

## A 股的發行對 H 股成交額的影響

李兆麟、閔宇紅<sup>1</sup>

2003 年 12 月

### 摘要

有觀點認為，A 股的發行可能會減低 H 股市場的吸引力。我們因而進行了若干測試。多項測試結果都顯示 A 股的發行對 H 股的成交並沒有太大影響，或甚至會提高 H 股的成交額。除其他因素外，這一現象可歸因於以下幾點：

- A 股市場與 H 股市場各自獨立，各有不同的投資者。A 股的發行對 H 股的成交額幾乎沒有直接影響；及
- 香港股票市場的歷史較為悠久，在多方面的發展都較為成熟。因此，A 股的發行應該不會影響投資者對 H 股市場的興趣。

此外，新推出的 H 股衍生產品亦有助於提高 H 股市場的流通性。

雖然 A 股與 H 股的市場是分割的，但 A 股的發行可能會產生溢出效應，使得 H 股的成交增加。促成溢出效應的因素包括：

- A 股發行價相對於 H 股價格的溢價；
- A 股的發行提升了有關公司的知名度；及
- 更為廣泛的投資者基礎同更為龐大的市值規模。

### 引言

隨著中國經濟開放的迅速發展，內地企業爭相以香港作為集資中心，從國際股票市場籌集資金<sup>2</sup>。截至 2003 年底，內地共有 93 家海外上市，當中有 92 家公司是在香港以 H 股的形式上市<sup>3</sup>。香港看來是內地企業進行海外上市的首選地區，因為香港具備以下優勢：

- 提供外匯；
- 投資者基礎更為廣泛；
- 擁有國際知名度；

---

<sup>1</sup> 李兆麟與閔宇紅分別是證監會市場監察部研究科的高級經理及助理經理。本文就公開資料進行整理及研究，並非意圖評論市場的發展或詮釋有關的政策。本文所表達的意見來自有關作者，並不代表證監會的觀點。讀者可引用本文所載的資料，但證監會不就任何引用承擔責任。

<sup>2</sup> 較早時另一篇題為《在香港進行的首次公開發售活動》(研究論文 11) 的研究論文曾經討論過香港作為集資中心所發揮的作用。該論文可以在證監會網站 (<http://www.hkscf.org.hk/chi/statistics/html/index/index0.html>) 下載。

<sup>3</sup> H 股公司指在內地註冊成立兼獲中國證監會批准在香港上市的公司。這些內地企業的股份在香港交易所上市，以港元或其他貨幣認購及買賣，並統稱為 H 股。

- 符合國際級水準的完善法律及監管架構；
- 市場具深度，投資產品種類繁多，流通性來自本地和海外的機構性投資者和散戶投資者；
- 凝聚了大量採納符合國際水平的業務操守準則的專業人士及服務提供者；及
- 與世界各地緊密連繫並同時擁有靠近內地的地理優勢。

部分上述因素亦是使得 H 股的交投在 A 股發行後仍然保持活躍的原因。關於這一點將在下文加以闡釋。

### 同時發行 A 股及 H 股的內地企業

在 92 家於香港上市的 H 股公司中，有 29 家亦在內地發行了 A 股。該 29 家公司發行 A 股都在發行 H 股之後。A 股與 H 股除了交易貨幣有所不同之外，它們在股息和投票權等方面享有同等權益，並且具有完全相同的人民幣面值。

### 數據及方法

有關數據主要來自資訊供應商。A 股的發行日期、發行價及已發行股份數目等資料來自上海證券交易所及深圳證券交易所的每月／市場統計。H 股的上市日期及已發行股份數目的資料來自香港交易所。

### 成交額的變化

爲了研究 A 股的發行對 H 股成交額的影響，我們進行了若干測試。首先，我們比較 H 股在相關 A 股發行前後 6 個月的期間內的平均每日成交額。因此，該項研究只包括以 H 股方式上市最少 6 個月後才發行 A 股的公司，而這樣的公司有 20 家。

我們選擇 6 個月爲測試期，從而可以：

- 專注於研究股份的發行<sup>4</sup>；
- 盡量減低納入其他事件的可能性，例如公司會在年內公佈盈利；
- 確保有足夠的樣本數目—若把測試期延長至 1 年，只包括以 H 股方式上市最少 1 年後才發行 A 股的公司，則樣本數目只剩下 14 家公司(少於同時發行 A 股及 H 股的公司總數的一半)；及

<sup>4</sup> 雖然我們致力於集中研究股份發行所帶來的影響，但 A 股的發行可能會與其他事件同時發生，而這些事件對 H 股成交額所構成的影響亦未能分離出來。

- 與同類研究的做法一致<sup>5</sup>。

因此，我們並沒有就 A 股的發行對 H 股成交額在超過 6 個月的期間所帶來的影響進行測試。

### 相對於市場總成交的成交額變化

其次，由於一家公司的成交額變化應該以市場總成交的變化為參照基準，因此該公司的成交額變化亦根據市場總成交的變化而有所調整<sup>6</sup>。

### 流動性比率的變化

第三，一家公司的成交額變動可歸因於股價及／或成交量的變化。為了消除價格效應，我們研究了 H 股在 A 股發行前後的流動性比率<sup>7</sup>的變化。流動性比率上升，表示相對於已發行股份數目而言，有關股份的成交量增加，反之亦然。這樣可以反映出某隻股份在撇除價格效應後的交投活動情況。

### 回歸分析

第四，如果 A 股的發行對 H 股成交額有任何影響，可以通過回歸分析來研究有關發行的重要性。該分析包括兩個涉及股份發行的變量，即 A 股發行價相對於 H 股價格的溢價，及已發行的 A 股數目。

<sup>5</sup> Kumar 與 Saudagaran (2003 年)在題為《國際上市對流通性的影響：印度股票市場的表現》(“The Impact of International Listings on Liquidity: Evidence from the Indian Stock Market”)的研究中採用了 100 日的測試期。他們指出“測試期的長短非常關鍵，在考慮測試期的長短以估計可靠的變量時，亦需要衡量到其他事件可能會影響數據及變量的估值”。Smith 與 Sofianos (1997 年)亦在題為《在紐約證券交易所的上市對非美國股份的全球交易的影響》(“The Impact of an NYSE Listing on the Global Trading of Non-US Stocks”)的研究中採納了 6 個月的測試期。

<sup>6</sup> 一家公司經調整的成交額變化，等於該公司的成交額百分率變化與市場總成交的百分率變化的差額。例如，若某公司的成交額上升了 10%，而市場總成交於同期上升了 6%，則該公司經調整的成交額變化為 4%。

<sup>7</sup> 流動性比率指某家公司的成交額相對於其市值的比率。

## A 股的發行對 H 股成交額的影響

### 成交額變化

平均而言，在發行 A 股後，20 隻 H 股的成交額看來有所增加。這點在 A 股發行後的 6 個月期間內保持不變(表 1)。

- 例如，在 A 股發行後的首 3 日，相關 H 股的成交額較 A 股發行前 3 日的成交額高出 14%<sup>8</sup>。
- 在 A 股發行後的 1 個月期間內，H 股的平均每日成交額較 A 股發行前 1 個月的成交額高出 20%。
- H 股成交額的升勢似乎可以持續至 A 股發行後的 6 個月之久。由於上升百分率相對較小，因此其正面的影響不大明顯。然而，A 股的發行至少不會對 H 股的成交額構成負面影響。

表 1 – A 股發行後 H 股的成交額變化

A 股發行前後相關期間的成交額變化	H 股成交額 變化百分率	H 股成交額變化百分率 - 市場成交額變化百分率
3 個交易日	14%	16%
15 個交易日	21%	23%
1 個曆月	20%	22%
3 個曆月	11%	10%
6 個曆月	5%	2%

資料來源：證監會研究科

### 相對於市場總成交的成交額變化

H 股的成交額變化應該以市場總成交的變化作為參照基準。在根據市場總成交的變化進行調整後，該 20 隻 H 股的成交在 A 股發行後仍有所增加。

<sup>8</sup> 百分率的變化是將 H 股在 A 股發行前後的平均成交額按以下公式計算。

- H 股成交額的百分率變化 = 
$$\frac{\text{發行後的成交額} - \text{發行前的成交額}}{0.5(\text{發行後的成交額} + \text{發行前的成交額})} * 100\%$$
- 上述公式中的分母，即 A 股發行前後的平均成交額，是用以調整百分率變化的較大波幅。
- 以下例子闡釋百分率變化的較大波幅：如成交額由 A 股發行前的 100 萬港元增加至發行後的 2,000 萬港元，則按照傳統的計算方式，有關的百分率變化為 1900%。如根據上述公式以平均成交額計算，百分率變化則為 181%。
- 相反，如成交額由發行前的 2,000 萬港元下降至發行後的 100 萬港元，則按照傳統的計算方式，百分率變化為 -95%。如根據上述公式以平均成交額計算，百分率變化則為 -181%。
- 因此，在計算百分率變化時採用平均成交額的話，有關的上升百分率和下降百分率將會比較對稱。

平均而言，根據市場總成交的變化作出調整後，該 20 隻 H 股在 A 股發行後的成交額似乎有所上升。這點在 A 股發行後長達 6 個月的期間一直不變(表 1)。

- 例如，在 A 股發行後的首 3 日，相關 H 股經調整的成交較 A 股發行前 3 日的成交高出 16%。
- 在 A 股發行後 1 個月期間內，H 股的經調整的成交較 A 股發行前 1 個月的成交高出 22%。
- H 股的經調整的成交升勢似乎持續至 A 股發行後的 6 個月之久。由於上升百分率較小，因此其正面的影響不大明顯。然而，A 股的發行不會對 H 股的成交構成負面影響。

### 流動性比率的變化

流動性比率的變化可以消除價格效應以專注於成交量的改變。

平均來說，該 20 隻 H 股的流動性比率在 A 股發行後似乎有所提高，顯示出該等股份的交易活動增加。這點在 A 股發行後長達 6 個月的期間內一直不變(表 2)。

- 例如，在 A 股發行後的首 3 日，相關 H 股的流動性比率較 A 股發行前 3 日的比率高出 0.59 個百分點。
- 在 A 股發行後 1 個月的期間內，H 股的流動性比率較 A 股發行前 1 個月的比率高出 0.42 個百分點。
- H 股流動性比率的升勢看來可以持續至 A 股發行後 6 個月之久。由於上升幅度較小，因此正面的影響不大明顯。然而，A 股的發行至少不會對 H 股的流動性比率構成負面影響。

A 股發行前後的流動性比率 變化	簡單平均每日流動性比率		
	A 股上市前	A 股上市後	變化
3 個交易日	0.70%	1.29%	0.59%
15 個交易日	0.55%	0.99%	0.43%
1 個曆月	0.53%	0.95%	0.42%
3 個曆月	0.69%	0.76%	0.07%
6 個曆月	0.69%	0.70%	0.01%

資料來源：證監會研究科

## 回歸分析

由於 A 股的發行似乎對 H 股的成交有正面影響，因此，可以通過回歸分析來研究有關的發行對 H 股成交額的重要性。這項分析包括兩個涉及股份發行的變量。

- 第一個變量是在 A 股發行前(即在發行前一日)，A 股發行價相對 H 股價格的溢價。
- 第二個變量是所發行的 A 股數目佔已發行股份總數的比例。大型的 A 股發行可以吸引更多注意力，從而提高相關 H 股的流通性。

這個回歸模型的應變量是 H 股在 A 股發行後的成交額的百分率變化。按照之前的方法及務求確保模型穩健運作，該應變量以 3 種形式呈現：

- 成交額的變化；
- 根據市場總成交的變化作出調整的成交額變化；及
- 流動性比率的變化。

有關回歸分析分別進行。我們一共進行了 15 項回歸分析。大部分回歸的  $R^2$  都超過 60% (有 14 項超過 50%)。在大部分回歸分析中，兩個變量的系數都有統計意義(表 3)。

回歸分析的結果顯示在 A 股發行後，H 股的成交額變化與 A 股發行價相對 H 股價格的溢價有明顯的正相關關係。A 股發行價相對於 H 股價格的溢價越大，H 股的吸引力便越高，從而有更多投資者願意購買相對較為“便宜”的 H 股。這個關係存在於所有 3 種形式的應變量。

此外，A 股發行後 H 股的成交額變化亦與 A 股的發行數目佔已發行股份總數的比例有明顯的正相關關係。這可能是因為所發行的 A 股比例越大，則意味著投資者基礎更為廣泛，從而更能提高有關公司的管理層對股東的問責性。這點亦可以增加投資者買賣這些股份的信心。

A 股的發行亦可增加公司的資本規模，有助於公司的業務擴展及實現更多的投資機會。此外，A 股發行數目佔已發行股份總數比例越大，越有助於提高市場對這些股份(包括香港的 H 股)的興趣。

我們亦就另一個變量，即 A 股成交價相對於 H 股價格的溢價進行了回歸分析。這個變量有別於之前討論的第一個變量，因為這個變量指 A 股發行後的溢價。然而，該變量的影響並不明顯，意味著 A 股發行後的溢價並非解釋 H 股成交額增加的主要原因。

表 3 – 解釋成交額變化：回歸分析的結果

A 股發行前後的成交額變化	自變量的係數 (弧號內為 T-統計)			R <sup>2</sup>
	截距	A 股數目佔已發行 股份總數的比例	A 股發行價 的溢價	
<b>應變量：成交額變化(基點)</b>				
發行前及發行後 3 個交易日	-25.80 (-2.23)	2.71 (3.61)	4.60 (1.89)	<b>0.59</b>
發行前及發行後 15 個交易日	-1.45 (-0.15)	1.68 (2.46)	5.57 (2.46)	<b>0.52</b>
發行前及發行後 1 個曆月	-7.06 (-0.78)	1.63 (2.55)	6.91 (3.25)	<b>0.65</b>
發行前及發行後 3 個曆月	-6.83 (-0.50)	0.14 (0.15)	11.90 (3.86)	<b>0.53</b>
發行前及發行後 6 個曆月	-25.14 (-2.10)	0.93 (1.20)	11.83 (4.81)	<b>0.69</b>
<b>應變量：根據市場總成交的變化作出調整的成交額變化(基點)</b>				
發行前及發行後 3 個交易日	-20.74 (-2.21)	3.18 (4.90)	3.78 (1.88)	<b>0.72</b>
發行前及發行後 15 個交易日	6.97 (0.75)	0.59 (0.77)	6.37 (4.01)	<b>0.62</b>
發行前及發行後 1 個曆月	3.44 (0.38)	0.87 (1.18)	5.56 (3.53)	<b>0.53</b>
發行前及發行後 3 個曆月	-5.92 (-0.63)	0.29 (0.49)	10.43 (5.43)	<b>0.75</b>
發行前及發行後 6 個曆月	-25.94 (-3.02)	0.47 (0.80)	11.55 (6.21)	<b>0.77</b>
<b>應變量：流動性比率變化(基點)</b>				
發行前及發行後 3 個交易日	-1.18 (-1.83)	0.12 (2.32)	0.28 (1.15)	<b>0.31</b>
發行前及發行後 15 個交易日	-0.50 (-3.15)	0.07 (5.91)	0.15 (3.81)	<b>0.80</b>
發行前及發行後 1 個曆月	-0.47 (-4.12)	0.05 (6.07)	0.18 (6.13)	<b>0.88</b>
發行前及發行後 3 個曆月	-0.29 (-2.14)	0.01 (0.90)	0.26 (7.96)	<b>0.81</b>
發行前及發行後 6 個曆月	-0.47 (-3.61)	0.02 (2.15)	0.20 (6.62)	<b>0.80</b>

資料來源：證監會研究科

### A 股發行後 H 股的成交額似乎有所增加

這項研究顯示，A 股的發行對 H 股的成交沒有太大影響，或似乎提高了 H 股的成交額<sup>9</sup>。除了其他因素外，這點可歸因於 A 股及 H 股有獨立的市場，以及 H 股市場享有若干優勢。

<sup>9</sup> A 股的發行可能會與其他事件同時發生，而這些事件對 H 股成交所構成的影響未能分離出來。

## A 股與 H 股有獨立的市場

內地的 A 股市場與香港的 H 股市場相互獨立。由於內地實施資金管制，內地投資者不得買賣在香港交易所上市的證券，包括 H 股。另一方面，外地投資者(包括香港投資者)亦未獲准買賣內地的 A 股<sup>10</sup>。目前，內地與香港之間的資金流通仍受限制。因此，A 股市場與 H 股市場實際上是分隔的，兩者擁有不同的投資者。所以 A 股的發行對 H 股的成交並沒有太大的直接影響。

## H 股市場的優勢

香港股票市場歷史悠久，在多方面的發展(例如貨幣的可兌換性、法律及監管架構等)都較為成熟。這些優勢使得香港股票市場對本地及國際投資者都較有吸引力，而 A 股的發行應該無損他們對 H 股市場的興趣。

內地還不可以買賣金融衍生產品。然而，香港的市場已經推出了 H 股衍生產品。香港交易所於 2003 年 12 月 8 日推出 H 股指數期貨，而恒生投資管理有限公司亦於 2003 年 12 月 10 日推出一隻 H 股交易所買賣基金。這些新產品可為投資者提供更多投資機會從內地的經濟增長中獲益，而且亦是既方便又具成本效益的對沖風險的工具。這些新產品的交易活動亦可提高相關 H 股的流通性，從而產生良性循環。

## 溢出效應

此外，A 股的發行亦可能產生溢出效應，使得 H 股的成交額上升。促成溢出效應的因素包括：

- A 股發行價相對於 H 股價格的溢價；
- A 股的發行提高了上市公司的知名度；及
- 投資者基礎更為廣泛。

## A 股發行價相對於 H 股價格的溢價

A 股的發行價通常高過相關 H 股的市場價格。這反映出內地及海外投資者面對不同的投資機會。A 股發行價與相關 H 股價格之間的溢價，使 H 股看起來較為“便宜”。

<sup>10</sup> 自 2003 年中起，合資格境外機構投資者可以在 A 股市場進行買賣，但買賣程度及規模仍然受管制。



### *提高公司的知名度及媒體的注意力*

A 股的發行往往引起高度注意，並被媒體廣泛報道。此舉可提高投資者對這類股份及香港的 H 股的興趣。

### *投資者基礎更為廣泛及公司的市值增加*

A 股的發行讓內地投資者可以買賣及持有公司的股份，從而擴闊有關公司的投資者基礎。投資者基礎越大，有關公司管理層對股東的問責性就越高，因而投資者買賣這些股份的信心就越強。

A 股的發行亦會增加公司的資本規模，有助於改善公司的財政狀況，從而進行業務擴展及實現更多的投資機會。所以較大的資本規模可以提高市場對 H 股的興趣。

### **結論**

這項研究的結果顯示，A 股的發行對 H 股的成交並沒有明顯影響，或似乎提高了 H 股的成交額。A 股的發行並非零和遊戲，反而是使內地與香港市場的成交額都有所增加的雙贏局面。因此，對於有些人擔心 A 股的發行可能會減低 H 股市場的吸引力的看法，本研究的結果無法支持。