

## 股票市场分割及其消除：理论综述与方案探讨

刘 昕

(南开大学 国际商学院, 天津 300071)

**摘 要:** 市场分割是每一个国家的股票市场都会面临的现象, 包括联系紧密的发达股票市场之间也必然存在市场分割的情况, 不同股票市场双重上市公司的各种股票市场表现<sup>①</sup>是诠释股票市场分割的最好工具。本文通过对相关领域的理论综述, 探求股票市场分割研究的新进展及其在中国的适用性。

**关键词:** 股票市场分割; 双重上市公司; 消除

**中图分类号:** F803.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2002)06-0025-08

### 一、概述

所谓市场分割就是市场间的流通障碍和差异及其导致的同质产品在不同市场的各种差异。人们最初认识市场分割是在产品市场上, 产品在各市场间的流通障碍形成了产品市场分割, 市场分割反过来导致同质产品在不同市场的差异。随着国家间资本项目往来的加剧增长, 人们发现国际资本流动也会遭遇各种各样的障碍, 如交易成本、信息成本、法律限制等, 这些障碍导致了国家间资本市场的分割。资本市场分割首先带来的是企业融资渠道的局限, 这促使企业采取一些可以有效减少与资本市场分割相关的负效应的融资策略。企业证券在国外市场上双重上市就是策略之一 (Stapleton and Subrahmanyam, 1977)。但是采取这些融资政策, 会带来资产价格的重新调整以及一系列相关的问题, 即出现双重上市公司在不同分割市场上市的股票价格违背一价原则的现象以及分割市场的回报与风险也表现出不同的变化规律。这些问题是传统的经济、财务理论所不能解释的。

资本市场分割所带来的弊端是显而易见的。首先, 它减少了国外投资者通过分散化投资组合所带来的好处, 导致投资者福利降低<sup>②</sup>。其次, 它抑制了国内投资者的投资渠道, 影响了企业的发展。最后, 由于阻碍了国际投资, 也必然推迟国际化的进程, 抑制一国经济的发展。当然, 我们所说的弊端是笼统的概念, 市场分割给各市场带来的具体影响是多方面的, 需要细致的分析。随着各国市场的国际化或者国际市场的一体化, 市场分割现象应该会逐渐减弱, 各种经济组织和经济联盟的建立标志着产品市场和货币市场已开始走向整合。但资本市场的整合比较滞后, 这是因为资本项目对一国经济的冲击较大, 各国都需慎重考虑。目前许多证券交易所都在商讨联合的战略, 这是世界资本市场整合的开端。

研究资本市场分割可以从三个方面进行: 首先是导致市场分割缺陷的原因以及市场分割的检验; 其次是市场分割给各市场的投资所带来的影响; 最后是市场分割的消除。早在 1970 年代

收稿日期: 2002-03-18

作者简介: 刘 昕(1975—), 男, 湖南长沙人, 南开大学国际商学院博士生。

就有经济与财务学家在研究国际资本市场结构和国际投资的时候提出资本市场分割的问题<sup>③</sup>。研究表明资本市场的分割主要体现在股票市场上,因为股票市场是资本市场最重要的部分,而且最容易得到检验。

## 二、相关领域理论背景与研究成果

从狭义来看,股票市场分割是仅仅由股票的投资限制(investment barriers)或所有权限制(ownership restriction)以及股票市场间的物理差异所造成的。这种市场分割我们把它称为“硬分割”。股票市场的投资限制有多种形式,但最主要有:(1)本国政府限制外国投资者进入本国资本市场;(2)限制本国投资者进入国外证券市场;(3)限制外国投资者持有本国企业证券的比例。其它还包括限制外国投资者将资本和红利输出国外的自由度,等等。在资本市场分割的研究之初,所有的理论经济模型都建立在投资限制造成的硬分割基础上。按照前两种投资限制程度的不同,硬分割又分为三种状态:处于两个极端的完全分割、完全整合与处于中间状态的温和分割(mild segmentation)或部分分割(partially segmentation)。Errunza 和 Losq(1985)最早完整地提出这三种分割的状态,并在三种状态连续的市场基础上,建立了温和分割下的均衡模型。在他们之前也有许多论文建立市场分割的均衡模型,但都没有像他们那样做出连续市场结构的分析。如在经常被引用的 Adler 和 Dumas(1975)的论文中没有指出既不是完全分割又不是完全整合的市场风险与回报的均衡关系。而 Stulz(1981)在他的具有进入障碍的国际资产定价(international asset pricing with barriers to entry)模型中则没有涉及一种特殊类型的资产,即那些能够被各分割市场上所有类型投资者交易的资产。Errunza 和 Losq 所谓的温和分割指的是外国投资者能够无限制地进入一国的国内证券市场,但国内投资者却完全排斥于外国证券市场之外。这与国际市场的通常情况比较相符。许多相对缺乏资本,处于发展早期的新兴证券市场如墨西哥、韩国、澳大利亚,允许一部分的国内证券在外国证券市场上市,或允许国外市场的特殊证券投资基金<sup>④</sup>

表 1 不同国家外资所有权限制情况表

| 国家    | 外资所有权限制                                    |
|-------|--|
| 澳大利亚  | 银行 10%,广播 20%,铀矿采掘 25%,新兴矿业 50%            |
| 缅甸    | 不允许投资                                      |
| 加拿大   | 广播 20%,银行与保险公司 25%                         |
| 芬兰    | 限制于 20%                                    |
| 法国    | 限制于 20%                                    |
| 印度    | 最高为 49%                                    |
| 印度尼西亚 | 最高为 49%                                    |
| 日本    | 11 个主要企业最高 20%—25%,获取一个企业 10%的股票需要得到大藏省的批准 |
| 韩国    | 允许国外投资者投资的主要企业最高为 15%                      |
| 马来西亚  | 银行 20%,自然资源 30%,其他企业最高 70%                 |
| 墨西哥   | 最高 49%                                     |
| 荷兰    | 对上市的证券没有限制,如果投资非上市公司需要特别批准                 |
| 挪威    | 银行 10%,工业或石油 20%,船舶产业 50%,水果、造纸、矿业 0%      |
| 西班牙   | 最高 50%,公共信息和国防不允许投资                        |
| 瑞士    | 20%有投票权的股份,40%的总股份                         |

资料来源:C. S. Eun and Janakiramanan, "A Model of International Asset Pricing With a Constraint on the Foreign Equity Ownership." Journal of Finance, Vol. XLI, No. 4. (March 1986), 897—914.

投资这些证券,但同时不允许本国居民投资外国证券。此外,第三种硬分割形式是所谓的“ $\delta$ 约束”,即限制一个国外投资者所能投资国内企业或国内投资者所能投资外国企业的证券最高比例。“ $\delta$ ”是国内或国外企业的流通股数,它也是常见的硬分割形式。Eun 和 Janakiramanan (1986)推导了一个在“ $\delta$ 约束”下,即为国内投资者投置了国外证券最高投资比例情况下的封闭形式估值模型。这种资本控制的例子可以在芬兰、印度尼西亚、马来西亚、墨西哥、菲律宾、新加坡、泰国等的股票市场上找到。当然,投资限制的各种形式有可能同时出现在一个国家的股票市场上。

在早期建立的一系列模型基础上,1980年代以后,对市场分割的研究有以下三个发展趋势:一是经济学家和财务学家研究的重点开始放在实证方面。用建立的模型实证检验各国市场间的分割程度和分割特点。二是理论和实证研究的主体都放在双重上市公司的股票上,因为双重上市公司的股票在分割市场上的价格、回报和风险特征是股票市场分割的直接体现。除此之外研究的主体还包括各种能在不同市场融资的权益工具,如 ADR、GDR 等,它们的实质与股票相同。三是经济和财务学家在对双重上市公司价格差异的实证过程中发现了许多硬分割以外的分割因素,这些因素并不是分割市场间的法律、制度、政策、成本等物理障碍,而是一些由主观因素所导致的市场障碍和差异,如市场间的信息不对称、流动性差异、投资者偏好和心理的差异等,我们把这些因素称为“软分割”。根据这三个发展趋势特征,我们可以沿着两条线索来捕捉股票市场分割现状及其整合趋势的理论和实践脉络。一是看学者用什么因素和怎样用这些因素解释市场分割现象;二是看他们用这些因素解释哪种分割现象,用哪种指标表现,这些指标包括价格、回报和风险。对于第二条线索只是一个方法问题,我们前面已经介绍过,早期的研究多注重“硬分割”因素,即投资限制、资本控制和成本的影响,而影响的指标往往是双重上市公司的股票价格。研究重点转入实证后,发现的影响因素越来越多,研究的指标也开始多样化,但主要的还是股票价格。这是因为:首先股票价格是均衡或定价模型的当然指标,符合传统的经济分析习惯;其次,价格是最容易观察的指标,不含有经过处理的衍生信息。如 Domowitz, Glen 和 Mahavan(1997)研究了墨西哥股票市场上由所有权限制所导致的市场分割与股票价格的关系。实际上,我们关注的是第一条线索,即哪些因素对分割市场上股票价格的变化产生贡献?贡献几何?在这一方面许多人作出了自己的贡献。Hietalalal(1989)认为  $\beta$  风险的差异可以解释芬兰市场上双重上市公司国外上市证券相对国内上市证券的溢价<sup>⑤</sup>。Stulze 和 Wasserfallen(1995)认为两类股份的需求弹性是造成溢价的原因。Chuhan(1994)的调查发现,流动性问题和有限信息是投资于新兴市场的两个关键瓶颈<sup>⑥</sup>。Nishiotis(1997)也发现流动性因素和信息因素对封闭式国家基金的溢价有解释作用。Bailey 和 Jagtiani(1994)认为,外国投资者与国内投资者的信息不对称,对于外国投资者来说,获取大企业的信息相对于小企业更容易,因此,外国投资者更愿意支付较高的溢价投资大企业。同时他还发现相对无流动性的股票有较高的期望回报,并因此定价较低,以补偿投资者所增加的投资成本。这是分割市场上的股票产生价格差异的原因之一。Domowitz(1997)提供的证据表明,对汇率风险的高厌恶度意味着较少的外国投资,也因此有较低的溢价。

总之,导致市场分割从而产生双重上市证券在分割市场价格差异的因素很多,但什么是主要的因素?这些因素对差异的贡献几何?如何通过改变这些因素消除差异,从而整合市场?这些都是值得研究的问题。

### 三、中国相关问题的研究与成果综述——中国股票市场的“疑惑”

1960年代以来,众多新兴资本市场的建立与发展,给国际资本市场注入了新的力量,也增加了资本市场分割的复杂性。特别是1990年代初建立并迅速发展起来的中国股票市场,由于其特有的股权结构、市场结构和投资者结构,使得对资本市场分割的研究由过去关注国家间关系又重

新回归到纯粹的市场关系上来,因为,在中国国内就存在着至少三个分割的股票市场 A、B、H 股市场。由于中国的资本市场是一个相对封闭的市场,资本项目目前还不能自由流通,所以 B 股市场和 H 股市场就是中国公司利用股票融通外资和国外投资者利用股票投资中国市场的主要渠道。相对于世界上其他国家的股票市场分割来说,中国的股票市场分割无论从现象上还是理论解释上都有其独有的特征:

首先,中国股票市场的结构独特,在中国境内就有三个分割意义上的独立市场,三个市场间有严格的投资限制。A 股市场的证券只允许中国居民用人民币购买,不允许国外投资者介入。B、H 股市场只供外国投资者交易,不允许国内投资者介入。但 2001 年初 B 股已部分对国内投资者开放。开放之前,A、B 股市场之间,A、H 股市场之间是完全分割的关系;开放之后,A、B 股市场之间是部分分割的关系。这使得中国市场充满了理论与实证研究的魅力。

其次,中国 A、B、H 股分割市场上双重上市公司的股票价格、回报、风险呈现出与国际上其他分割市场截然不同的特征与变化趋势。我们注意到,在其他分割市场上,国内市场股票价格通常比国外市场股票价格低,即出现“溢价”现象。但在中国市场上,外资股市场上股票价格比相同公司国内 A 股市场上的价格要低,即出现“折价”现象。而回报与风险的特征与变化规律也与其他分割市场不同。Bailey(1994)早在中国股票市场建立之初就发现了 B 股相对于 A 股折价交易的现象。Fernald 和 Rogers(1998)更直接地提出同一上市公司的 A、B 股价格差异有悖于通常的理论模型和其他分割市场的状况是一个“中国股票市场的难题”。

最后,与其他分割市场不同的另一个特征是对中国特殊市场分割现象影响因素的解释。大多数研究者都认为,中国的现象难以解释<sup>①</sup>,但他们还是对此提出了自己的看法。Bailey(1994)把它归因于中国投资者缺乏投资替代品。Ma(1996)发现 B 股的折价与国内的  $\beta$  正相关。这意味着中国投资者缺乏理性,追求风险。Fernald 和 Rogers(1998)用传统的红利折现模型分析这一现象,认为中外投资者之间的期望回报差异是主要的因素。Su 和 Tong(1999)则把 H 股和红筹股纳入分析范围,认为解释的重点在于中国市场上外资股的特殊地位。H、B、红筹股市场的相互影响是折价的主要因素之一。他们还找到了中国投资者具有投机性的证据,这也对折价现象有解释力。以上各因素仅仅是一部分,也许还有更多更重要的因素等待我们去发掘。

表 2 外资股折价因素分析表

|             | 因素 <sup>®</sup> | 假设 <sup>®</sup> | 原因设想   | 解释变量                          |
|-------------|-----------------|-----------------|--|-------------------------------|
| 硬<br>分<br>割 | 投资限制            | +               | 投资限制越大,有效需求越少,价格越低   |                               |
|             | 相对成本            | +               | 成本越大需求越少价格越低   | 税收、交易成本                       |
| 软<br>分<br>割 | 相对信息不对称程度       | +               | 外国投资者信息不足,要求较高的信息不对称补偿,因此价格较低                              | 规模变量,如股本,注册资金等。信息变量,如媒体曝光次数等。 |
|             | 相对流动性           | -               | 外资股市场流动性低,要求较高流动性溢价,因此价格较低                                 | 流通股数、交易量                      |
|             | 投资者相对投机程度       | -               | 国外投资者相对理性,价格泡沫较少   | 价格波动性                         |
|             | 汇率风险(人民币贬值预期)   | +               | 人民币贬值预期越大外国投资者预期损失越大,折价越大                                  | 远期汇率                          |
|             | 相对需求弹性          | -               | 国外投资者对中国股票有相对弹性的需求,而国内投资者对中国股票的需求弹性小,企业可以对中国投资者实施价格歧视,价格较高 | 替代品数量(B 股的替代品是 H 股和红筹股)       |
|             | 地域偏好            |                 | B、H 市场中国外投资者可能偏好于 H  |                               |
|             | 相对系统风险          | +               | 市场的系统风险越大要求的风险溢价越高,价格越低                                    | $\beta$                       |

从以上的分析中我们可以看到,无论是对股票市场分割本身的研究,还是对中国股票市场特殊分割状况的研究,都有许多尚待解决的问题值得深入地分析。更值得重视的是,中国已正式成为 WTO 的一员,面对严格的国际约束,中国市场的开放迫在眉睫,资本市场也不例外。怎样才能在开放过程中,既享受消除市场分割带来的好处又最大程度地维护国家和国内投资者的利益是我们关注的焦点。中国上市公司与资本市场是由原来计划经济改革而来,使得公共政策呈现不成熟和过渡的特征,与世界市场分割明显。中国上市公司的 A、B、H 同股同权却不同价、不同回报、不同风险便是证明。随着中国加入 WTO,中国资本市场的公共政策将面临重大的调整。

#### 四、股票市场分割消除的思路探讨

##### 1. 股票市场分割消除的表现

表现一:既然双重上市公司不同市场的价格差异是市场分割的表现形式,那么市场分割的消除也可以由价格差异的变动趋势来表现。

表现二:不同市场的相关性也是市场整合的表现形式。

(1)两个仅有地域差异而无其它差异的市场,其实是一个市场的两个交易地点。

(2)两个市场即使不同,但高度相关,投资者也不必到远离自己的市场持有证券(投资者的投资有地域偏好),只须在自己偏好的市场复制另一个市场的投资组合,就达到持有另一个市场的证券的目的了。

##### 2. 市场分割消除的方式

阐明消除市场分割的方式,还是要通过消除双重上市公司不同市场的价格差异来说明。我们依照 Errunza 和 Losq 的分类方法将双重上市公司的股票市场划分为合格证券市场与非合格证券市场。同时我们也将双重上市公司的投资者划分为局部投资者与全局投资者。合格证券是能够由不同市场投资者购买的证券,不合格证券是限定市场投资者的证券,比如说, A 股为不合格证券,它不允许国外投资者投资; B 股为合格证券,它允许任何投资者投资。局部投资者对于固定的上市公司来说,是受投资限制的投资者,而全局投资者是不受限制的投资者。如我国国内的居民投资者,只能投资于 A 股,不能投资于 H 股(已经可以投资 B 股了),而外国投资者只能投资于 H 股,不能投资于 A 股,因此对于 A、H 股双重上市的公司来说,没有全局投资者只有局部投资者。而对于 A、B 股双重上市的公司来说,国内投资者既能投资于 A 股,又能投资于 B 股是全局投资者,国外投资者不能投资于 A 股,只能投资于 B 股,是局部投资者。

消除市场分割可以结合市场分割的两种表现形式,按两条线索进行。第一条线索是通过直接套利消除。两个市场如果有不受所有权限制的投资者,那么他们会对不同市场上同一公司股票的价格差异进行套利,套利的结果将轧平价差。因此,在有充分全局投资者的两个市场,即使有价格差异,也不会是长期的。在这条线索上,有两个方面可作文章:一是引入全局投资者,这与 QFII<sup>®</sup>、QDII<sup>®</sup> 的机制相符;二是引入合格证券,这与 CDR<sup>®</sup> 机制相符。可见第一条线索解决的主要是硬分割中的投资限制问题。

第二条线索是市场整合。如果分割市场间的所有权限制不能改变,还可以考虑加强市场间的相关性,如果两个市场中股票的影响因素相同,那么它们的价格、回报、风险将呈现相同的变化趋势,这样不一定要通过直接套利,两个市场的投资者根据相关关系通过复制另一个市场上的证券也可以间接套利,从而轧平价差。不能轧平的价差是由汇率和市场的地理因素所造成的。鉴此,应采取措施增强 B、H 市场的流动性,消除国内投资者与国外投资者的信息不对称,培养理性的投资者,以努力提高内资股与外资股市场的联动性、相关性。参照图 1 与图 2(以 H 股市场为例,  $P_A$  为 A 股价格,  $P_F$  为双重上市公司相应的外资股价格,  $P$  为无差别价格)。

关于中国股票市场分割消除的探讨很多,也正在逐步地实施。中国的 B 股市场刚刚对国内

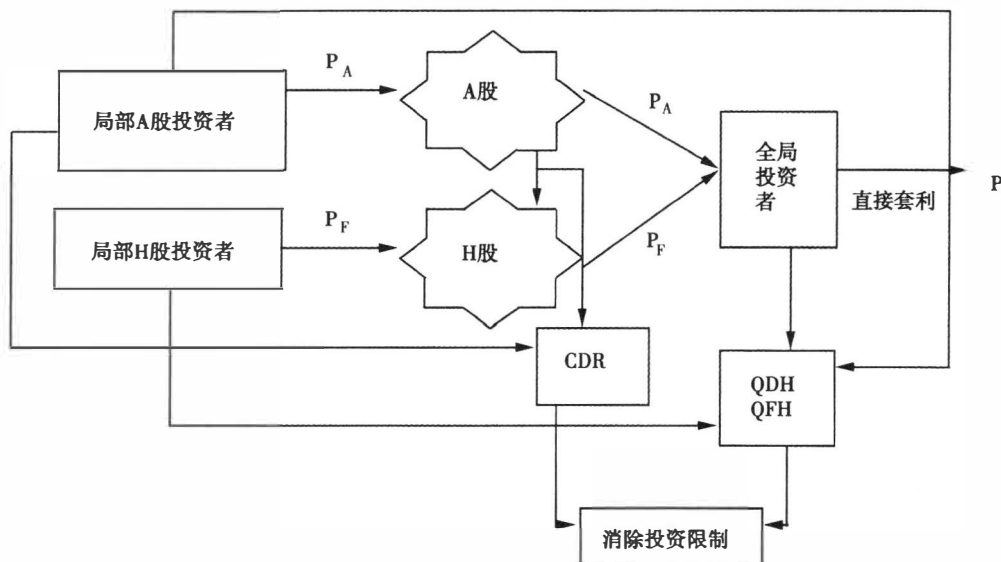


图1 消除股票市场分割线索1

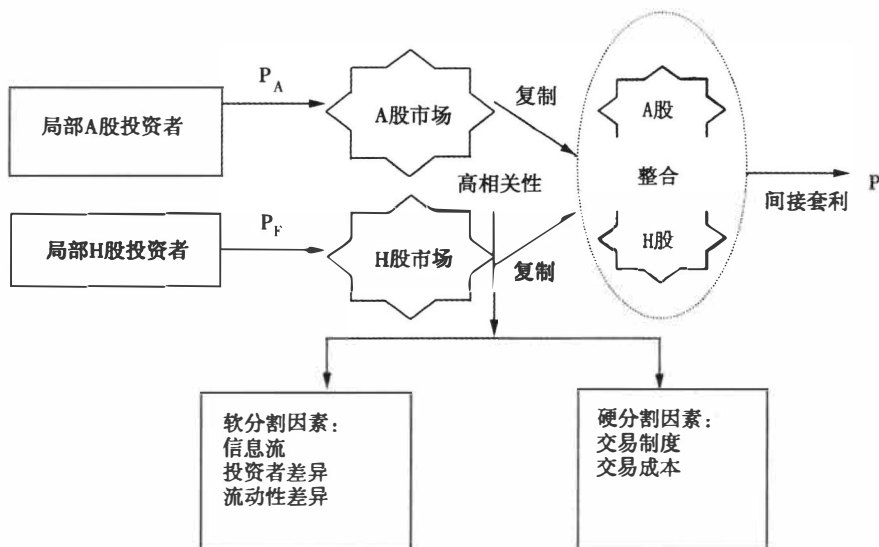


图2 消除股票市场分割线索2

投资者部分开放,这一政策所带来的影响不容忽视,对以后的资本市场开放也有借鉴意义。而在H股方面,最近讨论比较热烈的有关香港市场对内开放和国内市场对香港投资者开放的QDII、QFII、CDR等都是消除A、H股市场分割的举措。我们期待更好的股票市场分割消除方案。

注释:

- ①包括股票价格、回报、风险、财务绩效等。
- ②Errunza and Losq(1989):部分地消除两个分割市场的投资障碍,能够导致两个市场中股票市场价值的增加,提高世界市场的整合度与投资者福利。
- ③如Solnik(1974)的论文为研究市场分割做了开创性的工作,而他在1977年的另一篇论文中曾指出“国际资本市场是整合还是分割看起来是两个独立的问题,实际上围绕此问题的困难很多”,“检验分割最有效的方法可能是描述那些导致分割的缺陷,并研究分割对优化投资组合与资产定价的特殊影响”。他所关注的焦点涉及

了我们所说的三个方面中的两个。

- ④这些基金也包括一些发达资本市场的早期所建立的基金,如美国资本市场各种各样的国家基金(Country fund)、1960年代的日本基金、新兴的1970年代的墨西哥基金以及1980年代以后的韩国、澳大利亚、意大利的基金。
- ⑤我们统一以双重上市证券的国外价格相对于国内价格为价格衡量标准,如果国外上市证券价格高于国内上市价格,称为溢价,反之称为折价。衡量的指标可以是价格比  $P_F/P_D$ ,也可以是价格增量比  $(P_F - P_D)/P_D$ ,其中  $P_F$  为外资股价格,  $P_D$  为内资股价格。
- ⑥它们属于“孰分割”障碍。
- ⑦如 Bailey(1999)在其近期对包括中国在内的11个有相似分割结构国家的综合研究中明确地承认,中国是一个“奇怪的例子”。
- ⑧所有的相对概念都是外资股相对于A股。
- ⑨各因素与外资股折价相关关系的假设,+为正相关,-为负相关。
- ⑩QFII(Qualified Foreign Institutional Investor)是外资专业机构投资者的简称,指获准进入本国证券市场的特定投资者,它部分消除了所有权限制。
- ⑪QDII(Qualified Domestic Institutional Investor)是认可本地机构投资者的简称,与QFII相反,它指资本项目未完全开放的国家开放内地居民往海外证券市场投资的机制。
- ⑫CDR(Chinese Deposit Receipt)是中国存托凭证的简称,指在中国股票市场上发行流通的代表外国公司或香港公司有限证券的可转让凭证。

#### 参考文献:

- [1]齐寅峰. 公司财务学[M]. 北京:经济科学出版社,2000.
- [2]R. Stapleton and M. Subrahmanyam. Market Imperfection, Capital Market Equilibrium and Corporation Finance[J]. Journal of Finance 32(May 1977), 307—319.
- [3]B. H. Solnik. Testing International Asset Pricing: Some Pessimistic Views[J]. Journal of Finance 32(May 1977), 503—512.
- [4]V. Errunza and E. Losq. International Asset pricing under Mild Segmentation: Theory and Test[J]. Journal of Finance Vol. XL No 1, (March 1985), 105—124.
- [5]M. Adler and B. Dumas. Optimal International Acquisitions[J]. Journal of Finance 30(1975), 1—19.
- [6]R. Stulz. On the Effects of Barriers to International Investment[J]. Journal of Finance 36(1981), 923—934.
- [7]G. J. Alexander, C. S. Eun, and S. Janankiraman. Asset Pricing and Dual Listing on Foreign Capital Markets: A Note[J]. Journal of Finance, Vol. XLII, No. 1. (March 1987), 151—158.
- [8]V. Errunza and E. Losq. Capital Flow Controls, International Asset pricing and investors' welfare: A Multi-Country Framework[J]. Journal of Finance Vol. XLIV, No 4, (September 1989), 1025—1037.
- [9]John Fernald and John H. Rogers. Puzzles in the Chinese Stock Market[N]. International Finance Discussion Paper No. 619, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1998.
- [10]Chakravarty Sugato, Sarkar Asani and Wu Lifang. Information Asymmetry, Market Segmentation and the Pricing of Cross-Listed Shares: Theory and Evidence from Chinese A and B Shares[R]. Working paper Department of Consumer Sciences and Retailing, Purdue University, 1998.
- [11]Chen. Y, and Y. Su. An Examination into Market Segmentation in the Chinese Stock Market[Z]. Advances in Pacific Basin Financial Market, 1998.
- [12]C. Bergstrom and Ellen Tang. Price Differentials between Different Classes of Stock: An Empirical Study on Chinese Stock Markets[J]. Journal of Multinational Financial Management, 11(2001), 407—426.
- [13]Ian Domowitz, Jack Glen, and Ananth Madhavan. Market Segmentation and Stock Prices: Evidence from an Emerging Market[J]. Journal Finance. vol. LII, No. 3, July 1997.
- [14]Peter Blair Henry. Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices[J]. The Journal of Finance. Vol. LV. NO2. April 2000.
- [15]Geert Bekaert and Campbell R. Harvey. Foreign Speculators and Emerging Equity Markets[J]. The Journal

of Finance, Vol. LV, NO2, April 2000.

- [16] Qian Sun and Wilson H. S. Tong. The Effect of Market Segmentation on Stock Prices; The Chinese Syndrome [J]. Journal of Banking and Finance, 24(2000), 1875—1902.
- [17] Bailey, W. , Chung, P. , Kang, J-K. . Foreign Ownership Restrictions and Equity Price Premiums: What Drives the Demand for Cross-border Investments[J]? Journal of Financial and Quantitative Analysis 34, (1999), 489—511.
- [18] Ma. X. . Capital Controls, Market Segmentation and Stock Prices; Evidence form the Chinese Stock Market [J]. Pacific Basin Finance Journal 4, (1997), 219—239.
- [19] Hietala, P. Asset Pricing in Partially Segmentation Markets; Evidence from Finnish Market[J]. Journal of Finance 49, (1989), 614—697.
- [20] Stulz. R. , and Wasserfallen. W. . Foreign Equity Investment Restrictions, Capital Flight and Shareholder Wealth Maximization; Theory and Evidence[J]. Review of Financial Studies, 8(1995), 1019—1057.

## Segmentation and Elimination of Stock Market: Theory Syllabus and Plan Exploration

LIU Xin

(School of Business Management, Nankai University, Tianjin 300071, China)

**Abstract:** Market segmentation is a phenomenon that is generally faced by each nation's stock market, including the advanced stock markets. Various performances in the stock market of dual listed company's performances in different stock markets are the best tools to explain the stock market segmentation. This article tries to catch the new trends in the study of stock market segmentation and their fitness in China.

**Key words:** capital market segmentation; dual listed company; elimination

[简讯]

### 《财经研究》理事会第三届年会暨现代金融学术研讨会召开

《财经研究》理事会第三届年会暨现代金融学术研讨会,于2002年5月17日在上海财经大学召开。会议由上海财经大学学术期刊编辑部副主任陈学彬教授主持,上海财经大学副校长丛树海教授致欢迎词并作了重要讲话。接着,中国人民银行上海分行统计调研处副处长顾铭德和建设银行上海分行市场发展部总经理吴惠涛作了专题学术报告并就理事们关心的问题与大家进行座谈。随后,理事会秘书长刘志远研究员汇报了一年来理事会的工作情况并听取了理事们的意见。最后,会议就新一年的理事会工作进行了讨论研究。会议取得圆满成功。

(一叶)