

我国公司 A+H 交叉上市的溢出效应分析^{*}

○ 陈国进 王景

摘要 交叉上市对一国国内市场和国内公司的发展有重要的影响。本文通过实证考察我国公司以 A+H 方式交叉上市对 A 股市场的影响,揭示了我国交叉上市的溢出效应。研究结果显示, A+H 交叉上市对 A 股市场的影响主要表现在资金分流效应(市场扩容)的负面影响上,分散风险效应等正面影响尚未有效发挥作用。因此,监管层在推出海外上市公司回国交叉上市的鼓励政策时,至少在短期内必须考虑内地市场对扩容的承受能力。

关键词 交叉上市;溢出效应;分流效应;风险分散效应

^{*} 本文受国家社科基金项目(04BJL026)、教育部人文社科基地重大项目(05JJD790026)和教育部“新世纪优秀人才支持计划”(2005)资助

引言

交叉上市(Cross Listing)是指同一家公司在两个或者多个证券交易所上市的行为,通常是指同一家公司在两个不同国家上市的情形。由于地域、文化等多种因素的综合影响, A+H 股是我国企业交叉上市的主要形式。自 1993 年青岛啤酒最早实现了 A+H 的交叉上市以来,截至 2006 年 12 月,内地共有 143 家公司在境外上市,其中同时在内地、香港上市的公司有 35 家,同时在香港、美国上市的有 13 家,同时在香港、伦敦上市的有五家。随着我国企业的快速增长和金融市场的进一步开放,可以预见会有更多的公司在国内和国外股票市场上交叉上市。

近 20 年来,交叉上市特别是以 ADR 方式在美国交叉上市受到了业界和学术界的广泛关注。学术界早期的研究主要集中在交叉上市的动机、短期表现和长期绩效等问题上。Karolyi^[1]强调了交叉上市对公司的价值、流动性及资本成本的影响,卢文莹^[2]指出跨国上市对改善我国公司治理结构有促进作用,陈国进、王磊^[3]分析

了我国公司 H 股上市后投资对公司内部现金流依赖度的变化等。

近年来,国际学术界开始关注交叉上市对国内资本市场,特别是对新兴资本市场的影响,从理论和实证角度探讨交叉上市影响国内股票市场发展的主要机制。我国 A 股市场虽然已经成为最大的新兴股票市场之一,但国内对这方面的研究尚付阙如。与大多数国家公司先国内后国外的交叉上市顺序不同,迄今为止,我国大部分公司都是先 H 股后 A 股的顺序。我国的投资者和证券监管部门都抱着一种矛盾的心态,一方面希望 H 股上市的公司回到国内上市,以提高内地市场上市公司的质量;另一方面又担心股市扩容会导致股市下跌,打击投资者的信心,这种矛盾的心态在股市低迷时表现得特别明显。本文将通过实证方法研究我国公司 A+H 交叉上市对 A 股同行业公司的影响,弥补国内在这一研究领域的空白。

一、文献回顾与理论分析

Nuno^[4]将交叉上市对国内同行业公司的影响机制分为分流效应(Diversion Effect)和风险分散效应(Risk Dispersion)。前者对国内公司股票的价格和收益带来负面影响,而后者带来正面影响。

分流效应指交叉上市会分散国内市场的投资流和交易流,导致国内市场交易量缩水、上市公司和投资者减少。国内市场恶化又促使好的公司向国外转移,形成恶性循环。Levine 和 Schmukler^[5]进一步将分流效应分为跨境迁移(Migration)和交易分流(Trade Diversion):跨境迁移指交叉上市股票的主要交易由国内转移到国外,投资者更倾向于投资在国外上市的部分(如 ADR),从而导致在国内股票市场的市值和流动性减少;交易分流指国内投资者卖掉原来持有的国内其它公司的股票,转而持有交叉上市公司的股票,导致国内其它公司股票

(特别是同行业公司股票)价格下降。Melvin 和 Valero-Tonone^[6]指出,交易分流的一个重要原因是交叉上市的信号示意功能。对于新兴市场和发展中国家投资者而言,交叉上市公司需要符合境外上市更为严格的上市条件、会计标准和信息披露要求,遵守更为严格的投资者保护法律,因此,交叉上市具有发送“高质量”公司的信号示意功能。投资者会把资金从仅在国内上市的公司转向交叉上市公司,导致交易分流效应的产生。

当然,交叉上市并不只给国内同行业公司带来负面影响。Alexander、Eun 和 Janakiraman^[7]以及 Nuno^[4]通过建立资产定价模型证明,当一家公司的股票可以被国内和国外的投资者同时持有时,该股票就成为连接国内市场 and 国外市场的渠道。两个分割市场之间的投资障碍被消除,投资者可以在更大范围内构建投资组合、分散投资风险,其结果是投资者要求投资收益率降低和股票价格上升。当国内股票市场上市的同行业公司 with 交叉上市公司存在很强的相关性时,交叉上市公司要求收益率的下降和股票价格的上升,将带动国内同行业公司要求收益率的下降和股票价格的上升,这就是交叉上市的风险分散效应。

交叉上市公司投资者认知度的上升也会给国内同行业公司带来正面影响。根据 Merton^[8]的信息不对称资产定价模型,公司认知度的提高有利于缓解信息不对称对投资者评价的不利影响。Fernandes 和 Ferreira^[9]发现,交叉上市引致更多证券分析师和媒体的关注,国内同行业公司的受关注度也会显著增加。

从实证的角度看,国外学者对交叉上市溢出效应的研究并没有得出一致的结论。Moel^[10]通过对 1988 年至 1997 年 28 个新兴市场的年度数据研究显示,发展中国家通过 ADR 方式到美国交叉上市虽然提高了国内股票市场的开放度,但是对国内市场的流动性和增长能力却有负面影响。Lee^[11]分析了 2001 年 9 月之前拉丁美洲与亚洲的 13 个国家中发行 ADR 的公司,也发现交叉上市对国内其它公司尤其是同行业公司带来了负的影响。Melvin 和 Valero-Tonone^[6]对 1986 年至 2002 年 20 个国家的 146 家国内公司的研究发现,如果国内某一公司在美国发行 ADR,上市日前后 11 天左右,其国内主要对手公司的股价下降 2.2%,而且发展中国家受到的负面影响大于发达国家。

Hargis 和 Ramanlal^[12]的模型则指出,从长期来看,交叉上市对国内市场的流动性和交易量的影响是正向的。Nuno^[4]利用 27 个新兴市场 1000 家公司的样本测算出,交叉上市所带来的风险分散收益是流动性成本的

2.5 倍,净影响是正向的。Edison 和 Warnock^[13]在研究 29 个新兴市场的自由化进程时指出,交叉上市导致资金暂时流向新兴市场国家,没有持久性,上市效果并不会影响到国内的其它公司。

对我国投资者而言,大部分的 A+H 股公司都是先在香港上市,然后在 A 股上市,而且 A 股上市的都是新发行的股票,并不存在跨境迁移的问题。但是,与 A 股公司相比,A+H 公司必须符合在香港上市更为严格的上市标准,接受更为严格的信息披露要求和监管,外部投资者受到更为严格的保护,所以 A+H 上市具有重要的信息示意功能。在其它条件相同或者相近的情况下,投资者倾向于投资 A+H 的公司。同时,由于交叉上市公司规模都比较大,对资金需求量大,也会吸引市场上的资金流向交叉上市公司。这就导致交易分流效应的产生,所以我们只需要考察 A+H 公司的交易分流效应。

从分散风险的角度看,如果投资者投资组合中含有 A+H 股公司的股票,在一定程度上会增强风险分散的功能,这些交叉上市公司就成为连接大陆市场与香港市场的桥梁,有可能带动同行业公司要求收益率的下降和股票价格的上升。但由于外汇管制以及投资限制,我国大陆投资者并不能自由买卖 H 股,这可能会影响到这些股票分散风险的能力。

总之,我国公司 A+H 股交叉上市,一方面增强了内地与香港市场的联系,内地市场可能会借助香港市场增强其分散风险的能力,对同行业上市公司带来正的影响;另一方面,H 股回国上市也可能导致交易量的分流,对同行业上市公司带来不利的影响。交叉上市总体上溢出效应如何,需要通过实证分析来回答。

二、A+H 交叉上市溢出效应的基本估计

我们利用事件研究法,通过测算 A+H 上市对同行业公司的标准累积平均超额收益率($SCAR_t$),判断溢出效应的方向。

1. 同行业公司样本的确定

我们根据 2006 年 8 月之前的 32^①家 A+H 公司(公司 O)寻找同行业公司,样本公司 i 必须同时符合下列条件:(1) 在上海证券交易所或深圳证券交易所 A 股市场上市;(2) 与公司 O 属于同一行业,即 Wind 四级行业分类代码一致;^②(3) 截至研究期间,仍然没有在香港或者国外发行过股票;(4) 为了数据的完整性,在公司 O 招股公告日(或上市日)之前至少已在 A 股市场上市 180 天;招股公告日(或上市日)之后已经上市满 30 日。

本文所用到的数据分别来自于 Wind 资讯、CSMAR、中国证监会网站、上海证券交易所网站、深圳证券交易所

所网站以及香港联交所网站。根据上述要求，以招股公告日为事件日的样本包含 240 家公司，以上市日为事件日的样本包含 258 家公司。

2. 事件日和事件窗口的确定

国外学者对事件日的确定有两种不同的做法，如 Foerster 和 Karolyi^[14] 以宣告日（招股公告日）作为事件日，但是 Melvin 和 Valero-Tonone^[6] 以交叉上市日为事件日，两种方法各有利弊。为了更全面地分析交叉上市的影响，我们分别以宣告日（即招股公告日）与上市日为事件日，分析交叉上市事件的影响。

我们把事件日设为第 0 日，采用 (-180, -31) 日为估计窗，(-10, 10) 日为事件窗。在估计窗内利用市场模型法衡量股票正常收益率，用样本公司上市地的沪市或深市 A 股指数收益率代表市场收益率。利用标准残差法 (Standardized Residual Method)^[15] 计算标准累积平均超额收益率 $SCAR_t$ 。

3. $SCAR_t$ 的变化及其说明

我们发现，在宣告日前以及上市日交叉上市引起了明显的分流效果。图 1 和图 2 分别给出了宣告日和上市日前后样本公司的 $SCAR_t$ 变化。

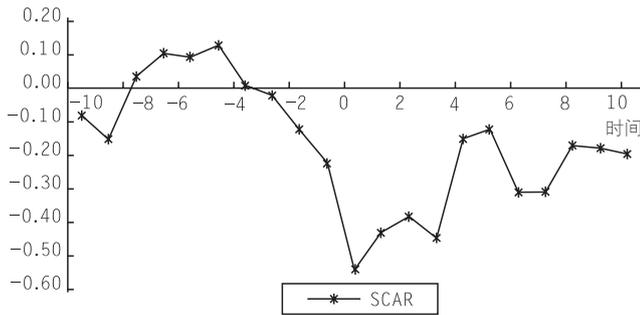


图1 宣告日前后10日内 $SCAR_t$ 变化

从图 1 可以看出，宣告日前四天左右，股票出现显著为负的超额收益率。招股公告日当天，市场反应最为强烈，标准化后的平均超额收益率下降 0.32。这表明 H 股上市公司回国上市对内地市场是利空消息。招股公告日之前，市场已经得到了证监会审核批准的消息，投资者会提前为购买新股做准备。招股公告日之后，样本公司的平均超额收益率出现正值， $SCAR_t$ 开始回复和进入调整阶段。这可能是由于招股公告日之后，交叉上市股票逐渐确定了人们最为关心的价格问题，市场会据此逐步调整对同行业公司的估价。

从图 2 可以看出，由于人们对扩容的担忧以及二级市场上的交易量转移，交叉上市当日同行业公司的超额

收益率大幅下降，分流效应比较明显。但与宣告日不同，上市日前后，这些公司的超额收益率体现了一种上升趋势。 $SCAR_t$ 在上市日前两天达到最大值，上市日大幅下降，此后逐步回升。这种变化可能由于两个方面：一是宣告日之前存在投资者的过度反应，上市日前后的变化只是一种理性的调整。在我们的样本中，宣告日与上市日之间平均相差 45 天，去掉两个极端值 388 天和 88 天，^③ 平均间隔只有 25 天。由于宣告日前有明显下降，随着交叉上市股票发行价格的确定，投资者逐步调整预期，调整趋于理性，因此上市日前后收益率上升。二是交叉上市股票的市场定价只有在上市日才能真正实现，风险分散效应也只有交易开始时才能真正发生，因此，上市日之后风险分散作用可能导致同行业公司股票价格和收益率的上升。

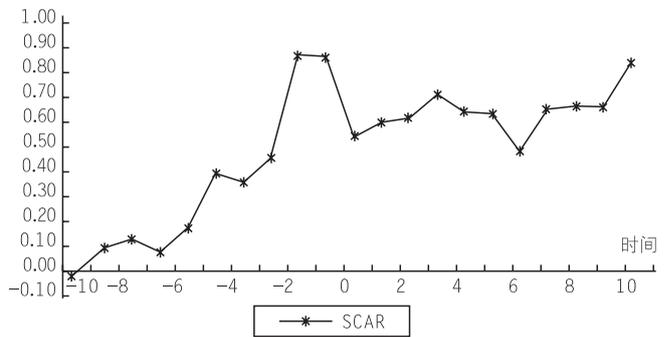


图2 上市日前后10日内 $SCAR_t$ 变化

三、影响溢出效应因素的计量检验

1. 溢出效应的计量检验

根据前面的分析，A+H 交叉上市主要通过分流效应和分散风险效应影响同行业公司的股票价格和收益，下面我们分析这两个因素对 $SCAR_{it}$ 的影响。考虑下列模型：

$$SCAR_{it} = \alpha + b_1 \rho_{io} + b_2 Z + b_3 X + b_4 MB_i + b_5 TO_i + b_6 \text{Log}(Mcap)_i + b_7 LINE_i + \varepsilon_i \quad (\text{公式1})$$

公式 1 中各个变量的说明请参考表 1。 ρ_{io} 的系数 b_1 用来检验风险分散效应的影响；变量 Z 的系数 b_2 和变量 X 的系数 b_3 用来检验分流效应的影响； MB_i 、 TO_i 、 $\text{Log}(Mcap)_i$ 和 $LINE_i$ 为控制变量。

首先利用宣告日样本进行分析，由于数据缺失问题，进行回归的公司只有 232 家。样本公司与其对应的交叉上市公司的相关系数平均为 0.5213，相关程度较高。我们选取宣告日前后各公司的 $SCAR_{(-10,10)}$ 、 $SCAR_{(-5,1)}$ 、 $SCAR_{(1,10)}$ 为因变量，回归分析的结果如表 2 所示。

从表 2 中可以看出，各指标中影响最大的是衡

表1 公式1中各指标说明

指标	描述	解释	
ρ_{oi}	交叉上市股票o与纯国内股票i的相关系数。利用事件日后(31, 180)日的的数据计算	根据Alexander, Eun 和 Janakiramana的模型, 若分散风险是决定交叉上市溢出效应的主要因素, 与交叉上市证券相关性越强的股票, 在交叉上市期间的累积超额收益率越高, b_1 为正	
Z	NUM_{oi}	股票i所对应的交叉上市股票o是我国第几只进行交叉上市的股票	消除市场分割是个渐进的过程, 随着一国交叉上市股票越来越多, 国内市场从分散风险中所得到的边际收益递减。 b_2 应为负。值得注意的是, 从分流效应的角度看, NUM_{oi} 也可以体现交易量转移的影响。随着交叉上市公司的增加, 同行业公司交易量下降, 从而导致累积超额收益率下降。这也会使得 b_2 为负
	$YEAR_{oi}$	把第一只交叉上市股票上市的年份定为1, 股票i所对应的交叉上市股票o的上市年序	
X	$MP1_{oi}$	股票i所对应的交叉上市股票o的A股IPO募集资金量与发行前三个月A股市场(包括沪市与深市)的平均市值之比	据前文分析, 分流效应在我国的主要表现之一是我国股票市场的扩容压力。利用这三个指标进行衡量, 其中前两个指标由Sun、Tong 和 Wu ^[6] 构建, 第三个指标根据前两个指标构建。扩容压力越大, 累积超额收益率应该越低, b_3 为负
	$MP2_{oi}$	股票i所对应的交叉上市股票o的A股IPO募集资金量与发行当年A股总的融资额之比	
	$MP1_{1oi}$	股票i所对应的交叉上市股票o的A股IPO募集资金量与发行前三个月上市地A股市场(沪市或深市)的平均市值之比	
MB_i	股票i在估计窗内的平均市净率	分流的另一个原因来自于对公司质量的评价, 衡量公司质量最常用的指标是托宾Q。我们利用市净率代替托宾Q	
TO_i	股票i在估计窗内的平均换手率	这三个指标作为流动性、规模以及行业的控制变量	
$Log(Mcap)_i$	股票i在估计窗内的平均市值		
$LINE_i$	股票i所处行业, 虚拟变量		

表2 宣告日前后 $SCAR_{(-5,-1)}$ 、 $SCAR_{(-10,10)}$ 、 $SCAR_{(1,10)}$ 的影响因素分析

	$SCAR_{(-5,-1)}$			$SCAR_{(-10,10)}$			$SCAR_{(1,10)}$		
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 1	Model 2	Model 3	Model 1	Model 2	Model 3
α	2.08 (-0.17)	4.84 (-0.63)	2.08 (-0.17)	31.88* (-1.89)	8.19 (-0.75)	31.99** (-2.08)	0.86 (-0.07)	14.18* (-1.65)	1.10 (-0.09)
ρ_{io}	-1.04 (-0.68)	-1.13 (-0.76)	-1.06 (-0.70)	2.02 (-0.94)	1.49 (-0.71)	1.73 (-0.82)	0.77 (-0.47)	0.99 (-0.6)	0.89 (-0.54)
NUM_{oi}	-0.36*** (-3.02)	-0.23*** (-3.66)	-0.42*** (-3.58)	-0.83*** (-4.92)	-0.32*** (-3.59)	-0.88*** (-5.39)	-0.19 (-1.5)	0.11 (-0.16)	-0.21* (-1.67)
$MP1_{oi}$	-3925.38 (-0.71)	-	-	-22339.37*** (-2.88)	-	-	9059.40 (-1.52)	-	-
$MP2_{oi}$	-	-81.50*** (-3.45)	-	-	-125.13*** (-3.73)	-	-	18.81 -0.72	-
$MP1_{1oi}$	-	-	-1484.84 (-1.30)	-	-	-5359.39*** (-3.37)	-	-	2133.03* -1.73
MB_i	-0.02 (-0.29)	-0.06 (-1.01)	-0.03 (-0.49)	0.09 (-1.12)	0.03 (-0.33)	0.048 (-0.59)	-0.11* (-1.76)	-0.10 (-1.57)	-0.09 (-1.48)
TO_i	0.21 (-0.78)	0.27 (-1.02)	0.21 (-0.8)	-0.38 (-1.01)	-0.22 (-0.60)	-0.33 (-0.89)	0.06 (-0.21)	0.01 (-0.04)	0.04 (-0.15)
$Log(Mcap)_i$	0.19 (-0.6)	-0.03 (-0.10)	0.13 (-0.38)	0.31 (-0.69)	0.05 (-0.11)	0.11 (-0.24)	-0.65* (-1.90)	-0.64* (-1.82)	-0.57 (-1.64)
$LINE_i$	控制								
	Adj R ² : 0.1438 F: 2.84	Adj R ² : 0.1879 F: 3.53	Adj R ² : 0.1486 F: 2.91	Adj R ² : 0.2162 F: 2.74	Adj R ² : 0.2359 F: 3.07	Adj R ² : 0.1493 F: 2.92	Adj R ² : 0.0563 F: 1.65	Adj R ² : 0.0483 F: 1.56	Adj R ² : 0.1453 F: 1.69

注: *、**和***分别表示10%、5%和1%的显著性水平, 括号中数值为t值

量交易分流(扩容压力)的三个指标以及 NUM_{oi} 。对 $SCAR_{(-10,10)}$ 进行回归时, 四个指标都显著。对 $SCAR_{(-5,-1)}$ 进行回归时, $MP2_{oi}$ 与 NUM_{oi} 显著。由于 $MP2_{oi}$ 指的是交叉上市公司IPO募集资金量与发行当年A股市场总融资

额之比, 它更加精确地衡量了发行当年给市场造成的资金压力。因此, 可以推断交叉上市公司募集的资金量越大, 对同行业公司越不利。

MB_i 与 $Log(Mcap)_i$ 的系数不显著, 说明交叉上市的

信号示意功能不强。这一结果表明,宣告日前同行业公司收益率的变化主要受市场面临的资金需求和扩容压力的影响,导致分流的原因以调整投资组合为主。由于 ρ_{io} 不显著, NUM_i 为负,进一步说明,随着交叉上市公司的增多,同行业公司面临的交易量分流更加严重。宣告日后的市场调整没有呈现明显的原因,但不再受资金需求量的影响,支持了宣告日前市场对交叉上市反应过度。

其次,利用上市日样本进行回归,样本共包括 249 家公司。利用同样的方法分析上市日前后 $SCAR_{(-10,10)}$ 、 $SCAR_{(-1,0)}$ 的影响因素。结果如表 3 所示。

表3 上市日前 $SCAR_{(-10, 10)}$ 、 $SCAR_{(-1,0)}$ 影响因素分析

	SCAR _(-10,10)			SCAR _(-1,0)		
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 1	Model 2	Model 3
α	-3.0087 (0.19)	1.6235 (0.13)	8.9571 (0.57)	-4.4079 (-1.08)	-0.3959 (-0.12)	-1.1831 (-0.29)
ρ_{io}	-7.7263*** (-3.09)	-7.8645*** (-3.25)	-7.5404*** (-3.07)	-0.9150 (-1.42)	-0.7177 (-1.16)	-0.7528 (-1.19)
NUM _o	-0.1419 (-0.82)	-0.2305*** (2.18)	-0.2705 (-3.07)	-0.0351 (-0.79)	-0.0393 (1.46)	-0.0780* (-1.67)
MP1 _o	-3330.246 (-0.49)	-	-	839.6611 (0.48)	-	-
MP2 _o	-	-34.1003 (-0.86)	-	-	-22.4648** (-2.23)	-
MP1_lo	-	-	-1646.908 (-1.04)	-	-	-270.0368 (-0.66)
MB _i	-0.0034 (-0.03)	-0.0221 (-0.22)	-0.01525 (-0.15)	-0.0063 (-0.24)	-0.0172 (-0.66)	-0.0076 (-0.29)
TO _i	0.0114 (0.04)	-0.0015 (-0.01)	-0.0065 (-0.02)	-0.1403* (-1.84)	-0.1536** (-2.03)	-0.1455* (-1.90)
Log(Mcap) _i	0.3330 (0.63)	-0.1125 (-2.42)	0.2599 (0.49)	0.2121 (1.55)	0.1448 (1.05)	0.1963 (1.42)
LINE _i	控制	控制	控制	控制	控制	控制
	Adj R ² : 0.1105 F: 2.39	Adj R ² : 0.1125 F: 2.42	Adj R ² : 0.1931 F: 2.44	Adj R ² : 0.0822 F: 2.00	Adj R ² : 0.1011 F: 2.26	Adj R ² : 0.0830 F: 2.01

注: *、**和***分别表示10%、5%和1%的显著性水平,括号中数值为t值

从表 3 可知, $SCAR_{(-1,0)}$ 与估计窗口的换手率存在显著负相关关系,交叉上市日前(-180,-30)日换手率越高的公司,交叉上市首日收益率下降越多。交易比较频繁、流动性强的公司在交叉上市日时更容易被投资者抛售,以便在二级市场上购买新的证券。 ρ_{io} 的系数为负,与理论预测不符,不支持风险分散效应存在。这些证据都说明,上市日前后的变化源于宣告日的反应过度,而非风险分散效应的影响。

回归分析进一步说明了交叉上市对内地股票市场的影响主要体现在扩容压力,而非分散风险的能力上。这可能是因为大陆股票市场与香港股票市场还存在严重的

市场分割。由于外汇管制以及投资者限制,A股与H股实际上还是在不同的市场进行交易的股票。同时,由于这些交叉上市公司通常是规模比较大的国有企业,企业改革和发展的影响导致它们对资金的需求量比较大。我们的结论间接地支持了Sun、Tong和Wu^[16]的“市场顺序”(Market Order)假说,即我国公司的海外上市有可能只是在国内市场无法承担大规模私有化的情形下,政府为了解决国有企业的财务困境所采取的办法。而当这些海外上市公司回国上市时,交易量由同行业公司转移到交叉上市公司,产生不利影响。

2. 分流效应的进一步分析

我们已经通过事件分析法讨论了分流效应对同行业公司短期影响,进一步的问题是,分流效应是否长期存在?为了回答这一问题,我们借鉴Levine和Schmukler^[5]模型,利用1993年到2005年与交叉上市公司属于同行业的217家公司进行分析。

$$T_{i,t}^D = \alpha + \gamma_1 IS_t + \gamma_2 ITV_{o,t}^I + \gamma_3 T_{o,t}^D + \lambda \text{Log}(Cap)_{i,t} + \vartheta \text{Log}(GDP)_t + \delta \text{LINE}_i + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{公式 } 2)$$

在公式 2 中, $T_{i,t}^D = \log(1 + TV_{i,t}^D)$, 其中, $TV_{i,t}^D$ 是样本公司 i 在 t 期的换手率,用 t 期末成交额与 t 期末市值之比计算。由于换手率的分布往往是非正态的,我们根据Ajinkya和Jain^[17]的方法采用对数换手率,加1是为了避免换手率为0时得不到对数值。下面的数据处理方法相似。

IS_t 是 t 期的交叉上市公司数与 A 股上市公司总数之比。 γ_1 衡量了分流效应的长期影响,如果分流效应长期存在,那么随着交叉上市公司数量的增多,同行业公司的换手率会下降, γ_1 为负。

$ITV_{o,t}^I = \log(1 + ITV_{o,t}^I)$, 其中, $ITV_{o,t}^I$ 为 t 期所有在香港或国外发行股票的公司国际市场上的总换手率。我们利用 t 期香港市场上所有 H 股的总换手率替代。 $ITV_{o,t}^I$ 用来控制国家的政治、经济等信息对交易量的影响,因为这些信息会对该国公司在国内市场和国际市场的交易量产生同向影响。 $T_{o,t}^D = \log(1 + TV_{o,t}^D)$, 其中, $TV_{o,t}^D$ 为 t 期所有交叉上市公司 O 在内地市场上的总换手率。 $T_{o,t}^D$ 用来控制交叉上市公司在内地市场的交易对同行业公司的影响。由于经济发展水平会影响股票市场的发展,采用 $\text{Log}(GDP)_t$ 控制宏观经济的变化。同时利用 $\text{Log}(Cap)_{i,t}$ 与虚拟变量控制 $LINE_i$ 公司 i 规模与行业变化。

回归结果如表 4 所示。由表 4 可知, IS_t 的系数显著为负,随着交叉上市公司增多,同行业公司的换手率下降,交叉上市对同行业公司的交易量有负的影响。如果同行业公司为了解决这一问题而选择交叉上市的话,那

么内地市场就很容易陷入交叉上市—分流—交叉上市的恶性循环,不利于内地股票市场的长远发展。同时,交叉上市公司的换手率与同行业公司的换手率呈同向变化,但是这一影响小于 IS_t 所带来的负影响。因此,长期内,交叉上市的发展将会妨碍同行业公司的流动性。

表4 分流效应的长期检验结果

	系数	t值
α	4.3046***	11.23
IS_t	-33.5030***	-10.22
$IT'_{o,t}$	0.1030***	3.92
$T'_{o,t}$	0.8855***	24.37
$Log(Cap)_{i,t}$	-0.0811***	-8.29
Adj R ² : 0.4377, F: 75.26		

注: ***表示1%的显著性水平

结论

从理论上分析,交叉上市对同行业公司影响,可能通过风险分散降低其资本成本,也可能通过分流效应损害其流动性。对我国公司A+H股交叉上市的实证分析发现,同行业公司对交叉上市表示了担忧,主要原因在于这些公司回国上市所引起的资金和交易量的分流。分流效应在招股公告日前四日左右就开始发生,并且存在反应过度的现象。交叉上市日前后的调整比较复杂,但主要还是受分流效应的影响,大陆投资者并没有表现出对交叉上市可能带来的风险分散的预期。同时发现这种分流的影响不是短期的,长期内也存在。随着越来越多的公司进行交叉上市,同行业公司的流动性遭受的损害也越大。对这些公司来说,如果通过自身的交叉上市来避免不利影响,那么内地的股票市场就很容易陷入交叉上市—分流—交叉上市的恶性循环。

我国公司A+H交叉上市还没有为同行业公司带来明显的风险分散效应,原因可能是内地股市还处在比较严格的封闭状态。在两个市场上进行交易的是两种不同种类的股票,而且大陆投资者投资到内地市场以外的渠道还很狭窄。这样的制度安排限制了交叉上市对内地市场发展的积极一面,反倒是每一次有海外公司回来上市,市场都在担心扩容的问题,这显然无助于内地市场的发展。因此,如何改善我国交叉上市的制度安排,真正发挥交叉上市对内地市场正的溢出效应,是我国证券市场国际化进程中需要认真思考的重要问题。

参考文献

- [1] Karolyi. G. A.. Why Do Companies List Shares Abroad? A Survey of the Evidence and Its Managerial Implications. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 1998, 7(1): 1-60.
- [2] 卢文莹. 跨境上市与公司治理相关性研究. 上海证券交易所研究报告, 2003.
- [3] 陈国进, 王磊. 境外上市能放松公司的融资约束吗? ——来自H股公司的经验证据. *当代财经*, 2007.
- [4] Nuno G. F.. Market Liberalization at the Firm Level: Spillovers from ADRs and Implications for Local Markets. IES Business School Working Paper, 2005.
- [5] Levine, R., Schmukler, S. L.. Migration, Spillovers, and Trade Diversion: The Impact of Internationalization on Domestic Stock Market Activity. *Journal of Banking and Finance*. Forthcoming, 2006.
- [6] Melvin, M., M. Valero-Tonone. The Dark Side of International Cross-listing: Effects on Rival Firms at Home. Arizona State University Working Paper, 2005.
- [7] A. G. J., C. Eun, S. Janakiraman. Asset Pricing and Dual Listing on Foreign Capital Markets: A Note. *Journal of Finance*, 1987, 42(1): 151-158.
- [8] R. C. Merton. A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *The Journal of Finance*, 1987, 42(3): 483-510.
- [9] Fernandes. N., M. Ferreira. Does International Cross-listing Really Improve the Information Environment? Working Paper, 2005.
- [10] Moel, A. The Role of ADRs in the Development of Emerging Markets. *Economia*, 2001, 2(1): 209-257.
- [11] Lee. W.. Why Does Shareholder Wealth Increase When Non-U.S. Firms Announce Their Listing in the U.S.? University of Kentucky Working Paper, 2003.
- [12] Hargis. K., Ramanlal. P. When Does Internationalization Enhance the Development of Domestic Stock Markets? *Journal of Financial Intermediation*, 1998, 7(3): 263-292.
- [13] Edison. H. J., Warnock. F. E.. A Simple Measure of the Intensity of Capital Controls. *Journal of Empirical Finance*, 2003, 10(2): 81-103.
- [14] Foerster S. R., Karolyi G. A.. Multimarket Trading and Liquidity: A Transaction Data Analysis of Canada-US Interlistings. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 1998, 8(3): 393-412.
- [15] Patell, J. M.. Corporate Forecasts of Earnings Per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests. *Journal of Accounting Research*, 1976, 14(2): 246-276.
- [16] Sun Qian, Wilson, H. S. Tong, Yujun Wu. The Choice of Foreign

Primary Listings: China's Share-issue Privatization Experience. Hong Kong Polytechnic University Working Paper, 2005.

[17] Ajinkya. B. B., Jain. P. C.. The Behavior of Daily Stock Market Trading Volume. Journal of Accounting and Economics, 1989, 11(4): 331-339.

注释

- ① 截至 2006 年 8 月, A+H 股公司共有 33 家。本文去掉了先发行 A 股后发行 H 股的中兴通讯 (000063)。
- ② 由于按照 Wind 行业第四级分类, 属于“综合性石油天然气”的只有中国石化 (60028), 而中国石化是我国主要交叉上市公司之一, 上市时影响较大, 因此, 我们按照第三级行业分类代码选取其国内同行业公司。
- ③ 江西铜业 (600362) 与仪征化纤 (600871)

作者简介 陈国进, 厦门大学王亚南经济研究院院长助理、厦门大学金融系教授、博士生导师; 王景, 厦门大学金融系博士研究生

The Spillover Effect Analysis of the A and H Shares Cross-listing Firms in China

Chen Guojin, Wang Jing

Abstract Cross-listing has an important spillover effect to the development of domestic security market and domestic firms. The spillover effect includes the negative effect, capital diversion, and the positive effect, risk dispersion. This paper explores an empirical research on the effect to A-share market and A-share listed firms from A and H shares cross-listed firms by a sample from 1993 to 2006, that is, the spillover effect of cross-listing in China. First, the event study shows before the announcement date of cross-listing, the standard cumulative average return (SCAR) of the A-share firms in the same industry is significantly negative. We find the empirical evidence of the negative net effect to A-share market and A-share listed firms from the A and H cross-listing. Secondly, by regress analysis we find the negative net effect is from capital diversion (market expansion). As the pressure of capital funding from the A and H cross-listed firms increases, the SCAR of A-share listed firms in the same industry decreases. The investors prefer the A and H cross-listed firms. The risk diversion effect doesn't work. The major reason is the segmentation between the A-share market and B-share market. And we also find the capital diversion works not only in the short run but also in the long run. So when the regulators want to constitute the policy about A and H cross-listing or encourage the overseas listed firms to list in A-share market they must pay attention to the capacity expansion of A-share market at least in the short run.

Key Words Cross-listing; Spillover Effect; Diversion Effect; Risk Dispersion

(上接第 35 页)

- ⑩ 从英文注解上可以看出, 我们主张将经理人被动地分担风险与经理人主动地追求风险区分开来。
- ⑪ 尽管直到近年, β_{risk} 激励 (提法可能不尽相同) 才被学界注意和明确提出, 但此思想业已隐含在文献 [22]、[27]、[28]、[29]、[30]、[31]、[32]、[33] 等之中。

作者简介 谢德仁, 清华大学经济管理学院教授、博士生导师, 研究方向为企业理论、新制度经济学与会计学交叉研究、会计准则与资本市场、公司治理及注册会计师行业管制

Classifying Executive Incentives: Hidden Actions, Effort Cost and Risk Aversion

Xie Deren

Abstract This paper will provide some explanations for the existing mixed empirical evidence regarding the relationship between executive incentives and firm risk from the viewpoint of classifying executive incentives. The study is based on the standard principal-agent model with a more actual assumption that executives are able to influence or control firm idiosyncratic risk, which relaxes and substitutes the assumption that firm risk is totally independent of executive actions. Through examining the effects of hidden actions, effort cost and risk aversion on executive incentives, the authors of this article clearly classify executive incentives into such two types as Effort-enhancing Incentive (β_{effort} Incentive) and Risk-seeking Incentive (β_{risk} Incentive). In order to provide the β_{effort} Incentive, it is enough that executive compensation is the linear function of firm performance, which will show the positive relationship between executive compensation and firm performance, and the negative relationship between executive incentives and firm risk. However, to provide the β_{risk} incentive, executive compensation should be the convex function of firm performance, which will show the positive relationship between executive compensation and firm performance, and the positive relationship between executive incentives and firm risk. In detail, the β_{effort} incentive is negatively related to both firm systematic risk and firm idiosyncratic risk, but the β_{risk} incentive is positively related to firm idiosyncratic risk if the executive incentive's wealth effect is bigger than its risk-aversion effect. The authors believe that their classifying of executive incentives can help to exploit the general equilibrium relationship between executive incentives and firm risk, and future researches based on the above incentive classification will be important improvements in the field.

Key Words Executive Incentives; Hidden Actions; Effort Cost; Risk Aversion