

跨境上市与证券市场流动性之争研究述评

陈学胜 覃家琦*

摘要：跨境上市以及跨市场证券交易的迅猛发展，对全球证券市场产生了较大的影响。本文对跨境上市对市场流动性影响的国内外研究进行了综述。综合国外研究发现，企业跨境上市对企业母国证券市场的流动性冲击主要有正向效应、负向效应和双赢局面三种可能，具体取决于该国市场的实际情况。影响流动性冲击方向的主要因素包括：母国市场散户投资者数量，市场透明度和市场间信息关联度，时区差异、佣金费率和母国市场发展程度，政府资金管制以及市场间证券报酬率的相关性五个方面。国内针对跨境上市的相关研究也在不断开展，但是针对跨境上市对我国证券市场可能造成的冲击和影响的研究还比较匮乏，有待加强。

关键词：跨境上市 流动性溢出 证券市场

一、引言

在经济和金融全球一体化的背景下，境外上市逐渐成为证券市场开放的重要发展战略。发达国家由于本国资本市场发展比较成熟，上市资源已被高度挖掘，投资者的行为也相对理性，为了增加投资热点提高市场流动性，这些国家的证券交易所纷纷开设“国际板”积极吸引境外公司境内上市。这势必会对境外证券市场以及境外上市公司母国的证券市场产生冲击和影响，这些冲击和影响逐渐成为学界研究的热点，也是各国资本市场国际化和证券交易所国际化发展的重要研究课题之一。研究的视角从较多层面展开，但是关于境外上市对本土市场流动性溢出效应的研究，因为其鲜明的现实意义而尤其引人注目。然而，国外学者关于跨境上市对境内、外证券市场流动性影响的研究以及针对企业境外上市以后影响投资人交易地点选择的相关因素方面的研究，由于研究角度以及研究样本选择的差异性，所得的结论也存在诸多分歧，难以达成共识。本文对这些研究的结论和分歧进行了综述、比较和展望，以期对我国学者的理论研究以及我国证券市场的实践提供借鉴。

二、境外上市与交易量可能流向

所谓流动性溢出效应是指当交易量涌至一个市场，该市场的流动性获得改善的同时将对其他市场的流动性造成衍生性的影响，影响方向可以为正也可以为负。企业境外上市可能会导致交易量与资金转移至境外市场，从而打击本土市场的流动性；或者交易量与资金逐渐回流到本土市场，使本土市场流动性获得改善；也可能同时提高国外市场及本国市场的流动性从而营造出一种双赢局面。从现有研究文献来看，三种影响方向均有相应的理论和实证研究支持。

（一）交易量流向海外市场

Amihud 和 Mendelson (1988) 指出“流动性是市场的灵魂，流动性是市场的一切”。如果由于缺乏流动性使委托不能成交，那么股票市场就失去了其存在的必要。跨境上市为本国企业扩展了融资途径的同时，对境内外资本市场的流动性也产生了巨大影响。企业境外上市数量的增加使得国内市场的资本量以及交易量逐渐外移，这在短期内会对留在本国的企业的流动性造成伤害。在市场处于低流动性水平下，交易所仍须支付庞大数额的固定成本（如：结算系统、维持交易），这将大幅提高政府培育尚未发展完善的本国交易所的难度，并且伤害该企业在本土市场的流动性，此时便产生负向流动性外溢效果。

* 陈学胜，山东大学（威海）商学院，邮政编码：264209，电子信箱：cxs1999@126.com；覃家琦，南开大学商学院，邮政编码：300071。

本文受国家自然科学基金青年项目“跨境多重上市对公司投资效率的作用机制研究”（项目编号：70902048）资助。同时，特别感谢匿名审稿人对本文提出的宝贵修改意见，当然文责自负。

Chowdhry 和 Nanda(1991) 提出的证据表明,一家国际化企业选择交易成本相对较低,并具有良好的市场流动性的国外市场上市,会使得原先在本地市场的交易量锐减。Chordia、Roll 和 Subrahmanyam(2000) 发现,个别企业的流动性可能会受到所处的市场整体流动性的影响。跨境上市企业的交易量向境外市场集中,将削弱本土市场的整体流动性,进而对本土市场个体企业的流动性造成负面影响。Claessens 等(2002) 将“国际化”公司定义为从事跨境挂牌、跨境交易、跨境融资三种活动的企业,选择 1975 - 2000 年间共 77 个国家的数据以及起始于 1983 年的个别公司数据作为研究样本,对驱动三项跨境活动的因子和驱动本国股票市场发展的因子进行了比较研究发现,伴随着一国经济基本面的改善,当地交易所的交易量也随之增加。但是企业为了追求更低的资金成本和更高的市场流动性,借以提升企业在国际上的竞争力,企业在国外的活动比率也同时会上升。因此,经济基本面发展向好虽能增加本地市场交易的活跃程度,但也可能加快企业的交易量(资金)外移至国外市场的速度。尤其是在法律体系缺乏效率、人均国内生产总值较低以及流动性较差的市场,企业交易量外流到境外的倾向越明显。Claessens 等(2004) 随后又进一步指出,完善的政策和法律体系以及较高的市场开放性,能够推动当地股票市场的发展。并且,人均国内生产总值、法律与行政法规(law and order)的健全度、股东权利保护、通货膨胀率、政府财政赤字与国内生产总值之比、资本账户自由程度、总权益资金流量占国内生产总值的比率、股票市场自由程度等经济环境基本面的发展,不仅推动了本地市场发展,同时也促进了国际化的进程。也就是说,本国的资本市场发展程度越高,对国际性的资金及金融服务的需求也越高。当本国市场无法满足日益高涨的需求时,企业将转而投向国外市场募集所需资金或进行交易,使得跨境融资活动随之提升。国内市场基本面的向好发展以及经济环境各要素的改善将提高企业对于全球布局的需求,加速国际化程度。因此,国内企业为了提升自身在国际间的竞争能力,将融资活动与交易量逐渐分散至境外,成为无可避免的趋势。Claessens 等人进而对各证券市场之间所拥有的比较优势进行了分析,认为处于发展阶段的交易所在筹措资金、上市及提供交易服务上,较无比较优势,有关当局应该持续改善经济体的基本面,如投资人保护措施、当地法律系统的质量等,以吸引投资人。这些建议对发展中市场的改善和提高具有很好的指导意义。

随后的研究对跨境上市的负向流动性外溢效果提供了重要的实证支持。Moel(2001) 以来自拉丁美洲与非洲的数据为研究样本,选择“市场开放程度”、“流动性”以及“母国市场挂牌公司成长数”三项指标,对新兴市场发行美国存托凭证(American Depositary Receipt, ADR) 对于该国市场发展的影响层面与影响程度进行了检验。但是研究结果对于 ADR 市场及母国市场在这三项指标上的关联性出现了分歧,ADR 市场发展程度对于母国市场开放程度有正面影响,但是,ADR 市场的拓展却会对母国市场的流动性以及挂牌公司的意愿产生负面影响。特别是企业大规模到其他市场挂牌上市,会对母国市场产生更大的不利影响。Levine 和 Schmukler(2003) 选择 1989 - 2000 年之间,来自 55 个新兴国家、共 592 家境外挂牌或发行存托凭证(Depositary Receipt) 的企业,以及 2 489 家留在本土市场的企业作为样本。对企业跨境上市行为对母国市场流动性的影响途径进行了研究。认为企业跨境上市通过两种途径降低本土企业的流动性。第一,也即所谓的负向流动性外溢效果。企业跨境上市后,企业股票的交易量出现外移至境外市场的现象,并且,所有跨境上市企业的整体流动性与其他未跨境上市的个别母国公司的流动性之间具有正向影响关系(即流动性外溢效果),从而造成本土企业的流动性因为跨境上市企业交易量外移而受到伤害。第二,对本土市场交易量的分散。由于跨境上市能提升企业的可见度、声誉以及营运状况的信息透明度,投资人的投资目标逐渐由本土企业转移至跨境上市企业,本土企业的交易量减少,对本土企业的流动性再度形成伤害。Karolyi(2006) 以亚洲与拉丁美洲的 12 个新兴市场国家发行 ADR 的企业数据为研究样本,并以个别公司为案例,分析了企业发行 ADR 挂牌对企业本身以及其他国内企业的影响。为了检验结果的可靠性,研究中选择了某些控制变量(如亚洲金融风暴、资本市场自由化等),所得出的结果显示,跨境挂牌行为的确可以带给 ADR 挂牌企业本身相当大的好处,但不会使同市场中的其他企业获益。该研究还发现,未赴美发行存托凭证的样本企业,在本土市场中的质量会遭受大幅侵蚀。

(二) 交易量回流至企业母国市场

虽然国内企业转赴其他证券市场上市的现象引发各界担心,然而,回顾学术文献,企业股票交易在长期而言,有向单一市场集中的倾向,且多数情况下,交易量会集中至该企业的母国市场。企业在境外上市一段期间后,将可能观察到该企业股票境外市场交易量递减,而企业母国市场交易量却增加的现象,此即 Karolyi(2003) 所提出的“回流假说”(flow back hypothesis)。在这样的情况下,母国市场的流动性并不会因企业赴境外上市而恶化。

Karolyi(2003) 对 1998 年 11 月由德国的汽车厂 Daimler - Benz 与 Chrysler 合并成的 DaimlerChrysler AG 公司所发行的 GRS(global registered share) 的个案进行了研究。GRS 是一种特殊的证券,投资人得以在全球多个市场以不同的货币交易该证券。DaimlerChrysler AG 公司除了在德国的法兰克福交易所挂牌之外,该公

司发行的 ADR 也于 1993 年在美国的纳斯达克市场交易,该公司所发行的 GRS 同时在该两大交易所交易。在 1998 年发行 GRS 之前,DaimlerChrysler AG 公司在美国市场的交易量约占总交易量的 35%,但在发行之后的 6 个月内,该股票的交易量明显回流至 DaimlerChrysler AG 公司母国的法兰克福交易所,使得法兰克福交易所成为该公司股票的主要市场,最终 DaimlerChrysler AG 被剔除 S&P500 指数的成分股之外。Halling 等(2004)研究了 1986-1997 年期间内,111 家欧洲企业于国外上市后,其股票交易量随着时间推移的地理分布情形。研究发现,虽然股票的交易量可能短暂地从母国市场分散到境外市场,但大多数样本期间的欧洲企业赴母国以外的欧洲其他国家或美国的纽约证券交易所及纳斯达克交易所上市后的短期间(约 6 个月)内,企业母国的股票交易量也表现出了异常性升高,这可能是由于该企业的境外挂牌在媒体上引起更多投资人关注的原因。随着检验期间的延长,还可以发现相当高比率的境外挂牌公司的股票交易量,最终仍受原先上市的市场所吸引。这项研究结果代表 Karolyi(2003)所观察到的交易量回流至母国市场的情形,并非单一特例,而可能是全球普遍性的现象。同时 Halling 等(2004)认为企业的交易量之所以会回流,是因为企业最初上市的交易所(该企业母国的交易所)多半已拥有一群庞大数目的散户投资人(uninformed investors),而通常散户投资人所聚集的地点,可以创造极高的流动性,使该市场成为该企业股票最具有流动性的交易地点。另外一个原因是信息的获取速度,投资人可能认为具有地理优势的市场能以最快的速度搜集到该企业的相关信息,因为企业的营运总部多半设置在企业母国,因此尽管该股票同时于多个交易所挂牌交易,最后流动性最高的市场仍会是企业母国的交易所。

Witmer(2006)对公司交叉上市或多国市场同时挂牌的情况下,后来选择境外退市的情形进行了研究。他认为,企业境外上市的主要追求目标之一,就是该公司股票的高度流动性,如果企业于境外新市场的流动性不如预期,将提高企业选择在新市场退市的可能性。Fernandes 和 Migue(2008)通过另一种角度解释了跨境上市股票交易量回流的现象,研究结果显示,当企业在美国跨境上市后,能有效吸引美国与其他各国的机构投资人的目光,同时该企业在母国市场的股票交易量也得到大幅提高,母国市场的流动性因而增加。不同于 Fernandes 和 Migue(2008)认为企业股票交易量回流是因为该股票能有效吸引国外投资人的看法,Cagnon 和 Karolyi(2010)对 506 家同时在本国与美国上市的企业样本进行了研究,发现当该企业在境外上市地的流动性表现不佳以及存在其他市场摩擦成本时,将严重妨碍母国与境外上市地两者股价差异的套利活动,如果摩擦成本过高,市场缺乏足够流动性,企业的股票交易量会逐渐流回到母国市场。

(三) 境外市场与境内市场“双赢”

关于企业跨境上市后的交易量流向问题,还可能有第三种局面,Smith 和 Sofianos(1997)的研究发现,企业跨境上市行为对跨境上市所在国和企业母国均可能产生正向的“流动性溢出效果”。他们对 128 家在美国纽约证券交易所跨境上市的样本公司进行检验后发现,跨境上市后半年内该标的公司股票的境外市场平均交易总额大幅上扬,母国市场的流动性也获得显著改善。该证据支持了 Stulz(1999)所提出的跨境上市在促进全球化进行的同时,可以提升流动性进而降低公司资金成本的假说。跨境上市无论对母国市场或境外市场的发展都有极大的推动效果,是一种双赢局面(win-win situation),而非某些学者所宣称的“零和游戏”的局面,即当股票可在多个市场交易时,其中一个市场的流动性改善,将伤害另一市场的流动性。随着全球化、国际化的发展,政府对于资金管制的放松,使企业与其他市场参与者得以自由地进行投资与筹资行为。在全球竞争的压力之下,各证券市场势必会不断完善相关法规与制度,以改善公司治理环境、提高投资人保护程度并吸引国内外企业及投资大众。日益高涨的竞争压力,也有助于各大证券市场积极改善信息环境。信息不对称问题的减轻,能增加投资人对国外企业的认同感,丰富企业的投资人组合。所有这些均能够大幅提升各自市场上的流动性,使市场更蓬勃发展。

三、决定交易量流向的重要因子

上述文献告诉我们,企业境外上市会对本地市场的流动性产生影响,影响的方向有正有负。那么影响证券市场流动性的影响因素有哪些、影响方向如何,对于这些问题国外学者已经从理论和实证角度进行了大量的研究,回顾和总结相关文献对我们的理论研究和证券交易所的改革与发展有着重要的指导意义。

(一) 母国市场散户投资者数量

Chowdhry 和 Nanda(1991)指出,拥有内部信息优势的投资人会丛聚(clustering)到交易量最密集的市场交易,以掩饰本身所具有的内部情报。通常散户投资者所聚集的地点,可以创造极高的流动性,因此使得该市场能成为企业股票最具有流动性的交易地点。Halling 等(2004)对企业交易量回流至母国市场的原因进行推论时,也认为该企业在母国市场已积累为数众多的散户投资者,使得该企业股票在母国市场的流动性特别高,从而导致交易量由国外市场向本土市场回流。

(二) 市场信息透明度及市场之间的信息关联程度

Hargis 和 Ramanlal(1998)发展的理论模型中,预期当母国市场与境外市场相互之间的信息透明程度越

高,本土市场的流动性与交易活动越能显著提升。相反地,市场之间的信息透明度差,本土市场的流动性恶化,交易量外移,最终对本土市场的发展造成冲击。另外一项被 Hargis 和 Ramanlal(1998) 视为重要因素的是境外上市地的市场规模与信息透明程度,因为新市场的规模越大、信息越透明,能使企业因跨境挂牌行为接触到更多潜在投资者,拓展企业的投资群(Merton,1987; Foerster and Karolyi,1999),进而改善本国市场的发展程度。Domowitz 等(1998) 构建出了境内外市场分割程度与国内股市变化关系的模型(DGM 模型),该模型考察了风险厌恶的投资者的投资决策过程,认为股价波动包含基本面波动以及交易摩擦和信息不对称所产生的波动两个方面,前者由买卖价差和公共信息的方差决定,后者与流动性或交易量成反比。而境外上市对国内股价波动性与流动性的最终影响取决于海内外市场的分割程度(即信息联系程度)。

(三) 时区差异、佣金费率及母国市场发展程度

Pulatkona 和 Sofianos(1999) 选择美国纽约证券交易所挂牌的 254 家国外企业 1996 年度的全球交易数据作为样本,对企业在境外上市后影响企业股票交易量流向的关键因子进行了研究并提出了三种可能影响企业股票交易活动发生地点的决定因子:国家相关(country - specific) 因子、公司相关(company - specific) 因子以及发行相关(issue - specific) 因子。这些因子总共可以解释 64% 的样本公司在美国 NYSE 交易量变化情况。其中,影响最为显著的因子是属于国家相关因子的“时区差异”,当其他条件不变之下,“时区差异”具有 40% 的解释能力。这表示着当企业母国与境外上市市场位于同一时区时,投资人在新市场的交易活动会较活跃。母国的佣金费率(commission rate) 也是一大关键因子,如果母国的佣金费率相对较低,母国市场在交易量上较具有竞争优势。另一个重要的国家相关因子则是母国为成熟市场或发展中国家(新兴市场),母国市场发展程度较高,则标的股票在境外新市场的交易量会较少。

(四) 政府对资金的管制程度

Bacidore 和 Sofianos(2002)、Rabinovitch 等(2003)、Auguste 等(2002) 以及 Melvin(2003) 等的研究文献则发现,除了上述文献中的影响因素外,“政府对资金的管制”也是决定企业交易量所在地的因素之一。Rabinovitch 等(2003) 对来自阿根廷的六家企业,以及来自智利的 14 家企业,在母国市场以及在美国市场发行的 ADR 的配对样本进行了研究。研究结果显示,政府对资金流量的严格管制,对于企业的股票流动性具有负面影响。特别是,阿根廷与智利这两个国家,虽具有一定的共同特性,比如,两国都属于新兴市场、市场的交易时间也都与美国市场的交易时间重叠等。但是,在样本期间内,阿根廷政府(相对于美元) 采用严格的固定汇率政策,对于资金流量则采取自由的态度;反观智利,在汇率管制上采取富有弹性的浮动汇率制度,但直到 2000 年以前,智利对于国外投资仍设有重重障碍。因此,Rabinovitch 等人的研究可以说是针对汇率制度以及资金流量管制这两种政府干预行为对企业股票流动性所造成的影响的具体检验。研究发现,智利的企业在母国市场与 ADR 市场的报酬率存在明显的差异,这可能是由于智利对国外投资设限,导致投资者两市场之间套利困难,从而导致套利成本的增加。以标的股票的日平均买卖价差作为套利成本的近似衡量指标,来自智利及来自阿根廷的样本企业的套利成本分别为 1.37% 与 1.14%,也证明投资者针对智利股票进行套利所耗费的成本相对较高。此外,Rabinovitch(2003) 等人的检验结果还指出,相对于阿根廷企业的股票,智利企业的股票在本地市场及 ADR 市场之间的报酬差异(也就是套利空间) 的弥补速度较慢。这意味着较高的套利成本可能会降低价格的调整速度,进而导致较差的股票流动性。Auguste 等(2002) 与 Melvin(2003) 的两篇文献对阿根廷在 2001 年放弃盯住美元的固定汇率政策后,阿根廷企业股票在两市场之间的套利过程是否产生不同的影响进行了研究。两篇文献同时发现,外界对阿根廷比索贬值压力的强烈预期,以及政府施加的资金管制规定,使得阿根廷企业的股价在 ADR 市场较在阿根廷市场高出了许多,这意味着母国市场与 ADR 市场之间的股票报酬率存在显著的套利空间。再度为政府对资金流量的控制将导致价格决定过程的低效率,并可能因此提高股票交易成本、恶化流动性提供了支持。其实 Errunza 和 Losq(1989) 早就指出,如果政府能取消资金管制,让国际市场共同决定资产的价格,减小单一市场的影响幅度,就能有效分散投资者的投资风险。同时,资金管制的放松还会对企业的总成交量产生显著的正面影响,提升市场之间的整合性并受惠于市场上的所有参与者。

(五) 市场中证券报酬率的相关程度

Baruch 等(2005) 提出了一个全新的理论模型对跨境上市企业的交易量在地理上的分布情形进行了解释。该模型预测股票的交易活动倾向于发生在同类产业集中的市场。随后该研究选择了 1995 - 2004 年来自 24 个国家共 251 家在美国主要交易所挂牌的其他国家企业的股价报酬率和交易量的月度数据作为样本,借助企业股票报酬率与市场中其他挂牌企业股价报酬率之间的相关系数来衡量一个市场中的挂牌企业组成成分与该标的企业在产业性质上的相似程度,对模型的结论进行了实证研究。研究发现,企业在跨境挂牌之后,有相当高比重的交易量会转移到与该企业股票报酬率较为相关的市场。

综上所述,对母国市场流动性产生影响的因素主要包括:与境外市场的时区差异,母国市场相对于国外

的佣金费率,母国政府对资金流动的管制,母国市场发展程度,母国市场散户投资者数量,市场信息透明度及市场之间关联程度,境外上市地规模,市场中的证券报酬率相关程度。其中前三项对母国市场流动性有负向影响,即时区差异越大,母国市场佣金费率越高,对资金流动管制越严,母国市场的流动性越差。后几项对母国市场则产生正向影响,即母国市场的发展程度越高,散户投资者数量越多,信息越透明与国外市场关联度越高,境外上市地规模越大,市场中的证券报酬率相关程度越高,母国市场的流动性越好。

四、国内研究现状

相对于欧美国家而言,我国资本市场和境外上市的历程都比较短,这方面的相关研究也较少,主要集中在对中国企业境外上市的原因及对公司本身的影响上,多数选择 H 股上市企业为研究样本。如巴曙松(2006)认为国内资本市场的一系列制度性和结构性缺陷所导致的市场低效率是导致中国大陆企业竞相在境外上市的深层次原因。沈艺峰、肖琨和周颖刚(2006)利用双重代理理论对中国 H 股公司选择回归 A 股市场双重上市的行为进行了解释,认为 H 股向 A 股市场回归是控股股东在权衡获得对更多中小股东的剥削还是忍受国家更多的剥削之后的选择,该研究突破了国外文献的通常思路,对我国企业交叉上市的特殊性进行了重点考察。关于我国企业交叉上市的动机,潘越(2007)选择了 31 家 A + H 上市公司为研究对象,对国外学者提出的投资者认知假说、流动性假说、融资约束假说、信号传递假说进行了实证检验,研究发现除流动性假说外其余三个假说均获得了实证支持。利用同样的样本数据,潘越(2007)继续对公司交叉上市后所带来的市场反应和公司的长期业绩进行了研究,发现交叉上市后公司的业绩普遍表现为下滑。Jin 等(2005)选择 53 家赴香港上市的大陆国有企业作为样本研究后认为,赴香港上市后样本公司的平均实际净利润、平均实际销售额、平均资本成本均大幅提高,但在股票覆盖率上仅表现为适度但不明显的增加,而且上市没有增加股票回报率,股票平均回报率明显低于市场标准指数的回报率。王景(2007)对企业交叉上市后的市场效应进行了实证研究,发现交叉上市能增强国内股票市场的风险分散功能,而且对国内上市公司有正的净溢出效应。陈国进和王景(2007)针对 A + H 交叉上市公司的实证研究则得出了相反的结论,认为交叉上市给 A 股市场带来了较强的资金分流效应,对市场流动性产生了负面影响,而风险分散等正面效应并未得到发挥。

五、结论与展望

虽然国外学者对跨境上市对市场流动性的影响方向以及影响因素等方面已经作了较多的研究,但是通过文献回顾我们可以发现,学者们就境外上市所产生的流动性溢出效应的影响方向及其影响因子方面还存在许多争议,研究样本的差异是导致争议的重要原因,也即跨境上市对不同的国家有着不同的影响。因此,在进行此类研究时不能照搬或套用现有理论,应结合一国的实际情况具体问题具体分析。国内学者对跨境上市问题也有些研究,也意识到证券交易所全球性竞争对我国证券市场会产生深远影响,但研究的深度和广度还不够。许多研究主要集中于理论方面,缺乏相应的实证研究支持。企业跨境上市的影响方面则集中于跨境上市对企业自身影响的研究,缺乏对宏观市场影响的研究。

另外,现有国内外研究没有就一个国家或地区是否应该开展境内公司境外上市或者是否允许境外公司境内上市,以及如何开展等问题展开具体研究。特别是对于发展中市场或者新兴市场来说,跨境上市是否导致了本地市场优质资源的流失以及本地资本市场“边缘化”问题没有给出明确的结论,也没有就新兴市场是否应该设立“国际板”吸引境外上市企业回归母国市场或者允许国外企业境内上市以促进本地市场的发展等问题展开相应的研究。中国作为新兴市场之一,在鼓励企业境外上市的同时也在积极吸引这些企业向母国市场回归,并计划在条件成熟时设立“国际板”吸引国外的优质企业境内上市。这要求我们对跨境上市给市场带来的诸如流动性冲击、定价权竞争以及上市资源争夺等问题积极开展研究,探讨我国开设“国际板”的可行性并对潜在的风险进行评估,以期能做到未雨绸缪,促进我国证券市场的进一步繁荣和稳定。

参考文献:

1. 巴曙松,2006《境外上市:中国资本市场的压力与动力》,《资本市场》第4期。
2. 陈国进,王景,2007《我国公司 A + H 交叉上市的溢出效应分析》,《南开管理评论》第4期。
3. 潘越著,2007《中国公司双重上市行为研究》,北京大学出版社,第150 - 182页。
4. 沈艺峰、肖琨、周颖刚,2006《双重代理与双重上市》,工作论文。
5. 王景,2007《交叉上市、风险分散与溢出效应》,《证券市场导报》第6期。
6. Amihud, Y., and H. Mendelson. 1988. "Liquidity and Asset Prices: Financial Management Implications." *Financial Management*, 17(1): 5 - 15.
7. Auguste, Sebastian, Kathryn M. E. Dominguez, Herman Kamil, and Linda L. Tesar. 2002. "Cross - Border Trading as a Mechanism for Capital Flight: ADRs and the Argentine Crisis." William Davidson Institute Working Papers Series 513.
8. Bacidore, J. M., and G. Sofianos. 2002. "Liquidity Provision and Specialist Trading in NYSE - Listed Non - U. S. Stocks." *Journal*

- of *Financial Economics*, 63(1) : 133 – 158.
9. Baruch, S. , G. A. Karolyi, and M. L. Lemmon. 2005. “Multi – Market Trading and Liquidity: Evidence from International Cross – listings. ” Working Paper, University of Utah, Salt Lake City, UT.
 10. Chordia, T. , R. Roll, and A. Subrahmanyam. 2000. “Commonality in Liquidity. ” *Journal of Financial Economics*, 56(1) : 3 – 28.
 11. Chowdhry, B. , and V. Nanda. 1991. “Multimarket Trading and Market Liquidity. ” *Review of Financial Studies*, 4(3) : 483 – 511.
 12. Claessens, Stijn, D. Klingebiel, and S. Schmukler. 2002. “The Future of Stock Exchanges in Emerging Economies: Evolution and Prospects. ” Center for Financial Institutions Working Papers 02 – 03.
 13. Claessens, S. , D. Klingebiel, and S. Schmukler. 2004. “Accessing International Equity Markets: What Firms from Which Countries Go Abroad?” Mimeo, World Bank.
 14. Domowitz, I. , J. Glen, and A. Madhavan. 1998. “International Cross – Listing and Order Flow Migration: Evidence from an Emerging Market. ” *Journal of Finance*, 53(6) : 2001 – 2027.
 15. Errunza V. , and E. Losq. 1989. “Capital Flow Controls, International Asset Pricing, and Investors’ Welfare: A Multi – Country Framework. ” *The Journal of Finance*, 44(4) : 1025 – 1037.
 16. Fernandes, N. , and M. A. Ferreira. 2008. “Does International Cross – Listing Improve the Information Environment?” *Journal of Financial Economics*, 88(2) : 216 – 244.
 17. Foerster, S. R. , and G. A. Karolyi. 1999. “The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the United States. ” *Journal of Finance*, 54(3) : 981 – 1013.
 18. Halling, M. , M. Pagano, O. Randl, and J. Zechner. 2008. “Where Is the Market? Evidence from Cross – Listings in the United States. ” *Review of Financial Studies*, 21(2) : 725 – 761.
 19. Hargis, K. W. , and P. Ramanlal. 1998. “When Does Internationalization Enhance the Development of Domestic Stock Markets?” *Journal of Financial Intermediation*, 7(3) : 263 – 292.
 20. Jia, Jin, Qian Sun, and Wilson H. S. Tong. 2005. “Privatization through an Overseas Listing: Evidence from China’s H – Share Firms. ” *Financial Management*, 34(3) : 5 – 30.
 21. Karolyi, G. A. 2006. “The World of Cross – Listings and Cross – Listings of the World: Challenging Conventional Wisdom. ” *Review of Finance*, 10(1) : 99 – 152.
 22. Karolyi, G. A. 2003. “DaimlerChrysler AG, the First Truly Global Share. ” *Journal of Corporate Finance*, 9(4) : 409 – 430.
 23. Levine, R. , and S. L. Schmukler. 2003. “Migration, Spillovers, and Trade Diversion: The Impact of Internalization on Stock Market Liquidity. ” The World Bank Policy Research Working Paper Series 3046.
 24. Louis, G. , and G. A. Karolyi. 2010. “Multi – Market Trading and Arbitrage. ” *Journal of Financial Economics*, 97(1) : 53 – 80.
 25. Merton, R. C. 1987. “Presidential Address: A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. ” *Journal of Finance*, 42(3) : 483 – 510.
 26. Moel, A. 2001. “The Role of American Depositary Receipts in the Development of Emerging Markets: A Comment. ” *Economia*, 2(1) : 209 – 257.
 27. Pulatkonak, M. , and G. Sofianos. 1999. “The Distribution of Global Trading in NYSE – Listed Non – U. S. Stocks. ” NYSE Working Paper 99 – 03.
 28. Rabinovitch, R. , A. C. Silva, and R. Susmel. 2003. “Returns on ADRs and Arbitrage in Emerging Markets. ” *Emerging Markets Review*, 4(3) : 225 – 247.
 29. Smith K. , and G. Sofianos. 1997. “The Impact of an NYSE Listing on the Global Trading of Non – U. S. Stocks. ” NYSE Working Paper 97 – 02.
 30. Stulz, R. M. 1999. “Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital. ” NBER Working Papers 7021, National Bureau of Economic Research, Inc.
 31. Witmer, J. L. 2005. “Why Do Firms Cross Delist? An Examination of the Determinants and Effects of Cross – delisting. ” Financial Markets Department, Bank of Canada, Working Paper.

A Review of Researches on Cross – border Listing and Stock Markets’ Competition for Liquidity

Chen Xuesheng¹ and Qin Jiaqi²

(1: Business School of Shandong University at Weihai; 2: Business School of Nankai University)

Abstract: Cross – border listing and cross – exchange equity trading are exerting an influence on the world stock exchanges. This article reviews the studies of liquidity spillover effect that cross – border listing brought to the stock markets. The article finds that the impact direction of the liquidity spillover taken by the cross – border listing is uncertain, the possible effects include negative effect, positive effect and win – win situation and all these depends on the stock market’s actual conditions. The factors that influence the effect direction include the number of the small investors in the home country market, market transparency and information correlation across markets, time zone difference, commission rate, development of home country market, capital control, and the correlation rate of return across markets. Related researches on cross – border listing are developing in China also, but researches on the impact that cross – border listing have been making to our stock market are very few, and we should strengthen the work in this area in the future.

Key Words: Cross – border Listing; Liquidity Spillover; Stock Market

JEL Classification: F36, G15

(责任编辑: 孙永平)