

中国财务与投资前沿研究丛书

中国企业双重上市与 企业溢价研究

A

Study on the Dual Listing
and Bonding Premium in China

沈红波 ©著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

中国财务与投资前沿研究丛书

中国企业双重上市与 企业溢价研究

A Study on the Dual Listing
and Bonding Premium in China

沈红波 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国企业双重上市与企业溢价研究/沈红波著. —北京:北京大学出版社, 2008. 8

(中国财务与投资前沿研究丛书)

ISBN 978 - 7 - 301 - 14186 - 1

I. 中… II. 沈… III. 上市公司 - 企业管理 - 研究 - 中国
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 129365 号

书 名: 中国企业双重上市与企业溢价研究

著作责任者: 沈红波 著

策 划 编 辑: 朱启兵

责 任 编 辑: 朱启兵

标 准 书 号: ISBN 978 - 7 - 301 - 14186 - 1/F · 2017

出 版 发 行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn> 电子邮箱: em@pup.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

印 刷 者: 北京汇林印务有限公司

经 销 者: 新华书店

650 毫米 × 980 毫米 16 开本 11.75 印张 167 千字

2008 年 8 月第 1 版 2008 年 8 月第 1 次印刷

印 数: 0001—4000 册

定 价: 23.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn

编委会名单

主 编

吴世农/厦门大学

编委(按拼音排序)

曹 勇/南洋理工大学	陆正飞/北京大学
陈小悦/清华大学	曲晓辉/厦门大学
陈 晓/清华大学	沈艺峰/厦门大学
陈信元/上海财经大学	孙 谦/厦门大学
陈志武/耶鲁大学	孙 铮/上海财经大学
洪永森/康奈尔大学	全允桓/清华大学
李若山/复旦大学	张 华/香港中文大学
李善民/中山大学	张 维/天津财经大学
刘 锋/麦吉尔大学	赵德武/西南财经大学
刘 力/北京大学	周春生/长江商学院
刘志远/南开大学	

总 序

综观过去 30 年公司财务 (Corporate Finance) 与资本市场 (Capital Market) 的研究动态,这一领域的研究发生了一些革命性的变化,通过与不同学科(例如,经济学、心理学、法学、非线性动力学、金融学、投资学、会计学和审计学等)的相互碰撞和融合,产生了一系列具有挑战性的新课题。我认为,以下四方面新的研究课题反映了当代公司财务和资本市场研究发展的新趋势。

第一,公司财务和资本市场的研究与公司治理的研究相互融合,探讨公司治理是否对公司财务产生影响、为什么影响和如何影响。传统的公司财务都是在一般均衡条件下讨论成本最小化或收益最大化,而忽略了公司的股权结构、董事会构成、总经理与董事会关系、经理持股、经理薪酬制度等对公司财务政策的影响。事实上,近年来的许多案例和研究成果都表明,无论是在国内还是在国外,公司治理因素对公司财务政策选择和业绩都具有显著影响。但迄今为止,在公司治理如何影响公司的资本结构、融资方式、股利分配政策、投资决策和业绩等方面,并没有明确的结论;公司治理是否影响公司资产定价,即“公司治理溢价”(Corporate Governance Premium)是否存在?等等。由此可见,公司财务与公司治理之间的关系仍是一个值得深究的“谜”!

第二,公司财务和资本市场的研究与心理学及行为科学的研究相互融合,探讨管理者和投资者的非完全理性行为是否以及如何影响公司财务政策、投资决策和资产定价等。传统的公司财务和投资理论都是在理性投资者或管理者的前提下讨论财务理论和投资理论的,但研究发现,不仅投资者存在非理性行为,而且管理者也存在非理性行为。这些发现对

传统的财务理论和投资理论无疑是个巨大的挑战。也正是由于这些发现,使得研究者开始从心理学的视角来解释公司财务和资本市场存在的某些反复出现、却难以用传统的财务理论和投资理论来解释的“异象”(Anomalies),例如,为什么股票价格涨(跌)得越快,投资者买(卖)得越多,即使股价已经超过(低于)其价值?从心理学角度研究投资行为和理财行为,推动了行为金融(Behavior Finance)和行为公司财务(Behavior Corporate Finance)这些新思想和新理论的产生与发展。

第三,公司财务和资本市场的研究与法律的研究相互融合,探讨法律是否以及如何影响公司财务政策和投资行为等。法律作为公司外部治理变量,早年属于公司治理研究的范畴,但近年来,法律与公司财务及投资的关系研究纷纷兴起,特别是投资者法律保护是否影响公司的股权结构、财务政策选择和投资决策?投资者法律保护是否能够提高公司的价值?等等。当前,“法律与金融”(Law and Finance)以及“法律与公司财务”(Law and Corporate Finance)已经成为财务和资本市场研究的新领域。

第四,公司财务和资本市场的研究与微观结构(Microstructure)的研究相互融合,探讨从微观的视角,采用高频数据(High Frequency Data),研究投资者潜在需求如何最终转化为公司资产价格和交易量的过程。更具体地说,微观结构思想和方法的导入,使得我们能够更加细致地观测各种信息与资产价格及交易量之间的变动过程和关系、价格形成与交易规则之间的关系、信息透明度与交易行为及交易策略的关系、流动性程度与资产收益的关系,也有助于我们从市场微观结构解释股票首次公开发行(IPO)、股票拆细、小公司股票筹资、境内资本市场分割、外汇交易市场等“谜题”。

本系列丛书的作者正是立足财务与投资研究的前沿,结合国情,以中国上市公司和资本市场为研究对象,针对中国上市公司面临的财务政策、融资与投资决策、公司治理与财务管理、投资者行为等相关问题展开专题研究,发现并提出许多具有科学意义和应用价值的结论和建议。我相信,本系列丛书所介绍的研究成果,不但有助于我国高校理财、会计、金融、投资专业的教师和研究生,也有助于证券业研究机构的研究人员拓展研究

思路,拓宽研究视野,掌握研究动态和深化我国财务和投资的研究;不但有助于我国上市公司、投资基金和证券业的财务和投资管理工作者深入了解我国上市公司财务管理和资本市场面临的问题以及公司的财务行为、投资者行为和资本市场的变化趋势,掌握基于价值创造理念以科学地制定上市公司的财务政策和投资决策的原理,进一步完善上市公司的财务制度和治理结构,做好财务管理工作,也有助于证券监管机构的管理者了解上市公司的财务行为及其成因,以及资本市场投资者行为及其成因,为制定和完善我国证券市场监管政策提供科学依据。

本系列丛书的撰写和出版得到福耀玻璃工业集团总裁曹德旺先生的关心和支持。福耀玻璃工业集团本着办好民族企业和为股东创造价值的理念,艰苦创业,注重技术创新和管理创新,强调品质第一,以质量强化品牌,不断开拓市场,研究国内外市场需求变化,加强财务管理,追求投资效益。福耀玻璃工业集团所生产的汽车玻璃先后赢得了国内外诸多荣誉,成为优秀的民族品牌,企业的经济效益也日益上升,成长为一个“价值创造型企业”,不断为股东创造价值,并为投资者带来丰厚的回报。曹先生办企业兴民族产业的卓越领导才能,举善事以回报社会的爱国爱乡之心,有口皆碑。我谨代表本系列丛书的全体作者,真诚地感谢曹先生和福耀玻璃工业集团对学术研究的支持!

本系列丛书的出版,得到原北京大学出版社梁鸿飞博士及北京大学出版社其他同事的理解和支持。梁博士以敏锐的学术眼光和高超的专业精神,对本系列丛书的定位、选题、学术价值、编委会组成等,提出了诸多宝贵的意见和建议,特此致谢!此外,本系列丛书的编选和出版,还得到国内外同行专家的帮助和支持,他们都是财务与投资研究领域的杰出学者。因此,我还要代表全体作者深深感谢全体编委会成员,他们为提高这套丛书的学术价值和质量作出了重要的贡献!

吴世农

2006年2月于厦门大学芙蓉湖畔嘉庚楼

摘要

双重上市(Dual Listing)是指同一家公司分别在两个不同的证券交易所挂牌上市的行为。随着全球经济一体化的发展和各国金融管制的逐渐放松,国际资本流动日趋自由化,同时世界各主要金融市场,特别是证券交易所在竞争与合作的过程中不断加强联盟,企业的双重上市也日趋频繁。在这种大的国际经济背景下,中国公司也逐步走向境外证券市场。同时,随着中国经济的快速持续发展,世界各主要交易所都把目标瞄向中国,吸引中国公司到境外交易所上市交易。优质的国内公司,也成了各国交易所争抢的对象。在这种形势下,深入分析企业双重上市的动因及其后果,对我国资本市场乃至金融经济的发展具有非常重要的意义。

相比境内上市的A股公司,双重上市的AH股公司面临着更加严格的法律环境和市场环境。从理论上分析,企业到更加严格的市场上市,法律环境、公司治理、投资者素质以及盈利质量都将会有较大改善,A股市场的投资者对其估值也应当有一个溢价。本书采用实证研究方法,证实了AH股公司溢价的存在性,并从信息环境和盈利质量的角度研究了溢价产生的动因。本书的研究表明,法律保护和市场环境越完善,企业溢价越高。在当前国家大力推进优质国有企业在A股市场上市的背景下,培育良好的市场环境和法律环境显得更加迫切和重要。

本书的主要内容

本书研究的思路是先检验境外上市的溢价效应,即在境外上市的公司A股市场有更好的估值,然后从信息环境和盈利质量分析溢价可能存在的原因。全文共分六章,其主要内容如下:

第一章提出了研究问题,指明了研究意义。本书首先以境外上市动

因为主线,对西方境外上市融资理论进行了系统介绍,包括:市场分割理论、捆绑理论和熟悉偏好假设等。同时,简单回顾了我国学者对境外上市的相关研究。在理论回顾的基础上提出了本书的研究方向和主要构思。

第二章在分析全球境外上市背景的基础上,详细分析了中国企业境外上市的现状并系统总结了H股的发展历程及作用,包括H股与A股市场在外部环境上的差异。最后深入分析了企业境外上市的动机。

第三章是企业双重上市的溢价效应研究。本书首先提出并实证检验了“溢价”的存在性,即到境外上市的AH股公司由于面临更加严格的外部环境,因此本土市场的投资者对其有一个更高的估值。本书借鉴Doidge、Karolyi和Stulz(2004)的捆绑理论(Bonding Hypothesis)研究了双重上市的溢价现象。为了控制内生性问题,我们分别采用Heckman检验和AB股上市前后的比较分析。鉴于企业价值有多种形式,我们除了采用PB、PE等指标外,还采用Ohlson-Juettner模型研究了境外上市对预期资金成本的影响。

提出中国企业双重上市“溢价”现象之后,第四章先研究了公司双重上市对提高企业信息环境的作用,然后进一步分析信息环境的改善对提高企业价值的影响(我们用证券分析师人数、证券分析师的准确度来计量信息环境)。研究发现,AH股公司的证券分析师人数显著高于A股公司,即使控制了内生性问题以及采用两阶段回归之后,这种结论依然成立,而信息环境的改善能够使企业有更好的估值。

第五章从盈利质量角度研究了溢价存在的动因。实证检验的思路是境外上市提高了盈利质量,而盈利质量的提高提升了企业估值。盈利质量包括盈余管理、会计稳健性和价值相关性。我们主要采用截面调整后的Jones模型和修正的Jones模型来衡量盈余管理,同时采用收益平滑和线下项目作为补充。在会计稳健性上,我们以Basu(1997)模型为基础,结合Ball等(2001)的研究方法,研究境外上市对会计盈余稳健性的影响。在价值相关性上,本书借鉴Eli Amir(1993)的价值相关性方法,用会计收益相关模型研究了相对价值相关性。实证研究发现,境外上市能够抑制盈余管理,进一步讲,盈余管理的抑制能够增加企业的估值。但是对

于会计盈余稳健性和价值相关性没有得到一致的结论。

第六章总结全文,得出研究结论,提出政策建议,并指出研究局限和进一步的研究方向。

各章的相互关系是:第一章主要是提出研究问题,界定研究范围;第二章是对企业境外上市的背景和现状的分析,目的是介绍企业境外上市的制度背景,为第三章的实证研究作铺垫;第三章是本书的核心,主要从境外上市对企业价值的影响,以及境外上市对预期资金成本的影响这两个方面来验证境外上市的“溢价”效应;第四章和第五章分别从信息环境和会计信息质量来探讨“溢价”可能存在的原因;第六章总结全文,得出研究结论,在理论分析和实证研究的基础上,提出政策建议,并指出研究局限和进一步的研究方向。

本书的创新之处

研究内容方面:(1) 本书在国内首次采用分析师的数据比较了 A 股和 AH 股在信息环境方面的差异,这是在信息披露与法律环境方面的一个突破,也弥补了国内在信息环境研究方面的空白;(2) 采用全面的盈余管理方法,比较信息披露和法律环境对盈余管理的影响,并进一步研究盈余管理对企业价值的影响;(3) 结合中国特有的背景,研究境外上市对会计盈余稳健性的影响;(4) 研究了信息披露与法律环境对中国预期资金成本的影响,预期资金成本是公司财务研究的最新领域,这对研究中国企业资金成本也是新的突破。

数据收集方面:国内关于企业境外上市问题的经验研究并不多,其中一个重要的原因就是数据难以取得。本书立足同时发行 A 股和 H 股的上市公司来研究境外上市的溢价效应,利用 Wind 资讯数据库和天软金融分析得到上市公司的数据。此外,本书还利用“今日投资”数据库的盈利预测数据研究境外上市对信息环境的影响。

研究方法方面:国内学者主要从规范的角度来研究企业双重上市问题。本书根据经济学、会计学的相关理论,结合我国制度背景,用理论模型建立企业境外上市的理论框架,并利用上市公司年度财务报表中的相关数据,使用非参数检验、回归分析、两阶段最小二乘法、Heckman 内生性

检验、路径分析、受限模型 Wald 检验、面板数据法等统计方法进行全面和深入的实证研究。

本书对境外上市和市场建设的建议

本书从法律保护和信息披露的视角研究了双重上市对企业价值的贡献,通过实证分析,我们可以了解企业选择在境内还是境外上市,最根本的选择标准是良好的市场环境和法律环境。这就跳出了境外上市短期利弊的圈子。在当前国家大力推动优质国有企业回归 A 股市场的背景下,积极营造良好的市场环境和法律环境显得更加迫切和重要。

(一) 以市场化手段推动境外上市融资

从本书的结论以及国际经验来看,企业境外上市后由于投资者素质以及盈利质量的提高,使企业有更高的估值。境外上市实质上是企业“租用”了境外市场良好的法律和公司治理体系。因此,如果境外上市能够融资而且改善公司治理,那么应当让企业自主选择是否境外上市并承担风险,如推动大型银行境外上市。因此,在我国市场经济体制日益发展的过程中,一方面企业融资体制要逐步市场化;另一方面政府要逐步放松管制,改变监管方式。

(二) 加强市场基础制度建设,加快国际协调,提高盈利质量

在有效促进企业境外上市的同时,必须加强国内市场基础制度建设,包括投资者保护、信息披露制度,并将市场监管的基础工作标准化,加快与国际标准的协调、融合,具体包括:逐步建立严格的监管和执法体系,提高盈利质量;加强与国际证券监管委员会组织(IOSCO)等其他国际性组织的沟通和联络;建立证券多国发行和上市的统一信息披露及会计标准,从而降低证券发行与上市的运行成本和管制成本等。

(三) 加强证券分析师等相关行业的培植,建设良好的信息环境

金融是为经济服务的,在大量中国企业走向境外资本市场的同时,市场参与者(如分析师)应跟上发展的步伐,以营造良好的外部信息环境。

关键词: 双重上市 企业价值 预期资金成本 信息环境 盈利质量

Abstract

Dual Listing means the act with a company listing on two separate stock exchanges. With economic globalization and deregulation of the financial systems in many countries, international capital flows have become increasingly flexible. More and more companies are taking advantage of cross-border listing. Increasing numbers of mainland companies such as China Mobile are also moving forward to overseas stock markets. There are some criticisms and debates on Chinese companies' cross-board listing. In such situations, deeply analyzing the motivation and consequences of cross-board listing has become a very important problem. However, few researches in China empirically study the influence of cross-board listing. Taking into account the importance of cross-listing, it is urgent to fill the gaps. Therefore, this book deeply analyses the motivation of Chinese companies cross-board listing, uncovers the influence of cross-listing on information environment, the quality of accounting information and firm value.

The main contents are as follows:

This book is divided into the following four main parts: The institutional background and motivation of enterprises' cross-listing, cross-listing and value creation, the influence of cross-listing on the information environment and the influence of cross-listing on the quality of accounting information.

Chapter one follows the thread of the motivation of cross-board listing, systematically introduces western financing theory of cross-listing, including market segment hypothesis, bonding hypothesis and the similarity preference

hypothesis. Meanwhile, it simply retrospects Chinese scholar's research on cross-board listing. Basing on the theory retrospected, it puts forward the research framework.

Chapter two first analyzes the main forms of cross-board listing, and then analyses the situation of Chinese companies' cross-board listing and the history and influence of H shares, including its influence on Chinese companies and capital market and at last analyses the motivation of cross-board listing.

Chapter three studies the bonding premium effect, i. e. cross-board listing and value creation. This chapter first empirically analyses the existence of bonding premium effect, bonding premium here is referred as cross-listing companies and has a higher valuation than the non cross-listing companies. At the following chapters, we analyze the reason of bonding premium from the perspective of information environment and quality of accounting information. Basing on Doidge, Karolyi and Stulz (2004), we study the existence of premium from the theoretical perspective of the Bonding Hypothesis. In order to control the endogenous problem, we use the data of AB shares before and after listing, meanwhile, we use the Heckman test to control for the endogenous problem. In view of the various forms of firm value in use, we use PB, PE and other measures. As many scholars research the firm value from the perspective of cost of capital, we adopt Ohlson-Juettner's expected cost of capital to study the influence of cross-listing on the expected cost of capital. The empirical results find the existence of the "Bonding Premium" phenomenon that is the higher valuation for the cross-listing companies.

After putting forward bonding premium effect, chapter four analyses the reason of the "Bonding Premium" from the viewpoint of information environment. We analysed the influence of cross-listing on the information environment firstly, then analysed the improvement of information environment on firm value. The empirical results find that the analysts of AH shares are more than A shares significantly, and the improvements of information environment

in turn add firm value. The path analysis supports the above argument.

Chapter five analyses the reason of the “Bonding Premium” from the earnings quality. Earnings quality here includes three aspects (earnings management, conservatism and value-relevance). We use the Jones model and modified Jones model to deal with earnings management, meanwhile, we use the earnings smoothing measures as the supplement to deal with conservatism. We use the Basu (1997) return model as a basis, combined with Ball’s (2001) research method to study cross-listing’s influence on conservatism. And we use the Eli Amir (1993) return model to deal with value-relevance. The empirical results indicate that cross-listing can curb earnings management, which in turn add firm value. However, the empirical evidence finds no consistent results for conservatism and value-relevance.

Chapter six summaries the whole paper and gets the conclusion, then puts forward some policy suggestions. After that, we point out the limitation and the direction for future research.

The relationship between the various chapters is as follows: chapter one is mainly to introduce the research problems, defines the scope of the study; chapter two is the institutional background and statues of dual-listing, which paves the way for the later empirical study; chapter three is the core of this book, which analyses the dual-listing bonding premium; chapter four and chapter five respectively then analyses the reasons of Bonding Premium from the perspective of information environment and the quality of accounting information; chapter six concludes the paper and puts forward the policy recommendations, points out the limitations of this paper and the future direction.

The main innovations of this paper are as follows:

The research contents: (1) We compare the information environment of the A shares and AH shares using the analysts’ data, which is the first effort in China. (2) We analyse the influence of the information disclosure and law on the earning management, conservatism and value-relevance. (3) We ana-

lyse the influence of information disclosure and law on the expected cost of capital, which is the first effort in China.

The data collection: The research of cross-listing progresses slowly, one reason of which is the difficulty of data collection. This paper uses the Wind-wise database to collect the listed companies' financial data. What's more, we use the earnings forecast data from the "Investor Daily" database to analyse the cross-listing's influence on the information environment.

The research methods: Basing on economics, accounting and related theories in light of our institutional background, this book establishes theoretical models as the framework, after that, we use non-parameter test, regression analysis, two-stage analysis, Heckman endogenous test, path analysis, panel data etc. for thorough and comprehensive study.

The policy suggestions here are as follows:

This book analysed the influence of cross-listing on firm value from the perspectives of legal protection and information disclosure. Through empirical analysis, we realized that the most fundamental selection criteria of the option of listing at home or abroad are good market environment and legal environment. Therefore, it is urgent to create a favorable market environment and legal environment needed.

1. Promote cross-listing by market-oriented measures

From the book's conclusions, as well as the international experience, cross-listing can increase the firm value. In fact, Cross-listing enterprises essentially "rent" the good corporate governance and legal system of the overseas stock exchange. Therefore, if the cross-listing can improve the corporate governance and financing, then it should allow enterprises to choose whether or not cross-listing and take the risks. Therefore, financing system should be market-oriented. On the other hand, the government should gradually deregulate the financing system.

2. Strengthen the infrastructure of market-economy system, speed up international coordination and improve the quality of accounting information

When promoting cross-listing, it is necessary to strengthen the domestic market-economy system, including the protection of investors, information disclosure, accelerate with the international harmonization: (1) Gradually establish a strict monitoring and enforcement system and improve the quality of accounting information. (2) Cooperate with the International Securities Commission (IOSCO) and other international organizations. (3) Establish unified information disclosure and accounting standards, thereby reduce listing costs.

3. Enhance the industries such as securities analysts and build good information environment

When many Chinese enterprises enter overseas capital markets, market participants such as securities analysts should keep pace with development, so as to create a favorable external information environment.

Key words: dual-listing firm value expected cost of capital information environment earnings quality

目 录

第一章 绪论	(1)
第一节 问题的提出和选题的意义	(1)
第二节 基本范畴的初步界定与研究方法	(3)
第三节 文献综述	(6)
第四节 研究思路和本书的结构	(12)
第二章 企业境外上市的背景和现状	(18)
第一节 企业境外上市的背景分析	(19)
第二节 中国企业境外上市的现状	(23)
第三节 中国企业境外上市的动机分析	(29)
第三章 企业双重上市对企业价值的影响	(35)
第一节 理论分析与研究假设	(36)
第二节 双重上市对企业价值影响的实证研究	(41)
第三节 双重上市与预期资金成本 ——来自 Ohlson-Juettner 模型的经验证据	(57)
第四章 企业双重上市的溢价动因 ——来自信息环境的经验证据	(68)
第一节 资本市场的信息披露与信息环境	(69)
第二节 境外上市后企业信息环境的变化	(72)
第三节 中国企业双重上市与信息环境的实证分析	(77)
第四节 本章小结	(91)