

学校编码: 10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学号: 17520131151162

UDC \_\_\_\_\_

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

仁者见仁，智者见智  
——AH 交叉上市公司高管变动的市场反  
应差异研究

**There are a thousand Hamlets in a thousand people's eyes.  
——research of the different market reaction about director  
turnover in cross-listings companies  
in A and H share market**

辛程

指导教师姓名: 刘 峰 教授

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期: 2016 年 4 月

论文答辩时间: 2016 年 5 月

学位授予日期: 2016 年 6 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2016 年 5 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 摘要

有效市场中，众多投资者面对“新的信息”，可以“仁者见仁，智者见智”，作出不同的判断。通过专业投资者的理性套利交易，股票价格会进一步调整到位，进而反映出“新的信息”对整个市场的影响。沿着这个思路进一步思考，处于不同资本市场的投资者，共同面对一个“新的信息”时，会产生怎样的判断？“新的信息”对不同资本市场的影响是否能够保持相同？如果不同资本市场对同一个“新的信息”作出了不同的反应，又是由哪些原因造成的？将此疑问进一步细化，本文研究的核心问题是——大陆、香港资本市场对于高管变动产生的市场反应是否一致，受哪些因素影响。通过事件研究的方法计算出 A 股、H 股各自的市场反应及市场反应差异，通过分组检验找出市场反应差异的影响因素。

本文通过文献回顾，对有效市场理论和功能锁定理论、高管变更的经济后果、交叉上市公司“同股不同价”的成因进行介绍，描述高管变动的相关制度要求和大陆、香港两地资本市场的差异。以三大运营商 2004 年高管轮岗的案例作为过渡，承上启下转入数据分析部分。本文将“高管”的范围限定为董事长或总经理，以 AH 交叉上市的上市公司于 2006—2015 十年间发生的董事长、总经理变更事件为研究样本，考察董事长、总经理的离任信息传达到市场后产生的市场反应并对比其差异。事件研究结果显示：大陆资本市场对于高管变动产生了显著为负的市场反应，香港资本市场并未产生显著市场反应，AH 配对检验发现二者具有显著差异。根据分组讨论的结果发现，香港、大陆资本市场分别对央企、业绩明显差于同行业的公司发生的高管变动以及未预期到的高管变动的市场反应产生显著差异，表现为 A 股产生明显的持续负向异常收益，H 股表现平稳没有产生大幅波动。本文认为，“市场分割”造成的不同资本市场投资者对高管变动这一事件的“功能锁定”，是市场反应产生差异的原因。

**关键词：**交叉上市；高管变动；市场反应

## Abstract

In efficient market, faced with the “new information”, investors can hold divergent opinions towards the shock and make distinguished reactions. With the existence of professional investor, “New information” could finally reflect on stock price via numerous arbitrage transactions. However, when we consider investors in different market, things might not be the case. Their reaction to a certain event may be influenced by different market degree and the nature of the news. Thus, I take director turnover as an example. To shed some light on the mechanism of different reaction, I use event study to test the impact of director turnover in Shanghai and Hong Kong stock market.

In this paper, we firstly introduced efficient markets theory and functional fixation theory, economic consequences of director turnover and different prices of same stock for cross-listing companies based on paper reviewing, and discussed relevant system requirements of director turnover and differences between capital markets of Mainland China and Hong Kong. Cases of executives’ rotations for three mobile communication carriers are used to build a link between data analysis part. This article defined the scope of "executive" as chairman of the board or general manager, and selected events of chairman of the board or general manager changes in cross-listings companies in A and H share market from 2006 to 2015 as the research samples, then analyzed market reactions of chairmen’s or general managers’ message and compared differences in A and H share market. Study results showed that capital market in mainland had a significant negative market reaction toward director turnover, while capital market in Hong Kong had no significant market reaction. By pair test between A and H share market, significant differences have been found. According to results of group discussion, capital markets in Hong Kong and the mainland have significantly different reactions for director turnover in central enterprises and poorer performance companies in industry as well as unexpected director turnover. To be specific, A share market have obviously sustained negative abnormal returns, while H share market have not showed huge fluctuations.

**Keyword:** cross listing, director turnover, market reaction

# 目 录

<b>1 引言</b> .....	<b>1</b>
1.1 问题的提出.....	1
1.2 相关研究.....	2
1.3 研究意义.....	3
1.4 研究方法.....	3
1.5 研究框架.....	3
1.6 创新之处.....	4
<b>2 文献回顾与相关理论</b> .....	<b>5</b>
2.1 有效市场与功能锁定理论.....	5
2.1.1 国外关于功能锁定的相关研究.....	5
2.1.2 国内关于功能锁定的相关研究.....	6
2.2 高管变更的相关研究.....	6
2.2.1 高管变动的影响因素.....	6
2.2.2 高管变动后的绩效.....	7
2.2.3 高管变动的市场反应.....	8
2.3 交叉上市公司“同股不同价”的理论分析.....	9
2.3.1 市场分割.....	9
2.3.2 市场微观结构差异.....	10
2.3.3 以上理论分析对市场反应差异成因的启示.....	10
<b>3 制度背景及现状描述</b> .....	<b>11</b>
3.1 交叉上市.....	11
3.1.1 A-H 交叉上市概况.....	11
3.1.2 A 股、H 股资本市场的重要差异描述.....	11
3.1.2.1 投资者构成.....	11
3.1.2.2 交易规则.....	12
3.1.2.3 发行上市制度比较.....	12
3.2 高管变动.....	13

3.2.1 高管变动相关制度规定.....	13
3.2.2 中央企业领导人员管理特殊规定.....	13
3.2.3 一般流程.....	14
3.3 大陆、香港资本市场的互通机制.....	14
3.3.1 互通历史.....	14
3.3.2 沪港通.....	15
<b>4 三大运营商高管轮换的案例.....</b>	<b>16</b>
4.1 三大运营商交叉上市情况简介.....	16
4.1.1 中国移动.....	16
4.1.2 中国联通.....	16
4.1.3 中国电信.....	17
4.2 2004 年 11 月三大运营商高管轮换.....	17
4.2.1 事件过程.....	17
4.2.2 媒体评论.....	18
4.2.2.1 支持观点.....	18
4.2.2.2 质疑观点.....	18
4.2.2.3 认为不会有过度反应.....	19
4.2.3 市场反应.....	19
4.3 案例总结.....	22
<b>5 研究方法及数据来源.....</b>	<b>24</b>
5.1 研究样本.....	24
5.2 研究方法与步骤.....	24
5.2.1 事件日的确定.....	24
5.2.2 事件窗口的选择.....	24
5.2.3 正常收益率的计算.....	25
5.2.4 异常收益率的计算.....	25
5.2.5 假设检验.....	25
5.3 样本筛选.....	25

5.4 样本分组规则说明.....	26
5.4.1 实际控制人性质.....	26
5.4.2 变更前公司业绩.....	26
5.4.3 变更原因.....	26
5.4.4 变更时期.....	28
5.5 数据来源与处理.....	28
<b>6 案例及数据分析.....</b>	<b>29</b>
6.1 招商银行行长马蔚华退休.....	29
6.2 大样本数据分析.....	31
6.3 分组讨论结果.....	33
6.3.1 实际控制人性质.....	33
6.3.2 离职原因.....	34
6.3.3 沪港通.....	35
6.3.4 业绩.....	36
<b>7 相关讨论及结论.....</b>	<b>38</b>
7.1 讨论.....	38
7.1.1 与前人的研究差异.....	38
7.1.2 实际控制人性质.....	38
7.1.3 离职原因.....	39
7.1.4 沪港通的开通.....	39
7.1.5 业绩分组.....	39
7.2 本文结论.....	39
<b>8 不足及未来研究方向.....</b>	<b>41</b>
8.1 事件研究法的运用.....	41
8.2 投资者构成的变化.....	41
8.3 高频数据的获取.....	41
8.4 差异的产生机制.....	41
<b>参考文献.....</b>	<b>42</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# Contents

<b>1 Introduction</b> .....	<b>1</b>
1.1 Research issue.....	1
1.2 Relevant research.....	2
1.3 Research meanings.....	3
1.4 Research methodology.....	3
1.5 Research framework.....	3
1.6 Contribution.....	4
<b>2 Related Research Literature Review</b> .....	<b>5</b>
2.1 Efficient market and Functional fixation theory.....	5
2.2 Research on director turnover.....	6
2.3 Reserach on different price about cross listing company.....	9
<b>3 Institution Background</b> .....	<b>11</b>
3.1 Cross listing.....	11
3.2 Director turnover.....	13
3.3 Mainland, Hong Kong's capital market exchange mechanism.....	14
<b>4 The Case of Three Major Telecom Operators</b> .....	<b>16</b>
4.1 Introduction.....	16
4.2 Detail of case.....	17
4.3 Conclusion.....	22
<b>5 Data and Research Methodology</b> .....	<b>24</b>
5.1 Research sample.....	24
5.2 Research methodology.....	24
5.3 Sample selection.....	25
5.4 Sample grouping.....	26
5.5 Data resourse.....	28
<b>6 Case Study and Data Analysis</b> .....	<b>29</b>
6.1 Retire of Ma Weihua, President of CMBC.....	29

6.2 Large sample data analysis .....	31
6.3 Group discussion.....	33
<b>7 Discussion and Conclusion .....</b>	<b>38</b>
7.1 Discussion .....	38
7.2 Conclusion .....	39
<b>8 Further Research .....</b>	<b>41</b>
8.1 The use of event study method .....	41
8.2 Changes in the composition of investors .....	41
8.3 High frequency data acquisition .....	41
8.4 The mechanism of difference generation.....	41
<b>References.....</b>	<b>42</b>
<b>Postscript .....</b>	<b>48</b>

# 1 引言

## 1.1 问题的提出

有效市场理论告诉我们：在有效市场中，股票价格会对新的信息作出迅速、充分的反应。当身处竞争市场上的投资者接收到新的信息时，立即根据自己的判断作出反应，对股票实施买卖，价格在竞争中波动并在套利行为的驱使下逐渐达到均衡。市场有效性并不要求投资者完全理性，作出相同的理性判断；理性的投资人、独立的理性偏差和套利行为是市场有效的前提条件。

但是，现实的市场并不是完全有效的（刘峰，2007<sup>[1]</sup>）。在资本市场上，由于相同或相近的信息产生后，人们对信息所做出的决策往往也相近，导致由该类信息产生的股票行情走势出现相近的情况（曹自翔，2008<sup>[2]</sup>）。套利行为的存在，可以使非理性的投资者行为尽可能抵消。根据以上理论我们得知，资本市上众多投资者面对“新的信息”，可以“仁者见仁，智者见智”，作出不同的判断。在专业投资者的理性套利交易下，股票价格会进一步调整到位，从整个市场角度形成一定的走势，进而反映出“新的信息”对整个市场的影响。

沿着这个思路进一步思考，处于不同资本市场的投资者，共同面对一个“新的信息”时，会产生怎样的判断？当然，范围扩大到不同资本市场，众多投资者个体偏差必然存在；就交叉上市的公司而言，崔巍（2008）指出，交叉上市的两种股票是完美的替代品，套利行为不存在基本面风险，关于基本面的消息同时对两种股票产生同样的影响<sup>[3]</sup>。但问题是经过各自市场上专业投资者理性套利交易后，“新的信息”对不同资本市场的影响是否能够保持相同？如果不同资本市场对同一个“新的信息”作出了不同的反应，这种现象的成因是什么？本文围绕这一话题展开讨论。

以规范公司治理、提高管理水平、扩大国际影响为目的，我国很多企业选择在境外上市。香港是国际性金融中心，也是多年来中国大陆与国际社会交流的门户，在市场监管、信息披露和金融创新等方面具有国际公认的先进水平，成为很多内地企业境外上市首选地。近年来，已有多家公司在大陆、香港资本市场同时上市，即 AH 交叉上市公司，提供了良好的研究样本，因为对于不同资本市场的投资者而言，其股票价格所对应的公司基本面是相同的，关于公司基本面的消息同时传达给不同市场的投资者。通过事件研究法，将针对基本面消息而发生的股票价格的变化转为收益率的变动，从而可以对比考察不同资本市场投资者对某一“新的消息”的反应。

“上市公司高管变动”属于目前管理学研究的热点领域。高管属于上市公司的一项重要“人力资本”，是公司重大经营决策的制定者和执行者，对公司未来发展方向和业绩可以产生重要影响。同一职位上离任、继任的高管在知识、技能等背景特征方面必然存在差异，导致公司治理环境发生重大变化，这使得投资者对于高管变动后上市公司的经营预期产生一定的不确定性，可能针对这一事件作出不同的判断，从而产生不同的市场反应。

综上所述，本文研究的核心问题是大陆、香港资本市场对于同一事件（高管变动）产生的市场反应是否一致，受哪些因素影响。通过考察 A 股、H 股交叉上市的上市公司，以高管（董事长、总经理）变更这一事件作为切入点，试图通过事件研究的方法计算出 A 股、H 股各自的市场反应及市场反应差异，通过分组检验找出市场反应差异的影响因素。

## 1.2 相关研究

与本文拟采用的研究方法类似，已有多篇文献对交叉上市公司在不同资本市场上的表现进行比较分析。王立彦等（2002<sup>[4]</sup>，2003<sup>[5]</sup>）针对 A 股、H 股会计信息差异及财务报告的系列比较研究，为后续文献采用交叉上市对比研究提供了思路启发。劳兰珺等（2008）延续交叉上市公司对比研究的思路，引入事件研究法，检验大陆 A 股、香港 H 股资本市场对 2007 年年度报告的反应强度，发现 A 股市场信息的反应强度比 H 股市场更大，认为这在一定程度上表明 H 股市场效率更高<sup>[6]</sup>。黄虹等（2009）以 1994—2007 年间，在大陆 A 股市场、香港 H 股市场和美国 N 股市场发布公告股票回购计划的中国公司为分析对象，运用事件研究法，分析中国内地、香港和纽约 3 地股票市场对我国公司股票回购计划信号传递效应的异同，表明证券市场有效性的强弱以及政府干预程度的不同是导致股票回购效应差异化的主要原因<sup>[7]</sup>。多数文献采用事件研究与案例研究相结合的方式，重点围绕大陆、香港两地投资者对内控缺陷披露（方红星等，2009<sup>[8]</sup>；方红星等，2010<sup>[9]</sup>；徐仪，2013<sup>[10]</sup>）、环境信息披露（万寿义等，2011<sup>[11]</sup>；向志平等，2011<sup>[12]</sup>；沈红波等，2012<sup>[13]</sup>；万寿义等，2012<sup>[14]</sup>）以及中国平安海外投资产生巨额浮亏（方红星等，2010<sup>[15]</sup>）等个别事件产生的市场反应并进行差异对比分析。

从研究方法来看，以上文献研究方法以案例研究、事件研究结合的方式为主，缺乏大样本的统计支持；尽管劳兰珺等（2008<sup>[6]</sup>）、黄虹等（2009<sup>[7]</sup>）分别对不同窗口下不同资本市场上产生的累计异常收益进行显著性检验，但未就不同市场间的差异是否显著进行统计检验。从研究结论来看，不同文献从反映强度、持续时间、关注的问题等角度表明内地市场与香港市场反应存在一定差异，但还是仅就个案分析的结果，未看到市场整体的表现。另外，研究结论仅更多

的指出了差异的存在,或对差异从市场效率的角度做出解释(劳兰珺等,2008<sup>[6]</sup>;黄虹等,2009<sup>[7]</sup>),未系统的对差异产生的影响因素进行进一步探讨。

### 1.3 研究意义

本文基于前人的研究思路进一步深入,选取“高管变动”这一对投资者而言可能存在不同判断的事件,考察大陆、香港两地资本市场的市场反应,并对市场反应的差异进行检验,通过分组检验分析市场反应差异的影响因素。

本文的研究意义有如下几点:①从投资者“功能锁定”角度思考,考察处于不同资本市场的投资者对于同一个事件是否作出相同的判断。②通过对市场反应差异的影响因素进行梳理,发现大陆资本市场相对独特之处,从而为进一步发展和完善我国资本市场找到切入点。③利用“沪港通”开通前后的样本进行对比分析,分析“沪港通”开通后的市场表现,为即将推出的深港通的提供参考数据。

### 1.4 研究方法

本文主要采用的研究方法有:文献研究与实证研究。其中,实证研究包含案例研究和事件研究。通过查阅国内外文献,就有效市场及功能锁定理论、高管变动的经济后果及市场反应、市场分割理论进行文献梳理;又通过文献就目前的制度背景,包括交叉上市现状、香港和大陆资本市场的主要差异进行了解和归纳。实证研究过程包括事件研究、案例研究。案例部分,本文主要对三大运营商 2004 年高管轮换这一典型事件进行案例分析。已有的文献较多讨论了 A 股、H 股价格差异及差异形成原因。本文不涉及股票“价格”差异的讨论,而是通过事件研究法,将“价格”升降中所包含的信息转化为“异常收益率”,仅围绕资本市场对“事件”的反应展开讨论。采用事件研究法,通过“异常收益率”考察某件事件的产生是否影响了股票价格。

### 1.5 研究框架

本文通过文献回顾,对有效市场及功能锁定理论、高管变更的经济后果相关研究、市场分割理论进行介绍,描述高管变动的相关制度要求和大陆、香港两地资本市场的差异。通过事件研究,介绍典型高管变更案例以及大样本统计下的累计异常收益情况并进行分组讨论。最后结合案例和分组讨论的结果,构建影响市场反应差异的模型,找出影响因素。本文具体的研究框架如下:

第一章,引言。本章首先明确了研究问题,并介绍了采用类似思路进行研究的相关文献。

在对文献梳理后提出本文的研究意义，并介绍本文的研究方法、全文框架和创新。

第二章，文献回顾与相关理论。本章从理论角度，对有效市场及功能锁定、高管变动的经济后果、市场分割等方面的文献进行回顾，总结相关研究成果，作为全文研究工作的理论支撑。

第三章，制度背景及现状描述。本章通过查阅统计数据、总结文献等方式，将目前高管变动程序过程及制度规定、交叉上市现状及香港与大陆资本市场主要差异等问题进行描述，便于后文从两地资本市场现状的差异中发现影响市场反应差异的因素。

第四章，三大运营商高管轮换的案例。本章对 2004 年 11 月三大运营商突然进行的高管轮换这一典型事件，从事件介绍、媒体评论、市场反应等角度进行案例分析，从个案角度比较不同资本市场对同一个事件的反应差异。本章承上启下，作为前文理论、现状描述到后文数据分析、讨论的过渡。

第五章，研究方法与数据来源。本章将事件研究的步骤展开，分别介绍了各个环节进行的工作，并对高管变动的分组标准和数据的处理进行说明。

第六章，案例及数据分析。本章首先介绍典型案例，然后从整体上介绍高管变动市场反应的统计检验情况，并根据分组标准分别讨论各个情况下的市场反应及差异。结合分组统计情况及前人研究分析找出影响因素。

第七章，相关讨论及结论。本章就统计数据结合制度背景及现状进行讨论，尝试给出市场反应差异的解释，并最终形成本文的结论。

第八章，不足及未来研究方向。本章就本文研究工作的不足进行反思，并提出未来可以完善的切入点。

## 1.6 创新之处

第一，本文延续前人对交叉上市公司市场反应对比研究的思路，扩大了研究样本，使其能够进行显著性检验，并首次对市场反应差异进行配对样本检验，使得研究结果更具说服力和代表性。

第二，本文将市场反应差异视为不同资本市场投资者“功能锁定”的表现，并尝试从“市场分割”下，资本市场的差异中寻找其影响因素。

## 2 文献回顾与相关理论

### 2.1 有效市场与功能锁定理论

信息的出现和变化如何导致证券价格的变化，属于市场有效性问题研究的关键内容。资本市场链接理财行为、公司价值和股票价格，股票价格是“理财行为”的函数<sup>[16]</sup>。有效市场理论认为，每一支股票价格都能反应其所属公司的经营情况。在“理性人”假设下，资本市场参与者对股票价格持续关注，通过对各类消息及公司运营情况的研究判断，对股票价格形成理性预期（Fama, 1970<sup>[17]</sup>）。然而，现实中的资本市场参与者，往往并不能满足“理性人”的假设。

基于市场有效性假说，企业发布信息时，投资者能够获得信息，最终反应在股价上，但是我国资本市场的有效程度一直受到质疑，许多研究都提出中国资本市场只达到了弱式有效（龙小波等，1999<sup>[18]</sup>；张锐力等，2009<sup>[19]</sup>；明隆，2011<sup>[20]</sup>）。因此，当企业发布高管变动信息时，投资者能够及时准确的把握信息，还是只对信息存在片面的理解，按照思维惯式去判断信息、做出决策？后者即是功能锁定假说的内容。

在针对市场有效性的讨论中，存在一种与有效市场理论相竞争的假说，即功能锁定假说。功能锁定（functional fixation）最早属于心理学的研究范畴，它的概念也是由心理学家 Luchins(1942)<sup>[21]</sup>、Dunker(1945)<sup>[22]</sup>提出，功能锁定描述的是辨别和利用相关信息的功能性障碍。Ijiri 等(1966)<sup>[23]</sup>、Jensen(1966)<sup>[24]</sup>在研究会计方法选择问题如何影响决策时，将“功能锁定假说”应用到会计学的研究讨论中。

#### 2.1.1 国外关于功能锁定的相关研究

Beaver 等（1973）实证研究了折旧方法的不同对于股价的影响，研究发现采用不同的折旧方法使得收益延期，该信息与股价变动高度相关，即认为投资者并不能辨别由于折旧方法采取的变动，只局限于账面数据，说明了功能锁定现象的存在，而且与市场有效假说并不相符<sup>[25]</sup>。

Hand(1990)对功能锁定假说进行了扩展，他认为功能锁定和有效市场假说都不能很好解释投资者的行为：功能锁定中认为投资者不够精明，无法解读会计数据真正的影响，而有效市场假说认为，投资者总是准确解读会计数据。因此他提出了一种基于二者中间地带的扩展锁定假说，认为功能锁定现象只存在于精明熟练程度较低的投资者<sup>[26]</sup>。Chen 等(1999)研究了美国所得税率在 1993 年从 34%调整为 35%，导致企业递延所得税调整，发现企业递延调整与股价成正相关关系，市场对暂时性收益做出了反应，支持了功能锁定假说<sup>[27]</sup>。

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.