

中国股票市场一体化演进 问题研究

唐齐鸣◇著

中国社会科学出版社

国家社会科学基金项目（06BJY011）研究成果

中国股票市场一体化演进 问题研究

唐齐鸣◇著

中国社会科学出版社

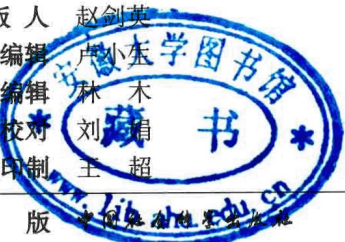
图书在版编目 (CIP) 数据

中国股票市场一体化演进问题研究/唐齐鸣著. —北京:
中国社会科学出版社, 2015. 4
ISBN 978 - 7 - 5161 - 5959 - 0

I. ①中… II. ①唐… III. ①股票市场—研究—中国
IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 075091 号

出版人 赵剑英
责任编辑 卢小东
特约编辑 林木
责任校对 刘娟
责任印制 王超



出版 中国社会科学出版社
社址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮编 100720
网址 <http://www.csspw.cn>
发行部 010 - 84083685
门市部 010 - 84029450
经销 新华书店及其他书店

印刷 北京市大兴区新魏印刷厂
装订 廊坊市广阳区广增装订厂
版次 2015 年 4 月第 1 版
印次 2015 年 4 月第 1 次印刷

开本 710 × 1000 1/16
印张 19
插页 2
字数 321 千字
定价 60.00 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
电话: 010 - 84083683
版权所有 侵权必究

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景及问题提出	1
第二节 中国股票市场发展概括	3
第三节 研究目的和意义	16
第四节 研究内容和研究特色	18
第二章 股票市场分割与一体化研究的述评	23
第一节 市场分割与一体化研究背景	23
第二节 股票市场分割与一体化研究线索	26
第三节 总结及启示	52
第三章 中国股票市场一体化程度的度量	56
第一节 模型设定及估计方法	56
第二节 模型估计结果与结论分析	62
第三节 沪市与深市一体化程度比较	73
第四章 中国股票市场间的信息流动与一体化演进	76
第一节 中国 A 股与 B 股市场间的信息流动	77
第二节 中国 B 股与 H 股及红筹股市场间的信息流动	92
第三节 本章主要结论	100
第五章 中国股市与国际股市间的信息流动和一体化演进	102
第一节 中国股市与国际股市间信息流动与联动性分析	104
第二节 次贷危机下中国与美国股票市场的联动性分析	120

第三节	基于动态相关系数的国内外股市间一体化进程研究·····	132
第四节	基于动态相关系数的国内外市场一体化的演变·····	147
第五节	本章主要结论·····	150
第六章	中国双重上市公司股票价格差异·····	152
第一节	中国双重上市公司 A 股与 B 股的溢出效应 ·····	153
第二节	中国双重上市公司 A 股与 H 股的溢出效应 ·····	168
第三节	A 股与 H 股市场一体化演进过程中的特征分析 ·····	175
第四节	本章主要结论·····	199
第七章	中国双重上市公司股票价格差异原因分析·····	202
第一节	首日抑价率差异研究·····	202
第二节	二级市场交易价格差异研究·····	222
第三节	本章主要结论·····	238
第八章	中国股市与国际股市间的相关性与反馈交易行为·····	239
第一节	股票收益率相关性和反馈交易行为模型·····	241
第二节	中国、中国香港、美国股市的条件自 相关和交叉相关系数估计·····	246
第三节	中国、中国香港、美国股市的条件自相关性分析·····	256
第四节	中国、中国香港、美国股市的条件交叉相关性分析·····	260
第五节	本章的主要结论·····	265
第九章	结论·····	268
第一节	本书主要发现和结论·····	268
第二节	启示与建议·····	275
第三节	本书不足及后续研究方向·····	277
参考文献	·····	279
后记	·····	301

第一章 绪 论

第一节 研究背景及问题提出

中国股票市场开始于 20 世纪 90 年代初,截至 2013 年年底,上市公司总数为 2489 家,发行总股本 33822.04 亿股,沪、深股市累计成交 46.8 万亿元,同比增长 48.8%,日均成交 1967 亿元,同比增长 52.3%。其中,创业板累计成交 5.1 万亿元,同比增长 119.6%。年末,沪、深股市流通市值 20 万亿元,同比增长 9.9%;创业板流通市值为 8219 亿元,同比增长 146.4%。股票市场筹资额同比基本持平。2013 年各类企业和金融机构在境内外股票市场上通过发行、增发、配股、权证行权等方式累计筹资 3867 亿元,同比多筹资 5 亿元。其中,A 股筹资 2803 亿元,同比少筹资 325 亿元。^①

中国股市发展过程中,存在着一种同股、同权但不同价的现象,即市场分割。市场分割运行阻碍了信息的相互传递,使价格信号作用混乱,不利于资本市场均衡价格的形成,从而影响了金融市场的资源配置效率。

市场分割是针对市场一体化而言的,而市场一体化指的是打破某个市场的界限,建立统一的经济空间,以实现社会资源在整个市场范围内的最优配置,其最终结果将会是跨市套利机会的消失,使得同一资源的价格或者通过风险调整后的收益在不同市场中是相同的,表现为同一资源的统一价格。市场分割是指由于市场之间的直接壁垒或间接壁垒而使得相同资源

^① 中国人民银行货币政策分析小组:《2013 年 4 季度中国货币政策执行报告》,2014 年 2 月 18 日。

的价格或者通过风险调整后的收益在不同市场中是不同的,虽然存在跨市套利机会却不能兑现的情形。市场分割和一体化在证券市场上具体表现为投资限制造成的各种壁垒和证券市场国际化之间的矛盾。

由于投资限制、所有权限制以及市场间的流通障碍等导致的同质产品在不同市场上的各种差异,是世界上许多国家的资本市场都会面临的问题,尤其是股票市场这一问题更加具有普遍性。资本市场的分割表现为多种形式,既有交易地点之间的分割,也有证券类型之间的分割,但这些分割都表现为资产价格和收益率上的差异,这也是市场分割之所以受到广泛关注的原因。对于发展中国家来说,由于国内资本市场不完善,一方面许多本地公司选择到发达国家股票市场上市,另一方面为了规避国际金融市场的风险,许多发展中国家在国内设立不同类型市场,就像中国股票市场的A股、B股市场,两类市场对于投资者和上市公司有不同的要求。这种市场分割从狭义来讲是由于投资限制或所有权限制以及股票市场间的物理差异造成的,因此可以称为“硬分割”。除“硬分割”外,学者们在对双重上市公司价格差异的实证过程中发现了其他因素也导致分割的股票市场上资产价格的差异,这些因素主要是一些由主观因素所导致的市场障碍和差异,如市场间的信息不对称、流动性差异、投资者偏好和心理的差异等,这些因素被称为“软分割”。正是由于市场分割的存在,导致对现金流和选举权拥有同样索取权的股票在分割市场上出现了价格差异,也就是“同股同权不同价”。

在中国股票市场发展的初期1990年年底中国共有10只A股交易,到了1992年2月21日,中国第一只B股(真空B股)在沪市上市交易,1992年2月28日,深南玻B在深上市,从而宣告我国B股市场诞生。1993年,国内首只H股青岛啤酒在港发行和交易,从此中国境内形成了A股、B股和H股三足鼎立的局面,市场分割也由此形成。三个市场对投资者和上市公司都有不同的要求,这些要求包括外国投资者购买股票的份额、会计披露标准、资金限额等。许多研究表明,在市场分割条件下,一个国家股票市场的外资股价格一般会高于内资股,然而,与国外许多股票市场不同的是,我国的B股和H股价格普遍低于A股,这一价格差异现象很是令人费解,被称为“怪现象”(Bailey, 1999)。

随着中国加入世界贸易组织后股票市场国际化进程的加快,各种金融创新、政策创新和制度创新不断推出,中国股票市场分割的原有格局、结

构、表现等也处于不断演进的过程中。2001 年之前, B 股只是对境外投资者开放, 包括港澳居民和外国投资者, 上海证券交易所只允许境外居民用美元购买 B 股股票, 深圳证券交易所只允许境外居民用港元购买 B 股股票。从 2001 年 2 月 18 日开始 B 股市场对境内居民的开放, 允许境内投资者购买 B 股。A 股市场在 2002 年 12 月之前只是对境内投资者开放, 并用人民币购买。从 2002 年 12 月 1 日开始在 A 股市场实施 QFII (境外合格投资者) 制度允许境外投资者 (港澳台投资者和外国投资者) 购买股票, 这两个重要举措使得 A 股逐渐与 B 股向一体化的方向演进。中国经济的持续快速发展以及越来越多的 H 股公司回到国内股市发行 A 股并作为权重股记入大盘指数, 一方面使得 A 股、B 股、H 股市场联动性逐渐增强, CDR 和 QDII 等金融创新将进一步影响和改变现有市场分割格局; 另一方面使得内地股市与香港股市的联系越来越紧密, 而香港股市作为全球成熟的证券市场之一, 与世界上规模最大的成熟市场——美国股市之间一直有着密切的联系, 这也使得中国股市与国际股市的联动性增强。

中国股票市场一体化的演进路径具有什么特征? 双重上市公司股票存在差异的原因何在? 中国大陆与中国香港以及美国等国际主要股票市场之间是否具有彼此的长期关联性和股价波动的短期相关性? 不同股票市场之间的信息传导机制特征为何? 重大制度变革如何影响中国股市以及中国股市与中国香港、美国等国际股市之间的关系? 中国香港股市在连接美国和中国内地股市的波动溢出和动态相关性方面起着什么样的作用? 这些问题的研究不仅能全面了解同一个国家不同股票市场以及一个国家股市与国际股市两个层面的股市一体化演进的特征, 引导全球资金的跨国流动和资源配置, 更对市场的融资功能、投资策略、监管机制等问题具有重要的指导作用。

第二节 中国股票市场发展概括

一 中国股市发展的国内与国际市场背景

国际金融市场一体化进程中的一个突出表现是证券市场国际化。证券市场国际化不仅指融资方式从通过金融中介的间接融资向通过国际证券市场的直接融资方式转移的趋势, 而且还指以证券形式为媒介的资本融通超

越国界的限制,证券发行、证券投资、证券交易以及证券市场结构实现国际间的自由化。它的理论基础在于使投资者在超越国界的空间内选择投资对象,以此最大限度地降低各种证券之间的相关性来分散资产组合的风险,从而提高证券投资收益。20世纪80年代以前,由于各国金融管制程度较高,证券资本流动的规模、速度、来源、流向等方面受到很大限制,因此证券市场国际化程度不高。80年代以来,世界经济一体化和区域化迅速发展,金融全球化和自由化趋势日益加强,各国尤其是许多新兴市场国家纷纷开放本国证券市场,并逐渐加大证券市场国际化力度,使国际证券融资比重越来越高。

但在股票市场国际化过程中,各国政府尤其是新兴市场国家也都采取了审慎保护国内市场的措施:一是限制国内资本外流,因为发展中国家需要大量资本发展国内经济,如中国居民不允许自由兑换外币,也不能投资外国资本市场;二是控制国外投资者对国内企业的投资,防止本国企业的控制权落入国外投资者之手,尤其是在战略上对国家利益至关重要的企业。许多国家在持有股票数量上都对外国投资者予以限制。比如,法国与瑞典等国规定外国人最多被允许购买本地公司公开发行股份的20%;印度与墨西哥等国此限制为49%。瑞士、芬兰、墨西哥与菲律宾等国,一个本地公司可以发行两种不同的股票——“受限制的”股票与“不受限制的”股票,前者仅供国内投资者购买,后者国内外投资者都可以投资,这样有效地控制了外国拥有该国股份的最大百分比。在新加坡、马来西亚和泰国等国的证券市场上,国外投资者原则上可以购买市场流通的任何股票,但是当国外投资者持有某只股票的总量达到法定国外投资者持有本国企业股票的比例上限时,国外投资者就被限制到国外板块交易。这两种资本限制形式都导致了新兴市场与国际资本市场一定程度的分割。

中国证券公司的产生和发展,是随着中国改革开放的不断深入,以及证券业务的发展和证券市场的扩大而产生发展的。改革开放以后,伴随经济发展和人民生活水平的提高,中国的国债发行逐年增加,企业股份制改革开始试点,由此证券市场逐渐发展起来,证券公司应运而生。成立证券公司的初衷,一是配合、支持企业股份制改革;二是解决国库券发行和流动问题。证券公司的证券交易发展到一定程度客观上需要一个不以盈利为目的,为证券的集中和有组织交易提供场所、设施,并履行相关职责,实行自律性管理的会员制事业法人,沪、深证券交易所因此应运而生。证券

交易所的成立标志着中国证券市场开始形成。最初中国证券交易所只发行 A 股, 其中一部分不能流通, 后来扩大到 B 股, 以及在境外发行 H 股、红筹股、S 股、N 股、L 股等。对这些股票的交易, 中国政府还相应设置了交易数量和交易人资格方面的限制。这种股票发行和交易的制度安排是中国从计划经济向市场经济转轨过程中的一种无奈选择, 一方面企业发展需要更多的资本融资, 另一方面资本融资又不能对中国尚不成熟的资本市场产生较大的冲击, 采用新兴市场国家的经验做法对资本流入和流出进行限制就成为必然, 于是中国股票市场分割现象形成。

市场分割给国内和国际资本的自由流动造成了许多壁垒。这些壁垒大致可分为两类: 一类是直接的, 即法律上规定的, 如持股比例限制、对不同投资者征收差别个人所得税等; 另一类是间接的, 是由市场结构和社会环境差异形成的, 如流动性差和外汇管制造成交易成本太高、会计准则不同增大获取信息的难度等。

二 股票类型与股市分割特征

(一) 股票类型

中国股票市场建立以来, 沪、深交易所已逐渐成为中国企业重要的融资渠道, 为企业的做强、做大提供了重要的发展平台。除了发行 A 股和 B 股外, 中国公司还在境外发行 H 股、N 股、S 股、L 股、红筹股。在中国证券市场上, 国内投资者最初只能投资于 A 股 (类似于国外的受限制股份), 后来扩大到 B 股; 而国外投资者最初只能投资于专门供国外投资者交易的特殊股票品种 (类似于国外的非限制股份), 包括 B 股、H 股、N 股、S 股、L 股、红筹股, 后来扩大到能够限额购买 A 股。这些股票区分的主要依据是股票的性质、上市地点和所面对的投资者类型。

A 股的正式名称是人民币普通股票, 标价与交易都以人民币计价。大多数 A 股是由国有企业发行的, 根据所有权类型不同分为三个系列: (1) 国有股, 由政府通过一个指定的政府代理机构持有; (2) 法人股, 由中国法人 (即企业或其他经济实体而非个人) 持有; (3) 公众股, 由普通公民持有。按照证券法, 仅有公众股才能在交易所交易, 这些公众股也称为可交易股票; 国有股与法人股在公司成立时发行, 但不能交易。这种特殊的制度安排是为了保证政府对上市公司的控股权。

B 股市场是在人民币不能自由兑换、中国企业又急需引进外资、国有企业海外融资渠道不畅的情况下, 为通过证券市场引进外资而建立起来

的,从而既能避免外资给处于起步阶段的国内证券市场造成冲击,又能实现从国外筹集资金。B股又称人民币特种股票,是指中国上市公司发行的境内上市外资股,股东享有权利与承担的义务同A股股东相同。它以人民币标明面值,以外币认购和买卖,在境内上海和深圳证券交易所上市交易。其中,在上海上市的B股以美元结算,在深圳上市的以港币结算。个人投资者最多允许持有一家公司B股股份的25%,所有外国股权(通过持有发行的B股)不能超过一家公司所有股份的49%。从2001年2月19日起,中国证监会已允许境内居民以合法持有的外汇开立B股账户,交易B股股票,但仅限于自然人。B股的交易机制与A股相似,A股通过国内券商作为中介报价,B股交易可以通过国内券商或国外券商进行报价,所有报价通过计算机撮合。

相对于B股的境内融资,中国企业在境外上市筹资可以采取两种方式进行:一是直接上市,即境内企业作为境内法人,直接申请到境外证券交易所发行股票并上市,如H股、N股、S股和L股;二是间接上市,即境内企业利用境外设立公司名义在境外发行股票上市,如红筹股。

中国概念股是相对于海外市场来说的,同一个公司可以在不同的股票市场分别上市,所以,某些中国概念股公司也可能在国内同时上市。总体来说,中国概念股就是在国外上市的中国注册的公司,或虽在国外注册但业务和关系在大陆的公司的股票。

H股又称国企股,是指在中国内地注册成立、香港上市的公司股票。香港的英文是Hong Kong,取其字首就称为H股。依次类推,纽约的第一个英文字母是N,新加坡的第一个英文字母是S,伦敦的第一个字母是L,因此纽约、新加坡和伦敦上市的股票就分别叫N股、S股和L股。H股以人民币标明面值,专供香港及海外投资者以港元认购及交易,在香港联合交易所上市。它克服了B股市场远离投资者的缺陷。H股市场的建立,一方面作为国有企业筹集资金的有效方式,将从根本上改变国有企业的管理方式,提高其国际知名度;另一方面也使香港作为内地企业通过一、二级市场在国际上融资的窗口地位变得更加重要。

按照投资主体不同,中国上市公司的股权关系就被人为划分为几个特征不同的部分,出现了一家公司多种股权形式并存的现象,这些公司也被称为双重上市公司(Dual listing company)或交叉上市公司(Cross-listing company),为了叙述方便,本书统一称为双重上市公司。在中国境

中国 A、B 股市场状况

表 1-1

年份	上市股票 总数	上市 A 股 总数	上市 B 股 总数	流通股本 (亿股)	流通 A 股 (亿股)	流通 B 股 (亿股)	流通 H 股 (亿股)	总市值 (亿元)	流通 A 股市值 (亿元)	流通 B 股市值 (亿元)
1990	8	8	0	0.469	0.469	0.000	0.000	23.822	9.824	0.000
1991	13	13	0	2.580	2.580	0.000	0.000	120.316	52.933	0.000
1992	71	53	18	20.965	11.180	9.785	0.000	1060.050	196.635	
1993	218	177	41	105.557	59.456	24.552	21.550	3657.076	655.779	
1994	345	287	58	225.467	143.547	41.391	40.529	4052.384	811.251	154.544
1995	381	311	70	301.275	180.520	56.046	64.709	3939.275	797.467	145.112
1996	599	514	85	425.005	268.369	78.052	78.585	10904.486	2525.812	344.281
1997	821	720	101	674.252	445.770	117.328	111.154	18995.029	4882.159	345.435
1998	932	826	106	864.323	610.710	133.958	119.654	20918.273	5586.121	195.460
1999	1031	923	108	1080.411	814.236	141.925	124.250	28155.500	7970.511	276.636
2000	1174	1060	114	1365.597	1085.566	155.780	124.250	50755.160	15619.239	566.753
2001	1248	1136	112	1819.093	1319.842	167.310	330.941	46328.629	13401.812	1131.520
2002	1311	1200	111	2041.733	1510.299	171.355	359.079	40966.160	11756.634	764.975

续表

年份	上市股票 总数	上市 A 股 总数	上市 B 股 总数	流通股本 (亿股)	流通 A 股 (亿股)	流通 B 股 (亿股)	流通 H 股 (亿股)	总市值 (亿元)	流通 A 股市值 (亿元)	流通 B 股市值 (亿元)
2003	1374	1263	111	2281.116	1723.368	179.401	377.347	45647.312	12353.284	877.294
2004	1463	1353	110	2592.197	1997.414	197.517	396.265	39898.422	11015.473	690.251
2005	1467	1358	109	2924.327	2282.524	218.090	422.712	34953.616	10045.816	602.574
2006	1520	1411	109	5562.090	3222.210	228.682	2110.198	103524.918	23697.274	1270.997
2007	1636	1527	109	10181.627	4686.668	249.584	5244.375	401296.955	90733.677	2509.959
2008	1711	1602	109	12373.680	6699.450	265.359	5407.871	148383.091	44551.041	777.045
2009	1804	1696	108	19719.878	13929.726	269.512	5536.917	290727.179	149618.174	1775.395
2010	2149	2041	108	25226.928	19157.128	279.401	6212.072	305214.865	191040.634	2159.730
2011	2428	2320	108	28554.467	22194.533	293.032	6356.447	250115.896	163586.446	1419.164
2012	2579	2472	107	31321.155	24501.158	278.894	6559.463	267848.811	180141.839	1532.803
2013	2574	2468	106	36709.466	29723.621	280.624	6744.187	272499.639	197984.813	1626.691

资料来源：Wind 资讯。

内,有双重上市公司同时发行 A + B 股或者是 A + H 股的股票可以面向国内或者国际投资者开放。表 1 - 1 列出了 1990—2013 年我国 A 股、B 股、H 股的基本状况。截至 2013 年,在 A 股和 B 股同时上市的公司共有 86 家(见附录 1)、在 A 股和 H 股同时上市的公司共有 86 家(见附录 2)。可以发现,无论从上市公司数量来看,还是从总股本、成交额和成交量来看,B 股相对于 A 股市场要小得多,大部分发行 B 股的公司也发行 A 股。

红筹股这一概念诞生于 20 世纪 90 年代初期的香港证券市场。中华人民共和国在国际上有时被称为红色中国,相应的,红筹股是香港和国际投资者对在境外注册、在香港上市的那些带有中国大陆概念的股票的特称。早期的红筹股,主要是一些中资公司收购香港中小型上市公司后改造而形成的。后来出现的红筹股,主要是内地一些省市将其在香港的窗口公司改组并在香港上市后形成的。随着在美国、新加坡以红筹模式上市的公司越来越多,红筹股的概念便延伸为在海外注册、在海外上市,带有中国大陆概念的股票。

红筹股和 H 股既相互区别亦相互联系。它们同在香港上市,其根本区别是:红筹股在境外注册、管理,本质属于香港公司或者海外公司;H 股在内地注册、管理,本质属于中国大陆公司。红筹股股份可全部上市流通,国有 H 股股份则有部分不能上市流通;日后增发新股时,红筹股可能拥有更大的弹性和空间,而 H 股增发的风险可能较高,时间也可能相对较长。红筹股管理层持有的认股权可能与海外公司一样,管理层可享受全部认股权的所有权益;但 H 股则不同,管理层并未真正拥有上市公司认股权,即使拥有的也是模拟的认股权。在发行可换股债券和其他债券时,红筹股公司并不需要符合内地的法律程序和条件,但 H 股则需要内地的法律程序和条件、经国家有关部门批准。

1993 年 7 月 15 日,青岛啤酒作为第一支 H 股上市,开创了内地企业 在香港资本市场筹资上市的先河。根据香港交易所资料,截至 2008 年 12 月 31 日,香港 H 股上市公司总数 150 家,红筹公司 93 家,非 H 股内地 民营企业 222 家。在港上市内地企业全年总成交额 89773 亿港元,占市场 总成交额的 71%。根据 Wind 资讯,截至 2013 年 12 月 30 日,香港 H 股 上市公司总数 181 家,市值 5125298.530 百万港元,市值占比 20.43%; 红筹公司 120 家,市值 5121278.440 百万港元,市值占比 20.08%,中资 股合计占比 40.51%。

由于很多内地公司选择在香港上市,香港联交所特别针对中国企业编制了恒生中国企业指数(HSCEI)、恒生中国内地综合指数(HSMCI)和恒生香港中资企业指数(HSCCI)。该指数以所有在联交所上市的中国H股为成分股计算得出加权平均股价指数。设立恒生中国企业指数目的是为投资者提供一个反映在香港上市的中国企业的股价表现的指标。该指数的计算公式与恒生指数相同。国企指数于1994年8月8日首次公布,以上市H股公司数目达到10家的日期,即1994年7月8日为基数日,当日收市指数定为1000点。指数追溯计算至1993年7月6日,亦即首家中国企业在联交所上市的日期。

中国股票的基本情况见表1-2。

表1-2

中国股票概况

股票类型	投资者	公司注册地	上市地点	交易货币	记账货币
A股	国内	境内	上海、深圳	人民币	人民币
B股	国外	境内	上海、深圳	美元、港币	人民币
H股	国外	境内	香港	港币	人民币
红筹股	国外	境外	香港	港币	港币

(二) 股票市场分割的基本状况

由于中国股票市场是从计划经济体制向市场经济体制转轨这一大背景下产生和发展起来的,股票市场不可避免出现转轨经济所特有的问题,其中较为突出的是中国股市有流通股与非流通股之分,出现了A股与非A股之间同股同权不同价现象。

1. 流通股和非流通股的分割

在国外成熟的股票市场中,上市公司发行的所有股票均可自由交易、流动。在中国,由于公有经济一直占据主导地位,政府为了确保对国有企业的控制权,采用行政干预手段规定企业发行的股票一部分流通,另一部分则不能流通,不能流通的股票一般指国有股和法人股,占据公司所发行股票数额中的绝大部分,从而导致了流通股与非流通之间的分割。由此可见,中国流通股与非流通股之间的分割更多体现为一种制度壁垒,是一种政府行政直接干预的结果。

为了解决这一市场分割现象,中国政府于2005年4月29日发布《关

于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，宣布启动股权分置改革试点工作。所谓股权分置，是指中国股市因为特殊历史原因和特殊的发展演变中，中国 A 股市场上市公司内部普遍形成了“两种不同性质的股票”（非流通股和社会流通股），这两类股票形成了“不同股不同价不同权”的市场制度与结构。随着同年 5 月 9 日清华同方（600100）、金牛能源（000937）、紫江企业（600210）和三一重工（600031）等被中国证监会确定为股权分置改革试点单位，股权分置改革试点拉开序幕。6 月 10 日三一重工股权分置改革方案获得通过，成为中国证券市场第一个通过股权分置改革实行全流通的上市公司。

到 2007 年 2 月 28 日止，中国股市股份总数为 15339.74 股，其中尚未流通 9475.39 亿股，已流通 5864.35 亿股。未流通股中，发起人股为 7591.81 亿股，定向募集法人股 99.31 亿股，内部职工股 1.28 亿股，基金配售股份 5.96 亿股，战略投资者配售股份 89.26 亿股，其余为 1687.78 亿股。已流通股中，境内上市人民币普通股 3445.10 亿股，境内上市外资股 229.00 亿股，境外上市外资股 2190.25 亿股。可见，虽然股权分置改革已取得了很大成就，但未流通股仍然占有相当大比例，流通股与非流通股市场分割现象依然存在。随着资本市场的进一步开放和股权分置改革的深入，未流通股占比已逐步下降。截至 2013 年 12 月 30 日，上市公司总股本 40662.885 亿股，其中尚未流通 69.135 亿股；已流通 36759.073 亿股。^①

2. A 股市场与非 A 股市场的分割

一般而言，股票的市场价值是用股东要求的收益率为折现率对企业的未来收益现金流折现以后得到的现值，所以，如果同一公司发行两种股票而两种股票对未来现金流又有同样的索取权，则理论上价值应该相同。但其他国家的实证研究都发现，在一些国家的股票市场上，由于限制国外投资者投资于本国股市以及限制本国投资者投资于国外股市的政策形成了市场分割，从而导致了现金流和选举权拥有同样索取权的股票在分割的市场上出现价格差异，也就是常说的“同股同权不同价”的问题。这一现象在中国股票市场也是大量存在的，主要体现为 A 股与 B 股、A 股与 H 股之间的价格差异。在国外，非限制股票的交易价格通常高于受限制股票

^① Wind 资讯。

的价格，即国外投资者持有的股票价格高于只有国内投资者持有的股票；而中国情况则刚好相反，A 股价格高于 B 股和 H 股价格，B 股和 H 股出现折价现象，从而形成了 A 股与非 A 股之间市场分割现象。

三 中国股票市场发展的重大举措

为了更深入地了解中国股票市场的发展，现将中国股市发展过程的重大举措作一简要概述。

1981 年，中国国库券开始发行，新中国最早的证券市场是国债市场，国库券的发行标志着中国证券市场发展进入新的历史阶段。

1986 年 9 月 26 日，上海建立第一个证券柜台交易点，开始接受委托，办理由其代理发行延中实业和飞乐音响两家股票的代购、代销业务。这是新中国证券正规化交易市场的开端。

1990 年 12 月 19 日，新中国第一家经批准成立的证券交易所——上海证券交易所成立。1991 年 7 月 3 日，深圳证券交易所正式开业。沪、深证券交易所的成立标志着中国证券市场开始形成。

1992 年 2 月，上海真空电子器件股份有限公司 B 股股票，正式在上海证券交易所挂牌交易，新中国首次向境外投资者发行股票。

1993 年 6 月，境内企业开始试点在香港上市，青岛啤酒股份有限公司在香港发行上市，成为中国内地首家在香港上市的 H 股。国际证券界、投资界对此反响强烈，投资踊跃。此后，不仅越来越多的中国内地企业到香港上市，还逐渐开始在美国、伦敦、新加坡等证券市场发行上市，1994 年 8 月，山东华能发电股份有限公司在纽约证券交易所发行上市，成为中国内地首家在纽约上市的 N 股。1997 年 3 月，北京大唐发电股份有限公司在伦敦证券交易所挂牌上市，成为中国内地首家在纽约上市的 L 股。1997 年 5 月，天津中新药业在新加坡证券交易所发行上市，成为中国内地首家在新加坡上市的 S 股。海外上市不仅拓宽了中国境内企业的融资渠道，而且加速了国有大型企业转换经营机制，提高国际知名度和竞争力，更使中国证券界开始了解国际成熟资本市场的业务规则。在这一过程中，海外投资银行开始接触中国境内市场，国际投资者进一步了解了中国状况，增强投资中国的信心。

1996 年 12 月 16 日，经中国证监会同意，上交所和深交所决定从即日起，对在该两所上市的股票、基金类证券的交易实行价格涨跌幅 10% 限制并实行公开信息制度。