

A 股与 H 股估值合理性的实证分析^{*}

吴战篪

摘要：长期以来，A 股对 H 股始终保持一个较高的平均溢价水平。这一溢价水平是否合理取决于 A 股估值是否较 H 股合理，而对基于现金股利、会计盈余等财务指标的估值模型的检验却发现 H 股的估值较 A 股更为合理，并且 H 股市场形成了基于股利与公司业绩的价值投资理念，而 A 股市场并未形成这一估值理念。从规范与发展证券市场的角度，A 股向 H 股的接轨不应只是估值水平的接轨，更重要的是估值理念的接轨。这需要一系列的制度建设来培育 A 股市场上基于公司业绩与股利的价值投资理念，从而实现股价结构的调整，蓝筹公司对绩差公司的估值溢价。

关键词：估值合理性 净资产 会计盈余 现金股利

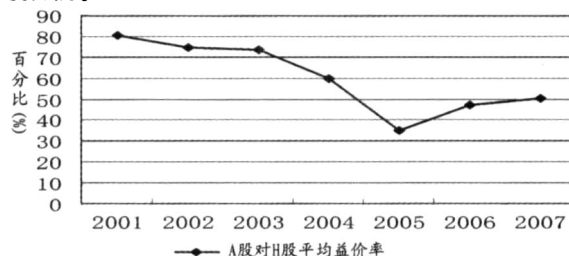
一、引言

关于中国 A 股市场的估值高低问题，大多数的研究采用的是国际比较的方法，主要以 A 股市场的市盈率、市净率等指标比较国外成熟市场，从而得出高估、低估或估值基本合理的结论。这些结论从研究方法上来说值得商榷，国外成熟市场与中国股市的制度背景、流通状况有很大的区别，而且国外各个证券市场与其经济、政治、文化背景息息相关，其市盈率、市净率指标并不相同，甚至差异较大，比如日经指数与法兰克福指数的上述指标远高于恒生指数与标准普尔指数。比较 A 股与 H 股两地上市公司的两地股价差异是了解 A 股市场估值状况的一个简单有效的方法，因为对同一公司来说，两地股价如存在显著差异则表明两地市场估值水平存在整体性差异。具有 H 股的 A 股相对同类 H 股始终保持一个较高的平均溢价水平，这一溢价水平曾因 A 股市场的熊市大幅回落，2005 年底开始的 A 股市场的牛市又使这一溢价水平出现较大提升，至 2007 年 4 月底达到 50%（见图 1）。相信如此之高的溢价水平在短期内难以消除。

从历史数据来看，A 股与 H 股市场的股价从未实现过接轨，因为在两个分割的市场上，制度背景和投资者构成不同，同一公司的两地股价差异是一种常态，只要不实现二者间的互换交易，则价差不会消失，单纯的讨论 H 股向上与 A 股接轨或 A 股向下与 H 股接轨是毫无意义的。因为以一个市场作为另一个市场的参照物必须建立在这个市场的估值更为合理的基础之上。

已有的研究着重探讨估值的高低问题，而对两

地市场估值合理性的实证研究较少，而 A 股对 H 股的高溢价是否合理取决于 A 股估值是否较 H 股合理。本文设计了一个基于现金股利、会计盈余、净资产等财务指标的估值模型，通过该模型的实证研究发现 H 股的估值较 A 股更为合理，H 股市场形成了基于股利与公司业绩的价值投资理念，而 A 股市场并未形成这一估值理念。从规范与发展证券市场的角度，A 股向 H 股的接轨不应只是估值水平的接轨，更重要的是通过一系列制度建设实现估值理念的接轨。



注：为保证可比性，上述数据均选取 2001 - 2007 年 4 月最后一个交易日的数据，其中 H 股股价按照港元与人民币历史汇率调整为人民币（以下涉及到 H 股价格的地方均按此方法进行了相应调整）。

图 1 2001 - 2007 年 A 股对 H 股平均溢价率

二、理论分析与研究假设

A 股市场上上市公司以国有企业为主，公司治理结构不规范，重融资而轻回报，投资者的构成以中小股东为主，整个市场运作不规范、监管不力，投资者并不关心以股利形式提供的长期投资回报，而是希望通过股票的巨幅波动来获取资本利得。这样的制度背景使得我们不难设想 A 股市场的估值理念

^{*} 本文为暨南大学人文社会科学发展基金项目（项目批准号：006JSY019）的阶段性研究成果。

异于成熟的资本市场。作为一个新兴市场,A股市场最大的特征是资金市和政策市,依靠牛市中不断进入的资金和政府的政策性鼓励,利用供求关系推高股价获利,而政府调控和资金的退出又会导致股价的大幅度下跌。从过去10多年的发展来看,A股市场显现出高风险、高收益的特征:垃圾股、题材股的短期波动巨大,参与人数广泛,而绩优股则股性呆滞,在投机比较盛行的时期,绩差股与绩优股的价格差距不大,甚至高于绩优股,这一局面直到政府在2007年5月30日提高印花税率后才有所改变。

而港股市场则体现出很大的不同,市场监管严格,国际资本和机构投资者在市场上居于主导地位,在投资理念上注重价值投资,估值理念与国外成熟市场并无大的差异。在成熟资本市场上,基于公司业绩与股利的价值投资策略一直长盛不衰,成为养老金等稳健性投资机构的首选。尽管股票价格上涨带来的资本利得仍然是投资者获利的最主要的途径,但现金股利分配所带来的回报也是投资者获利的另一个重要来源。以MSCI世界指数为例,在1970—2005年间,现金股利及其再投资占到股票投资总体回报的30%。在香港股市上,蓝筹公司的分红率非常高,比如恒生银行在近三年的各年分红水平都在每10股派现50港元左右;汇丰近三年来的各年分红水平每10股派现均超过50港元。因投资蓝筹公司带来的价值回报大,蓝筹公司的估值水平普遍高于绩差股。蓝筹公司与绩差公司的股价差距非常大,既有价格过百元的绩优股,也有价格低于1元的仙股。例如,2007年3月2日,港股第一高价股宏利金融收于262.40港元;第一低价股汉基控股收于0.024港元。两个极值的全距为262.376港元,或者说,港股最高价与最低价相差10932倍。

我国首家国有企业(青岛啤酒)赴香港联交所上市始于1993年7月15日,截至2004年3月,共有97家大陆企业在香港市场发行H股股票,其中,29家公司既在香港发行H股,也在内地发行A股。国有企业面临的是成熟市场的国际投资者,投资者主要以机构投资者为主,他们不可能像A股投资者一样片面投机。相反他们对中国国有企业的风险有充分的认识。虽然H股市场经过了1997年的红筹股劲升的热潮,但是仍然长期低迷,很多股票低于净资产,市盈率普遍低于10倍,直到2003年国有企业效益大幅好转,H股市场才迎来一次较长的牛市,但与同类A股相比依然有较大的折扣。事实上H股市场投资者对中国国有企业的投资是非常理性的,绩优公司的股票价格远高于绩差公司,长期分红稳定的公司定价要高于分红较少的公司。与之相反的是,A股市场因为股价偏高,现金分红相对于股价的回报率较低,基于公司业绩与现金股利的价值投资策略在A股市场并未被投资者普遍采用。

本文以每股收益、净资产、每股股利给这29家A+H股公司评级,并计算综合等级分进行排序,将其与H股相对于A股的折价率进行比较(见表1),发现综合等级排名较靠前的公司折让率较低,而排名靠后的公司折让率较高,也即绩优股的折让率较低,绩差股的折让率较高。这表明A股相对于H股的平均高溢价主要是由绩差股造成的,反映了两个市场的股价结构差异,也表明两个市场在估值理念上的差异。H股市场的绩优股高估值、绩差股低估值代表一种较为成熟的估值理念,因此本文提出以下假设:

H股估值较A股合理,H股市场采用了基于股利与公司业绩的价值投资策略,而A股市场并未形成这一价值投资理念。

表1 2005年4月30日H股对A股的折让率与财务指标排序的综合评估表

	A股 价格	H股 价格	H股对A股 的折让率	收益/股 排序	净资产/股 排序	股息/股 排序	等级 中位数	等级 平均数	综合 等级
海螺水泥	6.28	7.53	- 19.84 %	2	2	9	2	4.33	3
青岛啤酒	8.96	9.06	- 1.15 %	12	5	6	6	7.67	5
鞍钢新轧	4.49	4.45	0.85 %	4	4	1	4	3	2
兖州煤业	11.5	11.18	2.76 %	1	1	2	1	1.33	1
马钢股份	3.18	2.84	10.83 %	7	14	4	7	8.33	6
华能国际	7.22	6.31	12.65 %	9	6	3	6	6	4
南方航空	3.48	2.78	20.04 %	26	15	21	21	20.67	22
中国石化	4.15	3.23	22.09 %	11	21	10	11	14	14
江西铜业	5.22	3.95	24.36 %	10	20	10	10	13.33	12
上海石化	4.22	3.07	27.15 %	8	16	5	8	9.67	8
中海发展	10.9	7.26	33.39 %	6	17	6	6	9.67	8
皖通高速	7.75	5.09	34.35 %	14	18	14	14	15.33	17
创业环保	4.12	2.70	34.39 %	14	24	14	14	17.33	20
广船国际	3.2	2.10	34.41 %	22	26	21	22	23	26
经纬纺机	3.26	2.05	37.25 %	13	3	17	13	11	10
东方电机	12.65	7.79	38.41 %	5	12	10	10	9	7
北人股份	3.89	2.31	40.73 %	17	8	16	16	13.67	13
宁沪高速	6.55	3.79	42.15 %	19	10	8	10	12.33	11
深圳高速	5.29	3.02	42.89 %	18	13	13	13	14.67	15
东方航空	3.03	1.56	48.57 %	20	28	20	20	22.67	25
广州药业	5.18	2.60	49.86 %	22	7	18	18	15.67	18
吉林化工	3.7	1.81	51.01 %	3	25	21	21	16.33	19

续表 1 2005 年 4 月 30 日 H 股对 A 股的折让率与财务指标排序的综合评估表

	A 股 价格	H 股 价格	H 股对 A 股 的折让率	收益/股 排序	净资产/股 排序	股息/股 排序	等级 中位数	等级 平均数	综合 等级
仪征化纤	2.97	1.44	51.46 %	25	19	18	19	20.67	22
科龙电器	2.93	1.25	53.71 %	28	12	21	21	20.33	21
新华制药	3.15	1.39	55.92 %	14	9	21	14	14.67	15
交大科技	3.67	1.29	64.76 %	29	22	21	22	24	27
ST 洛玻	2.7	0.91	66.24 %	24	27	21	24	24	27
ST 东北电	2.19	0.71	67.57 %	27	29	21	27	25.67	29
南京熊猫	5.05	1.34	73.55 %	21	23	21	21	21.67	24

注:表中 A 股数据来源于大智慧股票分析软件,H 股市场的数据来源于香港联交所网站,H 股价格按当日的历史汇率折算成人民币;折让率按由小到大制表,并与财务指标综合等级评分进行比较,从表中可以看出折让率排序与财务指标排序的趋势是一致的,即基本面好的,折让率反而较低。H 股相对于 A 股的折让率为:(A 股价格 - H 股价格)/ A 股价格。

三、研究设计

(一) 样本选择

本文选取截至 2004 年 3 月既在香港发行 H 股,也在内地发行 A 股的 29 家公司为样本。这 29 家公司的基本情况见表 2。

本文选取这 29 家公司 2000 - 2004 年所公布的财务报告中的会计盈余、净资产、现金股利等财务指标,股价选取的是 2001 - 2005 年 4 月最后一个交易日的股价,这是因为财务报告在下一年度的 5 月之前公布完毕。而以这 5 年为样本期,是因为这 5 年正处在转型期,2001 年后 A 股市场因为大力发展机

构投资者加之 QFII 的推出,逐渐向国际接轨,股价趋于理性,能更好地反映 A 股市场的现状,而 H 股市场也逐渐了解中国大陆的国有企业,不存在过度低估,因此这 5 年的数据能较好地反映两地市场现在的估值理念差异。同时这 5 年中两地上市公司增多,样本数据增大,研究结果更可信。在研究中剔除一些年度只存在 A 股或只存在 H 股的情况,因为两地发行的时间并不一致,如果只有一个市场的数据将使得结果不具有说服力。经过样本的筛选,总共得出 5 年的 130 对股价和财务数据,并根据股票股利、发行新股等情况对变量数据进行了相应调整。

表 2 29 家 A - H 股公司的基本情况概览

	A 股 代码	H 股 代码	A 股发行价 (RMB)	H 股发行价 (RMB)	A 股对 H 股 的发行溢价率	总股本 (万股)	流通 A 股 (万股)	H 股 (万股)
华能国际	600011	902	7.95	4.23	87.94 %	1 205 538.34	50 000	305 538.34
吉林化工	000618	368	3.5	1.71	104.68 %	356 107.8	20 000	96 477.8
经纬纺织	000666	350	4.5	1.38	226.09 %	60 380	20 300	18 080
鞍钢新轧	000898	347	3.9	1.74	123.62 %	296 294.22	75 394.22	89 000
科龙电器	000921	921	9.98	3.927	154.14 %	99 200.66	19 450.1	45 958.98
中国石化	600028	386	4.22	1.68	150.15 %	8 670 243.9	280 000	1 678 048.8
南方航空	600029	1055	2.7	5.07	- 46.75 %	437 417.8	100 000	117 417.8
东方航空	600115	670	2.45	1.477	65.88 %	486 695	30 000	156 695
兖州煤业	600188	1171	3.37	2.589	30.17 %	307 400	18 000	122 400
广州药业	600332	874	9.8	1.765	455.24 %	81 090	7 800	21 990
江西铜业	600362	358	2.27	2.72	- 16.54 %	266 403.82	23 000	115 648.2
宁沪高速	600377	177	4.2	3.563	17.88 %	503 774.75	15 000	122 200
深圳高速	600548	548	3.66	2.35	55.74 %	218 070	16 500	74 750
海螺水泥	600585	914	4.1	2.43	68.72 %	125 568	20 000	43 320
青岛啤酒	600600	168	6.38	2.1	203.81 %	106 000	20 000	40 685
广船国际	600685	317	5.23	1.47	255.78 %	49 467.76	12 647.95	15 739.8
上海石化	600688	338	3	1.305	129.89 %	720 000	72 000	233 000
南京熊猫	600775	553	5.1	2.279	123.78 %	65 501.5	5 800	24 200
交大科技	600806	300	4.43	1.485	198.32 %	24 500.74	6 000	6 500
马钢股份	600808	323	3.45	2.452	40.7 %	645 530	60 000	173 293
北人股份	600860	187	5.3	1.56	239.74 %	42 200	7 200	10 000
仪征化纤	600871	1033	2.68	2.547	5.22 %	400 000	20 000	140 000
创业环保	600874	1065	2.5	1.284	94.7 %	133 000	11 249.5	34 000
东方电机	600875	1072	4.1	3.028	35.4 %	45 000	6 000	17 000
ST 洛玻	600876	1108	5.03	3.905	28.81 %	70 000	5 000	25 000
ST 东北电	000585	42	5.2	1.926	169.99 %	87 337	14 360	25 795
中海发展	600026	1138	2.36	1.61	46.58 %	332 600	35 000	129 600
皖通高速	600012	995	2.2	1.89	16.4 %	165 861	25 000	49 301
新华制药	000756	719	3.45	1.947	77.2 %	45 731.28	7 615.33	15 000
平均值	-	-	4.38	2.32	108.39 %	553 341.85	34 597.14	136 090.99

注:表中 A 股数据来源于大智慧股票分析软件,H 股市场的数据来源于香港联交所网站,H 股发行价按发行日的历史汇率折算成人民币。

因为两地上市公司公布财务报告采用的是以中国会计准则为基础,同时又按国际会计准则进行调整的双重披露方式,中国会计准则与国际会计准则存在一定差异,使得净资产、会计盈余等指标也存在相应的差异。在研究 A 股股价与财务指标相关性时采用依据中国会计准则计算的财务指标,研究 H 股股价与财务指标相关性时采用依据国际会计准则计算的财务指标。上述 A 股市场的财务数据与股价数据来源于大智慧股票分析软件,H 股市场的财务数据与股价来源于香港联交所网站 (<http://www.hkex.com.hk>),深圳市国泰安信息技术有限公司提供了部分香港股票交易数据。

(二) 研究变量与模型

根据原假设“H 股估值较 A 股合理,H 股市场采用了基于股利与公司业绩的价值投资策略,而 A 股市场并未形成这一价值投资理念”,本文以现金股利、会计盈余、净资产等指标为自变量构建估值模型。如果假设成立,则两地股价与估值模型的关联度,H 股优于 A 股,H 股股价与现金股利、会计盈余具有相关性,而 A 股股价与现金股利、会计盈余不具有统计意义上的相关性。

股价和会计盈余的关系已经被无数的实证研究所证实。而根据 Ohlson (1991, 1995) 的剩余所得评价模型 (Residual Income Model), 股价与净资产、剩余收益之间的关系也从理论上被完美阐释,并为经验研究所证实。依据 Ohlson (1995) 所做的线性信息评价模型,股价与净资产、剩余收益的关系可以表示为 $P_t = BV_t + \alpha_0 + \alpha_1 X_t^a$, 其中 P_t = 每股价格; X_t^a = 剩余收益; BV_t = 净资产。

由于剩余收益的计算涉及到资本成本的确定,而股票的资本成本的确定较为主观,用股票的 β 系数计算的方法受到广泛的批评。而两地资本成本的差异为两地估值理念的可比性带来困难。根据陈信元等人 (2002) 所做的研究,A 股市场对于剩余收益的定价乘数低于对收益的定价乘数,表明市场可能认识到剩余收益作为非正常收益,持续性较差。基于上述原因,本文没有直接采用 Ohlson (1995) 线性信息评价模型,而是采用 Collins 等人 (1997) 运用的模型: $P_t = a_0 + a_1 E_t + a_2 BV_t + \xi_t$, 其中, P_t = 每股价格; E_t = 每股收益; BV_t = 净资产; ξ_t = 误差项。该模型被 Collins 等人

(1997) 和陆宇峰 (1999) 分别运用于美国和中国的证券市场的检验中,均取得了较好的效果。考虑到 A 股市场对小盘股的追捧,对现金股利与 H 股市场的估值理念不同,在 Collins 等人 (1997) 的模型中增加了流通股比例 S 这一变量,并依据戈登 (Gordon, 1959) 所运用的检验股利有用性的模型 $P_t = a + bD_t + cRe_t + \xi_t$, 将每股收益 E_t 拆分成每股股利 D_t 和留存收益 Re_t , 本文的实证研究模型因此最终确定为:

$$P_t = a_0 + a_1 D_t + a_2 Re_t + a_3 BV_t + a_4 S_t + \xi_t$$

其中, P_t = 每股价格; D_t = 每股股利支付; Re_t = 留存收益; BV_t = 净资产; S_t = 流通股比例; ξ_t = 误差项。

将此模型分别在 A 股与 H 股市场上检验,A 股市场的模型为:

$$P_{a,it} = a_0 + a_1 D_{it} + a_2 Re_{a,it} + a_3 BV_{a,it} + a_4 AS_{it} + \xi_{it}$$

H 股市场的模型为:

$$P_{h,it} = a_0 + a_1 D_{it} + a_2 Re_{h,it} + a_3 BV_{h,it} + a_4 HS_{it} + \xi_{it}$$

A 股、H 股市场模型的变量说明见表 3。

表 3 模型所用变量的解释说明

变量符号	计算式	符号说明
$P_{a,it}$		t 时期 A 股第 i 只股票的每股价格
$P_{h,it}$		t 时期 H 股第 i 只股票的每股价格
$E_{a,it}$		t 时期 A 股第 i 只股票的每股收益
$E_{h,it}$		t 时期 H 股第 i 只股票的每股收益
$BV_{a,it}$		t 时期 A 股第 i 只股票的每股净资产
$BV_{h,it}$		t 时期 H 股第 i 只股票的每股净资产
D_{it}		t 时期第 i 只股票的每股股利
AS_{it}		t 时期流通 A 股第 i 只股票占其总股本比例
HS_{it}		t 时期 H 股第 i 只股票占其总股本比例
$Re_{a,it}$	$E_{a,it} - D_{it}$	t 时期 A 股第 i 只股票的每股留存收益
$Re_{h,it}$	$E_{h,it} - D_{it}$	t 时期 H 股第 i 只股票的每股留存收益
ξ_{it}		残差
a		A 股市场
h		H 股市场
t		t 时期 (年)
i		第 i 只股票

(三) 实证检验结果分析

1. 实证检验结果

根据研究假设和检验模型,并考虑其中可能存在的自相关关系后,得到实证检验结果如表 4、表 5 所示。

表 4 对 A 股市场的估值检验结果

a_0	D_{it}	$Re_{a,it}$	$BV_{a,it}$	AS_{it}	AR(1)	R^2	F 检验值
6.442254 *** (16.12223)	13.65957 *** (3.552686)					0.089756	12.62158
7.329449 *** (23.06914)		1.005133 (0.914583)				0.006492	0.836462
3.764074 *** (4.815931)			1.542319 *** (4.984935)			0.162575	24.84957
6.403197 *** (15.82653)	14.93616 *** (3.480772)	- 0.793535 (- 0.675910)				0.078735	6.512439
3.616890 ***		- 0.803121	1.626284 ***			0.153108	12.66087

续表 4 对 A 股市场的估值检验结果

a_0	D_{it}	$Re_{a,it}$	$BV_{a,it}$	AS_{it}	$AR(1)$	R^2	F 检验值
(4. 479928)		(- 0. 746978)	(4. 932828)				
3. 941176 ***	3. 053640		1. 376744 ***			0. 152041	12. 56497
(4. 735347)	(0. 630361)		(3. 387538)				
4. 399685 ***	0. 794198	- 1. 199180	1. 757209 ***	- 8. 793623 **		0. 179265	8. 044050
(5. 090962)	(0. 150525)	(- 1. 077909)	(4. 095068)	(- 2. 281659)			
3. 677815 ***	2. 154488	- 0. 902375	1. 879776 ***	- 6. 353426 *	0. 223807 ***	0. 204738	7. 590652
(4. 286259)	(0. 441089)	(- 0. 834769)	(4. 723118)	(- 1. 632851)	(2. 476803)		

注：(1) $P_{a,it}$ = A 股股价； D_{it} = 每股股利支付； $Re_{a,it}$ = A 股每股留存收益； $BV_{a,it}$ = A 股每股净资产； AS_{it} = 流通 A 股占总股本的比例； ξ_{it} = 残差。

(2) 括号内的值是对估计值进行 t 检验值(双侧检验)，星号表示显著性程度，***表示在 1 %水平上显著，**表示在 5 %水平上显著，*表示在 10 %水平上显著，以下同。

(3) R^2 是模型的测定系数(拟合优度)，若为多元回归则为调整 R^2 ，以下同。

表 5 对 H 股市场的估值检验结果

a_0	D_{it}	$Re_{h,it}$	$BV_{h,it}$	HS_{it}	$AR(1)$	R^2	F 检验值
1. 360312 ***	16. 71471 ***					0. 450574	104. 9706
(8. 023078)	(10. 24552)						
2. 307825 ***		3. 171901 ***				0. 228801	37. 97542
(15. 05698)		(6. 162420)					
- 0. 618588 *			1. 310076 ***			0. 426370	95. 14045
(- 1. 783432)			(9. 753997)				
1. 430309 ***	14. 22585 ***	1. 520024 ***				0. 485146	61. 77817
(8. 674273)	(8. 138100)	(3. 265281)					
- 0. 289581		1. 982426 ***	1. 116787 ***			0. 498691	65. 16320
(- 0. 874809)		(4. 539833)	(8. 452795)				
- 0. 032364	10. 66582 ***		0. 756220 ***			0. 526287	72. 65835
(- 0. 097427)	(5. 404532)		(4. 755814)				
- 1. 479874 **	9. 966849 ***	1. 525870 ***	0. 615475 ***	5. 466660 ***		0. 582284	45. 95559
(- 2. 318823)	(4. 956571)	(3. 611474)	(3. 979280)	(2. 819936)			
- 1. 233618 **	9. 944886 ***	1. 343444 ***	0. 634642 ***	4. 584525 **	0. 153858 *	0. 584765	37. 05179
(- 2. 019090)	(5. 128763)	(3. 203675)	(4. 248861)	(2. 495992)	(1. 707878)		

注： $P_{h,it}$ = H 股每股价格； D_{it} = 每股股利支付； $Re_{h,it}$ = H 股每股留存收益； $BV_{h,it}$ = H 股每股净资产； HS_{it} = H 股占总股本的比例； ξ_{it} = 残差。

对 model 2 - A:检验的过程中发现其 D. W. 值为 1. 628816,在 0. 05 显著性水平上存在一阶序列自相关问题,为此我们采用了序列相关的 AR(1) 技术进行修正,修正后的新模型 D. W. 值改善后为 2. 053000,在 0. 05 显著性水平上已不存在一阶序列自相关问题,adj. R^2 = 0. 204738, F 检验值 = 7. 590652,Prob(F - statistic) = 0. 000003,模型整体效果较好。

对 model 2 - H:检验的过程中发现其 D. W. 值为 1. 728981,在 0. 05 显著性水平上存在一阶序列自相关问题,为了消除自相关问题,我们采用序列相关的 AR(1) 技术进行修正,修正后的新模型 D. W. 值改善为 1. 995394,在 0. 05 显著性水平上已不存在一阶序列自相关问题,adj. R^2 = 0. 584765, F 检验值 = 37. 05179,Prob(F - statistic) = 0. 0000002,模型整体效果较好。

2. 实证检验结果分析

从整体来看,模型测试的效果 H 股远优于 A 股,模型调整后的拟合优度 H 股为 58. 48 %,而 A 股

仅达到 20. 47 %,也即该模型对 H 股股价的解释力度达到了 53. 53 %,这与 Bernard (1994, 1995) 对美国证券市场检验的结果(拟合优度为 68 %)相差不大,表明成熟市场的估值理念并无太大的差异。而该模型对 A 股股价的解释力度仅达到 20 %,表明如果以基本面为参照进行投资, H 股获利的可能性更大,而 A 股仅有二成获利的可能性。

从各个变量来看,在样本区间 4 个变量在 H 股市场上都是正相关的,而 A 股市场上现金股利和留存收益两个变量未能通过显著性水平检验(T 值为 - 0. 647750)。在 A 股市场上,流通股比例 AS 与股价是负相关关系,而 H 股市场上流通股比例 HS 与股价正相关。可见只有对净资产这一变量,A 股与 H 股股价都与之呈正相关关系,表明两地投资者都很重视这一指标。

留存收益与 A 股股价不相关,而与 H 股股价呈正相关关系。本文中留存收益可看作是会计盈余的替代,这表明 A 股投资者并不重视代表公司业绩的会计盈余指标,原因在于市场操纵行为普遍,投机盛

行,依据公司业绩投资并不能获取较好回报,另外,公司业绩的真实性和可持续程度可能不高。

29家公司现金股利与A股股价未能通过显著性检验,而29家公司的现金股利与H股股价呈正相关。表明A股投资者并不重视现金股利,而H股市场投资者看重国企股现金股利,其原因在于:(1)与H股股价相比,A股存在价值高估,现金股利相对于股价,其回报率过低,29家公司A股5年的平均股利相对于平均股价,回报率仅为0.94%,而H股5年股利平均回报率达到2.76%。(2)根据股利理论的转移现金观的观点,只有在大股东持股比例比较低的情况下,大股东才会利用其控制权寻租获利,当大股东持股比例较高的时候,大股东可以通过制定较高的股利发放率来获取回报。中国上市公司普遍存在国有股一股独大现象,29家公司因为在海外上市,通过寻租获利的手段受到严格的监管而难以实施。而由于A股股价偏高,上市公司非流通股股东可通过高溢价发行A股获取资金,然后通过发放现金股利的方式转移资金,这使得A股投资者并不将发放股利作为好消息。(3)现金股利对H股股价的定价乘数为9.944886,远高于留存收益的定价乘数1.343444,表明H股投资者非常重视中国上市公司的股利支付,对中国国有企业的公司治理结构与风险持谨慎态度,在前景不明朗的情况下,与其将资金留在上市公司,不如股利“一鸟在手”,况且股利的发放有高溢价发行A股作为保障,与大股东共享股利回报更符合他们的利益需要。

在A股市场上,流通股比例AS与股价呈负相关关系,而H股市场上流通股比例HS与股价正相关,也表明A股市场投机性高于H股,流通股比例越高,意味着股票的供应量越大,而作为资金推动型的A股市场投资者把流通股比例视为投资的不利因素,而对于H股市场投资者来说,较大的流通股比例意味着股票的流通性好,信息透明度高,不易为大股东操纵,从而公司的治理结构更好,作为理性投资者将其视为投资的有利因素。

四、结论与建议

本文以现金股利、留存收益、净资产、流通股比例为例为自变量来构建估值模型,通过该估值模型在两地市场的检验来比较A股与H股的估值合理性。研究结果发现:两地股价与估值模型的关联度,H股远优于A股,H股股价与现金股利、会计盈余具有相关性,而A股股价与现金股利、留存收益不具有统计意义上的相关性。这一结论支持了原假设“H股的估值较A股更为合理,H股市场采用了基于股利与公司业绩的价值投资策略,而A股市场并未形成这一价值投资理念。”

研究结果启发我们提出以下政策性建议:(1)由于H股的估值与公司基本面的关联度更大,从规范与发展证券市场的角度,A股向H股的接轨不应只是估值水平的接轨,更重要的是估值理念的接轨,这需要证券市场监管部门进行一系列的制度建设,包

括培育机构投资者、开放证券市场、加强监管等;(2)从留存收益与A股股价不具有相关性来看,A股投资者并不重视会计盈余这样重要的财务指标,依据公司业绩投资并不能给他们带来较好的回报,这需要打击市场操纵行为,加强投资者教育并提高上市公司会计盈余的真实性;(3)由于现金股利与A股股价不具有价值相关性,与再融资挂钩的强制性现金分红政策并不有利于A股流通股股东,相反可能为大股东通过大比例现金分红套取上市公司资金创造条件,应通过一系列有利于流通股股东的制度建设在A股市场上培育基于股利的价值投资理念;(4)随着“港股直通车”等对国内投资者开放境外市场的举措逐步落实,估值理念国际化将成为必然的趋势,A股市场股价结构的调整将不可避免,蓝筹公司终将对绩差公司的溢价,如何在这一过程中保护中小投资者利益应成为监管层高度重视的问题。

本研究尚存在以下局限性:(1)本文只选取5年29家A+H股公司共130对数据进行实证检验,存在样本量较小难以完全反映A股与H股市场整体估值理念差异的缺陷;(2)样本区间部分年度A股股价波动较大,选取4月最后一个交易日的股价可能并不足以表明该年度股价与公司基本面的关系。但从总体上说上述局限性并不影响本文结论。

注释:

魏刚(1998)、陈晓等人(1998)所做的A股市场股利宣告效应的实证研究均表明,在考虑交易成本之后现金股利的宣告并不能给投资者带来正的超额收益。

此外香港蓝筹公司分红数据与股价极值差来自于董登新的搜狐博客文章“破解A、H股差价之谜”,<http://investment.blog.sohu.com/36304283.html>。

叶信才(2005)所做的研究表明,高股息率并不是A股市场获取超额收益的充要条件。

Ball和Brown(1968)开创了盈余变动与股价变动关系的实证研究,Beaver等人(1968,1979)进一步做了方差和均值检验,而国内赵宇龙(1998)、陈晓等人(1999)基于中国证券市场也做了这方面的实证研究。

陈信元、张田余和陈冬华(2000)的研究发现规模和流通股比例可以显著地解释股票收益。

两地上市29家公司5年的平均股利为0.07元,而A股5年的平均股价为7.39元,H股5年的平均股价为2.53元。

Chi-Wen Jevons Lee和Xing Xiao(2004)发现非流通股股东在高溢价发行A股过程中放弃认购权,然后将融资获取的流通股股东的资金以现金股利的方式转移到自己手中,使得现金股利成为转移资金的一种工具。

参考文献:

1. Ball, R. J. and Brown, P., 1968. "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers." *Journal of Accounting Research* (autumn), pp. 159 - 178.
2. Beaver, W. H.; Clarke, R. and Wright, W. 1979. "The Association between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Error." *Journal of Accounting Research* (autumn), pp. 316 - 340.
3. Bernard, V. L., 1994. "Accounting - Based Valuation Models, Determinants of Market - to - Book Ratios, and Implications for Financial Statements Analysis." Working Paper. University of Michigan, Ann Arbor.

4. Bernard, V. L., 1995. "The Feltham - Ohlson Framework: Implications for Empiricists." *Contemporary Accounting Research* Vol. 11, N. 2(Spring), pp. 733 - 747.
5. Chi - Wen Jevons, Lee, and Xing Xiao, 2004. "Tunneling Dividends." *Working Paper Series*.
6. Collings, D. W.; Maydew, E. I. and Weiss, I. S., 1997. "Changes in the Value Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years." *Journals of Accounting and Economics* (24), pp. 39 - 67.
7. Gordon, M. J. 1959. "Dividends, Earnings, and Stock Prices." *Reviews of Economics and Statistics* (41), pp. 99 - 105.
8. Ohlson J. 1991. "The Theory of Value and Earnings and An Introduction to the Ball - Brown Analysis." *Contemporary Accounting Research*(Fall), pp. 1 - 19.
9. Ohlson J. . 1995. "Earnings, Book value, and Dividends in Equity Valuation." *Contemporary Accounting Research* (11), pp. 661 - 687.

10. 陈晓、陈小悦、倪凡：《中国上市公司首次股利信号传递效应的实证研究》，载《经济科学》，1998(5)。
11. 陈信元、陈东华、朱红军：《净资产、剩余收益与市场定价：会计信息的价值相关性》，载《金融研究》，2002(4)。
12. 陆宇峰：《净资产倍率和市盈率的投资决策有用性——基于费森 - 奥尔森估值模型的实证研究》，上海财经大学博士学位论文，1999。
13. 魏刚：《我国上市公司股利分配的实证研究》，载《经济研究》，1998(6)。
14. 叶信才：《谨慎选用“D”投资策略》，载《中国证券报》，2005 - 04 - 30。
15. 赵宇龙：《会计盈余披露的信息含量——来自上海股市的经验证据》，载《经济研究》，1998(7)。

(作者单位：暨南大学管理学院 广州 510632)
(责任编辑：彭爽)

(上接第 105 页)化起反向作用,通货膨胀对经济增长起抑制作用,而通货紧缩对经济增长的加速起促进作用。经济增长对通货膨胀变化作用更复杂,经济负增长对通货膨胀起加速度作用,而较高的经济增长对通货膨胀起负加速作用。世界经济存在零通货膨胀增长的吸引子,在局部区域上具有渐进稳定性。但也应看到,因通货膨胀导致世界经济失去自我调节能力,世界经济不稳定的潜在可能性依然存在,因而,从世界整体对通货膨胀进行控制仍有必要。

较高的世界通货膨胀没有给世界经济增长提供有利环境,损害了人均 GDP 的潜在增长能力,因此,只要把世界通货膨胀控制在尽可能低的水平,世界经济增长还有较高的增长空间。脉冲试验表明,世界通货膨胀与经济增长之间是反向变动关系。世界通货膨胀上升,经济增长下降;相反,世界通货膨胀下降,经济增长上升。这客观上也表明,世界通货膨胀与通货紧缩都不利于经济增长,零通货膨胀最有利于经济增长。从全世界看,无通货膨胀的经济增长是一种最优的增长,这证实了阿莱假说的正确性。

在最优点处,通货膨胀为零,经济增长的最优状态是无通货膨胀的增长。以此看,世界经济是属于高通货膨胀的次优增长模式。尽管无通货膨胀的增长是由世界经济的内在机制决定的,它只作为一种客观的理想模式存在,但这也充分验证阿莱关于无通货膨胀增长的假说。阿莱(1969)对无通货膨胀的稳定增长的建议是改革国际货币体系和国际货币基金组织,改革的基本目标是“促进整个经济有规律地增长,努力避免通货膨胀的经济过热、通货紧缩性经济衰退以及它们不可避免的结果”,他还指出:“我们完全有理由设想出带有根本性的方法,创造一种国际货币似乎是一个非常值得期望的目标。”随着欧元出现、亚元提议等,统一的国际货币一旦出现,加上世界权威机构采取动态最优控制,那么人类在 21 世纪进入零通货膨胀增长的时间还要缩短,无通货膨胀的增长将是一个可以实现而且为时不远的目标。

注释：

- 莫里斯·阿莱关于无通货膨胀增长的两篇文献是：Allais, Maurice, 1969. "Growth and Inflation." *Journal of Money, Credit and Banking*, No. 3(August 1969), pp. 355 - 426; "Growth without Inflation." *Center for Modern Economics*, Rikkyo University, Tokyo. 其中文版收录于莫里斯·阿莱：《无通货膨胀的经济增长》，中文版，北京，北京经济学院出版社，1990。
- 转引自莫里斯·阿莱：《无通货膨胀的经济增长》，中文版，4 页，北京，北京经济学院出版社，1990。

参考文献：

1. 莫里斯·阿莱：《无通货膨胀的经济增长》，中文版，北京，北京经济学院出版社，1990。
2. 阿尔弗雷德·岑克尔：《21 可能成为无通货膨胀增长的时代》，载《国际金融研究》，1998(5)。
3. 赵果庆：《寻求我国 GDP 对 FDI 的最优依存度和最优规模——基于 1980 - 2003 年我国 GDP 与 FDI 非线性动力系统的研究》，载《管理世界》，2006(1)。
4. J. 托宾：《通货膨胀与失业》，见《现代国外经济学论文选》，第 1 辑，中文版，北京，商务印书馆，1979。
5. 刘秉正：《非线性动力学》，北京，高等教育出版社，2003。
6. 罗纳德·肖恩：《动态经济学》，中文版，北京，中国人民大学出版社，2003。
7. 迈克尔·曼德尔：《零通货膨胀的经济》，载《商业周刊》，1998 - 01 - 19。
8. 余永定：《西方经济学》，北京，经济科学出版社，1999。
9. 王朝珠等：《最优控制理论》，北京，科学出版社，2003。
10. 王冀：《MATLAB 在动态经济学中的应用》，北京，机械工业出版社，2006。
11. R. 克拉克·罗宾逊：《动力系统导论》，英文版，北京，机械工业出版社，2005。
12. 戴维·罗默：《高级宏观经济学》，中文版，北京，商务印书馆，1999。
13. 王兴元：《复杂非线性系统中的混沌》，北京，电子工业出版社，2003。
14. Jean - Jacques E. Slotine, Weiping Li：《应用非线性控制》，英文版，机械工业出版社，2004。
15. Apergis, Nicholas, 2004. "Inflation, Output Growth, Volatility and Causality: Evidence from Panel Data and the G7 Countries." *Economics Letters*, 83, pp. 185 - 191.

(以下文献略)

(作者单位：南开大学泰达学院 天津 300457)
(责任编辑：彭爽)