



中青年经济学家文库

ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

国家自然科学基金(70872106)资助项目

中央财经大学“211工程”三期资助项目

控制权转移中的市场反应

——基于投资者情绪的分析视角

孙 健 / 著

KONGZHIQUAN ZHUANYI ZHONGDE SHICHANG FANYING
JIYU TOUZIZHE QINGXU DE FENXI SHIJIAO



经济科学出版社
Economic Science Press

中青年经济学家文库

国家自然科学基金(70872106)资助项目

中央财经大学“211工程”三期资助项目

控制权转移中的 市场反应

——基于投资者情绪的分析视角

Market Reaction during Control

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

控制权转移中的市场反应：基于投资者情绪的分析
视角 / 孙健著. —北京：经济科学出版社，2010.1

(中青年经济学家文库)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8932 - 3

I. ①控… II. ①孙… III. ①上市公司 - 企业管理 -
研究 - 中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 233245 号

责任编辑：侯加恒 莫霓舫

责任校对：徐领弟 张长松

版式设计：代小卫

技术编辑：王世伟

控制权转移中的市场反应

——基于投资者情绪的分析视角

孙 健 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京三木印刷有限公司印装

880×1230 32 开 6.125 印张 160000 字

2010 年 1 月第 1 版 2010 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8932 - 3 定价：18.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

孙健的博士论文《控制权转移中的市场反应——基于投资者情绪的分析视角》即将出版，作为他的导师，我为他取得的成绩感到高兴，同时也对他未来的学术发展寄予厚望。

上市公司控制权转移不仅是现代公司治理机制中的核心问题，也是资本市场研究中的重要问题。从理论上讲，合理的控制权转移有利于推动公司治理结构的完善，有利于发现公司的真实价值，有利于股东财富最大化；而在我国资本市场的实践中，越来越多控制权转移事件的出现使得实务界和学术界尤为关注控制权转移事件的影响。我从2004年开始关注上市公司的控制权问题，成功申请了国家社科基金“基于控股股东利益的中国上市公司资本运营研究”，着重分析控股股东的控制权对上市公司资本运营的影响；随着研究的逐渐深入，我又着眼于控制权转移中各方的利益关系，于2006年申请了国家自然科学基金“中国上市公司控制权转移的利益流动研究”，课题的研究成果已发表在《中国社会科学》、《经济研究》、《管理世界》、《会计研究》、《中国软科学》等核心刊物。

传统的控制权转移的研究主要分为三个方面：（1）控制权转移的动因，包括管理协同效应理论、财务协同效应理论、赋税效应理论以及信号与信息理论等；（2）控制权转移的财富效应，主要从市场反应和财务绩效两个角度进行；（3）控制权转移的财富效应的影响因素，包括：政府和法律的因素、公司股权结构、资产结构、公司规模和所属行业等。上述传统研究中均有一个隐含假定：投资者能够完全理性地看待上市公司的控制权转移事件并对此作出反应。但是，近年来金融领域的研究表明投资者往往是非理性的，

并且投资者的非理性会最终影响均衡价格的形成；此外，我国资本市场长期缺乏做空机制，制度的缺失亦导致投资者的非理性行为会影响股票的均衡价格。从2006年至今，我国的资本市场经历了从“大牛市”到“大熊市”的转变，让我们可以更清晰地了解投资者在不同市场环境下的行为问题。以控制权转移为例，是否资本市场繁荣、投资者情绪高涨时控制权转移可以获得更高的超额收益而资本市场冷清、投资者情绪低落时控制权转移会损害股东价值，此为孙健博士论文的出发点之一。

孙健博士论文的出发点之二乃是我国资本市场上屡见不鲜、屡禁不止的内幕交易。由于控制权转移过程中目标公司的股票一般会获得超额收益，因此控制权转移事件往往就成为内幕交易的“温床”。内幕交易的危害之处在于部分投资者拥有信息，并根据信息进行交易，交易的结果是无信息的投资者往往受到损失。同时，信息拥有者的交易行为能够被市场学习，加速信息的传递与扩散。在此过程中，投资者情绪的差异是否会导致投资者对该信息的反应不同，并最终影响股票收益，这是本书研究的另一个重要内容。

孙健的博士论文借鉴了行为金融和市场微观结构等相关领域的最新研究成果，探析在我国制度背景下投资者情绪、信息不对称与控制权转移的市场反应之间的关系。该论文发现，在我国，投资者情绪确实影响了控制权转移的市场反应，并且信息不对称加剧了这种影响程度。论文的研究成果不仅有助于在更深层次上理解控制权转移的市场反应，同时也为加强投资者风险教育、完善资本市场交易制度、建立健全资本市场内幕交易监控体系等提供了理论参考与政策指导。该论文以经验研究方法为主要手段，对研究主题进行了细致深入的分析。在内容安排上，秉承详实紧凑的原则，合理安排书稿内容。全书围绕控制权转移的市场反应展开，两个研究主题构成了本书的核心内容，内容框架均按经典的经验研究模式搭建，结构紧凑合理，体系清晰得当。

金融危机的阴霾行将退去，新一轮的并购浪潮已然来临。希望孙健把握时代机遇，脚踏实地在学术的道路上孜孜不倦、上下求索！是以为序。

王化成
于北京世纪园
2009年12月

摘 要

近年来，越来越多的国外研究表明经典的金融理论已经不能完全解释资本市场中的股票价格的波动，因此更多的学者将研究的注意力转向行为金融领域，他们认为投资者情绪是影响股票价格的重要因素。从我国市场来看，一方面从2006年至今，我国资本市场经历了“牛市”和“熊市”的转变过程，尽管此次的“熊市”很大程度上归因于全球金融危机，但是从这一轮牛市和熊市的转换中可以看出投资者情绪对股票收益影响巨大；另一方面，我国的市场制度促使在我国投资者情绪与股票收益之间存在较高的相关性，我国资本市场长期以来缺乏做空机制，造成了我国资本市场的价格往往只能反映最乐观投资者的价格，因而导致在牛市的情况下股票价格往往更容易被高估。

本书认为，在我国，控制权转移事件提供了一个很好的研究投资者情绪与市场反应的“实验场所”，一方面投资者往往由于能够获得较高的回报而对于控制权转移事件有乐观的倾向；另一方面，控制权转移中存在的信息泄露又使得本书可以检验信息不对称对投资者情绪和市场反应的综合影响。因此本书以“控制权转移中的市场反应——基于投资者情绪的分析视角”为题，研究控制权转移中投资者情绪对市场反应的影响。

本书的研究主要取得了以下几个方面的创新：（1）将行为金融中的投资者情绪理论引入控制权转移的研究。以往关于控制权转移市场反应的研究都默认投资者是理性的，但是由于我国资本市场缺乏做空机制，同时投资者往往又不具备分析和判断股票价格的能力，因而在我国市场投资者情绪在很大程度上会影响股票收益，尤

其是对于控制权转移这样能够获得超额回报的事件，投资者往往更容易浮想联翩。(2) 利用高频分笔交易数据估计控制权转移过程中的信息不对称程度。本书从一个较长的时间窗口研究控制权转移事件宣告的累积超额收益，原因在于我国控制权转移事件中存在着信息的提前泄露，并且该信息会影响不同投资者的交易行为。但是国内的相关研究仅仅提到了信息泄露的可能性，并没有对其进行实证检验。本书参考市场微观结构理论，利用高频分笔交易数据估计控制权转移中的逆向选择成本，以此作为信息不对称的度量指标。不仅解决了控制权转移中信息不对称的精确度量的问题，同时也为其他有关信息不对称的研究提供了新的思路和方法。(3) 从并购动能出发，将控制权转移的短期市场反应与长期市场反应相结合来判断投资者的过度乐观。以往关于控制权转移的市场反应的研究中，均是将短期和长期市场反应割裂开来研究，忽略了短期和长期市场反应的内在联系，而这正是理解投资者过度乐观的一个关键所在。(4) 将控制权转移宣告日附近的窗口进行细分，研究当信息逐渐泄露时，不同区间上投资者情绪与股票收益的变化。以往关于控制权转移的市场反应研究都是将宣告窗口作为一个整体；但是本书的研究表明，随着控制权转移信息的泄露，在宣告日窗口期间不同阶段投资者情绪与收益的变化是不一致的。因此，本书将宣告日窗口进行细分，研究投资者情绪、信息不对称程度和股票超额收益在不同区间的变化情况以及三者之间的相关关系。

本书的主体部分首先通过文献回顾为本书的研究打下坚实的理论基础，随后从两个方面研究投资者情绪对控制权转移中的市场反应的影响。第一，本书研究宣告日前的投资者情绪对本次控制权转移事件的影响。具体而言可分为两部分，一是宣告日前并购市场的繁荣程度对本次控制权转移事件的影响，即通常所说的“并购动能”；另一个则是分析控制权转移宣告日前的资本市场情绪对本次控制权转移事件的影响。这两类情绪在度量上是不一致的，前者是利用并购市场上控制权转移事件的短期和长期市场反应之间的相关

关系进行间接描述，而后者则是通过构建投资者情绪指数来进行。第二，本书研究宣告日附近的投资者情绪。由于在控制权转移事件中存在着信息的提前泄露，按照信息的拥有与否可以将市场参与者分为两类，分别是知情交易者和流动性交易者。知情交易者掌握信息，而流动性交易者则没有。当知情交易者进行交易时，一方面流动性交易者会减少交易以保护自己；另一方面，流动性交易者会通过观察知情交易者的交易从中学习信息，最终表现为买卖价差、交易量等指标的变化。同时随着流动性交易者对信息的吸收与分析，为了获得宣告日附近的超额收益，流动性投资者会积极地参与到交易中，此时流动性交易者的情绪从“保护自己”变为“肯定会获取收益”。因而本书试图研究当信息不对称程度发生改变的时候，投资者情绪与超额收益是如何变化的。

本书利用我国资本市场的数据对上述问题进行了较为详细的研究，得出了以下结论。

1. 从并购动能的角度发现控制权转移事件中投资者确实过度乐观

从短期看，并购动能是存在的，即本次控制权转移宣告的累积超额收益与之前一年内所发生的所有控制权转移事件的累积超额收益的均值正相关。长期来看，发现在宣告日后 270 天左右开始发生明显的反转趋势，说明投资者确实过度乐观。此外，将样本按照是否 ST 公司和流通市值进行分类，研究发现，ST 公司和低市值公司的短期动能趋势和长期反转趋势都较非 ST 公司和高市值公司要明显，说明投资者对于此类公司更容易过度乐观。

2. 宣告日窗口之前的投资者情绪对窗口内的市场反应有显著影响

总体说来，当宣告日窗口之前的投资者情绪较高时，投资者情绪与窗口期内的市场反应成正比，而当宣告日窗口之前的投资者情

绪较低时，投资者情绪与窗口期内的市场反应成反比。

进一步地，将所有样本按照是否 ST 公司分为两类，研究结果发现，当宣告日窗口之前的投资者情绪较高时，ST 公司的投资者情绪与窗口期内的市场反应的相关关系要低于非 ST 公司，而当宣告日窗口之前的投资者情绪较低时，ST 公司的投资者情绪与窗口期内的市场反应的相关关系要高于非 ST 公司。简言之，即情绪高时 ST 公司的反应要小，而当情绪低时 ST 公司的反应要强于非 ST 公司。同样，将所有样本按照流通市值的大小区分为低市值公司与高市值公司研究结论与 ST 公司一致。

3. 控制权转移中确实存在信息泄露

本书利用高频分笔数据估计控制权转移事件各细分窗口的信息不对称程度，研究发现，首先控制权转移前 30 天至前 10 天，目标公司的逆向选择成本相对参照窗口显著提高，而从宣告日前 10 天至宣告日，逆向选择成本又开始显著降低，说明确实存在信息的提前泄露。

4. 信息不对称对投资者情绪和市场反应有显著的影响

本书将控制权转移宣告的窗口分为三个子窗口，分别是 $B(-30, -10)$ ， $C[-10, 0)$ 和 $D[0, 10]$ 。此外，本文选择区间 $A(-100, -80)$ 作为参照期窗口。当利用回归模型研究投资者情绪、信息不对称和超额收益这三者的关系时，本书发现，在控制权转移宣告的窗口期内，各变量的各时点值之间并不存在显著的相关关系；但是当用变化值替代时点值时，相关关系较为显著，体现在：

(1) 无论按照全样本还是将公司按照不同的特征进行分类，均发现在不同区间之间换手率的变化与超额收益的变化显著正相关，说明在控制权转移宣告前后，投资者情绪的变动会导致累积超额收益的变动。

(2) 对于 ST 公司和低市值公司而言, 信息不对称的变化与超额收益的变化之间显著正相关, 并且信息不对称与换手率的交叉项的系数也显著为正, 说明信息变化的程度越大则累积超额收益的变动就越大, 并且信息不对称的变化与情绪的变化之间存在交互作用。而对于非 ST 公司和高市值公司而言并没有发现类似结论。

关键词: 控制权转移 投资者情绪 并购动能 信息不对称

Abstract

In recent years, more and more foreign researches have shown that the classic finance theories can not completely explain the volatility of the stock price in the capital market, therefore, the researchers have paid more attention to the behavior finance field and they think the sentiment of investors has great impact on the stock price. In view of the Chinese market, on one hand, it has experienced from bull market to bear market since 2006. Although this result is due to the world financial crisis to a large degree, we can see the investor sentiment indeed has an impact on the stock price. On the other hand, our market mechanism also stimulate the development of comparatively high correlation between the investor sentiment and the stock price. There has been no emptying mechanism in the Chinese market for quite a long time, which leads to the price only reflect the expectation of the most optimistic investors, thus we can easily find over-priced stock when the market is hot.

This paper considers that in China, the control transferring events offer an excellent environment for experiment for us to explore the relationship between the investor sentiment and the market behavior; the investors can be over-optimistic about these events due to the high return during; furthermore, there is information leaking in this process, which allows us to use the control transferring events to examine the comprehensive effects of information asymmetry on the investor sentiment and the market response. So this paper titles "The market reaction in control

transferring: a view based on the investor sentiment” to study how the investor sentiment affects the market response in control transferring events.

This paper has the following innovations: (1) This paper explores the control transferring event using the behavior finance theory. The form researches think that the investor is rational, but as lacking of short-sale mechanism, the investors who has little knowledge of stock tend to be over-optimistic on the stock. (2) This paper uses the intraday data to estimate the adverse select component of the bid-ask spread of the stock which we take as a proxy of the information asymmetry. This paper computes the CAR from a relative longer window because of the information leaking during these events. Our method provides a new way to research the information asymmetry. (3) This paper focuses on the merger momentum and explore the market reflection from both the short-term and the long-term period, while the other researches explore them independently. (4) This paper divides the whole window into three sub-window to explore the change of the investor sentiment and the stock return among these sub-windows as the information leaks.

This paper first reviews the relative literatures and then explores the relationship between the investor sentiment and the market reflection from two aspects. One is the impact of the sentiment before the announcement window period, and the other is the sentiment around the announcement window period. The former can be divided into two parts, one is to discuss the investor's over-optimism by merge momentum theory and the other is to construct an investor sentiment index to proxy for the investor sentiment. The later is concerned to the information leak which divide the investors into two parts, one is the informed investors and the other is the liquidity investors. When the informed investors trade in the market, the liquidity investors will protect himself by decreasing the vol-

ume and increase the bid-ask spread and so on. So this paper try to explore the relationship between the investor sentiment and the stock return when the information asymmetry changes.

This paper uses the Chinese capital market data to explore the above problems and gets the following conclusions.

1. The investor is indeed over-optimistic in view of merger momentum

From the short-term, the merger momentum exists, but from a long-term view, there is a reverse in the price and return, so we can conclude that during the control transferring events the investor indeed over-optimism. Moreover, this paper divides the sample into for sub-sample by ST and the market value. The conclusions show that the investors will be more over-optimism when the company is ST or its market value is low.

2. The sentiment before the announcement window has an impact on the market reflection

Generally, when the sentiment is high, it has a positive correlation with the stock return and when the sentiment is low, it has a negative correlation with the stock return.

Furthermore, we divide the sample into two sub-sample ST or not ST and the results show that when the sentiment is high the reflection of the ST companies is lower than the non-ST companies and when the sentiment is low the reflection of the ST companies is higher than the non-ST companies. Meantime when we divide the sample into two sub-sample by the market value we can get the similar conclusions as the ST companies.

3. The information is indeed leaked during the control transferring events

This paper uses the intraday data to estimate the information asymmetry of the sub-window and we find that between the $(-30, -10)$ window, the adverse select component is significantly higher than the reference window $(-100, -80)$, while in window $(-10, 0)$, the adverse select component decreased. These all show that the information indeed leaks during the control transferring events.

4. The information asymmetry has an impact on the investor sentiment and market reflection

We find that there is no significant relationship among the information asymmetry, investor sentiment and the market reflection. But when we use the difference of the above three variables there is a significant relationship. The change of the turnover is positive correlated with the change of CAR. For the ST and low market value companies, we find that the change of information asymmetry is significant positive with the change of CAR and the information asymmetry and the turnover have an significant interaction with each other.

Key Words: *Control Transfer Investor Sentiment Merger Momentum Information Asymmetry*

目 录

第1章 导论	(1)
1.1 选题背景与研究视角	(1)
1.2 研究目标及研究意义	(5)
1.3 研究内容及研究方法	(8)
1.4 研究创新及研究难点	(12)
第2章 文献回顾	(15)
2.1 控制权转移的相关文献	(15)
2.2 逆向选择成本及其估计模型	(21)
2.3 投资者情绪的度量	(24)
2.4 投资者情绪与股票收益	(30)
2.5 小结	(34)
第3章 控制权转移中投资者过度乐观了吗 ——基于并购动能的研究	(35)
3.1 引言	(35)
3.2 样本选取与研究设计	(37)
3.3 实证结果与分析	(44)
3.4 稳健性检验	(56)
3.5 小结	(65)

第4章 投资者情绪指数的构建	(67)
4.1 引言	(67)
4.2 指标选择与研究设计	(68)
4.3 投资者情绪指数的构建	(70)
4.4 投资者情绪指数的进一步思考：剔除宏观经济因素	(77)
4.5 小结	(85)
第5章 投资者情绪与控制权转移的市场反应	(86)
5.1 引言	(86)
5.2 研究设计	(87)
5.3 实证结果与分析	(91)
5.4 稳健性检验：以累积变化量 (CumISI) 替代平均值 (AvgISI)	(97)
5.5 小结	(100)
第6章 信息不对称、投资者情绪与市场反应	(110)
6.1 引言	(110)
6.2 研究设计	(111)
6.3 逆向选择成本的估计结果	(115)
6.4 信息不对称、投资者情绪与市场反应的回归结果	(122)
6.5 小结	(125)
第7章 控制权转移的微观市场反应	
——基于丹东化纤的案例分析	(135)
7.1 引言	(135)
7.2 丹东化纤的基本情况介绍	(136)
7.3 案例分析	(138)