

上市公司股票简称频繁变更的经济后果研究

——基于信号发送方与接收方二维视角的检验

龙月娥, 林翠梁

(汕头大学 商学院, 广东 汕头 515063)

[摘要] 股票频繁更名具有信号传递的作用。以2008—2016年频繁更名上市公司为研究样本,从信号发送方与信号接收方两个维度对上市公司频繁更名的经济后果进行实证检验,结果表明:作为信号接收方的投资者对频繁更名上市公司的估值要显著高于非频繁更名上市公司;作为信号发送方的频繁更名上市公司的财务业绩显著优于非频繁更名的上市公司,但经营活动现金流劣于非频繁更名上市公司,且破产风险高于非频繁更名上市公司,因而财务业绩很有可能是管理层操纵的结果。在创新能力方面,频繁更名上市公司的创新能力显著低于非频繁更名的上市公司。总体而言,证券投资者和证券监管者应对频繁更名企业持审慎态度。

[关键词] 股票更名;企业破产风险;创新能力;证券市场反应;管理层操纵;财务业绩;股票超额收益;投资者情绪

[中图分类号] F830.91 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2020)01-0045-09

一、引言

在中国证券市场,通过变更股票简称来影响投资者的投资情绪以提升股价已经成为不少上市公司低成本且屡试屡验的套路,因股票更名带动股价高涨的上市公司不在少数。为迎合股民对“中字头”股票难以言表的信任与喜爱,早期不少上市公司更名时有意向“中”靠拢,在取名时打擦边球,博得股民青睐,这些公司穿上“新外套”后股价都有了较大幅度的上涨。近几年,部分上市公司打着主营业务变更、战略转型的幌子变更简称,实际上只是为了“蹭热点”,什么热门改什么,绿色环保、生物科技成为热点时,股票简称就纷纷往XX生态、XX生物靠,互联网金融成为热点时,股票简称就纷纷与互联网扯上关系,典型案例就是多伦股份改成匹凸匹(P2P谐音),更名后连续两个交易日均开盘一字涨停,而实际上该公司的业务与互联网金融并未有任何关系,被外界戏称为“三无”更名。为维护证券市场秩序,保护投资者合法权益,上海证券交易所于2016年9月30日发布指引文件,提出了上市公司变更证券简称应符合的要求,对变更程序进行了规范,明确要求上市公司不得利用变更证券简称误导投资者。然而,这些规定仅仅是指引性的,并无强制性的约束力,上市公司频繁变更证券简称的现象并未得到有效遏制。

已有关于股票更名的研究主要聚焦于两个方面:一是关于股票更名的市场反应研究;二是股票更名与企业业绩的相关性研究。关于股票更名的市场反应研究方面,Defanti等的研究发现,与企业形象变化有关的更名会对公司的股价产生正向影响^[1]。Biktimirov等基于多伦多交易所数据的研究发现市场对股票更名做出了正向反应,提出不同更名类型会产生不同的异常回报和交易量^[2]。邓建平和曾勇发现投资者对含有“科技”或类似字眼的公司更名的反应程度有显著区别,投资者对前者的反应程度要强于对不含有该类字眼的股票更名的反应程度,并指出我国股市存在较严重的概念炒作现象^[3]。陈素等则从股市中是否

[收稿日期] 2019-05-06

[基金项目] 国家社会科学基金项目(17BGL232)

[作者简介] 龙月娥(1972—),女,湖南益阳人,汕头大学商学院副院长,副教授,博士,主要研究方向为会计准则、会计与资本市场,邮箱: yelong@stu.edu.cn; 林翠梁(1994—),女,广东揭阳人,汕头大学商学院硕士生,主要研究方向为会计与资本市场、公司治理。

存在爱国主义的研究视角出发,对沪深两市股票名称中含有“中国”和不含有“中国”两字的上市公司进行了比较,发现含“中国”两字的上市公司持有期收益率显著高于未包含“中国”两字的上市公司,且上涨的时间更久^[4]。方辰君的研究发现,中国投资者是非理性的,普遍存在对股票更名事件的过度反应,市场存在偏离基本面的价格异象^[5]。徐龙炳等研究发现,上市公司股票简称变更为与市场热点相关的名字会引起投资者的过度反应^[6]。关于股票更名与企业业绩的相关性研究方面,Cooper等发现股票更名能为公司带来巨大的价值增长,并且这种增长不是短暂的^[7]。Carson等的研究表明股票更名会增加公司收入,进而影响公司财富^[8]。Kashmiri和Mahajan认为较强的营销能力能让公司在更名中得到更大的股票市场回报^[9]。Howe认为更名事件带来的经济结果是中性的^[10],得到相似研究结论的还有Bosch、Kot等^[11-13]。

已有文献对公司更名所带来的经济后果的研究结论并不一致,不同时期和不同国家的证券市场对公司更名做出的反应差异显著,且现有关于上市公司更名经济后果的研究中,大多聚焦于上市公司单次更名的研究,而将频繁更名上市公司作为研究对象,对投资者对频繁更名上市公司的估值,以及频繁更名上市公司的破产风险 and 创新能力等方面的研究非常匮乏。本文拟从频繁更名信号发送方(上市公司)与接收方(证券投资者)二维视角对上市公司频繁更名带来的经济后果进行研究,即从上市公司频繁更名后的生存与发展能力^①是否得到提升以及证券投资者如何看待频繁更名上市公司这两个视角对频繁更名的经济后果展开研究,以期为证券监管部门的有效管理提供经验证据的支持,为证券投资者理性投资提供决策指引。

本文的研究贡献体现在:(1)对上市公司频繁更名的现象进行研究,揭示这类公司更名的实质,引导投资者理性看待此类企业,具有较强的现实意义;(2)采用倾向得分匹配(PSM)方法解决样本偏差带来的内生性问题,会使得研究组与对照组样本除更名外的其他特征最大限度地相似,从而使得研究结论更具可靠性;(3)从多个维度对上市公司频繁更名的经济后果进行研究,会进一步拓展对上市公司更名现象进行研究的广度和深度;(4)研究结论对证券监管者、投资者具有一定的价值。

二、理论分析与研究假设

已有研究表明,公司经理人会通过变更公司名称向外界传递它渴望打破过去,在经营和产品提供上做出改变等信息,从而利用投资者非理性情绪来获取超额收益。如在互联网狂热时期,一些公司通过在名称中添加“.com”获得了显著的正的累计超额回报^[14];在石油价格飙涨时期,一些公司将股票名称变更为内含了石油字眼的名称,同样得到了显著的正向超额回报^[15]。

从行为金融学的角度来看,相较于公司其他方面的变化,公司股票更名更具直观性和冲击性,给投资者带来的是直接的视觉上的刺激,进而引发投资者心理上的决策冲动。伍燕然和韩立岩认为国内投资者是不完全理性的,他们论证了投资者情绪是资产定价的重要因素^[16]。刘红忠和张昉也曾基于行为金融角度,从人类做出决策的实际心理活动出发,重新考量市场中人的作用,发现市场投资者情绪与上市公司投资水平呈显著负相关关系^[17]。一般而言,在一个发育不成熟、投资者投资水平偏低的证券市场,投资者更容易对股票更名产生过度反应,特别是迎合市场热点的更名更是容易引发狂热追捧。基于中国股票市场发育不成熟的现状,我们预期中国证券市场的投资者会对频繁更名的上市公司股票做出过度反应,给予更高的估价,因此,本文提出第一个研究假设:

假设1:证券投资者对频繁更名上市公司的估值显著高于非频繁更名的上市公司。

Mathuva等采用事件研究法对股票更名与财务业绩的关系进行了实证检验,结果表明二者呈显著正相关关系^[18]。Cole等的研究发现,上市公司股票更名后收入增长率显著提升^[19]。已有关于股票更名与财务业绩关系的大部分研究结果表明,上市公司股票更名对财务业绩具有正向的促进作用。本文在前人研究的基础上,进一步聚焦于研究股票频繁更名对企业财务业绩的影响。由于频繁更名会引发比单次更名

① 本文选用经营绩效、破产风险,以及创新能力来对企业的生存与发展能力进行衡量。

更大的关注,我们预期外部利益相关者的关注能起到外部治理的作用,促使频繁更名的上市公司注重提升企业业绩,而企业业绩的提升会降低企业的破产风险,因此,本文提出以下两个假设:

假设2:频繁更名上市公司的财务业绩显著高于非频繁更名的上市公司。

假设3:频繁更名上市公司的破产风险显著低于非频繁更名的上市公司。

创新是实现企业可持续发展的主要推动力,是企业收获长期成功的关键因素。习近平主席在格力电器公司考察时指出,实体经济是一国经济的立国之本,攀登世界科技高峰的必由之路是自主创新,所有企业都要朝这个方向努力奋斗。鲍宗客的实证研究表明,创新企业比非创新企业拥有更好的风险抵御能力,能延长企业的生存时间^[20]。从频繁更名上市公司的创新能力方面来看,一方面,如果上市公司频繁更名是基于企业战略转型升级的需要进行的实质性更名,我们认为这种更名类型的上市公司会努力提升其自身创新能力,从而比未频繁更名的上市公司具备更强的创新能力;另一方面,如果上市公司频繁更名是基于迎合市场热点炒作股价的出发点进行的非实质性更名,则这类公司并不具备提升自身创新能力的动机或能力,因而其创新能力并不会比非频繁更名上市公司更高。基于此,我们无法预期频繁更名上市公司的创新能力是否会显著高于非频繁更名上市公司,由此提出以下两个竞争性假设:

假设4a:频繁更名上市公司的创新能力显著高于非频繁更名的上市公司。

假设4b:频繁更名上市公司的创新能力与非频繁更名上市公司的创新能力不存在显著差异。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文的专利数据来源于CSMAR数据库,其他数据来源于Wind数据库,样本为2008—2016年所有A股上市公司,剔除数据缺失的上市公司后,共得到20527个样本。2008—2016年更名一次的有529家上市公司,进行两次及以上更名(不含ST变更为非ST,或者相反的非主动更名)的上市公司有74家,其中3家公司在此期间更名三次,其他公司在此期间更名两次。为了避免公司-年度观测值不唯一,本文对一年内更名两次的上市公司只计算一次样本,也即删除一年内更名两次的3家公司所导致的3个重复观测值,最终得到148个观测值^①作为研究组样本,其余为对照组样本,用于PSM配对。为消除异常值的影响,我们对研究涉及的所有连续变量进行了上下1%水平的Winsorize处理。

(二)模型构建与变量定义

根据前文提出的4个研究假设,本文构建了与之相对应的4个模型,分别用于检验前文所提假设。

$$PB = \beta_0 + \beta_1 Change + \beta_2 SOE + \beta_3 Size + \beta_4 Top1 + \beta_5 Inst + \beta_6 Turnover + Year + Ind + \varepsilon \quad (1)$$

模型(1)用于检验假设1。模型左边的 PB 为市净率,是证券市场愿意为上市公司的每股账面净值支付的价格(出价),反映证券市场对上市公司的估值水平。该指标可有效弥补 PE 的局限性。当每股收益为负或金额很小时, PE 则不适用或无法有效反映市场对证券的估值,而每股净资产则相对稳定,比 PE 更加可靠。模型右边的 $Change$ 为虚拟变量,当公司为频繁更名上市公司时赋值为1,否则为0; SOE 是表示公司性质的指标,当上市公司为国有企业则赋值为1,否则为0; $Size$ 是公司规模,用公司资产取对数表示; $Top1$ 是表明股权集中度的指标,为第一大股东的持股比例; $Inst$ 为机构持股比例; $Turnover$ 为股票日均换手率指标。此外,模型控制了年度固定效应和行业固定效应。

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 Change + \beta_2 SOE + \beta_3 Size + \beta_4 Lev + \beta_5 Top1 + \beta_6 Inst + \beta_7 Turnover + Year + Ind + \varepsilon \quad (2)$$

模型(2)用于检验假设2。模型左边的 ROA 为总资产报酬率指标,用于衡量上市公司的财务业绩,模

① 148个观测值的计算方法:在不同年份更名三次的公司有3家(9个观测值),在不同年份更名两次的公司有68家(68×2=136个观测值),一年内更名两次的公司有3家(3个观测值)。以上三类更名公司的观测值相加等于148。

型右边的 Lev 为资产负债率,是表示公司资本结构的指标,其他变量的定义同模型(1)。

$$Zscore = \beta_0 + \beta_1 Change + \beta_2 SOE + \beta_3 Size + \beta_4 Top1 + \beta_5 Ztop + \beta_6 Inst + \beta_7 Turnover + Year + Ind + \varepsilon \quad (3)$$

模型(3)用于检验假设3。模型左边的 $Zscore$ 为衡量企业破产风险的综合性指标,由 Altman 在 1968 年提出,由反映企业短期偿债能力、长期偿债能力、营运能力和盈利能力的指标加权计算得到,得分越高,表明企业财务状况越好,发生破产的可能性越小^[21]。模型右边的 $Ztop$ 为股权制衡度指标,为第二大股东持股比例除以第一大股东持股比例,其他变量的定义同模型(1)。

$$Innov = \beta_0 + \beta_1 Change + \beta_2 SOE + \beta_3 Size + \beta_4 Top1 + \beta_5 Ztop + \beta_6 Inst + \beta_7 Turnover + Year + Ind + \varepsilon \quad (4)$$

模型(4)用于检验假设4。模型左边的 $Innov$ 是表示企业创新能力的指标,包括专利批准总数、发明创造批准数($Invent$)、实用新型批准数($Utility$)和外观设计批准数($Design$)。目前对于创新能力的衡量包括投入指标(研发支出等)和产出指标(专利数),本文认为能够衡量一个企业创新能力的有效指标应该是产出指标,因为投入再多,如果没有产出,也不能说明其创新能力强,反而有可能说明其将有限的资源浪费在了无效的研发上,因此本文对创

表1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量缩写	变量度量方式及说明
被解释变量	市净率	<i>PB</i>	每股市价/每股净资产
	企业破产风险	<i>Zscore</i>	破产风险度量指标
	总资产净利率	<i>ROA</i>	净利润/平均资产总额
	创新能力	<i>Innov</i>	专利总批准数
		<i>Invent</i>	发明创造批准数
<i>Utility</i>		实用新型批准数	
解释变量	频繁更名	<i>Design</i>	外观设计批准数
		<i>Change</i>	当公司为频繁更名上市公司时设定为1,否则为0
		<i>SOE</i>	国有企业设定为1,其他为0
控制变量	产权性质	<i>Size</i>	总资产取对数
	公司规模	<i>Lev</i>	总负债/总资产
	资产负债率	<i>Inst</i>	机构投资者的持股数量除以发行在外普通股总股数
	机构持股比例	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
	股权集中度	<i>Ztop</i>	第二大股东持股比例/第一大股东持股比例
	股权制衡度	<i>Turnover</i>	Σ [单个交易日成交量(手) $\times 100$ /当日股票流通股总股数(股)] $\times 100\%$
	年换手率	<i>Year</i>	控制年份
	年份变量	<i>Ind</i>	控制行业
行业变量			

新能力采用了产出指标,即专利批准数(含专利批准总数、发明创造批准数、实用新型批准数和外观设计批准数)来衡量。采用产出指标衡量创新能力的另一原因则是出于数据可得性的考量,由于多次更名上市公司样本量较小,而投入指标在部分上市公司数据缺失,若剔除数据缺失的样本,则一方面会导致样本偏差,另一方面会导致观测值过少,不具有统计意义。以上模型所涉及变量及其定义见表1。

四、实证结果分析

(一)描述性统计

表2为本文所构建模型中频繁更名上市公司各变量的描述性统计结果。表2数据显示,投资者对频繁更名上市公司的估值(PB)存在很大差异,且频繁更名上市公司破产风险以及创新水平差别很大。破产风险指标($Zscore$)最大值为58.774,远远超过财务状况良好时的临界点2.9,最小值为-0.377,标准差为9.977,说明频繁更名上市公司之间的运营状况存在较大差异。同时,频繁更名上市公司之间的创新能力也存在较大差异,其中专利批准总数($Innov$)最大值为368,最小值为0,均值为12.205;发明创造批准数($Invent$)最大值为84,最小值为0,均值为2.596;实用新型批准数($Utility$)最大值为284,最小值为0,均值为8.349;外观设计批准数($Design$)最大值为52,最小值为0,均值为1.260。从控制变量的描述性统计来看,频繁更名的上市公司中,国有企业仅占21.9%,非国有企业占78.1%;机构投资者的持股比例平均为31.6%;第一大股东的持股比例平均为33.0%,但最大值和最小值间差距很大;股权制衡度指标显示,第二大股东与第一大股东的比率最小值为0.005,最大值为0.977,差异较大。此外,频繁更名上市公司的换手率平均为3.129,最高为13.109,

最低为0.382。

(二)回归结果分析

1.PSM多元回归分析

我们首先以每个模型的控制变量作为衡量公司特征的变量,进行频繁更名组样本(研究组)与非频繁更名组样本(对照组)一对一的倾向得分匹配,之后再根据匹配后得到的样本进行异方差稳健的多元回归,并对回归结果进行分析。我们采用的PSM方法包括最近邻1:1匹配、半径匹配和核匹配三种,发现最近邻1:1匹配能最大限度地降低研究组和对照组公司间的特征偏差,因而最终选定的是最近邻1:1匹配。

表3列报的是根据企业特征变量对处理组和参照组进行匹配的结果。表中数据显示,相对于匹配前,采用最近邻1:1匹配方法对四个模型所涉及的处理组与参照组样本进行匹配后,两组间所有特征变量的均值差异均显著下降且差异不再显著,如ROE、Inst和Lev在匹配前两组间的均值差异均在5%的水平上统计显著,但匹配后均值差异则不再显著(篇幅所限,未列示均值差异比较的T检验结果)。未列报的均衡性检验结果显示,两组样本间整体的均值偏差和中位数偏差均低于10%,说明匹配效果良好,可观测变量导致的样本选择偏差问题能得到有效解决。

表4是采用PSM方法匹配后多元回归的结果,依次检验频繁更名上市公司的市净率(PB)、财务业绩(ROA)、破产风险(Zscore)和创新能力(Innov)在更名前后是否存在显著变化。

表4模型(1)的检验结果显示,频繁更名与PB呈正相关关系,Change的系数为2.049,t值为2.2,在5%的水平上显著异于0,说明上市公司对市场传递更名信号,能引起市场对股票的积极反应,股票投资者对频繁更名上市公司的估值显著高于未频繁更名上市公司,由此假设1得到支持。模型(2)的检验结果显示,频繁更名与ROA呈正相关关系,Change的系数为2.669,t值为2.45,在5%水平上显著异于0,表明频繁更名上市公司的财务业绩显著高于非频繁更名上市公司,假设2得到支持。模型(3)的检验结果显示频繁更名与Zscore呈负相关关系,t值为-2.03,在5%水平上显著异于0,说明频繁更名上市公司陷入财务困境可能性显著高于非频繁更名上市公司。模型(2)和模型(3)的结果显得相悖,即频繁更名上市公司的财务业绩显著优于非频繁更名上市公司的同时,伴随的却是破产风险亦显著高于非频繁更名上市公司,这是一个异象,后续会进一步分析原因。模型(4)的检验结果显示,频繁更名与各项创新能力指标(滞后一期)均呈负相关关系,即频繁更名上市公司的创新能力低于非频繁更名上市公司,伴随频繁更名的是企业创新能力的下降。

2.PSM-DID多元回归分析

为解决不可观测变量可能导致的样本选择偏差问题(hidden selection bias),我们进行了条件更为严格的检验,对处理组和参照组样本进行PSM匹配使其样本总体偏差小于10%后进行PSM-DID检验。表5中的变量Period为表示更名前后的时间变量,更名后设值为1,更名前设值为0;Treated为表示是否为处理组

表2 变量的描述性统计

变量	Obs	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
PB	146	6.229	3.942	-36.739	78.108	11.146
ROA	146	6.884	6.038	-15.438	80.756	9.648
Zscore	146	7.219	3.858	-0.377	58.774	9.977
Innov	146	12.205	0.000	0.000	368.000	38.209
Invent	146	2.596	0.000	0.000	84.000	8.912
Utility	146	8.349	0.000	0.000	284.000	30.845
Design	146	1.260	0.000	0.000	52.000	5.342
SOE	146	0.219	0.000	0	1	0.415
Lev	146	47.663	48.044	4.978	100.425	23.101
Size	146	21.927	21.865	19.126	25.796	1.458
Inst	146	31.597	32.522	0.282	87.083	31.597
Top1	146	33.977	30.010	9.4	75	16.656
Ztop	146	0.346	0.249	0.005	0.977	0.289
Turnover	146	3.129	2.300	0.382	13.109	2.306

表3 PSM匹配变量的均衡性检验结果

变量	样本	(1)		(2)		(3)		(4)	
		均值		均值		均值		均值	
		处理组	对照组	处理组	对照组	处理组	对照组	处理组	对照组
SOE	匹配前	0.219	0.419	0.219	0.418	0.219	0.419	0.219	0.418
	匹配后	0.219	0.233	0.219	0.233	0.219	0.2123	0.219	0.240
Size	匹配前	21.933	21.966	21.929	21.893	21.930	21.894	21.927	21.888
	匹配后	21.933	21.947	21.929	21.999	21.930	21.924	21.927	21.871
Top1	匹配前	33.977	35.407	33.981	35.533	33.981	35.527	33.977	35.493
	匹配后	33.977	33.889	33.981	32.876	33.981	33.600	33.977	35.163
Inst	匹配前	31.604	37.017	31.598	36.717	31.598	36.733	31.597	36.665
	匹配后	31.604	32.126	31.598	29.841	31.598	31.871	31.597	29.531
Turnover	匹配前	3.130	3.405	3.130	3.426	3.130	3.424	3.130	3.462
	匹配后	3.130	3.166	3.130	3.334	3.130	3.212	3.130	3.431
Lev	匹配前			47.652	44.263				
	匹配后			47.652	48.940				
Ztop	匹配前					0.346	0.329	0.346	0.364
	匹配后					0.346	0.335	31.600	36.665

的变量,频繁更名上市公司(处理组)设定为1,非频繁更名上市公司设定为0;*DID*是 *Period* 和 *Treated* 双重差分的变量。表5数据显示,与更名前相比,处理组在更名后的证券估值、业绩提升幅度和破产风险均高于参照组;创新能力方面,除外观设计外,处理组的创新能力显著降低,且下降幅度显著高于对照组。PSM-DID的回归结果表明,即使进一步控制了不可观测变量可能导致的样本选择偏差问题,所得到的研究结论仍然与前文PSM的回归结果基本一致。

(三)财务业绩提升但破产风险加大的“异象”探究

在前文的PSM回归结果中,出现了一个异常现象,即频繁更名企业的财务业绩显著提升,但破产风险却显著增大,由此我们初步怀疑频繁更名上市公司财务业绩的提升有可能是操纵的结果。由于财务业绩是采用权责发生制原则核算的结果,较容易操纵,而经营活动现金流与利润有较强的关联性,不容易被操纵,可以在一定程度上印证企业会计盈余的质量和是否进行了盈余管理,因此,我们进一步对频繁更名与企业经营活动现金流量净额(*Oncf*)的关系进行分析。

为使不同规模企业的经营活动现金流量净额具有可比性,我们对经营活动现金流量净额进行了标准化处理,即用经营活动现金流量净额除以总资产。我们首先对频繁更名上市公司更名前后的经营活动现金净流量进行了T检验,结果显示更名前经营活动现金流量净额(*Oncf*)大于更名后。

除对频繁更名上市公司更名前后经营活动现金流量净额进行比较和T检验外,本文还对频繁更名上市公司与非频繁更名上市公司的经营活动现金净流量采用PSM方法进行检验,结果显示处理组的经营活动现金流量净额为0.027,

表4 PSM多元回归结果

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)			
	<i>PB</i>	<i>ROA</i>	<i>Zscore</i>	<i>Innov</i>	<i>Invent</i>	<i>Utility</i>	<i>Design</i>
<i>Change</i>	2.049** (2.2)	2.669** (2.45)	-3.401** (-2.03)	-39.778* (-1.67)	-13.957 (-1.28)	-25.436* (-1.78)	-0.384 (-0.16)
<i>SOE</i>	0.313 (0.44)	-1.877 (-1.44)	1.871 (1.37)	21.712 (0.72)	11.456 (0.83)	14.043 (0.76)	-3.787 (-1.47)
<i>Size</i>	-1.576*** (-2.85)	2.066*** (2.88)	-4.587*** (-4.74)	52.903* (1.75)	19.324 (1.31)	32.815** (2.04)	0.763 (1.33)
<i>Lev</i>		-0.154*** (-4.13)					
<i>Top1</i>	0.009 (0.43)	0.067 (1.93)	0.015 (0.38)	-1.985 (-0.77)	-1.320 (-1.03)	-0.636 (-0.47)	-0.029 (-0.28)
<i>Ztop</i>			5.993** (2.12)	-26.914 (-0.69)	-12.780 (-0.79)	-10.703 (-0.43)	-3.431 (-0.56)
<i>Inst</i>	0.004 (0.21)	-0.029 (-1.08)	0.06 (1.62)	1.036 (1.62)	0.370 (1.34)	0.711* (1.79)	-0.046 (-0.85)
<i>Turnover</i>	0.454 (1.21)	0.479 (1.26)	0.919* (1.93)	1.436 (0.27)	1.861 (0.86)	-1.312 (-0.34)	0.887 (0.85)
行业/年度	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
常数项	31.314*** (2.97)	-42.945*** (-2.94)	93.662*** (4.78)	-998.335 (-1.85)	-335.556 (-1.30)	-644.045** (-2.13)	-18.734 (-1.40)
样本数	292	292	292	233	233	233	233
R-squared	0.3336	0.2634	0.3063	0.1751	0.1413	0.1923	0.0816

注:(1)频繁更名样本数为148个,由于有两家公司各自有一个年度机构投资者持股比例数据缺失,因此损失两个观测值,实际为146个观测值,1:1匹配后为292个;(2)创新能力指标采用了滞后一期,所以观测值相应减少;(3)括号内为经异方差修正的t统计量,*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上统计显著,下同。

表5 PSM-DID多元回归结果

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)			
	<i>PB</i>	<i>ROA</i>	<i>Zscore</i>	<i>Innov</i>	<i>Invent</i>	<i>Utility</i>	<i>Design</i>
<i>DID</i>	1.243* (1.92)	1.402* (1.68)	-23.636*** (-3.76)	-87.509*** (-3.90)	-17.832*** (-2.71)	-70.565*** (-3.82)	0.904 (0.47)
<i>Period</i>	-1.166* (-1.93)	-0.968 (-1.25)	-0.330 (-0.32)	-1.971 (-0.38)	-1.469 (-0.96)	-0.430 (-0.10)	-0.070 (-0.16)
<i>Treated</i>	0	0	22.332*** (3.62)	78.915*** (3.64)	17.693*** (2.79)	61.397*** (3.44)	-0.192 (-0.10)
<i>SOE</i>	0.785 (1.19)	-2.889*** (-3.61)	0.478 (0.44)	7.306 (1.35)	-0.163 (-0.10)	8.223* (1.86)	-0.760 (-1.65)
<i>Size</i>	-2.912*** (-12.53)	1.266*** (4.74)	-0.994*** (-2.72)	9.603*** (5.58)	2.064*** (4.10)	7.312*** (5.17)	0.234 (1.59)
<i>Lev</i>	0.100*** (8.22)		-0.285*** (-13.47)				
<i>Top1</i>	0.003 (0.15)	0.075*** (3.48)	0.003 (0.09)	-0.016 (-0.09)	-0.063 (-1.18)	0.038 (0.25)	0.008 (0.52)
<i>Ztop</i>			0.971 (0.55)	0.287 (0.03)	2.012 (0.77)	-1.50 (-0.21)	-0.241 (-0.32)
<i>Inst</i>		-0.008 (-0.42)		0.023 (0.18)	0.062 (1.70)	-0.026 (-0.26)	-0.014 (-1.17)
<i>Turnover</i>	0.022 (0.23)	0.279* (1.81)	0.465** (2.36)	1.192 (1.18)	0.141 (0.48)	1.012 (1.22)	0.040 (0.47)
行业/年度	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
常数项	58.790*** (11.65)	-27.853*** (-4.55)	33.604*** (4.06)	-212.020*** (-5.64)	-43.717*** (-3.98)	-164.392*** (-5.33)	-3.930 (-1.22)
样本数	458	461	459	461	461	461	461
调整后R ²	0.407	0.145	0.484	0.1978	0.071	0.218	0.022

对照组的经营活动现金流量净额为0.047(未列示, 备索), 说明频繁更名对上市公司经营活动现金流量净额的影响是负面的, 频繁更名上市公司经营活动现金流量净额显著低于非频繁更名上市公司。

在进一步的分析中, 我们发现频繁更名恶化了企业的现金流, 结合之前在研究上市公司频繁更名对企业业绩的影响时所得到的实证结果, 频繁更名上市公司的业绩提升高于非频繁更名上市公司, 但破产风险却比非频繁上市公司高的异象, 我们可以推断, 频繁更名上市公司的财务业绩很可能是人为操纵的结果, 由此才会导致业绩上升而破产风险不降反升的异象。

(四) 稳健性检验

上市公司股票更名的原因多种多样, 不同原因更名所产生的经济后果预期会有较大差异, 投资者是否能够识别不同原因的更名从而做出差别化反应? 不同原因更名的上市公司的业绩、破产风险、创新能力是否存在显著差异? 为使本文的结论更加可靠, 我们进行了稳健性检验。

股票简称变更公告中的信息显示, 更名原因主要包括借壳、战略转型、经营范围变化、并购、实际控制人变更、突出公司品牌效应、提升公司形象等, 公告中声称的更名原因与实际是否相符, 除借壳、并购和实际控制人变更外, 其他的类型比较难以判断。本文主要聚焦于研究频繁更名的经济后果, 由于样本量较小, 按每一具体的更名原因对样本进行细分在计量上无法实现, 因此我们进行了汇总型分类。

为了进一步探究彻底更名(如“名流置业”更名为“美好集团”)与非彻底更名公司(如“美好集团”更名为“美好置业”)在市净率(*PB*)、财务业绩(*ROA*)、公司破产风险(*Zscore*)以及创新能力(*Innov*)方面的差异, 本文将148个观测值重新分类, 得到彻底更名观测值83个, 非彻底更名观测值65个。彻底更名公司记为1, 否则为0, 进行多元回归。表6列报的是上市公司是否彻底更名的经济后果的多元回归结果, *Tchange*是表示是否彻底更名的变量, 彻底更名设值为1, 非彻底更名设值为0。表6数据显示, 彻底更名上市公司与非彻底更名上市公司的市净率、财务业绩、破产风险和创新能力均不存在显著差异, 说明证券投资者并不会严格区分上市公司的更名是否为彻底更名而给出不同的出价, 是否彻底更名对上市公司的财务业绩、破产风险和创新能力的影响无显著差异。

表6 是否彻底更名的经济后果的实证检验结果

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)			
	<i>PB</i>	<i>ROA</i>	<i>Zscore</i>	<i>Innov</i>	<i>Invent</i>	<i>Utility</i>	<i>Design</i>
<i>Tchange</i>	1.139 (1.12)	1.596 (1.27)	-1.74 (-0.95)	9.741 (1.02)	0.805 (0.67)	8.996 (1.14)	-0.060 (-0.02)
<i>SOE</i>	1.525 (1.04)	-1.512 (-0.94)	3.627 (2.32)	-18.103* (-1.84)	-2.237 (-1.61)	-15.266* (-1.84)	-0.599 (-0.21)
<i>Size</i>	-2.284** (-2.09)	1.759** (2.33)	-4.48*** (-4.76)	5.989** (2.32)	0.919*** (2.63)	5.068** (2.54)	0.001 (0.00)
<i>Lev</i>		-0.092** (-2.45)					
<i>Top1</i>	0.028 (0.61)	0.1 (1.54)	0.106** (2.13)	0.045 (0.09)	0.000 (0.01)	0.237 (0.60)	-0.192 (-0.89)
<i>Ztop</i>			6.59 (1.64)	-8.071 (-0.49)	-0.609 (-0.32)	2.387 (0.23)	-9.850 (-0.91)
<i>Institute</i>	-0.047 (-0.84)	-0.057 (-1.36)	-0.007 (-0.13)	0.467* (1.90)	0.084** (2.37)	0.368* (1.79)	0.015 (0.24)
<i>Turnover</i>	0.55 (1.02)	0.673 (1.1)	0.281 (0.82)	2.026 (0.69)	0.005 (0.03)	-0.357 (-0.26)	2.378 (1.05)
行业/年度	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
常数项	44.7** (2.21)	-41.957*** (-2.62)	93.18*** (4.54)	-151.36*** (-2.59)	-19.189** (-2.50)	-132.266*** (-2.95)	0.095 (0.00)
样本数	146	146	146	114	114	114	114
R-squared	0.5086	0.2936	0.5055	0.2067	0.3620	0.2887	0.2132

注: (1) 由于有两家公司各自有一个年度机构投资者持股比例数据缺失, 因而损失两个观测值, 实际为146个观测值, 创新能力指标采用了滞后一期, 所以观测值相应减少; (2) 括号内为经异方差修正的T统计量。

为了进一步探究实质更名(因主营业务变更、战略转型等原因的更名)与非实质更名公司(经营业务未发生变化、纯粹为迎合市场热点的更名)在市净率(*PB*)、财务业绩(*ROA*)、公司破产风险(*Zscore*)以及创新能力(*Innov*)方面的差异, 本文将148个观测值重新分类, 得到实质性更名观测值100个, 非实质性更名观察值48个。表7为上市公司实质性更名多元回归结果, *Rchange*是表示是否实质性更名的变量, 实质性更名公司设值为1, 否则为0。表7数据显示, 实质性更名上市公司的破产风险显著低于非实质性更名的上市公司, 但在市净率(*PB*)、财务业绩(*ROA*)以及创新能力(*Innov*)方面, 统计上均不显著, 说明无论是否实质性更名, 市场的出价、财务业绩以及创新能力上两类公司均不存在显著差别。

五、结论性评述

本文以2008—2016年频繁更名上市公司为研究样本,实证检验了股票频繁更名的经济后果,结果表明:(1)投资者对频繁更名上市公司的估值显著高于非频繁更名上市公司,且其估值不会受更名类型的影响;(2)频繁更名上市公司的财务业绩显著高于非频繁更名上市公司,但经营活动现金流量净额却显著低于非频繁更名上市公司,这一背离现象表明频繁更名上市公司的财务业绩很有可能是盈余管理的结果,这从频繁更名上市公司的破产风险显著高于非频繁更名上市公司可以得到印证;(3)频繁更名上市公司更名后的创新能力显著低于更名前,这意味着上市公司频繁更名更可能是利用证券投资者非理性投资的特点,通过追逐热点进行更名来刺激投资者,以达到操纵股价的目的,而并非是从企业战略转型升级以便更好发展进行的必要更名。

本文所得结论的政策意义在于:上市公司频繁更名并不能拯救公司,频繁更名不仅未降低其破产风险,而且也未提高其创新能力,尽管财务业绩显著提升,但经营活动现金流量净额却呈相反态势,这给上市公司监管部门和证券投资者带来了警示,监管部门对上市公司更名应进行更为严格的管控,以免误导投资者决策,导致资源错配。

参考文献:

- [1] Defanti M P, Busch P S. Image-related corporate name changes: Their effect upon firms' stock prices[J]. Journal of Brand Management, 2011, 19(3):241-253.
- [2] Biktimirov E N, Durrani F. Market reactions to corporate name changes: Evidence from the Toronto stock exchange[J]. International Journal of Managerial Finance, 2017, 13(1):50-69.
- [3] 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.
- [4] 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.
- [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] 徐龙炳,陈历轶,邵天.上市公司为何更名:行为信号理论新解[J].财经研究,2018(8):74-87.
- [7] Cooper M J, Orlin D, Rau P R. A rose.com by any other name[J]. The Journal of Finance, 2001, 56(6):2371-2388.
- [8] Carson J M, Cole C R, Fier A S G. Name c and future growth: Evidence from the life insurance industry[J]. Journal of Insurance Issues, 2016, 39(1):1-37.
- [9] Kashmiri S, Mahajan V. The name's the game: Does marketing impact the value of corporate name changes[J]. Journal of Business Research, 2015, 68(2):281-290.
- [10] Howe J S. A rose by any other name? A note on corporate name changes [J]. The Financial Review, 1982, 17(4):271-278.
- [11] Bosch J C, Hirschey M. The valuation effects of corporate name changes[J]. Financial Management, 1989, 18(4):64-73.

表7 是否实质性更名的经济后果的实证检验结果

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)			
	PB	ROA	Zscore	Innov	Invent	Utility	Design
Rchange	1.025 (0.66)	0.089 (0.06)	2.442* (1.87)	1.004 (0.22)	0.336 (0.41)	-0.328 (-0.09)	0.996 (0.41)
SOE	1.746 (1.15)	-1.301 (-0.81)	3.678** (2.45)	-17.726* (-1.83)	-2.198 (-1.60)	-14.959* (-1.81)	-0.569 (-0.20)
Size	-2.459** (-2.19)	1.516** (2.1)	-4.35*** (-5.02)	4.784* (1.76)	0.812** (2.21)	3.993* (1.82)	-0.021 (-0.02)
Lev		-0.088** (-2.37)					
Top1	0.028 (0.62)	0.105 (1.57)	0.1** (2.07)	0.091 (0.17)	0.004 (0.06)	0.283 (0.65)	-0.195 (-0.90)
Ztop			7.043* (1.77)	-8.293 (-0.50)	-0.607 (-0.32)	2.083 (0.20)	-9.769 (-0.91)
Institute	-0.048 (-0.88)	-0.06 (-1.38)	0 (0)	0.438* (1.87)	0.083** (2.42)	0.337* (1.74)	0.018 (0.28)
Turnover	0.567 (1.06)	0.696 (1.13)	0.237 (0.64)	2.256 (0.79)	0.025 (0.13)	-0.147 (-0.12)	2.378 (1.05)
行业/年度	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
常数项	48.692** (2.31)	-36.534** (-2.39)	89.694*** (4.9)	-122.737** (-2.38)	-16.633** (-2.43)	-106.777*** (-2.70)	0.672 (0.03)
样本数	146	146	146	114	114	114	114
R-squared	0.5081	0.2888	0.5099	0.1952	0.3577	0.2706	0.2135

注:(1)实质性更名的观察值为100,非实质性更名的观察值为48,由于有两家公司各自有一个年度机构投资者持股比例数据缺失,因而损失两个观测值,实际为146个观测值,创新能力指标采用了滞后一期,所以观测值相应减少;(2)括号内为经异方差修正的t统计量。

- [12] Kot H W. Corporate name changes: price reactions and long-run performance [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2011, 19(2):230-244.
- [13] Gupta M, Aggarwal N. The impact of stock name change on shareholder wealth: Evidence from Indian capital markets [J]. Journal of Management Research, 2014, 14(1):15-24.
- [14] 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.
- [15] Lin H M, Fok R, Yang S A, et al. The wealth effects of oil-related name changes on stock prices: Evidence from the U.S. and Canadian stock markets [J]. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 2016, 40(1):26-45.
- [16] 伍燕然, 韩立岩. 不完全理性、投资者情绪与封闭式基金之谜 [J]. 经济研究, 2007(03):117-129.
- [17] 刘红忠, 张昉. 投资者情绪与上市公司投资——行为金融角度的实证分析 [J]. 复旦学报(社会科学版), 2004(5):63-68.
- [18] Mathuva D M, Muthuma E W, Kiweu J M. The impact of name change on the financial performance of savings and credit co-operatives in Kenya [J]. Management Research Review, 2016, 39(10):1265-1292.
- [19] Cole C R, Fier S G, Carson J M, et al. The impact of insurer name changes on the demand for insurance [J]. The Journal of Risk and Insurance, 2015, 82(1):173-204.
- [20] 鲍宗客. 创新行为与中国企业生存风险一个经验研究 [J]. 财贸经济, 2016(2):85-98.
- [21] Altman E I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy [J]. The Journal of Finance, 1968, 23(4):589-609.

[责任编辑:黄 燕]

A Study on the Economic Consequences of Frequent Changes in Stock Abbreviations of Listed Companies: An Inspection Based on Two-dimensional Perspective of Signal Sender and Receiver

LONG Yue'e, LIN Cuiliang

(Business School, Shantou University, Shantou 515063, China)

Abstract: Frequent renaming of stocks has the function of signal transmission. Taking the listed companies with frequent renaming from 2008 to 2016 as research samples, this paper empirically examines the economic consequences of frequent renaming of listed companies from the two dimensions of sender and receiver. The results show that as the receiver of the signal, the investors' valuation of listed companies with frequent renaming is significantly higher than that of those with infrequent renaming significantly higher than those with infrequent renaming. The financial performance of listed companies with frequent renaming (as the signal sender) is significantly better than that of listed companies with infrequent renaming, but the cash flow of operating activities is worse than that of listed companies with infrequent renaming. Moreover, the risk of bankruptcy is higher than that of listed companies with infrequent renaming, which indicates that the financial performance is likely to be the result of management manipulation. In terms of innovation ability, the innovation ability of listed companies with frequent renaming is lower than that of listed companies with infrequent renaming. Generally speaking, securities investors and securities regulators should be cautious about listed companies with frequent renaming.

Key Words: stock rename; enterprise bankruptcy risk; innovation ability; stock market response; management manipulation; financial performance; excess stock return; investor sentiments