

# 境外上市公司回归 A 股市场的动因分析

黎精明 赵燕

(武汉科技大学管理学院 武汉 430081)

**【摘要】**近年来,越来越多的境外上市公司选择回归 A 股市场。本文在对国外学者关于交叉上市动因理论假说进行梳理归纳的基础上,结合我国资本市场发展状况,系统地分析了境外上市公司回归 A 股市场的内因和外因,从而推断境外上市公司回归 A 股市场是其持续健康发展的一个必然趋势。

**【关键词】**境外上市 A 股市场 动因理论假说

1993年7月15日,青岛啤酒股份有限公司在香港联合交易所上市,成为中国内地首家境外上市公司,随后,很多内地企业陆续选择在香港上市,它们发行的股票被称为 H 股。目前,在香港联合交易所主板成功上市的公司达 150 余家,其中 A 股+H 股同步上市的公司 61 家。

过去由于国内股票市场规模太小,容量有限,企业到境外上市可以降低融资成本、增强企业融资能力、扩大股东范围、增强股票流动性、获得通向海外资本市场的机会、提升公司国际知名度和品牌效应等。再加上香港作为国际金融中心的地位、经济人文方面的优势以及基于临近效应考虑,更多企业愿意选择香港作为其境外上市的首选地。

## 一、交叉上市动因的理论分析

境内企业境外上市一度掀起一波热潮,这种资本运作方式立即受到了理论界的关注。对于境内公司境外上市的动因,早期学术界的研究主要围绕市场分割假说、投资者认知假说、投资者保护假说和流动性假说展开理论和实证分析。

**1. 市场分割假说。**该假说是 Stapleton 和 Subrahmanyam 在 1977 年提出来的,它是解释境内企业境外上市动因的最早、最流行的一种假说,由于这种资本运作方式具有高风险高收益特征,因而它又称风险溢价假说。该假说认为,不同市场间普遍存在的股票投资限制、所有权限制,以及信息不对称、流动性差异、投资者偏好等等,使得全球资本市场处于分割状态,导致投资风险溢价上升。市场分割会在一定程度上限制公司融资渠道,因此境内公司会寻求境外上市,以消除投资壁垒和市场分割的负面效应。而境外上市对信息透明度的高要求可以解决境内外企业信息不对称的问题。因此交叉上市可以扩大企业的股东基础,使企业的投资风险在更大范围内予以分担,降低投资的风险溢价,并相应地降低资本成本。

**2. 投资者认知假说。**该假说是由 Merton 在 1987 年根据不完全信息条件下的资本市场提出的一种解释交叉上市资本成本效应的传统假说。

Merton 认为,由于市场分割导致信息不对称,投资者对不同市场的证券获取的信息不同,他们会选择自己熟悉的证

券进行投资。而交叉上市可以提高公司的国际知名度,使公司为更多的投资者所熟悉。投资者对公司的认知程度越高,就更加愿意对该公司进行投资,这样公司的权益资本成本就会降低,公司价值就会提高,从而吸引更多的投资者,由此可扩大投资者基础、降低融资成本。因此他指出,投资者认知程度的提高可以有效地降低公司的资本成本。

**3. 投资者保护假说。**该假说是在市场分割假说和投资者认知假说仍然难以解释一些境外上市现象时而产生的。该假说认为,企业在一个更加规范的市场,将接受更加严格的监管,因而企业会承担更多、更严格的信息披露责任,这样可以有效地减少信息不对称性。同时,由于境外市场有完善的法律体系和有效的监管机制,因而可以有效地降低投资者的监管成本,还可以从外部限制控股股东过分地追求自己的私人收益,减少内幕交易,提高对投资者的保护水平。

**4. 流动性假说。**该假说认为境内公司境外交叉上市是为了增强公司股票的流动性,分散流动性风险,降低交易成本。该理论认为,一个市场的流动性越高,交易信息传达越快,其交易成本就越低。在一个流动性相对较高的市场,投资者能够以更低成本进行交易,因而可以接受较低的投资收益;反之,在一个流动性相对较低的市场,投资者必须付出更高的交易成本才能完成交易,因而会要求得到更高的投资收益。可见,境外上市是增加流动性的一种有效途径。

## 二、H 股企业回归 A 股市场情况

从政策面来看,2000 年下半年,中国证监会开始鼓励绩优的 H 股在境内增发 A 股,与此同时,随着国内市场的不断转好,以及境内外股票市场再融资机制的差异等原因造成这些企业在短期内再融资计划难以得到认同,因而又有不少 H 股企业将融资计划转向内地股市,开始回归 A 股市场。

本文开篇提到的青岛啤酒于 1993 年 8 月 27 日又在上海证券交易所挂牌上市,距其在香港上市仅仅一个多月。此后陆续又有不少 H 股企业回到上海、深圳证券交易所挂牌上市。截至 2011 年底,已有 57 家 H 股企业回归 A 股市场(包括已经退市的吉林化工)。H 股回归 A 股市场情况如下表所示。

年份	家数	回归A股的上市公司	A股筹资额首发(万元)	所属行业
1993	3	青岛啤酒	63 800	制造业
		广船国际	66 148.78	制造业
		上海石化	165 000	制造业
1994	3	昆明机床	26 580	制造业
		马钢股份	237 294.45	制造业
		北人股份	26 500	制造业
1995	5	仪征化纤	53 600	制造业
		创业环保	17 245	服务业
		东方电气	24 600	制造业
		洛阳玻璃	25 150	制造业
		东北电气	15 600	制造业
1996	3	吉林化工(已退市)	17 500	制造业
		南京熊猫	11 730	制造业
		经纬纺机	10 350	制造业
1997	3	新华制药	3 450	制造业
		东方航空	73 500	交通运输
		鞍钢新轧	28 550.54	制造业
1998	1	兖州煤业	26 960	采掘业
1999	1	科龙电器	109 780	制造业
2001	5	宁沪高速	63 000	交通运输
		广州药业	98 000	制造业
		中国石化	1 181 600	采掘业
		华能国际	278 250	电力生产业
		深高速	60 390	交通运输
2002	3	江西铜业	52 210	制造业
		中海发展	82 600	交通运输
		海螺水泥	82 000	制造业
2003	2	皖通高速	55 000	交通运输
		南方航空	270 000	交通运输

年份	家数	回归A股的上市公司	A股筹资额首发(万元)	所属行业
2005	1	华电国际	192 780	电力生产业
2006	5	中国银行	1 999 999.85	金融保险
		中国国航	458 920	交通运输
		北辰实业	360 000	房地产业
		大唐发电	334 000	电力生产业
		广深铁路	1 033 243.11	交通运输
2007	12	中国人寿	2 832 000	金融保险
		重庆钢铁	100 800	制造业
		中国平安	3 887 000	金融保险
		交通银行	2 520 376.88	金融保险
		中国远洋	1 512 719.59	交通运输
		建设银行	5 805 000	金融保险
		中海油服	674 000	采掘业
		中国神华	6 658 200	采掘业
		中国石油	6 680 000	采掘业
		中国铝业	816 242.95	制造业
		中信银行	1 335 120.94	金融保险
		中海集运	1 546 845.75	交通运输
2008	4	中煤能源	2 567 136.11	采掘业
		紫金矿业	998 200	采掘业
		中国铁建	2 224 600	建筑业
		上海电气		
2009	2	四川成渝	180 000	交通运输
		中国中冶	1 897 000	建筑业
2010	2	山东墨龙	100 800	制造业
		大连港		
2011	4	比亚迪	142 200	制造业
		金隅股份	36 936.41	制造业
		长城汽车	395 515.9	制造业
		新华人寿	368 605.5	金融保险

### 三、境外上市公司回归 A 股市场的动因

我们知道,境内公司赴境外上市不仅可以扩大企业的股东基础、分散投资风险、降低风险溢价、降低公司的资本成本,而且可以增加信息的透明度、减少信息不对称、提高投资者的自保能力、增加股票流动性。既然境外上市有如此多的优势,为什么又会有如此多的企业陆续回归 A 股市场呢?

#### 1. 境外公司回归 A 股的外因。

(1)制度的推动。中国赴境外上市的企业多是国内优质的国有大型企业,如此众多的优质企业赴境外上市,从而带动其他优质企业赴境外上市,那么相对而言,留在国内的企业则相对较弱,竞争力不够强,长此以往,中国的经济实力会不会受到拖累,甚至退步,进而影响我国经济社会的发展及综合实力的提升呢,这些也都引起了众多专家学者的忧虑与深思。他们的观点主要是:①大规模优质企业境外上市将导致中国资本市场的空心化和边缘化。大型优质企业是一个国家的支柱产

业,而这些企业都赴境外上市,那么国家就没有优质企业作为支柱产业,那么长期效应必是国家的资本市场被空心化和边缘化。②大量优质企业境外上市,意味着境内股市所接纳的上市公司只能是中低层级企业,由此,境内股市与境外股市的上市公司差距将难以缩小,中国将难以在国际市场与那些资本市场发达国家进行竞争,最终失去立足之地。

正因为如此,在 2000 年下半年,中国证监会明确表示:支持符合条件的企业整体上市和大型企业境内外同时发行上市,推动境外上市公司回归境内市场发行 A 股。正是在这种背景下,境外企业回归 A 股市场的企业不断增多,回归的速度和频率明显加快,规模逐渐加大。

(2)中国经济实力的增强。在过去,由于沪深股市历史短、股权分置等遗留的制度性缺陷没有解决,加之 A 股市场规模太小,承受能力有限,难以承受大型国有企业上市带来巨大的扩容压力,于是我国大型优质企业不得不纷纷选择境外上市。

随着我国国民经济快速发展,资本市场也得到了快速发展,沪深A股市场具备了承受大容量股票的能力,这也意味着境外上市国有企业回归A股市场的条件正在成熟。同时,沪深A股市场规模不断扩大,对于扩容的承受力明显提高,这些都在推动境外上市公司回归A股市场的步伐。

(3)股权分置改革奠定了制度基础。随着2006年股权分置改革的基本完成,国内A股市场运行的制度环境发生了根本性变化,从而为市场的其他改革创造了条件,也使得资本市场健康发展的基础更为扎实。同时,股权分置改革的成功对于建立所有股东同股同权、同股同酬的利益基础提供了制度保障,有效地维护了投资者的权益,有助于营造一个健康、长效的证券市场,使得中国市场在国际市场的地位得到进一步的提升,为H股回归A股市场奠定了良好的制度基础。

## 2. 境外公司回归A股市场的内因。

(1)未实现预期境外上市效果,提高国际影响效果不明显。正如前文所述,境外上市可以扩大企业的股东基础、分散投资风险、降低风险溢价、降低公司的资本成本、增加股票流动性、提高公司知名度。但是这些都只是停留于理论层面,实际交易中受到如境外政策发生变动、资本市场起伏不定等因素的影响,在境外上市的中国概念股长期处于低迷状态,对提高公司的知名度没有预期效果那么明显,也没能实现在境外通过换股等方式进行收购兼并活动的预期。在H股上市的企业中,垄断性产业市场基本上在境内,其利润绝大部分在内地产生,境外上市对这些企业的长远发展没有太大的作用。可以说,境外上市公司回归A股市场是在国际股市持续低迷、公司业绩滑坡和境内外股市再融资机制差异显著等背景下,为了谋求新的融资渠道所作出的战略选择。

(2)管理层推动作用。中国境内赴境外上市的多为能源、电信、金融、制造业等基础性行业中的领军企业,市场占有率高,业绩优良,这些优质企业赴境外上市,内地投资者很难从中获益。而且这些企业境外股价长期以来几乎都在之前的发行价左右波动,难以与企业的实际经营状况相符。为了使企业价值得到合理体现,促进内地股市的健康发展,以及使投资者分享国民经济发展带来的成果,管理层便对优质蓝筹H股企业回归内地市场给予支持和积极推动。

(3)满足大型企业持续性资金需求,是我国境外上市公司回归国内市场的强大动力。在激烈的国际竞争环境下,各个企业都在想尽办法谋求在国际市场站稳脚跟,一方面力求不断扩大业务和资产规模,提升企业市场占有率;另一方面通过兼并、进行资产重组、优化资源配置,扩大企业市场占有率,扩大企业规模,加快发展,由此便产生了巨大的融资需求。然而,由于境内外股票市场再融资机制的差异以及H股企业自身业绩、行业结构、市值比重等原因,以致它们在境外市场短期内再融资计划难以实施。相对于在香港资本市场再融资的难度而言,回归内地市场再融资的难度要小得多,融资的成本也更低,而且运用同样价值的资产可以融到更多的资金,因而H股企业又转回A股市场发行上市。

(4)募集资金,获取溢价发行收入。这也是境外企业回归

A股市场的一个重要原因。长期以来,A股市场股票市盈率就高于香港股市H股市盈率,2007年沪市市盈率高达64.49,这也是2007年回归A股市场企业达到10家之多的一个原因。而且,从会计的角度看,溢价发行可以增加公司的资本公积和股东权益,推动股价上涨,回归A股市场溢价发行不仅可以在短期内提升H股股价;而且企业以远高于H股股价的价格发行A股会使得企业能够筹集更多的资金。率先回归A股市场的青岛啤酒筹集资金63.8亿元,而1994年回归A股市场的马钢股份筹集的资金更多,高达237.3亿元,这些对于一家企业的持续发展起着至关重要的作用。与此同时,境外股市发行价格的巨大差异使得部分企业产生机会主义欲望,更加强化了境外上市公司回归A股市场的决心。

(5)控股股东追求控制权隐性收益。我国境内外上市公司多系国有企业,但这些国有企业的改制都不彻底,控股股东与公司的经理人员有着高度的重叠性,也就是说,公司的高管人员大多都来源于控股股东,他们都具有共同的利益取向,那就是谋取自己的控制性私人收益。相对于在A股市场发行上市而言,香港市场具有更加严格的监管机制、更高的信息披露要求,对投资者保护的法规更加完善,因此,遵循境外上市规则可以显著抑制控股股东侵占中小股东利益的行为。根据捆绑理论,在投资者保护更为完善的市场上发行股票,有利于对中小股东利益的保护,抑制大股东利用控制权优势谋取私利的侵占行为,降低资本成本并提升公司价值。然而,国内资本市场由于企业内部人控制比较严重,信息不对称问题普遍存在,而信息不对称程度越高,控股股东便越有机会侵占中小股东的权益,攫取的控制性私人收益也会越多。控股股东基于控制性私人收益的原因把境外上市公司拉回A股市场。

## 四、结论

中国赴境外上市的企业多是国内优质的大型国有企业,是国民经济之根本所在,中国政府一直鼓励境外企业回归A股市场,目的之一是让具有中流砥柱地位的绩优企业股份来壮大国内A股市场的规模,缓解股市流动性过大问题,稳定国内资本市场,推动A股市场跻身于国际证券市场领先行列。目的之二是希望境外企业的回归能够提高国内企业整体水平,提升中国股市声誉和知名度,吸引更多的投资者。综上所述,境外企业回归A股市场是一个长远趋势,我国政府应更加积极地鼓励境外上市公司回归A股市场,为国内市场带来更多的优质资源,推动中国经济稳健地发展。

【注】本文系湖北省教育厅人文社科重点研究项目(项目编号:2012D112)和湖北省会计学会研究项目(项目编号:HBKJ201118)的部分研究成果。

## 主要参考文献

1. 陈玉亮.H股回归及其对A股市场的影响.新金融,2007;4
2. 王捷,任国平.境外上市企业回归A股的动机及展望.中国商界,2009;9
3. 丁岚,董秀良.境外上市公司回归A股市场交叉上市动因研究.中国工业经济,2008;8