

# 交叉上市、信息环境与经济后果

——来自A股、H股市场的经验证据

王亚星<sup>1</sup> 叶玲<sup>1</sup> 杨立<sup>2</sup>

(1.南京大学会计与财务研究院, 江苏 南京 210093; 2.宏源证券固定收益总部, 北京 100033)

**摘要:** 本文基于A股和H股市场信息环境的差异, 以同时在A股和H股市场上市交易的公司作为交叉上市公司的样本, 研究交叉上市的经济后果, 考察资本成本和企业价值的变化, 并用定量的方法分析信息环境变化对交叉上市经济后果的影响。研究发现, 交叉上市改善了信息环境, 降低了信息不对称风险和企业权益资本成本, 信息不对称的降低在交叉上市的资本成本效应中起到积极作用。交叉上市一定程度上提升了企业的价值, 但信息不对称的降低在交叉上市估值效应中并未产生直接影响。

**关键词:** 交叉上市; 信息环境; 资本成本; 企业价值

**Abstract:** This paper takes companies listed on A share and H share market as sample, and analyzes cross-listing and its economic consequence, specifically capital cost and firm value from the perspective of information environment. It finds that cross-listing on mature capital market improves quality of information due to a more rigorous information environment, thus lowering capital cost information asymmetry risk. Besides, cross-listing improves firm value in some degree. Information asymmetry plays a positive role in effect of cross-listing on capital cost while the result of effect of cross-listing on firm values is mixed.

**Keywords:** cross-listing, market's information environment, capital cost, firm value

**作者简介:** 王亚星, 女, 南京大学会计与财务研究院博士生, 研究方向: 资本市场与公司金融。叶玲, 女, 南京大学会计与财务研究院博士生, 研究方向: 行为财务学。杨立, 宏源证券固定收益总部执行副总经理。

中图分类号: F830.9 文献标识码: A

近年来, 随着经济全球化、市场自由化趋势的加剧, 各国对境外上市管制的放松以及信息通讯技术的革命性进步, 资本的国际流动呈增长趋势, 一个突出的表现就是越来越多的企业选择在境外资本市场上市交易, 即交叉上市或跨境上市(Cross-listing)。自1993年青岛啤酒(HK0618)在香港联交所(HKSE)上市, 我国企业交叉上市已经走过近二十载历程, 经历了“发展——停滞——加速——放缓”的过程。至2011年三季度末, 已有960家企业在香港、纽约、伦敦等市场上市交易, 其中, 香港市场是内地企业境外上市的首选之地。截至2010年底, 香港主板1244家上市公司中526家为内地企业, 占主板总市值的57%。

根据M-M定理, 如果全球资本市场是完美的一体化市场, 上市地点的选择是没有意义的。Karolyi(2006)<sup>[8]</sup>认为, 随着投资障碍逐渐减少, 公司跨境上市现象应当越来越少, 但现实中跨境上市的数目呈增长的趋势。这一悖论引发学者对交叉上市问题的关注和研究。近几年出现的盛大、阿里巴巴从海外市场退市的案例, 也引发市场对中国企业境外上市“是进是退”的反思与讨论。

## 文献回顾、理论分析与研究假设

### 一、文献回顾

早期的研究通常将交叉上市视为一种克服国际交易

障碍的机制。20世纪90年代起有学者从信息环境的视角研究交叉上市的影响。Leuz(2003)<sup>[12]</sup>发现来自信息披露要求较低市场的企业选择到披露要求严格的市场上市获益更多。国内从市场信息环境视角研究交叉上市的文献尚为数不多,实证研究如刘昕(2006)<sup>[16]</sup>等。

同时,有学者从资本成本的角度来研究交叉上市。Doukas和Switzer(2000)<sup>[4]</sup>发现加拿大公司在美国交叉上市后资本成本降低。Errunza和Miller(2000)<sup>[5]</sup>发现非美国企业到美国市场进行海外发行资本成本显著地降低了42%。Foerster和Karolyi(2000)<sup>[6]</sup>发现全球化进程中的非市场因素,如公司治理问题等会对资本成本效应产生复合影响。国内如沈红波(2007)<sup>[17]</sup>、邹颖(2009)<sup>[18]</sup>等对交叉上市与资本成本相关性进行了研究。

另有研究发现交叉上市对企业价值有显著的增加效应,如Lang et al.(2003)<sup>[11]</sup>、Doidge et al.(2004)<sup>[3]</sup>、King和Segal(2008)<sup>[9]</sup>分别从现金流和公司治理等角度进行研究,发现跨境上市提升企业的估值。

可以看出,对于信息环境变化对交叉上市及其经济后果的影响尚缺少专门的考察,本文尝试从这个角度进行研究。此外,已有研究对新兴市场的关注较少,且存在国别差异难以控制。选择内地赴香港市场交叉上市的企业作为研究对象,一定程度上降低了国别差异造成的影响。

## 二、理论分析与研究假设

资本市场上的信息不对称表现在,由于获取信息的程度不同,投资者对股价的判断存在差异。A股市场起步较晚,上市公司信息披露机制还有待完善。根据香港联交所的规定[Rules 19A.01(3), Chapter 9A],在香港交易所上市的公司需要遵循香港会计准则(Hong Kong GAAP)或国际财务报告准则(IFRS)编制财务报告,进行额外的信息披露并接受国际性会计师事务所的审计。根据上述分析,我们提出以下假设:

假设1:相比非交叉上市企业,交叉上市企业的信息不对称风险有所降低。

Stapleton和Subrahmanyam(1977)<sup>[14]</sup>最早提出市场分割假说(Market Segmentation Hypothesis)。市场分割主要来源于政策限制和投资者认识,市场分割程度不同会导致交叉上市资本成本效应存在差异,市场分割越严重,

交叉上市的资本成本效应越明显。

Stulz(1999)<sup>[15]</sup>、Coffee(1999)<sup>[2]</sup>最早提出捆绑假说(Bonding Hypothesis)。根据捆绑理论,内地企业赴境外更发达的资本市场上市,将自身行为与新的市场及制度环境“捆绑”在一起,接受更严格的法律监管与市场约束,提高投资者信心,从而降低其要求的回报率。

证券市场的流动性是一种投资的时间尺度和价格尺度之间的关系。对于流动性较差的证券,投资者只愿支付较低的价格来获取较高的预期收益,从而补偿所承担的流动性风险。流动性差异越严重,对交叉上市企业资本成本的影响越明显。

A股市场与H股市场存在市场分割,且A股市场对资本流动设置诸多限制,在监管水平、投资者保护程度和流动性等方面相对不够完善。基于上述分析,我们提出以下假设:

假设2-1:相比非交叉上市的企业,交叉上市企业的资本成本有所降低。

假设2-2:交叉上市企业资本成本的降低与信息不对称风险的降低存在正相关关系。

在两地市场存在市场分割的情况下,公司可以通过境外上市摆脱市场分割的束缚,突破境内资本市场发展的制约,拓宽融资渠道,提高企业的价值。此外,交叉上市后企业面临的信息环境更加透明,通过投资者保护法律环境、董事会和控制权市场等机制改善公司治理,降低代理成本,增加企业的自由现金流;投资者倾向给交叉上市企业更高的估值。基于上述分析,我们提出以下假设:

假设3-1:相比非交叉上市的企业,交叉上市的企业价值有所提高。

假设3-2:交叉上市企业价值的提高与信息不对称的降低存在正相关关系。

## 研究设计

### 一、交叉上市与信息不对称

使用股票的买卖价差(bid-ask spread)作为信息不对称的代理变量。买卖价差是做市商的买入报价与卖出报价之间的差额,反映了报价驱动市场下的流动性。买卖

报价差越小,说明交易双方掌握的信息数量越接近,信息不对称程度越低,市场的流动性也就越好。除了跨境上市,还有其他影响企业信息不对称风险的因素需要加以控制。借鉴Leuz和Verrecchia(2000)<sup>[13]</sup>的模型并加以修正,形成模型(1)检验交叉上市对信息不对称风险的影响。通过LIST变量及LIST与其他变量交互项的回归系数,检验跨境上市是否降低了企业的信息不对称风险,模型中的收益率标准差(VAR)和周转率(VOL)分别用来控制价格波动影响和交易量对买卖价差的影响,NFLOAT衡量股权结构,控制内部人交易的影响。

$$SPREAD_i = \alpha_0 + \alpha_1 LIST_i + \alpha_2 SIZE_i + \alpha_3 VAR_i + \alpha_4 VOL_i + \alpha_5 NFLOAT_i + \alpha_6 LIST_i * SIZE_i + \alpha_7 LIST_i * VAR_i + \alpha_8 LIST_i * VOL_i + \alpha_9 LIST_i * NFLOAT_i + \beta \sum INDUSTRY_i + e_i \quad (1)$$

## 二、交叉上市、信息不对称与资本成本

借鉴Errunza和Miller(2000)<sup>[5]</sup>等的研究方法,使用已实现报酬衡量企业的资本成本。Gebhardt et al.(2001)<sup>[7]</sup>将资本成本的影响因素分为以下五类:市场波动性;杠杆水平;市场流动性和公司规模;盈余稳定性(波动性);其他的股价异象,借鉴并修正构造模型(2)检验交叉上市对资本成本的影响并控制其他影响资本成本的因素,模型(3)中加入衡量信息不对称风险的买卖价差变量和买卖价差与交叉上市交互项,检验假设2-2:信息不对称对交叉上市资本成本效应的影响。

$$COST_i = \alpha_0 + \alpha_1 LIST_i + \alpha_2 SIZE_i + \alpha_3 VAR_i + \alpha_4 VOL_i + \alpha_5 NFLOAT_i + \alpha_6 DERTTA_i + \alpha_7 BETA_i + \alpha_8 VE_i + \alpha_9 MOMENT_i + \alpha_{10} EP_i + \beta \sum INDUSTRY_i + e_i \quad (2)$$

$$COST_i = \alpha_0 + \alpha_1 LIST_i + \alpha_2 SPREAD_i + \alpha_3 SPREAD_i * LIST_i + \alpha_4 SIZE_i + \alpha_5 VAR_i + \alpha_6 VOL_i + \alpha_7 NFLOAT_i + \alpha_8 DERTTA_i + \alpha_9 BETA_i + \alpha_{10} VE_i + \alpha_{11} MOMENT_i + \alpha_{12} EP_i + \beta \sum INDUSTRY_i + e_i \quad (3)$$

## 三、交叉上市、信息不对称与企业价值

借鉴Lang et al.(2003)<sup>[11]</sup>和Doidge et al.(2004)<sup>[3]</sup>使用Tobin-Q值衡量企业价值,构建模型(4)检验交叉上市对企业价值的影响,并控制其他可能影响企业价值的影响因素,模型(5)中加入衡量信息不对称风险的买卖价差变量,检验假设3-2:信息不对称对交叉上市估值效应的影响。变量VAR和VOL用来控制公司的非系统风险和股票流动性对企业价值的影响,使用盈利与市价之比(EP)作为公司获利能力的替代变量。

$$Tobin-Q_i = \alpha_0 + \alpha_1 LIST_i + \alpha_2 SIZE_i + \alpha_3 VAR_i + \alpha_4 VOL_i + \alpha_5 EP_i + \alpha_6 \Delta SALE_i + \beta \sum INDUSTRY_i + e_i \quad (4)$$

$$Tobin-Q_i = \alpha_0 + \alpha_1 LIST_i + \alpha_2 SPREAD_i + \alpha_3 SPREAD_i * LIST_i + \alpha_4 SIZE_i + \alpha_5 VAR_i + \alpha_6 VOL_i + \alpha_7 EP_i + \alpha_8 \Delta SALE_i + \beta \sum INDUSTRY_i + e_i \quad (5)$$

## 实证结果与分析

本文使用截止2010年12月31日在沪深两市发行A股的上市公司2010年的财务数据和交易信息构造横截面数据,并在总样本中剔除以下公司:(1)2010年财务数据、股票买卖价或收盘价无法获得的公司;(2)其他测试变量或控制变量数据无法获得的公司;(3)发行B股的公司;(4)2010年被ST的公司。基本面数据来自Wind和CCER数据库,日内交易数据、盘口行情数据和成交数据来自Wind高频行情数据终端(TAQEXP)。数据分析使用Stata11.0软件,对个别变量存在异常值的问题,进行了1%-5%的winsorize处理,或者EM迭代算法(15次)进行填充修补,以不影响研究结果的严谨性。

### 一、交叉上市与信息不对称

截止2010年12月31日,165家大陆企业在香港发行

表1 变量定义表

变量类型	变量名称	定义
因变量	SPREAD	股票周平均买卖价差,计算方法:(每周卖价-每周买价)/每周买价和卖价均值
	COST	资本成本,计算方法:股票月平均回报率
	Tobin-Q	企业价值,计算方法:(总资产-股东权益账面价值+股东权益市场价值)/总资产
检验变量	LIST	指示变量,如果企业同时在A股市场发行A股、在香港交易所发行H股,取值为1;仅发行A股取值为0
	SIZE	企业年末总资产的自然对数
控制变量	VAR	股票日收益率的周平均标准差
	VOL	股票周平均换手率,计算方法:交易股份数/流通股数
	NFLOAT	持股数占总股本5%以上(含5%)的股东持股比例
	DEBTTA	杠杆比例,计算方法:总负债/总资产
	BETA	系统风险,计算时无风险利率按照2010年一年期国债平均利率1.772%计算 <sup>1</sup>
	VE	2008年、2009年和2010年每股收益(EPS)方差的平均值
	EP	年末每股收益(EPS)/年末股票每股市价
	MOMENT	价格惯性,计算方法:过去6个月的月累计市场回报率
	EP	年末每股收益(EPS)/年末股票每股市价
	SALE	销售收入增长,计算方法:销售收入较前一年增长额的自然对数
INDUSTRY	行业哑变量,控制行业因素影响,按证监会的分类标准,共有13个行业大类,公司属于第i个行业时,取值为1,否则为0	

H股, 沪深两市A股上市公司共2137家, 其中同时发行A股和H股的交叉上市公司共71家。经过筛选, 样本包括1356家A股公司, 其中56家交叉上市公司(LIST=1)。

表2列出了模型(1)各主要变量的描述性统计和单变量分析结果。由单变量检验可以看出, 交叉上市企业信息不对称变量(SPREAD)均值和中位数都显著低于非交叉上市企业, 符合假说1。非交叉上市公司的换手率(VOL)高于交叉上市公司, 高换手率一定程度上与A股市场的投机氛围有关。香港H股市场, 国际投资者、机构投资者居多, 信息渠道广泛、投资理念成熟, 多为流动性交易者; 而A股市场投资者多为个人, 偏好通过小道消息, 追涨杀跌, 多为噪音交易者。

从相关性分析中各变量之间的Pearson相关系数和Spearman相关系数来看, 交叉上市(LIST)、公司规模(SIZE)和盈余波动性(VAR)与信息不对称(SPREAD)在1%的水平上显著相关, 且符号与预期相符, 支持交叉上市会降低企业的信息不对称性的假设, 相关性水平均未超过0.5, 变量间不会产生严重的多重共线性问题。

表3列出了模型(1)的横截面回归分析结果。主要测试变量的回归系数符号与预期一致, 交叉上市(LIST)与

表2 模型(1)主要变量描述性统计

变量	LIST	N	均值	中位数	标准差	t值/z值
SPREAD	LIST=0(A share only)	1300	0.097	0.068	0.015	
	LIST=1(AH share)	56	0.076	0.043	0.019	
			0.021***	0.025***		10.297/7.692
SIZE	LIST=0(A share only)	1300	22.415	23.425	0.879	
	LIST=1(AH share)	56	24.837	24.897	1.594	
			-2.423***	-1.472***		-19.324/-16.328
VAR	LIST=0(A share only)	1300	0.063	0.057	0.019	
	LIST=1(AH share)	56	0.049	0.038	0.015	
			0.013***	0.019***		5.165/6.521
VOL	LIST=0(A share only)	1300	3.476	3.137	0.750	
	LIST=1(AH share)	56	2.857	2.815	1.309	
			0.620***	0.322***		5.820/6.040
NFLOAT	LIST=0(A share only)	1300	0.528	0.508	0.155	
	LIST=1(AH share)	56	0.769	0.729	0.161	
			-0.241	-0.221		-1.397/-1.430

注: 对均值进行的是t检验, 对中位数进行的是Wilcoxon检验。\*\*\*表示检验在1%的水平上显著; \*\*表示检验在5%的水平上显著; \*表示检验在10%的水平上显著, 下同。

买卖价差(SPREAD)在1%水平上显著负相关, 与单变量检验共同支持了假设1, 说明交叉上市企业相比仅发行A股的上市公司信息不对称风险显著下降。根据La Porta等(2006)<sup>[10]</sup>构建的“反董事”权利指数(index of anti-director rights), 香港的得分与英国、美国相当, 表明香港的投资者法律保护完善; 此外, 机构投资者、财务分析师、投资银行等诸多主体都非常活跃, 关注公司的长期投资价值, 重视会计信息的充分利用和信息质量甄别, 法律监管和市场环境都具有优势。内地企业在香港上市后, 企业信息环境变得更加透明, 从而降低了投资者与企业之间的信息不对称风险。

回归结果还反映了规模越大的公司受到的关注和分析师跟踪越多, 信息披露程度和信息透明度更高; 流动性越高, 信息不对称程度越低; 交叉上市的企业股票价格波动越大, 信息不对称风险越大, 隐含在交易中的“不确定性”、“内幕交易”、“庄”和投机的可能性越大。

## 二、交叉上市、信息不对称与资本成本

这部分研究中计算盈余波动性的变量(VE)需要用到前三年的盈余数据, 因而剔除了2007年以后上市的公司, 经过筛选, 862家公司作为样本研究交叉上市与资本成本的相关性, 其中61家为同时发行AH股的交叉上市公司, 801家仅发行A股。

表4列出了模型(2)、(3)各主要变量的描述性统计和

表3 交叉上市与信息不对称: 横截面回归分析

变量	预期符号	回归系数	t	P> t	VIF
_cons		0.143***	4.66	0.000	
LIST	-	-0.055***	-2.43	0.015	1.35
SIZE	-	-0.003***	-4.23	0.000	1.36
VAR	+	0.502***	2.36	0.018	1.03
VOL	-	-0.001*	-1.56	0.118	1.03
NFLOAT	+	0.0003	0.24	0.811	1.17
LIST*SIZE	?	0.001	0.72	0.469	
LIST*VAR	?	0.600**	2.34	0.017	
LIST*VOL	?	(omitted)			
LIST*NFLOAT	?	0.002	0.30	0.765	
INDUSTRY		控制			
N		1356			
F		201.96***			平均1.19
Adj_R2		0.536			

注: 有预期符号的为双尾检验, 其余为单侧检验。

单变量分析结果。根据单变量检验的结果，交叉上市企业平均已实现回报低于非交叉上市企业的平均已实现回

表4 模型(2)(3)主要变量描述性统计

变量	LIST	N	均值	中位数	标准差	t值/z值
COST	LIST=0(A share only)	801	-0.143	-0.151	0.008	
	LIST=1(AH share)	61	-0.156	-0.167	0.006	
			0.013***	0.016***		0.622/0.478
SPREAD	LIST=0(A share only)	801	0.091	0.070	0.016	
	LIST=1(AH share)	61	0.075	0.041	0.019	
			0.016***	0.029***		10.007/7.682
SIZE	LIST=0(A share only)	801	22.309	22.908	0.829	
	LIST=1(AH share)	61	24.879	24.897	1.534	
			-2.57***	-1.989***		-21.575/-18.095
VAR	LIST=0(A share only)	801	0.064	0.063	0.021	
	LIST=1(AH share)	61	0.049	0.051	0.015	
			0.015***	0.012***		5.233/4.878
VOL	LIST=0(A share only)	801	3.443	3.643	0.692	
	LIST=1(AH share)	61	2.943	2.908	1.295	
			0.5***	0.735***		5.019/5.987
NFLOAT	LIST=0(A share only)	801	0.545	0.445	0.161	
	LIST=1(AH share)	61	0.774	0.766	0.147	
			-0.229***	-0.321***		-10.727/-8.797
DEBTTA	LIST=0(A share only)	801	0.583	0.573	0.203	
	LIST=1(AH share)	61	0.507	0.518	0.221	
			0.076***	-0.055***		-2.806/-2.970
BETA	LIST=0(A share only)	801	1.039	1.042	0.278	
	LIST=1(AH share)	61	1.06	1.058	0.303	
			-0.021	-0.016		-0.558/-0.698
VE	LIST=0(A share only)	801	1.044	1.038	0.561	
	LIST=1(AH share)	61	0.489	0.508	0.872	
			0.555***	0.530***		7.112/5.690
EP	LIST=0(A share only)	801	0.016	0.016	0.022	
	LIST=1(AH share)	61	0.033	0.032	0.037	
			-0.013***	-0.016***		-4.543/-3.987
MOMENT	LIST=0(A share only)	801	0.019	0.02	0.026	
	LIST=1(AH share)	61	0.029	0.028	0.021	
			-0.01***	-0.008***		-2.619/-2.730

注：对均值进行的是t检验，对中位数进行的是Wilcoxon检验。

报0.013，符合交叉上市降低资本成本的预期。相比非交叉上市企业，交叉上市企业的杠杆比率(DEBTTA)显著低于非交叉上市企业，盈余波动性(VE)显著降低(平均下降了53%)，说明交叉上市后面临更严格的信息环境和披露要求，减少了盈余操纵的空间和可能性，提高了盈余质量。交叉上市企业的盈利与市价比(EP)显著高于非交叉上市企业，即交叉上市的企业市盈率较低。相关性分析与单变量分析结果基本一致，且不会产生严重的多重共线性问题。

表5中模型(2)的回归结果显示，作为资本成本代理变量的已实现回报(COST)与交叉上市(LIST)呈显著负相关关系，说明交叉上市带来降低资本成本的经济影响，支持假设2-1。回归结果还表明更高的波动性和更低的周转率带来更多不确定，提高预期的风险补偿。此外，资本成本与资产负债率在10%的显著性水平上正相关，有关杠杆水平与资本成本之间的关系理论界一直没有统一的结论，一种可能的解释是，在2010年经济危机和政策紧缩

表5 交叉上市、信息不对称与资本成本：横截面回归分析

COST	变量	预期符号	模型(2)		模型(3)	
			回归系数	VIF	回归系数	VIF
	_cons		0.735*** (3.41)		0.0169*** (2.95)	
	LIST	-	-0.142*** (-3.69)	1.68	-0.002* (-1.78)	4.66
	SPREAD	+			0.007*** (2.47)	1.28
	SPREAD*LIST	+			0.016* (1.81)	3.86
	SIZE	+	0.019** (-1.98)	1.68	-0.001*** (-3.48)	1.68
	VAR	+	6.158*** (15.70)	1.25	2.658 (0.47)	1.06
	VOL	-	-0.019* (-1.77)	1.19	-0.003* (-1.73)	1.04
	NFLOAT	+	0.011 (0.80)	1.05	0.002 (1.39)	1.25
	DEBTTA	+	0.056* (-1.66)	1.05	-0.002 (-1.57)	1.06
	BETA	+	0.006 (0.21)	1.05	0.006*** (8.51)	1.05
	VE	+	0.027* (1.89)	1.04	0.002** (2.19)	1.19
	EP	+	-0.251 (-0.79)	1.02	-0.251 (-0.79)	1.02
	MOMENT	+	0.582** (1.97)	1.22	0.456** (2.01)	1.78
	INDUSTRY		控制		控制	
	N	862			862	
	F	37.36***		平均1.22	19.69***	平均1.74
	Adj_R <sup>2</sup>	0.627			0.528	

注：括号内报告的为t值。

的背景下，企业的债务融资成本大幅提高，尤其是国内的一些中小规模企业，债务成本的压力非常大，提高杠杆的同时也提高了财务风险，造成资本成本的提高。

模型(3)的回归结果支持交叉上市降低资本成本效应。COST与SPREAD回归系数为正值且在1%水平上显著，说明信息不对称风险是影响资本成本的重要因素，信息不对称风险越低，资本成本越低。COST与SPREAD和LIST交互项的回归系数为正值，且在10%水平上显著，说明信息不对称风险对交叉上市的资本成本效应起到积极的影响，对于交叉上市企业，信息不对称风险越低，资本成本下降越多，交叉上市的资本成本效应越明显，交叉上市带来的信息环境改善降低了资本成本决定中的信息不对称因素。

### 三、交叉上市、信息不对称与企业价值

表6 模型(4)(5)主要变量描述性统计

变量	LIST	N	均值	中位数	标准差	t值/z值
Tobin-Q	LIST=0(A share only)	1372	1.058	1.006	1.869	
	LIST=1(AH share)	61	2.156	2.067	1.001	
			-1.098***	-1.061***		-4.561/-4.659
SPREAD	LIST=0(A share only)	1372	0.090	0.065	0.015	
	LIST=1(AH share)	61	0.075	0.041	0.019	
			0.015***	0.024***		8.90/6.782
SIZE	LIST=0(A share only)	1372	22.402	22.508	0.869	
	LIST=1(AH share)	61	24.879	24.897	1.534	
			-2.477***	-2.389***		-20.868/-21.380
VAR	LIST=0(A share only)	1372	0.063	0.063	0.021	
	LIST=1(AH share)	61	0.049	0.051	0.015	
			0.014***	0.012***		5.698/5.697
VOL	LIST=0(A share only)	1372	3.457	3.543	0.692	
	LIST=1(AH share)	61	2.943	2.908	1.295	
			0.514***	0.635***		5.001/4.668
EP	LIST=0(A share only)	1372	0.018	0.016	0.024	
	LIST=1(AH share)	61	0.033	0.032	0.037	
			-0.015***	-0.016***		-4.573/-2.689
SALE	LIST=0(A share only)	1372	0.617	0.611	0.516	
	LIST=1(AH share)	61	0.634	0.668	0.635	
			-0.017	-0.057		0.212/0.412

注：对均值进行的是t检验，对中位数进行的是Wilcoxon检验。

经过筛选，共选取1433家公司作为样本研究交叉上市与资本成本的相关性，其中61家为同时发行AH股的交叉上市公司，1372家仅发行A股。表6列出了模型(3)各主要变量的描述性统计和单变量分析结果。交叉上市企业的Tobin-Q值显著高于非交叉上市企业，支持了企业通过在更成熟的市场交叉上市可以提升企业价值的假设。模型(4)、(5)相关性检验结果显示，企业价值(Tobin-Q)与交叉上市(LIST)在10%的显著性水平上呈正相关关系，与买卖价差(SPREAD)正相关，但统计不显著。

表7中模型(4)的截面回归结果显示，交叉上市变量(LIST)回归系数显著为正数，说明交叉上市提高了企业价值，支持了假设3-1。回归结果还反映出，Tobin-Q值与公司规模、盈利与市价比和销售收入的增长呈正相关关系，这符合Tobin-Q这一用来衡量企业价值指标的内涵，规模较大的企业可以获得资源的机会更多，对盈利能力和增长能力越强的企业估值越高。从回归结果还可以看出，过高的波动性向市场释放更多不确定性的信号，影响投资者信息，会影响企业价值的持续提升。

模型(5)的回归结果支持交叉上市提高企业价值的假设。但是Tobin-Q与SPREAD和SPREAD\*LIST交互项的回归系数为正，且统计不显著，不能证明企业价值与信息不对称的关系，无法据此判断信息不对称在交叉上市企

表7 交叉上市、信息不对称与企业价值：横截面回归分析

Tobin-Q	预期符号	模型(4)		模型(5)	
		回归系数	VIF	回归系数	VIF
_cons		1.886 (1.49)		1.718 (1.32)	
LIST	+	0.692** (2.54)	1.88	0.137* (1.73)	2.68
SPREAD	-			0.447 (1.36)	1.10
SPREAD*LIST	-			0.002 (1.04)	12.44
SIZE	+	0.019 (0.34)	1.34	0.023 (0.42)	1.05
VAR	-	-1.099*** (6.90)	1.25	-2.617*** (6.81)	1.02
VOL	+	-0.062 (-1.03)	1.09	-0.061 (-1.01)	1.05
EP	+	0.725*** (4.76)	1.17	0.758*** (4.93)	1.16
SALE	+	0.073** (2.30)	1.82	0.078** (2.34)	1.01
INDUSTRY		控制		控制	
N	1433			1433	
F	18.82***		平均1.43	14.26***	平均2.69
Adj_R <sup>2</sup>	0.279			0.284	

业估值效应中的影响。大陆企业在香港市场交叉上市，企业价值得到提高，但这种价值提升是交叉上市后成长机会增加、盈利能力增强、融资渠道增加等多重因素的复合影响结果，而信息不对称风险并没有发挥直接影响。

#### 四、稳健性检验

为了检验混合样本的回归结果是否存在偏差，用配对样本的方法对交叉上市经济影响的研究结果进行稳健性检验。配对样本的选择标准是相同的行业和最接近的公司规模，同时发行A、H股的交叉上市企业作为测试组，仅发行A股的配对样本构成控制组。1:1配对样本的多元回归结果显示，买卖价差与交叉上市负相关，说明交叉上市企业信息不对称程度降低；交叉上市与已实现回报负相关，支持了交叉上市降低企业资本成本的假说；交叉上市与Tobin-Q值呈负相关关系，但统计不显著。1:3配对样本的回归结果与1:1结果基本一致。

考虑到交叉上市与企业价值的全样本回归可能存在内生性问题，即经营业绩和成长性良好的公司更倾向于赴境外市场交叉上市，这类公司本身就具有较高的企业价值，那么前文发现的交叉上市提高企业价值的结果可能是一种事前选择的结果，可能存在自选择偏差(self-selection bias)。借鉴Dojidge et al.(2004)<sup>[3]</sup>的方法，采用Heckman两阶段模型来解决可能存在的内生性问题。

先构建Probit模型考察公司选择境外上市的影响因素并根据模型结果估算，构造以下Probit模型估计LIST为

表8 Heckman两阶段模型估计结果

变量	自选择模型(Probit模型)		Heckman主模型	
	回归系数	z值	回归系数	t值
_cons	2.346**	2.04	0.897***	-3.45
			0.384***	4.66
LIST			0.278*	1.7
SIZE	0.467***	6.98	0.081	0.37
VAR			-8.06***	-4.78
VOL			0.064***	2.97
EP	1.812***	5.4	0.989*	1.74
SALE	0.896**	2.46	0.048*	1.89
INDUSTRY	控制		控制	
N	1433		1433	
2/F	64.88		18.67	
伪R2	0.078		0.237	

注：Probit模型为2检验，报告White方差调整后z值，主模型为F检验，报告White方差调整后的值。

1的概率：

$$LIST_i^* = \gamma\omega_i + v \quad LIST_i = \text{lif } LIST_i^* > 0$$

$$\text{Prob?} LIST_i = 1 | X_i = \Phi(\gamma\omega_i)$$

用规模(SIZE)、盈利能力(盈余市价比EP)和成长性(销售增长 SALE)计算出Probit模型的参数，利用Probit回归系数得到新变量 $\lambda$ 。第二步，采用企业价值变量Tobin-Q值对原方程以及新变量 $\lambda$ 进行全样本的OLS估计，表8报告了Heckman两阶段模型估计结果，结果显示考虑内生性的影响后，Tobin-Q值与交叉上市在10%水平上正相关，并没有改变前文全样本截面分析的研究发现，即交叉上市的企业价值有所提高。

用其他方法或指标计算变量数值并进行统计分析，结果表明研究结论具有稳健性。

## 结论

本文基于信息环境的视角，对同时在A股和H股市场交叉上市的企业进行了研究。结果表明，H股市场比A股市场有着更严格的信息披露要求，相对于仅发行A股的企业，交叉上市企业信息环境改善，信息不对称风险降低，投资者要求的回报率降低，企业的资本成本有所降低，企业价值有所提高，信息环境的改善在交叉上市的资本成本效应中起到积极影响。此外，证券价格、盈余的波动性过高会增加信息不对称风险，提高资本成本；大陆企业境外交叉上市带来的流动性提升对改善内地市场的投机性也有一定的积极作用。

研究结果反映了市场信息环境的重要性。大陆资本市场的长足发展需要进一步加强监管，提高投资者保护意识并提供法律保障，提高信息披露要求，完善市场制度，规范市场运作。两地市场今后可以加强沟通与合作，减少市场分割带来的不必要差异和摩擦。研究还可能为探讨交叉上市提供新的视角，为新兴市场企业到发达市场跨境上市提供经验证据。

[基金项目：教育部社科基金(09YJC790141)；江苏哲社基金(08EYB020)；江苏省教育厅人文社科基金(2011SJB79000)]

## 注释

1. 1.772%是2010年期间发行的一年期国债平均利率(代码100004、100011、100021、100030和100036)。

(下转第73页)

French“明星”反而更易遭遇“异常赎回”。

## 结论与对策

针对近年来困扰学术界的基金“赎回异象”之谜，以及与其密切相关的“明星效应”，本文通过实证研究发现：资金流量与中长期业绩正相关，与短期(季度)原始收益表现“赎回异象”。研究进一步发现，资金流对基金业绩的反应，还与股市周期、业绩度量方式以及区间有关。牛市阶段，原始收益的“中等基金”与Fama-French收益“明星基金”备受追捧，原始收益“明星基金”遭遇“异常赎回”；熊市阶段，由于投资者信心下降，风险规避严重，Fama-French“明星基金”反而面临“异常赎回”。

根据以上结论，我们可以得出以下推论：

(1)基金投资者对短期业绩与原始收益“明星基金”缺乏信心，短期绩优基金与原始收益指标“明星基金”更容易陷入“赎回潮”。

(2)与牛市相比，投资者在熊市期间更容易变得非理性，其风险规避与处置效应更严重。基金业绩激励机制在熊市发挥“负反馈”作用。

(3)开放式基金业绩激励机制“正向激励”作用主要发生在以下条件：牛市阶段，中长期的原始收益“中等基金”区间或Fama-French三因素收益“中等基金”与“明星基金”区间。

(4)基金投资者投资基础知识欠缺，存在诸多非理性的行为金融心理偏差，在熊市表现尤为突出。

根据以上结论与推断，针对如何完善我国基金市场业绩激励机制，从基金评级公司、基金与其管理公司、投资者与监管当局等角度，我们提出以下对策：

1. 国内基金评级公司应以基金中长期业绩排名作为评级基础，构建包含原始收益与风险调整收益，以及业绩持续性指标相结合的多层次、全方位业绩评级体系。

首先，根据本文研究结论，资金流量与中长期业绩正相关，与短期(季度)原始收益表现“赎回异象”。因

(上接第41页)

## 参考文献：

- [1] Baker, H. K., J. R. Nofsinger and D. G. Weaver. International cross Listing and Visibility[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2002, (37): 495-521.
- [2] Coffee, J.. The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications[J]. Northwestern University Law Review, 1999, (93): 641-708.
- [3] Doidge, Craig, G. A. Karolyi and Rene M. Stulz. Why are Foreign Firms Listed in the US Worth More?[J]. Journal of Finance Economics, 2004, (71): 205-238.
- [4] Doukas, John, Lome N. Switzer. Common stock returns and international listing announcements: conditional tests of the mild segmentation hypothesis[J]. Journal of Banking and Finance, 2000, (24): 471-501.
- [5] Errunza, V. R., and D. P. Miller. Market Segmentation and the Cost of the Capital in International Equity Markets[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2000, (35): 577-600.
- [6] Foerster, S. R, G. A. Karolyi. The long-run performance of global equity offerings[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2000, (35): 499-528.
- [7] Gebhardt, W., C. Lee and B. Swaminathan. Toward an Implied Cost of Capital[J]. Journal of Accounting Research, 1992, (39): 135-176.
- [8] Karolyi, G. A.. The world of cross-listings and cross-listings of the world: challenging conventional wisdom[J]. Review of Finance, 2006, (10): 99-152.
- [9] King, Michael R., Dan Segal. Market segmentation and equity valuation: Comparing Canada and the United States[J]. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 2008, (18): 245-258.
- [10] La Porta, Rafael, de Silanes Flowrencio Lopez, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny (LLSV). Law of finance[J]. Journal of Accounting and Economics, 2006, (42): 285-299.
- [11] Lang, M., K. Lins and D. Miller. ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross Listing in the United States Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value?[J]. Journal of Accounting Research, 2003, (41): 317-345.
- [12] Leuz, C.. Discussion of ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross Listing in the United States Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value?, [J]. Journal of Accounting Research, 2003(41): 347-362.
- [13] Leuz, C., Verrecchia, R.. The economic consequences of increased disclosure[J]. Journal of Accounting Research, 2000, (38): 91-124.
- [14] Stapleton, R. C., M. G. Subrahmanyam. Market imperfections, capital market equilibrium and corporate finance[J]. Journal of Finance, 1977, (32): 307-319.
- [15] Stulz, R.. Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital[J]. Journal of Corporate Governance, 1999, (12): 8-25.
- [16] 刘昕. 中国股票市场分割及其消除——A股、H股双重上市公司实证研究[M]. 上海：上海财经大学出版社，第1版，2006：1-8, 11-24.
- [17] 沈红波，廖理，廖冠民. 境外上市，投资者保护与企业溢价[J]. 财贸经济，2008，(9)：40-45.
- [18] 邹颖. 交叉上市公司的资本成本效应研究综述——基于绑定假说的视角[J]. 经济与管理研究，2009，(02)：38-43.