

主任委员：陈伟峰 总主编：黄汉江



赢通经济管理博士丛书

中国股票市场分割及其消除

——A股、H股双重上市公司实证研究

ZHONGGUO GUPIAO SHICHANG FENGE JIQI XIAOCHU

刘 昕 著



上海财经大学出版社

瀛通经济管理博士丛书

本论文曾获第二届两岸三地博士生工作坊“最佳论文计划书大奖”

中国股票市场分割及其消除 ——A股、H股双重上市公司实证研究

刘 昕 著



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国股票市场分割及其消除:A股、H股双重上市公司
实证研究/刘昕著. —上海:上海财经大学出版社,
2006.7

(瀛通经济管理博士丛书/黄汉江总主编)

ISBN 7-81098-498-5/F·450

I.中... II.刘... III.股票—资本市场—研究—
中国 IV.F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 120332 号

特约编审: 晓 翰

责任编辑: 张 健

封面设计: 周卫民

ZHONGGUO GUPIAO SHICHANG FENGE JIQI XIAOCHU

中 国 股 票 市 场 分 割 及 其 消 除

—— A 股、H 股 双 重 上 市 公 司 实 证 研 究

刘 昕 著

上海财经大学出版社出版发行

(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

常熟市兴达印刷有限公司印刷装订

2006 年 7 月第 1 版 2006 年 7 月第 1 次印刷

850×1168 1/32 6.75 印张 169 千字

印数: 0 001—1 100 定价: 14.00 元

总 序

上海瀛通(集团)有限公司成立于 1995 年 11 月,它是属房地产开发、物业管理、建筑安装工程、公共基础设施投资建设、农业生态科研、石油批发、汽车销售、物资贸易经营等为一体的民营集团企业,旗下有 25 家全资公司和控股公司。集团遵循“敬业勤思、御客诚信”的企业理念和“市场兴企、科技兴企、人才兴企”的企业宗旨,提升集团产业核心竞争力。几年来,集团名列上海市百强私营企业和上海市 50 强房地产企业前 10 位,2004 年集团荣获全国“五一”劳动奖。集团注册资本 12 000 万元,为国家一级房地产开发资质,并取得国际 ISO9001:2000 质量管理体系认证。

瀛通集团经过多年的房地产开发实践,形成了一整套成熟的房地产开发经营模式,培养和凝聚了一支高素质、专业化的房地产开发人才群体,目前拥有包括博士、硕士等在内的经营管理人员 163 名。集团相继开发了(或正在开发)浦江名邸、明珠花苑、宝岛世纪园、富源花苑、德福苑、永凤花园、育麟花苑等数百万平方米的住宅及商务楼。瀛通集团在 2003 年和 2004 年连续两年排名上海市房地产企业 50 强的第 8 位,名列 2003 年上海市百强民营企业第 6 位。

瀛通集团为了提高企业集团的素质和品位,十分重视企业文化建设,决定从 2005 年开始,与上海市基本建设优化研究会、《基建管理优化》编辑部一起,组织编纂出版“瀛通经济管理博士丛书”。

上海市基本建设优化研究会成立于 1985 年,原名中国基本建设优化研究会上海分会,由上海市市委宣传部批准,属上海市社会

科学界联合会成员,系学术性社会团体。本会的宗旨是遵守宪法、法律、法规和国家政策,遵守社会道德风尚,应用国内外先进的优化理论、方法,积极开展基建优化研究,为我国尤其是上海的现代化建设贡献力量。该研究会会员遍布上海投资与建设领域,其理事会由浦东新区人民政府、上海市建设委员会、上海市计划委员会、上海市教育委员会、上海市财政局、上海市民政局、上海市市政工程管理局、上海市房地局、宝钢集团、上海市建工集团、上海市房地集团、上海市城建集团、上海市建材集团、中国建设银行上海市分行、上海各大建筑设计院、国家有关部委建筑设计单位和建筑局(公司)、复旦大学、交通大学、同济大学、上海理工大学、上海财经大学、华东理工大学、上海大学、华东师范大学、上海社会科学院、上海立信会计学院等领导、专家、学者、教授组成。

《基建管理优化》创刊于1989年,立足上海、联合华东、面向全国,拥有全国一流的基建管理研究阵营:国家有关部委领导任顾问;220多名副教授、高级工程师等以上职称的专家、学者组成的编辑委员会;110多名教授、研究员等全国著名专家、学者和厅局级以上干部组成的常务编委会。真是精英荟萃!《基建管理优化》得到了国家建设部、国家财政部、国家发改委、国家新闻出版总署、国家铁道部、国家统计局、中国建设银行、中国建筑总公司等有关部门领导或专家、学者的大力支持;得到了中央党校、清华大学、中国人民大学、复旦大学、交通大学、同济大学、上海理工大学、上海财经大学、上海大学、华东理工大学、华东师范大学、上海立信会计学院、浙江大学、南京大学、东南大学、南京工业大学、厦门大学、天津大学、重庆建筑大学、哈尔滨建筑大学、深圳大学、东北财经大学、中南财经大学、中央财经大学、中国金融学院、西南财经大学、江西财经大学、湖南财经大学、山西财经大学、陕西财经大学、天津财经学院、贵州财经学院、新疆财经学院、浙江财经学院、山东经济学院、天津商学院等40多所大专院校领导或学者、教授的大力支持

持;得到了中国社会科学院、国家发改委投资研究所、中国建设银行投资研究所、冶金部建筑研究总院以及《求是》杂志等 30 多个研究机构领导或学者、专家的大力支持。该刊主要研究投资经济管理、基建经济管理、建筑经济管理、房地产经济管理、市政工程经济管理等学科。

“瀛通经济管理博士丛书”编辑委员会委员主要来自相关财经大学和有关综合性大学的经济管理学界的知名学者和教授以及国家有关部委的知名专家、学者。其作者均是经济学或管理学博士和博士后。

我们真诚地预祝“瀛通经济管理博士丛书”的编纂工作圆满成功!同时衷心感谢丛书顾问、领导、编委和作者们的大力支持和热情关心!

瀛通经济管理博士丛书

主任委员：陈伟峰

总主编：黄汉江

2005 年 6 月

瀛通经济管理博士丛书

编辑委员会

(均以姓氏笔画为序)

顾问

- | | |
|-----|-------------------------|
| 千志坚 | 国家建设部原副部长、教授级高工 |
| 于光远 | 原中共中央顾问委员会委员、著名经济学家、研究员 |
| 乌家培 | 国家信息中心总经济师、研究员、教授 |
| 曲格平 | 全国人大常委会环资委主任、教授 |
| 许毅 | 国家财政部财政科学研究所原所长、教授 |
| 许溶烈 | 国家建设部原总工程师、教授 |
| 苏星 | 中共中央党校原副校长、《求是》杂志原总编辑 |
| 杨慎 | 国家建设部原总经济师 |
| 杨正彦 | 国家新闻出版总署原副署长 |
| 周道炯 | 国务院证券监督委员会原主席、中国投资学会会长 |
| 项怀诚 | 国家财政部原部长 |
| 钱伟长 | 上海大学校长、教授、院士 |
| 储传亨 | 国家建设部总规划师、教授级高工 |
| 廉仲 | 原国家城乡建设部常务副部长 |

主任委员 陈伟峰

- | | | | | | |
|-------|-----|-----|---------|-----|-----|
| 副主任委员 | 王洪卫 | 石礼文 | 宁黎明 | 刘红薇 | 陆鸣 |
| | 陆海平 | 唐海燕 | 黄汉江 | 盛松成 | 傅建华 |
| | 臧新民 | 樊行健 | 戴复东(院士) | | |

总 主 编 黄汉江

委 员

- 马 一 国家发展改革委员会投资研究所研究员
马志福 国家发展改革委员会投资研究所研究员、经济学博士后
王宏经 西安建筑科技大学教授、《基建优化》总编辑
王洪卫 上海财经大学副校长、教授、博导
王剑琴 华南理工大学管理系教授
王新友 同济大学教授、博导, 上海东江集团公司总裁
方荷生 苏州大学财经学院教授
甘培根 中国人民银行总行金融研究所原所长、研究员
石礼文 上海建工集团原董事长、教授级高工
卢 谦 清华大学教授、深圳大学教授
卢祖安 国家统计局投资统计司副司长、高级统计师
白 瑛 国家建设部著名建筑管理学家
冯 彬 对外经济贸易大学国际经济研究所副所长、教授
宁黎明 中国建设银行上海市分行行长、高级经济师
吕长江 吉林大学商学院副院长、教授、博导
伍 平 湖南财经学院教授
庄俊鸿 江西财经大学教授
关振民 东北财经大学教授
刘 昕 复旦大学应用经济学博士后
刘红薇 上海市人民政府副秘书长、市财政局局长、高级会计师
刘启瑞 国家财政部预算司原副司长
刘学敏 天津商学院教授
刘隽亭 天津商学院教授
刘惠生 山西财经大学教授

孙兆康	陕西财经学院教授
杨 劲	原重庆建筑大学管理学院教授
杨兰茹	国家建设部审计局局长、高级经济师
杨季美	西南交通大学管理学教授
李启明	东南大学土木工程学院副院长、教授
李慧中	复旦大学经济学教授
邱元拔	集美大学副校长、教授
何 征	原重庆建筑大学管理学教授
何万钟	原重庆建筑大学管理学教授
邱华炳	厦门大学经济学院教授、博导
沈荣芳	同济大学管理学院原院长、教授
应望江	上海财经大学教授、博士
邵以智	中国人民大学教授
陆 鸣	上海市崇明县副县长、高级经济师
陆海平	上海市建设委员会原副主任、教授级高工
张 达	中央广播电视大学第一副校长、教授
张屹山	吉林大学商学院院长、教授、博导
张华镛	安徽大学经济学院副院长、教授
陈伟峰	上海瀛通(集团)有限公司董事长、客座教授
陈霜华	上海金融学院国际贸易系常务副主任、教授、博士
武克敏	同济大学党委副书记、教授
林 勇	中国人民大学教授、博士
林少培	上海交通大学建筑学院教授
林应清	上海市房地局副局长、高级工程师
罗永泰	天津财经学院首席教授、博士
金润圭	华东师范大学商学院原院长、教授、博导
郎荣桀	中国人民大学教授

赵国杰	天津大学管理学院教授、博导
赵海宽	中国人民银行总行金融研究所原所长、研究员
赵铁生	天津大学管理学院副院长、教授
郝文贤	内蒙古财经学院教授
胡 昊	上海交通大学建工学院教授、博士后
侯 昶	南京工业大学教授
姚梅炎	中央财经大学教授
聂名华	中南财经政法大学教授、博导
顾士俊	浙江大学教授
顾孟迪	上海交通大学管理学院教授、博导
钱从龙	东北财经大学教授
钱昆润	东南大学教授
徐 衡	天津财经学院教授
徐文通	中国金融学院原院长、教授
徐君如	贵州财经学院教授
唐海燕	上海立信会计学院院长、教授、博导
黄汉江	《基建管理优化》总编辑、原上海理工大学投资与建设学院院长、教授、荣誉博士、博导、政协委员
黄良文	厦门大学教授
盛松成	中国人民银行上海分行副行长、博导、教授
屠梅曾	上海交通大学管理学院系主任、教授、博导
葛玉辉	上海理工大学管理学院教授、博士
董肇君	天津城市建设学院管理系主任、教授
景宗贺	原中国建设银行投资研究所所长、研究员
傅建华	上海银行行长、高级经济师
雷良海	上海理工大学财务处处长、教授、博导
雷仲麓	中南财经政法大学教授

廖 承 湖南财经学院教授
臧新民 上海浦东新区人民政府副区长、高级工程师
樊行健 西南财经大学副校长、教授、博导
潘正汇 山东经济学院教授
戴复东 同济大学高新建筑技术研究所所长、教授、院士

前 言

市场分割是每一个国家的证券市场都会面临的现象。20 世纪 60 年代以来,众多新兴资本市场的建立与发展,给国际资本市场注入了新的力量,也增加了资本市场分割的复杂性。特别是 20 世纪 90 年代初建立并迅速发展起来的中国股票市场,由于其特有的股权结构、市场结构、投资者结构,市场分割问题尤显特殊与突出。A、H 股双重上市公司的股票在两个市场间的巨大价差,意味着套利行为受到极大限制,也说明 A、H 股市场存在着严重的分割。随着双重上市,ADR、GDR、QDII、QFII 等现实或潜在跨市场工具的增多,中国市场分割现象及其消除成为学者们争相研究的课题之踵。

股票市场分割是由多种原因造成的。投资限制、资本控制以及所有权比例限制等制度性资本流动障碍是股票市场分割的“硬分割”因素。此外,许多非制度性的障碍,如信息不对称、流动性差异、政治风险等,是股票市场的“软分割”因素。对于股票市场分割,有许多判别的方法,多数是通过各种定价模型来完成的。但非定价模型方法,如相关性判别、事件研究法在一定程度上更为有效。双重上市公司在不同市场上市的股票价差则是公认的,是研究股票市场分割程度的直接工具。对于价差产生的原因,许多学者以多种观点和模型进行了解释。这对于揭示中国股票市场 H 股折价之谜无疑具有指导意义。

无论是对股票市场分割本身的研究,还是对中国股票市场特殊分割状况的研究,都有许多尚待解决的问题值得深入分析。中

国股票市场上 H 股的“折价”现象与其他股票市场外资股“溢价”现象背离,是名副其实的“中国之谜”,代表了中国股票市场分割的特殊性。本书由关注中国双重上市公司价格差异的特殊现象开始,基于相同上市公司的不同股票成分(以 A、H 股为例),在不同的市场上,调整后(汇率调整)的价格长期违背一价原则,并且对价格差异的套利行为无法实现的基本事实,寻找其背后的经济体制、投资限制、投资者差异、交易制度、交易成本、信息流障碍等促成市场“硬分割”和“软分割”的原因,及其对上市公司股票价格、回报、风险的影响。进而分析这些因素对上市公司不同种类股票价格差异与公司质量的贡献程度,得出一系列相关结论。结论表明,A、H 股市场间的流动性差异、信息不对称和投机程度差异是造成 H 股折价的主要原因。

目 录

总序	(1)
前言	(1)
第一章 绪 论	(1)
第一节 相关领域的理论背景	(1)
第二节 相关问题的研究与成果综述——中国股票市场的“疑惑”	(6)
第三节 研究框架	(9)
第二章 股票市场分割及其类别	(11)
第一节 资本流动限制与国际股票市场结构	(11)
第二节 股票市场硬分割	(13)
第三节 股票市场软分割	(19)
第四节 软分割与硬分割的辩证关系	(21)
第三章 股票市场分割的判别	(23)
第一节 定价模型判别	(23)
第二节 非定价模型判别	(26)
第三节 双重上市公司股票市场表现	(32)
第四章 对双重上市公司股票价差现象的理论解释	(37)
第一节 硬分割模型	(37)

第二节	软分割模型	(43)
第五章	中国之谜	(48)
第一节	中国股票市场分割的特殊性	(48)
第二节	中国股票市场分割的描述性实证分析	(54)
第六章	揭示中国之谜	
——A、H 股双重上市公司价格差异影响因素的		
实证研究	(80)	
第一节	对 H 股折价的理论解释	(80)
第二节	中国 H 股折价的实证研究	(89)
第三节	对信息不对称因素的进一步探索	(115)
第四节	对 A 股和外资股市场投机程度差异的进一步 讨论	(129)
第五节	实证结果的总结与启示	(140)
第七章	A、H 股市场分割的消除与中国股票市场开放 战略	(144)
第一节	股市场整合的利弊分析	(144)
第二节	股市场开放对资产定价的影响	(150)
第三节	A、H 股市场分割消除(整合)的线索	(155)
第四节	中国股市场分割消除及其开放战略	(157)
附录	(186)	
附录一:深沪股市 A、B 股市盈率和换手率表	(186)	
附录二:香港证券市场主要资料	(189)	
附录三:香港市场市盈率	(190)	
参考文献	(191)	

第一章 绪 论

市场分割是每一个国家的证券市场都会面临的现象。包括联系紧密的发达证券市场之间,也必然存在市场分割的情况。随着双重上市、ADR、QFII^①、CDR^②、QDII^③等现实或潜在跨市场工具种类的增多,市场分割现象及其消除,成为西方学者争相研究的课题之一。在中国年轻的股票市场上,A、H股双重上市公司的股票在两个市场间的巨大价差,意味着套利行为受到极大限制,这说明A、H股市场存在着严重的分割。A、H股双重上市公司的各种特殊市场表现^④是诠释股票市场分割的最好工具。

第一节 相关领域的理论背景

一、概述

所谓市场分割,就是市场间的流通障碍所导致的同质产品在不同市场的各种差异。人们最初认识市场分割是在产品市场。产品在各市场间的流通障碍形成了产品市场分割,市场分割反过来

① QFII(Qualified Foreign Institutional Investor)是外资专业机构投资者的简称,又称合格境外机构投资者,是获准进入本国证券市场的特定投资者,它部分消除了所有权限制。QFII制度在中国台湾证券市场对外开放中起了重要的作用。2002年11月5日,中国证券监督管理委员会与中国人民银行联合发布第12号令——《合格境外机构投资者境内证券投资暂行管理办法》,自2002年12月1日起施行,标志着我国QFII制度的正式形成。

② CDR(Chinese Deposit Receipt)是中国存托凭证的简称,它的实质与ADR、GDR一样是中国公司股票在香港证券市场上市后,又以存托凭证的形式在内地证券市场交易,但并不是股票本身上市。

③ QDII(Qualified Domestic Institutional Investor)是合格本地机构投资者的简称,与QFII相反,它是资本项目未完全开放的国家开放内地居民往海外证券市场投资的机制。

④ 包括股票价格、回报、风险、财务绩效等。

导致同质产品在不同市场的差异。随着国家间资本项目往来的急剧增长,人们发现国际资本流动也会遭遇各种各样的障碍,包括交易成本、信息成本、法律限制等。这些障碍导致了国家间的资本市场分割。资本市场分割首先带来的是企业融资渠道的局限,这促使企业采取一些可以有效减少资本市场分割所带来负效应的融资政策。企业证券在国内外市场上双重上市(Dual-list)就是策略之一(Stapleton 和 Subrahmanyam, 1977)。但是采取这种融资政策,会带来资产价格的重新调整以及一系列相关的问题。价格调整的结果就是产生双重上市公司在不同分割市场上市的股票价格违背一价原则的情况。相关的问题还包括,在分割市场上的股票回报与风险也有不同的变化规律。这些问题是传统的经济、财务理论所不能解释的。

资本市场分割所带来的弊端是显而易见的。首先,它减少了国外投资者通过分散化投资组合所带来的好处,导致投资者福利降低^①。其次,它抑制了国内投资者的投资渠道,影响了企业的发展。最后,由于阻碍了国际投资,也必然推迟资本市场国际化的进程,抑制一国经济的发展。当然,这里所说的弊端是笼统的概念,市场分割给各市场带来具体的影响是多方面的,需要细致的分析。随着各国市场的国际化或者国际市场的全球化,市场分割现象应该会逐渐减弱,各种经济组织和经济联盟的建立标志着产品市场和货币市场已开始走向整合。但资本市场的整合比较滞后,这是因为资本项目对一国经济的冲击较大,各国都需慎重考虑。从目前的形式来看,许多证券交易所都在商讨联合的战略,这是世界资本市场开始整合的表现。当然,只要存在不同的市场就会有市场

^① Errunza 和 Losq(1989):“部分地消除两个分割市场的投资障碍能够导致两个市场中股票市场价值的增加,提高世界市场的整合度与投资者福利。”反过来理解,市场分割降低了市场价值和投资者福利。但市场分割也能带来分散化利益,分散化利益与整合利益之间有一个均衡关系,这个问题将在第六章进行讨论。