

# 中国南北方上市公司表现差异及形成机制研究

何致衡 汤珂 康文津\*

**摘要:** 本文对 1996—2019 年 A 股上市公司年报及市场数据分析发现: 南方在上市公司数量及市值规模上均较北方具有优势, 南方上市公司整体上具有更高的业绩增长、超额市场回报率和市场估值水平, 上述差异在近年显著扩大。对此, 本文提出“上市公司、市场、投资者”循环机制以解释上述差异, 并进一步从营商环境、金融资本配置、区域经济政策等方面探讨南北上市公司表现差异的深层背景, 分析其与南北宏观经济差距间的重要影响关系, 提出政策建议。

**关键词:** 公司表现差异; 区域差异; 中国南北方

**DOI:** 10.13821/j.cnki.ceq.2023.02.21

## 一、引言

《求是》杂志于 2019 年第 24 期发表习近平总书记重要文章《推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局》。文章强调, 要正确认识当前区域经济发展新形势, 在新形势下根据各地区条件, 按照客观经济规律调整完善区域政策体系, 促进区域协调发展。如文章所述, 随着我国经济进入新常态, 区域经济发展呈现出新形势。其中, 南北方经济发展差距在近年逐渐显现和扩大, 受到社会和学界广泛关注。南方保持着较高的经济增长速度, 而北方则面临更严峻的经济增速放缓的挑战, 如不加以改变, 一些地区甚至可能陷入“经济发展动力不足, 资本和劳动力吸引力下降, 经济发展进一步受挫”的恶性循环。因此, 对我国南北方经济发展的差异及背后的成因的深入分析, 是一个契合时代需要且意义重大的命题。

随着南北方经济发展的差距逐渐突显, 一些最新研究开始对这一新形势进行针对性分析。盛来运等 (2018) 基于 2012—2017 年省级宏观经济指标的面板数据, 论证南北方经济差距的存在性, 提出北方经济体制改革滞后、经济结构不合理及劳动力数量减少是差距的主要成因之一。杨多贵等 (2018) 发现, 南北方人均收入差距显著, 且存在扩大趋势。李善同等 (2019) 从价值链分工角度得出又一原因, 即北方高度依赖投资拉动的重工业化价值链, 在全国投资增速下滑的情况下受创严重。邓忠奇等 (2020) 分析认为, 经济增长方式转型过程中的阵痛和转型效果是差距的主要成因。

相对于上述研究, 本文选取一个新视角, 以上市公司表现作为研究南北方经济差异

\* 何致衡、汤珂, 清华大学经济学研究所; 康文津, 澳门大学工商管理学院金融及商业经济学系。通信作者及地址: 康文津, 中国澳门特别行政区澳门氹仔大学大马路澳门大学工商管理学院; 电话: (853) 88224167; E-mail: wenjinkang@um.edu.mo。汤珂感谢中宣部“四个一批”人才项目资助; 康文津感谢国家自然科学基金面上项目 (72073089) 和上海财经大学科研项目资助。感谢主编及匿名审稿人的建设性意见, 文责自负。

的切入点,首先得出近年南北方上市公司在市值规模、融资效率、业绩成长表现上的确存在显著差距,进一步分析差距形成机制,讨论其与南北方宏观经济表现的密切相互作用关系。具体地,本文首先对比南北方上市公司总市值的变化发现,在1996—2008年南北方总市值变化趋势相近,且2008年年底南北总市值之比接近为1的情况下,南北方总市值在2009年年初至2019年分别增加27.89万亿元和11.83万亿元,南北增量之比达2.36。至2019年12月,南北方总市值之比已增至2.00。值得注意的是,南北方的差异在沿海地区和内陆地区都普遍存在,南北差距并非“沿海—内地”差距的重复体现,而是一种全新的区域经济形势。

为分析上述差距的成因,本文先通过对历年南北方新上市公司数量、IPO募资总额、SEO募资总额的对比发现,南方公司能够更有效地通过股市融资。同时通过对于南北方上市公司经营状况和整体估值指标的构建和计算发现,南方公司具有更高的营业收入增长和企业利润增长,因此更受投资者青睐,能够具有更高的市场估值水平。基于针对A股市场改进的Fama-French三因子模型的分析发现,南方上市公司股票能够为投资者提供更高的市场超额收益率。由此可知,南北方上市公司总市值差距的扩大不仅来自南方公司能够更有效率地通过股票市场融资,还由于南方已上市公司在市场作用下具有更高的市值增长速度。

总结上述发现,本文将南北方上市公司表现差异的成因概括为两方面:第一,南方普遍而言具有更高的市场化水平,在为公司提供更好融资机会的同时,其市场的资本配置能力也更强;第二,南方上市公司整体而言具有更好的业绩增长,进而能够通过市场更好地促进自身发展,形成“上市公司、资本市场和投资者”间的良性循环。进一步地,本文从营商环境、经济功能区建设、金融资源配置、商业文化传统,以及企业创新与人才培养五个方面深入讨论认为,南北方经济的宏观背景及表现差异对南北方上市公司表现的差异具有重要影响。同时,作为经济活动中重要组成部分的上市公司,其整体表现对其所在区域的经济增长构成可观影响。南北方上市公司表现差异与南北方宏观经济差异间的关系是可以同时存在,相互影响,且互为补充的。

本文选取上市公司表现作为研究的切入点,主要基于如下考虑:

第一,我国南北方经济发展差距并非一直存在,而是近十年才尤其凸显。因此有理由认为,一些新机制的出现及其对经济发展影响的增强是南北方经济发展差异扩大的重要原因。近年,我国上市公司及股票市场规模不断扩大,金融业及资本市场发展迅速,在经济活动中的作用愈发重要。一些文献从金融与经济发展的角度对区域经济发展差异提出了机制解释,例如:金融发展可促进地区实体经济资本配置效率提升(李青原等,2013),促进技术创新(孙伍琴和王培,2013)。一系列制度和工具的出现和革新,如对上市公司财报披露的有关规定、股指期货、新三板市场、科创板市场、沪港通、融资融券制度等,使我国股票市场的有效性逐渐提高(郑济孝,2015;刘荣茂和刘恒昕,2015;武志伟等,2017;侯志杰等,2019)。因此有理由认为,在金融市场于经济活动中作用愈发重要的背景下,上市公司整体表现差异很可能是近年南北方经济发展差距进一步扩大的原因之一。

第二,已有研究结果说明,金融效率与资本配置效率的区域差异广泛存在,且与区域经济增长存在密切关系。Wurgler(2000)证明,金融体系的发展水平与资本配置效率成正相关;Carlin and Mayer(2003)证明,市场导向型金融资源配置有利于高新技术

及高风险产业成长；方军雄（2006）通过实证研究发现，随着我国市场化进程深入，资本配置效率也逐渐改善。区域间金融效率差距对地区资本配置效率及经济发展差距能够产生影响的现象，不论是在各国间（Hasan et al., 2009），还是在我国的不同区域间（Zhang et al., 2015）均广泛存在。

第三，上市公司数据标准统一、可信度高，为研究提供有利条件，且已有针对我国上市公司在规模、资本结构调整速度等方面区域差异的研究（麦勇等，2011）。有关研究虽然没有直接关注南北差异，但说明了分析上市公司的区域差异具有可行性。

本文余下部分安排为：第二部分阐述我国南北方上市公司规模的差距；第三部分研究南北方公司经营状况及估值差异；第四部分研究南北方公司在股票市场表现的不同；第五部分提出上市公司表现差异的形成机制，讨论其与宏观经济的相互影响；第六部分为结论及政策建议。

## 二、上市公司数量及规模的南北方差异

本研究基于经济地理视角，采用“以省为最小单元，以‘秦淮线’划分”的方法定义南北方<sup>1</sup>。此定义与南北方经济差异有关研究基本一致（盛来运等，2018；李善同等，2019；邓忠奇等，2020）。

### （一）上市公司总市值

为初步直观比较南北方上市公司总市值的变化，本文选取1996年1月至2019年12月的A股市场月度数据<sup>2</sup>，按照公司总部所在地划分南北方公司。考虑到中央直属企业规模较大，注册地多在北京，经营活动遍布各地，注册地与经济活动主要影响地区存在偏差，为减弱这一偏差对地区指标计算的影响，本文将中央直属企业下的股票剔除<sup>3</sup>，计算得南北方A股市场总市值变化如图1。

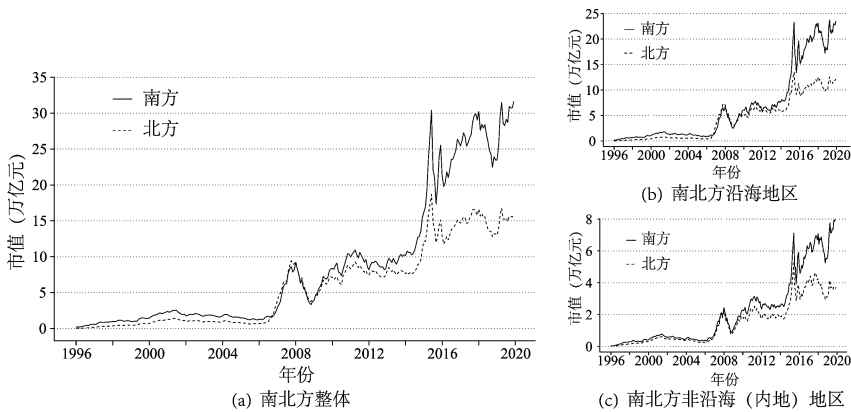


图1 南北方A股上市公司总市值比较

<sup>1</sup> 本文定义及具体研究中不包括我国香港、澳门特别行政区及台湾地区。此定义尽可能涵盖了所有地区。具体研究中主要采用加权等方式处理区域指标且主要关注纵向比较，因此此定义应在研究中不带来额外影响。

<sup>2</sup> 数据来源：锐思金融研究数据库（<http://db.resset.com>）。

<sup>3</sup> 据国务院国有资产监督管理委员会2019年11月8日的中央直属企业名录识别央企及旗下股票。未做说明时，本文余下部分所述的南北方上市公司股票组合均不含央企旗下股票。

虽然南北方上市公司总市值均随市场出现了不同程度的波动,但2009年之后,南北方总市值的差距逐渐显现,在2015年后更加明显。在我国股市发展早期,上市公司总数和市值均处于较小的规模。2008年前,南北方总市值变化趋势未出现明显差异。2009年1月,南北方市值比值为0.99。此后该比值便呈持续上升趋势,于2019年12月达到2.00。由此,可将股票市场的南北方比较分为两大阶段:2009年之前,南北方总市值均较低,增长速度相对接近;2009年之后,南北方A股上市公司总市值差距持续扩大,至2019年年底,南北方总市值增量分别为27.89万亿元和11.83万亿元,南北增幅比为2.36;2019年12月,南北方市值总量分别为31.64万亿元和15.85万亿元,南方总市值接近北方的两倍。

值得注意的是,上述差异及变化趋势在沿海地区和非沿海(内地)地区都存在。2009年1月至2019年年底,南北沿海、非沿海地区总市值增幅比分别为2.32和2.46,即上市公司规模的南北方差距及差距的不断扩大,是在沿海省份和内陆省份都普遍存在的现象。南北方的经济发展差距不是“沿海—内地差距”的重复表现,而是一种新突显的区域经济现象。<sup>4</sup>

## (二) 新上市公司数量及融资额

如前文所述,近十年南北上市公司总市值增长差异巨大,其变化可粗略分为两方面:一是新增市值,包括新上市股票市值及股票增发市值;二是已上市公司的市值随市场的变化。本文对前者提出设想:南方公司更多地且更倾向于通过上市进行融资,有更高新增市值。

基于图1的观察,本文以2008年为界划分两个阶段,分别计算两阶段内南北方A股新上市公司总量、新上市公司募集资金(IPO)总额、股票增发募集资金(SEO)总额如表1。第一阶段,南北方新上市公司数量之比为1.75,南北方IPO和SEO相差较小且均相对较低;第二阶段,南北新上市公司数量之比达到3.03,IPO和SEO之比分别为2.09和1.77。

根据以上观察,近年来南北方新上市公司数量及募集资金总额均存在显著差距。注意到,2009—2019年,南北方新上市公司带来的市值增加之比为2.09,股票增发带来的市值增加之比为1.77,均小于此阶段南北方总市值增幅之比2.36。由此可以初步推断,由股票市场所带来的上市公司股价及市值增长也存在显著的南高北低现象,本文将在第四部分严谨证明。

表1 A股市场南北方新上市公司数量及融资额

年份	新上市公司数量		IPO 融资总额(亿元)		SEO 融资总额(亿元)	
	南方	北方	南方	北方	南方	北方
1996—2008	701	400	3 844	3 734	3 547	2 001
2009—2019	1 572	518	12 644	6 062	42 625	24 059

<sup>4</sup> 对一些宏观指标做类似的交叉分组检验结果均说明南北方差异在沿海和非沿海地区普遍存在。这些结果受篇幅所限未在正文展示。



由于 A 股主板采用核准制，具有较为严格的上市条件，因此一个疑虑为，南北方上市公司数量及市值规模差异可能是因为南方有更多公司满足上市条件。作为验证，本文考察南北方在更多市场及板块的市值及数量，如表 2 所示。<sup>5</sup>

表 2 各股票市场南北方上市公司数量及总市值对比

	总市值（亿元）			数量		
	南方	北方	南北比值	南方	北方	南北比值
A 股	459 132	210 940	2.18	2 649	1 014	2.61
科创板	24 170	10 747	2.25	157	58	2.71
创业板（注册制）	4 133	2 223	1.86	48	14	3.43
港股	185 674	81 488	2.28	335	185	1.92
美股	89 139	32 405	2.75	115	80	1.44

注：本表数据截至 2020 年 12 月 31 日，不含已退市公司及央企；其中，A 股数据不包括科创板上市公司；创业板数据仅包括以注册制上市的公司；美股数据包括纽交所、美交所及纳斯达克上市的公司。

上述市场在财务、盈利能力等方面具有不同松紧程度的要求。在所有市场和板块，南方均具有更多上市公司数量和更高总市值。尤其在总市值方面，除样本量较小的创业板（注册制）外，南方在其余四个市场或板块的上市公司总市值均超过北方的两倍。综上，在具有不同上市要求松紧度的市场和板块下，南方和北方在上市公司数量和市值规模上都具有较大差距。这说明南北方上市公司数量及市值规模存在显著差距这一结果，在实行核准制或注册制及具有不同上市门槛的市场与板块均是稳健的。

### 三、上市公司经营状况及估值的南北方差异

在第二部分，本文发现南北方上市公司总市值规模的差距正逐渐扩大的事实并初步推断认为：此差距的扩大不仅因为南方具有更多的新上市公司，还由于南方已上市公司具有更高的市值增长速度。若该推断成立，则必定有如下事实：一方面，南方上市公司应该具有更好的经营和发展状况，以具备更有效率地通过市场融资的条件，这一点可通过上市公司营业收入及盈利的增长验证；另一方面，若南方上市公司具有更好的经营和发展状况，资本市场中的投资者应对南方上市公司更加看好，这一点可通过上市公司估值验证。

#### （一）公司估值水平

首先验证南方上市公司是否在股票市场上具有更高的估值。本研究通过计算总市值加权的南北方上市公司市盈率（PE）来进行分析，如公式（1）。<sup>6</sup>其中  $i$  代表南北方地区， $S_{it}$  为地区  $i$  在  $t$  期所包含的上市公司集合， $MV_{jt}$  及  $RNP_{jt}$  分别为公司  $j$  在  $t$  期的总市值（Market Value, MV）和经常性净利润（Recurrent Net Profit, RNP）<sup>7</sup>。

<sup>5</sup> 数据来源：Wind 金融数据库。

<sup>6</sup> 由于按上市公司总市值加权后的南北方市盈率受极大离群值的影响较大，因此本文计算各公司市盈率的倒数，即盈市率 EP，按总市值加权平均，再将最后的结果取倒数得到南北方市盈率。为使指标更真实反映公司经营活动的收益，我们采用经常性净利润（即扣非净利润）作为净利润。

<sup>7</sup> 上市公司年报自 1999 年起才被要求披露扣非净利润数据，此前数据仍采用净利润代入计算。

$$\begin{aligned}
 PE_{it} &= \frac{1}{EP_{it}} = \frac{1}{\frac{\sum_{j \in S_{it}} (MV_{jt} \cdot EP_{jt})}{\sum_{j \in S_{it}} MV_{jt}}} = \frac{1}{\frac{\sum_{j \in S_{it}} (MV_{jt} \cdot \frac{RNP_{jt}}{MV_{jt}})}{\sum_{j \in S_{it}} MV_{jt}}} \\
 &= \frac{\sum_{j \in S_{it}} MV_{jt}}{\sum_{j \in S_{it}} RNP_{jt}} = \frac{MV_{it}}{RNP_{it}}. \quad (1)
 \end{aligned}$$

由上式可知,此计算方法等价于分别求南北方总市值与总净利润之比,这也与此指标的经济学意义相符:我们可将南北方上市公司的总体理解为两个大上市公司,其经济活动即为其范围内的全部上市公司经济活动的总和。仍以2008年年底为界划分两阶段,如图2所示,前一阶段中南北方上市公司市盈率接近;而后一阶段,南方上市公司市盈率始终高于北方,南方上市公司市盈率均值为23.54,标准差为4.54,而北方均值为10.15,标准差为2.17,南方公司市盈率之比的均值为2.34,南方公司市盈率几乎始终是北方的两倍以上。<sup>8</sup>注意到在2007年起的牛熊市转换过程中,南北方总市值的差距尚未显现,但估值差距已逐渐拉开,这一定程度反映了资本市场对于实体经济表现预测的前瞻性。

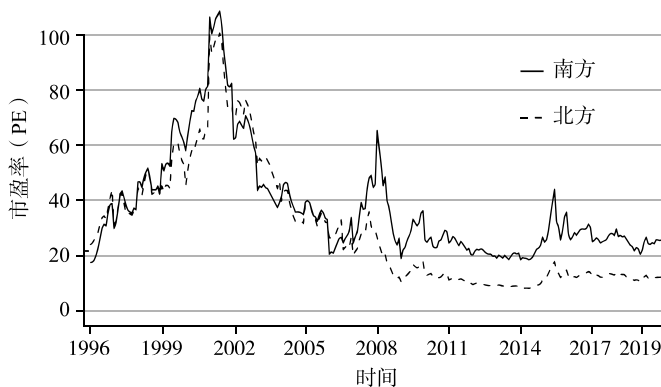


图2 南北方上市公司平均市盈率

南北方上市公司市盈率差距可能源自两方面:一方面,不同行业的平均市盈率不同,因此南北方上市公司的行业分布差异会影响整体市盈率水平;另一方面,同行业内南北方公司的平均市场估值可能存在差异。为进一步考察行业结构差异和同行业内差异对南北方上市公司市盈率差距的影响,本文考虑如下思想实验:假设南北方上市公司市盈率差异完全由不同行业的比重差异带来,则在任一行业内,任何公司的市盈率都是相同的。基于各月真实的上市公司市盈率数据,我们按照行业大类划分<sup>9</sup>,分别计算各行业的市值加权平均市盈率,作为该行业当期的市盈率。接着分别计算南北方各行业上市公司总市值作为权重,得到假设市盈率不存在行业内差异的南北方上市公司整体市盈率,南北方在这一市盈率计算结果上的差值将反映行业结构差异对南北方市盈率差距的影

<sup>8</sup> 第一阶段南北方市盈率均偏高且波动率较大,这与我国A股发展早期不够成熟等因素有关;第二阶段中,随着股票市场有效性提高,南北方上市公司市盈率较为稳定,与国际股票市场平均市盈率更加接近。

<sup>9</sup> 数据来源:锐思金融研究数据库(<http://db.resset.com>)。

响。另一方面，本文在固定行业大类效应后计算南北方市盈率，即南北方在各行业的上市公司市盈率差值的等权平均，其结果意义为南北方同行业内公司市盈率差距。

分别计算两阶段南北方公司市盈率差值，假设行业内市盈率无差异的市盈率差值及固定行业大类效应后的市盈率差值，并对差值序列做单侧样本  $t$  检验，备择假设为“南北方公司市盈率差值大于 0”，结果如表 3。在第一阶段，南北市盈率差值为 3.71，假设行业内无差异的市盈率差值为 1.99，略小于真实的市盈率差值，固定行业效应后的市盈率差值显著性不高。而第二阶段，南北方上市公司市盈率差值均值达 13.36，假设行业内无差异的市盈率差值达 10.29，这说明经济结构的不同对南北方公司市盈率差距有重要影响，南方总体而言将资本和资源更多地配置到市场更看好的行业之中；同时，固定行业效应后的市盈率差异为 2.03，平均而言相同行业内的南方上市公司的估值也显著更高。

表 3 南北市盈率 (PE) 差值比较及检验

	南北方 PE 差值		南北方 PE 差值 (假设行业内无差异)		南北方 PE 差值 (固定行业效应)	
	均值	$t$ 值	均值	$t$ 值	均值	$t$ 值
1996—2008 年	3.71	5.08***	1.99	4.96***	1.37	1.36*
2009—2019 年	13.36	58.07***	10.29	58.58***	2.03	5.20***

注： $t$  检验为单侧样本检验，备择假设为 PE 差值大于 0；\*\*\*、\*\*和\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平显著。

## (二) 公司业绩增长

下面验证本节另一个设想：南方上市公司营业收入增长及盈利增长更快。与前文思路一致，我们将南北方分别视为两个大型公司，将历年区域内上市公司净利润加总，分别作为南北方净利润，并据此计算年增长率。为排除新上市公司的影响，在上述计算过程中，仅考虑  $t-2$  年年底之前上市的公司。为更准确评估公司盈利状况，采用扣非净利润 (Recurrent Net Profit, RNP) 计算。南北方扣非净利润增长率及营收 (Operating Revenue, OR) 增长率如公式 (2)、(3)，其中  $i$  代表南北方， $S_{i,t-2}$  为地区  $i$  在  $t-2$  年的上市公司集合。

$$RNPGR_{i,t} = \frac{RNP_{i,t}}{RNP_{i,t-1}} - 1 = \frac{\sum_{j \in S_{i,t-2}} RNP_{j,t}}{\sum_{j \in S_{i,t-2}} RNP_{j,t-1}} - 1, \quad (2)$$

$$ORGR_{i,t} = \frac{OR_{i,t}}{OR_{i,t-1}} - 1 = \frac{\sum_{j \in S_{i,t-2}} OR_{j,t}}{\sum_{j \in S_{i,t-2}} OR_{j,t-1}} - 1. \quad (3)$$

增长率计算结果如表 4 所示。为更清晰对比盈利增长趋势，本文将 1996 年作为基期，以上述计算得到的历年增长率进行累积，得到 1996—2019 年营业收入及扣非净利润变化，如图 3 所示。2009 年之前，南北方上市公司营业收入增长率接近，北方具有相对稍高的年均利润增长率；在第二阶段的 11 年间，南方公司营业收入增长率在其中的 10 年都高于北方，尤其是 2015 年来，南北方营收及扣非净利润差距愈发凸显，北方公

司在其中4年的扣非净利润年增长率不足5%，盈利增长遭遇严峻挑战。做备择假设为南方增长率高於北方的配对样本 Wilcoxon 检验<sup>10</sup>，结果同样表明南方在第二阶段显著具有更高的营业收入增长率和扣非净利润增长率，因此有理由认为南方公司在近年业绩增长更快。这也说明2009年后资本市场对南方公司估值更高存在其合理性。<sup>11</sup>

表4 南北方历年营业收入及扣非净利润增长率

单位：%

年份	营业收入增长率			扣非净利润增长率		
	南方	北方	南方—北方	南方	北方	南方—北方
1997—2008年(年均)	16.93	17.34	-0.41	11.40	14.96	-3.56
2009—2019年(年均)	16.09	11.61	4.48	18.12	10.84	7.28

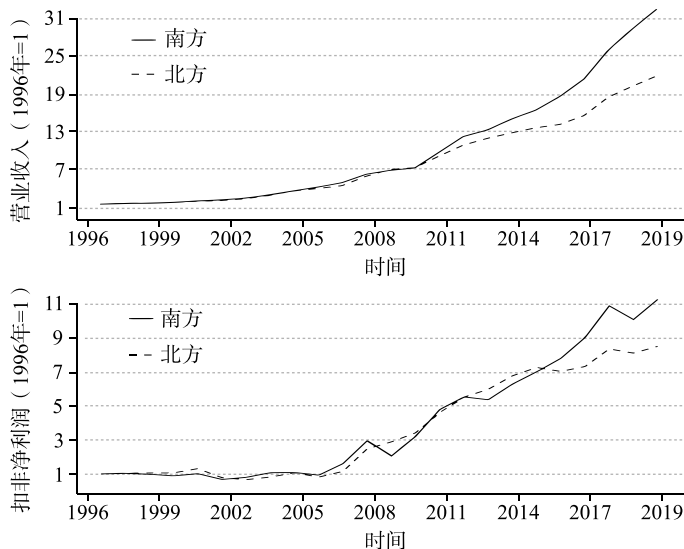


图3 南北方营业收入及扣非净利润变化

至此，本部分的两方面验证均已完成。在1996—2008年，南北方上市公司的市场估值水平和业绩成长表现变化趋势相近，而2009年以来，南北方公司表现差距突显：市场估值水平方面，投资者对南方上市公司更加青睐，南方公司平均而言具有更高的市盈率；业绩增长表现方面，南方上市公司具有更高的营业收入及扣非净利润增速。上述差异不仅来自同行业间南北方公司平均表现的差异，还来自南北方上市公司的整体行业结构差异。前者说明在微观公司层面，南方上市公司平均而言具有更高估值水平和成长速度，而后者说明在宏观层面，南方整体而言将资源更多地配置在市场更加看好、增长速度较快的行业中。

<sup>10</sup> 因不同年份间不能直接比较而选择配对样本检验，用 Wilcoxon 检验以放宽对分布的假设。两阶段检验  $p$  值分别为营收增长率：0.575、0.001；扣非净利润增长率：0.633、0.051。

<sup>11</sup> 我们对业绩表现也进行了上文的思想实验，结果表明，2009年以来南方公司营业收入和利润增长速度高于北方的现象，不仅来自行业结构的差异，还由于南方公司平均而言在同行业内都具有更高业绩增速。

#### 四、股票市场表现的南北方差异

总市值规模差距扩大的第二个可能原因是南方已上市公司在市场中具有更高市值增长速度。我们试图说明南方已上市公司股票具有更高的市场收益率，从而吸引投资者进一步投资，形成上市公司、投资者、资本市场之间的正向循环。

##### (一) 已上市公司市值增长差异

为单独识别南北方已上市公司市值增长的差异，与前文思想类似地，本文将南北方视作两个大型公司。 $t$  年年末南北方已上市公司总市值增长率（Market Value Growth, MVG）为：对应区域内  $t-3$  年年末前已经上市的公司  $t$  年年末的总市值年增长率。<sup>12</sup> 经计算，1996—2008 年，南北方已上市公司总市值分别增长 4.46 倍和 4.87 倍；而 2009—2019 年，南北方已上市公司总市值分别增长 3.14 倍和 1.34 倍，年均市值增幅分别为 13.79% 和 8.20%。对此阶段年市值增长率做配对样本  $t$  检验，备择假设为“南方高于北方”， $t$  值为 2.63，即南方市值增长显著高于北方。

##### (二) 股票回报率差异

为证明南北方上市公司股票回报率存在差异，本文基于 Fama and MacBeth (1973) 的方法做如下分析：因变量为个股层面的月度回报率，构建南北哑变量 *south* 作为自变量（公司位于南方取 1，位于北方则取 0）。对每一期均做上述分析后，得出各系数估计在不同截面的平均值及  $t$  检验结果如表 5。其中，除 *south* 外的变量均为有关研究中常用变量，所得结果与先前有关研究一致。在第一阶段，*south* 系数估计值几乎为零，这意味着股票回报率不存在明显的南北方差异；第二阶段，*south* 系数估计值大于零且显著，即平均而言南方公司的股票具有更高回报率。基于列 (6) 的估计，南方公司平均具有 0.21% 的超额月回报率，年化即 2.55%。

表 5 个股收益率的 Fama-MacBeth 回归

	1996 年 1 月至 2008 年 12 月			2009 年 1 月至 2019 年 12 月		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
截距	0.0169** (2.08)	0.0169** (2.07)	0.0650 (1.40)	0.0175** (2.28)	0.0150* (1.89)	0.0790* (1.80)
$\beta$		0.0001 (0.18)	-0.0001 (-0.46)		0.0006 (1.53)	-0.0003 (-0.89)
$\log(ME)$			-0.0028** (-2.42)			-0.0029*** (-2.65)

<sup>12</sup> 要求样本集合中公司在  $t-3$  年年末前已上市主要为了排除次新股异动影响。由于我国股市存在新股上市后股价短期内大幅波动和非理性攀升的现象（宋顺林和唐斯圆，2019）。本文也尝试将  $t-3$  替换为  $t-2$ 、 $t-4$  等更多情形，结论稳健。

(续表)

	1996年1月至2008年12月			2009年1月至2019年12月		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$EP^+$			0.5678*** (8.67)			0.2407*** (4.80)
$south$	-0.0003 (-0.28)	-0.0003 (-0.24)	-0.0001 (-0.12)	0.0022** (1.98)	0.0025** (2.25)	0.0021** (2.27)
$R^2$	0.0029	0.0149	0.0691	0.0174	0.0264	0.0636

注：本表汇报 Fama-MacBeth 回归结果，首先对每只股票的月收益率序列基于 CAPM 模型回归得出  $\beta$  估计值，再对全部股票的收益率做自变量为前一期  $\beta$ 、市值及市盈率的截面回归（即采用与 Liu et al.(2019) 相同的处理），对各期重复上述回归。 $R^2$  为各期回归  $R^2$  的平均值。括号内为对应系数估计检验  $t$  值；\*\*\*、\*\*和\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平显著。

注意到在表 5 的分析中加入市值和市盈率相关变量后， $south$  的系数估计值仍显著大于零，说明市值和市盈率并不能解释 2009 年后南北上市公司股票回报率的差异。本文进一步构建南北方股票组合，并基于因子模型进一步分析。此类关于风险因子定价模型的研究中，Sharpe et al.(1964) 首先提出 CAPM 模型。在此基础上，Fama and French (1993) 提出市场、市值、账面市值比三因子模型，对股票回报具有更好的解释率。此后，一些研究进一步探索新解释因子，如动量因子 (Carhart, 1997)、盈利能力和投资风格因子 (Fama and French, 2015) 等。因子模型对 A 股市场的解释能力及改进也受到国内学者关注。潘莉和徐建国 (2011) 采用市场、市值、市盈率构建“中国版”三因子模型，对 A 股回报率具有很好的解释能力。赵胜民等 (2016) 分析认为 A 股中盈利能力和投资风格因子冗余。Liu et al.(2019) 发现 A 股小市值股票的“壳价值”是导致三因子模型解释异常的主要原因，并基于“中国版”三因子模型，在因子构建过程中剔除市值最小的 30% 的股票，证明此模型在解释 A 股异象方面的表现更优。

综上，本文采用 Liu et al. (2019) 的方法构建各期市场因子 MKT、市值因子 SMB 及价值因子 VMG。对每一月，将市值最小的 30% 的股票剔除后的剩余股票集合作为股票池。市场因子 MKT 为总市值加权平均市场收益率  $R_m$  减去无风险利率  $R_f$ 。而后基于市值和市盈率对股票分组：上月市值较大的 50% 组成 B (Big) 组，较小的 50% 组成 S (Small) 组；上月市盈率较高的 30% 组成 G (Growth) 组，市盈率较小的 30% 组成 V (Value) 组，其余归为 M (Mid) 组。将两种分组方式交叉，得到 SG、SV、SM、BG、BV 和 BM 六个组。为叙述方便，用组名代表该组股票当期总市值加权平均收益率，下同。计算 SMB 和 VMG 如公式 (4)、(5)。

$$VMG = \frac{1}{2}(SV + BV) - \frac{1}{2}(SG + BG), \quad (4)$$

$$SMB = \frac{1}{3}(SG + SV + SM) - \frac{1}{3}(BG + BV + BM). \quad (5)$$

构建股票组合 RS、RN：在各月按前一月总市值加权购买全部南方股票 (RS) 或全部北方股票 (RN)。对两阶段分别做如公式 (6) 的回归，其中  $R_t$  为股票组合月度收益

率，结果如表 6 所示。<sup>13</sup>

$$R_t - R_{ft} = \alpha + mMKT_t + sSMB_t + vVMG_t + \epsilon_t \quad (6)$$

在 CAPM 模型中，有且仅有第二阶段的南方股票组合存在显著为正的超额市场回报率，也即在第一阶段，投资者持有南方或北方股票组合所获得的回报均与市场回报接近，而在第二阶段，持有南方股票组合则可带来 0.29% 的月超额回报率（年化为 3.54%），而持有北方股票组合则无显著超额回报。<sup>14</sup> 三因子模型中，虽然市值因子 SMB 和价值因子 VMG 的估计值显著，但第二阶段 RS 仍具有显著为正的未被解释的超额回报率。上述结果均表明，2009 年后，南方公司在 A 股市场上表现出更高的超额回报率。<sup>15</sup>

表 6 三因子模型回归结果

	1996 年 1 月至 2008 年 12 月				2009 年 1 月至 2019 年 12 月			
	RS (南方组合)		RN (北方组合)		RS (南方组合)		RN (北方组合)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
截距	-0.05 (-0.29)	-0.08 (-0.58)	-0.13 (-0.67)	0.03 (0.13)	0.29** (2.13)	0.28*** (3.22)	-0.03 (-0.26)	-0.11 (-1.11)
MKT	1.00*** (54.92)	1.00*** (72.05)	1.00*** (44.74)	0.99*** (47.93)	1.09*** (62.36)	1.05*** (93.09)	0.93*** (72.46)	0.95*** (71.75)
SMB		0.21*** (8.43)		-0.02 (-0.63)		0.17*** (6.41)		-0.02 (-0.73)
VMG		-0.03 (-1.05)		-0.03 (-0.75)		-0.20*** (-6.96)		0.11*** (3.35)
R <sup>2</sup>	0.9550	0.9735	0.9337	0.9405	0.9648	0.9879	0.9737	0.9767

注：括号内为对应系数估计检验  $t$  值；\*\*\*、\*\*和\*分别表示在 1%、5%和 10%水平显著。

### (三) 基于投资组合表现的验证

为更直观地从经济意义上验证南北方上市公司股票市场的表现差异，本文考虑如下南（北）投资组合：自 1996 年 1 月起，以前一月市值为权重持有全部南（北）方上市公司股票，每月底调整持仓，并做空相同资产数额的沪深 300 股指期货。<sup>16</sup> 策略累积收益如图 4。2008 年之前，南北组合收益接近，而 2008 年至 2019 年年底，北方组合累积收益率在零附近波动，即北方上市公司整体而言并未跑赢市场，而南方组合则较为持续稳定地跑赢市场，至 2019 年年底，已取得超过 60% 的累积收益率，这进一步印证了此前分析的结论。

<sup>13</sup> 计算均采用百分数以使估计系数  $\alpha$  更符合对收益率的表述习惯。

<sup>14</sup> 本文所构建的南北方组合的加总并不等于整个市场，因此两投资组合的超额回报率之和不一定为零。

<sup>15</sup> 此外，采用相同方法的分产业分析得出，第二阶段，南方制造业和服务业组合均具有更高市场收益，南北组合在制造业的差异更加明显。

<sup>16</sup> 为研究需要，本文计算月市值加权平均市场收益率作为 2005 年沪深 300 发布前的指数，并假定在 2010 年股指期货推出前，投资者可基于指数实现类似的交易策略。

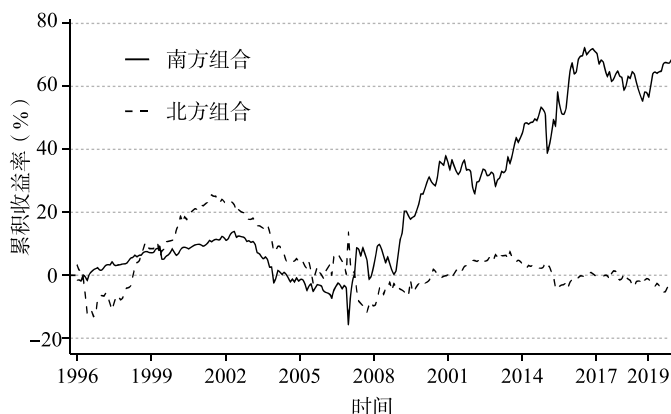


图4 投资组合累积收益率

## 五、机制分析及影响讨论

### (一) 南北方上市公司表现差异的形成及扩大机制

综合上述研究结果可以得到如下结论：南北方上市公司的多方面指标表现对比均可以2009年为界分为两个阶段。在前一阶段，南北方上市公司的各指标变化趋势接近，至2008年年末，南北方上市公司总市值接近，南北比值为0.99；第二阶段，南北总市值比不断增大并于2019年年底上升至2.00。此差距一方面来自南方具有更大的新上市公司数量及募资总额；另一方面来自已上市公司在股票市场作用下的市值变化。南方上市公司股票具有更高的累积收益，具有显著的超额收益率，说明南方上市公司具有更高的市值增长。南北方上市公司在数量、规模及发展速度上的差异形成上市公司、市场及投资者之间的一种循环机制如图5。

首先，南方上市公司近年具有更高的营收和净利润增长速度，公司业绩的增长也能够较好地通过资本市场反映到其股价的提高上，因此南方上市公司具有更高超额市场回报率。进一步地，更好业绩成长及更高市场回报率使公司获得更高的市场估值水平，股票市场中投资者的投资偏好也会向南方公司股票倾斜。市场及投资者的青睐使南方公司整体而言能获得更好的融资机会和更高的融资效率，从而促进南方企业收入及利润进一步增长。

需要强调的是，机制运行的本身在南北方之间应当无差异。换言之，上市公司并不会单纯因为地理位置在南方就获得了更明显的股价提高和市场估值。正是因为南方整体而言在此机制的各个环节逐渐呈现优势，在此正向循环机制的帮助下，南方上市公司能够获得更高的股价和市值增长速度，以及更有利的融资条件。<sup>17</sup>与南方相对比，北方上市公司在其收入及盈利增长、市场估值及市场回报上均相对较低，使得上述循环不能有效

<sup>17</sup> 本文基于1996—2019年年度数据对上述机理做出验证，具有更高净利润增长率的公司股票将获得更高的股价提升；超额市场收益率更高的股票的未来估值增长更大。此外，*south*系数估计值不显著，证明上述传导机制本身在南北方公司之间无显著差异。上述结果受篇幅所限未在正文展示。



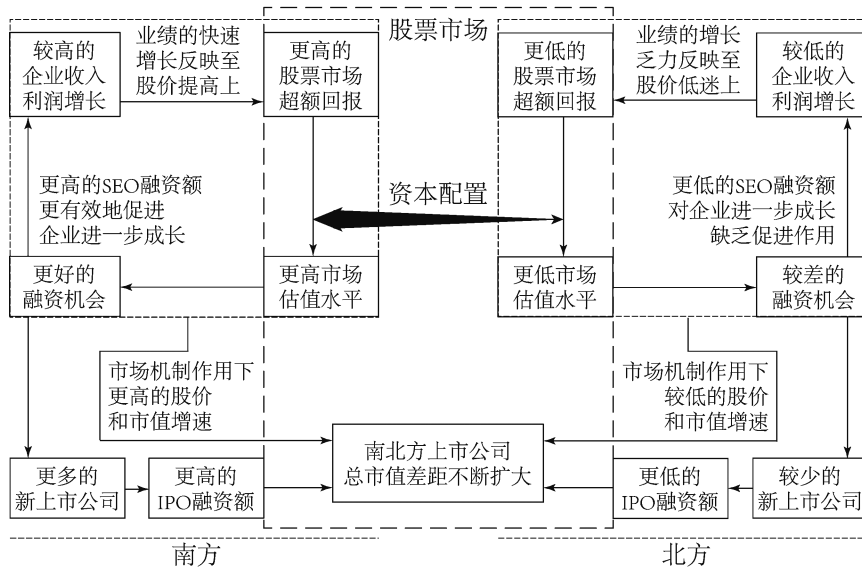


图 5 南北方上市公司表现差异的形成及扩大机制

形成，差距不断扩大。另外，南方在近年具有更多的新上市公司及更高的融资额。这意味着这一机制给南北方上市公司表现差距带来的影响规模也不断扩大。

## （二）南北方差异形成的宏观背景

多项经济指标及已有研究显示，南北方宏观经济差距于近年不断扩大。整体而言，公司表现很大程度上与当地宏观经济发展水平相关。对此，本文从如下五方面探讨差异形成的宏观背景。

（1）营商环境：地区营商环境评价更高，意味着当地具有效率更高、竞争更公平的市场环境，更高效的政务环境以及更公正透明的法律政策环境等，有助于促进企业发展。本文基于张三保等（2020）中的分省营商环境评价结果，计算按分省 GDP 加权的南北方营商环境得分表明，南方得分为 60.47，北方得分为 54.89。更加值得注意的是，北方仅有北京（78.23 分）高于南方平均得分，而分省得分排序位于中位数之前（前 15）的省份中，南方占据 12 席。这充分说明南北方在营商环境上的差距在省级层面具有普遍性。

（2）特区、自贸区及经济功能区建设：国家区域经济战略一直是我国经济发展的最主要推动力之一。一系列国家级和省部级的区域经济战略被提出，对地区经济发展起到重要促进作用。大范围经济功能区方面，在国家级经济特区、综合配套改革试验区及自由贸易区数量上，南方均具有优势。小范围经济功能区方面<sup>18</sup>，219 个国家级经济开发区中，南方占据 130 个，北方占据 89 个，南北数量之比为 1.46；162 个国家级高新区方面，南方占据 99 个，北方占据 63 个，南北数量之比为 1.57。南方在各级各类经济功能

<sup>18</sup> 小范围经济功能区在经济发展中扮演重要角色；据 2019 年发布的统计数据整理，国家级经济开发区实现 GDP 占全国约 11%；国家级高新区实现全国 GDP 约 12%，研发投入约占全国的 47%。

区的建设数量上均相比北方具有明显优势,有理由认为其是构成南北方经济及资本市场发展差距的成因之一。

(3) 金融资源配置:金融的资源配置作用使其与各实体经济产业紧密联系,成为经济活动中愈发重要的一环。资源通过金融市场从低效部门转移至高效部门,从而实现更高效的资源配置。本文总结的机制正是金融资源配置作用的一种体现。南方公司更善于利用资本市场促进自身发展,其金融资源配置效率更高。此外在信息传输、软件和信息现代服务业等整体回报高于市场的高新技术行业,南北方公司的市场表现差距更大,这也与 Carlin and Mayer (2003) 的理论相符,即市场导向型金融资源配置有利于高新技术产业成长。

(4) 商业文化传统:商业文化传统作为一种地区文化禀赋,对市场化制度变迁过程起到促进作用。受地理环境、历史发展及人文观念等因素影响,不同地区具有不同的商业文化传统。北方在历史上具有更浓厚的“农耕文化”色彩,商业传统较为薄弱,而南方则具有较丰富的商业文化。商业文化传统上的差异使得南方在市场化进程中有充足的推动和更少的阻碍,进而更快更充分地实现经济转型。

(5) 技术创新与人才培养:从公司的角度看,更高的业绩增长是发挥资本市场促进作用的关键,而技术创新和人才培养则是长期发展的核心竞争力。2019年南北方上市公司研发投入总金额分别为4907亿元和3417亿元,南北比值为1.44。此外,南方公司平均而言在研发人员占比上也高于北方。有理由认为,南方公司平均而言更注重基础创新及人才培养,具有更高比例的研发投入。

### (三) 南北方上市公司表现差异与宏观经济表现差异的密切联系

由上述讨论可以得出,南北方宏观经济背景的差异通过多个方面影响着上市公司的表现差异。同时,二者可能存在相互影响。第一,南北方上市公司和宏观经济各指标的变化趋势具有一致性,重要拐点相近,甚至上市公司市场估值等一些指标对预测宏观经济具有一定的前瞻性;第二,从经济意义来看,随着我国上市公司数量不断增加,股票市场不断完善,上市公司已成为经济活动中的重要组成部分,所涉及行业愈发全面,从而将这种影响传递至各行业实体经济;第三,该机制的内在推动力为投资者投资倾向的倾斜和资本的流动。南北方经济在2008年金融危机之后均面临较大的经济恢复和结构转型压力,资本市场在配置资源中的作用则为促进上述变化提供有效途径。因此,有理由认为上市公司和资本市场表现的差异是构成影响宏观经济发展的原因之一。

## 六、结论及政策建议

本文分析南北方上市公司在数量、规模及成长表现等方面的差异,得出结论:整体而言,1996—2008年,南北方上市公司各方面表现相近,而2009年以来,南方显著拉开与北方的差距,且在近年显著扩大优势。本文进一步从上市公司、资本市场及投资者间的作用关系分析差异形成的循环机制,即南方上市公司在近年具有更高的营业收入和

盈利增长，反映到其股价上，带来更高的市场回报。公司更好的业绩成长表现及更高的市场回报率使其具有更高的市场估值水平，投资者的投资偏好和资产配置也向南方上市公司股票倾斜。市场及投资者的青睐使南方公司具备更好的融资机会和更高的融资效率，进而促进企业收入及利润的进一步增长。本文还从营商环境、经济功能区建设、金融资源配置、商业文化传统、技术创新和人才培养等方面讨论南北上市公司表现差异的形成原因及与宏观经济表现差异间的密切联系和相互影响。

现阶段，南北方公司在盈利增长、估值和收益表现上已经出现显著的地区间差距，说明此机制差异带来的影响已十分明显，不容小视。同时，中国南北方经济发展的差距也不断扩大。因此，从这一机制入手，是应对南北方经济发展差距不断扩大的有效思路之一。鉴于此，本文提出如下建议：第一，在宏观层面，宜重视促进各类要素合理流动和高效集聚，加快经济结构转型，增强创新发展动力。第二，在微观企业层面，公司宜注重业绩增长的长期发展，提高资本利用效率。公司应结合主营业务实际，妥善利用资本，适当提高研发投入，积极推动技术进步和模式创新，优化产品及服务，以从长远角度提升盈利能力。第三，在资本市场建设方面，应鼓励以股票市场为代表的金融市场发展成熟。资本在行业间的流动是区域经济结构转型的重要润滑剂和推动力，而股票市场的发展创新及逐步成熟则为其提供高效的途径。上述思路不仅适用于在经济转型期间急需重回较快经济增长轨道的我国北方地区，也广泛适用于在市场竞争中暂时相对劣势的具体地区和细分行业。

南北方经济发展差距的问题重要而宏大。本研究以一个崭新的视角对此问题进行了深入的分析 and 探讨，得到了富有理论和应用价值的结论，供后续研究作为参考。而从更多角度深入全面地分析经济增长中的南北方差距，将是中国经济发展分析的重要命题之一，有待更多的研究和讨论。

## 参 考 文 献

- [1] Carhart, M. M., "On Persistence in Mutual Fund Performance", *The Journal of Finance*, 1997, 52 (1), 57-82.
- [2] Carlin, W., and C. Mayer, "Finance, Investment, and Growth", *Journal of Financial Economics*, 2003, 69 (1), 191-226.
- [3] 邓忠奇、高廷帆、朱峰, "地区差距与供给侧结构性改革——‘三期叠加’下的内生增长", 《经济研究》, 2020年第55卷第10期, 第22—37页。
- [4] Fama, E. F., and K. R. French, "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", *Journal of Financial Economics*, 1993, 33 (1), 3-56.
- [5] Fama, E. F., and K. R. French, "A Five-Factor Asset Pricing Model", *Journal of Financial Economics*, 2015, 116 (1), 1-22.
- [6] Fama, E. F., and J. D. MacBeth, "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests", *Journal of Political Economy*, 1973, 81 (3), 607-636.
- [7] 樊纲、王小鲁、张立文、朱恒鹏, "中国各地区市场化相对进程报告", 《经济研究》, 2003年第3期, 第9—18+89页。
- [8] 方君雄, "市场化进程与资本配置效率的改善", 《经济研究》, 2006年第5期, 第50—61页。
- [9] Hasan, I., M. Koetter, and M. Wedow, "Regional Growth and Finance in Europe: Is There a Quality Effect of Bank Efficiency?", *Journal of Banking and Finance*, 2009, 33 (8), 1446-1453.
- [10] 侯智杰、蒋宇翔、许恒、覃雁月, "新三板股票差异化分析与价格有效性研究——兼论中小微企业直接融资政

- 策”,《数量经济技术经济研究》,2019年第36卷第12期,第105—122页。
- [11] 李青原、李江冰、江春、K. X. D. Huang,“金融发展与地区实体经济资本配置效率——来自省级工业行业数据的证据”,《经济学》(季刊),2013年第12卷第2期,第527—548页。
- [12] 李善同、何建武、唐泽地,“从价值链分工看中国经济发展南北差距的扩大”,《中国经济报告》,2019年第2期,第16—21页。
- [13] Liu, J., R. F. Stambaugh, and Y. Yuan, “Size and Value in China”, *Journal of Financial Economics*, 2019, 134 (1), 48-69.
- [14] 刘荣茂、刘恒昕,“沪港通对沪市股票市场有效性的影响”,《经济与管理研究》,2015年第36卷第8期,第54—62页。
- [15] 麦勇、胡文博、于东升,“上市公司资本结构调整速度的区域差异及影响因素分析——基于2000~2009年沪深A股上市公司样本的研究”,《金融研究》,2011年第7期,第196—206页。
- [16] 潘莉、徐建国,“A股市场的风险与特征因子”,《金融研究》,2011年第10期,第140—154页。
- [17] Sharpe, W. F., “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk”, *The Journal of Finance*, 1964, 19 (3), 425-442.
- [18] 盛来运、郑鑫、周平、李拓,“我国经济发展南北差距扩大的原因分析”,《管理世界》,2018年第34卷第9期,第16—24页。
- [19] 宋顺林、唐斯圆,“首日价格管制与新股投机:抑制还是助长?”,《管理世界》,2019年第35卷第1期,第211—224页。
- [20] 孙伍琴、王培,“中国金融发展促进技术创新研究”,《管理世界》,2013年第6期,第172—173页。
- [21] Wurgler, J., “Financial Markets and the Allocation of Capital”, *Journal of Financial Economics*, 2000, 58 (1-2), 187-214.
- [22] 武志伟、周耿、陈莹、吴宜真,“中国股票市场融资融券制度有效性的实证检验——基于实验经济学视角的研究”,《中国经济问题》,2017年第1期,第49—59页。
- [23] 杨多贵、刘开迪、周志田,“我国南北地区经济发展差距及演变分析”,《中国科学院院刊》,2018年第33卷第10期,第1083—1092页。
- [24] Zhang, Q., Z. Xu, T. Feng, and J. Jiao, “A Dynamic Stochastic Frontier Model to Evaluate Regional Financial Efficiency: Evidence from Chinese County-Level Panel Data”, *European Journal of Operational Research*, 2015, 241 (3), 907-916.
- [25] 张三保、康璧成、张志学,“中国省份营商环境评价:指标体系与量化分析”,《经济管理》,2020年第42卷第4期,第5—19页。
- [26] 赵胜民、闫红、蕾张凯,“Fama-French五因子模型比三因子模型更胜一筹吗——来自中国A股市场的经验证据”,《南开经济研究》,2016年第2期,第41—59页。
- [27] 郑济孝,“XBRL格式财务报告对中国股市有效性的影响研究”,《金融研究》,2015年第12期,第194—206页。

## The Performance Difference and Its Formation Mechanism of A-Share-Listed Companies in Southern and Northern China

HE Zhiheng TANG Ke

(Tsinghua University)

KANG Wenjin\*

(University of Macau)

**Abstract:** We examine the performance difference between A-share-listed companies in Southern and Northern China. Based on the data from 1996 to 2019, we find that Southern China outperforms Northern China in the number of listed companies, aggregate market value, revenue and profit growth rates. We provide a mechanism to explain the observed performance difference between the listed companies in Southern and Northern China. Further analysis suggests that this difference is closely related to the regional business environment, financial resource allocation, and economic policies, and is one of the important reasons for the widening of the economic gap between Southern and Northern China.

**Keywords:** company performance difference; regional difference; Southern and Northern China

**JEL Classification:** G10, G32, G14

---

\* Corresponding Author; Kang Wenjin, Department of Finance and Business Economics, Faculty of Business Administration, University of Macau, Avenida Universidade de Taipa, Macau SAR, China; Tel: 853-88224167; E-mail: wenjinkang@um.edu.mo.