

中概股网易回归港股的动因及市场效应研究

王玲丽

东北电力大学经济管理学院, 吉林 吉林

收稿日期: 2024年10月15日; 录用日期: 2024年10月28日; 发布日期: 2024年11月15日

摘要

20世纪90年代, “中国概念股”随着中国资本市场与世界的接轨应运而生。然而时过境迁, 中概股公司在海外资本市场的处境越来越艰难, 于是远赴国外的中概股纷纷开启了回归之路。本文以网易集团为例, 对中概股公司回归港股上市的动因及市场效应进行分析。其中回归后的市场效应从公司估值变化、市盈率变化以及基于事件研究法的市场反应等方面进行评测, 得到的结果显示公司估值及市盈率在短期内均有提升, 上市后美股及港股累计超额收益率均显著, 表明其回归港股后各市场效应均良好。

关键词

中概股, 二次上市, 市场效应

Research on the Motivation and Market Effect of NetEase's Return to Hong Kong Stock Market

Lingli Wang

School of Economics and Management, Northeast Electric Power University, Jilin Jilin

Received: Oct. 15th, 2024; accepted: Oct. 28th, 2024; published: Nov. 15th, 2024

Abstract

In the 1990s, “Chinese concept stocks” came into being with the integration of China’s capital market with the world. However, with the passing of time, the situation of Chinese concept stock companies in the overseas capital market is becoming more and more difficult, so the Chinese concept stock companies that have gone abroad have embarked on the road of re-listing. Taking the case of NetEase Company’s secondary listing as the research object, this paper analyzes the motivation and market effect of Chinese companies that are returning to Hong Kong stock market. The market effect

after the return is evaluated based on the aspects of company valuation changes, PE changes, and market reactions based on the event research method. The results show that the company valuation and PE ratio have increased in the short term, and the cumulative Abnormal return of US and Hong Kong stocks after secondary listing is significant, indicating that the return of NetEase to Hong Kong stocks has produced positive market reactions in both markets.

Keywords

Chinese Concept Stocks, Secondary Listing, Market Effect

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

20 世纪末, 大量新经济公司出于当时国内外政策差异的考量选择在国外快速上市。这些上市地在境外资本市场, 但实际控制或主营业务在中国境内的公司被称为中概股公司。随着各方面因素引起的中概股信任危机, 起初在海外得到一段迅速成长的中概股, 如今股价暴跌甚至远远低于实际价值。反观我国资本市场愈发健全, 早在 2015 年国内资本市场的注册制改革便引起中概股回归国内资本市场的第一波高潮。2020 年 4 月瑞幸咖啡事件的曝光及同年 5 月《外国公司问责法》的颁布让中概股的处境愈发艰难, 更是促使中概股将回归提上日程。

2000 年 6 月网易登陆纳斯达克交易所, 从濒临退市的开局中死里逃生再到不断破界, 如今已然成为中国领先的互联网公司。在赴港上市的回归热潮中, 网易是在《外国公司问责法案》出台之后选择赴港上市的第一家公司, 具有典型代表性。2020 年 6 月 11 日, 网易正式在港交所主板二次上市, 为了分析网易为何会选择港股作为上市地, 以及回归的动因、路径和效应, 使与其情况相近的公司可以参考这些已回归中概股的效果, 选择是否回归以及适合自身的回归方案。因此, 本文将从网易以二次上市路径回归港股的具体案例进行探析。

2. 文献综述

关于中概股的现有研究大多聚焦在回归动因及回归后的效应。其中外部动因如下: AkhtarS (2016)认为金融危机和海外业务的低迷促使中概股走向回归之路[1]。多家中概股企业在美上市期间遭受美国证监会处罚进而引起投资者集体诉讼, 给公司带来沉重的审计压力及财务负担[2]。巴曙松、方云龙(2021)等人则认为中美冲突下美国监管环境收紧与我国制度改革的红利是中概股回归的主要动因[3]。内部动因如下: Stein (1996)通过研究发现, 当中概股估值偏低时, 公司想通过回归国内市场获得高的估值[4]。Brown (2012)研究发现, 内部寻求战略调整是部分中概股选择私有化退市回归的原因[5]。张敦力、张煜晨和江新峰(2017)发现在美国资本市场维持上市的显性成本要比国内资本市场高出很多, 对成本的考量也可能是中概股选择回归的原因[6]。沈萍(2022)对药明康德具体研究发现, 公司当前所在市场与其战略发展背道而驰也会成为中概股回归国内市场的动因[7]。从回归后的效应来看, 李杲(2017)汇总研究后发现, 大多中概股公司回归国内从而实现市场高估值的目, 但这同时也带来外汇管理和减持方面的消极影响[8]。苏颖(2018)对三六零进行分析, 发现一定事件窗口期内, 案例公司的短期绩效水平有所提高[9]。更有学者通过对中概股不同路径回归上市的市场表现分析后发现, 中概股回归 A 股市场和港股市场都产生了正向的市场效

应。不同的是，体系成熟的港股市场相较于 A 股市场为回归的中概股支付了更高的估值溢价及更稳定的长期财务绩效^[10]。此外，曾慧兰等提出，中概股回归能够重新整合资源调整战略布局，有利于公司长期绩效的提高^[11]。

3. 回归动因分析

3.1. 美国市场针对中概股做空风险

国内外信息披露制度的差异导致中概股在国外资本市场披露受限，加之地域和文化等信息的不对称，导致投资者对中概股判断受制于分析机构。美国资本市场中的机构投资者受利益驱使逐步将做空链条完善，以浑水(Muddy Waters)与香橼(Citron Research)为首的许多做空机构乘虚而入，通过恶意扭曲和夸大事实，使得中概股价格大幅下跌，从而在低买高卖的操作中以价差获得巨额利润。仅在 2019 年 1 月至 2020 年 4 月，就已有 13 家中概股被做空(见表 1)。中概股一旦被做空后很难重新在国外市场站稳脚跟，众多中概股公司在遭受做空机构狙击之后最终被摘牌。

Table 1. List of short-listed Chinese stocks from January 2019 to April 2020

表 1. 2019 年 1 月至 2020 年 4 月被做空中概股一览表

证券代码	证券名称	发生时间	被指控理由
HX.O	和信贷	2019/1/15	财务造假
FANH.O	泛华金控	2019/2/17	公司架构、关联方等
WUBA.N	58 同城	2019/3/6	财务操纵
BABA.N	阿里巴巴	2019/3/6	信息真实性
JD.O	京东	2019/3/6	信息真实性
UXIN.O	优信	2019/4/17	财务造假、高管贪污、负债伴随高风险等
BGNE.O	百济神州	2019/9/5	财务造假、管理层套现、研发费用失控等
QTT.O	趣头条	2019/12/10	财务造假、关联交易等
LK.N	瑞幸咖啡	2020/1/31	财务造假、运营数据造假
WUBA.N	58 同城	2020/2/13	财务造假、虚假交易等
GSX.N	跟谁学	2020/2/25	财务造假、管理层风险、虚假刷单
JKS.N	品科能源	2020/3/4	财务造假、董事长违规行为
IQ.N	爱奇艺	2020/4/7	财务造假

3.2. 中概股公司价值普遍被低估

2007 年，经久不衰的中华老字号药店同济堂成功在纽交所上市，然而上市后的市场反应出乎意料，至 2011 年 4 月 2 日，同济堂股价跌至 8.3 美元触达历史新低，与此同时，国内 A 股市场上市的同仁堂市盈率却是同济堂的 5.8 倍。直至今日，众多公司案例都体现出中概股价值在国外被严重低估，中概股在海外市场的交易量低迷、流动性差，而海外上市期间的资本成本率又较高。反观国内，随着近年来国内经济迅猛发展，国内估值相对乐观，在部分行业体现更甚。比如信息技术领域、通信服务领域等，平均市盈率均高于境外市场。以暴风科技为例，其回归 A 股后接连刷新 A 股连续涨停天数记录，最多达到连续 29 个一字涨停。可见回归国内提升公司估值成为当下中概股回避风险的一个良好策略。

3.3. 国内制度改革，政策放宽

我国内地及香港金融市场近些年调整了上市制度，加快构建新发展格局。制度完善后国内资本市场

包容性越来越强，成为众多中概股再次融资、回避风险的港湾。其中香港资本市场改革后，港交所的二次上市方案针对中概股公司的特殊股权结构提供了多项政策红利。2018年4月，港股市场便开启对大中华区创新类公司的二次上市改革。2021年11月，港交所进一步放宽二次上市门槛，允许同股同权的“非创新产业公司”二次上市，并降低二次上市的最低市值要求；同时WVR和VIE结构公司可选择保留原架构直接申请双重上市，中概股赴港上市变得更为便利^[12]。可见港股市场国际化程度、监管体系认可程度均较高且政策制度完善，对中概股回归呈积极态度。因此，许多中概股纷纷回归，同股不同权的创新公司、市值较小乃至传统企业的同股同权公司均可以投入港股的怀抱。

3.4. 公司战略发展需求

从战略层面来看，赴港二次上市也是网易战略发展需求所在。全球化战略作为网易未来发展的重中之重，将为网易带来更多的发展机遇和挑战。目前网易的主要业务市场在中国，仍需不断扩大其业务和市场范围。而回归港股不仅有利于本土客户的培养，同时也更贴近接下来主攻的以印尼为首的东南亚国家，提高东亚、东南亚地区客户对网易的兴趣，从而为网易的业务布局提供更多的可能性。处于多元化布局的关键时期，满足公司发展战略必然需要大批资金来实现快速发展和规模扩张。回归港股二次上市在保留原有融资渠道的前提下，还能够拓展渠道，以较低的融资成本吸纳更多投资者。满足自身在稳固游戏业务发展的前提下布局多元化发展的需要。

4. 回归路径对比

目前中概股回归的路径众多，每种上市方式都有其特定的法律条件及适用范围，上市成本也不尽相同。根据上市地来分类，可将其分为回归A股及回归港股两类。港股市场属于自由市场经济体系，较A股市场而言国际化程度更高，更受国际机构和资本的认可。对于希望引进海外及国际性投资者、开拓海外市场的中概股来说显然是更好的选择。其次，港股市场对投资者准入门槛较低而投资者结构以机构投资者为主导，投资行为更加理性成熟。总体而言，港股市场凭借着全球金融中心的地位和影响力，加之宽松的上市要求、高效的上市流程、完善的监管制度等优势，成为中概股公司回归上市的首选地。

当下有二次上市、私有化退市再上市及双重主要上市三种可选路径来回归港股。张晓榕，赵自强通过对比分析发现，在中概股两次回归浪潮中，二次上市和港股市场倍受当今回归企业的青睐^[13]。这是由于私有化退市再上市需要承担较大费用，并且上市门槛高、流程复杂、时间长。双重主要上市则需要严格接受两地监管，并且两地股价相互独立。与上述两种回归路径相比，二次上市因其同时具备流程简单、耗时最短、享受部分监管豁免、两地股价相互锚定等优势。当然二次上市也不可避免地存在劣势，具体体现在：(1) 股票价格受限于主要上市地；(2) 无法完全规避美股退市风险，“海外摘牌”后需尽快转为主要上市，否则会被要求停牌；(3) 目前纳入“港股通”难度较大，股票在内地市场流通性有待提升。对于网易而言，私有化后再上市将浪费大量时间成本，同时加剧公司的资金压力，增加公司的运营风险，甚至可能影响网易全球化战略的实施进程。双重主要上市的融资成本更高，对网易在港股发行股票的比例有严格要求，由于没有采用存托凭证的方式，网易发行的港股股票无法实现跨市场流通，对公司管理提出了更高的要求。综上，网易选择了二次上市的回归路径。

5. 网易回归的市场效应分析

5.1. 公司估值变化分析

网易公司回归后，整体市值实现了较大幅度的提高。开盘当日股价涨幅达到5.69%，市值升至4458亿港元，共计发行171,480,000股普通股。随后股价一路上升，至7月9日一个月不到便升至155港元的

高位，实现 25.6% 的涨幅。美股股价则早在 2020 年 5 月 29 日网易官宣二次上市港交所后，便从 382.9 美元一路上涨，仅 5 天涨至 425.4 美元的高位，实现了 11% 的涨幅，高出纳斯达克 100 的平均水平。如图 1 显示了网易 2020 年港股上市当年总市值的变化情况。

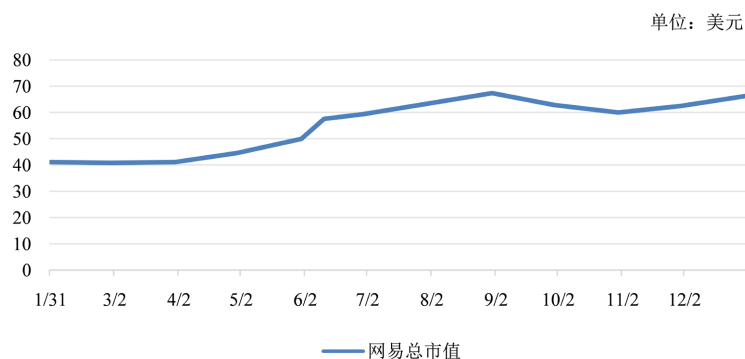


Figure 1. Changes of Netease's market value in 2020
图 1. 2020 年网易上市当年市值变化图

由于二次上市两个市场的股票可以转换，除了由于价值单位及汇率不同导致的些许差异外，两个市场的市值数据几乎同步。故选取美股市值作为代表对网易总市值进行分析。根据图 1 可以看出，2020 年 4 月及 5 月起网易的市值在逐步提升，而 5 月底二次上市消息一经放出则刺激了其总市值以更快的速度增长，随后增长稍缓和，直至第三季度末出现回落，并于第四季度开始回升。可见回归港股二次上市对于网易市值的积极影响并不稳健。

通过分析市盈率指标能够进一步探究网易回国后的估值情况，反映出公司的盈利能力与投资价值。由于是二次上市，市盈率指标在两个上市地同样是一致的。如下图 2 可以看出，网易市盈率自 2020 年第二季度起开始走上坡路，可见网易在港股二次上市带领公司在短期内实现了提升。同时也侧面反映出投资者在当时非常看好网易的成长潜力，愿意为网易扩大发展规模提供较多投资。然而在第三季度网易市盈率总体表现出小幅下滑，这主要是因为 20 年第三季度网易出现净汇兑损失 15.7 亿元以致净利润下滑明显，之后重新上升直至 21 年 3 月 31 日再次出现下滑。可见市盈率指标维持在一个较好的范围主要还是依靠公司的经营水平及盈利能力，一时的举措并不能让公司长期维持较高估值，投资者关注的是公司长期的表现。



Figure 2. Chart of price-earnings ratio before and after Netease's listing
图 2. 网易上市前后 3 年市盈率变化图

5.2. 基于事件研究法分析网易回归市场反应

5.2.1. 美股市场反应

(1) 定义事件日、窗口期和估计期

将 2020 年 5 月 29 日, 网易对外官宣二次上市消息的日期定义为事件日($t=0$), 选择事件日前后的 20 个交易日作为事件窗口期, 则 $t = (-20, 20)$, 去除其中不开盘日期, 即 2020 年 4 月 30 日至 2020 年 6 月 26 日。由于 2020 年年初全球经济受疫情影响较大, 应适当延长估计期时长, 选择窗口期前的 200 个交易日为估计期, 同样去除不开盘日期, 即 2019 年 7 月 16 日至 2020 年 4 月 29 日。

(2) 回归分析

由于网易公司上市地是在纳斯达克市场, 且于 2016 年 3 月 16 日替代闪迪公司被纳入纳斯达克 100 指数。故在分析网易美股市场反应时, 选择纳斯达克 100 指数的数据作为市场收益率的原始数据。

首先通过纳斯达克 100 及网易在[2019/7/16, 2020/4/15]这段时间内的股价计算出纯净期内纳斯达克 100 指数收益率 $R_{m,t}$ 和同时期网易收益率 $R_{i,t}$ 。

对 $R_{i,t}$ 及 $R_{m,t}$ 进行回归后代入事件研究法中常用的市场模型:

$$E(R_{i,t}) = \alpha + \beta R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中, $E(R_{i,t})$ 为预期收益率, $R_{m,t}$ 为市场收益率, α 表示超额收益, β 为衡量市场风险程度的系数, $\varepsilon_{i,t}$ 表示随机误差项。

对 $R_{i,t}$ 及 $R_{m,t}$ 进行回归后得到 $\alpha = 0.0014$, $\beta = 0.7751$, 即回归方程为:

$$R_{i,t} = 0.7751R_{m,t} + 0.0014$$

(3) 计算超额收益率 AR 和累计超额收益率 CAR

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

$$CAR_{i,t} = \sum AR_{i,t} (t = t_1, t_2, t_3 \cdots)$$

结合上述回归方程得到超额收益率 AR 和累计超额收益率 CAR 趋势图如下。

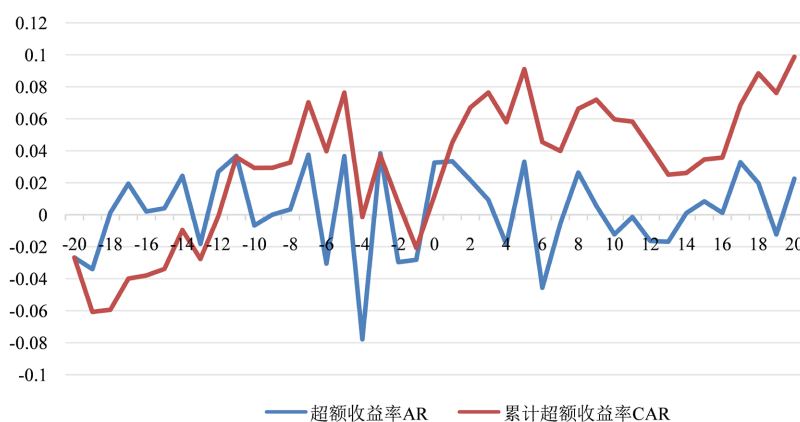


Figure 3. Trend chart of AR and CAR of US stocks

图 3. 美股超额收益率 AR 和累计超额收益率 CAR 趋势图

通过观察可以发现网易美股(NTES)的超额收益率在事件窗口期间尤其是在事件日附近短时间内发生了较大幅度的波动, 其中最低为-0.07783, 最高为 $T = -3$ 这天的 0.03843, 结合当时相关媒体报道, 考虑

可能是因为网易二次上市回归港股的消息被提前泄露。总体来看,虽然超额收益率在 0 轴附近上下变化,但大部分情况高于 0,其余基本在 $[-3\%, 4\%]$ 区间内波动,在 $T = 0$ 即网易对外官宣二次上市当天,超额收益率值获得了较为明显的增长,重新回到正值,并维持了 4 天左右,说明市场投资者对网易(NTES)回归港股表示看好,同时可以看出最初大部分投资者对于此事较为理性,冷静后大概持观望态度。在网易正式官宣二次上市后,超额收益率波动减小,在 $T = 8$ 后趋于稳定。

累计超额收益率相较超额收益率来看更能有效体现某一事件发生对公司带来的影响,通过上图 3 可以看出,网易美股(NTES)的累计超额收益率在时间窗口 $[-20, -5]$ 期间,总体是呈上升趋势的,在 $T = -5$ 当天达到第一个高峰,当时市场中流传有未经证实的网易赴港二次上市信息,在事件日发生之前就已经出现了正向的市场反应。但网易 $[-5, -1]$ 期间累计超额收益率出现了一个向下的趋势,而在官宣日前后的 $T = -1$ 时又开始向上升的趋势,可能美股市场对网易赴港二次上市存在看空和看多两股势力,二者相互博弈,最后看多者占据上风。在 $T = 0$ 即网易正式官宣后累计超额收益率均为正值,最后在完整的窗口期内,累计超额收益率达到了 9.870%,说明市场对此事件整体是正面积积极的态度,投资者们认为网易赴港上市后公司发展会更进一步,因此产生较高超额收益率。

5.2.2. 港股市场反应

首先确定事件日为 2020 年 6 月 11 日网易于香港股票市场二次上市当天,确定窗口期为事件日后的 30 个交易日,即 2020 年 6 月 12 日至 2020 年 7 月 27 日。

并采用市场调整模型来对港股市场的短期市场反应进行分析,即在市场模型的基础上令 $\alpha = 0$, $\beta = 1$,将港股市场恒生指数收益率作为网易的预期收益率。在市场调整模型下,超额收益率 $AR_{i,t}$ 的计算公式如下:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

其中,市场基准收益率选取恒生指数收益率。依据是恒生指数股份公司早在 2021 年 11 月 19 日就已公布将网易等 4 家公司的股份引入恒指,从而更好地了解网易港股市场的反应。最后通过计算得出相关趋势图如下图 4 所示。

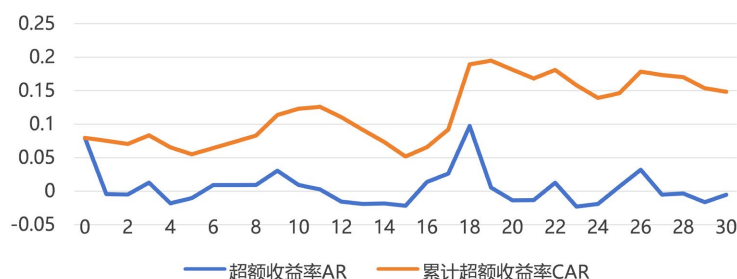


Figure 4. Trend chart of AR and CAR of Hong Kong stocks
图 4. 港股超额收益率 AR 和累计超额收益率 CAR 趋势图

由上图 4 可以看出,网易在港股上市当天超额收益率就达到了 7.96%左右,之后的 30 天内超额收益率分布在 $[-2.29\%, 9.73\%]$ 区间内,于正值范围内的波动幅度比负值范围内波动显著。在 $T = 0$ 至 $T = 18$ 期间段累计超额收益率总体呈明显上升趋势,最高值达到 19.49%,期间的上下波动现象说明港股投资者活跃度提高,并存在一定的博弈现象。在累计超额收益率达到峰值之后,虽然紧接着出现了小幅下降,但是后续十来天内稳定维持在较高水平。总体来看网易在港股二次上市之后具有显著的超额收益,港股市场整体交易活跃度得到提升并在窗口期内对网易公司表现出明显的正向市场效应。

6. 结论

以网易公司为例的大量中概股企业回归我国香港,对于港股市场结构的完善以及港股整体估值的提升都起到积极的作用。本文对于网易自身回归动因及市场效应的研究,可以得出,网易在回归时的外部动因主要是为规避被做空及公司价值被低估的风险,在国内外政策的差异的驱动下最终选择了成本、风险均较低的二次上市港股路径;而从内部动因看,主要是应战略发展所趋回归国内实现拓展资金来源,多元化融资途径等目的。通过研究网易发布二次上市公告的超额收益率,并对其市值及市盈率变化趋势进行分析,我们可以发现回归港股后其股票市场确实在短期内呈现出积极的反应,提高了公司融资能力和知名度。

参考文献

- [1] Akhtar, S. (2016) Privatization Decisions of Australian Firms: An Empirical Investigation. *Pacific-Basin Finance Journal*, 39, 243-255. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.06.010>
- [2] 高子璇, 周密, 朱相雪. 中概股回归 A 股动因与对策分析——以中芯国际为例[J]. 农村经济与科技, 2021, 32(10): 122-124.
- [3] 巴曙松, 方云龙, 柴宏蕊. 资本市场双向开放下的中概股回归: 动因、影响与应对[J]. 清华金融评论, 2021(9): 27-29.
- [4] Stein, J.C. (1996) Rational Capital Budgeting in an Irrational World. *The Journal of Business*, 69, 429-455. <https://doi.org/10.1086/209699>
- [5] Brown, K. (2012) Going Private in China: The Politics of Corporate Restructuring and System Reform. *Asian Affairs*, 43, 345-347. <https://doi.org/10.1080/03068374.2012.682767>
- [6] 张敦力, 张煜晨, 江新峰. 如家酒店回归国内资本市场动因与路径分析[J]. 财务与会计, 2017(20): 32-35.
- [7] 沈萍. 药明康德私有化动因及经济后果研究[J]. 现代营销(下旬刊), 2022(27): 44-46.
- [8] 李杲. 中概股私有化与分拆回归 A 股的特点与影响分析[J]. 证券市场导报, 2017(11): 42-48.
- [9] 苏颖. 中概股回归短期绩效分析——以三六零为例[J]. 纳税, 2018, 18(20): 190.
- [10] 魏崔希, 易荣华. 中概股不同路径回归上市的市场表现[J]. 金融经济, 2024(4): 22-33+51.
- [11] 曾慧兰, 徐佳欣, 常媛. 不同路径回归的中概股公司经济效果对比分析[J]. 市场周刊, 2022, 35(1): 109-111.
- [12] 吴秀波, 程心怡. 赴港双重上市成为中概股纾缓不确定性的避风港[J]. 海外投资与出口信贷, 2023(1): 33-38.
- [13] 张晓镭, 赵自强. 中概股第二次回归原因及其影响研究[J]. 上海立信会计金融学院学报, 2020, 32(4): 60-71.