企业境内外创业板上市决策的影响因素研究

江燕红　裴淑红

(北京城市学院　北京　100083)

【摘要】以2010年在境内创业板和美国纳斯达克市场IPO上市的131家中国企业为样本,研究中国创业板推出后,影响中国企业境内外创业板上市决策的因素。实证研究的结果表明:企业上市前的成长性与赴境外创业板上市倾向显著负相关;企业上市前是否有境外市场业务与赴境外创业板上市倾向显著负相关;社会服务行业的企业相对于其他行业企业更倾向于在境外上市。

【关键词】境外上市　创业板　中国企业

一、引言

如何快捷、有效地筹措外部资金是长期困扰我国企业的一个问题。在国内资本市场融资渠道不畅的情况下,一些企业特别是一些非传统行业以及成长性企业纷纷奔赴境外资本市场上市融资,这不仅使这些企业付出了额外的上市成本,更不利于中国多层次资本市场的发展。

2009年5月1日,《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》)正式实施,这标志着中国创业板的正式推出。这意味着我国的创新型及成长型企业又多了一条外部融资渠道。不过,创业板推出后,仍有不少企业选择去境外资本市场包括境外创业板上市。如果创业板推出前去境外上市是一种境内直接融资渠道不畅下的无奈选择,那么创业板推出后,我国企业又是基于怎样的考虑而奔赴境外上市的呢?影响我国企业境内外上市决策的因素有哪些,哪些中国企业更倾向于去境外上市?进而,我国创业板是否真正发挥了扶持自主创新企业及其他成长型创业企业的功能?本文将以2010年在我国创业板和美国纳斯达克市场上市的企业为样本,通过实证分析对以上问题进行探讨。

二、文献综述和研究假设

境外上市(oversealisting)也称跨境上市(cross-listing)、国际上市(internationallisting)或外国上市(foreignlisting),是指企业在本国以外的股票市场上市的行为。企业可以仅在境外上

因此,要提高财务会计信息披露的质量,提高上市公司的财务透明度,还应该从国家的宏观政策方面入手,加强监管部门即中国证券监督委员会对上市公司会计信息披露的监管,同时在法律法规政策方面进行调整和规范,严惩上市公司虚假信息披露的行为,在法律法规方面为企业财务透明度提供保证,进而提高资本配置效率。

(3)完善会计师事务所的审计监督。Bushman和Smith(2001)指出,高质量审计能较好地确保会计信息的真实与可靠性,降低管理层报告的误差和偏见,从而为投资者识别投资机会、监督管理层和减少投资者间的逆向选择提供了更好的会计信息,同时还能增加投资者对会计信息的可信性。会计信息失真的问题在中国证券市场上层出不穷,这与会计师事务所未能认真履行其审计职责密切相关。投资者购买一个企业的股票通常是依据上市公司年报、中报以及会计师事务所出具的审计报告等判断上市公司的价值,虚假的报告直接造成对投资者的欺骗。会计师事务所在信息披露中的违规直接导致了投资者对公司价值的误判,进而影响资本配置效率,因此会计师事务所在信息披露中的违规行为破坏了证券市场的有效运行。因此,在完善提供会计师事务所在审计监督方面的作用前应先完善对会计师事务所的监控,从提高会计师事务所内部管理水平和业务人员的整体素质开始,同时加大对会计师事务所舞弊行为的监督惩罚力度,完善审计监督,提高审计报告的可信度。

主要参考文献

1. Ahsan Habib. Corporate Transparency,Financial Development and Allocation of Capital: Empirical Evidence, ABACUS,2008;1

2. Bushman. R.,Piotroski,A. Smith. Capital allocation and timely accounting recognition of economic losses: international evidence. Chicago Universiy woking paper,2006

3. 李志斌.我国股票市场资本配置效率的实证研究.统计与决策,2004;9

4. 何玉,张天西.信息披露、信息不对称和资本成本:研究综述.会计研究,2006;6

5. 陈琨.上市公司财务透明度研究.成都:西南财经大学博士学位论文,2006

6. 米建华. 基于信息披露的股票市场资本配置效率研究.上海:上海交通大学博士学位论文,2008

7. 李青原.制度环境、会计信息质量与资本配置.北京:经济科学出版社,2009

市，也可以既在境内又在境外上市（双重上市）。早在20世纪80年代，境外上市现象就已经引起了国外理论界的关注，为了解释影响企业境外上市决策的因素或者说哪些企业更倾向于去境外上市，学者们进行了大量的实证研究。

Saudagaran（1988）认为，在其他情况相同时，对境外产品市场的依赖程度和双重上市倾向正相关。Saudagaran和Biddle（1995）指出，在特定境外交易所上市的可能性和本国资本市场的信息披露要求有显著关系，即企业倾向于到比本国资本市场财务信息披露要求低的国家境外上市。此外，在特定境外交易所上市的可能性与该境外国家在企业产品市场中所占份额呈正向关系。

Pagan、Roell和Zechner（2002）研究了1986～1997年荷兰、比利时、德国、意大利、英国、西班牙、瑞典、澳大利亚、美国这些国家企业的境外上市情况。他们的研究结果表明：赴境外上市的企业具有特征：规模大、境外销售收入比重大、私有化可能性大、增长快、成长性高且多属于高科技行业。

William A、Michael S（2002）检验了在美国境外上市的可能性与投资者保护程度之间的关系。结果是，由于经理人私人利益的潜在损失，处于投资者保护程度较弱国家的企业不愿意去美国境外上市，而处于投资者保护程度较强国家的企业反而更倾向于去美国境外上市。此外，企业规模与境外上市的可能性正相关。

Miller和Stulz（2005）认为，私人收益较大时，控制权股东不太可能选择去美国境外上市，因为美国资本市场较高的透明度和信息披露要求，以及随之而来的各界监管，限制了他们获取私人利益。他们对31个国家4 000个企业的实证研究支持了这一假设：控制权股东持有的控制权及控制权和现金要求权的分离程度与在美国境外上市的可能性显著负相关；拥有越多控制权的控制股东越不愿意企业在美国境外上市。Miller和Stulz（2005）认为，这一事实支持了境外上市能限制控制权股东攫取少数股东利益的观点。除控制权外，Miller和Stulz（2005）还发现，增长机会、企业规模、境外销售业务比重与境外上市倾向显著正相关。

三、研究假设

根据已有的研究结果，影响企业境外上市决策的因素主要有：企业规模、成长性、境外市场销售，大股东的控制权以及企业所处行业等，据此提出以下研究假设：

假设1：企业资产规模、企业成长性、境外市场业务与中国企业赴境外创业板上市倾向正相关，即资产规模大、成长性高以及有境外市场业务的中国企业倾向于赴境外创业板上市。

假设2：大股东控制权与中国企业赴境外创业板上市倾向负相关，即大股东控制权越大的中国企业越不愿意赴境外创业板上市。

假设3：处于非传统行业的中国企业更倾向于去境外创业板上市

四、研究设计

1. 样本选择与数据来源。本文以2010年在中国创业板和美国纳斯达克市场IPO上市的中国企业为样本，剔除数据缺失企业，最终得到131家样本企业。其中，15家企业在美国纳斯达克市场上市，116家企业在中国创业板上市。财务数据均来自样本企业的招股说明书以及年报。

2. 模型构建与变量说明。本文通过构建Logistic回归模型分析影响中国企业境内外创业板上市决策的因素。Logistic回归模型为：

$$P(crosslisted=1)=[\exp(\beta_0+\beta_1 asset+\beta_2 grow+\beta_3 market+\beta_4 share+\beta_5 INC+\beta_6 ING+\beta_7 INK+\beta_8 INL)]/[1+\exp(\beta_0+\beta_1 asset+\beta_2 grow+\beta_3 market+\beta_4 share+\beta_5 INC+\beta_6 ING+\beta_7 INK+\beta_8 INL)]$$

具体的变量设置见表1。

表1　回归分析变量设置

因　变　量	
crosslisted	2010年是否在美国纳斯达克市场上市，是=1，否=0
自　变　量	
asset	资产规模= LN(上市前一年末总资产)
grow	成长性=上市前三年营业收入复合增长率
market	上市前是否有来自境外的营业收入，有=1，否=0
share	上市前第一大股东直接持股比例
INC	是否属于制造业，是=1，否=0
ING	是否属于信息技术业，是=1，否=0
INK	是否属于社会服务业，是=1，否=0
INL	是否属于传播与文化产业，是=1，否=0

五、实证分析与结果

1. 描述性统计分析。根据已有的研究成果，影响企业境外上市决策的因素，或者说境外上市企业有别于境内上市企业的特征主要表现在企业规模、成长性、境外市场销售份额、大股东的控制权以及企业所处行业等方面。表2为2010年在中国创业板和美国纳斯达克上市的131家中国企业上市前的财务和股东控制权特征比较结果。

表2　境内外创业板上市影响因素的描述性统计分析

项目＼企业	纳斯达克上市企业	境内创业板上市企业	境内外创业板上市企业特征差异及其统计显著性
样本企业数	15	116	—
上市前一年资产规模的自然对数均值	19.825 3	19.553 0	独立样本t检验结果：t=1.273，p(双尾)=0.221
上市前第一大股东直接持股比率均值(%)	51.07	46.63	独立样本t检验结果：t=0.754，p(双尾)=0.462
上市前有境外业务的企业占比(%)	13.33	55.17	卡方检验结果：t=9.301，p(双侧)=0.002
上市前三年营业收入复合增长率均值(%)	53.27	43.16	独立样本t检验结果：t=0.794，p(双尾)=0.429

从表2中可以看出，在纳斯达克上市的中国企业上市前的资产规模、上市前第一大股东的直接持股比率以及上市前三年营业收入复合增长率均要大于在中国创业板上市的中国企业，但独立样本t检验结果显示，这些差异都不具有统计显

著性。在中国创业板上市的116家中国企业中,55.17%的企业有来自境外的营业收入;而在纳斯达克上市的15家中国企业中,这一比率只有13.33%,卡方检验结果显示,这一差异具有统计显著性。也就是说,赴境外创业板上市的中国企业,在国际市场开拓方面要显著弱于在中国创业板上市的企业。

2. Logistic回归分析。为了进一步证实影响中国企业境内外创业板上市决策的因素,本文以企业是否在境外创业板上市为因变量,以企业资产规模、成长性、境外市场销售、大股东控制权以及企业所属行业为自变量进行Logistic回归分析。表3显示了Logistic回归分析的结果,拟合优度检验和似然比检验表明方程的拟合优度较好,且具有总体显著性。

上市前的资产规模与赴境外创业板上市倾向负相关,这与研究假设不相符,不过这一关系不具有统计显著性;上市前的成长性与赴境外创业板上市倾向负相关,且在5%的显著性水平下通过了检验,这说明在控制其他因素的情况下,高成长性企业更倾向于在中国创业板上市,这与研究假设不相符;上市前是否有境外市场业务在5%的显著性水平上与赴境外创业板上市倾向负相关,这说明在控制其他因素的情况下,有境外业务的企业更倾向于在中国创业板上市,这与研究假设不相符;上市前第一大股东直接持股比例与赴境外创业板上市倾向之间的正相关关系与研究假设不相符,但不具有统计显著性;行业因素中,是否属于社会服务业与赴境外创业板上市倾向正相关,并在5%的显著性水平下通过了检验,这表明处于社会服务行业的中国企业更愿意在纳斯达克上市,这与预期部分一致。

表3 Logistic回归分析结果

自变量	回归系数估计值及统计显著性
β_0	2.040(0.030)
asset	−0.142(0.055)
grow	−2.150(4.063)**
market	−2.312(4.784)**
share	2.378(1.216)
INC	−1.993(2.139)
ING	−20.326(.000)
INK	3.090(3.760)**
INL	−1.013(0.347)
回归分析检验	
Hosmer and Lemeshow Test	2.063,P=0.979
Likelihood Ratio Test	45.866,P=0.000

注:*、**、***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。估计系数后的括号内显示了Wald检验值。

六、结论

本文以2010年在中国创业板和美国纳斯达克市场IPO上市的131家中国企业为样本,研究中国创业板推出后,影响企业赴境外创业板上市的因素或者相对于境内创业板上市的企业,境外创业板上市企业有哪些明显特征。实证研究结果显示:

1. 上市前的成长性与赴境外创业板上市倾向显著负相关。高成长性企业更倾向于在中国创业板上市,这说明中国创业板推出,的确为成长型创业企业提供了一条有效的直接融资渠道。在权衡境外持续上市成本以及风险的情况下,更多的高成长性企业选择了在中国创业板上市。此外,考虑到中国创业板的上市财务标准要高于境外创业板,成长性相对较低的企业去境外上市也可能是一种不得已而为之的选择。

2. 上市前是否有境外市场业务与赴境外创业板上市倾向显著负相关。有境外业务的企业更倾向于在中国创业板上市,或者说在中国创业板上市的企业在经营方面更具有国际化的特征。根据已有的研究成果,拥有境外业务的企业更愿意去境外上市,因为这样可以提高其在国际市场的知名度。本文的实证结果恰恰与此相反,这可能是因为数据所限仅仅考虑了企业是否有境外业务,而没有考虑境外业务的比重以及境外业务市场和境外上市地点之间的关系。

3. 是否属于社会服务业与赴境外创业板上市倾向显著正相关。社会服务业企业相对于其他行业企业更倾向于在境外上市。形成这一结果的原因可能在于,以往在美国纳斯达克上市的中国企业很多属于社会服务业,如2004~2007年在纳斯达克上市的34家中国企业中,属于社会服务业的就有10家,几乎占到了30%,行业的聚类和示范效应使得社会服务业企业更有可能去境外上市。也有可能是相对于中国创业板,纳斯达克市场对于这一行业的企业具有更高的风险定价水平。赴纳斯达克上市的社会服务业企业主营业务主要有网络游戏、人力资源中介服务、旅游中介服务、房地产中介服务、保险经纪服务、教育服务等,其主营业务直观地反映出这些企业的创新特点。他们选择去境外上市说明中国创业板在吸引、扶持创新型企业方面仍然存在一定缺陷,如上市财务标准过于严格,风险定价水平不够成熟等。

本文的研究局限性在于样本容量较少,包括境外上市企业数量过少,涉及的时间跨度过窄,这不可避免地会影响研究结论的说服力。

主要参考文献

1. Saudagaran,Shahrokh M.. An Empirical Study of Selected Factors Influencing the Decision to List on Foreign Stock Exchanges. Journal of International Business Studies,1988;19

2. Shahrokh M. Saudagaran,Gary C. Biddle .Foreign Listing Location: A Study of MNCs and Stock Exchanges in Eight Countries.Journal of International Business Studies,1995;26

3. Reese Jr.,William A,Weisbach,Michael S. Protection of Minority Shareholder Interests,Cross-listings in the United States,and Subsequent Equity Offerings. Journal of Financial Economics,2002;1

4. Doidge,Craig,Karolyi,George Andrew,Lins,Karl V.,Miller,Darius P.,Stulz,René M.. Private Benefits of Control,Ownership,and the Cross-Listing Decision. ECGI-Finance Working Paper,2006;4