

第3卷 第1期

(总第4期)

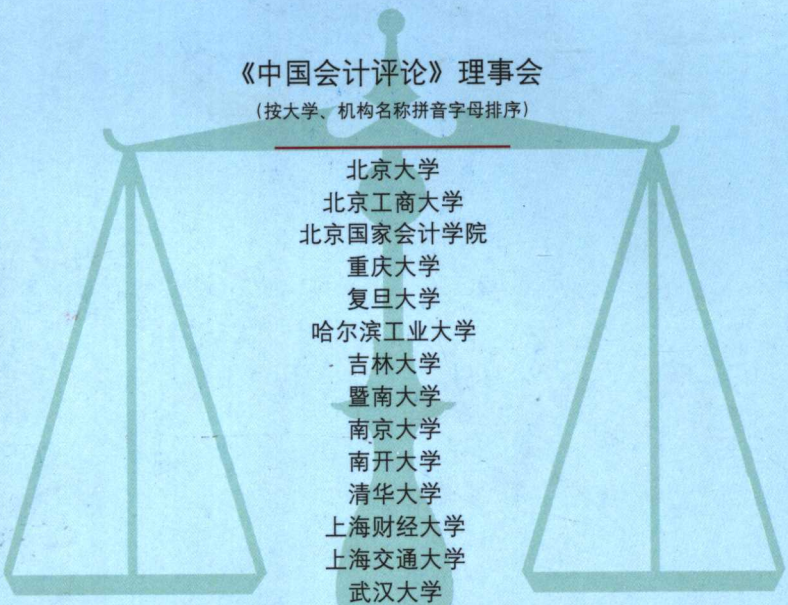
Vol.3 No.1

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音字母排序)



北京大学
北京工商大学
北京国家会计学院
重庆大学
复旦大学
哈尔滨工业大学
吉林大学
暨南大学
南京大学
南开大学
清华大学
上海财经大学
上海交通大学
武汉大学
西安交通大学
厦门大学

《中国会计评论》编委会

中国人民大学

中山大学

北京大学出版社

2005 · 6

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

名誉顾问

厉以宁/北京大学

梁允能/清华大学

葛家澍/厦门大学

主 编

王立彦/北京大学

副主编

陈 晓/清华大学 吕长江/吉林大学

刘 星/重庆大学 刘志远/南开大学

编委(按编委姓名拼音排序)

陈 晓/清华大学	刘志远/南开大学
陈小悦/国家会计学院	吕长江/吉林大学
陈信元/上海财经大学	曲晓辉/厦门大学
耿建新/中国人民大学	王立彦/北京大学
刘 峰/中山大学	王平心/西安交通大学
刘 日/西安大学	

编辑部

朱鸿飞/北京大学出版社	肖 星/清华大学
吴联生/北京大学	(编务助理: 代冰彬)

地 址

北京市海淀区成府路 205 号 北京大学出版社 206 室
(邮编: 100871 电话: 010-62752926 传真: 010-62556201)

图书在版编目 (CIP) 数据

中国会计评论. 第3卷. 第1期/王立彦主编. —北京: 北京大学出版社, 2005. 6
ISBN 7-301-09350-0

I. 中… II. 王… III. 会计—中国—丛刊 IV. F23-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 073992 号

书 名: 中国会计评论(第3卷第1期)

著作责任者: 王立彦 主编

责任编辑: 刘云艳 梁鸿飞

标准书号: ISBN 7-301-09350-0/F·1152

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

电 子 信 箱: em@pup.pku.edu.cn

排 版 者: 北京高新特打字服务社 82350640

印 刷 者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

787 mm×1092 mm 16 开本 15.625 印张 310 千字

2005 年 6 月第 1 版 2005 年 6 月第 1 次印刷

定 价: 35.00 元

International Price: \$ 30.00

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 翻版必究

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》秉承学术中立、公正原则，遵守中华人民共和国法律，参照国际规范学术期刊的管理和编辑工作方式运行，实行匿名审稿制。

本刊内容涵盖（但不局限于）财务会计、管理会计、审计、税务、公司财务、会计师职业道德等领域，以实证研究方法为主导。

本刊大力提倡国际主流的经验式研究和分析式研究，也欢迎案例分析、实验研究、问卷调查、比较分析等方法。无论采用何种研究方法，都应当坚持严谨、深入、细致、求实的学术风范。本刊也刊登高水平的书评和文献综述性文章。

本刊不刊登已经在其他刊物发表过的论文或正在其他刊物审稿中的稿件。作者投稿时必须注明其稿件满足这一条件。

本刊主要面向大学会计教育界和学术界。

本刊以中文为主。作者投稿时应将打印稿一式两份寄至：

北京大学光华管理学院 王立彦 教授（邮编：100871）

清华大学经济管理学院 陈晓 教授（邮编：100084）

CAJ

《中国会计评论》 体例

本刊以中文为主。海外学者可用英文投稿,本刊直接发表英文稿件,或由本刊组织翻译成中文发表。中文稿在本刊发表后,作者可继续以英文发表。稿件评审结果在收到稿件两个月之内通知作者。稿件如被录用,请作者将文章用与中文 Microsoft Word 兼容的软件录入,并将软盘寄至编辑部,或通过电子信箱将文章电子版传送到 lywang@gsm.pku.edu.cn 或 chenx@em.tsinghua.edu.cn。

稿件格式

1. 稿件须隔行单面打印,并按顺序标注页码。标题应尽量精简。
2. 稿件的第1页应包括以下信息: (1) 文章标题; (2) 作者姓名、单位以及通讯作者的通信地址、电话或电子邮件地址。
3. 稿件的第2页应提供以下信息: (1) 中文信息: 文章标题、不超过200字的摘要、3—5个关键词; (2) 英文信息: 文章英文标题、作者英文名及单位英文名、不超过200字的英文摘要、3—5个英文关键词。
4. 文章正文的标题、表格、插图必须分别连续编号。第一级标题居中,用中文数字一、二、三等编号,第二级标题左对齐,用中文数字(一)、(二)、(三)等编号。第三级以后编号一律使用阿拉伯数字。
5. 脚注数目应尽量精减,并用连续的阿拉伯数字上标标注。脚注不得包含图表,尽量不包含公式。致谢及获得资助声明可置于包含作者信息的第1页第1个脚注。
6. 公式应标以连续的数字(1)、(2)、(3)等。
7. 每张插图必须打印在单独的一张纸上,并在行文中指明其位置。图中线条、符号及文字必须清晰。
8. 所有参考文献出现在文章的末尾。文献信息如出自连续出版物(期刊),应包含作者姓名、文献年份、文献名、期刊名和期刊序列号,以及文献所在页码;如出自著作,应包含作者、出版年份、作品名称、出版者地点、出版者名称。所有文献统一按作者姓名的汉语拼音(或英文姓名字母)顺序排列。参考文献应参照如下格式列示:
 - [1] Schipper, K., 2000, Financial accounting and reporting research in transition economies, *Taiwan Accounting Review*, Vol.1, October, pp.1—14.
 - [2] Ball, R. J., and P. Brown, 1968, An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp.159—178.
 - [3] 王立彦、王婧、刘军霞, 2002, 内部监控双轨制与公司财务信息质量保障, 《审计研究》, 第6期, 第34—39页。
 - [4] 陈晓、陈小悦、倪凡, 1998, 中国上市公司首次股利信号传递效应的实证研究, 《经济科学》, 第5期, 第33—43页。
 - [5] 厉以宁, 2003, 《资本主义的起源——比较经济史研究》, 北京: 商务印书馆。

文章正文中提及参考文献时,应使用“著者+年份”制,例如:“张明(1998)认为”、“曾有研究者探讨过这一问题(Schipper, 2000)”。正文提及的参考文献应与正文后列出的文献一一对应。稿件发表后,本刊向主要论文作者免费提供本刊同期正本2册和文章抽印本10份。

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音排序)

理事长

清华大学/国家会计学院 陈小悦

理 事

北京大学	陆正飞
北京工商大学	杨有红
北京国家会计学院	陈小悦
重庆大学	刘 星
复旦大学	洪剑峭
哈尔滨工业大学	王福胜
吉林大学	吕长江
暨南大学	熊 剑
南京大学	王跃堂
南开大学	刘志远
清华大学	陈 晓
上海财经大学	孙 铮
上海交通大学	张天西
武汉大学	王永海
西安交通大学	张俊瑞
厦门大学	陈汉文
《中国会计评论》编委会	王立彦
中国人民大学	戴德明
中山大学	魏明海

特邀理事

中国会计学会	刘玉廷
中国证券监督管理委员会	张为国
中国注册会计师协会	陈毓圭

《中国会计评论》征订

《中国会计评论》是一本与国际学术研究相接轨、积极关注中国会计与财务问题的大型会计理论学术期刊,由北京大学、清华大学、北京国家会计学院发起,多所综合大学联合主办,北京大学出版社出版,主要面向大学会计教育界和学术界发行。

本刊力求为中国会计理论界提供一个学术交流聚焦点,为会计界学者提供一个高水平的研究成果发表平台。本刊的研究风格是:用国际规范的方法,研究中国的本土经济现象,为中国会计理论学科的发展走向世界铺路搭桥。我们希望并相信,在会计理论界的共同努力下,《中国会计评论》能够发表一系列开创性的、具有影响力的研究成果,培育出一大批具备敏锐眼光的杰出会计学者。

《中国会计评论》为大16开,每期250页左右,一年两期。本刊印刷装帧考究,内容深刻,极富学术参考价值和保存价值,是有志于学习现代会计前沿理论和方法并以之研究中国本土问题的学者和学生的必读刊物,同时也是最好的学术发表平台之一。

我们诚挚地邀请海内外学者共襄盛举,踊跃投稿和订阅,为中国会计和财务理论的繁荣贡献力量。

订阅地址:北京市海淀区北京大学出版社北大书店(邮编:100871)

联系电话:010-62757515 传真:010-62753573 联系人:迟频

户名:北京大学出版社发行部

开户行:工商银行北京市海淀支行海淀镇分理处

账号:0200004509066138007

税号:110108H52628530

《中国会计评论》征订单

(可复制)

每期定价:人民币 35 元		邮购价:人民币 40 元(含邮资)	
订户名称			联系人
详细地址			邮 编
电子信箱	传真		电 话
订阅年度	☐ 2005 年	☐ 2006 年	份 数 每期 份
合计金额	人民币(大写) ¥ 元		汇款日期
注:订刊款汇出后请立即将此订单邮寄、传真或 E-mail 到北京大学出版社北大书店,作为发行凭证,以便订户及时收到本刊。			

说明:1. 请到邮局汇款订阅。可随时订阅,一年起订。

2. 汇款时请务必将汇款人单位(地址)、姓名写清楚,以免影响邮寄。

3. 请勿电汇购书款,请勿在信中夹寄钱物。

CHINA ACCOUNTING REVIEW (CAR)

China Accounting Review (CAR) is a new accounting journal in Chinese, sponsored by Peking University, Tsinghua University, Beijing National Accounting Institute and ten more universities, and published by the Peking University Press.

The aim of the journal is to provide a publication forum for serious theoretical and empirical research on accounting and finance in China's transitional economy. Papers published in *CAR* fall into five categories: reviews, regular papers, comments and replies, symposium, and book reviews.

Each volume is published half a year. Each issue contains about 250 pages and is printed elegantly with quality paper. English table of contents and an abstract for each paper are provided. The journal brings the reader with the latest developments of accounting and finance research in China. Therefore, it is a must collection for academic libraries and scholars who have an interest in the Chinese accountancy.

CHINA ACCOUNTING REVIEW (CAR)

Order Form

☐ Institutions & Individuals

US \$ 30.00/Volume

Please enclose a check payable to *China Accounting Review* with this order form.

Subscription to

☐ Vol. 1

☐ Vol. 2

☐ Vol. 3

Only checks are accepted

Currency Options

☐ RMB ☐ Hong Kong dollar

☐ Euro ☐ US dollar

Name _____

Address _____

City/state/Zip/Country _____

Phone () _____ Fax () _____

E-mail _____

Please mail your order and check to *China Accounting Review*, Guanghua School of Management, Peking University, Beijing 100871, China.

中国会计评论

第3卷 第1期

(总第4期)

2005年6月

目 录

文章

市场分割与中国股市发展

——A、B股市场一体化进程的启示 陈小悦 陈 璇 (1)

制度建设与股票市场渐进性有效

——基于法和金融理论的实证分析 曾亚敏 张俊生 (19)

控股股东对上市公司价值的影响

——基于大股东实际控制制度的评价 戴 璐 孙茂竹 (29)

大股东变更、公司治理与公司绩效

——来自中国上市公司的经验数据 崔学刚 (47)

大股东的隧道挖掘与制衡力量

——来自中国市场的经验证据 唐清泉 罗党论 王 莉 (63)

关联交易和会计盈余的价值相关性 洪剑峭 方军雄 (87)

上市公司审计收费影响因素研究

——来自上市公司2001—2003年的经验证据 张继勋 徐 奕 (99)

增长、盈余管理和应计持续性 林 翔 陈汉文 (117)

配股资金使用与公司业绩 原红旗 李海建 (143)

民营中小企业融资增长周期和融资结构变迁 梁鸿飞 (161)

评论

不充分竞争环境下我国股市一体化的制度变迁路径分析

——对陈小悦和陈璇“市场分割与中国股市

发展”的评论 肖虹 (185)

对“制度建设与股票市场渐进性有效

——基于法和金融理论的实证分析”的点评 薛爽 (189)

关于“控股股东对上市公司价值的影响

——基于大股东实际控制制度的评价”一文的评论 杜兴强 (193)

对“大股东变更、公司治理与公司绩效

——来自中国上市公司的经验数据”的评论 徐晓东 (197)

对“大股东的隧道挖掘与制衡力量

——来自中国市场的经验证据”的评论 黄彤 陈汉文 (203)

“关联交易和会计盈余的价值相关性”评述 邓淑芳 (207)

揭开审计收费之谜

——评“上市公司审计收费影响因素研究” 伍利娜 (211)

盈余管理、盈余持续性和盈余质量

——评“增长、盈余管理和应计持续性” 戴晓娟 (213)

“配股资金使用与公司业绩”评述 岳衡 (217)

评“民营中小企业融资增长周期和融资结构变迁” 林小驰 张翼 (219)

会议综述

制度环境与公司治理

——中国与东亚国家公司治理国际研讨会

综述 陈信元 陈冬华 李增泉 (223)

学术信息 编委会 (235)

CHINA ACCOUNTING REVIEW

Vol.3 No.1

June, 2005

CONTENTS

Articles

Market Segmentation and Chinese Stock Market Development:

Enlightenments from the Market Integration

Process of A and B Shares Xiaoyue Chen and Xuan Chen (1)

Institution Construction and Evolving Stock Market Efficiency:

An Empirical Research Based on the Law and

Finance Theory Yamin Zeng and Junsheng Zhang (19)

The Effect of Controlling Owners on Companies Value

among Chinese Listed Companies:Based on Evaluation

of Real Control-degree of Block-holders Lu Dai and Maozhu Sun (29)

Turnover of Large Shareholders, Corporate Governance

and Corporate Performance: Empirical Evidence

from China Listed Companies Xuegang Cui (47)

Controlling Shareholder's Tunneling and Resistant Powers:

The Evidence from Chinese Stock Market

..... Qingquan Tang, Danglun Luo and Li Wang (63)

Related Party Sales and the Informativeness

of Accounting Earnings Jianqiao Hong and Junxiong Fang (87)

The Determinants of Audit Fees:Evidence From the China's

Listed Companies in 2001—2003 Jixun Zhang and Yi Xu (99)

Growth, Earnings Management and the

Persistence of Accruals Xiang Lin and Hanwen Chen (117)

Use of the Rights Issues Proceeds and
Corporate Performance Hongqi Yuan and Haijian Li (143)

Analyses of the Private SMEs's Financial
Growth Cycle and Financial Structure Hongfei Liang (161)

Comments

Discussion: Market Segmentation and
Chinese Stock Market Development Hong Xiao (185)

Discussion: Institution Construction and
Evolving Stock Market Efficiency Shuang Xue (189)

Discussion: The Effect of Controlling Owners on Companies
Value among Chinese Listed Companies Xingqiang Du (193)

Discussion: Turnover of Large Shareholders,
Corporate Governance and Corporate Performance Xiaodong Xu (197)

Discussion: Controlling Shareholder's Tunneling
and Resistant Powers Tong Huang and Hanwen Chen (203)

Discussion: Related Party Sales and the
Informativeness of Accounting Earnings Shufang Deng (207)

Discussion: The Determinants of Audit Fees Lina Wu (211)

Discussion: Growth, Earnings Management
and the Persistence of Accruals Xiaojuan Dai (213)

Discussion: Use of the Rights Issues
Proceeds and Corporate Performance Heng Yue (217)

Discussion: Analyses of the Private SMEs's Financial
Growth Cycle and Financial Structure ... Xiaochi Lin and Yi Zhang (219)

Conference Summary

Regulatory Environment and Corporate Government: A Conference Summary
..... Xinyuan Chen, Donghua Chen and Zengquan Li (223)

Information on Academia Editorial Board (235)

市场分割与中国股市发展

——A、B股市场一体化进程的启示

陈小悦 陈璇*

摘要 本文从双重挂牌公司的A、B股价格差异和A、B股收益率差异角度,分析B股向境内投资者开放对A、B股市场一体化进程的作用程度。在此基础上探讨了A、B股市场一体化进程的经验和存在的问题,并试图提出一套解决中国非流通股与流通股市场分割问题的渐进式改革方案。

关键词 市场分割,套利,封闭交易期,渐进式并轨方案

一、引言

市场分割是中国股市的基本特征,既包括流通股与非流通股之间的分割,也包括内资股与外资股(指A股与B股、H股、N股)之间的分割。其中,内资股与外资股之间的市场分割并不是中国的特有现象,很多国家(尤其是新兴市场国家和发展中国家,如新加坡、芬兰、泰国、墨西哥等)证券市场都存在针对外国投资者的市场分割现象。但流通股与非流通股的市场分割基本上为中国独有,并已成为阻碍中国股市长期健康发展的桎梏。因此,如何消除中国股市现存的市场分割,特别是流通股与非流通股之间的市场分割,已成为摆在证券理论界和实务界面前的一个非常棘手的问题。

笔者认为,只有充分认识中国的国情,才能在发展中解决中国股市的市场分割问题。2001年2月19日,证监会宣告B股向境内投资者开放。迄今为止,我国已部分解决了A、B股市场的市场分割问题,所以解决流通股与非流通股市场的分割问题完全可以借鉴A、B股市场一体化的经验,探索出一套适宜的非流通股与流通股的渐进式并轨方案。

本文从B股向境内投资者开放对A、B股市场一体化作用的理论分析和实证检验出发,探讨中国非流通股与流通股市场分割问题的解决方案。

* 陈小悦,国家会计学院;陈璇,清华大学经济管理学院。通讯作者:陈璇,邮编:100084, E-mail: chenxu-an00@mails.tsinghua.edu.cn。本文为国家社科基金项目“国有资产管理体制改革研究”(批准号:03BJL021)的阶段性成果。

本文其余部分安排如下:第二部分,文献回顾;第三部分,A、B股市场一体化进程的理论分析和实证检验;第四部分,A、B股市场一体化进程的经验和存在的问题;第五部分,政策启示:非流通股与流通股的渐进式并轨方案。

二、文献回顾

从理论角度,市场一体化是指打破市场之间的壁垒,表现为同质的市场交易品种的价格在不同市场间是均衡的,同一市场交易品种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,不存在跨市套利机会。与之相对应,市场分割是指由于不同市场之间存在直接或间接壁垒,同质的市场交易品种在不同市场中以不同的价格或不同的收益率进行交易,但这种价差却因制度障碍造成了交易成本过高而无法成为现实的跨市套利机会。

与市场一体化或市场分割相关的实证检验主要包括两个方面:

(一) 对不同市场间是否存在分割进行检验

主要有两个途径:

1. 基于资产定价模型,通过分析不同市场的股价收益率是否受到同样的因素驱动来论证市场之间是否存在分割。如果市场是一体化的,两个市场资产的定价应该基于统一的因素,比如 CAPM 的系统风险因素或多因素资产定价模型的各个风险因素。否则,则认为两个市场是分割的。但是,由于 CAPM 模型成立的完美市场假定和多风险资产定价模型中风险因子的选取具有主观性和不可穷尽性的缺陷,所以基于资产定价模型的市场分割的界定在实证分析中存在一定的局限性。

邹功达等(2002a)对国外文献进行了较详细的述评,在此不再赘述。邹功达等(2002a)是国内公开发表的第一篇有关市场分割检验的论文,其文对国内市场一体化或市场分割的研究具有开拓性的意义。但是,其依据的理论模型 CAPM 在实证检验方面本身具有局限性,且论文的研究设计也存在一定的缺陷:作者的研究对象是 A、B 股市场的分割性,所以应直接比较 A 股市场和 B 股市场的风险因素及其作用是否对等,但作者的做法是检验 B 股个股的股票定价是否完全由综合市场组合收益率决定(即检验除综合市场组合收益率外, B 股市场组合收益率是否对 B 股个股定价能够提供额外的信息)。A、B 股市场交易品种的种类和数量不同造成两个市场间整体风险和收益率分布的差异,但这种结构性差异在综合市场组合收益率里无法体现。所以,作者直接将 B 股指数收益率对综合指数收益率做投影,无法区分 A、B 股市场结构差异因素与 B 股附加信息因素的各自作用,而作者把 B 股指数收益率对综合指数收益率回归产生的残差项完全归为 B 股附加信息因素的作用,很可能会影响到研究结论的科学性和正确性。所以,作者得出的在 2000 年 6 月前 A、B 股市场在相当程度上是一

体化的结论值得商榷。

2. 通过市场之间的信息流动来间接研究市场分割。其原理在于：不直接研究资产在不同市场定价的风险决定因素(如 CAPM 和多因素资产定价模型)，而是通过间接研究包涵风险决定因素变化情况的信息在不同市场之间的传递(即一个市场的滞后股价收益率对另一个市场收益率的预测能力)，来检验不同市场之间是否存在套利机会及其一体化程度。

对于中国 A、B 股市场的信息流动问题，现有的实证研究得出不同的结论。Chui 和 Kwok(1998)研究发现信息是从 B 股市场流向 A 股市场的；Boosjoo 和 Zhang(2000)通过研究 1993 年 6 月至 1997 年 6 月 41 家 A—B 股双重挂牌公司的股票收益率的引导关系，发现在上海证券交易所，信息的流动是从 B 股市场流向 A 股市场，而深圳证券交易所的结论不明确。Chen, etc.(2001)的结论则表明两个市场之间基本上不存在信息流动。吴文锋等(2002)从信息流动的角度，研究了 B 股向境内居民开放前后的 A、B 股两个市场之间的分割程度，实证结果显示在 B 股向境内居民开放之前，A、B 股市场之间基本上处于完全分割状态，而开放之后两个市场趋于半分割状态，并表现为 A 股引导 B 股。研究结论表明，投资主体的不同是造成 A、B 股市场分割的关键因素，B 股向境内居民开放一定程度上缓和了两个市场的分割局面，但离一体化还有相当差距。

通过市场之间的信息流动来间接研究市场分割问题，避免了资产定价模型检验方法中确定风险决定因素的困难，但因其结论对滞后期阶数(滞后 1、2 或 n 期)和对滞后期间隔(如小时、日、周或月等)的主观选择较为敏感，且用一个市场的滞后收益率对另一个市场的收益率的预测能力来判断市场的一体化程度，在技术上无法处理信息同时到达两个市场的情况，该方法也存在一定的局限性。

(二) 对分割状态下不同市场的股价差异关系及其决定因素进行检验

据 John Fernald 和 John H. Rogers 的统计，许多国家(尤其是新兴市场国家和发展中国家)证券市场都存在针对外国投资的市场分割现象，由于投资者无法通过套利行为来消除市场间证券价格差异，同一公司的股票在分割的两个市场中将无法同时满足“一价定律”：针对国外投资者交易的“外资股”相对于国内投资者交易的普通股票价格肯定会出现“市场割裂下的外资股折溢价问题”(foreign class shares premium/discount with Market Segmentation)(范钰，2001)。

Solnik(1974)、Grauer 和 Hakansson(1987)认为，国外投资者可以在国际范围内进行组合投资分散风险，因此能够在不降低预期收益的情况下减少风险。国内投资者由于一般受到法律的限制不能持有外国股票，因而不能通过在国际范围内进行组合投资以分散特定的国家风险。所以，国内投资者对国内股票的要求收益率要高于国外投资者。对芬兰、泰国、墨西哥市场的实证检验结果，验证了 Solnik 等(1987)的理论设想(Hietala, 1989; Bailey 和 Jagtiani, 1994; Do-

mowitz, Glen 和 Madhavan, 1997)。

Chakravarty, Sarkar 和 Wu(1998)研究了中国股票市场分割与信息不对称问题。他们发现,与世界上其他具有市场分割特征的国家外资股出现溢价的情况不同,中国外资股 B 股比内资股 A 股的价格平均低 60%。他们认为中国的外资股折价的一个原因是外国投资者获得的关于中国股票的信息比国内投资者少。实证研究结果支持了他们的理论模型,信息不对称(相对法律限制引起的市场分割)成为 B 股价格折扣的更重要的解释变量。

秦宛顺和王永宏(2000)选取在上海交易所上市的 33 家上市公司 1996 年 6 月 30 日至 1999 年 6 月 30 日的日交易数据作为样本,拟合了一个回归模型,其实证分析结论为:造成中国 A、B 股价格差异的原因在于市场分割、信息不对称与投资理念差异等。

邹功达和陈浪南(2002b)在综述国内外学者对内资股与外资股股价差异研究的基础上,设定多组模型与多个变量,对影响我国 B 股折价的因素进行实证研究,认为 B 股价差率的公司间差异由上市地点、每股收益、A 股与 B 股的相对供给、公司市值大小和 A 股 Beta 系数决定;影响 B 股价差率的因素有前期价差率、每股收益、公司市值、A 股换手率、B 股换手率、B 股相对流动性以及非流通股比重等。

其他相关研究文献还有:流动性不佳的证券估价模型(Longstaff, 1995a, 1995b, 2001; Amihud 和 Mendelson, 1986; Vayanos 和 Vila, 1999);流动性不佳证券折价的实证分析(Silber, 1991; Amihud 和 Mendelson, 1991; Kamara, 1994; Boudoukh 和 Whitelaw, 1991);中国法人股转让折价的实证分析(Zhiwu Chen 和 Peng Xiong, 2001)。

笔者认为,只有对市场制度或规则进行根本性变革,即进行市场的结构性调整(structure change),才能实现市场分割状况的改善或根本消除。所以,本文的研究重点是制度变革可能对市场分割或一体化带来的影响和作用,对市场分割状况下的股价差异(A、B 股间,流通股、非流通股间)影响因素及其可能的改良措施不作探讨。

迄今为止,为改善中国股市市场分割状况,中国证券监管部门作出的最主要的市场制度变革是 2001 年 2 月 19 日 B 股向境内投资者开放。本文将以此为研究契机,考察 B 股向境内投资者开放是否有助于 A、B 股市场一体化,其成功的经验何在,还存在哪些问题?在此基础上,本文将进一步探讨我国股票市场的改革前景。

鉴于前述两种市场分割或一体化检验方法的局限性,本文的研究方法是直接从市场一体化或分割的基本定义出发,即直接考察制度变革前后同一家公司 A—B 股价格和收益率差异的变化趋势,来考察 B 股向境内投资者开放对 A、B 股市场一体化的作用程度。

三、A、B股市场一体化进程的理论分析和实证检验

(一) A、B股市场一体化进程的理论分析

中国A、B股市场的市场分割由来已久,其主要的制度障碍在于:2001年2月19日之前,B股股票只能以外币进行买卖交易,它的投资人仅限于外国、香港、澳门、台湾地区的自然人、法人和其他组织,以及定居在国外的中国公民等。长期以来,同一家公司的A—B股价位和收益率的表现不尽相同,但由于对A、B股投资者和交易币种的硬性限制,使得此套利空间无法成为现实的获利。

2001年2月19日B股向境内个人投资者开放,部分消除了对A、B股投资者身份的限制(B股未对境内机构投资者开放,对交易币种的限制依然保留),¹A、B股市场壁垒的部分消除必然会使A—B股市场股价和收益率之间的套利空间缩小,并深刻影响B股市场的发展和A、B股市场一体化进程。

笔者认为,从套利活动的角度出发,B股对境内投资者开放对消除A—B股股价差异和收益率差异的作用是不同的,其原因在于:

A—B股股价差异套利活动的载体是股票,A、B股在两个市场进行交易、不能跨市场买卖,所以现阶段仍无法通过套利活动消除A—B股股价差异;A—B股收益率差异套利活动的载体是资金,尽管人民币尚未实现完全可兑换,但人民币与外币之间兑换的渠道是存在的,所以,在B股对境内开放的背景下,资金套利行为将使A—B股的收益率差异逐渐降低,直至完全消失(扣除人民币与外币兑换过程中的交易成本因素)。

此外,中国股市的基本特征是上市公司分红金额和比例较少,一股独大现象普遍,境内个人投资者注重资本利得,而不看重投票权或持股比例及其派生权益。所以,从追求资本利得的角度出发,境内投资者通过A、B股市场间资金的转移来进行套利的动机是很强的,其直接的经济后果就是降低A—B股收益率差异。

与此同时,B股向境内投资者开放也有助于缩小A—B股股价差异,其机理不在于资金的套利行为,而在于此项措施增加了投资B股的潜在的和现实的资金供应量,由供求关系和投资者的心理预期决定B股价格会有大幅上升,A—B股股价差异下降。因此,B股向境内投资者开放会同时缩小A—B股股价差异和A—B股收益率差异,其不同之处在于:(1)作用机理不同。前者为供求关系

¹ “境内居民个人从事B股交易,在2001年6月1日前,只允许使用在2001年2月19日(含2月19日,下同)前已经存入境内商业银行的现汇存款和外币现钞存款,不得使用外币现钞和其他外汇资金;境内居民个人2001年2月19日前已经存入境内商业银行,2001年2月19日后到期后并转存的,可以作为从事B股交易的资金。2001年6月1日后,允许境内居民个人使用2001年2月19日后存入境内商业银行的现汇存款和外币现钞存款以及从境外汇入的外汇资金从事B股交易,但不允许使用外币现钞。”——摘自《关于境内居民个人投资境内上市外交股若干问题的通知》,证监发,[2001]22号。