

上市公司为何更名：行为信号理论新解

徐龙炳, 陈历轶, 邵 天

(上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

摘要:在我国P2P热潮中,上市公司多伦股份曾更名为“匹凸匹”,这种跟随市场热潮的公司更名现象在国内外时有发生。上市公司为何热衷于更名?文章运用最新的行为信号理论,阐释了该现象背后的经济学原理。与传统信号不同,行为信号并不传递基本面信息,而是基于信号传递对象的心理偏差,影响非理性信号接收者的决策。研究发现,将公司名称更改为热点名词激发了投资者“凸显效应”这种心理偏差,公司管理者利用更名来传递行为信号,非理性投资者会根据该行为信号做出决策。进一步研究发现,上市公司之所以发出这种行为信号,并非源于内部人减持动机,也不是因为公司急于摆脱业绩困境,而是以更名来凸显转型发展的信号;但从业绩来看,更名的公司基本面和长期股价表现均未好转。上述证据说明,跟随潮流的更名并不是与基本面相关的传统信号,行为信号能影响投资者决策,但对公司业绩的长期影响有限。文章将行为信号理论拓展至“凸显效应”这种新型的信号机制,从公司更名角度为行为信号理论提供了实证证据。文章结果为认识和监管公司更名等基于行为信号的市场非理性行为提供了新思路。

关键词: 公司更名;行为信号;凸显效应

中图分类号:F272 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2018)08-0074-14

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.2018.08.006

一、引言

股票更名是国内外市场上常见的现象,尤其是在产业热潮中,名称并非简单地用于反映公司现有业务。公司往往在名称上“做文章”,通过改变名称来表达与热门产业的相关性,影响投资者对公司价值的判断,而且常常能获得较大的市场反响。在我国P2P热潮中,上市公司多伦股份就曾将公司股票简称改为“匹凸匹”,^①利用谐音来凸显公司向互联网金融转型的意愿。更名决议宣布后的几个交易日,公司股票连续涨停。上市公司为何热衷于更名?更名传递了什么信息?市场如何解读更名这一信号?

有关公司(股票)名称的国内外现有研究主要从更名对股价影响的角度展开。研究发现,股票名称中含有“热门词汇”会引起股价反应(Cooper等,2001;Bae和Wang,2012;邓建平和曾勇,

收稿日期:2018-04-27

基金项目:国家自然科学基金项目“行为信号对市场化资源配置的影响及其监管研究”(71473157);国家自然科学基金项目“信息型市场操纵经济后果及其监管研究”(71773073)

作者简介:徐龙炳(1964—),男,江苏丹徒人,上海财经大学金融学讲席教授,博士生导师,金融学博士后;

陈历轶(1990—),男,浙江宁波人,上海财经大学金融学院博士研究生;

邵 天(1990—),男,浙江绍兴人,上海财经大学金融学院博士研究生。

^①2015年5月11日,上海多伦实业股份有限公司宣布了将公司名称更改为“匹凸匹金融信息服务(上海)有限公司”的决议。2015年7月9日,匹凸匹金融信息服务(上海)有限公司公告,经向上海证券交易所申请,证券简称自2015年7月16日起由“多伦股份”变更为“匹凸匹”,证券代码不变。

2005, 2006; 方辰君, 2016)。但现有研究并未从理论上揭示公司更改名称的真实意图,也未回答公司更名为何以及如何影响投资者决策。

公司名称是公司业务的高度浓缩,一般会传递公司主营业务、公司愿景、创始人^①等基本信息。因此,公司更名现象应该从信号理论(即公司名称作为传递基本信息的信号)着手来寻找其理论根源。然而,观察产业热潮中的公司更名现象,相当多其实与公司基本面无关,但是投资者却特别“买账”,即更名即使没有传递基本信息(从而不能用传统的信号理论来解释),也能达到同样的效果。由此,我们可以考虑借鉴 Baker 等(2016)提出的行为信号理论来认识这一现象。

行为信号理论从行为金融学的视角对信号理论进行阐释。传统信号理论认为分红等行为传递了公司基本面信号,会影响理性投资者(在接收到这一信号后)对于公司价值的判断,从而达到信号传递的效果。而 Baker 等(2016)发现,国外公司普遍不愿意降低分红水平。他们提出分红是一种行为信号,即根据行为金融学理论,非理性投资者期望企业有稳定红利(而非分红的绝对值),其目标函数中存在一个分红的参考水平,通过比较实际分红与参考水平来判断企业价值(决策存在参考点,这是非理性的)。为了避免损失,企业会尽量保证分红不低于投资者的参考水平,从而释放企业有能力支付的信号。可见,行为信号也是一种信号,只是该信号不反映公司基本面,而是基于投资者对公司价值判断的行为习惯(偏差),但能有效影响投资者决策。Baker 等(2016)提出的行为信号理论基于行为金融学的前景理论(*Prospect Theory*)。信号接收者对分红的认知方式基于前景理论中的参考点效应,即分红这种行为信号的作用机制是参考点效应。过去的分红水平在投资者脑海中形成记忆并成为判断公司分红的参考点。分红相对于参考点的变化方向和程度会影响投资者的感受。

虽然 Baker 等(2016)对分红现象的研究并不直接适用于本文对公司更名现象的研究,因为名称并不存在参考点,但是公司更名也有行为金融学依据。类似于广告的效果,公司更名具有“凸显效应”(Salience Effect),^②即信号中的突出特征会扭曲投资者的判断。Bordalo 等(2012)首次分析了凸显特征对投资者选择的影响,认为当面对几种选择时,若其中一种选择的某些特征特别明显,则投资者会特别关注这个选择,而且对该选择风险的估计也会发生扭曲。如果凸显特征具有正向影响(*Salient Upsides*),投资者会低估风险;而如果凸显特征具有负向影响(*Salient Downside*),投资者则会高估风险。Bordalo 等(2013a)分析了凸显特征对资产定价的影响,发现特征凸显的资产价格往往被高估或低估。例如,成长型股票易被高估,因为高成长性特征具有正向的凸显影响;而价值型股票易被低估,因为容易破产的特征具有负向的凸显影响。

受以上理论研究启发,本文首次用行为信号理论来解释公司更名现象,并认为 Baker 等(2016)提出的参考点效应可以归入行为信号的一种作用机制。根据行为金融学的现有理论,信号的作用机制应该可以包括多种。本文提出,公司更名是因为投资者决策会受当时市场热点影响,将名称改为与热点事件有关,会产生“凸显效应”;非理性投资者接收到更名这一行为信号后,会对公司价值产生正面评价,(短期)高估公司价值。

本文选取 2013—2016 年 A 股市场上产生凸显信号的公司更名事件作为实验组,采用倾向性得分匹配(*PSM*)方法获取对照组,基于行为信号理论,揭示公司更名现象的市场后果与背后的原

^①Belenzon 等(2017)提出,以创始人名字命名的公司有更强的盈利能力,这类公司名称是一种信号。

^②凸显(*Salience*)本是心理学研究的一个概念。Taylor 和 Thompson(1982)指出,“凸显是指这种现象:当一个人的注意力(*attention*)专注于环境中的一部分时,这一部分所包含的信息在后面的决策中会被赋予不相称的权重。”心理学家发现,人的注意力是一种稀缺资源,凸显的选项是人分配注意力资源的一种重要机制。选项凸显是指某些特征看起来最不寻常或者令人惊讶,容易抓人眼球。人们往往过度解读凸显特征。例如,如果一个人比较高,则人们倾向于认为他打篮球更好。因此,凸显作用会影响人的判断,最终影响人的选择。

因。具体的研究思路为:首先考察公司更名对投资者行为的影响,提出研究假说1:更名产生的凸显信号会引起投资者短期过度反应。在检验模型中,被解释变量为投资者反应,用股票异常成交量来衡量。核心解释变量更名凸显信号的识别采用“反向识别”法,^①即先列出所有更名后的新名称,然后将新名称中的字词与互联网上搜索到的信息进行对比识别,若新名称中的字或词涉及当年股票市场上炒作的热门行业,则认为该更名事件包含凸显信号。对照组则在没有更名的样本中采用倾向性匹配得分(PSM)方法进行筛选,匹配指标包括公司总流通股本、名义股价、营收增长率和营收规模。检验不同长度窗口下的投资者反应后发现,凸显信号会引起投资者短期内对公司股票的追捧,即凸显信号使公司股票短期内的异常成交量放大,假说1成立。

本文接着考察公司更名的动因。现有研究揭示,管理者利用投资者的非理性偏好来推高股价是因为有减持股票的需要。李心丹等(2014)发现,管理者利用投资者的名义价格幻觉,通过高送转引起投资者的短期追捧,从而推升股价帮助其实现减持。鉴于此,管理者很可能利用公司更名事件来吸引投资者关注从而拉高股价实现减持。当然,公司更名也可能是利用这一行为信号引起市场反应,帮助公司摆脱困境(如被ST、退市警示等)。还有一种可能是公司利用更名来凸显转型发展的意图,提升公司估值。为考察以上哪种原因才是中国上市公司更名的主因,本文提出三个竞争性假说:(1)“内部人减持动机”假说2a:内部人在公司更名后实现减持;(2)“公司脱困”假说2b:更名公司与同行业公司相比业绩较差;(3)“凸显转型意图”假说2c:公司通过更名凸显其转型发展的意图,希望借此影响公司估值。研究结果表明,公司更名后内部人没有明显的减持行为,而且更名公司的业绩没有显著低于同行业公司,假说2a和假说2b不成立。假说2c的检验结果表明,更名对公司估值有短期的正向影响,但对长期业绩和估值没有影响。这说明更名是一种凸显公司转型意图的行为信号,而非传递基本面信息,“凸显转型意图”假说成立。

考虑到更名的信号传递可能存在内生性,本文对样本进行了横截面划分,进一步确认凸显效应的作用机制,同时进行了稳健性检验。第一,将对照组替换为更名但名称与市场热点无关(无凸显信号)的公司,发现结果稳健,说明更名这种行为信号是通过凸显效应起作用的;第二,将更名样本划分为主动更名和被动更名(如公司重组后名称一般会自然变更)两组,将被动更名作为对照组,这排除了更名中可能含有的基本面因素,说明凸显效应确实独立发挥了作用。

本文研究发现,上市公司改为与市场热点相关的名字会引起投资者的过度反应;公司利用投资者对凸显事件的心理偏差,通过更名发出行为信号,凸显其转型发展的意图;更名能够带来短期股票收益的提高,但不能根本上提升公司价值。

与现有研究相比,本文的边际贡献可能体现在以下三方面:第一,丰富且深化了行为信号理论的研究。Baker等(2016)基于前景理论中的参考点效应提出了行为信号理论;Bordalo等(2012)提出了凸显效应,它与参考点效应有一定联系。两者都认为决策者更关注相对收益而非绝对财富水平,不同的是,凸显效应认为个体的决策权重会受到凸显特征的扭曲。本文认为行为信号理论基于行为偏差,行为偏差应该可以包含多种。Baker等(2016)提出行为信号理论可拓展至其他领域,如盈余管理。本文将行为信号理论拓展至凸显效应,并将其与参考点效应一起归入行为信

^①目前国内文献在研究公司名称或股票名称时主要采用以下几种识别方式:(1)直接取股票名称中自带的字或词,如“科技”(邓建平和曾勇,2005);(2)构建评价体系进行打分(贾璐熙等,2016);(3)根据字面识别,如判断名称中是否带有行业性质(张鸣等,2013)。本文的识别方式与第三种方法类似,根据公司名称的字面进行判断。而本文识别的难点在于对热门行业的判断。目前研究股票热度主要通过百度指数进行热度统计(俞庆进和张兵,2012;张继德等,2014),但是这些研究都按照股票简称或代码进行检索,即基于“名单”进行统计,属于“正向识别”。然而,热门行业没有可参考的名单或定义,且在不断变化,从而难以进行正向识别。目前,尚没有文献明确提出实证研究中识别凸显的方法。本文根据更名数据和互联网信息进行“反向识别”,提高了本文场景中识别凸显的准确性。

号的作用机制,这样的理论框架便于未来研究跟进及丰富。

第二,本文为公司更名现象提供了理论解释。现有文献大多关注公司更名的市场反应,而对于更名为何以及如何影响投资者决策及市场反应则缺乏理论解释。本文从行为信号理论视角研究这种现象,提供了统一的理论解释。同时,本文将公司更名现象与 Baker 等(2016)使用的分红现象共同归入行为信号理论的信号源,这也方便了未来研究跟进。

第三,本文对公司更名现象的深入分析也为监管提供了新证据。本文研究发现,公司追逐市场热点的更名现象与高送转、资本运作等热门现象(李心丹等,2014;谢德仁等,2016;张晓宇和徐龙炳,2017)的动因不同。以往研究发现,中国股票市场的高送转等很多公司行为都伴随管理者减持;而本文发现公司更名不是因为内部人减持,也不是为了脱离财务困境,而是为了凸显其转型发展的意图。

二、样本和变量

(一)样本选取及处理

本文选取 2013—2016 年^①A 股市场上产生凸显效应的更名事件作为实验组,采用 PSM 方法从未更名的观测中找到最相近的对照组,匹配时采用的指标根据每一个假说检验的具体设计来选择。对于实验组,我们尽可能通过样本预处理去除部分内生性:(1)剔除因特殊处理(ST 或 *ST)或股改(G 或 S)而变更名称的股票。这类股票名称的变更是相关规定所致,不是公司主动的信号发送行为。(2)剔除正式更名前没有提示性公告的样本。提示性公告会披露更名事项及原因,包括重组完成、突出主营业务或公司战略发展需要等,投资者有足够的时间接收这些信息并做出反应,这样处理可以部分去除基本面的内生性。(3)剔除更名时处于停牌状态的样本。(4)按照研究惯例,剔除金融类公司。

数据通过数据库及手工收集整理获得,数据库包括 CSMAR 数据库、WIND 数据库、RESSET 数据库和巨潮资讯网。所有估计模型在公司层面进行了聚类处理。在实证检验部分,以正式更名日^②作为事件日($t=0$)。之所以不选择宣布日作为事件日,是因为宣布日可能含有基本面信息,基于宣布日进行检验会有内生性。^③在宣布日至正式更名日这段时间内,基本面信息已基本消化,由此引起的市场反应可看作凸显净效应,这种事件日的选择方法也称“非事件”(即不包含基本面信息的事件)。

(二)变量定义

1. 被解释变量:(1)投资者反应(*ABV*):用股票异常成交量来衡量,参考 Baker 等(2016)的做法,用窗口期 $[t_1, t_2]$ 平均成交量的自然对数减去正式更名前 90 个日历日平均成交量的自然对数,窗口期长度(即 t_1 和 t_2)根据每部分实证分析来调整。(2)内部人减持意愿(*Sell_D*):若大股东或重要高管(董事长、总经理、董事会秘书和财务总监)在股票更名后 $[0, t]$ 内减持股票,则取值为 1,否则为 0。(3)内部人减持比例(*Sell_P*):大股东或重要高管(董事长、总经理、董事会秘书和财务总监)在股票更名后 $[0, t]$ 内减持股票的比例。(4)股价表现(*CAR*):用股票超额收益率来度量,具体用 Fama-French 三因子模型对股票收益率进行调整,计算出股票的超额收益率。

^① 本文样本的初始年份选为 2013 年,这可能会导致观测数量较少,但是过早的年份互联网搜索结果的完整程度会大大下降,最终导致本文识别凸显信号的准确性大幅下降。

^② 例如,华润万东在 2016 年 9 月 22 日发布变更公告,9 月 28 日简称正式变更为“万东医疗”,则 9 月 28 日定义为“正式更名日”。

^③ 本文在样本处理时已经剔除了首次公告日和简称正式变更日为同一日的样本,因此在正式变更日前不存在内幕信息,实证检验时不考虑滞后交易日的股票收益。

2. 核心解释变量。本文的核心解释变量为更名的凸显信号(*Salience*)。基于预处理样本,参考现有文献的处理方法,本文采用“反向识别”方法来识别更名样本是否具有凸显信号。识别的难点在于对热门行业的判断。判断股票是否“热门”,目前主要通过百度指数进行热度统计(俞庆进和张兵,2012;张继德等,2014),即按股票简称或代码进行检索,根据“名单”进行信息抓取,本文称其为“正向识别”。但正向识别的结果只能判断股票“热度”,无法判断是否属于热门行业(具有凸显信号),以该方法判断会引入较多内生性。而热门行业没有可参考的名单或定义,且具有时变性,从而难以进行正向识别。因此,本文采用人工“反向识别”法,即首先获取样本期内所有更名数据,然后将新名称中的关键词逐一上网检索,若该字词是当年^①股市上炒作的热点,^②则判定为含有凸显特征,取值为 1,否则为 0。由于更名仅仅是名称中的文字发生变化,不涉及基本面变化,更名所产生的净超额收益率(与对照组相比)可以基本判定为股票简称中字面的凸显效应所引起。表 1 为凸显识别结果的描述性统计。

表 1 凸显识别结果的描述性统计

年份	凸显特征 ^③ (涉及的行业或概念)	带凸显更名事件	无凸显更名事件	凸显占比
2013	电商、新能源	2	39	4.88%
2014	石墨烯、文化娱乐、智能、生态	7	83	7.78%
2015	健康、文化娱乐、智能、P2P、基因、新能源、生态	20	115	14.81%
2016	健康、智能、文化娱乐、新能源、大数据、生态	24	112	17.65%
总计		53	349	13.18%

3. 控制变量。本文研究样本选取的是“非事件”(即不包括基本面信息的事件),以尽可能控制内生性。考虑到市场可能并非完全有效,根据研究惯例,本文控制了影响投资者反应和股票收益的常见变量:流通股本(*Out_Size*)、名义股价(*Price*)、异质信念变化($\Delta DIFOPN$)、业绩增长(*Eg*)、股权性质(*Private*)等。在检验内部人减持动机时,控制变量还增加了净资产回报率(*ROE*)和年度股价涨幅(*Return*)。变量定义见表 2。

表 2 变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
<i>ABV</i>	投资者反应	用股票异常成交量来衡量,参考 Baker 等(2016)的做法,用窗口期平均成交量的自然对数减去正式更名前 90 个日历日成交量均值的自然对数,窗口期根据每部分实证分析进行调整
<i>Sell_D</i>	内部人减持意愿	若大股东或重要高管(董事长、总经理、董事会秘书和财务总监)在股票更名后 $[0, t]$ 内减持股票,则取值为 1,否则为 0,其中 t 的取值根据需要进行设置
<i>Sell_P</i>	内部人减持比例	若大股东或重要高管(董事长、总经理、董事会秘书和财务总监)在股票更名后 $[0, t]$ 内减持股票的比例,其中 t 的取值根据需要进行设置
<i>CAR</i>	股价表现	用累计超额收益率来度量,具体用 <i>Fama-French</i> 三因子模型对股票收益率进行调整,计算出股票的超额收益率
<i>Out_Size</i>	流通股本	总流通股本的自然对数
<i>Price</i>	名义股价	正式更名日前一个交易日的收盘价
$\Delta DIFOPN$	异质信念变化	异质信念的变化率(包锋和徐建国,2015),用窗口期的平均日换手率减去 $[-20, -11]$ 内的平均日换手率,根据每部分实证分析来调整窗口期长度

① 本文选择当年热点进行匹配而不考虑前一年的原因在于,前一年的热门行业对当年公司更名决策的影响非常小,因为市场上时不时会涌现出新的热点,公司管理者是理性的,是追求利润最大化的,更倾向于选择最新的热点,而不会选择前一年的热门行业。

② 采用人工识别的方法,如果更名涉及的概念被市场炒作,则认为是热门行业。

③ 产业热潮往往会持续较长一段时间,甚至反复出现在市场热点中,因此表 1 中不同年份间的关键词会有重复。而更名行为都发生在产业热潮出现后,所以这里不需要着重区分更名和产业热潮兴起的时间先后。

续表 2 变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
<i>Momentum</i>	动量	正式更名前窗口期的累计超额收益率,根据每部分实证分析来调整窗口期长度
<i>Eg</i>	业绩预期	用公司更名当年净利润增长率来反映投资者预期
<i>Private</i>	股权性质	民营公司取值为 1, 否则为 0
<i>ROE</i>	净资产回报率	公司前一年净利润除以年末净资产
<i>Return</i>	年度股价涨幅	公司前一年的股价总涨幅

三、实证检验

(一)公司更名的凸显信号与投资者反应——假说 1 的检验

实验组为基于上述凸显信号识别方法得到的更名样本,本文采用倾向性得分匹配(*PSM*)法选出事件期内与实验组处于同一行业,根据公司总流通股本、名义股价、营收增长率和营收规模四个指标进行匹配,倾向性得分最接近的样本作为对照组。我们利用模型(1)来检验更名的凸显信号对投资者反应(以异常交易量来度量)的影响。

$$ABV_{it} = \beta Salienc_{it} + \gamma Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

表 3 显示,凸显信号(*Salienc*)的系数基本上都显著为正,说明更名会引起投资者的积极反应。而随着窗口期的拉长,系数逐渐变小,且显著性下降。当窗口期拉长到[0, 10]时,系数变得不再显著。这意味着随着时间推移,投资者对更名所产生的凸显信号反应会减弱。从理论上讲,由于公司名称在正式变更前有提示性公告,正式变更时并无新信息产生,投资者不应该有异常反应。上述结果说明名称中的凸显信号引起了股票交易活跃度的短期上升,投资者呈现出短期的过度反应,从而验证了假说 1。

表 3 更名的凸显信号与投资者反应

	<i>ABV</i>				
	<i>t=0</i>	[0, 1]	[0, 3]	[0, 5]	[0, 10]
<i>Salienc</i>	0.4198*** (0.1125)	0.3858*** (0.1079)	0.2492** (0.0977)	0.1997* (0.1063)	0.1364 (0.1076)
<i>Out_Size</i>	0.0114 (0.0509)	-0.0126 (0.0488)	0.0074 (0.0442)	-0.0416 (0.0481)	-0.0681 (0.0487)
<i>Price</i>	-0.0096*** (0.0032)	-0.0085*** (0.0031)	0.0012 (0.0028)	0.0010 (0.0030)	0.0008 (0.0031)
<i>Eg</i>	0.0117 (0.0135)	0.0103 (0.0129)	0.0026 (0.0117)	-0.0019 (0.0127)	-0.0039 (0.0129)
<i>Private</i>	0.1398 (0.1098)	0.0381 (0.1053)	0.0705 (0.0954)	0.0484 (0.1038)	0.0204 (0.1051)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	276	276	276	276	276
<i>R</i> ²	0.0867	0.0530	0.0406	0.0073	0.0045

注:***、**和*分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上统计显著。下表同。

(二)公司更名的真实原因检验——竞争性假说 2a、2b 和 2c 的检验

1. “内部人减持动机”假说的检验。根据李心丹等(2014)、张晓宇和徐龙炳(2017)等揭示的公司行为(高送转、资本运作等)往往伴随公司内部人减持动机,我们首先检验这一动机的可能

性。被解释变量分别为内部人减持意愿和减持比例,核心解释变量为更名凸显信号虚拟变量。内部人指大股东或重要高管(董事长、总经理、董事会秘书和财务总监)。首先观察内部人在短期内的减持数据,发现在本文样本期内(2013—2016 年),除了 1 家公司外,其余所有公司的内部人在更名后的 10 个交易日^①都没有减持行为。

为了观察更长时间内的减持行为,我们控制名义股价(*Price*)、营收增长(*lag_Growth*)、净资产回报率(*ROE*)、年度股价涨幅(*Return*)以及年份和行业固定效应后进行回归。表 4 显示,在较长的时间窗口下,更名的凸显信号对内部人减持意愿和减持比例的影响都不显著,说明管理者通过更名释放凸显信号不是为了实现减持,“内部人减持动机”假说 2a 不成立。

表 4 更名的凸显信号与内部人减持动机

	[0, 30]	[0, 60]	[0, 90]	[0, 120]
<i>Panel A: 被解释变量为 Sell_D</i>				
<i>Salience</i>	0.5690 (0.7252)	-0.1018 (0.7251)	-0.4686 (0.7253)	-0.7254 (0.7261)
<i>Price</i>	0.0029** (0.0011)	0.0014 (0.0009)	-0.0013 (0.0008)	-0.0010 (0.0007)
<i>lag_Growth</i>	<0.00001 (0.00004)	<0.00001 (0.00004)	-0.00001 (0.00004)	-0.00001 (0.00005)
<i>ROE</i>	-0.0147 (0.0223)	-0.0135 (0.0165)	-0.0148 (0.0136)	-0.0152 (0.0123)
<i>Return</i>	-0.0417* (0.0241)	-0.0451** (0.0181)	-0.0328** (0.0156)	-0.0386*** (0.0141)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Panel B: 被解释变量为 Sell_P</i>				
<i>Salience</i>	0.0001 (0.0010)	-0.0005 (0.0013)	-0.0010 (0.0015)	-0.0014 (0.0017)
控制变量	控制	控制	控制	控制

注: *Panel B* 中控制变量与 *Panel A* 中相同。

2. “公司脱困”假说的检验。这里检验公司更名的另一个可能原因“脱困”,观察公司是否因为陷入经营困境而更名。用更名公司在更名前一年和前两年的营业收入增长率(*Growth*)以及净资产收益率(*ROE*)在所属行业(根据证监会 2012 年行业分类标准,选取行业大类即一位数代码)的四分位数分布状况来观察更名公司的相对业绩状况。对行业内分布的检验相当于将更名公司与行业内其他公司(对照组)进行比较,如果更名公司的业绩分布没有明显的偏向,那么这些公司并非处于困境中。表 5 结果表明,更名公司的业绩在行业业绩四分位数的分布比例没有明显的偏向,即更名前的业绩与行业内其他公司没有显著的差异。因此,没有充分的证据表明公司利用更名发送凸显信号是因为陷入了财务困境,“公司脱困”假说 2b 不成立。

^① 假说 1 的检验结果表明,更名的凸显信号会使投资者在更名后 10 个交易日内表现出过度反应。公司内部人利用这 10 个交易日的投资者热捧进行减持是最有利的,所以这里先选择 10 个交易日作为短期窗口进行检验。

表 5 公司更名前的业绩在行业中的分布

	1st(Low)	2nd	3rd	4th(High)
<i>Panel A: 更名前一年 Growth</i>				
观测数	20	13	11	9
占比	37.74%	24.53%	20.75%	16.98%
<i>Panel B: 更名前两年平均 Growth</i>				
观测数	20	14	8	11
占比	37.74%	26.42%	15.09%	20.75%
<i>Panel C: 更名前一年 ROE</i>				
观测数	21	9	14	9
占比	39.62%	16.98%	26.42%	16.98%
<i>Panel D: 更名前两年平均 ROE</i>				
观测数	19	15	8	11
占比	35.85%	28.30%	15.09%	20.75%

3. “凸显转型意图”假说的检验。上节的研究结果排除了公司为“脱困”而更名, 本节考察公司是否为凸显转型发展意图从而提升企业估值而更名。为了检验企业的这一意图及是否达到了目的, 我们从股价表现和基本面两个方面进行考察。用累计超额收益率 *CAR* 来反映股价表现, 用 *ROE* 来反映公司基本面。

表 6 显示, 更名的凸显信号在更名日为股票带来了显著为正的超额收益, 而时间窗口拉长后, 更名凸显信号 (*Saliency*) 的系数变得不显著。可以看到, 凸显信号发出后股价出现正向反应的时间较短 (仅在正式更名日), 因为市场对更名的强烈反应往往出现在预先公告披露后而非正式更名时。而本文为了得到干净的凸显效应, 仅以“非事件”作为研究对象, 选取正式更名日 ($t=0$) 及之后的数据, 排除更名预先公告中可能涉及的基本面信息等实质性信息对结果的干扰。在表 6 中, 虽然凸显效应的持续时间短, 但是这一结果依然能够支持本文的假说, 即管理者凸显转型释放的信号会扭曲投资者认知, 使股价出现短期上涨。

表 6 更名的凸显信号与短期股价表现

	<i>CAR</i>			
	$t=0$	[0, 1]	[0, 3]	[0, 5]
<i>Saliency</i>	0.0121** (0.0055)	0.0170 (0.0342)	0.0709 (0.0547)	0.1131 (0.0866)
$\Delta DIFOPN$	0.3127*** (0.0866)	0.3343** (0.1388)	0.2867 (0.3386)	0.9119** (0.4095)
<i>Momentum</i>	0.2149*** (0.0669)	0.1913*** (0.0620)	0.2043*** (0.0595)	0.1861** (0.0882)
<i>Price</i>	0.0001 (0.0001)	0.0022*** (0.0007)	0.0018 (0.0012)	0.0022 (0.0021)
<i>Eg</i>	-0.0043*** (0.0015)	0.0046 (0.0053)	0.0031 (0.0236)	0.0393 (0.0407)
<i>Private</i>	0.0001 (0.0047)	-0.0021 (0.0279)	0.0149 (0.0436)	-0.0094 (0.0640)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	270	270	270	270
R^2	0.0964	0.1638	0.1615	0.0972

表 7 采用双重差分法 (*Difference-in-Differences, DID*) 考察长期市场反应, 我们采用倾向性得分匹配 (*PSM*) 法, 在同一时间同一行业内根据公司总资产、营收增长和营收规模得到对照组。结果显示, 从长期来看, 公司更名的市场反应较弱。结合表 6 的结果, 凸显信号仅影响 $t=0$ 时的股价, 其后的交易日内都不能带来超额收益。这说明公司更名是为了凸显积极转型的意图以提升公司估值, 但这种方式带来的估值提升是短期的, 效果很有限。

表 7 更名的凸显信号与长期股价表现

	更名前	更名后	差值
<i>Panel A: 更名前后一年 CAR</i>			
更名凸显信号组	0.2120 ^{***}	-0.4157 ^{***}	-0.6277 ^{***}
对照组	0.2121 ^{***}	-0.2384 ^{***}	-0.4505 ^{***}
差值	-0.0001	-0.1773 ^{***}	-0.1772
<i>Panel B: 更名前后两年 CAR</i>			
更名凸显信号组	0.1197 ^{***}	-0.1306 [*]	-0.2503
对照组	0.0775 ^{***}	-0.1384 ^{***}	-0.2159
差值	0.0423	0.0078	-0.0345

注: 采用 *Wilcoxon* 秩和检验。

表 8 考察了公司基本面在更名前后的变化, 依然采用 *PSM-DID* 分析方法。结果表明, 公司 *ROE* 在更名后没有显著提升, 与对照组的差异也不明显, *DID* 差值为负但不显著。公司通过更名发送凸显信号并不是因为公司转型能够获得长期业绩的提升。

表 8 更名的凸显信号与公司业绩

	更名前	更名后	差值
<i>Panel A: 更名前后一年 ROE</i>			
更名凸显信号组	0.0914 ^{***}	0.0687 ^{***}	-0.0227
对照组	0.1237 ^{***}	0.1223 ^{***}	-0.0014
差值	-0.0323	-0.0536 ^{**}	-0.0213
<i>Panel B: 更名前后两年 ROE</i>			
更名凸显信号组	0.0897 ^{***}	0.0767 ^{***}	-0.0130
对照组	0.0936 ^{***}	0.1012 ^{***}	0.0076
差值	-0.0038	-0.0244	-0.0206

注: 采用 *Wilcoxon* 秩和检验。

公司在更名凸显转型意图后, 或多或少会在主营业务上做出改变, 但是更名时主营业务往往还没有发生实质性变化,^① 此时将热门行业体现在公司名称中是一种凸显行为。长期股价表现和基本面检验结果也表明, 更名后的转型效果不太理想, 证明了这是一种“凸显”行为, 而非“告知”行为。

本节考察股价表现和业绩的结果证实了“凸显转型意图”假说 2c, 即公司确实通过更名凸显了转型意图, 市场在正式更名日有反应, 但没有真正实现业绩转型及长期影响投资者 (长期的基本面和市场反应都没有明显变化)。

① 一种可能是, 公司在并购重组后才更名, 但热门行业基本上是很新的行业, 市场上缺乏可供公司并购的好标的, 所以公司主营业务在更名时还没有实质性改变。

四、稳健性检验

更名的信号传递可能存在内生性,即除了本文揭示的通过“凸显”这一机制进行信号传递外,还可能是因为更名本身包含基本面信息。上文已通过样本的预处理以及寻找匹配组的研究设计尽可能排除了这种可能性,本文将通过更换匹配组的方法进一步排除这种可能性。

(一)仅观察更名样本

上文对比了更名样本和未更名样本,本节只考察更名样本。我们根据上文分离凸显信号的方法,将更名样本分为包含凸显信号组和不包含凸显信号组,以不包含凸显信号组作为对照组重复上文的检验。

表9检验了凸显信号对投资者反应的影响,结果显示在[0, 1]和[0, 3]两个短期窗口内,凸显信号(*Salience*)的系数显著为正,而拉长窗口期后系数变得不再显著。这说明本文的研究结果稳健,投资者对更名的反应受到了凸显效应的影响。

表9 更名的凸显信号与投资者反应(更名子样本)

	<i>ABV</i>				
	<i>t</i> =0	[0, 1]	[0, 3]	[0, 5]	[0, 10]
<i>Salience</i>	0.1273 (0.0997)	0.1568* (0.0908)	0.1495* (0.0877)	0.1321 (0.0860)	0.0859 (0.0828)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制

注:控制变量与表3相同,限于篇幅未报告结果。

表10和表11检验了凸显信号对公司股价的影响,结果同样显示凸显信号(*Salience*)的系数在短期窗口内显著,而长期不显著。这说明本文的研究结果稳健,凸显效应对市场有短期而无长期影响。

表10 更名的凸显信号与短期股价表现(更名子样本)

	<i>CAR</i>				
	<i>t</i> =0	[0, 1]	[0, 3]	[0, 5]	[0, 10]
<i>Salience</i>	0.0130** (0.0065)	0.0227** (0.0090)	0.0324*** (0.0122)	0.0407*** (0.0147)	0.0393** (0.0194)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制

注:控制变量与表6相同,限于篇幅未报告结果。

表11 更名的凸显信号与长期股价表现(更名子样本)

	更名前	更名后	差值
<i>Panel A: 更名前后一年 CAR</i>			
更名凸显信号组	0.2420***	-0.1730**	-0.4150**
对照组	0.2043***	-0.1445***	-0.3488***
差值	0.0377	-0.0285***	-0.0662
<i>Panel B: 更名前后两年 CAR</i>			
更名凸显信号组	0.0857***	-0.1415**	-0.2503
对照组	0.0542***	-0.1487***	-0.2159
差值	0.0423	0.0072	-0.0345

注:采用 Wilcoxon 秩和检验。

(二)区分主动更名和被动更名

公司重组后往往名称会变更,这种更名(称为被动更名)与跟随市场潮流的更名(称为主动更名)对市场的影响应该不同。本节将对对照组更换为被动更名(公司实际控制人发生变更后所发生的更名),考察其与主动更名(实验组)的影响差异。从理论上讲,主动更名的凸显效应更加突出,因为被动更名更多地反映了公司基本面的变化。这样检验能进一步排除更名中包含的基本面信息,反映凸显效应的净影响。

表 12 区分主动更名(包含凸显效应)和被动更名(不包含凸显效应),检验了更名的凸显效应对投资者的影响。比较表 12 中的 Panel A 和 Panel B 发现,主动更名样本中的凸显效应更强,其凸显信号会引起明显的投资者过度反应。这说明更名通过凸显机制发挥了作用。

表 12 更名的凸显信号与投资者反应(区分主动更名与被动更名)

	ABV				
	t=0	[0, 1]	[0, 3]	[0, 5]	[0, 10]
Panel A: 主动更名					
Saliency	0.2371* (0.1220)	0.2738** (0.1083)	0.2523** (0.1068)	0.2160** (0.1061)	0.1386 (0.1035)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
Panel B: 被动更名					
Saliency	-0.0671 (0.1811)	-0.0579 (0.1755)	-0.0054 (0.1531)	0.0290 (0.1469)	0.0400 (0.1362)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制

注:控制变量与表 3 中相同,限于篇幅未报告结果。

表 13 和表 14 检验了主动更名和被动更名对股价表现的影响差异。与上文检验结果相同,Panel A 显示包含凸显效应的主动更名对股价有短期影响,窗口拉长后则影响不显著,说明本文研究结果稳健。Panel B 显示不包含凸显效应的被动更名对股价几乎没有影响,再次说明更名通过凸显机制单独发挥了作用。

表 13 更名的凸显信号与短期股价表现(区分主动更名与被动更名)

	CAR				
	t=0	[0, 1]	[0, 3]	[0, 5]	[0, 10]
Panel A: 主动更名					
Saliency	0.0491*** (0.0133)	0.0682*** (0.0194)	0.0551** (0.0262)	0.0972*** (0.0305)	0.0699 (0.0423)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
Panel B: 被动更名					
Saliency	0.0033 (0.0078)	0.0103 (0.0104)	0.0248* (0.0139)	0.0235 (0.0170)	0.0273 (0.0228)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制

注:控制变量与表 6 中相同,限于篇幅未报告结果。

表 14 更名的凸显信号与长期股价表现 (区分主动更名与被动更名)

	更名前	更名后	差值
<i>Panel A1: 更名前后一年 CAR(主动更名)</i>			
更名凸显信号组	0.2228***	-0.1237*	-0.3465**
对照组	0.1716***	-0.1394***	-0.3110***
差值	0.0512	0.0157***	-0.0355
<i>Panel A2: 更名前后两年 CAR(主动更名)</i>			
更名凸显信号组	0.0748*	-0.1259**	-0.2007
对照组	0.0375**	-0.1423***	-0.1798*
差值	0.0373	0.0164	-0.0209
<i>Panel B1: 更名前后一年 CAR(被动更名)</i>			
更名凸显信号组	0.3138	-0.3279	-0.6417
对照组	0.2818***	-0.1571***	-0.4389***
差值	0.0320	-0.1708	-0.2028
<i>Panel B2: 更名前后两年 CAR(被动更名)</i>			
更名凸显信号组	0.1254	-0.1965	-0.3219
对照组	0.0946***	-0.1657***	-0.2603**
差值	0.0308	-0.0308	-0.0616

注: 采用 Wilcoxon 秩和检验。

五、结 论

本文基于行为信号理论研究了公司为何跟随市场潮流更名以及更名对市场的影响与机制。本文选取产生凸显信号的公司更名事件作为实验组,采用倾向性得分匹配(*PSM*)方法寻找对照组,就更名对投资者的影响、公司更名的真实目的以及更名对市场的影响机制提出了研究假说,并进行了实证检验。研究发现,上市公司改为与市场热点相关的名字会引起投资者的过度反应;公司希望通过更名来凸显其转型发展的意图;更名利用了投资者对凸显事件的心理偏差,但这种行为信号并不含有基本面信息,对市场的影响只是短期的,并不能真正影响公司价值和长期估值。

本文对行为信号理论的拓展具有一定的理论意义。行为信号理论由 Baker 等(2016)提出,具有广阔的应用前景。与传统的反映公司基本面的信号理论不同,行为信号不传递公司基本面信息,而是基于投资者对公司价值判断的行为习惯(偏差)。与传统信号相同的是,行为信号也能有效影响投资者决策。本文梳理了行为信号理论的框架,将理论的具体内涵区分为行为信号源与行为信号作用机制,便于未来该领域的研究拓展。Baker 等(2016)的研究对象股票分红可以看作一种行为信号源,本文的公司更名可以看作另一种行为信号源,未来研究可以寻找其他行为信号源。Baker 等(2016)对股票分红的研究将参考点效应作为行为信号的作用机制,本文对公司更名的研究将凸显效应作为行为信号的作用机制,未来研究可以根据行为金融学理论发掘更多的行为信号作用机制。

本文的研究结果对于深入认识公司更名现象具有一定的实践意义。公司跟随市场潮流的更名现象与高送转(李心丹等,2014;谢德仁等,2016)、资本运作(张晓宇和徐龙炳,2017)等常见的公司行为相同,都难以用传统金融学理论来解释,都是公司为达到自身目的而采取的短期做法。公司更名现象在国内外时有发生,但对其机理的剖析并不多见,本文揭示了公司更名的原因以及影响市场的机制。与高送转、资本运作等伴随内部人减持的公司行为不同,本文发现更名并

没有伴随内部人减持,也并不是因为公司急于摆脱业绩困境,而更可能是凸显其转型发展的意图。然而,市场热点转换快,更名提升业绩的作用有限,其市场效果并不理想。

主要参考文献:

- [1]陈素,孙建东,申宇.我国沪深股市股票名称的“中国”效应[J].投资研究,2012,(2):113-131.
- [2]邓建平,曾勇.上市公司股票更名特点和股市的概念炒作——来自A股的实证研究[J].管理学报,2005,(4):455-458.
- [3]邓建平,曾勇.上市公司股票更名效应的实证研究[J].漳州师范学院学报(哲学社会科学版),2006,(3):1-6.
- [4]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.
- [5]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.
- [6]黄曼慧,李礼,谢康.信号理论研究综述[J].广东商学院学报,2006,(5):35-38.
- [7]贾璐熙,朱叶,陈达飞.公司名称、投资者认知与公司价值——基于公司名称评价指标体系的行为金融学研究[J].金融研究,2016,(5):173-190.
- [8]李广子,唐国正,刘力.股票名称与股票价格非理性联动——中国A股市场的研究[J].管理世界,2011,(1):40-51.
- [9]李心丹,俞红海,陆蓉,等.中国股票市场“高送转”现象研究[J].管理世界,2014,(11):133-145.
- [10]刘力,田雅静.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[J].世界经济,2004,(1):44-50.
- [11]刘亚琴.股价会受股票名称影响吗?——基于行为金融学的调查研究[J].南开经济研究,2008,(1):45-56.
- [12]王钦池.信号传递与信号均衡——关于信号理论的一个文献综述[J].山西财经大学学报,2009,(S2):180.
- [13]谢德仁,崔宸瑜,廖珂.上市公司“高送转”与内部人股票减持:“谋定后动”还是“顺水推舟”?[J].金融研究,2016,(11):158-173.
- [14]张鸣,税煜,陈明端.股票名称、选择性关注与股价的行业同步性[J].财经研究,2013,(11):112-122.
- [15]张晓宇,徐龙炳.限售股解禁、资本运作与股价崩盘风险[J].金融研究,2017,(11):158-174.
- [16]Bae K H, Wang W. What's in a "China" name? A test of investor attention hypothesis[J]. Financial Management, 2012,41(2): 429-455.
- [17]Baker M, Mendel B, Wurgler J. Dividends as reference points: A behavioral signaling approach[J]. The Review of Financial Studies, 2016,29(3): 697-738.
- [18]Baker M, Wurgler J. Behavioral corporate finance: An updated survey[A]. Constantinides G M, Harris M, Stulz R M. Handbook of the economics of finance[C]. North-Holland, 2013.
- [19]Belenzon S, Chatterji A K, Daley B. Eponymous entrepreneurs[J]. American Economic Review, 2017, 107(6): 1638-1655.
- [20]Bordalo P, Gennaioli N, Shleifer A. Saliency theory of choice under risk[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2012, 127(3): 1243-1285.
- [21]Bordalo P, Gennaioli N, Shleifer A. Saliency and asset prices[J]. American Economic Review, 2013a, 103(3): 623-628.
- [22]Bordalo P, Gennaioli N, Shleifer A. Saliency and consumer choice[J]. Journal of Political Economy, 2013b, 121(5): 803-843.
- [23]Clor-Proell S, Proell C A, Warfield T D. The effects of presentation saliency and measurement subjectivity on nonprofessional investors' fair value judgments[J]. Contemporary Accounting Research, 2014, 31(1): 45-66.
- [24]Cooper M J, Gulen H, Rau P R. Changing names with style: Mutual fund name changes and their effects on fund flows[J]. The Journal of Finance, 2005, 60(6): 2825-2858.

- [25]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.
- [26]Da Silva Rosa R, Durand R B. The role of salience in portfolio formation[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2008, 16(1–2): 78–94.
- [27]Hennessy C A, Livdan D, Miranda B. Repeated signaling and firm dynamics[J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(5): 1981–2023.
- [28]Huang X, Nekrasov A, Teoh S H. Headline salience, managerial opportunism, and over-and underreactions to earnings[R]. SSRN Working Paper, 2018.
- [29]John K, Williams J. Dividends, dilution, and taxes: A signalling equilibrium[J]. *The Journal of Finance*, 1985, 40(4): 1053–1070.
- [30]Kahneman D, Tversky A. Prospect theory: An analysis of decision under risk[J]. *Econometrica*, 1979, 47(2): 263–292.
- [31]Kalay A, Kronlund M. The market reaction to stock split announcements: Earnings information after all[R]. SSRN Working Paper, 2014.
- [32]McNichols M, Dravid A. Stock dividends, stock splits, and signaling[J]. *Journal of Finance*, 1990, 45(3): 857–879.
- [33]Muscarella C J, Vetsuypens M R. Stock splits: Signaling or liquidity? The case of ADR ‘solo-splits’[J]. *Journal of Financial Economics*, 1996, 42(1): 3–26.
- [34]Spence M. Job market signaling[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1973, 87(3): 355–374.

Why do Listed Firms Change Names? A New Explanation Based on the Behavioral Signaling Theory

Xu Longbing, Chen Liyi, Shao Tian

(School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Summary: During the boom of our P2P industry, the listed firm Duolun changed its name to Pitupi. This is a typical case for catching up with an industrial boom by changing the firm name, which is a common phenomenon in domestic and foreign stock markets. Why do listed firms love to change their names?

With the frontier behavioral signaling theory, this paper reveals economic principles of this phenomenon. Different from the traditional signal, the behavioral signal is set according to receivers’ behavioral bias and affects receivers’ decision-making rather than delivers’ fundamental information. The behavior signal theory is more applicable to explaining the reason why listed firms love to change names especially names related to “hot” industries.

The data we use in this paper are all events of name changing by A-share listed non-financial firms from 2013 to 2016, but first, we need to identify the salience signal from these events. We use a unique method called “reverse identification” since there is no existing referential method to follow. Specifically, we list all new firm names after being changed and compare them with information from the Internet. If some word in a new name is related to a booming industry at that time, this name is defined as a name that can send the salience signal to investors. The potential control group includes all firms without name changing, and we use propensity score matching (PSM) to pick the control group according to the empirical design.

(下转封三)