

学校编码: 10384  
学号: 15620131152113

分类号\_密级\_  
UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

基于盈余信息的意见分歧对股价的影响  
——以 A+H 双重上市公司为例

Impact of Disagreement on Stock Prices by Using Earnings  
Information  
——Based on A+H Dual-Listed Companies

庄丽珍

指导教师姓名: 郑鸣 教授  
专 业 名 称: 国际金融学  
论文提交日期: 2016 年 4 月  
论文答辩时间: 2016 年 4 月  
学位授予日期: 2016 年 6 月

答辩委员会主席: \_\_  
评 阅 人: \_\_

2016 年 6 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 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

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 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

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘要

本文以 A+H 双重上市公司为例，将意见分歧资产定价理论与分割市场联系在了一起，分析了基于盈余信息的投资者意见分歧对股票定价的影响。本文在史永东、李凤羽（2012）与陆静（2011）模型的基础上，通过加入意见分歧和卖空限制代理变量，设定了两个市场的六个模型进行对比。本文采用 2007 年至 2015 年 A 股和 H 股市场的非平衡面板数据，研究了年度公告后投资者的意见分歧和卖空限制对累计超额收益的影响。与此同时，我国股票市场于 2010 年 3 月 31 日才正式启动融资融券交易，而以往的学者的研究大多都将 A 股市场的数据以 2010 年 3 月 31 日为界割裂开来，并不能很好的反映 A 股市场在启动融资融券前后的市场变化。因此，本文以 A 股市场为研究对象，通过对比 2010 年 3 月 31 日前后两区间的 A 股市场表现，研究了意见分歧与卖空限制代理变量在启动融资融券前后的对检验结果的影响及变化，以此来分析我国引入卖空机制对股票定价的影响。

研究发现：（1）A 股市场和 H 股市场中投资者的意见分歧代理变量与年报公告日后的累计超额收益之间呈正相关关系，说明了意见分歧作为一种风险因子，获得了一种风险补偿；（2）由于两个市场间交易机制和信息处理能力的差异，在 H 股市场上，投资者相同程度的意见分歧对累计超额收益将产生比 A 股市场更大的作用；（3）卖空程度与累计超额收益率之间存在短期正相关关系，但在长期却存在反转现象。卖空程度与累计超额收益在短期内的正相关关系部分支持了 Miller（1977）的观点，但是这种关系在长期中发生了反转，较高的卖空限制在长期中并不导致未来较低的超额收益；（4）在加入了融资融券交易之后，在时间窗口 $[0, +3]$ 、 $[0, +60]$ 和 $[0, +90]$ 中，A 股市场的 2011-2015 区间样本能较好地反映投资者意见分歧与卖空限制指标对投资者累计超额收益的关系，且更接近于 H 股市场的实证表现，卖空交易的引入对 A 股市场的整体环境有了一个改变。

最后，本文建议相关部门应当引导个人投资者提高专业水平，减少盲目投资和投机活动，做到理性投资；同时建立以机构投资者为主的证券市场，提高证券市场的投资效率，减少市场的非理性波动；逐步放松卖空限制，缓解中国的股价高估现象，防范投机性泡沫的产生。

关键词：意见分歧；卖空限制；A 股；H 股

厦门大学博硕士学位论文摘要库



## ABSTRACT

This paper combined disagreement of opinions asset pricing theory with market segmentation together based on the A + H dual-listed companies, analyzing the disagreement between investors based on the earnings information on stock pricing. Based on Yongdong Shi and Fengyu Li (2012) and Jing Lu (2011) model, this paper set six models in two markets by adding disagreement of opinions and short-sales constraints proxy variable. This paper used unbalanced panel data from 2007 to 2015 of A share market and H share market, studying the impact of disagreement of opinions and short-sales constraints on the cumulative excess returns after the annual report. At the same time, there was no margin before March 31, 2010 in A share market, while most previous studies separated A share market data from March 31, 2010, which may not reflect the changes well of A share market before and after the start of margin. Therefore, this paper used A share market as the research object, studying the influence and changes of disagreement of opinions and short-sales constraints proxy variables before and after the start of margin by comparing performance before and after March 31, 2010 in A share market, in order to analyze the impact of the introduction of short-sales on the stock pricing.

We found that: (1) the coefficient between the disagreement proxy variables and cumulative excess return after annual report is both positive in A share market and H share market, indicating that the disagreement of opinions obtain a risk compensation as a risk factor; (2) due to the differences in trading mechanisms and information processing capabilities between the two markets, the same degree of disagreement will have a greater effect on the cumulative excess return in H share market than in A share market; (3) the coefficient between short extent and short-term cumulative excess return is positive, but in the long term there exists inversion phenomenon. The positive correlation between short extent and cumulative excess return in the short term supports the Miller's point in 1977, but this relationship reveals that higher short-sales does not result in lower cumulative excess returns in the long run; (4) after the addition of the margin, in the time window of  $[0, +3]$ ,  $[0, +60]$  and  $[0, +90]$ , the 2011-2015 interval in the A share market reflects the relationship better between disagreement of opinion, short-sales constraints proxy variables and

cumulated excess return, and is closer to the empirical performance in H share market. After the introduction of short-sales, there is a big change in the whole environment of A share market.

Finally, this paper suggested that the relevant institutions should guide individual investors to improve their professional level, reduce blind investment or speculation, and make rational investment; also, establish a securities market with rational institutional investors, improve investment efficiency, and reduce non-rational market fluctuations; reduce short-sales constraints gradually, ease stock overvalued phenomenon in China, and prevents speculative bubble.

**Key Words:** Disagreement of Opinions; Short-sales Constraints; A Shares; H Shares

# 目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景与意义	1
第二节 研究框架与内容	3
第三节 研究方法	5
第三节 创新及不足	6
第二章 文献综述	8
第一节 意见分歧与资产定价	8
第二节 意见分歧与 A-H 分割市场	15
第三节 理论分析和研究假设	17
第三章 研究设计	20
第一节 模型设定	20
第二节 变量选取	21
第三节 样本来源	25
第四章 实证结果	26
第一节 描述性统计	26
第一节 变量分析	28
第三节 A 股市场的两区间对比	39
第四节 稳健性检验	47
第五章 结论及启示	48
第一节 结论	48
第二节 启示	49
致谢语	51
参考文献	52

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## CONTENTS

<b>Chapter 1</b>	<b>Introduction</b>	<b>1</b>
Quarter 1	Research Background and Significance	1
Quarter 2	Research Framework and Content	3
Quarter 3	Research Methods	5
Quarter 4	Innovation and Shortage	6
<b>Chapter 2</b>	<b>Literatures Review</b>	<b>8</b>
Quarter 1	Disgreement of Opinion and Asset Prices	8
Quarter 2	Disgreement of Opinion and A-H Segmentation Market	15
Quarter 3	Theoretical Analysis and Hypothesis	17
<b>Chapter 3</b>	<b>Research Design</b>	<b>20</b>
Quarter 1	Model Setting	20
Quarter 2	Variable Selection	21
Quarter 3	Sample Source	25
<b>Chapter 4</b>	<b>Empirical Results</b>	<b>26</b>
Quarter 1	Descriptive Statistics	26
Quarter 2	Variable Analysis	28
Quarter 3	Two Intervals Contrast in A Share Market	39
Quarter 4	Robustness Test	47
<b>Chapter 5</b>	<b>Conclusion and Revelation</b>	<b>48</b>
Quarter 1	Conclusion	48
Quarter 2	Revelation	49
	Thanks	51
	Reference	52

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 第一章 导论

### 第一节 研究背景与意义

理解意见分歧<sup>1</sup>如何影响金融市场中的资产定价是当前金融领域十分重要的问题。目前学界对投资者意见分歧如何影响资产价格与预期回报,主要有两种观点。一方面,以 Varian (1985)<sup>[1]</sup>为代表的学者们认为意见分歧应该作为一种风险因素而获得正的风险溢价(风险补偿)。当参与者在市场中拥有与他人不同的意见时,基于这个投资者独特的信息所做出的决策就很可能面临出错的风险。这种出错的风险从根本上不同于传统的资产定价模型中投资者所面临的市场风险。这就意味着当出现意见分歧时,投资者可能需要获得额外的风险补偿;而另一方面,以 Miller(1977)<sup>[2]</sup>为代表的学者们则持不同的意见。他们认为,当投资者对股票的未来回报存在不同的观点时,意见分歧随之产生。而市场存在卖空限制时,最终持有股票的是最乐观的投资者,即股票价格只反应最乐观投资者的预期。假设在股票市场中,投资者能够吸纳一个股票的所有抛盘,那么投资者意见分歧程度的扩大将导致股票当前价格上升,该股票今后的收益率也随之下降。目前这两种观点都有许多支持者,由于已往的研究在意见分歧、卖空限制以及股票收益等变量的代理指标的选取和构建上并没有达成一致,从而导致目前学界的许多研究的检验结果存在差异。

目前,学者对分割资本市场<sup>2</sup>的研究主要以两方面的研究为基础:一是传统的 CAPM 模型;二是有效市场假说。CAPM 模型的其中一个假设是同质预期<sup>3</sup>,这意味着所有投资者都可以获得市场上的所有信息,并且所有投资者的信息处理能力都相同。而在分割资本市场上,投资者的信息获取能力和信息处理能力都是不相同的,加之不同的资本市场中交易机制存在差异,因此,每一个投资者对证券价格的判断也不尽相同。因此必然形成关于证券未来价格预期的意见分歧。这样一来,意见分歧与分割资本市场就产生了某种联结关系,通过对分割资本市场中相同股票的收益进行对比可以更好地检验意见分歧与资产价格的关系。由于在不同交易所上市的公司差异较大,因此要对分割资本市场的意见分歧进行分析就比较困难。而

---

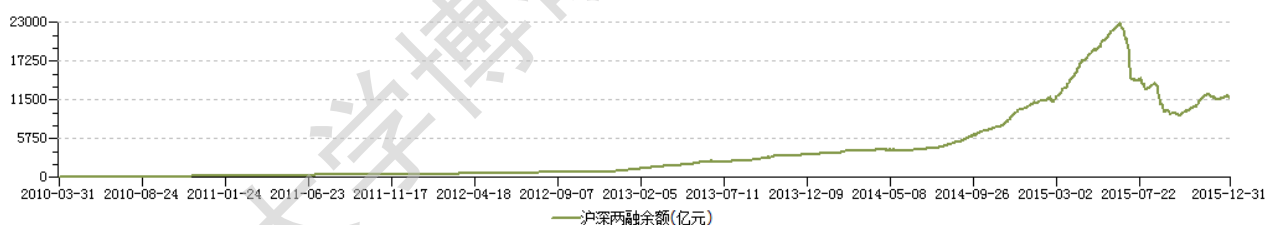
<sup>1</sup>投资者的意见分歧(异质信念):不同投资者对相同股票在相同持有期内的收益分布预期的差异性。

<sup>2</sup>分割资本市场(资本市场分割):不同证券交易市场之间由于流通机制、交易机制以及信息传递渠道等差异,使同质产品在不同市场定价和风险等方面的差异化表现。

<sup>3</sup>同质预期:所有投资者对于证券的期望收益、方差、协方差等的估计分布是完全相同的。

双重上市公司的存在就为研究不同资本市场的意见分歧提供了基础：因为双重上市公司对应的基本面是相同的，区别只在于交易所的不同。我国股票市场目前仍然属于分割资本市场，以 A 股市场和 H 股市场为例，有很多公司同时在内地和香港市场上市交易。A 股市场和 H 股市场在交易机制(卖空限制)和投资者意见分歧程度上存在较大差异，与 H 股市场相比，A 股市场散户众多，机构投资者相较而言占比还不高，这就导致由于个人投资者的受教育程度、收入水平、经历和年龄等差异，A 股市场的投资者的意见分歧程度很有可能更高。

与香港 H 股市场允许卖空交易不同，我国 A 股市场长期以来一直实行严格的卖空限制，于 2010 年 3 月 31 日才正式启动融资融券交易。截至 2015 年 12 月 31 日，沪深两市的两融余额共为 11,742.67 亿元，占 A 股 2015 年成交额的 0.4636%。其中融资余额为 11,713.07 亿元，占 A 股 2015 年成交额的 0.4624%；融券余额为 29.60 亿元，占 A 股 2015 年成交额的 0.0012%。融券余量为 4.97 亿元，占 A 股 2015 年成交量的 0.0029%。说明在融资融券试点阶段，融资融券交易量占证券市场总交易量的比重偏小、融资融券标的偏少、融券比融资更难。因此，由于融资融券供给和需求不匹配以及融资融券供给结构的偏颇，A 股市场卖空程度远小于 H 股市场。



数据来源：Wind 数据库

图 1: 沪深两融余额 (亿元)

在经历了长期交易后，A 股市场和 H 股市场在交易制度和投资者类型等方面的差异已经充分反映在 A 股和 H 股的价格当中了。如此，通过分析由年报公告带来的新盈余信息形成的投资者意见分歧对分割市场中 A+H 双重上市公司股票价格的影响，就可以更好地揭示投资者意见分歧与资产定价的关系。因此，通过研究基于盈余信息的投资者意见分歧对 A+H 双重上市公司股票定价的影响，可以更好地探索意见分歧资产定价理论中的规律，从而丰富金融经济学理论研究。而目前在国内，学者对意见分歧与资产定价的研究大多停留在单一市场，仅有陆静、曹国华和唐小我（2011）以及陆静（2011）几位学者从投资者意见分歧角度对 A-H



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.