

# 跨地上市公司具有较低的权益资本成本吗？

——基于“法与金融”的视角

肖 珉 沈艺峰

(厦门大学管理学院,福建厦门市 361005)

**摘 要:**根据“法与金融”理论,严格的投资者保护制度有助于降低公司的权益资本成本,本文以赴中国香港跨地上市后返回中国大陆发行 A 股的公司为研究对象,检验其是否因受制于更为严格的投资者保护制度而具有较低的权益资本成本。研究表明,在 A 股市场上,赴港跨地上市公司比其他公司的权益资本成本更低,跨地上市对权益资本成本具有降低作用,且这种降低作用与香港较为严格的投资者保护制度有关。

**关键词:**跨地上市;权益资本成本;投资者保护

**JEL 分类号:**G32;K22 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2008)10-0093-11

## 一、引 言

截至 2004 年,中国大陆总共有 71 家公司赴中国香港主板市场发行股票并挂牌上市,其中 29 家公司继跨地上市后又陆续返回中国大陆市场发行 A 股。大陆与香港的股票市场在投资者法律保护方面存在较大的差距,赴港跨地上市公司受到更为严格的法律法规约束。那么,在 A 股市场上,投资者是否愿意为已经在香港跨地上市的公司股票支付更高的价格,从而使这些公司具有较低的股权融资成本呢?本文从“法与金融”的角度出发,研究含 H 股的 A 股公司与其他 A 股公司在权益资本成本上存在的差异。

关于跨地上市与权益资本成本之间的关系,肖珉(2006)曾利用 A 股 IPO 数据进行配对比较,沈红波(2007)曾利用 2004 年的预期资本成本进行实证分析,受跨地上市公司为数较少和资本成本难以估算的限制,相关研究样本数量较少,难以展开深入的研究。本文在扩大研究样本的基础上进行更为深入的分析,着重回答三个问题:(1)赴港跨地上市公

收稿日期:2007-12-19

作者简介:肖珉(1971-),女,管理学博士,厦门大学管理学院助理教授。

沈艺峰(1963-),男,管理学博士,厦门大学管理学院教授,博士生导师。

本文为国家自然科学基金重点项目“公司财务管理若干基础问题研究”(项目资助批准号 70632001)的阶段性成果。作者感谢自然科学基金的资助,感谢匿名审稿人的意见与建议,文责自负。

司是否具有较低的权益资本成本;(2)跨地上市与权益资本成本之间的关系是否存在“自我选择”问题;(3)跨地上市与权益资本成本之间的关系是否与投资者保护有关。

## 二、文献述评

随着以 La Porta 等(1998)为代表的“法与金融”学术思潮的兴起,投资者保护与权益资本成本之间的关系成为相关研究关注的焦点之一。Himmelberg 等(2002)与 Hail 和 Leuz(2005)利用跨国横截面数据进行研究,认为投资者保护越好,权益资本成本越低;沈艺峰等(2005)从时间序列的角度展开分析,发现我国上市公司的权益资本成本随着投资者保护制度的发展而逐步下降;肖珉(2008)利用典型事件和我国一国之内的横截面数据进行检验,认为在投资者保护法律实施较好的地区,上市公司具有较低的权益资本成本。

近年来,跨地上市公司也成为“法与金融”研究的典型样本。Coffee(1999)和 Coffee(2002)提出“约束假说(Bonding Hypothesis)”,认为公司若处于投资者保护较弱的环境之中,可以通过跨地上市自愿地置身于更为严格的投资者保护制度之下,从而吸引本来不愿投资或者对股票价格大打折扣的投资者,正是这种对严格管制制度的主动选择使跨地上市公司得以用较低的成本筹集较多的权益资本。Stulz(1999)从信息不对称和代理问题的角度指出,公司治理对权益资本成本有着至关重要的影响,跨地上市可以通过改善法律制度和信息披露规范等形式的公司治理机制而降低权益资本成本。Hail 和 Leuz(2005)把跨地上市引起的公司价值变化分解为权益资本成本效应和现金流量效应,他们的实证检验表明,在控制现金流量效应之后,跨地上市公司的权益资本成本仍然显著降低,其中,受管制最严格的上市公司权益资本成本下降幅度最大。

## 三、研究目标与研究假设

我国大陆股票市场发展较晚,投资者保护法律法规体系处于建设和完善之中,有法不依、执法不严的问题仍然存在,由于长期以来主要依赖政策指导和调节社会行为及社会关系,整个社会尚未普遍认同法律至上观念和形成真正的法治意识。相比之下,我国香港地区拥有普通法渊源下高度完善的投资者保护立法,上市公司的信息披露和公司治理更加严格,投资者保护法律的实施行之有效,司法体系完全独立于政府和立法机关,产权得到充分的尊重和保护,形成了高水准的法律实施环境。我国大陆和香港分处不同的法域,根据 Allen 等(2005)关于投资者保护指标的统计,2000 年大陆的抗董事指数为 3、“实质法治”为 5、“腐败程度”为 2,而 1998 年香港的这三项指数就分别达到了 5、8.22 和 8.52,可见,两地在投资者保护的立法和实施两个方面均存在明显的差异。所以,相对于仅在大陆上市的公司而言,赴香港跨地上市的公司置身于更为完善的投资者保护制度之下,公司内部人受到更为严格的法律法规制度约束。那么,跨地上市公司是否因此而具有较低的权益资本成本呢?

根据“法与金融”的思想,严格的投资者保护制度有助于缓解公司内部人与外部中小

股东之间的信息不对称问题和代理冲突,从而使公司能够以较低的资本成本进行股权融资。由此,本文提出如下研究假设:在A股市场上,与仅在大陆发行股票上市的公司相比,赴港跨地上市公司受制于更为严格的投资者保护制度,从而具有较低的权益资本成本。

由于香港股票市场与大陆A股市场具有不同的市场特征并且相对割裂,直接对两地上市公司进行对比并无意义,赴香港主板上市的公司中先后有29家又转回大陆发行A股股票,使得在同一市场上比较跨地上市公司与非跨地上市公司成为可能。肖珉(2006)和沈红波(2007)曾研究我国跨地上市公司的权益资本成本,但前者着眼于跨地上市公司A股IPO的资本成本,仅选择配对样本进行差异比较,无法对可能影响权益资本成本的其他变量进行较好的控制;后者受资本成本估算方法的限制,只能获得一个年度的数据,且样本数量损失较大,二者都发现跨地上市公司的权益资本成本较低,但未能对跨地上市与权益资本成本之间的关系进行深入的分析。本文选取更大的样本,通过多元回归分析尽可能地控制其他影响因素,研究赴港跨地上市公司是否具有较低的权益资本成本,并进一步针对“自我选择”问题进行检验,最终回答跨地上市与权益资本成本之间的关系是否与投资者保护有关。

#### 四、样本选择

本文从CESMA数据库和WIND咨询库取得上市公司的数据,以1993年至A股市场股权分置改革前的2004年为样本期间,选取继发行H股后又回到沪深两市进行权益融资的29家上市公司作为“检验样本”,并根据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》、A股招股数量和A股上市日期,从仅在大陆发行股票上市的公司中选取两组配对样本:一组是与检验样本处于同一行业且与A股上市日期最为接近的公司,称为“同行业配对样本”;另一组是与检验样本招股数量尽可能相当且与A股上市日期最为接近的公司,称为“同规模配对样本”。由检验样本和两组配对样本所构成的样本称为“配对后样本”。

为了避免配对样本选择的主观性,本文还选取1993年下半年至2004年末的所有上市公司,依据中国证监会《上市公司行业分类指引》二级行业代码剔除含H股的公司未曾涉及的行业,以剩余公司构成一个较大的研究样本,<sup>①</sup>进一步剔除数据不完整、指标异常(如资不抵债)、同时发行B股或其他外资股的公司以及权益资本成本在[0.1%,15%]区间之外的公司,最终得到1628个样本,称为“总样本”,在总样本中,含H股的A股上市公司在2001年、2002年和2003年的有效样本分别为23、24和28个,总共75个。<sup>②</sup>

<sup>①</sup> 作此剔除是为了尽可能减少样本数量悬殊程度以保证研究结果可靠性同时又尽可能避免人工剔除样本所带来的主观性,之所以选择自1993年下半年开始上市的公司是因为第一只含H股的公司“青岛啤酒”回到A股市场发行股票的时间是1993年8月。

<sup>②</sup> 在香港发行H股上市后又返回大陆发行A股上市的29家公司中,因吉林化工无法获得完整的财务数据用于回归分析,故此处含H股的A股公司的样本减少为28个。

## 五、变量定义

本文沿用目前较为常用的 Gebhardt、Lee 和 Swaminathan 模型(以下简称 GLS 模型)估计权益资本成本,表示为  $r_{GLS}$ 。 $r_{GLS}$  由公式(1)计算而得,其中,  $P_t$  表示第  $t$  年年末的股票价格,  $B_t$  表示第  $t$  年的期初每股净资产,  $FROE_{t+i}$  为预计第  $t+i$  年的净资产收益率。<sup>①</sup> 2001 年至 2003 年,配对后样本的平均年末权益资本成本为 4.54%,分布在 [0.63%, 14.82%] 区间内,总样本的平均年末权益资本成本为 3.77%,分布在 [0.23%, 14.83%] 区间内。

表 1 变量的定义

变量类别	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	权益资本成本	$r_{GLS}$	按照 GLS 模型计算的权益资本成本
解释变量	赴港跨地上市	H	含 H 股的 A 股公司取“1”,其他公司取“0”
控制变量	贝塔	$\beta$	当年股票的贝塔值
	经营风险	Oprisk	(年末总资产 - 年末流动资产)/年末总资产
	财务风险	Leverage	年末总负债/年末总股东权益
	换手率	Turnover	当年成交股数/年末流通股数
	规模	Size	总资产的自然对数
	成长性	Growth	扣除融资年度后历年平均的净利润增长率
	市值面值比	M/B	年末股东权益的市场价值/年末股东权益的账面价值
	盈利性	Profitability	当年净利润/当年销售收入
	资产周转率	Assetturnover	当年销售收入/年末总资产
	股利支付率	Dividend	现金股利/当年净利润的历年平均数
	第一大股东持股	Topshare	年末第一大股东持股比例
	股权制衡度	HH	年末第二至第四大股东所持股份的赫芬达尔指数
	地区司法投入	Law_Devt	各省(自治区、直辖市)当年公检法司支出/当年该地总人口数
	地区经济	Local_Econms	各省(自治区、直辖市)当年进出口总额/当年该地 GDP

$$P_t = B_t + \sum_{i=1}^{11} \frac{FROE_{t+i} - r_{GLS}}{(1 + r_{GLS})^i} B_{t+i-1} + \frac{FROE_{t+12} - r_{GLS}}{r_{GLS}(1 + r_{GLS})^{r-1}} B_{t+11} \quad (1)$$

为了区分含 H 股的 A 股公司与仅在大陆股票市场发行上市的 A 股公司,本文设哑变

<sup>①</sup> Hail 和 Leuz(2005)认为,就研究跨地上市对权益资本成本的影响而言,事前估计法更为理想,他们运用了包括 GLS 模型在内的四种事前估计模型计算权益资本成本,发现这些模型的估计结果十分相似。陆正飞等(2004)和沈艺峰等(2005)认为 GLS 模型经过调整后可以应用于我国上市公司,徐浩萍、吕长江(2007)的研究也采用这一模型。在公式(1)中,当  $i=1,2$  时,  $FROE_{t+i}$  以实际 ROE 替代;当  $i \in [3,11]$  时,  $FROE_{t+i}$  向行业平均水平回归;当  $i \geq 12$  时,  $FROE_{t+i}$  保持行业平均水平。

量  $H$ , 作为解释变量,  $H$  为 1 表示赴香港主板市场跨地上市后又返回大陆发行股票的含  $H$  股的 A 股上市公司,  $H$  为 0 表示研究样本中的其他上市公司。

此外, 根据沈艺峰等(2005)关于权益资本成本影响因素的分析及肖珉(2008)的新近研究, 本文还在回归分析中控制了可能影响权益资本成本的其它因素(见表 1), 包括财务特征、股权结构、地区法律经济指标以及年份哑变量。

## 六、检验过程与结果

### (一) 跨地上市与权益资本成本之间的关系检验——OLS 回归分析

表 2 的第一部分列示了 2001 年至 2003 年配对后样本年末权益资本成本的 OLS 回归分析。<sup>①</sup>模型 1 以财务特征为控制变量, 回归结果显示, 哑变量  $H$  的系数显著为负, 模型 2 和模型 3 进一步添加股权结构及地区法律经济变量为控制变量, 哑变量  $H$  的系数仍然显著为负, 说明在控制权益资本成本其它影响因素的情况下, 检验样本的权益资本成本显著低于配对样本的权益资本成本。这一检验结果符合肖珉(2006)和沈红波(2007)的研究结论, 为本文的研究假设提供了初步的支持。

为了避免配对样本选取的主观性, 本文剔除含  $H$  股的 A 股公司未曾涉及的行业, 得到一个较大的总样本, 考察其中含  $H$  股的公司权益资本成本是否低于其他上市公司。表 2 的第二部分是 2001 年至 2003 年由检验样本和其他仅在大陆发行上市的公司所构成的总样本的回归分析, 除了在模型 3 中哑变量  $H$  的系数为负但不显著( $P$  值为 14%,  $t$  值为 -1.4522)之外, 模型 1 和模型 2 的回归结果显示, 在控制财务变量和股权结构变量的情况下, 权益资本成本与哑变量  $H$  显著负相关, 这一结果也基本符合本文研究假设的预期。

### (二) 跨地上市的“自我选择”问题检验——TSLS 回归分析

严格而言, 表 2 的研究结果只能说明跨地上市与权益资本成本负相关, 而不能说明跨地上市导致了权益资本成本的降低, 关于跨地上市经济后果的研究还需要解决内生性问题, 或曰“自我选择(self-selection)”问题。就本文而言, “自我选择”意味着可能是权益资本成本较低的公司选择跨地上市以提高投资者保护, 而不一定是跨地上市所带来的投资者保护降低了上市公司的权益资本成本。在跨地上市的相关文献中, 解决“自我选择”问题的方法主要有如下几种: 跨地上市前后比较法(如 Lang 等, 2003)、Heckman 两步法(如 Sun 等, 2006)以及两阶段回归法(简称 TSLS, 如 Lang 等, 2003; Doidge 等, 2004; Sun 等, 2006)。根据我国公司跨地上市的特点, 本文采用两阶段回归法, 第一阶段以可能影响公司选择是否赴香港上市的因素对哑变量  $H$  进行 Probit 回归, 然后根据 Probit 回归方程估计  $H$ , 得到  $H$  的估计值  $\hat{H}$ , 设一个新的哑变量  $H^*$ , 令  $H^*$  在  $\hat{H} > 0$  时取 1,  $\hat{H}$  为其它值取 0, 第二阶段以  $H^*$  替代  $H$  进行表 2 所示的 OLS 回归。

<sup>①</sup> 配对后样本之所以不是 225 个, 而是 168 个, 是由于部分配对样本重复和个别配对样本缺乏回归所要求的控制变量的数据。

表 2 配对后样本和总样本的 OLS 回归分析

	第一部分:配对后样本			第二部分:总样本		
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 1	模型 2	模型 3
常数	-0.0314 (-1.3665)	-0.0412 <sup>*</sup> (-1.8101)	-0.0326 (-1.4440)	-0.0597 <sup>***</sup> (-7.5542)	-0.0575 <sup>***</sup> (-7.2805)	-0.0624 <sup>***</sup> (-7.9180)
H	-0.0057 <sup>*</sup> (-1.6754)	-0.0182 <sup>***</sup> (-3.3867)	-0.0147 <sup>***</sup> (-2.6492)	-0.0066 <sup>***</sup> (-3.1431)	-0.0042 <sup>*</sup> (-1.7233)	-0.0035 (-1.4522)
$\beta$	-0.0073 (-1.2333)	-0.0097 <sup>*</sup> (-1.6635)	-0.0098 <sup>*</sup> (-1.6743)	0.0004 (0.2837)	0.0005 (0.3087)	0.0011 (0.6911)
Oprisk	0.0197 <sup>**</sup> (2.3816)	0.0172 <sup>**</sup> (2.0914)	0.0200 <sup>**</sup> (2.4450)	0.0151 <sup>***</sup> (6.6435)	0.0152 <sup>***</sup> (6.6743)	0.0143 <sup>***</sup> (6.3136)
Leverage	-0.0016 (-0.8799)	-0.0017 (-0.9472)	-0.0014 (-0.8206)	0.0000 (0.0454)	0.0002 (0.3577)	0.0000 (-0.0637)
Turnover	0.0000 (0.9437)	0.0000 (0.0440)	0.0000 (0.0856)	0.0000 (1.2614)	0.0000 (1.1216)	0.0000 (1.1738)
Size	0.0065 <sup>***</sup> (4.1942)	0.0072 <sup>***</sup> (4.4430)	0.0063 <sup>***</sup> (3.9131)	0.0078 <sup>***</sup> (12.7717)	0.0075 <sup>***</sup> (11.9835)	0.0081 <sup>***</sup> (12.8270)
Growth	0.0760 <sup>***</sup> (9.4134)	0.0736 <sup>***</sup> (9.2680)	0.0744 <sup>***</sup> (9.4259)	0.0535 <sup>***</sup> (20.5361)	0.0539 <sup>***</sup> (20.7117)	0.0542 <sup>***</sup> (20.9902)
M/ B	-0.0053 <sup>***</sup> (-4.8180)	-0.0049 <sup>***</sup> (-4.5786)	-0.0051 <sup>***</sup> (-4.8463)	-0.0024 <sup>***</sup> (-10.3902)	-0.0024 <sup>***</sup> (-10.3507)	-0.0022 <sup>***</sup> (-9.3924)
Profitability	-0.0113 (-1.3018)	-0.0134 (-1.5617)	-0.0080 (-0.9276)	0.0029 (1.5481)	0.0027 (1.4709)	0.0034 <sup>*</sup> (1.8135)
Assetturnover	0.0131 <sup>***</sup> (3.0924)	0.0129 <sup>***</sup> (3.1032)	0.0160 <sup>***</sup> (3.7977)	0.0067 <sup>***</sup> (5.9329)	0.0065 <sup>***</sup> (5.7704)	0.0070 <sup>***</sup> (6.1778)
Dividend	-0.0054 (-0.5793)	0.0008 (0.0798)	-0.0018 (-0.1849)	-0.0007 (-0.2618)	-0.0006 (-0.2498)	0.0003 (0.1099)
Topshare		0.0085 (0.8584)	0.0101 (1.0335)		0.0057 <sup>**</sup> (1.9424)	0.0056 <sup>*</sup> (1.9253)
HH		0.1547 <sup>***</sup> (3.1758)	0.1340 <sup>***</sup> (2.6981)		-0.0256 (-1.4577)	-0.0268 (-1.5397)
Law_Devt			0.0000 <sup>*</sup> (1.9084)			-0.0000 <sup>***</sup> (-2.8570)
Local_Econms			-0.0132 <sup>**</sup> (-3.1628)			-0.0016 (-1.0871)
Adj. R <sup>2</sup>	0.6965	0.6891	0.7033	0.5427	0.5456	0.5533
F 值	30.3678	28.3347	26.7931	149.5124	131.2155	119.5416
观测数	186	186	186	1628	1628	1628

注:回归分析的因变量为  $r_{CLS}$ 。括号内为 t 统计量,\*\*\*表示在 1% 的水平下显著,\*\*表示在 5% 的水平下显著,\*表示在 10% 的水平下显著。在六个回归模型中,变量的 VIF 最大值依次为 2.60、4.63、5.168、2.08、2.16、2.52。

表 3 列示了总样本两阶段回归分析的结果。在第一阶段回归中,本文根据跨地上市的相关文献(如 Doidge, 2004)及研究变量的实际影响选取规模、成长性、市值面值比和股

权结构等指标对哑变量 H 进行 Probit 回归,<sup>①</sup>并估计出 H\*。在第二阶段回归中,以 H\* 替代 H,重新进行表 2 第二部分的三个回归分析,回归结果表明,哑变量 H\* 的系数均显著为负。尤为关键的是,在模型 3 中,当哑变量 H 被替换成 H\* 之后,系数由不显著变为显著。所以,在考虑“自我选择”问题,剔除内生性的影响后,本文的研究假设得到了更为有力的支持。

### (三)稳健性测试与进一步的分析

权益资本成本的度量历来是个难题,本文利用 GLS 权益资本成本  $r_{GLS}$  进行研究,其检验结果是否可能因为权益资本成本自身的度量问题而存在偏差?考虑到计算 GLS 方法颇为复杂,并且涉及多个人为的假设,本文另外选择被 Elliott(1980)认为“简单且完全可观测”的权益资本成本代理变量——盈余价格比  $r_{EP}$  作为  $r_{GLS}$  的替代变量进行回归分析。回归结果所显示的结论与表 1、表 2 和表 3 完全一致:在 OLS 回归中,权益资本成本  $r_{EP}$  与 H 显著负相关;在两阶段回归中,权益资本成本  $r_{EP}$  与 H\* 显著负相关。

综观跨地上市的相关文献,除了投资者保护之外,可能造成权益资本成本下降的其它原因还有三个:提高流动性(Foerster 和 Karolyi,1998;等等)、跨越资本市场分割壁垒和促使投资风险全球分散(Stapleton 和 Subrahmanyam,1977;Errunza 和 Losq,1985;等等)以及通过扩大投资者群提升投资者认知程度(Merton,1987;等等)。那么,跨地上市对权益资本成本的降低作用是否是由这些因素引起,而与投资者保护无关呢?对于流动性因素,上述回归分析中已经控制了反映股票流动性的换手率指标,此处不再赘述。为了排除市场分割和投资者认知的影响,本文引入我国股票市场面向国际投资者的 B 股公司,以含 B 股的 A 股公司与含 H 股的 A 股公司构成“HB 样本”,进行回归分析。在大陆市场发行上市的外资股 B 股同样具有跨越国家间投资壁垒、促使投资风险全球分散以及扩大投资者群的作用,但 B 股公司只需要按照国际会计准则披露会计信息,而在其它方面没有受到明确的制度约束,所以在投资者保护方面强于 A 股而逊于 H 股(Sun 等,2006)。表 4 的回归结果显示,模型 1 和模型 3 中存在严重的多重共线性问题,模型 2 和模型 4 考虑这一因素的影响,从回归方程中剔除造成多重共线性的变量 Topshare 和 HH,在这种情况下,H 的回归系数显著为负。这一检验结果说明,即便是与含 B 股的 A 股公司相比,含 H 股的 A 股公司仍然具有较低的权益资本成本,说明赴港跨地上市对权益资本成本的降低作用与投资者保护有关。

<sup>①</sup> 为了尽可能避免与第二阶段回归在变量上的重复,第一阶段的股权结构以最终控制人所控制的股权比例 Top\_control 及其平方项表示,Top\_control 以当年最终控制人与十大股东中最终控制人的关联股东的合并持股比例度量。

表 3 总样本的 TSLS 回归分析

	预计符号	第一阶段	第二阶段		
		Probit 模型	模型 1	模型 2	模型 3
常数		-18.7667*** (-11.6981)	-0.0578*** (-7.3185)	-0.0590*** (-7.4391)	-0.0634*** (-8.0027)
H*	-		-0.0093*** (-2.5967)	-0.0077** (-2.1356)	-0.0061* (-1.7068)
Top_control	+	13.5816*** (3.6562)			
Top_control <sup>2</sup>	-	-15.9144*** (-4.0875)			
$\beta$	+		0.0002 (0.1574)	0.0005 (0.3399)	0.0011 (0.7114)
Oprisk	+		0.0153*** (6.7141)	0.0155*** (6.8161)	0.0146*** (6.4337)
Leverage	+		0.0000 (0.0264)	0.0001 (0.2279)	-0.0001 (-0.1481)
Turnover	-		0.0000 (0.8923)	0.0000 (1.0581)	0.0000 (1.1128)
Size	+/-	1.1443*** (11.5134)	0.0077*** (12.5076)	0.0077*** (12.0005)	0.0082*** (12.7640)
Growth	+/-	-1.6942*** (-3.6503)	0.0538*** (20.6333)	0.0539*** (20.7207)	0.0542*** (20.9865)
M/B	-	0.1265*** (3.9687)	-0.0024*** (-10.4643)	-0.0024*** (-10.0771)	-0.0022*** (-9.2017)
Profitability	+/-		0.0028 (1.5178)	0.0027 (1.4330)	0.0033* (1.7886)
Assetturnover	+/-		0.0067*** (5.8881)	0.0065*** (5.7168)	0.0069*** (6.1368)
Dividend	+		-0.0006 (-0.2462)	-0.0004 (-0.1650)	0.0005 (0.1843)
Topshare	+			0.0045 (1.5700)	0.0046 (1.6120)
HH	-			-0.0383** (-2.5012)	-0.0376** (-2.4766)
Law_Devt	-				-0.0000*** (-2.6903)
Local_Econms	+				-0.0018 (-1.2201)
McFadden R <sup>2</sup>		0.4256			
Adj. R <sup>2</sup>			0.5418	0.5460	0.5535
F 值			148.9838	131.4506	119.6485
观测数		1628	1628	1628	1628

注:第一阶段 probit 回归的因变量是 H,括号内为 z 统计量;第二阶段回归的因变量为  $r_{CLS}$ ,括号内为 t 统计量。\*\*\*表示在 1% 的水平下显著,\*\*表示在 5% 的水平下显著,\*表示在 10% 的水平下显著。第二阶段回归的三个模型中,变量的 VIF 最大值依次为 2.093,2.256 和 2.509。



表4 HB样本的回归分析

	预计符号	$r_{GLS}$		$r_{EP}$	
		模型1	模型2	模型3	模型4
常数		-0.0882*** (-4.8477)	-0.0940*** (-5.3182)	-0.0348 (-1.4069)	-0.0417* (-1.7233)
H	-	-0.0014 (-0.4829)	-0.0048* (-1.6826)	-0.0062* (-1.6593)	-0.0085** (-2.3876)
$\beta$	+	0.0003 (0.0792)	0.0005 (0.1158)	-0.0093* (-1.6579)	-0.0084 (-1.5188)
Oprisk	+	-0.0006 (-0.0919)	-0.0020 (-0.3430)	0.0001 (0.0173)	-0.0012 (-0.1516)
Leverage	+	-0.0028*** (-2.6027)	-0.0028*** (-2.7164)	-0.0023 (-1.4758)	-0.0023 (-1.5431)
Turnover	-	-0.0000 (-0.9203)	-0.0000 (-0.7209)	-0.0000 (-0.8807)	-0.0000 (-0.8255)
Size	+/-	0.0103*** (7.6417)	0.0114*** (8.7310)	0.0062*** (3.5227)	0.0071*** (4.0769)
Growth	+/-	0.0749*** (10.3089)	0.0739*** (10.7882)	0.0606*** (6.1451)	0.0578*** (5.9819)
M/B	-	0.0001 (0.3267)	0.0002 (0.9960)	0.0003 (1.0990)	0.0004 (1.4619)
Profitability	+/-	-0.0013 (-0.6223)	-0.0022 (-1.0507)	0.0038 (0.4606)	0.0021 (0.2545)
Assetturnover	+/-	0.0018 (0.9570)	0.0029* (1.6000)	0.0075*** (1.7588)	0.0083* (1.9522)
Dividend	+	0.0021 (0.2354)	0.0047 (0.5677)	-0.0037 (-0.3249)	-0.0002 (-0.0218)
Topshare	+	-0.0054 (-0.6912)		-0.0036 (-0.3436)	
HH	-	0.0002 (0.6593)		0.0001 (0.3300)	
Law_Devt	-		-0.0000*** (-4.0450)		-0.0000** (-2.3343)
Local_Econms	+		-0.0002 (-0.0527)		0.0002 (0.0564)
Adj. R <sup>2</sup>		0.5973	0.6242	0.3968	0.3771
F值		30.0706	33.9986	8.9021	9.7993
观测数		299	299	219	219

注:括号内为t统计量,\*\*\*表示在1%的水平下显著,\*\*表示在5%的水平下显著,\*表示在10%的水平下显著。模型1和模型3中变量Topshare和HH的VIF值过高(最低为882.106),故模型2和模型4中不包含这两个变量,模型2和模型4中VIF的最大值分别为2.410和2.617。

## 七、结 论

根据“法与金融”理论,严格的投资者保护制度有助于降低公司的权益资本成本,本文以赴香港跨地上市后返回大陆发行 A 股的公司为研究对象,检验其是否因受制于更为严格的投资者保护制度而具有较低的权益资本成本。研究结果表明,与仅在 A 股市场发行股票上市的公司相比,赴香港跨地上市后返回 A 股市场上市的公司具有较低的权益资本成本,在考虑“自我选择”的两阶段回归分析中,这一结果更为显著。本文进一步针对权益资本成本的度量和跨地上市经济后果的其它解释进行稳健性测试,研究结果证实,赴香港跨地上市有助于降低权益资本成本,跨地上市对权益资本成本的降低作用与香港更为严格的投资者保护制度有关。

## 参 考 文 献

- [1] 沈红波, 2007:《市场分割、跨境上市与预期资本成本》,《金融研究》,第 2 期,第 146 - 155 页。
- [2] 沈艺峰、肖珉、黄娟娟, 2005:《中小投资者法律保护与权益资本成本》,《经济研究》,第 6 期,第 116 - 124 页。
- [3] 肖珉, 2006:《跨地上市与权益资本成本——来自含 H 股的 A 股公司的证据》,《中国经济问题》,第 4 期,第 62 - 73 页。
- [4] 肖珉, 2008:《法的建立、法的实施与资本成本》,《中国工业经济》,第 3 期,即将发表。
- [5] 王鹏, 2008:《投资者保护、代理成本与公司绩效》,《经济研究》,第 2 期,第 68 - 81 页。
- [6] Allen, F., J. Qian and M. Qian, 2005, “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *Journal of Financial Economics* 77: 57 - 116.
- [7] Coffee, J., 1999, “The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications”, *Northwestern University Law Review* 93: 641 - 708.
- [8] Coffee, J., 2002, “Racing Toward the Top?: the Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance”, *Working Paper*, Columbia Law School.
- [9] Elliott, J., 1980, “The Cost of Capital and U. S. Capital Investment: a Test of Alternative Concepts”, *Journal of Finance* 35: 981 - 999.
- [10] Errunza, V. and E. Losq, 1985, “International Asset Pricing Under Mild Segmentation: Theory and Test”, *Journal of Finance* 40: 105 - 124.
- [11] Foerster, S. and G. Karolyi, 1999, “The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence From Foreign Stocks Listing in the U. S”, *Journal of Finance* 54: 981 - 1013.
- [12] Gebhardt, W., C. Lee and B. Swaminathan, 2001, “Toward an Implied Cost of Capital”, *Journal of Accounting Research* 39: 135 - 176.
- [13] Hail L. and C. Leuz, 2005, “International Difference in the Cost of Equitycapital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?”, *Journal of Accounting Research* 44: 1 - 47.
- [14] Himmelberg C., R. Hubbard and I. Love, 2002, “Investment, Protection, Ownership and the Cost of Capital”, *Working Paper*, World Bank.

- [15] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer, R. Vishny, 1998, "Law and Finance", *Journal of Political Economy* 106: 1113 - 1155.
- [16] Merton, R., 1987. "Presidential Address: A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information", *Journal of Finance* 42: 483 - 510.
- [17] Stapleton, R. and Subrahmanyam, M., 1977, "Market Imperfections, Capital Market Equilibrium and Corporate Finance", *Journal of Finance* 32: 307 - 319.
- [18] Stulz, R. 1999, "Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital", *Journal of Applied Corporate Finance* 26: 3 - 28.
- [19] Sun, Q., W. Tong, and Y. Wu, 2006, "Bonding Premium: Evidence from China", *Working Paper*, Xiamen University.

**Abstract:** According to the theory of "Law and Finance", strong investor protection system helps to lower the cost of equity. This paper examines those companies who are firstly cross-listed in Hong Kong and then return to the mainland to issue A share, and tests that whether or not the stronger investor protection system in Hong Kong can lower the cost of equity of these companies. Evidences show that those cross-listed companies have significantly lower cost of equity than other companies do in the mainland stock market. The authors conclude that cross-listing in Hong Kong reduce the cost of equity due to the better investor protection system.

**Key words:** cross-listing; cost of equity; investor protection

(责任编辑:胡海刚)(校对:HA)