

胡国晖/著

企业境外上市动机

——理论和实证研究

1.51
3



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

胡国晖/著

企业境外上市动机

——理论和实证研究



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

企业境外上市动机：理论和实证研究/胡国晖著. —北京：
经济管理出版社，2007.6

ISBN 978 - 7 - 80207 - 933 - 5

I. 企... II. 胡... III. 资本市场—研究—世界
IV. F831.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 066245 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话：(010) 51915602 邮编：100038

印刷：北京晨旭印刷厂

经销：新华书店

责任编辑：谭 伟

技术编辑：蒋 方

责任校对：郭红生

880mm × 1230mm/32

9 印张 165 千字

2007 年 6 月第 1 版

2007 年 6 月第 1 次印刷

印数：1—2000 册

定价：28.00 元

书号：ISBN 978 - 7 - 80207 - 933 - 5/F · 807

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部

负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010) 68022974

邮编：100836

前 言

在经济全球化背景下，企业境外上市在世界范围内获得迅速发展并成为理论界新的研究热点。国外大量文献研究了企业境外上市的动机，围绕企业境外上市前后的价格效应、流动性效应、风险和资本成本的变化等诸多方面，提出并验证了关于境外上市动机的各种理论假说。这些理论可以较好地解释发达国家企业境外上市的动机。但是，如果我们直接套用这些理论来解释中国企业的境外上市，却发现一些不相符合之处。这导致国内对中国企业境外上市的动机和合理性产生了争议，其中最大的质疑是认为中国企业境外上市相对于国内上市成本高、风险大，因此境外上市并不是最理想的融资方式。

在西方传统理论中，财务动机是企业境外上市决策中最重要的动机，而境外上市最关键的财务利益是降低资本成本。因此，上述质疑具有非常重要的意义。本书要解决的关键问题，就是考察中国企业境内外上市存在的差异，探讨是什么原因导致了中国企业不顾国内外存在的巨大价格差异，以高于国内的成本在境外上市。为此，本书通过广泛借鉴和吸收国内外文献的研究成果，

探讨企业境外上市的理论依据和研究方法；在此基础上，研究中国企业境外上市中的特殊问题及其形成的原因，分析中国企业境外上市的动机及实际效果。

一般而言，企业的境外上市决策，应该是在权衡境外上市的成本与收益关系的基础上做出的。本书对企业境外上市的成本及收益进行了定性分析，认为尽管目前中国企业境外上市的目标相对狭窄，但在追求境外上市利益方面与其他国家的企业有许多相似之处。但理论分析表明，由于国内外上市标准上的巨大差距，中国企业面临高昂的融资成本和风险成本。此外，中国企业境外上市还必须付出较高的社会成本。

在实证研究方面，本书以截至 2006 年底中国企业在纽约股票交易所上市的美股存托凭证（ADR）为样本，分析其发行定价和后市长期表现，并研究这些企业重返国内股市发行 A 股时的定价和发行抑价情况。结果发现，中国企业在美国股市首次公开发行 ADR 筹集资金，虽存在抑价现象，但抑价率明显低于国内的 IPO 股票，ADR 的后市长期表现却并不明显高于美股大市。但是，当这些公司中的一部分返回国内证券市场发行 A 股融资时，不仅 A 股的定价无一例外高于同期美国股市上 ADR 的交易价格，而且发行抑价率与国内 IPO 的整体状况非常接近：新股上市只升不降，并在上市首日呈现很高的初始回报率。这意味着同样价值的资产在境内可以融到更多的资金，同时还不会对二级市场造成负

面影响。

理论和实证两方面均表明，中国企业境外上市要面对更高的融资成本、发行风险以及严重的价格折扣。本书认为，要解释中国企业境外上市的特殊性，不能单纯从微观的角度探讨企业境外上市的价值效应。中国企业境外上市的推出、发展方式和途径，很大程度上受到经济转型期的制度和环境制约，反映了在国内证券市场发展尚不成熟、上市公司治理不规范的背景下，政府和企业借助外力来突破国有企业改革和证券市场发展相互掣肘的困境的一种被动选择。制度的约束和政府的干预对中国企业境外上市的利益、成本和风险都产生了广泛的影响，使得中国企业境外上市决策的目标和条件与发达国家的企业不完全相同。结合前文的理论分析，作者提出了融资便利、企业改制、战略潜力和管理者利益等关于中国企业境外上市动机的新假说。但限于数据采集的困难和作者的能力，本书尚未对这些假设进行检验。

本书认为，随着中国经济市场化和国际化的发展，企业境外上市不仅会在规模上继续扩大，而且在发展上将更为理性和健康。企业境外上市中的被动性、非理性决策和代理人成本将逐步降低，中国“特色”将趋于淡化，境外上市动机会更符合标准的财务理论。

由于本书涉及的论题较新、数据欠缺、国内研究尚少，因此作者在研究框架建立、资料采集和定量分析尝试等方面有所开拓。具体而言，一是在吸收借鉴国内外

文献成果的基础上，建立了一个研究企业境外上市动机问题的基本框架；二是采用国际上同类研究中较为通行和规范的方法来采集样本，收集和处理数据，研究了在纽约股票交易所上市的中国 ADR 的整体状况和特殊性；三是在广泛的定性和定量研究基础上，对于当前有关境外上市争论的重要问题提出了自己的看法。本书的研究有助于深化国内学术界对企业境外上市动机的认识，弥补某些领域的研究空白。另外，本书提供的有关境外上市的各种新信息和经验证据，也可为国际投资者、公司管理者和证券监管部门提供一定的决策参考。

Abstract

The globalization trend of the world economy has spurred increasing number of companies to raise equity capital beyond the borders of their home market. The literature on overseas listing is growing just as quickly. Many researchers have examined the motivation of the corporation's decision to list its shares overseas. These studies focus on the valuation and liquidity effects of the listing decision, and the impact of listing on the company's global risk exposure and its cost of equity capital. The researchers have developed various kinds of theoretical hypothesis and empirical evidence.

In China, overseas listing has also become an increasingly important financial phenomenon, stimulating a great deal of research interest. However, the motivation and rationality of overseas listing is far from fully investigating and reaching a consensus. In general, Chinese researchers have paid more attention to operation and policy issues than theoretical studies. Moreover, the China's history of overseas listing is short and the number of listed company is limited.

Restricted by the data, little research has been done empirically. The purpose of this book is to examine the theoretical basis and research methodology by surveying the academic literature on the motivation of the corporate decision to list shares on an overseas stock exchange. A secondary goal is to investigate the special issues which Chinese firms have to face in the overseas listing decision. My focus is on the overseas listing puzzle. That is, why do Chinese companies would like to list abroad despite higher costs of capital and market risk than those in the domestic market? The expected contribution of this study is to add to China's overseas listing literature. On the other hand, the new information and some empirical results offered in this book would be a reference for international investors, managers and security supervisors.

The book is composed of 7 chapters. I first describe the institutional background, beginning with the analysis of overseas listing phenomenon and its background around the world with a viewpoint of globalization, followed by the description of the institutional features of the overseas listing process, various market characteristics and a discussion of alternative overseas listing options.

The theory of integration of international capital markets is examined, which forms the basis of this study, and

Abstract

the newly developed theory of microstructure of stock market and the theory of corporate governance, which have also influenced a lot to the overseas listing literature. The various theoretical hypotheses in the literature are also reviewed such as Market Segmentation Hypothesis, Liquidity Hypothesis, Investor Recognition Hypothesis, Investor Protection Hypothesis and Access to Capital Hypothesis. These theoretical hypotheses, research methodologies and some empirical evidences supply very important reference for this study.

I also analyze the benefits and costs of Chinese companies' overseas listing, and investigate the overseas listing puzzle of Chinese firms from the viewpoint of macroeconomics. In Chapter 6, I offer some empirical evidence from Chinese ADRs. In this chapter, I examine the pricing and long-run performance of Chinese ADRs listed on the New York Stock Exchange. The empirical results indicate that the IPO underpricing of Chinese companies' ADRs in the American stock market is comparatively low, and their long-run performances do not outperform American markets. This is undoubtedly unfavourable for the seasoned equity offering. However, when these companies returned to domestic stock market and offered A-shares, not only the offering prices are higher than the that of the corresponding ADRs which traded in American stock market at the same time,

but the underpricing is closer to that of China's IPOs: The prices of new shares always rise, presenting a very high initial return on the first day. This means the same assets worth more in domestic market than in overseas market. Companies can raise more money in the local market without worrying about negative influences on the secondary market.

To give a rational explanation of this puzzle, I argue that the overseas listing of Chinese companies emerged and developed on a large scale under the background of undeveloped domestic stock market and poor corporate governance of transitional economies. It is a kind of passive choice for Chinese companies to issue shares abroad because the government wants to break through the dilemma of reciprocal restriction between corporate system reform and security market development. The constitutional problem and government intervene pose an extensive impact on the benefits, costs and risk on Chinese companies' overseas listing. Facing such conditions, Chinese companies would do their IPOs abroad despite of lower listing P/E ratio and higher costs of capital than those in the domestic market.

I then suggest that access to the capital market, establishing the modern corporate system, strategic benefits and agent problem might be the alternative motivations for Chinese companies' overseas listing. Theoretically, these bene-

Abstract

fits should be big enough to make up for the loss in the capital cost.

To conclude the whole text, I suggested that with the development of market system and internationalization of Chinese economy, not only the number of overseas listing companies will increase, but the development will be more healthy and rational. The passiveness, irrationality and agent costs, as well as the Chinese features will diminish gradually, and the motivation will be more conform to the standard financial theory.

The main innovations of this study are as following:

1. The dissertation survey the theoretical background, main hypotheses and empirical evidences in the overseas listing literature, forming a reasoning research frame to investigate the motivation of Chinese companies' issuing share abroad.

2. To the best of my knowledge, this study is the first to examine the pricing and long-run performance of Chinese ADRs listed on the New York Stock Exchange and Nasdaq, which is helpful to better understanding of the motivation of Chinese companies' issuing share abroad.

3. On the basis of extensive study, I give my opinions on some important arguments associated with overseas listing.

目 录

第一章 导论	1
一、问题的提出	1
二、研究意义	3
三、相关概念的界定	6
四、研究方法	9
五、主要内容和学术创新	11
(一) 主要内容	11
(二) 学术创新	13
第二章 世界范围的企业境外上市现象分析	16
一、股票市场国际化与企业境外上市发展	16
(一) 股票市场的自由化和国际化	17
(二) 股权跨国流动与企业境外上市的发展	20
(三) 世界主要交易所的境外上市公司情况	24
(四) 主要证券交易所争夺上市公司资源的竞争	27

二、企业境外上市程序和规则	35
(一) 企业境外上市的基本程序	36
(二) 境外证券市场的上市规则 (以美国和中国 香港为例)	41
三、美国存托凭证 (ADR) 的由来及发展	49
(一) 美国存托凭证的由来和特征	51
(二) 美国存托凭证的市场运作机制	54
(三) 美国存托凭证的种类	58
(四) 美国存托凭证市场的发展现况	63
 第三章 企业境外上市动机研究的理论 基础、主要假说和经验证据	 68
一、研究企业境外上市动机的理论基础	68
(一) 国际资本市场一体化理论是研究境外 上市动机的基本依据	69
(二) 微观市场结构理论在境外上市动机研究 中的应用	80
(三) 公司治理理论对境外上市动机研究的 推进	87
二、企业境外上市动机的各种理论假说和 经验证据评述	91
(一) 境外上市的价格效应	92
(二) 风险补偿假说 (Risk Premium Hypothesis)	95

目 录

(三) 流动性假说 (Liquidity Hypothesis)	98
(四) 投资者认知假说 (Investor Recognition Hypothesis)	100
(五) 投资者保护假说 (Investor Protection Hypothesis)	102
(六) 其他假说	104
三、国际文献中的重要实证结论	106
第四章 中国企业境外上市发展历程及主要特征	109
一、中国企业境外上市的起步——买壳上市	110
二、中国企业境外上市历程：以中国香港和美国上市为线索	114
(一) 1993 ~ 1994 年间初涉境外证券市场	115
(二) 1995 ~ 1996 年间经历两年低迷期	118
(三) 1997 年回归概念带来的短暂繁荣	120
(四) 1998 年后的再度低迷	121
(五) 2000 年后境外上市波动、调整和发展	123
三、中国企业境外上市发展的主要特征	129
(一) 一级市场在波动中增长	129
(二) 二级市场波动剧烈，表现整体欠佳	130
(三) 上市地点以中国香港为主	130

（四）上市企业类型和上市方式多样化	139
-------------------------	-----

第五章 中国企业境外上市的成本收益分析

.....	145
一、企业境外上市的收益	145
（一）财务利益	146
（二）市场营销和公共关系利益	148
（三）政治利益	149
（四）雇员关系利益	150
二、企业境外上市的成本	153
（一）境外融资成本	154
（二）境外上市风险成本	164
（三）境外上市的社会成本	168
三、企业上市成本与收益的实证分析意义	171
四、关于中国企业境外上市动机的争议	175
（一）国内外文献中对中国外资股折价现象的 研究	176
（二）对中国企业境外上市动机的争议	179

第六章 中国企业境外上市动机的实证

研究：以 ADR 为例	183
一、中国 ADR 项目概况	183
二、中国 ADR 的发行定价及后市表现研究	187
（一）有关 ADR 和 IPO 的研究文献回顾	187

(二) 样本选择和研究方法	193
(三) 实证结果	199
(四) 分析与思考	201
三、ADR 公司为什么要回归国内市场	203
(一) 相关研究	204
(二) ADR 和对应 A 股的发行价格和抑价 比较	205
(三) 分析与结论	207
四、对中国企业境外上市特殊性的解释	210
(一) 对中国企业境外上市动机的研究需要宏 观视角	210
(二) 中国企业境外上市的宏观经济因素分析	212
(三) 本书的观点及有待于进一步探讨的问题	224
 第七章 中国企业境外上市动态、展望 与建议	 231
一、中国企业境外上市的最新动态	231
(一) 新一轮的境外上市热潮	231
(二) 境外上市的 A+H 新模式	233
(三) A 股和 H 股价差缩小	236
(四) 持续的“海归”现象	237