

事件驱动

2017-7-30

金融工程 | 专题报告

公告事件挖掘系列之澄清公告中的交易机会

报告要点

■ 澄清公告事件超额收益

澄清利好传闻后有显著的负向超额收益，事件发生后 10 个交易日相对中信一级行业累积超额收益-1.82%，相对同行业同市值股票累积超额收益-1.87%。澄清利空传闻后正向超额收益较小。

■ 文本特征对事件超额收益有显著区分能力

基于澄清公告的文本特征，我们对澄清利空传闻公告的事件效力进行了进一步的解析。回应是否及时、文本内是否涉及具体的财务业绩和法律事务关键字对事后超额收益有显著区分度。

■ 优选后事件的超额收益显著提高

优选后的澄清利空传闻事件在 10 个交易日后相对沪深 300 超额收益 2.36%，相对中信一级行业超额收益 1.89%，相对同行业同市值股票的超额收益为 1.85%。超额收益能力大幅提高，且受行业、市值偏离的影响较小。

■ 组合收益

基于澄清利空传闻公告事件构建的投资组合相对中证 500 年化超额收益为 8.67%。基于澄清利好传闻公告事件构建的投资组合的年化超额收益为 -12.52%，并逐年跑输基准指数，表明其为一个有效负面事件。

分析师 覃川桃

☎ (8621) 68751782

✉ qjinct@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490513030001

联系人 邓光宏

☎ (8621) 68751787

✉ denggh@cjsc.com.cn

联系人 杨靖凤

☎ (8621) 68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

风险提示： 本报告中对于历史的回测不代表未来收益的承诺。

目录

澄清公告概述	3
澄清公告的相关政策	3
澄清公告的性质分类与数据统计	4
澄清公告事件超额收益统计	6
事件超额收益评价方法	6
事件超额收益统计	7
澄清公告的文本特性挖掘	9
澄清公告的文本特性	9
优选后事件超额收益	10
组合策略	12
总结	14

图表目录

图 1: 澄清公告事件发生频率	4
图 2: 澄清公告股票行业分布	5
图 3: 澄清公告股票流通市值中位数	5
图 4: 澄清利空传闻超额收益	7
图 5: 澄清利好传闻超额收益	8
图 6: 澄清利好消息超额收益	10
图 7: 优选前后超额收益曲线	10
图 8: 澄清利空传闻事件组合收益	12
图 9: 澄清利好传闻事件组合收益	13
表 1: 上市公司澄清公告相关规定	3
表 2: 澄清公告事件数统计	4
表 3: 事件收益评价方法	6
表 4: 澄清公告事件胜率与超额收益	7
表 5: 澄清利空传闻公告特性划分	9
表 5: 优选后澄清利空传闻事件超额收益	11
表 6: 事件组合分年表现	13

澄清公告概述

澄清公告是上市公司对市场当前对股价有重大影响的传闻的回应，其既应对了股票近期的市场传闻异动，又披露了上市公司的重要动态。无论是对利空传闻还是对利好传闻的澄清，都有较大的股价反转可能。因此本文从这一逻辑出发，对澄清公告事件的相关特征和交易、风险机会进行研究，以验证事件的有效性。

澄清公告的相关政策

上市公司澄清公告是交易所规定的临时公告的重要组成部分之一。对于澄清公告的规定自 1993 年即已开始，此后上交所和深交所也在逐步强化上市公司澄清公告的发布要求，并逐步规范澄清公告的文本格式。

表 1：上市公司澄清公告相关规定

开始时间	交易所	相关规定	主要内容
2007-4-30	深交所	《上市公司信息披露工作指引第5号-传闻及澄清》（已废止）	1、境外媒体传闻或境外交易所要求公司履行澄清义务时，公司应及时通知深交所并按照要求进行配合。 2、深交所将视情况对传闻涉及股票（及其衍生品）交易作出停牌或不予停牌的决定。 3、具体规范了澄清公告中对于不同个人及原因引起的传闻应如何进行说明。且公司应在澄清公告中就传闻是否属实发表明确意见。
2015-12-13	上交所	《上海证券交易所上市公司信息披露工作评价办法（2015年修订）》	在“上市公司信息披露工作计分标准表”中对澄清的效果、内容等拟定了具体的加分和减分事项。
2016-12-13	深交所	《上市公司日常信息披露工作备忘录》	在《第一号临时公告格式指引——第十八号上市公司澄清公告》进一步给出了深交所上市公司澄清公告的具体格式、内容要求及模板。

资料来源：上交所，深交所，长江证券研究所

按照当前的相关规定，对于任何有可能大幅影响股价变动的传闻上市公司原则上都有义务立即做出澄清，同时传闻回应的及时性也将影响到上市公司信息披露工作考核。同时在格式和内容规范上，上交所和深交所也在逐步细化对澄清公告的要求，并给出了明确的公告模板。上市公司在澄清公告中应当明确指出所澄清传闻的核心内容和影响，并对传闻是否属实进行回应。

澄清公告的性质分类与数据统计

本文所采用的数据源是 Wind 的公司行动汇总事件库。自 2012 年 6 月 1 日共有 1715 条上市公司澄清公告记录。按照所澄清传闻的类型，上市公司的澄清公告可分为澄清利空传闻、澄清利好传闻以及澄清中性传闻三类，其中最主要的是澄清利空传闻，共 1111 条记录，占数据的 64.78%。

表 2: 澄清公告事件数统计

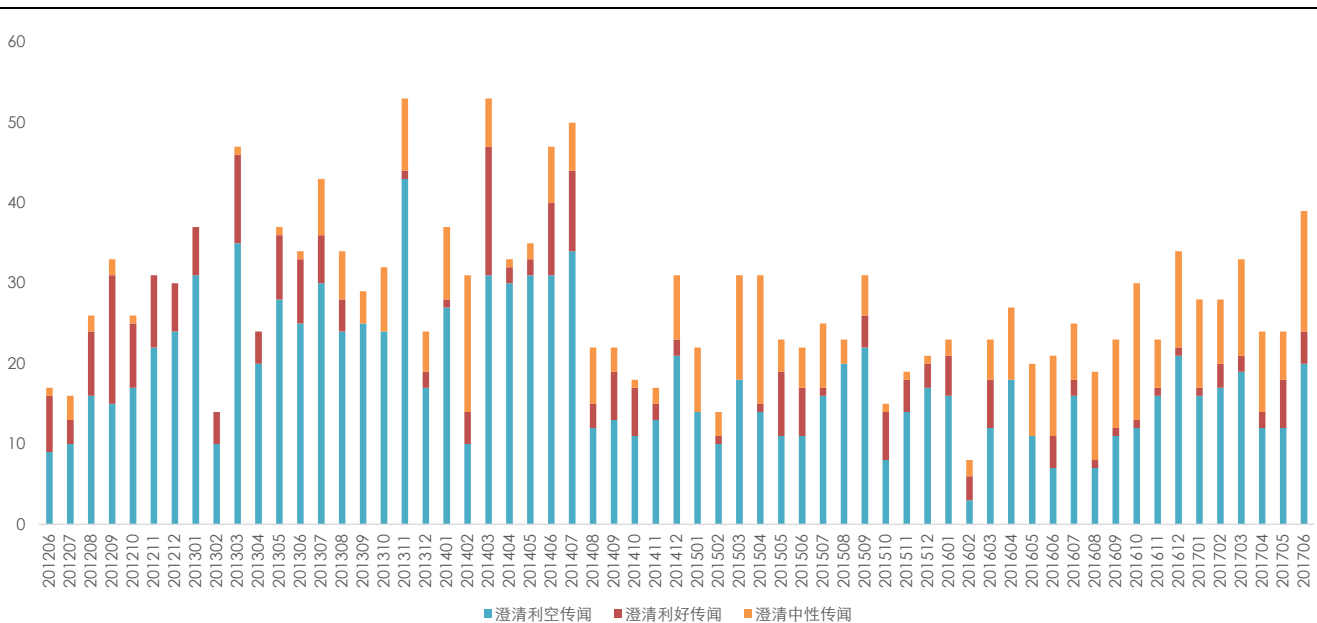
澄清公告类型	事件数	占比
澄清中性传闻	353	20.58%
澄清利空传闻	1111	64.78%
澄清利好传闻	251	14.64%
总计	1715	100.00%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

事件发生频率

从事件频率来看，每月发生事件数在 20 到 30 次左右，且不存在无事件发生的月份。2014 年后发生频率相对均匀，且澄清利空传闻的公告稳定在 60%左右。

图 1: 澄清公告事件发生频率

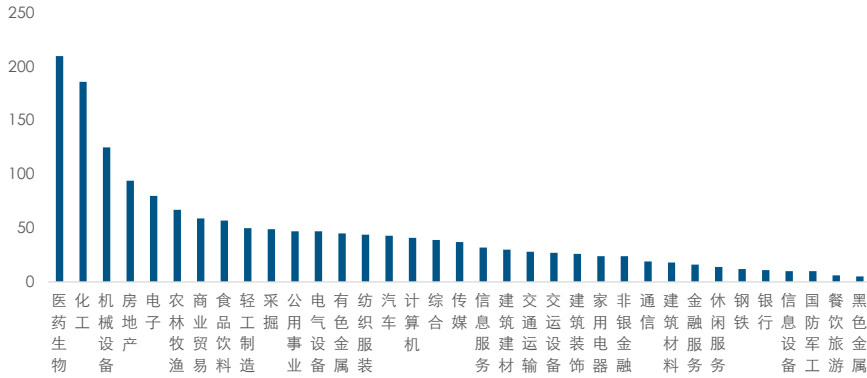


资料来源: Wind, 长江证券研究所

行业分布

从行业分布来看，医药生物、化工、机械设备等股票数较多的行业占比较多，国防军工、餐饮旅游和黑色金属相对较少。

图 2：澄清公告股票行业分布

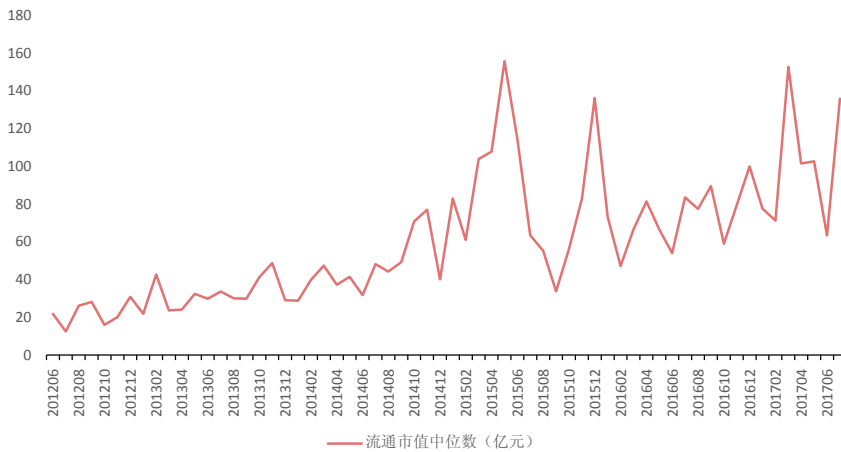


资料来源：Wind，长江证券研究所

市值分布

计算每月发生事件股票的流通市值中位数，发现发生事件股票的市值总体较小。后续均以中证 500 作为比较基准。

图 3：澄清公告股票流通市值中位数



资料来源：Wind，长江证券研究所

澄清公告事件超额收益统计

事件超额收益评价方法

对于事件有效性的评估主要依赖于对事件超额收益的测算。但在对事件影响的评估过程中我们发现市场行情、小盘股效应以及涨停没有买入机会等问题给评估事件冲击的收益带来了很大的困难。

严格的事件超额收益计算应该是一个“反事实”的分析研究，也即应当测算已发生该事件股票在事发后某一时点的实际收益与假设该股票未发生该事件的收益的差值。然而，由于我们无法得知该股票假如未发生事件在此刻的收益，因此通常需要选取某一基准收益作为替代。

基准收益的不同对于事件有效性的评估有重要影响，并且意味着对不同风险的控制。我们在后续研究中主要沿用绝对收益、超额市场指数、超额行业指数以及超额同行业、同市值股票平均收益几种不同的类型，以分别控制市场整体波动因素、行业波动因素以及市值风格因素带来的影响，得到相对纯化的事件超额收益。

表 3: 事件收益评价方法

类型	基准收益	控制因素
绝对收益	0	未控制任何市场整体波动、股票所属行业以及市值的影响。
超额市场指数	沪深300指数收益率	对市场的系统性风险进行了控制。
超额行业指数	股票所在中信一级行业指数收益率	控制了行业整体波动带来的风险。
超额同行业、同市值股票平均收益	股票所在中信一级行业市值最接近的15只股票的平均收益。	同时剥离了事件收益中的行业和市值因素，是相对纯化的事件超额收益。

资料来源：长江证券研究所

对于以同行业同市值股票的平均收益作为基准的方法，我们沿用如下的方法进行具体测算：

- 1、假设事件发生日为 T，事件发生后的下一交易日始，选择首次开盘涨幅低于 9% 的首个交易日作为评估起始日 T+1；
- 2、计算自 T+1 日至 T+N 日，发生事件公司（A 公司）逐日收益 R_a ；
- 3、筛选 A 公司所在中信一级行业内，与 A 公司在 T+1 日市值最为接近的 15 家公司（以市值 $\pm 30\%$ 为限）的逐日平均收益 R_m ；
- 4、计算该公司相对同行业近市值公司超额收益率 $R_a - R_m$ ，并计算累计收益率，形成累积超额收益曲线；
- 5、所有测算剔除 ST、*ST。

事件超额收益统计

按照上述方法，对于澄清利空事件和澄清利好事件我们均形成四条超额收益曲线，以评估事件是否有效。

表 4：澄清公告事件胜率与超额收益

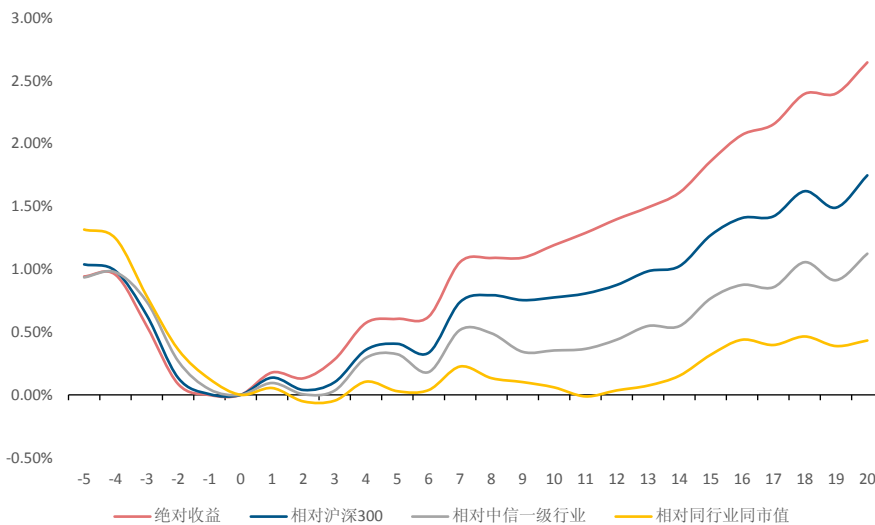
事件类型	相对日期	相对沪深 300		相对中信一级行业		相对对照股票组	
		胜率	超额收益	胜率	超额收益	胜率	超额收益
澄清利好 传闻	1	52.63%	-0.28%	50.20%	-0.29%	38.87%	-0.51%
	3	42.86%	-0.44%	42.86%	-0.57%	37.14%	-0.56%
	5	48.57%	-0.34%	45.31%	-0.53%	44.08%	-0.68%
	10	42.86%	-1.47%	41.22%	-1.82%	41.22%	-1.87%
	20	42.62%	-1.61%	38.11%	-1.99%	36.48%	-2.28%
澄清利空 传闻	1	51.67%	0.14%	51.00%	0.09%	45.36%	0.05%
	3	49.04%	0.10%	47.41%	0.03%	44.83%	-0.05%
	5	50.87%	0.41%	48.85%	0.32%	45.58%	0.03%
	10	48.55%	0.78%	45.75%	0.35%	44.21%	0.06%
	20	49.95%	1.75%	44.10%	1.12%	44.20%	0.43%

资料来源：Wind，长江证券研究所

发布澄清利空传闻的公告 10 个交易日后，相对沪深 300 超额收益 0.78%，相对中信一级行业超额收益 0.35%，但相对同行业、同市值股票的超额收益仅 0.06%，从胜率上来看，也并未明显超过 50%。

这在一定程度上说明，尽管澄清公告事件本身相对于沪深 300 有较强的超额收益能力，但仅依据是否发出澄清公告作为事件条件还不足以形成稳定的超额收益，而且其受行业、市值的偏离影响较大。我们后续将进一步对澄清负面传闻公告的一些特性进行进一步的挖掘，以寻找更有信息含量的公告事件。

图 4：澄清利空传闻超额收益

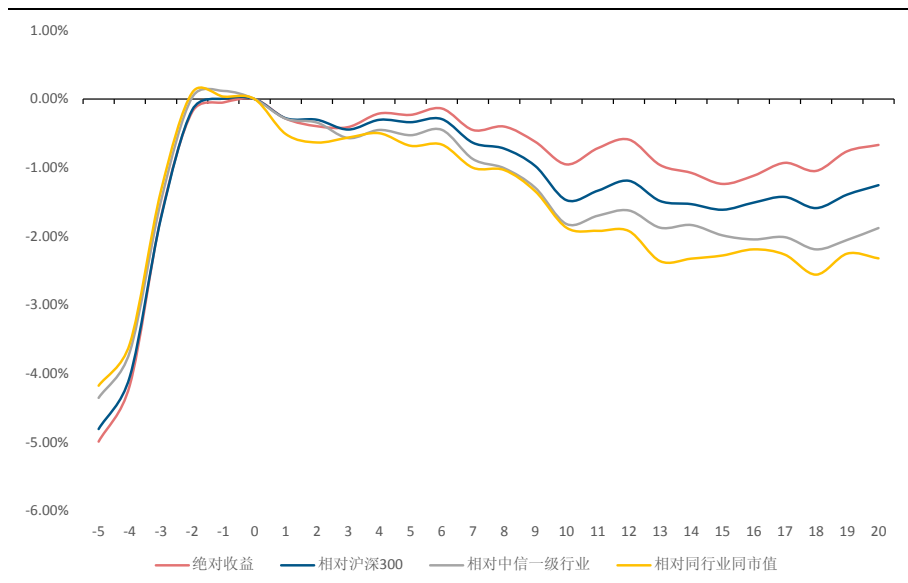


资料来源：Wind，长江证券研究所

同样我们也考察澄清利好传闻事件的超额收益。事件发生 10 个交易日后，股票相对沪深 300、中信一级行业以及同行业同市值股票的超额收益分别为-1.47%、-1.82%和-1.87%。

相对澄清利空传闻而言，澄清利好传闻事件有更明显的负向超额收益。澄清利好传闻可以作为一个显著的负面事件看待。

图 5：澄清利好传闻超额收益



资料来源：Wind，长江证券研究所

澄清公告的文本特性挖掘

按照前面的测算，扣除行业和市值因素后，单纯依靠上市公司是否发布澄清公告作为事件的触发条件并不具有非常强的超额收益和交易机会。澄清公告文本内本身含有大量信息，仅分析事件是否发生则遗失了某些重要信息。本节主要从澄清公告一些文本特性的角度来进一步挖掘和识别最有效力的事件机会。

澄清公告的文本特性

结合对相关公告文本内容的分析，本文认为每一个澄清公告事件对于股价的实质影响力度并不相同，传闻的影响力的大小和上市公司的解释力度都可能对事件效果产生重要影响。

总体来说，我们认为传闻的影响越大、澄清公告的内容越详细、解释力度越强，则澄清利空传闻公告发布后股价反转的可能性将会越大。因此我们主要从以下几个角度分析一个澄清公告的特性：

- 1、响应速度：市场传闻发出后，上市公司以澄清公告的形式作出回应通常需要一定的时间才能作出回应。响应时间过久可能说明传闻本身重要性不强，传闻对股价没有造成很强的冲击和影响，澄清公告的力度也可能将相应较弱。
- 2、详细程度：澄清公告的文本越详细其包含的实质性内容可能越多，澄清力度可能越强。
- 3、媒体类型：通过官方媒体发出的传闻可能有更强的影响，其澄清公告也可能更有反转可能。
- 4、传闻类型：澄清公告中可能涉及关于上市公司近期的财务业绩、资本运作情况以及法律事务相关事件的具体情况。当澄清公告涉及相关具体信息时，澄清公告更为具体，其对股价造成的反转效应可能更强。

表 5：澄清利空传闻公告特性划分

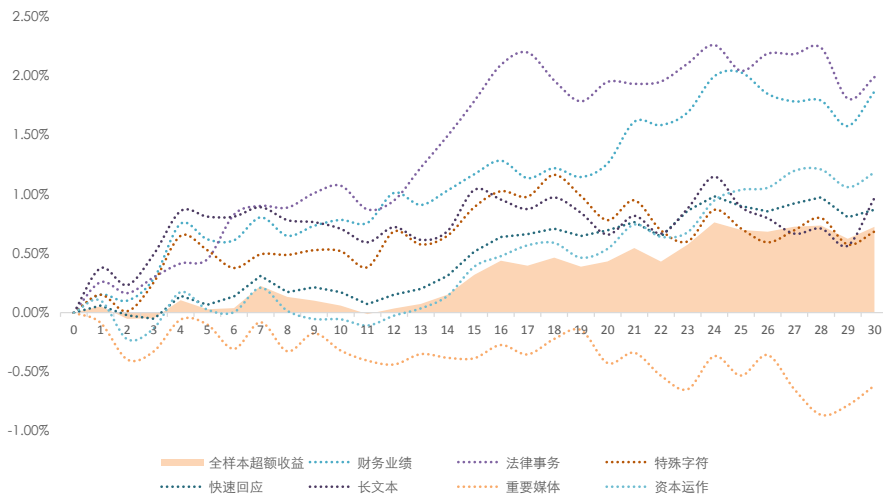
特性	分类	定义方式
响应速度	数值型	发布澄清公告与发布传闻之间相隔的天数。
	数值型	摘要字数。
详细程度	数值型	摘要中数字的个数。
	重点媒体	文本中出现任意如下媒体名称：中央电视台，中国证券报，上海证券报，证券时报，证券日报，证券市场周刊
媒体类型	其他媒体	文本中未出现上述任何一家媒体名称
	财务业绩	文本中出现任意如下关键字：财务，业绩，收入，账款，利润，收益，年报，半年报，季报，欠款，销售，采购，原材料，产量
传闻类型	资本运作	文本中出现任意如下关键字：收购，并购，股权，出资，发行，重组，转让，控制，质押，增发，借壳，定增，IPO
	法律事务	文本中出现任意如下关键字：违规，违法，非法，侵权，受贿，贿赂，操纵，造假，内幕，虚假，隐瞒，案件，被告，挪用，事故
	其他类型	文本中未出现上述任何关键字

资料来源：长江证券研究所

优选后事件超额收益

我们依次筛选响应速度小于 5 天、文本字数和文本中数字字数在全样本前 25% 以及包含上述分类关键字的样本，进而在子样本中对事件相对同行业同市值股票的超额收益进行重新测算，并和未筛选的全样本结果进行对比。

图 6：澄清利好消息超额收益

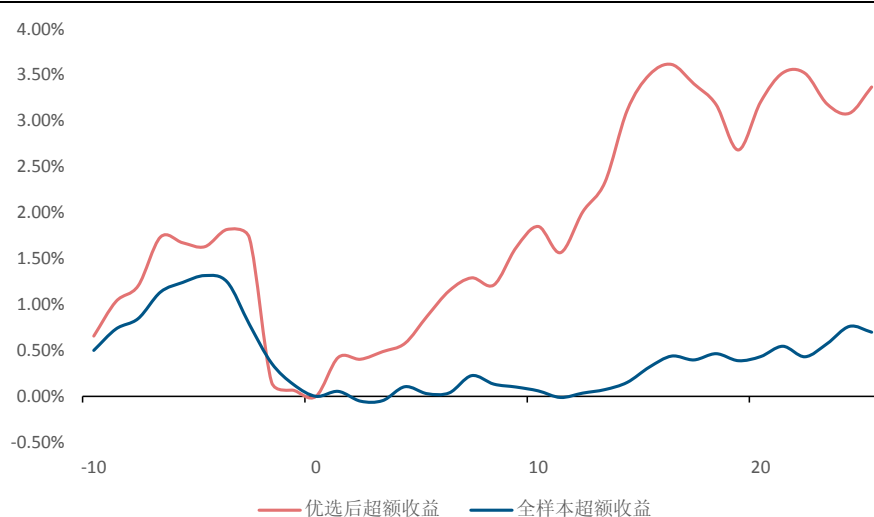


资料来源：Wind，长江证券研究所

从分组超额收益曲线来看，回应是否及时、是否涉及财务业绩、法律事务关键字等三者最有区分能力。

我们按回应时间小于 5 天，且在文本中涉及财务业绩或法律事务关键字作为依据，可得样本 575 个，占全部 1111 个样本的 52% 左右，仍然能保证相对较大的事件数目。

图 7：优选前后超额收益曲线



资料来源：Wind，长江证券研究所

优选后的事件在超额收益曲线上有明显提高，事件的效力有明显增强。股票在事件 10 个交易日后相对沪深 300 超额收益 2.36%，相对中信一级行业超额收益 1.89%，相对同行业同市值股票的超额收益为 1.85%，均有较大程度的提高，并且这种超额收益基本不受行业和市值偏离的影响。

表 5：优选后澄清利空传闻事件超额收益

相对日期	相对沪深 300		相对中信一级行业		相对对照股票组	
	胜率	超额收益	胜率	超额收益	胜率	超额收益
1	54.79%	0.17%	52.05%	0.27%	46.58%	0.42%
3	57.53%	0.52%	50.68%	0.28%	47.95%	0.49%
5	54.79%	1.28%	52.05%	1.17%	43.84%	0.87%
10	53.42%	2.36%	53.42%	1.89%	50.68%	1.85%
20	53.42%	3.46%	56.16%	3.30%	52.05%	3.21%

资料来源：天软，长江证券研究所

组合策略

考虑到事件发生数目相对频率不高，且受市值偏离影响较大的原因，单纯以该事件构建一个组合策略并不是一个非常适当的选择。在研究中我们设计如下的回测规则，以验证事件的超额收益：

- 1、周度调仓策略。每周最后一个交易日寻找过去 40 天发出澄清利空公告的股票，事件发生距调仓日超过 40 天的股票不进入样本。剔除公告发布距传闻超过 5 个自然日的事件，剔除上市不满 60 个交易日的股票，剔除涨跌停不可买入股票。
- 2、组合最大持仓 10 只股票。优先选择公告中涉及重要实质性信息（包含财务和法律事件关键字）的股票，然后按发生日期优先选择发生时间较近的其他股票。
- 3、组合等权配置，单个股票最大持仓 15%。特殊情况下仓位不满时以中证 500 指数作为替代，以保证业绩的可比性。
- 4、回测时间 2013/1/1 至 2017/7/1。考虑双边 0.15% 的手续费。

图 8：澄清利空传闻事件组合收益



资料来源：天软，长江证券研究所

从回测结果来看，组合整体有较强的超额收益，相对中证 500 年化超额收益 8.67%，事件股票平均占仓位 61%。由于事件本身有较强的市值偏离，在小市值股票相对弱勢的 2016 年末和 2017 年表现相对略弱。

图 9：澄清利好传闻事件组合收益



资料来源：天软，长江证券研究所

我们也采用同样的回测框架对澄清利好事件进行回测，年化超额收益-12.52%，平均事件股票持仓 36%。组合逐年跑输基准，具有稳定的负向超额收益，表明该事件可以作为一个较强的负面事件进行关注。负面事件可以作为持仓卖出信号的一个辅助，也可在增强型策略中低配或剔除该类股票，以达到反向增强组合超额收益的方法。

表 6：事件组合分年表现

组合	年份	年度收益	中证 500 收益	超额收益	最大回撤	中证 500 回撤
澄清利好 事件组合	2013	4.62%	16.89%	-12.27%	20.53%	16.71%
	2014	23.95%	39.01%	-15.06%	16.52%	12.54%
	2015	21.39%	43.12%	-21.73%	57.19%	50.56%
	2016	-22.77%	-17.78%	-4.99%	29.52%	30.80%
	2017	-10.42%	-4.04%	-6.38%	14.70%	13.87%
澄清利空 事件组合	2013	37.88%	16.89%	20.99%	14.43%	16.71%
	2014	50.02%	39.01%	11.01%	12.95%	12.54%
	2015	64.63%	43.12%	21.52%	59.38%	50.56%
	2016	-23.71%	-17.78%	-5.94%	29.91%	30.80%
	2017	0.04%	-2.00%	2.04%	11.47%	13.87%

资料来源：天软，长江证券研究所

总结

量化研究中的事件驱动框架主要探讨上市公司层面的相关事件对股价的冲击，并构建适当的组合策略，以获取事件中所蕴含的超额收益。目前市场关注最多、研究也相对较为成熟的事件主要是上市公司资本运作层面和财务报告业绩层面的，如定向增发、业绩超预期等。然而随着市场研究的逐渐深入，过往有效的事件也可能随着市场参与者的增多而逐渐失效，因此不断挖掘新的有效事件，对事件的有效性进行合理的评估并形成适当的组合策略成为了事件研究的重点。

本文主要研究了澄清公告事件中的交易机会。作为上市公司的一类重要临时公告，澄清公告中蕴含着较强的股价反转可能。具体来说，本研究主要有以下几个研究结论：

- 1、澄清正面传闻后有显著的负向超额收益，事件发生后 10 个交易日相对中信一级行业累积超额收益分别为-1.82%，相对同行业同市值股票超额收益-1.87%。澄清利空传闻后正向超额收益较小。
- 2、基于澄清公告的文本特征，我们对澄清利空传闻公告的事件效力进行了进一步的解析。回应是否及时、文本内是否涉及具体的财务业绩和法律事务关键字对事后超额收益有显著区分度。
- 3、优选后的澄清利空传闻事件在 10 个交易日后相对沪深 300 超额收益 2.36%，相对中信一级行业超额收益 1.89%，相对同行业同市值股票的超额收益为 1.85%，超额收益能力大幅提高，且受行业、市值偏离的影响较小。
- 4、基于澄清利空传闻公告事件构建的投资组合，相对中证 500 年化超额收益 8.67%。基于澄清利好传闻公告事件构建的投资组合年化超额收益-12.52%，并逐年跑输基准指数，表明其为一个有效负面事件。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。