

# 分割资本市场下的会计信息价值研究

陆静\*

(重庆大学经济与工商管理学院, 重庆 400044)

**摘要** 本文对我国双重上市公司披露的境内外会计信息是否在分割市场之间传递以及哪些会计指标能够向投资者提供有用信息进行了研究, 分析表明 A 股市场存在一定的非理性因素的影响; 中国内地资本市场和香港资本市场的参与者都有投资于大公司股票的偏好; 是否拥有国有股是两个市场投资者选择股票的重要因素之一; 境内外会计利润的调整值不能为市场参与者提供有用信息; 我国双重上市公司披露的两套财务报告中, 会计信息的传递是非对称的, 内地资本市场与香港资本市场的分割效应较为明显。

**关键词** 资本市场分割; 股票收益; 会计信息

## Study on Accounting Information Value in Segmented Capital Markets

Lu Jing

(College of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044)

**Abstract** The paper studies on whether the accounting information disclosed in Mainland and Hong Kong by dual listing companies transfers between in segmented capital market and which accounting information provides valuable information to investors. The analysis proves that there are somewhat irrational factors in A-share market, investors from Mainland and Hong Kong have preference for large company's stocks, state-hold share is one of the most important factors in choosing stocks, the adjusted accounting profits according to Mainland and Hong Kong accounting principles can not provide useful information to investors, and the segmentation effect between Mainland and Hong Kong capital markets is very prominent.

**Key Words** Segmented Capital Markets; Stock Returns; Accounting Information

---

\* 陆静 (1966.7-), 男, 四川省乐山市人, 重庆大学经济与工商管理学院讲师, 博士, 研究方向: 金融市场微观结构。  
联系地址: 400044 重庆市沙坪坝区重庆大学经济与工商管理学院, 电子邮箱: [lujing@cqu.edu.cn](mailto:lujing@cqu.edu.cn), 电话: 023-60679110, 13983130518。

# 分割资本市场下的会计信息价值研究

## 1 引言

随着全球各证券交易所之间的竞争和各国上市公司融资的需要，越来越多的公司通过在不同国家（地区）发行股票的方式筹集资金，客观上导致了资本市场的分割现象。所谓分割资本市场或资本市场分割是指不同证券交易市场之间存在的流通障碍、交易规则以及信息传递的差异，这些因素导致了同质产品（即同一家公司发行的证券）在不同市场定价和风险等方面的差异化表现。资本市场分割一般划分为两类：硬分割和软分割。由证券的投资限制（Investment Barriers）或所有权限制（Ownership Restriction）以及市场间的物理差异等客观因素所造成的分割称为硬分割；由市场间的信息不对称、流动性差异、投资者偏好和心理差异等主观因素导致的分割称为软分割。上世纪八十年代以来，虽然经济学家和财务学家开始重视对资本市场分割的研究，但研究重心主要集中在硬分割上，即用建立的模型实证检验各国市场间的分割程度和分割特点，如Domowitz, Glen和Mahavan (1997) 研究了墨西哥股票市场上由所有权限制所导致的市场分割与股票价格的关系，Hietala (1989) 认为**b** 风险的差异可以解释芬兰市场上双重上市公司国外上市证券相对国内上市证券的溢价。至于软分割的研究，Bailey和Jagtiani (1994) 认为，外国投资者与国内投资者之间存在显著的信息不对称，对外国投资者来说，获取大企业的信息相对于小企业更容易，因此，外国投资者更愿意支付较高的溢价投资于大企业，同时他们还发现流动性较低的股票有较高的期望收益，因此这类股票定价偏低，以补偿投资者所增加的投资成本。在软分割因素中，双重上市公司根据不同交易所的要求按照不同的会计准则披露公司的经营状况和盈利结果，这些信息对同一公司发行的不同股票价格具有不同的影响能力。Amir (1993) 考察了那些在美国资本市场上市的外国公司按其本国会计准则编制财务报表所披露的信息，与按美国会计准则调整后报表信息之间的价值相关程度。他们建立了三个模型进行实证分析：首先进行事件研究；第二个模型是年度平均收益率分析，考虑股票年度平均收益率与会计收益率之间的关系；第三个模型是市价与帐面价值比的分析，以研究对盈余项目的调整、对股东权益的调整是否能够解释每股市价与每股帐面净资产之间的差额。分析表明，这些外国公司按本国会计准则编制的报表与按美国会计准则调整后的报表之间的确存在价值相关性。

从我国证券市场的实际情况看，尽管发展的历史不长，但由于各种原因导致的市场分割是独特的，如在国内资本市场存在A股和B股的分割，有些公司甚至同时在国内外市场发行A股、H股和N股，这些股票发行后的市场表现差异较大。相对于其他国家的资本市场分割来说，我国的市场分割无论从现象上还是理论解释上都有其特殊性：首先，中国股票市场的结构独特，在中国境内就存在三个分割意义上的独立市场，三个市场间有严格的投资限制，即A股、B股和H股，使得中国资本市场充满了理论与实证研究的魅力；其次，A股、B股和H股分割市场上双重上市公司的股票价格、收益、风险呈现出与国际上其他分割市场截然不同的特征与变化趋势。例如在其他分割市场上，国内市场股票价格通常比国外市场股票价格低，即出现“溢价”现象。但就中国双重上市公司而言，外资股市场上股票价格比相同公司国内A 股市场上的价格要低，即出现“折价”现象。从上市公司财务信息披露的角度，同时发行A股和H股的公司必须按照中国会计准则和香港会计准则（或国际会计准则）分别编制和披露两套财务报告，由于编制的依据和要求等技术方面的差异，这两套报告所包含的会计信息必然存在差异，王立彦和高展（2002）通过比较中国内地与香港会计准则在业务合并、外币折算、固定资产、投资、退休金、收入、资产计价、费用、税收等方面的规则差异所导致的A股财务报告和H股财务报告的损益差异。王立彦、冯子敏和刘军霞（2002）研究了19家同时在A股市场和H股市场上上市的公司根据不同会计准则编制的两套报表的信息差异，结合“市场回报率——会计收益相关模型”和“市价与帐面价值比分析模

型”，对报表中的一些关键数据进行了回归分析。结果表明，两套报表之间的会计收益数据调整值和股东权益数据调整值对股票市场年度平均收益率和市价与帐面价值比存在显著影响，即这些调整值能够增加会计衡量与市场收益率之间的相关性，这两套财务报表的会计数据之间的确存在价值相关关系，从而验证了海外资本市场要求中国国内公司在其市场上上市必须披露两套报表的政策合理性。

由于资本市场是一个信息开放的市场，影响股票价格的因素非常多，为了剔除上市公司股利分配、资产重组、高管人员的变动等其他与会计信息相关性较弱的因素的影响，本文采用事件研究方法，集中研究上市公司年度财务报告披露期间双重上市公司不同种类股票收益的变化趋势，以分析上市公司根据不同会计准则披露的两套财务报告的会计信息是否在分割资本市场之间传递以及哪些会计指标能够传递有用信息。论文的结构是这样安排的：第二部分提出样本选择方法和研究方法；第三部分研究双重上市公司年报披露期间的超额收益和累计超额收益；第四部分通过对年报披露期间 A 股-H 股超额收益反应系数的分析，研究会计信息价值的相关性。

## 2 研究方法

### 2.1 样本选择

自 1997 年 7 月 15 日青岛啤酒在香港发行 H 股以来，截至 2004 年底我国共有 30 家公司同时在香港和内地交易所上市，其中 23 家公司首先发行 H 股，再发行 A 股，6 家公司先发行 A 股，再发行 H 股，1 家公司（鞍钢新轧，000898.SZ，0347.HK）同时发行 A 股和 H 股。本文选取 2003、2004 和 2005 连续三年上市公司年报披露期间按不同会计准则提供的会计信息对股票价格的影响进行分析。

样本选择遵循以下原则：

(1) 2002 年 1 月 1 日以前已经发行 A 股和 H 股；

(2) 按中国大陆会计准则（PRC-GAAP）提供的会计信息摘自各公司在上海证券交易所或深圳证券交易所披露的 2002-2004 年度年报，按香港会计准则（HK-GAAP）或国际会计准则（IASs）提供的会计信息摘自各公司在香港联合交易所披露的年报；

(3) 为控制会计数据以外的其它重要信息对股价的影响，我们剔除了 ST 类股票（如 ST 东北电、ST 吉化和 ST 洛玻）；

(4) A 股股票交易数据来自国泰安数据库，H 股股票交易数据来自 Yahoo 财经网站；

(5) 尽管沪深两市在地域上是分割的，但两个交易所的上市公司都依据同样的会计准则披露会计信息，因此，我们将所有 A 股样本进行综合研究。

最终，本研究选取 24 家公司，由于各公司每年均根据不同的会计准则编制两套财务报告，构成一对比较数据（X，Y），因此，在 2003-2005 年 1-4 月披露上一年度年报期间，我们获得了 72 个样本点，即 72 对数据。

### 2.2 期望收益率的确定

本文采用市场模型（Market Model）来估计正常条件下 A 股和 H 股股票的期望收益率  $E(R_{ij})$ 。

(1)  $\hat{a}$ 、 $\hat{b}$  的估计

估计  $\hat{a}$ 、 $\hat{b}$  的公式如下：

$$R_{ij} = \hat{a}_i + \hat{b}_i R_{mj} + e_{ij} \quad (1)$$

其中，

$R_{ij}$ ：第  $i$  种股票在第  $j$  日的收益率

$R_{mj}$ ：第  $j$  日市场证券组合的收益率

$e_{ij}$  : 随机误差项

说明： 定义每一种股票年报披露日为第 0 日（如果披露日为非交易日，则以其随后的第一个交易日为第 0 日），取-80 到-21 共 60 个交易日的的数据来估计其  $\hat{a}$ 、 $\hat{b}$ ，即  $j$  属于[-80, -21]之间的整数；

$R_{ij}$  已经根据研究期间公司实施的分红送配进行了复权处理； 本步骤共计 144 个回归方程； 对于沪市 A 股样本， $R_{mj}$  取上证 A 股指数收益率，对于深市 A 股样本， $R_{mj}$  取深圳 A 股指数收益率，对于 H 股样本， $R_{mj}$  取恒生指数收益率。

(2) 期望收益率  $E(R_{ij})$

用 (1) 式估计的  $\hat{a}$ 、 $\hat{b}$  值，取年报披露前后[-20, 20]共 41 个交易日的  $R_{mj}$  估计出每一种股票在研究窗口[-20, 20]中的期望收益率  $E(R_{ij})$ ：

$$E(R_{ij}) = \hat{a}_i + \hat{b}_i R_{mj} \quad (2)$$

### 2.3 超额收益率 AR 和累计超额收益率 CAR 的计算与分析

(1) 超额收益率 AR (Abnormal Return)

第  $i$  种股票在第  $j$  日的超额收益率  $AR_{ij}$  按以下公式计算：

$$AR_{ij} = R_{ij} - E(R_{ij}) \quad (3)$$

这里， $j$  在时间窗口[-20, 20]中取值。为了研究样本在年报披露期间超额收益的情况，这里还定义平均超额收益率 AAR (Average Abnormal Return)：

$$AAR_j = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{ij} \quad (4)$$

其中， $N$  为样本数。

(2) 累计超额收益率 CAR

需要说明的是，这里的累计超额收益率 CAR (Cumulative Abnormal Return) 应为平均累计超额收益率 (Average Cumulative Abnormal Return)，即在时间窗口[-20, 20]中，所有样本公司 CAR 的平均值，但为方便起见，在不引起误解的情况下，本文仍用 CAR 来表示平均累计超额收益率，其计算公式如下：

$$CAR_j = \frac{1}{N} \sum_{t=-20}^j \sum_{i=1}^N AR_{it} = \sum_{t=-20}^j AAR_j \quad (5)$$

其中， $j$ 、 $t$  为相对年报披露日的日期， $j$ 、 $t = -20, -19, \dots, 0, \dots, 19, 20$ 。

## 3 双重上市公司年报披露期间的超额收益和累计超额收益

### 3.1 双重上市公司财务报告主要会计指标的差异

A 股-H 股双重上市公司每年都要根据中国大陆会计准则 (PRC-GAAP) 编制财务报表 (简称境内报表)，在中国大陆向 A 股市场投资者披露，同时还要依照香港会计准则 (HK-GAAP) 或国际会计准则 (IASs) 编制另外一套财务报表 (简称境外报表)，在香港向 H 股市场投资者披露，两套报表的披露时间完全一致，但由于不同会计准则的差异，导致了具体的会计数据不完全相同。如表 1 所示，从纵向看，2002-2004 三个年度，双重上市公司的盈利指标和帐面净值都呈增长趋势，就同一个年度而言，根据 PRC-GAAP 编制的每股收益、每股净资产和净利润数据均小于根据 HK-GAAP 或 IASs 编制的的数据，而净资产收益率则相反。从统计角度看，只有每股净资产的差异是显著的，三个年度均通过了  $t$  检验，即双重上市公司境外报表披露的每股净资产明显高于在境内报表披露的数据，但这些差异是否导致 A 股和 H 股收益与风险的不同还有待进一步检验。

表 1 双重上市公司 2002-2004 年度年报主要会计指标平均值比较

年报年度	会计指标	按中国大陆会计准则披露	按香港会计准则或国际会计准则披露	基于成对数据差异的 t 检验值
2004 年度	每股收益(元)	0.316	0.320	0.331
	每股净资产(元)	2.764	2.854	1.767*
	净资产收益率	11.15%	10.86%	0.69
	净利润(万元)	234929	252599	1.129
2003 年度	每股收益(元)	0.248	0.254	1.032
	每股净资产(元)	2.627	2.725	1.943*
	净资产收益率	9.10%	8.35%	1.494
	净利润(万元)	169690	181285	1.055
2002 年度	每股收益(元)	0.170	0.184	1.138
	每股净资产(元)	2.347	2.475	4.043*
	净资产收益率	6.67%	6.57%	0.479
	净利润(万元)	125731	133907	0.990

注：临界值  $t_{0.05}=1.7139$ ，\*表示差异显著。

### 3.2 年报披露期间的超额收益

这里采用混合样本(Pooling Data)将三个年度获得的年报披露期间[-20, 20] A股或H股平均超额收益按照境内外报表披露的会计盈利指标由小到大排序后分成两组,分别计算各组超额收益的平均值。从表2可以看到,按境内报表披露的每股收益、每股收益增量(本年数据减上年度数据)、净资产收益率和净资产收益率增量(本年数据减上年度数据)分组后,A股和H股平均超额收益没有明显差异;而境内净利润超过境外净利润越多的公司,其A股股票的超额收益也越大,说明境内外净利润在研究窗口[-20, 20]中具有较为显著的信息效应;境外报表披露的每股收益和净资产收益率增量对A股和H股平均超额收益没有影响,但境外报表披露的净资产收益率则对A股和H股平均超额收益有显著影响,但影响的方向相反,对H股股票而言,净资产收益率越高,则超额收益也越大,对A股股票而言,净资产收益率越高,超额收益却越小,A股股票的表现与公司基本面背离,说明影响A股股票定价的因素还很复杂。

表 2 根据境内外会计盈余指标分组后 A 股-H 股平均超额收益

分类指标	A 股平均超额收益			H 股平均超额收益		
	低	高	基于成对数据差异的 t 检验值	低	高	基于成对数据差异的 t 检验值
境内报表:每股收益	0.000589	0.000656	0.113561	-0.002890	-0.001260	-1.380555
境内报表:每股收益增量	0.000758	0.000487	0.363962	-0.002550	-0.001590	-0.885490
境内报表:净资产收益率	0.000395	0.000850	0.793728	-0.002740	-0.001400	-1.348160
境内报表:净资产收益率增量	0.000866	0.000380	0.720355	-0.002640	-0.001500	-1.004380
境内外报表净利润差额	-0.000121	0.001366	2.507509*	-0.002680	-0.001463	1.151787
境外报表:每股收益	0.001032	0.000214	1.365810	-0.003140	-0.001002	1.618016
境外报表:每股收益增量	0.001458	-0.000210	2.619210*	-0.002166	-0.001977	0.178254
境外报表:净资产收益率	0.001252	-0.000006	2.162897*	-0.003106	-0.001037	2.128396*
境外报表:净资产收益率增量	0.000985	0.000261	0.927397	-0.002429	-0.001714	0.680147

注：临界值  $t_{0.05}=2.021075$ ，\*表示差异显著。

### 3.3 年报披露期间的累计超额收益

为了进一步分析双重上市公司年报披露期间股票收益的特征，我们综合了三个年度不同证券市场各公司的累计超额收益，并分别按照境内外每股收益和净资产收益率两个盈利指标的大小排序后分成两组，计算各组的平均累计超额收益，绘制成图1和图2。从图1可以看到，自年报披露相对日-20天起，高盈利指标组的平均累计超额收益逐渐与低盈利指标组的平均累计超额收益逐渐拉开差距，盈利状况良好的公司股票累计超额收益明显高于盈利状况差的公司股票累计超额收益，这与Ball和Brown(1968)关于成熟资本市场会计盈余信息有用性的研究结论基本一致。但从图2我们没有观察到两组平均累计超额收益呈现出某种变化趋势，无论按照每股收益分组还是按照净资产收益率分组，平均累计超额收益都呈犬牙交错分布，一方面说明我国沪深两市作为新兴资本市场，影响股票收益的因素远远不只上市公司经营状况和盈利能力等基本面，另一方面还说明我国资本市场的效率不高，公司股票价格没有有效地反映相关会计信息。

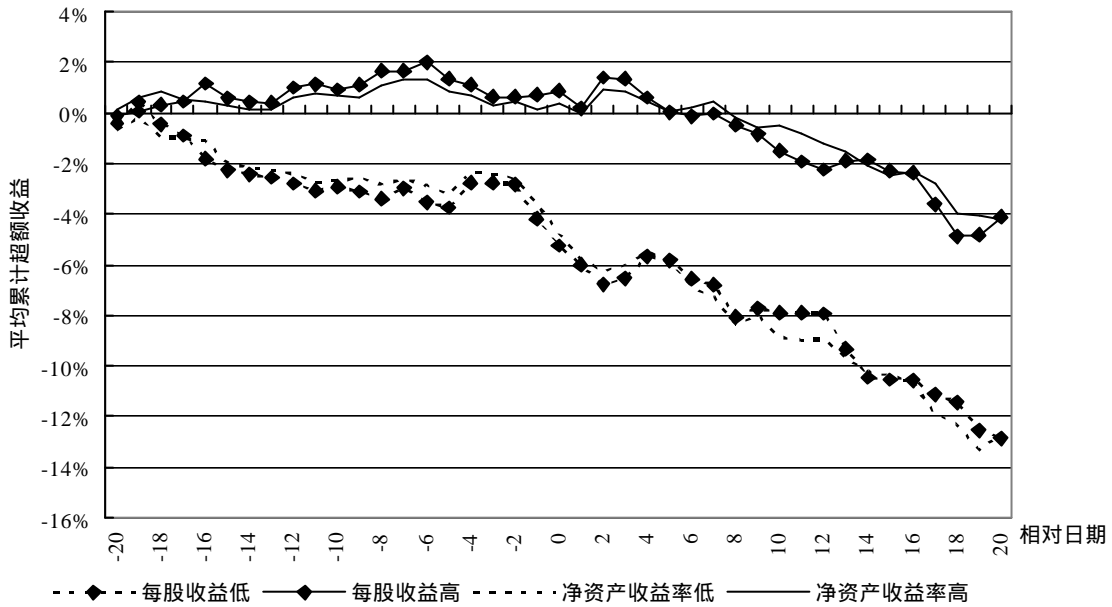


图1 双重上市公司年报披露期间H股平均累计超额收益(按境外会计盈利指标分组)

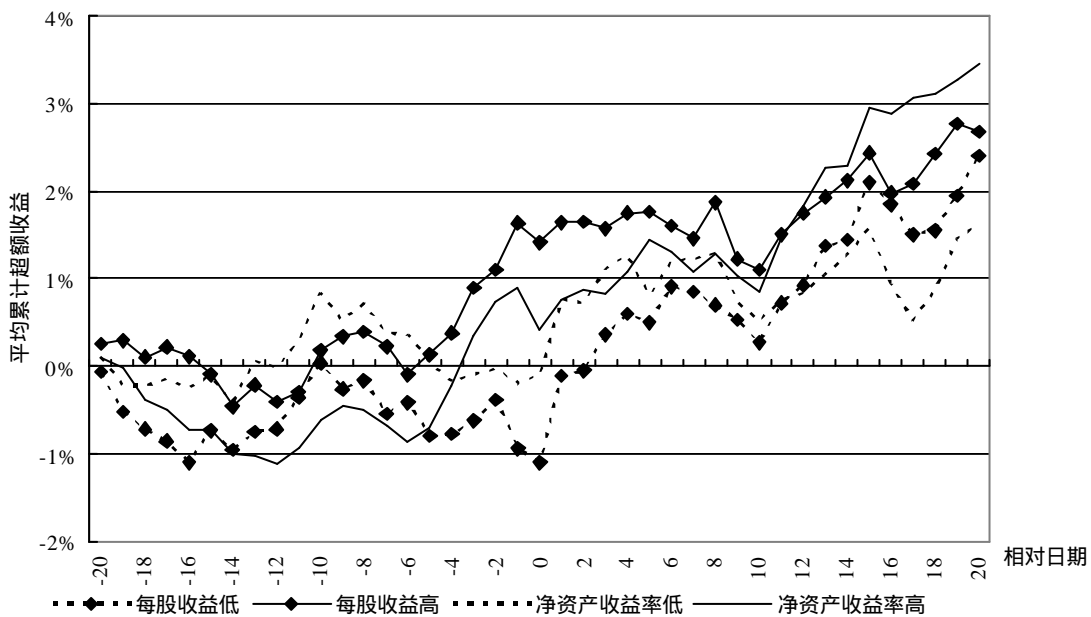


图2 双重上市公司年报披露期间A股平均累计超额收益(按境内会计盈利指标分组)

## 4 财务报告披露期间 A 股-H 股超额收益的反应系数

### 4.1 A 股-H 股超额收益反应系数的构造

为了研究境内外报表披露的主要会计信息和股本结构对上市公司 A 股-H 股股票收益的影响以及两套财务报告信息是否会在分割资本市场之间传递，我们集中研究了年报披露窗口[-2, 2]之间 5 个交易日中 A 股-H 股股票超额收益对主要会计指标的反应系数，分别将 A 股-H 股 5 日内的累计超额收益作为因变量，解释变量选取境内外报表披露的每股收益等 19 个指标，具体是：按香港会计准则（或国际会计准则）披露的每股收益（ $EPS^{HK}$ ）、每股收益增量（ $\Delta EPS^{HK}$ ）、净资产收益率（ $ROE^{HK}$ ）、净资产收益率增量（ $\Delta ROE^{HK}$ ）、每股净资产（ $NETA^{HK}$ ）和每股净资产增量（ $\Delta NETA^{HK}$ ）；按我国大陆准则披露的每股收益（ $EPS^{PRC}$ ）、每股收益增量（ $\Delta EPS^{PRC}$ ）、净资产收益率（ $ROE^{PRC}$ ）、净资产收益率增量（ $\Delta ROE^{PRC}$ ）、每股净资产（ $NETA^{PRC}$ ）和每股净资产增量（ $\Delta NETA^{PRC}$ ）；境内外会计报表披露的净利润差额（ $PDIFF^{PRC-HK}$ ，即境内净利润减境外净利润）；总股本（ $TOTALS$ ），国有股（ $STATES$ ），A 股股份占总股份的比率（ $STOCK^A$ ），H 股股份占总股份的比率（ $STOCK^H$ ），A 股股票流通市值的对数（ $LOGMV^A$ ）（股价取年报对应年度最后一个交易日的收盘价），H 股股票流通市值的对数（ $LOGMV^H$ ）（股价取年报对应年度最后一个交易日的收盘价）。其中国有股为虚拟变量，当上市公司有国有股时取 1，否则为零。

为控制其他因素对研究窗口中累计超额收益的影响，我们采用 Panel Data 回归，A 股和 H 股的回归方程分别是（6）式和（7）式， $C_1$ 和 $C_2$ 为常数项， $e_1$ 和 $e_2$ 为随机误差项。

$$CAR^A = C_1 + a_1 EPS^{HK} + a_2 \Delta EPS^{HK} + a_3 ROE^{HK} + a_4 \Delta ROE^{HK} + a_5 NETA^{HK} + a_6 \Delta NETA^{HK} + a_7 EPS^{PRC} + a_8 \Delta EPS^{PRC} + a_9 ROE^{PRC} + a_{10} \Delta ROE^{PRC} + a_{11} NETA^{PRC} + a_{12} \Delta NETA^{PRC} + a_{13} PDIFF^{PRC-HK} + a_{14} TOTALS + a_{15} STATES + a_{16} STOCK^A + a_{17} STOCK^H + a_{18} LOGMV^A + a_{19} LOGMV^H + e_1 \dots \dots \dots (6)$$

$$CAR^H = C_2 + b_1 EPS^{HK} + b_2 \Delta EPS^{HK} + b_3 ROE^{HK} + b_4 \Delta ROE^{HK} + b_5 NETA^{HK} + b_6 \Delta NETA^{HK} + b_7 EPS^{PRC} + b_8 \Delta EPS^{PRC} + b_9 ROE^{PRC} + b_{10} \Delta ROE^{PRC} + b_{11} NETA^{PRC} + b_{12} \Delta NETA^{PRC} + b_{13} PDIFF^{PRC-HK} + b_{14} TOTALS + b_{15} STATES + b_{16} STOCK^A + b_{17} STOCK^H + b_{18} LOGMV^A + b_{19} LOGMV^H + e_2 \dots \dots \dots (7)$$

### 4.2 A 股股票超额收益的特征

根据表 3，可以看到 A 股股票在年报披露期间的超额收益有如下特征：

（1）A 股超额收益与境内报表披露的每股收益和每股净资产收益率增量呈正向关系，即每股收益和每股净资产收益率增量越高，年报披露期间的超额收益也越大，但与境内报表的每股收益增量和每股净资产收益率呈反向关系；

（2）A 股超额收益与境外报表披露的每股收益增量、净资产收益率增量和每股净资产呈正向关系，而与境外报表的每股收益、净资产收益率呈反向关系；

（3）在公司股本结构方面，A 股超额收益与上市公司总股本呈正向关系，总股本越大，超额收益越多；有国有股的上市公司，其 A 股超额收益明显高于没有国有股上市公司的超额收益，说明是否拥有国有股能够影响市场参与者的投资行为；然而，A 股占总股本的份额和 H 股占总股本的份额对 A 股超额收益有截然相反的影响，A 股占比越高，A 股超额收益越大，H 股占比越高，A 股超额收益越小；

表3 A股股票在年报披露期间超额收益反应系数 (Panel Data)

序号	回归系数	$C_1$	$EPS^{HK}$	$EPS^{HK}$	$ROE^{HK}$	$ROE^{HK}$	$NETA^{HK}$	$NETA^{HK}$	$EPS^{PRC}$	$EPS^{PRC}$	$ROE^{PRC}$	$ROE^{PRC}$	$NETA^{PRC}$	$NETA^{PRC}$	$PDIF^{PRC-HK}$	TOTALS	STATES	STOCK <sup>A</sup>	STOCK <sup>H</sup>	LOGMV <sup>A</sup>	LOGMV <sup>H</sup>	$R^2$	调整后拟合优度 $\bar{R}^2$
1	系数 t 值	0.000 0.019							0.056 0.487	-0.038 -0.423	-0.138 -1.143	0.015 0.075	0.005 0.074	0.018 0.373								0.076	-0.059
2	系数 t 值	-0.004 -0.240	-0.520 -1.279	0.260 1.240					0.559 1.343*	-0.314 -1.325*	-0.089 -0.699	0.066 0.320	0.021 0.303	0.009 0.188								0.115	-0.067
3	系数 t 值	-0.002 -0.103	-0.342 -0.765	0.114 0.478	-0.714 -1.031	0.706 1.543*			0.655 1.515*	-0.414 -1.686**	-0.094 -0.700	-0.050 -0.215	-0.010 -0.100	0.042 0.713								0.168	-0.056
4	系数 t 值	-0.003 -0.161	-0.385 -0.813	0.135 0.539	-0.736 -0.993	0.712 1.482*	0.023 0.276	-0.012 -0.377	0.729 1.519*	-0.437 -1.690**	-0.107 -0.756	-0.058 -0.244	-0.035 -0.283	0.051 0.748								0.172	-0.112
5	系数 t 值	-0.002 -0.135	-0.378 -0.747	0.132 0.499	-0.748 -0.949	0.718 1.431*	0.022 0.266	-0.012 -0.369	0.726 1.485*	-0.435 -1.652**	-0.108 -0.747	-0.059 -0.244	-0.036 -0.283	0.052 0.733	0.000 0.051							0.172	-0.144
6	系数 t 值	-0.003 -0.188	-0.411 -0.799	0.143 0.533	-0.685 -0.853	0.678 1.324*	0.039 0.438	-0.010 -0.309	0.732 1.482*	-0.428 -1.607*	-0.116 -0.791	-0.067 -0.273	-0.052 -0.397	0.059 0.818	0.000 0.044	0.000 0.563						0.180	-0.168
7	系数 t 值	-0.051 -2.051**	-0.210 -0.438	0.019 0.076	-0.650 -0.877	0.574 1.211	0.041 0.496	-0.020 -0.673	0.574 1.247	-0.287 -1.138	-0.177 -1.290*	-0.063 -0.277	-0.036 -0.297	0.043 0.648	0.000 0.493	0.000 0.199	0.060 2.595***					0.323	0.005
8	系数 t 值	-0.053 -2.112**	-0.282 -0.568	0.038 0.150	-0.705 -0.937	0.629 1.295*	0.041 0.495	-0.009 -0.260	0.622 1.324*	-0.323 -1.242	-0.199 -1.398*	-0.083 -0.357	-0.020 -0.164	0.066 0.871	0.000 0.430	0.000 0.691	0.059 2.522***	0.443 0.662				0.332	-0.013
9	系数 t 值	-0.057 -2.313**	-0.274 -0.564	0.055 0.220	-0.767 -1.040	0.512 1.064	0.154 1.405*	0.079 1.188	0.482 1.028	-0.268 -1.045	-0.186 -1.330*	-0.086 -0.379	-0.036 -0.298	0.054 0.727	0.000 0.575	0.000 1.666**	0.056 2.444***	1.674 1.626*	-3.989 -1.549*			0.382	0.031
10	系数 t 值	-0.054 -2.073**	-0.248 -0.501	0.053 0.208	-0.795 -1.061	0.461 0.925	0.146 1.300*	0.078 1.168	0.485 1.021	-0.266 -1.023	-0.196 -1.370*	-0.044 -0.180	-0.045 -0.359	0.070 0.852	0.000 0.575	0.000 1.682**	0.054 2.297**	1.703 1.631*	-3.864 -1.474*	-0.045 -0.489		0.387	0.006
11	系数 t 值	-0.045 -1.517*	-0.142 -0.268	-0.004 -0.014	-0.885 -1.148	0.425 0.839	0.141 1.238	0.081 1.198	0.449 0.930	-0.232 -0.864	-0.206 -1.419*	-0.006 -0.023	-0.066 -0.505	0.092 1.020	0.000 0.695	0.000 1.717**	0.055 2.299**	1.634 1.539*	-3.815 -1.439*	0.006 0.049	-0.050 -0.624	0.395	-0.015

注：\*表示显著性水平为 0.1，\*\*表示显著性水平为 0.05，\*\*\*表示显著性水平为 0.01；2、国有股为虚拟变量，当上市公司有国有股时取 1，否则为零；3、其余变量的值取自上市公司披露的境内外报表。



表 4 H 股股票在年报披露期间超额收益反应系数 (Panel Data)

序号	回归系数	$C_2$	$EPS^{HK}$	$EPS^{HK}$	$ROE^{HK}$	$ROE^{HK}$	$NETA^{HK}$	$NETA^{HK}$	$EPS^{PRC}$	$EPS^{PRC}$	$ROE^{PRC}$	$ROE^{PRC}$	$NETA^{PRC}$	$NETA^{PRC}$	$PDIFF^{PRC-HK}$	TOTALS	STATES	STOCK <sup>A</sup>	STOCK <sup>H</sup>	LOGMV <sup>A</sup>	LOGMV <sup>H</sup>	$R^2$	调整后拟合优度 $\bar{R}^2$	
12	系数 t 值	0.015 0.691	0.298 0.771	0.280 1.113	-0.559 -0.578	-0.537 -0.886	-0.130 -1.824**	0.052 1.150															0.236	0.124
13	系数 t 值	0.001 0.023	-0.741 -1.020	0.850 2.262*	-0.845 -0.883	0.011 0.017	-0.073 -0.950	0.027 0.569	1.151 1.568*	-0.800 -2.080**													0.313	0.172
14	系数 t 值	0.001 0.056	-0.508 -0.676	0.709 1.798**	-0.956 -0.984	0.018 0.025	-0.092 -1.165	0.022 0.474	1.065 1.431*	-0.629 -1.499*	-0.271 -1.294*	-0.114 -0.294											0.343	0.165
15	系数 t 值	0.020 0.732	-0.224 -0.288	0.536 1.300*	-1.920 -1.579*	0.514 0.652	-0.148 -1.095	-0.005 -0.095	1.266 1.608*	-0.693 -1.634*	-0.332 -1.425*	-0.141 -0.360	-0.115 -0.568	0.150 1.343*									0.379	0.166
16	系数 t 值	0.027 0.944	-0.020 -0.024	0.444 1.034	-2.230 -1.742**	0.672 0.824	-0.157 -1.154	-0.003 -0.058	1.203 1.513*	-0.658 -1.535*	-0.346 -1.476*	-0.164 -0.415	-0.139 -0.674	0.168 1.468*	0.000 0.814								0.391	0.157
17	系数 t 值	0.027 0.933	-0.012 -0.015	0.442 1.010	-2.243 -1.710**	0.681 0.815	-0.161 -1.095	-0.003 -0.064	1.201 1.488*	-0.659 -1.515*	-0.344 -1.440*	-0.162 -0.404	-0.135 -0.631	0.166 1.406*	0.000 0.803	0.000 0.075							0.391	0.132
18	系数 t 值	-0.035 -0.838	0.253 0.311	0.278 0.654	-2.198 -1.752**	0.544 0.678	-0.159 -1.129	-0.017 -0.334	0.992 1.274	-0.472 -1.107	-0.425 -1.833**	-0.157 -0.408	-0.114 -0.555	0.145 1.282	0.000 1.176	0.000 0.393	0.080 2.030**						0.460	0.207
19	系数 t 值	-0.045 -1.078	-0.014 -0.018	0.350 0.833	-2.403 -1.942**	0.747 0.935	-0.158 -1.143	0.025 0.435	1.172 1.517*	-0.608 -1.421*	-0.507 -2.167**	-0.230 -0.604	-0.056 -0.272	0.229 1.842**	0.000 1.065	0.000 1.324*	0.076 1.965**	1.655 1.504*					0.497	0.237
20	系数 t 值	-0.042 -0.991	-0.020 -0.025	0.338 0.797	-2.359 -1.886**	0.831 1.019	-0.239 -1.285	-0.038 -0.342	1.274 1.602*	-0.647 -1.485*	-0.517 -2.184**	-0.227 -0.593	-0.044 -0.213	0.238 1.883**	0.000 0.993	0.000 0.247	0.078 1.994**	0.766 0.439	2.880 0.659				0.504	0.223
21	系数 t 值	-0.049 -1.105	-0.075 -0.089	0.343 0.799	-2.299 -1.813**	0.938 1.112	-0.222 -1.169	-0.038 -0.331	1.268 1.578*	-0.652 -1.480*	-0.496 -2.050**	-0.314 -0.760	-0.027 -0.125	0.205 1.479*	0.000 0.972	0.000 0.189	0.082 2.047**	0.704 0.398	2.618 0.590	0.094 0.605			0.510	0.206
22	系数 t 值	-0.044 -0.872	-0.021 -0.024	0.314 0.679	-2.344 -1.785**	0.920 1.066	-0.224 -1.159	-0.036 -0.311	1.250 1.519*	-0.635 -1.387*	-0.501 -2.023**	-0.295 -0.681	-0.037 -0.167	0.216 1.409*	0.000 0.973	0.000 0.203	0.082 2.019**	0.669 0.370	2.643 0.585	0.119 0.568	-0.025 -0.184	0.510	0.179	

注：\*表示显著性水平为 0.1，\*\*表示显著性水平为 0.05，\*\*\*表示显著性水平为 0.01；2、国有股为虚拟变量，当上市公司有国有股时取 1，否则为零；3、其余变量的值取自上市公司披露的境内外报表。

(4) 比较方程 1 到方程 11 经调整后的拟合优度  $\bar{R}^2$  可以看到, 境内报表的每股收益、每股净资产和净资产收益率等主要会计指标对 A 股超额收益的解释程度不高; 加入境外报表的每股收益、每股收益增量、每股净资产和每股净资产增量后,  $\bar{R}^2$  反而下降, 说明这四个指标不能增加境内投资者的有用信息。加入境外报表净资产收益率和净资产收益率增量后,  $\bar{R}^2$  从 -0.067 增加到 -0.056, 提高了 16.42%, 且方程中净资产收益率增量的系数  $t$  值较大, 说明境外报表的净资产收益率指标可以为 A 股市场投资者提供有用信息; 从方程 7 可以看到, 加入虚拟变量国有股后,  $\bar{R}^2$  增加非常明显, 且  $t$  值显示虚拟变量国有股在 5% 或 1% 的水平上显著, 说明上市公司是否拥有国有股的确能为 A 股市场投资者提供有价值信息;

(5) 境内外报表净利润差额在方程 5-11 中对 A 股超额收益均没有显著影响, 表明 A 股市场投资者没有关注不同会计准则下披露的公司净利润指标; 此外, 无论 A 股流通市值还是 H 股流通市值对 A 股超额收益均没有显著影响;

(6) 综合考虑回归系数的显著性和  $\bar{R}^2$ , 我们认为方程 10 较好地代表了境内外报表对年报披露期间 A 股超额收益的解释情况, 其中较为突出的指标表现在: 境外报表的每股净资产增加 1% 将导致 A 股股票在年报披露前后 5 日的累计超额收益增加额为 0.146%; 境内报表的净资产收益率增加 1% 将导致 A 股股票在年报披露前后 5 日的累计超额收益减少额为 0.196%; 拥有国有股的上市公司比没有国有股的上市公司 A 股超额收益高 5.4%; A 股股份占比每变化 1%, 将导致 A 股股票在年报披露前后 5 日的累计超额收益波动额为 1.7%, H 股股份占比每变化 1%, 将导致 A 股股票在年报披露前后 5 日的累计超额收益波动额为 3.86%。

#### 4.3 H 股股票超额收益的特征

根据表 4, 可以看到 H 股股票的超额收益具有以下特征:

(1) H 股超额收益与境外报表披露的每股收益、净资产收益率和每股净资产呈反向关系, 即每股收益、净资产收益率和每股净资产越高, 年报披露期间的超额收益也越低, 但与境外报表的每股收益增量和净资产收益率增量呈正向关系; H 股超额收益与境内报表披露的每股收益和每股净资产增量呈正向关系, 而与境内报表的每股收益增量、净资产收益率、净资产收益率增量和每股净资产呈反向关系;

(2) 在公司股本结构方面, H 股超额收益与上市公司总股本呈正向关系, 总股本越大, 超额收益越多; 具有国有股的上市公司, 其 H 股超额收益明显高于没有国有股上市公司的超额收益; A 股占比和 H 股占比对 H 股的超额收益具有同方向的影响力;

(3) 比较方程 12 到方程 22 经调整后的拟合优度  $\bar{R}^2$  可以看到, 境内报表的每股收益、每股收益增量、每股净资产和每股净资产增量等主要会计指标对 H 股超额收益具有明显的信息效应, 加入境内报表每股收益、每股收益增量、每股净资产和每股净资产增量后, 均能提高  $\bar{R}^2$ , 说明这四个指标可以增加 H 股投资者的有用信息; 而加入境内报表净资产收益率和净资产收益率增量后,  $\bar{R}^2$  从 0.172 下降到 0.165, 降低了 4.07%; 比较方程 17 和方程 18 可以看到, 加入虚拟变量国有股后,  $\bar{R}^2$  从 0.132 增加到 0.207, 提高了 56.82%, 且  $t$  值表明虚拟变量国有股在 5% 水平上显著, 说明上市公司是否具有国有股能为 H 股市场投资者提供有价值信息;

(4) 境内外报表净利润差额在方程 16-22 中对 H 股超额收益均没有显著影响, 说明 H 股市场投资者没有关注不同会计准则下披露的公司净利润指标; 此外, 无论 A 股流通市值还是 H 股流通市值对 A 股超额收益均没有显著影响;

(5) 综合考虑回归系数的显著性和  $\bar{R}^2$ , 我们认为方程 19 较好地代表了境内外报表对年报披露期间 H 股超额收益的解释情况, 其中较为突出的指标表现在: 境外报表的净资产收益率变化 1% 将导

致 H 股股票在年报披露前后 5 日的累计超额收益变化额为 2.403%；境内报表的每股收益增加 1% 将导致 H 股股票在年报披露前后 5 日的累计超额收益增加额为 1.172%；境内报表的每股收益增量每变化 1% 将导致 H 股股票在年报披露前后 5 日的累计超额收益变化额为 0.608%；境内报表的净资产收益率每变化 1% 将导致 H 股股票在年报披露前后 5 日的累计超额收益变化额为 0.507%；拥境内报表的每股净资产增量每增加 1% 将导致 H 股股票在年报披露前后 5 日的累计超额收益增加额为 0.229%；有国有股的上市公司比没有国有股的上市公司 H 股超额收益高 7.6%；A 股股份占比每增加 1%，将导致 H 股股票在年报披露前后 5 日的累计超额收益增加 1.655%。

## 5 结束语

中国资本市场由于其独特的股本结构、投资限制、外汇管制以及会计准则等因素的影响，市场分割效应较为明显，我们对中国双重上市公司披露的境内外会计信息是否在分割市场之间传递以及哪些会计指标能够向投资者提供有用信息进行了研究，分析表明：A 股市场存在一定的非理性因素的影响，如按每股收益和净资产收益率分组后，A 股平均累计超额收益呈犬牙交错分布，以及净资产收益率越高超额收益越小等现象，与 Ball 和 Brown (1968) 关于成熟资本市场上公司会计盈余能够预示股票价格的结论相反；总股本越大，无论 A 股还是 H 股的超额收益也越高，说明两个市场的参与者都有投资于大公司股票的偏好；具有国有股的上市公司，其 A 股和 H 股超额收益明显高于没有国有股上市公司的股票收益，说明是否拥有国有股是投资者选择股票的重要因素之一；根据不同会计准则编制的净利润差额没有影响 A 股和 H 股的超额收益，说明境内外会计利润的调整值不能为市场参与者提供有用信息；境外报表披露的主要会计指标中，只有净资产收益率指标可以有效解释 A 股超额收益，而境内报表的每股收益、每股收益增量、每股净资产和每股净资产增量等多数会计指标都能有效地解释 H 股超额收益，说明境内投资者较少参考公司披露的境外财务报告，而境外投资者较多地参考公司的境内财务报告，换句话说，双重上市公司披露的两套财务报告中，会计信息的传递是非对称的，即境内报告的会计信息可以传递到香港市场，但境外报告的会计信息却较少地传递到中国内地资本市场。因此，从信息传递的角度，我们认为内地资本市场与香港资本市场的分割效应较为明显。

## 参考文献

- 1、Amir et al. A comparison of the value-relevance of US versus non-US GAAP accounting measures using form 20-F reconciliation. *Journal of Accounting Research (supplement)*, 1993.
- 2、Bailey, W. Risk and return on China's new stock markets: some preliminary evidence. *Pacific Basin Finance Journal*, 1994, Vol. 2.
- 3、Bailey, W. and J. Jagtiani. Foreign ownership restrictions and stock prices in the Thai capital market. *Journal of Financial Economics*, 1994, Vol. 36.
- 4、Ball, R. and P. Brown. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 1968(Autumn)
- 5、Domowitz I., Jack Glen and Ananth Madhavan. Market segmentation and stock prices: evidence from an emerging market. *Journal of Finance* 3, 1997
- 6、Hietala, P. Asset pricing in partially segmentation markets: evidence from Finnish market. *Journal of Finance* 49, 1989
- 7、Kormendi, R., and R. Lipe. Earnings innovations, earnings persistence, and stock returns. *Journal of Business* 60, 1987
- 8、Nelson, M. Behavioral research and the G4+1 proposal. *Accounting Horizons* 15, 2001
- 9、Nichols, D. and James M. Wahlen. How do earnings numbers relate to stock returns? A review of classic accounting research with updated evidence. *Accounting Horizons* 18, 2004

- 10、孟卫东, 陆静. 上市公司盈余报告披露的特征及其信息含量. 经济科学. 2000.5  
 11、王立彦, 高展. A股和H股财务信息差异的会计技术因素分析. 山西财经大学学报. 2002.4  
 12、王立彦, 冯子敏, 刘军霞. A股-H股上市公司双重财务报表价值相关性. 经济科学. 2002.6

附录：

我国 A 股-H 股双重上市公司基本情况表

股票简称	总股本 (万股)	A 股代码	A 股发行日	A 股数 (万股)	H 股 代码	H 股发行日	H 股数 (万股)
中兴通讯	95952	000063	1997-4-18	30205	0763	2004-12-9	16015
ST 东北电	87337	000585	1995-11-23	14360	0042	1995-7-6	25795
ST 吉化	356107	000618	1996-9-24	20000	0368	1995-5-23	96478
经纬纺机	60380	000666	1996-11-20	20300	0350	1996-2-2	18080
新华制药	45731	000756	1993-9-30	7615	0719	1996-12-31	15000
鞍钢新轧	296294	000898	1997-5-8	75394	0347	1997-5-8	89000
科龙电器	99201	000921	1999-6-2	19450	0921	1996-7-2	45959
华能国际	1205538	600011	2001-11-15	50000	0902	1998-1-21	305538
皖通高速	165861	600012	2002-12-23	25000	0995	1996-10-31	49301
中海发展	332600	600026	2002-5-13	35000	1138	1994-11-1	129600
中国石化	8670244	600028	2001-7-31	280000	0386	2000-10-18	1678049
南方航空	437418	600029	2003-7-7	100000	1055	1997-7-11	117418
东方航空	486695	600115	1995-4-14	30000	0670	1997-2-5	156695
兖州煤业	307400	600188	1998-6-8	18000	1171	1998-4-1	122400
广州药业	81090	600332	2000-12-29	7800	0874	1997-10-30	21990
江西铜业	266404	600362	2001-12-19	23000	0358	1997-6-12	115648
宁沪高速	503775	600377	2000-12-20	15000	0177	1997-6-27	122200
深高速	218070	600548	2001-12-19	16500	0548	1997-3-12	74750
海螺水泥	125568	600585	2002-1-22	20000	0914	1997-10-21	43320
青岛啤酒	106000	600600	1993-7-24	20000	0168	1993-7-15	40685
广船国际	49468	600685	1993-9-22	12648	0317	1993-8-6	15740
上海石化	720000	600688	1993-8-8	72000	0338	1993-7-26	233000
南京熊猫	65501	600775	1996-11-7	5800	0553	1996-3-2	24200
交大科技	65502	600806	1993-10-19	5800	0300	1993-11-7	24200
马钢股份	645530	600808	1993-11-6	60000	0323	1993-11-3	173293
北人股份	42200	600860	1993-8-6	7200	0187	1994-3-27	10000
仪征化纤	400000	600871	1995-1-18	20000	1033	1994-3-3	140000
创业环保	133000	600874	1995-6-16	11250	1065	1994-5-17	34000
东方电机	45000	600875	1995-7-4	6000	1072	1994-6-6	17000
ST 洛玻	70000	600876	1995-9-29	5000	1108	1994-7-8	25000

注：总股本、A 股和 H 股数据摘自各公司 2004 年度年报。