

研究报告

RESEARCH REPORT

中国企业海外上市市盈率比较研究

课题研究员 才静涵 王一萱



深圳证券交易所综合研究所

2007.06.26 深证综研字第 0154 号

内 容 提 要

本报告通过对 2000~2006 年中国上市公司在境内外市场市盈率的比较分析，研究了我国企业境外上市的估值效果。实证结果发现：

1. 中国上市公司在境内市场的市盈率水平高于境外市场，显示出中国上市公司在境内市场存在“本土溢价”；相对于本土上市，海外上市没有显示出提升中国企业股票估值和降低资本成本的效果。

2. 中国内地公司在香港主板市场的市盈率水平高于香港本地上市公司，显示香港投资者对中国企业的偏好，中国内地企业在香港上市的估值高于香港本地上市公司，其资本成本低于香港本地上市公司。香港市场对中国内地上市公司的估值具有较好的持续性，除 2000 年外，2001~2006 年均给予中国公司估值溢价。

3. 新加坡主板市场给予中国内地公司的市盈率显著低于新加坡本地上市公司，显示新加坡市场对本地企业的“本土偏好”。中国企业在新加坡上市的估值低于新加坡本土上市公司，其资本成本高于新加坡本土上市公司。分年度的分析结果表明，新加坡市场对中国内地公司的估价表现为持续低估。

4. 在上海证券市场中，A-H两地上市的公司市盈率并不显著区别于其他A股公司；而在香港主板市场中，A-H两地上市公司的市盈率高于其他H股。没有证据表明A-H跨境上市的股票显著影响其A股估值，但两地上市的A-H股在一定程度上提升了H股的估值。

关键词：中国企业 境外上市 市盈率 估值效果 比较研究

目 录

一、导言	1
二、中国企业海外上市总体情况分析	2
(一) 中国企业海外上市存量分析	2
(二) 中国企业海外上市筹资分析	2
(三) 中国企业海外上市平均市值分析	3
三、跨市场市盈率比较：境内中国公司与境外中国公司	4
(一) 绝对市盈率比较	4
(二) 绝对市盈率演变趋势比较	6
(三) 行业分析	8
(四) 回归分析	15
四、同市场市盈率比较：境外中国公司与境外本地公司	17
(一) 绝对市盈率比较	17
(二) 绝对市盈率演变趋势比较	19
(三) 行业分析	20
(四) 回归分析	24
五、A-H 股公司市盈率对比分析	25
(一) 绝对市盈率比较	26
(二) 行业分析	27
(三) A-H 股市盈率的互动关系	27
六、结论	29
参考文献	32

一、导 言

企业海外上市的浪潮发源于二十世纪七十年代，随着资本市场全球化成为趋势，为了满足跨国资本日益增长的需求，越来越多的公司开始选择跨境上市，进入国际资本市场融资。1992年9月10日，华晨中国在纽约证券交易所挂牌上市，成为中国内地第一家海外上市公司，之后1993年内地10家国企试点在香港市场IPO集资，掀起了中国企业海外上市的浪潮。14年以来，大量中国企业在香港、美国、新加坡以及境外其他市场首发或买壳上市，形成了强大的海外上市兵团。

国外经典理论模型认为，企业选择境外上市的主要原因是提高企业估值，降低资本成本。Black(1974)等的模型表明企业海外上市可以达成海外投资者持有分散风险的证券的愿望，从而提高企业估值(P/E ratio)并降低企业的资本成本(cost of capital)。但随着金融理论的发展，Sarkissian and Schill (2004)等另外一派学者认为，企业更愿意到那些熟悉的境外市场上市，而不是分散风险的市场上市，以充分利用当地投资者的“本土偏好”(home bias)，实现“本土溢价”(home premium)，也就是说企业海外上市并不能一定能提高企业估值。

作为一个新兴+转轨的市场，中国企业海外上市的估值效果是复杂的。王一萱等(2005)研究指出，中国企业海外上市主要是为了利用境外资本市场的融资便利，但同时不得不承受低市盈率的价格低估。报告拟从中国上市公司境内外市盈率统计实证入手，力图回答以下问题：(1)中国企业海外上市是否呈现出提升股票估值和降低资本成本的效果？(2)主要海外上市地在提升中国企业股票估值和降低资本成本方面有何不同？(3)主要海外上市地对于中国企业股票估值是否显示行业偏好？

本报告以中国企业海外上市数量最多的两个市场——香港和新加坡——的中国上市公司¹为研究对象，分别对比境内中国上市公司和海外本地上市公司的市盈率，在控制了规模、行业、盈利能力等影响的基础上，形成对境内外中国上市公司股票估值和融资成本的实证分析。

¹ “中国上市公司”在本报告中不包括在香港联合交易所上市的公司。

本报告的结构如下：第二部分介绍中国企业海外上市的总体情况；第三部分进行跨市场上市公司市盈率比较，比较上海市场与香港市场中国公司的市盈率，以及深圳中小板与新加坡主板中国公司的市盈率；第四部分进行同市场上市公司市盈率比较，即比较香港市场中国公司与香港市场本地公司的市盈率，以及新加坡市场中国公司与新加坡本地公司的市盈率；第五部分进行两地上市公司 A-H 市盈率比较；第六部分进行总结。

二、中国企业海外上市总体情况分析

本部分对中国企业海外上市的总体情况进行统计分析，分别从海外上市存量、筹资规模、平均市值等指标分析与国内上市情况进行比较。

（一）中国企业海外上市存量分析

据不完全统计，截至2006年底，香港、美国、新加坡三个主要海外上市地共有401家中国企业上市挂牌，总市值和流通市值达9548.38亿美元。相比国内深沪交易所A股和B股1434家上市公司，总市值89403.90亿元（折合11449.26亿美元），流通市值25003.60（折合3202.02亿美元），海外上市公司流通市值超过了国内市场，总市值为国内市场的83.40%（见表1）。

表1：中国企业海外上市2006年存量统计（单位：亿美元）

地点	家数	总市值
香港	230	8116.80
美国	56	1269.24
新加坡	115	162.34
合计	401	9548.38
深沪	1434	11449.26(总市值) 3202.02(流通市值)

数据来源：Bloomberg，各交易所网站，中国证监会网站

（二）中国企业海外上市筹资分析

近年来，中国企业海外上市仍然保持了一个较为强劲的势头。在2005和2006的两年中，海外主要市场上市的中国企业数量和筹资规模均超过国内市场。2005

年，海外上市融资204.28亿美元,是国内的29.05倍，2006年海外上市融资438.68亿美元，是国内的2.17倍。香港主板和新加坡主板是中国企业海外上市的首选地，香港主板两年上市76家中国企业，筹资602.97亿美元，新加坡主板两年上市44家中国企业，筹资15.39亿美元。新加坡主板吸引中国企业上市筹资额在2006年首次超过美国NYSE和NASDAQ，成为第二大海外上市地（见表2）。

表2：美国、香港和新加坡2005及2006年上市的中国企业基本情况

上市地	2005年		2006年	
	筹资额（百万美元）	IPO数量	筹资额（百万美元）	IPO数量
美国-NYSE	395.70	1	480.55	3
美国-NASDAQ	718.84	7	527.07	6
香港主板	19012.72	37	41284.14	39
香港创业板	74.74	8	227.49	6
新加坡主板	201.83	20	1336.79	24
新加坡创业板	23.94	6	11.55	2
境外合计	20427.77	79	43867.54	80
沪深市场	703.08	15	20134.46	70

注：数据来源于清科信息公司研究报告（2005、2006）

（三）中国企业海外上市平均市值分析

为了进一步分析中国企业在海外主要上市地香港主板和新加坡主板的上市情况，我们对比计算了2006年末海外上市的中国公司与境内上市的中国公司的平均市值，见表3。

表3：2006年末境内外中国上市公司平均市值比较

市场	家数	平均市值(10 ⁸ 人民币)
新加坡主板	98	12.2
香港主板	181	349.1
上海A股	830	161.8
深圳中小板	102	19.8

注：数据来源各交易所网站，新加坡与香港数据已经按2006年末汇率折合人民币，上海A股和深圳中小板公司计算的是总市值。

可以看出，在四个市场中，中国上市公司以市值衡量的规模排序为：

香港>上海>中小板>新加坡

从这一排名链可以看出，香港主板中国公司和上海A股上市公司具有较高的市值，且数量级较为接近，深圳中小板和新加坡主板中国公司具有较低的市值，数

量级同样较为接近。因此，在下文的研究中，我们将比较上海和香港，以及中小板与新加坡这两对市场的市盈率水平。

本研究报告的样本包括截至2006年底香港证券交易所主板上市的公司1081家（其中中国公司181家），新加坡证券交易所主板上市的公司622家（其中中国公司98家），上海证券交易所上市的A股公司830家，深圳中小企业板上市的公司102家。其中，上海A股、深圳中小企业板的交易数据、财务数据和行业数据来源于万得数据库，香港上市公司和新加坡上市公司的交易数据和财务数据来源于Datastream International，香港上市公司的行业数据来源于香港证券交易所数据库，新加坡上市公司的行业数据由新加坡证券交易所提供。

三、跨市场市盈率比较：境内中国公司与境外中国公司

本部分比较境内上市公司与海外上市的中国公司的二级市场市盈率。如果公司海外上市的目的是为了提升股票估值，降低资本成本，那么，海外上市中国公司的市盈率应该高于本土上市公司。或者，如果“本土偏好”或者“本土溢价”存在，则预期将出现到海外上市的中国公司的市盈率将低于本土上市公司的市盈率的情况。同时考察年度、公司行业、公司规模以及公司盈利情况是否可以解释境内外中国公司市盈率的差别。

（一）绝对市盈率比较

本部分比较上海A股公司及在香港主板上市的中国公司，以及深圳中小板公司同新加坡主板上市的中国公司的绝对市盈率。

1. 上海A股与香港主板中国公司绝对市盈率比较

首先比较在上海上市的公司与在香港上市的中国公司市盈率。本文汇报的市盈率为年度数字，但为了充分消除股价异常波动而带来的影响，我们将按如下方式计算个股年度市盈率：首先，计算个股每日市盈率在一个月内的均值，如果该月度平均市盈率高于100或者低于0，我们将该股票本月市盈率观测值剔除，然后再计算各股票各月市盈率在一年内的均值作为该股票的年度市盈率。这一做法的好处是：1，充分保留了有效样本点；2，剔除了极值的影响。后文的所有市盈率

均按此定义。

表 4：上海 A 股公司与香港主板中国公司市盈率比较（2000~2006 年）

A 部分：均值检验		
市场	均值	标准差
上海	46.24	22.18
香港	17.24	12.88
所有样本	41.73	23.25
差值	28.99	
H0：P/E _{上海} =P/E _{香港}		t 值：35.35
		p 值：0.000

B 部分：中位数检验		
市场	秩和 (10 ⁷)	预期(10 ⁷)
上海	1.18	1.05
香港	0.06	1.93
所有样本	1.25	1.25
调整方差	136.3	
H0：P/E _{上海} =P/E _{香港}		z 值：35.27
		p 值：0.000

注：均值检验的检验方法为 t 检验；中位数检验方法为 Wilcoxon 秩和检验。

由表 4 可见，上海 A 股公司 2000~2006 年各公司平均年度市盈率为 46.24 倍，而香港中国公司的平均年度市盈率仅为 17.24 倍，两市场上上市公司的市盈率均值相等在 1% 水平上被拒绝 (t=35.35)，中位数相等同样在 1% 的水平上被拒绝 (z=35.27)，说明上海上市公司市盈率显著高于香港的中国公司。

2. 中小板公司与新加坡主板中国公司绝对市盈率比较

表 5 比较中小板上市公司与新加坡上市的中国公司在 2000~2006 年间的年度市盈率情况。

表 5：中小板上市公司与新加坡上市的中国公司市盈率比较（2000~2006 年）

A 部分：均值检验		
市场	均值	标准差
中小板	33.94	11.76
新加坡	12.59	10.93
所有样本	23.46	15.59
差值	21.35	
H0：P/E _{中小板} =P/E _{新加坡}		t 值：18.05
		p 值：0.000

B 部分：中位数检验		
市场	秩和	预期
中小板	49680	37480
新加坡	18185	33485
所有样本	68285	68285
调整方差	1049197	
H0：P/E _{中小板} =P/E _{新加坡}		z 值：14.55
		p 值：0.000

注：均值检验的检验方法为 t 检验；中位数检验方法为 Wilcoxon 秩和检验

如表 5 所示，中小板上市公司 2000~2006 年平均年度市盈率为 33.94 倍，而新加坡上市的中国公司年度平均市盈率仅为 12.59 倍，两市场上市公司的市盈率均值相等在 1% 水平上被拒绝（ $t=18.05$ ），中位数相等同样在 1% 的水平上被拒绝（ $z=14.55$ ），说明中小板上市的公司市盈率显著高于新加坡主板市场的中国公司。

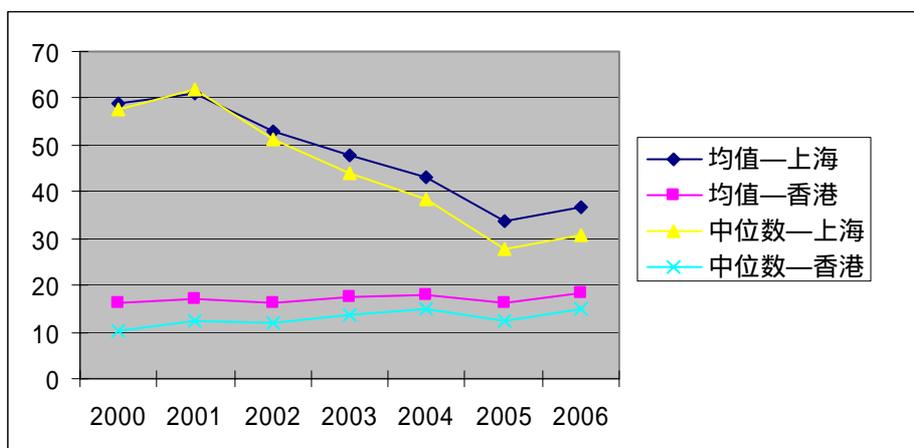
上述上海 A 股与香港主板中国公司，以及中小板公司与新加坡主板中国公司的实证结果说明：没有证据表明，海外上市可以提升股票价格；然而，上述实证结果能否支持“本土溢价”或“本土偏好”假说呢？此时做出此结论仍为时过早，仍需要进一步验证如发展趋势、行业分布等其他因素。

（二）绝对市盈率演变趋势比较

上文比较的是 2000~2006 年全部样本，本小节将分年度分析各个市场市盈率的变动情况。

图 1：上海 A 股与香港主板中国公司/中小板与新加坡主板中国公司市盈率年度变化情况

A 部分：上海 A 股公司与香港主板中国公司



B 部分：中小板公司与新加坡主板中国公司

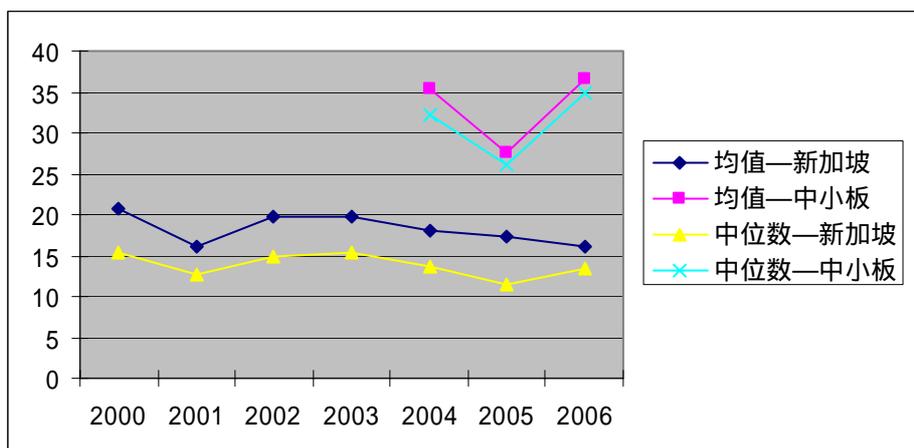


图 1 显示了四个市场 2000~2006 年的市盈率变化情况。可见，对上海 A 股来说，2000~2005 年上市公司的市盈率均经过了一个逐渐回归的过程，市盈率均值与中位数均由 60 倍下降到 30 余倍左右。2006 年，随着中国股票市场进入牛市，市盈率又相应提高。中小板于 2004 年启动，同样经历了一个市盈率先下降再提升的过程。然而，对于香港主板和新加坡主板的中国公司而言，其市盈率在样本期间内保持在一个相对稳定的区间内运行。并且，在 2000~2006 的所有年份中，无论是均值还是中位数，上海 A 股市盈率（中小板公司市盈率）均高于香港主板的中国公司（新加坡主板的中国公司）。

(三) 行业分析

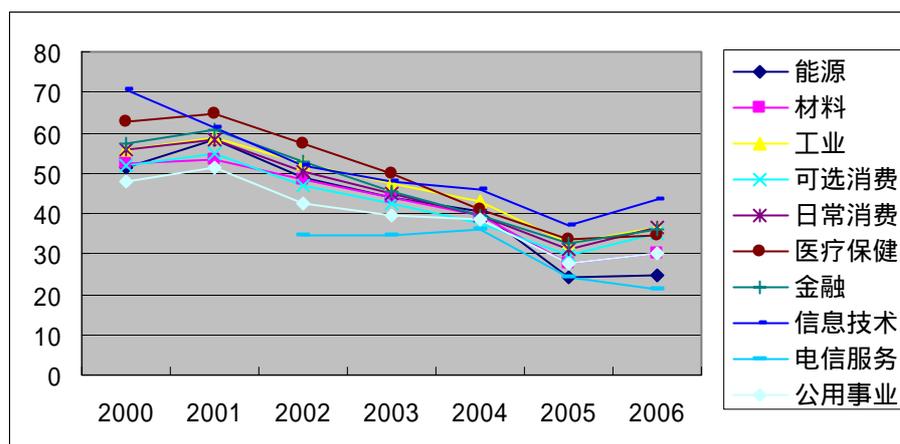
上文所进行的市盈率比较均没有考虑行业因素，这样做会忽略一种情况：各市场中国上市公司的行业分布不同，因此，其市盈率差异有可能是由于行业分布引起。如果某一市场中中国公司分布在高成长性、高盈率行业比重较大，该市场中国公司的平均市盈率将会偏高。因此，只是进行市场平均市盈率的比较将无法剔除行业分布的影响。因此，本部分分行业计算上海、香港主板、中小板和新加坡主板市场的市盈率，以判断四个市场中国上市公司的市盈率差异是否由于行业分布引起。

1. 上海 A 股公司与香港主板中国公司行业市盈率比较

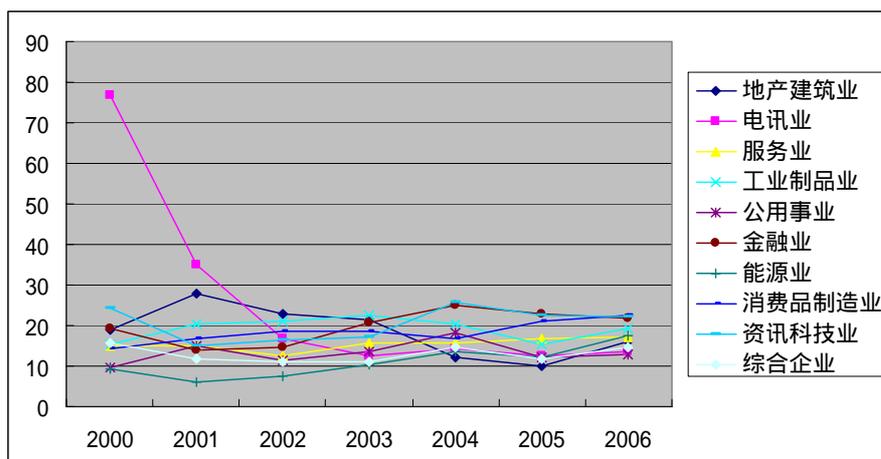
根据万得数据库提供的万得行业分类，中国上市公司分为如下 10 个一级行业类别：能源、材料、工业、可选消费、日常消费、医疗保健、金融、信息技术、电信服务、公用事业。而香港市场的上市公司按照香港联交所的分类分为如下 10 个一级行业类别：地产建筑业、电讯业、服务业、工业制品业、公用事业、金融业、能源业、消费品制造业、资讯科技业和综合企业。

图 2：上海 A 股公司与香港主板中国公司分行业/分年度市盈率分布

A 部分：上海 A 股市场 2000~2006 分行业市盈率情况



B 部分：香港主板中国公司 2000~2006 分行业市盈率情况



由图 2 的 A 部分和 B 部分可见，上海 A 股公司各个行业同样显示出了一个市盈率随时间的推移而不断回归的过程，而香港主板市场中国公司的各年度市盈率保持着一个相对稳定的状态，除了个别行业的个别年度外（如电讯业在 2000 年时的市盈率高达近 80 倍），绝大多数行业的市盈率均保持在 10 倍到 30 倍之间。

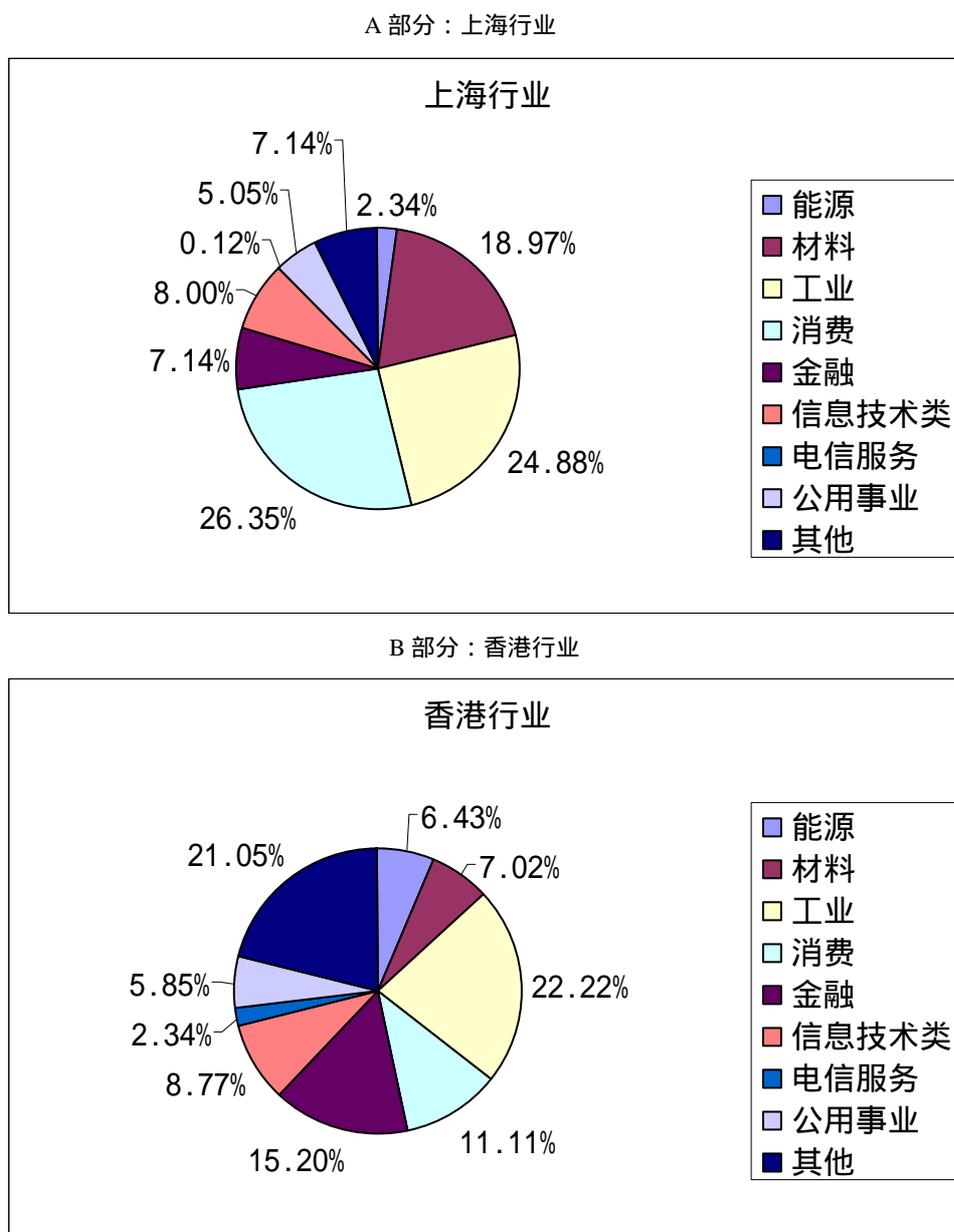
那么，上海 A 股公司的市盈率高于香港主板的中国上市公司，是否是由于两个市场行业的分布不均引起的呢？为了使两个市场可以对比，对上海和香港的中国上市公司的行业进行如下对应：

表 6：上海与香港中国公司的行业调整

行业名称	所对应的上海公司行业	所对应的香港公司行业
能源类	能源	能源
材料类	材料	原材料
工业类	工业	工业制品
消费类	可选消费，日常消费	消费品制造
金融类	金融	金融，地产建筑业
信息技术类	信息技术	资讯科技
电信服务类	电信服务	电讯
公用事业类	公用事业	公用事业
其他	医疗保健	综合，服务

下文以 2006 年的数据为例，来说明两地分行业中国上市公司的市盈率分布情况。为了消除极值可能带来的影响，如果某样本公司在 2006 年末存在市盈率缺失的情况，用该样本公司上一个存在的观测值来代替 2006 年的观测值。

图 3：上海与香港中国公司分行业公司数量分布（2006 年）



由图 3 可见，上海 A 股公司的行业分布排名前三位的是工业、消费类和材料类，而香港的中国上市公司排名前三位的行业是：工业类、金融类（包括地产建筑）以及以服务业为主的“其他行业”。那么，两个市场对同一行业（或相近行业）的评价是否一致呢？是否是由于行业数量比重不同而造成了上海与香港上市公司市盈率的差异呢？

在此引入一个新的变量：“市场调整市盈率”，它的计算方式为：

$$MktadjP/E_{i,t} = \frac{P/E_{i,t}}{MarketMedP/E_{i,t}}$$

其中，MktadjP/E_{i,t} 为公司 i 在第 t 年的市场调整市盈率，P/E_{i,t} 为公司 i 第 t 年的市盈率，MarketMedP/E_{i,t} 为公司 i 所在市场该年所有上市公司市盈率的中位数。该指标显示了某公司的市盈率在当地市场中的排位情况。对比境内上市的公司和境外中国公司不同行业的市场调整市盈率可以反映出市场对特定行业的评价²。因此，下表中除引入了市盈率和数量百分比之外，还引入了市场调整市盈率来对上海 A 股和香港主板中国公司进行分行业比较。参见表 7。

表 7：上海 A 股与香港主板中国公司的分行业比较（2006 年）

	上海			香港				
	市场调整 P/E	P/E	数量百分比	市场调整 P/E	P/E	数量百分比	市场调整 P/E 差额	P/E 差额
能源	0.80	26.06	2.34%	1.59	17.62	6.51%	-0.79	8.44
材料	1.07	35.42	18.97%	1.24	18.45	5.92%	-0.17	16.97
工业	1.24	40.92	24.88%	1.89	21.46	22.49%	-0.65	19.46
消费	1.21	44.66	26.35%	1.79	21.79	11.24%	-0.58	22.87
金融	1.28	42.13	7.14%	1.65	18.63	15.38%	-0.36	23.49
信息技术类	1.30	44.06	8.00%	2.03	24.42	8.88%	-0.74	19.64
电信服务	0.69	21.31	0.12%	1.21	13.40	2.37%	-0.52	7.91
公用事业	0.97	30.28	5.05%	1.60	16.05	5.92%	-0.62	14.23
其他	1.18	38.03	7.14%	1.46	16.36	21.30%	-0.28	21.67

表 7 显示了如下结果：一，香港中国公司的市场调整市盈率均高于 1，这一结果提示，在香港市场中，很有可能中国公司受到了一定的追捧，因此，本文将在下一节详细分析相关内容；二，两地市场对特定行业的评价是不尽相同的。如香港市场对于能源类（市场调整市盈率差额为-0.79）和信息技术类（差额为-0.74）股票给出了相对较好的评价，相对而言，上海与香港市场调整市盈率差距最小的行业是材料类，市场调整市盈率仅相差-0.17；三，就绝对市盈率（未经调整的市盈率）而言，上海在所有行业中均高于香港中国公司，但分行业来看，差额最大

² 我们可以用一个例子来解释为何要进行市场调整市盈率计算。假设 A 行业在 X 市场中的平均市盈率为 10，在 Y 市场之中的平均市盈率为 8，但 X 市场的市盈率中值为 8，而 Y 市场的市盈率中值仅为 4，因此，虽然从绝对市盈率上看，A 行业在 X 市场中的评价高于 Y 市场，但和市场整体水平相比较，反而是 Y 市场给予了 A 行业以更高的评价。而市场调整市盈率则可以解决这一问题。对于在 X 市场中的 A 行业，其市场调整市盈率为 10/8=1.125，而对于 Y 市场来讲，A 行业的其市场调整市盈率为 8/4=2。因此，相对于整个市场而言，A 行业在 Y 市场之中更受青睐。

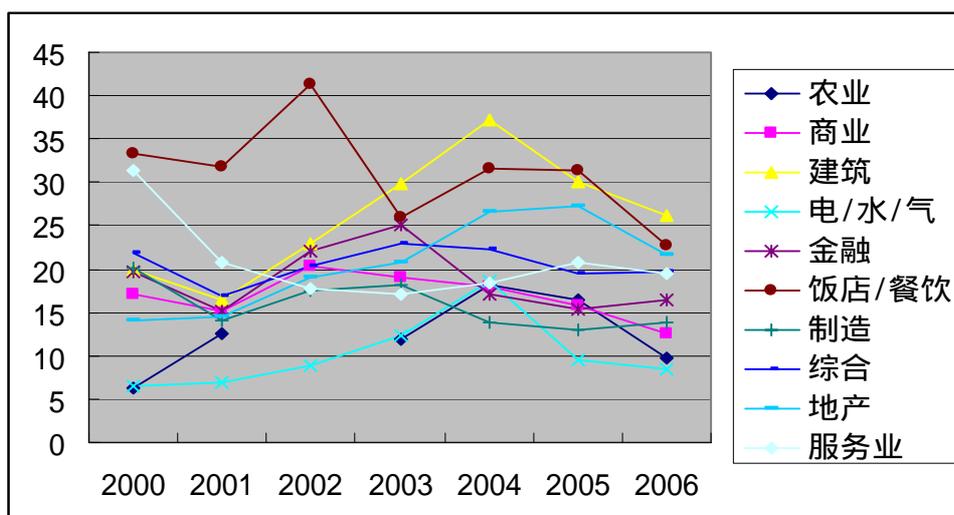
的行业在消费和金融类，差距最小的行业为能源和电信服务类。而消费和金融两类公司占了上海 A 股市场总样本的 31.49%，占了香港中国股样本的 27.62%；相对的，能源和电信服务业占了上海 A 股市场总样本的 2.46%；占了香港中国股样本的 8.88%。这一行业分布表明，差额较大的两个行业中，上海 A 股样本的比例高于香港中国股样本的比例；而在差额较小的两个行业中，香港中国股样本的比例高于上海 A 股。这意味着，在上海，估值高的行业公司相对多，从而在一定程度上造成了市场整体市盈率的提升，而在香港，估值高的行业中国公司相对少，从而影响了市场整体市盈率的提升。

2. 中小板公司与新加坡主板中国公司行业市盈率比较

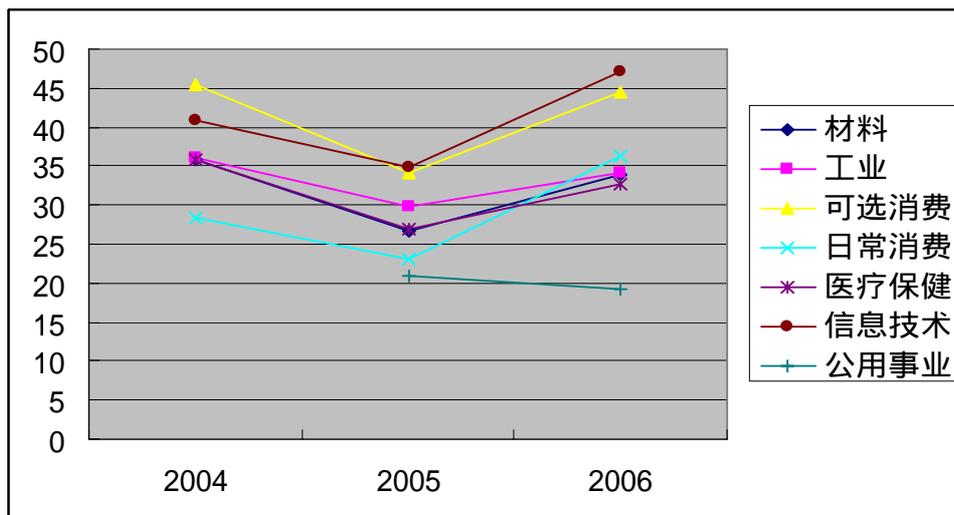
根据万得行业分类，中国上市公司分为如下 10 个一级行业类别：能源、材料、工业、可选消费、日常消费、医疗保健、金融、信息技术、电信服务、公用事业，中小企业板同样遵循这一行业分类原则，但其行业覆盖不全，仅包括：材料、工业、可选消费、日常消费、医疗保健、信息技术和公用事业等 7 类，且部分类别公司数量很少，如，公用事业类公司仅有 1 家。而新加坡证券交易所将本地上市公司分为如下 10 个行业类别：农业、商业、建筑、电/水/气、金融、饭店/餐饮、制造、综合、地产、服务业。两个市场由于定位与上市公司类别的不同，行业分类的差异也较大。图 4 显示了两个市场分行业/分年度的市盈率情况

图 4：新加坡主板中国公司与中小板公司分行业/分年度市盈率分布

A 部分：新加坡市场 2000~2006 分行业市盈率情况



B 部分：中小板市场 2004-2006 分行业市盈率情况



由图 4 的 A 部分和 B 部分可见，中小板市场在 2004 到 2005 年间也显示出了一个市盈率的回归过程，2006 年有所回调。而新加坡主板市场在 2001 年之后各行业的市盈率大致保持了一个稳定的状态。

类似于上文中香港市场与上海市场的比较，在此同样试图将新加坡与中小板的公司进行对应的行业分类。但由于二者行业差异过大，因此，这一分类的作用和效果会下降。我们仅将结果列于此处，而不进行详细的分析。

表 8：新加坡主板中国公司与中小板公司的行业调整

行业名称	所对应的新加坡公司行业	所对应的中小板公司行业
基础产业	农业、制造业、建筑业	材料、工业
服务类	服务业、综合类	医疗保健、信息技术
消费类	饭店/餐饮、商业	日常消费、可选消费
金融类	金融、地产	--
公用事业类	电/水/气	公用事业

图 5：中小板与新加坡主板中国公司分行业数量分布（2006 年）

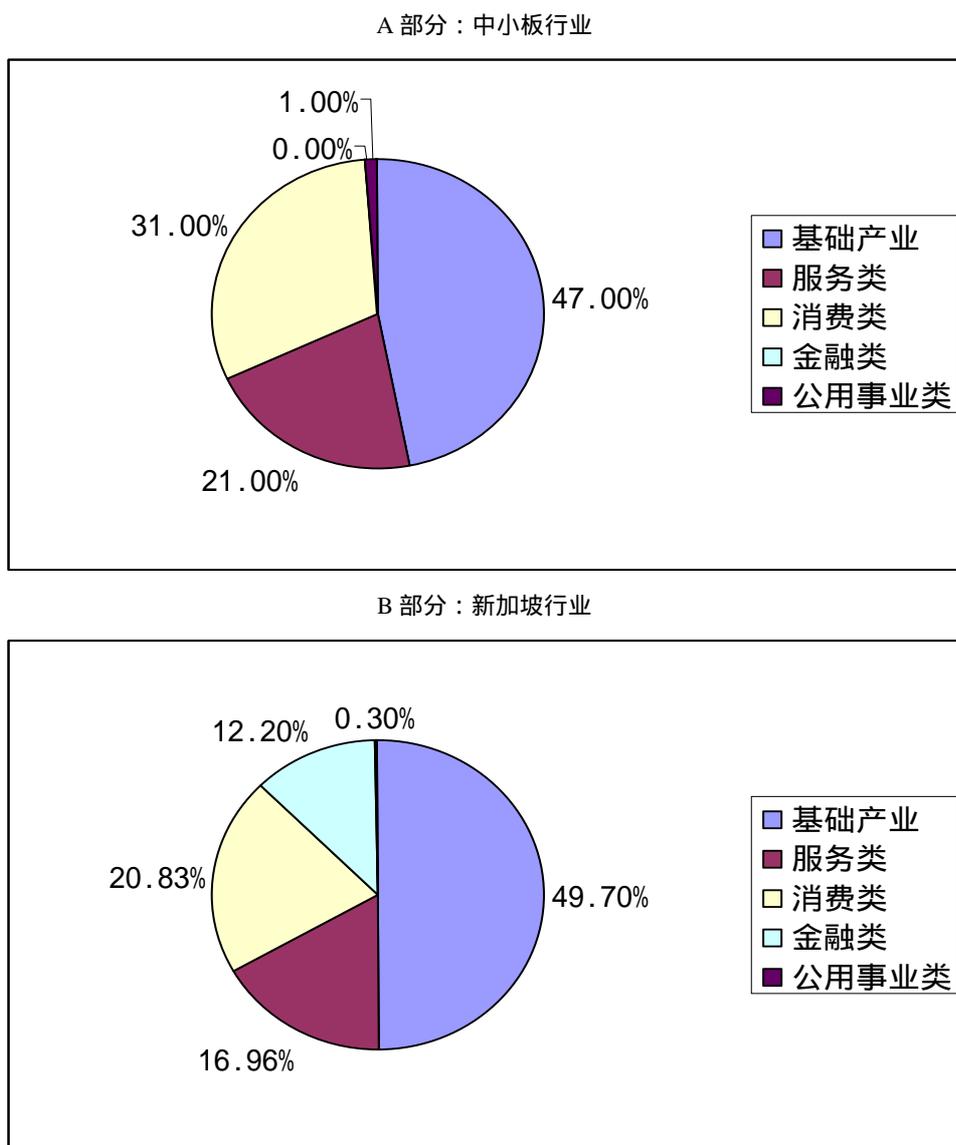


表 9 显示了中小板公司与新加坡中国公司的分行业市盈率情况比较。比较发现，除了中小板市场缺乏的金融类公司之外，在其他所有行业类别之中，中小板企业的市盈率均高于新加坡的中国上市公司。从市场调整市盈率来看，中小板市场和新加坡中国股市场调整市盈率的分布较为相似，服务类最高，而公用事业类最低。新加坡市场调整市盈率高于中小板最多的行业是金融业，其原因则在于中小板不存在金融业的公司。两个市场各行业中公司的数量分布同样较为相似，基础产业最高，消费类次之，服务类再次。因此，相对于上海和香港公司，中小板和新加坡的市盈率差异更少地是由行业分布引起。

表 9：中小板公司与新加坡主板中国公司的分行业比较（2006 年）

	中小板			新加坡				
	市场调整 P/E	P/E	数量百分比	市场调整 P/E	P/E	数量百分比	市场调整 P/E 差额	P/E 差额
基础产业	0.98	33.97	47.00%	1.24	15.13	49.70%	-0.26	18.84
服务类	1.18	40.92	21.00%	1.47	19.47	16.96%	-0.29	21.45
消费类	1.09	37.87	31.00%	1.01	14.37	20.83%	0.08	23.5
金融类	n.a.	n.a.	0.00%	1.45	19.36	12.20%	-1.45	-19.36
公用事业类	0.55	19.22	1.00%	0.62	8.42	0.30%	-0.07	10.8

（四）回归分析

为了同时控制年度、公司所在行业、公司规模和公司盈利能力对市盈率水平的潜在影响，本部分引入回归分析来分别比较上海 A 股与香港主板中国公司，以及深圳中小板与新加坡主板中国公司的市盈率水平。

1. 上海 A 股与香港主板中国公司

除行业之外，可能影响上市公司市盈率的另两个重要因素是规模和盈利能力。为了同时控制住行业效应、规模效应与盈利能力效应，我们引入如下的回归方程来比较在香港主板上市的中国企业与上海 A 股公司的市盈率。

$$P/E_{i,t} = a + b * hkdummy_i + c * Z_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

其中， $P/E_{i,t}$ 为公司 i 在第 t 年的 P/E 值， $hkdummy$ 为香港上市虚拟变量，对于香港上市的中国公司， $hkdummy$ 取值为 1，否则为 0。Z 为控制变量矩阵，包括总资产（控制规模），市盈率行业中位数（控制行业影响），ROA（控制盈利能力）。

在本回归中，我们所取的样本是含有相关财务信息的 2000~2006 年所有上海 A 股上市公司以及所有在香港上市的中国公司。

表 10：上海 A 股公司与香港主板中国公司对比分析

	hkdummy 系数	t 值	p 值
2000~2006	-28.93	-62.78	0.000
2000	-44.55	-27.58	0.000
2001	-49.22	-36.32	0.000
2002	-38.64	-30.89	0.000
2003	-32.99	-30.72	0.000
2004	-27.11	-26.41	0.000
2005	-19.90	-20.04	0.000
2006	-21.62	-19.89	0.000

注：本表中 t 值均已经 White-heteroskadasticity 调整

由上述回归方程发现，即使是在控制住规模、行业、盈利能力等的影响之后，上海 A 股公司的市盈率仍然高于香港中国公司。对于 2000~2006 年所有样本来讲，二者的差距为 28.93 倍。上海 A 股市场与香港中国股市市盈率的差距自 2000~2005 年呈现出缩小的趋势，从 2000 年的 44.55 倍、2001 年的 49.22 倍降至 2005 年的 19.9 倍，但于 2006 年略有提高，上升至 21.62 倍。该结果在统计上显著，在所有样本及分年度的样本中均在 1% 的水平上显著。

2. 中小板公司与新加坡主板中国公司

为了比较中小企业板的上市公司与新加坡主板中国公司的绝对市盈率，在此引入如下的回归方程：

$$P/E_{i,t} = a + b * sgdummy_i + c * Z_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

其中， $P/E_{i,t}$ 为公司 i 在第 t 年的 P/E 值， $sgdummy$ 为新加坡上市虚拟变量，对于新加坡上市的中国公司， $sgdummy$ 取值为 1，否则为 0。Z 为控制变量矩阵，包括总资产（控制规模），市盈率行业中位数（控制行业影响），ROA（控制盈利能力）。

表 11：中小板公司与新加坡中国公司对比分析

	sgdummy 系数	t 值	p 值
2004-2006	-19.52	-11.62	0.000
2004	-23.60	-9.69	0.000
2005	-11.84	-2.76	0.007
2006	-25.07	-13.51	0.000

注：本表中 t 值均已经 White-heteroskadasticity 调整

由上述回归方程发现，即使是在控制住规模、行业、盈利能力等影响之后，中小板公司的市盈率仍然显著高于新加坡主板的中国公司。2004 到 2006 年的三年间，二者的差距为 19.52 倍，在 1% 的水平上显著。分年度的回归中，2004 年二者差距为 23.6 倍，2005 年差距略有缩小，降至 11.84 倍，但在 2006 年随着我国股市出现大牛市而重新达到 25.07 倍，均在 1% 的水平上显著。

由此可见，在上海与香港中国公司，以及中小板与新加坡中国公司的回归中，香港和新加坡上市虚拟变量的系数无论是在总样本中还是在各年度的子样本中均为负值，而且在每个年度子样本中也表现出了显著性。这说明，即使在控制住盈利能力、规模和行业影响之后，在香港和新加坡上市的中国公司的运行市盈率还是要显著地低于在上海 A 股与中小板上市公司。

四、同市场市盈率比较：境外中国公司与境外本地公司

上文跨市场比较发现，中国在香港和新加坡上市的公司从绝对市盈率上看低于在境内上市的公司，但是，这些境外上市的公司在当地市场上的表现如何？与当地非中国上市公司相比市盈率如何？当地市场对中国公司给予的态度如何？本部分将用数据说明相关问题。

（一）绝对市盈率比较

本部分将分别比较香港本地公司与香港中国公司以及新加坡本地公司与新加坡中国公司的绝对市盈率。由于该比较均是基于同样的市场环境，因此，绝对市盈率比较本身即可较为全面地反映境外本地公司与境外中国公司的估值水平。

1. 香港本地公司与香港中国公司绝对市盈率比较

首先来比较在香港上市的中国公司与香港本地公司的市盈率。

表 12：香港中国公司与香港本地公司市盈率比较（2000~2006 年）

A 部分：均值检验		
	均值	标准差
香港本地公司	15.00	14.42
香港中国公司	17.24	12.88
所有样本	15.42	14.18
差值	-2.24	
H0：P/E _{中国} =P/E _{香港}		t 值：-3.99 p 值：0.000
B 部分：中位数检验		
	秩和	预期
香港本地公司	7218542	7513747.5
香港中国公司	1959928	1664722.5
所有样本	9178470	9178470
调整方差	937000000	
H0：P/E _{中国} =P/E _{香港}		z 值：-9.46 p 值：0.000

注：均值检验方法为 t 检验；中位数检验方法为 Wilcoxon 秩和检验。

可见，在香港上市的中国公司在 2000~2006 年间的平均市盈率为 17.24 倍，高于香港本地的上市公司的平均市盈率 15.00 倍，在 1% 的水平上显著。中位数的比较同样在 1% 的水平上显著。

2. 新加坡本地公司与新加坡中国公司绝对市盈率比较

本部分比较在新加坡上市的中国公司与新加坡本地公司的市盈率。

表 13：新加坡中国公司与新加坡本地公司绝对市盈率比（2000~2006 年）

A 部分：均值检验		
	均值	标准差
新加坡本地公司	18.65	15.13
新加坡中国公司	12.59	10.93
所有样本	18.10	14.89
差值	6.06	
H0：P/E _{中国} =P/E _{新加坡}		t 值：5.25 p 值：0.000
B 部分：中位数检验		
	秩和	预期
新加坡本地公司	1820598.5	1768704
新加坡中国公司	126752.5	178647
所有样本	1947351	1947351
调整方差	53355904	
H0：P/E _{中国} =P/E _{新加坡}		z 值：7.10 p 值：0.000

注：均值检验检验方法为 t 检验；中位数检验方法为 Wilcoxon 秩和检验。

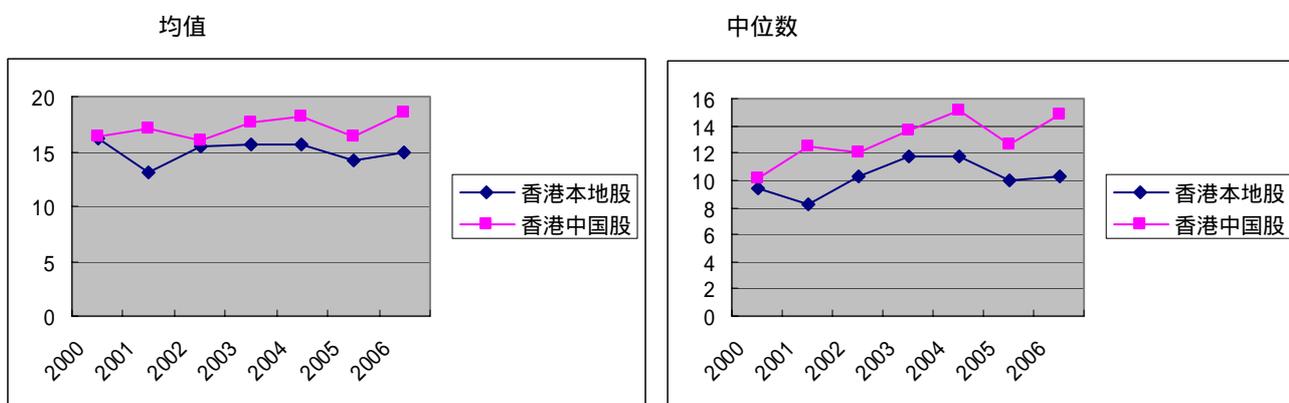
表 13 显示了新加坡中国公司与新加坡本地公司市盈率的比较情况。2000~2006 年在新加坡上市的中国公司的市盈率均值为 12.59 倍，低于新加坡本地的上市公司市盈率均值 18.65 倍。均值和中位数检验均在 1% 的水平上显著。

(二) 绝对市盈率演变趋势比较

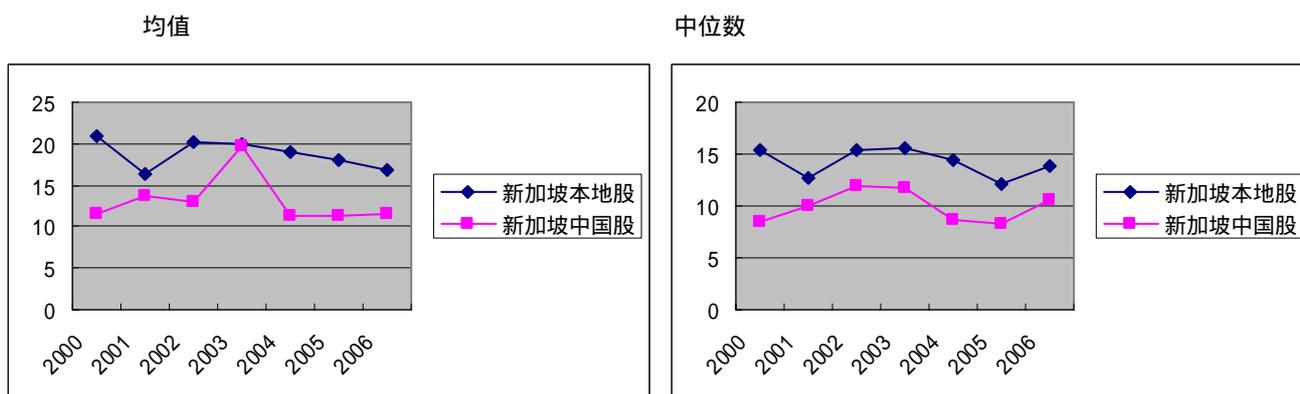
本部分将分年度分析香港和新加坡两个市场的本地公司与中国公司的市盈率演变情况。以检验在上一部分之中的结论 1：香港中国公司市盈率高于香港本地公司；和结论 2：新加坡中国公司市盈率低于新加坡本地公司是否稳定与持续。

图 6：海外市场中国公司与本地公司的绝对市盈率演变趋势

A 部分：香港本地公司与香港中国公司



B 部分：新加坡本地公司与新加坡中国公司



由上图得知，分年度两个市场本地公司与中国公司的市盈率变动情况与整体市盈率情况基本一致。虽然在中国境内上市公司市盈率远高于在中国境外上市的公司，然而，境外上市的中国公司和该市场本地公司之间的市盈率差距却并不那么显著。香港上市的中国公司的市盈率甚至持续高于香港本地公司，说明在一定程度上中国公司在香港还受到了一定程度的追捧。而在新加坡市场中即完全不同，在所有年度，新加坡中国公司的市盈率均持续低于新加坡本地公司。这与香港的

情况形成了强烈的反差。本小节的结果说明：香港中国公司市盈率高于香港本地股公司和新加坡中国公司市盈率低于新加坡本地公司的结论持续而稳定。

（三）行业分析

与上文类似，境外本地公司和境外中国公司的市盈率差异也有可能是由于行业分布的不均匀引起。在考虑到这些行业因素之后，境外本地公司和境外中国公司的市盈率差异是否还存在？其程度是否会有变化？本部分主要回答这一问题。

1. 行业调整市盈率

海外上市的中国企业有可能集中在某些优势行业之中，因此，这可能是造成海外中国公司与海外本地公司市盈率存在差异的一个原因。在本部分中，我们将对比香港本地公司/香港中国公司，以及新加坡本地公司/新加坡中国公司的行业分布情况。表 14 显示了在不同行业的海外本地公司和海外中国公司的市盈率、市场调整市盈率以及各行业中两类公司所占比例。

表 14：海外中国公司与本地公司 2006 年行业对比

A 部分：香港

行业	分类	P/E	市场调整 P/E	行业比例
地产建筑业	香港本地股	15.58	1.35	9.27%
	香港中国股	15.51	1.34	1.53%
电讯业	香港本地股	25.73	2.23	0.87%
	香港中国股	13.40	1.16	0.44%
服务业	香港本地股	18.93	1.64	10.69%
	香港中国股	16.71	1.45	3.27%
工业制品业	香港本地股	12.31	1.06	14.50%
	香港中国股	21.46	1.86	4.14%
公用事业	香港本地股	12.27	1.06	0.98%
	香港中国股	16.05	1.39	1.09%
金融业	香港本地股	16.37	1.42	8.62%
	香港中国股	22.28	1.93	1.31%
能源业	香港本地股	28.95	2.50	0.55%
	香港中国股	17.62	1.52	1.20%
消费品制造业	香港本地股	15.67	1.36	24.75%
	香港中国股	21.79	1.89	2.07%
资讯科技业	香港本地股	18.68	1.62	5.67%
	香港中国股	24.42	2.11	1.64%
综合企业	香港本地股	15.21	1.32	6.76%
	香港中国股	14.62	1.26	0.65%

B 部分：新加坡

行业	分类	P/E	市场调整 P/E	行业比例
农业	新加坡本地股	13.46	1.01	0.32%
	新加坡中国股	6.01	0.45	0.32%
商业	新加坡本地股	13.11	0.99	19.42%
	新加坡中国股	15.32	1.15	1.62%
制造业	新加坡本地股	16.15	1.22	44.66%
	新加坡中国股	11.52	0.87	9.06%
服务业	新加坡本地股	21.33	1.61	13.27%
	新加坡中国股	14.51	1.09	3.56%

在本文的样本之中，香港的中国企业主要集中在服务业、工业制品业和消费品制造业之中，其比例占有所有香港中国公司的样本总数的 55%。而表 14 表明，工业制品业和消费品制造行业恰恰是香港给中国股溢价较高的行业：工业制品业中，香港中国股的市场调整市盈率为 1.86，而消费品制造业中，香港中国股的市场调整市盈率为 1.89，比对应的香港本地股分别高出 0.80 和 0.47，香港市场确实给予中国优势行业的上市公司以比较高的溢价。而新加坡的中国上市公司主要集中在制造业和服务业之中，其比例占样本总数的 70% 以上，但在新加坡，即使是在这些中国上市公司相对优势的行业中，市场也并没有给出相对本地公司较高的溢价。

那么，究竟海外的中国上市公司与海外的本地公司的市盈率差距是否是由于行业分布的不均衡而造成的呢？为了回答相关问题，我们引入了一个新的指标：行业调整市盈率。其计算方法为：

$$adjP/E_{i,t} = \frac{P/E_{i,t}}{MedP/E_{i,t}}$$

其中， $adjP/E_{i,t}$ 为公司 i 在第 t 年的行业调整市盈率， $P/E_{i,t}$ 为公司 i 第 t 年的市盈率， $MedP/E_{i,t}$ 为公司 i 所在市场该年本行业所有上市公司市盈率的中位数。该指标显示了某公司的市盈率在当地市场同一行业中的排位情况。对比境外上市的公司和境外本地公司的行业调整市盈率可以反映出市场对两类公司的评价³。

³ 我们以一个例子说明引入行业调整市盈率的意义所在。假设，某境外市场的 A 行业有两家中国公司，其市盈率分别为 60，50；有一家本地公司，市盈率为 50。B 行业有一家中国公司，其市盈率为 10，有两家本地公司，市盈率分别为 37，30。那么，中国海外上市公司的绝对市盈率的均值为 40；而本地公司的市盈率均值为 39，中国海外上市公司的绝对市盈率高于本地公司。然而，如果引入行业调整市盈率，计算如下：A 行业市盈率中值为 50，B 行业为 10。则中国公司行业调整市盈率分别为：1.2(60/50)，1 (50/50)，0.3(10/30)；而本

表 15：行业调整市盈率比较（2000~2006 年）

A 部分：香港本地公司与香港中国公司		
adjP/E	香港本地公司	香港中国公司
均值	1.370	1.554
中位数	0.969	1.121
H0：P/E 均值（香港）=P/E 均值（中国）		t=-3.36 p=0.000
H0：P/E 中位数（香港）=P/E 中位数（中国）		z=-8.19 p=0.000
B 部分：新加坡本地公司与新加坡中国公司		
adjP/E	新加坡本地公司	新加坡中国公司
均值	1.322	1.038
中位数	1.007	0.832
H0：P/E 均值（新加坡）=P/E 均值（中国）		t=3.60 p=0.000
H0：P/E 中位数（新加坡）=P/E 中位数（中国）		z=4.84 p=0.000

表 15 的结果说明，香港和新加坡两个市场对中国上市公司的评介显示出了不同。在香港，香港本地上市公司的行业调整市盈率均值（1.370）略低于中国公司（1.556），在 1%的水平上显著，中位数比较也同样是香港本地公司（0.969）低于香港中国公司（1.121），这说明，在剔除了行业分布的影响后，香港市场对中国上市公司给出的评价（表现为市盈率的高低）高于对香港本地公司（均值和中位数在 1%的水平上显著）。而在新加坡，无论是从均值还是从中位数的角度，新加坡对本地公司均给出了明显高于中国公司的市盈率（均值和中位数在 1%的水平上显著）。

2. 行业调整市盈率发展变化趋势分析

表 15 和图 7 进一步证明了上文的判断：在进行行业调整之后发现，香港和新加坡两个市场对待中国海外上市公司的态度是不同的。香港市场没有给中国上市公司以丝毫的歧视，反而给出了一定的溢价。在全部年份香港中国上市公司的表现要强于香港本地公司，而对于新加坡上市的中国公司，新加坡市场给出的评价很低，除 2001 年外，其他年份中国上市公司的行业调整市盈率均低于新加坡的本地公司。

地公司的行业调整市盈率分别为 1(50/50)，1.16(37/30)和 1(30/30)。则，中国上市公司的行业调整市盈率均值为 0.83，低于本地上市公司为 1.05。这是因为中国上市公司更集中地分布在高市盈率的行业中，而行业调整市盈率则可以剔除行业分布对市盈率均值造成的影响。

表 16：分年度的行业调整市盈率比较

A 部分：香港本地公司与香港中国公司

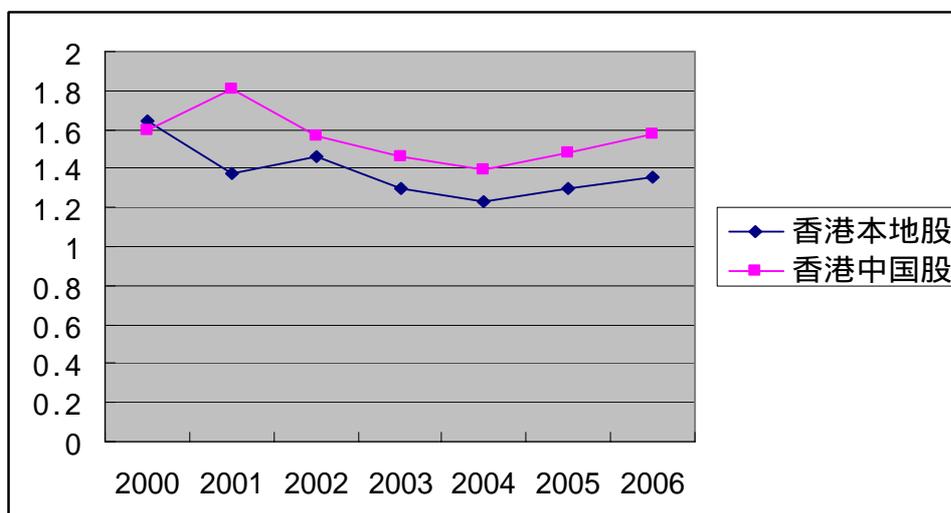
年份	香港本地公司	香港中国公司
2000	1.65	1.60
2001	1.38	1.80
2002	1.46	1.57
2003	1.30	1.46
2004	1.23	1.39
2005	1.30	1.48
2006	1.35	1.58

B 部分：新加坡本地公司与新加坡中国公司

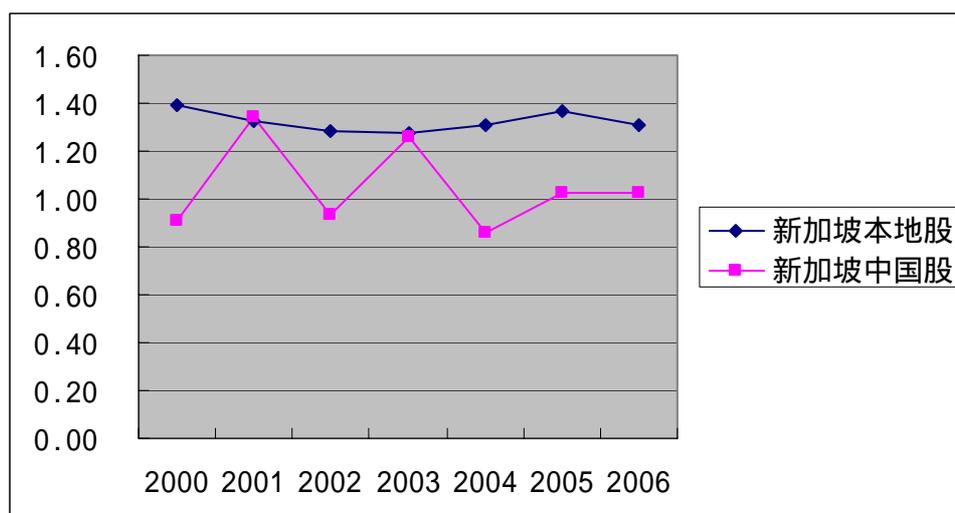
年份	新加坡本地公司	新加坡中国公司
2000	1.39	0.91
2001	1.32	1.34
2002	1.28	0.94
2003	1.28	1.26
2004	1.30	0.85
2005	1.36	1.02
2006	1.31	1.02

图 7：分年度的行业调整市盈率比较

A 部分：香港本地公司与香港中国公司



B 部分：新加坡本地公司与新加坡中国公司



(四) 回归分析

为了同时控制年度、公司所在行业、公司规模和公司盈利能力对市盈率水平的潜在影响，本部分引入回归分析来分别比较香港本地公司与香港中国公司，以及新加坡本地公司与新加坡中国公司的市盈率水平。

1. 香港本地公司与香港中国公司

本部分引入下列的回归方程，以同时控制行业效应、规模效应以及盈利效应。

$$P/E_{i,t} = a + b * cndummy_i + c * TA_{i,t} + d * IndMed_{i,t} + e * roa_{i,t} + \varepsilon \quad (5)$$

其中， $P/E_{i,t}$ 为公司 i 在第 t 年的 P/E 值， $cndummy$ 为中国公司虚拟变量，对于香港上市的中国公司， $hkdummy$ 取值为 1，对于香港本地的公司为 0。TA 为公司资产规模， $indMed$ 为公司所在行业当年的市盈率中位数。回归结果参见表 17 的 A 部分。

2. 新加坡本地公司与新加坡中国公司

本部分同样引入下列的回归方程以同时控制行业效应、规模效应与盈利效应。

$$P/E_{i,t} = a + b * cndummy_i + c * TA_{i,t} + d * IndMed_{i,t} + e * roa_{i,t} + \varepsilon \quad (6)$$

其中， $P/E_{i,t}$ 为公司 i 在第 t 年的 P/E 值， $cndummy$ 为中国公司虚拟变量，对于新加坡上市的中国公司， $cndummy$ 取值为 1，对于新加坡本地的公司为 0。TA

为公司资产规模, indMed 为公司所在行业当年的市盈率中值。回归结果参见表 17 的 B 部分。

表 17：回归分析

A 部分：香港本地公司与香港中国公司			
	系数	t 值	P>t
b	2.263	4.15	0.000
c (10 ⁻¹¹)	-0.391	-0.02	0.981
d	0.767	7.46	0.000
e	-0.004	-1.80	0.072
a	6.256	5.40	0.000
B 部分：新加坡本地公司与新加坡中国公司			
	系数	t 值	P>t
b	-3.528	-2.47	0.014
c (10 ⁻¹¹)	-3.870	-1.67	0.094
d	-0.947	-4.74	0.000
e	0.927	13.21	0.000
a	6.384	5.78	0.000

注：本表中 t 值均已经 White-heteroskadasticity 调整

表 17 的结果显示，在控制了行业、规模与盈利的影响之后，香港的中国上市公司仍然表现出了显著（1%）高出本地公司的市盈率约 2.26 倍；而新加坡的中国上市公司的市盈率要低于新加坡本地公司（在 5% 的水平上显著）3.53 倍。

本小节比较了海外本地股与海外中国股的表现。实证发现，香港和新加坡两个海外市场给予了中国上市公司以不同的评价。从市盈率角度评价，香港上市的中国公司表现持续优于香港本地公司，而新加坡的中国公司则持续劣于新加坡本地公司。

五、A-H 股公司市盈率对比分析

A-H 股跨境上市为我们研究中国企业海外上市与国内上市提供了一个最直接的天然试验组（natural experiment）。分析 A-H 股对应的市盈率会对两个市场对同一家公司给出的评价做出最直接的比较。由于 A 股与 S 股同时上市的公司只有一家，因此，只能选用 A-H 股公司作为研究对象。为了和上文保持一致，所选择的研究对象为截止 2006 年末同时在上海和香港上市超过一个月的 A-H 公司共 29

家。样本公司见表 18。

表 18：样本 A-H 跨境上市公司

公司名称	国内代码	香港代码	公司名称	国内代码	香港代码
华能国际	600011	902	广船国际	600685	317
皖通高速	600012	995	上海石化	600688	338
中海发展	600026	1138	南京熊猫	600775	553
华电国际	600027	1071	交大科技	600806	300
中国石化	600028	386	马钢股份	600808	323
南方航空	600029	1055	北人印刷	600860	187
招商银行	600036	3968	仪征化纤	600871	1033
东方航空	600115	670	创业环保	600874	1065
兖州煤业	600188	1171	东方电机	600875	1072
广州药业	600332	874	洛阳玻璃	600876	1108
江西铜业	600362	358	中国国航	601111	753
宁沪高速	600377	177	广深铁路	601333	525
深圳高速	600548	548	北辰实业	601588	588
海螺水泥	600585	914	中国银行	601988	3988
青岛啤酒	600600	168			

(一) 绝对市盈率比较

本部分首先进行 A 股公司与相对应的 H 股公司的绝对市盈率比较。

表 19：A 股及 H 股 P/E 年度对照

年度	A 股 P/E	H 股 P/E	差额	均值检验(p 值)	中值检验(p 值)
2000	64.33	12.34	51.99	7.48(0.000)	3.30(0.001)
2001	63.23	13.44	49.79	12.02(0.000)	4.28(0.000)
2002	53.05	19.16	33.89	8.62(0.000)	4.60(0.000)
2003	45.69	16.79	28.90	11.58(0.000)	4.94(0.000)
2004	42.96	17.67	25.28	11.52(0.000)	5.37(0.000)
2005	29.03	15.43	13.60	5.94(0.000)	5.18(0.000)
2006	33.34	21.06	11.43	5.08(0.000)	4.94(0.000)

注：由于 A 股与 H 股的一一对应关系，在本表中的均值检验采用了 paired t-test，而中位数检验采取了 Wilcoxon signrank test。

由表 19 可见，对于绝对市盈率来说，在 2000~2006 年之中，A-H 股的 P/E 始终保持着—个较高的差距。A 股 P/E 始终高于相对应的 H 股。无论是计算均值还是中位数都差异显著。但同时，A 股相对于 H 股的溢价也呈现出逐步下降的趋势。市盈率差额由 2000 年的 51.99 倍降至 2006 年的 11.43 倍。

(二) 行业分析

表 20 显示了 A-H 股的行业分布。由表 20 发现,在所有 29 家 A-H 股公司之中,有 11 家公司属于两个市场的工业类行业,而行业的市盈率上海远较香港市场为高。可见,行业分布也是使得 A-H 公司之所以呈现出 A 股市盈率持续高于对应 H 股的市盈率的可能原因之一。

表 20 : A-H 跨境上市公司行业分布

行业	公司家数	比例
能源	2	6.90%
材料	6	20.69%
工业	11	37.93%
消费	2	6.90%
金融	4	13.79%
信息技术类	1	3.45%
公用事业	3	10.34%

(三) A-H 股市盈率的互动关系

A-H 两地上市的股票是否提升了其各自在 A 股和 H 股市场的估值?为了回答这个问题,以下比较国内市场 A-H 股市盈率与其他非 A-H 股的 A 股市盈率,同时比较香港市场 A-H 股市盈率与其他非 A-H 股的 H 股市盈率,观察其是否有显著区别。

表 21 : A-H 股市盈率与其他 A (H) 股市盈率比较

A 部分:上海

年度	A-H 股市盈率	其他 A 股市盈率	t 值	z 值
2000~2006	41.78	46.37	-2.32 (0.020)	-2.45(0.014)
2000	64.32	59.00	0.70(0.486)	0.54(0.589)
2001	59.94	61.25	-0.23(0.820)	-0.11(0.913)
2002	50.63	53.20	-0.53(0.595)	-0.55(0.584)
2003	43.93	48.00	-0.88(0.381)	-0.68(0.492)
2004	41.51	42.99	-0.35(0.723)	-0.20(0.845)
2005	28.12	34.06	-1.43(0.152)	-1.87(0.062)
2006	32.54	36.83	-1.06(0.291)	-1.23(0.218)

B 部分：香港

年度	A-H 股市盈 率	其他 H 股 市盈率	t 值	z 值
2000~2006	17.65	14.96	3.76(0.000)	7.81(0.000)
2000	15.92	15.40	0.23(0.818)	0.03(0.979)
2001	15.93	13.32	1.38(0.167)	3.43(0.001)
2002	18.58	15.02	1.70(0.089)	3.09(0.002)
2003	18.96	15.37	1.91(0.056)	4.18(0.000)
2004	18.98	15.59	1.92(0.056)	3.60(0.000)
2005	15.01	14.50	0.31(0.755)	3.12(0.002)
2006	20.54	15.37	2.77(0.006)	4.69(0.000)

注：本表剔除市盈率高于 100 的样本。A 部分是 A-H 股与非 A-H 的其他所有上海 A 股的比较，B 部分是 A-H 股与其他 H 股的比较。t 值是根据 unpaired t-test 对均值进行检验，而 z 值是根据 Wilcoxon ranksum test 对中位数进行检验。括号中数字为相对应的 p 值。

表 22：A-H 股市盈率与其他 A (H) 股市盈率比较-回归分析

A 部分：上海

	AH dummy 系数	t 值	p 值
2000~2006	-2.04	-1.09	0.275
2000	7.97	0.87	0.383
2001	5.55	0.83	0.407
2002	3.30	0.64	0.525
2003	0.63	0.17	0.866
2004	3.34	0.99	0.324
2005	-1.71	-0.49	0.622
2006	4.55	1.43	0.152

B 部分：香港

	AH dummy 系数	t 值	p 值
2000~2006	3.03	4.60	0.000
2000	2.21	0.91	0.362
2001	3.37	1.75	0.080
2002	3.96	1.78	0.075
2003	4.51	2.78	0.006
2004	1.83	1.42	0.156
2005	0.13	0.14	0.891
2006	5.23	3.04	0.002

$$P/E_{i,t} = a + b * AHdummy_i + c * TA_{i,t} + d * IndMed_{i,t} + e * roa_{i,t} + \varepsilon \quad (7)$$

其中， $P/E_{i,t}$ 为公司 i 在第 t 年的 P/E 值， $AHdummy$ 为两地上市虚拟变量，对

于 A-H 公司，*AHdummy* 取值为 1，对于其他 A 股或 H 股公司为 0。TA 为公司资产规模，*indMed* 为公司所在行业当年的市盈率中值。回归结果参见表 19 的 A 部分。

实证发现，在上海市场，用 2000~2006 年全部数据 (pooled data) 来衡量，A-H 股的市盈率要显著低于其他 A 股股票的市盈率，对于分年度数据而言，A-H 股市盈率在除 2005 年外的其他年份均低于非 A-H 股，但其差距并不显著。回归分析说明，在控制了行业、规模和盈利能力的影响之后，*AHdummy* 仍然均不显著。说明在国内股市中，没有证据证明 A-H 股的形式提升 A 股估值。

然而，在香港市场中，A-H 股与其他 H 股的 P/E 值有显著区别。用 2000~2006 年全部数据统计，A-H 股市盈率均值与中位数均显著高于其他 H 股。用分年度的数据统计结果也高度一致：特别是用中位数来估计，在多数年份中，A-H 股市盈率显著高于其他 H 股市盈率。回归分析同样证明了这一点。这一结果说明，至少在香港市场中，A-H 股的形式在一定程度上提高了 H 股上市公司的估值；在上海市场中，这一现象并不显著存在。

六、结论

1、中国上市公司在境内市场的市盈率在绝对数量上高于境外市场，显示出中国上市公司在本国市场存在“本土溢价”，相对于本土上市，海外市场没有显示出提升中国企业股票估值和降低资本成本的效果。上海和深圳 A 股市盈率在 2000 年到 2005 年存在一个回归的过程，2006 年重新反弹。行业分析显示，相对于上海和香港公司，中小板和新加坡的市盈率差异更少地是由行业分布引起。在 2000~2006 年间，上海 A 股的平均市盈率为 46.24 倍，在 1% 的水平上高于香港的中国公司市盈率 (17.24 倍)；深圳中小板企业的平均市盈率为 33.94 倍，在 1% 显著水平上高于新加坡上市的中国公司市盈率 (12.59 倍)。分年度的回归分析和进一步证明了这一点。

2、中国上市公司在香港市场的绝对市盈率高高于香港本地上市公司，显示香港投资者对中国企业的“本土偏好”，中国企业在香港上市的估值高于香港本地上市公司，其资本成本低于香港本地上市公司。行业分析显示，在香港市场，中国上市

公司的行业调整市盈率均值 (1.559) 和中位数 (1.121) 均高于香港本地上市公司 (均值和中位数分别为 1.370 和 0.969), 其差距在 1% 的水平上显著。即使是在进一步控制住规模、行业、盈利能力等可能的影响之后, 这一差距仍在 1% 的水平上显著。香港市场对中国上市公司的估值具有较好的持续性, 除 2000 年外, 2001-2006 年均给予中国公司估值溢价。

3、新加坡市场给予中国上市公司的绝对市盈率显著低于新加坡本地上市公司, 显示新加坡市场对本地企业的“本土偏好”, 中国企业在新加坡上市的估值低于新加坡本土上市公司, 其资本成本高于新加坡本土上市公司。行业分析显示, 在新加坡市场, 无论是从均值还是从中位数的角度, 新加坡对本地公司 (均值 1.322, 中位数 1.007) 均给出了明显高于中国公司的行业调整市盈率 (均值 1.038, 中位数 0.832), 在 1% 的统计水平上显著。在进一步控制住规模、行业、盈利能力可能带来的影响后, 二者的差距仍在 1% 的水平上显著。分年度的结果表明, 新加坡市场对中国上市公司的估价表现为持续低估。

4、在上海市场中, A-H 两地上市的公司市盈率并不显著区别于其他 A 股公司, A-H 股较其他 A 股的市盈率低 2.04 倍, 但在统计上不显著; 而在香港市场中, A-H 两地上市公司的市盈率高于其他 H 股 3.03 倍, 在 1% 的水平上显著。没有证据证明 A-H 跨境上市的股票显著影响其 A 股估值, 但 A-H 两地上市在一定程度上提升了 H 股的估值。

综上所述, 本文的立足点在于尽量客观地比较国内上市公司、香港、新加坡两地海外上市的中国公司以及当地的本土公司的市盈率情况。但对上述实证结果如何解读同样是一项复杂的工作。需要注意的问题包括:

1、本文的实证结果发现, 没有证据表明中国企业海外上市提升企业股票估值和降低企业资本成本。文章所观察到的是: 中国企业在国内市场存在“本土溢价”。当然, 这种“本土溢价”的形成有中国严格限制本国投资者进行跨境投资的因素, 从而使本国投资者被动投资于本国股票, 也有本国投资者出于减少信息不对称的动机而投资本国企业的因素。至于这些因素影响程度如何, 哪些是主要因素, 需要通过进一步研究。

2、比较香港和新加坡两个市场, 在没有跨境投资限制的情况下, 香港市场对中国企业存在“本土偏好”, 而新加坡市场对非中国企业估值较高, 在一定程度上说明了“地理毗邻”、“经济一体”、“文化相似”的本土偏好效应。但是香港市场给予中

国上市公司明显高于本地上市公司的较高估值，其背后的决定因素值得进一步研究。

3、既然中国企业海外上市并不是为了追求估值提升和降低资本成本，究竟是哪些因素起到决定性作用，如何计量，这是本文没有解决的问题，也是今后进一步研究的方向。可能的研究题目包括：境内外上市的中国公司治理结构比较，境内外上市的中国公司价格发现水平比较等等。

参 考 文 献

- 王一萱等, 2005, 《中国企业海外上市研究》深圳证券交易所深证综内字 0001 号
《中国企业海外市场 IPO 报告》(2004、2005、2006), 北京清科信息咨询有限公司
- Adler, M. and B. Dumas, 1983, Internantional Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis, *Journal of Finance*, 38, 925-984
- Alexander, G., C. Eun and S. Janakiramanan, 1987, Asset pricing and Dual Listing on Foreign Capital Markets: A Note, *Journal of Finance* 42, 151-158
- Alexander, G., C. Eun and S. Janakiramanan, 1988, International Listing and Stock Returns: Some Empirical Evidence, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 23, 135-151
- Black, F., 1974, International Capital Market Equilibrium with Investment Barriers, *Journal of Financial Economics*, 1, 337-352
- Brainard, S. L., 1997, An Empirical Assessment of the Proximity-Concertration Trade-Off Between Multinational Seals and Trade, *American Economic Review*, 87, 520-544
- Burns, N., 2003, The Role of Cross-Listed Stock as an Acquisition Currency: Evidence from Takeovers of US Firms, *Ohio State Univ. Working Paper*
- Coval, J., and T. Moskowitz, 1999, Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios, *Journal of Finance*, 54, 2045-2073
- Dahlquist M., and G. Robertsson, 2001, Direct Foreign Ownership, Institutional Investors and Firm Chaaracteristics, *Journal of Financial Economics*, 59, 413-440
- Doidge, C., A. Karolyi, and R. Stulz, 2004, Why are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More? *Journal of Financial Economics*, Vol 71 205-238
- Errunza, V., and E. Losq, 1985, Internantional Asset Pricing Under Mild Segmentation: Theory and Tests, *Journal of Finance*, 40, 105-124
- Foerster, S., and G.A. Karolyi, 1996, The Effects of Market Segmentation and Illiquidity on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the U.S., *Ohio State Univ. Working Paper*
- Grinblatt, M., and M. Keloharju, 2001, Distance, Language, and Culture Bias: The Role of Investor Sophistication, *Journal of Finance*, 56, 1053-1073

- Jayaraman, N. , K. Shastri and K. Tandon, 1993, The Impact of Internantional Cross Listings on Risk and Return: Evidence from American Depositary Receipts, *Journal of Banking and Finance* 17, 91-103
- Ji, G., 2005, Cross-Listing and Firm value: Corporate Governance or Market Segmentation, *Bank of Finland Working Paper*
- Kang, J. K. and R. Stulz, 1997, Why is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan, *Journal of Financial Economics*, 46, 3-28
- Karolyi, G. A., 1998, Why do Companies List Shares Abroad? A Survey of the Evidence and its Managerial Implications, *Financial Markets, Institutions and Instruments* 7, 1-60
- Karolyi, A, 2005, The World of Cross-Listing and Cross-Listings of the World: Challenging Conventional Wisdom, *Working Paper*
- King, M. and D. Segal, 2004, International Cross-Listing and the Bonding Hypothesis, *The Bank of Canada Working Paper*
- Ko, K., I. Lee and K. Yun, 1997, Foreign Listings, Firm Value and Volatility: The Case of Japanese Firms Listing on the U.S. Stock Markets, *Japan and the World Economy* 9,57-69
- Lel, U. and D. Miller, 2006, International cross-listing, firm performance and top management turnover: a test of the bonding hypothesis, *Internatinal Finance Discussion Papers* 877.
- Logue, Dennis , and Anat Sundaram, 1996, Valuation effects of Foreign Company Listings on U.S. Exchanges, *Journal of International Business Studies* 27, 67-88
- Rothman, M., 1995, The International Dual-listing of Stocks and Tests of Capital Market Segmentation, *Univ. of Chicago Working Paper*
- Sarkissian S., and M. Schill, 2004, The Overseas Listing Decision: New Evidence of Proximity Preference, *Review of Financial Studies*, 17, 769-809
- Staplenton R. and M. Subrahmanyam, 1977, Market Imperfections, Capital Market Equilibrium and Corporate Finance, *Journal of Finance* 32,307-319
- Stulz, R., 1981, On the Effects of Barriers to Internantional Asset Pricing, *Journal of Finance*, 25,783-794
- Stulz, R. M., 1999, Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital, Prepared for the SBF/NYSE Conference on Global Equity Markets
- Tolmunen, P., and Sami Torstila, 2005, Cross-Listings and M&A Activity: Transaction Evidence,

Financial Management, 34, 123-142

Urias, M., 1994, The Impact of Security Cross-Listing on the Cost of Capital in Emerging Markets,
Stanford Univ. Working Paper

Varela O. and S. Lee, 1993, International Listings, the Security market Line and Capital Market
Integration: The Case of U.S. listing on the London Stock Exchange, *Journal of Business
Finance and Accounting* 20, 843-863

Zhou, C., and M. Schill, 2000, Currency Risk and International Asset Pricing, *Beijing University
and University of Virginia Working Paper*

内部报告 仅供参考
版权所有 侵权必究

本报告仅代表个人意见，不代表所在单位观点。

地址：深圳市福田区红荔西路 203 栋

电话：0755-83203511

传真：0755-83203431

邮编：518028
