

交叉上市

对资本市场的影响研究

柯建飞 著

从公司的角度考察了交叉上市对公司治理和经营绩效的影响；
从投资者的角度考察了交叉上市的市场反应；
从市场互动的角度考察了交叉上市的价格发现、波动溢出效应和股价联动机制。

STUDY ON
THE EFFECT OF
CROSS LISTINGS
IN CHINA



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

教育部人文社科青年项目成果

交叉上市

对资本市场的影响研究

柯建飞 著

从公司的角度考察了交叉上市对公司治理和经营绩效的影响；
从投资者的角度考察了交叉上市的市场反应；
从市场互动的角度考察了交叉上市的价格发现、波动溢出效应和股价联动机制。

STUDY ON
THE EFFECT OF
CROSS LISTINGS
IN CHINA



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

内容提要

本书是作者主持的教育部人文社科青年项目“交叉上市对中国资本市场的影响机制研究”(批准号 12YJC790083)的成果之一。

本书运用实证方法从 3 个方面考察了交叉上市对资本市场的影响:从公司的角度考察了交叉上市对公司治理和经营绩效的影响,从投资者的角度考察了交叉上市的市场反应,从市场互动的角度考察了交叉上市的价格发现、波动溢出效应和股价联动机制。研究得出的有益启示,可为相关的决策者提供参考。

本书适用于金融学研究者 and 市场相关人士使用。

图书在版编目(CIP)数据

交叉上市对资本市场的影响研究/柯建飞著. —上海:上海交通大学出版社,2014

ISBN 978-7-313-11323-8

I. 交... II. 柯... III. 上市公司—影响—资本市场—研究—中国

IV. ①F279.246 ②F837.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 05339 号



交叉上市对资本市场的影响研究

著 者:柯建飞

出版发行:上海交通大学出版社

邮政编码:200030

出 版 人:韩建民

印 制:上海交大印务有限公司

开 本:787mm×960mm 1/16

字 数:181 千字

版 次:2014 年 6 月第 1 版

书 号:ISBN 978-7-313-11323-8/F

定 价:39.00 元

地 址:上海市番禺路 951 号

电 话:021-64071208

经 销:全国新华书店

印 张:12.5

印 次:2014 年 6 月第 1 次印刷

版权所有 侵权必究

告读者:如发现本书有印装质量问题请与印刷厂质量科联系

联系电话:021-54742979

前 言

交叉上市(Cross listing)也称双重上市,是指同一家公司在两个或者多个证券市场上市的行为,通常指同一家公司在两个不同国家或地区的证券市场上市的行为。中国公司交叉上市现象伴随着中国资本市场的发展而产生。截至 2013 年,共有 83 家中国公司在中国 A 股市场和香港 H 股市场交叉上市,并有多家公司在中国境内、香港、新加坡、美国和英国等证券市场进行三重或四重交叉上市。中国交叉上市公司大都是国有或国有控股的大型公司,主要分布在采掘业、制造业、交通运输以及金融等行业,是国民经济重要的微观基础,也是中国证券市场的中坚力量。通过这些公司在相对成熟的境外市场交叉上市,可以促进中国证券市场规范化发展,推动中国证券市场不断与国际市场接轨。目前,国内有关交叉上市的研究不多,相关的研究可以拓展中国企业改革和资本市场发展理论,丰富和完善交叉上市研究的理论体系。同时可以为政府相关部门准确把握市场动态,制定相应的政策提供依据,也可以为公司、投资者的相关决策提供有益参考。

本书研究立足国内,结合中国特色的经济发展背景,以中国公司在国内 A 股市场和香港 H 股市场交叉上市行为为研究对象,运用实证方法对中国公司交叉上市的影响进行了较为全面的研究——从公司的角度考察了交叉上市对公司治理和经营绩效的影响,从投资者的角度考察了交叉上市的市场反应,从市场互动的角度考察了交叉上市的价格发现、波动溢出效应与股价联动。3 个方面层层递进,构建了一个研究中国公司交叉上市影响的相对完整的框架。

首先,本书从公司、投资者和市场互动 3 个角度将国内外有关交叉上市

影响的研究文献进行全面梳理,为本书研究提供必要的理论基础和经验证据。

第二,结合中国资本市场的发展进程,本书对中国公司交叉上市的背景进行了介绍:回顾了中国公司交叉上市的历程,评价了交叉上市模式的变迁,分析了中国交叉上市公司的特征。

第三,从公司的角度考察了交叉上市对公司治理和经营绩效的影响。本书以控股股东对公司资金的占用量作为衡量公司治理水平的变量,运用 Logit 模型进行实证研究,研究结果显示:中国交叉上市公司控股股东占用公司资金的比例比非交叉上市公司低,交叉上市可以改善公司的治理结构,提高投资者保护水平。接着,本书建立一个多指标综合评价体系,运用主成分分析法对公司在交叉上市后 3 年时间里的经营绩效变化进行考察,结果显示:总体上,公司在交叉上市后业绩下滑明显。本书根据行业、交叉上市模式等对公司业绩变化进行对比分析,认为交叉上市费用、效益无法立刻显现、会计操纵、经营不当等原因导致了公司业绩下滑。

第四,从投资者的角度考察了交叉上市的市场反应。投资者市场反应主要体现在同行业公司 and 交叉上市公司本身的股票价格变化上,因此也可称为同行业公司的市场反应和交叉上市公司的市场反应。本书运用事件研究法,选择多个事件日,通过计算累积超常收益,并根据交叉上市模式的不同进行分组,从同行业公司 and 交叉上市公司两个视角,首次全面考察了交叉上市的市场反应,揭示了其中的规律。研究发现,总体上,公司以“先 H 后 A”和“A+H 同步”模式交叉上市,给同行业公司带来了正面影响;公司以“先 A 后 H”模式交叉上市,给同行业公司带来了负面影响,但给交叉上市公司本身带来了正面影响。

第五,从市场互动的角度考察了交叉上市的价格发现、波动溢出效应与股价联动。本书根据 Gonzalo 和 Granger(1995)提出的永久暂时模型,以 AH 股 A 指数和 AH 股 H 指数的对数序列进行建模,对交叉上市的价格发现进行了考察,研究发现,中国 A 股市场占相对主导地位,价格发现贡献率达 54.12%。本书还建立多元 GARCH 模型,对中国 A 股市场和香港 H 股市场之间的波动溢出效应进行考察,研究结果表明,中国 A 股市场对香港 H

股市场具有更强的波动溢出现象,进一步印证了中国 A 股市场在价格发现上的优势。本书还以交叉上市为视角,应用 Copula 模型对两地市场的股价联动进行考察,通过建立常相关和动态相关模型进行比较分析。研究认为,两地市场的股价具有很强的相关性,股价联动强烈。在结论的基础上,本书还从交叉上市和香港证券市场的窗口作用探讨了中国证券市场国际化问题。

最后,本书在研究结论的基础上对政府相关部门、公司、投资者提出了政策性建议,同时也指出了本书研究的局限性和后续研究设想。

本书是作者主持的教育部人文社科青年项目“交叉上市对中国资本市场的影响机制研究”(批准号 12YJC790083)的成果之一。对中国资本市场而言,交叉上市的影响是多方面的、深远的。本书仅从作者的思路进行了粗浅的探讨,希望拙作的出版对后续的相关研究有所启发和帮助。

本书的编写过程中,得到了作者博士生导师唐绍祥教授的悉心指导,在此致以诚挚的感谢。同时感谢王朝晖博士对本书提出的建议,感谢周新苗博士在本书数据收集上提供的帮助。还要感谢李凡女士默默支持和无私的奉献。

本书在出版过程中得到了上海交通大学出版社的大力支持,在此向他们表示衷心的感谢。

由于作者水平有限,书中存在的疏漏或不妥之处,恳请读者批评指正。

柯建飞

2014 年 3 月

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景及方向	1
1.2 相关概念	5
1.3 研究思路与框架	7
1.4 主要创新点	10
第 2 章 国内外交叉上市研究进展	12
2.1 交叉上市对公司影响的研究进展	12
2.2 交叉上市市场反应的研究进展	26
2.3 交叉上市市场互动的研究进展	32
2.4 本章小结	37
第 3 章 中国公司交叉上市的概况	39
3.1 中国资本市场发展的历程与概况	39
3.2 中国公司交叉上市的历史	46
3.3 中国公司交叉上市模式分析	53
3.4 交叉上市公司特征分析	65
3.5 本章小结	74
第 4 章 交叉上市对公司治理的影响研究	76
4.1 问题提出	76

4.2	研究设计	79
4.3	实证结果与分析	83
4.4	本章小结	88
第5章	交叉上市对公司经营绩效的影响研究	90
5.1	问题提出	90
5.2	研究设计	93
5.3	实证结果与分析	97
5.4	本章小结	107
第6章	交叉上市的市场反应研究	108
6.1	研究设计	109
6.2	同行业公司的市场反应研究	114
6.3	交叉上市公司的市场反应研究	121
6.4	本章小结	127
第7章	交叉上市的价格发现与波动溢出效应研究	129
7.1	研究设计	130
7.2	交叉上市的价格发现研究	134
7.3	交叉上市的波动溢出效应研究	140
7.4	本章小结	143
第8章	交叉上市的股价联动研究	145
8.1	研究思路	146
8.2	研究方法	148
8.3	实证过程与分析	150
8.4	股价联动与证券市场国际化的思考	157
8.5	本章小结	159

第 9 章 结论、启示与后续研究设想	160
9.1 主要研究结论	160
9.2 启示	164
9.3 不足之处与后续研究设想	165
参考文献	168
索引	183

第1章 绪论

1.1 研究背景及方向

从世界范围内看,科学技术发展使经济全球化进程加快。在国际资本市场领域,各国资本市场之间的联系不断加强,发达国家资本市场趋向融合,世界范围内股票交易出现前所未有的活跃,公司交叉上市成为资本跨国流动的一种重要方式。公司跨市场交叉上市现象从20世纪70年代出现以来不断增加,既有在发达国家的成熟市场之间进行,也有在新兴市场与成熟市场之间进行。Gozzi等(2007)的统计结果指出,早在1989—2000年之间,全球主要资本市场上的2300多家交叉上市公司股票总市值就已经超过了8万亿美元。世界交易所联盟年度报告统计结果显示,2011年、2012年和2013年在全球主要证券交易所上市的海外公司数量分别是2928家、3043家和3066家,股票交易总额分别是4986128百万美元、3591492百万美元和3821055百万美元^①,其中有相当一部分是交叉上市公司。公司交叉上市现象也引起了学术界的关注,成为金融研究领域的热点之一。学术界有关交叉上市的研究文献越来越丰富,关注的方面也越来越多,从早期交叉上市的动因、市场分割等领域不断向纵深发展。目前,交叉上市研究领域涵盖了许多方面内容,从公司、投资者、市场互动等多个角度进行了研究,包括融资

^① 资料来源于世界交易所联盟网站:<http://www.world-exchanges.org/statistics/annual>。

约束、公司治理、经营绩效、流动性、市场分割、市场反应、价格差异、价格发现、股价联动等方面,形成了一系列研究文献,至今方兴未艾。

在中国,公司交叉上市的历程和中国经济体制改革与发展进程紧密相关,使中国公司交叉上市活动有自己的特点。中国交叉上市公司绝大多数是国有或国有控股公司,公司规模庞大,交叉上市主要是在政府主导下进行,交叉上市模式也与国际惯例截然不同。在中国改革开放初期,为建立市场经济体制,解放生产力,大型国有企业纷纷建立现代企业制度,借鉴国际经验,完善激励机制,促进公司提高管理水平和经营绩效。在这样的背景下,公司交叉上市现象在政府主导下开始在中国出现。1992年底,当时国家体改委批准了几家大型国有公司境外上市试点,与此同时,为促进中国资本市场发展,政府相关部门也着手准备这些境外上市公司回归国内市场上市的工作。1993年青岛啤酒从香港H股市场回归上海证券交易所上市,成为中国第一家交叉上市公司。此后,在政府安排下,又有多家公司加入到交叉上市行列。早期的这些公司都是“先走出去,然后再回来”,这种特点也使中国公司交叉上市模式以“先外后内”为主。随着中国经济持续稳定增长,中国资本市场不断发展壮大,交叉上市公司不断增加,发行规模和融资额度庞大,交叉上市公司成为中国证券市场的中坚力量。公司交叉上市模式也发生了深刻变化:由早期单一的“先外后内”模式逐步演变为“先外后内”、“同步上市”和“先内后外”3种模式共存。截至2013年,共有83家中国公司在香港H股市场和中国A股市场进行交叉上市,并有多家公司在中国境内、香港、新加坡、美国 and 英国等的证券市场进行三重或四重交叉上市。

对中国公司交叉上市现象,从一开始在资本市场和学术界内就存在着争议,讨论激烈。在中国证券市场发展的早期,公司交叉上市主要以中国H股公司回归A股市场上市的模式进行。对中国H股公司要不要回归的问题存在着两种不同声音。支持中国境外上市公司回归国内市场上市的一方认为,应该鼓励这些优质的境外中国公司回归A股市场上市。他们认为,这些公司资产相对优良、运作相对规范,这些公司回归A股市场上市,可以避免国内证券市场空心化、边缘化,可以提高中国上市公司的整体质量,引导

中国股市良性发展,扩大证券市场的规模和深度,推动中国证券市场与国际市场接轨等方面,将起到积极的促进作用。他们还认为,这些大型国有公司回归国内市场上市可以有效缓解当时国内流动性过剩的问题,并使国内投资者分享经济发展成果。甚至还有一些人担心,如果这些大型国有公司不回归国内市场上市,会影响到国家战略安全。他们的理由是,这些公司主要分布在采掘业、制造业等基础性行业,是体现国家意志的重要微观基础,公司提供给社会的是公共产品,具有不可替代的社会功能,如果这些公司不在国内市场上市会对本国产业结构布局带来冲击,还会使公司决策权受制于人,危及国家安全。持反对意见的一方则认为,中国境外上市公司过多过快回归国内市场上市,会对国内市场造成扩容压力,应该缓行。这些持反对意见的人士还认为,大多数交叉上市公司仍然保留着国有企业的特征,股份制改造不彻底,其资源优化配置机制和总体整合功能并不强,不宜过早回归。还有一些持反对意见的人士认为,这些境外上市公司回国上市带有明显的“圈钱”动机,其融资目的仅仅为了从投资者手中套取现金。因为,已有的交叉上市公司在国内市场筹集资金的规模远大于平均水平,但盈利能力却大都低于平均水平。

中国经济取得了令人瞩目的成就,中国资本市场也得到了长足的发展,各种基金、保险公司以及 QDII、QFII 等机构投资者不断涌现,早期的中国境外公司要不要回归的问题已经有了明确的答案。如今政府相关部门,市场内人士等更多关注交叉上市深层次的问题。首先,从公司的角度,即从交叉上市公司本身的角度,交叉上市给这些公司带来的影响,主要是公司治理和经营绩效两个方面。普遍的观点认为,交叉上市能够改善公司治理,提高投资者保护水平。当前国内 A 股市场突出的问题之一是许多上市公司的治理结构不合理,投资者利益得不到应有的保护。交叉上市作为一种外部机制被认为是改善公司治理的一种有效途径。允许公司选择在投资者保护水平高、监管更严格的境外市场上市,改善公司治理水平,同时通过交叉上市公司的示范效应,带动国内上市公司改善治理结构,从而从整体上提高上市公司的质量,有效保护投资者利益。交叉上市也必然对这些公司的经营绩效产生影响。公司在多个市场上市,融资更容易,公司募集了大量资金之

后,有能力进行产品研发、开拓市场等经营活动,公司交叉上市之后经营绩效理应有大的提高。此外,公司在境外更成熟的市场交叉上市,接受了更严格的市场监管和信息披露要求,公司治理水平有了很大提高,治理水平的提高也当然促进了公司业绩的提高。其次,从投资者市场反应的角度看,交叉上市给市场带来的影响。公司交叉上市势必对相关的市场造成冲击,市场上的投资者必然对这种冲击有所反应,主要反映在交叉上市公司本身和同行业公司股价变动上。早期的判断主要是从战略高度上考察和衡量境外中国公司回归国内市场的利弊,如今更多的研究视角是从投资者市场反应的角度来考察。规模庞大、融资额高的中国公司交叉上市活动必然对国内市场造成巨大冲击,国内市场面对这些公司交叉上市行为也必然有所反应。就中国国内相对不成熟和容量有限的市场而言,投资者对公司交叉上市活动的市场反应必然更加敏感。近年来中国公司交叉上市模式发生了很大变化,不同上市模式市场反应也应有所不同。再次,更深层次来说,从市场互动的角度,交叉上市给市场带来的影响。由于市场差异、投资者偏好等原因,交叉上市公司股票价格在不同市场上价格表现并不一致。从这种价格差异中可以挖掘更多的信息,如价格信息在不同市场之间的流动方向,市场的价格发现等问题,从这些问题的研究中可以反映国内市场的国际化程度。目前,国内有关交叉上市的研究还不多,相关的研究可以拓展中国改革开放和资本市场发展理论,丰富和完善交叉上市研究的理论体系。同时可以使中国政府相关部门在宏观上对中国资本市场进行准确定位,及时把握市场动态,对政府相关管理部门政策的选择有重要的参考价值。同时对广大投资者、上市公司在其做出决策时也有重要的参考价值。

基于中国特色经济背景和中国公司交叉上市的特点的考虑,同时基于现阶段投资者、公司管理者、政府相关管理部门的决策需要,中国公司交叉上市带来了一些值得深入研究的新问题:

(1) 公司交叉上市是否改善了公司治理? 提高了投资者保护水平? 与国内非交叉上市公司相比,如何变化?

(2) 公司在交叉上市之后其经营绩效又是如何变化? 是否给投资者带来了丰厚的回报? 其中的原因又是什么?

(3) 国内市场投资者对公司交叉上市的反应如何? 不同的交叉上市模式市场反应有何不同?

(4) 交叉上市成为两地市场联系的纽带, 哪个市场在价格发现上占有优势? 价格信息如何流动? 两地市场股价相关性如何? 说明了什么?

针对这些问题, 本书在国内外学者相关研究的基础上, 运用实证方法, 对中国公司交叉上市进行客观评价, 为公司、投资者和政府相关部门的判断和决策提供有参考价值的结论。

1.2 相关概念

1.2.1 交叉上市

所谓交叉上市(Cross Listing)是指同一家公司在两个或者多个证券市场上市的行为, 通常是指同一家公司在两个不同国家或地区的证券市场上市的行为。国内外学者也用双重上市(Dual Listing)来表示同一家公司在两个证券交易所上市的行为。从已有的文献来看, 学者对“Cross Listing”与“Dual Listing”并不作严格的区分, 所指的意思一致。鉴于“Cross Listing”可表示公司在两个以上证券市场上市的情景, 本书所涉及的中国公司也有在多个交易所上市的实际情况, 本书统一用“交叉上市”定义同一家公司在不同国家或地区证券市场上市的行为。

1.2.2 交叉上市模式

交叉上市模式是指公司在不同市场上市的次序。公司交叉上市一般有3种模式。第一种是“先内后外”模式, 即公司先在母(本)国市场上市, 然后再到其他国家市场上市。这种交叉上市模式是国际主流的交叉上市模式, 被绝大多数国家的交叉上市公司所采用。第二种是“同步上市”模式, 即公司同时在两个不同国家或地区的市场上发行股票。第三种是“先外后内”模式, 即公司先在其他国家或地区的市场发行股票, 然后回到本国市场上市。由于中国特色的经济背景, 到目前为止, 中国公司交叉上市3种模式兼而有

之。也由于中国公司主要在内地 A 股市场和香港 H 股市场进行交叉上市,中国公司交叉上市模式有“先 H 后 A”模式、“A+H 同步”模式和“先 A 后 H”模式 3 种。

1.2.3 公司治理

公司治理又称法人治理结构,即以股东会、董事会和监事会之间相互制约为基础的现代企业组织架构。按照经济发展与合作组织(OECD)对公司治理的定义,公司治理是指“一种据以对工商业公司进行管理和控制的体系”。这个体系明确规定了公司各参与者的责任和权力分布以及决策公司事务时应遵循的规则和程序。公司治理一般包含两部分内容:内部治理和外部治理。内部治理是股东与其他利益相关者通过公司内部机构和公司规定的程序参与公司经营的一系列制度安排,包括董事会、高管薪酬、股权结构以及财务信息披露和透明度等。外部治理主要来自法律和外部市场的约束,包括国家的法治水平、声誉监督机构等。

1.2.4 经营绩效

经营绩效是指公司在一定经营期间内经营效益和业绩,一般用特定的财务指标来衡量。公司经营绩效的衡量指标主要有两类:一类是数量指标,如营业额、销售量、主营业务收入等;另一类是效率指标,如资产收益率、利润率、股东权益报酬率等。由于数量指标难以对不同公司经营绩效进行比较,所以现有的研究文献一般选择效率指标来考察公司的经营绩效。

1.2.5 市场反应

市场反应是指公司在交叉上市过程中,市场上的投资者对公司交叉上市行为作出的反应,主要体现在交叉上市公司本身和同行业公司股票价格的变动上。交叉上市市场反应研究一般采用事件研究法(Event Study),通过观察超常收益变化来考察交叉上市事件(如上市公告、正式上市等事件)对市场的影响程度。从研究的角度不同,交叉上市市场反应可以分为母(本)国市场反应和外国的市场反应,现有的研究文献大都考察母国市场的

反应。按公司的不同,又可以具体分为同行业公司的市场反应和交叉上市公司本身的市场反应。

1.2.6 价格发现

价格发现是均衡价格的搜寻过程,是证券交易的主要功能。交叉上市公司成为不同市场联系的纽带,但交叉上市公司股票价格在不同市场上的表现并不一致,从公司股票价格差异中可以挖掘出不同市场对股票价格发现的贡献程度,从而确定不同市场的地位和作用。从市场微观结构研究交叉上市主要是对价格发现问题的研究。

1.3 研究思路与框架

1.3.1 研究思路

本书在对国内外有关交叉上市研究成果进行系统回顾和整理的基础上,结合中国经济背景和交叉上市公司的特点,根据现阶段实际需要,从交叉上市公司、投资者和市场互动3个角度考察中国公司交叉上市对资本市场的影响。第一,本书从公司的角度探讨交叉上市对公司治理和经营绩效的影响。本书从交叉上市公司与非交叉上市公司对比中,结合投资者保护水平,全面考察了交叉上市公司的公司治理情况。在此基础上,本书对交叉上市公司的经营绩效进行了实证考察,并对其原因进行了深入分析。第二,本书从投资者的角度考察了中国国内市场对公司交叉上市行为的市场反应。本书按照公司不同的交叉上市模式进行分类,全面考察了不同交叉上市模式所引起的同行业公司 and 交叉上市公司本身股票价格的变动,并与已有的研究进行比较,揭示其中的规律和作用。第三,本书从市场互动的角度探讨了交叉上市的价格发现能力、波动溢出效应和股价联动效应,以确定中国资本市场的地位和国际化程度。3个方面层层递进,构建一个研究中国公司交叉上市影响的相对完整的框架。

1.3.2 本书框架

本书的框架结构如图 1-1 所示。

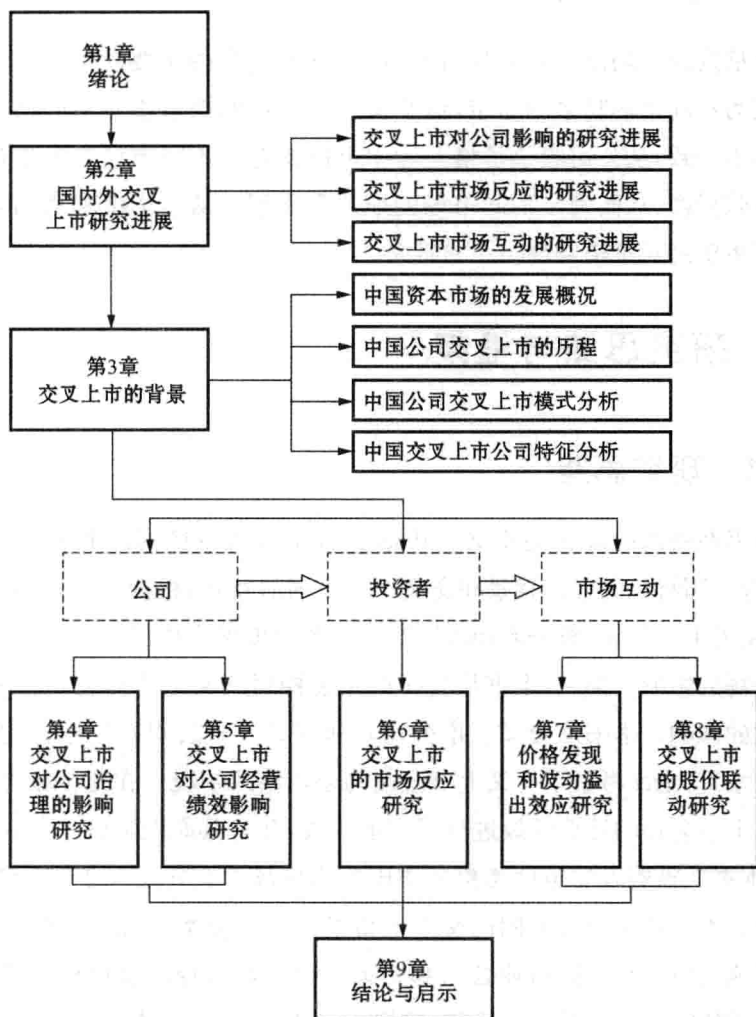


图 1-1 本书结构框架

第 1 章是绪论。本章对本书的研究内容进行简要介绍,包括本书的研究背景、相关概念界定、研究思路、本书框架以及主要创新点等。

第 2 章是国内外交叉上市研究进展。本章对国内外有关交叉上市的文