

学校编码: 10384  
学号: 15320061150798

分类号\_\_密级\_\_  
UDC\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

银行类双重上市公司 A-H 股价格差异分析

An Analysis of the Price Difference of A and H stock of  
Dual-listed Banks

徐 冉

指导教师姓名: 邵宜航教授  
专 业 名 称: 西方经济学  
论文提交日期:  
论文答辩时间:  
学位授予日期:

答辩委员会主席: \_\_

评阅人: \_\_\_\_\_

2009 年 4 月

# 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘要

本文通过对 6 家银行类 A-H 股双重上市公司和 39 家非银行类 A-H 股双重上市公司分别建立面板数据回归模型和收益率回归模型，以及对 2007 年 9 月至 2009 年 3 月 A 股、H 股价格等数据的实证研究，对银行类双重上市股票 A-H 股价格差异进行全面而深入的剖析，以探讨其价格差异明显小于非银行类双重上市股票的真正原因。

本文在借鉴前人研究基础之上所建立的面板数据回归模型对信息不对称指标、流动性差异指标、需求差异指标以及市场风险差异指标进行了回归分析，结果显示传统研究 A-H 股价格差异所使用的模型并不能解释银行类股票价格差异较小的现象，传统指标对于银行类和非银行类股票不存在明显的区别影响，虽然流动性差异指标可以在一定程度上解释银行类双重上市股票价格差异较小这一现象，但银行类与非银行类面板数据模型常数项之间的巨大差异表明可能存在其他因素对于二者之间价差的差异存在重要影响。在分别对银行类和非银行类双重上市股票建立收益率回归模型的过程中，我们发现银行类股票 A 股与 H 股同时受到内地市场指数沪深 300 与香港市场指数恒生指数的影响；对于非银行类股票而言，其 H 股也同时受到这两个指数的影响，但其 A 股价格波动与 H 股市场指数完全不相关，本文的分析认为行业之间的异质性差别——银行类金融企业在资本市场开放过程中较易受到国际资本市场影响；内地实体产业国际化程度较低，缺乏国际品牌这一显著差别造成了银行类双重上市股票价格差异显著小于非银行类股票这一现象。

为了解决这一问题，我们认为首先可以引入 QFII、QDII 以及 CDR 等机制以加强市场整合、加大两市联动性来消除市场之间的硬分割。其次，银行体系与香港市场之间较强的联动性也提醒我们在金融危机的背景之下要做好风险监控措施以维护金融体系的安全，并且要逐步开放国内市场以保护内地实体产业的发展。

关键词：双重上市；价格差异；实证研究

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## ABSTRACT

Our purpose is to look for the reason why the price differences of A and H stock of dual-listed banks are smaller than the other dual-listed companies by establishing the panel data model and the yield regression model respectively.

In this paper, we establish a panel data model of information asymmetry, liquidity, demand and market risk. It turns out that the four variables that previous studies used are not the reason why the price differences of A and H stock of dual-listed banks are smaller than the other dual-listed companies. Although the indicator of liquidity can explain the phenomenon partially, the great difference of the constants term of the panel data model of the bank and the other companies shows that there are influence factors which we need to find out. By establishing yield regression model, we find out that the price volatility of dual-listed banks correlates to the index of A stock market HS300 and the index of H stock market HSI. But the price volatility of the other companies just correlates to the index of A stock market. It has nothing to do with the index of H stock market. So that is why the price differences of A and H stock of dual-listed banks are smaller than the other dual-listed companies. The difference between the industries makes the banks more vulnerable to be influenced by the H stock market. The lower degree of internationalization of the mainland entity industries and the lack of international brand are both the main reasons of this phenomenon.

In order to solve this problem, first of all, we believe the introduction of the QFII, QDII and CDR mechanisms can enhance the market integration, strengthen the linkage of the two markets. And then the hard segmentation will be eliminated gradually. Secondly, the strong linkage between the bank system and the Hong Kong market reminds us to do a great job of risk management to protect the financial system in the background of the financial crisis. At the same time, we should open our domestic market gradually to protect our entity industries.

Key Words: Dual-listed; Price Difference; Empirical Study.

# 目 录

<b>第一章 引言</b> .....	<b>1</b>
1.1 选题依据 .....	1
1.2 研究方法 .....	4
1.3 研究框架 .....	5
1.4 研究创新 .....	6
<b>第二章 市场分割及相关文献综述</b> .....	<b>7</b>
2.1 市场分割概述 .....	7
2.2 市场分割的国际背景 .....	8
2.3 中国的市场分割 .....	9
2.3.1 不同类型的股票 .....	9
2.3.2 H 股的历史与现状 .....	10
2.4 国内外市场分割研究综述 .....	11
2.4.1 国外相关文献综述 .....	11
2.4.2 国内相关文献综述 .....	13
2.4.3 小结 .....	14
<b>第三章 A-H 股价格差异的理论解释</b> .....	<b>16</b>
3.1 需求差异假说 .....	16
3.2 流动性差异假说 .....	18
3.3 风险偏好差异假说 .....	19
3.4 信息不对称假说 .....	24
3.5 其他影响因素 .....	26
<b>第四章 银行类 A-H 股价格差异的实证分析</b> .....	<b>27</b>
4.1 样本期的选择 .....	27
4.2 样本数据来源 .....	27
4.3 实证模型设计 .....	28



4.3.1 被解释变量的选取.....	28
4.3.2 解释指标的选取.....	28
<b>4.4 面板数据模型的建立 .....</b>	<b>30</b>
4.4.1 面板数据模型实证结果分析.....	31
<b>4.5 面板数据模型的结论 .....</b>	<b>34</b>
<b>4.6 收益率回归模型的建立 .....</b>	<b>37</b>
4.6.1 模型建立的依据.....	37
4.6.2 银行类股票收益率回归模型.....	38
4.6.3 非银行类股票收益率回归模型.....	39
<b>第五章 结论与建议 .....</b>	<b>41</b>
<b>5.1 结论.....</b>	<b>41</b>
<b>5.2 政策建议 .....</b>	<b>44</b>
5.2.1 解决 A-H 股市场分割的政策建议 .....	44
5.2.2 银行类双重上市股票价差问题的启示.....	45
<b>参考文献.....</b>	<b>47</b>
<b>致 谢.....</b>	<b>49</b>

# CONTENTS

Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Research Background.....	1
1.2 Research Method .....	4
1.3 Research Structure.....	5
1.4 Research Innovation .....	6
Chapter 2 Literature Reviews.....	7
2.1 Market Segmentation Summarize .....	7
2.2 Segmentation in International Market .....	8
2.3 Market Segmentation in China.....	9
2.3.1 Different Types of Stock .....	9
2.3.2 History and Current Situation of H Shares .....	10
2.4 Domestic and International Literature Reviews.....	11
2.4.1 International Literature Reviews.....	11
2.4.2 Domestic Literature Reviews.....	13
2.4.3 Summery .....	14
Chapter 3 Academic Analysis of Price Discrepance.....	16
3.1 Demand Difference Hypothesis .....	16
3.2 Liquidity Difference Hypothesis.....	18
3.3 Risk Preference Difference Hypothesis.....	19
3.4 Information Asymmetry Hypothesis.....	24
3.5 Other Factors .....	26

<b>Chapter 4 Emperical Analysis .....</b>	<b>27</b>
<b>4.1 Choice of Sample Period .....</b>	<b>27</b>
<b>4.2 Origin of Sample Data.....</b>	<b>27</b>
<b>4.3 Setup of Model .....</b>	<b>28</b>
4.3.1 Selection of Dependent Variable.....	28
4.3.2 Selection of Independent Variable .....	28
<b>4.4 Setup of the Panel Data Model.....</b>	<b>30</b>
4.4.1 Analysis of Emperical Result.....	31
<b>4.5 Conclusion of the Panel Data Model.....</b>	<b>34</b>
<b>4.6 Setup of the Yield Regression Model.....</b>	<b>37</b>
4.6.1 The Foundation of the Model.....	37
4.6.2 Yield Regression Model of Bank Stocks .....	38
4.6.3 Yield Regression Model of Other Stocks.....	39
<b>Chapter 5 Conclusion and Suggestion.....</b>	<b>41</b>
<b>5.1 Conclusion .....</b>	<b>41</b>
<b>5.2 Policy Suggestion.....</b>	<b>44</b>
5.2.1 Recommendation of Market Segmentation Problem .....	44
5.2.2 Enlightenment of the Bank Issues.....	45
<b>Reference .....</b>	<b>47</b>
<b>Acknowledgement .....</b>	<b>49</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

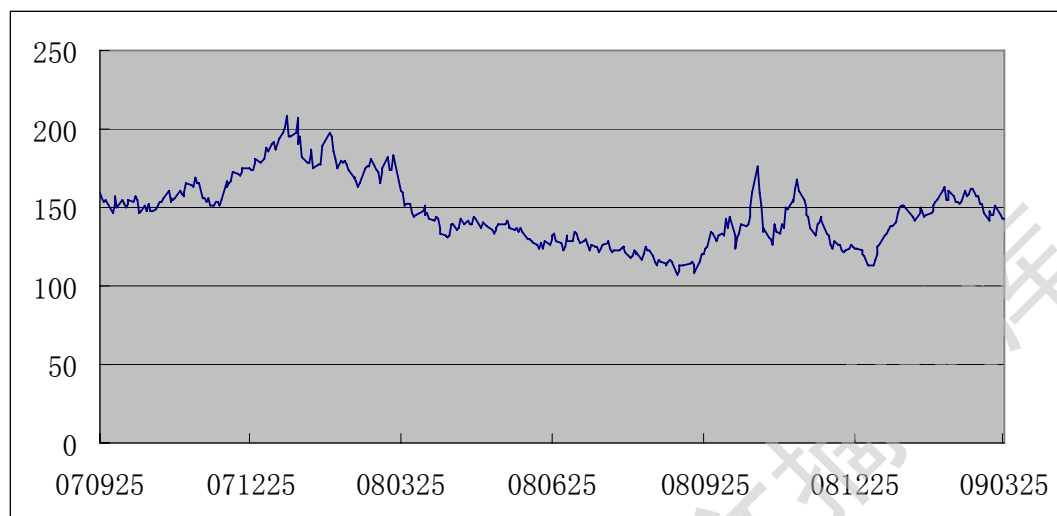
## 第一章 引言

### 1.1 选题依据

伴随着我国经济的不断发展以及资本市场的逐步开放，内地与香港的经济联系越来越密切。香港作为紧邻内地的国际金融中心，其资本市场的发达程度及其在国际金融市场上所扮演角色的重要程度都对内地经济的发展起到了深刻的影响作用。国内越来越多的行业龙头企业选择在香港上市以提高自己融通资金的能力，与此同时打响企业在国际资本市场上的知名度。不仅如此，香港资本市场历史悠久、制度完善，而且语言文化等方面也与内地相通，因此香港理所当然的成为了内地公司海外上市的首选之地。1993年，内地第一支H股“青岛啤酒”在香港成功上市，开创了我国内地企业在香港资本市场上融资的先河。截止至2009年3月，我国共有150家企业在香港上市，其中在内地与香港同时上市的企业有57家，他们中的大多数都是所处行业的龙头企业，资产规模、经营业绩、发展前景与净资产收益率在所属行业中均名列前茅，属于资产优质、投资价值极高的“潜力股”。

伴随着内地企业在香港上市的热潮，2007年7月9日，香港恒生服务有限公司推出基于当时存在的45家同时在内地和香港上市的公司中的27家公司A-H股价格计算出的AH系列指数，让越来越多的投资者认识到香港和内地对于同时在两地上市的股票的估值水平差异巨大。当天，恒生AH溢价指数收于133.24点，显示A股相对于H股溢价率约为33%。这种巨大的价差意味着A-H股市场存在着严重的市场分割，市场间的套利行为受到了极大的限制。下图是本文样本期内AH股溢价指数走势图，从图中我们可以看出，自2007年9月以来，我国内地市场对于香港市场的溢价程度是较高的，大体上在150点左右波动，也就是说A股相对于H股溢价约在50%左右。

图 1.1 恒生 AH 股溢价指数走势图



数据来源：Wind 咨询

为了研究这种现象存在的原因，在以往的文献中研究者往往是从 A-H 股整体的角度出发，研究促使 A-H 股出现价差的影响因素并对其进行分析。然而对于存在异质性的行业或者企业之间的价差的对比及其影响因素的研究却一直存在着空白。本文通过对银行类双重上市股票中国银行、工商银行、交通银行、中信银行、招商银行以及建设银行 A-H 股之间的价差进行观察，发现银行类股票相较于其他所有双重上市股票而言，其 A-H 股之间的价差存在显著性偏小。

图 1.2 银行类 A-H 股价格差异<sup>①</sup>

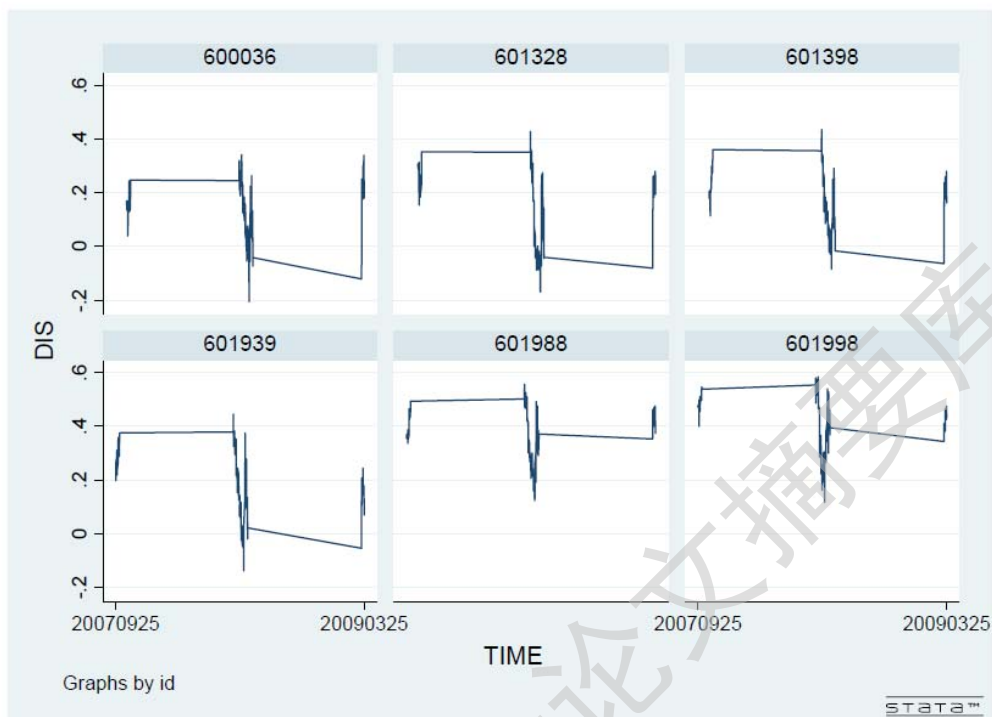
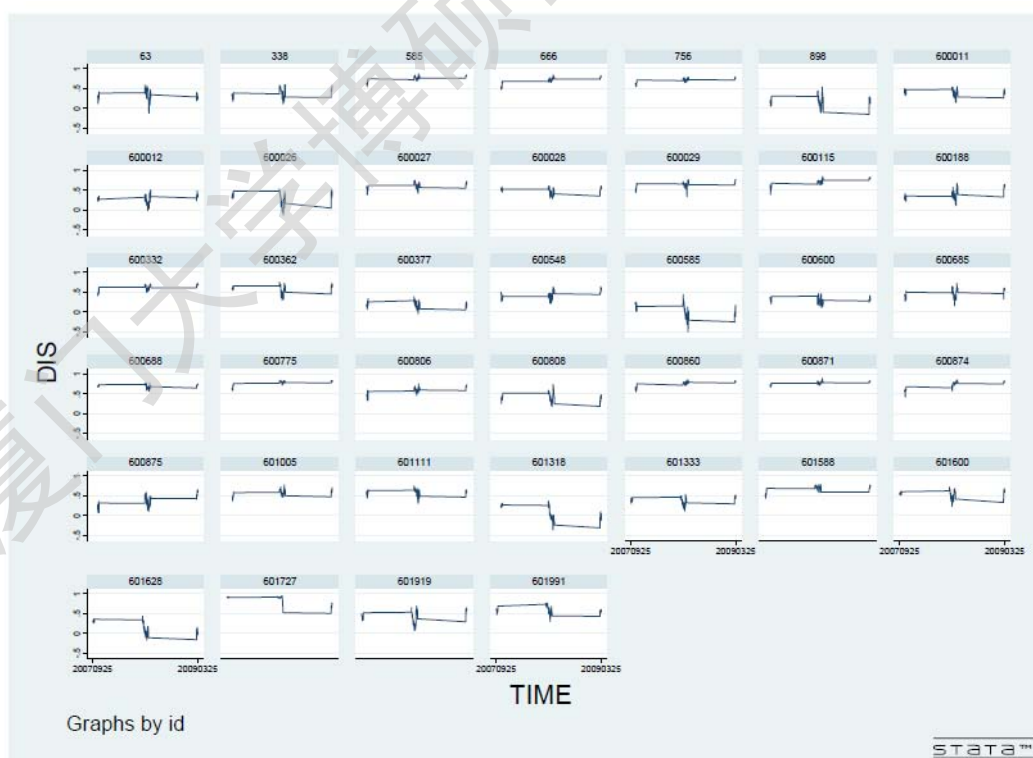


图 1.3 非银行类 A-H 股价格差异



<sup>①</sup> 图表注释：600036 为招商银行 A 股代码；601328，交通银行；601398，工商银行；601939，建设银行；601988，中国银行；601998，中信银行； $DIS = \frac{P_A - P_H}{P_A}$ 。

从图中我们可以看出，根据 STATA 软件自动选择的坐标轴区间，银行类股票价差的纵坐标取值区间为  $(-0.2, 0.6)$  之间，且其价差大多在 0.4 附近浮动。然而，非银行类股票价差纵坐标的取值区间为  $(-0.5, 1)$ ，且其大多处于  $(0.5, 1)$  附近波动。很明显，银行类股票 A-H 股价差显著小于非银行股票 A-H 股的价差。鉴于上面两张图标所显示出的巨大差异，本文选择银行业作为研究对象，针对其 A-H 股价差偏小的现象，以 A-H 股日交易数据为基础，对其价格差异的影响因素进行实证检验，分析传统研究 AH 股价格差异的模型指标在银行类与非银行类股票之间的差异，并根据实证研究的结果建立收益率回归模型，验证银行类与非银行类双重上市股票受内地与香港两地市场影响的程度，同时结合内地和香港股票市场的实际情况对实证结果做出合理的解释，并在文章的最后提出相应的政策建议。

A-H 股之间存在价格差异已不是一个全新的话题，但在 A-H 股价格波动的过程之中，为何银行类股票的价差会显著小于其他 A-H 双重上市的股票则是一个完全没有被涉及的领域。我国股票市场发展历史相较于香港来说时间还太短，还存在着很多制度上、环境上和监管约束方面的缺陷，在股票的交易与定价方面，相较于香港的投资者而言，内地投资者在理性投资方面还较不成熟，投机氛围浓厚。在这样的背景之下，对 A-H 之间的价差进行研究，尤其是找出为何异质性行业——银行业——其价差会较小，对于今后股票市场向成熟的市场靠拢无疑会存在导向性的作用。从长远来看，我国资本市场对外完全开放将是一个必然趋势，A-H 股之间的联动将越来越强，探索影响 A、H 股价格差异的多种因素并找出对异质性行业起到明显缩小其价差的作用的深层次原因，有助于我们正确认识股市的发展趋向和风险，学习成熟市场股市定价的策略，为证券市场的完善运行提供理论参考。

## 1.2 研究方法

本文主要采用理论分析与实证分析，定性分析与定量分析相结合的方法，具体如下：

(一) 通过整理相关文献资料，对于市场分割状态下股票市场价格差异问题的国内外研究成果进行较为系统的归纳、总结，为本文的理论和实证分析提



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库