

■ 中国资本市场研究 2007

中国私募股权基金 研究报告

■ Research Report on
China Private Equity

■ 厦门大学王亚南经济研究院
新加坡管理大学中国资本市场研究中心 ©著
高能资本有限公司



中国财政经济出版社

■ 中国资本市场研究 2007

中国私募股权基金 研究报告

■ Research Report on
China Private Equity

■ 厦门大学王亚南经济研究院
新加坡管理大学中国资本市场研究中心 ©著
高能资本有限公司

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国私募股权基金研究报告/厦门大学王亚南经济研究院等著. —北京: 中国财政经济出版社, 2007. 8

(中国资本市场研究 2007)

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0146 - 7

I. 中… II. 厦… III. ①企业 - 融资 - 研究报告 - 中国 ②基金 - 投资 - 研究报告 - 中国 IV. F279. 23 F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 125234 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京牛山世兴印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×1092 毫米 16 开 10.25 印张 248 000 字

2007 年 8 月第 1 版 2007 年 8 月北京第 1 次印刷

印数: 1—2000 定价: 25.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0146 - 7/F·0124

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

序

随着改革开放的进一步深入，中国经济进入了发展的快车道，以每年近两位数的速度增长，但资本市场的发展并没有跟上经济发展的脚步。资本市场不完善，缺少相应的投融资渠道，导致一方面社会巨额储蓄资金被迫滞留在银行系统，另一方面广大中小企业却一直陷于资本短缺带来的扩张瓶颈之中。推进私募股权基金市场的发展，把储蓄资金疏导到企业，在弱化资本市场系统性风险的同时可以促进企业的健康成长，带来国民经济的良性发展。

在此背景下，将于2007年9月8日至9日举行的第五届“资本论坛——2007中国私募股权基金高峰会”，为私募股权基金市场的参与各方提供了一个沟通和交流的平台，将对我国私募股权基金的发展产生重大影响。论坛由厦门大学王亚南经济研究院、高能天汇创业投资有限公司、新加坡管理大学三方承办，并将出版《中国私募股权基金研究报告》。

2005年，厦门大学“985工程”（Ⅱ）——“宏观经济分析与预测”哲学社会科学创新基地建设项目正式启动，王亚南经济研究院（WISE）成立。厦门大学经济学科有着悠久的历史，在学术界享有极高的声誉。王亚南经济研究院的成立，将厦门大学经济学科的发展推向了更高的层次，给传统经济学科带来了新的研究方法和研究视角，为我国经济学科发展作出了重大贡献。王亚南经济研究院自成立以来在国际化办学思想的指引下经过短短三年的发展已经成为中国南方乃至亚太地区一个活跃的经济学及金融学研究机构、高级经济学人才培养基地和对外学术交流中心，打造出了“数量金融”的学术品牌。

相信在不久的将来，王亚南经济研究院可以引领国内经济学科的研究，成为国内经济学界的“领头羊”。

私募股权基金相关问题一直是国外学术界和投资界的研究热点，我国的私募股权基金发展时间较短，相应的研究也还处于起步阶段。目前国内已发表和出版的私募股权基金研究多集中于实际操作、运作原理和案例的讲解，或是就私募股权基金的某个问题进行探讨，缺乏系统性和全面性。《中国私募股权基金研究报告》由厦门大学王亚南经济研究院、新加坡管理大学中国资本市场研究中心和高能资本有限公司三方合作撰写，并将由中国财政经济出版社出版发行。该报告从不同的角度对我国私募股权基金进行研究和探讨，既有一定的理论深度又结合了实践的应用性，可以说是我国私募股权基金领域理论性和实践性兼具的力作，弥补了目前我国该研究领域的不足。

我很高兴为本研究报告作序，并衷心祝愿报告可以起到抛砖引玉的作用，为学术界和实务界广大同仁开阔视野，为中国私募股权基金和资本市场的发展与完善作出应有的贡献。



2007年9月8日于厦门大学

前 言

私募股权基金是指通过私募形式募集资金，并以股权或者准股权方式投资于非上市企业的投资基金。按照所投资企业的不同发展阶段和资金用途，私募股权基金通常包括风险投资基金（Venture Capital）、并购基金（buyout/buyin fund）、夹层资本（Mezzanine Capital）、Pre-IPO 资本（bridge finance）等等。

近年来，中国经济持续高速增长，吸引了全球私募股权基金不断流入。据清科的统计，2006 年，外资私募股权投资机构在中国内地共投资 129 个案例，参与投资的机构数量达 77 家，整体投资规模达 129.73 亿美元。2007 年一季度投资中国的亚洲私募股权基金募资 75.64 亿美元，同比增长 329.5%，全年国内私募股权投资额将保持在 100 亿美元以上。在美国，90% 的高新技术企业都是按风险投资模式发展起来的。在中国，私募股权基金已经培育了新浪、蒙牛、尚德等一大批知名企业。私募股权市场作为资本市场的重要组成部分，为企业的发展壮大提供了必要的资金和管理支持。

一直以来，中国私募股权基金都是外资的天下，但是自股权分置改革以来，在全流通市场创富效应的带动下，国内资金纷纷开始涉足这一行业。随着《创业投资企业管理暂行办法》的颁布，新的《公司法》、《信托法》，以及《合伙企业法》的出台，我国本土的私募股权基金不断涌现，外资私募股权基金一统天下的局面有所改观。国家外汇管理局第 75 号文件、六部委第 10 号文件的出台，使得外资私募股权基金两头在外的运作模式越来越受到严格的监管和限制，人民币私募股权基金逐渐成为业界讨论的热点。2007 年 6 月 26 日，南海成长创业投资有限合伙企业（以下简称“南海成长”）在深圳成立，成为新修订的《中华人民共和国合伙企业法》生效国内第一家以有限合伙制为组织形式的人民币私募股权基金。相信

随着相应法律细则的进一步完善，必将会有更多的人民币私募股权基金设立并运行，为我国私募股权市场不断注入新鲜血液。

在私募股权基金风起云涌的背景下，由中国（厦门）国际投资促进中心、厦门大学、高能资本有限公司共同主办的第五届“资本论坛——2007中国私募股权基金高峰会”，将于2007年9月8日至9日在厦门“第十一届中国投资贸易洽谈会（简称‘投洽会’）”期间隆重举行。本届“资本论坛”以“中国私募股权基金——中国企业和私募股权基金共赢的战略”为主题。邀请中国人民银行、国内外著名私募股权基金管理公司、海外主要交易所、国际著名投行、投资机构等高层人士出席，齐聚厦门同台演讲与对话，解析最新政策信息、监管制度和交易规则，共同探讨中国私募股权投资的现状、趋势、相关法律，以及人民币私募股权基金发展的机遇与挑战、中国本土企业寻求海外投资及上市融资实践等话题。

为了配合此次资本论坛，进一步深入研究我国的私募股权基金，厦门大学王亚南经济研究院、新加坡管理大学中国资本市场研究中心和高能资本有限公司三方合作研究并撰写了《中国私募股权基金研究报告》。私募股权基金是国外学术界和投资界研究的热点问题，但在我国的研究起步较晚，直到风险投资被列为全国政协1998年第一号提案以后，国内的研究成果才开始逐步涌现，这些成果推动并指导了我国私募股权基金的健康发展。但是，目前国内已发表和出版的私募股权基金研究多集中于描述实际操作、运作原理和案例，或就私募股权基金相关的某个问题展开理论研究，缺乏系统性和全面性。本研究报告则在一定程度上弥补了这些不足。

作为本书编撰者的厦门大学王亚南经济研究院（简称WISE）是与国际接轨的现代经济学研究机构，拥有众多海内外知名学者作为学术顾问，并致力于开展数量金融研究。王亚南经济研究院与本研究报告的另一编写者新加坡管理大学联合成立“中国资本市场研究中心”，目前正在开展中国私募股权基金市场的研究、中国与亚洲资本市场的比较研究等项目。两所高水平研究机构的通力合作为本研究报告奠定了坚实的理论基础。而作为另一编撰者的高能资本有限公司（Power Capital）则是专业从事投融资业务的综合性投资银行机构。公司成立以来专注于Private Placement（私募）→Pre-IPO→IPO→Post-IPO为主体的一揽子投资银行服务，在私募股权投资、企业私募融资、跨国并购等领域积累了丰富的实践经验和成功

案例。

来自不同国家不同领域的三方合作不仅带来了许多新意，同时保证了理论性和实践性的完美结合，使本研究报告成为目前我国私募股权基金领域理论性和实践性兼具的力作。本研究报告共 20 余万字，编写三方各自从不同的角度对我国私募股权基金进行研究和探讨。研究内容涉及了我国私募股权基金的法律环境、投资风格和策略、退出方式和地点的选择、人民币私募股权基金的现状和趋势、新能源基金的发展机遇与挑战等多个方面，为我国私募股权基金发展所面临的具体困难及问题的解决开启了国际化的视野，对中国私募股权基金业发展具有重要的借鉴和指导性意义。

本研究报告作为三方第一次合作的成果，是一次有益的尝试。资本市场的发展日新月异，对资本市场的研究将是一个长期的探索过程，现在奉献给读者的是这一过程的阶段性成果，许多理论问题和实践问题有待进一步研究和探索。这本专著是王亚南经济研究院《中国资本市场研究》丛书中的第一本，我们衷心希望能够以“资本论坛”为背景继续合作出版系列研究报告或专著，为我国资本市场的发展贡献自己的绵薄之力。

由于本研究报告编写的时间较为仓促，加之编者水平有限，错误之处在所难免，欢迎学术界和实务界广大同仁和热心读者批评指正。

厦门大学王亚南经济研究院

2007 年 9 月 6 日

目 录

境外上市的动机和溢出效应分析——基于 H 股的证据

..... 陈国进 王 景 王 磊 (1)

我国风险投资后续管理研究 陈 蓉 莫天瑜 (30)

私募股权投资基金及厦门市应对策略研究 江曙霞 (49)

私募股权基金投资策略的现状、问题和发展趋势 林 海 林 晶 (65)

我国私募股权基金退出机制研究 潘 越 李才喜 (83)

私募股权基金最优收益分配模式的博弈分析 童汉飞 林丽梅 (96)

中国私募股权基金的法律环境 郑 鸣 刘 真 李海坤 (108)

私募股权投资：缺陷和最佳行业实践

..... Francis Koh Tan Kim Song Tse Yiu Kuen (120)

人民币私募股权基金——现状、问题、趋势及政策 高能资本有限公司 (131)

新能源领域的私募股权投资 高能资本有限公司 (144)

境外上市的动机和溢出效应分析

——基于 H 股的证据

陈国进 王 景 王 磊*

摘 要 随着金融全球化的发展,企业境外上市已成为当前中国证券市场发展令人瞩目的现象。本文在借鉴前人相关研究成果的基础上,结合中国企业境外上市的特殊制度背景,以 H 股与 A+H 股上市为例,实证研究了我国境外上市的动机和溢出效应。结果表明 H 股上市后, H 股公司投资对内部现金流的敏感程度下降,说明境外上市有利于放松公司的融资约束。而当这些 H 股公司回到 A 股市场上市时,给 A 股市场带来了扩容压力,造成 A 股上市公司资金分流。因此,监管者应当加强内地证券市场的信息披露以及投资者法律保护制度建设,放松公司的融资约束。同时,推进内地市场与香港市场的一体化,促进境外上市正的溢出效应发挥。

关键词 境外上市 融资约束 溢出效应

随着金融全球化进程的加快,通过境外上市实现国际股权融资已经成为全球金融业界一个十分显著的现象。截至 2002 年在纽约证券交易所、纳斯达克证券交易所、伦敦证券交易所、德国交易所、东京证券交易所和香港联交所上市的外国公司数量占了总上市公司数的 12.13%, 其中在纽约证券交易所上市的外国公司数占 19.95%, 在德国交易所上市的外国

* 陈国进, 厦门大学王亚南经济研究院助理院长、厦门大学金融系教授、博士生导师。王景, 厦门大学经济学院金融系博士生。王磊, 厦门大学经济学院金融系博士生。

公司数占到 23.45%。2002 年在这些交易所上市的外国公司的交易额占交易所总交易额的 12.88%，伦敦证券交易所的外国公司交易额比重达到了 52.80%。

境外上市的方式主要有两种：直接上市和发行存托凭证间接上市（Depository Receipts 简称 DR）。直接上市是直接以国内公司的名义向国外证券主管部门申请登记注册，并发行股票或其他金融衍生工具，向当地证券交易所申请挂牌上市。存托凭证是指在一国证券市场上流通的、代表拥有外国公司一定数量股份的可转让证明。国内公司发行存托凭证，通过存托凭证在外国市场上的流通实现境外上市。美国股票市场由于市场容量大、流动性高，是目前境外上市最主要的市场。在美国发行的存托凭证称为美国存托凭证（American Depositary Receipts 简称 ADR）^①。ADR 为美国投资者投资非美国公司提供了便利，而且与直接上市相比，ADR 上市成本低廉，所以这种上市方式受到了上市公司和投资者的欢迎。鉴于此，国外对境外上市的研究主要是以 ADR 为研究对象。

这里需要说明的一点是，发行 ADR 意味着上市公司已经在国内市场，或者另一国市场发行过股票。也就是说采用 ADR 方式的境外上市实际上是一种交叉上市。所谓交叉上市是指公司同时在不同国家的两个市场上市。国外的研究一般不区分境外上市和交叉上市。尽管后者的范围要比前者小。

境外上市也是我国金融业界一个非常令人瞩目的现象。中国企业赴境外上市也有直接上市和间接上市两种模式。境外直接上市，是指中国公司作为境内法人，直接申请到境外证券交易所发行专供境外投资者买卖的股票并上市。目前中国公司境外上市的地点仅限于香港、纽约、伦敦和新加坡等与中国证监会签订监管合作备忘录的国家和地区。境外间接上市，则是指境内公司的境外关联人在境外发行股票上市或者收购境外上市公司借壳上市，具体有附属实体公司上市、“买壳”上市、“造壳”上市、发行可转换债券上市和存托凭证上市五种途径^②。

由于政治、经济以及地缘文化等原因，我国企业境外上市以在香港证券交易所发行 H 股为主。自 1993 年青岛啤酒股份有限公司第一家在香港发行 H 股以来，我国企业境外上市的步伐越来越快，截至 2006 年 1 月，在香港上市的内地企业高达 120 家，其中 80 家在主板市场，40 家在创业板市场。从图 1 可以看出，1999～2004 年间，不论是在主板市场，还是在创业板市场上，在香港上市的公司数目基本呈递增趋势。

因此，本文以 H 股上市为例探讨我国企业在境外上市的过程。文章分为四部分：第一部分阐述了境外上市动机与溢出效应研究共同的理论基础；第二部分在介绍境外上市动机假说和我国 H 股上市的制度背景的基础上，实证研究了我国 H 股上市是否放松了 H 股公司的融资约束问题；第三部分在介绍境外上市溢出效应的观点以及我国 A+H 上市的制度背景基础上，实证研究了我国 A+H 上市的溢出效应；第四部分为结论。

^① ADR 分为 4 种类型：一级 ADR（level I ADR）不涉及上市，只在场外市场（OTC）交易，无需按美国证券交易委员会（SEC）要求进行信息披露；二级 ADR（level II ADR）在美国主要股票交易所，即纽约证券交易所（NYSE）、美国证券交易所（AMEX）和 NASDAQ 上市交易，要进行信息披露但不涉及筹资；三级 ADR（level III ADR）是在股票交易所公开募股并上市交易的 ADR，其成本以及信息披露的要求是最高的；PADR 是以私募形式筹资的 ADR，公司一般将 ADR 配售给美国合格机构投资者（Qualified Institutional Buyers，简称 QIBs），它避开了 SEC 的注册要求和信息披露要求。

^② 有关中国企业境外上市的类型介绍，请参考史晋川和陶晋等（2002）。

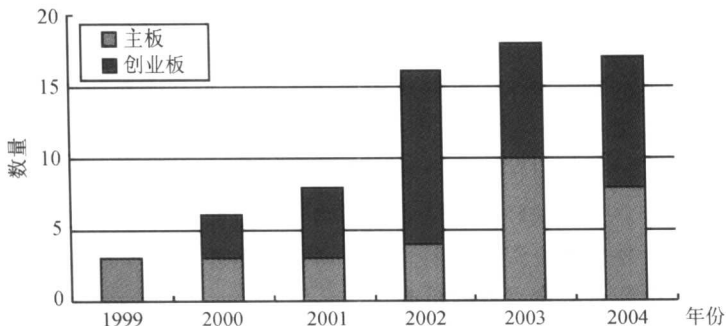


图 1 1999 ~ 2004 年间 H 股上市情况

资料来源：作者根据香港证券交易所网站（<http://www.hkex.com.hk>）数据整理。

一、境外上市动机与溢出效应的理论基础

学术界对企业境外上市的研究主要集中在境外上市的动机、绩效，以及溢出效应三个问题上。所谓境外上市的动机实际上指境外上市给境外上市公司带来了怎样的益处，从而使得它们有动力选择境外上市。而境外上市的绩效是境外上市动机的直接表现。境外上市的溢出效应则是指境外上市给国内市场和留在国内市场上市的公司造成了什么样的影响。这三个问题实际上可以归为两个方面：一是境外上市可能给自己带来什么好处，这些好处是否会真正实现，二是境外上市给他人造成了什么影响。因此，本文的研究重点就放在境外上市的动机和溢出效应这两个方面。

境外上市在国外已有 30 多年的历史，国外学者对境外上市的研究提出了一系列理论假说，取得了丰富的学术成果。境外上市的动机和溢出效应理论都是基于资本市场一体化展开的。因为境外上市的一个主要贡献就是把国内市场与国外市场联系起来。特别对于那些市场处在封闭状态的国家，境外上市可以说是打破了这种封闭。Carrieri, Errunza 和 Hogan (2003) 利用时变的国际资产定价模型 (IAPM) 考察了 1977 年到 2000 年 8 个新兴市场的一体化进程，结果表明一国 ADR 的发展与该国金融市场的一体化程度显著相关。Bekaert, Harvey 和 Lumsdaine (2002) 则考察了一系列与一体化进程相关的金融和宏观经济指标，利用退化模型 (Reduced-form) 寻找市场自由化的结构性突破点。他们发现，在新兴市场上，第一只 ADR 的发行与其他的官方市场自由化策略一样可以被识别出来。在此基础上，境外上市可以被视为推动一国资本市场一体化或自由化的重要事件。

一体化的资本市场能够为不同国家的投资者投资于国内外股票市场提供同等的机会，新的信息可以传播到所有的市场，交易指令能在所有交易地点以最好的条件执行。如果全球资本市场真正实现了一体化，同样风险的股票以相同货币衡量的价格应该是一致的，境外上市将毫无意义。但是现实中并不存在这样理想的市场，尽管近几十年来的技术进步和经济自由化已经大大降低了国际资本流动的障碍，投资者进入外国资本市场比以前容易得多，但是资本的跨境流动仍然存在着许多困难，其中有些障碍是直接的，比如外汇管制、高额税收、外

国股权限制、股息支付限制等政策性的障碍,以及较高的经纪和交易成本;有些障碍是间接的,比如由于缺乏外国公司的会计信息、外国市场信息披露机制不完善、营业和交易时间不一致等因素,导致较高的监管成本。这些障碍造成不同证券只能在他们各自的市场上定价,不同市场的风险补偿各不相同。如果一个市场投资障碍程度高,就会造成投资者从投资分散化中得到的收益减少。投资者对证券要求更高的风险报酬率,从而导致上市公司资本成本提高。进而导致投资减少。为了减轻这些障碍的影响,一方面需要官方的自由化策略,另一方面,公司也可以通过对外直接投资,并购海外公司以及境外上市等方法自己解决。境外上市就是在这种情况下,由公司自觉采取的措施。

境外上市促进了国内外市场一体化。这种一体化会产生两方面的影响,一是改变了境外上市公司风险、资本成本、交易量、融资约束、信息披露等方面的特征,这也是境外上市公司所追求的,二是改变了国内市场的期望收益、波动率,以及与国际市场相关的风险因素等特征,进而影响到国内上市公司的资本成本、交易量、信息披露等方面的特征。前者构成了境外上市的动机,后者则构成了境外上市的溢出效应。在资本市场一体化理论基础上,境外上市动机研究形成了七大假说,境外上市溢出效应研究形成了三种观点。

由于我国海外上市或境外上市只有十几年的历史,国内对这方面的学术研究还比较少,国内学术界对境外上市的关注主要集中在H股价格(P/E值)和A股价格(P/E值)的比较上,对于境外上市的动机和溢出效应的实证研究还很少。下面我们在分别叙述学术界对这两方面的研究基础上,以H股为例,对我国境外上市的动机和溢出效应进行研究。

二、我国境外上市的动机分析——以H股为例

(一) 境外上市动机假说

企业境外上市的动因非常复杂,总体来说可以分为两类:一是财务动机,即境外上市可以降低资本成本,或者更容易获得资本;二是商业动机,境外上市可以提高企业在供应商、雇员和顾客中的声誉,提高企业在行业中的竞争力。大多数研究者认为,财务动机在企业境外上市决策中更为重要。因此本文所研究的动机是指财务动机。

根据经典的财务学原理,管理层在进行上市决策时最关心的是境外上市对股东财富的影响。只有境外上市能够推动股东财富增长,管理层才有动力选择境外上市。衡量股东财富的主要指标是股票价格的市场反应。许多研究者考察了境外上市对股票价格的影响,主要的观点表明,境外上市公司的股票在上市前和上市后短时间内价格显著上扬,说明境外上市导致了股东财富的增长。

根据资本市场一体化理论,企业境外上市克服了资本的跨境流动障碍,这是这一财富增长的根本来源。在此基础上,学术界从不同的角度提出或者验证了境外上市分散风险、降低资本成本、增加流动性、提高信息披露水平,以及放松融资约束等一系列理论假说。这些研究可以分成两个阶段。早期的研究主要是围绕着市场分割假说展开理论和实证分析的。市场分割假说认为,境外上市可以消除投资壁垒和市场分割的负面效应,从而达到分散风险和降

低资本成本的目的。随着法与金融理论的兴起,学术界突破了传统研究思路,从境外上市的法律“约束”机制、境外上市与全球性招股、境外上市与信息环境的变化等新的视角展开了深入研究。

1. 市场分割假说。Stapleton 和 Subrahmanyam (1977) 提出市场分割假说 (Market Segmentation Hypothesis), 该假说认为当存在国际投资壁垒时, 国际资本市场是分割的, 公司股票只被公司所在国的居民持有, 由于风险得不到有效分散, 投资者会提高风险调整后的要求收益率, 导致公司面临着较高的资本成本。而境外上市则可以消除投资壁垒和市场分割的负面效应, 从而达到分散风险和降低资本成本的目的。Alexander, Eun 和 Janakiramanan (1987) 与 Errunza 和 Losq (1985) 分别用模型证明了在市场完全分割和部分分割的情形下, 境外上市会导致上市公司资本成本下降。

由于很难用某个指标来衡量市场分割的程度, 市场分割假说的实证检验存在较大的困难。但是, 如果该假说成立, 那么境外上市前后公司市场价值和资本成本会发生明显的变化, 而这些变化是与系统性风险的变化联系在一起的。因此, 学术界主要从境外上市后股价的市场反应和资本成本的变化来检验该假说。

从市场反应角度的研究主要采用事件研究方法考察境外上市前后股票的超额收益 (Abnormal Return) 和累积超额收益 (Cumulative Abnormal Return)。Foerster 和 Karolyi (1999) 以 1976 ~ 1992 年间在美国市场首次直接或者间接发行 ADR 的 153 家非美国公司为样本, 考察了境外上市后股价的市场反应, 他们发现, 在上市周, 股票的平均周超额收益为 1%, 上市前周超额收益上升了 10%, 上市后下降了 9%; 无论公司来自发达市场还是新兴市场, 上市前后股价的市场反应同样剧烈。Miller (1999) 研究了 1985 ~ 1995 年间在美国首次发行 ADR 的 181 家外国公司, 分别比较了上市公告日和上市日的市场反应。结果表明, 上市日时并没有异常的市场反应, 但上市公告日的市场反应却显著得多。他的研究结果显示, 公告期内的超额收益显著为正, 达到 1.21%, 而实际上市一年内公司的股价显著下跌了 4%。

从资本成本变化入手的研究发现对于在境外上市的美国公司而言, 股票收益的总方差 (波动率) 几乎未变, 但美国市场 β 值有轻微的上升 (Howe, Madura 和 Tucker, 1993)。Karolyi (1998) 利用多因素风险模型估算境外上市对权益资本成本的影响, 其研究结果表明, 境外上市后本地市场 β 值的下降使在美国上市的外国公司资本成本平均下降了 126 个基点。

由于样本以及计量方法上的差异, 实证得出的结论有所差异, 但主要观点支持了市场分割假说。但是市场假说也有限制, 特别是它不能解释, 为什么随着金融市场的一体化, 到境外上市的企业不是减少而是上升了。随着研究的深入, 学术界提出了新的理论假说。

2. 流动性假说。Amihud 和 Mendelson (1986) 的研究表明, 公司股票的流动性与权益资本成本存在相关性, 到一个流动性更高的市场上市能减少流动性风险补偿和预期收益, 进而降低公司的权益资本成本, 增加公司价值, 这是流动性假说 (Liquidity Hypothesis) 最早的理论论述。Chowdhry 和 Nanda (1991) 的多重市场交易模型解释了境外上市如何影响国内外市场的流动性。Mittoo (1992) 在对境外上市公司的经理人员所做的一份调查中发现, 提高股票的流动性是公司境外上市的一个主要目的。

对流动性假说的实证研究以买卖价差、价格波动幅度、交易量等作为流动性的衡量指标。这些研究表明, 平均而言, 境外上市后总交易量有所提高, 许多股票本国市场的交易量

也有提高；总体上而言，境外上市提高了股票的流动性，但提高的程度依赖于总交易量的提高幅度、境外上市的地点，以及国内市场对外资股份的限制程度。Foerster 和 Karolyi (1998) 从市场间竞争的角度来研究境外上市对流动性的影响，他们以 1981 ~ 1990 年间在美国上市的 52 家加拿大公司股票为样本，考察了上市前后交易量、报价和成交价的变化。研究结果表明，在美国上市后，样本公司的总体交易量约上升了 29%，虽然国内市场（多伦多交易所）的交易量仅增加了 5%，但平均而言，国内股票的买卖价差和流动性溢价下降了，这一发现支持了境外上市提高了国内市场流动性这一结论。Foerster 和 Karolyi (2000) 发现，外国公司在美国市场招股以后的市场表现与该公司 ADR 市场的换手率正相关，这说明美国市场较高的潜在流动性是影响公司市场表现的一个重要因素。他们认为，寻求新的资本是公司境外上市最重要的动因，在美国上市可以使公司绕过本国欠发达的资本市场，美国证券市场的流动性和高效性使有融资需求的外国公司增值。

3. 投资者认知假说。Merton (1987) 提出了不完全信息条件下的资本市场均衡模型，并形成了投资者认知假说 (Investors Recognition Hypothesis)。他认为，由于市场分割导致的信息不对称，投资者对不同证券所拥有的信息不相同，他们只会投资于自己了解的证券。在其他条件相同的情况下，如果某家公司能被更多的投资者所认知，则公司价值就会增加。Merton 提出增加投资者认知可以通过两个途径：场外交易的公司可以通过到交易所上市发行股票来增加投资者，已公开上市的公司赴境外发达的证券市场上市也是扩大投资者范围的一种有效途径。因此，境外上市能吸引到更多的国际投资者，投资者对公司的认知程度越高，公司的资本成本就越低，公司的价值就越高。

Foerster 和 Karolyi (1999) 进一步改进了投资者认知假说。传统的资本资产定价模型假定所有投资者拥有相同的信息，资产的价格与公司特定风险无关，而仅与系统性风险相关；然而在信息不对称条件下，投资者只投资自己了解的证券，风险不能完全分散，公司的特定风险会影响股票的预期收益率，特定风险越大，股票的预期收益率也越高，但如果股东基础 (Shareholder Base) 非常大，则公司风险可以在更多的股东中来分担，这会降低公司的资本成本。他们的实证结果也证明了上述观点。

Lang, Lins 和 Miller (2003)，以及 Bailey, Karolyi 和 Salva (2003) 的实证研究表明，公司在美国上市后，关注该公司的证券分析师人数增加，分析师对公司盈余预测的准确性也有所提高，且在美国上市提高了公司知名度并且获得更多投资者的认可。由于信息环境的改善，关注一家公司的信息成本降低了，投资者基础扩大了，对该股票的需求也上升，从而导致该公司价值上升。Lang, Lins 和 Miller (2004) 的研究还进一步发现，对于那些来自对中小投资者保护不力的国家的公司，以及存在家族或管理层控制的公司，境外上市提升知名度的效应更为明显。

4. 信号示意假说。部分学者基于信息不对称理论，提出了信号示意假说 (Signalling Hypothesis)。Cantale (1996) 构建了一个信号模型来阐释境外上市的价值创造与市场需求的信息披露程度之间的关系，他认为，信息披露越宽松，公司内部人越有可能利用信息优势攫取私人利益，但市场对财务信息披露的要求越严格，公司就越能受到外部投资者的监督，内部人利用私人信息攫取私人利益的能力就越小；在一个信息披露要求更高的市场上市意味着向外部投资者传递了公司未来盈余质量的私有信息，足以反映公司管理层对公司质量和未来盈利能力的信心。因此，市场对上市公司信息披露的要求越严格，就越能吸引到质量高业绩好

的公司来上市,投资者对该公司的评价也就越高,公司的价值越大。

Furest (1998) 在此基础上构建了一个两期的信号示意模型。在这个模型中,由于信息不对称,投资者只知道市场上的好坏公司的比例,因此他会根据自己对公司平均质量的评估对公司加以定价,结果是坏公司得到了一个高于其质量的市场价格,而好公司的价格会被打上折扣,这就产生了一个混同均衡。此时,好公司或者接受低的定价,或者通过某种信号机制向市场传递公司质量的可靠信息,以获得一个合理的价格。Furest 认为,好公司可以选择到美国市场上市来向市场传递信息,因为美国市场比备择市场对上市公司的监管更为严格,对投资者的法律保护也更加完善。公司选择到美国上市,不仅要承受高昂的上市成本,而且还会受到严厉的监管。好公司为了向市场传递关于公司质量的信号,会选择去美国市场上市,坏公司要模仿好公司的上市策略,不仅要付出高额的模仿成本和上市费用,而且还要面临着被查处的危险。那么就可以得到一个分离均衡:好公司通过到监管严格的市场上向投资者传递其高质量的信息,从而与坏公司区别开来。投资者观察到这种信号会对公司股票重新定价,市场反应将会变得十分积极,股价的上升也可以抵消公司为境外上市所付出的高额上市成本。Miller (1999) 发现,有融资功能的美国存托凭证 (ADR III) 所获得的超常报酬要高于不具备融资功能的美国存托凭证,这是因为发行 ADR III 的要求会更高,受到的监管也更严格。其实证结果支持了 Furest (1998) 的预期。

5. 信息披露假说。信息披露假说 (Information Disclosure Hypothesis) 认为证券价格是信息披露水平的增函数。公司去信息披露更严格的市场上市有利于增加其价值。Moel (1999) 利用一个“两国两券”模型做了理论解释。该模型认为在信息不对称状态下,不同国家的投资者对于非本国证券都处于信息劣势,但如果假定国家 1 比国家 2 的信息披露要严格,那么就会导致国家 1 的投资者对国家 2 的证券的了解程度小于国家 2 的投资者对国家 1 证券的了解程度。那么国家 1 的投资者不会去购买国家 2 的证券,这势必对国家 2 的证券产生不利影响。Moel 认为,要使国家 1 投资者持有国家 2 的证券,一个可行的方法是让国家 2 的证券在国家 1 的证券市场上市。国家 2 的证券由于到信息披露要求更严格的市场上市,需求增加,价格也会上升。然而,更严格的信息披露要求意味着更高的披露成本,因此公司需要在信息披露收益与成本之间的进行权衡,这种权衡则依赖于公司的质量。

Huddart, Hughes 和 Brunnermeier (1999) 进一步从交易所的角度补充了信息披露的重要性。他们的研究表明,通过境外上市提高信息披露水平无论对投资者还是所在交易所都是一种“双赢”策略。对投资者而言,到信息披露水平更高的市场上市,降低了交易成本,公司的权益资本成本因而下降;对交易所本身而言,增强信息披露的透明度,可以吸引更多的上市公司和交易量,获得更多的利润。

Moel (1999) 利用 1988 ~ 1997 年期间大约 5000 家境外上市公司的数据为样本,采用各公司到美国市场交叉上市决策的差异 (从不上市到选择在纽约证券交易所直接上市) 作为信息披露选择的替代指标,实证分析发现,股票波动更为剧烈的公司、信息披露水平相对较低的国家经营公司,以及更大规模的公司往往会选择披露更多的信息,因此到信息披露水平更高的市场上市的意愿也越强烈,而信息披露成本相对较高的公司则更不愿意在境外上市以披露更多的信息。

尽管理论和实证研究都能较好地支持信息披露假说,但这些研究只是停留在对境外上市、信息披露和公司价值这三者关系简单的描述上,并未揭示其背后深层次的原因,信息披

露水平的提高意味着公司内部人侵占外部投资者利益的成本增加,从而有效制约内部人的侵权行为。因此,可以说是信息披露水平的提高使得外部投资者能得到更好的保护,公司的价值才会提高。至此,对境外上市的研究转向了投资者法律保护领域。

6. 投资者法律保护假说。随着法与金融研究的兴起,学术界也开始从投资者法律保护的角度来研究境外上市。La Porta, Lopez - de - Silanes, Shleifer 和 Vishny (1997, 1998) (以下简称 LLSV) 的研究发现,国家对投资者的法律保护在很大程度上影响着公司外部融资的难易程度。他们指出,投资者法律保护薄弱国家的公司从外部融资的难度往往比较大,而同样一家公司若在投资者法律保护较好的国家进行融资,则困难会小很多。这是因为,在现代公司治理制度下,控股股东都可能存在从公司转移资源、谋取私利的行为,这种行为要靠法律制约。因此一国中小投资者利益被侵害的严重程度取决于国家对中小投资者权益的法律保护。如果国家对投资者利益进行保护的法规十分完善,控股股东侵占中小股东财富的行为就会严重弱化,甚至消失,公司为投资机会进行的融资就会吸引大批的外部投资者,使融资得以顺利完成;与此相反,如果国家对投资者的法律保护十分薄弱,就为控股股东的侵占行为提供了机会,以至于中小股东的利益被严重侵害,从而令其他投资者丧失投资信心。

Coffee (2002) 和 Stulz (1999) 认为,将公司股票在一个法律更为完善的国家上市可以提高对该公司投资者的法律保护,降低控股股东的代理成本,而且上市后公司会受到各种声誉中介的监控,进一步提高投资者保护力度,从而达到改善公司的目的,这就是境外上市的法律约束 (Legal Bonding) 效应和监控 (Monitoring) 机制。1998 ~ 2002 年间,全球境外上市市场出现了大幅萎缩,但新兴市场公司赴美上市的势头有增无减,投资者保护假说正好可以解释这一现象。对于 Miller (1999) 的发现——不同层次 ADR 在上市公告日市场反应不同, Coffee (2002) 认为这是和不同上市方式有不同的法律要求和信息披露要求联系在一起的,而对 Foerster 和 Karolyi (1999 所描述的亚洲公司有更长时期的价格反应以及上市后更小程度的价格下跌, Coffee (2002) 则认为这是由于在这些国家,公司治理不完善,大股东盘剥小股东问题严重。

Doidge, Karolyi, Lins, Miller 和 Stulz (2005) 则认为,虽然有境外上市的诸多益处,但很多非美国公司并没有赴美交叉上市,一个解释是这些公司的控股股东不想放弃控制权私人利益;当控股股东有较高的控制权,控股股东控制权大于现金流要求权或公司被高层经理控制时,交叉上市概率就越低,消费控制权私人利益或者保留这些权利的愿望阻止了许多公司赴美上市。

7. 融资约束假说。在借鉴市场分割假说、流动性假说、信号示意假说、信息披露假说和投资者法律保护假说的基础之上, Lins, Strickland 和 Zenner (2005) (以下简称 LSZ) 提出了融资约束假说。他们认为,市场分割阻碍了信息和资本的流动,降低了公司的价值,因此外国公司有动机寻求在美国上市以减少市场分割的负面效应,市场分割的减少势必能改善资本获得 (Access to Capital); 而当内部现金流不能满足公司投资需求时,资本获得的改善能使公司便利地筹集到资金。LSZ (2005) 研究了 1986 ~ 1996 年间以 ADR 方式在美国上市的外国公司后发现,来自于发达国家的公司,在美国上市后,投资对公司内部现金流敏感性没有明显下降,但是来自于新兴市场国家公司的投资对内部现金流的敏感程度明显下降,他们认为,美国市场更高的流动性、更完善的信息披露要求,以及更好的投资者法律保护降低了投资者与上市公司之间的信息不对称,改善了资本获得,放松了融资约束。