

中国财务与投资前沿研究丛书

# 中国公司 双重上市行为研究

A Study on the Dual Listings in China

潘越 著



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

中国财务与投资前沿研究丛书

# 中国公司 双重上市行为研究

A Study on the Dual Listings in China

潘越 著



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

## 图书在版编目 (CIP) 数据

中国公司双重上市行为研究/潘越著. —北京:北京大学出版社, 2007. 4  
(中国财务与投资前沿研究丛书)

ISBN 978 - 7 - 301 - 12018 - 7

I. 中… II. 潘… 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 (2007) 第 048445 号

书 名: 中国公司双重上市行为研究

著作责任者: 潘 越 著

责 任 编 辑: 贾米娜

标 准 书 号: ISBN 978 - 7 - 301 - 12018 - 7/F · 1582

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](mailto: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: 三河市新世纪印务有限公司

经 销 者: 新华书店

650 毫米 × 980 毫米 16 开本 13.75 印张 196 千字

2007 年 4 月第 1 版 2007 年 4 月第 1 次印刷

印 数: 0001—5000 册

定 价: 26.00 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](mailto: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)

曾 勇/南洋理工大学	陆正飞/北京大学
陈小悦/北京国家会计学院	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)之间的相互碰撞和融合,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,无论是国内还是国外,公司治理因素对公司财务政策选择和业绩具有显著影响。但迄今为止,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,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的、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专业的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,得到北京大学出版社梁鸿飞博士及其同事的理解和支持。梁博士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

# 前 言

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。近年来,已在 H 股市场上市的中国公司重返内地 A 股市场双重上市,已成为当前中国证券市场发展令人瞩目的现象。特别是自 2001 年以来,随着双重上市政策的逐步放开,中国公司双重上市的现象越来越普遍,其对内地证券市场的影响也愈来愈大。

公司双重上市的行为肇始于西方资本市场。自 20 世纪 70 年代以来,西方学术界就对公司双重上市行为进行了大量的研究,取得了丰富的研究成果。而相比之下,由于中国公司双重上市只有短短十多年的历史,目前国内学术界对这一问题的研究,大都限于现象的描述,缺乏系统深入的研究。因此,在诸如究竟是应该限制还是鼓励中国境外上市公司回国双重上市,中国境外上市公司回国双重上市是否普遍存在如市场舆论所担忧的“圈钱”动机等关键问题上,无论在国内学术界还是实务界,都存在着很大的争议,有关政府决策部门也莫衷一是。有鉴于此,尽快开展对有关中国公司双重上市行为的理论与实证研究,无论对澄清理论误区,还是对消除当前的政策疑虑,都具有十分重要的意义。因此,作者收集了 1993—2004 年我国 31 家双重上市公司的有关资料和数据,研究我国双重上市公司的行为,包括双重上市的动因、双重上市的市场反应及其长期绩效。

与世界上其他国家的公司大都先在境内资本市场公开上市,而后再到境外资本市场实现双重上市的方式所不同的是,绝大多数中国公司采取的是相反的双重上市方式,即先“走出去”到 H 股市场上市,而后再“返回来”到内地 A 股市场上市。这种独特的双重上市行为由此也导致了一



系列值得研究的新问题,对这些问题的探讨是本书研究的主要内容。全书在对西方学术界有关公司双重上市行为的研究成果进行系统回顾和整理的基础上,结合中国特殊的制度背景和市场环境重新定义和诠释了中国公司返回内地 A 股市场双重上市的各种可能动因,并对各种动因的理论假说进行了实证检验。在了解公司双重上市的动因之后,本书不仅从市场的短期反应观察投资者对双重上市事件的评价,而且将研究窗口延伸,考察了公司在双重上市之后长达三年的绩效变化情况。这三部分研究内容之间具有紧密的内在逻辑联系,第一部分探讨了公司双重上市行为的动因,第二和第三部分则分别研究双重上市行为的短期和长期结果,原因和结果的完整结合构成了一个全面剖析中国公司双重上市行为的研究框架。研究的目的在于对中国公司独特的双重上市行为作出客观评价,以弥补国内在这一领域研究的空白,同时也为上市公司、投资者和证券监管部门的决策提供指导性的参考意见。

本书实证研究的结论表明:一方面,中国 H 股上市公司回 A 股市场双重上市可以获得比国际资本市场更为有利的融资条件;另一方面,公司的长期绩效不但没有随着融资条件的显著改善而提高,反而逐年下滑,这一事实说明,由于双重上市而改善的融资条件并没有得到公司管理层充分合理的利用,而研究中所发现的 EVA 指标长期为负的现象则进一步说明,公司双重上市的行为不但没有为股东创造财富,反而令投资者的利益和公司价值受到很大损害。由此可以认为,此前国内舆论界认为的中国 H 股上市公司回内地 A 股市场双重上市是利用 A 股市场有利的融资条件回来“圈钱”的问题确实存在一定程度上存在。

本书的研究具有一定的探索性,研究的主要改进与创新体现在如下几个方面:

第一,在研究框架上,结合中国公司双重上市的制度背景和存在的问题,本书首次从理论上系统地定义和提出了目前三大亟需研究的课题:动因——市场反应——长期绩效,构建了一个较为完整的研究中国公司双重上市行为的新框架。

第二,在中国特殊的制度背景下,重新定义和诠释了国外学者归纳

总结的一系列有关公司双重上市的动因假说,并按照一定的内在逻辑将各种动因假说贯穿起来,使其更适用于解释中国公司独特的双重上市行为。

第三,在研究双重上市的市场反应时,考虑到公司的双重上市行为会令公司的资本结构和系统风险发生显著变化这一特殊情况,为增强研究结果的可信度,在研究设计上进行了谨慎修正,增加了事件窗口期之后的资料作为估计期,并分别用“标准法”和“移动 $\beta$ 法”估算了股票的超常收益。

第四,通过构建一个完整的绩效评价系统,本书首次对中国H股上市公司在A股市场双重上市后的长期绩效进行了全面系统的描述和分析,突破了以往研究针对个别公司、单一绩效指标进行简单描述性分析的局限,并得到了一系列新的研究结论。

本书是在我的博士学位论文《中国公司双重上市的动因、市场反应和长期绩效研究》的基础上扩充修改而成的。在本书付印之际,首先要向为我“传道、授业、解惑”的导师——厦门大学副校长吴世农教授表示最深的谢意。吴老师严谨的治学态度和宽广的学术视野激发了我在公司财务和资本市场研究领域孜孜前行。我的博士论文的顺利完成倾注了吴老师的大量心血,从全书的逻辑框架、论题、论证方法、数据资料、行文到标点符号,吴老师都仔细批改和推敲,反复与我讨论。在厦门大学管理学院攻读博士学位期间,在导师的指导下,我不仅系统地学习和掌握了公司财务和资本市场的有关理论和研究方法,而且学到了如何认真做事和诚实为人的道理。

、本书是教育部人文社会科学“中国公司跨境双重上市行为”项目(项目批准号 JC630023)、福建省人文社会科学规划项目(项目批准号 2006B2132)以及厦门大学王亚南经济研究院科研资助计划的阶段性研究成果。本书的出版得到了厦门大学福耀教育发展基金的资助,在此特向福耀玻璃工业集团股份有限公司表示衷心的感谢!同时,还要感谢我的博士论文答辩委员会成员王美今教授(中山大学)、刘星教授(重庆大学)、沈艺峰教授(厦门大学)、沈维涛教授(厦门大学)以及傅元略教授

(厦门大学)对论文提供的宝贵意见和建议!感谢厦门大学管理学院博士班的同学们在论文成稿过程中所提供的帮助。最后,谨以此书献给我的家人,是他们始终如一的关心和支持使我顺利地完成了我的博士学业。

公司双重上市行为的研究是一个内涵丰富、富有前瞻性的研究课题,我希望拙作的出版能够对未来更深入的理论和实证研究起到“抛砖引玉”的作用。由于我的水平有限,书中难免存在疏漏或不妥之处,敬请读者批评指正。

潘 越

2006年8月于厦门大学金融系

# Abstract

“Dual listing” refers to the listing of the same company on two different stock exchanges. In recent years, overseas-listed Chinese companies have returned to China to seek dual listing, which has become a noticeable phenomenon in the current development of China’s securities market. Since 2001, with the progressive easing of dual listing policies, dual listing of Chinese companies has been taking place at a greater frequency, exerting a mounting influence on China’s domestic securities market.

The practice of dual listing of companies originated in Western capital markets. Since the 1970s, the Western academic community has conducted a large amount of research on companies’ dual listing behaviors, resulting in a large body of research findings. In comparison, dual listing of Chinese companies only has a short year of 10-plus years, and no systematic, in-depth research has been conducted. Thus, there is a lot of dispute in both the domestic academic community and securities industry over a number of key issues, including whether the practice of Chinese companies obtaining overseas listing and then returning to China for dual listing should be restricted or encouraged, and whether such practice is motivated by a desire to “rake in money” as the public opinion in the market suspects. Even government regulatory authorities have failed to taken a definitive stance on these issues. Given this ambiguity, it’s very important that theoretical and empirical research on Chinese companies’ dual listing behaviors be conducted as soon as possible in or-

der to clarify theoretical misconceptions and to dissipate doubts over the current policies.

Unlike companies in other countries around the world which mostly obtain public listing in their respective domestic capital markets before seeking another listing in a foreign capital market to achieve dual listing, the overwhelming majority of Chinese companies are the other way around in the dual listing practice—they obtain overseas listing before going public domestically. This unique dual listing practice has also given rise to a series of new issues which require scholarly attention. The investigation of such issues will become a major part of the research in this paper. On the basis of drawing upon related research findings of overseas scholars, this paper will start with a probe into the motive of Chinese companies' return to the domestic market for dual listing and dwell upon the short-term market reaction following the dual listing and changes in the long-run performance of the companies to build a research framework for analyzing Chinese companies' dual listing practice. The purpose of this research is to come up with an objective assessment of Chinese companies' unique dual listing practice to fill the domestic void in the research in this field, and to provide guiding viewpoints for reference by listed companies, investors and securities regulatory authorities.

This paper consists of seven chapters; major contents of each chapter are outlined as follows:

Chapter 1 is an introduction. This chapter describes the research ideas and analytic framework of this paper; specifically, it covers research background, issues under research, research ideas, research contents, and research improvement and innovation.

Chapter 2 is literature overview. In this chapter, the author fully reviews and sums up the findings of research on the motive of dual listing, its market reaction and long-run performance.

Chapter 3 describes the institutional background of dual listing in China,

including legal policy background, market background, and characteristics of Chinese companies with dual listing.

Chapter 4 provides the theoretical hypotheses and empirical tests of the motive of dual listing in China, including the liquidity hypothesis, the investor recognition hypothesis, the financial constraint hypothesis, and the signal hypothesis which is based on China's market background.

Chapter 5 examines the market reaction to dual listing events, including the listing announcement period and market reaction in the actual listing period.

Chapter 6, by building a complete corporate performance evaluation system, investigates the long-run performance of companies after achieving dual listing in their home country; the investigation covers two aspects, operating performance and long-run market performance.

Chapter 7 sums up the research findings of this paper, including its research conclusions and lessons, research limitations, and the direction of further research.

This paper has arrived at the following conclusions after research:

1. The fact that Chinese companies choose to obtain their first listing abroad is the result of China's policy guidance and institutional arrangement. The common practice of overseas-listed Chinese companies returning to China for dual listing is not only the outcome of the influence of national encouragement policies, but more importantly, the result of the difficulty of such companies in obtain refinancing abroad. Compared with financing in an overseas market, financing in the domestic market enjoys much more favorable conditions, with lower financing costs, smaller financing difficulty and more funds raised for assets of the same value; this is the primary motive of Chinese companies' practice of first obtaining overseas listing and then returning to the domestic market for dual listing.

2. From the standpoint of overseas investors, the practice of Chinese

companies' return to the domestic market for dual listing represents a financing activity which will deliver some value to the companies; therefore, they show significantly positive reaction to dual listing announcements, and in some case, overreact to them. However, after a certain period of time in which the information is absorbed and assimilated, by the time of the actual listing, investors' reaction has generally returned to normal.

3. After controlling for the effects of industry and company size, Chinese companies suffer steadily worsening operating performance after dual listing in their home country, and show a tendency towards protracted deterioration compared with the overall performance of the market. Their market performance following dual listing is consistent with the changes of their operating performance; in the long run, the market performance of dually listed companies will reflect their fundamental accounting performance.

On the basis of the above research conclusions, this paper arrives at the following integrated judgment: on one hand, by returning to their home country for dual listing, overseas-listed Chinese companies enjoy more favorable financing conditions than they do in an overseas capital market; on the other hand, the fact that the companies' long-run performance slides each year and does not have any significant improvement with better financing conditions indicates that company management has failed to take adequate and rational advantage of better financing conditions for dual listing; the negative EVA indicator as found in the research further indicates that the practice of these companies' return to their home country for dual listing has not only failed to generate wealth for shareholders, but also undermined investors' interests and company value. Thus, it's safe to conclude that there is some truth to the suspicion of the domestic public opinion that overseas-listed Chinese companies returning to their home country for dual listing are actually taking advantage of favorable financing conditions in the domestic securities market to "rake in

money”.

This research is exploratory in nature; major improvement and innovation are evident in the following aspects:

1. In terms of the research framework, this paper has taken into account the institutional background and existing problems in Chinese companies' dual listing practice and has, for the first time, theoretically defined and presented three major topics requiring urgent scholarly attention: the motive market reaction long-run performance, and built a complete fresh framework for the study of Chinese companies' dual listing practice.

2. Against China's unique institutional background, this paper has redefined and reinterpreted the series of motive hypotheses of dual listing in China as summed up by overseas scholars, and linked the hypotheses according to a certain intrinsic logic to make them more apt in explaining Chinese companies' unique dual listing behavior.

3. In probing market reaction to dual listing, this paper has taken into consideration the special possibility of a company's dual listing behavior causing its capital structure and system risks to undergo significant changes, thereby improving the reliability of the research results; with regard to the research design, the author has performed a meticulous correction, incorporated information and data after the event window period into the estimation period, and applied both the “standard method” and “moving  $\beta$  method” to estimate the abnormal return of shares.

4. By building a complete performance evaluation system, this paper has, for the first time, provided a full and systematic description and analysis of the long-run performance of Chinese companies after returning to their home country for dual listing, overcome the limitations of previous research which conducted simplistic descriptive analyses of individual companies with single performance indicators, and arrived at a series of fresh research conclusions.



# 目 录

<b>第一章 导论</b> .....	(1)
第一节 研究对象的界定 .....	(2)
第二节 研究背景与问题的提出 .....	(6)
第三节 研究思路、主要内容与研究框架 .....	(9)
第四节 研究的改进与主要创新 .....	(11)
<b>第二章 文献综述</b> .....	(14)
第一节 双重上市动因的研究综述 .....	(15)
第二节 双重上市市场反应的研究综述 .....	(45)
第三节 公司双重上市后长期绩效的研究综述 .....	(52)
第四节 本章小结 .....	(61)
<b>第三章 中国公司双重上市的制度背景分析</b> .....	(63)
第一节 中国公司双重上市的法律与政策背景分析 .....	(64)
第二节 中国公司双重上市的市场背景分析 .....	(69)
第三节 中国双重上市公司的特征分析 .....	(76)
第四节 本章小结 .....	(90)
<b>第四章 中国公司双重上市动因的理论假说与实证检验</b> .....	(92)
第一节 描述性统计分析 .....	(94)
第二节 流动性和投资者认知假说及其实证检验 .....	(97)
第三节 融资约束假说及其实证检验 .....	(114)
第四节 基于中国市场的信号假说及其实证检验 .....	(125)
第五节 本章小结 .....	(136)