 检验值	1.037792	4.877702**	0.175669
中	59	AAR	0.002635	0.009243	0.000820
		<i>t</i> 检验值	1.958368*	5.668790**	0.691067
大	30	AAR	0.004032	0.008568	0.004085
		<i>t</i> 检验值	1.853892*	3.605064**	1.500464

说明: * 表示在 10% 的水平上显著, ** 表示在 5% 的水平上显著。

表 5 不同交易所市场对股票名称变更公告的反应

交易所	样本数量	统计类型	事件日		
			-1	0	1
深圳	69	AAR	0.004066	0.008725	-0.001734
		<i>t</i> 检验值	2.834446**	5.071218**	-1.264107
上海	79	AAR	0.000883	0.008672	0.003789
		<i>t</i> 检验值	0.872760	6.965450**	3.563356**

说明: ** 表示在 5% 的水平上显著。

我们以流通盘的大小作为公司规模分类的标准^①,取股票名称变更公告日的流通股股数为基准,数据来源于证券之星网站。分类结果为:小盘股(6000 万股以下)有 59 个样本,中盘股(6 000—12 000 万股)有 59 个样本,大盘股(12 000 万股以上)有 30 个样本。分析表明,不同规模样本股票名称变更均引起公告当日股价的显著上涨。数据处理结果如表 4 所示。

按交易所分类,深圳证券交易所所有 69 个样本,上海证券交易所所有 79 个样本。两个交易所在股票名称变更公告日当日股价上涨都是显著的。

数据处理结果如表 5 所示。

由以上检验可知,在对几种因素进行控制之后,股票名称变更引起公告当日股价的上涨的现象在统计上都是显著的,说明研究结论比较可靠。

按年度、规模和交易所对“过度反应”现象的检验分别由表 6、7 和 8 给出。

^① 通常公司规模是按照股票流通市值来衡量的,但考虑到样本跨越 3 个年度,3 个年度的股价水平有差别,而且中国股市的短期炒作之风使股价经常暴涨暴跌,因此我们用流通盘的大小作为公司规模的标准。

表 6 按不同年度计算的 CAAR 及其 *t* 检验值

	样本数量	统计类型	事件区间	
			CAAR (-1,1)	CAAR (2,20)
1999	36	CAAR	0.008092	-0.032442
		<i>t</i> 检验值	2.652660**	-2.865400**
2000	60	CAAR	0.014521	-0.037736
		<i>t</i> 检验值	5.859370**	-2.616895**
2001	52	CAAR	0.012588	-0.015153
		<i>t</i> 检验值	5.277162**	-2.666950**

说明: ** 表示在 5% 的水平上显著。

表 7 不同规模公司的 CAAR 及 *t* 检验值

规模	样本数量	统计类型	事件区间	
			CAAR (-1,1)	CAAR (2,20)
小	59	CAAR	0.010000	-0.038800
		<i>t</i> 检验值	4.273452**	-2.662095**
中	59	CAAR	0.012700	-0.025400
		<i>t</i> 检验值	5.320469**	-3.645944**
大	28	CAAR	0.016700	-0.019100
		<i>t</i> 检验值	7.756038**	-4.231327**

说明: ** 表示在 5% 的水平上显著。

表 8 考虑不同交易所计算的 CAAR 及 *t* 检验值

交易所	样本数量	统计类型	事件区间	
			CAAR (-1,1)	CAAR (2,20)
深圳	69	CAAR	0.011058	-0.028439
		<i>t</i> 检验值	4.823536**	-2.323716**
上海	79	CAAR	0.013344	-0.028579
		<i>t</i> 检验值	6.672442**	-4.127612**

说明: ** 表示在 5% 的水平上显著。

表 6、7、8 的数据表明对三种因素进行控制后,不同样本 CAAR 都表现出先是显著的正值,然后为显著的负值,表现出过度反应特征。这说明“过度反应”现象的确存在。

(三) 研究结果分析

股票名称变更是由公司资产重组等深层次经济活动引起的。从信息披露的过程看,股票名称变更前进行的是公司资产重组、股权变更、主营业务

变更乃至公司名称变更等一系列具有实质经济意义的活动,这些活动需要经过董事会审议、股东会决议等一系列程序,而且每次都发布公告,有关信息早已传播到股票市场上。股票名称变更只是上述实质性经济活动的一个结果,特别是公司名称变更的必然结果,应该在投资者的预期之内,并不是新的信息,因此不应引起股价的波动。

中国 A 股市场对股票名称变更公告的反应可以用投资者的“注意力有限”(limited attention)或“处理能力(有限)”(processing power)来解释(Daniel, Hirshleifer and Hong, 2002)。心理学研究显示,由于人们的注意力和处理信息的能力是有限的,他们不可能接收、注意和分析所有信息。因此,他们可能会忽略某些并不引人注意的信息,而对那些突出的、引人注意的信息给予较多的关注。公司公告是一个相对引人注意的信息,而公司公告的事件之间的相互关系则需要进行分析和研究才可以了解,是一种不容易引人注意的信息。中国 A 股市场存在着较浓厚的投机色彩,“重题材不重业绩”是它的一个典型表现。同时,中国 A 股市场的大量投资者也不够成熟,缺乏对事件之间的关联性的分析能力。“股票名称变更”作为一个公司公告,比较容易引起人们的注意。而它与此前发生的公司重组、主营业务变更和公司更名等事件的关联性可能没有得到投资者应有的关注。在题材和消息满天飞的中国 A 股市场上,投资者一看到公司公告就产生有实质性信息披露的感觉,看到股票名称变更便认为公司将向好的方向发展,而忽略了相关的实质性信息此前已经披露。股票名称变更虽然对公司经营状况、盈利水平和发展潜力没有影响,但市场在短期内仍然可能将其看作一种“题材”而做出某种反应,从而引起股价的波动。

股票名称变更不具有实际经济意义的特点在一定程度上可以解释市场对股票名称变更的过度反应特征。由于股票名称变更不具有真实信息价值,而投资者在公告日前后出于对事件进行反应的“本能”做出反应,导致股价上涨,产生正的平均

异常收益和累计平均异常收益。随后很快意识到这一事件其实不具备任何意义与价值,导致股价又反转下跌,产生负的平均异常收益和累计平均异常收益。当然,也不排除种种“坐庄”行为会导致过度反应的产生。

五 结语

“事件研究”是金融学中最常用的一种经验研究方法,该方法通过研究投资者对某一“事件”的反应来考察该“事件”的信息含量以及市场的效率。因此,事件研究所考察的事件通常都是假设其具有一定的信息含量,通过对市场反应的研究来考察“事件”信息含量的大小,信息是否有事前泄漏等情况。股票名称变更是一种没有任何实际经济意义的事件,理论上市场不应该对这类“事件”产生反应。但事实上市场会对这类事件产生什么样的反应,为什么会产生这种反应是一个值得关注的问题。对这些问题的回答直接关系到“事件研究”的有效性,也有助于加深我们对证券市场的了解。由于完全不包含信息的“事件”在现实中很难找到,因此这类研究也就很少见。在国外的研究中,较接近这一要求的事件是拆股,但一方面拆股公告往往同其他信息(如利润分配)共同公布,使研究者不易排除其他信息的影响;另一方面拆股本身往往还具有一定的经济意义,很难看作纯粹的“非事件”。中国 A 股市场上股票名称变更是最接近纯粹“非事件”的定义的事件,为我们提供了难得的研究样本。本文的研究发现:股票名称变更这一几乎没有任何真实意义和有效信息的事件的发生可以在中国 A 股市场上引起股价的显著波动,而且这种波动呈现出过度反应特征。这一发现

比 Grinblatt 等(1984)选取拆股的“纯粹样本”进行研究所发现的纯粹拆股仍引起股价的上涨更能说明股票市场有可能对完全无信息含量的事件做出某种反应。由于投资者的反应可以用行为金融学中的相关理论进行解释,这一研究也为行为金融学的研究提供了新的样本。

为什么中国 A 股市场会对不包含信息的“非事件”产生反应?为什么这种反应表现出过度反应特征,本文只给出了很粗略的解释。对这一问题的深入研究,特别是对这种现象产生的原因的深入探讨,比如对样本进行长期研究,将样本的实际经营业绩和资本市场表现对比研究等,可能是今后的一个研究方向。

参考文献:

- Daniel, K. D.; Hirshleifer, D. and Hong, Teoh C. “Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implications.” *Journal of Monetary Economics*, 49, 2002, pp. 139—209.
- Desai, Hemang and Jain, Prem C. “Long-Run Common Stock Returns Following Stock Splits and Reverse Splits.” *The Journal of Business*, Volume 70, Issue 3, July 1997, pp. 409—433.
- Fama, Eugene F.; Fisher, Lawrence; Jensen, Michael C. and Roll, Richard. “The Adjustment of Stock Prices to New Information.” *International Economic Review*, Volume 10, Issue 1, Feb. 1969, pp. 1—21.
- Grinblatt M.; Musulis, R. and Titman, T. “The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends.” *Journal of Financial Economics*. 13 Dec, 1984, pp. 461—90.
- Lamoureux, Christopher G. and Poon, Precy. “The Market Reaction to Stock Splits.” *The Journal of Finance*, Volume 42, Issue 5, Dec. 1987, pp. 1347—1370.

(截稿:2003年6月 责任编辑:杜亚平)