

双重上市股票更有投资价值吗?

——基于 H + A 股与 A 股的对比分析

朱宏泉, 应潇潇

(西南交通大学 经济管理学院, 四川 成都 610031)

[摘要] 通过对比先在 H 股上市、后回到 A 股上市的股票(简记为 H + A 股)与仅在 A 股上市的股票上市首日收益率、上市后短期和长期收益的差异, 探讨两类股票的投资价值。结果显示: 相较于 A 股股票, H + A 股上市首日收益更高, 但上市后的短期收益和长期收益更低。究其原因, H + A 股更高的上市首日收益与其发行定价低相关, 短期和长期市场收益低既与公司的业绩不好相关, 也与投资者的不认可相关, 表明相较于仅在 A 股上市的股票, H + A 股更不具备投资价值。

[关键词] H + A 股; 双重上市; IPO 抑价; A 股上市; 交叉上市; 投资价值; 发行定价; 股票市场

[中图分类号] F832.5 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096 - 3114(2019)02 - 0039 - 10

一、引言

随着资本市场的全球化, 公司上市的选择不再局限于本国、本地区证券市场, 越来越多的企业走出去, 在纽约、伦敦、中国香港等证券市场发行股票, 实现交叉上市(cross-listing)。目前, 境内交叉上市企业主要以先在香港上市(记为 H 股), 后回到 A 股上市为主(简记为 H + A 股)。自 1993 年青岛啤酒(先 H 股)返回上海证券交易所发行 A 股, 成为境内第一家在中国香港和内地双重上市的公司以来, 越来越多的内地企业实现了在香港和上海(或深圳)证券交易所双重上市。截至 2014 年底, 共有 85 家企业(除去已经退市的吉林化工和中国北车)在两地同时上市。其中, 62 家采取“先 H 股后 A 股”模式, 21 家采取“先 A 股后 H 股”模式, 另有中信银行和工商银行两家企业在 H 股与 A 股市场同步发行上市。

现有的有关交叉上市的研究, 主要关注的是企业先在本国(或本地区)证券市场上市, 而后再转移到更为成熟的海外(或境外)市场上市。大量研究表明, 企业通过走出去即到更为成熟的海外(或境外)市场上市, 既会受制于上市地所在市场更为严格的市场环境与信息披露约束、更为完善的会计准则和法律体系以及更高的投资者保护要求, 又会面临证券分析师、审计师和律师事务所等中介机构更严格的监督和约束, 从而向市场和投资者传递高质量的信号^[1]。这就如同产品市场中的“出口转内销”, 其目的是“引资、引智、引制”, 从而向市场、消费者传递产品质量更高的信号。

与国际惯例截然不同的是, 国内现有的双重上市公司大多是从境外的成熟市场(如中国香港证

[收稿日期] 2018 - 06 - 04

[基金项目] 国家自然科学基金项目(71773100); 教育部人文社科项目(17XJC790009; 18YJA790048)

[作者简介] 朱宏泉(1963—), 男, 四川成都人, 西南交通大学经济管理学院教授, 博士生导师, 主要研究方向为资产定价、公司财务、金融市场与机构, 邮箱: hqzhu@home.swjtu.edu.cn; 应潇潇(1994—), 女, 四川成都人, 西南交通大学经济管理学院硕士生, 主要研究方向为金融市场与机构。

券市场)回归到境内证券市场,发行 A 股股票从而实现双重上市。因此,相对于仅在境内证券市场发行上市的 A 股股票,H + A 股是否更具投资价值,这既是市场参与者和监管者高度关注的话题,也是学术研究者应该回答的话题。

本文可能的贡献在于考察了先在香港 H 股上市,而后再回到 A 股市场上市的股票,采用匹配样本的研究方法,比较其与相应 A 股的定价和市场表现的差异,从而既回答 H + A 股与 A 股谁更具投资价值,同时也拓展和深化现有交叉上市研究的研究对象和研究结论。此外,考察上市后更长期(72 个月)的收益,从而消除 A 股公司可能存在的盈余管理行为对结果的影响也将是本文的一个亮点。

本文以下部分的构成是:第二部分是理论分析,第三部分为研究设计,第四部分为实证结果与分析,第五部分为稳健性检验,第六部分为结论。

二、理论分析

双重上市,又称跨境交叉上市(dual-listing, cross-listing),是指同一企业在两个不同的证券交易所挂牌上市的行为。关于交叉上市的路径选择,境外公司基本上是先在本国(本地区)股票市场上市,然后再谋求到其他更成熟的证券市场上市^[2]。对于由新兴市场或封闭市场进入到英、美等发达成熟市场交叉上市的行为,现有研究发现,交叉上市能提高股票价格和上市后收益^[2]。Sarkissian 和 Schill 通过对 25 个国家的 1676 家企业在美国证券市场跨境上市前后 120 个交易日的累计收益对比分析后发现,跨境上市后的超额收益显著高于跨境上市前的超额收益^[3]。Lang 等也得到了相似的结果^[4]。

而关于公司股价和上市后收益上升的原因,现有研究主要从交叉上市有利于改善公司治理的角度给予了解释。公司治理的本质是减少代理问题及降低其带来的代理成本,而代理问题又主要源于内部人和外部投资者的信息不对称。交叉上市可以减少信息不对称、改善信息环境。因此,交叉上市向市场、投资者传递了公司质量更高、股票更具投资价值的信号。信息披露假说认为^[5],双重上市的额外信息披露改善了股票的信息环境,从而使得外部人获取企业信息的成本显著下降,股票的流动性和估值显著增加。法律约束假说^[1]认为,由于境外上市地较本国而言有更严格的法律约束和信息披露要求以及更完善的市场监管和投资者保护,企业内部人侵占股东利益的行为将受到更大程度的限制,且上市行为本身会向投资者传递“企业内部人主动接受更严格法律监管”的信息,从而更能获得投资者的信任以缓解融资难题。声誉约束假说^[6]认为,到成熟的资本市场上市,会有更高质量的上市承销商、审计事务所、证券分析师、机构投资者等中介机构作为外部治理机制参与到企业治理中来,从而提高企业信息披露透明度和决策科学化水平,代理问题也会相应的得到缓解。因此,当这些因素作用在一起时,双重上市向市场、投资者传递了公司质量更高、股票更具投资价值的信号。

然而对于中国企业,其双重上市的顺序与国际惯例往往相反。到目前为止,大多数中国企业是从制度成熟的中国香港市场回归到制度不够完善的内地市场,通过发行 A 股股票实现双重上市。虽然 A 股市场从成立至今已有近 30 年的发展,现已成为仅次于美国的全球第二大体量的证券市场,但政府干预程度仍较高,市场上企业的治理水平也不够健全,投资者保护较为薄弱。在此背景下,H + A 股上市公司的回归实际上是出于强烈的再融资动机,因此这些企业的回归在促进自身发展和优化内地市场结构的同时,也可能导致对中小投资者利益造成损害的恶性“圈钱”现象发生。如果这些公司是因为存在真实良好的投资项目但缺乏相应的资金从而发行股票,那么募集资金的使用效率较高,也就促进了自身的发展。但是,如果企业没有良好的投资机会或者由于质量较差、投资者认可度较低从而难以在香港市场再融资,那么其在回归 A 股市场时不免存在“圈钱”的嫌疑,从而遭到投资者的冷落。第一家 H + A 双重上市的公司青岛啤酒 1993 年上市所募集的大量资金被存于银行获取利息收入,1994 年更是发生了资金投向委托贷款等负面事项。而青岛啤酒对于双重上市公司而言具有榜样和示范作用,从而我们有理由猜测其他双重上市的公司也具有类似的问题,即双重上市的公司并不是

高质量的公司,公司回归 A 股的真实目的是利用其特殊身份和便利的融资条件进行“圈钱”。

若如此,H + A 公司在回归 A 股时会采用低价策略吸引投资者。另外,无论投资者购买的是 H 股还是 A 股,如果没有特别的条款限制,同股同权。因此,H + A 公司在返回 A 股 IPO 时,H 股的价格会影响到 A 股的发行定价。相反,对于仅发行 A 股的公司,其在发行定价时,一方面没有 H 股股价可供参考;另一方面,为了能从市场中筹集更多的资金,提高管理者和承销商的收益,公司也会尽可能地提高发行定价。基于此,本文提出假设 1。

假设 1:H + A 股公司在 A 股上市时,其 A 股的上市首日收益高于仅在 A 股上市公司股票的首日收益。

此外,若 H + A 双重上市的公司质量不高,其回归 A 股的真实目的是利用其特殊身份和便利的融资条件进行“圈钱”,那么相对于仅在 A 股上市的公司股票,一方面,H + A 股上市后会遭到大陆投资者的冷落,即投资者的认可度降低、股票的流动性减弱,而低的流动性会导致股票价格下降更快、短期收益更低,另一方面,公司上市后的盈利能力下降,也会导致股票的长期市场表现走低。Jain 和 Kini^[7],在分析了公司上市前后的盈利能力后认为,公司上市后运营绩效大幅度下降,是导致股票长期表现不佳的主要因素之一。为此,本文提出假设 2 和假设 3。

假设 2:H + A 公司在 A 股上市后,其 A 股的短期收益低于仅在 A 股上市公司股票的短期收益。

假设 3:H + A 公司在 A 股上市后,其 A 股的长期收益低于仅在 A 股上市公司股票的长期收益。

三、研究设计

(一) 样本选取和数据来源

本文选取 1992—2012 年间先在 H 股上市、后回到 A 股上市的 64 只股票为研究对象^①。为了对比 H + A 股与 A 股间的差异,本文对这 64 只 H + A 股股票在 A 股市场配对。配对条件为:A 股与 H + A 股行业相同且上市时间前后相差 1 个月。最终配对成功 519 只 A 股股票,总样本为 583 只股票。本文数据主要来源于国泰安数据库。另外,出于稳定性考虑,本文对所有非 0 或 1 的变量去掉上下 1% 的极端值。

(二) 指标设计

1. 被解释变量

本文参考 Fan 等^[8]的做法,以经市场调整后的上市首日个股收益率来衡量抑价水平,计算公式如式(1):

$$iporet = (p_1 - p_0) / p_0 - r_m \quad (1)$$

其中 p_0 和 p_1 分别为股票的发行价和上市首日收盘价, r_m 为同期的市场收益。

此外,本文以扣除了市场同期累计收益后股票上市后 20 天、40 天和 60 天的累计收益来衡量上市后短期收益;以扣除了市场同期累计收益后股票上市后 12 个月、24 个月、36 个月和 72 个月的累计收益来衡量上市后长期收益^②。

考虑上市后更长期(如 72 个月)的收益,是为了消除 A 股公司可能存在的盈余管理行为对结果的影响。现有研究表明,为了让股票更有吸引力、筹集更多资金,公司在 IPO 前有强烈动机进行“财务包装”,增加公司的盈利能力^[9]。上市后,随着时间的推移,公司的真实价值逐渐回归本质。但对

^①64 只股票包括 2 只在 H 股和 A 股同时上市的股票和现已在香港退市的经纬纺机(00350.HK)。如果去除这 3 只股票,结果没有质的差异。2012 年之后也有少数 A 股上市公司赴香港上市,但先 A 后 H 的公司不在本文研究范围之内。此外,由于需要考虑股票上市后 6 年的表现,加之 2013 年 IPO 暂停发行一年,本文选取的是 1992—2012 年的 IPO 公司,数据相当于截至 2018 年。

^②本文用超额累计收益(cumulative abnormal return)作为公司上市后 20、40、60 天以及 12、24、36、72 个月累计收益的测度指标,如果用买入持有收益(buy and hold return)来分析,结果没有质的差异。

于 H + A 公司,由于在回归 A 股时,已在香港上市多年,因而在 A 股上市时,其盈余管理程度及可能性要小于对应的 A 股公司。因此,本文考虑股票更长期的收益,能消除公司上市时的盈余管理行为带来的影响,从而更真实的测度股票的投资价值。

2. 解释变量

dummy:哑变量。H + A 股票取值 1,否则为 0。

3. 控制变量

影响 IPO 抑价以及股票上市后表现的因素众多。本文控制变量的选择主要参考 Fan 等^[8]、Mauer 等^[10]、韩鹏和沈春亚^[11]、朱宏泉和朱露^[12]的研究。一方面控制了公司发行时自身的相关特征,包括影响 IPO 抑价的发行与上市间隔天数、发行股数、市场冷热程度以及影响上市后表现的账面市值比、资产负债率和总资产。另一方面,为了降低新股发行时的信息不对称,IPO 公司可能会采取一些措施向市场传递有关自己内在价值的信号,如保持较高的股权集中度、雇用高声誉的承销商和高声誉的审计师、鼓励风险投资的参与、选择高质量的管理者等,从而降低投资者与投资者之间、发行人与投资者之间的信息不对称,进而降低 IPO 抑价率。这些“信号”还会通过影响投资者情绪进而对短期收益产生影响。此外,股权集中度、风险投资的参与情况以及管理者的质量高低也会影响股票的长期表现。但这些“信号”是否有效一直以来都存在着争议。为了消除可能存在的影响,本文控制了与这些“信号”相关的相应变量。本文具体变量名称及其定义如表 1 所示。

表 1 变量定义表

变量名	定义
	<i>iporet</i> 抑价率,计算方法为 $iporet = (p_1 - p_0) / (p_0 - r_m)$:其中 p_0 和 p_1 分别为股票的发行价和上市首日收盘价, r_m 为同期的市场收益
被解释变量	<i>card(i)</i> 扣除了市场的同期累计收益后,股票上市后 20 天、40 天和 60 天的累计收益
	<i>carm(i)</i> 扣除了市场的同期累计收益后,股票上市后 12 个月、24 个月、36 个月和 72 个月的累计收益
解释变量	<i>dummy</i> 哑变量,H + A 股票取值 1,否则为 0
	<i>lndays</i> 发行与上市间隔天数,取自然对数
	<i>lnshares</i> 发行股数(单位为亿股),取自然对数
	<i>btm</i> 账面市值比
	<i>lev</i> 资产负债率
	<i>lnasset</i> 总资产(单位为 10 亿元),取自然对数
控制变量	<i>largehld</i> 发行时第一大股东持股比例
	<i>writer</i> 承销商声誉,承销商承销金额排名前十取值 1,否则为 0
	<i>auditor</i> 会计师事务所声誉,“四大”取值 1,非“四大”取值 0
	<i>vc</i> IPO 时有无风险投资者参与,有取值 1,无取值 0
	<i>ceo</i> 董事长和 CEO 是否为同一人,是取值 1,否取值 0
	<i>mkret</i> 市场的冷热程度,用股票上市前一个月(22 天)市场的累计收益衡量

4. 变量的基本统计特征

表 2 给出了各变量的均值、中值(括号中数据)以及 H + A 股与 A 股对应变量间等均值检验的 Z 统计量值。数据显示,583 只股票上市首日平均涨幅为 78.0%,H + A 股的平均涨幅为 90.3%,显著高于 A 股 76.5%的平均涨幅;但 H + A 股上市后短期(20 天到 60 天)累计收益和长期(12 个月到 72 个月)累计收益均小于 A 股对应值,在 36 个月和 72 个月时差异显著;另外,H + A 股上市后长期收益存在下降的趋势,而对应 A 股则是上升的趋势(考察 H + A 股和对应 A 股上市后 1 至 72 个月累计收益的变化趋势,结果没有质的差异),说明 H + A 股的投资价值相对更低。

此外,H + A 股与 A 股之间,在发行股数、账面市值比、资产负债率和总资产等指标上也存在显著

差异,这与双重上市公司往往是各行业的龙头企业、规模较大相关。另外,H+A股在回归A股市场IPO时,承销商声誉和审计师声誉均显著高于对应的A股,表明双重上市的公司拟通过聘请高质量的承销商和审计师,以便向投资者传递高质量的信号。

四、实证结果与分析

针对上市首日收益,本文构建如下回归模型:

$$iporet = \beta_0 + \beta_1 dummy + \beta_2 lndays + \beta_3 lnshares + \beta_4 largehld + \beta_5 writer + \beta_6 auditor + \beta_7 vc + \beta_8 ceo + \beta_9 mktret + \varepsilon \quad (2)$$

表3给出了双重上市对上市首日收益的影响。当模型中仅包含控制变量时, *lndays*、*largehld* 和 *mktret* 对上市首日 *iporet* 均有显著的正向影响,而 *lnshares*、*vc*、*ceo* 对 *iporet* 具有显著的负向影响。当模型中加入双重上市哑变量 *dummy* 后,其回归系数为 0.350,在 1% 的水平下显著,表明 H+A 股上市首日收益显著高于 A 股的上市首日收益。假设 1 获得支持。

针对上市后的短期收益,本文的回归模型如下:

$$card * = \beta_0 + \beta_1 dummy + \beta_2 btm + \beta_3 lev + \beta_4 lnasset + \beta_5 largehld + \beta_6 writer + \beta_7 auditor + \beta_8 vc + \beta_9 ceo + \varepsilon \quad (3)$$

其中, *card ** 分别代表上市后 20 天、40 天和 60 天的短期收益。

表4给出了双重上市对上市后 20 天、40 天和 60 天累计收益的影响。由表 4 可得,是否双重上市哑变量 *dummy* 的回归系数分别为 -0.079、-0.099 和 -0.153,且均在 1% 的水平下显著。表明 H+A 股股票在上市后短期(20 天到 60 天)内,其累计收益显著低于 A 股的对应值。假设 2 获得支持。

为了探讨双重上市对长期收益的影响,本文构建如下回归模型:

$$carm * = \beta_0 + \beta_1 dummy + \beta_2 btm + \beta_3 lev + \beta_4 lnasset + \beta_5 largehld + \beta_6 vc + \beta_7 ceo + \varepsilon \quad (4)$$

其中, *carm ** 分别代表上市后 12 个月、24 个月、36 个月和 72 个月的超额累积收益。回归结果如表 5 所示。

由表 5 可得,当被解释变量为 *carm12* 和 *carm24* 时, *dummy* 前的系数为负,但不显著;当被解释变量为 *carm36* 和 *carm72* 时, *dummy* 的回归系数为分别 -0.200 和 -0.262,对应的 t 值为 -2.21 和

表 2 变量的基本统计特征

	总样本	H+A 股	A 股	等均值检验
被解释变量				
<i>iporet</i>	0.780 (0.524)	0.903 (0.650)	0.765 (0.487)	1.87 *
<i>card20</i>	-0.036 (-0.035)	-0.053 (-0.043)	-0.034 (-0.035)	-0.60
<i>card40</i>	-0.039 (-0.052)	-0.060 (-0.069)	-0.036 (-0.052)	-1.00
<i>card60</i>	-0.051 (-0.054)	-0.081 (-0.125)	-0.047 (-0.052)	-1.40
<i>carm12</i>	-0.015 (-0.008)	-0.044 (-0.012)	0.014 (0.029)	-0.67
<i>carm24</i>	0.120 (0.067)	-0.044 (-0.019)	0.129 (0.076)	-1.25
<i>carm36</i>	0.295 (0.248)	-0.049 (-0.056)	0.326 (0.275)	-3.22 ***
<i>carm72</i>	0.365 (0.333)	-0.182 (-0.407)	0.431 (0.395)	-6.13 ***
控制变量				
<i>lndays</i>	0.041 (0.027)	0.040 (0.027)	0.041 (0.027)	-0.11
<i>lnshares</i>	-0.767 (-1.050)	1.200 (1.183)	-1.009 (-1.139)	10.19 ***
<i>btm</i>	0.373 (0.334)	0.563 (0.508)	0.349 (0.322)	5.98 ***
<i>lev</i>	0.499 (0.507)	0.568 (0.565)	0.491 (0.502)	2.56 **
<i>lnasset</i>	0.471 (0.103)	3.231 (3.001)	0.131 (0.010)	11.38 ***
<i>largehld</i>	0.439 (0.431)	0.461 (0.495)	0.436 (0.424)	1.44
<i>writer</i>	0.370 (0.000)	0.656 (1.000)	0.335 (0.000)	5.01 ***
<i>auditor</i>	0.098 (0.000)	0.625 (1.000)	0.033 (0.000)	15.04 ***
<i>vc</i>	0.196 (0.000)	0.218 (0.000)	0.016 (0.000)	3.84 ***
<i>ceo</i>	0.422 (0.000)	0.328 (0.000)	0.434 (0.000)	-1.61
<i>mktret</i>	0.015 (0.001)	0.022 (0.004)	0.014 (0.001)	0.47

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著。“等均值检验”为 H+A 股与 A 股相关变量间的 Wilcoxon 秩和检验,数据为 Z 统计量值。

-2.12, 在5%水平下显著,说明双重上市对股票的长期收益有显著的负向影响,即H+A股在上市后其长期市场表现低于对应的A股股票。至此,假设1至假设3均获得验证。

表3 双重上市对股票上市首日收益影响

	(1)	(2)
<i>dummy</i>		0.350 *** (2.88)
<i>lndays</i>	7.652 *** (8.05)	7.599 *** (8.04)
<i>lnshares</i>	-0.113 *** (-3.38)	-0.153 *** (-4.22)
<i>largehld</i>	0.389 ** (2.20)	0.433 ** (2.46)
<i>writer</i>	-0.007 (-0.12)	-0.016 (-0.27)
<i>auditor</i>	0.139 (1.21)	-0.011 (-0.09)
<i>vc</i>	-0.341 *** (-4.58)	-0.322 *** (-4.35)
<i>ceo</i>	-0.119 ** (-2.10)	-0.130 ** (-2.30)
<i>mktret</i>	2.611 *** (9.07)	2.610 *** (9.12)
<i>constant</i>	0.266 ** (2.54)	0.200 * (1.87)
<i>Adj-R²</i>	0.288	0.297
样本数	583	583

注: *、**、*** 分别表示在10%、5%、1%水平下显著。

表4 双重上市对股票短期收益的影响

	<i>card20</i>	<i>card40</i>	<i>card60</i>
<i>dummy</i>	-0.079 *** (-2.99)	-0.099 *** (-2.84)	-0.153 *** (-3.60)
<i>btm</i>	-0.009 (-0.24)	0.002 (0.04)	0.073 (1.20)
<i>lev</i>	-0.118 *** (-3.17)	-0.243 *** (-4.98)	-0.314 *** (-5.27)
<i>lnasset</i>	0.037 *** (5.40)	0.056 *** (6.25)	0.067 *** (6.12)
<i>largehld</i>	-0.073 ** (-2.08)	-0.105 ** (-2.30)	-0.107 * (-1.93)
<i>writer</i>	0.029 ** (2.33)	0.034 ** (2.08)	0.050 ** (2.47)
<i>auditor</i>	-0.027 (-1.05)	-0.077 ** (-2.29)	-0.092 ** (-2.26)
<i>vc</i>	0.004 (0.28)	0.025 (1.23)	0.031 (1.27)
<i>ceo</i>	0.006 (0.52)	-0.003 (-0.22)	0.005 (0.29)
<i>constant</i>	-0.034 (-1.32)	-0.028 (-0.83)	-0.080 * (-1.93)
<i>Adj-R²</i>	0.084	0.130	0.147
样本数	583	583	583

注: *、**、*** 分别表示在10%、5%、1%水平下显著。

五、稳健性检验

(一) 上市首日收益率的进一步分析

由前面的分析可知,双重上市提高了IPO的抑价水平,H+A股较对应的A股有更高的上市首日收益。依据股票上市首日收益率的定义,其既与股票发行价相关,也与股票上市首日的收盘价相关。为此,下面从两个方面分别做进一步分析。

针对发行价,定义市盈率倍数(pe) = 发行价/上市前3年每股收益(EPS)的均值。若市盈率倍数低,表明股票发行定价相对低,有导致股票上市首日收益走高的可能(回归分析时对 pe 取自然对数)。关于收盘价,如果上市首日股票的换手率越高,则表明投资者对股票的追捧程度高,会促使股票的价格走高,从而导致更高的上市首日收益率。

表6给出了H+A股与A股股票发行

表5 双重上市对股票长期收益的影响

	<i>carm12</i>	<i>carm24</i>	<i>carm36</i>	<i>carm72</i>
<i>dummy</i>	-0.043 (-0.82)	-0.043 (-0.58)	-0.200 ** (-2.21)	-0.262 ** (-2.12)
<i>btm</i>	-0.106 (-1.32)	0.201 * (1.77)	0.492 *** (3.53)	0.797 *** (4.25)
<i>lev</i>	-0.072 (-0.92)	-0.108 (-0.97)	-0.369 *** (-2.71)	-0.636 *** (-3.47)
<i>lnasset</i>	-0.011 (-0.84)	-0.057 *** (-3.05)	-0.054 ** (-2.35)	-0.123 *** (-3.95)
<i>largehld</i>	0.101 (1.38)	0.097 (0.94)	-0.112 (-0.87)	-0.292 * (-1.69)
<i>vc</i>	-0.056 * (-1.74)	0.011 (0.24)	0.088 (1.58)	0.137 * (1.81)
<i>ceo</i>	0.037 (1.52)	0.047 (1.36)	0.104 ** (2.47)	0.058 (1.01)
<i>constant</i>	-0.023 (-0.44)	-0.012 (-0.16)	0.159 * (1.72)	0.419 *** (3.38)
<i>Adj-R²</i>	0.021	0.038	0.110	0.166
样本数	583	583	583	583

注: *、**、*** 分别表示在10%、5%、1%水平下显著。

时的市盈率倍数和换手率的均值、中值(括号中的数据)以及两组样本间 Wilcoxon 秩和检验的 Z 统计量值。由表 6 可知, H + A 股发行时市盈率倍数的均值为 24.158, 小于 A 股的对应值(32.937), 差异在 1% 水平下显著, 表明 H + A 股的发行价显著低于 A 股的发行价格(相对于公司的盈利能力)。在上市首日, H + A 股的市盈率倍数(44.160)也低于 A 股的市盈率倍数(48.369), 二者间相差 4 倍, 小于发行定价时二者间的差异(8 倍)。此外, H + A 股上市首日的换手率低于 A 股的换手率, 差异在 10% 水平下显著。因此, 综合发行与上市首日的市盈率倍数、换手率可知, H + A 股较低的发行定价应是导致其较高的上市首日收益的主要原因之一, 而不是首日收盘价。下面基于回归分析做进一步验证。

在表 3 的基础上, 表 7 给出了加入发行市盈率倍数、换手率后, 上市首日收益率的回归结果。从表中数据可知, 一方面, 双重上市仍对股票上市首日收益有显著的正向影响; 同时, 市盈率倍数、换手率对股票上市首日的收益分别有显著的负向和正向影响, 这与表 6 的结果相一致。

另外, 由于 H + A 股在回归 A 股时, 已有 H 股在中国香港市场上交易, 因此除了公司的业绩等因素外, H 股的交易价格会成为 A 股发行定价的重要依据(同股同权)。为此, 本文计算 H + A 股在回归 A 股前一个月 H 股股价的均值, 并将其与 A 股发行价格进行对比。经计算可知, H + A 股在回归 A 股 IPO 时其发行价均值为 8.122 元, 发行前一个月其 H 股均价为 7.560 元, 相差 0.562 元, 但不显著(等均值检验 t 值仅为 1.04), 然而二者间的相关系数为 0.905, 在 1% 水平下显著。因此, H + A 股在回归 A 股时, 发行价定价较 A 股低, 部分原因与其 H 股的股价有关。

(二) 短期累计收益的进一步分析

前面表 6 的数据显示, 上市首日 H + A 股的换手率显著低于 A 股的换手率。换手率是股票流动性的度量指标, 而流动性是影响资产定价与收益的重要因素。因此, H + A 股上市后较低的短期收益, 除了双重上市的因素外, 是否与也其流动性相关? 为此, 本文对每个个股计算股票上市后(不含上市第一天)1 天到 60 天的平均换手率, 并以此作为交易量和流动性的度量指标(如果用 Amihud^[13]的价格冲击作为股票流动性的测度, 结果没有质的差异)。记 *tov*20, *tov*40 和 *tov*60 分别表示前 20 天, 40 天和 60 天的平均换手率, 表 8 给出了 H + A 股与 A 股换手率的均值、中值(括号中的数据)及其等均值检验, 表 9 给出了加入换手率后短期收益的回归结果。

表 8 数据显示, 在上市后 20 天、40 天和 60 天内, H + A 股换手率的均值、中值均显著低于 A 股的

表 6 发行市盈率倍数和上市首日换手率

	H + A 股	A 股	等均值检验
发行市盈率倍数	24.158 (20.560)	32.937 (27.273)	-3.22 ***
上市首日市盈率倍数	44.160 (35.276)	48.369 (41.559)	-1.81 *
上市首日换手率	0.575 (0.591)	0.630 (0.661)	-1.91 *

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著。

表 7 双重上市和发行定价对股票上市首日收益的影响

	(1)	(2)	(3)
<i>dummy</i>	0.379 *** (3.21)	0.351 *** (2.95)	0.388 *** (3.43)
<i>pe</i>	-0.240 *** (-4.56)		-0.232 *** (-4.61)
<i>tov</i>		0.574 *** (4.45)	0.814 *** (6.33)
<i>lndays</i>	3.791 *** (3.52)	9.146 *** (9.35)	5.743 *** (5.37)
<i>lnshares</i>	-0.156 *** (-4.50)	-0.122 *** (-3.43)	-0.114 *** (-3.38)
<i>largehld</i>	0.455 *** (2.60)	0.452 *** (2.62)	0.474 *** (2.82)
<i>writer</i>	0.003 (0.05)	-0.021 (-0.36)	-0.005 (-0.08)
<i>auditor</i>	-0.037 (-0.30)	-0.033 (-0.27)	-0.076 (-0.65)
<i>vc</i>	-0.286 *** (-4.02)	-0.271 *** (-3.72)	-0.220 *** (-3.21)
<i>ceo</i>	-0.112 ** (-2.02)	-0.126 ** (-2.27)	-0.106 ** (-1.98)
<i>mktret</i>	2.515 *** (8.89)	2.569 *** (9.12)	2.454 *** (8.99)
<i>constant</i>	1.051 *** (4.74)	-0.221 (-1.63)	0.442 * (1.92)
<i>Adj-R²</i>	0.290	0.325	0.345
样本数	583	583	583

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著。

换手率,表明 H + A 股的流动性低于对应 A 股的流动性。此外,将换手率加入短期收益的回归中,表 9 中数据显示,一方面“是否 H + A 双重上市”哑变量(*dummy*)前的系数仍显著为负,另一方面,换手率变量前的系数均为正,且在 1% 水平下显著,说明股票上市后交易量与流动性的提高均能显著地增大收益。因此,综合表 8、表 9 的结果可知,流动性的确会影响短期收益,H + A 股上市后其流动性较 A 股股票更低,是影响其短期收益偏低的原因之一。

(三) 长期收益的进一步分析

假设 3 的分析表明,H + A 股和对应的 A 股公司业绩的差异,导致了股票长期市场表现的差异。为此,下面对 H + A 股与 A 股上市后 6 年内公司的运营绩效做进一步分析^①。记 *roa1*、*roa2*、*roa3*、*roa6* 分别为上市当年和上市后一年、上市后 2 年、上市后 3 年和上市后 6 年总资产收益率(*ROA*)的均值。表 10 给出了 H + A 股与 A 股两组样本的总资产收益率的均值,以及样本间的等均值检验(Wilcoxon 秩和检验)的 Z 统计量。表 11 为加入总资产收益率后的回归结果。由表 10 可知,无论是上市后 1 年、2 年、3 年还是 6 年,H + A 股 *ROA* 的均值和中值均显著低于 A 股的对应值。本文将 *ROA* 加入回归模型后发现,*ROA* 的系数均为正且在 1% 水平下显著。另外,双重上市变量(*dummy*)在上市后 36 个月和 72 个月的回归系数仍显著为负。因此,结合表 10、表 11 可知,H + A 股公司的业绩较 A 股公司差,是导致其上市后长期收益低的重要原因^②。

(四) 基于配对的分析

本文在选择 A 股与 H + A 股进行配对时,是按“行业相同、H + A 股与 A 股上市时间前后相差 1 个月”来确定 A 股股票的,共 519 只 A 股满足条件。考虑到公司的规模、账面市值比等因素也会显著地影响到股票的收益,与 Meng 等^[14]类似,本文对每一只 H + A 股股票,按规模、账面市值比相差不超过 30%,在 519 只 A 股中找配对股票,结果配对成功 H + A 股和 A 股股票分别为 31 只和 228 只。对这 259 只股票,我们重复前面的分析,结果没有质的差异,出于篇幅的考虑,本文中并没有列出具体的数据,但可向作者索取。

表 8 上市后 H + A 股与 A 股的短期换手率

	H + A 股	A 股	等均值检验
<i>tot20</i>	9.511 (7.977)	12.759 (11.469)	-3.48***
<i>tot40</i>	7.275 (5.991)	9.609 (8.486)	-3.36***
<i>tot60</i>	6.249 (5.427)	8.145 (7.101)	-3.26***

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著。“等均值检验”为 H + A 股与 A 股相关变量间的 Wilcoxon 秩和检验,数据为 Z 统计量值。

表 9 双重上市对短期收益的影响

	<i>card20</i>	<i>card40</i>	<i>card60</i>
<i>dummy</i>	-0.070*** (-2.68)	-0.086** (-2.56)	-0.140*** (-3.37)
<i>tov(i)</i>	0.420*** (5.40)	0.811*** (6.13)	1.014*** (5.13)
<i>btm</i>	-0.018 (-0.49)	-0.003 (-0.07)	0.067 (1.12)
<i>lev</i>	-0.108*** (-2.96)	-0.233*** (-4.94)	-0.314*** (-5.40)
<i>lnasset</i>	0.040*** (5.90)	0.060*** (6.88)	0.073*** (6.74)
<i>largehld</i>	-0.039 (-1.12)	-0.054 (-1.19)	-0.055 (-1.00)
<i>writer</i>	0.021* (1.69)	0.023 (1.42)	0.038* (1.93)
<i>auditor</i>	-0.034 (-1.34)	-0.087*** (-2.66)	-0.107*** (-2.66)
<i>vc</i>	-0.003 (-0.19)	0.012 (0.59)	0.016 (0.67)
<i>ceo</i>	0.001 (0.05)	-0.009 (-0.65)	-0.001 (-0.06)
<i>constant</i>	-0.095*** (-3.43)	-0.120*** (-3.32)	-0.173*** (-3.90)
<i>Adj-R²</i>	0.128	0.183	0.183
样本数	583	583	583

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著。*tov(i)* 表示上市后第 *i* 天的平均换手率,其中 *i* = 20, 40, 60。

① 本文用总资产收益率作为公司绩效的测度指标,但如果用净资产收益率等指标,结果也没有质的差异。

② H + A 股上市公司存在因受到比 A 股上市公司更严苛的监管,从而导致在不成熟的 A 股市场中换手率等指标下降,表现不活跃的可能性。因此,进一步考察 H + A 股和对应 A 股上市后 1 至 72 个月累计收益的变化趋势可得,H + A 股上市后收益下降,且长期收益为负,对应 A 股上市后收益上升,且长期收益为正,而 H + A 股和 A 股收益的差异越来越大。这显然不是由 H + A 股上市公司受到比 A 股上市公司更严苛的监管造成的,而是因为 H + A 股上市公司具有更差的质量和经营业绩。

六、结论

本文选取先在中国香港 H 股上市而后再回到 A 股市场上市的股票(H + A 股),与仅在 A 股市场上市的股票对比,探讨 H + A 股与 A 股的定价与市场表现,从而分析 H + A 股较 A 股是否更有投资价值。我们得到以下结果。

首先,相对于仅在 A 股上市的股票,双重上市(H + A 股)不具有高质量信号传递价值。其次,H + A 股上市首日收益更高,这既与 H + A 股回归 A 股时发行定价低(相对于公司的盈利能力)有关,也与其发行时 H 股的价格相关。另外,交叉上市对股票上市后短期收益和长期收益有负向的影响,即相对于 A 股,H + A 股上市后短期收益和长期收益更低。究其原因,H + A 股短期收益低与其上市后的交易量和流动性低有关,长期收益偏低则与公司运营绩效不好有关。

本文的研究结果表明,公司从成熟的市场回归到不太成熟的市场的目的可能不是“引资、引智、引制”,而更可能是利用其特殊的身份和国内便利的融资条件“圈钱”。因此,投资者应该保持谨慎的态度,不要盲目乐观,不要被公司双重上市的身份所蒙蔽;同时监管机构也应该加强对这类公司的监管,对公司的融资计划、资金使用情况等进行严格审核,杜绝其回归大陆市场进行“圈钱”的行为发生。

本文选取的样本是“先 H 股后 A 股”双重上市的公司,从而得出其相较于 A 股更不具有投资价值的研究结论。实际上,我国还存在着少数“先 A 股后 H 股/N 股/S 股”双重上市的公司,这类公司双重上市的顺序符合国际惯例。那么,根据信息披露假说、法律约束假说以及声誉约束假说等理论,这类公司赴海外上市之后可能会对其 A 股的市场表现产生积极的影响,从而使这类公司股票的市场表现与本文样本存在差异。因此,比较二者之间投资价值的差异应是进一步需要关注的问题。

参考文献:

[1] Coffee J C. The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications[J]. Northwestern Law Review, 1999, 93(3):641-707.
 [2] 董秀良,曹凤岐. 交叉上市、股价反应与投资者预期——基于 H 股回归 A 股的经验研究[J]. 财贸经济,2009(8): 29-35.
 [3] Sarkissian S, Schill M J. Are there permanent valuation gains to overseas listing? [R]. Working Papers, 2004.
 [4] Lang M, Raedy J S, WILSON W. Earnings management and cross listing: Are reconciled earnings comparable to US

表 10 股票上市后 ROA 的差异

	H + A 股	A 股	等均值检验
roa1	0.060 (0.053)	0.078 (0.074)	-3.80***
roa2	0.054 (0.042)	0.072 (0.069)	-3.43***
roa3	0.052 (0.040)	0.067 (0.065)	-3.10***
roa6	0.050 (0.041)	0.058 (0.054)	-1.99**

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著。“等均值检验”为 H + A 股与 A 股相关变量间的 Wilcoxon 秩和检验,数据为 Z 统计量值。

表 11 双重上市对长期收益的影响

	carm12	carm24	carm36	carm72
dummy	-0.030 (-0.61)	-0.020 (-0.30)	-0.176** (-2.16)	-0.279** (-2.29)
roa(i)	2.933*** (8.17)	5.008*** (10.97)	6.244*** (11.62)	7.347*** (9.07)
btm	0.084 (1.06)	0.496*** (4.66)	0.852*** (6.60)	1.001*** (5.43)
lev	0.233*** (2.81)	0.414*** (3.71)	0.260* (1.94)	-0.026 (-0.13)
lnasset	-0.026** (-2.05)	-0.082*** (-4.75)	-0.087*** (-4.17)	-0.144*** (-4.77)
largehld	-0.053 (-0.73)	-0.142 (-1.46)	-0.369*** (-3.15)	-0.653*** (-3.82)
vc	-0.031 (-1.03)	0.056 (1.36)	0.134*** (2.66)	0.222*** (2.71)
ceo	0.022 (0.97)	0.032 (1.01)	0.085** (2.25)	0.051 (0.88)
constant	-0.330*** (-5.28)	-0.511*** (-6.22)	-0.444*** (-4.54)	-0.092 (-0.67)
Adj-R ²	0.123	0.205	0.280	0.292
样本数	583	583	583	583

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平下显著。roa(i) 表示上市当年和上市后 i 年的总资产周转率,其中 i = 1, 2, 3, 6。

- earnings? [J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2006, 42(1):255-283.
- [5] Fernandes N, Ferreira M A. Does international cross-listing improve the information environment? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(2):216-244.
- [6] 袁德利, 陈小林. 企业跨境上市、战略风险治理与竞争优势[J]. *管理评论*, 2018, 30(6):184-195.
- [7] Jain B A, Kini O. The post-issue operating performance of IPO firms[J]. *Journal of Finance*, 1994, 49(5):1699-1726.
- [8] Fan J P H, Wong T J, Zhang T. Politically connected CEOs, corporate governance, and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 84(2):330-357.
- [9] Dechow P M, Skinner D J. Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators[J]. *Accounting Horizons*, 2000, 14(2):235-250.
- [10] Mauer D C, Wang S, Wang X, et al. Global diversification and IPO returns[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2015, 58:436-456.
- [11] 韩鹏, 沈春亚. 研发投入、风险资本与 IPO 抑价——基于创业板 IPO 公司的实证研究[J]. *管理评论*, 2017(4):12-24.
- [12] 朱宏泉, 朱露. 异常审计费用、审计质量与 IPO 定价——基于 A 股市场的分析[J]. *审计与经济研究*, 2018(4):55-65.
- [13] Amihud Y. Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects[J]. *Journal of Financial Markets*, 2002, 5(1):31-56.
- [14] Meng R, Ning X, Zhou X, et al. Do ESOPs enhance firm performance? Evidence from China's reform experiment[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2011, 35(6):1541-1551.

[责任编辑:杨志辉]

Does Dual-listed Stock Have More Investment Value? A Contrastive Analysis Based on H + A Shares and A Shares

ZHU Hongquan, YING Xiaoxiao

(School of Economics and Management, Southwest Jiaotong University, Chengdu 610031, China)

Abstract: By comparing the differences in IPO initial returns, short-term returns and long-term returns, this paper analyzes the investment value of shares that are listed in Hong Kong firstly and then return to Chinese A-share market (denoted as H + A shares) and the similar A shares. Specifically, compared to A shares, the IPO initial returns of H + A shares are higher while the short-term and long-term market performances of them are lower. The reasons behind these are that the higher IPO return of H + A shares are related to the lower issuance pricing. The lower short-term and long-term earnings are related to both the worse corporate performances and the worse investor recognitions, which means H + A shares do not have investment value, compared with similar A shares.

Key Words: H + A shares; dual listing; IPO underpricing; A-share listing; cross-listing; investment value; issuance pricing; stock market