

中国财务与投资前沿研究丛书

# 交叉上市、政府干预与公司 投融资行为

Cross-Listings, Government Intervention, and Corporate  
Investment and Financing

覃家琦 ©著



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

中国财务与投资前沿研究丛书

# 交叉上市、政府干预与公司 投融资行为

Cross-Listings, Government Intervention, and Corporate  
Investment and Financing

覃家琦 ©著



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

## 图书在版编目(CIP)数据

交叉上市、政府干预与公司投融资行为/覃家琦著. —北京:北京大学出版社, 2016. 12

(中国财务与投资前沿研究丛书)

ISBN 978-7-301-27753-9

I. ①交… II. ①覃… III. ①上市公司—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 273770 号

- 书 名 交叉上市、政府干预与公司投融资行为  
JIAOCHA SHANGSHI、ZHENGFU GANYU YU  
GONGSI TOURONGZI XINGWEI
- 著作责任者 覃家琦 著
- 责任编辑 杨潇宇 李 娟
- 标准书号 ISBN 978-7-301-27753-9
- 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>
- 电子信箱 [em@pup.cn](mailto:em@pup.cn) QQ:552063295
- 新浪微博 @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书
- 电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
- 印刷者 三河市博文印刷有限公司
- 经 销 者 新华书店
- 650 毫米×980 毫米 16 开本 29.25 印张 450 千字  
2016 年 12 月第 1 版 2016 年 12 月第 1 次印刷
- 印 数 0001—3000 册
- 定 价 72.00 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 电子信箱: [fd@pup.pku.edu.cn](mailto:fd@pup.pku.edu.cn)

图书如有印装质量问题,请与出版部联系,电话:010-62756370

# 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)是否存在等问题也没有得到解答。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,但新的研究发现,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视角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提升,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其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



## 前言

根据交叉上市(cross-listing)领域的权威人物、康奈尔大学金融系的 Andrew Karolyi 教授的定义,交叉上市也称为双重上市(dual-listing)、跨国上市(international listing),甚至交互上市(inter-listing),通常是指公司将其在母国市场(home market)交易所上交易的股票拿到一个新的海外市场(overseas market)进行二次上市。这种“先母国后海外”或者“先境内后境外”的上市顺序成为当前文献中交叉上市的主要形式。但这个定义忽略了另外两种形式:一种是先在海外市场发行股票并上市,而后在母国市场再次发行股票并上市。这种形式可称为“先境外后境内”交叉上市。另一种是境内外同步交叉上市。中国的交叉上市同时存在这三种形式,但以“先境外后境内”为主。研究中国这种不同于主流形式的逆向交叉上市的动机,及其对公司投融资行为的影响,是本书的写作意图。

本书专注于先在香港上市然后回归 A 股市场的交叉上市公司(简称 H+A 公司)。根据会计学对企业活动的三分法,企业活动可划分为投资、融资与经营三类,并且经营可以视为投资的执行或继续;又因为自 MM 理论以来,公司财务学的研究重点集中于投资与融资决策,因此,本书也专注于 H+A 公司的投融资行为,并集中回答如下问题。问题一:中国长期处于由计划经济到市场经济的转轨时期,其交叉上市的制度背景

是什么? 问题二: 在中国的特殊制度背景下, 交叉上市公司的投资行为有什么特点? 问题三: 在中国的特殊制度背景下, 交叉上市公司的融资行为有什么特点? 问题四: 作为公司投融资的重要传导机制与绑定假说的重要逻辑中介, 中国交叉上市公司的治理水平是否获得提升?

本书的章节安排如下: 第一章为导论, 介绍本书的研究背景、研究内容、研究方法、研究发现与研究贡献。第二章是文献综述。第三章是中国 H+A 交叉上市的制度背景, 旨在回答问题一, 让读者尽可能详细地了解中国交叉上市的制度背景。第四章是中国 H+A 公司的投资行为, 旨在回答问题二, 分别从如下四个方面来刻画投资行为: 投资水平、投资效率、投资回报率、投资的融资约束。第五章是中国 H+A 公司的融资行为, 旨在回答问题三, 分别从如下五个方面来刻画融资行为: A 股 IPO 抑价的市场估值法、A 股 IPO 抑价的随机边界分析法、权益再融资行为、负债行为、股利政策。第六章是公司治理、政府干预与制度变迁, 旨在回答问题四。第七章是研究结论与政策建议。最后是一篇附录, 来自交叉上市研究领域的权威人物 Karolyi 教授关于绑定假说的一篇综述。

本书的贡献可概括如下:

第一, 本书首次在中国的经济改革与国有企业改革背景下考察 H+A 公司交叉上市的动机, 发现 H+A 公司交叉上市植根于政府干预下的强制性制度变迁, 与纯 A 股公司相比, H+A 公司受到更多的政府干预并导致更严重的投融资扭曲行为, 这使得基于公司自愿选择的绑定理论无法解释中国的 H+A 公司交叉上市。本书首次从政府干预的角度系统地考察了 H+A 公司交叉上市的投融资行为, 同时为中国的 A 股和 H 股交叉上市的制度背景提供了最为详实的历史资料。

第二, 本书首次系统地实证检验了中国 H+A 公司的投资水平、投资效率、投资回报率和投资的融资约束。在投资效率上, 本书首次将基于微观上市公司平衡面板数据的参数与非参数化生产效率引入 H+A 公司的投资效率分析中, 通过考察交叉上市、投资效率与公司价值之间的交互关系, 为交叉上市估值效应提供了一个新的中介变量即投资效率, 丰富了交叉上市对公司价值的作用机理的研究文献。本书发现, 中国 H+A 公司并没有相对于纯 A 公司获得市场溢价, 反而显示出显著的折价, 为交叉上市的估值效应提供了来自新兴市场国家的反面证据。

第三,本书首次系统地实证检验了中国 H+A 公司的 A 股 IPO 抑价、A 股再融资行为、负债行为与股利政策。在 A 股 IPO 抑价上,本书不仅采用了传统的市场估值法(包括首日回报率法),还引进了随机边界分析法来降低对二级市场对估值的影响。在股利政策上,本书发现 H+A 公司具有更低的增长机会,但同时具有更低的现金股利支付水平和支付意愿。这种反常的现象无法为绑定假说所解释。但在政府干预假说下,H+A 公司由于受到更多的政府干预而无法根据市场变化来执行未来投资机会,从而使增长机会更低;同时,Stultz(2005)所指出的双重代理问题将使得 H+A 公司倾向于在缺乏未来投资机会的情况下对当前项目进行过度投资,而经营机制上的不足也导致 H+A 公司的净利润及自由现金流降低,最终导致股利支付水平和意愿都下降。本书克服了绑定假说在解释交叉上市与股利政策时所存在的逻辑不一致问题。

第四,本书首次将交叉上市、公司治理、政府干预与制度变迁有机地结合起来,不仅从实证上检验了 H+A 公司的治理水平与政府干预,而且从制度理论的视角解释了 H+A 公司的制度绑定初衷没有获得预期效果的原因。本书指出规则系统的层级性要求整个系统能保持某种可预期性和系统的内在一致性,规则系统变迁由此存在某种路径依赖。H+A 交叉上市乃至中国经济改革都属于一种政府干预下的强制性制度变迁,这种变迁要求遵守一些基本原则,并保证规则系统的其他子系统的相应调整。但中国的改革进程未能很好地遵守这些基本原则以及保证系统的整体协调,以致整个制度改革虽有成效,但未能达到令人满意的效果。而 H+A 公司作为试点公司,虽为中国整体的制度变迁作出了巨大贡献,但也为这种制度变迁承担了相应的成本。这些结论为“摸着石头过河”与“顶层设计”的辩证关系,为当前中国经济改革与国有企业改革均提供了良好的历史证据与经验解释。

本书内容的研究过程得到了国家自然科学基金青年项目“跨境双重上市对公司投资效率的作用机制研究”(70902048)、国家自然科学基金面上项目“风险资本、企业家控制权与公司投资政策——基于中国民营上市公司的研究”(71372096)以及国家自然科学基金重点项目“公司财务政策选择与动态演化研究”(71232005)、南开大学人文社会科学校内青年项目“多重上市对公司投资效率的作用机制:理论与实证”(NKQ07014)的资

助,在此表示感谢!同时需要感谢的有:美国康奈尔大学金融系的 G. A. Karolyi 教授及其博士生 Yuzheng Sun;美国波士顿学院的 Thomas J. Chemmanur 教授、Philip Strahan 教授以及金融系的全体中国博士生;美国圣路易斯大学的 Yan Sun 副教授;南开大学商学院的张玉利院长、孙悦书记、李莉教授、王永进教授、刘志远教授及各位同仁好友;厦门大学的吴世农教授、沈艺峰教授、潘越教授;对外经济贸易大学国际经贸学院的邵新建副教授;山东大学威海分校的陈学胜副教授;上海国际集团的刘昕博士;中国人民银行研究局的杨娉博士;国家自然科学基金委;国家留学基金委;人民邮电出版社的贾福新总经理和郭咏雪副总经理;北京大学出版社的林君秀主任、张燕女士和杨潇宇女士;我的家人;等等。最后我想说明的是,学术研究艰辛而无止境,本书虽经多年酝酿方得以出版,但其中不足之处在所难免,欢迎各位读者批评指正。

覃家琦

2016 年 11 月 5 日

Email:qjq@nankai.edu.cn

# 目 录

|                               |       |
|-------------------------------|-------|
| 第一章 导 论 .....                 | (1)   |
| 第一节 研究背景 .....                | (2)   |
| 第二节 研究内容与研究方法 .....           | (18)  |
| 第三节 研究发现与研究贡献 .....           | (25)  |
| 第二章 文献综述 .....                | (30)  |
| 第一节 公司投融资理论研究脉络 .....         | (31)  |
| 第二节 交叉上市研究脉络 .....            | (35)  |
| 第三节 绑定假说检验模型中的技术问题 .....      | (51)  |
| 第四节 关于中国交叉上市的研究 .....         | (65)  |
| 第五节 综合述评与展望 .....             | (68)  |
| 第三章 中国 H+A 交叉上市的制度背景 .....    | (73)  |
| 第一节 国企改革、试点策略、境外上市与绑定意愿 ..... | (74)  |
| 第二节 中国 H 股上市的历史进程 .....       | (76)  |
| 第三节 H 股公司回归 A 股市场的历史进程 .....  | (85)  |
| 第四节 绑定假说是否适用 .....            | (96)  |
| 第五节 一个替代性解释:政府干预假说 .....      | (105) |
| 第四章 中国 H+A 公司的投资行为 .....      | (117) |
| 第一节 投资水平 .....                | (117) |
| 第二节 投资效率 I:参数化方法 .....        | (128) |
| 第三节 投资效率 II:非参数化方法 .....      | (166) |
| 第四节 投资回报率 .....               | (197) |
| 第五节 投资的融资约束 .....             | (212) |

|                                     |       |
|-------------------------------------|-------|
| <b>第五章 中国 H+A 公司的融资行为</b>           | (217) |
| 第一节 A 股 IPO 抑价 I : 市场估值法            | (218) |
| 第二节 A 股 IPO 抑价 II : 随机边界分析法         | (258) |
| 第三节 A 股再融资行为                        | (284) |
| 第四节 负债行为                            | (291) |
| 第五节 股利政策                            | (299) |
| <b>第六章 公司治理、政府干预与制度变迁</b>           | (321) |
| 第一节 公司治理与政府干预                       | (322) |
| 第二节 H+A 公司的治理水平                     | (333) |
| 第三节 H+A 公司的政府干预                     | (343) |
| 第四节 强制性制度变迁及其成本                     | (360) |
| 第五节 试点战略与顶层设计:何处寻求大智慧               | (375) |
| <b>第七章 研究结论与政策建议</b>                | (386) |
| 第一节 研究结论                            | (387) |
| 第二节 政策建议                            | (394) |
| <b>附录 公司治理、代理问题与跨国交叉上市:对绑定假说的捍卫</b> | (402) |
| <b>参考文献</b>                         | (440) |



# 第一章 导 论

根据交叉上市(cross-listing)领域的权威人物、康奈尔大学金融系的 Andrew Karolyi 教授的定义,交叉上市也称为双重上市(dual-listing)、跨国上市(international listing)、甚至交互上市(inter-listing),通常是指公司将其在母国市场(home market)交易所上交易的股票拿到一个新的海外市场(overseas market)进行二次上市(Karolyi, 2012)。这种“先母国后海外”或者说“先境内后境外”的上市顺序成为当前文献中交叉上市的主要形式,在下文我们也称其为正向(obverse-order)交叉上市。但 Karolyi 的定义忽略了另外两种形式:一种是先在海外市场发行股票并上市,然后在母国市场再次发行股票并上市。这种形式可称为“先境外后境内”交叉上市,或称逆向(reverse-order)交叉上市。另一种是境内外同步交叉上市。中国的交叉上市同时存在这三种形式,但以逆向形式为主。研究中国这种不同于主流形式的逆向交叉上市的动机,及其对公司投融资行为的影响,是本书的写作意图。

本章第一节介绍研究背景,包括全球与中国的交叉上市现状以及存在的问题。以这些问题为铺垫,第二节介绍相应的研究内容与研究方法。第三节介绍研究发现与研究贡献。

## 第一节 研究背景

### 一、全球交叉上市现状与问题

#### (一) 现状

由于资本市场的日益国际化,交叉上市公司已经遍布全球各地。如图 1-1-1 和图 1-1-2 所示,这两张图的原始数据均来自股票交易所世界联合会(World Federation of Stock Exchanges, WFE), Karolyi (2012)。需要说明的是,两张图的标题都指的是 foreign listings,即外国上市或境外上市的公司数量,但按照 Karolyi 的意思,他其实想分析的是境外交叉上市的公司数量。境外上市与境外交叉上市毕竟不相同。不过,由于境外上市包含了境外交叉上市,因此通过境外上市的公司数量来推断境外交叉上市的公司数量也是有道理的。

根据图 1-1-1,2008 年境外上市公司数最多的是伦敦交易所,共 680 家,这一数量包括了在主板、全球存托凭证以及伦敦备择投资市场(Alternative Investment Market, AIM)上市的公司。排在第二名的是纽约泛欧(NYSE Euronext)交易所(欧洲),共有 650 家境外上市公司。该交易所包括了以前来自巴黎、布鲁塞尔、阿姆斯特丹和里斯本的交易所。纽约泛欧交易所(美国)和纳斯达克(NASDAQ)分列第三和第四位,境外上市公司分别为 415 家和 336 家。如果仅考虑一个国家,则美国拥有数量最多的境外上市公司,将美国股票交易所(AMEX)包括在内,一共达到 846 家。中国内地仍然禁止外国公司上市,因此深圳交易所(深交所)和上海交易所(上交所)自然不在统计范围。但中国香港交易所(Hong Kong Exchange)则排在 24 位。邻国日本的东京交易所(Tokyo SE)则排在 22 位。

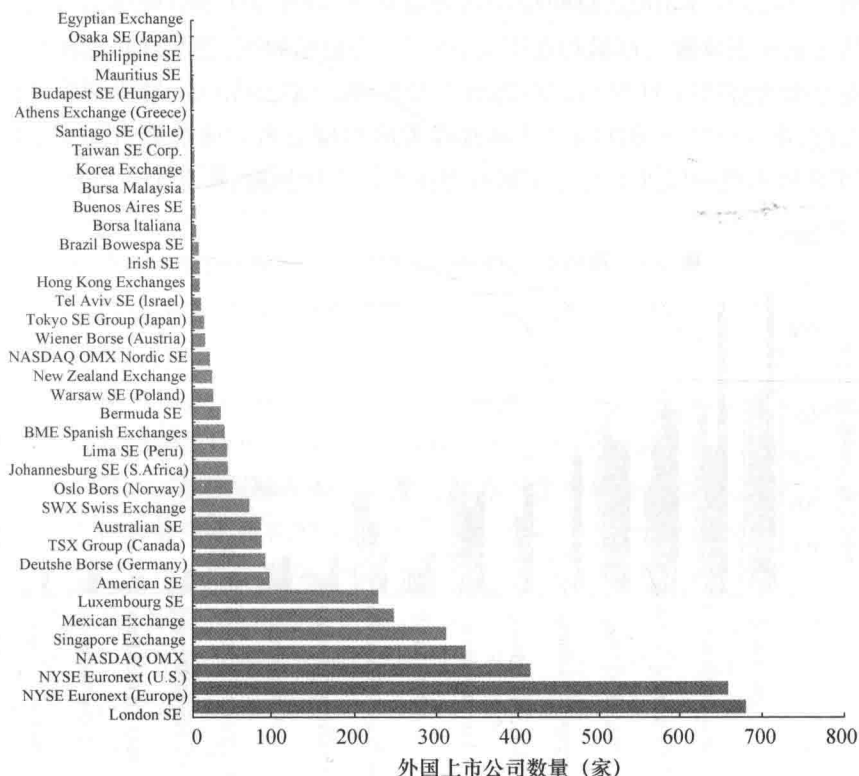


图 1-1-1<sup>①</sup> 主要股票交易所的外国上市公司总数,2008 年

资料来源:Karolyi (2012)。

注:每一年的数据来自股票交易所世界联合会(WFE)2009 年 12 月所公布的数据。第一列的交易所名单是 2008 年的。在以前年度,某个给定的交易所可能已经以不同的名字存在或根本不存在。2003 年在 NASDAQ QMX Nordic 交易所的上市数量是如下交易所的汇总:哥本哈根、OMX 赫尔辛基、OMX 斯德哥尔摩。这是由于合并而需要对数据进行加总的唯一例子。伦敦交易所的数量包括交易所本身所报的数量加上 2006 年后备择投资市场的上市数量。

根据图 1-1-2,1995—2008 年期间,世界上大部分交易所的境外上市公司的总数是下降的,例如,纽约泛欧交易所(美国)、德意志交易所、多伦多的 TSX、瑞士的 SWX 等。而另一些交易所的境外上市公司的总数则在增加,包括伦敦交易所、新加坡交易所、墨西哥证券交易所、纽约泛欧交

<sup>①</sup> 本书对图的命名方法为“章-节-图”,如“图 1-1-1”,第一个“1”是指第一章,第二个“1”是指第一节,第三个“1”是指第一张图。

易所(欧洲)。Karolyi 特别提到香港交易所(在图 1-1-2 中未列出),认为其主板和创业板上市量都在提高,并将原因总结如下:在深圳和上海交易所上市的公司以 H 股形式在香港交叉上市,一些公司以红筹股形式在港上市,还有一些公司在内地注册却在香港直接上市。他推测香港交易所 2008 年年底的境外上市公司数量应该仅次于新加坡,排在第六位。

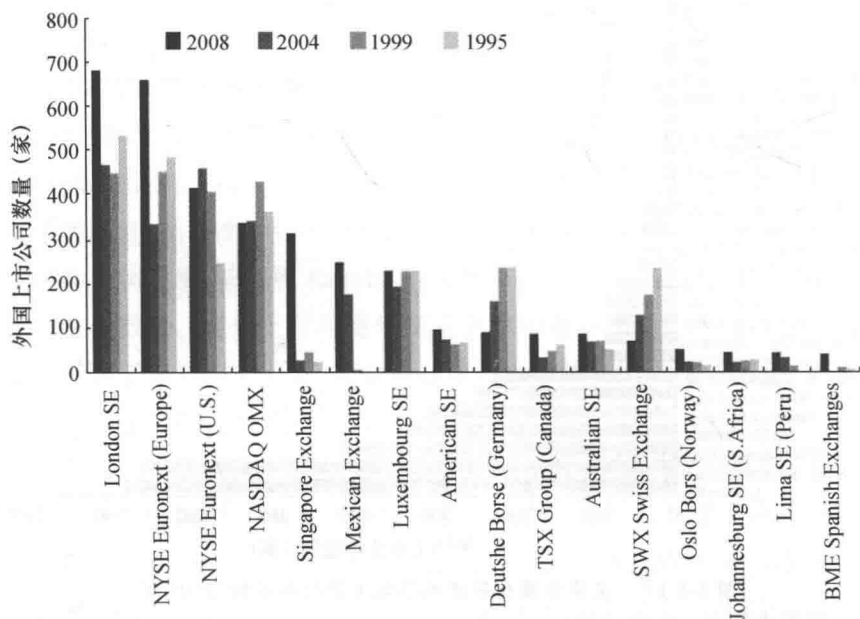


图 1-1-2 主要交易所中外国上市公司数量的变化,1995—2008 年

资料来源:Karolyi (2012)。

注:每一年的数据来自股票交易所世界联合会(WFE)2009 年 12 月所公布的数据。第一列的交易所名单是 2008 年的。在以前年度,某个给定的交易所可能已经以不同的名字存在或根本不存在。2003 年在 NASDAQ OMX Nordic Exchange 的上市数量是如下交易所的汇总:哥本哈根、OMX 赫尔辛基、OMX 斯德哥尔摩。这是由于合并而需要对数据进行加总的唯一例子。伦敦交易所的数量包括交易所本身所报的数量加上 2006 年后备择投资市场的上市数量。

## (二) 问题

图 1-1-1 和图 1-1-2 所示的事实与数据令对交叉上市感兴趣的学者们深感困惑。

第一,交叉上市的两个主流理论为市场分割假说(market segmentation hypothesis)与绑定假说(bonding hypothesis)。前者代表了对交叉

上市动机的早期理论解释,由 Stapleton and Subrahmanyam(1977)、Errunza and Losq (1985)、Eun and Janakiramanan (1986),以及 Alexander et al. (1987)所提出,认为公司管理者所采取的交叉上市决策是为了克服监管约束、交易成本以及信息不畅等问题,这些问题导致了跨境权益投资的障碍。这些障碍“分割”了全球市场,而交叉上市可以使公司面向更广泛的投资者,获得更高的均衡估值,并降低资本成本。公司股票的升值来自 Errunza and Losq(1985)所提出的“超级风险溢价”,这是本地投资者因无法在全球范围内分散其投资风险而获得的补偿。后者即绑定假说最初由 Stulz (1999) 和 Coffee (1999)所提出,并由 Reese and Weisbach (2002)以及 Doidge et al. (2004)提供了证据。绑定假说质疑市场分割所带来的投资障碍的作用,并将注意力放在了全世界许多公司都普遍存在的代理问题上,这些问题在很大程度上都源于脆弱的法制监管、透明披露要求以及提供给中小股东的法律保护。为了克服这些治理问题,这些公司选择交叉上市的方式,将自身与更有力的法律和金融制度“绑定”在一起。作为奖励,国际投资者对这类公司给予了更高的均衡估值和更低的资本成本。但不管是哪种假说,都预测交叉上市能够增进公司价值。既然如此,为什么图 1-1-2 表明交叉上市的公司数量没有稳定增长? 我们该如何解释交叉上市的动机?

第二,如果绑定假说成立,为什么在美国 2002 年通过要求更加严格的《萨班斯-奥克斯利法案》后,不少在美交叉上市的公司选择退市或取消注册? 究竟是什么因素决定了交叉上市?

第三,在 20 世纪 80 年代和 90 年代,交叉上市公司数量的增速已经急剧下降,但为什么对于这一问题的研究仍在增长? 究竟是什么因素引起了学者们的注意与兴趣?

## 二、中国交叉上市现状与问题

### (一) 现状

根据 Liang and Chen (2012)基于 CSMAR 数据库的统计,中国公司\*的境外上市最早始于 1964 年的新加坡上市。图 1-1-3 显示的是 1991—

\* 此处及下文所提到的“中国公司”均指的是中国境内(即不包括港、澳、台地区)的公司。