

境外证券交易所竞争中国上市 资源及其金融安全研究

刘秀红 等著



上海财经大学出版社

上海市重点学科建设项目资助,项目编号 B802

上海财经大学“十一五”“211 工程”三期重点学科建设项目资助

境外证券交易所竞争中国上市 资源及其金融安全研究

刘秀红 等著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

境外证券交易所竞争中国上市资源及其金融安全研究/刘秀红等著.
—上海:上海财经大学出版社,2012.4
ISBN 978-7-5642-1291-9/F·1291

I. ①境… II. ①刘… III. ①境外上市-上市公司-金融风险-研究-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 010559 号

☐ 责任编辑 张 健
☐ 封面设计 钱宇辰
☐ 责任校对 林佳依

JINGWAI ZHENGQUAN JIAOYISUO JINGZHENG ZHONGGUO SHANGSHI ZIYUAN JIQI JINRONG ANQUAN YANJIU

境外证券交易所竞争中国上市资源及其金融安全研究

刘秀红 等著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)
网 址: <http://www.sufep.com>
电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海华教印务有限公司印刷

上海春秋印刷厂装订

2012 年 4 月第 1 版 2012 年 4 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 12.25 印张 198 千字
定价:26.00 元

前 言

1992年10月9日,华晨中国在纽约证券交易所挂牌上市,成为中国内地第一家海外上市公司。之后,1993年内地10家国企试点在香港市场IPO集资,掀起了中国企业海外上市的浪潮。近年来,港交所、纽交所等境外主要证券交易所纷纷在我国设立代表处,开展与证券上市相关的推介活动,以吸引我国企业到海外上市。截至2009年12月31日,已有近800家中国企业在海外上市。大量国内企业海外上市,不但造成我国沪深交易所潜在上市资源的严重流失,而且将对我国资本市场的发展产生复杂而深远的影响。因此,本书研究了境外证券交易所竞争中国上市资源的相关问题及其金融安全。

在证券交易所竞争中,赢者将是那些吸引更多上市公司、获得更多交易量的交易所。证券交易所竞争本质上是一种双边市场的竞争,既包括对上市公司的竞争,也包括对投资者的竞争。本书研究的只是证券交易所双边市场中的一边,即证券交易所对上市公司的竞争。现有对证券交易所竞争上市资源的研究,大多从上市公司如何选择证券交易所这个视角展开,因此本书也沿此思路,主要从公司上市决策视角研究了流动性对证券交易所竞争上市资源的影响。此外,本书将境外证券交易所竞争中国上市资源问题可能造成的金融安全问题限定在以下三个方面:(1)财富转移;(2)定价权;(3)股票市场与金融机构发展。综述了中国企业境外上市所产生的财富转移效应及其对我国股票市场与金融机构发展的影响,并实证分析了影响双重上市公司A、H股价格差异的因素,并实证检验了股权分置改革后QDII、“港股直通车”等政策对A股、H股价差的影响。最后,本书把香港和内地两个证券市场看作是对于投资者资源的竞争对手,通过生物竞争模型Lotka-Volterra模型定量刻画香港和内地证券市场的动态竞争关系,基于38家

A+H交叉上市企业的H股和A股日交易额时间序列数据,对香港H股证券交易市场和内地A股证券交易市场之间的动态竞争关系进行了实证分析。

本书得出的主要研究结论包括:

关于流动性对证券交易所竞争上市资源的影响,本书综合考虑了影响公司上市决策的交易所特征、公司特征和投资者法律保护水平等因素,以在港交所、新交所、纳斯达克、纽交所与伦交所的中国上市公司为研究样本,分别研究了相同文化背景下和综合样本下流动性对公司上市决策的影响。实证结果表明,无论是在相同文化背景下还是综合样本下,样本公司选择在流动性高的交易所上市的概率较高,从而证实了流动性是影响公司上市决策的重要因素,证实了流动性对证券交易所竞争上市资源具有重要影响。

关于流动性对公司上市决策影响的内在机理,本书提出了流动性影响公司上市决策的两个渠道:公司价值渠道和资本成本渠道。随后,本书在控制了公司规模、资产获益能力、成长性、财务杠杆、市场风险以及行业等因素的前提下,以在港交所、新交所、纳斯达克与伦交所上市的中国海外上市公司为研究样本,研究了流动性对上市公司价值和资本成本的影响。实证结果表明,流动性越好,上市公司的公司价值越高、资本成本越低,从而证实了流动性对公司上市决策影响的公司价值渠道和资本成本渠道。

关于境外证券交易所竞争中国上市资源所产生的金融安全问题,本书分别从财富转移效应、对定价权的影响和对我国股票市场与金融机构的影响等三个方面探讨。本书综述了关于财富转移效应和对我国股票市场与金融机构影响的文献,并对定价权的影响进行了实证研究。本书基于动态面板数据模型,全面检验了影响双重上市公司A、H股价格差异的因素,并实证检验了股权分置改革后QDII、“港股直通车”等政策对A、H股价差的影响。实证结果表明:双重上市公司A、H股价格比在样本考察期内虽然存在波动,但总体上呈上升趋势。需求差异假说和流动性假说对A、H股价差具有较强的解释能力,香港市场超额收益水平的变化会对A、H股价差产生重要影响。股权分置改革后出台的相关政策中,“港股直通车”对A、H股价差有显著影响,但QDII政策的影响并不显著。

关于我国证券交易所的竞争能力,本书首先综述了国内关于我国证券交易所竞争能力的研究,相关研究得出的结论包括:上交

所在国际竞争力综合评分方面不仅落后于纽交所等传统成熟市场,也落后于孟买证券交易所等新兴市场;我国交易所争夺境外上市资源的能力是一个逐年提高的过程,从均值看沪深交易所基本相当,但两者竞争能力都比较低下。随后,本书把香港和内地两个证券市场看作是对于投资者资源的竞争对手,通过生物竞争模型 Lotka-Volterra 模型定量刻画香港和内地证券市场的动态竞争关系。研究结果表明,整体而言,香港 H 股证券交易市场和内地 A 股证券交易市场之间为竞争互惠关系,每个市场的自身发展都会有助于对方交易市场的发展;香港和内地证券交易市场的交流与合作、信息传递机制和市场效率等方面在 2008 年后有了较大提升,促进了两个市场的融合发展,同时也说明交叉上市股票对于香港和内地两个市场而言,虽然上市初期的竞争具有排他性,而最终的演变结果却具有相容互利性;香港 H 股和 A 股交易市场之间的动态竞争关系与企业交叉上市顺序无关。最后,本书总结了全书的研究,并对我国证券交易所提升竞争能力提出了相关建议。

本书第一章、第三章至第八章、第十章主要由刘秀红负责;第二章主要由徐龙炳、吴华和陈小琳负责;第九章主要由徐寿福负责;第十一章主要由曹广喜、徐龙炳和刘秀红负责。此外,本书在数据搜集和文献资料整理等方面得到了何婧、刘琦、邵逸忱和周方婧等的帮助。

目 录

第一部分 境外证券交易所竞争中国上市 资源及其金融安全问题的由来

第一章 境外证券交易所竞争中国上市资源现象概述	3
第一节 中国企业海外上市现象概述	3
第二节 境外证券交易所竞争中国上市资源概述	5
第二章 证券交易所竞争上市资源的研究综述	8
第一节 海外相关研究	9
第二节 国内相关研究	17
第三章 国内金融安全理论研究综述与本书所讨论的金融安全问 题的明确	21
第一节 国内金融安全理论研究综述	21
第二节 本书所讨论的金融安全问题的明确	33

第二部分:流动性对证券交易所竞争 上市资源的影响 ——公司上市决策角度

第四章 流动性对公司上市决策影响的研究综述	37
第一节 公司上市决策影响因素研究	37

第二节	流动性对上市公司价值的影响研究	40
第三节	流动性对上市公司资本成本的影响研究	42
第四节	对国内相关研究的简单述评	45
第五节	流动性的含义与度量	47
第五章	流动性对公司上市决策的影响研究:实证检验	52
第一节	相同文化背景样本检验	53
第二节	综合样本检验	68
第六章	流动性对公司上市决策影响的内在机理研究	82
第一节	公司价值渠道	82
第二节	资本成本渠道	90
第七章	流动性与证券交易所上市资源竞争	101
 第三部分:中国公司境外上市对金融安全的影响		
第八章	财富转移效应	109
第一节	财富转移效应研究综述:赞同的声音	109
第二节	财富转移效应研究综述:反对的声音	112
第九章	对定价权的影响	114
第一节	文献综述	114
第二节	实证研究设计	117
第三节	实证结果分析	120
第四节	本章小结	124
第十章	对股票市场与金融机构的影响	126
第一节	对股票市场与金融机构产生不利影响的综述: 赞同的声音	126
第二节	对股票市场与金融机构产生不利影响的综述: 反对的声音	127

第四部分:我国证券交易所竞争上市资源 能力研究与相关建议

第十一章 我国证券交易所竞争上市资源能力研究 与相关建议	131
第一节 我国证券交易所竞争能力研究综述	131
第二节 沪深交易所与港交所竞争关系研究	133
第三节 本书主要研究结论与相关建议	148
参考文献	154
附录 A 世界主要证券交易所的上市要求	168
附录 B 综合样本包括的样本公司	174
附录 C Lotka-Volterra 离散化模型的参数估计结果	180

第一部分

境外证券交易所竞争中国上市资源 及其金融安全问题的由来

1993 年内地 10 家国企试点在香港市场 IPO 集资,掀起了中国企业海外上市的浪潮。截至 2009 年 12 月 31 日,已有近 800 家中国企业在海外上市。在此期间,港交所、纽交所等境外主要证券交易所纷纷在我国设立代表处,开展与证券上市相关的推介活动,以吸引我国企业到海外上市。大量国内企业海外上市,不但造成我国沪深交易所潜在上市资源的严重流失,而且将对我国资本市场的发展产生复杂而深远的影响。因此,研究境外证券交易所竞争中国上市资源的相关问题及其造成的金融安全问题具有重要的现实意义。本部分首先概述了境外证券交易所对我国上市资源竞争的现象,然后对证券交易所竞争上市资源的相关研究与国内关于金融安全的研究进行了综述,并明确了本书所研究的金融安全问题具体所包括的内容。

第一章

境外证券交易所竞争中国 上市资源现象概述

第一节 中国企业海外上市现象概述

1992年10月9日,华晨中国在纽约证券交易所挂牌上市,成为中国内地第一家海外上市公司。之后,1993年内地10家国企试点在香港市场IPO集资,掀起了中国企业海外上市的浪潮。1993年7月15日,青岛啤酒股份有限公司在香港招股上市,成为首家中国内地注册赴香港上市的公司;1993年7月26日,上海石化同时在港交所^①和纽交所上市,成为首家以IPO方式在美国上市的内地企业。首批海外上市的企业绝大多数为制造业国有企业。1994年下半年,以华能国际、东方航空、南方航空、大唐发电等为代表的基础设施公司成为海外上市的主力军。1996~1997年间,上海实业、北京控股、中国电信等红筹股公司在香港上市,仅1997年就有36家企业在香港上市。这一时期海外上市的企业以制造业、基础设施业为主。

1999年后,以高科技和互联网为特色的民营企业成为主力军,

① 本书对各证券交易所的名称一般采用简称,香港联合证券交易所、伦敦证券交易所、纳斯达克市场、纽约证券交易所、美国证券交易所、新加坡证券交易所、上海证券交易所、深圳证券交易所、东京证券交易所、韩国证券交易所和法兰克福证券交易所的中文简称分别为港交所、伦交所、纳斯达克、纽交所、美交所、新交所、上交所、深交所、东交所、韩交所和法交所,英文简称分别为HKEX、LSE、NASDAQ、NYSE、AMEX、SGX、SSE、SZSE、TSE、KSE和FWB。

美国的纳斯达克、新交所以及伦交所等出现了中华网、世纪永联、新浪、搜狐、网易等中国上市公司的身影。2000~2004年期间,在香港市场以H股和红筹股形式登陆创业板的国内中小企业已经与上主板的大中型企业个数相当,分别为39家和41家。2000~2005年期间,以中国石化、中国移动、中国建设银行、中海油等为代表的优质大型垄断性企业纷纷海外上市。其中,2003年中国人寿在纽约和香港同时上市,成为该年度全球最大规模的IPO^①。

2003~2011年6月中国企业境内外上市数量与融资额(见表1.1)。1993~2002年的十年期间,约有200余家中国企业海外上市。而从表中数据可以看出,2003~2011年上半年的不到十年期间,共有700家中国企业海外上市,是1993~2002年期间的3.5倍。从境内外融资额比较可以看出,2003~2006年期间中国企业海外上市融资额大大超过了国内上市的融资额,虽然2007年以来海外融资额占国内融资额的比重有所下降,但近10年来的平均值达到了约85%。

表 1.1 2003 年以来中国企业境内外上市数量与融资额

	海外上市		国内上市		海外融资额占 国内融资额的比重
	上市数量	融资额 (亿美元)	上市数量	融资额 (亿美元)	
2003 年	48	70	66	54.8	127.74%
2004 年	84	111.51	98	42.7	261.15%
2005 年	81	204.90	15	6.84	2 995.61%
2006 年	86	439.98	65	171.14	257.09%
2007 年	118	397.44	124	650.89	61.06%
2008 年	37	69.22	76	149.07	46.43%
2009 年	77	271.40	99	275.10	98.66%
2010 年	129	332.59	347	720.59	46.16%
2011 年上半年	40	85.34	167	264.76	32.23%
合计	700	1 982.38	1 057	2 335.89	84.87%

注:1. 2003~2005 年海外上市的数据来自邹颖(2008);

2. 2003~2005 年国内上市的数据来自易宪容和卢婷(2006);

3. 2006~2010 年的数据来自清科集团《中国创投暨私募股权投资市场 2010 全年回顾》,摘自清科集团之投资界网站 www.pedaily.cn;

4. 2011 年上半年的数据来自清科集团《2011 年第二季度企业上市研究报告》。

^① 关于中国企业海外上市的具体情况和相关数据主要参考巴曙松(2005)和邹颖(2008)。

中国企业海外上市的证券交易所主要包括港交所、新交所、纽交所、纳斯达克、伦交所等(详见表 1.2)。数据表明,港交所是中国企业海外上市的主要上市地,其次是新交所。新交所在 2002~2007 年期间吸引了 150 多家中国企业挂牌,成为继香港外的第二大中资企业海外上市地(邢庆圣,2010)。

表 1.2 中国企业海外上市证券交易所的分布

证券交易所	2011 年上半年		2010 年		2007 年		2006 年		2005 年	
	上市数量	融资额	上市数量	融资额	上市数量	融资额	上市数量	融资额	上市数量	融资额
港交所主板	22	63.36	71	288.29	52	311.27	39	412.84	37	190.12
新交所主板	0	0	8	2.80	26	19.88	24	13.37	20	2.02
纽交所	7	13.33	22	26.28	18	44.91	3	4.81	1	3.96
纳斯达克	7	4.59	23	12.58	11	14.69	6	5.27	7	7.19
港交所创业板	0	0	0	0	2	2.56	6	2.27	8	0.75
新交所创业板	0	0	0	0	1	0.15	2	0.12	6	0.24
伦交所 AIM	0	0	0	0	5	1.35	6	1.30	2	0.62
东交所主板	0	0	0	0	1	1.91	0	0	0	0
东交所创业板	0	0	0	0	1	0.42	0	0	0	0
韩交所主板	1	1.92	0	0	0	0	0	0	0	0
韩交所创业板	1	0.47	4	1.79	1	0.32	0	0	0	0
法兰克福交易所	2	1.68	1	1.21	0	0	0	0	0	0
合计	40	85.35	129	332.95	118	397.46	86	439.98	81	204.90

注:1. 融资额的单位为亿美元;

2. 2005~2007 年的数据来自邹颖(2008);

3. 2010 年和 2011 年上半年的数据来自清科集团《中国创投暨私募股权投资市场 2010 全年回顾》;

4. 2008 年和 2009 年的数据缺失。

第二节 境外证券交易所竞争中国上市资源概述

中国于 2001 年加入了世界贸易组织,虽然没有关于证券交易所的对外开放承诺,但是,中国于 2007 年 7 月 1 日起正式施行了《境外证券交易所驻华代表机构管理办法》。该办法规定,境外证券交易所驻华代表机构可以在中国境内从事与证券上市相关的联络、推介和调研等非经营活动。而在此之前,只有香港交易所在 2003 年根据《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》设立了北京代表处。该办法施行之后,境外证券交易所纷纷提出了设立驻华代表机构的申请。截至 2011 年 7 月,中国证监会已经批准设

立的境外(不含香港)证券交易所驻华代表机构(共8家,详见表1.3)。

表 1.3 中国证监会批准设立的境外证券交易所驻华代表机构情况表

序号	证券交易所	驻华代表机构名称	批准日期
1	纽约证券交易所	美国纽约证券交易所有限责任公司北京代表处 ¹	2007年9月3日
2	纳斯达克股票市场	美国纳斯达克股票市场股份有限公司北京代表处	2007年9月21日
3	东京证券交易所	日东东京证券交易所株式会社北京代表处	2007年10月30日
4	韩国证券期货交易所	韩国证券期货交易所北京代表处 ²	2007年11月19日
5	新加坡交易所	新加坡交易所有限公司北京代表处	2007年10月20日
6	伦敦证券交易所	英国伦敦证券交易所有限责任公司北京代表处	2008年1月10日
7	德意志交易所	德意志交易所北京代表处	2008年9月26日
8	多伦多证券交易所	加拿大多伦多证券交易所公司北京代表处	2011年6月29日

注:1. 2009年2月11日被中国证监会批准更名为纽约—泛欧证券交易所集团北京代表处;

2. 2009年3月4日被中国证监会批准更名为韩国交易所北京代表处;

3. 本表资料来源于中国证监会网站和相关新闻报道。

境外证券交易所驻华代表机构的设立有利于境内企业近距离地了解境外证券市场,熟悉各类境外融资渠道,更好地选择境外市场和融资方式,降低境外融资成本,提高融资效率,也有利于更好地了解国际资本市场发展动态,学习借鉴成熟市场发展多层次资本市场体系的经验和做法,不断完善我国资本市场的基础性制度,促进市场化的产品创新和服务创新,推动资本市场健康稳定持续发展。

除了设立驻华代表机构之外,世界知名证券交易所还采取了多种方法来争夺中国的潜在上市资源。2005年,深圳第七届高交会期间,纽约、纳斯达克、美洲、多伦多、伦敦、韩国、新加坡、东京等全球著名的证券交易所,集中开展了吸引中国企业海外上市的推介和咨询服务。而在此前的深圳第八届科博会和第九届中国国际投洽会上,境外主要交易所分别举办了专题研讨会和世界主要证券交易所峰会,向中国企业推介海外融资渠道及上市业务。2006年9月在无锡召开的境内外资本市场高峰论坛上,9家海外交易所前来宣传推介。

其中,伦敦证券交易所的战略是:一方面,努力吸引中国国内高速增长、亟需资本的民营企业前往伦敦上市;另一方面,加强与大型国企的沟通,为大型企业到伦敦上市提供便利条件。同时,伦交所还深入长三角、珠三角等优质企业集中的区域做深度推介。韩国证券交易所也在近年加强了对中国潜在上市资源的战略

攻势,早在2001年6月,韩国金融监督委员会与中国证监会就签署了《证券期货监管合作安排》,并在2003年分别与上交所和深交所签订了《谅解备忘录》,使中国企业去韩国上市突破了法律上的障碍,只要符合中国证监会海外上市条件和达到韩国证券交易所上市要求的中国企业都可以在韩国上市。此外,各国证券交易所还通过诸如各地方高新技术开发区、创投协会、中介机构或者咨询公司等搜寻中国创新型企业^①。

^① 以上内容参考祁斌和刘洁(2006)。

第二章

证券交易所竞争上市 资源的研究综述^①

境外证券交易所竞争中国上市资源及其金融安全研究

证券交易所作为资本市场的载体,其运营效率和竞争力水平直接关系到本国证券市场的运行效率和国际地位。证券交易所竞争的基础在于其市场规模(主要包括市价总值和交易金额两个指标)。为了扩大市场规模,全球各大证券交易所之间展开了激烈的竞争,争夺的对象就是潜在的上市公司资源。在中国这样企业快速成长的国家,境外交易所对上市公司资源的竞争尤其激烈,对证券交易所竞争上市资源问题的研究变得十分重要。本章归纳总结了国内外学者在证券交易所竞争上市资源问题上的研究成果,希望能给国内学者进一步深入研究这一问题提供一些参考。

在证券交易所竞争上市资源过程中,证券交易所实际上是向上市公司和投资者出售“市场平台”(Marketplace)。上市公司是“市场平台”的上游消费者——通过在这个平台上发行股票来筹资,投资者则是“市场平台”的下游消费者——通过此平台购买上市公司发行的股票并在交易所组织的二级市场上买卖股票。证券交易所通过构建和出售“市场平台”,分别向上市公司收取上市费用和向投资者收取交易费用,因此,上市费用标准、上市公司规模、交易费用标准和投资者交易规模会影响其收益。上市公司通过决定上市地点、发行规模来筹集资金,同时支付上市成本,然后运用所筹集的资金投入生产获得回报;投资者通过决定在哪个证券交

^① 本章内容发表在《证券市场导报》2007年第9期上,此处进行了文献更新和少量的内容调整。