

An Empirical Study on the Effect of Stocks Rename of Listed Companies in China

Qingzhou Wang

Nanjing University of Science and Technology, Nanjin 210094, China

591564681@qq.com

Abstract. The rename of stocks have been sprung up since 1999 in China's stock market. As an atypical financial event, the rename of stocks can bring excess earnings to the market like other typical financial events. The article used samples which renamed the stocks on their own in a stock market during 2009 and 2015. We used the event study methodology and the model of excess earnings to figure out the excess earnings of our samples during the event window. In order to confirm whether the rename of stocks will bring significant effects to the yield rate, we also analyzed the process reaction of the market. The results suggested that the rename of stocks will bring significant excess earnings to the market during the event window. The information of stocks rename will give out before announcement date and the market will response in advance. The phenomenon of excess earnings will receive opposite correction after announcement date and it turns to negative. The rename of stocks will bring significant excess earnings to the market in the view of whole event window.

Keywords: Stocks rename; Overreaction; Event study methodology; Excess earnings

我国上市公司股票更名效应的实证研究

王轻舟

(南京理工大学经济管理学院、会计系, 南京市 中国)

摘要: 股票更名行为从 1999 年起在我国股票市场中兴起。作为非典型的经济事件, 股票更名同样会给市场收益率带来波动。本文以 2009 年至 2015 年间, 中国 A 股市场中进行股票更名的公司为样本, 运用超额收益模型研究股票更名是否会对股票的收益率产生显著影响, 并分析市场的反应过程。研究证明, 在窗口期内股票更名行为会给投资者带来显著的超额收益, 市场会做出提前反应, 这一现象在更名公告日后得到市场的反向修正。从整个事件窗口期来看, 股票更名给投资者带来的超额收益是显著的。

关键词: 股票更名; 过度反应; 事件研究法; 超额收益

引言

企业的股票简称从字面上看只是一个名称, 但对上市公司而言, 它不仅可以表明公司所属的行业领域和主营业务, 更是对企业品牌和文化的强有力宣传。因此, 每个上市公司都会谨慎选择股票简称, 并根据公司发展需要更换公司全称以及股票简称。

1999 年以前, 中国证券市场中上市公司名称变更较少, 更名的原因也比较单一。1998 年有 25 家上市公司进行了更名, 其中有 23 家公司因 ST 原因发生名称变更, 2 家上市公司因 ST 之外的原因更名。

到了 1999 年, 我国更名的上市公司数量迅速增加到了 105 家, 因 ST 原因被迫更名的只有 36 家, 仅占当年更名公司总数的 34%。随着股票市场的日益的繁荣, 上市公司更名现象越来越频繁。

股票更名行为可以分为两大类: 主动更名行为以及被动更名行为。

主动更名是上市公司为了自身更好的发展, 适应企业未来的发展战略所做出的决定。而被动更名则

不是上市公司主动选择的结果。绝大多数被动更名，是上市公司被证监会特别处理 (Special Treatment) 后，在股票简称上冠以 ST 或*ST 标志的结果[1]。而主动更名行为可进一步分为三类：控股股东变动、变更主营业务及产业结构调整升级和其他原因。

通常，企业的重大经济活动在公司股票更名公示之前，就已提前在市场上得到公布。因此，一些对公司未来发展产生重大经济影响的信息，并不包含在股票更名公告中。但是，股票更名这一事件依然会对股票交易量和收益率产生显著的影响。这其中包含的关于市场有效性和市场过度反应问题值得研究。

本文利用事件研究法对股票更名这一“非典型”股票市场事件进行研究，考察我国股票市场的有效性，给投资者的投资行为提供一个更加理性的参考意义。

2. 理论基础与文献回顾

2.1 理论基础

关于股票更名的效应，其反映的实质是市场的有效性和市场过度反应现象。

市场有效性的假说，最早由 Fama(1970) 在《有效资本市场：对理论和实证工作的评价》一文中首次做出全面而系统的概述。Fama 提出一个有效的市场应能及时、充分、准确反应出所有信息。即在有效市场中，股票价格不会因信息披露而产生波动，投资者也无法获得超额收益。同时，根据市场对信息反应程度的不同，Fama 将市场有效性分为三类：弱式有效市场、半强势有效市场以及强势有效市场[2]。

证券市场过度反应 (overreact) 是指市场中的某一事件引发股票价格剧烈变动，超过预期的理论水平，然后再以反向修正的形式回到其应有的价格水平上的现象。过度反应理论最早由 J. M. Keynes 提出，他认为股票投资收益率的每日变动情况会对市场造成过度的影响[3]。DeBont 和 Riehard Thaler(1955) 利用芝加哥大学 CRSP 数据库提供的纽约证券交易所的数据，对 1926 年 1 月至 1982 年 12 月期间美国证券市场的过度反应问题进行系统地研究，检验结果表明证券市场中确实存在过度反应现象[4]。

2.2 文献回顾

J. S. Howe (1982) 是第一位研究股票名称变更的学者。他使用每周股票收益数据，估计了 1962 年至 1980 年间，在纽约股票交易市场上发生更名的 121 个样本的市场收益率。结果表明，市场没有对股票更名表现出明显的反应。即股票更名是中性的经济事件，不包含有价值的信息[5]。Cooper、Dimitrov 和 Rau(2001) 通过对与互联网相关的企业进行研究，发现更名后的企业收益在宣告日前后获得了 53% 的显著增长。这样的结果一定程度上缘于投资者对于“互联网”疯狂的投资偏好，由此说明了投资偏好对于股票更名效应的作用[6]。

我国关于股票更名研究的起步始于 21 世纪。邓建平(2003)通过分析更名事件的原因，发现投资者对控股股东更换型的反应比主营业务变更型的反应更显著，进一步分析发现控股股东更换型的公司，其反应要显著小于主营业务变更型[7]。邓建平、曾勇，唐小我(2004)的共同研究中利用中国股票市场 2000 年至 2001 年共 103 个股票名称变更的样本，发现我国投资者的投资行为是非理性的，中国股票市场投机气氛浓厚[8]。李广子、唐国正和刘力(2011)也得出类似结论[9]。代丽珍(2012)采用中国 A 股市场上 2000 年至 2010 年共 376 个有效样本进行研究，得出在短期事件研究期内，以往业绩越差的公司变更股票名称，会带来更高的异常收益。而从长期来看，股票名称变更事件向市场传递的是一种坏消息[10]。同样支持这一观点的还有黄顺武和高峥嵘(2015)[11]。方辰君(2016)的研究则认为投资者在信息披露时就

对更名公司有较高的预期，长期来看投资者也对更名的公司更为看好。而从短期来看，股票更名的信息在公告发布前就已引起了强烈的市场反应，同时市场会对这一异常反应进行自我修正[12]。

由此，本文提出假设：股票更名行为在公告日前后的短窗口期内会给投资者带来超额收益。

3. 研究方法 with 实证设计

本文主要运用事件研究法和累积超额收益法对股票更名事件进行研究。

3.1 研究方法

事件研究法(event study)由 Ball 和 Brown (1968) 以及 Fama(1969)始创，其原理是根据研究的目的而选择某一特定事件，研究事件发生前后样本股票的收益率变化，从而解释所研究事件对样本股票价格与收益率的影响，主要用于检验事件发生前后股票价格对披露信息的反应情况。

超额收益率是股票的实际收益率与其正常收益率的差值，其中正常收益率是指在所研究事件不发生时，股票的预期收益率。

通过检验更名公告前后的短窗口内，股票的超额收益是否显著不为零，判断更名公告是否会对市场收益带来显著影响。

本文采用市场模型来计算股票的正常收益率。选择更名公告发布前的 150 天至前 15 天，即(-150, -15)作为估算期，运用市场模型对在该期间内的发生更名的股票日收益率进行回归分析，从而估算相关参数。

具体模型表达为：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}, \quad t = -150, -149, \dots, -15. \quad (1)$$

其中， R_{it} 为第 i 支股票在 t 日的实际日收益， R_{mt} 为 t 日的等权重平均市场收益率。 α_i 和 β_i 分别为相关系数， ε_{it} 为随机误差。

由式 4-1 回归得出的系数 α_i 和 β_i 可以估算出事件窗口(-10, +15)内，每一样本股票每日的预期收益率 Q_{it} 。计算公式为：

$$Q_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt}, \quad t = -10, -9, \dots, 15. \quad (2)$$

以 t 日股票 i 的实际日收益率 R_{it} 与预期收益率 Q_{it} 之差作为超额收益率 AR_{it} 。计算公式为：

$$AR_{it} = R_{it} - Q_{it}, \quad t = -10, -9, \dots, 15. \quad (3)$$

则第 t 天 n 个样本股票的平均超额收益率 AAR (Average Abnormal Return) 的计算公式为：

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it}, \quad t = -10, -9, \dots, 15. \quad (4)$$

在事件窗口期内(b, e)内， n 个更名样本的累计平均超额收益率 CAR (Cumulative Average Abnormal Return) 的计算公式为：

$$CAR_{be} = \sum_{t=b}^e AAR_t \quad (5)$$

其中 b 和 e 分别代表事件窗口的起始日和终止日。

3.2 实证设计

本文采用 2009 年 1 月至 2015 年 12 月间, 中国 A 股市场中上市公司主动进行股票名称变更事件的样本作为研究对象。事件窗口为以公告日为中心的前 10 个交易日至后 15 个交易日内的区间。公告日为事件日, 即 $t=0$ 。具体标准如下: ①在上海、深圳证券交易所上市的 A 股股票; ②公告窗口期内企业未发生其他重大事件; ③剔除公告前后存在连续多天不交易的样本; ④若某一样本在当年内发生两次以上更名, 则以第一次更名公告为准; ⑤剔除因 ST 和 ST 摘帽而更名的样本; ⑥剔除因发生股权分置改革和股权分置改革结束而更名的样本; ⑦剔除首次上市交易的新股。根据以上选取标准最终得到 247 个样本。

表 1 至表 4 对本文选取的样本分布情况进行了相关统计。

表 1 统计了 2009 年—2015 年样本期间, 样本的分布情况。从表中可以看出, 2015 年发生主动更名的上市公司数量最多, 达到 47 家, 占样本总数的 19.03%。2011 年发生的更名次数最少, 为 27 家, 占样本总数的 10.93%。此外, 发生更名的企业主要集中在房地产业以及医药制造业中。

表 1 更名企业的年度分布

年度	样本数	比例	热门行业
2009	33	13.36%	房地产业
2010	28	11.34%	房地产业
2011	27	10.93%	房地产业、医药制造业
2012	37	14.98%	房地产业、零售业
2013	35	14.17%	计算机、通信和其他电子设备制造业
2014	40	16.19%	医药制造业
2015	47	19.03%	房地产业、医药制造业
合计	247	100.00%	

表 2 统计了更名行为较为集中的行业。由表中信息可以看出, 房地产业、计算机通信业和金属制造相关产业发生更名行为的次数最多, 分别达到样本总数的 11.74%、9.31%以及 8.10%。

表 2 发生更名的主要行业分布

热门行业	样本数	百分比	集中年份
金属相关产业	23	9.31%	2014
医药制造业	17	6.88%	2015
零售业	15	6.07%	2012
房地产业	29	11.74%	2009
计算机通信业	20	8.10%	2015
化学原料制品业	19	7.69%	2014
电气机械器材业	14	5.67%	2012

根据上市公司更名的原因, 可将更名样本大致分为两种类型:

(1) 更名的上市公司发生了实质性变化, 包括控股股东发生变化和变更主营业务这两类情况。由于公司的股权结构和经营范围发生了实质性变化, 为了向投资者明确这种变化, 公司更改名称。发生这一

类的更名行为的企业具有实际变化。

(2) 更名的公司本身未发生实质性变化。例如为了消除原有名称带有的地域上或行业上的限制，或者为了提高企业的知名度等原因。公司更换了股票简称，而经营状况和公司结构没有发生变化。表 3 统计了两种类型样本的分布情况。由表中数据可知，在整个样本期间，有实质变化的更名和无实质变化更名各占样本总数的 66.80% 和 33.20%。而两者的数量均成上升趋势，且无实质变化型更名更为明显。

表 3 有实质性变化和无实质性变化的样本分布

年度	有实质变化	无实质变化	合计
2009	21	12	33
2010	23	5	28
2011	18	9	27
2012	22	15	37
2013	26	9	35
2014	29	11	40
2015	26	21	47
合计	165	82	247
百分比	66.80%	33.20%	—

在有实质变化的更名中，可进一步分为控股股东变化和主营业务变更两种类型。

(1) 控股股东变化。由于股权转让或收购造成控股股东发生变更，新股东为提高公司业绩，调整主营业务，使得原公司的基本经营状况发生实质变化。为了体现控股股东的更换及主营业务的变化，公司一般以新的控股股东名称为基础更改股票简称，依靠新股东的品牌和集团优势提高公司的影响力。

(2) 主营业务变更。在公司主要控股股权不发生变动的情况下，上市公司通过并购、重组等方式获得优质资产，进入新的行业领域，实现公司经营业绩的提高。为了体现主营业务的经营范围变化，公司通常选择主营业务的关键词作为新的股票简称。

表 4 给出了两种更名原因在有实质变化的更名样本中的分布情况。由于控股股东变更发生的更名有 83 家，占样本总数的 50.30%；而主营业务变更导致的更名有 82 家，占样本总数的 49.70%。

表 4 控股股东和主营业务变更在有实质变化的样本中分布情况

年份	主要控股股东变更	主营业务变更	合计
2009	8	13	21
2010	17	6	23
2011	7	11	18
2012	13	9	22
2013	16	10	26
2014	11	18	29
2015	11	15	26
合计	83	82	165
百分比	50.30%	49.70%	—

4. 研究结果及结论

4.1 窗口期内的超额收益

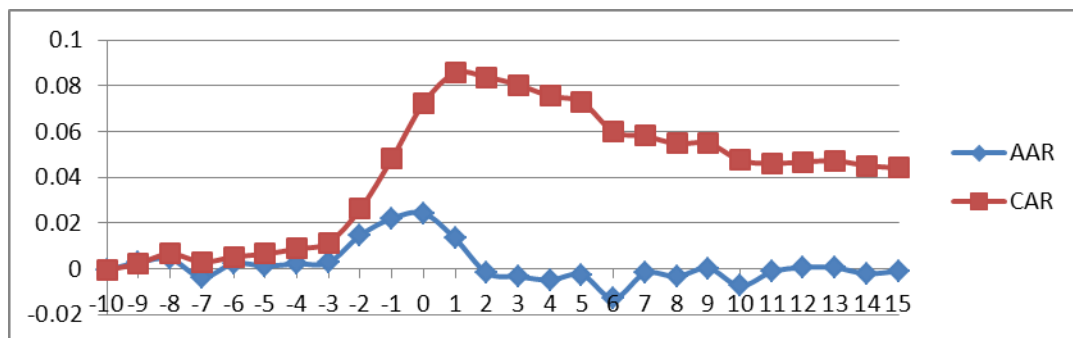


图 1 窗口期内超额收益变化图

取更名公告日为 $t=0$ ，全部样本在更名公告前后 $(-10, +15)$ 窗口期内的平均超额收益率和累计平均超额收益率如图 1 所示。从图中可以看出，更名公告前第 9 日首次出现正向的平均超额收益率，从公告前第 6 日起，连续 8 天平均超额收益率均为正值并于公告当日达到最大值 0.02425。从公告后的第 2 日开始到公告后的第 8 日，平均超额收益率始终为负值。从公告日前第 9 日起，累计平均超额收益率首次出现正值。随后累计平均超额收益率不断增加并在公告后的第 1 日达到最高值 0.08552。整个窗口 $(-10, +15)$ 内的累计平均超额收益率最终为 0.04414。

4.2 显著性检验

对全部样本的平均超额收益及累计平均超额收益进行的 T 检验结果如下表 5 所示。在更名公告前第 9 日，市场首次出现了正的超额收益。表明与更名相关的企业重大变动信息已为市场所知，市场对企业的更名行为已预知并做出了反应，并对更名股票的公司未来发展持积极态度。投资者投资开始增加，更名股票出现超额收益。但这一正向超额收益未通过显著性检验。从公告开始前的第 6 天至公告当日，平均超额收益为正数且不断上升，在公告前两日上涨更加明显并通过了 1% 的显著性检验。这表明股票更名的信息已充分渗透市场，投资者对于发生更名行为的上市公司表现出了更加积极的投资偏好。在公告当日，平均超额收益达到了最大值 0.02425 并通过 1% 显著性测试。在公告后的第 2 日，平均超额收益由正值迅速下降变为负值，在第 6 日达到最低值 -0.01293。从公告后的第 2 日起，超额收益率多以负值出现。

表 5 事件窗口期内 ARR 和 CAR 的显著性检验

相对公告 日 t	AAR	T 检验值	CAR(-10, t)	T 检验值	相对公告 日 t	AAR	T 检验值	CAR(-10, t)	T 检验值
-10	-0.00053	-0.165	-0.00053	-0.572	3	-0.00342	-1.729	0.08038***	4.597
-9	0.00284	1.432	0.00231	1.713	4	-0.00489***	-2.791	0.07549***	4.354
-8	0.00435**	2.329	0.00666*	1.929	5	-0.00258	-1.459	0.07291***	4.226
-7	-0.00375*	-1.982	0.00291	1.743	6	-0.01293	-4.736	0.05998***	3.582
-6	0.00232	1.287	0.00523*	1.858	7	-0.00193	-0.832	0.05805***	3.486
-5	0.00127	0.343	0.00651*	1.921	8	-0.00337	-1.643	0.05468***	3.319
-4	0.00223	1.274	0.00873*	2.032	9	0.00023	0.139	0.05491***	3.33
-3	0.00276	1.357	0.01149*	2.17	10	-0.00748***	-3.278	0.04743***	2.958
-2	0.01462***	5.845	0.02611***	2.897	11	-0.00134	-0.246	0.04609***	2.891
-1	0.02198***	8.448	0.04809***	2.991	12	0.00065	0.178	0.04674***	2.924
0	0.02425***	10.724	0.07234***	4.197	13	0.00049	0.153	0.04723***	2.948
1	0.01318***	4.127	0.08552***	4.853	14	-0.00211	-1.123	0.04512***	2.843
2	-0.00172	-0.653	0.0838***	4.767	15	-0.00098	-0.193	0.04414**	2.794

说明：***表示在 1%的水平上显著，**表示在 5%的水平上显著，*表示在 10%的水平上显著

累计平均超额收益从更名前第 9 天起开始为正，并持续到事件窗口期结束。在公告发生前的第 8 日达到 0.00666 并通过了 10%的显著性检验。从公告前第 7 日起到公告后第 1 日，累计平均超额收益处于上升趋势，在公告后第 1 日达到 0.08552 并通过了 1%的显著性检验。在整个事件窗口期结束时，即公告后第 10 日，累计平均超额收益为 0.04414。

因此可得出结论，本文的假设成立，股票更名公告在短期内会给投资者带来超额收益。同时，我国股票市场中过度反应的现象仍然很明显，市场有效性有待完善和提高。

5. 对于股票更名的相关建议

5.1 对于投资者的建议

可以看出，股票更名会对投资者的投资行为产生显著影响。投资者在获得股票更名的相关信息时，应分析该股票更名的原因以及导致更名发生的企业重大经济变动可能带来的影响。重点关注控股股东变动以及主营业务变化等信息，应提高自身获取、分析信息的能力，从而做出更加理性的投资决策[13]。

同时，由于股票更名的确会在公告日前后带来显著的超额收益，投资者也可培养和锻炼自身的投资机遇灵敏度，在事件窗口内把握投资时机，进行短期投资。

5.2 对于监督管理的建议

股票名称属于市场交易中的一个重要信息，具有非常强的公众性。作为企业向市场传递信息的载体和渠道之一，其影响着投资者的投资判断。

为了维护中小投资者利益和股票市场秩序，证监会应对更名的股票给予更多的关注，加强问询函等信息披露手段的使用力度。而负责审批更名行为的工商管理部门在接收更名申请时，应重点核查其更名的原因情况。对于标新立异，博取大众眼球的更名行为应着重审核。符合实际情况的更名申请予以通过，不符合实情的也应予以驳回或要求重新申报。

许多上市公司的更名公告并未说明更名的具体原因。证监会应当提高更名公告的信息披露要求，使得投资者可以及时而全面的获知上市公司更名的原因，由此减少因信息不对称而造成的非理性投资。只有保证了信息披露的真实性、完整性、及时性和公开性，才能从根本上保证投资者的利益。

参考文献：

- [1] 刘钰莹. 上市公司股票主动更名效应探析[J]. 价值工程, 2015(32): 1-5.
- [2] Fama E F. Fama, E.: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. Journal of Finance 25, 383-417[J]. The Journal of Finance, 1970, 25(2): 383-417.
- [3] Keynes J M. The Supply of Gold[J]. Economic Journal, 1936, 46(183):412-418.
- [4] Bondt W F M D, Thaler R. Does the Stock Market Overreact? [J]. The Journal of Finance, 1985, 40(3): 793-805.
- [5] Howe J S. A ROSE BY ANY OTHER NAME? A NOTE ON CORPORATE NAME CHANGES[J]. Financial Review, 1982, 17(4): 271-278.
- [6] Cooper M J, Dimitrov O, Rau P R. A Rose.com by Any Other Name[J]. The Journal of Finance, 2001, 56(6): 2371-2388.
- [7] 邓建平. 上市公司股票更名效应的实证研究[D]. 电子科技大学, 2003.
- [8] 邓建平, 曾勇, 唐小我. 股票更名的交易量反应和投资者“追涨”现象分析[J]. 中国软科学, 2004(3): 40-45.

- [9] 李广子, 唐国正, 刘力, 等. 股票名称与股票价格非理性联动——中国 A 股市场研究[J]. 管理世界, 2011(1): 40-51.
- [10] 代丽珍. 中国股票市场上市公司股票名称变更的实证分析[D]. 西南财经大学, 2012.
- [11] 黄顺武, 高峰嵘. 基于选择性关注的股票更名公告价格效应研究[J]. 合肥工业大学学报(社会科学版), 2015(2):15-21.
- [12] 方辰君. 股票更名异象、投资者关注与投资者行为分析[J]. 山西财经大学学报, 2016(2):36-48.
- [13] 黄湘源. 上市公司扎堆更名不可小视[J]. 商周刊, 2015(8).

References

- [1] Liu Yuying. An Analysis of the Active Effect of the Rename of Stocks of Listed Companies. Value Engineering, 2015(32): 1-5.
- [2] Fama E F. Fama, E.: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. Journal of Finance 25, 383-417[J]. The Journal of Finance, 1970, 25 (2): 383-417.
- [3] Keynes J M. The Supply of Gold [J]. Economic Journal, 1936, 46(183):412-418.
- [4] Bondt W F M D, Thaler R. Does the Stock Market Overreact? [J]. the Journal of Finance, 1985, 40(3): 793-805.
- [5] Howe J S. A ROSE BY ANY OTHER NAME? A NOTE ON CORPORATE NAME CHANGES [J]. Financial Review, 1982, 17(4): 271-278.
- [6] Cooper M J, Dimitrov O, Rau P R. A Rose.com by Any Other Name [J]. The Journal of Finance, 2001, 56(6): 2371-2388.
- [7] Deng Jianping. Empirical Study on Rename Stocks Effect of Listed Companies [D].University of Electronic Science and Technology of China,2003.
- [8] Deng Jianping, Zeng Yong, Tang Xoapwo. Trading Volume Reaction of Rename Stocks and Phenomena Analysis on Investors “running after rise” [J].China Soft Science Magazine, 2004 (3):40-45.
- [9] Li Guangzi, Tang Guozheng, Liu Li,etc. Non-rational Linkage between Stock Name and STOCK PRICES-Research on Chinese a Share Market [J].Management World, 2011(1):40-51.
- [10] Dai Lizhen. Empirical analysis on Name Change of Listed Companies in Chinese Stock Market [D].Southwestern University of Finance and Economics,2012.
- [11] Huang Shunwu, Gao Zhengrong. Study on Announcement Price Effects of Stock Name Change Based on Selective Attention [J].Journal of Hefei University of Technology (Social Sciences), 2015 (2):15-21.
- [12] Fang Chenjun. Analysis on Rename of Stocks Visions, Investors Attention and Investor Behavior [J].Journal of Shanxi Finance and Economics University,2016(2):36-48.
- [13] Huang Xiangyuan. Nothing to Sneeze at Cluster Rename of Listed Company [J].Business Weekly, 2015 (8).