

慕“名”而来的投资偏误^①

——有限关注视角下的实证检验

宗计川^{1,2}, 李纪阳¹, 戴芸^{3*}

(1. 东北财经大学金融学院, 大连 116025; 2. 东北财经大学实验经济学实验室, 大连 116025;
3. 中山大学岭南(大学)学院, 广州 510275)

摘要: 注意力是一种稀缺的认知资源^[1]. 通过通顺度、熟悉度、地理和行业信息度、以及产品代表度四个维度构建股票代码的评价体系, 发现名称辨识度不同的股票在 IPO 上市首日收益、IPO 后短期持有收益上存在显著的不同. 基于投资者有限关注度视角, 发现股票名称辨识度通过吸引个人投资者关注对投资收益产生影响, 且对个人投资者持股比例高的股票的影响更加显著. 交易行为方面, 机构投资者会利用个人投资者的有限关注特征, 与个人投资者进行反向交易. 随着股票交易信息增多, 该收益异象和交易异象会随时间推移而转变. 研究结果表明, 个人投资者的投资行为会受认知局限的影响, 而机构投资者会基于个人投资者的有限关注进行交易博弈.

关键词: 股票名称辨识度; 股票收益; 投资者关注度

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2020)07-0027-30

0 引言

注意力是一种稀缺的认知资源^[1], 而有限关注则是个人投资者无法避免的一个固有认知偏误. 在任何一国资本市场上, 个人投资者(“散户”)都是一个不可忽略的市场参与者, 而在中国股市, 个人投资者则长期以来主导着 A 股股市交易^②. 相对于机构投资者, 个人投资者的交易行为更容易受认知局限的影响. 面对数千家上市公司的股票, 如何选择或进行组合, 个人投资者每天经过苏宁电器, 这会不会使其更易于购买苏宁云商的股票? 也就是说, 那种更易于感知的股票名称是否更容易吸引投资者的关注, 而这种有限关注又将如何影响股票价格走势与投资回报, 这是本

研究想要回答的问题.

因此, 本研究基于首发上市(IPO)公司的股票名称, 研究在缺乏股票交易的历史信息的情况下, 股票名称的辨识度如何影响投资者的投资收益, 并引入投资者有限关注度这一视角解释股票名称辨识度对于股票投资收益的长短期影响. 具体论证主要从以下几个维度展开: 1) 从通顺度、熟悉度、地理和行业信息度以及产品代表度四个维度衡量 IPO 公司的股票名称辨识度; 2) 描述股票名称辨识度对于股票收益的长短期影响, 包括对 IPO 首日收益的影响, 对 IPO 上市后一年内不同时间维度上收益的影响; 3) 通过构建基于投资者异常关注度和股票名称辨识度双重排序的投资组合以及进行面板回归, 实证检验股票名称辨识

① 收稿日期: 2019-10-14; 修订日期: 2020-05-02.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71773013; 71803201; 71873023); 中央高校基本科研业务费专项资金资助(18wky37).

通讯作者: 戴芸(1984—), 女, 江苏无锡人, 特聘副研究员. Email: daiy28@mail.sysu.edu.cn

② 根据《上海证券交易所统计年鉴(2018卷)》2017年沪市中的个人投资者的交易量占到了总交易量的近八成, 相当于机构投资者5倍的交易额. 深交所公布的《2018年个人投资者状况调查》也发现, 个人交易者存在交易频繁的特征, 一周内交易若干次的个人投资者占比达46.4%.

度对于股票收益的影响是通过投资者有限关注而发生作用的。

基于此,主要发现为:1) 股票名称辨识度对于股票收益的影响主要存在于个人投资者持股比例高的股票中,论证有限关注度更容易影响个人投资者的投资回报;2) 基于IPO股票的名称辨识度,发现机构投资者和个人投资者的交易呈现相反的交易策略。在短期,机构投资者偏向于净卖出股票名称辨识度高的股票,而个人投资者偏向于净买入股票名称辨识度高的股票;然而,随着时间推移,两者的交易策略又会向反方向变动。这些证据表明,个人投资者受有限关注度的影响,会被股票名称辨识度高的IPO股票吸引,倾向于买入股票名称辨识度高的股票,而机构投资者会利用个人投资者这一交易倾向进行反向交易。长期来看,基于股票名称的认知偏误逐渐被股票交易信息所纠正,由股票名称辨识度所引起的有限关注度影响,在长期得到纠正。

以往研究表明:面对海量的信息,个人投资者更容易基于股票的最简单可得的信息(例如股票名称)而冲动地做出投资决策^[2-4]。相较于之前的文献,本研究的创新和研究意义主要有以下几个方面。

第一,使用IPO公司的股票名称研究股票名称对于投资收益的影响,有助于更好地建立因果联系。很多文献基于股票名称的变动这一事件,发现改名可以提高股票的收益。例如Cooper等^[2]和Lee^[3]发现在互联网泡沫时期,将带有互联网特色的“.com”纳入股票名称将显著提高股票收益。然而,正如Horsky和Swyngedouw^[4]指出,主动的股票更名可能伴随着公司在其他方面的政策变动,例如产品供应的改动或者企业架构的重组,因此股票更名对于股票收益的影响更可能来源于对于公司经营情况变动的信号作用。本研究基于IPO公司的股票名称,发现经营业绩相似的公司因为股票名称辨识度的不同而具有不同的股票收益,可以更好地识别股票名称对于股票收益的因果影响。

第二,使用通顺度、熟悉度、地理和行业信息度、以及产品代表度四个客观维度衡量IPO公司的股票名称辨识度,有助于解决文献中关于IPO股票名称与IPO股票投资收益之间关系的争论。

Alter和Oppenheimer^[5]以及Pensa^[6]分别基于学生调查和网络调查测算股票名称的流畅度,发现流畅好读易记的股票名称在上市时的回报率显著较高。按照与Alter和Oppenheimer^[5]以及Pensa^[6]相同的问卷调研方法,刘亚琴^[7]发现在中国市场上股票名称评分越高的股票,IPO首日收益反而越低。导致国内外学者截然相反的发现的一个可能的原因在于,基于调查问卷的评价结果对受调查者的分布较为敏感,受调查者的评价也容易受上市公司的广告等宣传手段影响,从而存在稳健性和内生性的问题。因此,贾璐熙等^[8]提出使用简洁度、通顺度、寓意和易辨识度四个指标对公司名称评分,并发现评分越高的公司会吸引更多的投资者,因此具有更好的流动性和更高的公司估值。值得讨论的是,贾璐熙等^[8]的评分体系中的“寓意”指标指公司名称中“具有吉祥或者褒义”的“最小信息单元”的个数。基于人们对于美好事物和愿望的偏爱,能抢先在公司名称注册时使用具有美好寓意词汇的企业往往是成立较早的企业,因此“寓意”指标可能与公司成立年限正相关,而成立时间越久的公司往往对投资者的吸引力越大、股票流动性往往较高。

基于以上考量,文章将贾璐熙等^[8]的“寓意”指标替换成基于公司主营产品名称的“产品代表度”,并根据股票代码和公司名称的差异将评价体系设为通顺度、熟悉度、地理和行业信息度、以及产品代表度四个指标。相比于公司名称,股票代码的辨识度对于股票投资决策的影响更为直接。此外,贾璐熙等^[8]没有直接考察公司名称对于股票收益的直接影响。本研究用一个客观评价体系衡量股票代码的辨识度,并直接研究股票名称辨识度对于股票收益的影响,可以更直接地解决文献中的争论。

第三,进一步丰富了关于股票关注度如何影响股票收益的研究。宋双杰等^[9]研究谷歌搜索量和IPO市场首日超额收益率和长期累积收益率的影响,发现IPO前有更多投资者关注的新股,首日回报较大,长期回报低于行业内其他股票。俞庆进和张兵^[10]发现当期百度搜索量跟当期收益成正相关关系,但滞后期百度搜索量与当期收益成负相关关系。张继德等^[11]研究百度指数和月度股票收益率的关系,发现当期的百度指数与当期的股

票月度收益率成正相关,而滞后一期的百度指数与当期的股票月度收益率成负相关.本研究发股票名称辨识度高的股票首日收益较大,IPO后短期回报低于其他股票,与宋双杰等^[9]的发现较为一致.但以往文献往往直接讨论股票关注度对于股票收益的影响,而不讨论决定股票关注度的因素.本研究进一步提出股票名称辨识度与IPO股票关注度正相关,是IPO关注度的前置决定因素.

第四,以往文献发现股票关注度对于股票收益存在当期正相关、未来负相关的反转关系^[9-11],但股票关注度对股票收益的影响不能被规模、换手率和账面市值解释^[12].本研究引进机构投资者和个人投资者交易博弈的这一视角,发现机构投资者会基于个人投资者的有限关注进行反向的交易操作,从而提供了关注度与股票收益反转关系的交易操作上的解释.

1 文献回顾与基本假设

1.1 文献回顾

一个潜在的投资者,在决定是否要购买股票或者进一步了解该股票更多信息之前,至少要先知道这只股票^[13].无疑,股票名称是投资者认识股票的最为直接的关键途径之一.早在1989年,Bosch和Hirschey^[14]就对股票名称变更与投资回报之间的关系进行了研究.而后,Karpoff和Rankine^[15]、Koku等^[16]发现公司在更改名称时,若与当时热门行业相贴近,就会获得较高的收益.例如,在2000年左右的互联网热潮中,上市公司通过将股票名称加入“.com”字样使得股票的收益率和交易量在更名后均出现大幅度的增长,累计异常收益率高达74%^[2].而美国一家计算机公司仅仅是宣布了更名计划,其当天的股票价格就暴涨了33%^[2].

股票更名公告对投资者的影响不仅仅存在于国外市场.邓建平和曾勇^[17]根据简称中的不同字眼对我国A股市场的股票进行分组分析,考察了在更名公告发布时投资者对含有“科技”或类似字眼与不包含此类字眼的股票更名公告的反应程度,发现投资者对这两类更名事件的反应程度有

显著区别.陈素等^[18]则通过对比名称中含有“中国”和不含“中国”字样股票的市场表现,发现股票名称会显著地影响股票的收益,名称中含有“中国”字样的股票不仅长期持有收益率高,而且上涨持续的时间更久.此外,李广子等^[19]还发现即使没有其他任何相关性,仅名称相似的配对股票收益率之间也存在显著的相关性.从上述研究成果中可以看出,无论是在国外还是在国内的金融市场上,股票名称对股票的市场表现均具有显著影响.

根据行为金融理论,与面对危险时的躲避行为为相类似,人们在面对复杂的情况时会本能地对问题进行简化,这种行为称为心理捷径^[20].根据该理论,Zajonc^[21]发现投资者通常倾向于选择那些相对熟悉的股票以规避风险.因为熟悉的事物会降低投资者处理问题的难度,提高投资者的认知自信,而自信感的上升又会促使投资者做出正向的积极反应,从而表现出明显的选择倾向性.Alter和Oppenheimer^[5]基于学生调查和网络调查对股票名称的流畅度进行了测算,发现简短的股票名称更容易得到投资者较高的评价,增强投资者的购买意愿^[22,23].股票名称的复杂程度可以影响投资者决策行为,而投资者决策行为又会受到认知能力即有限关注度的约束.简洁容易发音的上市公司简称更容易获得投资者的青睐,吸引到大量的投资者关注,随着投资者数量的增长股票流动性和公司价值也会有所提升^[24].我国学者贾璐熙等^[8]就从这一角度出发并结合我国投资者的信息处理习惯和思维模式特点,构建了一套上市公司名称的评价体系,发现得分较高的公司的股东基数更大,股票流动性更好.上市公司若拥有容易记忆的名称可以获得比市场组合更高的收益率^[25].

股票名称对投资者的吸引可以看作投资者对“注意力”资源进行分配的过程,只有被投资者接收到的信息才可能通过投资者的交易行为反应到资产价格中,所以关注度理论对市场上的资产价格偏离现象有着强有力的解释^[26].例如,我国新股发行的一级市场上存在严重的价格泡沫,罗琦等^[27]发现投资者关注会助长价格泡沫的膨胀,通过对资本市场进行一级市场和二级市场的细分,发现在控制新股定价泡沫的情况下,投资者关注

会极大地提高对该股票的需求,从而造成较高的IPO首日超额收益。除了在股票发行市场上股票价格会对投资者关注做出反应,王春和徐龙炳^[28]发现在经济和公司基本面等其他状况没有发生根本变化的情况下,有限关注本身会对投资者决策产生长远的影响。投资者关注度的高低将直接反应投资者的交易行为,使得这些受到较高关注的股票呈现出相似的特征^[29]。

肖奇和屈文洲^[30]对现有的投资者关注度和资产定价的相关研究进行了系统性梳理和总结。认为目前对投资者关注度与资产价格之间的关系可以从两方面做出解释。其中一种解释是“信息效应”,指新信息通过投资者的关注行为影响投资者的交易行为,并最终对资产价格产生影响。如果从信息角度来看,投资者关注度较低的公司信息不对称程度较高,相对应的风险更大,更高的风险要求更高的收益率作为补偿。该假说得到了Fang和Peress^[31]的支持,他们发现大量的媒体报道可以通过吸引投资者的关注来减小信息摩擦并影响资产价格。那些没有媒体报道的股票,即投资者关注度较低的股票往往比那些关注度较高的股票会获得更高的收益回报。

另一种解释则是“关注效应”。Shiller^[32]以及French和Roll^[33]认为交易是价格发生变化的主要原因,而交易的前提则是对股票的关注,纯粹的投资者关注度会影响交易行为的发生与变化进而对资产价格产生影响。宋双杰^[9]和贾春新等^[34]与Da等^[35]和张继德等^[11]学者分别从价格压力假说和过度关注弱势假说角度证明了投资者关注度对股票收益的影响。这两种假说均是以“关注效应”为基础,在我国卖空限制的背景下,市场上传达的更多的是投资者的乐观情绪,获得高关注度的股票价格受到正向压力,在短期内会得到较高的投资回报,但由于缺少基本面价值的支撑,股票价格随后则会发生反转,高关注度股票的长期收益可能会表现的不尽人意。关注效应被饶育蕾等^[36]以构建零投资套利组合的方式进一步所证实,投资者通过买入低关注度股票、卖出高关注度股票构建零投资套利策略可以得到显著的超额收益,月平均溢价为0.46%。

综合以上研究成果,在个人投资者“有限关注”行为背景下,股票名称对投资者行为以及股

票市场表现的影响是客观存在且值得讨论的。然而,现有文献关于股票名称的研究还不够充分,多集中于股票名称与投资回报的直接关系,忽略了其背后的逻辑与作用机制所反映出来的市场参与者的作用。鉴于此,文章将以股票名称为出发点并结合投资者关注度视角来探讨个人投资者的行为决策特征,尝试对股票名称与投资回报及投资者关注度与股票收益之间的关系做出合理的解释。

1.2 基本假设

如前所述,已有文献关于股票名称的分析多是以股票更名事件为背景,研究股票更名公告发布后股票价格、成交量等因素的变化。与英文等表音文字不同,汉字作为表意文字,在理解和认知上更为复杂难懂,更多地体现出信息载体的功能。即使不依据股票更名事件,我国股票名称本身也具有较高的研究意义。然而,国内学者对于股票名称的研究尚显匮乏,除了对股票更名事件的研究外,多是从股票名称的某个特征出发,如含有特定字眼或者相似行业信息、地域信息等进行研究。刘亚琴^[7]曾尝试从较为宽泛的信息角度对股票名称进行量化,但其采用的问卷调查方法存在样本量及样本特征的限制。为此,文章以心理捷径理论为研究基础,对股票名称进行评价与量化,通过实证检验来证明股票名称影响股票投资回报现象的客观存在。此外,已知心理捷径是个人投资者客观存在的行为特征,由此而引发的决策判断较少依赖于真实的公司表现与客观的市场环境,因此认为心理捷径作用下以股票名称作为选股依据并不会为个人投资者带来较为理想的投资回报。随着时间的推移,IPO股票的客观数据可得性增加,心理捷径带来的选股效应会渐渐被交易数据和财务信息所削弱。例如,徐海川和周炜星^[37]发现,投资者情绪与未来的市场收益负相关,呈现对非理性交易行为的纠正效应。Lou^[38]发现企业虽然可以通过广告吸引个人投资者关注,增加短期内的交易和异常收益,但在长期股票收益将降低。据此,提出如下假设。

假设1 股票名称辨识度会显著影响股票的投资回报,且这种影响随着时间的推移会逐渐减弱。

个人投资者采取心理捷径决策方式往往伴随

着有限关注行为,甚至可以说是以有限关注为背景条件。由于人们处理信息的时间和精力均是有限的,投资者关注度被视为一种稀缺的认知资源^[1]。Rosa和Durand^[39]通过实验研究发现,被试在进行投资决策时,倾向于利用那些容易引起他们注意的信息,而那些更具价值但不太显著的信息则通常会被投资者所忽略。对于股票名称而言,由于其自身结构简单且缺乏改变,虽然具有传递信息的能力但所传递信息的丰富程度以及影响力均远远不够。故此,认为股票名称作为信息载体对投资者以及股票价格的影响主要是通过关注度效应而非信息效应来实现的。Mbang等^[40]认为投资者关注度是解释非理性因素(如投资者情绪)如何影响股票回报的关键中介变量,而孙书娜和孙谦^[41]采用较高频率的日内分时数据也证明了投资者关注度对股票价格的驱动作用。由此可以看到,投资者关注度可以驱动股票价格发生改变,而股票名称又是投资者关注度的前置决定因素,从信息的发出到投资者接收再到股票价格变化,三者之间形成了一条完整而紧密的作用链条。据此,提出如下假设。

假设2 股票名称辨识度高的股票可以吸引大量的个人投资者关注。股票名称对股票投资回报的影响是通过个人投资者关注度的作用而实现的。

作为衡量个人投资者行为的重要参照指标,关于投资者关注度的研究比较丰富,但多集中于二级交易市场上投资者关注度与股票收益关系的讨论,提出在我国卖空限制的背景下,投资者关注度在短期内与股票投资回报成正相关,但由于缺少基本面价值的支撑,股票价格随后则会发生反转。虽然以关注效应为代表的研究得到了较为一致的结果,认为关注度与投资回报之间存在反转关系,但少有文献对该反转关系发生的原因做出解释。外国学者Cornelli等^[42]和Derrien^[43]发现个人投资者表现出来的情绪会对发行人和承销商的定价行为产生影响。Bajo等^[44]则认为投资者关注度在一定程度上反应了个体投资者对新股的需求量信息,发行人和承销商能够观测到这一信息并倾向于抬高发行价格区间的上下限。虽然我国股票市场与外国股票市场交易制度有所不同,但受此启发,认为有限关注度作为个人投资者行为

的代表性特征,容易被机构投资者所捕捉并加以利用。投资者关注度与股票收益之间的反转关系,很有可能是个人投资者与利用个人投资者交易模式获利的机构投资者之间交易博弈的结果。据此,提出如下假设。

假设3 机构投资者会利用个人投资者有限关注行为与其进行交易博弈。当个人投资者购买名称辨识度较高的股票时,机构投资者则会选择卖出辨识度较高的股票进行反向操作。

2 样本选择与变量定义

2.1 样本选择与数据处理

样本选自上海证券交易所A股市场股票。上证A股市场作为国内主板市场,具有较高的入市标准,对发行人的资本规模及盈利能力都有较为严格的约束。同时,主板市场具有整体规模大,业务多的特点,所拥有的较大基数的个人投资者,可以提供更加可靠有效的研究样本。

样本期为1990年到2018年,并采用日度数据使得样本从截面上和时间序列上均可得到足够数量的样本观测值。截止样本统计时间共有上证A股首发上市股票1444支,根据股票名称辨识度构建条件剔除股票160支,共得到1284支样本股票。证券基本信息、股票收益率和市场收益率等数据主要来自万得数据库,主力成交量与散户成交量数据来自东方财富Choice数据库。股票名称辨识度变量的构建使用了国家语委现代汉语语料库的分词处理工具。此外,熟悉度指标中的词频数据来自北京大学语言研究中心语料库(CCL)。投资者关注度数据则通过百度指数数据平台获得。

我国股票名称一般为三字或四字结构,由单字或词语组合而成。在进行变量构建之前,首先对股票名称进行了分词处理,该过程共分为系统处理和人工校对两个阶段。系统处理是采用国家语委现代汉语语料库中的分词和词性标注工具,该语料库自1998年成立以来共收录约1亿字符,其中分词和词类标注经历了3次人工校对,准确率大于98%。文章将所有上证A股上市简称进行分词处理,得到最小信息单元词性共14种。在人工

校对阶段 将查验分词所得最小信息单元与其对应词性是否相符 若不相符则进行更正或进一步拆分.

2.2 变量定义

2.2.1 股票名称辨识度

“辨识度”一词是借鉴了上海证券交易所在2016年发布的《上市公司变更证券简称业务指引》一文,其明确指出“证券简称应具有明显辨识度,不与已有证券简称过度相似”.然而,辨识一词可以理解为“辨别”和“认识”,其含义应远远不止于对事物的区分.根据心理捷径理论,人们在处理复杂问题时更倾向于将问题简化或者选择更为熟悉的选项.在有限的时间约束和能力限制下,获取信息的难易程度会直接决定个人投资者对信息的接收速度和接受程度进而影响其决策行为.本研究以该理论作为支撑,对《指引》的内容进行继承和发展,参考贾璐熙等人^[8]对上市公司名称的评价指标,并基于股票代码和公司名称的不同进一步扩展和细分,从股票名称是否简单易读和清晰易懂^[1,5,20,21,24]两方面构建了股票名称辨识度变量(*identification IDENTI*).其中,简单易读包含通顺度和熟悉度两个指标,清晰易懂包含地理和行业信息度以及产品代表度两个指标.

在对样本股票名称进行辨识度评分前,考虑到可能存在的业务往来因素对研究问题会产生一定的干扰.首先剔除了金融行业样本股票.其次,由于英文与汉字的表意功能不同,对名称中含有英文字母以及ST的样本股票进行剔除.最后,剔除了名称中含有“中国”、“国际”、“中华”、“九州”、“神州”、“世界”、“环球”、“五洲”、“华夏”字样股票,因为这类词语往往带有一定的附加价值,同时以该类词语命名的公司可能会受到政策性干扰,为了减少噪音影响遂将其剔除^[8].

四个指标的构建和测算方式具体如下

1) 通顺度(*smoothness*).由于汉字具有表意功能,单个文字作为词而独立存在的频率会影响人们提取文字语义的难易程度,“单字词”的数量越多则语义提取的难度越大.因此,以股票名称中单个文字数量的多少来衡量股票名称是否通顺易读.股票名称一般为三字或四字结构,可能出现的单个文字的数量有五种情况.令通顺度指标满分为一分,股票名称的字数为 n ,最小信息单元为单

字的个数为 x ,则通顺度计算公式如下

$$Smooth = (n-x) / n \quad n=3,4; x=0,1,2,3,4 \quad (1)$$

2) 熟悉度(*familiarity*). 频繁的接触可以增强亲切感并提高可接受程度.股票名称中词语在日常生活中的使用频率可以很好地衡量投资者对该股票名称的熟悉程度和理解能力.文章采用北大语料库中收录的词频数据来计算名称中最小信息单元的相对词频对股票名称的熟悉度进行评分.设股票名称熟悉度为 $Fmlr$,股票名称中最小信息单元的相对词频为 $F(B_i)$,其中 B_i 则表示股票名称中第 i 个最小信息单元,则股票名称 $Fmlr$ 的计算公式如下

$$Fmlr = F(B_1) + F(B_2) + \dots + F(B_{j-1} B_j) + \dots + F(B_{k-1} B_{k-2} B_k) \quad (2)$$

3) 地理和行业信息度(*informativeness*). 股票名称所传递的信息常包含行业信息和地域信息.具体分为四种情况,可以看出上市公司所在行业(或主营业务),可以看出上市公司所在地区,两者均看不出和两者均可看出.每获取一种信息记一分,没有信息记零分.这样可以得到三种评分结果,即两种信息均可获得,记1分;获得其中任意一种信息,记0.5分;两种信息都不存在,记0分.其中,信息的筛选要满足条件:股票名称中的地区名词要与我国地区行政区划标准相一致(最小信息单元为单个文字的需与省级行政区域简称一致)方可记分.名称中的行业信息需与证监会划分的行业标准相一致方可记分.

4) 产品代表度(*product representativeness*). La-roche等^[45]发现投资者对他们所熟悉的品牌,甚至仅仅是听说过的品牌都会产生更加强烈的自信感,潜意识里会认为这些品牌更加可靠而增加对该品牌的购买欲望.产品是投资者与上市公司及其股票之间最直接的接触途径,带有上市公司主营产品品牌信息的股票名称更容易吸引投资者的关注.因此,若股票名称中最小信息单元与该股票上市公司主营产品名称相一致,则记1分,否则记0分.上市公司主营业务信息来自万得数据库.

股票名称辨识度变量是由通顺度、熟悉度、地理和行业信息度以及产品代表度这四个指标分别进行标准化后相加得到.

2.2.2 个人投资者异常关注度

投资者关注度代理变量的选择一直是关注度相关研究中的重点和难点问题,不同于机构投资者具有专业的投资工具和信息渠道,个人投资者更倾向于利用搜索引擎来获取信息资源。互联网搜索指数数据发源于投资者直接主动的关注行为,可以更为真实的反应个人投资者的投资意愿。

随着移动互联网时代的全面发展,投资者对移动端工具的依赖越来越强,而百度搜索引擎无论在PC端还是移动端都占有国内绝大部分市场份额,对于国内证券的研究具有很强的代表性。因此采用百度指数数据,同时为了去除搜索指数的时间趋势和季节性变化的影响,参照Da等^[35]和宋双杰等^[9]的方法,构造了异常搜索量指标(ASVI)作为个人投资者关注度的代理变量,其定义如下

$$ASVI_i = \lg(SVI_{i,t}) - \lg(SVI_{i,t-1}) \quad (3)$$

其中 $\lg(SVI_{i,t})$ 是第*i*支股票在其上市后一周内百度搜索量均值的对数, $\lg(SVI_{i,t-1})$ 是第*i*支股票在其上市前一个月内百度搜索量均值的对数。使用股票上市前的百度搜索量作为基准,对于股票上市后的百度搜索量进行调整,可以抹除与IPO事件无关的噪音干扰,更好地衡量由于上市事件本身带来的个人投资者关注度的变化。

2.2.3 净买入成交量

股票成交量是对投资者交易行为最直接的反映,文章通过构建主力净买入成交量和散户净买入成交量来分别刻画机构等大股东和个人投资者的交易行为。主力成交量包括超大单成交量和大单成交量,超大单成交量是指大于等于50万股或者100万元的成交单,大单成交量是指大于等于10万股或20万元且不满足超大单成交量标准的成交单,而散户成交量则是指小于2万股或4万元的成交单。净买入成交量的计算公式如下

$$Netbuyingvolume_i = \frac{Buyingvolume_i - Sellingvolume_i}{LIQI_i} \quad (4)$$

其中 $Buyingvolume_i$ 和 $Sellingvolume_i$ 分别指股票*i*的买盘成交量和股票卖盘成交量, $LIQI_i$ 是第*i*支股票的流通股本,用以调整成交量规模, $Netbuyingvolume_i$ 是指第*i*支股票的净买入成交量,分为主力净买入成交量($MNBV_i$)和散户净买

入成交量($SNBV_i$)。

2.2.4 其他变量

其他变量的定义请见表1。

表1 变量定义

Table 1 Definitions of variables

变量名称	变量定义
$IDENTI_i$	第 <i>i</i> 支股票的通顺度、信息度、知名度和熟悉度求和
$BHAR_{i,n}$	第 <i>i</i> 支股票上市后 <i>n</i> 个月的长期持有异常收益率
$RET_{i,t}$	第 <i>i</i> 支股票第 <i>t</i> 期的收益率
$MKRET_{i,t}$	第 <i>i</i> 支股票第 <i>t</i> 期的市场收益率
$MV_{i,t}$	第 <i>i</i> 支股票第 <i>t</i> 期的总市值取对数
$BV/MV_{i,t}$	第 <i>i</i> 支股票第 <i>t</i> 期的账面市值比
$PB_{i,t}$	第 <i>i</i> 支股票第 <i>t</i> 期的市净率
Rf_t	第 <i>t</i> 期的银行三个月存款利率
SMB_t	按总市值构造的第 <i>t</i> 期的SMB因子
HML_t	按账面市值比构造的第 <i>t</i> 期的HML因子
IPO_n	股票上市后 <i>n</i> 个月内记1,否则为0
$ROA_{i,t}$	第 <i>i</i> 支股票第 <i>t</i> 期的资产回报率
$INST_i$	第 <i>i</i> 支股票上市后第一年平均的机构持股比例

2.3 变量的描述性统计

为了检验股票名称辨识度与个人投资者关注度以及股票投资回报之间的关系,以股票名称辨识度指标作为划分依据,将全部样本股票分为高(H)、中(M)、低(L)三组。为了表述方便,后文中均简称为H组、M组和L组。表2描述了整体样本以及按股票名称辨识度分组的各子样本在股票上市后一个月内的均值、中位数和标准差等指标。从表2中可以看到,样本整体的收益率均值为0.0164,高辨识度组股票的收益率均值依次低于中辨识度组收益均值和低辨识度组股票的收益率均值,三者分别为0.0132、0.0163和0.0197,辨识度高低两组之间的收益差在1%的水平上显著,符合假设1关于股票名称辨识度会影响股票收益的预测。

表2 主要变量的描述统计
Table 2 Descriptive statistics of variables

Panel A: 全部样本						
	数目	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>IDENTI</i>	1 284	1.174 9	0.857 9	0.697 5	0.008 8	3.119 8
<i>ASVI</i>	241	1.095 3	0.984 5	0.588 2	-0.190 1	4.536 6
<i>RET</i>	1 284	0.016 4	0.007 1	0.049 9	-0.140 6	0.535 5
Panel B: 分样本描述						
	<i>H</i> 组	<i>M</i> 组	<i>L</i> 组	<i>Dif</i> (<i>H-L</i>)	<i>P</i> 值	
<i>IDENTI</i>	1.979 8 (0.402)	1.103 7 (0.227)	0.442 9 (0.236)	1.537 (0.005)	0.000 ***	
<i>ASVI</i>	1.164 8 (0.535)	1.152 6 (0.634)	0.970 1 (0.568)	0.194 8 (0.036)	0.000 ***	
<i>RET</i>	0.013 2 (0.046)	0.016 3 (0.049)	0.019 7 (0.054)	-0.006 5 (0.001)	0.000 ***	

注: Panel B 中分别报告基于股票名称辨识度高(*H*)、中(*M*)、低(*L*)分组的个变量的均值和标准差(于括号中)。*、**和***分别表示差值在10%、5%和1%的显著性水平下显著。下表同。

需要说明的是,百度指数平台的建立开始于2006年,同时由于一些上市股票的名称未被列入百度搜索词条,造成了与关注度相关的样本量大幅减少。在全部1 284支股票中,2006年后上市股票共532支,其中未收录股票266支,及数据缺失股票25支,剩余关注度相关样本股241支。因此,表2中个人投资者异常关注度的描述性统计量是对241支股票的小样本按照股票名称辨识度进行重新分组得到的结果。通过样本分组可以看到,高辨识度组(*H*)样本在股票上市后一周内的异常关注度均值为1.164 8,高于整体样本均值1.095 3;而低辨识度组(*L*)的异常关注度均值则低于整体均值为0.970 1,通过进行*t-test*检验发现辨识度高、低两组之间的异常关注度具有显著差异。初步印证了假设2的猜想,即高辨识度的股票更容易吸引投资者的关注。

3 实证分析

3.1 股票名称辨识度与股票投资回报率

首先分析股票名称辨识度对股票IPO首日收益率的影响。考虑到在不同时间范围内,中国股票市场对于股票IPO首日价格涨跌幅限制的不同,以IPO后首次未封涨停板收益作为IPO首日收益率的代理变量,对股票名称辨识度高、中、低三组子样本均值进行了对比,并对高辨识度组和低辨识度组之间的差异分别做了*t*检验和非参Wilcoxon秩检验。从表3中可以看出,高辨识度组(*H*)股票上市首日的平均投资回报率为1.549 5,高出低辨识度组(*L*)股票0.519 2(=1.549 5-1.030 3),即使与中等辨识度组对比也具有较大优势。辨识度高、低两组收益差异在1%的显著程度下通过了*t*检验和秩检验。

表3 股票名称辨识度与股票IPO首日收益率

Table 3 Stock name identifications and IPO first-day returns

全部样本		<i>H</i> 组		<i>M</i> 组		<i>L</i> 组		<i>Dif</i> (<i>H-L</i>)	
观测值	均值 [中位数]	观测值	均值 [中位数]	观测值	均值 [中位数]	观测值	均值 [中位数]	<i>t</i> 检验 <i>P</i> 值	秩检验 <i>P</i> 值
1 284	1.354 1 [0.584 9]	428	1.549 5 [0.734 5]	428	1.482 5 [0.653 0]	428	1.030 3 [0.584 4]	0.000 4 ***	0.006 9 ***

可见, IPO 首日高名称辨识度股票与低辨识度股票相比, 获得了更高的投资收益. 股票上市首日收益率过高的表现又被称为股票 IPO 抑价. 根据邵新建等^[46]的研究, 股票 IPO 抑价现象是机构投资者利用个人投资者的过度乐观情绪而抛售股票所引起的较高的价格泡沫. 在股票上市之初, 个人投资者成为该股票的主要购买力, 则高辨识度股票所拥有的高收益率正是其吸引了更多个人投资者关注度的结果. 根据股票名称辨识度的定义, 高辨识度的股票名称所传递的信息对于个人投资者而言更加简洁明朗, 可以提高个人投资者对信息的处理效率而吸引更多的投资者关注, 较高的关注度对股票价格产生正向压力进而使股票拥有较高的投资回报率. 该结论一方面证明了个人投资者的投资决策能力具有一定的局限性, 容易受到股票名称等市场信息的影响, 验证了假设 2 的猜想; 另一方面从现象上证实了假设 1 提出的股票名称与股票收益率之间具有显著的相关关系.

IPO 首日, 具有高辨识度的股票更容易受到个人投资者的追捧. 然而, 这种出于认知偏误的有限关注行为缺乏市场真实价值的支持, 随着上市时间的推移, 单纯基于股票名称带来的异常关注会逐渐被股票的交易信息所纠正. 相应的, 股票名称辨识度所带来的异常收益在较长的时间维度上也难以维持, 将会被纠正. 为了检验这一假设, 图 1 总结了根据股票名称辨识度分组后的 IPO 股票上市后 1 个月到 12 个月的累计收益率. 如图所示, 在上市初期, 股票名称辨识度高的股票的累计收益率曲线位于股票名称辨识度低的股票的累计收益率曲线下方. 但随着时间的推移, 这种趋势得到了扭转, 股票名称辨识度高的股票的累计收益率渐渐超过了股票名称辨识度低的股票.

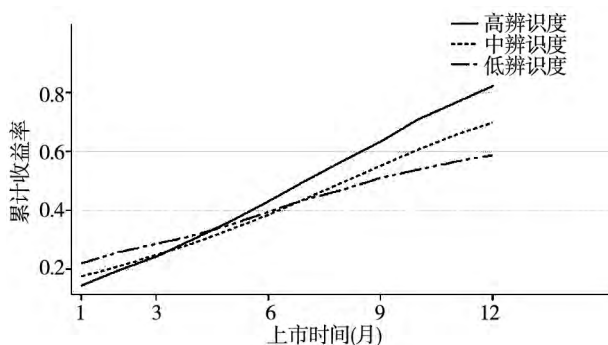


图 1 基于时间和名称辨识度的累计收益率

Fig. 1 Stock cumulative returns by time and stock name identification

为了进一步验证以上假设, 引入股票在不同时间段内的持有期超额回报率指标 $BHAR$, 其定义如下

$$BHAR_{i,n} = \left[\prod_{t=1}^{\min[n, delist]} (1 + r_{i,t}) - \prod_{t=1}^{\min[n, delist]} (1 + mkret_{i,t}) \right] \quad (5)$$

文章选择了股票 IPO 后 1 个月 2 个月 3 个月 6 个月 9 个月和 12 个月多个时间维度. 其中, $BHAR_{i,n}$ 表示股票 i 在 IPO 后 n 个月的持有期超额回报率, $r_{i,t}$ 是股票 i 在第 t 期的收益率, $mkret_{i,t}$ 是同时期的市场收益率. 分析过程依然以辨识度为依据将总体样本分为三个子样本, 分别计算各组股票在不同时间维度的 $BHAR$ 均值, 并通过 t 检验比较辨识度高、低两组样本之间的持有超额回报是否具有显著差异, 得到结果如表 4 所示.

在股票上市后 1 个月 2 个月和 3 个月这三个时间维度上, 辨识度高、中、低三组样本的长期持有超额回报均值都呈现出明显的递增趋势, 高辨识度组股票的长期持有超额收益均小于低辨识度组. 而从时间维度来看, 随着股票上市时间不断增长, 辨识度高低两组的持有期超额回报率之差逐渐减小, 甚至可能会发生反转. 以表中结果为例, 在股票上市后 1 个月和 2 个月时, 辨识度高、低两组之间的差异在 1% 水平下显著为负, 到股票上市后 3 个月时, 两组的差别已经不再显著, 到股票上市 12 个月时, 高、低辨识度组的持有期超额回报率之差甚至为正, 且显著性也有所改变.

该结果很好的验证了假设 1. 个人投资者在接收市场信息和处理信息的过程中容易发生短视行为, 依赖心理捷径来做出判断, 倾向于选择那些相对简单易读和熟悉易懂的事物. 然而, 从长远角度来看, 这种判断往往是有限理性的, 偏离了资本的真实价值. 股票名称可以通过个人投资者所表现出的这种决策行为特点来影响股票的投资回报率, 在股票上市初期, 高辨识度股票的投资回报率往往会小于低辨识度股票, 随着时间的推移, 市场上的信息逐渐丰富, 股票价格回归真实价值.

表4 股票上市后的持有期超额回报率

Table 4 Post-IPO buy-and-hold average return (BHAR)

	H组	M组	L组	Dif(H-L)	秩检验
BHAR1	0.014 2	0.017 4	0.021 7	-0.007 5***	-4.282***
BHAR2	0.019 6	0.020 5	0.025 1	-0.005 5***	-3.431***
BHAR3	0.024 2	0.024 4	0.027 9	-0.003 7	-3.166***
BHAR6	0.041 1	0.036 9	0.038 2	0.002 9	-2.751***
BHAR9	0.060 7	0.052 9	0.050 2	0.010 6	-2.217**
BHAR12	0.079 6	0.067 9	0.058 5	0.021 1**	-1.745*

除了用BHAR衡量股票在不同时间维度上的超额收益,进一步采用Fama-French三因子模型来交叉验证股票名称辨识度与长期投资回报之间的关系。结果显示,股票的超额收益(α)均随名称辨识度由高到低的顺序呈现出反向的递增趋势,高辨识度组股票的超额收益(α)小于低辨识度组股票。随着上市时间的增长,股票超额收益率(α)的递增趋势逐渐减弱,高、低两组收益之间的差异有所减少。限于篇幅,相关结果于附录一中报告。

以上分析验证了假设1所提出的股票名称辨识度会影响股票收益的猜想,且该影响会随着时间的变化而不断减弱,说明股票名称辨识度对投资

回报的作用是一种短期表现。为了进一步证明股票名称辨识度的短期影响,构建上市时间 IPO_n 的0/1变量以及该变量与股票名称辨识度的交互项,将其作为主要解释变量,并将股票收益率作为被解释变量,采用固定效应模型进行回归验证。考虑到股票规模和账面市值比的重要作用,在模型中引入了控制变量 $MV_{i,t}$ 和 $BV/MV_{i,t}$,并控制股票层面的固定效应。面板回归的结果如表5所示。由于每支股票的股票名称辨识度($IDENTI$)为某一固定值,在控制了股票层面的固定效应下, $IDENTI$ 变量在面板回归中无法估计单独的系数,因此表5只报告 $IDENTI$ 与上市时间长度的交叉项系数。

表5 面板数据固定效应回归

Table 5 Panel regressions with fixed effects

	$IPO_n = IPO$ 后1个月	$IPO_n = IPO$ 后2个月	$IPO_n = IPO$ 后3个月	$IPO_n = IPO$ 后6个月	$IPO_n = IPO$ 后9个月	$IPO_n = IPO$ 后12个月
	RET	RET	RET	RET	RET	RET
IPO_n	0.009 6*** (0.000 6)	0.005 0*** (0.000 3)	0.003 4*** (0.000 3)	0.002 4*** (0.000 2)	0.001 9*** (0.000 2)	0.001 2*** (0.000 2)
$IPO_n * IDENTI$	-0.002 1*** (0.000 4)	-0.001 1*** (0.000 2)	-0.000 6*** (0.000 2)	-0.000 3** (0.000 1)	-0.000 1 (0.000 1)	0.000 1 (0.000 1)
MV	-0.000 3 (0.000 2)	-0.000 6** (0.000 2)	-0.000 7*** (0.000 2)	-0.000 5* (0.000 2)	-0.000 6** (0.000 2)	-0.000 9*** (0.000 2)
BV/MV	-0.000 6 (0.000 6)	-0.000 9 (0.000 7)	-0.001 0 (0.000 7)	0.000 6 (0.000 8)	0.000 6 (0.000 8)	-0.001 6** (0.000 7)
常数项	0.009 9** (0.004 9)	0.015 7*** (0.005 0)	0.017 4*** (0.005 2)	0.013 0** (0.005 5)	0.014 9*** (0.005 5)	0.023 1*** (0.005 4)
观测数值	29 723	29 723	29 723	29 723	29 723	29 723
R^2	0.083	0.045	0.032	0.027	0.024	0.019
股票数	1 284	1 284	1 284	1 284	1 284	1 284

注:对于每一格主要解释变量,本表报告回归系数和标准误(于括号中),下表同。

从表 5 可以看到，IPO 时间变量与股票名称辨识度的交互项在 IPO 后 1 个月、2 个月、3 个月和 6 个月时的系数均显著为负，其中在 1 个月、2 个月和 3 个月时的系数均在 1% 的水平下显著。在 IPO 后 6 个月时，显著水平略有下降。在 IPO 后 9 个月和 12 个月时，交互项的系数已不再显著。说明股票名称辨识度对股票投资回报的影响会随着时间的变化逐渐减弱。该结果与累计收益率、BHAR 方法和 Fama-French 三因子模型回归结果较为一致，从多角度验证了上述结果的正确性和稳健性，从而支持假设 1。

本研究认为股票名称辨识度与股票投资回报之间的相关性来源于个人投资者的有限关注，而

非企业真实价值的反映。为了证明股票名称辨识度不代表企业价值，采用资产回报率 ROA 和股本回报率 ROE 作为上市公司营业表现的衡量指标，在以上时间维度上对辨识度高中低三组样本进行对比分析，得到结果如表 6 所示。ROA 和 ROE 数据为季度数据，为了和股票收益率的时间维度进行统一，先将季度数据进行年化处理，并假设在同一公司在同一季度内每个月的经营业绩相同，以此获得月度数据来进行比较。此外，为了剔除股票上市后价格变动带来的影响，并区别于 ROA 计算中仅基于会计记账信息的特征，采用股票的上市价格计算股东股本的价值，并根据股本回报率 = 净利润/股东股本计算 ROE 指标。

表 6 企业经营业绩检验

Table 6 Test on firm performance

Panel A: ROA 指标比较(%)						
	IPO 后 1 个月	IPO 后 2 个月	IPO 后 3 个月	IPO 后 6 个月	IPO 后 9 个月	IPO 后 12 个月
H 组	4.824	5.172	5.436	5.796	5.784	5.652
M 组	4.548	4.980	5.304	5.520	5.376	5.196
L 组	5.064	5.484	5.676	5.772	5.760	5.652
$D_{ij}(H-L)$	-0.240	-0.312	-0.240	0.024	0.024	0.000
P 值	0.285	0.190	0.215	0.470	0.457	0.490
Panel B: ROE 指标比较(%)						
	IPO 后 1 个月	IPO 后 2 个月	IPO 后 3 个月	IPO 后 6 个月	IPO 后 9 个月	IPO 后 12 个月
H 组	5.196	5.088	5.184	5.580	5.424	5.556
M 组	5.184	5.112	5.244	5.460	5.448	5.256
L 组	5.256	5.292	5.328	5.472	5.484	5.580
$D_{ij}(H-L)$	-0.060	-0.204	-0.144	0.108	-0.060	-0.024
P 值	0.398	0.195	0.271	0.340	0.424	0.465

从表中可以看到，辨识度高、中、低各组股票的 ROA 和 ROE 均值并没有表现出一定的规律和趋势。无论在哪个时间区间上，高辨识度组股票和低辨识度组股票的经营业绩差异经过 t 检验均不显著。该结果说明，股票名称辨识度与投资回报之间的相关关系并不是上市公司的经营状况的反映。

3.2 个人投资者有限关注与股票名称辨识度和股票投资回报率

本研究构建的股票名称辨识度变量是不随时间改变的恒定变量，但是辨识度与股票收益

之间却呈现出了一个动态变化的关系。除了股票收益会随市场动态改变外，这种动态关系还与个人投资者关注度有关。图 2 中的曲线分别描述了不同辨识度组股票的投资者关注度与股票上市时间的关系。可以看到，三组辨识度子样本中的个人投资者关注度均会随时间的延长逐渐减少，反映了投资者对新股信息接收和消化的过程。IPO 初期，市场如预期一般吸引了大量的投资者关注，同时，名称辨识度较高的股票，相对于辨识度较低的股票，会吸引更多的个人投资者关注度。

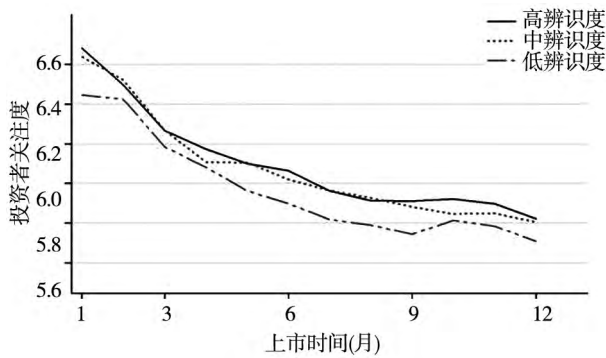


图2 基于时间和名称辨识度的投资者关注度

Fig. 2 Investor attention by time and stock name identification

据此对股票名称辨识度与投资者关注度之间的关系作出进一步检验,回归结果如表7所示.在仅控制行业固定效应的情况下,股票名称辨识度与投资者异常关注度的正相关关系在1%的水平下显著,在增加了公司规模和市净率等控制因素后,仍然具有较好的正向关系.可见,股票名称辨识度越高,更容易吸引个人投资者的关注.验证了假设2中关于股票名称辨识度和投资者关注度之间正相关的假设.

表7 股票名称辨识度与投资者异常关注度

Table 7 Stock name identification scores and investors' abnormal attention

	ASVI	ASVI	ASVI	ASVI
IDENTI	0.136 ***	0.135 ***	0.085 *	0.085 *
	(0.047)	(0.046)	(0.050)	(0.046)
PB		0.049 ***		0.000
		(0.015)		(0.018)
MV			0.245 ***	0.244 ***
			(0.042)	(0.051)
常数项	0.921 ***	0.649 ***	-4.762 ***	-4.745 ***
	(0.084)	(0.105)	(0.968)	(1.123)
行业固定效应	是	是	是	是
观测数值	241	241	241	241
R ²	0.046	0.102	0.190	0.190

在确定了股票名称对投资者行为具有显著影响后,需要对股票名称与投资回报之间的关系进行深入剖析,了解股票名称辨识度对投资回报的作用机制,以便于更好地掌握股票市场的作用规律和金融市场异象产生的原因.假设2提出股票名称辨识度对股票收益率的影响是通过投资者有限关注发生作用的,即投资者有限关注是影响中介.为了验证这一假设,文章采用两种方式检验投资者有限关注的中介效应.第一种是参考Ang等^[47,48]的方法,构建双重排序(double sorting)下的资产组合.具体构建方法为:先按照股票的异常关注度将样本中的股票进行分组,然后在每一个异常关注度分组内再按照股票名称辨识度进行分组,形成双重排序下的资产组合.此处构建的双重排序资产组合的分组指标分别为股票名称辨识度和上市后一周内的异常关注度,均为不变的事前指标.得到结果如表8所示.在控制异常关注度的情况下,高股票名称辨识度的资产组合和低股票名称辨识度的资产组合之间的收益差异

不再具有统计显著性.这说明,股票名称辨识度对于股票回报的预测性在很大程度上可以被股票名称辨识度和股票的异常关注度之间的正相关关系所解释,从而验证了假设2.

第二种检验中介效应的方法是在对股票名称辨识度与股票收益率的面板回归中引入IPO与异常投资者关注度的交互项后,如果投资者有限关注度具有完全中介效应,则加入异常关注度的交互项后,IPO变量与股票名称辨识度交互项的系数将不再显著.表9的结果证实了这一假设.当加入交互项后,股票名称辨识度与IPO变量的交互项不再显著,且异常投资者关注度与股票收益率之间具有显著负相关关系,同时该负相关性随时间增长呈现出递减趋势,与之前发现的股票名称辨识度的影响趋势一致.综上所述,双重排序资产组合和面板回归的结果均验证了假设2,即股票名称辨识度与投资回报之间的负相关关系可以由投资者关注度来进行解释.

表 8 股票收益基于股票名称辨识度与个人投资者异常关注度的双重排序分组结果

Table 8 Stock returns based on the double sorting of stock name identification scores and individual investor abnormal attention

IPO 后 1 个月				
	<i>IDENTI(H)</i>	<i>IDENTI(M)</i>	<i>IDENTI(L)</i>	<i>Dif(H-L)</i>
<i>ASVI(H)</i>	0.026 7	0.023 8	0.020 7	0.005 9
<i>ASVI(M)</i>	0.053 9	0.058 3	0.052 7	0.001 2
<i>ASVI(L)</i>	0.073 0	0.066 7	0.071 1	0.001 9
IPO 后 2 个月				
	<i>IDENTI(H)</i>	<i>IDENTI(M)</i>	<i>IDENTI(L)</i>	<i>Dif(H-L)</i>
<i>ASVI(H)</i>	0.013 9	0.010 3	0.010 0	0.003 9
<i>ASVI(M)</i>	0.026 5	0.027 4	0.025 2	0.001 3
<i>ASVI(L)</i>	0.035 7	0.033 8	0.036 2	-0.000 5
IPO 后 3 个月				
	<i>IDENTI(H)</i>	<i>IDENTI(M)</i>	<i>IDENTI(L)</i>	<i>Dif(H-L)</i>
<i>ASVI(H)</i>	0.009 0	0.006 4	0.006 4	0.002 5
<i>ASVI(M)</i>	0.017 1	0.018 4	0.016 7	0.000 5
<i>ASVI(L)</i>	0.024 2	0.023 6	0.024 1	0.000 1
IPO 后 6 个月				
	<i>IDENTI(H)</i>	<i>IDENTI(M)</i>	<i>IDENTI(L)</i>	<i>Dif(H-L)</i>
<i>ASVI(H)</i>	0.004 4	0.003 2	0.002 7	0.001 7
<i>ASVI(M)</i>	0.008 6	0.008 9	0.009 0	-0.000 4
<i>ASVI(L)</i>	0.011 4	0.012 3	0.012 6	-0.001 2
IPO 后 9 个月				
	<i>IDENTI(H)</i>	<i>IDENTI(M)</i>	<i>IDENTI(L)</i>	<i>Dif(H-L)</i>
<i>ASVI(H)</i>	0.002 9	0.001 9	0.001 9	0.001 0
<i>ASVI(M)</i>	0.005 6	0.005 4	0.005 9	-0.000 3
<i>ASVI(L)</i>	0.007 7	0.008 0	0.008 3	-0.000 6
IPO 后 12 个月				
	<i>IDENTI(H)</i>	<i>IDENTI(M)</i>	<i>IDENTI(L)</i>	<i>Dif(H-L)</i>
<i>ASVI(H)</i>	0.002 0	0.001 4	0.001 1	0.000 9
<i>ASVI(M)</i>	0.003 9	0.003 8	0.004 0	-0.000 1
<i>ASVI(L)</i>	0.005 8	0.005 7	0.006 1	-0.000 2

表9 引入投资者异常关注后的股票名称辨识度与股票收益的固定效应回归

Table 9 Panel regressions of stock returns on stock name identification and investor abnormal attention

	$IPO_n =$ IPO 后 1 个月	$IPO_n =$ IPO 后 2 个月	$IPO_n =$ IPO 后 3 个月	$IPO_n =$ IPO 后 6 个月	$IPO_n =$ IPO 后 9 个月	$IPO_n =$ IPO 后 12 个月
	RET	RET	RET	RET	RET	RET
IPO_n	0.066 4***	0.033 2***	0.023 4***	0.013 8***	0.001 0***	0.007 2***
	(0.001 6)	(0.001 3)	(0.001 2)	(0.000 9)	(0.000 8)	(0.000 8)
$IPO_n \times IDENTI$	-0.001 0	-0.000 4	-0.000 5	-0.000 5	-0.000 4	-0.000 1
	(0.000 9)	(0.000 8)	(0.000 7)	(0.000 5)	(0.000 5)	(0.000 5)
$IPO_n \times ASVI$	-0.029 7***	-0.015 7***	-0.011 1***	-0.006 7***	-0.005 1***	-0.004 3***
	(0.001 1)	(0.000 9)	(0.000 8)	(0.000 6)	(0.000 6)	(0.000 5)
控制变量	是	是	是	是	是	是
观测数值	5 657	5 657	5 657	5 657	5 657	5 657
R^2	0.398	0.185	0.126	0.070	0.046	0.031
股票数	241	241	241	241	241	241

本研究认为股票名称与股票投资回报的影响,是基于个人投资者的有限理性行为。参考王瑾乐和史永东^[49]以及 Barber 和 Odean^[50]将股票市场中的投资者分为机构投资者和中小个体投资者。其中,机构投资者具有专业性强、理性程度高等特点,认为其较不容易受股票名称辨识度的影响而产生投资偏误;而个体投资者具有专业性较差的特征,较容易受股票名称辨识度影响而产生投资偏误。据此,根据机构持股比例的大小来区分股票的主要持有者,将样本分成两个子样本。机构持股比例较小的股票其持有者主要为个人投资者,机构持股比例较大的股票则主要为机构持股。这部分回归将要验证股票名称辨识度与股票投资回报的负相关关系是否只存在机构持股比例较低,即个人投资者持股比例较高的子样本中。

表 10 Panel A 中为机构持股比例较低(高个人投资者持股)的样本组的回归结果。从表中可以看出,在高散户持股样本中,股票上市的虚拟变量与股票名称辨识度变量的交互项系数均显著为负。随着上市时间的增长,显著性逐渐降低,在股票上市后 12 个月时,股票名称辨识度对股票收益的影响已不再显著。说明在个人投资者较多的样

本中,名称辨识度越高的股票其投资回报率越低。随着时间的推移,个人投资者对股票的关注度逐渐下降,股票名称辨识度对股票收益的影响也随之减弱。

表 10 Panel B 中展示的是高机构投资者持股(低个人投资者持股)组中股票名称辨识度与收益率之间的关系。从表中可以看到在各个时间维度上股票名称辨识度与上市时间虚拟变量的交互项系数虽然仍然为负,但均不显著。

该结果符合从行为金融角度所做出的判断。个人持股与机构持股最大的差别在于个人投资者比机构投资者具有更为突出的“有限理性”特点,受到心理捷径作用而制约了其和信息处理的能力和效率。在具体的投资实践中表现为受股票名称辨识度的影响更大,个人投资者倾向于以股票名称为参考依据来进行投资决策,购买名称辨识度较高的股票,陷入有限理性的投资陷阱,而获得相对较低的超额回报率。由此可见,个人投资者的行为具有明显的倾向性并且可以通过股票名称这一信息符号来进行衡量。股票名称将个人投资者的行为倾向具体化为有效的信息,成为套利者的重要获利工具之一。

表 10 机构(个人)投资者持股比例分组回归
Table 10 Panel regressions by the type of majority investors

Panel A: 低机构投资者持股(高个人投资者持股)						
	$IPO_n = \text{IPO}$ 后 1 个月	$IPO_n = \text{IPO}$ 后 2 个月	$IPO_n = \text{IPO}$ 后 3 个月	$IPO_n = \text{IPO}$ 后 6 个月	$IPO_n = \text{IPO}$ 后 9 个月	$IPO_n = \text{IPO}$ 后 12 个月
	RET	RET	RET	RET	RET	RET
IPO_n	0.038 4*** (0.00)	0.019 6*** (0.00)	0.014 0*** (0.00)	0.008 2*** (0.00)	0.005 9*** (0.00)	0.002 9*** (0.00)
$IPO_n \times IDENTI$	-0.005 9** (0.00)	-0.002 6* (0.00)	-0.002 2** (0.00)	-0.001 3** (0.00)	-0.001 0* (0.00)	-0.000 5 (0.00)
控制变量	是	是	是	是	是	是
观测值数	3 996	3 996	3 996	3 996	3 996	3 996
R^2	0.348	0.173	0.114	0.057	0.035	0.016
股票数	181	181	181	181	181	181
Panel B: 高机构投资者持股(低个人投资者持股)						
	$IPO_n = \text{IPO}$ 后 1 个月	$IPO_n = \text{IPO}$ 后 2 个月	$IPO_n = \text{IPO}$ 后 3 个月	$IPO_n = \text{IPO}$ 后 6 个月	$IPO_n = \text{IPO}$ 后 9 个月	$IPO_n = \text{IPO}$ 后 12 个月
	RET	RET	RET	RET	RET	RET
IPO_n	0.025 6*** (0.00)	0.013 5*** (0.00)	0.009 0*** (0.00)	0.005 6*** (0.00)	0.004 6*** (0.00)	0.002 9*** (0.00)
$IPO_n \times IDENTI$	-0.002 7 (0.00)	-0.001 6 (0.00)	-0.001 0 (0.00)	-0.000 5 (0.00)	-0.000 9 (0.00)	-0.000 6 (0.00)
控制变量	是	是	是	是	是	是
观测值数	4 155	4 155	4 155	4 155	4 155	4 155
R^2	0.209	0.111	0.074	0.052	0.04	0.03
股票数	180	180	180	180	180	180

为了检验股票名称所传递的信息是否为套利者提供了获利的空间,分别对主力净买入成交量和散户净买入成交量与股票名称辨识度之间的关系进行分析,结果见表 11。Panel A 中是主力净买入成交量与股票名称辨识度的回归结果,可以看到在股票上市前三个月中,净买入成交量与股票名称辨识度的系数均为负数且在 IPO 后 1 个月和 IPO 后 2 个月时具有较高的显著性。与之前结果相符,股票净买入成交量与名

称辨识度在 IPO 后 6 个月,9 个月和 12 个月三个时间维度上均成正相关关系,在 9 个月和 12 个月时结果更为显著。在 Panel B 中,散户净买入量与股票名称辨识度的系数在股票 IPO 后前 6 个月的四个时间维度上均为正,且在 IPO 后 1 个月, IPO 后 3 个月和 IPO 后 6 个月时在 1% 水平下显著。在 IPO 后 9 个月和 IPO 后 12 个月时,散户净买入量与股票名称辨识度成显著负相关关系。

表 11 净买入成交量分组回归

Table 11 Panel regressions of net buying volumes by order size

Panel A: 主力净买入成交量						
	$IPO_n = IPO$ 后 1 个月	$IPO_n = IPO$ 后 2 个月	$IPO_n = IPO$ 后 3 个月	$IPO_n = IPO$ 后 6 个月	$IPO_n = IPO$ 后 9 个月	$IPO_n = IPO$ 后 12 个月
	<i>MNBV</i>	<i>MNBV</i>	<i>MNBV</i>	<i>MNBV</i>	<i>MNBV</i>	<i>MNBV</i>
IPO_n	0.064 0*** (0.001 4)	0.026 9*** (0.001 2)	0.010 0*** (0.001 1)	-0.003 4*** (0.000 9)	-0.009 3*** (0.000 8)	-0.010 4*** (0.000 8)
$IPO_n \times IDENTI$	-0.008 5*** (0.001 1)	-0.004 5*** (0.001 0)	-0.001 3 (0.000 9)	0.000 4 (0.000 7)	0.001 7*** (0.000 6)	0.001 3** (0.000 6)
控制变量	是	是	是	是	是	是
观测值数	103 513	103 513	103 513	103 513	103 513	103 513
R^2	0.106	0.07	0.061	0.06	0.062	0.064
股票数	1 282	1 282	1 282	1 282	1 282	1 282
Panel B: 散户净买入成交量						
	$IPO_n = IPO$ 后 1 个月	$IPO_n = IPO$ 后 2 个月	$IPO_n = IPO$ 后 3 个月	$IPO_n = IPO$ 后 6 个月	$IPO_n = IPO$ 后 9 个月	$IPO_n = IPO$ 后 12 个月
	<i>SNBV</i>	<i>SNBV</i>	<i>SNBV</i>	<i>SNBV</i>	<i>SNBV</i>	<i>SNBV</i>
IPO_n	-0.075 5*** (0.001 3)	-0.033 3*** (0.001 1)	-0.012 9*** (0.001 0)	0.006 4*** (0.000 8)	0.014 6*** (0.000 7)	0.016 9*** (0.000 7)
$IPO_n \times IDENTI$	0.013 4*** (0.001 0)	0.007 9*** (0.000 9)	0.004 0*** (0.000 8)	0.000 5 (0.000 6)	-0.001 4** (0.000 6)	-0.001 7*** (0.000 5)
控制变量	是	是	是	是	是	是
观测值数	103 513	103 513	103 513	103 513	103 513	103 513
R^2	0.119	0.066	0.051	0.051	0.059	0.063
股票数	1 282	1 282	1 282	1 282	1 282	1 282

通过对比主力净买入量和散户净买入量与股票名称辨识度之间的关系可以发现: 首先, 在两组结果中净买入成交量与股票名称辨识度的相关关系均存在一个反转现象, 且反转发生的时间较为统一, 均在股票 IPO 后 6 个月时相关关系不再显著且相关符号在下一个时间维度发生变化。同时, 股票名称辨识度与净买入成交量的系数逐渐减小, 表现出辨识度对成交量的影响程度呈现出逐渐减弱的趋势, 充分体现了股票名称所传递的信息随时间变化而逐渐被市场吸收的过程。

其次, 两组结果中净买入量与辨识度之间的相关性互相对应, 主力净买入成交量与辨识度之间由显著负相关变为显著正相关, 而散户净买入成交量与辨识度则由显著正相关变为显著负相关。可以理解为在股票上市之初, 名称辨识度较高的股票更容易吸引个人投资者关注并由高关注度带来较高的买入压力, 散户净买入量与股票名称辨识度呈现正相关关系, 即股票名称辨识度越高, 其散户买入量越大。而散户买入的股票多是来自于大股东持股, 大股东通过将股票卖给个人投资

者而获取投资收益,因此在股票上市初期,股票名称辨识度与主力净买入成交量为显著的负相关关系,股票名称辨识度越高,散户买入量越大,大股东卖出量也越大。随着股票名称信息逐渐被市场吸收,由股票名称辨识度带来的套利空间逐渐减小,股票价格回归真实价值,机构等大股东对股票的持有量逐渐上升,而散户由于股票价格逐渐回落和缺乏对市场真实价值的判断能力等多种原因,逐渐卖出持有股票。因此,在IPO后9个月和12个月时,市场逐渐回归理性,主力净买入量与股票名称辨识度呈现显著正相关关系,而散户净买入量则与股票名称辨识度呈显著负相关。以上结果证明,机构投资者会利用个人投资者有限关注行为与其进行交易博弈,形成股票名称辨识度与股票投资收益率负相关的交易基础,从而验证了假设3。

4 稳健性分析

4.1 个人投资者关注度小样本检验

本研究采用了百度搜索指数数据作为个人投资者关注度的代理变量,该数据起始于2006年,受此约束,在与个人投资者有限关注相关的部分回归中股票样本量有所缩减。为了保证研究结论的可靠性,对缩减后的样本股票名称辨识度与投资回报之间的关系进行了补充验证,分别分析了不同名称辨识度组股票的IPO首日收益率大小,持有期超额收益率($BHAR$)大小,采用Fama-French三因子模型得到的异常收益率大小和固定效应模型中股票名称辨识度与股票收益率之间的关系,并对股票名称辨识度与 ROA 和 ROE 之间的关系也进行了检验。

该部分结果虽因样本数量减少显著性有所下降,但整体结果与大样本基本一致,高辨识度组股票的持有超额收益($BHAR$)和采用Fama-French模型回归得到的异常收益率均小于低辨识度组。在股票名称辨识度与股票收益率的面板数据回归中,股票名称辨识度与股票收益均呈显著负相关关系,随着时间的增长,这种负相关关系逐渐减弱,且显著性也逐渐降低。不同股票名称辨识度分

组之间的 ROA 和 ROE 并没有显著差异,说明股票名称辨识度与投资回报之间的显著关系与公司经营表现无关。结果见附录二。

4.2 股票名称辨识度与机构投资者获利

机构投资者具有资源优势和信息优势,相比个人投资者的投资行为更为清晰理性,较少会出于认知偏误而做出错误决策,因此,股票名称辨识度所获得的关注往往来源于基数较大的个人投资者。邵新建等^[46]针对IPO市场上出现的“双高”现象进行研究,发现当机构投资者成为主要的IPO新股获配者时,上市初期抛售数量与交易价格相对新股实际价值的高估程度呈现正相关关系;而当个体投资者成为主要的IPO获配者时,二者之间不存在显著的相关关系。进而说明机构投资者可能会根据其优越的投资分析能力做出与个人投资者相反的投资决策并利用投资者情绪向其抛售股票来赚取利润。

文章借鉴了邵新建等^[46]的方法以IPO发行方式来分辨是否为机构获配股票并以此来刮取个人投资者利益。他们发现中国IPO使用次数最多的三种发行方式为上网定价、网下询价、上网定价;向二级市场配售。从分配制度上看,第一种和第二种发行方式可以归类为机构投资者配售,第三种方式可以视为个人投资者配售。因此,将样本中股票分为两组,一组是代表机构投资者获配的以上网定价和网下询价、上网定价方式发行的股票,记为 INS 组;另一组则是代表个人投资者获配的向二级市场配售方式发行的股票,记为 IND 组。在全部1284支样本股票中,共得到 INS 组股票822支, IND 组股票163支,分别对两组股票进行固定效应回归。发现 INS 组中,股票名称辨识度在各个时间维度都与股票收益率成负相关关系,且该结果在1%水平显著。而 IND 组股票辨识度与收益率关系正负不等,且均未表现出显著性。相关结果见附录三。说明只有当股票获配者为机构投资者时,其通过在股票上市之初与个人投资者进行反向交易推高了股价,而缺少真实价值支撑的股票价格在随后时间里逐渐回落,在短期表现出辨识度与收益率的负相关关系,间接证明了个人投资者具有较为稳定突出的行为特点,受认知

能力的影响更容易被简单直观的信息所吸引,进而成为了机构投资者等大股东获利的目标。

4.3 对深证 A 股的进一步检验

本研究的主样本为上海证券交易所 A 股市场股票。作为国内重要的主板市场,上证 A 股市场具有入市标准高、发行人整体规模大、个人投资者参与度高的特点。样本内的股票可比性较高。相对而言,深圳证券交易所 A 股市场组成结构较为复杂,分为主板、中小企业板、和创业板。不同市场的上市要求(如对股本规模、行业、业绩等的要求)不同,且与上证 A 股存在新股申购基数(上证的新股申购最低标准是 1 000 股,而深证的新股申购的最低标准是 500 股)、交易模式(收市交易时,上证为连续竞价,而深证为集中竞价)、托管要求(上证采取指定交易方式,要求投资者在设立证券账户的时候要选定一家证券公司作为委托对象,而深证则无该托管要求)等方面的差异。鉴于深证 A 股的重要性,以及考虑到深证 A 股与上证 A 股的区别,单独收集了深证 A 股的数据,并根据深市 IPO 的股票单独执行文章主要检验。

在剔除了曾更改过股票名称、不符合股票名称辨识度构建条件的股票后,获得了 1 414 支深证 A 股 IPO 股票。与之前相同,比较不同股票名称辨识度下的 IPO 首日收益率,发现股票名称辨识度高的股票的首日收益率显著高于股票名称辨识度低的股票,再次验证了股票名称辨识度能够吸引更多的个人投资者的猜想。然后,比较不同股票名称辨识度的股票的持有期超额回报率和基于 Fama-French 三因子模型计算的超额回报率,发现股票名称辨识度高的股票在上市后一年内的收益率低于股票名称辨识度低的股票。接着,进行面板数据固定效应回归,发现股票名称辨识度引起的股票收益差异随着时间的推移而逐渐减弱。通过对于企业经营业绩的比较,发现这种收益差异不能被企业经营业绩的差异解释。然后,引进投资者关注度这一视角,验证股票名称辨识度与个人投资者异常关注度正相关,并通过构建双重排序下的资产组合和在面板回归中引进异常关注度的交互项,说明股票名称辨识度通过影响个人投资者关注度进而影响股票的投资收益。通过基于个人

投资者持股比例进行的分组回归,确认这种交易异象仅存在个人持股比例较高的股票中。最后,进行交易成交量的检验,验证这种交易异象来源于机构投资者基于个人投资者的认知偏误而进行的反向交易操作。以上发现与使用上证 A 股的样本的检验结果一致,验证了结论的稳健性。限于篇幅,相关的表格于附录四中报告。

5 结束语

本研究为了揭示市场信息与股票市场表现之间的关系以及个人投资者行为决策特点做出了以下工作:首先,通过构建股票上市时的名称辨识度变量来衡量市场信息。一方面,股票 IPO 时市场信息较为匮乏,股票名称作为信息载体的作用突显出来,另一方面,如果用公司经营业绩、股票价格表现等指标表示市场信息来分析市场信息对个人投资者的影响,可能无法很好的区分投资者是根据理性的分析做出的决策还是有限理性的判断做出的选择。而股票名称与股票市场价值无关,采用股票名称可以很好的衡量个人投资者的“有限理性行为”。股票名称的构建包含了通顺度、熟悉度、地理和行业信息度以及产品代表度四个维度的指标,有助于较为客观全面地辨识股票名称与股票投资回报之间的关系。

其次,通过构建股票持有期超额回报率(BHAR)变量,构造 Fama-French 模型和固定效应模型等多种方法分析股票名称辨识度与股票市场表现之间的关系。首先,以股票名称辨识度为分组依据对股票上市首日的收益率进行对比,发现辨识度较高的股票首日收益高于辨识度较低的股票,初步说明了股票名称辨识度越高越容易吸引个人投资者关注。接着从不同时间维度对股票持有期超额回报进行分析,发现在短期内股票的名称辨识度越高其超额回报反而越低,在更长的时间维度上超额回报率会发生反转。这一结果说明股票名称作为一种信息载体会对股票收益产生影响,且这种影响是一个动态的变化过程。股票名称辨识度与长期持有超额回报之间由首发上市后前三个月的负相关关系转变为一年期时的正相关关系。

最后,为了对股票名称与收益之间关系作出解释,引入个人投资者关注度变量,采用双重排序分组和面板回归等多种方法进行了分析。发现名称辨识度较高的股票会吸引大量的个人投资者关注,在双重排序分组结果中,股票名称辨识度与收益之间的负相关关系不再显著。在面板回归中,当引入异常关注度的交互项后,股票名称辨识度的交互项的系数估计失去了显著性。以上结果说明股票名称与股票收益之间的关系受个人投资者关注度的影响,即市场信息通过影响个人投资者决策最终反映到股票市场表现上,而个人投资者的“认知偏误”和“有限理性”的行为特点是导致市场价格偏离的重要原因。该结果引发进一步的思考:关注度所引起的决策偏误是否只存在于个人投资者中,表现为个人投资者所特有的行为特征,机构投资者在这一博弈过程中又扮演了怎样的角色。为此,以机构持股比例为分组依据分别检验了个人持股与机构持股情况下股票名称辨识度与投资收益之间的关系,发现其负相关关系只在个人投资者持股样本中显著。个人投资者在股票上市后的短期内成为高辨识度股票的主要购买者,而

机构投资者的净买入成交量与股票名称辨识度具有显著负相关关系,成为高辨识度股票的主要卖出者。

本研究认为,关注度是市场信息与投资者之间重要的连接桥梁,市场信息通过吸引个人投资者关注来影响投资者行为进而左右资产价格,已成为一个较为成熟的信息传递推动价格变化的渠道。由于个人投资者在我国资本市场占有绝大部分比重,受“认知偏误”和“有限关注”的影响对一些市场信息进行过度解读而做出的投资决策往往会成为我国金融市场异象产生的主要原因。行为经济学理论使得个人投资者的决策行为是有迹可循的,这常常成为个别机构谋取利益的工具。对于个人投资者来说,资本市场上大量的信息和复杂的环境以及瞬息万变的行情已经远远超过了其所能掌控的程度。本研究所构建的股票名称辨识度变量一定程度上可以作为个人投资者决策过程中的参考指标,但更多的是个人投资者要正确认识市场规律,掌握金融知识以及理性做出决策,必要的时候可以利用机构投资者的资源优势,进行规模化和规范化的理性投资。

参考文献:

- [1] Kahneman D. Attention and Effort [M]. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1973.
- [2] Cooper M, Dimitrov O, Rau R. A rose, com by any other name [J]. The Journal of Finance, 2001, 56(6): 2371-2388.
- [3] Lee P. What's in a name, com: The effects of ".com" name changes on stock prices and trading activity [J]. Strategic Management Journal, 2001, 22: 793-804.
- [4] Horsky D, Swyngedouw P. Does it pay to change your company's name? A stock market perspective [J]. Marketing Science, 1987, 6(4): 320-335.
- [5] Alter A, Oppenheimer D. Predicting short-term stock fluctuations by using processing fluency [J]. Proceedings of the National Academy of Sciences, 2006, 103(24): 9369-9372.
- [6] Pensa N. How company names influence short-and long-run stock market performance [J]. Working Paper, 2006.
- [7] 刘亚琴. 股价会受股票名称影响吗?——基于行为金融学调查研究 [J]. 南开经济研究, 2008, 1: 45-56.
Liu Yaqin. Does stock name affect stock price: Investigation based on behavioral finance [J]. Nankai Economics Studies, 2008, 1: 45-56. (in Chinese)
- [8] 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: 173-189.
Jia Luxi, Zhu Ye, Chen Dafei. Company names, investor recognition, and firm value: A behavioral finance investigation based on the evaluation index system of company names [J]. Journal of Financial Research, 2016, 5: 173-189. (in Chinese)
- [9] 宋双杰, 曹晖, 杨坤. 投资者关注与IPO异象——来自网络搜索量的经验证据 [J]. 经济研究, 2011, 1: 145

- 155.

Song Shuangjie , Cao Hui , Yang Kun. Investor attention and IPO anomalies: Evidence from Google trend volume [J]. *Economic Research Journal* , 2011 , 46 , 1: 145 - 155. (in Chinese)

- [10] 俞庆进, 张兵. 投资者有限关注与股票收益——以百度指数作为关注度的一项实证研究 [J]. *金融研究* , 2012 , 8: 152 - 165.

Yu Qingjin , Zhang Bing. Limited attention and stock performance: An empirical study using Baidu index as the proxy for investor attention [J]. *Journal of Financial Research* , 2012 , 8: 152 - 165. (in Chinese)

- [11] 张继德, 廖微, 张荣武. 普通投资者关注对股市交易的量价影响——基于百度指数的实证研究 [J]. *会计研究* , 2014 , 8: 52 - 59.

Zhang Jide , Liao Wei , Zhang Rongwu. The effect of ordinary investors' attention on volume and price of stock market: Empirical evidence based on Baidu index [J]. *Accounting Research* , 2014 , 8: 52 - 59. (in Chinese)

- [12] 赵龙凯, 陆子昱, 王致远. 众里寻“股”千百度——股票收益率与百度搜索量关系的实证探究 [J]. *金融研究* , 2013 , 4: 183 - 195.

Zhao Longkai , Lu Ziyu , Wang Zhiyuan. The empirical study on relationship between stock returns and search volume from Baidu [J]. *Journal of Financial Research* , 2013 , 4: 183 - 195. (in Chinese)

- [13] Merton R C. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information [J]. *Journal of Finance* , 1987 , 42 (3) : 483 - 510.

- [14] Bosch J C , Hirschey M. The valuation effects of corporate name changes [J]. *Financial Management* , 1989 , 18(4) : 64 - 73.

- [15] Karpoff J M , Rankine G. In search of a signaling effect: The wealth effects of corporate name changes [J]. *Journal of Banking & Finance* , 1994 , 18(6) : 1027 - 1045.

- [16] Koku P S. Corporate name change signaling in the services industry [J]. *Journal of Services Marketing* , 1997 , 11(6) : 392 - 408.

- [17] 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 , 2: 455 - 458.

Deng Jianping , Zeng Yong. The characteristics of Renaming Stocks in limited companies and the conceptual speculation in stock market [J]. *Chinese Journal of Management* , 2005 , 2: 455 - 458. (in Chinese)

- [18] 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.

Chen Su , Sun Jiandong , Shen Yu. The “China” effect of stock names in Shanghai and Shenzhen stock market [J]. *Review of Investment Studies* , 2012 , 2: 113 - 131. (in Chinese)

- [19] 李广子, 唐国正, 刘力. 股票名称与股票价格非理性联动 [J]. *管理世界* , 2011 , 1: 40 - 51 + 187 - 188.

Li Guangzi , Tang Guozheng , Liu Li. The irrational co-movement of stock names and stock prices [J]. *Management World* , 2011 , 1: 40 - 1 + 187 - 188. (in Chinese)

- [20] Kahneman D , Amos T. The psychology of preferences [J]. *Scientific American* , 1982 , 246(1) : 160 - 173.

- [21] Zajonc R B. Feeling and thinking: Preferences need no inferences [J]. *American Psychologist* , 1980 , 35(2) : 151 - 175.

- [22] Zizak D M , Reber A S. Implicit preferences: The role(s) of familiarity in the structural mere exposure effect [J]. *Consciousness & Cognition* , 2004 , 13(2) : 336 - 362.

- [23] Schwarz N. Errors of judgment and the logic of conversation [J]. *Behavioral & Brain Sciences* , 2004 , 27(3) : 355 - 355.

- [24] Green T C , Russell J. Company name fluency , investor recognition , and firm value [J]. *Journal of Financial Economics* , 2013 , 109(3) : 813 - 834.

- [25] Head A , Smith G , Wilson J. Would a stock by any other ticker smell as sweet [J]. *Quarterly Review of Economics and Finance* , 2009 , 49: 551 - 561.

- [26] Daniel K , Hirshleifer D , Teoh S H. Investor psychology in capital markets: Evidence and policy implications [J]. *Journal of Monetary Economics* , 2002 , 49(1) : 139 - 209.

- [27]罗琦,伍敬侗. 投资者关注与IPO首日超额收益——基于双边随机前沿分析的新视角[J]. 管理科学学报, 2017, 20(9): 46-60.
- Luo Qi, Wu Jingtong. Investor attention and IPO abnormal initial return: A new perspective based on two-tier stochastic frontier analysis[J]. Journal of Management Sciences in China, 2017, 20(9): 46-60. (in Chinese)
- [28]王春,徐龙炳. 投资者关注研究新进展[J]. 上海财经大学学报, 2009, 11: 90-96.
- Wang Chun, Xu Longbing. New developments in investor research[J]. Journal of Shanghai University of Finance and Economics, 2009, 11: 90-96. (in Chinese)
- [29]刘维奇,刘新新. 个人和机构投资者情绪与股票收益——基于上证A股市场研究[J]. 管理科学学报, 2014, 17: 70-87.
- Liu Weiqi, Liu Xinxin. Individual/institutional investor sentiment and stock returns: Study based on Shanghai A-share market[J]. Journal of Management Sciences in China, 2014, 17: 70-87. (in Chinese)
- [30]肖奇,屈文洲. 投资者关注、资产定价与股价同步性研究综述[J]. 外国经济与管理, 2017, 39: 120-137.
- Xiao Qi, Qu Wenzhou. A literature review of investor attention, asset pricing and stock return synchronicity[J]. Foreign Economics & Management, 2017, 39: 120-137. (in Chinese)
- [31]Fang L, Peress J. Media coverage and the cross-section of stock returns[J]. Journal of Finance, 2009, 64(5): 2023-2052.
- [32]Shiller R J. Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? [J]. American Economic Review, 1981, 71: 421-436.
- [33]French K R, Roll R. Stock return variances: The arrival of information and the reaction of traders[J]. Journal of Financial Economics, 1986, 17: 5-26.
- [34]贾春新,赵宇,孙萌,等. 投资者有限关注与限售股解禁[J]. 金融研究, 2010, 11: 108-122.
- Jia Chunxin, Zhao Yu, Sun Meng, et al. Limited attention by investors and restricted share sales lifted the ban[J]. Journal of Financial Research, 2010, 11: 108-122. (in Chinese)
- [35]Da Z, Engelberg J, Gao P J. In search of attention[J]. The Journal of Finance, 2011, 66(5): 1461-1499.
- [36]饶育蕾,彭叠峰,成大超. 媒体注意力会引起股票的异常收益吗? ——来自中国股票市场的经验证据[J]. 系统工程理论与实践, 2010, 30: 287-297.
- Rao Yulei, Peng Diefeng, Cheng Dachao. Does media attention cause abnormal Returns: Evidence from China's stock market[J]. Systems Engineering: Theory & Practice, 2010, 30: 287-297. (in Chinese)
- [37]徐海川,周炜星. 情绪指数与市场收益: 纳入中国波指(iVX)的分析[J]. 管理科学学报, 2018, 21(1): 88-96.
- Xu Haichuan, Zhou Weixing. Sentiment index and market return considering the iVX [J]. Journal of Management Sciences in China, 2018, 21(1): 88-96. (in Chinese)
- [38]Lou D. Attracting investor attention through advertising [J]. Review of Financial Studies, 2014, 27(6): 1797-1829.
- [39]Rosa R S, Durand R B. The role of salience in portfolio formation[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2008, 16(1): 78-94.
- [40]Mbanga C, Darrat A, Park J. Investor sentiment and aggregate stock returns: The role of investor attention[J]. Review of Quantitative Finance and Accounting, 2019, 53(2): 397-428.
- [41]孙书娜,孙谦. 投资者关注和股市表现——基于雪球关注度的研究[J]. 管理科学学报, 2018, 21(6): 60-71.
- Sun Shuna, Sun Qian. Investor attention and stock market performance based on the study of snowball attention[J]. Journal of Management Sciences in China, 2018, 21(6): 60-71. (in Chinese)
- [42]Cornelli F, Ljungqvist A, Goldreich D. Investor Sentiment and Pre-issue Markets[R]. Working Paper, London: Centre for Economic Policy Research, 2004.
- [43]Derrien F. IPO pricing in “hot” market condition: Who leaves money on the table? [J]. The Journal of Finance, 2005, 60(1): 487-521.
- [44]Bajo E, Chemmanur T J, Simonyan K, et al. Underwriter networks, investor attention, and initial public offerings [J].

- Journal of Financial Economics ,2016 ,122(2) : 376 – 408.
- [45] Laroche M , Kim C , Zhou L. Brand familiarity and confidence as determinants of purchase intention: An empirical test in a multiple brand context [J]. Journal of Business Research ,1996 ,37(2) : 115 – 120.
- [46] 邵新建,巫和懋,李泽广,等. 中国 IPO 上市首日的超高换手率之谜[J]. 金融研究,2011 ,9: 122 – 137.
Shao Jianxin , Wu Hemao , Li Zeguang , et al. The mystery of the high turnover rate on the first day of Chinese IPOs [J]. Journal of Financial Research ,2011 ,9: 122 – 137. (in Chinese)
- [47] Ang A , Hodrick R J , Xing Y , et al. The cross-section of volatility and expected returns [J]. Journal of Finance ,2006 ,61: 259 – 299.
- [48] Ang A , Hodrick R J , Xing Y , et al. High idiosyncratic volatility and low returns: International and further U. S. evidence [J]. Journal of Financial Economics ,2009 ,91: 1 – 23.
- [49] 王瑾乐,史永东. 机构投资者、高管变更与股价波动[J]. 管理科学学报,2018 ,21(7) : 114 – 126.
Wang Jinle , Shi Yongdong. Institutional investors , top management turnover and the fluctuation of stock price [J]. Journal of Management Sciences in China ,2018 ,21(7) : 114 – 126. (in Chinese)
- [50] Barber B M , Odean T. All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors [J]. Review of Financial Studies ,2008 ,21(2) : 785 – 818.

A name-driven investment bias: An empirical study based on investors' limited attention

ZONG Ji-chuan^{1 2} , LI Ji-yang¹ , DAI Yun^{3*}

1. School of Finance , Dongbei University of Finance and Economics , Dalian 116025 , China;
2. Laboratory for Experimental Economics , Dongbei University of Finance and Economics , Dalian 116025 , China;
3. Lingnan (University) College , Sun Yat-sen University , Guangzhou 510275 , China

Abstract: Attention is a scarce cognitive resource. This paper constructs an evaluation system for stock names through four dimensions , namely , smoothness , informativeness , product representativeness , and familiarity. It is found that stocks with different name scores have significantly different IPO first day returns and short-term post-IPO returns. From the perspective of investors' limited attention , this paper finds that better stock names help to attract individual investors , and this impact is more profound for stocks with high proportion of individual investors. Tests on trading behavior shows that institutional investors take advantage of individual investors' limited attention and conduct opposite transactions against individual investors. As stock trading information increases , the return and trading anomaly will change over time. This paper shows that the trading behavior of individual investors can be biased by their cognitive limitations , and institutional investors would conduct trading games based on the cognitive biases of individual investors.

Key word: stock name identification scores; stock returns; investors' attention

附录一

表 A.1.1 基于 Fama-Fench 三因子模型计算的超额回报率
Table A.1.1 Adjusted returns calculated based on the Fama-French three-factor model

	$R_{m,t} - R_{f,t}$	SMB	HML	alpha	R^2
上市后 1 个月的三因子超额收益分析					
Group1(H)	0.225***	0.054 2	-0.075 2	-0.020 6***	0.048
	(0.026)	(0.050)	(0.072)	(0.001)	
Group2(M)	0.202***	0.051 1	-0.038 9	-0.019***	0.036
	(0.026)	(0.052)	(0.074)	(0.001)	
Group3(L)	0.228***	0.128**	0.045	-0.018 1***	0.047
	(0.028)	(0.055)	(0.079)	(0.001)	
上市后 2 个月的三因子超额收益分析					
Group1(H)	0.936***	-0.270***	0.095 3	-0.021 7***	0.099
	(0.049)	(0.094)	(0.101)	(0.001)	
Group2(M)	0.805***	-0.180**	0.115	-0.021 5***	0.106
	(0.041)	(0.078)	(0.085)	(0.001)	
Group3(L)	0.721***	-0.155**	0.018 6	-0.020 8***	0.110
	(0.036)	(0.069)	(0.074)	(0.001)	
上市后 3 个月的三因子超额收益分析					
Group1(H)	0.902***	-0.130*	-0.013 8	-0.022 1***	0.118
	(0.040)	(0.076)	(0.077)	(0.001)	
Group2(M)	0.788***	-0.030 1	-0.008 3	-0.021 9***	0.128
	(0.034)	(0.064)	(0.065)	(0.001)	
Group3(L)	0.713***	-0.045 1	-0.069 9	-0.021 4***	0.135
	(0.029)	(0.056)	(0.057)	(0.001)	
上市后 6 个月的三因子超额收益分析					
Group1(H)	0.825***	-0.114*	-0.049 4	-0.022 3***	0.114
	(0.034)	(0.063)	(0.068)	(0.001)	
Group2(M)	0.593***	0.028 8	-0.054 7	-0.022 4***	0.16
	(0.020)	(0.039)	(0.041)	(0.001)	
Group3(L)	0.668***	-0.025 3	-0.095 6*	-0.021 6***	0.136
	(0.025)	(0.047)	(0.050)	(0.001)	
上市后 9 个月的三因子超额收益分析					
Group1(H)	0.795***	-0.088 8	-0.057 8	-0.023 3***	0.113
	(0.031)	(0.059)	(0.064)	(0.001)	
Group2(M)	0.590***	0.042 2	-0.063 7	-0.023 3***	0.167
	(0.019)	(0.036)	(0.039)	(0.001)	
Group3(L)	0.675***	-0.023	-0.099 8**	-0.022 7***	0.145
	(0.023)	(0.044)	(0.048)	(0.001)	
上市后 12 个月的三因子超额收益分析					
Group1(H)	0.761***	-0.062 2	-0.065 4	-0.023 5***	0.111
	(0.029)	(0.057)	(0.062)	(0.001)	
Group2(M)	0.570***	0.051 8	-0.062 9*	-0.023 4***	0.166
	(0.018)	(0.035)	(0.038)	(0.001)	
Group3(L)	0.652***	-0.000 3	-0.114**	-0.022 9***	0.145
	(0.022)	(0.042)	(0.046)	(0.001)	

附录二

表 A.2.1 关注度小样本股票名称辨识度与股票 IPO 首日收益率

Table A.2.1 Stock name identifications and IPO first-day returns in the sample with investor attention

全部样本		H 组		M 组		L 组		Dij(H-L)	
观测值	均值 [中位数]	观测值	均值 [中位数]	观测值	均值 [中位数]	观测值	均值 [中位数]	t 检验	秩检验
241	0.443 3	80	0.430 3	81	0.446 5	80	0.453 0	0.259 9	0.603 9
	[0.440 0]		[0.439 9]		[0.440 0]		[0.440 0]		

表 A.2.2 关注度小样本上市后的股票收益率

Table A.2.2 Post-IPO returns in the sample with investor attention

Panel A: 上市后股票在不同期限内的持有超额回报率					
	H 组	M 组	L 组	Dij(H-L)	秩检验
BHAR1	0.028	0.029	0.036	-0.008*	-1.867*
BHAR2	0.026	0.026	0.035	-0.009**	-1.856*
BHAR3	0.025	0.027	0.035	-0.010**	-1.887*
BHAR6	0.023	0.025	0.037	-0.014***	-2.454**
BHAR9	0.023	0.024	0.037	-0.014***	-2.525**
BHAR12	0.022	0.021	0.034	-0.012**	-2.071*
Panel B: 基于 Fama-French 三因子模型计算的超额回报率					
	rmt_rft	SMB	HML	alpha	R ²
上市后 1 个月的三因子超额收益分析					
Group1(H)	0.705***	1.090***	-0.081	-0.0104***	0.213
	(0.117)	(0.325)	(0.449)	(0.002)	
Group2(M)	0.725***	1.216***	1.283**	-0.0056**	0.111
	(0.133)	(0.370)	(0.510)	(0.002)	
Group3(L)	0.836***	1.123***	0.463	-0.0086***	0.171
	(0.130)	(0.363)	(0.500)	(0.002)	
上市后 2 个月的三因子超额收益分析					
Group1(H)	0.884***	1.093***	0.198	-0.0179***	0.292
	(0.063)	(0.168)	(0.226)	(0.001)	
Group2(M)	0.904***	1.007***	0.158	-0.0169***	0.263
	(0.067)	(0.180)	(0.241)	(0.001)	
Group3(L)	0.878***	0.638***	-0.093	-0.0153***	0.185
	(0.076)	(0.205)	(0.274)	(0.001)	
上市后 3 个月的三因子超额收益分析					
Group1(H)	0.986***	0.901***	-0.206	-0.0189***	0.409
	(0.049)	(0.124)	(0.172)	(0.001)	
Group2(M)	0.962***	0.990***	-0.057	-0.0181***	0.366
	(0.053)	(0.134)	(0.185)	(0.001)	
Group3(L)	0.929***	0.645***	-0.317	-0.0171***	0.287
	(0.058)	(0.147)	(0.203)	(0.001)	
上市后 6 个月的三因子超额收益分析					
Group1(H)	1.028***	0.866***	-0.133	-0.0197***	0.500
	(0.034)	(0.084)	(0.114)	(0.001)	
Group2(M)	1.024***	1.060***	0.103	-0.0196***	0.491
	(0.036)	(0.086)	(0.118)	(0.001)	
Group3(L)	1.016***	0.756***	-0.206	-0.0186***	0.432
	(0.038)	(0.093)	(0.127)	(0.001)	

续表 A.2.2

Table A.2.2 Continues

上市后 9 个月的三因子超额收益分析					
<i>Group1(H)</i>	1.036*** (0.027)	0.795*** (0.064)	-0.136 (0.088)	-0.0196*** (0.000)	0.581
<i>Group2(M)</i>	1.051*** (0.028)	0.919*** (0.068)	-0.026 (0.092)	-0.0198*** (0.000)	
<i>Group3(L)</i>	1.049*** (0.032)	0.712*** (0.076)	-0.332*** (0.104)	-0.0188*** (0.000)	0.507
上市后 12 个月的三因子超额收益分析					
<i>Group1(H)</i>	1.024*** (0.024)	0.746*** (0.057)	-0.166** (0.078)	-0.0198*** (0.000)	0.617
<i>Group2(M)</i>	1.054*** (0.025)	0.901*** (0.059)	-0.054 (0.080)	-0.0200*** (0.000)	
<i>Group3(L)</i>	1.072*** (0.029)	0.715*** (0.068)	-0.311*** (0.093)	-0.0192*** (0.000)	0.556

表 A.2.3 关注度小样本面板数据固定效应回归

Table A.2.3 Panel data fixed effect regression in the sample with investor attention

	<i>IPO_n</i> = IPO 后 1 个月	<i>IPO_n</i> = IPO 后 2 个月	<i>IPO_n</i> = IPO 后 3 个月	<i>IPO_n</i> = IPO 后 6 个月	<i>IPO_n</i> = IPO 后 9 个月	<i>IPO_n</i> = IPO 后 12 个月
VARIABLES	<i>RET</i>	<i>RET</i>	<i>RET</i>	<i>RET</i>	<i>RET</i>	<i>RET</i>
<i>IPO_n</i>	0.0156*** (0.0007)	0.0075*** (0.0005)	0.0053*** (0.0005)	0.0037*** (0.0004)	0.0030*** (0.0003)	0.0020*** (0.0003)
<i>IPO_n × IDENTI</i>	-0.0022*** (0.0005)	-0.0012*** (0.0004)	-0.0009*** (0.0003)	-0.0008*** (0.0003)	-0.0006** (0.0002)	-0.0003 (0.0002)
控制变量	是	是	是	是	是	是
观测数值	5 661	5 661	5 661	5 661	5 661	5 661
<i>R</i> ²	0.203	0.085	0.056	0.036	0.028	0.018
股票数	241	241	241	241	241	241

表 A.2.4 关注度小样本的企业经营业绩检验

Table A.2.4 Tests of operating performance in the sample with investor attention

Panel A: <i>ROA</i> 指标比较(%)						
	IPO 后 1 个月	IPO 后 2 个月	IPO 后 3 个月	IPO 后 6 个月	IPO 后 9 个月	IPO 后 12 个月
<i>H</i> 组	5.568	5.508	5.664	5.952	6.012	5.868
<i>M</i> 组	5.028	4.608	5.196	5.508	5.532	5.448
<i>L</i> 组	5.472	5.028	5.244	5.676	5.868	5.760
<i>Dij(H-L)</i>	0.096	0.480	0.420	0.276	0.144	0.108
<i>P</i> 值	0.426	0.107	0.084*	0.165	0.286	0.343
Panel B: <i>ROE</i> 指标比较(%)						
	IPO 后 1 个月	IPO 后 2 个月	IPO 后 3 个月	IPO 后 6 个月	IPO 后 9 个月	IPO 后 12 个月
<i>H</i> 组	4.716	4.704	4.680	4.728	4.764	4.800
<i>M</i> 组	4.644	4.440	4.536	4.704	4.716	4.728
<i>L</i> 组	4.668	4.668	4.500	4.608	4.584	4.584
<i>Dij(H-L)</i>	0.048	0.036	0.180	0.120	0.180	0.216
<i>P</i> 值	0.418	0.448	0.223	0.309	0.227	0.191

附录三

表 A.3.1 股票发行方式分组回归
Table A.3.1 Panel regressions by issue mode

Panel A: 机构投资者获配						
	$IPO_n = IPO$ 后 1 个月	$IPO_n = IPO$ 后 2 个月	$IPO_n = IPO$ 后 3 个月	$IPO_n = IPO$ 后 6 个月	$IPO_n = IPO$ 后 9 个月	$IPO_n = IPO$ 后 12 个月
VARIABLES	RET	RET	RET	RET	RET	RET
IPO_n	0.031 4*** (0.001 9)	0.016 1*** (0.001 0)	0.011 2*** (0.000 7)	0.006 3*** (0.000 4)	0.004 2*** (0.000 3)	0.002 5*** (0.000 3)
$IPO_n \times IDENTI$	-0.007 6*** (0.001 4)	-0.004 2*** (0.000 7)	-0.003 1*** (0.000 5)	-0.001 7*** (0.000 3)	-0.001 3*** (0.000 2)	-0.000 9*** (0.000 2)
控制变量	是	是	是	是	是	是
观测数值	18 708	18 708	18 708	18 708	18 708	18 708
R^2	0.22	0.11	0.07	0.04	0.02	0.02
股票数	822	822	822	822	822	822
Panel B: 个人投资者获配						
	$IPO_n = IPO$ 后 1 个月	$IPO_n = IPO$ 后 2 个月	$IPO_n = IPO$ 后 3 个月	$IPO_n = IPO$ 后 6 个月	$IPO_n = IPO$ 后 9 个月	$IPO_n = IPO$ 后 12 个月
VARIABLES	RET	RET	RET	RET	RET	RET
IPO_n	-0.001 7* (0.000 9)	-0.000 9 (0.000 6)	-0.001 0* (0.000 5)	0.000 1 (0.000 4)	-0.000 1 (0.000 4)	-0.001 1** (0.000 4)
$IPO_n \times IDENTI$	0.000 5 (0.000 7)	0.000 1 (0.000 5)	0.000 1 (0.000 4)	-0.000 2 (0.000 3)	-0.000 1 (0.000 3)	-0.000 1 (0.000 3)
控制变量	是	是	是	是	是	是
观测数值	3 912	3 912	3 912	3 912	3 912	3 912
R^2	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
股票数	163	163	163	163	163	163

附录四

表 A.4.1 深证 A 股的股票名称辨识度与股票 IPO 首日收益率
Table A.4.1 Name identifications and IPO first-day returns for Shenzhen A shares

全部样本		H 组		M 组		L 组		$dif(H-L)$	
观测值	均值 [中位数]	观测值	均值 [中位数]	观测值	均值 [中位数]	观测值	均值 [中位数]	t 检验 P 值	秩检验 P 值
1 414	0.685 9	471	0.792 4	471	0.717 3	472	0.548 4	0.000 3	0.001 7
	[0.440 0]		[0.445 9]		[0.440 0]		[0.439 9]		

表 A.4.2 深证 A 股上市后的股票收益率
Table A.4.2 Post-IPO returns for Shenzhen A shares

Panel A: 上市后股票在不同期限内的持有期超额回报率					
	H 组	M 组	L 组	$dif(H-L)$	秩检验
$BHAR1$	0.012 2	0.020 7	0.020 7	-0.008 5***	-4.878***
$BHAR2$	0.010 4	0.019 7	0.019 8	-0.009 4***	-4.746***
$BHAR3$	0.009 0	0.018 8	0.018 8	-0.009 8***	-4.846***
$BHAR6$	0.006 8	0.017 9	0.019 3	-0.012 5***	-5.218***
$BHAR9$	0.004 2	0.016 5	0.018 8	-0.014 6***	-5.418***
$BHAR12$	0.001 9	0.016 7	0.017 9	-0.015 9***	-5.635***

续表 A.4.2
Table A.4.2 Continues

Panel B: 基于 Fama-French 三因子模型计算的超额回报率					
	$R_{m,t} - R_{f,t}$	SMB	HML	alpha	R^2
上市后 1 个月的三因子超额收益分析					
Group1(H)	0.225 *** (0.026)	0.054 2 (0.050)	-0.075 2 (0.072)	-0.020 6 *** (0.001)	0.048
Group2(M)	0.202 *** (0.026)	0.051 1 (0.052)	-0.038 9 (0.074)	-0.019 0 *** (0.001)	0.036
Group3(L)	0.228 *** (0.028)	0.128 ** (0.055)	0.045 (0.079)	-0.018 1 *** (0.001)	0.047
上市后 2 个月的三因子超额收益分析					
Group1(H)	0.936 *** (0.049)	-0.270 *** (0.094)	0.095 3 (0.101)	-0.021 7 *** (0.001)	0.099
Group2(M)	0.805 *** (0.041)	-0.180 ** (0.078)	0.115 (0.085)	-0.021 5 *** (0.001)	0.106
Group3(L)	0.721 *** (0.036)	-0.155 ** (0.069)	0.018 6 (0.074)	-0.020 8 *** (0.001)	0.11
上市后 3 个月的三因子超额收益分析					
Group1(H)	0.902 *** (0.040)	-0.130 * (0.076)	-0.013 8 (0.077)	-0.022 1 *** (0.001)	0.118
Group2(M)	0.788 *** (0.034)	-0.030 1 (0.064)	-0.008 3 (0.065)	-0.021 9 *** (0.001)	0.128
Group3(L)	0.713 *** (0.029)	-0.045 1 (0.056)	-0.069 9 (0.057)	-0.021 4 *** (0.001)	0.135
上市后 6 个月的三因子超额收益分析					
Group1(H)	0.825 *** (0.034)	-0.114 * (0.063)	-0.049 4 (0.068)	-0.022 3 *** (0.001)	0.114
Group2(M)	0.593 *** (0.020)	0.028 8 (0.039)	-0.054 7 (0.041)	-0.022 4 *** (0.001)	0.16
Group3(L)	0.668 *** (0.025)	-0.025 3 (0.047)	-0.095 6 * (0.050)	-0.021 6 *** (0.001)	0.136
上市后 9 个月的三因子超额收益分析					
Group1(H)	0.795 *** (0.031)	-0.088 8 (0.059)	-0.057 8 (0.064)	-0.023 3 *** (0.001)	0.113
Group2(M)	0.590 *** (0.019)	0.042 2 (0.036)	-0.063 7 (0.039)	-0.023 3 *** (0.001)	0.167
Group3(L)	0.675 *** (0.023)	-0.023 (0.044)	-0.099 8 ** (0.048)	-0.022 7 *** (0.001)	0.145
上市后 12 个月的三因子超额收益分析					
Group1(H)	0.761 *** (0.029)	-0.062 2 (0.057)	-0.065 4 (0.062)	-0.023 5 *** (0.001)	0.111
Group2(M)	0.570 *** (0.018)	0.051 8 (0.035)	-0.062 9 * (0.038)	-0.023 4 *** (0.001)	0.166
Group3(L)	0.652 *** (0.022)	-0.000 3 (0.042)	-0.114 ** (0.046)	-0.022 9 *** (0.001)	0.145

表 A.4.3 深证 A 股面板数据固定效应回归

Table A.4.3 Panel regressions for Shenzhen A shares

	$IPO_n = IPO$ 后 1 个月	$IPO_n = IPO$ 后 2 个月	$IPO_n = IPO$ 后 3 个月	$IPO_n = IPO$ 后 6 个月	$IPO_n = IPO$ 后 9 个月	$IPO_n = IPO$ 后 12 个月
VARIABLES	RET	RET	RET	RET	RET	RET
IPO_n	0.010 5 *** (0.001 3)	0.006 1 *** (0.000 7)	0.003 6 *** (0.000 5)	0.001 5 *** (0.000 3)	0.001 0 *** (0.000 2)	0.000 4 *** (0.000 2)
$IPO_n \times IDENTI$	-0.002 8 *** (0.001 0)	-0.001 9 *** (0.000 5)	-0.000 7* (0.000 4)	-0.000 1 (0.000 2)	-0.000 1 (0.000 2)	0.000 0 (0.000 1)
MV	-0.000 9 *** (0.000 3)	-0.001 2 *** (0.000 3)	-0.001 3 *** (0.000 3)	-0.001 4 *** (0.000 3)	-0.001 5 *** (0.000 3)	-0.001 7 *** (0.000 3)
BV/MV	-0.001 1 (0.000 8)	-0.001 3 (0.000 8)	-0.001 3* (0.000 8)	-0.001 4 (0.000 9)	-0.001 3 (0.000 9)	-0.002 7 *** (0.001 0)
常数项	0.014 5 *** (0.004 0)	0.018 2 *** (0.004 2)	0.020 1 *** (0.004 3)	0.022 1 *** (0.004 6)	0.023 0 *** (0.004 7)	0.026 0 *** (0.004 7)
观测数值	22 695	22 695	22 695	22 695	22 695	22 695
R^2	0.041	0.026	0.019	0.01	0.008	0.004
股票数	1 236	1 236	1 236	1 236	1 236	1 236

表 A.4.4 深证 A 股业绩检验

Table A.4.4 Tests of operating performance for Shenzhen A-share

Panel A: ROA 指标比较(%)						
	IPO 后 1 个月	IPO 后 2 个月	IPO 后 3 个月	IPO 后 6 个月	IPO 后 9 个月	IPO 后 12 个月
H 组	5.664	6.048	6.420	6.696	6.612	6.552
M 组	5.844	6.144	6.432	6.792	6.768	6.636
L 组	5.892	6.252	6.540	6.744	6.732	6.576
$Dif(H-L)$	-0.228	-0.204	-0.120	-0.048	-0.120	-0.024
P 值	0.245	0.227	0.296	0.402	0.240	0.444
Panel B: ROE 指标比较(%)						
	IPO 后 1 个月	IPO 后 2 个月	IPO 后 3 个月	IPO 后 6 个月	IPO 后 9 个月	IPO 后 12 个月
H 组	3.672	3.720	3.792	3.840	3.852	3.912
M 组	3.768	3.756	3.852	4.008	4.008	3.876
L 组	3.708	3.792	3.900	3.960	4.056	3.876
$Dif(H-L)$	-0.036	-0.072	-0.108	-0.120	-0.204	0.036
P 值	0.373	0.249	0.129	0.111	0.022 **	0.347

表 A.4.5 深证 A 股股票名称辨识度与投资者异常关注度

Table A.4.5 Name identifications and investors' abnormal attention for Shenzhen A shares

VARIABLES	ASVI	ASVI	ASVI	ASVI
$IDENTI$	0.096 *** (0.035)	0.162* (0.088)	0.094 *** (0.031)	0.145* (0.086)
PB		0.013* (0.007)		0.01 (0.007)
MV			0.323 *** (0.031)	0.155 (0.098)
常数项	0.165 (0.296)	0.206 *** (0.061)	-4.665 *** (0.535)	-2.242 (1.562)
行业固定效应	是	是	是	是
观测数值	746	143	746	143
R^2	0.125	0.24	0.304	0.262

表 A.4.6 深证 A 股股票收益基于股票名称辨识度与个人投资者异常关注度的双重排序分组结果

Table A.4.6 Stock returns based on the double sorting of stock name identification scores and investor abnormal attention for Shenzhen A shares

IPO 后 1 个月内的股票收益				
	<i>IDENTI</i> (<i>H</i>)	<i>IDENTI</i> (<i>M</i>)	<i>IDENTI</i> (<i>L</i>)	<i>Dij</i> (<i>H-L</i>)
<i>ASVI</i> (<i>H</i>)	0.028 7	0.033 2	0.026 0	0.002 7
<i>ASVI</i> (<i>M</i>)	0.025 2	0.026 4	0.031 3	-0.006 1
<i>ASVI</i> (<i>L</i>)	0.053 3	0.050 3	0.051 9	0.001 5
IPO 后 2 个月内的股票收益				
	<i>IDENTI</i> (<i>H</i>)	<i>IDENTI</i> (<i>M</i>)	<i>IDENTI</i> (<i>L</i>)	<i>Dij</i> (<i>H-L</i>)
<i>ASVI</i> (<i>H</i>)	0.014 1	0.016 6	0.012 8	0.001 3
<i>ASVI</i> (<i>M</i>)	0.013 9	0.013 6	0.016 4	-0.002 5
<i>ASVI</i> (<i>L</i>)	0.027 4	0.026 4	0.026 6	0.000 8
IPO 后 3 个月内的股票收益				
	<i>IDENTI</i> (<i>H</i>)	<i>IDENTI</i> (<i>M</i>)	<i>IDENTI</i> (<i>L</i>)	<i>Dij</i> (<i>H-L</i>)
<i>ASVI</i> (<i>H</i>)	0.009 2	0.010 7	0.008 0	0.001 2
<i>ASVI</i> (<i>M</i>)	0.009 0	0.009 1	0.011 1	-0.002 0
<i>ASVI</i> (<i>L</i>)	0.018 1	0.016 9	0.017 9	0.000 2
IPO 后 6 个月内的股票收益				
	<i>IDENTI</i> (<i>H</i>)	<i>IDENTI</i> (<i>M</i>)	<i>IDENTI</i> (<i>L</i>)	<i>Dij</i> (<i>H-L</i>)
<i>ASVI</i> (<i>H</i>)	0.004 6	0.005 1	0.004 2	0.000 4
<i>ASVI</i> (<i>M</i>)	0.004 7	0.004 2	0.005 4	-0.000 7
<i>ASVI</i> (<i>L</i>)	0.009 4	0.009 2	0.009 7	-0.000 3
IPO 后 9 个月内的股票收益				
	<i>IDENTI</i> (<i>H</i>)	<i>IDENTI</i> (<i>M</i>)	<i>IDENTI</i> (<i>L</i>)	<i>Dij</i> (<i>H-L</i>)
<i>ASVI</i> (<i>H</i>)	0.003 1	0.003 6	0.002 6	0.000 4
<i>ASVI</i> (<i>M</i>)	0.002 8	0.002 7	0.003 6	-0.000 8
<i>ASVI</i> (<i>L</i>)	0.006 0	0.006 0	0.006 5	-0.000 4
IPO 后 12 个月内的股票收益				
	<i>IDENTI</i> (<i>H</i>)	<i>IDENTI</i> (<i>M</i>)	<i>IDENTI</i> (<i>L</i>)	<i>Dij</i> (<i>H-L</i>)
<i>ASVI</i> (<i>H</i>)	0.002 1	0.002 8	0.001 8	0.000 4
<i>ASVI</i> (<i>M</i>)	0.002 0	0.002 1	0.002 4	-0.000 4
<i>ASVI</i> (<i>L</i>)	0.004 6	0.004 5	0.004 7	-0.000 2

表 A.4.7 深证 A 股引入投资者异常关注后的股票名称辨识度与股票收益的固定效应回归

Table A.4.7 Panel regressions of stock returns on stock name identification scores and abnormal investor attention for Shenzhen A shares

	<i>IPO</i> _{<i>n</i>} = IPO 后 1 个月	<i>IPO</i> _{<i>n</i>} = IPO 后 2 个月	<i>IPO</i> _{<i>n</i>} = IPO 后 3 个月	<i>IPO</i> _{<i>n</i>} = IPO 后 6 个月	<i>IPO</i> _{<i>n</i>} = IPO 后 9 个月	<i>IPO</i> _{<i>n</i>} = IPO 后 12 个月
VARIABLES	<i>RET</i>	<i>RET</i>	<i>RET</i>	<i>RET</i>	<i>RET</i>	<i>RET</i>
<i>IPO</i> _{<i>n</i>}	0.026 0*** (0.003 8)	0.013 8*** (0.002 0)	0.008 1*** (0.001 3)	0.003 3*** (0.000 7)	0.001 8*** (0.000 5)	0.001 0*** (0.000 4)
<i>IPO</i> _{<i>n</i>} × <i>IDENTI</i>	-0.003 9 (0.002 5)	-0.002 7** (0.001 2)	-0.001 1 (0.000 8)	-0.000 5 (0.000 4)	-0.000 3 (0.000 3)	0.000 1 (0.000 2)
<i>IPO</i> _{<i>n</i>} × <i>ASVI</i>	-0.015 1*** (0.002 4)	-0.007 5*** (0.001 3)	-0.004 6*** (0.000 8)	-0.002 4*** (0.000 4)	-0.001 3*** (0.000 3)	-0.001 3*** (0.000 2)
控制变量	是	是	是	是	是	是
观测数值	16 675	16 675	16 675	16 675	16 675	16 675
<i>R</i> ²	0.053	0.029	0.018	0.008	0.005	0.005
股票数	824	824	824	824	824	824

表 A.4.8 深证 A 股机构(个人)投资者持股比例分组回归

Table A.4.8 Panel regressions by the type of majority investors for Shenzhen A shares

Panel A: 低机构投资者持股(高个人投资者持股)						
	$IPO_n =$ IPO 后 1 个月	$IPO_n =$ IPO 后 2 个月	$IPO_n =$ IPO 后 3 个月	$IPO_n =$ IPO 后 6 个月	$IPO_n =$ IPO 后 9 个月	$IPO_n =$ IPO 后 12 个月
VARIABLES	RET	RET	RET	RET	RET	RET
IPO_n	0.030 5*** (0.004 6)	0.015 7*** (0.002 3)	0.009 6*** (0.001 5)	0.002 9*** (0.000 8)	0.001 7*** (0.000 5)	0.000 8** (0.000 4)
$IPO_n \times IDENTI$	-0.012 5*** (0.003 5)	-0.006 6*** (0.001 7)	-0.003 3*** (0.001 1)	-0.001 3** (0.000 6)	-0.000 6 (0.000 4)	-0.000 2 (0.000 3)
控制变量	是	是	是	是	是	是
观测值数	10 960	10 960	10 960	10 960	10 960	10 960
R^2	0.092	0.051	0.038	0.012	0.01	0.009
股票数	559	559	559	559	559	559
Panel B: 高机构投资者持股(低个人投资者持股)						
	$IPO_n =$ IPO 后 1 个月	$IPO_n =$ IPO 后 2 个月	$IPO_n =$ IPO 后 3 个月	$IPO_n =$ IPO 后 6 个月	$IPO_n =$ IPO 后 9 个月	$IPO_n =$ IPO 后 12 个月
VARIABLES	RET	RET	RET	RET	RET	RET
IPO_n	0.007 8*** (0.002 5)	0.005 3*** (0.001 3)	0.002 3** (0.000 9)	0.000 7 (0.000 5)	0.000 8** (0.000 4)	0.000 4 (0.000 3)
$IPO_n \times IDENTI$	0.001 0 (0.002 1)	-0.000 2 (0.001 0)	0.000 9 (0.000 7)	0.000 2 (0.000 4)	0.000 4 (0.000 3)	0.000 4 (0.000 3)
控制变量	是	是	是	是	是	是
观测值数	11 543	11 543	11 543	11 543	11 543	11 543
R^2	0.034	0.024	0.017	0.008	0.011	0.009
股票数	563	563	563	563	563	563

表 A.4.9 深证 A 股净买入成交量分组回归

Table A.4.9 Panel regressions of net buying volumes by order size for Shenzhen A shares

Panel A: 主力净买入成交量						
	$IPO_n =$ IPO 后 1 个月	$IPO_n =$ IPO 后 2 个月	$IPO_n =$ IPO 后 3 个月	$IPO_n =$ IPO 后 6 个月	$IPO_n =$ IPO 后 9 个月	$IPO_n =$ IPO 后 12 个月
VARIABLES	$MNBV$	$MNBV$	$MNBV$	$MNBV$	$MNBV$	$MNBV$
IPO_n	0.085 4*** (0.008 2)	0.044 8*** (0.006 3)	0.026 0*** (0.004 7)	0.007 3** (0.003 2)	0.003 1 (0.002 5)	0.001 0 (0.002 0)
$IPO_n \times IDENTI$	-0.014 4** (0.007 3)	-0.011 6** (0.005 2)	-0.008 2** (0.003 7)	-0.004 4* (0.002 5)	-0.002 7 (0.001 9)	-0.001 3 (0.001 5)
控制变量	是	是	是	是	是	是
观测值数	90 908	90 908	90 908	90 908	90 908	90 908
R^2	0.06	0.039	0.032	0.027	0.027	0.027
股票数	1 385	1 385	1 385	1 385	1 385	1 385
Panel B: 散户净买入成交量						
	$IPO_n =$ IPO 后 1 个月	$IPO_n =$ IPO 后 2 个月	$IPO_n =$ IPO 后 3 个月	$IPO_n =$ IPO 后 6 个月	$IPO_n =$ IPO 后 9 个月	$IPO_n =$ IPO 后 12 个月
VARIABLES	$SNBV$	$SNBV$	$SNBV$	$SNBV$	$SNBV$	$SNBV$
IPO_n	-0.133*** (0.009 3)	-0.073 6*** (0.006 4)	-0.047 9*** (0.004 9)	-0.017 6*** (0.003 4)	-0.007 7*** (0.002 6)	-0.002 5 (0.002 1)
$IPO_n \times IDENTI$	0.013 3 (0.008 1)	0.012 6** (0.005 4)	0.011 5*** (0.004 0)	0.007 8*** (0.002 8)	0.005 4** (0.002 1)	0.003 1* (0.001 7)
控制变量	是	是	是	是	是	是
观测值数	90 908	90 908	90 908	90 908	90 908	90 908
R^2	0.107	0.053	0.032	0.014	0.011	0.01
股票数	1 385	1 385	1 385	1 385	1 385	1 385