

# A + H 双重上市与 公司业绩关系的实证分析

覃家琦, 刘建明

南开大学 商学院, 天津 300071

**摘要:**从纵向和横向两个维度,用单指标(*ROA*和托宾*Q*)和综合指标(采用主成分分析法将11个财务指标合成而得)两种比较方法,对2007年以前完成A+H双重上市的45家非金融类公司在A股市场上上市后的业绩变化进行实证研究。单指标和综合指标的纵向比较发现,整体而言,双重上市后公司业绩并未得到提高。为每一家双重上市公司按一定规则选取单纯A股上市公司作为对照样本,继续采取单指标和综合指标进行横向比较。结果表明,双重上市第1年的*ROA*明显低于对照组,双重上市后各年的综合业绩均值也没有表现出显著优势;而从托宾*Q*值看,双重上市公司明显不如对照组。在中国特殊的制度背景下,双重上市的积极效应难以发挥,导致双重上市难以提高公司业绩。

**关键词:**双重上市;公司业绩;单变量分析;主成分分析

**中图分类号:**F830.91

**文献标识码:**A

**文章编号:**1672-0334(2010)05-0032-11

## 1 引言

随着各国资本市场日益全球化,作为市场主体的上市公司不仅在本国交易所发行股票并上市,而且在境外交易所也发行股票并实现跨境双重上市。香港作为国际资本市场及中国特别行政区,实现双重上市的中国上市公司以A+H双重上市为主,截至2008年底,A+H双重上市公司已经达到58家。A+H公司的融资规模屡创历史纪录,如工商银行、建设银行、中国神华和中国石油的融资规模均依次刷新A股市场历史纪录,工商银行甚至创下全球资本市场IPO规模之最。然而,这些公司在获得庞大的募集资金后,如果公司业绩下降,则投资者的投资必然无法获得充分的回报,这无异于浪费社会资源,损害投资者利益,融资越多,浪费和损害也就越大。因此,探讨双重上市与公司业绩的关系具有重要的现实意义。

## 2 文献回顾和研究假设

由于北美和欧洲国家的资本市场比较发达,因

此关于跨境(跨国)双重上市的研究文献颇为丰富,学者们从多个视角探讨双重上市对公司业绩或公司价值的影响,形成了市场互动理论、投资者反应理论、竞争者反应理论、融资约束理论和公司治理理论等<sup>[1]</sup>。

### 2.1 市场互动理论

这类研究考察双重上市如何影响境内外资本市场之间的相互作用,进而影响投资者的预期收益率,其理论依据有两个,即传统的资本资产定价模型(CAPM)和流动性定价理论。基于CAPM的研究关注双重上市后股票收益率方差或股票风险的变动。Stapleton等认为,公司证券在外国资本市场双重上市可以降低由交易成本、信息成本和法律限制所导致的市场分割程度,进而降低权益资本成本<sup>[2]</sup>;Abdallah等发现交叉上市能够降低当地市场风险,但随着国际市场日益统一,这种下降的幅度随时间而递减<sup>[3]</sup>。基于流动性定价理论的研究关注双重上市后公司股票流动性的变动。Valero等发现在双重上市事件窗口内,公司的美国股票存在正的估值效应和

收稿日期:2010-01-14 修返日期:2010-05-26

基金项目:国家自然科学基金(70902048);教育部人文社会科学青年基金(09YJC630134);南开大学亚洲研究中心项目(AS0914)

作者简介:覃家琦(1977-),男,壮族,广西柳州人,毕业于南开大学,获管理学博士学位,现为南开大学商学院副教授,研究方向:公司财务和资本市场等。E-mail:qjq326@yahoo.com.cn

增长的流动性<sup>[4]</sup>;但 Silva 等在分析来自拉丁美洲 4 个主要市场的股票和美国存托凭证(ADRs)的流动性成本时发现,在当地市场上的跨国交叉上市股票相对于没有交叉上市的股票而言并不存在流动性成本优势<sup>[5]</sup>;Berkman 等发现,交叉上市使公司在母国的未调整流动性显著提高,但在控制了没有交叉上市的匹配样本公司的流动性的同期变化之后则没有显著提高<sup>[6]</sup>。

## 2.2 投资者反应理论

这类研究强调双重上市后由于投资者的反应而导致的价值变动,具体分为投资者认知机制和信号传递机制。投资者认知机制认为,双重上市的公司可以通过在境外资本市场上上市来扩大投资者基数,提高投资者对公司股票的认知程度。这种作用机制首先由 Merton 提出, Merton 认为投资者的信息具有异质性,并倾向于投资他们所熟悉的股票,如果公司管理者能通过各种措施(如双重上市)增加熟悉公司的投资者数量,就会通过降低对证券不知情的影子成本来降低投资者的预期收益,进而降低公司的权益成本<sup>[7]</sup>。此后,该假说得到不同学者的印证, Foester 等发现,非美国的公司通过美国存托凭证在美国交易所双重上市能获得显著为正的累积异常收益率,这种收益率与股东基数的扩张有关<sup>[8]</sup>; Baker 等发现,在纽约股票交易所和伦敦股票交易所双重上市的公司明显具有更高的曝光度<sup>[9]</sup>; King 等发现,外国公司在美国交易所双重上市后能够导致美国投资者人数的显著增加和信息环境的显著改善<sup>[10]</sup>。信号传递机制强调双重上市能够传递公司质量的信号,投资者根据此信号将会调整他们所要求的收益率。Barzua 的模型表明,双重上市能够传递公司管理者或控股股东的私人控制收益将降低的信号<sup>[11]</sup>; Vaaler 等认为,新兴市场公司在发达国家的双重上市可传递如下信号,即公司将承诺实行更为严格的公司治理体制<sup>[12]</sup>; Königgruber 在一个盈余管理和财务报告执行的模型中分析双重上市决策的动机和影响,结果表明双重上市决策可以传递公司项目质量高的信号<sup>[13]</sup>。

## 2.3 竞争者反应理论

这类研究试图探讨双重上市对公司竞争者存在何种影响,但研究者较少。Bradford 等以 1970 年~1999 年期间美国股票交易所发生的 269 起跨境上市为样本,考察美国竞争对手和母国竞争对手的价值效应,结果表明美国竞争对手具有显著为正值效应,但母国竞争对手则没有;尤其是当双重上市来自发达国家公司时,美国竞争对手的异常收益率更低;当双重上市来自在美国没有前期经营历史的公司时,美国竞争对手的异常收益率更高<sup>[14]</sup>。Melvin 等通过模型分析公司在美国交叉上市对母国竞争对手公司的股价影响,结果表明这种影响取决于竞争对手公司的资本成本以及双重上市公司的增长机会,双重上市会给投资者传递公司信息透明和增长前景良好的信号,并且如果双重上市公司来自于新

兴市场国家,则相对于来自发达国家,双重上市对母国竞争对手的影响更大<sup>[15]</sup>。在最终发表的论文中, Melvin 等干脆将对竞争对手的这种负面影响称为跨境双重上市的黑暗面<sup>[16]</sup>。

## 2.4 融资约束理论

受到 Fazzari 和 Kaplan 等关于融资约束以及投资-现金流敏感度研究的启发<sup>[17,18]</sup>,一些学者试图通过检验双重上市能否降低投资-现金流敏感度来考察双重上市能否降低公司的融资约束。Pagano 等对 1986 年~1997 年期间到海外(主要是美国交易所)上市的欧洲公司进行考察时发现,美国交易所主要吸引高科技和出口导向型公司<sup>[19]</sup>。这些公司需要在没有大量杠杆的条件下快速扩张,这必然面临严重的融资约束,但在美国双重上市可以降低这种约束。Lins 等发现,来自新兴市场的公司在纽约股票交易所和纳斯达克双重上市后,投资-现金流敏感度显著降低(表明融资约束得到缓解),但来自发达国家的公司则不具有这种效应,这意味着与发达市场公司相比,新兴市场的公司需要通过双重上市来获得更多的融资渠道<sup>[20]</sup>。

## 2.5 公司治理理论

众多学者从公司治理的角度研究双重上市问题,主要探讨双重上市能否改善公司的治理水平,如投资者保护、控制权结构、信息披露、法律约束等。从投资者保护的角度分析, Benos 等认为,一个公司可以通过在具有更高信息披露和监管标准的市场(如美国市场)双重上市来承诺在未来将私人收益降到更低的水平以保护中小股东的利益,这样将有利于公司获得权益资本的支持<sup>[21]</sup>; Abdallah 等发现,来自股东保护水平低的市场公司倾向于在具有显著更高的股东保护水平的市场交叉上市,并且在交叉上市后其股利支出将增加<sup>[22,23]</sup>; Doidge 和 O'Connor 的研究表明,在美国双重上市一般导致非美国公司的普通股股东的保护水平提高<sup>[24,25]</sup>。从控制权结构和控制权私人收益的角度分析, Doidge 等的研究表明,如果双重上市前控股股东的私人收益较高,那么控股股东将不愿意在美国双重上市<sup>[26]</sup>; Ayyagari 等的研究则表明,试图出售股票或控制权的投资者将会利用在美国交叉上市来降低所有权的转移成本<sup>[27]</sup>。

从信息披露的角度分析, Lang 等通过时间序列分析发现,相对于没有双重上市的公司,在美国交易所双重上市的公司具有更多的分析师数量和更高的预测精度<sup>[28]</sup>; Crawford 也发现,双重上市能提高分析师数量,披露要求的相对强度、母国市场和东道国市场的法律环境与分析师数量的增长仅有轻微相关性,而市场力量则与该增长显著相关<sup>[29]</sup>; Wójcik 等考察 2000 年~2003 年期间欧洲最大公司双重上市与公司治理之间的关系发现,在美国双重上市的欧洲公司相对于仅在欧洲上市的公司而言具有更高的信息披露水平,而且董事会结构和功能方面的评级也更高<sup>[30]</sup>。从法律约束的角度分析, Licht 认为,一些公司试图通过双重上市将它们自己融入监管更好的区

域来提高公司治理<sup>[31]</sup>; Fresard 等通过检验非美国的公司在美国上市时公司现金持有的价值如何变化来讨论在美国上市是否以及如何提高公司治理, 研究发现, 无论是在美国股票交易所双重上市, 还是在场外交易市场或通过144A 法案双重上市, 投资者对公司现金的重估价值都会增加, 表明不仅法律约束, 市场审查和透明度所带来的声誉约束也会提高公司治理<sup>[32]</sup>。

根据上述理论, 公司在双重上市后, 境内外资本市场的互动和投资者认知的提高将降低公司的权益资本成本; 双重上市将对母国的竞争对手造成负面影响, 从而提高自身竞争优势; 双重上市能够降低公司的融资约束, 使公司获得长足的发展; 而且能够提高公司治理水平, 保护投资者利益, 这样将使公司更加获得投资者的认可。所有这些都代表了双重上市的积极效应, 而由于这些积极效应, 有理由相信, 对于中国大陆境内公司而言, 双重上市有助于提高公司业绩, 从而提出假设。

H<sub>1</sub> 公司在双重上市后其业绩趋向于更好。

H<sub>2</sub> 双重上市公司的业绩好于单纯在 A 股市场上市的公司的业绩。

### 3 研究设计和数据来源

在公司业绩的代理变量选择上, 一些学者认为公司业绩是对公司运营成果的综合评价, 因此要从多个角度设计指标来评价公司业绩。这种评价方法的优点是指标覆盖面广, 对公司业绩的评价更为全面。另一些学者采取更为简洁的方法, 直接使用公司资产收益率 (ROA) 或者权益收益率 (ROE) 来代理公司业绩, 因为从财务角度评价公司业绩的指标最终会在资产收益率和权益收益率两个指标中得到体现。本研究将分别运用单指标分析和综合指标评价的方法全面度量公司的业绩。在单指标评价中, 选择会计指标 ROA 和市场指标托宾 Q 作为公司业绩的代理变量。在综合指标评价中, 从成长性、经营能力、赢利能力、负债能力 4 个方面进行度量, 共 11 个财务指标, 这些指标及其计算公式见表 1; 由于企业业绩在各个指标中都可能得到体现, 因此采用主成分分析法对 11 个指标进行降维, 将 11 个指标压缩成一个综合指标。根据主成分分析法构造综合指标的计算公式为

$$F_i = \sum_{j=1}^n w_{ij} f_{ij}$$

其中,  $F_i$  为第  $i$  个公司的综合业绩指标;  $f_{ij}$  为第  $i$  个公司的第  $j$  个因子的得分;  $w_{ij}$  为  $f_{ij}$  的权重, 用方差贡献率度量。据此, 可以计算出上市公司各年的综合业绩指标。

为了验证 H<sub>1</sub>, 首先从北京大学中国经济研究中心 (CCER) 与北京色诺芬公司联合开发的中国金融数据库的一般上市公司财务数据库中收集公司上市后 5 年 (包括上市当年) 的相关数据, 定义公司

表 1 公司业绩评价指标体系

Table 1 Indices of Corporate Performance Valuation

一级指标	二级指标	计算公式
成长性	净资产增长率	$\frac{\text{本期净资产}}{\text{上期净资产}} - 1$
	营业利润增长率	$\frac{\text{本期营业利润}}{\text{上期营业利润}} - 1$
	营业收入增长率	$\frac{\text{本期营业收入}}{\text{上期营业收入}} - 1$
经营能力	资产周转率	$\frac{\text{主营业务收入净额}}{\text{本期总资产} + \text{上期总资产}} \times 2$
	每股净资产	$\frac{\text{所有者权益}}{\text{期末总股本}}$
赢利能力	资产收益率	$\frac{\text{净利润}}{\text{本期总资产} + \text{上期总资产}} \times 2$
	净资产收益率	$\frac{\text{净利润}}{\text{本期净资产} + \text{上期净资产}} \times 2$
	每股收益	$\frac{\text{净利润}}{\text{普通股股数}}$
负债能力	资产负债率	$\frac{\text{负债合计}}{\text{资产合计}}$
	流动比率	$\frac{\text{流动资产}}{\text{流动负债}}$
	速动比率	$\frac{\text{流动资产} - \text{存货}}{\text{流动负债}}$

上市当年为第 0 年, 上市后 1 年 ~ 第 4 年分别为第 1 年、第 2 年、第 3 年和第 4 年。然后, 以双重上市公司的 ROA、托宾 Q 为比较标准, 对两个指标第 0 年和第 1 年、第 1 年和第 2 年、第 2 年和第 3 年、第 3 年和第 4 年的分值进行配对检验, 以此判断公司双重上市后的业绩变化趋势。再以主成分分析计算出的综合得分为比较标准, 通过对每一家公司的综合业绩进行年度比较, 根据业绩上升或者下降的公司数量和比例进行最终判断。

为了验证 H<sub>2</sub>, 需要比较双重上市公司和没有双重上市公司的业绩, 因此为每一家双重上市公司寻找一家单纯 A 股上市公司作为对照样本。对照样本选取的标准为与研究样本行业相同、公司规模相近、只在 A 股市场上市、上市时间相近。本研究以公司总资产作为公司规模的标准, 由于大部分双重上市公司是所在行业内的龙头企业, 规模庞大, 很难找到规模相近的, 因此这一条件考虑较少。

本研究数据全部来自 CCER 数据库, 所有数据首

先通过 Excel 处理,然后通过 SPSS 17.0 进行实证。截至2008年底,中国 A+H 双重上市公司共58家。从上市顺序上看,有50家是先H后A(即先在香港上市,然后返回大陆上市)双重上市,占总样本的86%;有7家是先A后H双重上市;只有工商银行1家是两地同时上市。从上市时间上看,双重上市的时间集中在1997年以前和2006年以后,在1993年~1997年之间分布较为均匀;2006年以后,H股上市公司回归A股又掀起了双重上市高潮,仅2007年就有13家公司完成了双重上市(其中有12家是回归A股的)。从行业分布看,58家公司中,制造业24家(占比41%),交通运输业10家(占比17%),金融保险业8家(占比14%),采掘业7家(占比12%),电力、煤气及水的生产和供应业3家,建筑业、信息技术业各2家,社会服务业和房地产业各1家。由于要研究双重上市前后的业绩变化,并且 CCER 提供的财务数据截至2008年,因此剔除2007年以后双重上市的公司5家,剩余53家;由于金融类公司有单独的统计口径,数据内容与其他公司有所差异,出于对数据可得性和可比性的考虑,剔除2007年及以前上市的8家金融类企业,最后得到可供研究的双重上市公司样本45家。

本研究选择对照组样本的过程如下。首先控制行业,即 CSRC 行业分类代码前三位相同,在此基础上比较上市时间,以上市时间前后相差1年为限,寻找规模相差最小的,共为32家双重上市公司找到了对照样本;然后放宽行业代码,在行业大类中寻找上市时间相差不超过1年的单纯A股上市公司,共找到11家;最后剩余的2家公司的对照样本为行业代码前三位相同,但是上市时间相差1年以上。

#### 4 实证结果及其分析

##### 4.1 双重上市后的业绩比较

首先以单指标衡量公司业绩,采用资产收益率(ROA)和托宾Q两个指标。资产收益率是投资者最为关注的一个评价企业经营业绩的指标,也是投资者投资的主要依据。双重上市公司上市后各年ROA的配对t检验结果见表2。

从表2可以看出,双重上市公司在A股上市后第1年的业绩比上市当年明显下降,资产收益率由0.102降低到0.028,而且这种下降在统计上是显著的,对资产收益率的配对t检验结果为8.541。其后各年的资产收益率虽然有所变动,但是变化不大,而且这种变化在统计上不显著。也就是说,从反应公司业绩的单指标ROA的分析结果看,双重上市公司的业绩在上市后第1年大幅度下滑,其后各年没有明显的上升或者下降。按照这个结果,可以认为双重上市并没有提高公司的经营业绩。

以托宾Q度量公司的长期业绩。与ROA相比,托宾Q值可以体现公司的发展潜力,是描述一家公司市场价值的重要指标。表3给出双重上市公司A股上市后托宾Q变化的配对样本t检验结果。根据

表3结果可知,双重上市公司在A股上市后各年的托宾Q均值都小于1,说明市场对这些公司的估价水平低于其重置价格,市场价值水平较低。而且上市后相邻两年托宾Q的配对样本t检验结果显示,随着时间的推移,这些公司的市场价值并没有得到提升。

表2 双重上市公司A股上市后  
ROA变化的配对t检验结果

Table 2 Pairwise t-test Results of  
Change of Dual-listed Companies' ROA  
Performance after Listed on A-stock Market

		均值	N	标准差	t值
PT <sub>1</sub>	第0年的ROA	0.102	42	0.051	8.541**
	第1年的ROA	0.028	42	0.045	
PT <sub>2</sub>	第1年的ROA	0.034	37	0.049	0.811
	第2年的ROA	0.029	37	0.072	
PT <sub>3</sub>	第2年的ROA	0.033	32	0.076	-0.449
	第3年的ROA	0.038	32	0.061	
PT <sub>4</sub>	第3年的ROA	0.038	32	0.061	-0.037
	第4年的ROA	0.041	32	0.063	

注:青岛啤酒、广船国际、上海石化在1993年上市,CCER并没有提供该年的数据,故第0年的样本数为42个,其后样本的减少是因为某些公司上市时间较晚;PT<sub>i</sub>为第i组配对检验,\*\*为在5%的显著性水平下显著,下同。

表3 双重上市公司A股上市后托宾Q  
变化的配对t检验结果

Table 3 Pairwise t-test Results of  
Change of Dual-listed Companies' Tobin's Q  
after Listed on A-stock Market

		均值	N	标准差	t值
PT <sub>1</sub>	第0年的托宾Q	0.783	42	0.343	-0.521
	第1年的托宾Q	0.806	42	0.319	
PT <sub>2</sub>	第1年的托宾Q	0.755	37	0.346	0.894
	第2年的托宾Q	0.728	37	0.245	
PT <sub>3</sub>	第2年的托宾Q	0.695	32	0.245	-0.293
	第3年的托宾Q	0.708	32	0.224	
PT <sub>4</sub>	第3年的托宾Q	0.708	32	0.224	-0.442
	第4年的托宾Q	0.720	32	0.234	



表4 KMO 检验结果  
Table 4 KMO Test Results

		第0年	第1年	第2年	第3年	第4年
KMO 统计量		0.515	0.655	0.619	0.584	0.573
	近似卡方	347.782	358.482	298.962	299.962	312.171
Bartlett 检验	df	55	55	55	55	55
	Sig.	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

表5 公司双重上市后综合业绩的变化  
Table 5 Change of Comprehensive Performance after Dual-listed

年份	样本数	$F'_1 > F'_0$	$F'_2 > F'_1$	$F'_3 > F'_2$	$F'_4 > F'_3$
0	42				
1	45	$23(\frac{23}{42} = 54.8\%)$			
2	37		$16(\frac{16}{37} = 43.2\%)$		
3	32			$13(\frac{13}{32} = 40.6\%)$	
4	32				$9(\frac{9}{32} = 28.1\%)$

注:由于第1年要与第0年比较,故比较  $F'_1$  和  $F'_0$  时的样本数为42。

单指标分析虽然简便易懂,但可能不够全面。为此,选择11个指标,运用主成分分析方法将这些指标压缩为一个综合指标,以此度量双重上市公司的综合业绩并判断这些公司的业绩变化。

为了检验表1所选择的财务指标是否适合做主成分分析,首先对各年的变量数据进行KMO检验,结果如表4所示。KMO统计量值一般介于0和1之间,若该统计指标在0.5和1.0之间则表明可以进行因子分析,若小于0.5则表明因子分析的结果可能难以接受。双重上市公司5年数据的KMO值均大于0.5, Bartlett检验的近似卡方值都在290以上,  $p$ 值近似为0,拒绝原假设,即相关矩阵不是单位阵,说明所选择变量适合做主成分分析。

一般认为,提取的主成分如果解释了原始变量80%的信息就是可以接受的。从计算结果看,5年数据的前4个主成分的累计方差值都超过了80%,即4个主成分解释了原始变量80%以上的信息,因此需要提取4个主成分。本研究采用回归的方法计算并保存各个主成分的值,分别记为  $F_1$ 、 $F_2$ 、 $F_3$  和  $F_4$ 。根据分析结果,第0年~第4年的主成分方程分别为

$$F = 0.353F_1 + 0.316F_2 + 0.196F_3 + 0.137F_4$$

$$F = 0.429F_1 + 0.272F_2 + 0.182F_3 + 0.118F_4$$

$$F = 0.484F_1 + 0.291F_2 + 0.121F_3 + 0.104F_4$$

$$F = 0.457F_1 + 0.298F_2 + 0.136F_3 + 0.109F_4$$

$$F = 0.416F_1 + 0.343F_2 + 0.171F_3 + 0.071F_4$$

根据这些方程,可以求出双重上市公司各年的经营业绩综合得分,分别记为  $F'_0$ 、 $F'_1$ 、 $F'_2$ 、 $F'_3$ 、 $F'_4$ 。

计算出第0年~第4年各双重上市公司的综合业绩之后,比较每家公司每一年的业绩变化及相应的公司数量和比例。具体而言,就是通过统计  $F'_1 > F'_0$ 、 $F'_2 > F'_1$ 、 $F'_3 > F'_2$ 、 $F'_4 > F'_3$  的家数和比例来比较双重上市后公司业绩的变化,相关统计数据见表5。从数量和比例看,双重上市后第1年业绩上升 ( $F'_1 > F'_0$ ) 的有23家,占比54.8%;以  $F'_1$  为基础,上市第2年业绩上升 ( $F'_2 > F'_1$ ) 的有16家,占比43.2%;第3年和第4年业绩上升的公司比重逐年降低到40.6%和28.1%。整体来看,双重上市公司的业绩在上市后第1年有所上升,其后逐年下降,并且随着时间的延长,业绩下降公司的比重逐年增加,综合业绩下降的趋势明显。

综合上面的分析可以看出,从长期看,双重上市公司回归A股(研究样本多数是先外后内完成上市的)后的业绩并没有得到提升。对资产收益率的分析结果表明,上市后第1年业绩明显下降,其后各年保持稳定;而多指标综合评价业绩的结果显示,除上市后第1年外,多数公司各年的业绩逐渐下降,并随着考察期的延长而下降幅度加大。至此,可以认为  $H_1$  未得到支持。

4.2 与对比样本的业绩比较

为了验证 H<sub>2</sub>, 本研究从横向考察双重上市公司业绩的变化。同样, 首先采用单指标进行分析。本研究对双重上市公司和对比公司的每一年的 ROA 进行配对样本 t 检验, 其结果如表 6 所示。

**表6 双重上市公司与单纯 A 股上市公司 ROA 配对 t 检验结果**  
**Table 6 Pairwise t-test Results of ROA between Dual-listed Companies and Pure A-stock Companies**

	均值	N	标准差	t 值	
PT <sub>1</sub>	D <sub>0</sub> _ROA	0.099	41	0.049	-1.760*
	A <sub>0</sub> _ROA	0.117	41	0.060	
PT <sub>2</sub>	D <sub>1</sub> _ROA	0.030	44	0.045	-2.382**
	A <sub>1</sub> _ROA	0.047	44	0.033	
PT <sub>3</sub>	D <sub>2</sub> _ROA	0.038	32	0.061	-1.599
	A <sub>2</sub> _ROA	0.050	32	0.057	
PT <sub>4</sub>	D <sub>3</sub> _ROA	0.038	32	0.061	-1.027
	A <sub>3</sub> _ROA	0.041	32	0.063	
PT <sub>5</sub>	D <sub>4</sub> _ROA	0.041	32	0.063	-0.605
	A <sub>4</sub> _ROA	0.047	32	0.052	

注: 第 0 年双重上市公司青岛啤酒、广船国际、上海石化 3 家的数据缺失, 北人股份的对比公司鞍山一工数据缺失, 故配对样本数为 41 个; 第 1 年广船国际的对比公司数据缺失, 故配对样本为 44 个; 2006 年以前完成双重上市且在研究范围内的有 32 家公司, 故第 2 年、第 3 年和第 4 年的样本数为 32。D<sub>i</sub> 为双重上市公司在上市后第 i 年, i = 1, 2, 3, 4; A<sub>i</sub> 为纯 A 股上市配对公司在上市后第 i 年, i = 1, 2, 3, 4。\* 为在 10% 的显著性水平下显著。

从表 6 可以看出, 在上市后的每一个年度, 单纯 A 股上市公司的 ROA 均值都高于双重上市公司, 而且上市当年和上市第 1 年的差距在统计上是显著的。上市当年, 单纯 A 股上市公司的 ROA 均值为 0.117, 高于双重上市公司的 0.099, 并且这种差异在 10% 的显著性水平下是显著的。上市后第 1 年, 两组公司的 ROA 都有所下降, 但是单纯 A 股上市公司的 ROA 均值为 0.047, 仍高于双重上市公司的 0.030, 而且配对 t 检验的 t 值为 2.382, 这种差异在 5% 的显著性水平下也是显著的。其后 3 年, 单纯 A 股的 ROA 均值尽管没能通过显著性检验, 但都高于双重上市公司。

根据单指标 ROA 配对样本 t 检验的结果, 双重上市公司在 A 股上市当年和上市后第 1 年的业绩都低

于对照公司, 后 3 年也没有在业绩上超过单纯 A 股上市公司。根据这个结果, 可以认为双重上市公司的业绩是不如单纯 A 股上市公司的, 至少不比这些公司好。

由于会计指标仅能反映公司过去经营的状况, 不能很好地反映公司的增长潜力, 因此本研究采用托宾 Q 值代理公司业绩, 比较两组公司的长期发展潜力, 结果如表 7 所示。可以看出, 双重上市公司的托宾 Q 值远远低于单纯 A 股上市公司。42 家双重上市公司上市当年的托宾 Q 均值为 0.783, 而 42 家对照组的平均托宾 Q 值为 1.024, 前者明显低于后者, 配对 t 检验的 t 值为 -3.217, 这种差异在 5% 的显著性水平下是显著的; 同样, 在上市后第 1 年, 45 家双重上市公司的托宾 Q 均值为 0.785, 显著低于单纯 A 股上市公司的 1.096; 尽管对照组公司在上市第 2 年的托宾 Q 均值有所下降, 但仍然显著高于双重上市公司; 第 3 年和第 4 年也同样表现出相同的规律。由此可见, 在 A 股市场上, 双重上市公司的市场价值在上市后的各个时间段都远远低于其对照组公司。

**表7 双重上市公司与单纯 A 股上市公司托宾 Q 值配对 t 检验结果**  
**Table 7 Pairwise t-test Results of Tobin's Q between Dual-listed Companies and Pure A-stock Companies**

	均值	N	标准差	t 值	
PT <sub>1</sub>	D <sub>0</sub> _Q	0.783	42	0.343	-3.217**
	A <sub>0</sub> _Q	1.024	42	0.444	
PT <sub>2</sub>	D <sub>1</sub> _Q	0.785	45	0.321	-5.582**
	A <sub>1</sub> _Q	1.096	45	0.375	
PT <sub>3</sub>	D <sub>2</sub> _Q	0.728	37	0.245	-5.413**
	A <sub>2</sub> _Q	0.983	37	0.214	
PT <sub>4</sub>	D <sub>3</sub> _Q	0.708	32	0.224	-6.669**
	A <sub>3</sub> _Q	1.037	32	0.274	
PT <sub>5</sub>	D <sub>4</sub> _Q	0.720	32	0.234	-4.740**
	A <sub>4</sub> _Q	1.258	32	0.599	

利用主成分分析法计算单纯 A 股上市公司上市当年及其后 4 年的业绩得分, 分别以 S<sub>0</sub>、S<sub>1</sub>、S<sub>2</sub>、S<sub>3</sub> 和 S<sub>4</sub> 表示, 从 S<sub>1</sub> > S<sub>0</sub>、S<sub>2</sub> > S<sub>1</sub>、S<sub>3</sub> > S<sub>2</sub>、S<sub>4</sub> > S<sub>3</sub> 的数量和比例来分析单纯 A 股上市后公司业绩的变化, 相关统计结果见表 8。在 40 家第 0 年和第 1 年数据齐全的公司中, 有 19 家公司第 1 年的业绩得分高于上市当年, 占比 47.5%, 低于双重上市公司的 54.8%; 第 2

表8 单纯A股上市公司上市后综合业绩的变化  
Table 8 Change of Comprehensive Performance after Pure-listed on A-stock Market

年份	样本数	$S_1 > S_0$	$S_2 > S_1$	$S_3 > S_2$	$S_4 > S_3$
0	40				
1	44	$19(\frac{19}{40} = 47.5\%)$			
2	39		$19(\frac{19}{38} = 50\%)$		
3	32			$13(\frac{13}{32} = 40.6\%)$	
4	32				$14(\frac{14}{32} = 43.8\%)$

注:鞍山一工、山西汾酒、穗浪奇A、厦工股份和厦门汽车第0年数据缺失,故第0年样本数为40;厦门汽车第1年数据缺失,故第1年样本数为44,其后各年样本数的减少是由于公司上市时间较晚所导致的。由于第1年要与第0年做比较,故样本数为40。厦门汽车第1年数据缺失,第2年的数据是齐全的,故比较 $S_2$ 和 $S_1$ 时的样本数是38而不是39。

表9 双重上市与单纯A股上市公司综合业绩变化的配对t检验  
Table 9 Pairwise t-test Results of Comprehensive Performance between Dual-listed Companies and Pure A-stock Companies

		成对差分				t	df	p值(双侧)
		均值	标准差	差分的95%置信区间				
				下限	上限			
PT <sub>1</sub>	$D_0-A_0$	-0.035	0.774	-0.283	0.212	-0.289	39	0.774
PT <sub>2</sub>	$D_1-A_1$	-0.012	0.772	-0.246	0.223	-0.099	43	0.922
PT <sub>3</sub>	$D_2-A_2$	-0.005	0.815	-0.270	0.259	-0.042	38	0.966
PT <sub>4</sub>	$D_3-A_3$	-0.026	0.756	-0.299	0.246	-0.197	31	0.845
PT <sub>5</sub>	$D_4-A_4$	-0.021	0.708	-0.276	0.234	-0.168	31	0.868

年业绩上升的公司比重为50%,高于双重上市的公司43.2%;其后各年均是业绩下降者居多,但是比例相对稳定,考察期的最后一年单纯A股上市公司业绩上升的为14家,占比43.8%,远远高于双重上市公司的28.1%。因此,单纯A股上市公司综合业绩变化的趋势和双重上市公司在前两年表现出相反的趋势,其后各年的趋势大体相同,只是没有双重上市公司业绩的变化那么激烈。

最后,本研究对双重上市公司和单纯A股上市公司的业绩变化进行比较,检验两组样本各年度之间的数据是否存在统计上的显著性差异,为此对不同年度得分进行配对t检验,结果如表9所示。

检验结果表明,虽然双重上市公司各年的得分均值都低于单纯A股上市公司,但是5组配对差分的双侧t检验的p值都很高,分别为0.774、0.922、

0.966、0.845和0.868,说明5组数据都没有明显的差异。由此看来,双重上市公司与对照组公司上市各年的综合业绩均值没有明显的差异。因此,在业绩的改善上,双重上市并没有表现出相对于单纯A股上市的优势。

通过与单纯A股上市公司的对比发现,双重上市公司在单指标的比较上明显不如单纯A股上市公司,即使是综合业绩的对比也没有表现出优势。至此,可以认为 $H_2$ 也没有得到支持。

## 5 讨论

在已有研究中可以看到,学者们提出双重上市带给公司各种积极作用,这些积极作用理应会带来公司业绩的提高。然而本研究的实证分析表明,整体而言,公司在双重上市后并没有带来业绩的提高,

而且双重上市公司业绩甚至劣于单纯A股上市公司,本研究提出的 $H_1$ 和 $H_2$ 均没有获得支持。本研究的研究结果与潘越的结果相同,潘越发现,A+H公司在双重上市前的业绩明显高于对照组公司业绩,但在双重上市后则迅速下滑,两组公司的业绩差距迅速缩小<sup>[33]</sup>。中国双重上市公司没有发挥出积极效应的原因可以通过回顾中国公司双重上市的制度背景来加以解释,并结合这种制度背景分析现有文献提出的各种积极作用的有效性。

### 5.1 中国公司双重上市的制度背景

在1998年以前,双重上市主要受中国国有企业改革政策的推动,政府有选择的将一些优质公司推到H股市场,同时鼓励这些公司回到A股市场公开发行并上市。从1998年开始,受国内外宏观经济环境的影响,国家对境外上市公司返回A股市场双重上市的政策有所变化。1998年3月17日,中国证监会颁布“一企一股”政策,原则上发行B股或H股的企业不再发行A股,发行A股的企业不再发行B股或H股。但是,1997年下半年~2000年期间,H股市场长期处于低迷状态,发行H股的公司境外再融资能力深受影响,因此“一企一股”政策遭搁置。2000年4月中国证监会颁布《上市公司向社会公开募集资金股份暂行办法》,鼓励绩优H股公司发行A股,但在境外上市公司迅速回归的同时,对其扩容提速的质疑也接踵而来。在此情况下,中国证监会对境外上市公司双重上市的态度转变为观望状态,从2003年起境外上市公司回归的速度减缓。2005年4月底之后,中国开始进行股权分置改革,为配合改革,A股市场公开发行并上市和再融资于5月份之后原则上不再进行。伴随着股权分置的顺利进行和基本完成,2006年5月7日,中国证监会颁布《上市公司证券发行管理办法》并于次日全面实施,中国A股上市重新开闸。2006年9月17日,中国证监会通过《证券发行与承销管理办法》,自2006年9月19日开始实施。至此,A股市场公开发行并上市和再融资的规则基本定型,并与国际规则进一步接轨。A股重新开闸后,先有中国银行H股回归A股,接着中国国航也回归A股。但具有划时代意义的则是中国工商银行于2006年10月发动A股和H股同步公开发行并于10月27日同步上市,创下了全球资本市场最大规模公开发行并上市纪录。这些大公司的双重公开发行和上市行为促使更多的境外公司回归A股,并在2007年形成A股回归的历史高峰。

在上述制度背景下,潘越从经营不当、利润操纵、代理问题3个方面解释双重上市后公司业绩下滑的现象<sup>[33]</sup>。但本研究更倾向于从现有文献提出的各种双重上市的积极作用出发,考察这些积极作用在中国制度背景下能否得到有效的发挥。前文曾指出,这些积极作用包括市场互动、投资者反应、竞争者反应、融资约束和公司治理。

### 5.2 双重上市积极效应的弱有效性

从市场互动看,中国股票市场存在A股、B股、H

股3类市场,而这3类市场存在着严重的市场分割<sup>[34]</sup>,虽然至今境内投资者已经可以投资于B股,但仍然不能自由投资于H股,酝酿已久的港股直通车也仅仅处于试点状态。这种市场分割使双重上市公司的股票在A股市场和H股市场的价格长期存在差异,形成A股溢价,中国投资者未能通过投资于H股市场来分散风险。市场分割也使股票流动性并未像学者们指出的那样随着双重上市而得到增强,而是A股市场和H股市场相对独立(尽管也存在互动)。此外,市场互动理论指出的双重上市使流动性增强,一般适用于先在发展中国家上市,后在美国等发达国家上市。但中国的双重上市路径则相反,截至2008年底的58家A+H公司中,有50家是先H后A双重上市,占总样本的86%。如果说H股市场的流动性高于A股市场,那么这些公司的整体流动性将被削弱。因此,市场互动理论揭示的好处在中国A+H公司身上大打折扣。

从投资者反应看,由于A股市场和H股市场分割,境内投资者和境外投资者相对独立,两类投资者之间的信息沟通非常缺乏。尽管整体而言投资者数量会随着双重上市而增加,但由于多数公司属于先H后A双重上市,而在相当长的时间内,尤其是在20世纪90年代,境外投资者对中国上市公司(包括海外上市公司)并不认可,即便中国公司具有政策垄断地位也未能获得境外投资者的认可,一个典型的例子就是中海油1999年境外公开发行并上市的天折。而H股公司在境外的再融资困境也说明了这一点<sup>[33]</sup>。因此,真正认可这类公司的仍然是境内投资者,这一点从先H后A双重上市公司的A股溢价即可得到证明。此外,投资者反应理论表明,双重上市使控制权私人收益降低,这主要是针对先在发展中国家上市后在美国等发达国家上市的公司而言。但中国公司从H股市场回归A股市场似乎传递了相反信息,导致原有的投资者提高了投资的要求收益率,从而提高了权益资本成本。因此,投资者反应理论所预期的好处似乎也难以在A+H公司身上得到实现。

从竞争者反应看,一方面,A+H公司的主要经营收入来源仍然是中国,因此这些公司的双重上市对于境外公司尚未形成足够压力;另一方面,A+H公司在中国国内大多处于行业领先地位,甚至是国有控股的垄断超级大公司,如中国石油、中国石化、中国神华等,因此这些公司是否双重上市对于境内竞争对手而言是无所谓的,这些竞争对手始终处于被动和劣势地位,当然双重上市将会使其更加被动和更处于劣势。但A+H所导致的竞争对手被动性能否转换成A+H公司市场份额的显著提高,目前的研究没有发现足够的证据证明。

从融资约束看,由于融资能够获得更多的货币资金,因此公司的投资-现金流敏感性总是降低的。但问题不在于敏感性是否降低,而在于募集的这些庞大资金是否具有足够的投资收益率。如果这些公



司确实因为存在良好的投资项目但缺乏相应的投资资金从而发行股票,则募集资金的使用效率较高;如果没有良好的项目而仅仅为融资而融资,这些公司不免给人以圈钱的嫌疑。第一家A+H双重上市公司青岛啤酒1993年在香港上市后,募集的大量资金被存在银行获取利息收入,1994年更发生了资金投向、委托贷款等负面事件。本研究并不认为这是偶然现象,因为青岛啤酒对于双重上市公司而言具有示范和榜样作用,如果连榜样都存在这种问题,那么有理由猜测其他公司更可能存在类似的问题,如科龙、东方航空的违规操作。尽管2007年形成H股公司回归A股的历史高峰,但当时的两个特殊背景值得注意。一个是舆论背景,2006年3月在十届全国人大四次会议上,纪宝成呼吁中国优质公司应该回归A股以避免中国资本市场的空心化和边缘化,避免境内投资者无法分享其改革成果,这一提议在全国引起巨大反响;另一个是牛市背景,2007年中国股市急速上涨,并于2007年10月16日创下历史最高点6124.04点,在该年度即便以较高的价格回归A股都能获得一级市场认购。在这两个背景下,H股回归A股可能是对社会乃至中国证监会的号召的响应,也可能是因A股市场千载难逢的大牛市而回归,还有可能是为了突破在H股市场所面临的融资约束而回归。根据潘越等的研究,后两者的可能性很大<sup>[35,36]</sup>。因此,尽管所募集的庞大资金缓解了融资约束,但A+H双重上市并非投资导向型,由于缺乏良好项目的支撑,其业绩的下滑将不可避免。

从公司治理看,双重上市能改善公司治理应该是值得肯定的,但不能解决这些公司一股独大的弊端。几乎所有的A+H公司都是国有控股,而境外发行的股份又仅占总股本的一小部分,因此即便引进境外投资者,也难以对A+H公司的一股独大所导致的弊端形成足够的影响和带来足够的改善。

根据上述分析可以认为,双重上市理论揭示的诸多积极效应存在弱有效性,很难在中国A+H公司身上得以实现,A+H公司在H股市场上市以及回归A股也许并非出于其寻求或加强竞争优势的战略意图,而更多的是响应政府号召或是择时融资的结果。在这些动机的引导下,A+H公司在募集庞大的资金之后,其业绩没有随之改善也在预料之中。

## 6 结论和政策建议

本研究从纵向和横向两个视角,用单指标和综合指标两种比较方法,对2007年以前完成A+H双重上市的45家非金融类公司在A股上市后的业绩变化进行实证研究。在单指标上,本研究分别采用ROA和托宾Q度量公司业绩,并对双重上市公司上市后各年间的业绩进行配对t检验;在综合指标上,本研究采用主成分分析法将11个财务指标压缩为一个综合指标,计算出双重上市公司各年度的综合业绩,并比较每一家公司各年的业绩变化。从单指标和综合指标的纵向比较发现,整体而言,双重上市并

不能提高公司业绩。本研究继而为每一家双重上市公司按照一定规则选取单纯A股上市公司作为对照,同样采取单指标和综合指标进行横向比较。结果表明,双重上市第1年的ROA明显低于对照组,双重上市后各年的综合业绩均值也没有表现出显著优势;而从托宾Q值看,双重上市公司明显不如对照组。因此,本研究的两个研究假设均未获得支持。

本研究的两个研究假设均建立在海外研究提出的市场互动、投资者反应、竞争者反应、融资约束、公司治理等双重上市的积极效应的基础之上,因此本研究基于中国的制度背景对双重上市积极效应的有效性进行分析,结果表明,中国存在市场分割、投资者分割、行业垄断、政策导向、国有控股等不利于发挥双重上市积极效应的因素。为此,本研究提出如下政策建议。①在资本市场发展方面,中国应继续向一体化、全球化方向前进,推动A股市场、H股市场乃至其他国外股票市场的技术合作、信息交流和平台共享,降低由交易成本、信息成本、法律限制所导致的市场分割程度。市场互动机制的发挥需要作为市场主体的上市公司能够同时在多个市场挂牌上市,目前中国的市场制度虽能允许H股公司回归A股上市,但对于在纽约、伦敦、新加坡等国外上市的中国公司,回归A股市场仍存在制度障碍。当前的一个主要任务是加快上海股票市场国际板的建立和运行,首先允许红筹股回归A股,然后逐步允许境外公司到A股上市,实现交叉上市的真正含义,即中国公司可以到外国上市,外国公司也可以到中国上市。②在投资者方面,应推动境内外投资者的融合。中国目前的B股市场已被边缘化,境内外投资者对B股的热情均不高。境外投资者可以通过香港、纽约等市场投资于中国公司,境内投资者却没有渠道投资于这些境外上市公司,因此应该增加境内投资者投资境外股票的途径。当前较为切实的一个策略是深化港股直通车试点改革,以此为基础,逐步拓宽中国境内个人和机构对境外上市公司(包括北美、欧洲等地区)的投资渠道。③在竞争者方面,中国公司应继续向市场化改革方向发展。在允许私人资本介入的领域,可让其自由竞争;在不允许私人资本涉足的垄断行业,可以通过设立3家以上势均力敌的公司以形成一定的竞争格局。④在融资方面,应加强对公司募集资金投向的事前审核和事后监督。融资主要源于项目投资的资本需求,如果没有良好的项目而欺诈性圈钱,只会浪费社会资源,损害投资者利益。⑤在公司治理方面,应努力克服一股独大的弊端。可以通过深化公司法、证券法、会计法等改革,优化股权结构,加强上市公司信息披露,增加中小投资者的保护力度,最终形成对控股股东的有效制衡。

## 参考文献:

- [1] 覃家琦. 跨境多重上市与公司价值关系研究综述[J]. 证券市场导报, 2008(9): 16-22.  
Qin J Q. A Survey of the Relationship between

- Cross-Border Multiple Listings and Corporate Value [J]. *Securities Market Herald*, 2008(9):16-22. (in Chinese)
- [2] Stapleton R C, Subrahmanyam M G. Market Imperfections, Capital Market Equilibrium and Corporation Finance [J]. *The Journal of Finance*, 1977, 32(2):307-319.
- [3] Abdallah A A N, Ioannidis C. Why Do Firms Cross-list? International Evidence from the US Market [J]. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2010, 50(2):202-213.
- [4] Valero M, Lee H W, Cai K N. Cross-Listing Pursuit of Unseasoned Foreign Firms after Going Public in the U. S. [J]. *Journal of Business Research*, 2009, 62(8):797-804.
- [5] Silva A C, Chavez G A. Cross-listing and Liquidity in Emerging Market Stocks [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2008, 32(3):420-433.
- [6] Berkman H, Nguyen N H. Domestic Liquidity and Cross-listing in the United States [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2010, 34(6):1139-1151.
- [7] Merton R C. A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information [J]. *The Journal of Finance*, 1987, 42(3):483-510.
- [8] Foester S R, Karolyi G A. The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the United States [J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54(3):981-1013.
- [9] Baker H K, Nofsinger J R, Weaver D G. International Cross-listing and Visibility [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2002, 37(3):495-521.
- [10] King M R, Segal D. The Long-Term Effects of Cross-Listing, Investor Recognition, and Ownership Structure on Valuation [J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(6):2393-2421.
- [11] Barzuza M. Lemon Signaling in Cross-Listing [R]. Virginia: University of Virginia, 2007.
- [12] Vaaler P M, Schrage B N. Legal System and Rule of Law Effects on US Cross-Listing to Bond by Emerging-Market Firms [R]. Urbana-Champaign: University of Illinois at Urbana-Champaign, 2006.
- [13] Königsgruber R. An Economic Analysis of Cross-Listing Decisions and Their Impact on Earnings Quality [J]. *Schmalenbach Business Review*, 2009, 61(3):310-330.
- [14] Bradford B M, Martin A D, Whyte A M. Competitive and Information Effects of Cross-border Stock Listings [J]. *Journal of Financial Research*, 2002, 25(3):399-413.
- [15] Melvin M, Valero-Tonone M. The Effects of International Cross-Listing on Rival Firms [C] // AFA 2004 San Diego Meetings, 2004.
- [16] Melvin M, Valero-Tonone M. The Dark Side of International Cross-Listing: Effects on Rival Firms at Home [J]. *European Financial Management*, 2009, 15(1):66-91.
- [17] Fazzari S, Hubbard R G, Petersen B C. Financing Constraints and Corporate Investment [J]. *Bookings Paper on Economic Activity*, 1988, 19(1):141-206.
- [18] Kaplan S, Zingales L. Do Financing Constraints Explain Why Investment Is Correlated with Cash Flow? [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112(1):169-215.
- [19] Pagano M, Röel A A, Zechner J. The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad? [J]. *The Journal of Finance*, 2002, 57(6):2651-2694.
- [20] Lins K V, Strickland D, Zenner M. Do Non-U. S. Firms Issue Equity on U. S. Stock Exchange to Relax Capital Constraints? [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2005, 40(1):109-133.
- [21] Benos E, Weisbach M S. Private Benefits and Cross-Listings in the United States [J]. *Emerging Markets Review*, 2004, 5(2):217-240.
- [22] Abdallah W, Goergen M. Does Corporate Control Determine the Cross-listing Location? [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2008, 14(3):183-199.
- [23] Abdallah W, Goergen M. The Impact of a Cross-listing on Dividend Policy [J]. *International Journal of Corporate Governance*, 2008, 1(1):49-72.
- [24] Doidge C. U. S. Cross-Listings and the Private Benefits of Control: Evidence from Dual-Class Firms [J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 72(3):519-553.
- [25] O'Connor T G. Cross-Listing in the U. S. and Domestic Investor Protection [J]. *The Quarterly Review of Economics & Finance*, 2006, 46(3):413-436.
- [26] Doidge C, Karolyi G A, Lins K V, Miller D P, Stulz R M. Private Benefits of Control, Ownership, and the Cross-Listing Decision [J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64(1):425-466.
- [27] Ayyagari M, Doidge C. Does Cross-listing Facilitate Changes in Corporate Ownership and Control? [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2010, 34(1):208-223.
- [28] Lang M H, Lins K V, Miller D P. 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(2):317-345.
- [29] Crawford S S. What's Driving Cross-Listing Effects? An Analysis of Analyst Coverage Surrounding International Cross Listings [R]. Chicago: University of

- Chicago, 2007.
- [30] Wójcik D, Clark G L, Bauer R. Corporate Governance and Cross-Listing: Evidence from European Companies [R]. Maastricht, Netherlands: Maastricht University, 2005.
- [31] Licht A N. Cross-Listing and Corporate Governance: Bonding or Avoiding? [J]. Corporate Ownership & Control, 2004, 1(4): 36-48.
- [32] Fresard L, Salva C. Does Cross-Listing in the U. S. Really Improve Corporate Governance?: Evidence from the Value of Corporate Liquidity [R]. Neuchatel, Switzerland: University of Neuchatel, 2007.
- [33] 潘越. 中国公司双重上市行为研究 [M]. 北京: 北京大学出版社, 2007: 152-173.  
Pan Y. A Study on the Dual Listing in China [M]. Beijing: Beijing University Press, 2007: 152-173. (in Chinese)
- [34] 刘昕. 中国股票市场分割的根源分析 [J]. 南开管理评论, 2004, 7(5): 19-23.  
Liu X. An Analysis on the Separation of China's Stock Market [J]. Nankai Business Review, 2004, 7(5): 19-23. (in Chinese)
- [35] 潘越. 双重上市与市场择时 [J]. 厦门大学学报 (哲学社会科学版), 2008(4): 34-41.  
Pan Y. Dual-listing and Market Timing [J]. Journal of Xiamen University (Philosophy Society Science Edition), 2008(4): 34-41. (in Chinese)
- [36] 潘越, 戴亦一. 双重上市与融资约束 [J]. 中国工业经济, 2008(5): 139-149.  
Pan Y, Dai Y Y. Dual-listing and Financing Constraints [J]. Industry Economy of China, 2008(5): 139-149. (in Chinese)

## Relationship between A + H Dual-listing and Corporate Performance

QIN Jia-qi, LIU Jian-ming

Business School, Nankai University, Tianjin 300071, China

**Abstract:** The study is focused on the performance change of China's 45 non-financial companies, which were dual-listed both on A stock market and H stock market before 2007. We used both single indicator (*ROA* and *Tobin Q*) and comprehensive indicator (using principal component analysis) from the vertical and horizontal dimensions. The result of vertical comparison shows that the performance of dual-listed companies is not improved overall. We selected a pure A-share listed company as the control sample for each dual-listed company to make comparable study. The results show that *ROA* of the dual-listed companies is significantly lower than the compared group, and the comprehensive performance after dual-listing has no significant advantage. As to *Tobin Q*, dual-listed companies are apparently not as good as the compared group. This paper argues that the positive role of dual-listing is hard to play in the special background of China and then the dual-listed companies' performance can not be improved.

**Keywords:** dual-listing; corporate performance; single variable analysis; principal component analysis

**Received Date:** January 14<sup>th</sup>, 2010      **Accepted Date:** May 26<sup>th</sup>, 2010

**Funded Project:** Supported by the National Natural Science Foundation of China (70902048), the Youth Foundation of MOE in Humanities & Social Sciences Foundation (09YJC630134) and Foundation of Asia Research Center of Nankai University (AS0914)

**Biography:** Dr. QIN Jia-qi, a Guangxi Liuzhou native (1977 -), graduated from Nankai University and is an associate professor in the Business School at Nankai University. His research interests include corporate finance, capital markets, etc. E-mail: qjq326@yahoo.com.cn □