



广东技术师范大学
Guangdong Polytechnic Normal University

毕 业 设 计（论 文）

题 目： 我国企业交叉上市的动因及效应研究

（英文）：

院 别： 财经学院

专 业： 会计专硕

姓 名： 吴霖

学 号： 2112309048

指导教师：

日 期： 2023/12/20

我国企业交叉上市的动因及效应研究

摘要

本文对企业交叉上市的动因及效应在国内外研究现状进行了综述。首先介绍了企业交叉上市的定义和意义，指出企业通过交叉上市可以获得更多的融资渠道，提高企业知名度，增强国际竞争力。第一，在国外研究现状方面，国外学者对企业交叉上市的动因进行了深入研究并提出了较为成熟的假说，综合来看，企业选择交叉上市的动因主要在三个方面：企业价值的最大化，扩展融资渠道和提高流动性。同时，国内学者对我国企业交叉上市的动因进行了一定的研究，发现中国企业通过交叉上市可以吸引更多的外国投资者，提高企业的国际知名度。第二，对于企业交叉上市的绩效学术界的看法持对立的观念，有学者认为，交叉上市能够使企业获得超额收益，增加企业股票流动性，增强决策的有效性，从而带来财务绩效的改善；也有学者认为，交叉上市会造成企业价值下降，甚至对财务业绩造成不利影响。在非财务绩效效应方面，国内外学者多认为有积极作用，不过对于市场以及财务表现研究结果各不相同。对国内外研究现状的评述看出，国内外研究存在一定的局限性，需要进一步深化和完善。本文旨在为企业交叉上市提供理论和实践的参考，并为相关研究领域提供新的思路 and 方向。

关键词：交叉上市；动因研究；经济效应

一、引言

随着全球资本市场一体化的进程发展，资本的流动与交流碰撞日益密切，越来越多企业选择了跨市场资本运作的模式，交叉上市则是企业进行资本运作的一种重要融资方式，这种上市方式为企业提供了更多的融资渠道和全球化发展机会。交叉上市（Cross Listing）是指同一家企业除了在本国境内的证券市场上市以外，还在其他国家或地区的证券市场上市的行为。对于我国企业来说，通常选择在国内“A股”市场以

及港股市场进行交叉上市，即“A+H”交叉上市。

与境外较为成熟的资本市场相比而言，国内的资本市场处于高速发展阶段，截止至 2022 年 12 月，我国 A 股市场总市值已达 78.8 万亿元，全年实现营收 71.8 万亿元，同比增长 7.23%，总体表现出资本市场体量大、持续增长的趋势。同年港股市场总市值达到 35.7 万亿港元，内地企业上市数目已达 1409 家，占比港股上市企业总数的 54%，历来是境内企业热衷的境外市场，并且拥有成熟的资本市场运作体系，与国际金融市场关联密切，较为受到国际投资者的关注，因此越来越多的国内企业关注到交叉上市的模式，选择在国内 A 股上市的同时，在港股市场进行交叉上市，以此来拓展融资渠。自 1993 年青岛啤酒最早完成 A+H 股交叉上市后截至 2022 年底，根据东方财富 Choice 数据库统计，目前共有 177 家企业已实现交叉上市，其中两地交叉上市的有 160 家。“A+H”交叉上市已成为国内企业获取资本、提高国际知名度、增强市场竞争力的重要手段。因此有必要根据世界各国已有的研究成果，对当前国内企业交叉上市的动因及效应进行研究。

本文通过对国内外已有文献和事例的梳理和分析，总结已有的研究现状和研究前景，结合中国证券市场发展，对国内企业交叉上市的动因及效应进行综合研究，为国内企业进行交叉上市提供理论和实践的参考。

二、企业交叉上市的动因研究

（一）国外研究现状

通过对国内外已有文献的梳理和总结发现，在交叉上市研究初期，国外学术界研究主要围绕着市场分割假说展开研究分析，在此基础上又提出了流动性假说、投资者认知假说、信号假说、融资约束假说等较为成熟的假说。

市场分割假说 (market segmentation hypothesis)，又称风险溢价假说 (risk premium hypothesis)，是解释交叉上市动因的最早、最流行的一种理论观点。这一假说是在 1977 年由 Stapleton 和 Subrahmanyam 提出，认为交叉上市能从交易成本的降低、信息成本的降低、投资者风险溢价的降低三方面有效地缓解由于国际投资壁垒造成的市场分割状态 (Foerster 和 Karolyi, 1999'; Miller, 199912) 该假说认为，由

于不同市场间普遍存在的差异，存在由于国际投资壁垒而形成的市场分割现象。市场分割将使公司的融资渠道受到限制，而公司的海外上市则可以消除投资壁垒和市场分割带来的负面影响，从而达到分散风险的目的，降低资金成本。现实中，尽管资本市场全球化程度日益提高，但资本市场在全球范围内发展程度不一，市场融合并没有真正实现，市场割裂现象仍然存在。市场分割假说是利用存在国际投资障碍条件下的国际资产定价模型(CAPM)，研究不同市场的风险溢价，认为市场分割并不能有效地分散风险，从而导致更高的投资者预期报酬。而海外上市则能为公司消除国际投资障碍、分散风险、降低资金成本。

在市场分割假说的基础上，国外学者进行了大量实证检验，随着国外学者对交叉上市动因研究的逐步深入，产生了流动性假说(Amihud 和 Mendelson, 1986) 该假说指出交叉上市吸纳了多个市场的投资者，同时原市场的投资者可在多个市场交易股票，这能有效地提升股票的流动性，从而降低投资者索要的流动性风险溢价 (Amihud 和 Mendelson, 1986' 3; Brockman 和 Chung, 1999' ; Baruch et al., 200715); 投资者认知假说(Merton, 1987) , Merton (1987)提出这一假说，并认为交叉上市有助于投资者数量与媒体报道的增加，投资者可获取的股票信息更多，进而促进投资者间信息交流与传递，这提升了投资者对股票的认知水平并减少了其对股票不了解而带给公司的非必须成本，同时较低的信息不对称水平降低了投资者的期望收益率，这都有助于股票市值的提升(Kadlec 和 Mcconnell, 1994' 7Baker et al., 200218)等，从提高股权流动性、扩大投资者范围等方面证实了交叉上市可以降低资本成本，增加股东财富。

（二）国内研究现状

国内学者在以上假说和研究基础上，结合国内资本市场和政策背景，主要有以下几方面的观点：一是企业价值最大化动因，二是拓宽融资渠道动因，三是打通信息渠道。

一是企业价值最大化动因，降低资金成本，提升企业价值最大化（股东财富最大化)是现代公司理财的根本目标，也是企业经营的唯一目标和行为准则，是现代公司理财的根本目标。国外学者在研究中发现上市公司在实现交叉上市后的一段时间里，分处两个市场的股票总市值大多得到提升，由此认为实现交叉上市的企业价值相比未交叉上市企业估值更高，交叉上市的实现可以在一定程度上促进企业经营和发展。李媛

等(2019)发现,从H股到A股实现的交叉上市,存在A股对H股溢价的现象。陆静和周媛等(2018)发现投资者偏好、市场操作以及个人情绪对交叉上市企业股价有较为深远的影响。易容华(2019)采用实证方法,聚焦先H后A模式的交叉上市企业的回归动因,发现回归交叉上市可以使企业在一定时期内获得企业估值大幅溢价。中国企业的交叉上市,也正是为了最大限度地体现企业的价值。流通好、交易量大、公司治理完备、信息披露质量高、投资者成熟等国内市场无法企及的优势,香港、纽约等先进发达的证券交易所正是基于这一认识,从改善资本结构、分散风险、降低资本成本、提升股票在本国市场的价值等角度出发,选择境外上市的中国企业。

二是拓宽融资渠道动因,随着企业的发展壮大,对资金的需求愈发迫切,单纯依靠本国资本市场来进行融资难以满足企业国际化的发展需要,因此实现国际融资愈加重要。国外学者研究发现股东人数扩大和募集资金增加对于实现交叉上市企业所在两地市场的股价变化有着较大影响。Pagano(2002)采用实证分析等方法证明交叉上市可以缓解融资约束,同时增加了获得外源性融资的可能性。黎精明和赵燕等(2012)通过研究发现,境外上市公司回归我国资本市场的动因在于尽可能地融资。Sun, Tong 和 Wu(2006)认为,国内市场难以满足企业大规模的资金需求,境外上市不仅可以保证国内市场的稳定和发展,也使国内企业融入国际市场。潘越和戴亦一等(2008)深入研究发现通过“A+H”交叉上市可以让企业融资的频率、金额以及渠道显著增多,企业资金紧张可以得到有效解决。此外,孔宁宁(2009)发现交叉上市带动了企业的外源性融资的活跃,企业的营运能力得到大力提升,其中推动股权融资的促进作用更加显著。此外,资金实力雄厚的境外多层次资本市场为不同企业提供了丰富的融资选择,强烈吸引了我国企业出于融资动机,为尽快满足迫切的资金需求,纷纷选择境外上市。

三是提高流动性动因,对公司境内外交叉上市进行研究的另一个角度来说,是境外上市可以为企业提供更多流动性。通过在海外股权融资,公司可以实现同时在多个股票市场上筹集资金,进而提高股权流动性(Alexander1988)。Pagano等(2001)研究了1986至1997年在海外上市的欧洲公司,发现追求流动性的提高是公司交叉上市决策的重要驱动因素。他们以交易成本作为衡量流动性的指标,对样本公司进行实证研究发现,流动性较强的境外交易所交易成本平均低于境外公司母国交易所交易成本11.67个基本点,剔除市场影响,交易成本降低了15.89个基本点,交叉上市显著改善了流动性,交易成本平均较选取样本公司交易成本降低40%以上。提高股票的流动性也

是我国公司选择交叉上市的动机之一。并且，交叉上市为企业在不同的股票市场融资提供了平台，可以降低融资的整体风险，改善了仅在国内一个相对狭小的市场上市所产生的股权流动性差、系统风险高等问题。

三、企业交叉上市的效应研究

关于交叉上市效果的研究，国内外学者主要是从财务效应以及非财务效应这两方面进行了研究。

（一）财务方面

第一在财务方面，国内外学者从财务方面对交叉上市的经济后果进行的研究显示，首先在短期市场反应上，学术界对交叉上市后公司股价的变动方向并没有达成一致的结论，并呈现两大对立的观点。部分学者认为交叉上市后公司的股价将持续攀升，产生正面的影响，会使企业绩效得到提升。Switzer（1986）认为交叉上市后公司的股价将持续攀升，陈国进和王景（2007）以“A+H”股交叉上市公司为研究对象，也获得企业交叉上市 30 交易日后累计超额收益率显著提升的结论，周开国等（2014）运用了新颖的研究方法来分析企业交叉上市对企业财务绩效的影响。他们运用 PIN 方法对在香港上市的中国企业进行了关于信息对称方面的研究，发现交叉上市有助于减少信息不对称从而提高投资者的决策效率使得企业财务业绩更好。Abed AL-Nasser Abdallah 等（2019）认为公司进行交叉上市后其股票的交易频率会得到提高。Moeti Damane（2019）使用财务比率法和事件研究法对 Lesotho 的交叉上市财务绩效进行研究后得出结论，交叉上市增加了企业的流动性并产生了积极影响。秦志敏和郭雯（2012）将“A+H”交叉上市的公司全部纳入其研究样本配对样本非参数检验法对交叉上市后企业财务表现的变化进行分析，结果表明样本企业短期财务表现有所改善，但其差异随着时间变化而逐渐变得不显著。

与上述相反，部分学者认为交叉上市对企业绩效并没有起到改善的效果，甚至会产生负面的效果。覃家琦和刘建明（2010）利用横向和纵向维度以及个别和综合指标考察了 2007 年前“A+H”交叉上市企业的财务绩效变化，结果显示，交叉上市后企业财务绩效并没有得到改善。随后，Sarkissian 等（2011）研究了 42 个国家的交叉上市企业在

交叉上市后财务绩效的变化，研究发现交叉上市后，企业的资产收益率在短期内会下降。徐虹(2013)利用对比分析法分析了我国交叉上市企业的整体财务绩效，得出了交叉上市向投资者发出了负面信号从而对财务绩效有负面影响的结论。另外在长期绩效上，国外较多研究发现交叉上市不仅没有显著的持续性为企业的经营业绩带来增长，反而呈现下滑的趋势。

(二) 非财务方面

第二在非财务绩效效果方面，李豫湘等(2011)通过 2007-2009 年“A+H”交叉上市企业的数据发现，“A+H”交叉上市企业与 A 股上市企业相比，可以减少大股东侵占现象的发生，从而提高企业治理水平。随后，Luo 等(2012)研究了 1993-2010 年中国企业赴美上市后的表现。经研究发现，交叉上市公司与同行业单一上市公司相比，长期业绩表现较好，上市要求和会计准则更加严格有助于公司治理和经营业绩的改善。董秀良、张婷等(2016)利用 2008 年至 2013 年中国先 H 股交叉上市企业的数据进行研究，认为这种先内后外的交叉上市模式能够改善企业治理。次年，潘弘杰等人(2017)在研究中选择 2008 年 2015 年交叉上市的企业进行分析，这些企业在内地资本市场先在香港交易所上市，通过分析得出结论，这种先外后内的交叉上市模式使企业治理得到了改善。此外，交叉上市对企业的公司治理、资金成本、竞争力都有积极的影响，首先，由于企业在多个市场上市将受到更严格的监管和信息披露要求，这将提升企业的信息披露质量，降低信息不对称水平，能够有效抑制控股股东和高管追求个人利益的行为，其次，由于企业信息披露更加透明，能够以较低的资金成本筹集更多的权益资本，最后，从公司战略的角度观察交叉上市行为的后果，一方面，交叉上市可以从多重制度环境中获得海外战略伙伴潜在的优势和国际化战略深化的优势，同时获得更多先进技术交流的机会，另一方面，可以获得财务收益和信息披露质量的提升，使企业的长远发展和竞争力得到全面提升。

四、文献综述

通过上文对交叉上市国内外相关文献的总结，可以看出关于交叉上市的研究成果和相关理论是比较完善的。综合来看，企业选择交叉上市的动因主要在三个方面：企业价值的最大化，扩展融资渠道和提高流动性。在交叉上市能为企业带来何种效果的文献

中,主要表现在两大方面:财务绩效非财务绩效效应。有学者认为,交叉上市能够使企业获得超额收益,增加企业股票流动性,增强决策的有效性,从而带来财务绩效的改善;也有学者认为,交叉上市会造成企业价值下降,甚至对财务业绩造成不利影响。在非财务绩效效应方面,国内外学者多认为有积极作用,不过对于市场以及财务表现研究结果各不相同。

虽然国内外对于交叉上市的文献资料较为完善,但多为实证分析,尚处于理论层面,多是研究“A+H”模式交叉上市的企业数据,此外,我国对交叉上市的研究开展较晚,案例相对较少,我国学者对此缺乏较为深入的分析研究。基于现有文献研究的不足,希望能对“A+H”交叉上市的文献进行更丰富的研究。同时,随着国内证券市场的发展,在两地上市交叉已渐成趋势,希望能在理论和实践上为国内企业上市交叉提供借鉴。

参考文献

- [1]秦志敏,郭雯.A+H股交叉上市后公司业绩走势研究[J].财经问题研究,2012,04:66-74.
- [2]陈国进,王景.我国公司A+H交叉上市的溢出效应分析[J].南开管理评论,2007,04:36-42.
- [3]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年。
- [4]甘芳:《中国企业海外上市成本与贡献研究:以H股为例的实证》,《中国社会科学院2006年博士毕业论文》。
- [5]汪炜、李兴建、封丽萍:《境外上市企业国内IPO融资机制及其监管》,《经济社会体制比较》2003年第1期。
- [6]邹颖.中国公司交叉上市财务动因分析[J].财会通讯:下,2009(1):3.
- [7]张志彤.企业跨市场资本运作的动因及经济后果研究——以恒大集团为例[D].西南财经大学,2017.
- [8]孔宁宁,闰希.交叉上市与公司成长——来自中国“A+H”股的经验证据[J].金融研究,2009,07:134-145.
- [9]董秀良,曹凤岐.交叉上市、股价反应与投资者预期——基于H股回归A股的经验研究[J].财贸经济,2009,08:29-35.
- [10]何丹,张力上,陈卫.交叉上市、投资者保护与企业价值[J].财经科学,2010,03:16-22.
- [11]A. Charitou, C. Louca. Cross-listing and operating performance: Evidence from exchange listed American depositary receipts[J]. Journal of Business Finance&Accounting, 2009, 36(1/2): 99—129.
- [12]A. Shleifer, R. Vishny. A survey of corporate governance[J]. Journal

of Finance, 1997, 14:132-154.

[13] A. Shleifer, R.W. Vishny. Large shareholders and corporate control[J].
Journal of Political Economy. 1986, 94(3): 461-488.

全文检测报告(简洁版)

基本信息

报告编号: 202312311355721089D9CFF970

检测文献: 23会硕48吴霖

过滤操作: 已过滤自引"1"的相似影响

作者: 1

已过滤参考文献

检测范围: 大雅全文库

检测时间: 2023-12-31 14:42:15

检测结论

					
总文献相似度	文献相似度 (去除自引、参考)	去除可能自引文献相似度	去除参考文献相似度	文献原创度	正文字符数
20.47%	3.41%	20.47%	3.41%	79.53%	6018

相似文献类型分布

- 相似图书: 6.61% (398字符数)
- 相似期刊: 18.84% (1134字符数)
- 相似网络文档: 5.28% (318字符数)

相似片段分布



说明

- 去除可能自引文献相似度=辅助排除本人已发表文献后, 送检文献中相似字符数/送检文献总字符数
- 去除参考文献相似度=排除参考文献后, 送检文献中相似字符数/送检文献总字符数
- 总文献相似度=送检文献中相似字符数/送检文献总字符数
- 单篇最大相似度:送检文献与某-文献的相似度高于全部其他文献
- 检测字符数:送检文献检测部分的总字符数, 不包括关键词、目录、图片、表格、附录、参考文献等

大雅相似度分析官方检测网站: <https://www.dayainfo.com>

