

An Empirical Study of AH Share Price Difference with the Perspective of
Institutionalization of Market Participants

by

Xiaoyu Zhang

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved November 2022 by the
Graduate Supervisory Committee:

Buck Pei, Co-Chair

Rui Kan, Co-Chair

Shawn Huang

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2023

市场参与者机构化视角下的上市公司 AH 股价格差异的实证研究

张晓宇

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
批准于二零二二年十一月

贝克伟， 联席主席
阚瑞， 联席主席
黄晓川

亚利桑那州立大学

二零二三年五月

ABSTRACT

Since Chinese corporations have been listed in Hong Kong stock market, their common shares with the same legal rights have been traded at different price persistently between the mainland A share market and Hong Kong stock market. (Commonly referred as A share and H Share)

This article attempts to explain this AH share price difference anomaly via 12 factors with performance attribution power of institutional investors, as Chinese capital markets have increased its institutional investors' participation with the background of more trading connection mechanism being established between mainland and Hong Kong exchanges.

The author discovered that liquidity is still the most important factor influencing the AH share price difference, based on online survey targeting institutional investors, multiple regression analysis and event study. This discovery seems contrary to the common perception of institutional investors' long term buy and hold strategy. This might be due to the factor that ETFs (Exchange traded funds) are getting more popular these days, thus the demand for stocks' liquidity has been increased as well. In addition, trading liquidity has also been used as a factor in risk management system. Fortunately, the fundamental factors such as Return on Equity and Growth Rate of the company still have significant impact on the AH share price difference. In addition, except for dividend payout ratio, all corporate governance factors have significant impact on AH share price

difference. Thus, the discovery here also explained another anomaly: there are always certain companies' H shares are priced at premium to its A share, even though most companies' H shares are traded at discount to their A share persistently.

摘要

同一间中国上市公司的具有相同权利的普通股在中国内地 A 股市场和香港市场的交易价格会长期有持续的交易价差。

本文试图在大陆和香港资本市场通过建立各种交易联通的机制的背景下，结合中国资本市场机构投资者参与程度提高的事实，通过机构投资者收益归因的 12 个因子分析来解释为何 AH 股产生不同价格的奇异现象。相较过往的学术文献，本文优化了研究对象和时间窗口，并且引入了事件分析和针对机构投资者的网上问卷调查。

笔者通过问卷调查，多元回归分析以及事件分析等不同研究，发现流动性仍然是机构投资者最为关注的决定 AH 股价差的因素。这一发现似乎与机构投资者的坚持长期持股的传统印象并不吻合，但近年随着指数投资，交易所上市基金(ETF)等对于底层资产流动性要求越发提高的投资产品越来越流行，机构投资者关注流动性，把交易流动性作为投资组合风险管理甚至选股的数量化因子也非常常见。但令人欣慰的是，上市公司本身的经营基本面情况，比如股权回报比率，公司的增长率都对于 AH 股的价差有显著影响，另外笔者列入多元回归分析的上市公司的公司治理因素，除了股息派发率以外，对于 AH 股的价差也有显著影响。本文的发现也进一步解释了另一个奇异现象：虽然 H 股长久以来对于对应的 A 股都是折价交易，但是在任何时段总有某些上市公司的 AH 股价差小于整体 AH 股价差，个别公司甚至会发生 H 股对于 A 股有所溢价这样的情况。

目录

	页码
表格列表.....	vii
图表列表.....	viii
章节	
一、引言.....	1
1.1 研究背景与研究意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述与理论依据.....	3
1.3 创新型尝试.....	5
1.3.1 研究对象的优化.....	5
1.3.2 时间窗口的优化.....	5
1.3.3 研究视角的优化.....	6
1.4 文章结构安排.....	6
二、AH 股双重上市公司现状及影响因素.....	8
2.1 A+H 双重上市公司简介.....	8
2.2 恒生 AH 溢价指数及其不足.....	10
2.3 AH 股价差的理论解释.....	12
2.3.1 信息不对称假说.....	12

章节	页码
2.3.2 需求差异假说	13
2.3.3 流动性差异假说.....	14
2.3.4 风险差异假说	15
2.3.5 投机性差异.....	16
2.3.6 公司治理结构	17
三、A股市场机构化的背景与机构投资绩效归因的理论基础	18
3.1 A股市场机构化的变化.....	18
3.2 机构投资者投资风格及绩效归因.....	18
四、针对机构投资者的AH股偏好调查	21
4.1 问卷设计.....	21
4.2 问卷结果与分析	24
4.2.1 投资者类型描述.....	24
4.2.2 投资者对AH股的偏好描述.....	26
4.2.3 同时持有AH股情况描述.....	30
4.2.4 人民币计价对于AH股价差的影响.....	32
4.2.5 现金收购价的假设.....	34
4.3. 总结.....	36
五、变量选择与实证结果	37
5.1 变量选择.....	37

章节	页码
5.2 实证检验的结果	41
六、事件研究.....	43
6.1 事件描述.....	43
6.2 检验结果	44
七、研究总结.....	46
参考文献.....	48
附录	
A 回归分析详细结果	49

表格列表

表格	页码
1 12 个变量的显著统计	41
2 事件 1 的 Wicoxon 检验结果.....	44
3 事件 2 的 Wicoxon 检验结果	45

图表列表

图表	页码
1 A+H 上市公司数量变化	10
2 恒生 AH 股溢价指数	11
3 A 股各类投资者持股市值占比（自由流通市值）	18
4 晨星投资风格箱	20
5 您的投资者类型	24
6 您的主要投资资金来源地	25
7 您是否了解在中国注册的股份制企业的 A, H 股拥有相同的法律权益，也即投票权，获取公司派发股息的权益	26
8 如果您考虑投资一家同时拥有 AH 股份的上司公司，并且不受您的投资 Mandate 的限制，你会优先考投资	27
9 您会优先考虑 A 股的原因是	28
10 您会优先考虑 H 股的原因是	29
11 您会考虑什么因素决定投资目标公司 A 股或是 H 股	30
12 在你的投资组合中是否有同时持有同一家公司的 A 股和 H 股的情况	31
13 不同资金来源地投资者是否有同时持有同一家公司的 A 股和 H 股的情况	31
14 您的投资组合同时持有一家上市公司的 AH 股的原因	32
图表 15 如果港交所将 H 股开始用人民币报价交易，您认为该措施对 AH 股价差会有何影响？	33

16 如果港交所将 H 股开始用人民币报价交易，您认为该措施对 AH 股价差会有何影响？
..... 34

17 如果您投资的 AH 股两地上市公司收到被全面现金收购邀约，您认为对 AH 股的收购价
格应该..... 35

18 如果您投资的 AH 股两地上市公司收到被全面现金收购邀约，您认为对 AH 股的收购价
格应该..... 36

一、引言

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

新中国上市公司股票市场的产生已经有 30 年历史，但在股票市的发展过程中，由于资本管制和市场深度的限制因素，逐步形成了 A 股（沪深交易所境内人民币计价市场），B 股（沪深交易所境内外币计价市场），H 股（中国境内注册公司在香港市场上市）等几个即相互关联，又相互分割的市场。与我国证券市场的分割相对应的是一个长期存在的现象，一家双重上市公司，即同时在两个市场挂牌上市的公司，其 A 股与 B 股或 H 股面对的是完全相同的公司基本面，但在交易价格上却存在着明显的差异，总体上看，A 股价格较 B 股或 H 股价格更高。更有甚者，一家上市公司同时拥有 A,B,H 三种不同的股票，定价也完全不同，在全球的资本市场也堪称奇观。这种现象与海外市场常出现的“对于双重上市公司，通常外资股相对于内资股溢价”恰恰相反，同时也与经济学上的“一价定律”不一致，因此被称为“中国股市之谜”，而中国复杂的多重上市结构也被国际投资者戏称为中国资本神奇的“字母汤”（Alphabet soup）。

纵观 H 股的历史，自 1993 年 7 月首家 H 股公司青岛啤酒股份有限公司发行 H 股开始，由于大部分上市公司的 AH 股首次公开发行的价格和时点就不相同，所以 AH 股价差可以说是自两种股份创立之始就存在。监管机构和上市公司也有意无意试图从 IPO 价格开始试图消除这种价差，从中国工商银行 2010 年的 AH 股同步 IPO，两地市场同一价格定价，到 2020 年 11 月蚂蚁金服 AH 股同时招股，两地市场再一次同一价格定价。但是已挂

牌的 AH 股的交易价格价差始终存在。而由于中国上市公司间收购兼并行为的缺失，AH 股最终价差也很难通过收购兼并的邀约价格来验证。

多年来，这一谜题吸引了众多海内外学者的关注和研究。从已有研究成果来看，学术界为了解释“同股不同价”现象，首先提出了市场分割理论，之后进一步提出了信息不对称，流动性差异，需求弹性差异，风险偏好差异，投资理念差异等假说。这些假说均有一定的理论依据，也比较符合逻辑，因此受到广泛认同。

随着我国资本市场的双向开放，一方面随着人民币国际化的推进，随着 QDII, QDLP 以及沪港通，深港通等一系列政策的推出，国内的机构投资者有更多的机会深度参与香港市场的投资，另一方面，随着 QFII, RQFII 制度的完善，并且随着 A 股在 2016 年纳入 MSCI 明晟以及 FTSE 富时等国际主流股票指数，国际机构投资者也逐渐加大对 A 股市场的研究和投资。在这样的背景下，中国长期割裂的股票市场一体化程度正在不断加深，在国内和国际机构投资者的信息获取，投资风格和对公司治理重视程度逐渐一致的情况下，AH 股价差的归因是否也有变化，这些值得我们展开新的研究。

1.1.2 研究意义

结合当前市场发展的新特点，在当前时点对“中国股市之谜”展开新的研究，一方面可以使我们对资本市场的定价机制特别是在本地和国际投资者共同影响下的变化有更加深入的理解；另一方面，从投资时间的角度，我们也可以利用定价偏差来获取收益或规避风险。

与此同时，AH 股两地挂牌交易的上市公司仍然在增加，而且方式方法也在变化，不仅有传统的 A 股公司在香港市场通过 H 股 IPO 挂牌上市，也有 H 股公司通过 A 股 IPO

实现两地同时挂牌，2020 年还出现了海尔智慧家居 A 股公司通过增发 H 股吸收合并原港股上市子公司海尔电器的创新路径，另外也出现了上海上市的 AB 股挂牌企业华新水泥将 B 股转为 H 股的申请。在 AH 股的传统架构之外，老牌红筹上市公司联想股份也提出了通过发行股份存托凭证(CDR)方式在 A 股实现上市的举措。因此，了解 A 股市场和港股市场定价之间的定价差别逻辑对于继续推进我国资本市场一体化的发展意义重大。

最后，本文也试图通过 2016 年底深港通正式开通和 2018 年 MSCI 明晟公司宣布加快将 A 股纳入主要指数作为两个典型事件研究来比较国内机构投资者和国际投资者对于 AH 两地市场影响的异同。

1.2 文献综述与理论依据

国内外学者对于“同股不同价”现象的研究主要从两个方向同时展开，一个是检验不同市场之间是否存在分割的情况，另一个是分析导致不同市场的股票价格存在差异的相关因素。对于第一个方向，我们认为无论从投资实践的角度还是从学术论证来讲，已经被广泛接受，因此我们在这里不再花费篇幅引用这方面的文献。而对于第二个方向的研究，考虑到 AB 股，AH 股价差形成背景，影响因素等高度相似，研究方法上也可以相通，因此本文也参考了国内外学者针对 AB 股价差影响因素所作研究的相关文献。

Poon, Firth, Fung (1998) 以成交量为代理变量考察了 B 股市场的流动性折价效应，发现流动性差异一定程度上导致了我国 A 股与 B 股之间的价格差异，即流动性不足导致了投资者要求更高的期望收益来补偿交易成本，从而使得 B 股相对 A 股折价。

王维安和白娜（2004）研究结果表明，股票的流动性和需求弹性，股票发行的参照标准，投资者的风险偏好等因素会对 AH 股的差价造成影响。

Li, Yan, Greco (2006)研究发现, H 股相对于 A 股的折价不经与同时期 H 股和 A 股市场指数的相对变动有关, 也与两地的无风险收益差异有关, 但汇率风险并不能对 A, H 股差价产生显著影响。

Fong, Wong, Fong (2007)发现不仅市场流动性, 股票供给, 风险水平, 市场环境这四个微观因素会影响 A,H 股的价差, 人民币升值预期和货币宽松等宏观因素也对 A, H 股的价差有一定的解释力。

Tong, Yu (2011) 提出假设并证实 A,B 股的价差可以用 B 股的国际投资者更注重公司治理来解释, 同时解释了在亚洲金融危机期间 AB 股差价变大, 以及 B 股市场向国内散户投资者开放后 AB 股价差缩小的原因。

Lin, Liang, Yang (2012)对 31 家 A+H 双重上市公司进行实证分析后发现, 那些控股股东以及公司内部人员有较大可能性占有外部投资者财富的公司 A 股较 H 股溢价较高。这源于国外投资者不愿意购买那些公司治理较为薄弱的公司股票, 从而导致了 H 股相对 A 股股价折价较多。

本文的另一个重要理论假设是我国 A 股市场的机构投资者日渐成熟, 其投资理念和风格逐渐接近国际投资者, 这方面的学术文献不多。

邱梦圆等 (2015) 的研究发现 78%的公募基金经理有一定的选股能力, 而只有 54%的基金经理具备择时能力。

Sha, Rao (2019)的研究发现在所有的因子模型中, French 与 Fama 的五因子模型在中国的公募基金归因分析中表现最好。

1.3 创新型尝试

关于 AH 股价差的论文如汗牛充栋，因此本文试图在前人研究的基础上，做出创新性尝试，希望所得研究结论有助于投资者加深对于资本市场定价机制的理解。另一方面，从实践的角度，也希望可以指导投资者利用定价偏差获取收益和公司管理者更准确地为自己在不同市场上发行新股定价。另外，本文对于 AH 价差问题首次在学术研究领域引入了仅针对机构投资者的网上问卷调查，进一步从机构投资者的角度揭示了他们是如何对待这两种虽然同权却不同价的股票。

1.3.1 研究对象的优化

阅读参考文献时发现，近年来研究 AH 股价差的学者开始广泛地使用恒生沪深港通 AH 股溢价指数作为指标(proxy)来研究 AH 股差价。采用指数方法固然广泛代表了整体市场的差价情况，然而对于每个双重挂牌企业的个体情况却缺乏刻画，同时针对指数的归因研究在实践层面也缺乏指导意义，因此我们决定回到本源为每个样本公司采纳面板数据为其 AH 价差归因。

1.3.2 时间窗口的优化

为了使研究结论更加贴近当前的实际情况，本文选择 2016 年 1 月至 2019 年 12 月作为研究的时间窗口。这一时期内基本没有极端的冲击性事件（如金融危机），但大陆香港两地的金融市场也历经了 2017 年中国去杠杆，2018 年中美贸易争端，2019 年中美科技战和香港社会风波等大事件。更重要的是这个时间窗口，中国股市经历了沪港通，深港通交易机制的建立（打通了中国两个长期由于资本管制而割裂的股权市场）和 A 股被纳入 MSCI 明晟国际指数两个标志中国资本市场国际化的重要事件。另外在此时间窗口，A 股与港股

市场均经历牛熊转换，而 AH 溢价总体属于大体稳定的区间，也为本文的研究目的，公司层面 AH 价差归因的研究提供一个良好的时间窗口。

1.3.3 研究视角的优化

本文基于机构投资者在大陆香港两地资本市场担当重要定价角色，同时机构投资者会坚持投资流程与重视公司治理的基本假设，从机构投资者的角度来寻找 AH 价差的长期谜题，这个研究视角既融合了先前研究 AH 股价差的学者基于公司治理结构的一些归因分析，也大胆结合用于机构投资者业绩归因的 FAMA 五因子来探究量化 AH 价差的可能性，另外，本文对于 AH 价差问题首次在学术研究领域引入了仅针对机构投资者的网上问卷调查，进一步从机构投资者的角度揭示了他们是如何对待这两种虽然同权却不同价的股票

1.4 文章结构安排

第一章，引言。对国内外有关双重上市公司不同市场股权价差影响因素的研究成果进行梳理，提出了本文所要研究的问题，以及其理论意义与现实意义，并介绍了本文采用的研究思路和研究方法。

第二章，AH 股双重上市公司现状及影响因素，对 AH 股价差的形成机理，影响因素这两个个方面做分析，并对实证研究中所涉及的众多模型与方法做出介绍

第三章，基本理论与研究方法。本章对国内外以公募基金为代表的机构投资者的投资风格的形成和绩效归因分析做出介绍，。

第四章，针对机构投资者的 AH 股偏好调查。本章详细罗列了针对机构投资者开展的问卷调查问题以及回收问卷结果的分析。

第五章，变量选择与实证结果。本章根据前述的学术研究理论基础以及问卷的发现选择本文研究的变量并对实证结果进行论述。

第六章，2016 年底深港通交易机制顺利运行大陆投资者可以买入所有在香港内地有两地挂牌公司的 H 股，以及 2018 年 A 股加入 MSCI 明晟指数对 A,H 股价差影响的实证研究，本章主要通过事件研究法对国内和国际投资者在加大对之前未完全开放市场投资后是否对 A,H 股价差产生影响进行验证。

第七章，总结。本章对实证分析部分所得结论进行总结，并根据结论提出建议。

二、AH 股双重上市公司现状及影响因素

2.1 A+H 双重上市公司简介

双重上市公司是指在两个不同的证券交易所挂牌上市的公司。本文特指的AH股双重上市公司是在上海证券交易所或者深圳证券交易所、香港证交所先后亦或同时挂牌上市的中华人民共和国境内注册的股份有限公司。在内地上市的公司股票(上海证券交易所或者深圳证券交易所)称为A股，在内地注册但在香港证交所上市股票称为H股。因此，此类公司被称为“A+H”双重上市公司。“A+H”双重上市公司虽然在内地和香港两地上市，但是投资者所购买的股票所享有的权益是完全一致的，比如，投票权和红利分配权对两地的投资者来说均无差异。

1993年6月29日，青岛啤酒股份有限公司在香港招股上市，同年8月27日又于上海证券交易所发行A股上市，成为首家“A+H”双重上市公司。从上市时间顺序上看，“A+H”双重上市公司主要有“先H股后A股”、“先A股后H股”以及“A股H股同步发行”三种类型。

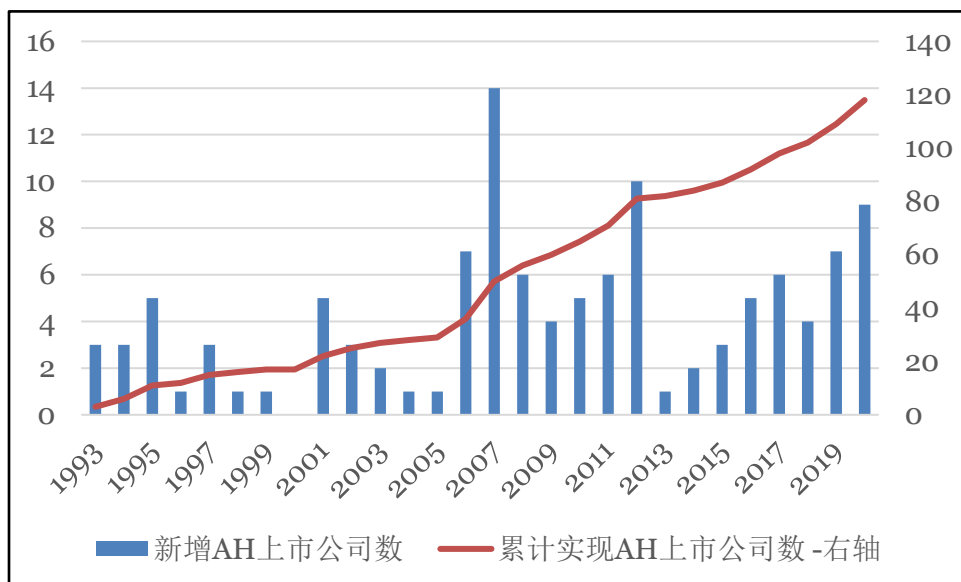
(1) “先H股后A股”：以中国人寿为例，2003年12月18日中国人寿在港发行H股上市，上市前承销商与发行人确定的初步价格区间为2.95港元/股-3.61港元/股，最终机构累计投标之后确定的发行价为3.59港元/股，共发行74.41亿份H股。2007年1月9日中国人寿发行A股上市，当时H股的价格约为25.6港元，在A股上市前根据询价结果，初步价格区间为14.0元/股-23.8元/股，发行人和承销商根据初步询价情况并综合考虑公司基本面、H股股价、可比公司估值及市场情况，确定中国人寿A股发行价格为18.88元/股，共发行208.23亿股。发行后中国人寿“A股+H股”总股本282.6亿股。

(2) “先A股后H股”：以晨鸣纸业为例，2000年11月20日晨鸣纸业发行A股上市，采用询价与累计投标的方式确定首发价格为20.8元/股。2008年6月18日，晨鸣纸业发行3.55亿份H股。此次H股的定价，发行人和承销商参考国际可比公司的估值水平，将发行价区间初步确定在9.0-11.8港元/股，随后根据累计投标情况最终确定价格为9.0港元，而此时A股的股价约为22.25元，经过当时汇率折算H股相较A股折价幅度为64.4%。

(3) “A股H股同步发行”：以工商银行为例，2006年10月27日，工商银行在上交所和港交所同步发行A股和H股上市，发行前工商银行共有2552.46亿股国家股，241.85亿股境外法人股，此次全球发售353.91亿H股和130.0亿A股。发行人和承销商通过向询价对象确定发行价格区间，根据网下累计投标询价情况，参考公司基本面、可比公司估值水平和市场情况，确定H股发行价格为3.07元港元，A股发行价格为3.12元人民币。根据定价日港元与人民币汇率换算，A股H股的价格一致。

根据来自Wind和Bloomberg的数据统计，截止至2020年12月31日，我国共有118家公司实现了“A+H”双重上市；其中，共82家公司以“先H股后A股”的方式实现，36家公司以“先A股后H股”的方式实现，其中包括三家将在深圳交易所上市的B股转为H股的上市公司，2家公司以“A股H股同步发行”的方式实现。

图表 1 A+H 上市公司数量变化



数据来源: Wind, Bloomberg,截止至 2020 年 12 月 31 日

2.2 恒生 AH 溢价指数及其不足

恒生沪深港通 AH 股溢价指数 (「溢价指数」)为 2007 年 7 月 9 日推出之恒生沪深港通 AH 指数系列的其中一员,用以量度同时以 A 股形式及 H 股形式上市、市值最大及成交最活跃的中国内地公司 (「AH 公司」) A 股相对 H 股的绝对溢价 (或折让)。当指数大于 100 时, A 股相对于 H 股存在溢价,当指数小于 100 时, A 股相对于 H 股存在折价。根据图表 2 所示,自指数追溯开启 2006 年 1 月 3 日起的大部分时间内, A 股对于 H 股都有显著的溢价,只有在 2006 年, 2010, 2011 年和 2014 年的部分时间段内, A 股才对 H 股有折价。

图表 2 恒生 AH 股溢价指数



数据来源: Bloomberg

恒生 AH 股溢价指数提供了一个从整体市场层面了解 AH 股溢价的统计指标, 并且逐渐成为两地市场参与者参考的重要市场情绪差异指标, 同时金融学术界也越来越多将其作为直接的研究对象探讨 AH 股溢价的问题。但笔者认为, 存粹在停留在指数层面探讨 AH 股溢价问题有相当大的局限性, 可能除了从宏观层面研究为何 AH 股的溢价存在以及方向上的变化, 对于单个双重上市公司的微观个体缺乏刻画, 因此在金融实际业务的操作层面也缺乏广泛的应用性。

2.3 AH 股价差的理论解释

AH 股价差的理论解释，除去利率差异，汇率预期等宏观因素的假设之外，基本可以概况为由于我国资本管制所造成的市场分割，和我国 A 股市场以散户为主的投资者主体与香港市场机构投资者之间的行为差异。

2.3.1 信息不对称假说

信息不对称理论指出，由于社会分工的发展、专业化程度的提高和获取信息需要的成本，社会成员之间的信息差别日益扩大，这种日益扩大的差别意味着，市场参与者愈来愈处于市场信息的非对称分布之中，亦即市场交易的一方比另一方占有较多的相关信息，并且交易双方对各自在信息占有方面的地位是清楚的（佘志忠，1997）。信息与资产价格是息息相关的，投资者只有根据资金所掌握的信息情况才能做出相应决策。理论上在一个有效的市场上，所有信息应该能够及时地传递给所有的投资者，然而实际中并非所有投资者都可以公平得到所有信息。同时投资者本身的不同也会造成对信息的理解和接受程度不同，即信息不对称。在信息不对称条件下，不同投资者对于同一资产的定价也会存在差异，从而导致同一公司的股票在不同市场上表现出不同定价。

就A股、H股市场而言，H股市场投资者以机构为主，相对于以个人为主的A股市场的投资者，在信息获取以及在加工方面存在优势。第一，获取信息渠道和信息质量上的差异。国内传媒行业有着严格的监管政策，信息渠道单一，而境外媒体可以突破管制，时间空间上有着广大的自由度，信息的及时性好于境内媒体。目前我国证券市场相对不完善，使得市场操作、内幕交易、证券欺诈等不正当行为屡禁不止，各类消息鱼龙混杂，造成投资者之间信息不对称，鉴别有效信息成本很高。第二，内地和香港交易时间的差异。香港

联合证券交易所的交易时间为上午十点到下午四点五十五；而上海和深圳交易所交易时间为上午九点半到下午三点。香港和内地证券交易所在开盘、收盘时间差异，造成了H股市场会包含更多的信息。第三，一般来说投资于H股的投资者多是具有多年投资经验的机构投资者和资金雄厚的境外投资者，这些投资者可以用比较专业和先进的操作方案进行信息搜集和筛选，相比内地A股占据多数的投资经验较少的大众投资者，占有更多信息优势。因此，信息的不对称会造成境内外投资者对于股票期望收益率有很大差别，进而导致A、H股价格差异的出现。

2.3.2 需求差异假说

需求弹性是指需求价格弹性，是经济学上衡量价格变动与需求量变动关系的一个指标，用来表示在一定时期内某种商品的需求量的相对变动对其价格变动的反映程度，是商品需求量的变动与价格变动之比。需求弹性大的商品在价格显著上升时候，需求量会下降，在供给一定的状况下最终会使商品价格下降，而需求弹性较小的商品在价格显著上升时，需求量受影响不明显。股票作为金融商品，其价格也会受市场需求量的影响，股票的需求弹性越低，股价就越高。

另一方面，尽管中国内地的资本市场已经有了信托产品、期货、银行理财产品和基金等投资选择，但由于这些金融工具的开发程度有限，股票仍然具有巨大优势。投资者可以自由决定投入的本金、选择符合自己投资价值判断的股票，有相对较高的收益，可以随时调整所持有股票的投资期。由于金融产品的品种和开发程度有限，不能很好的满足投资者多样化的需求，因此A股投资者的投资机会有限。与此同时，我国A股市场仍存在实质性的股权分置。国有控股股东所持股份事实上并不会发生太多流动。，和H股市场比起来，

A股的相对供给较低，国内投资者对A股的需求弹性较低，而国外投资者可以通过多种途径实现资产配置的分散化和多元化，H股在资产组合中占比并不高，因此国外投资者对H股的需求弹性较高。

因此，由于国内资本市场存在者资本管制，国内投资者在资本市场的投资渠道较少，加上股市泡沫效应、高储蓄率等多重因素的影响，想要通过投资工具获得更高的收益，只能选择A股市场的股票，因此国内投资者对于A股的需求价格弹性较低，香港市场投资者和内地投资者相比，可供选择的投资工具较多，对股票的需求价格弹性较高。因此，A股的价格要高于H股价格。

2.3.3 流动性差异假说

流动性是指资产替代或者变现的难易程度。流动性越高，投资者资产变现的速度越快，因此要求的非流动性补偿越小，从而股票的定价相对较高，反之则股票定价越低。流动性会反映市场以合理价格迅速成交的能力，体现了市场的效率情况，它是有价证券的一个关键属性，对于资产定价有很大影响。如同风险厌恶的投资者会要求更高的期望收益来补偿他们承受的风险一样，投资者更愿意将自己投资于流动性好的资产，因为这些资产可以很快变现，且交易成本低。而投资者在流动性较低的市场中交易时，需要付出较大的交易成本，即较大的存活风险和逆向选择风险，为此他们会要求较高的收益作为补偿，公司也会通过较低的定价来弥补投资者有所增加的交易成本。因此流动性差异会导致股票价格不同，如果外资股相对于内资股交易成本高，流动性差，则股价相对较低。

就A股和H股的流动性来说，由于国内投资品种较少且无法投资国外资产，内地个人投资者的投资渠道较窄，A股股票是国内投资者的最主要投资品种，而H股仅为国际投资

者众多选择中的一种，因此我国A股市场成交活跃度比H股要高，即A股相对于H股流动性更好。另外，A股市场由于各种制度的不完善，充斥着大量的短线投机者，他们的频繁交易为A股市场提供了流动性，而H股市场多为偏好长期持有的机构投资者，流动性相比A股较弱。正是由于A股和H股市场的流动性差异明显，所以对于A股和H股价格差异的形成有一定影响。

2.3.4 风险差异假说

风险差异假说提出，投资者因为投资理念的不同，对于风险的偏好程度也有不同，进而相同资产要求的回报率有差异，风险偏好较低的投资者要求较高的期望收益率，而风险偏好较高的投资者要求较低的期望收益率。证券投资风险按照其性质的不同和是否可以分散，分为系统风险和非系统风险。系统性风险是指由于社会、政治、经济等因素，所有的企业都受到了全局性的影响，且这种影响不能通过多样化的投资来分散，其来源有政策风险、市场风险、购买力风险和利率风险等，市场对于系统性风险提供风险报酬。非系统性风险，是指个别因素对单个股票造成损失的可能，与整个股市不存在系统、全面的联系。这种风险可以通过投资组合加以消除，因此市场不会对非系统性风险提供风险报酬。根据资本资产定价模型，期望收益率主要取决于无风险收益率和风险溢价，因此风险差异会造成双重上市企业股票的价差。

境外投资者认为由于中国股票市场是新兴市场，中国企业在企业经营风险之外，还有巨大的国家风险，包括政治风险、汇兑风险和利率风险等，因此要求的投资回报率高于A股投资者所要求的回报率。同时由于A股投资者的投资渠道极其有限，他们的风险规避系数更低，在获取相同收益的情况下，A股投资者愿意冒更大风险，即能够接受更高的价格，

换言之，市场的风险大小对于 A 股投资者要求的投资者回报率影响相对较小。因此在中国这样一个投机盛行的市场中，A 股投资者可能为了在短期内赚钱而愿意承受高风险，这样的高投机行为可能会推高 A 股价格，而风险厌恶的国外投资者面对中国股票市场的高风险，会要求更高的风险溢价进行补偿，根据有价证券未来现金流的资本化定价法，国外投资者要求的期望收益率就高于国内投资者，相应的 H 股价格低，从而造成同一上市公司的 H 股价格低于 A 股价格。

2.3.5 投机性差异

行为金融学将金融投资过程看作一个心理过程，包括对市场的认知过程、情绪过程和意志过程，这些个体偏差加上金融市场上的羊群效应，可能导致投资者的决策偏差，使资产价格偏离其内在价值，导致资产定价的偏差。境外投资者和境内投资者的投资理念存在巨大差异，境外投资者注重公司的长期收益，关注公司基本面的分析，而境内投资者更注重短期收益。非理性的投资理念经常起着主导市场的左右，市场参与者的操作方式以投机为主，其主要目的是获得相对短暂时间内的买卖价差。这种投机性的投资理念认为决定股票价格不是股票的内在价值，而是股票的心理价值，即投资者基于某种期望在证券市场上进行炒作而形成的股票价格。

内地股票市场和香港股票市场发展程度不同，投资者类型也不同。A股市场投资者超过70%是数目众多的中小散户投资者，其投资者行为受到投资知识水平和投资技巧限制，投资理念缺乏理性，过分看重短期股价波动带来的资本利得收益，容易跟风操作。这种非理性的投资理念，在市场投机者的关联交易、暗箱操作下，可能会引发市场中小投资者跟风炒作，股市投机气氛浓郁，个股股价严重背离股票本身的内在价值。

与之相反，香港股票市场发展历史较长，投资者对于价值投资的理念的熟悉程度和贯彻程度普遍强于大陆股票市场投资者。同时由于香港是开放的资本市场，H股的投资者除了香港本地的投资者之外，还有来自国外更成熟资本市场的投资者，他们关注股票的内在价值。股票内在价值取决于企业经营情况，因此国外投资者会关注公司价值的长期增长带来的持续优势，而非短期股价波动产生的资本利得。这种理性的投资观念，有利于股票市场的价格的稳定。

2.3.6 公司治理结构

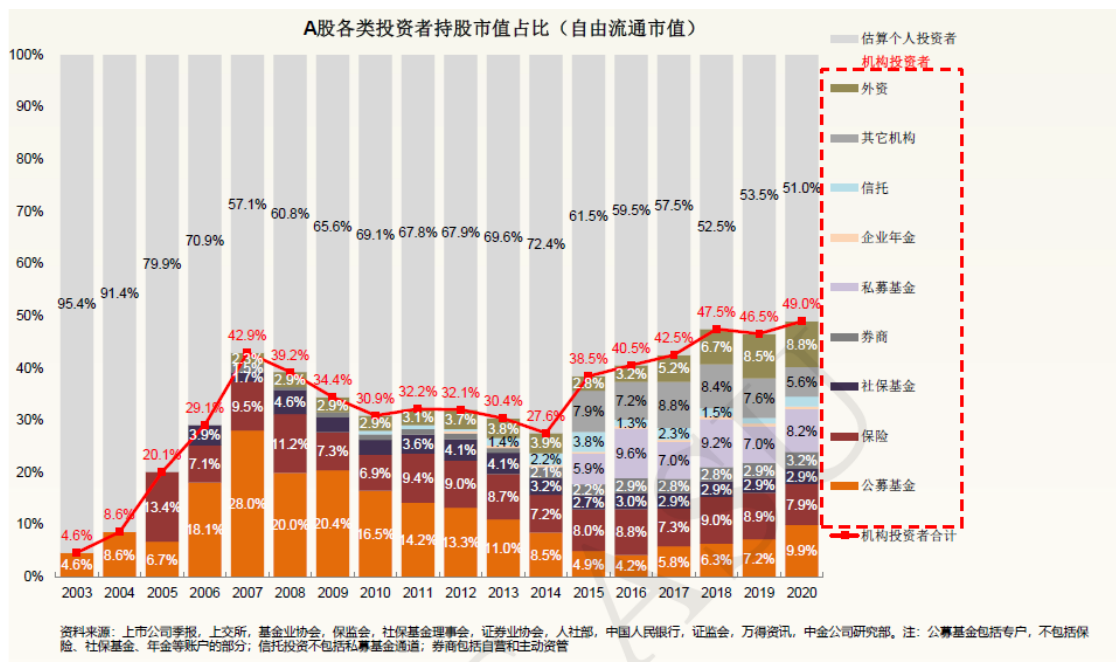
根据价值规律，一样资产的市场价格是对其内在价值的反映，并围绕这一价值上下波动，公司治理结构会影响企业价值。公司内部治理结构是否完善是投资者判断公司是否具有未来长期发展潜力和持续盈利水平的重要考虑因素。香港投资者的投资理念相对于国内投资者而言更加成熟，在对公司股票进行合理估值的时候，会把公司内部治理结构作为一个重要考量因素。资本结构包括权益资本与负责的比例关系以及他们各自的构成。资本结构中股权结构与融资方式对企业价值具有相关性影响。

三、A股市场机构化的背景与机构投资绩效归因的理论基础

3.1 A股市场机构化的变化

前述第二章中的众多理论假设的核心基础是由于我国实行资本管制，A股市场又由散户高度参与，因此造成了AH股的溢价。笔者认为随着近年来我国机构投资者的快速发展，机构投资者已经成为了我国A股市场的重要的投资者。

图表 3 A股各类投资者持股市值占比（自由流通市值）



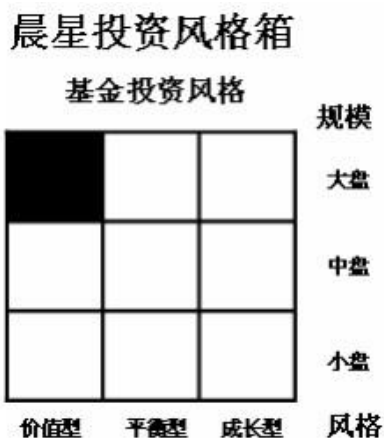
另外，我国资本管制的情况也由于QDII, QFII, 沪港通, 深港通等投资工具的引入，尤其是对机构投资者的推广开始被逐渐打破，因此笔者认为有必要在当前的变化之下重新检视AH股溢价的来源是否已经从A股的散户与H股的机构投资者之间的定价博弈转变成了内地和国际机构投资者之间的定价博弈。

3.2 机构投资者投资风格及绩效归因

机构投资者和个人投资者的最大不同在于机构投资者有严密的投资框架和完善的决策流程，同时对于投资委托人有信托责任。海外评价机构投资者的体系可以集中于三个 P，即 **People**（是否拥有良好专业素养的投资研究人员），**Philosophy**（是不是有行之有效的投资理念）和 **Process**（是否有完整并可以复制的投资研究流程）。

机构投资者在自己稳定的投资理念与投研流程的影响下，会形成独特的投资风格。在股票投资者的投资风格刻画上，以美国 **Morningstar** 晨星的投资风格箱最为著名。晨星公司按照股票基金的持有股票仓位，分析基金经理的投资风格，并按持仓股票的相对估值水平分为：价值型，平衡型，成长型三个经度，又按持仓股票的市值分为大盘，中盘，或是小盘作为三个维度，组成了看似九宫格的晨星投资风格箱。基金投资者按照晨星九宫格的指引可以把不同投资风格的共同基金分别分析，避免发生类似把苹果与桔子比较的情况。另外，一旦某基金经理的持仓风格发生大幅度的变化，晨星就会认为基金经理的投资风格发生了漂移，一支基金经常性的风格漂移会被认为是负面信号而受到基金客户的质疑和指责，为避免这样的质疑和指责，基金经理会选择固守某个投资风格 (**stay in the box**)，因此基金经理投资风格从某种意义上讲被晨星的九宫格进一步固化。

图表 4 晨星投资风格箱



而在金融学术界，为了衡量的基金经理真正的选股能力，Mark Cahart（1997）年在 Fama-French 三因子模型的基础上引入动量因子提出了 Carhart 四因子模型，并提出为了控制系统性风险对股票的影响，对原始回报进行调整，取得控制了市场因子(market factor), 规模因子(size factor), 价值因子(value factor)和动量因子(momentum factor)后的超常回报才能真正体现基金经理的投资技能。对于中国日渐壮大的机构投资者代表公募基金，Sha, Rao (2019)的研究发现在所有的因子模型中，French 与 Fama 的五因子模型在中国的公募基金归因分析中表现最好。

因此，除了传统学术界对于 AH 股溢价的解释，笔者大胆猜想在中国机构投资者日渐壮大而海外机构者日益加大对于中国 A 股市场投资力度的背景下，AH 股溢价是否能被解释为中国和国际机构投资者的一种博弈，而这种博弈也能应用 French Fama 五因子以及 Cahart 四因子做出量化的验证。

四、针对机构投资者的 AH 股偏好调查

4.1 问卷设计

过往针对 AH 股价差异的学术研究往往注重于定量分析，而缺少对市场参与者对于 AH 股股价差异态度的定性研究。针对这一研究的缺失，笔者设计了一个由 7 个问题组成的问卷调查，并在只有机构投资者参与的研究与信息分享网络平台本营国际（AceCamp International）展开问卷征集。

两地同时上市 AH 股偏好的机构投资者调查

1. 您的投资者类型

- A. 绝对收益型投资者/对冲基金，私募基金，券商自营
- B. 相对收益型投资者/共同基金，养老基金，保险资金

2. 您的主要投资资金来源地

- A. 中国大陆
- B. 港澳台地区
- C. 欧州美国日韩等

3. 您是否了解在中国注册的股份制企业的 A，H 股拥有相同的法律权益，

即投票表决权，获取公司派发股息的权益？

- A. 知道
- B. 不知道

4. 如果您考虑投资一家同时拥有 AH 股份的上市公司，并且不受您的投资

授权（mandate）的限制，您会优先考投资

- A. A 股
- B. H 股
- C. 看情况

4.1 (如 3 选 A) 您优先考虑投资 A 股的原因是 (可复选)

- A. A 股交易流动性更好
- B. A 股对于信息反应更迅速
- C. A 股有更多卖方研究员覆盖
- D. 上市公司管理层更关心 A 股股价
- E. A 股市场散户投资者更多
- F. 其他理由

4.2 (如 3 选 B) 您优先考虑投资 H 股的原因是 (可复选)

- A. H 股价格低, 相比公司的内在价值折扣更大
- B. H 股在香港交易, 投资者受香港法规保护
- C. H 股有更多国际投行覆盖, 研报质量高
- D. H 股市场参与者多为机构投资者, 股价波动理性
- E. H 股交易天数更多, 没有长假
- F. 其他理由

4.3 (如 3 选 C) 您会考虑什么因素决定投资目标公司 A 股或是 H 股 (可复选)

- A. AH 股价格差异

- B. AH 股交易流动性差异
- C. 卖方分析师研究覆盖情况
- D. 大股东管理层持有的是 A 股还是 H 股
- E. 其他理由

5. 在你的投资组合中是否曾经有同时持有同一家公司的 A 股和 H 股的情况

- A. 没有
- B. 有

5.1 (如 4 选 B) 您的投资组合同时持有一家上市公司的 AH 股的原因是

(可复选)

- A. AH 股价相当接近，分散持有，获取更多流动性
- B. AH 股都在业绩指标 benchmark 内
- C. 规避内部和外部的持有比例及公告限制
- D. 已经持有 H 股，再参与 A 股 IPO
- E. 已经持有 A 股，再参与 H 股 IPO
- F. 其他原因

6. 如果港交所将 H 股开始用人民币报价交易，您认为该举措对 AH 股价差会有何影响？

- A. 扩大 AH 股价差
- B. 缩小 AH 股价差
- C. 没有影响

7. 如果您投资的 AH 股两地上市公司收到被全面现金收购邀约，您认为对

AH 股的收购价格应该：

- A. A 股收购价高于 H 股
- B. AH 股相同价格
- C. H 股收购价高于 A 股

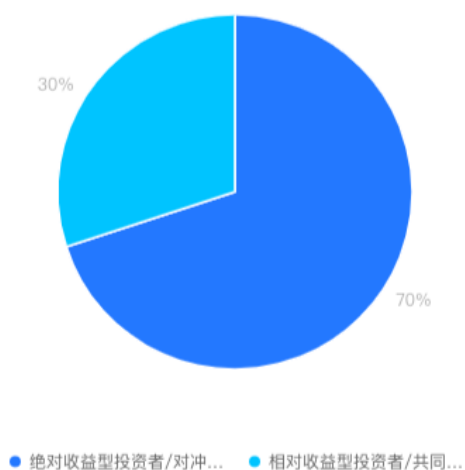
4.2 问卷结果与分析

4.2.1 投资者类型描述

本问卷题目于 2022 年 3 月 23 日正式公布，经过一个星期有效回收了 80 份问卷结果，结果如下

图表 5 您的投资者类型

您的投资者类型

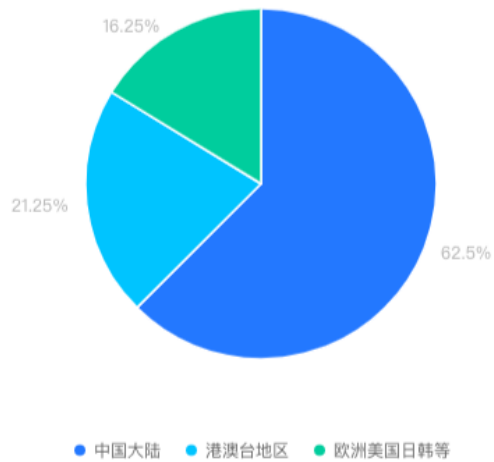


本次问卷调查有 56 位绝对收益类型投资者参与，相对收益投资者有 24 位。而 80 位投资者中按主要投资资金来区分，有 50 位投资者的主要资金来源地位中国大陆，有 17 位

投资者的主要资金来源地位港澳台地区，另有 13 位投资者的主要资金来源地为西方发达国家。

图表 6 您的主要投资资金来源地

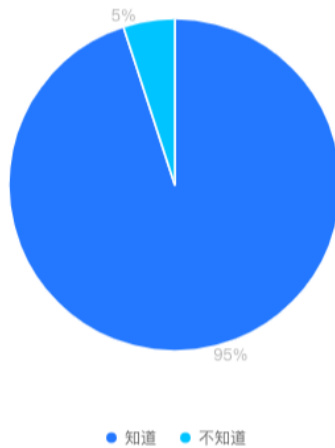
您的主要投资资金来源地



在 80 位投资者中只有 4 位投资者不知道中国股份制企业的 A 股，H 股享有相同的法律权利。

图表 7 您是否了解在中国注册的股份制企业的 A, H 股拥有相同的法律权益，也即投票权，获取公司派发股息的权益

您是否了解在中国注册的股份制企业的A, H股拥有相同的法律权益，也即投票权，获取公司派发股息的权益？

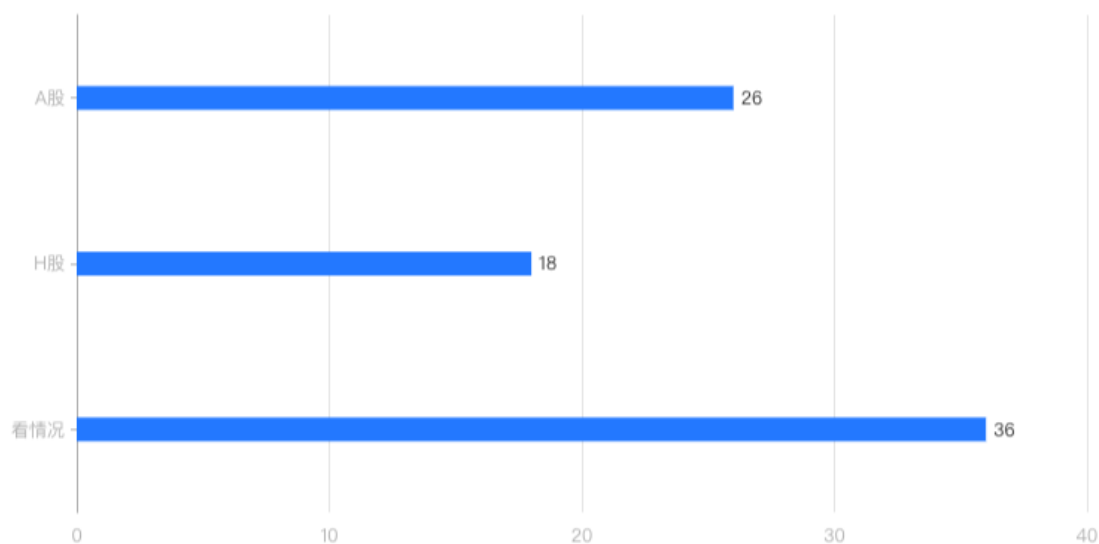


4.2.2 投资者对 AH 股的偏好描述

在问及对同时拥有 AH 股份上市公司的投资选择时，36 位投资者选择了看情况，余下的 44 位投资者中有 26 位，选择了 A 股。

图表 8 如果您考虑投资一家同时拥有 AH 股份的上市公司，并且不受您的投资 Mandate 的限制，你会优先考投资

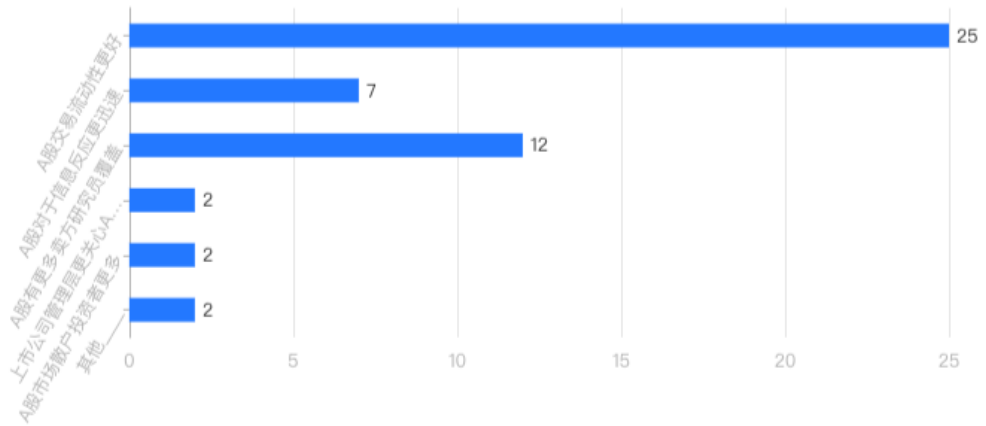
如果您考虑投资一家同时拥有AH股份的上市公司，并且不受您的投资 mandate的限制，您会优先考投资



而选择优先投资 A 股的 26 位投资者中的 25 位给出了 A 股交易流动性更好的理由。

图表 9 您会优先考虑 A 股的原因是

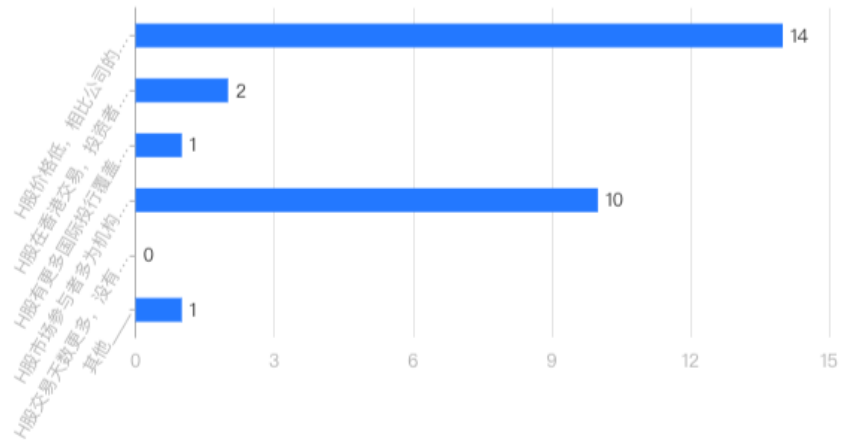
您优先考虑投资A股的原因是（可复选）



而 18 位选择优先投资 H 股的投资者中的 14 位选择了“H 股价格低，相比公司的内在价值折扣更大”这一答案。

图表 10 您会优先考虑 H 股的原因是

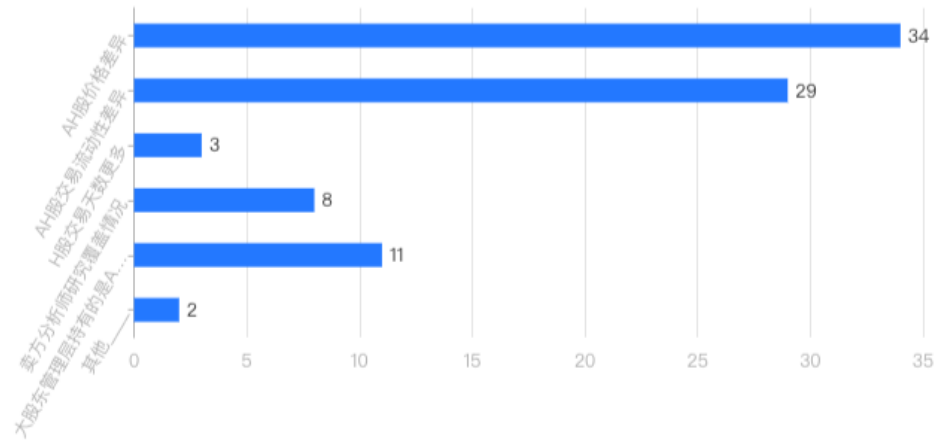
您优先考虑投资H股的原因是（可复选）



最后在选择“看情况”的 36 位投资者中，“AH 股价格差异”，“AH 股交易流动性差异”又是最多人给出的决策因素。

图表 11 您会考虑什么因素决定投资目标公司 A 股或是 H 股

您会考虑什么因素决定投资目标公司A股或是H股（可复选）

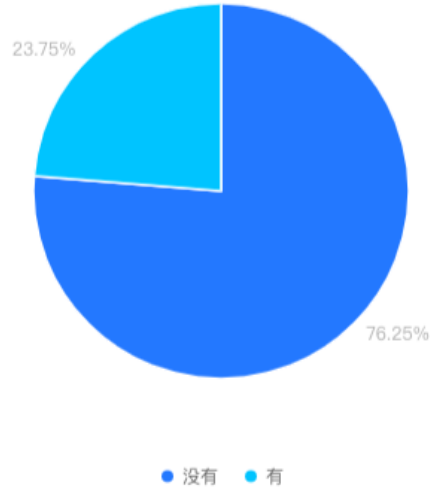


4.2.3 同时持有 AH 股情况描述

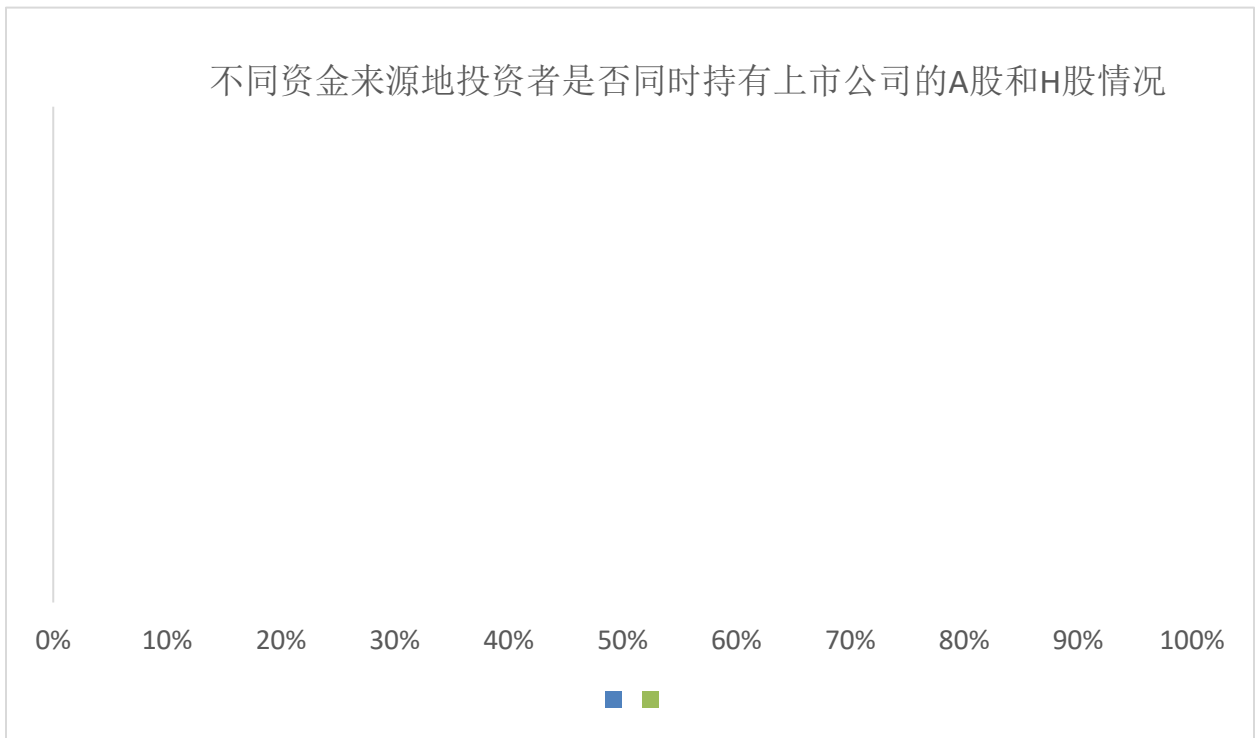
80 位投资者中的大部分（76.25%）没有同时持有同一家公司的 A 股和 H 股，而这一情况在资金来源为欧洲英美日韩的投资者中更为显著。

图表 12 在你的投资组合中是否有同时持有同一家公司的 A 股和 H 股的情况

在你的投资组合中是否有同时持有同一家公司的A股和H股的情况



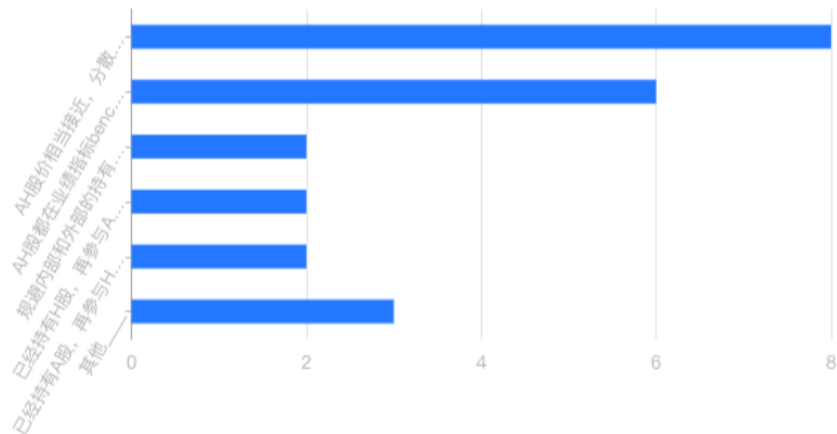
图表 13 不同资金源地投资者是否有同时持有同一家公司的 A 股和 H 股的情况



而在选择有同时持有同一家上市公司的 AH 股的 19 位投资者中， 8 位选择了“AH 股价相当接近，分散持有获取更多流动性“，只有 6 位选择了 AH 股都在业绩指标内。

图表 14 您的投资组合同时持有一家上市公司的 AH 股的原因

您的投资组合同时持有一家上市公司的AH股的原因是

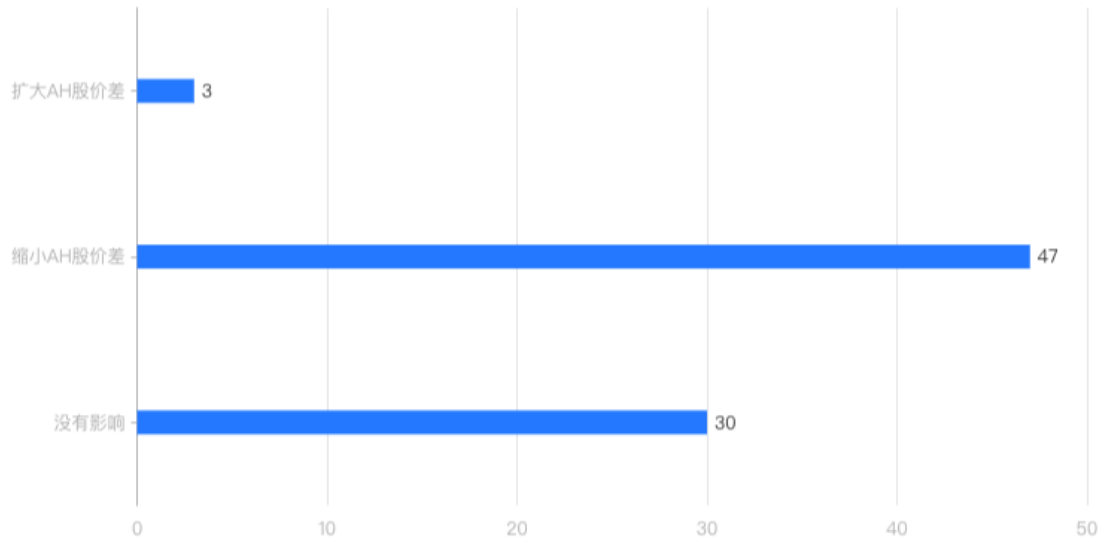


4.2.4 人民币计价对于 AH 股价差的影响

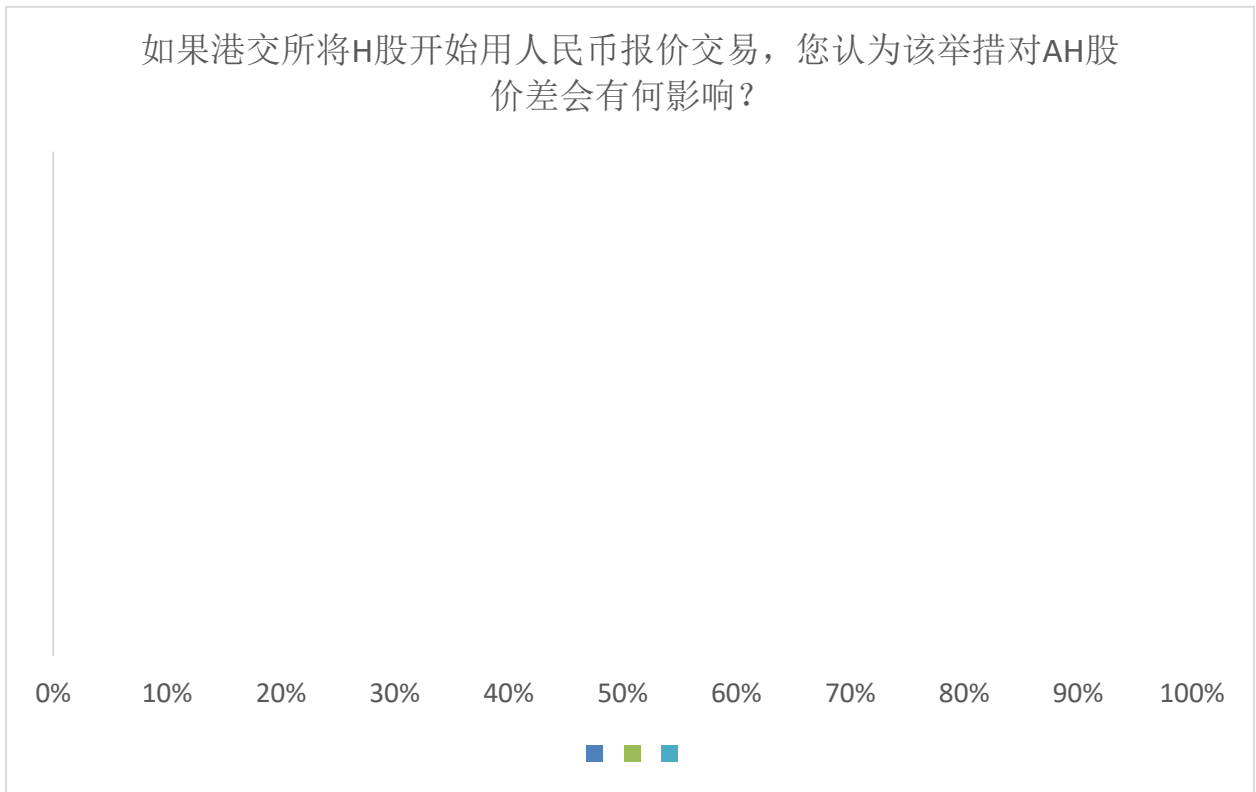
占问卷调查人数 58.75% 的大部分投资者认为，如果港交所使用人民币对 H 股报价将会缩小 AH 股之间的价差。但是资金来源不同的投资者似乎在这个判断上有显著的不同。持有 AH 股价会缩小的投资者在资金来源为中国大陆的投资者中所占比例（66%）更大，有趣的是资金来源为发达国家的投资者则持几乎相反的判断 54% 的这部分投资者认为 H 股改用人民币报价不会对 AH 股价差产生影响

图表 15 如果港交所将 H 股开始用人民币报价交易，您认为该措施对 AH 股价差会有何影响？

如果港交所将H股开始用人民币报价交易，您认为该举措对AH股价差会有何影响？



图表 16 如果港交所将 H 股开始用人民币报价交易，您认为该措施对 AH 股价差会有何影响？

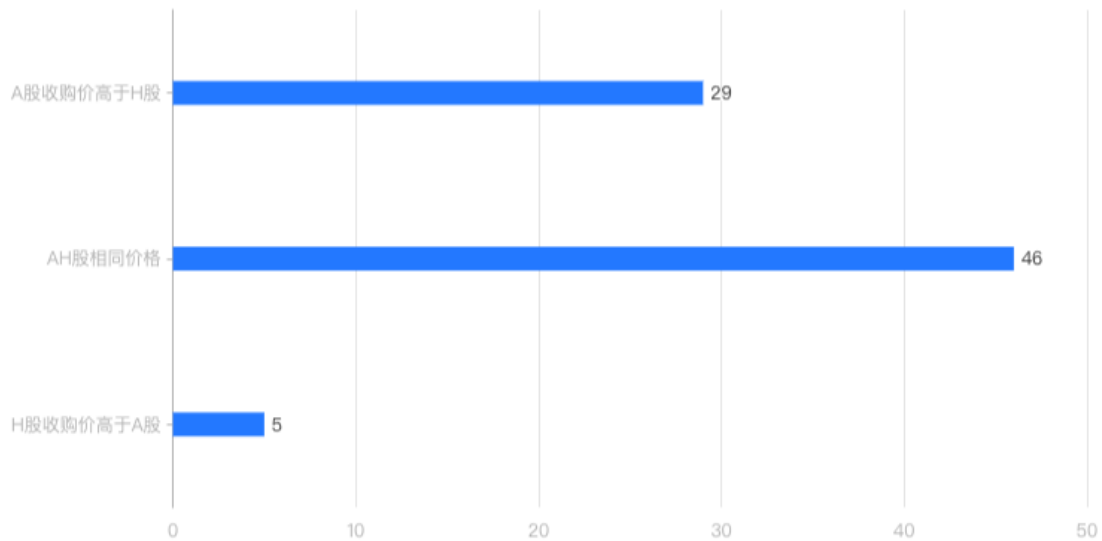


4.2.5 现金收购价的假设

当在被问道“如果您投资的 AH 股两地上市公司收到被全面现金收购邀约时，您认为对 AH 股的收购价格应该”议题时，问卷调查中的 80 位投资者中的 46 位选择了 AH 股的收购价格应该相同，即认可了“同股同权同价”的原则，另外有 5 位投资者认为 H 股的收购价应该高于 A 股，当然仍有为数不少的 29 名投资者认为 A 股的收购价格应该高于 H 股。

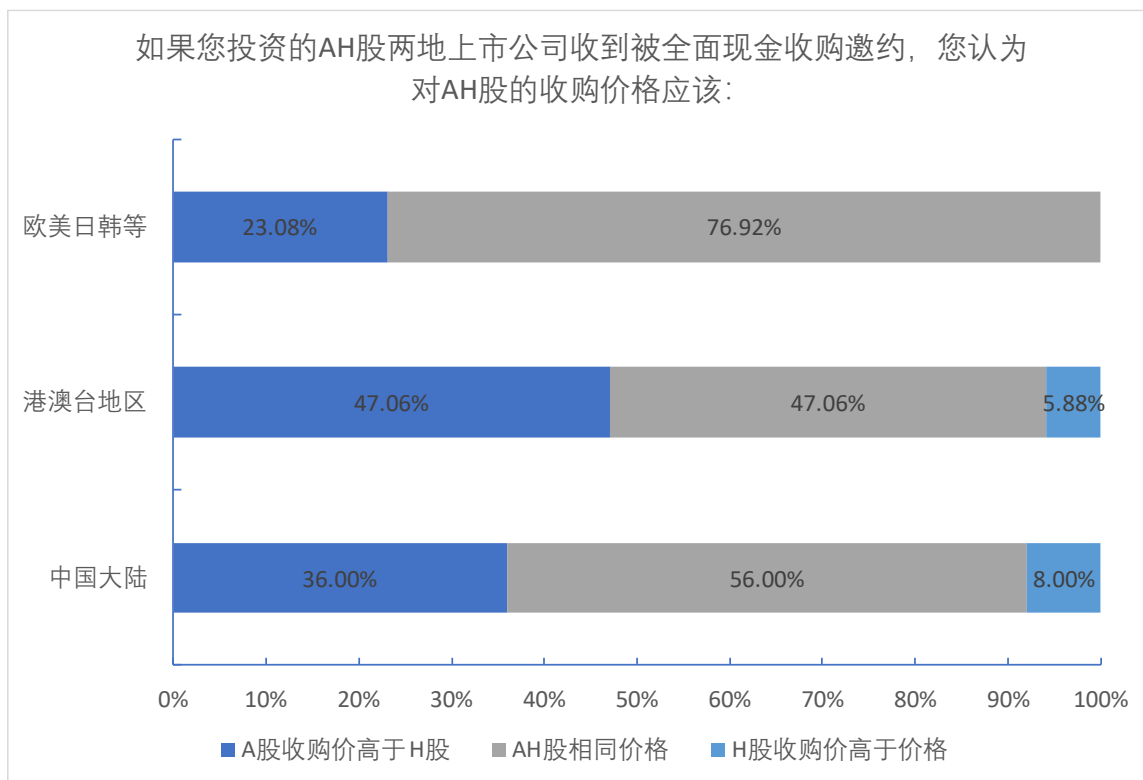
图表 17 如果您投资的 AH 股两地上市公司收到被全面现金收购邀约，您认为对 AH 股的收购价格应该

如果您投资的AH股两地上市公司收到被全面现金收购邀约，您认为对AH股的收购价格应该：



对于这个选题，管理不同地区来源的资金的投资者大都认可了同股同权同价的原则，当然资金来源为发达国家的投资者选择 AH 股收购价相同的比例显著高于另外两组投资者，这可能是由于这些投资者受到“信托责任”理念的影响更为深刻。

图表 18 如果您投资的 AH 股两地上市公司收到被全面现金收购邀约，您认为对 AH 股的收购价格应该



4.3. 总结

本次问卷调查基本可以达到以下结论：95%的机构投资者了解 A 股和 H 股享有相同的法律权利，同时接受调查的机构投资者尤其是管理发达国家为资金来源的投资者有超过一半认为 AH 股在现金邀约收购中应该得到相同的邀约价格。笔者有理由相信，这是基于同股同权同价的基本经济学常识在机构投资者更为深刻。

但是，在日常投资中，机构投资者在选择投资 A 股亦或 H 股时，最关心的是 A 股 H 股的价差和两者之间的流动性差别。另外，在接受调查的投资者中极少投资者同时持有一家上市公司的 AH 股，即便有也是为了更多的流动性考虑。最后，代表海外投资者和代表国内资金的投资者对于 H 股用人民币报价后是否能缩小价差存在极大的分歧。

五、变量选择与实证结果

5.1 变量选择

本文的基本假设基于 2016 年以后大陆和香港的无风险收益率相当接近,假设大陆和海外的专业基金经理的选股思路相近,如果同一公司的 AH 股在大陆和海外的相对应的选股范围内有相似的风险水平 (Beta),相似的市值大小 (size),相似的价值 (value),相似的盈利水平(profitability)与相似的增长率 (investment/growth)的条件下,同时如果该公司的公司治理良好,在 AH 股市场资金可以互相流动的环境下,AH 股的折价应该越低。

本文将 AH 股价差定义为同一时点 A 股价格对 H 股价格的比值,同时考虑汇率的因素。该比值越大,反映 A 股和的价格差异越大。具体的计算公式如下:

$$\text{Premium } i,t = \frac{\text{Price } A_{i,t}}{\text{Price } H_{i,t} * \text{Erate } t}$$

其中, Premium 代表公司 i 在 t 时点的 AH 股价差, Price $A_{i,t}$ 为公司 i 在 t 时点 A 股的价格, Price $H_{i,t}$ 为 H 股的价格, Erate 为 t 时人民币对港币的汇率,单位为人民币/港币。本文以天为时点单位。Premium 即为本文计量模型的因变量。

本文基于已有研究和前述假设,对于影响 Premium(溢价)的自变量进行了梳理:

- Beta 公司股价对应整体市场的风险程度
- Size, 公司整体市值 (AH 股总市值)
- Value, 公司 AH 股价对应 book value 每股净值的便宜程度
- Profitability, 公司的盈利能力 (ROE)

- Growth/Investment, 公司资产增长率
- Momentum, 股价过去 6 个月 (A 股), 过去 1 年的回报
- Liquidity 流动性差异, 我们在此处将其定义为 H 股相对于 A 股的换手率
- Largest_holding 为最大股东持股比例
- Executive_holding 为高管持股数量
- Institutional_holding 为机构投资者持股比例
- Payout Ratio 股息派发比率
- GreyDirector 关联方股东比率
- Analyst 卖方分析师研究覆盖该公司人数

最后, 有一个控制变量为 IPO, 即公司是否在过去一年内完成了 A 股 IPO, 由于 A 股 IPO 的定价机制, 往往造成在 IPO 一年内估值人为虚高。

计量模型的设计:

$$\text{Premium}_{i,t} = b_0 + b_1 * \text{Beta}_{i,t} + b_2 * \text{Size}_{i,t} + b_3 * \text{Value}_{i,t} + b_4 * \text{Profitability}_{i,t} + b_5 * \text{Investment}_{i,t} + b_6 * \text{Liquidity}_{i,t} + b_7 * \text{LargestHolding}_{i,t} + b_8 * \text{ExecutiveHolding}_{i,t} + b_9 * \text{InstitutionalHolding}_{i,t} + b_{10} * \text{PayoutRatio}_{i,t} + b_{11} * \text{GreyDirector}_{i,t} + b_{12} * \text{Analyst}_{i,t} + b_{13} * \text{IPO}_{i,t}$$

在本文的写作和数据搜集验证过程中, 笔者发现了一些问题, 决定进一步将自变量分为两类:

CAPM 类:

- A 股 beta (对应 CSI300 指数)
- 总市值
- A 股市净率 PB
- H 股 beta (对应恒生指数)
- ROE (公司盈利能力)
- 总资产同比增长率

在 CAPM 类的自变量中, 笔者除去了 **Momentum** 价格动能因子, 虽然在回归检验结果中 A 股 **Momentum** 和 H 股 **Momentum** 均显示统计显著, 但是由于 **Momentum** 直接和价格有关, 有变量自回归的可能, 因此决定将这两个的变量从最终的计量模型剔除。另外, 笔者曾经试图用盈利增长 **Earnings Growth** 或每股盈利增长 **EPS (Earnings Per Share) Growth** 来取代经典 CAPM 的总资产同比增长率 **Total Asset Growth**, 但是在随后的回归结果中盈利增长和每股盈利增长均显示统计不显著, 因此笔者决定保留总资产同比增长率这个自变量。

公司治理类:

- A 股机构持股比例
- A 股最大股东持股
- H 股机构持股比例

- 独立董事比重
- 国有/私营企业
- 分红比率

高管持股比例 **Executive Shareholding** 由于数据搜集的困难，笔者没有能够及时搜集到完整的数据。灰色董事 **Grey Director** 的数据也很难完全按照其本来定义找到相关的数据，因此笔者决定用独立董事占董事会的比重来代替。另外，由于中国上市公司的国情特色，笔者决定增加一个国有/私营企业的变量。

最后，流动性差异这个变量，既不属于 **CAPM** 类变量，也不属于公司治理类变量。而且大量的文献已经证明流动性变量对于 **AH** 股溢价有显著相关，因此决定排除在最终的计量模型之外。另外卖方分析师覆盖这个变量，严格意义讲也不属于公司治理类变量，而且笔者没有方法搜集到卖方分析师研究覆盖数量的时间序列数据，因此也决定排除在最终的计量模型。

修改后的计量模型即为：

$$\text{Premium}_{i,t} = b_0 + b_1 * \text{A Share Beta}_{i,t} + b_2 * \text{Market Cap}_{i,t} + b_3 * \text{A Share PB}_{i,t} + b_4 * \text{H Share Beta}_{i,t} + b_5 * \text{Profitability}_{i,t} + b_6 * \text{Total Asset Growth}_{i,t} + b_7 * \text{Largest Holding}_{i,t} + b_8 * \text{A Share Institutional Holding}_{i,t} + b_9 * \text{H Share Institutional Holding}_{i,t} + b_{10} * \text{PayoutRatio}_{i,t} + b_{11} * \text{Independent Director Proportion}_{i,t} + b_{12} * \text{type(SOE)}_{i,t}$$

本文实证分析采纳数据主要源于万德 **Wind**, 彭博 **Bloomberg** 等专业金融数据提供商的公开数据。

5.2 实证检验的结果

实证检验结果，12 个变量除分红派息比率以外都显示统计显著。

表格 1 12 个变量的显著统计

变量	symbol	系数拟合值	P值
截距项	Intercept	0.5130	0.0000
A股beta	beta_csi300	0.0818	0.0000
H股beta	beta_hsi	-0.0920	0.0000
总市值	mcap	-3.8850E-05	0.0000
A股市净率PB	pb	0.0140	0.0000
ROE	roe	-0.0288	0.0000
总资产同比增长率	total_asset_growth	0.0063	0.0000
A股机构持股比例	inst_holding_A	-0.0087	0.0000
A股最大股东持股	largest_holding	0.0174	0.0000
H股机构持股比例	inst_holding_H	-0.7414	0.0000
独立董事比重	prop_id	-0.6307	0.0000
国有/私营企业	type[T.SOE]	0.1535	0.0000
分红比率	dvd_payout_ratio	-0.0018	0.8180

由于本时间窗口中，A 股和香港市场的相关度提高，所以 A 股 beta 越高 AH 股溢价越高，而 H 股 beta 越高则 AH 股溢价越低。总市值变量和 AH 股溢价负相关也可能反应了 A 股市场和 H 股市场长期以来对于中小市值股票的估值分歧，A 股市场长期偏好小市值股票，而香港市场则会给予小市值股票更多的估值折扣。A 股市净率 PB 这个变量的情况也是反映了 A 股市场和 H 股市场投资者对于高估值的分歧，A 股市净率越高会显著导致 AH 股溢价变大。笔者认为 ROE 变量和 AH 股溢价负相关则反映了长期以来香港市场对于高盈利性高资本回报率的企业的偏好，而总资产同比增长率则恰恰相反地体现了 A 股市场投资者对于成长性地偏好。

而在公司治理类变量中，A 股最大股东持股越高，AH 股溢价越大，A 股和 H 股机构持股比例越大 AH 股溢价越小，独立董事占董事会比重越高 AH 股溢价也越小完全符合公司治理假说的说法，H 股投资者会倾向投资权益更不容易被最大股东侵害的上市公司。另外国有上市公司在 A 股的估值相比 H 股仍然有溢价也是符合我国的特殊国情。而统计结果唯一不显著的变量分红比率，是否由于两地市场投资者对于分红政策不同的看法也值得进一步探究。

六、事件研究

6.1 事件描述

近十年来我国加快资本市场国际化的不断推进的过程中，在 2015 至 2016 年推出沪深港通交易机制连接 A 股市场和香港股票市场，和 MSCI 明晟指数于 2018 年 6 月把 A 股纳入其 MSCI 新兴市场指数和 MSCI ACWI 全球指数这两件可以称得上在中国的资本市场对外开放影响力最大的两件标志性事件。两个事件即互相独立，但又互有关联，因为正是沪深港通交易机制的全面建立使得国际投资者参与 A 股市场投资更为便利，最终解决了长期困扰指数编纂机构 MSCI 明晟对于 A 股市场接纳度（accessibility）不足的担心。

本文的事件研究之一是对 2015 年 12 月 5 日正式开通后的前后 60 个交易日的 AH 股溢价变化比较来分析深港通正式开通后有没有对 AH 股溢价水平产生重大改变。深港通比早期开通的沪港通取消总额度限制。深港通为投资者带来了更多自由和便利，总额度限制取消是一个重大进步（沪港通的总额度限制亦随之取消）。取消总额度限制有望鼓励更多机构投资者参与深港通和沪港通。另外，相比沪港通，深港通机制涵盖更多股票。根据截至 2016 年 7 月 29 日的数据估算，深港通下的深股通涵盖了大约 880 只深圳市场的股票，其中包括约 200 只来自深圳创业板的高科技、创新股票，与沪股通投资标的形成良好互补。深港通下的港股通涵盖约 417 只港股，比沪港通下的港股通新增了近 100 只小盘股（包括恒生综合小型股指数成份股及深市 A 股对应的 H 股）。投资标的的扩容，可以满足不同类型投资者的投资需求。由于中国国内投资者更偏好中小盘的投资风格，而国际投资者可能尚未对于 A 股的中小盘上市公司充分研究的背景下，人们普遍猜测深港通的开通会缩小 AH 股溢价。

而 MSCI 指数之所以重要，是因为它广为全球投资人参考。据介绍，全球投资专业人士，包括投资组合经理、经纪交易商、交易所、投资顾问、学者及金融媒体都会使用 MSCI 指数。同时，MSCI 指数也是全球投资组合经理中最多采用的投资标的。据 MSCI 估计，在北美及亚洲，超过 90% 的机构性国际股本资产是以 MSCI 指数为标的。换言之，国际投资者去哪个国家投资股票，买哪个股票和基金，大都要参考 MSCI 指数。

MSCI 公司的 2016 年报显示，全球超过 10 万亿美元的资产以 MSCI 指数为基准；超过 900 只 ETF 基金以 MSCI 指数为追踪标的；全球前 100 个最大资产管理中，97 个都是 MSCI 的客户。这也就是说，A 股加入 MSCI 指数后，A 股中的许多股票，也将被国际投资者投资。也正是由于大量的被动投资的指数基金将参照 MSCI 指数在 2018 年 6 月的调整而被动选择投资买入 A 股，而原先的在香港上市的中国公司股票包括 H 股在指数比重有所下调，因此从指数变化对于资金流向的角度分析，A 股 h 加入 MSCI 明晟指数这一事件应该会加大 AH 股溢价。

6.2 检验结果

在对两个事件的区间比较的 Wicoxon 检验结果如下

表格 2 事件 1 的 Wicoxon 检验结果

事件1:2016年12月5日深港通开通						
指标		事件前60个交易日	事件后60个交易日	t值/z值	P值	
		(1)	(2)	(2)-(1)		
AH溢价	样本均值	1.5518	1.4798	6.4865	8.89E-10	注2
	样本中位数	1.4966	1.3986	6624.0	1.46E-09	注3
	样本标准差	0.4996	0.4377			
注:						
1. AH溢价 = A股股价/(港股股价*汇率)						
2. 单边t检验, 零假设为: 事件前AH溢价减去事件后AH溢价的均值小于0, 单边检验P值为双边检验P值除以2						
3. 单边Wicoxon检验, 零假设为: 事件前AH溢价减去事件后AH溢价的中位数小于0						

表格 3 事件 2 的 Wicoxon 检验结果

事件2:2018年6月1日MSCI指数纳入A股						
指标		事件前60个交易日	事件后60个交易日	t值/z值	P值	
		(1)	(2)	(2)-(1)		
AH溢价	样本均值	1.5552	1.4900	5.6871	3.97E-08	注2
	样本中位数	1.4410	1.3772	7000.0	0.9999	注3
	样本标准差	0.6413	0.6487			
注:						
1. AH溢价 = A股股价/(港股股价*汇率)						
2. 单边t检验, 零假设为: 事件前AH溢价减去事件后AH溢价的均值大于0, 单边检验P值为双边检验P值除以2						
3. 单边Wicoxon检验, 零假设为: 事件前AH溢价减去事件后AH溢价的中位数大于0						

这两个事件的检验都否定了零假设, 也就是说在两个事件发生后, AH 股溢价均缩小了。也就是说在深港通开通后, AH 股溢价的确如当时人们的普遍猜测般缩小了。但是 MSCI 纳入 A 股这一事件却没有进一步增加 AH 股溢价。当然这有可能是因为 MSCI 在几乎在 A 股正式纳入其国际指数之前一年便已经宣布了这一决定给了大量市场参与者提前布局这一事件的时间。

笔者认为这两个事件改变的只是 AH 股的交易流动性, 由于在在深港通开通之前的深市 A 股对应的 H 股交易量更小, 而深港通的开通给这部分 H 股带来的新增交易量更多。而 A 股市场, 特别是那些最早纳入 MSCI 指数的 A 股市值偏大, 本身交易量就非常大, 即便是 MSCI 指数的纳入也没有带来更多的额外交易量。至于此事件以后 AH 溢价为何反而缩小, 根据前文针对机构投资者的问卷, 大部分投资者 (75.3%) 都不会同时持有同一家上市公司的 AH 股, 因此有理由怀疑相当大部分的国际投资者在面对被加入 MSCI 指数的 A 股时, 反而选择了买入或者增持其 H 股, 因此造成了 AH 股溢价的缩小。

七、研究总结

本文试图在前人的学术研究的基础上解释一个长期困扰金融学术界以及投资专业人士的奇异现象，即同一间中国上市公司的具有相同权利的普通股为何在中国内地 A 股市场和香港市场的交易价格会长期有持续的交易价差。笔者通过问卷调查，多元回归分析以及事件分析等不同研究，发现流动性仍然是机构投资者最为关注的决定 AH 股价差的因素。这一发现似乎与机构投资者的坚持长期持股的传统印象并不吻合，但近年随着指数投资，交易所上市基金(ETF)等对于底层资产流动性要求越发提高的投资产品越来越流行，机构投资者关注流动性，把交易流动性作为投资组合风险管理甚至选股的数量化因子也非常常见。但令人欣慰的是，上市公司本身的经营基本面情况，比如股权回报比率，公司的增长率都对于 AH 股的价差有显著影响，另外笔者列入多元回归分析的上市公司的公司治理因素，除了股息派发率以外，对于 AH 股的价差也有显著影响。本文的发现也进一步解释了另一个奇异现象：虽然 H 股长久以来对于对应的 A 股都是折价交易，但是在任何时段总有某些上市公司的 AH 股价差小于整体 AH 股价差，个别公司甚至会发生 H 股对于 A 股有所溢价这样的情况。

本文的发现对于那些已经在 A 股上市但希望通过 H 股上市融资快速取得外汇资金以便发展国际业务的上市公司有特别的参考意义。这类型公司的管理层往往会担心其发行 H 股会对于 A 股有大幅度的折让，甚至影响 A 股的股价。通过本文的结论可以发现其实只要上市公司本身的盈利性和成长性足够优秀，同时能够吸引到足够的机构投资者作为公司的股东并且有良好的公司治理，H 股对于 A 股的大幅度折让并非必然。

笔者在结束本文的写作之时惊喜地得知，香港证券交易所和香港证券监管机构将在明年为港股通交易提供人民币报价，并且通过交易税费特别减免的方式引入做市商制度，允许做市商在股票的港币报价和人民币报价之间短期套利并提为人民币报价的港股供流动性。笔者可以根据本文的发现判断这个新的人民币挂牌港股通交易机制将会进一步缩小 AH 股溢价。港交所提出“用流动性吸引更多流动性”来解决目前香港股市成交低迷，估值相较全球股市和 A 股均有大幅折让的问题应该是选择了正确的道路。

上市公司管理层对于 AH 股的视角是笔者进一步研究 AH 股价差的一个方向，尤其是在中国上市公司越来越多地采用股票回归的方式来进行市值管理的大背景下，AH 两地上市公司如何进行回购？为何有时选择股价更高的 A 股进行回购？管理层持有的是 A 股或是 H 股对他们资本市场相关决策是否有所影响？这些问题都是值得进一步研究的。

由于本文研究的资源所限，没有能力把卖方分析师对于 AH 股的评级推荐以及目标价等指标作为变量纳入回归分析，主要是由于国内券商与国际券商的推荐历史分别集中在万德 Wind 系统与彭博 Bloomberg 系统，数据搜集整理组合需要相当大的难度，并且卖方分析的研究覆盖与推荐本身也对 AH 股的流动新有相当的影响。因此卖方分析研究对于 AH 股的影响也可以作为单独研究的视角。

最后，本文的多元回归分析进一步细化后可以作为 AH 股多空套利交易策略的参考，对于 A 股公司增发 H 股的 IPO 定价也可以作为参考。

参考文献

- Pollan, Michael. 2006. *The Omnivore's Dilemma: A Natural History of Four Meals*. New York: Penguin.
- Ward, Geoffrey C., and Ken Burns. 2007. *The War: An Intimate History, 1941–1945*. New York: Knopf.
- García Márquez, Gabriel. 1988. *Love in the Time of Cholera*. Translated by Edith Grossman. London: Cape.
- Weinstein, Joshua I. 2009. "The Market in Plato's Republic." *Classical Philology* 104:439–58.
- Google. 2009. "Google Privacy Policy." Last modified March 11.
<http://www.google.com/intl/en/privacypolicy.html>.
- 丹尼·罗德里克（2006）. 中国的出口有何独特之处(田慧芳译). *世界经济*, (3): 20-30.
- 凤凰网财经（2012）. "外企掀起退出中国潮 业内称企业高利润日子一去不复返", 访问日期 2014 年 9 月 17 日,
<http://finance.ifeng.com/news/corporate/20120207/5540008.shtml>

附录

A 回归分析详细结果

OLS Regression Results

```

=====
Dep. Variable:          A_H      R-squared:                0.361
Model:                  OLS      Adj. R-squared:           0.359
Method:                 Least Squares      F-statistic:              150.2
Date:                   Tue, 31 May 2022    Prob (F-statistic):       3.07e-299
Time:                   21:35:19          Log-Likelihood:           -2821.8
No. Observations:      3200          AIC:                      5670.
Df Residuals:          3187          BIC:                      5749.
Df Model:               12
Covariance Type:      nonrobust
=====

```

```

=====
              coef      std err          t      P>|t|      [0.025      0.975]
-----+-----+-----+-----+-----+-----+-----
Intercept          1.5130          0.101      14.992      0.000          1.315          1.711
type[T.SOE]         0.1535          0.033       4.595      0.000          0.088          0.219
beta_csi300         0.0818          0.015       5.645      0.000          0.053          0.110
mcap              -3.885e-05      2.97e-06     -13.073     0.000     -4.47e-05     -3.3e-05
pb                  0.0140          0.002       6.422      0.000          0.010          0.018
roe                -0.0288          0.002     -19.052     0.000         -0.032         -0.026
total_asset_growth  0.0063          0.001      11.592     0.000          0.005          0.007
inst_holding_A     -0.0087          0.001     -12.272     0.000         -0.010         -0.007
largest_holding    0.0174          0.001      16.422     0.000          0.015          0.019
beta_hsi           -0.0920          0.018      -5.194     0.000         -0.127         -0.057
inst_holding_H     -0.7414          0.044     -16.814     0.000         -0.828         -0.655
prop_id            -0.6307          0.161      -3.915     0.000         -0.947         -0.315
dvd_payout_ratio   -0.0018          0.008      -0.230     0.818         -0.017          0.013
=====

```

```

=====
Omnibus:                2544.806      Durbin-Watson:           1.717
Prob(Omnibus):          0.000      Jarque-Bera (JB):       69563.622
Skew:                   3.612      Prob(JB):                0.00
Kurtosis:               24.669      Cond. No.                7.62e+04
=====

```