

九江学院会计学院学术文库



STUDY ON THE EFFECT OF  
ENTERPRISES' CROSS-BORDER LISTINGS ON  
COMPETITIVE ADVANTAGES:  
The Perspective of Strategic Risk Governance

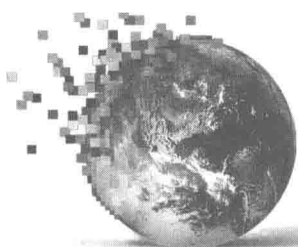
战略风险治理视角下企业跨境  
上市对竞争优势的影响研究

袁德利 ◎著



经济科学出版社  
Economic Science Press

九江学院会计学院学术文库



# 战略风险治理视角下企业跨境 上市对竞争优势的影响研究

袁德利 著



经济科学出版社  
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

战略风险治理视角下企业跨境上市对竞争优势的影响研究/  
袁德利著. —北京: 经济科学出版社, 2016. 4  
ISBN 978-7-5141-6867-9

I. ①战… II. ①袁… III. ①跨国公司-企业管理-  
研究-中国 IV. ①F279.247

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 083618 号

责任编辑: 刘 莎  
责任校对: 郑淑艳  
责任印制: 邱 天

战略风险治理视角下企业跨境上市对竞争优势的影响研究

袁德利 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010-88191217 发行部电话: 010-88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京财经印刷厂印装

710×1000 16 开 16.75 印张 230000 字

2016 年 4 月第 1 版 2016 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-6867-9 定价: 59.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010-88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010-88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

# 前 言

---

作为战略管理核心构件之一的战略风险管理，强调在现行制度框架内，通过对风险控制的流程、方法进行优化等管理手段来降低和控制风险。由于无法触及“如何从顶层制度安排层面确保企业由正确的人正确地做出战略决策并正确地实施”这一深层次问题，战略风险管理注定了难以从根本上降低和控制企业战略风险的结局。而一旦上升到顶层制度安排层面来确保战略风险控制的有效性，就已经不是单纯的治理问题或战略风险管理问题，而是属于二者的交叉领域，即战略风险治理问题。

改革开放 30 多年来，中国经济实力不断增强，目前已成为全球第二大经济体。然而，中国资本市场的发展相对滞后，企业“融资难”成为普遍现象。而美国是全球最大的经济体，拥有更加发达而开放的资本市场，越来越多的中国企业选择赴美上市。中国企业赴美上市后，企业所面临的法律制度、利益相关者等内外部环境会发生较大变化。

作为自适应组织，企业会根据内外部环境变化调整其战略风险控制相关的顶层制度安排，同时，这一制度安排的调整也会进一步影响企业战略行为和绩效。因此，作为旨在降低和控制战略风险、维护全体利益相关者长远利益的顶层制

度安排的战略风险治理，并不是企业跨境上市所引发的连锁反应的最后一块“多米诺骨牌”。基于此，本书提炼的核心研究问题是：中国企业跨境上市引发的内外部环境变化，是否改变了企业战略风险控制相关的顶层制度安排，进而影响企业竞争优势？

针对上述问题，本书首先基于代理理论、资源基础观和高阶梯队理论，采取理论分析与经验证据相结合的方法，系统梳理了影响企业战略风险的制度安排层面的影响因素，在此基础上构建了用于评价企业战略风险控制相关顶层制度安排水平的战略风险治理指数；其次，基于“环境变动——战略风险制度安排——经济后果”逐层递进的分析逻辑，剖析了企业跨境上市、战略风险治理与竞争优势的相互关系；最后，以中国在美上市企业及其配对企业为研究样本，采用更为严格的样本匹配方法来控制 IPO 效应的影响，同时采用能有效控制跨境上市自选择问题的 Heckman 两步回归法和其他内生性问题处理方法，在此基础上展开实证研究，得出以下几个结论：

第一，中国企业赴美上市有助于提升竞争优势。中国企业赴美上市之后，企业受到更高素质投资者和更发达资本市场中介等企业利益相关者的监督，从而为企业提升公司治理水平和加强投资者利益保护提供了制度上的保障，进而有利于提升企业的竞争优势。这也说明，作为国家所倡导的“走出去”国际化战略的一部分，资本国际化战略是企业构建和保持竞争优势的重要手段。

第二，本书所构建的战略风险治理指数能有效评价企业战略风险控制相关顶层制度安排的水平。公司治理评价既是

公司治理研究的传统话题，同时又是不断有新知识和新观点融入的研究课题。在系统梳理战略风险治理内涵的基础上，本书借鉴国内外主流的公司治理评价的原则和方法，构建了战略风险治理的评价指数，并按照主流的指数有效性检验方法，进行并通过了战略风险治理指数的有效性检验。

第三，在控制内生性问题之后，战略风险治理在跨境上市与竞争优势之间起中介作用。中国企业到美国上市之后，一方面，由于受到美国更完善法律和更发达资本市场中介体系的约束，企业会强化股东利益保护的制度安排；另一方面，企业能更有效地利用美国更发达的资本市场体系来优化企业董事会和管理层的配置，提升企业战略风险控制能力及降低风险偏好程度。上述变化有助于企业战略风险水平的降低，进而能在同等条件下获取更多战略资源，或者以更低成本获取所需战略资源，最终有助于企业竞争优势的生成和延续。

本书的创新点主要体现在以下几个方面：

第一，采用更为严格的样本匹配方法来控制 IPO 效应的影响，在操作方法上是对已有跨境上市相关研究的有益补充。在研究企业跨境上市对竞争优势影响的过程中，大多数已有研究采取纵向对比或按照“母国相同、行业相同、规模相当”的原则来选取参照样本进行横向对比的办法，其缺陷在于难以有效控制潜在 IPO 效应对研究结论的干扰。本书采用“母国相同、行业相同、规模相当和上市时间相近”的原则来选取参照样本，这样能更有效地控制潜在 IPO 效应的干扰，提高研究的可靠性。

第二，构建了企业战略风险治理的评价指数，为企业战

略风险控制相关的顶层制度设计提供了更具操作性的理论借鉴与指导。本书从多理论视角，采取理论分析与经验证据相结合的方法，系统梳理了企业战略风险的主要影响因素，构建了战略风险治理及评价的理论模型。在此基础上，借鉴公司治理评价的已有经验，构建了用于衡量企业战略风险治理水平的战略风险治理指数，进行并通过了指数的有效性检验，丰富了公司治理评价的内涵。

第三，基于战略风险治理视角，实证检验了企业跨境上市对竞争优势的影响路径。公司治理和战略风险管理是新上市企业面临的两个重大挑战，大多数已有研究侧重从公司治理或战略风险管理的单一视角对跨境上市的经济后果进行研究。本书把代理理论、资源基础观和高阶梯队理论相结合，从战略风险治理视角研究企业跨境上市对竞争优势的影响路径，丰富了跨境上市相关研究的视角，也为中国在美上市企业竞争优势提升实践提供了新的经验证据和理论指导。

作者

2016年3月

# 目 录

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 第一章 引言.....           | 1  |
| 第一节 研究问题的提出与研究意义..... | 1  |
| 一、研究背景.....           | 1  |
| 二、研究问题.....           | 7  |
| 三、研究意义 .....          | 13 |
| 第二节 研究内容与研究方法 .....   | 16 |
| 一、研究内容 .....          | 16 |
| 二、研究方法 .....          | 18 |
| 第三节 技术路线与结构安排 .....   | 21 |
| 一、技术路线 .....          | 21 |
| 二、结构安排 .....          | 22 |
| 第二章 理论基础与文献回顾 .....   | 26 |
| 第一节 理论基础 .....        | 26 |
| 一、制度理论 .....          | 26 |
| 二、利益相关者理论 .....       | 29 |
| 三、代理理论 .....          | 33 |
| 四、资源基础观 .....         | 36 |
| 五、高阶梯队理论 .....        | 38 |

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 第二节 跨境上市影响竞争优势相关研究 .....     | 39 |
| 一、跨境上市的动机 .....              | 40 |
| 二、跨境上市影响竞争优势的理论假说 .....      | 42 |
| 三、跨境上市影响竞争优势的研究方法 .....      | 46 |
| 四、中国企业赴美上市的研究现状 .....        | 47 |
| 第三节 战略风险治理相关研究 .....         | 48 |
| 一、公司治理与风险治理的定义 .....         | 48 |
| 二、风险治理与风险后果的关系 .....         | 52 |
| 三、公司治理评价与风险治理评价 .....        | 56 |
| 四、战略风险及其治理 .....             | 57 |
| 第四节 研究述评 .....               | 61 |
| 一、跨境上市对竞争优势影响的研究述评 .....     | 61 |
| 二、战略风险治理的研究述评 .....          | 63 |
| 第三章 研究模型设计与构建 .....          | 65 |
| 第一节 核心概念界定 .....             | 65 |
| 一、跨境上市 .....                 | 65 |
| 二、战略风险治理 .....               | 67 |
| 三、竞争优势 .....                 | 70 |
| 第二节 战略决策的利益相关者 .....         | 73 |
| 一、战略决策的参与者 .....             | 73 |
| 二、战略决策的影响者 .....             | 75 |
| 第三节 战略风险的形成机理与战略风险治理评价 ..... | 79 |
| 一、战略风险的形成机理 .....            | 80 |
| 二、战略风险治理评价的理论模型 .....        | 82 |
| 第四节 跨境上市影响竞争优势的作用机制 .....    | 89 |
| 一、跨境上市影响竞争优势的代理成本机制 .....    | 89 |
| 二、跨境上市影响竞争优势的战略风险机制 .....    | 93 |

|                                |            |
|--------------------------------|------------|
| 三、本书的研究模型 .....                | 96         |
| <b>第四章 企业战略风险治理的定量评价 .....</b> | <b>98</b>  |
| 第一节 战略风险治理评价的原则与方法 .....       | 98         |
| 一、战略风险治理评价的原则 .....            | 98         |
| 二、战略风险治理评价的方法 .....            | 100        |
| 第二节 战略风险治理评价指标体系及测度 .....      | 101        |
| 一、战略决策者人口学特征指标 .....           | 102        |
| 二、激励机制与监督机制指标 .....            | 116        |
| 三、战略风险治理评价指标的测度 .....          | 129        |
| 第三节 战略风险治理评价的有效性检验 .....       | 133        |
| 一、检验标准与研究假设 .....              | 133        |
| 二、研究设计 .....                   | 136        |
| 三、实证结果与分析 .....                | 142        |
| <b>第五章 跨境上市与竞争优势关系研究 .....</b> | <b>149</b> |
| 第一节 理论分析与研究假设 .....            | 149        |
| 一、中美资本市场概况 .....               | 149        |
| 二、企业跨境上市与竞争优势 .....            | 151        |
| 第二节 研究设计 .....                 | 156        |
| 一、样本选取与数据来源 .....              | 156        |
| 二、变量设计 .....                   | 157        |
| 三、研究模型构建 .....                 | 159        |
| 第三节 实证结果与分析 .....              | 161        |
| 一、描述性统计与变量间相关系数 .....          | 162        |
| 二、回归分析 .....                   | 164        |
| 三、稳健性检验 .....                  | 167        |

|                                      |     |
|--------------------------------------|-----|
| 第六章 跨境上市影响竞争优势的战略风险治理机制.....         | 169 |
| 第一节 跨境上市与战略风险治理.....                 | 169 |
| 一、跨境上市影响战略风险治理的理论分析与<br>研究假设.....    | 169 |
| 二、跨境上市影响战略风险治理的研究设计.....             | 174 |
| 三、跨境上市影响战略风险治理的实证结果与分析.....          | 176 |
| 第二节 战略风险治理与竞争优势.....                 | 180 |
| 一、战略风险治理影响竞争优势的理论分析与<br>研究假设.....    | 180 |
| 二、战略风险治理影响竞争优势的研究设计.....             | 183 |
| 三、战略风险治理影响竞争优势的实证结果与<br>分析.....      | 185 |
| 第三节 战略风险治理的中介效应.....                 | 193 |
| 一、战略风险治理中介效应的理论分析与研究<br>假设.....      | 193 |
| 二、战略风险治理中介效应的研究设计.....               | 195 |
| 三、战略风险治理中介效应的实证结果与分析.....            | 197 |
| 四、全书实证结果总结.....                      | 203 |
| 第七章 研究结论与展望.....                     | 205 |
| 第一节 研究结论.....                        | 205 |
| 一、跨境上市有助于提升企业竞争优势.....               | 205 |
| 二、战略风险治理指数能有效评价企业战略风险<br>治理水平.....   | 207 |
| 三、战略风险治理在跨境上市与竞争优势之间起<br>部分中介作用..... | 208 |
| 第二节 研究特色与创新之处.....                   | 209 |

## 目 录

|                          |     |
|--------------------------|-----|
| 一、研究特色 .....             | 209 |
| 二、创新之处 .....             | 210 |
| 第三节 研究启示与政策建议 .....      | 211 |
| 一、针对跨境上市企业的政策建议 .....    | 211 |
| 二、针对上市公司监管部门的政策建议 .....  | 212 |
| 第四节 研究局限与展望 .....        | 214 |
| 一、研究局限 .....             | 214 |
| 二、研究展望 .....             | 215 |
| 附表 中国在美上市企业与配对企业名录 ..... | 217 |
| 参考文献 .....               | 223 |
| 后记 .....                 | 253 |

# 第一章

## 引 言

经济全球化是当代经济的主旋律，也是未来世界经济发展的重要趋势。无论是作为证券交易组织者的证券交易所，还是作为资本市场参与者的上市公司，都无法回避这一趋势，“中国的发展离不开世界”。而数量越来越庞大的中国优质企业的融资活动，日益引起国际资本市场及相关中介机构的青睐和重视，“世界的发展离不开中国”。

### 第一节 研究问题的提出与研究意义

改革开放 30 多年以来，中国经济实力不断增强，目前已成为全球第二大经济体。然而，中国资本市场的发展相对滞后，企业“融资难”成为普遍现象。美国则不仅是全球最大的经济体，而且拥有十分发达和开放的资本市场，成为世界许多优质企业股权融资的首选，中国企业曾掀起赴美上市的浪潮。

#### 一、研究背景

随着国际资本市场一体化进程的加快，越来越多的企业选择到国

外的证交所上市<sup>①</sup>。安永会计师事务所 2010 年 7 月 13 日发布的《跨境上市的回顾及热点评析》显示,在 2000~2010 年上半年,包括香港、伦敦、纽约证券交易所和纳斯达克在内的全球主要证券交易所的跨境上市数量稳步上升,共有 1 114 宗跨境上市,融资总额达 3 660 亿美元。其中,半数以上(52%)的跨境上市企业来自“金砖四国”<sup>②</sup>,而中国内地企业跨境上市的宗数与融资金额在“金砖四国”中首屈一指,共有 495 家中国内地企业在香港联交所、伦敦证交所、纽约证交所及纳斯达克跨境上市,占“金砖四国”企业融资总额的 76%。据《中国经济周刊》报道,2010 年中国赴美上市企业的数量达到 45 家,融资 38.86 亿美元,甚至出现了一周之内 5 家中国企业挂牌的盛况。显然,不少中国企业已经把门槛不算高的美国资本市场视为首次公开发行股票(IPO)的沃土。

2011 年,形势发生了戏剧性的转变,赴美上市的中国企业锐减到 11 家。而普华永道会计师事务所发布的数据显示,2012 年上半年,从美国资本市场退市的中国概念股(中概股)企业有 19 家,同期仅有 1 家中国企业在美完成 IPO,且仅融资 7 200 万美元。曾提交 IPO 申请的迅雷,于 2011 年 10 月取消了在美上市计划,有分析认为,迅雷取消 IPO 与中国概念股遭遇的信任危机有关。2012 年 5 月,神州租车暂停了酝酿许久的赴美 IPO 计划,公司将原因归咎于“当下中概股的整体形势不好”。

不少财经评论家认为,中国在美上市公司退市的主要原因在于,以浑水和香橼为代表的外国做空机构,频频针对涉嫌造假的中国在美上市公司发布亦真亦假的调查报告,面对这些借做空牟利的神秘机构

---

① Chemmanur T. J., Fulghieri P. Competition and Cooperation among Exchanges: A Theory of Cross-listing and Endogenous Listing Standards [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 82 (2): 455-489.

② 金砖四国指中国、巴西、印度和俄罗斯。

的攻击，多数在美上市公司毫无还手之力<sup>①</sup>。财经评论家叶檀认为，退市的原因还包括：一是合规成本太高，美国市场门槛低但监管严，上市公司每年需支付的律师、会计师等费用往往达百万美元；二是2011年中国企业在美上市的整体环境恶化。美国投资者对多数中国企业也缺乏了解，证券分析师跟踪率较低，企业和美国投资人沟通不顺畅。“华尔街不懂盛大”，陈天桥如是说。

李维安（2011）对跨境上市企业管理人员和相关领域研究人员的寄语逐步把焦点引向中国在美上市企业的短板：“2011年3月以来，已有24家在美上市中国公司的审计师提出辞职或曝光财务问题，19家在美上市的中国公司遭停牌或摘牌……很多中国企业在缺乏基本的公司治理理念、不熟悉海外资本市场基本游戏规则的前提下贸然上市，甚至在上市过程中过度包装及财务造假……这一系列事件凸显出治理风险爆发的灾难性后果……因此，中国跨境上市企业的首要之急，就是要练好公司治理内功。”<sup>②</sup>

事实上，国内上市公司或拟上市公司的财务造假形势也不容乐观。2013年初中国证监会发起了一场针对880多家IPO在审企业的财务专项检查风暴。70多家券商被要求自查申报的IPO企业2012年财务情况，并在2013年3月31日之前向中国证监会递交自查报告，逾期未上报自查报告的，可能面临其申报的IPO企业被监管层终止审核的严厉处罚。除了自查，中国证监会还进行抽查，首轮抽查的15家企业中，西南证券的天和众邦、光大证券的中矿环保和天丰节能等均有财务造假的传闻，据称已被终止核查，出现问题的比例高达20%。面对严格的抽查，不少企业选择了撤单，2013年前4个月IPO撤单企业数量高达167家，是2012年全年撤单企业数量（64家）的

---

① 做空机构牟利的操作步骤大致如下：做空机构预先判断股价会下跌，然后先从市场上借入股票卖出，待股价下跌时，再从市场上买入同样数目的股票归还。

② 李维安. 海外上市：谨防治理风险累积而触礁 [J]. 南开管理评论, 2011 (03): 1.

2.6 倍<sup>①</sup>。

中山大学管理学院课题组(2008)指出, IPO 之后, 企业引进了包括外部审计师(又称独立审计师, 下同)、证券分析师和上市承销商等在内的更为多元化的利益相关者, 从而有助于强化对企业董事会和管理层的监督; 同时, 上市后来自证券监管部门的监管也有助于企业信息披露质量的提高。种种压力迫使企业内部人不得不提高公司治理水平, 换言之, 与非上市公司相比, IPO 企业在公司治理上面临较大的压力和挑战<sup>②</sup>。

然而, 公司治理并非是中国赴美上市企业的唯一短板。与中国沪深两市 A 股上市公司相比, 中国创业板和中小板企业以及中国赴美上市企业的规模普遍较小, 甚至不少是中小企业, 而中小企业与战略决策相关的制度建设滞后是一种普遍现象, 导致“拍脑袋”进行战略决策的情况时有发生, 引发严重的企业战略风险<sup>③</sup>。

巨人集团就是一个典型的例子。1989 年, 史玉柱白手起家创办巨人集团, 到 1992 年巨人集团资产规模已超过 1 亿元。雄心勃勃的史玉柱决定建造巨人大厦, 最初设计 18 层, 预算 2 亿元, 后增加到 64 层; 1994 年动工后不久, 大厦设计又增加到 70 层, 预算 12 亿元; 1997 年, 巨人集团资金链断裂, 只建至地面三层的巨人大厦被迫停工, 巨人集团名存实亡。“巨人”的倒下, 看似与巨人大厦层层加码有着重大关系, 而真正原因在于巨人集团缺乏科学有效的战略决策制度, 换言之, 巨人倒下是史玉柱“拍脑袋”战略决策的必然结果。巨人大厦从 18 层到 70 层的决策, 多次遭到多名高管的质疑, 但时任巨人集团总裁的史玉柱并未采纳高管的反对意见。巨人倒下之后, 史

---

① 资料来源: 南都网: [http://epaper.oeeee.com/D/html/2013-05/01/content\\_1850682.htm](http://epaper.oeeee.com/D/html/2013-05/01/content_1850682.htm)。

② 中山大学管理学院课题组, 辛宇, 徐莉平等. 控股股东性质与公司治理结构安排——来自珠江三角洲地区非上市公司的经验证据 [J]. 管理世界, 2008 (06): 118-126, 167.

③ 陈爱清. 浅论中小企业战略管理中伦理道德缺失的原因和解决途径 [J]. 管理世界, 2009 (06): 1-3, 51.

玉柱在接受媒体采访时坦言：“加高到70层的决策，我只打了个电话给香港的设计所，问加高会不会对大厦基础有影响，对方说影响不大，我就拍板了。现在想起来，制约我决策的机制是不存在的。这种高度集中的决策机制，尤其是集中到一两个人身上，在创业初期能提高决策效率，但当企业规模越来越大、个人综合素质难以胜任时，缺乏战略决策的制衡机制，企业的运行就会相当危险。”<sup>①</sup>

中国企业家调查系统于2009年8月开展了大型的“2009年中国企业经营问卷跟踪调查”，其发布的《2010年中国企业家成长与发展专题调查报告》显示，总体来看，在有关“谁是企业的战略决策者”这一问题上，45.7%的经营者都认为是董事长或CEO个人，可见，企业战略决策过程中个人权力过大的现象确实比较普遍；从企业的细分类型来看，企业规模越大，个人决策的比例就越低，股份有限公司个人决策的比例比有限责任公司的低，但依然高达39.1%，见表1.1。

表 1.1 企业战略决策者的构成

|        | 董事长/CEO<br>(%) | 上级主管部门<br>(%) | 董事会<br>(%) | 管理层<br>(%) | 企业党组<br>(%) |
|--------|----------------|---------------|------------|------------|-------------|
| 总体     | 45.7           | 5.7           | 38.3       | 9.4        | 0.9         |
| 大型企业   | 19.5           | 17.7          | 49.3       | 9.5        | 4.0         |
| 中型企业   | 41.7           | 6.0           | 42.9       | 8.5        | 0.9         |
| 小型企业   | 54.2           | 3.3           | 32.1       | 10.0       | 0.4         |
| 股份有限公司 | 39.1           | 4.1           | 50.2       | 6.4        | 0.1         |
| 有限责任公司 | 47.1           | 2.3           | 43.2       | 7.1        | 0.2         |
| 民营企业   | 53.0           | 0.6           | 39.2       | 6.9        | 0.2         |

资料来源：武亚军，李兰，彭泗清等．中国企业战略：现状、问题及建议——2010年中国企业家成长与发展专题调查报告 [J]．管理世界，2010（06）：83-97．

① 李维安．企业战略管理案例点评 [M]．北京：对外经济贸易大学出版社，2008．