

我国企业 境外上市^的 效果研究

A Study on the Effects of
Oversea-listing on
Chinese Companies

江燕红[◎]著

对企业老总而言，如何上市、上市的程序并不重要，重要的是了解前人的做法和结果。



前车之鉴，才能更好地决定企业的未来方向和命运……

中国海潮出版社

我国企业境外上市的 效果研究

江燕红 著

中国海关出版社

图书在版编目(CIP)数据

我国企业境外上市的效果研究/江燕红著. —北京:
中国海关出版社, 2009. 2 (2012. 1 重印)
ISBN 978-7-80165-604-9

I. 我… II. 江… III. ①上市公司—研究—中国
②资本市场—研究—世界 IV. F279. 246 F831. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 026907 号

选题策划:包 妍
责任编辑:胡 茵
责任校对:文天繁达
封面设计:阳光图文工作室

我国企业境外上市的效果研究
WOGUO QIYE JINGWAI SHANGSHI DE XIAOGUO YANJIU
江燕红 著

中国海关出版社

(北京市朝阳区和平街东土城路甲 9 号 100013)
新华书店经销 北京华戈印务有限公司印刷
2009 年 2 月第 1 版 2012 年 1 月第 2 次印刷
开本:787mm×1092mm 1/16 印张:12. 125
字数:200 千字

ISBN 978-7-80165-604-9

定价:30. 00 元

海关版图书,印装错误可随时调换

发行部:010-84252703

图编部:010-64227190-658

金钥匙书店:010-65195616

出版社网址:www. haiguanbook. com

前 言



1993年至今,我国企业的境外上市之路已走了十几年,随着越来越多的企业,特别是一些带有垄断性质的国有大型企业奔赴境外上市以及境外上市企业总体规模的扩大,境外上市这一现象日益引起了人们的争论和担忧。我国企业通过境外上市获得了哪些收益、付出了哪些成本;境外上市是否造成了国有资产流失,是否会危及我国的经济安全,是否会造成我国资本市场的“空心化”和“边缘化”,是否会损害我国的社会福利;现有的境外上市政策是否合理,相关管理部门应如何正确引导企业去境外上市?这一系列问题迫切需要理论研究来回答和解决。

从20世纪80年代开始,国外研究者就陆续提出了各种理论假设来研究境外上市现象,由此形成了比较成熟的理论体系、产生了丰富的实证成果。但是国外现有文献的研究结果并不能很好地解释我国的境外上市现象:首先,国外文献研究的样本企业在境外上市前就已经在本国证券市场上市了,而我国企业在境外上市前几乎没有在境内证券市场上市;其次,我国企业的境外上市活动是在一个比较特殊的经济环境中进行的,这种特殊性产生于计划经济向市场经济的转轨过程中,具体表现为:资本的国际流动受到管制,大量国有企业有待改制,股票市场有2/3的股票不能流通,企业能否上市并不主要取决于企业本身的绩效表现等。在这种特殊的经济环境下,我国企业的境外上市行为既有别于发达国家的企业,也有别于一些新兴市场国家的企业。

虽然境外上市在我国已经成为一种重要的金融现象,但国内学术界对之的研究仍显得不太成熟,本书从境外上市动因出发,对我国企业的境外上市效果进行了较为全面和规范的实证研究和理论探讨,填补了境外上市的研究空白。本书的研究结果不仅有助于人们客观看待境外上市现象,对于我国企业的境外上市实践以

及相关部门的政策制定也具有指导意义。

全书共分为八章,主要内容如下:第一章是导论,第二章是我国企业境外上市概况,第三章是境外上市效果的文献综述,第四章是我国企业境外上市公司治理效果研究,第五章是我国企业境外上市融资效果研究,第六章是我国企业境外上市国际化效果研究,第七章是境外上市对我国企业绩效的影响,第八章是结论和建议。

目 录

第一章	导论	1
第一节	研究背景和研究意义	1
第二节	境外上市相关概念的界定	4
第三节	研究思路、研究方法和研究样本	5
第四节	研究内容	7
第五节	研究创新和研究局限	8
小 结		9
第二章	我国企业境外上市概况	11
第一节	我国企业境外上市的背景、特点和动因	11
第二节	我国企业境外上市的总体发展情况	19
小 结		27
第三章	境外上市效果的文献综述	28
第一节	境外上市的公司治理效果	28
第二节	境外上市的融资效果	38
第三节	境外上市的国际化效果	40
第四节	境外上市对企业绩效的影响	42
小 结		47
第四章	我国企业境外上市公司治理效果研究	48
第一节	公司治理评价体系的构建	49
第二节	我国企业境外上市公司治理效果的实证检验	56
第三节	我国企业境外上市公司治理效果的评价及原因探析	75
小 结		80

第五章	我国企业境外上市融资效果研究	82
第一节	境内外证券市场的融资效率比较	83
第二节	我国企业境外上市融资效果的实证检验	93
第三节	我国企业境外上市融资效果的总体评价	107
小 结		109
第六章	我国企业境外上市国际化效果研究	110
第一节	境外上市在销售市场国际化方面的效果	111
第二节	境外上市在资产地区布局国际化和并购行为国际化方面的效果	117
第三节	我国企业境外上市国际化效果的总体评价	124
小 结		126
第七章	境外上市对我国企业绩效的影响	127
第一节	企业绩效评价体系	128
第二节	境外上市前后的企业绩效变化	135
第三节	境内外上市企业的绩效差异	142
第四节	境外上市对我国企业绩效的总体影响	152
小 结		153
第八章	结论和建议	154
第一节	结论	154
第二节	建议	156
附 录		160
附录一	全球主要证券交易所上市企业中本国企业和境外企业的数量	160
附录二	ADRs 的种类和特征	163
附录三	中国证监会与境外监管机构签署的备忘录	164

附录四	涉及我国企业境外上市的法规	166
附录五	1993 年至 2006 年在香港联交所主板境外上市的 境内企业	167
附录六	1993 年至 2006 年在香港联交所创业板境外上市 的境内企业	173
附录七	境外 IPO 企业和其配对样本企业的 IPO 融资情况 ...	175
附录八	境外上市前后综合企业绩效比较主成分分析法的相关 系数矩阵	176
附录九	境内外上市企业综合绩效比较主成分分析法的相关系 数矩阵	177
附录十	境内外上市企业绩效表现比较分析中双重上市企业的 配对样本企业	178
参考文献		179

第一章 导 论

第一节 研究背景和研究意义

一、研究背景

境外上市(oversea listing)也称跨境上市(cross listing)、国际上市(international listing)或外国上市(foreign listing),是指企业在境外证券市场上市的行为。境外上市是国际金融资本流动的一种形式,是资本市场全球化的产物,国外学者对其的研究兴趣始于 20 世纪 80 年代,特别是 80 年代中后期至 90 年代中期,是全球境外上市企业数量猛增和境外上市企业分布发生变化的一个时期。1995 年底,仅伦敦证券交易所就拥有 531 家境外上市企业,境外上市地点开始从欧洲证券市场转向美国几大证券市场。经历了快速增长的十年后,从 1995 年起,全球范围内的境外上市步伐开始减慢,在全球 63 个主要证券交易所中,境外上市企业的数量从 1995 年的 3 508 家降到了 2002 年的 2 335 家,境外上市企业数量占

交易所全部上市企业数量的比重也有所下降。^① 美国的证券交易所对境外企业的吸引力依然不减,纽约证券交易所取代伦敦证券交易所成为全球拥有境外上市企业数量最多的国际性证券交易所,此外,在美国上市的境外企业所属的国家地区也日益多样化,很多新兴市场国家的企业开始大量到美国各个证券交易所上市(Karolyi,1998,2006)。伴随着全球范围内境外上市活动的发展变化,国外学术界出现了一大批有关境外上市的研究文献,形成了一些比较成熟的理论观点。

在我国,自1993年7月15日青岛啤酒股份有限公司在香港联交所上市以来,境外上市活动已经持续了十几年,境外上市企业的数量和规模不断增大:截至2006年底,共有306家境内企业在香港联交所主板、香港联交所创业板、纽约证券交易所以及新加坡证券交易所主板境外上市;香港联交所主板H股的市值总额在2006年底达到了33 637.88亿港元,占香港联交所主板总市值的25.39%,相当于沪深两市总市值和流通市值的38.14%和139.50%。但相对于国外的境外上市实践,我国企业的境外上市历史毕竟较短,相关法律法规也较为简单和不健全,企业对于去境外上市显得经验不足。2006年以来,关于企业、特别是大型国有企业不应该去境外上市,我国学术界出现了很大纷争,这一方面反映出境外上市在我国已经成为一种重要的金融现象,日益引发人们的关注;另一方面也说明我国学术界对境外上市的认识存在很大分歧,究其原因在于相对于境外上市实践,境外上市的理论和实证研究显得比较滞后。基于以上背景,本书对我国企业的境外上市效果进行了实证分析和理论探讨。

二、研究意义

1993年至今,我国企业的境外上市之路已走了十几年,随着越来越多的企业,特别是一些带有垄断性质的国有大型企业奔赴境外上市以及境外上市企业总体规模的扩大,境外上市这一现象日益引起了人们的争论和担忧。我国企业通过境外上市获得了哪些收益、付出了哪些成本,境外上市是否造成了国有资产流失,是否会危及我国的经济安全,是否会造成我国资本市场的“空心化”和“边缘化”,是否会损害我国的社会福利;现有的境外上市政策是否合理,相关管理部

① 境外上市企业在全球各大证券交易所的分布情况详见附录一。

门应如何正确引导企业去境外上市? 这一系列问题迫切需要理论研究来回答和解决。

从 20 世纪 80 年代开始, 国外研究者就陆续提出了各种理论假设来研究境外上市现象, 由此形成了比较成熟的理论体系、产生了丰富的实证成果。但是国外现有文献的研究结果并不能很好地解释我国的境外上市现象: 首先, 国外文献研究的样本企业在境外上市前就已经在本国证券市场上市了, 而我国企业在境外上市前几乎没有在境内证券市场上市; 其次, 我国企业的境外上市活动是在一个比较特殊的经济环境中进行的, 这种特殊性产生于计划经济向市场经济的转轨过程中, 具体表现为: 资本的国际流动受到管制、大量国有企业有待改制、股票市场有 2/3 的股票不能流通、企业能否上市并不主要取决于企业本身的绩效表现等。在这种特殊的经济环境下, 我国企业的境外上市行为既有别于发达国家的企业也有别于一些新兴市场国家的企业。

虽然境外上市在我国已经成为一种重要的金融现象, 但国内学术界对其的研究仍显得不太成熟, 具体表现在:

(1) 国内文献对境外上市的研究很多都是掺杂在其他诸如影响上市公司绩效的因素、国有企业改革的途径等研究主题中, 专门研究境外上市现象的文献较为少见。

(2) 国内文献缺乏有关境外上市的较为全面和规范的实证研究, 其原因可能在于: 我国企业的境外上市历史较短, 为了规避政策限制, 一些企业还采取了较为复杂的境外上市途径, 这使得境外上市的相关数据较难收集和整理; 此外, 先境外再境内的特殊上市顺序使得国外实证研究中普遍采用的事件研究法不适用于研究我国企业的境外上市。

(3) 国内文献对境外上市的研究大多只限于现象描述或政策解读, 鲜有文献在实证研究的基础上对境外上市进行深入的理论探讨。

本书从境外上市动因出发, 对我国企业的境外上市效果进行了较为全面和规范的实证研究和理论探讨, 填补了境外上市的研究空白。本书的研究结果不仅有助于人们客观看待境外上市现象, 对于我国企业的境外上市实践以及相关部门的政策制定也具有指导意义。

第二节 境外上市相关概念的界定

一、直接境外上市和间接境外上市

直接境外上市是指企业在境内注册成为股份有限公司并在境外上市,如 H 股企业。由于在境内注册,直接境外上市企业受到境内外法律和证券监管机构的双重监管。间接境外上市是指主要业务和最终控制方在境内的企业在境外注册成为股份有限公司并在境外上市,如红筹股企业。间接境外上市企业属于境外法人,遵守注册地公司法的约束,理论上只受注册地和上市地法律和监管机构的监管,内地法律和监管机构只能对其内地股东进行监管。

二、境外 IPO 上市、境外买壳上市和境外造壳上市

境外上市具体可以采取 IPO 上市、买壳上市和造壳上市几种途径。IPO 上市,是指以首次公开发行股票的方式在境外上市;买壳上市,是指境内企业通过取得一家已在境外上市企业的控股权来实现境外上市;造壳上市,是指境内企业在境外注册成立公司或控股公司,让该公司在境外上市,然后通过收购、资产置换等方式,将境内企业的资产转移至境外上市公司。境内企业可以在境外上市地注册壳公司,也可以在第三国注册壳公司,后者的注册地大多位于开曼群岛、英属维尔京群岛等避税天堂,且上市的路径更为复杂。

三、双重上市(dual listing)和多重上市(multiple listing)

国外文献将双重上市定义为企业既在本国证券市场上市又仅在一个境外证券市场上市的行为,将多重上市定义为企业在多个境外证券市场上市的行为。本书将境外上市企业分为两类:一类是在境内外市场上市的企业,另一类是仅在境外上市的企业,本书将前者统称为双重上市企业,虽然这些企业可能在境外多个市场上市。双重上市企业可以先在境内上市也可以先在境外上市,还可以在境内外同时上市。

四、发行存托凭证(Depositary Receipts, DRs)境外上市

我国企业除了可以直接发行普通股境外上市,还可以发行存托凭证 DRs(Depositary Receipts)境外上市。DRs 是 J. P. 摩根在 1927 年创新的一种证券形式,初衷是为了便于美国的投资者参与伦敦股票市场交易。DRs 是一种由存托银行发行的可转让证书,每一份 DR 代表着境外企业已发行的一定数量的股票或债券。DRs 的持有者拥有企业相应的投票权和分红权,而且有权将 DRs 转为企业股票。存托银行作为境外企业和当地投资者之间的代理人,负责发行、清算 DRs 并将股利和财务报等转给 DRs 的持有者。绝大多数的 DRs 在美国市场交易,称为美国存托凭证(American Depositary Receipts, ADRs)。^① 中国企业在美国发行 ADRs 的方式主要有三种:以境外其他交易所上市的股票为基础发行 ADRs,如将在香港联交所上市的 H 股和红筹股转为 ADRs;直接发行 Level III ADRs;以 B 股为基础发行 ADRs。

第三节 研究思路、研究方法和研究样本

一、研究思路

根据已有文献,对境外上市现象的研究可以从两个层面展开:一是宏观层面,主要研究境外上市对本国和全球资本市场以及本国经济的影响;一是微观层面,主要研究企业去境外上市的动因以及境外上市对企业的影响。宏观层面的研究需要较长的观察期和较多的样本量,而我国企业境外上市的历史较短,相关数据又不易获取,因此本书选择了从微观层面研究我国的境外上市现象。

本书具体的研究思路是依据境外上市动因检验境外上市的实际效果,进而得出相关结论并对我国的境外上市实践提出合理建议。首先,根据我国企业境外上市的背景资料以及现有的研究发现并经理论推断,确定我国企业去境外上市的主要动因在于:促进企业改制和提高公司治理水平,进入国际资本市场融资,推动企

^① ADRs 的种类及其特征详见附录二。

业的国际化进程进而全面改善企业绩效;而后根据这些动因就境外上市的公司治理效果、融资效果、国际化效果以及境外上市对企业绩效的影响进行实证检验,以说明境外上市在多大程度上实现了企业的初衷,相对于在境内上市,境外上市是否给企业带来了额外的收益;最后,在境外上市效果的实证研究基础上,提出有关我国境外上市的合理建议。具体的研究思路见图 1-1。

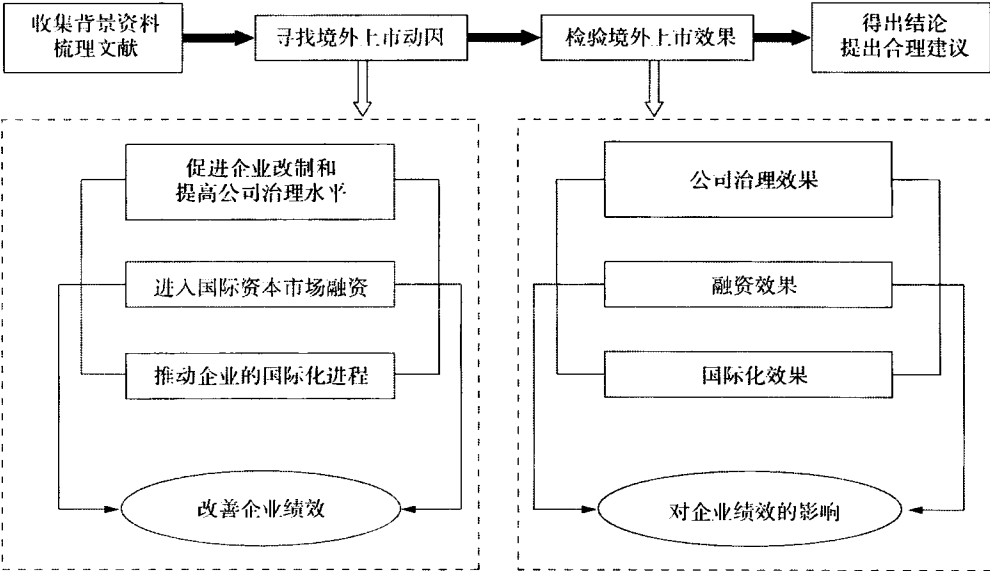


图 1-1 论文的研究思路

二、研究方法和研究样本

本书将实证研究与规范研究相结合,采用了横向比较和纵向比较的方法以及案例分析的研究方法。

出于以下考虑,本书的实证研究以在香港联交所境外上市的境内企业为样本:

- (1) 香港是我国企业最主要的境外上市地点;^①
- (2) 在香港联交所境外上市的企业,其数据较易获取;
- (3) 香港作为国际金融中心,其证券市场制度及监管较为完善,以在香港联交所境外上市的企业为样本进行实证研究具有一定的代表性;

^① 在香港境外上市的企业的具体数据详见表 2-2。

(4)在纽约证券交易所和伦敦证券交易所境外上市的企业大多也在香港联交所境外上市,因此以在香港联交所境外上市的企业为样本的研究结果,也可以在一定程度上说明在这些境外市场上市的效果。

第四节 研究内容

全文共分为八章,主要内容如下:

第一章是导论,介绍了本书的研究背景和研究意义,界定了相关概念,并对本书的研究思路、研究方法、研究样本、研究内容、创新之处和研究局限进行了阐述。

第二章是我国企业境外上市概况,介绍了我国企业境外上市的背景、特点和动因,描述了自1993年以来我国企业境外上市的总体发展情况,包括境外上市地点分布、境外上市企业的行业分布以及境外上市的发展趋势。

第三章是境外上市效果的文献综述,总结了就境外上市公司治理效果、融资效果、国际化效果以及境外上市对企业绩效的影响,国内外文献提出的理论观点和实证研究成果。

第四章是我国企业境外上市公司治理效果研究。本章从透明度和信息披露,股东权利,董事会结构和运作以及股权结构四个方面构建公司治理评价体系,通过对比双重上市企业和仅在境内上市企业的公司治理水平,来说明境外上市的公司治理效果并对其进行原因探悉。

第五章是我国企业境外上市融资效果研究。本章首先比较了境内外市场的融资效率,其次从首次公开发行(IPO)权益资本融资情况和上市后权益资本再融资情况两个角度,对境外上市的融资效果进行了实证研究和评价。

第六章是我国企业境外上市国际化效果研究。本章从销售收入的地区分布、资产的地区布局以及并购行为等方面考察了境外上市的国际化效果并对其进行评价。

第七章是境外上市对我国企业绩效的影响。本章首先根据已有的企业绩效评价体系和数据的可得性构建企业绩效评价体系,然后在这一绩效评价体系下,对境外上市前后的企业绩效变化和境内外上市企业的绩效差异进行实证检验,最后结合前几章的实证研究结果就境外上市对我国企业绩效的影响做出总体评价。

第八章是结论和建议。本章总结了前几章的实证研究结果,对我国企业境外

上市的效果进行了总体评价,在此基础上提出了本书的结论及对我国境外上市活动的建议。

第五节 研究创新和研究局限

一、研究创新

本书从以下几个方面突破了现有研究的局限性,形成了创新点:

1. 新的研究内容

本书对境外上市效果进行了较为全面的实证研究,提供了我国企业境外上市效果的实证证据,填补了我国境外上市的研究空白,为境外上市的后续研究打下了基础。

2. 新的研究样本和数据

和国内现有相关文献一样,本书以在香港境外上市的境内企业为研究样本。但本书的样本涉及在香港境外上市的所有境内企业,而现有文献的研究样本一般只包括 H 股企业或在香港和 A 股市场双重上市的企业。此外,本书还收集和整理了大量新的数据,如境外上市企业在境外市场的再融资数据,境外上市企业的收入和资产的地域分布数据和跨国并购数据、境外上市企业在境外上市前的绩效表现数据等。

3. 新的研究角度

鉴于我国境外上市活动的特殊性,本书尝试从新的研究角度来检验境外上市效果。如在研究融资效果时,关注了 IPO 融资效果和再融资效果两个角度;在研究国际化效果时,不仅考虑了收入和资产的地域分布还考虑了跨境并购活动;在研究境外上市对企业绩效的影响时,分析了企业在境外上市前后而不是回归境内市场前后的绩效变化。

4. 新的研究发现

本书在实证研究的基础上有了一些新的研究发现:

(1) 是否在境外市场进行 IPO 对 IPO 发行市盈率没有显著影响。而一般观点认为,境外市场普遍低估了我国企业的价值,我国境外上市企业的 IPO 发行市盈率

要大大低于境内上市企业。

(2)我国企业在境外证券市场没有获得较为理想的持续融资效果。相对于境内上市企业,境外上市企业并没有获得较多的再融资机会且再融资额度显著较低。

(3)我国企业境外上市的国际化效果并不明显。虽然我国境外上市企业比仅在境内上市的企业在收入的地区分布上更具有国际化特征,但这很可能是因为这些企业在境外上市前就有了相对较多的国际市场收入,而不是因为其具有境外上市背景。我国境外上市企业大多在上市前只在境内经营资产,只有很少一部分企业境外上市后在境外购置了资产,境外上市前后的境外资产所占比例没有发生显著改变。无论是从有过跨境并购行为的企业数量还是从跨境并购的频率来看,我国企业在境外上市后并没有成为积极的跨境并购者。

二、研究局限

受篇幅和数据等所限,本书对我国企业境外上市效果的研究仍然留有一些遗憾,这些遗憾将有待于今后的研究予以弥补。

首先,本书实证研究选取的样本数据仍存在一定的局限性,具体表现在:(1)本书仅选取了在香港联交所上市的境内企业为研究样本,而没有考虑在其他境外证券市场上市的境内企业;(2)我国企业的境外上市时间较短,一些企业的数据尤其是境外上市前的数据难以获取,因此样本数据的时间跨度较小。

其次,本书没有比较国有企业和民营企业的境外上市效果,虽然由于境外上市动因、境外上市途径、所有权结构等存在差异,两者的境外上市效果很可能会有所不同。原因主要在于民营企业大多以间接方式去境外上市,上市路线比较曲折,相关数据不易获取。此外,如果区分国有企业和民营企业进行实证研究会导致样本数过少,从而影响实证研究的效果。

最后,本书没有涉及宏观层面的境外上市效果。

小 结

本章是导论,介绍了本书的研究背景和研究意义,界定了境外上市的相关概念,并对本书的研究思路、研究方法、研究样本、研究内容、创新之处和研究局限进