

资本市场开放对股票定价效率的影响

——基于沪港通政策的实证分析

肖万¹,刘静蓉¹,段浩²,彭程¹

(1. 华南理工大学工商管理学院,广东广州 510641;2. 广州华商学院会计学院,广东广州 511300)

[摘要]以沪港通政策实施为现实背景,选定2012年11月至2016年11月为研究区间,构造股价信息充分性、股价信息准确性和股价对信息的反应速度三项定价效率核心指标,采用双重差分模型实证检验沪港通政策对我国沪市A股定价效率的影响。研究发现,沪港通政策的推出有助于提高我国沪市A股的股价信息充分性、准确性和股价对信息的反应速度,且对国有企业、高股权制衡度企业、高换手率企业的股票定价效率提高更显著。进一步对比发现,资金双向流动交易机制对沪市A股定价效率的影响具有差异性。因此,应有序扩大沪股通、港股通标的股票范围,不断完善资金双向流动机制,提高股票流动性,加速境内外资本市场接轨。

[关键词]资本市场开放;沪港通;股价信息含量;股票定价效率;股价同步性;噪声交易

[中图分类号]F832.51 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2023)05-0071-10

一、引言

资本市场对外开放是金融市场发展的一项重要举措。2014年4月10日,《中国证券监督管理委员会、香港证券及期货事务监察委员会联合公告》发布,提出将开展沪港股票市场交易互联互通机制试点。同年11月17日,我国正式推出沪港通交易制度。开放初期,沪港通总体批复了5500亿元人民币的额度,涵盖836只股票标的,首批标的股名单包括上证180指数成分股、上证380指数成分股以及上海证券交易所上市的A+H股公司股票,共计568只。沪港通交易制度是继QFII、RQFII等制度后我国开放跨境证券投资的又一重大探索。这一互联互通机制的推出,一定程度上打破了我国内地资本市场封闭的状态,推动了内地资本市场的成熟发展,也吸引了大批国内外学者对这一政策进行研究。

目前,学术界围绕沪港通实施的经济后果已经开展了一系列的研究,主要聚焦于两方面。一是公司行为方面。学者们研究发现,沪港通政策的推行能够有效降低股价崩盘风险^[1],抑制上市公司内幕交易行为^[2]和违规行为^[3],提升公司的内部控制质量^[4]、信息披露质量^[5]和会计信息可比性^[6]。同时,沪港通的实施有助于缩小企业内薪酬差距^[7],并促进企业不断创新^[8]。二是在资本市场运行方面。大部分研究认为,沪港通政策降低了A股、H股溢价和股价异质性波动^[9-10],提升了市场竞争关系^[11]。同时,潘慧峰等研究发现,沪港通政策推出后,沪市股市显著表现出价值回归态势^[12]。

现有文献对股票定价效率影响因素的研究可以分为宏观和微观两个层面。宏观层面,大量学者研究认为,资本市场开放程度^[13]、制度完善程度^[14]等可以通过提升股价信息含量、信息的传播速度,提高股票的定价效率。同时,不同的市场结构^[15]和地理约束条件^[16]等也会影响市场的效率。而微观层面,

[收稿日期]2023-02-21

[基金项目]国家社会科学基金项目(16BJY174);广州市社会科学基金项目(2023GZGJ01);广东省本科高校在线开放课程课题(2022ZXKC026)

[作者简介]肖万(1976—),男,河南信阳人,华南理工大学工商管理学院教授,博士,主要研究方向为公司财务、公司治理与并购重组,邮箱:xiaowan@scut.edu.cn;刘静蓉(1997—),女,河北南皮人,华南理工大学工商管理学院硕士生,主要研究方向为公司治理和财务管理;段浩(1987—),男,湖南益阳人,广州华商学院会计学院高级经济师,主要研究方向为公司治理;彭程(1996—),女,湖南郴州人,华南理工大学工商管理学院硕士生,主要研究方向为公司治理和财务管理。

年报信息披露情况^[17]以及媒体关注度^[18]等都会影响股票中公司层面的特质信息含量,进而影响股票的定价效率。

综上所述,作为我国首次资本市场双向开放政策,沪港通对股票定价效率的影响是一个重要的研究主题。目前在此方面,学者们分别从股价同步性^[19]、股价信息含量^[20]、未来盈余反应系数^[21]等角度进行了研究,但结论有一定差异,且由于交易制度、投资者结构等方面存在较大不同,直接使用国外的相关结论判断沪港通对我国沪市 A 股定价效率的影响较为牵强。

基于此,本文选取沪港通政策的推出作为资本市场开放的准自然实验,探究沪港通开通后对沪市 A 股定价效率的影响,并进一步分析资金双向流动对沪市 A 股定价效率的系统性影响,同时基于境外投资者偏好视角,针对企业异质性问题,从产权性质、股权制衡度、换手率三个角度,研究沪港通政策对标的企业股票定价效率的影响作用。本文的主要贡献在于:第一,引入更符合我国资本市场特点的股票定价效率衡量指标,从股价信息充分性、准确性、及时性三个角度,研究沪港通政策对股票定价效率的影响。第二,进一步将沪港通政策具体区分为沪股通交易和港股通交易两种交易机制,探究不同方向的资金流向对于沪市 A 股定价效率的影响。既对现有文献研究的不足进行弥补,剖析具体影响机理,也为后续沪股通、沪台通等境内外资本市场的互通合作提供经验证据。

二、理论分析与研究假设

根据有效市场假说,股价包含有关公司的特质信息。研究发现,公司特质信息含量与资本市场自由化程度、机构投资者的交易活动有关,投资者所获取的特质信息越多,股价信息含量越高^[14,22]。而股价同步性是衡量股价特质信息含量的重要因素,它描述了个股价格变动与市场波动之间的一致性关系。股价同步性越高,股价受市场波动影响越大,其所含的公司特质信息越少,市场效率也就越差。研究发现,资本市场开放有助于提高股票价格中公司特质信息的含量,降低股价受市场干扰的程度,从而增强价格对资源配置的引导作用,提高资本市场的运行效率^[23]。

现有研究认为,中国股票市场的股价同步性位居全球第二,远高于其他国家,严重影响了我国市场的资源配置效率^[24]。近年来,我国资本市场的法律法规、政策制度和监管体系等逐步完善,对企业信息披露的要求越来越高,沪港通政策的推出,使得外资得以直接参与内地资本市场,这无疑增加了对内地资本市场信息的需求,倒逼公司提高信息披露质量。同时,资本市场开放后,发达资本市场投资理念与规范的引进,也会显著降低股价同步性,提高股价信息充分性^[12]。因此,本文提出假设 1:

H1:沪港通政策有助于提高我国沪市 A 股股价信息充分性。

噪声,即由于存在信息不对称而使股票价格偏离其内在价值的非理性信息,使用噪声信息进行交易的投资者即为噪声交易者^[25]。研究发现,市场存在大量的噪声交易,当市场上的交易主要由噪声交易者组成时,由噪声引起的股价波动是股价同步性的主要原因,此时信息的增加将降低股价同步性^[25-26]。现有的市场效率理论往往基于理性人假设,认为非理性投资者对证券价格波动的偏好可以相互抵消。但是,噪声交易者的投资行为往往具有高度相关性,其影响无法相互抵消,因此,非理性投资者的交易会使得股价偏离基本面更远^[27]。

我国内地资本市场起步较晚,市场机制、政府政策等仍不够健全,信息不对称的情况也更为严重。同时,市场中以个体投资者居多,这些投资者极易受到外界的干扰,存在“羊群效应”,严重影响了市场效率。而香港市场以机构投资者居多,其投资理念成熟、分析能力较强,并且,其持股和交易行为会向市场释放信号,引起更多分析师和媒体等的关注,进一步降低信息不对称性^[23]。因此,在 A 股开通沪港通后,这些境外投资者的交易行为会直接或间接地影响公司的信息披露质量,降低信息不对称程度,从而减弱中小投资者的“羊群效应”,促使公司股价回归真实价值,提高股价信息准确性,进而影响股票的定价效率。因此,本文提出假设 2:

H2: 沪港通政策有助于提高我国沪市 A 股股价信息准确性。

众多国内外学者认为,我国资本市场现阶段仍处于弱式有效市场阶段,股价不能及时对所有信息变化进行反应,而人数众多的交易者和频繁的交易行为有利于信息的传递和流通,有利于资本市场效率的提高^[28-29]。目前,对股价信息效率影响的研究普遍认为,境外机构投资者拥有大量信息,他们的交易行为会对市场的信息效率产生积极作用,即通过股票交易向市场传递信息,并提高股票定价效率。随着内地资本市场的发展,越来越多的非专业人士加入资本市场的运作中,市场中的非理性投资者数量增加,他们不能准确、充分地挖掘公司特质信息,股价的信息效率就会相应降低。沪港通的实施,吸引了大量境外投资者进入境内资本市场。一方面,境外投资者所释放的信息会减缓信息的不对称性,促使中小投资者减少非理性投资行为;另一方面,境外投资者的加入以及他们的交易行为使信息在沪港两地股市上更频繁地流动,加速了信息向股价的传递,提高了股票定价效率。因此,本文提出假设 3:

H3: 沪港通政策有助于提高我国沪市 A 股股价对信息的反应速度。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

为避免深港通政策对外资的分流,本文以沪港通开通为事件日,选取 2012 年 11 月至 2016 年 11 月为研究期间。以沪港通标的为实验组,其余沪市 A 股为控制组,并对数据进行进一步筛选:(1)剔除金融类企业;(2)剔除在研究期间被调出的股票;(3)剔除 2012 年 11 月 1 日以后上市的企业,以保证数据的完整性;(4)剔除连续停牌超过三个月的交易状态异常类股票。最终得到实验组 243 只股票,控制组 239 只股票。本文以月度数据作为标准,共得到 23335 个有效观测值。为控制异常值对回归结果的潜在影响,本文对所有连续变量按照上下 1% Winsor 进行缩尾处理,所有数据均来自 WIND 数据库和 CS-MAR 数据库。

(二) 关键变量定义

1. 股价信息充分性

本文借鉴 Morck 等的做法^[24],使用股价同步性度量股价信息含量,股价同步性越低,股价信息含量越高,如公式(1):

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $r_{i,t}$ 和 $r_{m,t}$ 分别为 t 期股票 i 和当期市场的日收益率。

本文的市场日收益率选取上证综合指数,对样本每月的个股和市场日收益率进行回归,得到月度方程拟合优度 R^2 ,即 R^2 代表公司股价变动能够被市场波动所解释的部分,未被解释部分代表了公司层面的特质信息 $(1 - R^2)$,考虑取值要求,进行对数转换生成 SYN_i ,如公式(2):

$$SYN_i = \ln\left(\frac{R_i^2}{1 - R_i^2}\right) \quad (2)$$

SYN_i 的数值越小表明股价同步性越低,包含更多的特质信息。即,若双重差分模型交互项 $Treated \times Post$ 回归结果系数为负号,表明 H1 获得支持。

2. 股价信息准确性

若能有效减少市场上的噪声交易,那么股价信息的准确性将相应提高,学界也主要是从此角度衡量信息准确性。研究认为,机构投资者持股比例高,则股价受噪声交易的影响比较小,股价噪声含量低^[30]。因此,本文选择机构投资者持股比例 $Insti_{i,t}$ 衡量股价信息准确性。 $Insti_{i,t}$ 的数值越大表明股价信息准确性越高。即,若双重差分模型交互项 $Treated \times Post$ 回归结果系数为正号,则表明 H2 获得支持。

3. 股价对信息的反应速度

Hou 和 Moskowitz 认为,价格对市场信息的调整速度越快,则股票定价效率越高,并基于此构建了

价格延迟指标^[31]。本文参照此方法衡量股价对信息的反应速度。具体计算方法如下:

首先,把当期个股收益率对同期以及滞后四期的市场收益率进行回归,如公式(3):

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} + \sum_{k=1}^4 \delta_{i,k} r_{m,t-k} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, $r_{i,t}$ 和 $r_{m,t}$ 分别为 t 期股票 i 和当期市场的日收益率, $r_{m,t-k}$ 表示滞后 k 期的市场收益率, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差项。

其次,用公式(3)中解释变量的系数值衡量个股收益率对滞后市场收益率的依赖程度,得到滞后反映指标,如公式(4):

$$Delay_{i,t} = \frac{\sum_{k=1}^4 |\delta_{i,k}|}{|\beta_i| + \sum_{k=1}^4 |\delta_{i,k}|} \quad (4)$$

$Delay_{i,t}$ 描述了模型中滞后市场收益率的回归系数在所有回归系数中的比重。 $Delay_{i,t}$ 的数值越小,表明滞后市场收益率对当期个股收益率的影响越小,股价对信息的反应速度越快。因此,若双重差分模型交互项 $Treated \times Post$ 回归结果系数为负号,表明 H3 获得支持。

4. 控制变量

为控制企业特征对实验结果的影响,本文选择资产规模($Lsize$)、股价($Price$)、市盈率(PE)、成交量($Ltrade$)、收益率(ROA)作为控制变量。

表1列出了本文涉及的主要变量。

表1 变量定义

变量性质	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	股价信息充分性	SYN	对个股收益率与市场收益率的拟合优度进行对数转换
	股价信息准确性	$Insti$	机构投资者所持股票总数/股票总股本
	股价对信息的反应速度	$Delay$	个股收益率对滞后市场收益率的依赖程度
解释变量	沪港通标的股票虚拟变量	$Treated$	如果公司股票在沪港通标的的范围内则取值为1,否则为0
	沪港通开通时间虚拟变量	$Post$	在事件日之后取值为1,否则为0
控制变量	资产规模	$Lsize$	期末总资产的自然对数
	股价	$Price$	股票价格
	市盈率	PE	股票价格和每股收益的比值
	成交量	$Ltrade$	股票交易量的自然对数
	收益率	ROA	净利润/总资产

(三) 实证模型设计

本文采用双重差分模型进行实证研究,以构造的实验组、实验期两个虚拟变量以及这两个虚拟变量的乘积项作为解释变量。实验组和控制组至少分别需要两期的可观测数据,即政策实施前和实施后。根据各变量,总体双重差分模型的设计如公式(5):

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta Treated_i \times Post_t + Control_{i,t} + Time_{fixed} + Firm_{fixed} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中,被解释变量 $Y_{i,t}$ 表示衡量股价定价效率的指标,分别用指标 SYN_i 、 $Insti_{i,t}$ 、 $Delay_{i,t}$ 表示。解释变量为 $Treated_i \times Post_t$,代表双重差分模型中的政策处理变量,如果股票 i 在时间 t 时为沪港通标的的范围内,则取值为1,否则为0。交乘项回归系数为主要观测值,描述政策实施对被解释变量的影响作用。

四、实证分析

(一) 描述性统计

主要变量的描述性统计结果见表2。相对于控制组,实验组的充分性和及时性指标均值在政策实

施后均有所降低且变化幅度更大,即沪港通政策实施后,股价信息充分性和对信息的反应速度均有所提升。同时,实验组的准确性指标均值在政策实施后有所上升且幅度更大,即政策实施后,机构投资者的持股比例上升,股价中噪声含量减少,股价信息准确性提高。三项指标的变化直观上与前文假设一致。

表2 描述性统计

指标	组别	最小值		最大值		均值		标准偏差	
		政策前	政策后	政策前	政策后	政策前	政策后	政策前	政策后
SYN	实验组	-6.8766	-7.0289	1.5844	2.5519	-0.4686	-0.8919	1.5155	1.7649
	控制组	-7.3488	-7.5761	1.5111	2.4633	-0.6607	-1.0556	1.5858	1.8161
Insti	实验组	0.0358	0.0500	0.9253	0.9412	0.5544	0.5884	0.2260	0.2075
	控制组	0.0005	0.0129	0.8221	0.8142	0.4347	0.4561	0.1918	0.1816
Delay	实验组	0.0078	0.0057	0.9341	0.9589	0.3618	0.3408	0.2223	0.2359
	控制组	0.0070	0.0081	0.9380	0.9633	0.3713	0.3751	0.2247	0.2465
Lnsize	实验组	20.5163	21.3336	27.5467	27.9617	23.5740	23.8638	1.4366	1.4019
	控制组	19.5809	19.7324	24.8213	25.0548	22.2269	22.3965	1.0919	1.1153
Price	实验组	2.1378	3.2526	72.8907	65.7189	12.2672	16.4015	10.7199	11.9845
	控制组	2.1055	3.2752	26.0169	40.8921	8.0924	12.7307	4.4901	7.4573
PE	实验组	-134.889	-344.663	262.319	622.476	26.864	45.506	40.943	101.047
	控制组	-359.849	-1060.284	844.006	1635.737	48.996	88.537	133.602	282.199
Lntrade	实验组	16.562	17.311	21.349	22.872	19.001	19.859	0.998	1.147
	控制组	16.274	17.369	21.038	22.021	18.583	19.498	0.969	0.953
ROA	实验组	-7.0481	-6.4039	20.4339	21.6092	5.5710	5.0823	4.6074	4.7129
	控制组	-17.4544	-11.9849	15.7367	14.0763	2.4059	2.2016	4.6018	3.8667

(二) 回归分析

表3 报告了沪港通政策对定价效率的影响。

1. 沪港通政策与股价信息充分性

表3 的列(1) 将股价信息充分性作为被解释变量。交乘项 $Treated \times Post$ 的系数在1% 的水平上显著为负,表明沪港通政策的实施使实验组标的股票的股价信息充分性提高了11.57%,进而提高了股票定价效率。假设 H1 通过检验。

2. 沪港通政策与股价信息准确性

表3 的列(2) 将股价信息准确性作为被解释变量。交乘项 $Treated \times Post$ 的系数在5% 的水平上显著为正,表明沪港通政策的实施使实验组标的股票的机构投资者持股比例上升,提高了股价信息准确性,进而提高了股票定价效率。假设 H2 通过检验。

3. 沪港通政策与股价对信息的反应速度

表3 的列(3) 将股价对信息的反应速度作为被解释变量。交乘项 $Treated \times Post$ 的系数在1% 的水平上显著为负,表明沪港通政策的实施使实验组标的股票的股价信息反应速度提升了1.93%,进而提高了股票定价效率。假设 H3 通过检验。

(三) 稳健性检验

1. 剔除事件窗口期。考虑到政策推出前后市场可能做出提前或过度反应,为减少受政策推出而导

表3 沪港通政策与股票定价效率的回归结果

	(1) 股价信息充分性	(2) 股价信息准确性	(3) 股价对信息的反应速度
$Treated \times Post$	-0.1157*** (-3.13)	0.0071** (2.06)	-0.0193*** (-3.78)
$Lnsize$	0.1077** (2.21)	0.0059 (0.74)	-0.0146** (-1.89)
$Price$	-0.0503*** (-13.72)	0.0005*** (3.08)	0.0052*** (10.47)
PE	0.0001 (0.78)	0.0000 (-0.83)	0.0000 (0.60)
$Lntrade$	-0.2568*** (-18.84)	0.0083*** (4.90)	0.0626*** (20.79)
ROA	-0.1022*** (-5.13)	0.0109** (4.53)	0.0376*** (10.53)
$-cons$	1.4471*** (6.38)	-0.1594*** (-2.03)	-0.2893* (-1.65)
时间-个体固定效应	控制	控制	控制
N	23335	23335	23335
adj. R ²	0.4602	0.1089	0.1763

注:表中括号内为t统计量,*、**、*** 分别代表在1%、5%、10%上显著(下同)。

致的短期波动影响,本文剔除事件前后三个月的数据,重新对三项核心指标进行双重差分模型回归^①。稳健性检验结果与上文回归结果一致,支持基础检验结论。

2. 安慰剂检验。本文采用虚构实验组和控制组的安慰剂检验方法,随机将非标的股票和标的股票样本分为等数量的实验组和控制组,进行双重差分模型回归检验。结果显示,虚构实验组和控制组样本时,交乘项的回归系数均不显著,支持基础检验结论。

五、进一步研究

(一) 境外投资者偏好视角下的企业异质性检验

前文的实证结果表明,资本市场开放能够提升股票定价效率,促使股价回归真实价值。下文将进一步从企业的产权性质、股权制衡度和换手率三个维度进行异质性分析,考察沪港通开放后境外投资者对进入我国市场后对企业异质性的偏好。

1. 产权性质

我国国有企业受到的国家政策扶持更多,且近年来国有企业不断进行制度改革、创新,自身实力、竞争力持续提升,企业收益显著上升,对境外投资者的吸引力大大增加。而非国有企业不具备相关优势,面临更多融资限制,市场对企业的信息披露要求较高,进而倒逼企业提升信息披露质量,从这方面看,境外投资者能获取更多非国有企业信息,更可能偏好投资非国有企业。因此,境外投资者在产权性质选择上的偏好并无绝对。本文将样本按产权性质划分并分别进行回归,检验结果见表4。对比两组结果的交乘项系数可知,政策实施后国有企业组股价信息充分性、准确性提高更显著,非国有企业组股价对信息的反应速度提高更显著。整体而言,沪港通政策对国有企业股票定价效率的影响更显著。

表4 产权性质分组回归结果

	国有企业			非国有企业		
	股价信息充分性	股价信息准确性	股价对信息的反应速度	股价信息充分性	股价信息准确性	股价对信息的反应速度
<i>Treated × Post</i>	-0.1842 *** (-3.00)	0.0136 *** (3.07)	-0.0082 ** (-1.01)	0.1539 * (1.76)	-0.0197 ** (-0.96)	-0.0294 *** (-2.39)
<i>Lsize</i>	0.0287 (0.28)	-0.0225 *** (-1.22)	-0.0105 (-0.79)	0.3672 *** (3.46)	0.0448 * (2.33)	-0.0342 * (-2.57)
<i>Price</i>	-0.0481 *** (-8.94)	0.0000 (0.28)	0.0042 *** (6.64)	-0.0519 *** (-6.25)	-0.0016 ** (-0.67)	0.0058 *** (5.21)
<i>PE</i>	-0.0001 (-1.12)	-0.0000 (-1.01)	0.0000 (0.22)	0.0000 (1.49)	-0.0000 (-0.51)	0.0000 (0.86)
<i>Lntrade</i>	-0.6181 *** (-17.12)	-0.0072 *** (-2.42)	0.0593 *** (13.70)	-0.5128 *** (-8.62)	-0.0253 *** (-5.12)	0.0483 *** (7.55)
<i>ROA</i>	-0.0073 ** (-1.12)	-0.0036 ** (-1.96)	0.0051 *** (1.38)	-0.0173 ** (-1.56)	0.0027 *** (1.15)	0.0028 ** (1.52)
<i>_cons</i>	10.8592 *** (4.54)	1.1392 *** (2.79)	-0.5784 *** (-1.91)	1.0482 (0.41)	-0.1458 * (-0.34)	0.1752 (0.54)
时间-个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	15671	15671	15671	7664	7664	7664
adj. R ²	0.3041	0.0701	0.1740	0.2895	0.1012	0.1842

2. 股权制衡度

在股权制衡的模式下,一定持股比例的其他大股东出于对收益的追求,会积极采取行动对大股东和管理层进行监督,有利于抑制大股东和管理层的私利行为,有效提高信息披露质量。本文认为高股权制衡度企业将在一定程度上减少信息不对称,降低代理成本,强化企业信息披露,境外投资者也将更偏好

^①囿于篇幅,该部分的稳健性检验结果未列出,如有需要可向作者索取。

高股权制衡度企业。本文选取样本企业第二到第十大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的商作为衡量股权制衡度的指标。将股票样本按照股权制衡度高低分组,回归结果见表5。对比两组结果的交乘项系数可知,在沪港通政策实施后,高股权制衡度组股价信息充分性、准确性和股价对信息的反应速度方面都有更明显的提高。即,沪港通政策的实施对于高股权制衡度企业的股票定价效率影响更大。

表5 股权制衡度分组回归结果

	高股权制衡度			低股权制衡度		
	股价信息充分性	股价信息准确性	股价对信息的反应速度	股价信息充分性	股价信息准确性	股价对信息的反应速度
<i>Treated × Post</i>	-0.0184 ** (-0.24)	0.0143 *** (0.84)	-0.0213 *** (-1.03)	-0.0593 * (-0.82)	-0.0124 *** (-0.87)	-0.0169 ** (-2.60)
<i>Lnsiz</i>	0.3139 *** (2.79)	-0.0052 (-0.25)	-0.0403 *** (-2.79)	0.0882 (0.64)	0.0012 *** (0.04)	-0.0028 (-0.13)
<i>Price</i>	-0.0497 *** (-7.18)	0.0002 ** (0.08)	0.0051 *** (5.92)	-0.0517 *** (-8.40)	-0.0016 ** (-0.85)	0.0058 *** (5.86)
<i>PE</i>	0.0000 (0.54)	-0.0000 (-1.27)	0.0000 (0.90)	0.0000 (0.69)	0.0000 (0.10)	-0.0000 (-0.53)
<i>Lntrade</i>	-0.5372 *** (-12.82)	-0.0173 *** (-4.78)	0.0502 *** (9.64)	-0.6358 *** (-14.67)	-0.0073 ** (-2.03)	0.0604 *** (12.22)
<i>ROA</i>	-0.0164 ** (-1.92)	0.0036 ** (1.77)	0.0027 ** (2.10)	-0.0093 ** (-1.32)	0.0023 ** (1.14)	0.0013 ** (1.21)
<i>_cons</i>	2.6113 *** (0.98)	0.8720 * (1.87)	0.2775 (0.83)	9.8792 *** (3.09)	0.6016 (1.04)	-0.8147 ** (-1.97)
时间-个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	11674	11674	11674	11648	11648	11648
adj. R ²	0.3495	0.1073	0.1794	0.3946	0.1845	0.2057

3. 换手率

股票流动性是衡量市场质量的重要指标。研究发现,机构投资者选择投资组合时,偏好流动性好的股票^[32]。目前学界多以换手率作为衡量股票流动性的指标。较高水平的换手率包含了更多的股票流动性信息^[33]。股票充分换手,投资者的种类越多,股价中反映的公司特质信息就越多,越有利于提高股票定价效率。本文以换手率的中位数为标准将股票样本分组,回归结果如表6。对比两组结果的交乘项系数可知,沪港通政策实施后,高换手率组的股价信息充分性和准确性提高更显著,低换手率组的股价对信息的反应速度提高更显著。即,沪港通政策的实施对于高换手率企业的股票定价效率影响更大。

表6 换手率分组回归结果

	高换手率组			低换手率组		
	股价信息充分性	股价信息准确性	股价对信息的反应速度	股价信息充分性	股价信息准确性	股价对信息的反应速度
<i>Treated × Post</i>	-0.0833 ** (-1.15)	0.0093 *** (0.61)	-0.0072 * (-0.68)	-0.0573 (-0.78)	-0.0062 ** (-0.48)	-0.0083 ** (-0.79)
<i>Lnsiz</i>	0.1152 ** (1.27)	-0.0124 ** (-0.77)	-0.0253 * (-1.92)	0.0862 (0.79)	-0.0172 ** (-0.97)	-0.0103 ** (-0.75)
<i>Price</i>	-0.0396 *** (-8.23)	0.0095 *** (0.23)	0.0041 *** (5.75)	-0.0582 *** (-10.95)	0.0013 ** (1.21)	0.0051 *** (6.79)
<i>PE</i>	-0.0000 (-0.74)	-0.0001 (-0.08)	0.0000 ** (2.09)	0.0000 ** (2.37)	-0.0000 (-1.39)	-0.0000 * (-1.76)
<i>Lntrade</i>	-0.4392 *** (-9.50)	-0.0137 ** (-0.81)	0.0402 *** (7.12)	-0.3763 *** (-7.64)	-0.0024 ** (-0.53)	0.0351 *** (5.58)
<i>ROA</i>	-0.0036 ** (-0.53)	0.0018 ** (1.13)	0.0018 ** (1.08)	-0.0172 ** (-2.41)	0.0034 *** (2.54)	0.0023 ** (2.45)
<i>_cons</i>	4.960 ** (2.28)	0.1412 (0.41)	0.1603 (0.54)	5.2314 ** (2.04)	0.9662 ** (2.33)	-0.1542 (-0.46)
时间-个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	11672	11672	11672	11672	11672	11672
adj. R ²	0.4917	0.0594	0.3091	0.4094	0.1047	0.2046

(二) 资金双向流动对股票定价效率的影响

根据主回归结果,沪港通的开通有助于提高标的股票的定价效率。但与以往单边资本市场开放政策不同,沪港通政策在引入境外投资者购买 A 股的同时,也允许内地投资者通过香港交易所购买港股,即资金存在双向流动。同时,北上资金类型多样,境外投资者的加入将丰富 A 股现有的投资者结构,整体的投资模式、策略也会有所改变。因此,资金流动方向对 A 股的资金量、投资者结构等都会产生重大影响。然而,上文的分析无法具体解释各资金流向的影响。因此,本文继续探究资金双向流动对我国沪市 A 股定价效率有何影响。

1. 模型构建

本文选取 2014 年 11 月至 2016 年 11 月加入沪港通标的后股票交易数据,构建沪港通标的关于定价效率核心变量的流通市值组合和权重组合。模型设定如公式(6):

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 SH_t + \beta_2 HK_t + \gamma_i Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中,被解释变量 $Y_{i,t}$ 代表沪股通标的流通市值加权组合或权重组合的定价效率。 SH_t 、 HK_t 分别表示第 t 期沪股通、港股通买入金额总额的日均值,单位分别为 10 亿元、10 亿港元。若 SH_t 、 HK_t 的回归系数显著异于 0,则表明沪股通或港股通交易对沪港通标的的组合的定价效率存在影响。

2. 实证结果

对各定价效率指标分别与沪股通、港股通标的的组合进行回归分析,结果见表 7。根据回归结果,流通市值加权平均组合中,沪股通交易活动指标 SH 的股价信息充分性、准确性和股价对信息的反应速度指标回归系数显著;在等权重组合中,股价信息准确性的回归系数显著为正。即,政策实施后,沪市 A 股的股价信息充分性、准确性和股价对信息的反应速度提高,定价效率提高。同时,在两个组合中,港股通交易活动指标 HK 的股价对信息反应速度均显著为正。综上所述,资金双向流动对我国沪市 A 股的定价效率影响具有差异性。

表 7 定价效率指标的组合回归分析结果

	流通市值加权平均组合			等权重组合		
	股价信息充分性	股价信息准确性	股价对信息的反应速度	股价信息充分性	股价信息准确性	股价对信息的反应速度
SH	-0.3951 ** (2.04)	0.0072 ** (3.01)	-0.0385 ** (-1.40)	-0.3825 (-1.30)	0.0026 *** (3.29)	0.0391 (0.92)
HK	-0.2381 (-1.18)	-0.0019 (-1.93)	0.0402 *** (2.20)	-0.1873 (-1.38)	-0.0012 (-0.34)	0.0473 ** (1.94)
$Controls$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$_{-}cons$	-4.2835 (-3.13)	-2.0441 *** (-2.14)	-3.1536 ** (-1.28)	-3.3902 (-3.41)	-2.491 *** (-4.43)	6.1231 * (2.41)
N	25	25	25	25	25	25
adj. R^2	0.0402	0.7949	0.2951	0.2048	0.9151	0.3017

3. 稳健性检验

为避免其他因素对股票定价效率的干扰,本文再次选取政策窗口期沪港通标的的个股作为研究对象,进行月度面板分析^①,回归结果与上文回归结果具有一致性,且显著性增强,上述结论稳健。

六、结论性评述

本文选取沪港通政策实施前后 4 个年度的个股数据,采用双重差分模型,研究了沪港通政策对我国沪市 A 股定价效率的影响机制。研究发现,沪港通政策的实施提高了我国沪市 A 股定价效率,具体而

^①囿于篇幅,资金双向流动对股票定价效率影响的稳健性检验结果未列出,如有需要可向作者索取。

言,沪港通政策有助于提高我国沪市 A 股的股价信息充分性、准确性以及股价对信息的反应速度。同时,沪股通政策对国有企业、高股权制衡度、高换手率的股票定价效率有更显著的提高。深入研究发现,沪股通交易有助于提高我国沪市 A 股股价信息充分性、准确性和股价对信息的反应速度,港股通交易提高了沪市 A 股股价信息充分性,但降低了股价信息准确性和股价对信息的反应速度。可见,资金双向流动交易机制对我国沪市 A 股股票定价效率的影响具有差异性。

基于上述研究结论,本文的政策建议如下:第一,沪港通政策是我国内地资本市场首次双向开放,沪股通与港股通的交易条件、额度标准等均存在一定差别,未来可参照双向资金流动所带来的不同影响,对境内外资金的双边流动进行区分,有序扩大沪港通、深港通的投资范围和股票标的,并从降低交易门槛、对接交易时间等角度,逐步完善交易制度,与香港及其他境外资本市场接轨。第二,始终坚持资本市场对外开放政策,在完善境内资本市场、稳定财政政策的前提下,逐步放开内地与其他发达资本市场的互联互通范围,加强资本市场的双向资金流动。第三,深化企业制度改革,合理调节企业股权结构,加强信息披露质量,实现投资者多元化,有效提高股票流动性。

本文也存在一定的局限性。在实证研究中难以剔除重大市场事件对两地股价的冲击,资金双向流动对股票定价效率影响的具体影响路径也有待探索,未来可以继续拓展相关研究。

参考文献:

- [1]李沁洋,许年行. 资本市场对外开放与股价崩盘风险——来自沪港通的证据[J]. 管理科学学报,2019(8):108-126.
- [2]万华林,朱凯,于彦彦. 资本市场开放促进了资本市场公平吗? 基于“沪港通”开放事件的准自然实验研究[J]. 世界经济研究,2022(4):91-104.
- [3]邹洋,张瑞君,孟庆斌,等. 资本市场开放能抑制上市公司违规吗? ——来自“沪港通”的经验证据[J]. 中国软科学,2019(8):120-134.
- [4]田雪丰,徐成凯,田昆儒. 资本市场开放与公司内部控制质量——基于“沪港通”的证据[J]. 南京审计大学学报,2021(6):51-60.
- [5]阮睿,孙宇辰,唐悦,等. 资本市场开放能否提高企业信息披露质量? ——基于“沪港通”和年报文本挖掘的分析[J]. 金融研究,2021(2):188-206.
- [6]刘焱,姚海鑫,杜燕婕. 资本市场开放与会计信息可比性——来自“沪港通”的经验证据[J]. 财经理论与实践,2020(1):55-62.
- [7]张昭,马草原,王爱萍. 资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响——基于“沪港通”的准自然实验[J]. 经济管理,2020(6):172-191.
- [8]刘洋,臧日宏. 资本市场开放与企业创新——基于沪港通的经验数据[J]. 北京工商大学学报(社会科学版),2021(3):79-90.
- [9]谭小芬,刘汉翔,曹倩倩. 资本账户开放是否降低了 AH 股的溢价? ——基于沪港通开通前后 AH 股面板数据的实证研究[J]. 中国软科学,2017(11):39-53.
- [10]钟凯,孙昌玲,王永妍,等. 资本市场对外开放与股价异质性波动——来自“沪港通”的经验证据[J]. 金融研究,2018(7):174-192.
- [11]林祥友,胡双,彭滢茹,等. 沪港通对沪深港股市竞争关系的影响研究[J]. 软科学,2017(5):140-144.
- [12]潘慧峰,刘曦彤,周轩宇. 资本市场对外开放促使价值投资回归了吗? ——来自沪港通的证据[J]. 国际金融研究,2018(11):77-86.
- [13]Michael S, Martin T B. Do foreign institutional investors destabilize China's A-share markets? [J]. Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, 2009, 20(1): 36-50.
- [14]袁知柱,鞠晓峰. 制度环境、公司治理与股价信息含量[J]. 管理科学,2009(1):17-29.
- [15]郭白滢,易苗,刘朋春. 基金家族共同持股:市场结构与定价效率[J]. 金融经济研究,2022(5):49-61.
- [16]郭照蕊,张天舒. 高铁开通对资本市场定价效率的影响研究[J]. 管理学报,2021(4):614-623.
- [17]许晨曦,杜勇,鹿瑶. 年报语调对资本市场定价效率的影响研究[J]. 中国软科学,2021(9):182-192.
- [18]黄俊,郭照蕊. 新闻媒体报道与资本市场定价效率——基于股价同步性的分析[J]. 管理世界,2014(5):121-130.
- [19]杨秋平,刘红忠. 资本市场开放与股价同步性——基于沪港通的实证分析[J]. 上海金融,2021(3):25-36.
- [20]连立帅,朱松,陈超. 资本市场开放与股价对企业投资的引导作用:基于沪港通交易制度的经验证据[J]. 中国工业经济,2019(3):100-118.

- [21]董秀良,张婷,关云鹏.沪港通制度改善了我国股票市场定价效率吗?[J].上海财经大学学报,2018(4):78-92.
- [22]王亚平,刘慧龙,吴联生.信息透明度、机构投资者与股价同步性[J].金融研究,2009(12):162-174.
- [23]钟覃琳,陆正飞.资本市场开放能提高股价信息含量吗?——基于沪港通效应的实证检验[J].管理世界,2018(1):169-179.
- [24]Moreck R, Yeung B, Yu W. The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements? [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1): 215-260.
- [25]Black F. Noise[J]. The Journal of Finance, 1986, 41(3): 529-543.
- [26]Lee D W, Liu M H. Does more information in stock price lead to greater or smaller idiosyncratic return volatility? [J]. Journal of Banking and Finance, 2011, 35(6): 1563-1580.
- [27]Delong J B, Shleifer A, Summers L H, et al. Noise trader risk in financial markets[J]. Journal of Political Economy, 1990, 98(4): 703-738.
- [28]Grossman S J, Stiglitz J E. On the impossibility of informationally efficient markets[J]. The American Economic Review, 1980, 70(3): 393-408.
- [29]陈梦根,毛小元.股价信息含量与市场交易活跃程度[J].金融研究,2007(3):125-139.
- [30]肖浩,孔爱国.融资融券对股价特质性波动的影响机理研究:基于双重差分模型的检验[J].管理世界,2014(8):30-43.
- [31]Hou K W, Moskowitz T J. Market frictions, price delay, and the cross-section of expected returns[J]. Review of Financial Studies, 2005, 18(3): 981-1020.
- [32]Brav A, Jiang W, Partnoy F, et al. Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance[J]. Journal of Finance, 2008, 63(4): 1729-1775.
- [33]邢红卫,刘维奇.换手率:流动性还是不确定性[J].上海财经大学学报,2018(5):58-71.

[责任编辑:黄 燕]

The Impact of Capital Market Opening on Stock Pricing Efficiency: An Empirical Analysis Based on the Shanghai – Hong Kong Stock Connect Policy

XIAO Wan¹, LIU Jingrong¹, DUAN Hao², PENG Cheng¹

(1. School of Business Administration, South China University of Technology, Guangzhou 510641, China;

2. School of Accounting, Guangzhou Huashang College, Guangzhou 511300, China)

Abstract: This paper takes the implementation of the Shanghai-Hong Kong Stock Connect policy as a realistic background, and selects November 2012 to November 2016 as the research interval and construct three core indicators of pricing efficiency: the sufficiency of stock price information, the accuracy of stock price information and stock price response speed to information. The double difference model was used for empirical test. The research found that the Shanghai-Hong Kong Stock Connect helps to improve the adequacy and accuracy of stock price information of Shanghai A-share and the stock price response speed to information; meanwhile, the efficiency of stock pricing for state-owned enterprises, high equity checks and balances, and high turnover rate enterprises has improved significantly. Further comparison between the Northbound Trading and the Southbound Trading shows that the two-way capital flow transaction mechanism has different effects on the pricing efficiency of Shanghai A-share stocks. This paper argues that actions should be taken to expand the scope of the stocks subject to the connect in an orderly manner, continuously improve the two-way capital flow mechanism continuously, enhance stock liquidity and accelerate the integration with domestic & foreign capital market.

Key Words: capital market opening; Shanghai-Hong Kong Stock Connect; stock price information content; stock pricing efficiency; stock price synchronicity; noise trading