

交叉上市的资本成本效应研究综述

——基于投资者认知假说的视角

邹颖

(首都经济贸易大学会计学院 北京 100070)

【摘要】 本文围绕以投资者认知假说为切入点的交叉上市资本成本效应的相关资料,全面地梳理了相关文献并进行了简要评述,最后对相关领域的未来发展进行了展望。

【关键词】 交叉上市 资本成本 投资者认知假说

交叉上市是指同一家公司在两个或两个以上证券交易所上市的行为,通常意义上的交叉上市是指境内外交叉上市,即同一家公司在两个不同国家的证券市场上市。公司交叉上市的浪潮源于20世纪70年代,西方学者自此开始对交叉上市问题进行大量研究,涉及范围非常广泛。他们一致认为交叉上市的资本成本效应是从公司理财角度研究交叉上市的核心领域。投资者认知假说是解释交叉上市资本成本效应的一种传统的动因假说。本文基于投资者认知假说,全面梳理了有关交叉上市资本成本效应的西方文献并进行了简要评述,同时对相关领域的未来发展进行了展望。

一、投资者认知假说与交叉上市的资本成本

Merton(1987)突破了传统资本资产定价模型(CAPM)中所有投资者拥有相同信息的假设,提出了不完全信息条件下的资本市场均衡模型,并形成了投资者认知假说。他认为,由于市场分割导致信息不对称,投资者对不同证券所拥有的信息不相同,他们只会投资于自己熟悉的证券,因此公司特有风险不能被完全分散掉,在资本资产定价模型中应加以考虑。在其他条件相同的情况下,如果某家公司能被更多的投资者所认知,公司特有风险会得到有效分散,从而导致投资者预期报酬率下降,公司的市场价值提高。因此他提出,投资者认知程度的提高会降低公司的资本成本。

Merton用投资者基数(投资者数量)的大小来衡量投资者认知程度,投资者基数与公司权益资本成本负相关,增大投资者基数可以降低公司权益资本成本。他认为提高投资者认知程度有两个途径:一是场外交易的公司,可以通过到交易所正式上市发行股票来增加投资者数量;二是已公开上市的公司,可以赴国际发达的证券市场上市,以提高投资者认知程度、扩大投资者范围。因此,交叉上市能吸引更多的国际投资者,投资者基数越大,投资者对公司的认知程度越高,公司的权益资本成本就越低,公司的价值就越高,这就是Merton的投资者认知假说的理论精髓。

二、基于投资者认知假说的交叉上市资本成本效应的实证检验

基于投资者认知假说,国外学者研究了交叉上市前后投

资者认知的变化对资本成本产生的影响。衡量投资者认知程度的指标包括两类:一类是股东人数即Merton所指的投资者基数;另一类是公司的知名度即关注公司股票的证券分析师人数和媒体报道频率。

1. 以股东人数衡量投资者认知程度。众多西方学者采用事件研究法研究交叉上市前后股票价格的变动,并通过回归分析证实股票上市后取得的非正常收益与股东人数的增加是相关的,进而得出交叉上市可以增大股东基数、降低资本成本的结论,为投资者认知假说提供了经验支持。Kadlec和McConnell(1994),Foerster和Karolyi(1996),Miller(1999)等学者将对投资者认知假说的检验与对流动性假说的检验一同进行,他们均通过回归分析证实股票上市后取得的非正常收益与股东基数的增大以及买卖差价的减少是相关的,股东基数增大和流动性的增强是资本成本降低和公司价值增长的源泉。

Foerster和Karolyi(1999)扩展论证了Merton的投资者认知假说。他们认为,交叉上市如果能增大股东基数,可以使公司的风险由更多的股东共同分担,从而降低公司的资本成本。于是他们进一步使用双因素国际资本资产定价模型(ICAPM)对超额收益进行了风险调整,研究了交叉上市公司股票的市场风险,发现交叉上市后国内市场与国际市场 β 系数均有所下降,国内市场 β 系数相对于其母国市场指数显著下降,但是国际市场 β 系数相对于国际市场指数并没有显著变化。然后他们又对 β 系数的变化与股东基数的关系进行了横截面回归分析,发现国内市场和国际市场 β 系数的下降(股权资本成本降低)与股东基数的增大正相关。这一结论验证了投资者认知假说。Foerster和Karolyi(1999)的突出贡献在于不仅全面而细致地检验了投资者认知假说,而且科学地区分了投资者认知假说和市场分割假说。

国际性大型证券交易所拥有众多现实投资者和潜在投资者,McConnell等(1996),Miller等(1999)均对交叉上市引起投资者认知程度的提高与上市地点的关系进行了检验。McConnell等(1996)提出,提高投资者认知程度是驱使企业将股票交易地点从较小的证券交易所转向较大的证券交易所以提升股票价格的因素之一。Miller(1999)在研究中将现金流

障碍即市场分割障碍划分为直接障碍(如所有权限制、税收)和间接障碍(如投资者认知水平差异、流动性风险),他发现,现金流障碍会导致股票价格产生明显不同的反应,在美国主要证券交易所上市的公司非正常收益很大,而在私募市场上上市的公司非正常收益很小。这一发现支持了投资者认知水平低、流动性差等间接障碍会导致市场分割的结论,但很少有结论可以证明直接障碍会导致市场分割。

进入 21 世纪,西方学者将研究重点转移到分析交叉上市公司的股东构成上。Edison 和 Warnock(2004)证实所有美国投资者对于来自新兴市场的、大型的交叉上市股票表现出强烈的兴趣。花旗银行的一份研究报告(2001)指出,在美国交叉上市的股票,机构投资者持有有很大的比例。Stulz(1999)认为,国际性大型证券交易所拥有大量的潜在机构投资者,在这样的证券交易所交叉上市能吸引更多的机构投资者。

King 和 Segal(2006)对在美国交叉上市的加拿大公司的估值进行了横截面检验和时间序列检验,与 Foerster 和 Karolyi(1999),Baker 等(2002)的结论一致。King 和 Segal 发现,交叉上市公司的估值随着机构投资者持有股票数量和比例的增加而增加,他们通过面板回归检验了随着时间推移投资者认知程度对公司估值的影响,认为虽然美国股东基数的增大(投资者认知程度提高)是导致在美国交叉上市的加拿大公司价值提升的重要因素,但是这种效应是短暂的,而非永久的。即便是在美国上市后可以尽可能多地吸引美国机构投资者,公司上市后也会经历价值下降的过程,价值会降至交叉上市三年前的水平。

2. 以公司知名度衡量投资者认知程度。随着研究的逐步深入,越来越多的研究者从公司知名度的角度研究交叉上市引起投资者认知程度变化的问题。Baker 等(2002)借鉴 Bailey 等(1999)的研究思想,首次采用关注公司股票证券分析师人数和媒体报道频率作为公司知名度衡量指标。他们指出,与股东人数指标相比较,公司知名度指标具有以下优势:①可以更好地解释投资者认知程度。因为投资者主要通过证券分析师的投资报告和报纸刊登的各种报道来获得公司相关信息并做出投资决策,关注某家公司的证券分析师越多,关于某家公司的新闻报道越多,投资者对该公司的了解程度就越深,认知水平也就越高。而股东人数的变动有时会受到一些外在因素的干扰,比如投资者可能出于协调开支或税收方面的考虑而购买股票,这种情况下的股东人数增加并不意味着投资者认知程度的提高。②可以从更多国家获取样本股票。由于国际证券市场上证券分析师对公司的关注与报纸等媒体对公司的报道是公开的,不受国界限制,研究时的样本选取范围更加广泛。③不受财政年度的限制,避免了一些时间性的计量偏差。股东人数指标一般只能从公司年报中获得,但公司年报往往是在公司会计年度终了后一段时间才予以公布,具有一定的时滞性,股东人数指标可能不能反映真实情况。而证券分析师人数和媒体报道次数指标则可有效避免这一问题,及时传递公司股票受投资者关注程度方面的信息。Baker 等(2002)对比研究了纽约股票交易所(NYSE)和伦敦股票交易所(LSE)交叉上

市情况,发现在这两个市场交叉上市均可显著提升公司的知名度。在 NYSE 上市比在 LSE 上市具有更显著的知名度提高效应。Baker 等又采用 ICAPM 检验了交叉上市资本成本的降低效应,发现无论在 NYSE 还是在 LSE,交叉上市前周平均非正常收益均为负,交叉上市后周平均非正常收益均为正,表明交叉上市后资本成本降低。他们又对平均非正常收益进行回归分析,证实公司知名度的提高与资本成本的降低正相关,从而进一步支持了 Merton 的投资者认知假说。

Lang 等(2003)证实非美国公司在美国交叉上市增加了关注该公司的证券分析师人数,提高了证券分析师对公司预测的准确性。他们采用时间序列分析发现证券分析师人数和预测准确性的变化发生在交叉上市前后期间,并且关注公司的证券分析师人数越多,预测的准确性越高,公司估价越高,资本成本越低。这一发现延伸了 Merton 的投资者认知假说,对关注公司的证券分析师人数(公司知名度)、公司价值与公司治理三者的关系进行了深入剖析,进而证实,对于那些来自中小投资者保护不力国家的公司以及存在家族或管理层控制的公司,实行境外上市可以显著提升公司知名度,降低资本成本,提升公司价值。

Bushee 和 Miller(2005)发现投资者关系行为可以提升公司形象与知名度,吸引证券分析师、投资者、媒体的关注,增加交易量,并且机构投资者的所有权有实质性的持续增加。Sabherwal(2007)赞同这一观点。

三、评述与展望

综观西方学者基于投资者认知假说的交叉上市资本成本效应研究,尽管他们采用不同指标、从不同角度对交叉上市前后投资者认知程度进行测量,但实证研究结论一致支持投资者认知假说。公司通过境内外交叉上市,提高了投资者认知水平,从而有效地降低了资本成本,提升了公司价值。

Merton 的投资者认知假说是在信息不对称的条件下提出来的,在此基础上,基于信息不对称理论的发展以及国际资本市场上信息不完全与不对称的现实情况,西方学者对投资者认知假说的检验逐渐从信息角度转向交叉上市的资本成本效应角度,目前这已经成为交叉上市的资本成本效应理论研究与实证检验的热点和未来研究方向。

【注】本文系国家社会科学基金项目“基于价值管理的国有企业利润分红制度研究”(编号:07BJY014)和 2009 年北京市教委项目“北京市高科技企业海外融资战略——基于全球化战略财务管理的研究”的阶段性成果。

主要参考文献

1. Robert C. Merton. A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *Journal of Finance*, 1987;42
2. Darius P. Miller. The Market Reaction to International Cross-listings: Evidence from Depository Receipts. *Journal of Financial Economics*, 1999;51
3. Stulz, R.M.. Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1999;12