



刘少波 杨竹清 李翔/著

# 外资持股对中国股市 风险的影响研究

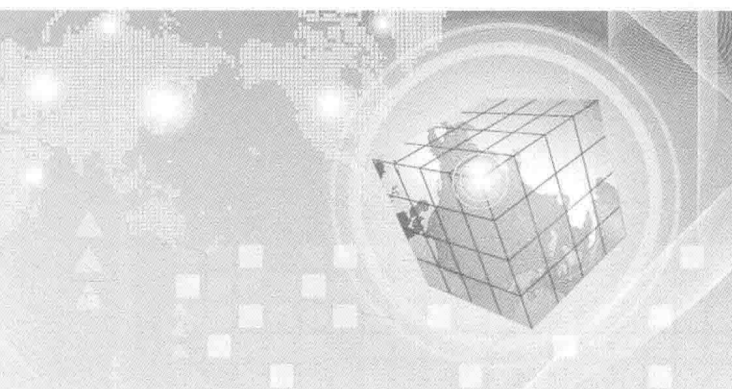
WAIZI CHIGU DUI ZHONGGUO GUSHI  
FENGXIAN DE YINGXIANG YANJIU



中国财经出版传媒集团



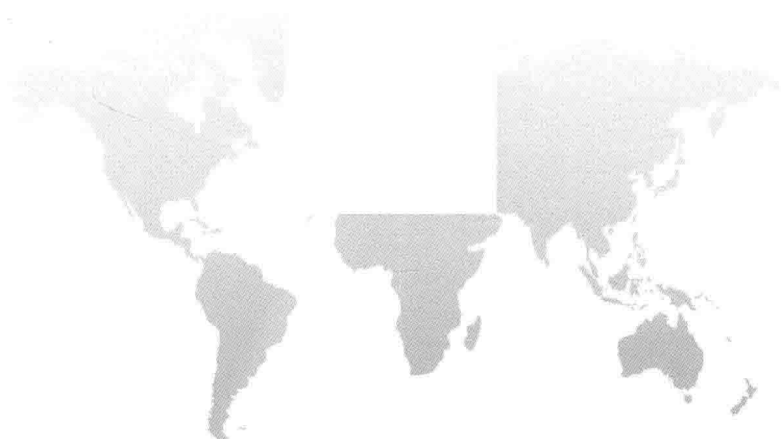
经济科学出版社  
Economic Science Press



刘少波 杨竹清 李翔/著

# 外资持股对中国股市 风险的影响研究

WAIZI CHIGU DUI ZHONGGUO GUSHI  
FENGXIAN DE YINGXIANG YANJIU



中国财经出版传媒集团



经济科学出版社  
Economic Science Press

## 图书在版编目 (CIP) 数据

外资持股对中国股市风险的影响研究/刘少波, 杨竹清, 李翔著.  
—北京: 经济科学出版社, 2017.3  
ISBN 978-7-5141-7896-8

I. ①外… II. ①刘…②杨…③李… III. ①外商投资-影响-  
股票市场-风险分析-中国 IV. ①F832.48②F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 065278 号

责任编辑: 李 雪 王 瑛  
责任校对: 郑淑艳  
责任印制: 邱 天

## 外资持股对中国股市风险的影响研究

刘少波 杨竹清 李 翔 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010-88191217 发行部电话: 010-88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京密兴印刷有限公司印装

710×1000 16 开 13.75 印张 200000 字

2017 年 3 月第 1 版 2017 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-7896-8 定价: 49.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010-88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010-88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

# 前 言

迄今为止中国股市仍然只是有限度对外开放，但境外投资者已通过各种途径进入中国上市公司并程度不同地持有股份。愈来愈多的外资持股中国上市公司特别是大额持股，必然会对这些公司乃至对整个股市产生多方面的影响，其中对中国股市风险的影响是本书关注和研究的重点。本书旨在探讨以下问题：（1）分析境外股东对中国上市公司的持股状况及其偏好；（2）揭示境外股东大额持股对中国股市风险的影响路径和作用机理；（3）判断境外股东大额持股究竟是加剧还是降低了中国股市的风险；（4）厘清不同类型和方式的境外大股东对中国股市风险影响的差异，识别哪些类型或持股方式的境外大股东对降低股市风险具有正面作用、哪些则更具负面作用；（5）为中国股市进一步对外开放提供政策建议。

本书首先对研究对象和若干重要概念作出了界定，同时对国内外相关文献进行了系统梳理和评述；然后依据项目组建立的境外股东持股中国上市公司情况的小型数据库所提供的数据库，对境外股东的持股状况和偏好作出分析；接着展开的是理论分析，构建了境外股东大额持股与中国股市风险的一个理论分析框架，从公司路径和市场路径两个维度建立境外股东大额持股与中国股市

风险之间的理论联系，从中揭示境外大股东影响中国股市风险的作用机理和传导路径。依据这个理论分析框架，进一步建立了境外股东大额持股与中国股市风险之间的计量联系，从市场路径和公司路径两个层面对境外股东大额持股对中国股市风险的影响进行了实证研究，得出了一系列结论。

### 1. 关于境外股东对中国上市公司的持股状况及偏好。

本书分析了境外股东对中国上市公司的持股状况及偏好，主要有以下发现：

(1) 外资以持股的方式已进入了大多数中国上市公司，但境外股东对中国上市公司的持股水平仍相对较低，半数以上的公司尚未有显著（持股5%以上）的境外大股东，且随持股比例数值的上移，公司数量呈递减态势。(2) 间接持股是外资的主要持股方式，这说明可能还有诸多因素制约外资直接持股。(3) 境外股东相对偏好持股主板市场上市公司，但在中创板市场外资直接大额持股的情形更为普遍。(4) 境外大股东基本来自亚洲、欧洲、美洲三大洲，其中绝大多数来自香港和避税地区。这表明境外股东在来源地方面，具有显著的地缘特征和经贸关系特征。(5) 境外股东在持股的行业偏好方面，在主板市场表现出对金融业的明显偏好，但在中小板和创业板市场，直接境外股东对工业类公司的偏好非常明显。(6) 在地域偏好方面，境外股东对经济发达地区上市公司的持股比例远高于欠发达地区，表现出对发达地区上市公司的明显偏好，同时也显示对偏远落后的西部省份的上市公司的持股水平严重偏低。(7) 境外股东对大的公司规模、盈利能力较强、治理水平较高和较少信息不对称问题的价值型上市公司存在明显偏好，这也在一定程度说明境外持股对改善公司治理和业绩有积极影响。

## 2. 关于境外股东市场交易行为对股市波动的影响。

本书通过设计新颖的计量模型并引入两变量间统计频率不对称的协方差估计方法,实证研究了境外股东市场交易行为(持股变化)对我国股市波动的影响,并得到以下结论:

(1) 在境外股东的卖出行为方面,不论是直接境外股东还是间接境外股东的净卖出行为都增加了个股的波动;而在境外股东的买入行为方面,只有直接境外股东的净买入行为才能降低个股的波动。(2) 通过检验外资持股变化对不同类型上市公司个股波动的影响,发现直接外资的买入行为对降低个股波动的作用仅限于规模较大的上市公司和同时在境内和境外上市的公司样本。(3) 本书以季度数据检验外资持股变化与同期收益率的相关性,进一步验证了如下结论,即直接外资的市场交易行为之所以影响个股波动是由于外资能够将获取的信息加工后传递到股市。(4) 直接外资在规模较大或同时在境内外上市的公司样本中提高了市场信息传递效率,在规模适度或较小的上市公司样本中并没有表现出对市场信息传递效率的提高,间接外资的市场交易行为则并不影响市场信息传递效率。

## 3. 关于境外股东并购行为对股市波动的影响。

通过对外资股东并购我国上市公司样本的实证分析和若干案例分析,本书得出以下结论:

(1) 从外资并购方式的角度分析,外资以协议转让方式的并购行为在降低公司的  $\beta$  风险的同时,增加了股市波动,而通过间接并购和定向增发方式完成外资并购行为并不会显著影响股价波动。(2) 从外资并购目的的角度分析,以控股为目的的外资并购行为显著增加了股价波动,而并非以控股为目的的并购行为不会影响股价波动。(3) 我国股市对外资并购事件的反应存

在差异性。市场与并购方之间的信息不对称和并购目的不明确都会加剧股市波动。

#### 4. 关于境外股东的公司治理效应。

本文实证研究了境外大股东对抑制公司控股股东隧道行为的作用以及境外股东的持股方式和持股比例对公司价值和股价波动的影响,得到以下结论:

(1) 外资直接持股能够对现金股利隧道行为发挥一定的抑制作用,而间接持股则没有明显作用。直接持股的外资大股东对现金股利隧道行为的抑制作用与其持股比例密切相关,当持股比例适度时,外资股东能够抑制第一大股东的掏空行为,降低大股东隧道效应。而当外资持股成为第一大股东或与第一大股东接近时,其监督作用会消失并因此使其对隧道效应的抑制作用消失。(2) 在一定的直接持股比例范围内,外资大股东能够有效提高公司价值,但过低或过高的直接持股比例都会使这种公司治理效应消失。间接持股则对公司价值没有明显的影响。(3) 在一定的直接持股比例范围内,外资大股东能够有效降低公司股价波动,但过低或过高的直接持股比例都会使这种公司治理效应消失。间接持股则没有影响公司股价波动的明显作用。最后,个股的非系统性风险,即公司层面波动,不受外资治理效应的影响。

依据本书的理论分析和实证结论,提出了以下政策建议:

第一,鉴于中国股市的开放度还很低,外资的持股程度及其相应行为还不足以对中国股市产生比较大的风险,因此,中国股市还有巨大的开放空间,应加快开放进程,大力推进双向开放,进一步提高开放度。第二,由于外资持股比例普遍还很低,因而外资持股的负面影响总体并不显著,但同时其正面影响也难以体现。因此,从目前及今后一个时期的政策选择角度讲,应更多地

允许和鼓励境外股东提升持股水平，为其在公司治理中发挥积极作用创造条件。第三，间接持股很难发挥境外大股东的积极作用，反而容易产生一些负面效应；直接境外股东则有助于提高股票市场信息传递效率，同时可产生积极的公司治理效应。因此，应放宽对直接境外股东的限制，积极吸纳和引进直接境外股东。第四，上市公司要注重引入具有先进的公司治理理念、丰富的公司治理经验、广阔的全球公司治理视野、充足的人力资本和治理人才、持股行为比较理性且偏重长期性的高质量境外大股东。第五，完善的法律环境和优良的信息环境，既是吸引优质境外股东进入中国上市公司和股票市场的重要前提，也是这些境外投资者进入中国公司和股市后有效发挥其积极效应的基本条件。因此，必须不断改进和完善中国股市的法律环境和信息环境。第六，外资对中国股市的影响常常很难做出非此即彼的价值判断和利弊评估，因而也很难甄别外资行为的恰当性。因此，监管部门要加强学习和适应，不断提升监管能力和监管水平。

# 目 录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 第1章 引言 .....                            | 1  |
| 1.1 问题的提出与研究意义 .....                    | 1  |
| 1.2 研究对象界定 .....                        | 3  |
| 1.3 核心思路与行文结构 .....                     | 4  |
| 1.3.1 核心思路 .....                        | 4  |
| 1.3.2 行文结构 .....                        | 5  |
| 1.4 研究方法 .....                          | 7  |
| 1.5 创新与不足 .....                         | 7  |
| 1.5.1 创新之处 .....                        | 7  |
| 1.5.2 不足及需要深入研究的问题 .....                | 9  |
| 1.6 重要概念界定 .....                        | 10 |
| 1.6.1 股市开放的两个维度 .....                   | 10 |
| 1.6.2 大股东及其持股标准 .....                   | 11 |
| 1.6.3 外资股东、外资大股东及大额持股 .....             | 12 |
| 1.6.4 股市风险及其度量 .....                    | 14 |
| 1.7 本章小结 .....                          | 14 |
| 第2章 资本市场开放及金融自由化的经济<br>效应——一个文献回顾 ..... | 16 |
| 2.1 资本市场开放及金融自由化的宏观经济效应 .....           | 17 |

|       |                                     |    |
|-------|-------------------------------------|----|
| 2.1.1 | 资本市场开放及金融自由化对一国经济<br>增长的影响 .....    | 17 |
| 2.1.2 | 资本市场开放及金融自由化对资本流入和投资<br>增长的影响 ..... | 19 |
| 2.1.3 | 资本市场开放及金融自由化对金融稳定的影响 .....          | 21 |
| 2.2   | 资本市场开放及金融自由化的微观经济效应 .....           | 23 |
| 2.2.1 | 资本市场开放及金融自由化对一国股市<br>风险的影响 .....    | 23 |
| 2.2.2 | 资本市场开放对一国股市效率的影响 .....              | 27 |
| 2.2.3 | 资本市场开放对公司治理及公司绩效的影响 .....           | 30 |
| 2.2.4 | 境外投资者的投资行为及其对股市的影响 .....            | 32 |
| 2.2.5 | 股市联动与风险传递 .....                     | 36 |
| 2.2.6 | 交叉上市 .....                          | 37 |
| 2.3   | 文献评述 .....                          | 39 |
| 第3章   | 中国股市的开放进程 .....                     | 42 |
| 3.1   | 中国资本市场开放举措概览 .....                  | 42 |
| 3.2   | 中国股市的间接开放 .....                     | 45 |
| 3.3   | 中国股市的直接对外开放 .....                   | 46 |
| 3.4   | 本章小结 .....                          | 51 |
| 第4章   | 外资股东持股状况与偏好分析 .....                 | 52 |
| 4.1   | 样本说明和数据来源 .....                     | 52 |
| 4.2   | 境外股东持股的总体状况分析 .....                 | 53 |
| 4.2.1 | 总样本分析 .....                         | 53 |
| 4.2.2 | 主板市场和中（小）创（业）板市场<br>比较分析 .....      | 55 |
| 4.3   | 境外股东来源地分析 .....                     | 56 |

|            |                                     |           |
|------------|-------------------------------------|-----------|
| 4.4        | 境外股东持股公司的区域分布与偏好 .....              | 57        |
| 4.5        | 境外股东的行业分布与偏好 .....                  | 61        |
| 4.6        | 境外股东的公司特征偏好 .....                   | 63        |
| 4.7        | 本章小结 .....                          | 66        |
| <b>第5章</b> | <b>外资股东大额持股与股市风险——一个分析框架 .....</b>  | <b>68</b> |
| 5.1        | 公司治理问题与大股东的公司治理逻辑 .....             | 68        |
| 5.1.1      | 现代公司制度的产生 .....                     | 68        |
| 5.1.2      | 股权分散下的公司治理问题 .....                  | 69        |
| 5.1.3      | 股权集中与大股东的公司治理逻辑 .....               | 72        |
| 5.2        | 境外大股东及其公司治理介入逻辑 .....               | 75        |
| 5.2.1      | 境外大股东的主体辨析 .....                    | 75        |
| 5.2.2      | 境外大股东的公司治理参与逻辑 .....                | 76        |
| 5.3        | 境外大股东对中国股市风险影响的市场路径 .....           | 78        |
| 5.3.1      | 理论分析 .....                          | 78        |
| 5.3.2      | 假设提出 .....                          | 79        |
| 5.4        | 境外大股东对中国股市风险影响的公司治理路径 .....         | 81        |
| 5.4.1      | 公司治理路径的具体机理 .....                   | 81        |
| 5.4.2      | 模型建立 .....                          | 84        |
| 5.4.3      | 市场对境外大股东治理效果的学习过程 .....             | 85        |
| 5.4.4      | 境外大股东的最优行为选择 .....                  | 86        |
| 5.4.5      | 境外股东公司治理对股价波动影响的过程分析 .....          | 89        |
| 5.5        | 本章小结 .....                          | 94        |
| <b>第6章</b> | <b>外资股东市场交易行为对股市波动影响的实证分析 .....</b> | <b>96</b> |
| 6.1        | 实证思路与方法 .....                       | 96        |
| 6.1.1      | 实证思路 .....                          | 96        |
| 6.1.2      | 外资持股变化对股市波动的实证方法 .....              | 97        |

|       |                                  |     |
|-------|----------------------------------|-----|
| 6.1.3 | 外资持股变化与个股收益率关系分析 .....           | 98  |
| 6.2   | 样本说明与描述性统计分析 .....               | 101 |
| 6.2.1 | 样本说明 .....                       | 101 |
| 6.2.2 | 描述性统计分析 .....                    | 102 |
| 6.3   | 实证结果分析 .....                     | 103 |
| 6.3.1 | 外资持股变化对个股波动影响的年度回归分析 .....       | 103 |
| 6.3.2 | 外资交易行为中信息传递的存在性分析 .....          | 106 |
| 6.4   | 外资交易行为与市场信息效率的实证分析 .....         | 112 |
| 6.4.1 | 假设提出 .....                       | 112 |
| 6.4.2 | 外资交易行为对市场信息传递效率影响的<br>实证方法 ..... | 114 |
| 6.4.3 | 样本选取与描述性统计分析 .....               | 115 |
| 6.4.4 | 实证结果 .....                       | 117 |
| 6.4.5 | 稳健性检验 .....                      | 120 |
| 6.5   | 本章小结 .....                       | 121 |
| 第7章   | 外资并购行为对股市波动影响的实证分析 .....         | 122 |
| 7.1   | 外资并购中国上市公司概况 .....               | 122 |
| 7.1.1 | 并购事件统计 .....                     | 122 |
| 7.1.2 | 并购特征与方式 .....                    | 124 |
| 7.1.3 | 并购对股市波动的影响路径 .....               | 124 |
| 7.2   | 样本说明与研究方法 .....                  | 125 |
| 7.2.1 | 样本说明 .....                       | 125 |
| 7.2.2 | 基于动态市场模型的异常股价变化估计 .....          | 126 |
| 7.3   | 实证结果分析 .....                     | 127 |
| 7.3.1 | 被外资并购的上市公司在公告前后的<br>CAR 比较 ..... | 127 |

|                                            |            |
|--------------------------------------------|------------|
| 7.3.2 外资并购特征对公告前后的 betas 风险的<br>影响分析 ..... | 129        |
| 7.3.3 实证结论 .....                           | 136        |
| 7.4 外资并购公告前后对股价波动的案例分析 .....               | 137        |
| 7.4.1 现象描述 .....                           | 137        |
| 7.4.2 案例分析 .....                           | 139        |
| 7.5 本章小结 .....                             | 140        |
| <b>第 8 章 外资大股东公司治理对股市波动影响的实证分析 .....</b>   | <b>142</b> |
| 8.1 研究思路与假设提出 .....                        | 142        |
| 8.1.1 关于外资大股东是否参与公司治理 .....                | 142        |
| 8.1.2 关于外资大股东公司治理对公司价值的影响 .....            | 144        |
| 8.1.3 关于外资大股东公司治理对股价波动的影响 .....            | 145        |
| 8.2 外资大股东参与公司治理行为的实证分析 .....               | 145        |
| 8.2.1 研究方法、变量说明与数据来源 .....                 | 145        |
| 8.2.2 实证结果与分析 .....                        | 150        |
| 8.2.3 稳健性检验 .....                          | 157        |
| 8.2.4 结论 .....                             | 159        |
| 8.3 外资大股东公司治理与公司价值的实证分析 .....              | 160        |
| 8.3.1 研究方法、变量说明与数据来源 .....                 | 160        |
| 8.3.2 实证结果与分析 .....                        | 162        |
| 8.4 外资大股东公司治理与股价波动的实证分析 .....              | 167        |
| 8.4.1 直接外资大股东公司治理对股价波动的<br>影响分析 .....      | 167        |
| 8.4.2 间接外资大股东公司治理对股价波动的<br>影响分析 .....      | 170        |
| 8.4.3 外资大股东公司治理对非系统性风险的<br>影响分析 .....      | 171        |

8.5 本章小结 ..... 173

第9章 结论与政策建议 ..... 174

9.1 结论 ..... 174

9.1.1 关于境外股东对中国上市公司的持股状况及  
偏好的结论 ..... 174

9.1.2 关于境外股东市场交易行为对股市波动  
影响的结论 ..... 175

9.1.3 关于境外股东并购行为对股市波动影响的结论 ..... 175

9.1.4 关于境外股东的公司治理效应的结论 ..... 176

9.2 政策建议 ..... 177

附录：外资大股东公司治理对股价波动影响模型的相关证明 ..... 181

参考文献 ..... 188

后记 ..... 208

## 第 1 章

# 引 言

### 1.1 问题的提出与研究意义

如果以上海证券交易所和深圳证券交易所这两个有组织的场内交易市场的设立为标志,则中国的股票市场当起始于 1990 年。我国股市发展的最初动因是帮助国有企业脱困,后来的主要目的是服务于国有企业的改革和转制,即通过对国有企业的股份制改造使其建立现代企业制度,逐步构建起市场经济运行的微观主体。因此,虽然中国股市发育的时间不长,但在这个不太长时间里的大部分时间段内主要体现为国有企业的融资市场。于是,在这个时期社会对国有企业垄断股票市场及其带来的诸多不良后果的诟病未曾间断。尽管如此,中国股市的对外开放问题仍然较早进入了制度设计及政策制定者们的视野,并在两个证券交易所成立后不久便迈出了第一步,即于 1991 年开始向境外投资者发行人民币特种股票,简称 B 股。

如果从设立 B 股的时间算起,境外投资者进入中国大陆股市已有二十多年的历史。20 世纪 90 年代初,为了利用股市吸引外资但又要避免其对股市的冲击,便设置了与 A 股同股同权但与 A 股分属两个交易系统的简称 B 股的人民币特种股票,专供境外投资者以外币购买。自那时以来,中

国资本市场一直在谋求将风险置于可控前提之下的对外开放，并进行过一系列探索和制度设计。

尽管迄今为止中国股市仍然只是有限度对外开放，但境外投资者通过各种途径进入中国上市公司并程度不同地持有股份，已是不争的事实。愈来愈多的外资持股中国上市公司，必然会产生如下问题：这些外资究竟会有什么样的市场交易行为和公司治理参与行为，这些行为究竟会对中国股市产生什么样的影响，特别是对中国股市风险会产生什么样的影响，这些影响是如何发生的，其传导路径和过程如何，政府应如何应对外资的进入及其影响以及如何把控股市的开放进程，等等。基于此，本项研究旨在探讨以下问题：（1）境外股东对中国上市公司的持股状况及其偏好；（2）揭示境外股东持股对中国股市风险的影响路径和作用机理；（3）判断外资持股究竟是加剧还是降低了中国股市风险；（4）厘清不同类型和方式的外资持股对中国股市风险影响的差异，识别哪些类型或持股方式的境外股东对降低股市风险具有正面作用、哪些则更具负面作用；（5）为中国股市进一步对外开放提供政策建议。重点在于：首先，构建一个境外股东持股特别是大额持股影响中国股市风险的理论分析框架，从中揭示境外股东影响中国股市风险的作用机理和传导路径；其次，建立境外股东持股与中国股市风险之间的计量联系并做出实证分析；最后，提供政策建议。

本项研究的意义在于，一方面，从理论上揭示外资持股对中国股市风险究竟会产生什么样的影响以及这个过程的传导路径和作用机理；另一方面，中国股市的对外开放总体而言是一个可控的过程，政府对开放的领域、时序和路径具有可选择性。如何选择的一个重要标准是开放可能给我国股市带来的风险，其中境外股东持股中国上市公司特别是大额持股对股市的影响，是与股市开放风险具有直接关联性的一个重要问题，是中国股市今后如何进一步开放在政策选择上需要考虑的关键变量。因此，研究这一问题将为我国股市今后如何更好开放提供政策选择依据。

## 1.2 研究对象界定

境外股东的情况五花八门，它们的持股状况也非常复杂，单个股东持有某个公司股份的比例更是千差万别。为了使我们的研究具有可行性，必须对研究边界和研究对象作出必要的界定。本书对外资持股的界定是：境外（包括国外及中国的港澳台地区）资金通过一定途径和方式，进入中国股市和持有在中国境内上市的上市公司的股份。本书不涉及以下几种情况：（1）外资持股在境外（如香港特区或其他国家）上市的中国公司，即不涉及那些仅在境外市场上市而没有同时在中国境内上市的中国公司；（2）B股这种外资持股，因为B股虽然是外资持股的最早方式，但后来对境内居民开放，外资大多已乘机撤出，因而B股股东这种早期的外资已面目全非，不再具有研究价值；（3）通过某些不合法的途径（如借用中国境内居民的身份等）进入中国股市的外资；（4）“热钱”之类的短期进出中国股市的投机型外资（虽然这类外资有可能对股市风险造成一定的甚至较大的影响，但这方面的数据几乎无法获取，因而无法对其进行研究）。作了这些排除后，本书将外资股东定义为中国境外包括中国台湾、香港、澳门地区以及其他国家持有在中国境内注册并在中国境内的证券交易所上市的公司股份的自然人和法人。

但是，外资股东存在持股多少的区别，具体可分为大额持股和小额持股，与之对应的分别称为大股东和（中）小股东。本书主要考察外资大股东或者说境外股东大额持股的状况，即以外资大额持股及外资大股东为研究对象。原因在于：其一，上市公司并不披露所有外资持股的信息，绝大多数公司只披露前十大股东的相关信息，换言之，目前只能获得进入公司前十大股东的外资的相关信息，这些股东通常被视为大股东。但是，由于在股权比较集中的情形下，一些前十大股东的持股比例并不高，因而几乎在所有文献中，对大股东的界定并非仅依据其是否为公司前十大股东，