

Empirical Analysis of the Impact of Future Earnings Response on Stock Price

Information Content in the Stock Connect Program

by

Jie Luo

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment  
of the Requirements for the Degree  
Doctor of Business Administration

Approved March 2024 by the  
Graduate Supervisory Committee:

Zhan Shi, Co-Chair  
Nengjiu Ju, Co-Chair  
Hong Yan

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2024

陆股通股票未来盈余反应对股价信息含量影响的实证分析

骆捷

全球金融工商管理博士  
学位论文

研究生管理委员会  
于二零二四年三月批准：

施展，联席主席  
巨能久，联席主席  
严弘

亚利桑那州立大学

二零二四年五月

## ABSTRACT

The Mainland-Hong Kong Stock Connect program is a globally unique institutional innovation. This partially open financial system is unparalleled worldwide. As the influence of the Mainland-Hong Kong Stock Connect on A-shares has grown, the volume of research literature has gradually increased, and studies on the policy impact from various sectors have become prevalent. Prior to the introduction of the Mainland-Hong Kong Stock Connect, studies indicated that A-share stock prices did not significantly react to stock information, indicating low informational content in stock prices. The Mainland-Hong Kong Stock Connect, through its moderate openness, has effectively introduced mature overseas investment philosophies and international capital, altering the investor structure of A-shares and impacting trading behavior. This paper aims to explore whether the initiation of the Mainland-Hong Kong Stock Connect policy positively affects the informational content of A-share stock prices under the aforementioned premises. To minimize the interference of short-term market fluctuations on the research, this paper uses the relatively long-term future earnings response as the entry point for studying the informational content of stock prices. Specifically, it first selects a full sample of Mainland-Hong Kong Stock Connect stocks to conduct annual cross-sectional regression and multi-year linear regression to examine changes in the informational content of stock prices before and after policy implementation. It then includes a control group of stocks not selected for the Mainland-

Hong Kong Stock Connect, conducting multi-year linear regression analysis with the experimental group samples to investigate whether the policy initiation has improved the informational content of stock prices for Mainland-Hong Kong Stock Connect stocks compared to those not selected. The results show that after the initiation of the Mainland-Hong Kong Stock Connect policy, the informational content of stock prices increased for Shanghai Stock Connect but decreased for Shenzhen Stock Connect. Compared to stocks not selected for the Mainland-Hong Kong Stock Connect, the informational content of stock prices also increased for Shanghai Stock Connect and decreased for Shenzhen Stock Connect. Overall, the results of this study indicate that the Mainland-Hong Kong Stock Connect policy has indeed achieved its initial policy design goals, warranting further exploration into deepening openness to optimize the structure of the capital market.

Key words: Mainland-Hong Kong Connect, Future Earnings Response, Stock Price Information Content.

## 摘要

陆股通是一项在全球范围内非常独特的制度创新，这种部分开放的金融制度在全球范围内绝无仅有。随着陆股通对 A 股的影响越来越大，各种文献逐渐增多，各界对政策影响的研究也蔚然成风。在陆股通推出之前，研究表明 A 股的股票价格对股票信息的反应并不显著，股价信息含量较低。陆股通通过适度的开放有效地引入了海外成熟投资理念和国际资本，改变了 A 股的投资者结构，对交易行为也产生了影响。本文旨在研究在上述前提下，陆股通政策的开通是否对提升 A 股的股价信息含量产生积极的作用。为了降低股市短期波动对研究的干扰，本文选择用相对长周期的未来盈余反应作为研究股价信息含量的切入点。具体而言，先选取有陆股通股票全样本进行年度横截面回归以及多年线性回归，检验政策实施前后股价信息含量的变化。随后加入未入选陆股通的对照组，和入选的实验组样本进行多年线性回归分析，研究政策开通对入选陆股通股票股价信息含量是否比未入选股票有所提高。研究结果表明，陆股通政策的开通后，沪股通股价信息含量提升，深股通反而下降。和未入选陆股通股票相比，也是沪股通股价信息含量提升，深股通下降。总体而言，本研究的结果表明，陆股通政策确实实现了政策设计的初衷，可以探讨进一步深化开放，以达到优化资本市场结构的作用。

关键词: 陆股通，未来盈余反应，股价信息含量

## 目录

	页码
表录 .....	vii
图录 .....	viii
章节	
一、引言 .....	1
1.1 研究背景 .....	1
1.2 研究意义 .....	2
1.3 研究目的 .....	3
1.4 研究方法 .....	4
1.5 创新和不足 .....	5
1.6 论文结构 .....	6
二、文献综述 .....	8
2.1 资产定价理论 .....	8
2.1.1 主流资产定价理论 .....	8
2.1.2 盈余和股价信息的研究文献 .....	9
2.2 陆股通国内外文献 .....	11
2.2.1 国外对金融市场开放研究文献 .....	12
2.2.2 国内对陆股通的研究文献 .....	13
2.3 文献综述 .....	14

章节	页码
三、理论依据和研究假设 .....	16
3.1 行为金融学原理 .....	16
3.2 投资者结构视角 .....	17
3.3 沪深市场差异性 .....	18
四、实证模型 .....	19
4.1 模型设计 .....	19
4.2 年度横截面回归及多年线性回归模型 .....	20
4.2.1 模型构建 .....	20
4.2.2 样本选择与数据处理 .....	21
4.2.3 样本数据描述统计 .....	22
4.3 加入控制组的多年线性回归模型 .....	25
4.3.1 模型构建 .....	25
4.3.2 样本选择和数据处理 .....	26
4.3.3 样本描述统计 .....	27
4.4 稳健性检验 .....	29
4.4.1 多年线性回归模型的稳健性检验 .....	29
4.4.1 加入控制组的多年线性回归模型的稳健性检验 .....	30
五、实证结果及分析 .....	31
5.1 实证结果 .....	31

章节	页码
5.2 陆股通开通前后实证结果 .....	31
5.2.1 沪股通开通前后实证结果 .....	31
5.2.2 深股通开通前后实证结果 .....	36
5.2.3 不同预测年度股价对未来盈余的信息含量 .....	42
5.3 加入控制组的多年线性回归模型 .....	42
5.3.1 沪股通加入控制组的多年线性回归模型 .....	42
5.3.2 深股通加入控制组的多年线性回归模型 .....	44
5.4 稳健性检验 .....	45
5.4.1 多年线性回归模型稳健性检验结果 .....	45
5.4.2 加入控制组的多年线性回归模型稳健性检验结果 .....	46
六、结论与建议 .....	48
6.1 分析结论 .....	48
6.2 对实证结论的进一步讨论 .....	48
6.2 政策建议 .....	49
参考文献 .....	51



## 表录

表格	页码
1: 沪股通开通前后实验组的数据描述统计 .....	22
2: 深股通开通前后实验组描述统计 .....	23
3: 沪股通实验组及对照组描述统计 .....	27
4: 深股通实验组及对照组描述统计 .....	28
5: 沪股通开通前后横截面回归结果 .....	32
6: 沪股通开通前后多年线性回归结果 .....	35
7: 深股通开通前后横截面回归结果 .....	37
8: 深股通开通前后多年线性回归结果 .....	40
9: 沪股通加入控制组的多年线性回归模型实证结论 .....	43
10: 深股通加入控制组的多年线性回归模型实证结论 .....	44
11: 沪股通开通前后多年线性回归结果 .....	45
12: 深股通开通前后多年线性回归结果 .....	46
13: 沪股通加入控制组的多年线性回归模型稳健性实证结论 .....	47
14: 深股通加入控制组的多年线性回归模型稳健性实证结论 .....	47

## 图录

图表	页码
1: 2010-2021 年沪股通当年股价对未来盈利相关系数变化趋势图 .....	34
2: 2010-2021 年当年深股通股价对未来盈利相关系数变化趋势图 .....	39
3: 不同预测年度股价对未来盈余的信息含量趋势图 .....	42

## 一、引言

### 1.1 研究背景

A股市场一直以来都被认为是一个相对较为封闭和不太有效的市场。在过去的几十年中，尽管中国资本市场取得了巨大的发展，但A股市场的定价机制和股票信息之间的相关性一直存在争议和不明确的情况。这就引发了许多资本市场研究者和投资者的关注和兴趣，他们希望能够深入了解A股市场的定价机制。

具体而言，A股市场的突出问题表现在股票价格对公司未来盈利预期的反应不明显。在一个高度有效的市场中，股票价格应该能够及时、准确地反映出公司的价值和盈利能力。然而，在A股市场中，股票价格与公司业绩之间的相关性较弱，投资者往往难以通过股票价格来准确判断公司的未来盈利能力。这使得投资者在做出投资决策时面临较大的不确定性，同时也影响了市场的有效运行。

然而，随着中国资本市场开放程度的不断提高，出现了一项极为独特的金融制度创新，即陆股通。陆股通是全世界范围内绝无仅有的一种机制，它将香港和中国内地的股票市场联系在一起，允许境外投资者通过香港证券交易所买卖在中国内地上市的股票针对上海和深圳交易所又分为沪港通和深港通，一般并称陆股通。陆港通政策的实施，为A股市场带来了海外成熟的投资理念和国际资本，促进了市场的国际化和流动性的提高。该政策的出台对A股市场产生了重要的影响。首先，它为境外投资者提供了更便利的途径来参与A股市场，增加了市场的流动性和活力。其次，它为A股市场引入了更多的外资和投资理念，丰富了市场的参与者和交易工具。这种部分开放的政策为A股市场带来了新的机遇和

挑战，也为研究者提供了一个独特的实证研究平台，以探索陆股通政策对 A 股股票信息含量的影响。

## 1.2 研究意义

A 股的股价信息含量一直以来被认为相对较低。股价信息含量是指股票价格对公司内在价值和未来盈余变化的敏感程度。在 A 股市场中，由于存在许多因素的影响，包括市场操纵、信息不对称、投机行为等，股票价格往往受到较大的扭曲和干扰，难以准确反映公司的真实价值和未来盈余变化。A 股市场长期以来一直面临着投资者结构不合理、信息披露不充分、交易流动性较低等问题，这些因素都会影响股价信息含量的水平。此外，由于投资者普遍倾向于短期交易和追逐热点，A 股市场的股价波动也较为频繁和剧烈，进一步降低了股价信息含量的可靠性。近年来，我国资本市场的开放和国际化进程不断加速，陆股通作为一项重要的跨境资金流通工具备受关注。在这一大背景下，从陆股通市场的参与者，即投资者、陆股通上市公司和监管部门的视角出发，深入分析研究陆股通对 A 股市场的影响具有重要意义：

首先，对于投资者而言，陆股通政策的开通意味着更多的投资机会和市场多样化。境外投资者通过陆股通可以直接参与中国 A 股市场，这将为他们提供更广阔的投资领域和更多的投资选择。通过研究并投资陆股通股票，投资者可以分享中国经济发展的红利，并参与到中国企业的成长中来。此外，陆股通的开通还有助于提高市场的流动性，增加交易活跃度，为投资者提供更好的买卖机会和更精确的价格发现。

其次，对于陆股通上市 A 股公司而言，该政策的开通将带来更多的资本流入和市场机会。境外投资者的参与将为上市公司带来更多的投资研究和资金支持，有助于提升企业的

内部管理、优化企业的股权结构和提升企业的成长。同时，境外投资者还会带来更多的国际化经验和全球资源，促进企业的国际化发展。这将为上市公司创造更大的竞争优势，提高其在全球市场的影响力和竞争力。

最后，对于监管部门而言，陆股通政策的开通将促进中国资本市场的国际化进程和监管水平的提升。政策的开通将加强市场监管与国际接轨，提高市场的透明度和规范性。监管部门可以通过加强对境外投资者的监管和风险防范，确保市场的稳定运行。此外，境外投资者的参与也将为监管部门提供更多的数据和信息，有助于更准确地监测市场情况和风险变化。

综上所述，研究陆股通对 A 股市场的影响具有重要的理论和实践意义。这项研究不仅可以帮助我们更全面地了解我国资本市场的运行机制，为投资者提供有价值的投资决策参考，促进上市公司自我发展和提升，还可以为相关监管机构提供科学和有效的监管策略，推动市场的稳定和健康发展。

### 1.3 研究目的

研究陆股通股票的信息含量的具体目的包括：

1. 价值评估：通过研究陆股通股票未来盈余变化对股价的影响，可以评估公司的价值变化。盈余是公司经营业绩的重要指标，经典的定价理论都是基于未来盈余的变化给股票进行定价。通过了解盈余对股价的影响，投资者可以更准确地评估股票的价值，做出更明智的投资决策。

2. 预测股价走势：通过分析陆股通股票未来盈余变化对股价的影响，可以帮助投资者预测股价的走势。如果研究结果表明，盈余的变化与股价呈正相关或负相关关系，那么投资者可以根据未来盈余的预测来推断股价的变化趋势，进而作出相应的投资策略。

3. 市场有效性研究：研究陆股通股票未来盈余变化对股价的影响可以帮助评估市场的有效性。如果股票信息能够迅速反映在股价中，并且股价能够准确地反映公司未来盈余的变化，那么可以认为市场相对高效。相反，如果盈余信息在股价中得到滞后反映，或者股价对盈余变化的反应存在明显的偏离，那么可以认为市场存在一定的信息不对称或非理性行为。

总之，研究陆股通股票股价信息含量的目的是为了帮助投资者评估公司价值、预测股价走势，并帮助监管和机构评估市场的信息效率。

#### 1.4 研究方法

本文的研究目的是考察陆股通政策开通以后，陆股通股票的股价信息含量是否得到提升。因为影响 A 股股票价格的因素非常复杂，交易的参与者也非常多样化，实盘操作中观测到短期的波动性很大。因此要研究陆股通股价的信息含量，选取短期变量很容易收到干扰。但是 A 股本身已经是世界第二大市值的股票交易市场，陆股通的股票更是经过全球资金共识而完成定价的，因此通过选择周期较长的指标，会更大程度上弱化短期波动的影响，可以作为研究陆股通股票信息含量的有效变量。回到资本市场定价的基本逻辑，以及大部分主流机构研究投资的方法，都是用股票未来盈余的变化来预测股价的走势，所以研究较长周期的股票价格变动和股票未来盈余变化之间的相关性，应该是分析股价信息含量一个比较可行的思路。

具体的实证上，通过梳理国内外的研究文献，归纳总结国内外文献中成熟的研究方法，首先从政策开通的时间角度出发，研究入选陆股通的股票股价在开通前后对未来盈余反应的相关性变化，其次再加入政策影响的变量，构建入选陆股通实验组和未入选对照组，检验政策开通后陆股通的股价对未来盈余的相关度是否高于对照组。最后总结全文内容，根据所得结论，对投资者和监管部门提出相关建议。

### 1.5 创新和不足

本文的研究方法在一定程度上具有创新性，因为它关注了陆股通政策对盈余信息传导的影响，并尝试通过研究股价和盈利的变化量来评估信息含量的提高程度，以往的研究更多的是采用时点值来进行研究。然而，这种方法也存在一些不足之处。

创新之处：

1. 研究模型的选择：陆股通政策推出的时间不长，在此之前的研究都集中在政策对短期市场的影响，本研究选取了较长周期的数据，研究股票价格对 1-2 年的未来盈利的解释效果，用相对较长的视角来审视政策开通以后股价信息含量是否提升，对于研究命题本身而言是一个长周期视角的补充。

2. 通过多角度研究提高度量精度：为了达到研究的目的，本文先通过关注时间序列上的变化来对研究对象进行整体观察，再加入政策影响变量进行对比观察，多角度检验政策开通之后的市场变化，来实现研究精度的提升。

不足之处：

1. 数据处理的难点：未来盈余反应的研究变量选择是比较困难的。盈余数据是年度累计数，数据样本数量较少。而资产、市值等变量则是时点数，时点数具有一定的偶然性因素，因此对于数据样本的精度本身是有一定影响的。

2. 忽略其他影响因素：股票定价是个非常复杂的机制，会受到多种因素的综合影响，包括宏观经济环境、行业趋势、公司治理等。仅仅从未来盈余反应的角度来评估信息含量的提高可能忽略了其他重要作用。

3. 数据样本选择：研究所使用的数据质量和样本选择对研究结果的可靠性至关重要。陆股通政策规定了陆股通股票的入围标准是按照市值进行排序，所以未入选的对照组只能近似的选取市值接近的，很难构建出与实验组市值匹配的样本。

综上所述，通过股价变化对未来盈余的影响来分析陆股通政策开通是否会提高 A 股的股票信息含量的研究方法在创新性方面具有一定特色，但在变量和样本的选择方面也存在客观困难，可能会对实证分析的结果有一定的影响。

## 1.6 论文结构

第 1 章为引言，分为以下几部分：第 1.1 部分介绍了研究背景；第 1.2 部分阐明了研究意义；第 1.3 部分研究目的；第 1.4 部分介绍了论文的研究框架，主要包括思路、方法、创新及不足之处；第 1.5 部分介绍了论文的创新和不足。

第 2 章为文献综述，主要阐述了本文研究借鉴的思路，国内外关于股票价格与盈余的相关研究，以及一些针对陆股通政策相关的文献，为本研究提供理论依据。

第 3 章为研究设计与数据处理，详细描述了研究方法的设计和数据的处理过程，以确保实证结果的可靠性。



第 4 章为研究结果分析，对实证结果进行详细解释，并对研究假设进行检验和讨论。

第 5 章为结论与建议，总结论文的研究结果，提出结论并进一步给出相应的建议和决策支持。

## 二、文献综述

### 2.1 资产定价理论

#### 2.1.1 主流资产定价理论

目前，国内外对于股价信息含量的研究主要基于资产定价理论，这一理论的核心在于通过不同的模型来解释和预测资产的价格变动及其背后的驱动因素。资产定价理论的现状及其主要观点可以详细总结如下：

有效市场假说（Efficient Market Hypothesis, EMH）：自 Fama (1970)<sup>[1]</sup> 年提出有效市场假说以来，它就成为了金融学的一个重要基石。这一假说认为，股票市场能够迅速且有效地对信息做出反应，所有公开可用的信息都已在股票价格中得到了反映。这就意味着，在一个有效的市场中，投资者无法仅凭市场信息来获得稳定的超额回报，因为当前的股价已经是对未来信息最好的预测。然而，这一假设在实证研究中受到了挑战。尤其是在发现市场泡沫和经济危机之后，有效市场假说遭到了一些学者的质疑，他们指出，在某些情况下，市场价格并未能及时或准确地反映所有相关信息，市场无法始终保持完全有效。

资本资产定价模型（Capital Asset Pricing Model, CAPM）：是由 Sharpe (1964)<sup>[2]</sup>, Lintner (1965)<sup>[3]</sup> 和 Mossin (1966)<sup>[4]</sup> 提出的，旨在评估投资风险和预期回报之间的关系。该模型基于一系列假设，如投资者仅对均值和方差做出决策，资本市场是完全竞争和信息对称的。CAPM 的核心在于  $\beta$  系数，即系统性风险，它表明了单一资产回报与整个市场回报之间的关系。尽管 CAPM 极大地推动了资产定价理论的发展，但它也受到诸多批评，比如对风险的单一衡量标准  $\beta$  系数过于简化，无法捕捉市场的全貌。

三因子模型：为了解决 CAPM 在实证研究中遇到的问题，Fama 和 French (1993)<sup>[5]</sup> 年提出了三因子模型，该模型在 CAPM 的基础上增加了两个因素：公司规模和账面市值比。三因子模型认为，小市值公司（小盘股）和高账面市值比的公司（价值股）通常能够获得更高的平均回报。这一模型在解释股票回报方面比 CAPM 更为有效，尤其是对于解释历史回报中的横截面差异。

行为金融学：在传统资产定价模型无法完全解释市场现象，如过度反应、市场泡沫和崩盘时，行为金融学应运而生。该领域专注于个体投资者行为背后的心理学机制，包括过度自信、代表性偏差、锚定效应和羊群行为等。行为金融学指出，由于个体的非理性行为，市场价格可能会偏离其基本价值，这与有效市场假说相悖。

总体而言，资产定价理论在不断演变和发展。学者们不断尝试提出新的模型和理论，以更好地解释市场中的资产价格形成机制，并考虑到更多因素的影响，包括市场情绪、投资者行为和市场结构等。这些努力有助于我们更好地理解资产定价的复杂性和多样性。

### 2.1.2 盈余和股价信息的研究文献

盈余信息与股价之间的关系是信息含量研究中最典型和重要的内容。主要研究内容是判断未来盈余信息、盈余变化信息等有多大程度上反映在当期股价中，以评估市场定价效率。

国外文献方面，早期的代表性研究是 Ball 和 Brown 以及 Beaver。Ball 和 Brown (1968)<sup>[6]</sup> 研究发现当期股价变化能解释未来 5 年的大部分盈余变化，说明市场能有效利用未来盈余信息。Beaver (1968)<sup>[7]</sup> 则通过研究不同规模公司，发现未来盈余变化对股价的解释能力较强，市场对盈余信息的利用程度较高。这些研究为后续文献提供了理论和方法

基础。后续研究在数学模型和研究方法上有所提高，但主要结论仍是一致的。例如 Kormendi 和 Lipe (1987)<sup>[8]</sup>发现股价变化能预测未来 3 年 40%-60%的盈余变化；Easton 和 Zmijewski (1989)<sup>[9]</sup>也发现当期股价变化能反映未来 2 年约 60%的利润变化。这进一步证实市场能有效利用和预测未来盈余信息。但也有研究得出相反结论，认为市场并非对未来盈余变化作出充分反应，定价效率较低。例如 Freeman 和 Tse (1989)<sup>[10]</sup>研究发现当期股价变化只能解释未来 1 年盈余变化的 25%，而 3 年后的解释能力仍不足 50%。Collins (1994)<sup>[11]</sup>首先提出股票回报应该与公司未来盈余增长呈正相关。如果资本市场有效，那么股票价格的变化应当能够反映公司未来盈余的变化。Lundholm 和 Myers (2002)<sup>[12]</sup>对该模型进行扩展，考虑到未来盈余增长受其他因素影响，他们加入控制变量，进一步证明上述关系。综上，大多数研究发现未来盈余信息在较大程度上反映在当期股价中，这支持市场效率的观点。

国内学者也是多利用未来盈余反应系数，考察具体制度的推出对资本市场的影响。如褚剑和于传荣 (2016)<sup>[13]</sup>采用未来盈余反应系数模型，发现中国资本市场自融资融券制度实施后，相关股票的股价信息含量不仅没有改善，整体上反而显著恶化；与之相反的是，钟凯等 (2017)<sup>[14]</sup>发现融资融券交易制度的实施使得未来盈余反应系数增加，即股票回报能够包含更多公司未来盈利能力信息，股价信息含量提升。董秀良等 (2018)<sup>[15]</sup>从未来盈余反应系数的视角对沪港通实施效果进行考察，发现沪港通的开通对沪市定价效率的提升作用不显著，但对香港市场的定价效率提升有显著作用，总体上未达到帕累托改进的目的。朱明 (2020)<sup>[16]</sup>也是从未来盈余反应的角度研究了沪港通的定价效率，发现沪港通实施以后入选股票对未来盈余水平和变化反应程度得到显著提升。

## 2.2 陆股通国内外文献

陆股通是全球金融市场上一个独特的存在，大部分金融市场要么封闭要么直接全部开放，这种部分限制性开放的市场绝无仅有，而且 A 股本身已经是全球交易量第二大的证券市场了，因此这个市场几乎可以理解为全球资金共识定价的市场。因此，国外直接针对这个方向的研究相对较少，绝大部分是聚焦在金融市场全开放这个领域。国内则已经有相当的文献从不同角度进行了这个领域的研究。

在国内，学者们对陆股通政策的研究主要集中在以下几个方面：

1. 政策效果评估：许多学者对陆股通政策的实施效果进行了评估。研究中常常关注政策对市场流动性、股价表现、市场波动性以及市场联动等方面的影响。一些研究表明，陆股通政策的实施有助于增加 A 股市场的流动性，提高市场效率，并促进中国股市与国际市场的联系。此外，也有研究指出，陆股通政策对股票价格的影响有一定的时间延迟和区域差异。

2. 投资者行为分析：一些学者关注陆股通政策对投资者行为的影响。他们研究了境外投资者参与内地 A 股市场的特点、投资策略以及对市场波动性和定价效率的影响。研究结果显示，陆股通政策的实施使境外投资者成为 A 股市场的重要参与者，其投资行为受到政策和市场因素的影响，对市场产生了一定的影响力。

3. 跨市场交易机会：还有一些学者重点研究因为互联互通机制产生的跨市场交易机会，如一价定律是否被满足，双边上市企业股价差异等等。

### 2.2.1 国外对金融市场开放研究文献

而在国外，针对陆股通政策的研究相对较少，抽象到研究金融市场开放的范畴较多，有一些学者从不同角度进行了相关探讨：

1. 国际市场联动：一些学者关注陆股通政策对国际市场的影响，特别是香港市场与内地 A 股市场的关系。研究结果表明，陆股通政策的实施增强了香港市场与内地 A 股市场之间的联系，提高了两个市场的联动性。此外，也有研究探讨了陆股通政策对其他亚洲市场和全球市场的传染效应。

2. 投资者行为与市场波动性：一些学者研究了境外投资者参与内地 A 股市场的行为及其对市场波动性的影响。研究发现，境外投资者的交易活动对市场波动性具有一定的影响。

Kawakatsu and Morey (1999)<sup>[17]</sup>综合运用结构变化、置换检验、相对效率单位根检验等方法讨论 9 个新兴经济体金融自由化前后的股票市场信息效率的变化，发现新兴金融市场自由化后的信息效率并没有得到显著的改善。同时，对 16 个国家和 3 个综合指数的检验也发现金融市场自由化并没有对市场信息效率产生显著的影响。Henry (2000)<sup>[18]</sup>研究本国投资者将有望得益于外国投资者的经验以分散风险。Bekaert and Harvey (2000)<sup>[19]</sup>认为本国投资者将受益于金融自由化之后资金成本的下降，从而提高整个市场的流动性进而促进信息融入股价。然而，相关的实证研究并没有取得一致的结论。Choe, Kho, and Stulz (1999)<sup>[20]</sup>讨论了引入外国投资者对韩国股市的影响，发现国外投资者并没有导致股票市场的不稳定，相反却能够为市场提供更多的流动性。Kim and Singal (2000)<sup>[21]</sup>以方差比率 (Variance Ratio) 作为股价信息含量的指标，发现 14 个新兴股票市场开放后股价更服从随机游走，认为金融市场开放提高了股价的信息效率。Füss (2005)<sup>[22]</sup>利用两个方差比率指

标研究了 7 个亚洲新兴市场在金融市场一体化前后的市场效率变化，发现其中五个国家的金融市场在一体化之后实现了弱式有效。Cajueiro, Tabak, and Werneck (2009)<sup>[23]</sup> 通过比较希腊金融市场自由化前后的市场时变全局 Hurst 指数，发现金融自由化提高了股票市场的信息效率。Umutlu (2010)<sup>[24]</sup> 的实证结果也表明金融市场自由化有助于引入更广泛的投资者进入，能够在一定程度上降低市场波动，起到稳定市场的作用。Rejeb and Boughrara (2013)<sup>[25]</sup> 运用处理效应模型对 13 个新兴股票市场的金融自由化改革的分析发现，金融自由化提高了信息效率并且降低了金融危机发生的概率。然而，部分学者的研究却发现金融市场开放或金融自由化并没有显著影响证券市场的信息效率或者对证券市场的效率存在复杂的影响。Laopodis (2003)<sup>[26]</sup> 研究了希腊金融市场自由化改革对股票市场效率的影响，结果发现金融自由化与市场效率并无显著相关关系。Navaz (2014)<sup>[27]</sup> 运用事件研究法、面板回归、格兰杰因果关系检验等方法综合分析了新兴市场开放对市场效率的影响，发现金融市场自由化短期抑制了市场效率，而长期来看有助于提高市场的信息披露从而提高市场的信息效率。Vieito, Wong, and Chow (2016)<sup>[28]</sup> 对拉丁美洲国家的股票市场自由化的日数数据分析的结果表明，股票市场自由化并没有显著地影响拉丁美洲国家的股票市场效率。Carpenter, Lu, and Whitelaw (2021)<sup>[29]</sup> 对中国市场的股价信息含量进行了分析，对比发现中美两国在股价信息含量上的差异，以及不同行业和是否国营企业在股价信息含量方面的不同。

### 2.2.2 国内对陆股通的研究文献

陆股通政策开通以后，国内学者已经对陆股通对A股的影响进行了全方位多维度的研究，其中主要有以下文献：

吕大永、阮青松、万孝园（2017）<sup>[30]</sup>通过双重差分模型的方法，实证分析了沪港通对沪市股票价格发现速度的影响，研究表明沪港通的开通提升了市场公共信息的反映速度，但可能在特质性信息方面的反映速度降低了，展示出沪股通交易活动对信息效率的复杂作用。李江平（2020）<sup>[31]</sup>探讨了2017-2019年间陆股通重仓股票的动量效应，发现存在显著的中短期动量效应。梁爽（2020）<sup>[32]</sup>则对沪港通背景下香港与内地投资者的跨市场投资行为进行了比较分析，为理解两地投资者行为提供了实证基础。叶海韵（2020）<sup>[33]</sup>的研究关注沪港通对中国资本市场定价效率的影响，发现沪港通对市场股票定价效率具有积极作用。彭程（2021）<sup>[34]</sup>进一步探讨了沪港通制度对沪市A股定价效率的具体影响，其结果显示沪港通提高了股票定价效率，特别是在国有企业股票和高换手率股票中效果更为显著。范从来、吴瞳（2023）<sup>[35]</sup>的研究聚焦于股票市场开放的价值，并基于境外投资者的行为特征分析了市场开放对中国资本市场的影响。宋兰笑、孙灵燕（2023）<sup>[36]</sup>分析了外资流入中国股票市场的“双刃剑”效应及其对策，针对近年来外资流入趋势及其对市场的潜在影响提出了对策建议。

### 2.3 文献综述

综上所述，在探讨股价信息含量的研究领域，学者们提出了多样化的研究思路和方法。国内外学者从多角度切入，采用不同的研究框架和指标，对股价信息含量进行了全面深入的探讨。在这些研究中，无论是短期的交易动态还是中长期的投资趋势，都被证实对股价信息的反映有着不同程度的影响。值得注意的是，大量文献倾向于采用长周期的数据进行研究，这样做可以更有效地滤除市场噪声和短期波动，从而捕捉到股价对信息的深层次反应和本质特征。



当涉及到具体的研究标的，尤其是陆股通这样的政策创新，由于其在全球金融市场中的独特性，国外的相关研究相对较少。这种独特的跨境投资机制吸引了国内学者的广泛关注，近年来在这方面的研究呈现出显著增长的趋势。研究内容不仅涵盖了市场的有效性评估，还包括了定价效率的探讨，以及在陆股通政策影响下市场变化的深度分析。此外，研究也扩展到了股票信息含量的衡量，探讨了陆股通如何影响市场参与者对信息的解读和利用，以及这一制度创新如何改变资本市场的结构和运作机制。

随着陆股通影响力越来越大，对陆股通的研究也已经蔚然成风。已有研究为我们提供了宝贵的洞见，但陆股通政策背景下对资本市场影响的深入理解仍然是一个开放的研究领域。未来的研究可以从更多维度，如投资者行为、市场监管、信息传播效率等方面，进一步探讨陆股通对资本市场的综合影响。同时，随着市场不断演化和政策的持续调整，对现有理论和模型进行更新和改进也是研究的重要方向，以期为投资者、监管者和市场分析师提供更准确的指导和洞见。

### 三、理论依据和研究假设

#### 3.1 行为金融学原理

从行为金融学的原理来看，投资者的非理性行为会对股市定价产生重大影响。投资者常常面临有限理性、过度自信和群体效应等问题，这会导致市场定价偏离基本面，出现低效率。但政策改革或制度创新有可能通过影响投资者行为，提高市场定价效率。陆股通的开通使得国外投资者得以投资境内股票，这不仅扩大了投资范围，也增加了投资者获得股票信息的渠道。投资者可以更加全面和深入地了解陆股通股票的基本面，尤其是盈余表现，这会降低投资者面临的有限理性问题。同时，更加开放和透明的市场环境，也使得投资者的非理性行为如过度自信得到遏制，行为符合理性预期。此外，陆股通股票因为境外上市，会面临不同的投资群体和更加严格的信息披露要求。这使得单一市场内的投资者群体效应对股票价格的影响力可能被削弱，投资者的独立分析和判断会更加重要。各类投资者也更倾向于根据股票的基本面与风险收益特征来判断其价值，而非简单的“群体行为”。因此，可以预期陆股通政策的开通会提高投资者对股票基本面的关注度，降低非理性行为的影响，减弱过度依赖群体效应的投资行为。这使得陆股通股票的未来盈余变化等基本面信息有更大可能全面而合理地反映在股价之中，从而提高股价的信息含量。当投资者根据股票未来盈余等基本面变化来更加准确地预测并调整股票价格时，股价与基本面之间的内在联系就会更加紧密，定价效率也会因之提高。

因此提出假设 1：陆股通开通后，陆股通股票的股价信息含量提高。

### 3.2 投资者结构视角

从投资者结构的视角来分析，陆股通股票与未入选股票的投资者基础存在显著差异，这也可能导致两类股票未来盈余和股价的相关性差异。具体而言，陆股通股票面向的投资群体更加开放和全面，包括海内外机构投资者与散户投资者。不同类型的投资者会根据自身的投资偏好和能力，选择不同的股票来配置资金。机构投资者相比散户投资者，通常具有更加专业的研究能力与分析手段，更高的专业知识与技能储备。这使得机构投资者更有可能全面深入挖掘和理解股票的基本面信息，如未来盈余变化方面的预测与判断。同时，机构投资者往往追求基本面的价值投资理念，将股票的内在价值与风险收益特征作为投资决策的重要依据。所以，对于吸引较多机构投资者投资持有的股票，其未来盈余变化信息更有可能全面地传递至股价之中，股价和未来盈余的相关度也会更高。散户投资者则更容易受到市场噪音与非理性行为的影响，其对股票基本面信息的关注度和理解能力相对较弱。这使得主要面向散户投资者的股票，其股价变动更有可能受到短期市场情绪的影响，与基本面信息的内在联系程度相对较低。因此，这类股票未来盈余和股价相关程度可能不高。基于此，我们有理由推测，相比未入选的股票，陆股通股票可能吸引并被更多机构投资者所持有。这使得陆股通股票未来盈余对股价的敏感度更大，信息传递效率更高，效果也更为显著。

因此提出假设 2：陆股通开通后，陆股通股票相比非陆股通股票，未来盈余和股票价格的相关度更高。

### 3.3 沪深市场差异性

沪深股市本身存在一定的差异性，沪股通大市值、蓝筹股多，深股通小市值、科技股多，因此从不同角度看市场差异性对政策效果的反馈也可能截然不同。

从政策影响的效果看，陆股通的每日额度限制了跨境资金的流入量。根据经验法则，当某一变量受到限制时，其边际效应会随着该变量绝对数量的增加而递减。换言之，同等限额对于绝对数量较小的个体，其边际效应较大；而对数量较大的个体，边际效应较小。由于深交所上市公司的平均市值明显小于上交所，因此这个角度上政策开通应该对深股通股票信息含量正向的影响更大。从交易反馈机制角度出发，陆股通政策开通前期跨境资金可能会从安全角度考虑主要投资蓝筹股，但蓝筹股因市值大，日涨幅有限。当陆股通资金逐渐渗透至中小板块时，深交所中小企业因市值较小，每日涨幅空间更大，因此政策开通应该对深股通股票信息含量正向的影响更大。

但是反过来从投资人结构的角度看，境外投资者以机构投资者为主，资金规模大，对流动性要求高，尤其是香港的机构投资者一直以来以青睐投资成熟行业为主。政策开通，对以大市值、蓝筹为主的沪股通市场应该比以小市值、成长股为主的深股通市场正向影响更大。

因此提出假设 3：陆股通开通后，从股票信息含量的角度，对深股通比沪股通正向影响更大。

## 四、实证模型

### 4.1 模型设计

为了探索陆股通开通后股票信息含量是否得到提升，本研究采取了分析未来盈余与股票价格之间相关关系的方法。长期以来，A 股市场的短期波动性很大，因此，许多学者和市场参与者普遍认为 A 股的股价信息含量较低。本研究借鉴了 Collins et al. (1994) 以及 Lundholm and Myers (2002) 基于“回报-未来盈余”关系提出的未来盈余反应系数的思路，在具体的实证模型则选择参考了 Jennifer N. Carpenter ,Fangzhou Lub ,Robert F. Whitelaw (2021)发表的《The real value of China's stock market》。这一模型的核心在于分析股票价格对公开可获得的未来盈余信息的解释程度，以检验股价的信息含量。

本研究的实验设计思路细分为两个关键步骤：

第一步是年度横截面及多年线性回归分析。对入选陆股通的股票全样本进行年度横截面回归以及多年线性回归分析。分析的时间跨度从 2010 年至 2022 年，覆盖了陆股通政策实施前后的一个较长时期。在这一步骤中，核心目标是研究陆股通股票的未来盈余和股票价格的相关系数是否显著且有所提高。这一分析将帮助我们了解陆股通股票在政策开通后股价信息含量是否得到了实质性的提升，从而对假设 1 进行验证。通过分析股票未来盈余与股票价格之间的相关性，我们可以更准确地评估陆股通政策对股价信息含量的影响。

第二步是加入控制组的多年线性回归模型分析。只考虑陆股通股票本身在政策开通前后的变化是不够的，还应该考虑陆股通股票相比非陆股通股票是否也发生了变化。因此我们加入了控制组，挑选入选陆股通的股票样本作为实验组，以及未入选陆股通的股

票样本作为对照组。运用多年线性回归模型分析 2010 年至 2021 年间的数 据，本研究旨在探究实验组和对照组的交互系数是否为正。这一步骤的核心目标是比较入选和未入选陆股通的股票，在政策开通后股票价格对未来盈 余的解释程度变化情况，从而验证假设 2。在这两个实验步骤中，将沪股通和深股通都单独做实证分析，再将实证分析的结果进行综合考察，旨在验证假设 3。

第三步是对

## 4.2 年度横截面回归及多年线性回归模型

### 4.2.1 模型构建

针对假设 1，可以构建以下实证模型：

1. 样本选择：选取从起点年份开始到目前仍然在陆股通名单中的全部股票作为研究样本。

2. 变量选择：

因变量选取  $E_{it+k}/A_{it}$ ，即未来  $k$  年的利润和总资产的比率，选用该变量的因素是为了最后方便对沪股通和深股通进行比较，所以用总资产进行除权；

自变量选取  $M_{it}/A_{it}$  即市值与总资产的比率，反映公司的市场价值。考虑到变量之间存在非线性关系，且对数据起到稳定作用，所以自变量采取了对数化的方式进行数据处理；另外一个自变量选取  $E_{it}/A_{it}$ ，用当年利润和总资产的比率对模型进行控制，可以更准确的评估自变量对因变量的预测效能，减少因时间序列数据自相关性导致的估计偏误，提高模型估计结果的准确性；

控制变量选取  $1_{sit}$ ，即用于控制行业效应的行业哑变量，对每个股票按照申万一级行业标准进行划分，属于该行业的哑变量赋值为 1，否则为 0。

### 3. 回归模型：

建立以下年度横截面回归模型检验开通前后股票未来盈余与和股价关系

$$E_{it+k}/A_{it}=a_t+b_t\log(M_{it}/A_{it})+c_t(E_{it}/A_{it})+d_t(1_{sit})+\varepsilon_{it} \quad (1)$$

为了更加准确的度量变化趋势，加入政策开通时间的哑变量  $Policy_{it}$ ，其值 0 表示在时间点  $t_0$  之前，值 1 表示在时间点  $t_0$  及之后，扩展为多年线性回归模型

$$E_{it+k}/A_{it}=a+(b+ePolicy)_t \times \log(M_{it}/A_{it})+c(E_{it}/A_{it})+d(1_{sit})+\varepsilon_{it} \quad (2)$$

考虑到陆股通开通时间较短，以年为单位的时间序列数据量不够，所以本文中  $k$  的取值只取 1 和 2，即只校验当前股票价格对未来一年和两年的预测能力。 $\varepsilon_{it}$  为误差项，表示未被模型解释的部分。回归方程 (1) 中的  $a_t$ 、 $b_t$ 、 $c_t$ 、 $d_t$  以及回归方程 (2) 中的  $a$ 、 $b$ 、 $c$ 、 $d$ 、 $e$  是方程中的系数，表示不同变量对结果的影响强度。

4. 模型解释：用年度横截面回归 2010-2022 年数据，观察自变量每年的相关系数  $b_t$ ，在政策开通前后的数值的变化趋势；或者用多年线性回归模型，观察  $e_t$  系数的正负以及是否显著，来验证假设 1 和假设 3。

#### 4.2.2 样本选择与数据处理

在样本选择上，因为要做面板数据的回归模型，所以选取从研究起点时间就上市的公司，在陆股通开通到研究终点时间依然在陆股通名单内的股票。为了平衡性考虑，剔除金融股（银行、证券及保险）和 ST 股票，最终得到了沪股通 210 只股票及深股通股票 238 只。行业哑变量是根据申万一级的标准将这些股票进行行业分类。

#### 4.2.3 样本数据描述统计

表 1: 沪股通开通前后实验组的数据描述统计

描述统计项	值
股票数量	210
年份范围	2010 - 2021
观测点数量	2520
$E_{i,t+1}/A_{i,t}$ 均值	0.053
$E_{i,t+1}/A_{i,t}$ 标准差	0.062
$E_{i,t+1}/A_{i,t}$ 最小值	-0.161
$E_{i,t+1}/A_{i,t}$ 最大值	1.378
$\text{Log}(M_{i,t}/A_{i,t})$ 均值	-0.071
$\text{Log}(M_{i,t}/A_{i,t})$ 标准差	0.414
$\text{Log}(M_{i,t}/A_{i,t})$ 最小值	-1.635
$\text{Log}(M_{i,t}/A_{i,t})$ 最大值	1.324
$E_{i,t}/A_{i,t}$ 均值	0.046
$E_{i,t}/A_{i,t}$ 标准差	0.046
$E_{i,t}/A_{i,t}$ 最小值	-0.169
$E_{i,t}/A_{i,t}$ 最大值	0.65



表 2：深股通开通前后实验组描述统计

描述统计项	值
股票数量	238
年份范围	2010 - 2021
观测点数量	2856
$E_{i,t+1}/A_{i,t}$ 均值	0.065
$E_{i,t+1}/A_{i,t}$ 标准差	0.281
$E_{i,t+1}/A_{i,t}$ 最小值	-0.611
$E_{i,t+1}/A_{i,t}$ 最大值	13.544
$\text{Log}(M_{i,t}/A_{i,t})$ 均值	0.05
$\text{Log}(M_{i,t}/A_{i,t})$ 标准差	0.425
$\text{Log}(M_{i,t}/A_{i,t})$ 最小值	-1.366
$\text{Log}(M_{i,t}/A_{i,t})$ 最大值	1.524
$E_{i,t}/A_{i,t}$ 均值	0.046
$E_{i,t}/A_{i,t}$ 标准差	0.084
$E_{i,t}/A_{i,t}$ 最小值	-2.16
$E_{i,t}/A_{i,t}$ 最大值	0.771

从两个市场（沪股通和深股通）的描述性统计结果来看，存在一些明显的差异：

1. 股票数量：

- 沪股通数据集包含 211 个唯一的股票代码。
- 深股通数据集包含 239 个唯一的股票代码。

这表明深股通样本涉及的公司数量比沪股通略多。

2. 观测点数量：

- 沪股通有 2520 个观测点。
- 深股通有 2856 个观测点。

### 3. $E_{i,t+1}/A_{i,t}$ :

- 沪股通的均值为 0.053，而深股通的均值为 0.065，表明深股通单位总资产的未来盈余较高。

- 最大值在沪股通为 1.378，在深股通为 13.544，深股通数据中的最大值远高于沪股通，表明深股通样本中存在更极端的正值。

### 4. $\text{Log}(M_{i,t}/A_{i,t})$ 比率:

- 沪股通的均值为-0.071，深股通的均值为 0.050，深股通在这个比率上的均值更高，表明深股通股票的市值和账面价值比率的对数值普遍高于沪股通。

- 沪股通和深股通的最大值分别为 1.324 和 1.524，深股通的最大值也较高。

### 5. $E_{i,t}/A_{i,t}$ 比率:

- 均值在两个市场相近，分别为 0.046（沪股通）和 0.046（深股通）。

- 深股通的最小值为-2.160，远低于沪股通的-0.169，表明深股通中存在更极端的负值。

综上所述，尽管两个市场在某些统计量（如  $E_{i,t}/A_{i,t}$  的均值）上相似，但在股票数量、观测点数量以及部分财务比率的极端值和分布上存在明显差异。深股通市场的数据显示了更大的极端值和整体上较高的  $E_{i,t+1}/A_{i,t}$  和  $\text{Log}(M_{i,t}/A_{i,t})$  比的均值，这可能反映了两个市场的股票在财务表现上的不同特征。

## 4.3 加入控制组的多年线性回归模型

### 4.3.1 模型构建

上述实证分析做了陆股通全样本在正在开通前后的股价信息含量的对比，为了进一步观察陆股通政策的有效性，将入选陆股通和未入选股票进行对比，构建以下多年线性回归模型进行检验：

1. 样本选择：选取入选陆股通股票组成实验组，和具有可比性的非陆股通股票（即从未入选陆股通的股票）组成对照组，考虑到市值是陆股通的重要选择指标，所以在选择实验组和对照组的时候重点考虑市值接近的股票样本。

2. 变量选择：

因变量选取  $E_{it+k}/A_{it}$ ，即未来  $k$  年的利润和总资产的比率；

自变量选取  $M_{it}/A_{it}$  即市值与总资产的比率，反映公司的市场价值。考虑到变量之间存在非线性关系，且对数据起到稳定作用，所以自变量采取了对数化的方式进行数据处理；另外选取  $E_{it}/A_{it}$ ，用当年利润和总资产的比率对模型进行控制，可以更准确的评估自变量对因变量的预测效能，减少因时间序列数据自相关性导致的估计偏误，提高模型估计结果的准确性；

时间序列哑变量为 **Time**，用 **0** 和 **1** 的取值分别表示陆股通政策开通前和开通后；

实验组指标哑变量为 **Treat**，用 **0** 和 **1** 的取值分别表示是否受政策影响（**1** 表示是，**0** 表示否）；

3. 回归模型：

为了检验入选的实验组和未入选的对照组在陆股通政策开通前后，自变量对因变量的相关系数是否提高，我们可以设计一个双重差分回归模型。该模型通过时间变量和实验组标志变量的交互，可以比较实验组（受政策影响的组别）和对照组（未受政策影响的组别）在政策实施前后的敏感性变化。

$$E_{i,t+1}/A_{i,t} = \beta_0 + (\beta_1 \times \text{Time} + \beta_2 \times \text{Treat} + \beta_3 \times (\text{Time} \times \text{Treat}) + \beta_4) \text{Log}(M_{i,t}/A_{i,t}) + \beta_5 \cdot E_{i,t}/A_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

考虑到深股通开通时间比较晚，所以本文中  $k$  的取值只取 1，即只校验当前股票价格对未来一年盈利的预测能力。 $\varepsilon$  为误差项，表示未被模型解释的部分。 $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$  是模型参数，表示不同变量对结果的影响强度

4. 模型解释：在这个模型中， $\beta_3$  交互项系数是我们最感兴趣的参数，因为它代表了实验组对比对照组股票价格对未来盈余的影响。如果  $\beta_3$  显著不为 0，我们可以认为政策开通对实验组比对照组有更显著的影响，用来验证假设 2 和假设 3。

#### 4.3.2 样本选择和数据处理

考虑到陆股通政策采用市值作为股票入选的主要标准，构建市值相似度较高的实验组和对照组存在一定难度。因此，本研究在设计实验时，为了尽可能降低市值因素的影响，采取了一系列筛选措施来优化样本选择。具体来说，初步筛选了市值最小的 150 只陆股通股票作为实验组，同时选择市值最大的非陆股通股票作为对照组。这一策略旨在市值方面尽量实现两组样本的匹配，以减少市值差异对研究结果的潜在干扰。

在此基础上，本研究进一步剔除了金融股（包括银行、证券和保险股票）以及特殊处理股票（ST 股），因为这些类别的股票往往具有特殊的市场表现和风险特征，可能会

对研究结论产生偏差。经过这一步骤的筛选，最终形成了沪股通实验组 49 只、对照组 36 只，以及深股通实验组 66 只、对照组 55 只的样本。这种精细化的样本构建有助于提高实验的准确性和可靠性。

### 4.3.3 样本描述统计

表 3: 沪股通实验组及对照组描述统计

特征	描述	实验组	对照组
观测点数量	k=1	588	432
Log( $M_{i,t}/A_{i,t}$ )	均值	0.016	0.022
	标准差	0.389	0.431
	最小值	-1.556	-1.224
	最大值	1.1	1.629
$E_{i,t+1}/A_{i,t}$	均值	0.061	0.002
	标准差	0.076	0.065
	最小值	-0.104	-0.572
	最大值	1.378	0.245
$E_{i,t}/A_{i,t}$	均值	0.05	-0.002
	标准差	0.042	0.103
	最小值	-0.141	-1.304
	最大值	0.304	0.297

沪股通双重差分回归模型选取的实验组和对照组都超过 30 只，从样本数量上满足样本量的基本要求。实验组和对照组数据存在以下差异：

- $\text{Log}(M_{i,t}/A_{i,t})$ （市值与总资产之比的对数）：

实验组的均值为 0.016，对照组的均值为 0.022，这表明对照组在这个比率的对数上略高于实验组。标准差在实验组（0.389）和对照组（0.431）中相差不大，表示两组在这个比率的波动程度相近。

-  $E_{i,t+1}/A_{i,t}$  (未来一年的财务比率):

实验组的均值为 0.061, 远高于对照组的均值 0.002, 表明实验组的财务表现显著优于对照组。实验组的最大值 (1.378) 也高于对照组 (0.245), 显示实验组中存在较高的正值。

-  $E_{i,t}/A_{i,t}$  (当前年份的财务比率):

实验组的均值为 0.050, 而对照组的均值为-0.002, 实验组的平均财务比率也显著高于对照组。这表明实验组股票的当前财务表现也优于对照组。实验组的最大值 (0.304) 和对照组的最大值 (0.297) 接近, 表明两组都存在高值的观测点。

表 4: 深股通实验组及对照组描述统计

特征	描述	实验组	对照组
观测点数量		792	660
$\text{Log}(M_{i,t}/A_{i,t})$	均值	-0.01	0.385
	标准差	0.535	0.501
	最小值	-1.752	-1.416
	最大值	1.455	2.173
$E_{i,t+1}/A_{i,t}$	均值	0.05	0.028
	标准差	0.094	0.388
	最小值	-0.302	-0.623
	最大值	1.797	9.663
$E_{i,t}/A_{i,t}$	均值	0.039	0.024
	标准差	0.053	0.417
	最小值	-0.523	-0.881
	最大值	0.272	10.362

深股通小盘股较多, 所以挑选出来适合条件的样本数量要多于沪股通, 样本量充足。

-  $\text{Log}(M_{i,t}/A_{i,t})$  (市值与总资产之比的对数):

实验组的均值为-0.010，对照组的均值为 0.385，显示出显著差异。这可能暗示对照组的市值与账面价值之比的对数整体上高于实验组。需要注意的是，这里的差异可能反映了不同的统计单位或数据记录方式。

-  $E_{i,t+1}/A_{i,t}$ （未来一年的财务比率）：

实验组的均值为 0.050，对照组的均值为 0.028，实验组的财务表现平均上优于对照组。实验组的最大值（1.797）远高于对照组的最大值（9.663），尽管对照组存在一个极端高值。实验组的数据表明，入选深股通的股票在未来一年的财务表现上普遍优于未入选的股票。

-  $E_{i,t}/A_{i,t}$ （当前年份的财务比率）：

实验组的均值为 0.039，对照组的均值为 0.024，实验组在当前年份的财务比率上也表现出相对较好的结果。实验组和对照组的最大值分别为 0.272 和 10.362，对照组存在一个异常高的观测值，可能影响了整体的平均值。

#### 4.4 稳健性检验

##### 4.4.1 多年线性回归模型的稳健性检验

在进行陆股通全样本的多年线性回归模型的实证分析中，自变量和因变量都考虑除以资产总额来控制不同总资产规模的股票之间的差异。因此，为了进一步考察模型的强壮程度，将资产总额  $A_{i,t}$  替换为净资产  $R_{i,t}$ ，检验控制了净资产差异度的前提下，陆股通全样本的多年线性回归模型的结论是否一致。实证模型变化为：

$$E_{it+k}/R_{it}=a+(b+ePolicy) \times \log(M_{it}/R_{it})+c(E_{it}/R_{it})+d(1_{sit})+\varepsilon_{it} \quad (4)$$

#### 4.4.1 加入控制组的多年线性回归模型的稳健性检验

在加入是否陆股通控制组的多年线性回归模型中，样本数据量相对较小，所以个别差异较大的极端值对模型也可能存在较大影响。鉴于此，本文对样本数据进行 5% 的缩尾处理，剔除异常值之后，再进行加入控制组的多年线性回归分析，检验在进一步缩小样本的情况下回归模型的结论是否一致。



## 五、实证结果及分析

### 5.1 实证结果

### 5.2 陆股通开通前后实证结果

#### 5.2.1 沪股通开通前后实证结果

##### 1. 年度横截面回归结果

表 5: 沪股通开通前后横截面回归结果

K=1									
Year	a <sub>t</sub>	a <sub>t_p</sub>	b <sub>t</sub>	b <sub>t_p</sub>	c <sub>t</sub>	c <sub>t_p</sub>	d <sub>t</sub>	d <sub>t_p</sub>	R <sup>2</sup>
2010	0.0171	0.0006	0.0391	0.0118	0.7695	0.0000	0.1594	0.2822	0.7482
2011	0.0222	0.0000	0.0314	0.0033	0.6397	0.0000	0.1259	0.3564	0.7893
2012	0.0111	0.0202	0.0032	0.7711	0.9100	0.0000	0.0838	0.4113	0.7835
2013	0.0112	0.0045	0.0203	0.0186	0.8939	0.0000	0.0950	0.2259	0.8234
2014	0.0043	0.3071	0.0181	0.1355	0.9007	0.0000	0.1277	0.8753	0.7653
2015	0.0179	0.0000	0.0260	0.0043	0.6777	0.0000	0.1063	0.8580	0.7769
2016	0.0478	0.0004	0.1427	0.0001	0.6502	0.0224	0.3370	0.7058	0.3942
2017	0.0068	0.1380	0.0257	0.0146	1.0128	0.0000	0.1403	0.4453	0.8843
2018	0.0344	0.0000	0.0463	0.0000	0.6011	0.0000	0.1322	0.9058	0.8348
2019	0.0110	0.0185	0.0105	0.1965	0.8587	0.0000	0.1132	0.1704	0.8573
2020	0.0279	0.0001	0.0222	0.0754	0.7797	0.0000	0.1753	0.2494	0.7119
2021	0.0064	0.2511	0.0083	0.4300	0.8948	0.0000	0.1647	0.8844	0.7855
K=2									
Year	a <sub>t</sub>	a <sub>t_p</sub>	b <sub>t</sub>	b <sub>t_p</sub>	c <sub>t</sub>	c <sub>t_p</sub>	d <sub>t</sub>	d <sub>t_p</sub>	R <sup>2</sup>
2010	0.0417	0.0036	0.7706	0.0000	0.0035	0.2728	0.0000	0.9983	0.7439
2011	0.0334	0.0012	0.6470	0.0000	0.0002	0.9159	0.0063	0.0026	0.7822
2012	0.0049	0.6348	0.9120	0.0000	-0.0006	0.7840	0.0022	0.2609	0.7798
2013	0.0198	0.0140	0.8923	0.0000	0.0014	0.4287	0.0018	0.2552	0.8201

---

2014	0.0185	0.1020	0.8934	0.0000	0.0004	0.8333	0.0004	0.8290	0.7641
2015	0.0265	0.0019	0.6820	0.0000	-0.0001	0.9653	0.0028	0.1481	0.7743
2016	0.1299	0.0003	0.6390	0.0219	0.0058	0.4437	-0.0072	0.3369	0.3785
2017	0.0237	0.0227	0.9532	0.0000	0.0021	0.2943	0.0011	0.5667	0.8704
2018	0.0536	0.0000	0.5695	0.0000	0.0074	0.0002	0.0020	0.2632	0.8305
2019	0.0121	0.1031	0.8997	0.0000	0.0016	0.3295	-0.0002	0.8849	0.8649
2020	0.0284	0.0173	0.7571	0.0000	0.0001	0.9672	-0.0009	0.7620	0.6936

---

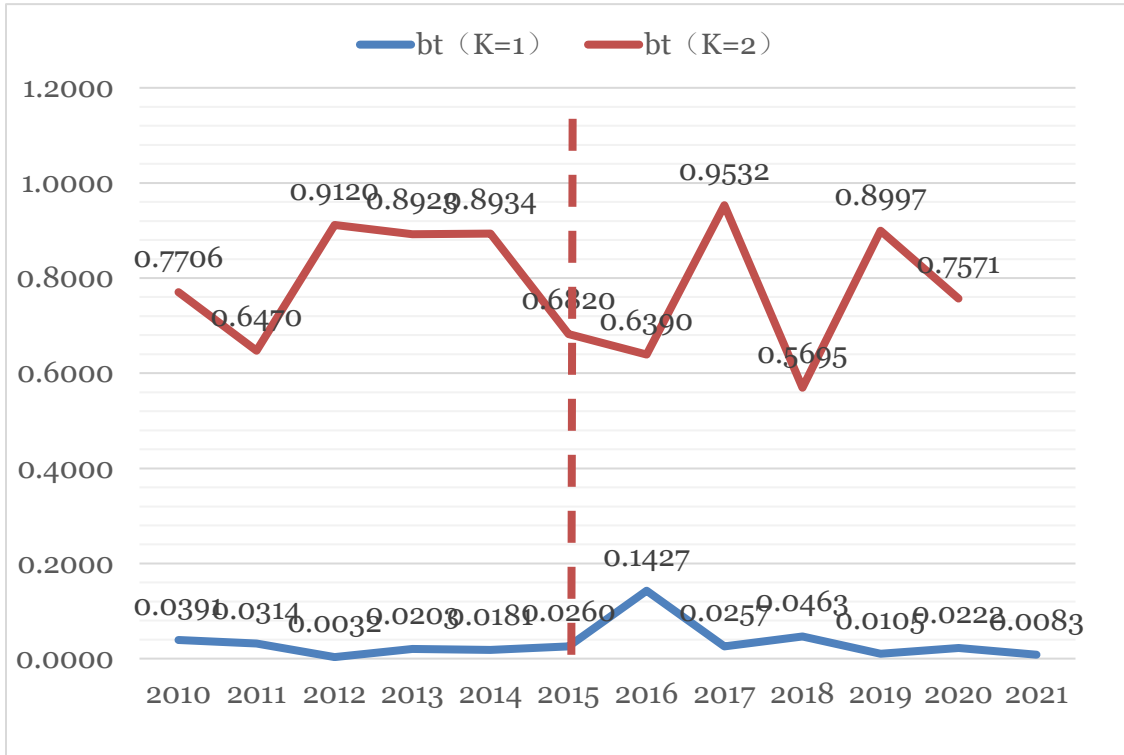


图 1: 2010-2021 年沪股通当年股价对未来盈利相关系数变化趋势图

从回归结果看，不论是  $K=1$  还是  $K=2$ ，大部分年份  $b_t$  都显著且大于零，而且  $K=2$  的数值普遍高于  $K=1$  的时候。从趋势图看，政策开通前后股价信息含量没有明显的变化，需要用多年线性回归的方法进行定量分析。

## 2. 多年线性回归结果

表 6: 沪股通开通前后多年线性回归结果

K=1 (R <sup>2</sup> =4.20%)						
Variable	coef	std err	t	P> t	[0.025	0.975]
Intercept	0.2078	0.0420	4.9520	0.0000	0.1260	0.2900
Q("Log(Mi,t/Ai,t)")	1.1849	0.1080	10.9330	0.0000	0.9720	1.3970
Q("Ei,t/Ai,t")	-2.4344	0.6640	-3.6680	0.0000	-3.7360	-1.1330
Policy_LogM_A	0.9639	0.1290	2.4650	0.0000	-0.2170	1.7110
K=2 (R <sup>2</sup> =4.39%)						
Variable	coef	std err	t	P> t	[0.025	0.975]
Intercept	0.2023	0.0360	5.5520	0.0000	0.1310	0.2740
Q("Log(Mi,t/Ai,t)")	0.8611	0.0810	10.6530	0.0000	0.7030	1.0200
Q("Ei,t/Ai,t")	-2.1596	0.5790	-3.7290	0.0000	-3.2950	-1.0240
Policy_LogM_A	0.6408	0.1130	2.6470	0.0000	-0.8630	1.4180

针对"K=1"和"K=2"数据集的多年线性回归分析结果如下:

K=1 数据集分析结果:

- 模型的 R 平方值为 0.042, 表明模型解释了约 4.2%的因变量的方差。

- 常数项(截距)系数显著, 其值为 0.2078。

- 对数变量(Log(Mi,t/Ai,t))系数为 1.1849, 且 P 值<0.0001, 表示这一变量对因变量有显著正影响。

- 变量(E<sub>i,t+1</sub>/A<sub>i,t</sub>)的系数为-2.4344, P 值非常显著

- 交互系数(指示政策开通前后的交互项系数)的系数为 0.9639, P 值非常显著,

这表明在这个模型中, 政策开通对因变量有显著正影响, 沪股通股价信息含量得到提升。

K=2 数据集分析结果:

- 模型的 R 平方值为 0.0439, 表明模型解释了约 4.39%的因变量的方差。

- 常数项（截距）系数显著，其值为 **0.2023**。

- 对数变量（ $\text{Log}(M_{i,t}/A_{i,t})$ ）系数为 **0.8611**，P 值  $<0.0001$ ，再次表明这一变量对因变量有显著正影响。

- 变量（ $E_{i,t+2}/A_{i,t}$ ）的系数为 **-2.1596**，P 值非常显著。

- 行业控制变量（ $1_{sit}$ ）的系数为 **0.0110**，P 值非常显著

- 交互系数（政策开通前后交互项系数）为 **0.6408**，P 值显著，表明在这个模型中，政策开通对因变量有显著正影响，沪股通股价信息含量得到提升。

### 3. 沪股通开通前后实证结果

从多年横截面回归的结果来看，大部分年份沪股通股票价格对未来一年和两年的盈余解释都是显著的，而且模型的拟合度也不低。从逐年趋势可以看出，沪股通政策开通以后，股票价格对未来一年和两年的盈余解释度有所提升。沪股通的股票价格对未来两年盈余的相关系数，普遍要高于对未来一年盈余的相关系数。沪股通当年盈利对未来 1-2 年盈利的解释程度比较高。

#### 5.2.2 深股通开通前后实证结果

##### 1. 年度横截面回归结果

表 7: 深股通开通前后横截面回归结果

K=1									
Year	a <sub>t</sub>	a <sub>t_p</sub>	b <sub>t</sub>	b <sub>t_p</sub>	c <sub>t</sub>	c <sub>t_p</sub>	d <sub>t</sub>	d <sub>t_p</sub>	R <sup>2</sup>
2010	0.0359	0.0132	0.8635	0.0000	-0.0006	0.8717	-0.0035	0.3296	0.7195
2011	0.9410	0.0001	-2.6117	0.0311	-0.0321	0.5781	-0.0566	0.3427	0.1915
2012	0.1728	0.0008	0.4374	0.1948	-0.0045	0.7025	-0.0080	0.5088	0.3444
2013	0.0980	0.0771	0.4529	0.0600	-0.0053	0.6736	-0.0029	0.8262	0.5099
2014	0.0412	0.0011	0.8404	0.0000	-0.0038	0.1647	0.0016	0.5672	0.7554
2015	0.0960	0.0000	0.2840	0.0352	-0.0025	0.5955	-0.0047	0.3174	0.5511
2016	-0.0069	0.6281	1.0136	0.0000	-0.0007	0.8178	-0.0007	0.8261	0.6636
2017	0.0712	0.0001	0.4497	0.0000	-0.0018	0.6224	-0.0092	0.0116	0.5061
2018	0.0331	0.0645	0.5047	0.0000	-0.0051	0.1818	-0.0024	0.5275	0.5148
2019	0.0829	0.0000	0.0282	0.2678	-0.0036	0.4327	-0.0008	0.8541	0.5152
2020	0.0686	0.0000	0.2532	0.0008	-0.0021	0.5127	-0.0007	0.8218	0.6370
2021	0.1470	0.0000	0.5851	0.0025	-0.0081	0.2763	-0.0082	0.2774	0.4889
K=2									
Year	a <sub>t</sub>	a <sub>t_p</sub>	b <sub>t</sub>	b <sub>t_p</sub>	c <sub>t</sub>	c <sub>t_p</sub>	d <sub>t</sub>	d <sub>t_p</sub>	R <sup>2</sup>
2010	0.3057	0.0016	-0.1443	0.7473	-0.0198	0.3889	-0.0294	0.2186	0.2157
2011	0.8540	0.0000	-2.4804	0.0132	-0.0284	0.5508	-0.0505	0.3051	0.2084
2012	0.2659	0.0012	-0.0573	0.9151	-0.0110	0.5557	-0.0104	0.5910	0.3646
2013	0.1837	0.0201	0.0931	0.7843	-0.0131	0.4670	-0.0037	0.8423	0.5001

---

2014	0.0790	0.0011	0.5091	0.0006	-0.0012	0.8139	-0.0023	0.6666	0.5442
2015	0.1473	0.0000	-0.1066	0.6327	-0.0068	0.3776	-0.0073	0.3559	0.4141
2016	0.0104	0.6198	1.0143	0.0000	-0.0013	0.7532	-0.0101	0.0220	0.5182
2017	0.0689	0.0009	0.1650	0.1736	-0.0068	0.1182	-0.0078	0.0698	0.4254
2018	0.0601	0.0079	0.0898	0.3265	-0.0030	0.5310	0.0001	0.9807	0.5022
2019	0.0897	0.0002	0.0295	0.3521	-0.0012	0.8306	0.0018	0.7601	0.5398
2020	0.2097	0.0000	0.1993	0.4011	-0.0115	0.2654	-0.0054	0.5964	0.4286

---



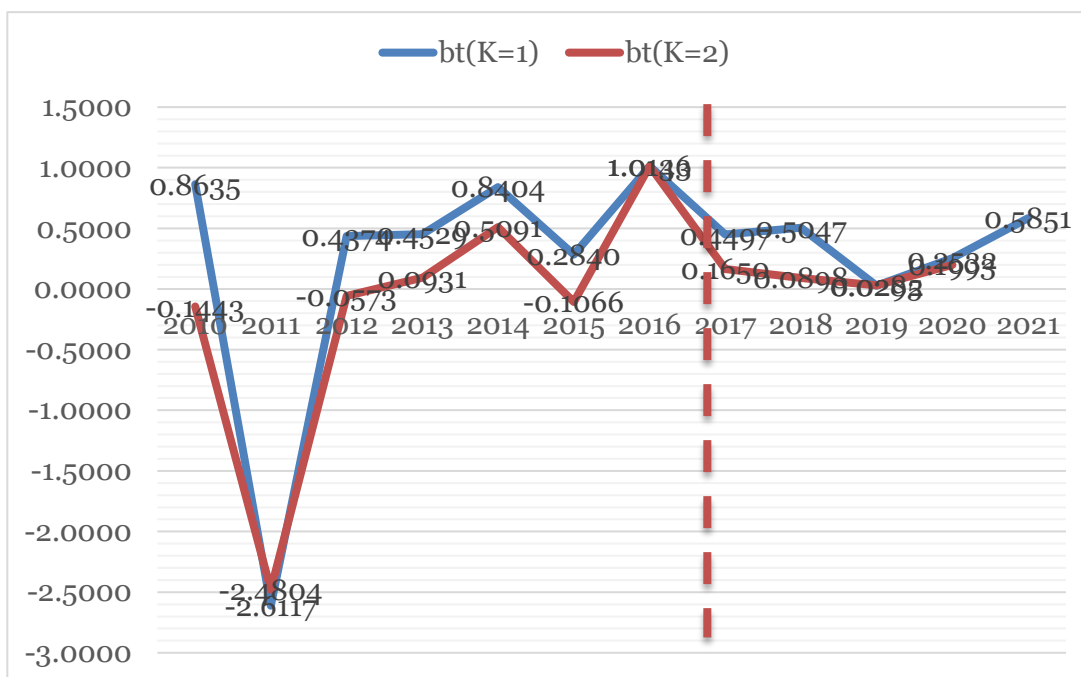


图 2: 2010-2021 年当年深股通股价对未来盈利相关系数变化趋势图

从回归结果看， $K=1$  时大部分年份  $b_t$  都显著且大于零，而  $K=2$  时大部分年份  $b_t$  都不显著。 $K=1$  的  $b_t$  普遍要高于  $K=2$ 。从趋势图看，政策开通后前后股价信息含量没有明显变化，需要用多年线性回归方法进行定量分析。

## 2. 多年线性回归结果

表 8：深股通开通前后多年线性回归结果

K=1 (R2=4.89%)						
	coef	std err	t	P> t	[0.05	0.95]
Intercept	0.0483	0.0060	8.1630	0.0000	0.0370	0.0600
Q("Log(Mi,t/Ai,t)")	0.1622	0.0160	10.1380	0.0000	0.1310	0.1940
Q("Ei,t/Ai,t")	0.1619	0.0640	2.5350	0.0110	0.0370	0.2870
Policy_LogM_A	-0.0799	0.0250	-3.1720	0.0020	-0.1290	-0.0300
K=2 (R2=6.04%)						
	coef	std err	t	P> t	[0.05	0.95]
Intercept	0.0663	0.0070	10.0790	0.0000	0.0530	0.0790
Q("Log(Mi,t/Ai,t)")	0.2076	0.0170	12.0370	0.0000	0.1740	0.2410
Q("Ei,t/Ai,t")	0.0412	0.0700	0.5900	0.5550	-0.0960	0.1780
Policy_LogM_A	-0.1108	0.0290	-3.7590	0.0000	-0.1690	-0.0530

针对"K=1"和"K=2"数据集的线性回归分析结果如下：

K=1 数据集分析结果：

- 模型的 R 平方值为 0.0489，表明模型解释了约 4.89%的因变量的方差。

- 常数项（截距）系数显著，其值为 0.0483。

- 对数变量（Log(Mi,t/Ai,t)）系数为 0.1622，且 P 值<0.0001，表示这一变量对因变量有显著正影响。

- 变量（Ei,t+1/Ai,t）的系数为 0.1619，P 值显著

- 交互系数（指示政策开通前后交互项系数）为-0.0799，P 值为 0.0437 显著，这表明在这个模型中，政策开通对因变量有显著负影响，深股通股价信息含量下降。

K=2 数据集分析结果：

- 模型的 R 平方值为 0.181，表明模型解释了约 18.1%的因变量的方差。

- 常数项（截距）系数显著，其值为 0.0431。

- 对数变量（ $\text{Log}(M_{i,t}/A_{i,t})$ ）系数为 0.2076，P 值 $<0.0001$ ，再次表明这一变量对因变量有显著正影响。

- 变量（ $E_{i,t+2}/A_{i,t}$ ）的系数为 0.0412，P 值统计上不显著。

- 交互系数（指示政策开通前后交互项系数）为-0.1108，P 值显著，表明在这个模型中，政策开通对因变量有显著负影响，深股通股价信息含量下降。

### 3.深股通开通前后实证结果

从多年横截面回归的结果来看，深股通呈现了和沪股通不同的情况，当年股价对未来一年的盈余解释程度较高，但是对未来两年的盈余解释程度很低，模型的拟合度也低于沪股通。从逐年趋势可以看出，深股通政策开通以后，股票价格对未来一年和两年的盈余解释度都有所下降。深股通的股票价格对未来一年盈余的相关系数，普遍要高于对未来量年盈余的相关系数。深股通当年盈利对未来 1-2 年盈利的解释程度比较低，统计上都不显著。

### 5.2.3 不同预测年度股价对未来盈余的信息含量

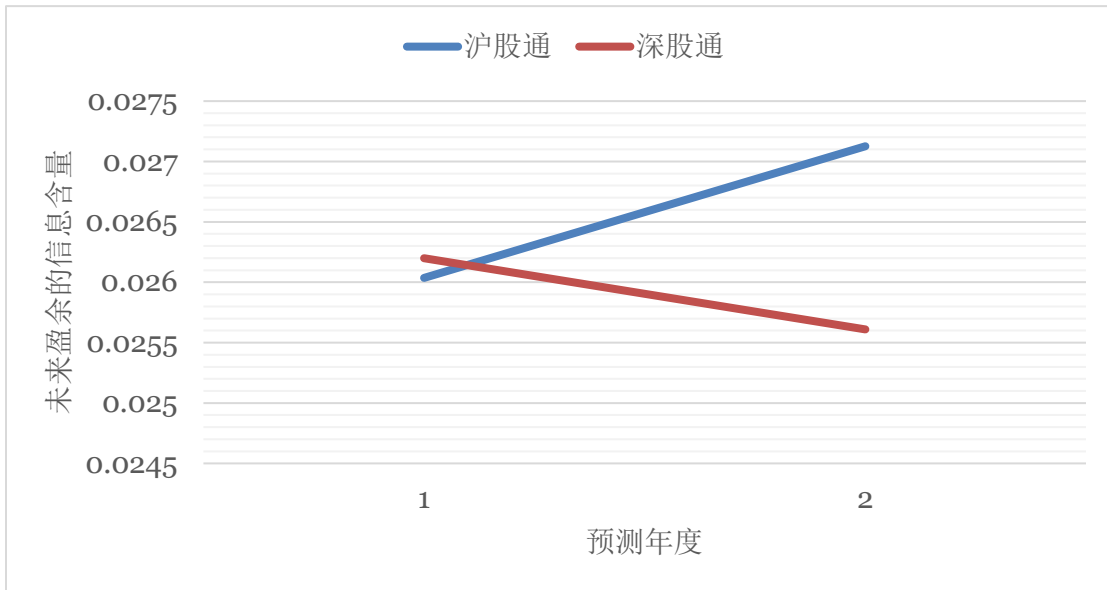


图 3：不同预测年度股价对未来盈余的信息含量趋势图

借鉴 Carpenter, Lu and Whitelaw (2021)在《The real value of China's stock market》文章中用  $b_t \times \alpha_t (\log (M_{i,t}/A_{i,t}))$  这个因子，度量了不同预测年度下陆股通股票股价对未来盈余信息含量的高低。从度量结果看，沪股通股票随着预测周期的拉长，预测效果是提高了；深股通股票反而是降低的。

## 5.3 加入控制组的多年线性回归模型

### 5.3.1 沪股通加入控制组的多年线性回归模型

#### 1.模型结果

表 9: 沪股通加入控制组的多年线性回归模型实证结论

	coef	std err	t	P> t	[0.05	0.95]
$\beta_0$ -Intercept	0.0318	0.0080	4.1400	0.0000	0.0170	0.0470
$\beta_1$ -Time	-0.1487	0.0320	-4.6060	0.0000	-0.2120	-0.0850
$\beta_2$ -Treat	-0.0464	0.0270	-1.6870	0.0920	-0.1000	0.0080
$\beta_3$ -Time×Treat	0.0865	0.0470	1.8520	0.0440	-0.0050	0.1780
$\beta_4$ -Log( $M_{i,t}/A_{i,t}$ )	0.0989	0.0190	5.1820	0.0000	0.0610	0.1360
$\beta_5$ $E_{i,t+1}/A_{i,t}$	-0.0136	0.0240	-0.5570	0.5780	-0.0620	0.0340

## 2. 实证结果分析

R-squared: 0.017, 表示模型解释了因变量变异的 1.7%。

变量系数:

$\beta_0$ -Intercept: 0.0318, 显著 ( $p < 0.001$ )。

$\beta_4$ -Log( $M_{i,t}/A_{i,t}$ ) (自变量): 0.0989, P 值显著 ( $p < 0.001$ ), 表明这一变量在统计上是非常显著的, 说明股价对未来盈余的正相关度显著。

$\beta_1$ -Time (政策开通哑变量): -0.1487, P 值显著 ( $p < 0.001$ ), 意味着如果仅考虑时间因素, 沪股通政策的开通后实验组和样本组股价对未来盈余显著负相关。

$\beta_2$ -Treat (是否沪股通哑变量): -0.0464, 统计上不显著 ( $p = 0.0920$ )。

$\beta_3$ -Time\*Treat (交互项): 0.0865, 显著 ( $p = 0.0440$ ), 表明政策开通以后, 实验组和对照组相比, 股票价格对未来盈余的相关度提高了。

这个分析结果表明, 沪股通政策的开通使得股价对入选沪股通公司的未来盈余解释力相比未入选沪股通的公司变强了。

### 5.3.2 深股通加入控制组的多年线性回归模型

#### 1.模型结果

表 10: 深股通加入控制组的多年线性回归模型实证结论

	coef	std err	t	P> t	[0.05	0.95]
$\beta_0$ -Intercept	0.0397	0.0140	2.7830	0.0050	0.0120	0.0680
$\beta_1$ -Time	0.0018	0.0180	0.1020	0.9190	-0.0330	0.0360
$\beta_2$ -Treat	-0.0587	0.0210	-2.8480	0.0040	-0.0990	-0.0180
$\beta_3$ -Time×Treat	-0.0078	0.0280	3.1710	0.0020	-0.0330	0.1420
$\beta_4$ -Log( $M_{i,t}/A_{i,t}$ )	0.0488	0.0130	3.7860	0.0000	0.0240	0.0740
$\beta_5$ $E_{i,t+1}/A_{i,t}$	-0.0063	0.0240	-0.2570	0.7970	-0.0540	0.0420

#### 2.实证结果分析

R-squared: 0.179, 表明模型解释了因变量变异的 17.9%。

变量系数:

$\beta_0$ -Intercept: 0.0397, 显著 ( $p=0.0050$ )。

$\beta_4$ -Log( $M_{i,t}/A_{i,t}$ ) (自变量): 0.0488, 显著 ( $p<0.001$ ), 表明这一变量在统计上是非常显著的, 说明股价对未来盈余的相关度显著。

$\beta_1$ -Time (政策开通哑变量): 0.0018, P 值为 0.9190, 表明时间因素在统计上不显著, 这意味着仅考虑时间因素, 沪股通政策的开通对未来盈余没有显著的影响。

$\beta_2$ -Treat (是否沪股通哑变量): -0.0587, 显著 ( $p=0.0040$ ), 表明在实验期内实验组比起对照组, 股票价格对未来盈余的相关度更低。

$\beta_3$ -Time\*Treat (交互项): -0.0078, 显著 ( $p=0.0020$ ), 表明政策开通以后, 实验组和对照组相比, 深股通股票价格对未来盈余的相关度更低。

这个分析结果表明，深股通政策的开通使得股价对入选深股通公司的未来盈余的相  
 关度相比未入选深股通的公司更低。

## 5.4 稳健性检验

### 5.4.1 多年线性回归模型稳健性检验结果

#### 1. 模型结果

表 11: 沪股通开通前后多年线性回归结果

K=1 (R2=4.79%)						
Variable	coef	std err	t	P> t	[0.05	0.95]
Intercept	0.2701	0.0546	6.4376	0.0000	0.1638	0.3770
Q("Log(M <sub>i,t</sub> /R <sub>i,t</sub> )")	1.0772	0.0982	1.9931	0.0000	0.8836	1.2700
Q("E <sub>i,t</sub> /R <sub>i,t</sub> ")	-2.6778	0.7304	4.0348	0.0000	-4.1096	-1.2463
Policy_LogM_R	0.8033	0.1075	2.0542	0.0000	-0.1808	1.4258
K=2 (R2=5.60%)						
Variable	coef	std err	t	P> t	[0.05	0.95]
Intercept	0.1927	0.0343	5.2876	0.0000	0.1248	0.261
Q("Log(M <sub>i,t</sub> /R <sub>i,t</sub> )")	0.6151	0.0579	7.6093	0.0000	0.5021	0.7286
Q("E <sub>i,t</sub> /R <sub>i,t</sub> ")	1.4397	0.386	2.486	0.0000	2.1967	0.6827
Policy_LogM_R	0.4577	0.0807	1.8907	0.0000	-0.6164	1.0129

表 12: 深股通开通前后多年线性回归结果

K=1 (R2=6.23%)						
	coef	std err	t	P> t	[0.05	0.95]
Intercept	0.0403	0.0050	6.8025	0.0000	0.0308	0.0500
Q("Log(M <sub>i,t</sub> /R <sub>i,t</sub> )")	0.1622	0.0160	10.1380	0.0000	0.1310	0.1940
Q("E <sub>i,t</sub> /R <sub>i,t</sub> ")	0.1619	0.0640	2.5350	0.0110	0.0370	0.2870
Policy_LogM_R	-0.0799	0.0250	-3.1720	0.0020	-0.1290	-0.0300
K=2 (R2=4.28%)						
Variable	coef	std err	t	P> t	[0.05	0.95]
Intercept	0.0663	0.0070	10.0790	0.0000	0.0530	0.0790
Q("Log(M <sub>i,t</sub> /R <sub>i,t</sub> )")	0.1977	0.0162	11.4638	0.0000	0.1657	0.2295
Q("E <sub>i,t</sub> /R <sub>i,t</sub> ")	0.0494	0.0840	0.7080	0.4360	-0.1152	0.2136
Policy_LogM_R	-0.0923	0.0242	-3.1325	0.0000	-0.1408	-0.0442

## 2. 稳健性结果分析

将原模型中的总资产替换为净资产后，沪股通和深股通多年线性回归模型中我们仍然主要观测政策交互项系数。沪股通在 K=1 和 K=2 年的交互项系数分别为 0.8033 和 0.4577，为正且显著；深股通在 K=1 和 K=2 年的交互项系数分别为-0.799 和-0.0923，为负且显著。这个稳健性结论和原模型一致，说明了沪股通在政策开通以后的股票价格对未来盈余的信息含量有所提升，而深股通则反而有所下降。

## 5.4.2 加入控制组的多年线性回归模型稳健性检验结果

### 1. 模型结果



表 13: 沪股通加入控制组的多年线性回归模型稳健性实证结论

	coef	std err	t	P> t	[0.05	0.95]
$\beta_0$ -Intercept	0.0035	0.0020	1.7503	0.0804	-0.0004	0.0075
$\beta_1$ -Time	-0.0003	0.0028	-0.1056	0.9159	-0.0057	0.0051
$\beta_2$ -Treat	0.0225	0.0028	8.1254	0.0000	0.0171	0.0280
$\beta_3$ -Time×Treat	0.0092	0.0037	2.4992	0.0126	0.0020	0.0164
$\beta_4$ -Log( $M_{i,t}/A_{i,t}$ )	0.0160	0.0031	5.1892	0.0000	0.0100	0.0221
$\beta_5 E_{i,t+1}/A_{i,t}$	0.5281	0.0357	14.7731	0.0000	0.4579	0.5982

表 14: 深股通加入控制组的多年线性回归模型稳健性实证结论

	coef	std err	t	P> t	[0.05	0.95]
$\beta_0$ -Intercept	0.0041	0.0019	2.2282	0.0260	0.0005	0.0078
$\beta_1$ -Time	0.0002	0.0025	0.0768	0.9388	-0.0048	0.0052
$\beta_2$ -Treat	0.0086	0.0021	4.1881	0.0000	0.0046	0.0126
$\beta_3$ -Time×Treat	-0.0051	0.0034	1.5164	0.0130	-0.0215	0.0117
$\beta_4$ -Log( $M_{i,t}/A_{i,t}$ )	0.0065	0.0020	3.2858	0.0010	0.0026	0.0104
$\beta_5 E_{i,t+1}/A_{i,t}$	0.7616	0.0268	28.4371	0.0000	0.7090	0.8141

## 2. 稳健性实证结果分析

将原样本进行 5% 的缩尾处理之后，加入控制组的多年回归模型我们主要观测政策开通和是否陆股通控制组的交互项系数  $\beta_3$ 。沪股通的系数为 0.0092，正且显著；深股通的系数为 -0.0051，负且显著。这和原模型得出的结论是一致的，说明了沪股通政策的开通使得股价对入选沪股通公司未来盈余的相关度相比未入选沪股通的公司更高，而深股通反而更低。

## 六、结论与建议

### 6.1 分析结论

本文先采用陆股通全样本组进行了年度横截面回归及多年线性回归分析，发现了沪股通股票信息含量略微提升，而深股通股票信息含量反而下降的情况。随后采用加入控制组的多年线性回归模型去检验陆股通政策开通后，陆股通股票和非陆股通股票股价对未来盈余的相关度变化，发现也是沪股通提升，深股通下降。通过这一综合的实证研究方法，我们得到了以下深入的结论：

1.假设 1 的验证：本文第一部分的实证分析部分支持了假设 1，即沪股通信息含量提升，通过了假设检验，但深股通股票的信息含量下降，没有通过假设检验，不论是未来一年或者未来两年的情况均支持这一结论。

2.假设 2 的验证：加入控制组的多年线性回归模型的结论部分支持了假设 2，即沪股通通过了验证，深股通没有通过验证。

3.假设 3 的验证：从两个部分针对两个市场做的实证模型结果看，得出了完全相反的结论，假设 3 没有通过验证。

### 6.2 对实证结论的进一步讨论

实证结果显示，陆股通政策的开通，确实对 A 股产生了显著的影响，其中对沪股通股票带来了正向的影响，而深股通政策带来了负向的影响，没有通过验证得到了相反的结论。会得到这样的实证结论，从经济实质和实证模型角度出发，进一步探讨可能是由几个原因造成的：

1.陆股通资金的偏好：从经济实质的角度出发，一种可能是陆股通资金对市值更大、流动性更好的沪股通股票业绩成长的认同度更高，反过来对市值较小、流动性较差的深股通股票的业绩信任度更低，所以出现了对沪深两市完全相反的影响；

2.实证模型的长周期：从实证模型可能存在的问题角度出发，本文采用的实证模型都是基于以年为单位的研究周期。A股市场对于业绩信息的反应速度有可能是周期更短的，由于深股通的股票整体规模偏小，存在对业绩炒作过度导致短期股价已经反应完对未来盈余的预期，而以年为周期观察的时候股价呈现反向变动的可能。

## 6.2 政策建议

本研究的实证结果表明，陆股通对提升A股市场股票价格信息含量的积极作用已经开始显现，尽管这一影响的效果尚未达到非常显著的水平。但基于这些发现，我们认为通过一系列政策调整和市场优化措施，可以进一步增强陆股通的正面影响。以下是几项具体的政策建议：

1.逐步扩大陆股通股票的每日交易限额：研究发现，提高交易限额有利于增加小市值股票的股价信息含量。政策制定者可以考虑逐步放宽陆股通股票的交易额度限制，这不仅可以吸引更多的境内外投资者参与市场交易，提升股票的流动性，还可以更有效地将市场信息融入股价，从而提高资本市场的整体透明度和效率。

2.加强市场监管和优胜劣汰机制：随着陆股通每日交易额度的提升，对应的市场监管措施也应同步加强。监管机构应建立更为精细化的市场监测系统，以及时发现并处理市场操纵、异常交易等不规范行为。同时，逐步落实并坚决执行退市制度，是保障资本市场健康发展的基础。

3.定期评估政策的长期效果：政策的调整并非一蹴而就的过程，需要根据市场的实际反馈进行动态调整。监管部门应持续跟踪陆股通政策实施的长期效果，通过定期的市场分析和研究，评估政策对市场整体和小市值股票股价信息含量的具体影响，以便在必要时对政策进行优化和调整。

4.激励境内外投资者的信息分享和市场参与：鼓励和促进境内外投资者间的信息交流，可以提升市场信息的整体质量和有效性。通过提供更为透明的市场数据和研究资源，可以帮助投资者更全面地分析市场趋势，做出更加明智的投资选择。

5.推动市场基础设施的持续改进：为了支持陆股通政策的深入实施和市场的长期健康发展，需要不断优化交易平台、清算结算系统和信息披露机制。这些基础设施的改进，将为资本市场带来更高效的服务，降低交易成本，同时增加市场吸引力。

通过上述建议的实施，预期可以进一步提升 A 股市场股票价格的信息含量，加强市场的整体效率和竞争力，为实现资本市场长远稳定发展打下坚实基础。

## 参考文献

- [1] Farma, E., Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, 1970, 383- 417.
- [2] Sharpe, W., Portfolio Theory and Capital Markets, *Journal of Finance*, 1964, 425-442.
- [3] Lintner, J., The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, *Review of Economics and Statistics*, 1965, 13-37.
- [4] Mossin, J., Equilibrium in a Capital Asset Market, *Econometrica*, 768-783.
- [5] Fama, E., and Fench, K., Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, *Journal of Financial Economics*, 1993, 3-56.
- [6] Ball, R., and Brown, P., An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 1968, 159-178.
- [7] Beaver, W., The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 1968, 67-92.
- [8] Kormendi, R. C., and Lipe, R., Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns, *The Journal of Business*, 1987, 323-345.
- [9] Easton, P. D., and Zmijewski, M. E., Cross-Sectional Variation in the Stock Market Response to Accounting Earnings Announcements, *Journal of Accounting and Economics*, 1989, 117-141.
- [10] Freeman, R. N., and Tse, S. Y., The Multi-Period Information Content of Earnings Announcements: Rational Delayed Reaction or Market Overreaction? *The Accounting Review*, 1989, 301-322.
- [11] Collins, D. W., et al. (1994). *Financial Statement Analysis: The Investors' Perspective*, New ork: HarperCollins.
- [12] Lundholm, R., and Myers, L. A., Bringing the Future Forward: The Effect of Disclosure on the Returns-Earnings Relation, *Journal of Accounting Research*, 2002, 809-839.
- [13] 褚剑, 于传荣, 融资融券制度与股价信息含量研究, *会计论坛*, 2016, 15 (01): 26-47.

- [14] 钟凯等, 融资融券制度提高了股价信息含量吗?——基于未来盈余反应系数的实证分析, 会计与经济研究, 2017, 31 (02): 3-25.
- [15] 董秀良等, 沪港通对定价效率影响研究——基于未来盈余反应系数的视角, 上海财经大学学报, 2018, 20 (04): 78-92
- [16] 朱明, 沪港通与股价信息含量研究——基于未来盈余反应系数的分析, 首都经济贸易大学硕士论文, 2020
- [17] Kawakatsu, H., and Morey, M. R., Financial Market Liberalization and the Information Content of Stock Prices, *Journal of Financial Research*, 1999, 155-173.
- [18] Henry, P. B., Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms? *Journal of Financial Economics*, 2000, 301-334.
- [19] Bekaert, G., and Harvey, C. R., Foreign Speculators and Emerging Equity Markets, *The Journal of Finance*, 2000, 565-613.
- [20] Choe, H., Kho, B. C., and Stulz, R. M., Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997. *Journal of Financial Economics*, 1999, 227-264.
- [21] Kim, E. H., and Singal, V., Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies, *Journal of Business*, 2000, 25-66.
- [22] Füss, R., Financial Liberalization and Stock Price Behavior in Asian Emerging Markets, *Economic Change and Restructuring*, 2005, 37-62.
- [23] Cajueiro, D. O., Tabak, B. M., and Werneck, F. K., Can We Predict Crashes? The Case of the Brazilian Stock Market. *Applied Economics*, 2009, 2213-2220.
- [24] Umutlu, M., Financial Liberalization and Emerging Market Volatility. *The Review of Financial Studies*, 2010, 1181-1214.
- [25] Rejeb, A. B., and Boughrara, A., Financial Liberalization and Stock Market Efficiency: New Evidence from Latin America. *International Review of Economics & Finance*, 2013, 159-173.
- [26] Laopodis, N. T., Financial Market Liberalization and the Efficiency of Emerging Market Stock Prices, *International Review of Financial Analysis*, 2003, 193-204.
- [27] Navaz, N., Emerging Market Openings and Stock Market Behavior, *Emerging Markets Review*, 2014 234-258.

- [28] Vieito, J. P., Wong, W. K., and Chow, Y. F., Stock Market Liberalizations and Efficiency: The Case of Latin America, *Financial Review*, 2016, 609-631.
- [29] Carpenter, J. N., Lu, F. Z., and Whitelaw, R. F., (2021). The real value of China's stock market, *Financial Economics*, 2021, 679-696.
- [30] 吕大永, 阮青松, 万孝园, 沪港通对沪市标的股票价格发现速度影响的实证研究, *商业研究*, 2017, (07): 34-43.
- [31] 李江平, 陆股通重仓股票的动量效应实证研究, *上海金融*, 2020, (04): 22-30.
- [32] 梁爽, 香港投资者与内地投资者跨境投资比较研究, 南京大学硕士论文, 2020.
- [33] 叶海韵, 沪港通对我国资本市场股票定价效率的影响, 安徽财经大学硕士论文, 2020.
- [34] 彭程, 沪港通制度对沪市 A 股定价效率的影响研究, 华南理工大学硕士论文, 2021.
- [35] 范从来, 吴瞳, 股票市场开放的价值: 基于境外投资者行为特征的分析, *金融市场研究*, 2023, (01): 28-37.
- [36] 宋兰笑, 孙灵燕, 外资流入中国股票市场的“双刃剑”效应及对策, *经济与管理评论*, 2022, 38 (02): 98-108.
-