第 37 卷 第 2 期
2011 年 2 月
财经研究
Journal of Finance and Economics
Vol. 37 No. 2
Feb. 2011

我国证券交易所获取外国上市资源的竞争能力分析*

李开秀,龚仰树
(上海财经大学 金融学院,上海 200433)

摘　要:境外公司境内上市是我国股票市场国际化发展和建立国际金融中心的必然要求。为了分析我国证券交易所获取外国上市资源的竞争能力,文章运用证券交易所竞争能力的影响因素建立实证模型,并以此预测我国证券交易所争夺境外上市资源的竞争能力。根据我国当前宏观环境和证券交易所条件等预测发现,平均可容纳 49 家外国公司到我国证券交易所上市,最多可容纳 322 家境外公司,接近在纳斯达克上市的外国公司数量。

关键词:外国公司;境内上市;竞争能力

中图分类号:F830.91　　**文献标识码:**A　**文章编号:**1001-9952(2011)02-0017-11

一、引　言

各国证券交易所对境外上市资源的竞争愈演愈烈,竞争新增境外公司的能力也在不断变化。从 20 世纪 90 年代到 2008 年,在全球跨境上市公司年新增规模中,美国所占比重由 50%下降至 10%,墨西哥、新加坡和英国等国的份额大幅度提升,[①] 而我国至今尚未开放境外公司境内上市。在全球金融危机的背景下,我国开始建设上海国际金融中心,而在国际金融中心的竞争中,股票交易所是最重要的部分。[②] 因此,研究我国证券交易所获取外国上市资源的竞争能力,对我国证券交易所的国际化和上海国际金融中心的建设都具有重要的现实意义。

国外学者对交易所竞争能力的研究主要集中于其影响因素。Huddart 等(1999)通过建立理论模型推导发现,竞争中获胜者是信息披露程度高且交易成本低的交易所。Pagano 等(1999,2002)从公司的角度实证分析了 1986－1997 年间欧美主要交易所跨境上市公司选择交易所的原因,认为交易费用水

收稿日期:2010-06-13

基金项目:国家自然科学基金项目(70873080)

作者简介:李开秀(1976－),女,四川达州人,上海财经大学金融学院博士研究生;
龚仰树(1958－),男,江苏武进人,上海财经大学金融学院教授,博士生导师。

平是这些交易所获取上市资源能力的主要决定因素。Dodge等(2009)则从上市公司角度分析了伦敦交易所与美国主要交易所竞争能力变化的原因,认为在美国上市的外国公司的减少是由于上市公司特征发生了变化。还有学者发现交易机制(Foucault等,2004)和声誉以及交易所中机构投资者规模(Chemmanur等,2006)也会影响交易所的竞争能力。

与国外相比,国内对交易所竞争能力的研究文献很少。在有限的研究中,施东晖(2002)认为交易所的核心竞争力在于通过低交易成本和市场连接性引发正反馈效应;傅浩等(2006)通过采用对影响交易竞争能力各因素打分的方法发现,上交所的国际竞争力不仅低于欧美发达国家的主要交易所,也低于印度孟买交易所与中国香港交易所。

我们认为,虽然国内外的相关研究提供了良好的研究基础,但从现有文献看尚有以下不足:首先,有些研究仅是理论分析,没有建立理论模型和实证模型(施东晖,2002;傅浩等,2006);其次,有些学者虽然建立了理论模型,但未进行实证检验(Huddart等,1999);最后,多数学者只是从上市公司的角度分析个别或部分发达国家或发展中国家交易所竞争能力的影响因素。鉴于此,本文从交易所的角度建立一个综合多因素实证模型,利用欧美发达国家和亚、非、拉国家主要交易所的数据,分析了影响交易所竞争能力的主要因素,在此基础上预测我国证券交易所获取外国上市资源的能力,并提出提高我国交易所国际竞争能力的建议。

二、影响交易所竞争能力的因素

影响交易所竞争能力的因素很多,施东晖(2002)认为影响交易所核心竞争力的因素包括环境、产品、整合、治理和系统五个层面,具体涉及法律、公司治理、信息披露标准和交易所治理机制等多方面。Pagano等(2001)认为影响交易所成功获取跨国上市公司的因素主要包括两个方面,一是交易所特征,即市场流动性、股市规模和公司管理层的从众心理等;二是国家特征,即会计标准、法律变量和文化相似性等。

本文的研究目的是运用影响交易所竞争能力的因素建立实证模型,然后预测我国证券交易所在获取外国上市资源方面的能力,并寻找提升我国交易所竞争能力的方案;因此,在分析交易所对外国公司的竞争能力时,根据变量的可量化性与数据的可获得性,首先综合了已有研究的观点,认为影响交易所竞争能力的因素主要包括交易所特征与国家宏观环境特征,具体包括交易机制、市场规模、流动性、法律制度、会计制度、信息披露要求、金融服务质量和文化相似性等;其次,在交易所特征方面增加了投资者规模和上市费用两个变量,在国家宏观环境特征方面增加了国家经济发展状况、投资者保护与地理位置三个变量。对各因素的分析如下:

1. 证券交易所特征。反映交易所特征的因素很多。Foucault 等(2004)认为交易制度是证券交易所产生区别的根源,因此,交易制度是影响交易所竞争能力的首要因素。根据 Merton(1987)、Brennan 等(1996)以及 Huddart 等(1999)等的研究,市场规模、上市费用与交易成本、流动性和投资者规模也是影响交易所竞争力的重要因素。因此,本文选择这五个最能反映交易所特征的因素,其中市场规模、流动性、投资者规模与交易所的竞争能力成正比,上市费用、交易成本与交易所竞争能力成反比。

2. 国家宏观环境特征。(1)法律背景与信息披露制度。Coffee(1999,2002)与 Stulz(1999)认为,严格的法制环境、上市要求与信息披露等能提高上市公司的治理水平,更好地保护投资者的合法利益;在法制环境严格的交易所上市显示公司具有良好的治理结构。Reese 等(2002)支持这一观点,但 Siegel(2005)等却不支持。一般而言,严厉的法律与信息披露制度,一方面能改善公司治理、保护投资者合法利益和扩大投资者规模,另一方面又限制了上市公司控股股东或管理层对公司的控制权,因而上市公司在选择交易所时会做出权衡。这种权衡使法律与制度的严厉程度存在最优上限,在上限内,提高法律制度的严厉程度将提升交易所的竞争能力。我们认为,法律背景与信息披露制度一般处于最优上限以内,如果越过最优上限,由于交易所竞争能力的下降促使其回归最优上限以内。如 20 世纪 90 年代以来,各交易所的激烈竞争促使各国修改相关法律制度。美国在 2002 年推出了 Sarbanes-Oxley Act,提高了上市要求,导致许多在美国上市的外国公司退市,2007 年又颁布临时降低上市标准的条例。因此,我们认为,法律与信息披露制度一般在最优上限以内,且与交易所的竞争能力成正比。(2)经济发展状况。Saudagaran(1988)认为国外销售额越大的企业越有可能到国外上市。Bancel 等(2001)发现商业关系是跨国上市的主要原因。经济发展状况不仅影响投资、消费与国家风险,也影响交易所的竞争能力。(3)文化相似性与地理位置相近。Pagano 等(2001)认为文化的同质性是跨境上市的因素之一。Pagano 等(2002)发现各跨境上市公司有地域相近偏好。因此,交易所与拟跨境上市公司文化相似、地理位置相近有助于提高其竞争能力。(4)金融后续服务质量。跨境上市公司上市后面临信息持续披露和公司退市等后续金融活动,金融服务质量直接影响后续金融活动的成本与效率。Foerster 等(1999)通过对在美国上市的加拿大公司 CEO、CFO 的访谈发现,增加分析师的报道是其选择跨境上市的目的之一。因此,金融服务质量影响交易所的竞争能力,良好的服务质量可以提升交易所的竞争能力。

三、基本模型、变量度量与数据来源

(一)基本前提。跨境上市企业选择交易所时,首先涉及融通资金转移境外的问题。虽然目前仍有不少国家未实现外汇的自由兑换,但如果向境外公

司开放国内融资市场，则必须允许融通的资金能够自由兑换成外汇转出，因此本文的基本前提为：(1)境外公司融通的资金能自由兑换成外汇转出；(2)各交易所的硬件设施目前虽然存在一定差异，但可以通过设备的购买与引进等手段消除这种差异，由于其衡量也十分困难，所以本文假定各交易所具有相同的硬件技术设施。

(二)建立模型。本文采用非平衡面板数据的随机效应模型进行证券交易所竞争能力的分析。

$$y_{it}=x_{it}{}'\beta+(\alpha+u_i)+\varepsilon_{it} \tag{1}$$

其中，u_i 是第 i 个观测对象所特有的随机异质性，不随时间变化。

模型的干扰协方差矩阵是：

$$\Omega=\begin{pmatrix}\Sigma & 0 & \cdots & 0\\ 0 & \Sigma & \cdots & 0\\ \vdots & \vdots & & \vdots\\ 0 & 0 & \cdots & \Sigma\end{pmatrix}=I_n\otimes\Sigma,\ \Sigma=\begin{pmatrix}\sigma_\varepsilon^2+\sigma_u^2 & \sigma_u^2 & \cdots & \sigma_u^2\\ \sigma_u^2 & \sigma_\varepsilon^2+\sigma_u^2 & \cdots & \sigma_u^2\\ \vdots & \vdots & & \vdots\\ \sigma_u^2 & \sigma_u^2 & \cdots & \sigma_\varepsilon^2+\sigma_u^2\end{pmatrix}$$

采用 GLS 方法估计影响因素的系数：

$$\hat{\beta}=\left(\sum_{i=1}^{n}X_i{}'\Omega_i^{-1}X_i\right)^{-1}\left(\sum_{i=1}^{n}X_i{}'\Omega_i^{-1}y_i\right) \tag{2}$$

关于中国证券交易所的竞争能力通过(3)式来估计：

$$\hat{y}_{china,t}=x_{china,t}{}'\hat{\beta}+\left(\alpha+\frac{T\sigma_\mu^2}{T\sigma_\mu^2+\sigma_\varepsilon^2}\hat{u}_{china}\right) \tag{3}$$

根据前面的分析，考虑各因素的影响，模型简化为：

$$\ln y_{it}=\alpha+\beta_1(COST_{it})+\beta_2 Ln(MAGD_{it})+\cdots+u_i+\varepsilon_{it} \tag{4}$$

(三)变量选择。模型中各变量指标的选取如下：

1. 交易所竞争能力 y 的衡量指标，本文采用各交易所跨境上市的外国公司数与在全球实现跨境上市的公司数的比例，即 y_{it}＝各交易所外国公司数/全球跨境上市数。

2. 衡量各影响因素的指标为：(1)交易制度。交易制度主要有三种：一是竞价方式，也称指令驱动系统；二是做市商制度，也称报价驱动系统，如纳斯达克；三是混合制度，它综合了前两种交易制度的优点。本文使用虚拟变量来反映交易机制。(2)市场规模。Dodge 等(2009)使用交易所每年最后一个交易日的市值与 GDP 的比值度量市场规模，本文也采用该指标，即市场规模＝MC/GDP。(3)上市成本。上市成本包括首次上市费用、上市年费和承销费用等。虽然承销费用在上市成本中占比很大，但竞争的加剧会导致承销费用趋同，且外国交易所承销费用的数据获取困难，所以采用首次上市费用与上市年费之和度量上市成本。(4)流动性。流动性的测度指标比较多，最常用的是交易量或换手率，本文以换手率作为替代指标。(5)投资

者规模。用交易所的投资者开户数衡量投资者规模比较好,但由于缺乏外国交易所的数据,因此参照 Chemmanur 等(2006)的观点,视机构投资者规模为影响交易所竞争能力的重要因素,本文选择机构投资者资产的对数作为替代指标。(6)法律背景、会计制度、信息披露要求和投资者保护。虽然世界上没有任何两个国家的法律是完全相似的,但学者根据法律的起源、背景和审判方法等将世界法律体系分为普通法法系和民法法系,因此本文也将法律体系分为这两种,数据采用 LLSV(1999)的结论。会计制度的完善程度难以测量,本文采用 LLSV(1998)的评价结果,如果某国没有该指标的评价结果,就获取该国交易所公布的年报,运用 LLSV(1998)所使用的评价方法来度量该国会计制度的完善程度。对信息披露要求与投资者保护的衡量很困难,本文选取了世界银行对其评价的指标值,范围为 0—10,值越大要求越严格,保护也越强。(7)经济发展状况。对于该指标,Sarkissian 等(2004)选用 GDP 的增长率,Reese 等(2002)则选用 GNP 的对数。本文选择 GDP 的增长率和国民总收入的对数。(8)金融后续服务质量。金融服务质量没有直接测量指标,一般认为如果一国参与金融服务的人员越多,竞争越激烈,服务水平就越高。所以本文采用的指标是:金融服务质量=某国金融行业从业人员总数/该国总人口数。(9)文化环境。尽管文化包含丰富的内容,代表变量众多,但 Weber(1978)等认为宗教是文化中最重要的部分。学者们在分析文化对经济金融发展的影响时也多采用宗教作为替代变量(Stulz 和 Williamson,2003)。因此,本文也采用宗教作为替代变量,将宗教分为天主教、伊斯兰教及其他,以该国主要人口的宗教信仰作为该国的文化类型。(10)地理位置。Saudagaran 等(1995)使用虚拟变量,即上市公司与交易所在同一区域取值为 1,否则为 0。由于本文样本交易所遍布全球,所以也采用虚拟变量,按洲分为三类:美洲及大洋洲、欧洲和亚非。

(四)数据来源。从数据的可得性与研究目的出发,本文选取了 1995—2008 年全球 37 个国家或地区 43 个主要证券交易所的数据作为样本,所选的证券交易所都是世界证券交易所联合会(WFE)的成员。在 43 个交易所中上市的外国公司总数在 14 年中平均占全球跨境上市公司数的 97.43%,每年新增跨境上市公司数占全球新增跨境上市公司数的 92.34 %。本文的数据来源于各国证券交易所、世界银行、世界证券交易所联合会(WFE)和 BVD 数据库等。各变量定义和数据来源如表 1 所示。

表 1 变量定义及数据来源

变量名	定义	数据来源	变量名	定义	数据来源
QDMK	交易所为做市商驱动制为 1,否则为 0	各交易所网站	LEGOR	法律背景虚拟变量,普通法取 1,民法取 0	LLSV(1999)
ODMK	交易所为指令驱动制为 1,否则为 0	各交易所网站	QUALY	金融机构人员占总人口比例	国际劳工组织

续表 1　变量定义及数据来源

变量名	定义	数据来源	变量名	定义	数据来源
COST	上市费用(包括首次上市费用与年费)	各交易所网站	INSIZE	机构投资者资产	OECD/各国统计网站
MAGD	交易所年末市值与GDP的比率	WFE/世界银行	ASAF	交易所位于亚洲或非洲	
TUOV	交易所的年换手率	WFE	EURO	交易所位于欧洲	
MUSLI	文化虚拟变量[3]	Stulz 等(2003)	GDPG	GDP 年增长率	世界银行/BVD
CHRIS	文化虚拟变量[4]		GIN	国民收入的对数	世界银行/BVD
ACCOUNT	会计制度	LLSV(1998)	CPI	通货膨胀率	BVD
DISCL	信息披露要求	世界银行	RATE	实际利率	BVD
INVPRE	投资者保护	世界银行	CRISK	国家风险	BVD

四、证券交易所竞争能力的实证分析

1. 随机效应检验与相关性分析。我们采用豪斯曼(Hausman,1978)随机效应检验方法。x^2 统计值为 42.43,P 值为 0.0000,因此,该模型具有随机效应。在对交易所竞争能力的影响因素进行相关性检验后发现,机构投资者规模、国民收入、法律背景、披露要求和会计制度都与交易所的竞争能力具有较强的正相关性;而上市成本、通货膨胀率和交易机制等与竞争能力存在较强的负相关性。另外,市盈率与因变量的相关系数只有 0.4%而被剔除。投资者保护和金融服务质量两个指标与法律背景的相关性较高,国家风险与机构投资者规模的相关性较高,所以这几个变量都被剔除。

2. 参数估计与敏感性分析。我们采用 GLS 方法得到了交易所竞争能力影响因素的参数估计值与检验值(见表 2)。表 2 中还列示了各变量的敏感性系数和实证模型的预测准确率。表 2 表明,交易所的市值规模和流动性以及宏观方面的文化环境和地理位置四个因素对交易所竞争能力的影响不显著。因此,显著影响交易所竞争能力的因素主要是微观条件方面的交易机制、上市成本和机构投资者规模三个变量以及宏观环境方面的法律背景、信息披露要求、GDP 增长率、通货膨胀率和实际利率五个变量。

表 2　参数估计与敏感性分析

	参与估计			敏感性分析	
yt	系数	标准差	P 值	弹性系数	标准差
QDMK	−1.5247	0.6025	0.011	−0.4349	0.1719
ODMK	−1.3034	0.6195	0.035	−0.4300	0.2044
COST	−2.6503	0.9397	0.005	−0.8227	0.2917
MAGD	0.1936	0.1323	0.143	0.1421	0.0971
TUOV	−0.0352	0.0268	0.189	−0.0425	0.0323
INSIZE	0.3674	0.1390	0.008	2.3174	0.8768
MUSLI	1.7817	2.0141	0.376	0.0367	0.0415
CHRIS	1.2931	1.3854	0.351	1.1598	1.2425
ASAF	−2.3694	2.0410	0.246	−0.1221	0.1052
EURO	−1.5515	0.9527	0.103	−1.0343	0.6351
LEGOR	−1.9368	0.9200	0.035	−0.6123	0.2909
DISCL	0.2949	0.1021	0.004	1.8452	0.6390
ACCOUNT	0.0357	0.0308	0.247	2.3938	2.0669
GDPG	−0.0373	0.0216	0.084	−0.1052	0.0608
GIN	0.2231	0.1988	0.262	0.9763	0.8700
CPI	−0.0346	0.0135	0.010	−0.1334	0.0519
RATE	−0.0174	0.0087	0.045	−0.0673	0.0336
_cons	−9.4970	2.2014	0.000		
sigma_u=1.1392　sigma_e=0.4979　rho=0.8396					
R^2:within = 0.2818 between= 0.7818 overall= 0.7437					
Wald $x^2(20)$ =159.10 P=0.0000 准确率=0.98					

对表 2 的解读如下:

(1)交易机制的两个变量系数均为负。这是由于做市商制度

与指令驱动制度各有优缺点,对交易所的竞争能力产生了显著的负向影响,而采用结合两者之长的混合制度的交易所则更具有竞争能力,如纽交所和伦敦交易所。但是交易机制的弹性系数绝对值都为 0.4,说明虽然交易机制是交易所产生区别的根源(Foucault 等,2004),但交易机制的改变对交易所吸引外国公司能力的提升作用并不很强。我们认为这主要是因为样本交易所的竞争十分激烈,交易机制差异引起的成本费用差异在其他方面得到了补偿,如与纽约交易所相比,纳斯达克具有较低的上市标准,从而降低了其上市成本。

交易所的上市成本、投资者的要求报酬率实际上构成了公司跨境上市的成本费用,与交易所竞争能力呈负向关系,并且上市成本的弹性系数高于交易机制,说明降低交易所的上市成本比转变交易机制更容易提升交易所的竞争能力。表 2 还表明,机构投资者规模对交易所竞争能力产生了显著的正向影响,并且从弹性系数可以看出,机构投资者规模每增加 1%,交易所的市场占有率就将增加 2.32%。因此,对于交易所的三个影响显著的微观因素来说,要提高交易所的竞争能力,首要的是大力发展壮大机构投资者,其次是降低交易所的上市成本,最后考虑交易机制向混合制方向转变。

(2)法律背景、信息披露制度和会计制度等重要的宏观变量对交易所竞争能力的影响较为复杂。具体来说,依据法律保证(legal bonding)理论和前文分析,法律背景应正向影响交易所的竞争能力;但分析发现,法律背景反向影响竞争能力,这一结果支持了 Siegel (2005)的结论,即法律过严降低了上市公司控股股东的控制权,增加了公司融资成本,从而降低了交易所对境外公司的吸引力,特别是在外部经济环境不稳定的情况下更为明显。一方面,因为这里的法律背景是对各国法律的起源与发展、审判方法和法律机构等法律环境的综合评价,即使其超过最优上界,由于其影响广泛而深远,回归过程也比较漫长,不如其他制度如信息披露制度等能迅速回归最优上界以内,所以会呈现负向关系;另一方面,我们也可从各国交易所的发展历程中找到证据,如美国 2002 年推出的 SOX 法案,致使在美国上市的公司减少,说明法律的严厉程度与交易所的竞争能力呈反向关系,要提高交易所的竞争能力,需要修改阻碍与限制境外公司上市的相关法律制度。在墨西哥交易所上市的外国公司的快速增加也可能是因为其法律背景较为宽松所致。因此,在样本区间,过严的法律降低了交易所的竞争能力。

信息披露制度和会计制度则是正向影响交易所的竞争能力。这个结果支持了 Doidge 等(2004)的观点,即在信息披露标准较高、会计制度完善的交易所上市能够降低投资者获取上市公司信息的成本。从敏感性分析也可以看出,信息披露要求的严厉程度提高 1%,交易所的竞争能力将提高 1.85 %。因此,在宏观上强化与完善信息披露制度将促使交易所的竞争能力快速提高。另外,表 2 也表明,模型对交易所间的信息反映了 78.18%,对整体信息捕获了 74.37%,从模型的预测检验看,其预测准确率为 98%。

3. 我国交易所竞争能力的预测分析。本文在95%的置信区间预测了我国沪深两家交易所在争取境外上市资源方面的竞争能力,如图1和图2所示。从图中可见,我国交易所争夺境外上市资源的能力是一个逐年提高的过程,从均值看沪深交易所基本相当,但两者竞争能力都比较低下。预测显示,2008年,上交所平均可占全球市场份额的0.79%,深交所平均可占0.78%,远远低于纳斯达克(10.8%)、纽约交易所(13.34%)和伦敦交易所(21.88%)等发达国家交易所的水平。这主要是因为与发达国家交易所相比,我国交易所的机构投资者规模太小,而且信息披露要求又低于欧美发达国家交易所。

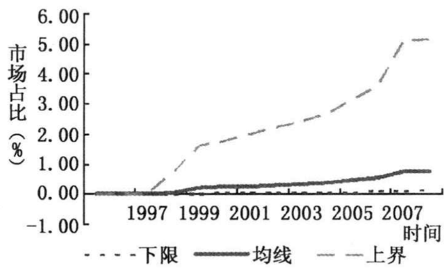

图1 上交所的市场占比预测

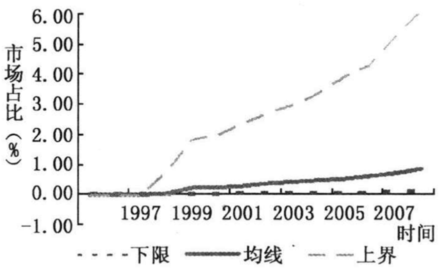

图2 深交所的市场占比预测

剔除影响不显著的变量后发现,深交所所占市场份额高于上交所,这是因为对我国两个交易所来说,差异主要在于上市成本因素。由于上交所的上市成本略高于深交所,因而,对我国交易所而言,降低交易所的上市成本有利于吸引境外上市资源。

预测分析还发现,在95%的置信水平下我国两个交易所2008年最多可占全球市场的8.15%,约为322家,这将超过新加坡交易所的上市外国公司数,接近纳斯达克交易所的水平。因此,我国交易所要达到上限,必须大力发展机构投资者、完善信息披露制度和降低上市成本。

五、结论与建议

本文采用随机效应模型分析了全球37个主要国家或地区的交易所,发现交易机制、上市成本、法律背景、信息披露要求和经济环境等对交易所竞争能力影响显著。如果我国交易所对外开放跨国公司上市业务,以2008年为准进行预测,最多能获得8%的市场份额。要进一步提高我国交易所竞争能力可采取如下措施:(1)发展机构投资者是提高交易所竞争能力的重要措施;(2)修改现有限制或阻碍境外公司境内上市的相关法律制度,进一步提高与完善信息披露制度;(3)降低交易所的交易成本与上市成本;(4)进一步完善交易所的交易机制,可考虑实行混合交易机制。

本文的不足表现在:一是文化环境指标的数据来源于Stulz等(2003),法律背景指标的数据来源于LLSV(1999),这两个指标都是虚拟变量,其值在1995

年至2008年间无变化,这虽对分析结论影响不大,但对两个变量是极大的简化;二是会计制度选用LLSV(1998)测算的结果,该变量在样本区间的变化会影响结论的准确性,但由于会计制度是向更准确地反映上市公司的生产经营情况的方向发展,且分析结论是正向影响,所以不改变结论。因此,我们认为后续研究一方面要准确度量各替代变量与简化变量,另一方面要研究如何促进机构投资者发展、如何完善信息披露制度等,以提升我国交易所的竞争能力。

* 本文还得到上海财经大学研究生创新基金项目(CXJJ-2008-321)的资助。

注释:

①根据世界交易所联盟(WFE)的数据资料整理而得。

②Laurenceson, Tang. Shanghai's development as an international financial center[J]. Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, 2005, 8(1): 147—166.

③信仰伊斯兰教的人口占全国人口的比例最大,该国文化背景为1,否则为0。

④信仰基督教的人口占全国人口的比例最大,该国文化背景为1,否则为0。

参考文献:

[1]傅浩,施东辉,鹿小楠.证券交易所国际竞争力比较研究[R].上海证券交易所研究报告,2006.

[2]施东晖.垄断与竞争:证券交易所变革的经济学分析[J].证券市场导报,2002,(2):4—12.

[3]Brennan M J, Subrahmanyam A. Market microstructure and asset pricing: On the compensation for illiquidity in stock returns[J]. Journal of Financial Economics, 1996, 41(3): 441—464.

[4]Chemmanur T J, P Fulghieri. Competition and cooperation among exchanges: A theory of cross-listing and endogenous listing standards [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 82(2): 455—489.

[5]Coffee J. The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications [J]. Northwestern University Law Review, 1999, 93(4): 641—708.

[6]Coffee J. Racing towards the top? The impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance[J]. Columbia Law Review, 2002, 102(7): 1757—1831.

[7]Doidge C. US cross-listings and the private benefits of control: Evidence from dual class firms [J]. Journal of Financial Economics, 2004, 72(3): 519—554.

[8]Doidge C, G A Karolyi, R Stulz. Has New York become less competitive than London in global markets? Evaluating foreign listing choices over time[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 91(3): 253—277.

[9]Foerster S R, G A Karolyi. The effects of market segmentation and investor recognition on asset prices: Evidence from foreign stocks listing in the United States [J]. Journal of Finance, 1999, 54(32): 981—1013.

[10]Foucault Thierry, Christine A Parlour. Competition for listing[J]. Rand Journal of Economic, 2004, 35(2): 329—355.

[11]Huddart S, Hughes J, Brunnermeier M. Disclosure requirements and stock exchange listing choice in an international context [J]. Journal of Accounting and Economics,

1999,26(1—3):237—269.

[12]La Porta Rafael,Florencio Lopez-de-Silanes,Andrei Shleifer,Robert W Vishny.Law and finance [J].Journal of Political Economy,1998,106(6):1113—1155.

[13]La Porta Rafael,Florencio Lopez-de-Silanes,Andrei Shleifer,Robert Vishny.The quality of government [J].Journal of Law,Economics & Organization,1999,15(1):222—279.

[14]Merton R C.Presidential address:A simple model of capital market equilibrium with incomplete information [J].Journal of Finance,1987,42(3):483—510.

[15]Pagano M,A A Roell,J Zechner.The geography of equity listing:Why do companies list abroad? [R].Universita degli Studi di Salerno,Working Paper,1999.

[16]Pagano M,O Randl,A A Roell,J Zechner.What makes stock exchanges succeed? Evidence from cross-listing decisions [J].European Economic Review,2001,45(4—6):770—782.

[17]Pagano M,A A Roell,J Zechner.The geography of equity listing:Why do companies list abroad? [J].Journal of Finance,2002,57(6):2651—2694.

[18]Reese W A J,M S Weisbach.Protection of minority shareholder interests,cross-listings in the United States,and subsequent equity offerings[J].Journal of Financial Economics,2002,66(1):65—104.

[19]Siegel Jordan I.Can foreign firms bond themselves effectively by renting U.S.securities laws? [J].Journal of Financial Economics,2005,75(2):319—359.

[20]Stulz René M.Globalization,corporate finance,and the cost of capital [J].Journal of Applied Corporate Finance,1999,12(3):8—25.

[21]Stulz René M,Rohan Williamson.Culture,openness,and finance [J].Journal of Financial Economics,2003,70(3):313—349.

[22]Weber Max.Economy and society[M].Berkeley:University of California Press,1978.

The Analysis on Stock Exchanges' Competitiveness of Attracting Foreign Companies in China

LI Kai-xiu, GONG Yang-shu

(*School of Finance*, *Shanghai University of Finance and Economics*, *Shanghai* 200433, *China*)

Abstract: To attract foreign companies listing in domestic markets is the necessary requirement of the internationalization of stock markets and the establishment of an international financial center in China.Using the influencing factors of stock exchanges' competitiveness, this paper establishes an empirical model to forecast stock exchanges' competitiveness of attracting foreign companies in China.The forecast based on current macro environment and the conditions of stock exchanges shows that (下转第 59 页)

Analysis on the Effect of Financial Stability on Economic Growth Based on the Data of Emerging Market Countries and Developed Countries

LIN Jue, YANG Rong-hai

(*School of International Business Administration, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai* 200433, *China*)

Abstract: Through a comparative analysis of the effect of financial stability on economic growth in emerging market countries and developed countries from 1994 to 2008, this paper shows that, as for emerging market countries, the increase in the proportion of external debt to GNP and the one of international reserves to external debt is not conducive to the maintenance of financial stability, leading to a decline in economic growth; however, the rise in the proportion of gross savings to GDP and the one of the volume of trade to GDP will promote financial stability and economic growth. As for developed countries, the rise in overseas investment in securities and bonds and real interest rate will ensure financial stability, thus promoting economic growth. The financial stability in a country is also influenced by international macroeconomic factors, so the reconstruction of international financial system is an important part to ensure financial stability of all members.

Key words: financial stability; economic growth; international financial system

(责任编辑　喜　雯)

(上接第 26 页)

stock exchanges in China could accommodate the listing needs of 49 foreign companies on average, and the ones of 322 foreign companies in the best case, which is close to the number of foreign companies listing in NASDAQ.

Key words: foreign company; domestic listing; competitiveness

(责任编辑　喜　雯)