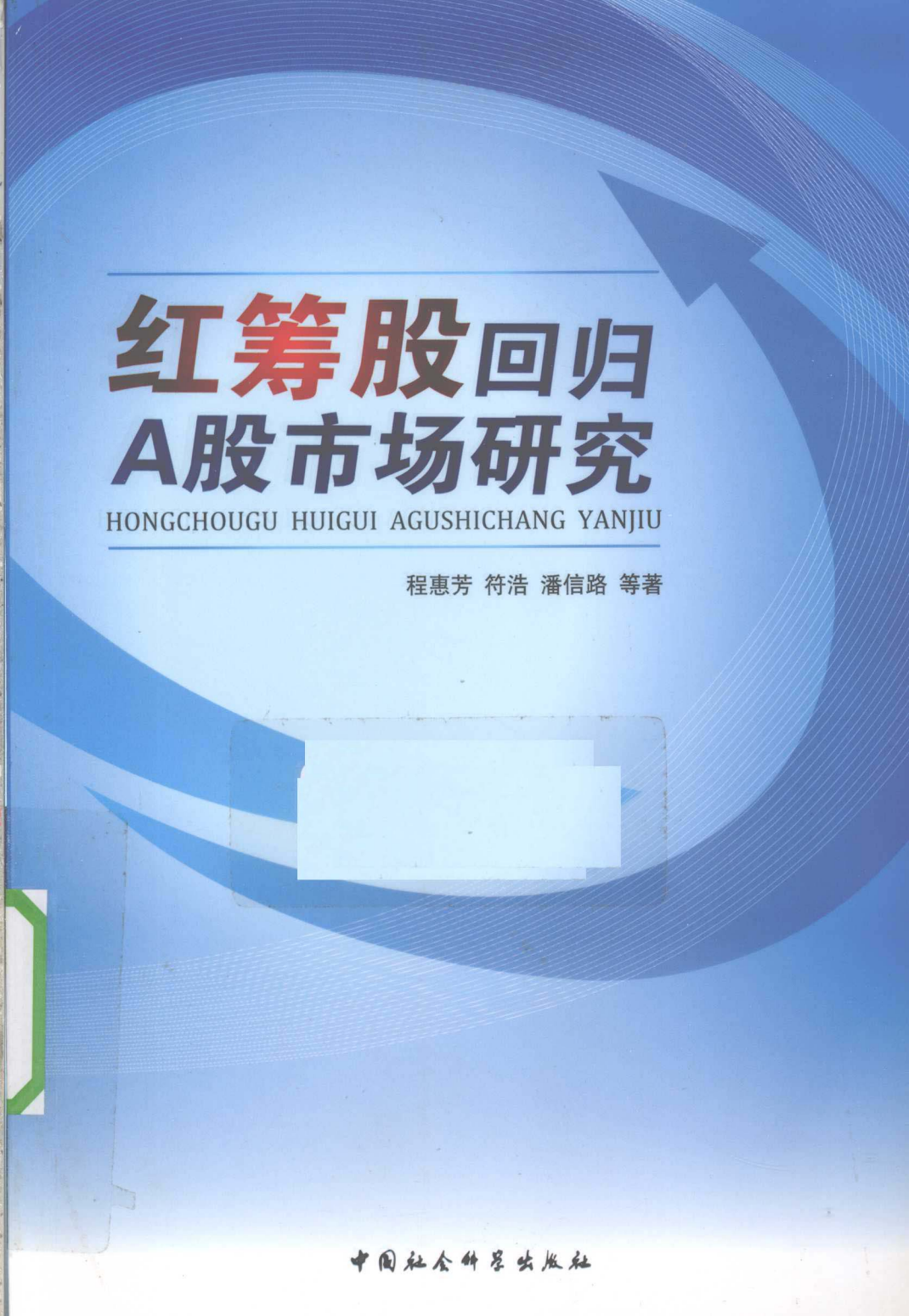




红筹股回归 A股市场研究

HONGCHOUGU HUIGUI AGUSHICHANG YANJIU

程惠芳 符浩 潘信路 等著

中国社会科学出版社

红筹股回归 A股市场研究

HONGCHOUGU HUIGUI AGUSHICHANG YANJIU

程惠芳 符浩 潘信路 等著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

红筹股回归 A 股市场研究/程惠芳、符浩、潘信路等著.
—北京: 中国社会科学出版社, 2010. 4
ISBN 978-7-5004-8442-4

I. ①红… II. ①程…②符…③潘… III. ①股票—资本
市场—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 240582 号

责任编辑 张 红
责任校对 王兰馨
封面设计 晟智设计
技术编辑 戴 宽

出版发行 **中国社会科学出版社**

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 邮 编 100720

电 话 010—84029450(邮购)

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京君升印刷有限公司 装 订 广增装订厂

版 次 2010 年 4 月第 1 版 印 次 2010 年 4 月第 1 次印刷

开 本 880 × 1230 1/32

印 张 7.125

字 数 195 千字

定 价 20.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

前 言

2005 年以来，中国资本市场发生了翻天覆地的变化，进入了一个全新的发展阶段。对于国内主板市场而言，蓝筹股票市场的建设取得了很大成功，市场集中度大幅度提高，一大批大型蓝筹企业先后在上海证券交易所发行上市，极大地改变了中国证券市场的运行基础。然而，与境内股票市场高度发展相对应的是，仍然有一大批大型蓝筹企业仅在香港股票市场以红筹股的方式上市。随着国内资本市场发展取得突破，包括红筹股在内的已在海外市场上市的内地蓝筹公司向 A 股市场的回归就成为我们必须认真考虑的一个战略性问题。在“A + H”模式成功实现的背景下，如何推动问题更复杂的红筹股回归 A 股市场，是当前的一个重点问题。

“红筹股”指的是以境外注册的关联公司的名义重组资产后实现的香港市场（间接）上市、但其主要业务在中国内地、公司控制权（通常认为 30% 以上股权比例）具有中资背景的公司。其境外公司的特点，决定了红筹股回归 A 股市场较 H 股具有更大的复杂性。从中国资本市场的长远发展来看，红筹股回归 A 股市场应该达到以下目标：有利于 A 股市场的稳定发展；有利于上市公司的稳定发展；有利于市场投资者；有利于沪港监管的协调。从这四个目标出发，本书从以下几个方面展开分析：

2 红筹股回归 A 股市场研究

1. 总结包括红筹股在内的境外上市中资股票形成的历史与背景，分析近年来 H 股回归 A 股市场的历程及成绩；

2. 详细分析红筹股回归 A 股市场的必要性及可行性，我们将结合中国资本市场未来发展的整体战略，深入分析红筹股回归 A 股市场的重要意义，研究这一进程可能遇到的各种制度上的、政策上的、技术上的、市场上的障碍和挑战；

3. 研究红筹股回归 A 股市场的三种基本途径，详细分析 CDR、直接发行上市、联通模式各自的特点、优缺点、主要障碍，并进行综合比较，确定红筹股回归 A 股市场的最优模式。

4. 分析红筹股回归 A 股市场可能带来的监管挑战，就两地上市监管提出相应的政策建议。

5. 为了进一步对中国资本市场的国际化道路进行研究，本书将国际资本市场与发达国家和地区的证券交易所、上市条件及监管模式列入附录以便研究时参考。其中 10 个发达国家的证券交易所的资料主要来自各证券交易所的网站，本课题组只是进行了翻译和整理。

本次参加红筹股回归 A 股市场研究和本书写作的作者有浙江工业大学经贸管理学院程惠芳、方建春、张晶晶、吴昊、胡朝麟、姜旭、杨新华、蒋丽洁、潘望和浙江工业大学图书馆潘信路副研究员和上海证券交易所的符浩博士，全书由程惠芳教授统稿和定稿。11 个发达国家和地区的证券交易所比较的资料主要由张晶晶、吴昊、胡朝麟、姜旭、杨新华、蒋丽洁、蒋旭宏、刘卓然等进行翻译和整理。

本书是 2007 年度上海证券交易所联合研究计划课题的研究成果，在课题的研究过程中，上海证券交易所研究中心主任胡汝银研究员、刘遯研究员、符浩博士和卢文莹研究员给予了直接的指导和帮助，在此对上海证券交易所表示衷心的感谢！在研究过

程中我们参考了国内有关红筹股的文章和报道，为此我们对所有给予本书帮助和支持的人们表示由衷地感谢！本书出版受到中国社会科学出版社支持，特别是出版社张红编辑为本书出版付出辛勤劳动，在此表示衷心感谢！

本书是在 2007 年上半年红筹股回归 A 股市场成为热点问题时的研究成果。由于 2007 年下半年以来，红筹股回归 A 股市场过程因资本市场发生变化和全球金融危机而延缓，本书出版也因此而延缓。书中的问题论述是针对 2007 年上半年的特定背景而展开的，这些论述在当时背景下具有一定的时效性，今天看来还存在一定的局限性。由于红筹股的发展时间还比较短，本书作为国内第一本比较系统研究红筹股回归的研究报告，由于作者对红筹股研究的专业水平有限，书中的错误在所难免，恳请读者批评指正。

程惠芳

于浙江工业大学屏峰校区博易楼

2009 年 7 月 30 日

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 研究意义	(1)
第二节 有关红筹股概念的界定	(2)
第三节 研究思路与研究方法	(6)
第二章 红筹股回归 A 股市场的背景及动因分析	(7)
第一节 红筹股在香港市场的发展历程	(7)
第二节 红筹股的发展现状	(10)
第三章 红筹股回归 A 股市场的必然性和可行性分析	(16)
第一节 红筹股回归是 A 股市场发展的必然要求	(16)
第二节 红筹股回归的可行性分析	(18)
第四章 红筹股回归对国内 A 股市场行业结构变化的影响分析	(22)
第一节 红筹股公司行业分布概况	(22)
第二节 红筹股回归对国内 A 股市场行业结构调整的影响	(24)
第五章 红筹股回归对国内 A 股市场上市公司发展的影响	(27)
第一节 对上市公司资产的影响	(27)
第二节 对上市公司盈利能力的影响	(29)
第三节 红筹股中国海洋石油的回归 A 股市场分析	(32)

2 红筹股回归 A 股市场研究

第六章 红筹股回归对 A 股市场国际化的影响	(38)
第一节 红筹股回归对内地证券市场国际化的影响	(38)
第二节 A 股市场国际化实施原则与方案建议	(42)
第七章 红筹股回归 A 股市场中香港和内地股票	
价格差异分析	(47)
第一节 H 股两地市场平均价格差异率分析	(47)
第二节 H 股的港股价格和 A 股价格差异分析	(49)
第三节 红筹股回归后在 A 股市场地位的	
预期分析	(52)
第四节 红筹股回归 A 股市场要解决的主要问题	(59)
第八章 红筹股回归 A 股市场模式之一：CDR	(61)
第一节 CDR 方式的操作路径	(61)
第二节 CDR 方式的优缺点	(62)
第三节 CDR 方式面临的主要障碍	(64)
第四节 CDR 发行的定价问题	(66)
第五节 CDR 发行存在的套利机制问题	(67)
第九章 红筹股回归 A 股市场模式之二：直接发行上市	
.....	(70)
第一节 直接发行上市的操作路径	(70)
第二节 直接发行上市的优缺点	(70)
第三节 直接发行上市面临的主要障碍	(71)
第四节 直接发行上市带来的定价、市场分割、	
折价问题	(72)
第五节 直接发行上市的市场冲击分析	(83)
第十章 红筹股回归 A 股市场模式之三：联通模式	(84)
第一节 联通模式的特点及其操作方式	(84)
第二节 联通模式的优缺点	(85)

第十一章 H 股回归 A 股市场历程与成绩	(87)
第十二章 红筹股回归对监管机构提出新的挑战	(91)
第一节 监管标准国际差异的比较分析	(91)
第二节 红筹股回归将对监管机构提出新的挑战	(92)
第十三章 主要研究结论	(94)
附录一	(97)
附表 1—1 中国企业 H 股公司名单 (主板)	(97)
附表 1—2 H 股和红筹股市价总值	(102)
附表 1—3 红筹股公司的具体行业分布	(103)
附表 1—4 87 家红筹股公司基本资料	(104)
附表 1—5 红筹股公司经营绩效情况	(108)
附表 1—6 中海油相关数据表	(112)
附录二 若干国家证券交易所上市条件与监管简介	(113)
2.1 纽约证券交易所	(113)
2.2 纳斯达克	(121)
2.3 美国证券交易所	(131)
2.4 Euronext 欧洲证券交易所	(143)
2.5 德意志证券交易所	(152)
2.6 东京证券交易所	(159)
2.7 伦敦证券交易所	(170)
2.8 新加坡证券交易所	(177)
2.9 加拿大证券交易所	(193)
2.10 澳大利亚证券交易所	(209)

第一章

导 论

第一节 研究意义

随着中国证券市场的发展，特别是股权分置改革的深化，为中国证券市场的规范化和国际化步伐奠定了坚实的基础。当前，这一步伐中最为令人瞩目的当数红筹股回归 A 股市场。

红筹股回归 A 股市场有其现实的迫切性和历史的必然性。早在 2001 年，管理层就开始研究红筹股回归问题，2006 年年底这一问题被重新提上议事日程，是由于中国资本市场迄今为止最重要的制度变革——股权分置改革，中国资本市场发展的制度性顽疾已经根除。中国资本市场生态环境和运行机制正在发生一系列的重要变化，证券公司综合治理基本完成，大企业上市取得成功，企业盈利能力大大增强，市场长期投资理念得到巩固，投资者结构不断优化，市场呈现出大企业和大资金双向拓展和协调发展的新格局，A 股市场规模的逐步扩大，使其具备了接纳大型红筹股企业回归 A 股市场的能力。

随着中国资本市场改革的深入，红筹股的回归具有一定的必要性：一是海外的红筹股企业需要到 A 股市场拓展融资渠道，充分利用境内外两个市场的资源，实现两大市场的良性互动，并培养忠实的客户群；二是境内投资者希望得到投资机会，分享大

2 红筹股回归 A 股市场研究

型红筹股企业的发展成果；三是当前 A 股市场的大牛市以及流动性过剩，A 股市场整体市盈率过高，短期投机性较强，红筹股回归有利于缓解流动性过剩和保持 A 股市场的稳定，有效降低股价被操纵的可能性，从而确保中国的经济安全；四是一批红筹公司对境内上市公司在规范经营运作、优化治理结构等方面也能够起到示范作用；五是红筹股回归 A 股市场将有利于推动我国 A 股市场的国际化发展，中国资本市场要想与全球前几大证券交易所并驾齐驱，成为全球最重要、规模最大、流动性最好的资产交易场所之一，迫切要求中国资本市场能吸纳世界级公司的上市，以提升上市公司的质量和资本市场的投资价值。因此，吸引海外上市的大型红筹股企业有步骤地回归 A 股市场，是发展和壮大中国资本市场，使其跻身世界一流市场行列，维护我国金融安全、完善社会主义市场经济的重大战略举措。

红筹股回归对于上市公司、投资者、监管机构乃至香港和内地股票市场，都会产生深远的影响。由于红筹股回归涉及多方利益主体和中国香港及内地股票市场。研究红筹股回归对中国香港和 A 股市场的影响，对不同利益主体影响的差异程度，分析回归模式优缺点，不仅可对红筹股回归的政策制度有主要现实意义，而且对中国证券市场的国际化，以及香港之外注册的红筹股回归乃至外资企业进入中国证券市场，都具有重要的理论和现实意义。

第二节 有关红筹股概念的界定

有关红筹股概念的界定，目前仍缺乏一致的定义，学界主要存在三种观点：第一种是按照公司业务范围来区分。如果某个上市公司的主要业务在中国内地，其盈利中的大部分也来自该业

务，那么，这家在中国境外注册、在香港上市的股票就是红筹股。第二种定义是与红筹股的诞生历史有关，是一种比较宽泛的概念，它是指最大控股权直接或间接隶属于中国内地有关部门或企业，并在香港联合交易所上市的公司所发行的股份。即在港上市的中资企业，是红筹股与 H 股的总称。由于人们通常用红色形容中国，因此把与中国相联系的上市公司发行的股票称为红筹股。这种划分也是由蓝筹股概念的典故而来。在赌场中所下的赌注，蓝色筹码为最高，红色筹码次之，白色筹码为最低，后来人们就把股票市场上最有实力、最活跃的股票称为蓝筹股。所以红筹股也包含了具有较好的发展前景之意，其中一些红筹股被纳入了恒生指数的成分股中。

随着内地企业赴港上市的增加，为了更清晰地反映不同大陆企业板块的真实存在并对其进行相应的市场划分和考察，港交所对红筹股提出了更为严谨的定义，恒生指数服务公司编制的红筹股指数就是按照这一标准来划分红筹股的，也就是第三种定义：即按照权益多寡来划分。“红筹公司”是指至少有 30% 股份由中国内地实体直接持有的公司；及/或该公司由中国内地实体通过其所控制并属单一最大股东的公司间接持有；又或由中国内地实体直接及/或间接持有的股份不足 30%，但达到 20% 或以上，而与中国内地有联系的人士在该公司的董事会内有重大影响力的公司。中国内地实体包括国有企业及由国内的省、市机关所控制的实体。

具体而言，一个香港上市公司若符合以下条件，会被归类为中资企业控股公司（红筹股）：

- （1）最少有 30% 股权由中国内地机构直接或间接（通过其拥有控股权的公司）持有；
- （2）由中国内地机构直接或间接（通过其拥有控股权的公

4 红筹股回归 A 股市场研究

司)持有的股权少于 30%但在 20%或以上,但中国内地机构在公司董事会有明显支配权。

中国内地机构包括国有企业及由中国内地各省、市机关控制的机构。

鉴于数据的可获得性以及定义的严谨性,本书将沿用港交所对红筹股的定义。

与红筹股定义密切相关的,是香港恒指服务有限公司(HSI Services Limited)编制和发布的恒生香港中资企业指数(Hang Seng China-Affiliated Corporations Index: HSCCI)(也称“红筹指数”)。该指数是要为投资者提供一个反映红筹股公司股价表现的指标,于 1997 年 6 月 16 推出。

2001 年 10 月 3 日, HSCCI 被纳入恒生综合指数系列(Hang Seng Composite Index Series: HSCI Series),而成分股的入选条件也做了修改,公司的经营地域须为中国内地才可纳入红筹指数的成分股,具体入选条件如下。

持股要求:

要成为红筹指数成分股,中国内地单位所持有的股份至少达 30%。选择 30% 作为战略性持股的门槛,与证监会(Securities and Futures Commission: SFC)颁布的《公司收购及合并守则》中的要求一致。

对经营地域的要求:

作为恒生中国内地综合指数(Hang Seng Mainland Composite Index: HSMICI)下的指数,红筹指数成分股公司至少须有 50% 的销售收入(视具体情况,也可参考利润或总资产等)来源于中国内地。

作为恒生综合指数系列的一个组成部分,红筹股指数成分股是从香港最大的两百家上市公司选出来的。

表 1—1 恒生香港中资企业指数概要

指数	HSCCI
发布日期	1997 年 6 月 16 日
指数追溯到	1993 年 1 月 4 日
基期	2000 年 1 月 3 日
基期指数	2000
成分股审核频率	每半年

注：HSCCI 在 1997 年 6 月 16 日推出时的基期指数为 1000 点。随着 2001 年 10 月 3 日恒生综合指数系列的推出，红筹股指数的基期调整为 2000 年 1 月 3 日，基期指数调整为 2000 点，以与恒生综合指数系列一致。历史的指数值用换算率 1.53179 进行修正。

恒生香港中资企业指数的计算公式：

$$\text{报告期指数} = \frac{\text{报告期成分股总市值}}{\text{上一个交易日成分股总市值}} \times \text{上一个交易日}$$

收市指数

表 1—2 恒生香港中资企业指数成分股

股票代码	成分股	股票代码	成分股
123	越秀投资	762	中国联通
124	金威啤酒	828	王朝酒业
135	中国（香港）石油	836	华润电力
144	招商局国际	882	天津发展
152	深圳国际	883	中国海洋石油
203	骏威汽车	906	中国网通
270	粤海投资	941	中国移动
291	华润创业	966	中保国际
297	中化化肥	992	联想集团
308	香港中旅	1052	越秀交通

续表

股票代码	成分股	股票代码	成分股
363	上海实业控股	1109	华润置地
392	北京控股	1114	华晨中国
506	中国食品	1199	中远太平洋
604	深圳控股	1205	中信资源
688	中国海外发展	2380	中国电力

注：此为 2007 年 3 月 12 日变更后的成分股（共 30 只）

第三节 研究思路与研究方法

针对红筹股回归 A 股市场这一全新的课题，本书重点分析红筹股回归的模式选择及不同模式优劣的比较，以及红筹股回归对红筹股与 A 股市场和股价的影响，并考察回归对不同市场参与主体影响的差异。

本研究运用历史与逻辑的方法研究红筹股诞生的历史及其对中国香港股市的历史功绩，运用比较研究的方法考察不同回归模式的优劣，以及回归对香港和内地市场股价的影响，并运用归纳和演绎的方法分析回归对不同市场参与主体影响的差异，据此提出相应的政策建议。

本书的附录二中对若干国家 10 个证券交易所及其上市条件进行了资料收集和比较，并对中国企业在境外证券交易所上市的情况进行了初步考察，以便为我国资本市场国际化和我国企业海外上市提供参考。

第二章

红筹股回归 A 股市场的背景及动因分析

第一节 红筹股在香港市场的发展历程

一 红筹股概念的形成

红筹股概念的形成，是香港证券市场发展的一个缩影。由于历史的原因，香港证券市场一直存在英资和华资企业的划分。改革开放之后，为了利用香港的优势地位，也出于维护香港繁荣稳定的目的，大量具有中资背景的资金涌入香港，到 1996 年内地在香港设立的中资企业已达 1600 余家，从而形成了与英资和华资相匹敌的第三股力量——中资企业。

随着 1997 年香港的回归，英资企业逐渐淡出香港市场，而中资企业则逐渐崭露头角，甚至成为香港市场举足轻重的力量。在此期间，中资企业在香港市场曾掀起了几次发展热潮：在 20 世纪 80 年代中后期，买壳上市成为中资企业进入香港市场的主要方式；进入 90 年代之后，中资企业则通过买壳上市和直接招股上市并举的方式掀起了一股进军香港市场的新热潮。随着中资企业或有中资背景的企业群体的崛起，香港市场开始形成“中国概念股”，并将在中国内地境外注册且在香港上市的股票称为“红筹股”，以区别于 H 股。

红筹股之所以选择境外注册和境外上市，主要原因在于：一

是申请上市周期较短，境外注册受到的管制更少，股份全流通，境外股市监管水平更高，有利于提高公司治理水平。二是当时境外股市规模更大，融资能力更强，再融资较容易、周期短、成本低，便于吸引境外的战略投资者。正是基于红筹股所存在的上述优点，导致在过去数年中，大量国内企业纷纷寻求去境外上市。这些企业舍近求远的做法，其实也是一种现实的无奈。如今中国内地证券市场环境的改善，为这些企业的回归创造了难得的历史机遇。

二 红筹股的发展阶段

红筹股的诞生是伴随中国改革开放和经济发展而日益壮大的。迄今为止，红筹股的发展大致经历了四个阶段。第一阶段，是 20 世纪 80 年代中期到 90 年代初期，是红筹股开始崭露头角的阶段。第二阶段，从 1994 年到 1997 年，红筹股从低迷走向繁荣。第三阶段，1997 年到 1999 年，红筹股经历了短暂的低迷期。第四阶段，从 2000 年至今，红筹股迎来了新的发展良机。

第一阶段：红筹股初露端倪

1984 年 1 月，香港最大的上市电子集团公司——康力投资有限公司，因财务危机濒临倒闭，中资背景的香港中银集团和华润集团合组新琼企业有限公司，以 1.8 亿港元收购了康力 34.8% 的股权，解救了康力，从而康力投资成为第一家中资企业控股的上市公司。从此，中资企业拉开了买壳上市的序幕。

进入 90 年代后，随着中国的改革开放进一步深入发展，国内证券市场已进入试验阶段，上交所和深交所先后成立，若干企业的股票正式上市。加上 1992 年邓小平南巡讲话对股票市场进行了有力的鼓励，中资在香港证券市场掀起了并购高潮。

第二阶段：走出低迷，步入繁荣