境外上市、绑定机制与公司费用粘性*

崔学刚　徐金亮

（北京师范大学经济与工商管理学院　100875　毕马威企业咨询有限公司青岛分公司　266071）

【摘要】本文以同时在香港和大陆上市的AH股公司为研究对象，检验了境外上市对公司资源调整行为特征的影响。发现境外上市具有显著的绑定效果，显著降低了公司费用粘性；与非中央政府控股公司相比，中央政府控股公司境外上市导致的费用粘性降低程度更大、更显著。研究结果表明，到香港上市的公司面临更好的法律制度环境、市场环境与信息环境，从而提高了公司控制人追求控制权私有收益的成本，减轻了股东与管理层之间以及大股东与中小股东之间的利益冲突，抑制了公司管理层的机会主义行为，产生绑定效应，但是这种绑定效应受公司控制权特征及其所导致的控制人动机的影响，地方政府控股公司及非国有企业境外上市的绑定效应有所减弱。

【关键词】境外上市　绑定机制　费用粘性

一、引言

公司境外上市是自20世纪80年代以来非常普遍的金融现象，并成为急剧扩张的跨境资本流动的重要组成部分（Karolyi，2006）。公司在制度环境好的国家（地区）上市，可以让企业受制于上市地更严格的监管制度和投资者保护法律，从而改善企业信息环境、增强投资者对经理人的监督以减轻代理问题，产生绑定价值效应，这就是颇具影响的绑定理论（Bonding Theory）（Stulz，1999；Coffee，1999、2002）。但是，境外上市公司的经营活动仍然要遵循公司所在地法律和监管规则，除资本市场行为和信息披露外，公司的业务活动及控制人动机并没有发生根本变化，同时由于跨境联合监管遭遇的困境，导致境外上市的绑定效应大打折扣。截止到2012年12月，我国在境外上市的公司达到800多家，上市地点主要集中在香港（主板、创业板）、美国（NASDAQ和纽约交易所）和新加坡（主板和凯利板），还有相当一部分在英国、德国、韩国和日本交易所成功上市。那么中国企业境外上市是否存在绑定效应呢？绑定机制是什么？本文以反映公司控制人（外部控股股东和公司管理层）资源调整行为特征的费用粘性来考察境外上市的绑定效应及其影响因素。传统的成本模型假定变动费用会随着企业业务量的变化成比例地对称变化，但是最近研究发现企业费用随着业务量的变化普遍具有不对称性，即当业务量提高时企业费用增加的程度高于业务量下降时费用减少的程度，费用的这种不对称性变化特征被称为费用粘性（Anderson et al.，2003；Banker et al.，2010；Weiss，2010；Dierynck et al.，2012）。费用粘性是公司控制人随着业务变化而进行的资源调整行为特征的具体体现，能有效地揭示公司的代理成本（Anderson et al.，2003；Chen，Lu and Sougiannis，2012；Kama and Weiss，2010；Dierynck et al.，2012）。

本文的贡献在于：一是从公司控制人资源调整行为层面揭示了境外上市绑定效应的具体机制，并把绑定效应的影响因素扩展到境外上市公司控制权特征以及由此导致的管理层动机，丰富了境外上市绑定理论文献；二是从代理问题的视角研究费用粘性产生的原因，并应用到跨制度环境，揭示费用粘性的代理本质，拓展了费用粘性研究；三是本文揭示的境外上市绑定效应及其风险，对于解释我国企业境外上市实践问题，尤其是2010年以来我国在美上市公司遭受反向收购和会计欺诈行为调查，并导致30多家企业退市的现象具有重要启示。

二、文献回顾

（一）境外上市与绑定机制

公司投资者保护水平是融资规模与融资成本的重要决

* 本文得到教育部新世纪优秀人才支持计划（NCET－12－0602）、教育部人文社会科学研究规划基金项目（13YJA630014）、北京市自然科学基金项目（9112005）、国有资产管理协同创新中心项目（GZ20130601）、教育部留学回国人员科研启动基金和中央高校基本科研业务费专项资金资助。

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

定因素（Stiglitz，1998；Rajan and Zingales，1998）。投资者保护较弱国家的公司到投资者保护环境好的国家（地区）上市，以丧失部分控制权私有收益为代价，把公司绑定于较为严格的投资者法律保护和监管制度之下，以提升公司融资规模，并降低资金成本，实现境外上市的绑定效应（Coffee，1999）。Miller（1999）、Reese and Weisbach（2002）、Lang et al.（2003）、Hail and Leuz（2004）、Doidge et al.（2004）分别从境外上市的市场反应、资本成本、信息环境、公司价值、公司治理等方面提供了支持绑定理论的证据，但 King and Segal（2004）、Licht（2003）、Siegel（2005）却提供了质疑甚至否定绑定理论的证据。他们认为境外上市公司除资本市场行为和信息披露受到上市地严格监管外，经营活动仍然主要遵循所在地法律和监管规则，公司的业务活动及管理层动机并没多大改变，故其境外的投资者保护及监管都非常容易失效。

关于绑定机制的具体类型，Coffee（1999、2002）指出到美国上市的外国公司至少面临三种机制：屈从于美国 SEC 的执法权力；投资者有能力执行高效低成本的诉讼，诸如集体诉讼和衍生诉讼；严格的信息披露管制。Stulz（1999）则强调了有声誉的信息中介（reputational intermediaries）的作用，这些中介包括证券保荐人、审计师、债券评级机构、证券分析师以及证券交易所。Doidge et al.（2009）和 Hope et al.（2007）指出境外上市是经理人承诺实施最佳的投资者保护制度和遵守会计披露准则的一种有效方式，而一旦违反承诺则会受到严厉处罚，从而有效限制了经理人操纵盈余报告和为私人利益而滥用公司资源的行为。Siegel（2005）提出声誉绑定而非法律绑定是公司境外上市提升价值的基础，境外上市的约束实际上是自身声誉约束。Ayyagari and Doidge（2010）发现境外上市能够降低所有权和控制权变动（转让）成本而获得公司价值。Chi et al.（2010）发现在香港上市的公司，高管薪酬对销售增长具有更好的敏感性。Fresard et al.（2010）和 Huang et al.（2013）则从公司超额现金持有角度检验了境外上市的绑定机制，发现伴随着境外上市严格的法律制度、更高的透明度以及更为严格的监管，经营者通过持有超额现金追求私利的风险和成本提高，因此，境外上市通过改变公司控制人的约束和激励，改变了控制人的行为，缓解了代理成本，并最终使境外上市的绑定效应得以实现。

（二）公司费用粘性

传统的成本模型假定变动费用会随着企业业务量的变化成比例地对称变化，但是近来的研究发现企业费用随着业务量的变化普遍发生不对称性变动，即当业务量提高时企业费用增加的程度高于业务量下降时费用减少的程度，费用的这种不对称性变动特征被称为费用粘性（Anderson et al.，2003；Banker et al.，2010；Weiss，2010；Dierynck et al.，2012）。我国上市公司也普遍存在费用粘性（孙铮和刘浩，2004）。关于费用粘性的本质与产生原因，Anderson et al.（2003）、Balakrishnan and Gruca（2008）认为经济因素如资产密集度和未来需求的不确定性导致了公司费用粘性，其中资源调整成本是重要的决定因素（Anderson et al.，2003），即费用粘性是管理层权衡资源调整成本与保持闲置资源成本的理性决策所导致，一般认为缩减公司资源的成本高于扩大资源的成本，从而使公司费用变动呈现不对称性。尽管 Anderson et al.（2003）提到费用粘性部分来自管理层的代理成本，但是他们并没有提供实证证据。Chen，Lu and Sougiannis（2012）认为代理问题驱动的管理层构建帝国的动机导致了费用粘性的产生，她们控制已知经济影响因素的情况下，代理成本仍然很好地解释了公司费用粘性的来源，好的公司治理有助于缓解代理问题，从而降低了公司费用粘性。Kama and Weiss（2010）研究了决定管理层资源调整的动机，发现公司管理层为避免亏损或盈余下降，以及符合分析师盈利预测的要求，在业务量下降时会加大往下调整费用的幅度，并指出费用粘性研究必须考虑代理问题所驱动的资源调整行为，否则将会因遗漏重要变量而产生偏见。Dierynck et al.（2012）研究了比利时的私营企业的人工费用粘性与管理层动机的关系，发现公司为了符合业绩监管门槛，会加大费用向下调整的意愿。Calleja，Steliaros and Thomas（2006）考察了不同的治理模式和法律环境下公司费用粘性的差异，通过对美英法德四国公司的费用粘性进行比较，发现大陆法系下法德两国的公司费用粘性显著高于普通法系下英美两国的公司费用粘性。Banker，Byzalov and Chen（2013）研究了 OECD19 个国家雇员权益保护法律与人工费用粘性之间的关系，发现雇员权益保护法律越严格，公司人工费用粘性越高，从而支持公司费用粘性是由管理层面对资源调整成本所做的公司价值最大化的决策导致。但是，雇员权益保护法律的严格程度与投资者保护水平呈负向变动关系（Pagano and Volpin，2005），因此雇员权益保护水平越高的国家，其投资者保护水平与公司治理水平可能越低，因此雇员权益保护更好的国家企业费用粘性高，可能正是由于这些国家投资者保护水平不高，从而公司代理成本较高所导致。因此，公司费用粘性是代理成本的重要指示，通过费用粘性能够有效观察控制人在公司资源调整中的私利追逐行为。

三、制度背景与研究假设

（一）制度背景

投资者保护环境、资本市场发达程度以及信息环境等是影响公司代理成本的重要因素（La Porta et al.，1998；Liu and Lu，2003；Doidge，2004；Bailey et al.，2006）。与大陆地区相比，香港对投资者法律保护程度更高。首先，在投资者保护环境方面，“一国两制”政策使香港保留了英式的普通法系与独立的司法系统，普通法系在私人产权保护、契约执行等方面更具有优势（La Porta et al.，1998）。香港在法律法规、执法体系以及反贪污等方面的效率均高于我国大陆地区（Pan et al.，2012），例如根据 La Porta et al.（1998）和 Allen et al.（2005），香港的法律指数（腐败指数）是 8.22（8.52），英国为 8.57（9.10）。相比之下，中国大陆仅有 5.0（2.0）。孙永祥（2002）针对中国大陆市场评估的该项指数也低于所有国家的平均值，大

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

陆高度集中的国有股权以及对上市公司强有力的控制，导致大陆公司的治理机制无疑比香港地区的差（Sun and Tong，2003；Wei，2007；Tian and Estrin，2008）。受到较高程度的政府干预也是导致大陆公司较高代理成本的重要因素，在香港，政府对上市公司的干预则相对较少。其次，香港资本市场发展更为成熟，其证券监管更为严格、有效，对违反公司治理与信息披露等规定的行为处罚更严厉，其遭受谴责、罚款、退市，情节严重时被提起诉讼的可能性都大大增加。香港资本市场特点与功能已经与发达国家相似（Cheung et al.，2007），国际评级机构也将香港列为亚太地区最发达的资本市场之一，可见，香港资本市场发展水平高于我国大陆资本市场（Pan et al.，2012）。第三，在信息环境方面，香港市场对财务报告和高质量审计的需求更为强烈（Wang et al.，2008；刘峰等，2012），香港资本市场中介机构较大陆更为发达，它们重视公司信息的解读、传播与使用，大大提升了信息环境，香港资本市场财务报告质量在亚洲和新兴市场国家(地区)中保持着领先地位（Bushman and Piotroski，2006）。因此，无论是从投资者保护制度、市场发展程度还是信息环境，香港资本市场比大陆更为发达有效（Allen，Qian and Qian，2005），监管更加严格，投资者保护程度更高。

（二）研究假设

如前所述，公司控制人，包括公司管理层和控股股东，存在利用控制权追求私有收益最大化的倾向。公司管理层基于以下自利动机，不愿意在公司业务下降时缩减费用：（1）管理层在更大更复杂的组织中会获得更多的货币与非货币利益；（2）任何缩减费用所产生的利润首先属于股东而非管理层；（3）管理层厌恶风险，因此总是试图规避与缩减费用有关的棘手决策与高昂付出（Bertrand and Mullainathan 2003；Datta et al.，2010；Chen et al.，2012），这些因素会导致公司费用粘性的产生。从控股股东角度看，控股股东可以分为政府控股公司和非国有公司（民营控股）。对于政府控股公司来说，政府干预与预算软约束成为影响其费用粘性的重要特征。政府通过干预其控股的公司，使公司承担政府目标，侵占公司利益（Stigler，1971；Shleifer and Vishny，1998），具体来说，政府会让其控股的公司承担社会目标和个人利益的费用（Fan et al.，2007），公司可能会为实现政府的就业目标雇佣过多的劳动力，从而偏离价值最大化目标（Lin and Zhu，2001；曾庆生和陈信元，2006），从而造成公司费用往下调整的困难。同时，预算软约束会使公司在业绩下降或亏损时能够从政府得到补贴（Kornai and Weibull，1983），这就导致公司降低费用实现公司价值的激励降低，公司费用向下调整困难。对于非国有公司来说，也存在导致公司费用粘性升高的个性化因素：一是与政府控股公司相比，非国有控股股东存在强烈的“掏空”动机；二是在中国制度环境下，建立政治联系是民营公司生存发展的重要途径，为建立政治联系需要花费的代价比国有企业大得多，这都需要高昂费用的支撑，这些费用难以随着业务量做随时调整，尤其向下调整更加困难。到香港上市的公司面临较强的投资者保护环境，其较好的法律制度环境、政治制度环境、市场环境以及信息环境等提高了控制人追逐控制权私有收益的成本，减轻了股东与管理层之间以及大股东与中小股东之间的代理成本，上述阻碍公司向下调整费用的因素得到一定程度的消除，从而会降低公司费用粘性，并最终产生绑定效应。为了验证这种绑定效应，我们分别对比到香港上市的公司与配对的大陆公司，以及公司到香港上市前后的费用粘性差异。于是得到假设1a和假设1b。

H1a：在香港上市的公司与只在A股上市的配对公司相比，具有更低的费用粘性。

H1b：公司在香港上市之后三年的费用粘性低于上市前三年的费用粘性。

King and Segal（2004）发现在美国上市的加拿大公司虽然受到美国较严格的监管，其公司治理得到改善，但是并不是所有的境外上市公司都会受益；进一步研究发现，在美国市场交易活跃的公司产生明显的绑定效应，而仅在本国市场交易活跃的公司并没有显著的绑定效应，从而提出境外上市绑定效应受公司自身特征的影响。Lang et al.（2006）指出境外上市公司的代理问题受公司所在地法律环境、控制权特征以及管理层动机的深刻影响，并从盈余管理的角度比较了在美上市的外国公司与美国本地公司盈余管理方面的差异，发现尽管这些公司面临同样的监管和披露法律，但是由于外国公司所在地的法律环境、控制权特征以及管理层动机的差异，导致其盈余管理行为比美国本地公司严重，产生的会计信息质量低于美国本地公司。当然Lang et al.（2006）的证据不能够否定绑定效应的存在，只是说明绑定效应作用程度受公司所在国及公司自身特征的影响。与此类似，在香港上市的大陆公司暴露在香港严格的投资者保护与市场监管法律之下，会在一定程度上产生绑定效应，但是绑定效应作用程度也会受公司自身的特征影响，其中控制权性质对公司代理成本影响巨大。我国大陆公司按照终极控制权性质可以分为政府控股公司与非国有公司两类，政府控股还可以进一步分为中央政府控股和地方政府（省级、市县级）控股两类。中央政府控股公司的境外上市，受中央政府部门的行政推动。中央政府部门推动境外上市的初衷除了缓解大型国有企业对内地资本市场的压力外，更重要的是想通过境外上市提升公司治理水平，缓解公司代理问题①。在境外上市的中央政府控股公司中，政府部门通过高管政治晋升等措施干预公司使其更好地关注公司治理效应（Hung et al.，2012），提升

① 原国务院国资委主任李荣融在不同场合多次表示“我们提倡企业境外上市，目的是想使我们的企业一开始就走上一条比较规范的股份制道路，能有一个比较好的公司治理结构”，并指出中国大型企业境外上市是中国的长期战略，因为这将帮助中国建立现代企业制度。国资委的出发点是想把境外上市作为促进国有企业治理结构调整的工具。

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

公司业绩。由于政治升迁一定程度上取决于公司业绩，而费用向下调整有助于业绩提升，从而使得公司根据业务情况向下调整费用的动机强烈。境外上市的地方政府控股公司高管通过境外上市谋求政治升迁的动机减弱，与此同时地方政府干预公司使之更加符合地方政府目标的随意度提高，如要求公司增加雇员人数，承担更多的政府交办的任务，缓解政府财政压力，从而提供了侵占公司资源的机会，当然这些公司也会从地方政府那里获取更多的财政支持、获取更多的业务合同以及地方政府资金（甚至银行资金）支持的优先权（Kornai and Weibull，1983；Brandt and Li，2003）。地方政府控股公司境外上市并没有使这些动机发生根本改变，所以其在业务量下降时调减资源的动机就不如中央政府控股公司的动机强烈，其费用粘性较大，境外上市降低其费用粘性的效应受到抑制。与地方政府控股公司类似，非国有企业面临程度较高的融资约束，融资动机以及追求控制权私有收益的动机更为突出，其境外上市决策往往是权衡缓解融资约束收益与控制权私有收益之后的结果。境外上市后，公司动机的天平又回到控制权私有收益的追求上，导致更倾向于“掏空”公司，增加公司的费用负担；同时为了与政府建立政治联系以获取资源支持，需要花费比国有企业大得多的维护成本。这些因素导致其在业务量下降时向下调减资源的动机不强烈。因此，境外上市对中央政府控股公司比对地方政府控股公司及非国有企业的费用粘性影响更显著，境外上市绑定效应越明显。于是得到假设2。

H2a：在香港上市的中央政府控股公司与只在A股市场上市的配对公司相比，费用粘性更低。

H2b：在香港上市的地方政府控股公司及非国有公司与只在A股市场上市的配对公司相比，费用粘性降低程度受到限制。

四、研究设计

（一）检验模型

本文参考了Anderson et al.（2003）的费用粘性模型：

$$ln\frac{Expense_{i,t}}{Expense_{i,t-1}}=\beta_0+\beta_1*\ ln\frac{Revenue_{i,t}}{Revenue_{i,t-1}}+\beta_2*\ D_{i,t}*\ ln\frac{Revenue_{i,t}}{Revenue_{i,t-1}}+\varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中$Expense_{i,t}$表示第i家公司在第t年的费用支出，取管理费用和销售费用之和，$Expense_{i,t}/Expense_{i,t-1}$代表费用从第t－1年到第t年的变化率；$Revenue_{i,t}$表示第i家公司在第t年的销售收入，取主营业务收入，$Revenue_{i,t}/Revenue_{i,t-1}$代表收入从第t－1年到第t年的变化率；$D_{i,t}$作为哑变量，当第t年收入高于第t－1年收入时取0，低于第t－1年收入时则取1。

为检验H1a、H2，在模型（1）的基础上，构造出模型（2）。其中cross_listing为代表境外上市的虚拟变量，当公司同时在H和A股上市时，cross_listing取值为1，否则为0。控制变量$Growth_t$代表宏观经济增长，用中国的年度GDP增长率来代替；$Assets_{i,t}/Revenue_{i,t}$代表资本密集程度，$SD_{i,t}$是代表收入持续下降的控制变量，当公司的销售收入在第t－1年已经产生下滑并且在第t年再次减少时，$SD_{i,t}$取值为1，否则取0。$Employees_{i,t}/Revenue_{i,t}$代表人工密集程度。

$$\begin{aligned}ln\frac{Expense_{i,t}}{Expense_{i,t-1}}=&\beta_0+\beta_1*\ ln\frac{Revenue_{i,t}}{Revenue_{i,t-1}}+\beta_2*\ D_{i,t}\\&*\ ln\frac{Revenue_{i,t}}{Revenue_{i,t-1}}+\beta_3*\ cross_listing\\&+\beta_4*\ cross_listing*\ ln\frac{Revenue_{i,t}}{Revenue_{i,t-1}}+\beta_5\\&*\ cross_listing*\ D_{i,t}*\ ln\frac{Revenue_{i,t}}{Revenue_{i,t-1}}\\&+\beta_6*\ Growtht*\ D_{i,t}*\ ln\frac{Revenue_{i,t}}{Revenue_{i,t-1}}+\beta_7\\&*\ ln\frac{Assets_{i,t}}{Revenue_{i,t}}*\ D_{i,t}*\ ln\frac{Revenue_{i,t}}{Revenue_{i,t-1}}\\&+\beta_8*\ SD_{i,t}*\ D_{i,t}*\ ln\frac{Revenue_{i,t}}{Revenue_{i,t-1}}+\beta_9\\&*\ ln\frac{Employees_{i,t}}{Revenue_{i,t}}*\ D_{i,t}*\ ln\frac{Revenue_{i,t}}{Revenue_{i,t-1}}\\&+\beta_{10}*\ Growtht+\beta_{11}*\ Growtht\\&*\ ln\frac{Revenue_{i,t}}{Revenue_{i,t-1}}+\beta_{12}*\ ln\frac{Assets_{i,t}}{Revenue_{i,t}}\\&+\beta_{13}*\ ln\frac{Assets_{i,t}}{Revenue_{i,t}}*\ ln\frac{Revenue_{i,t}}{Revenue_{i,t-1}}+\beta_{14}\\&*\ SD_{i,t}+\beta_{15}*\ ln\frac{Employees_{i,t}}{Revenue_{i,t}}+\beta_{16}\\&*\ ln\frac{Employees_{i,t}}{Revenue_{i,t}}*\ ln\frac{Revenue_{i,t}}{Revenue_{i,t-1}}+\varepsilon_{i,t}\end{aligned} \quad (2)$$

为检验H1b，需要把模型（2）中的cross_listing变更为QH，QH是表示在香港上市前（或后）的年度虚拟变量，如果是香港上市后年度，QH值取1，否则为0。由于部分样本公司没有披露上市之前年度的雇员数量等数据，为保证样本数量，对H1b检验采取了不增加控制变量的做法。于是得到模型（3）：

$$\begin{aligned}ln\frac{Expense_{i,t}}{Expense_{i,t-1}}=&\beta_0+\beta_1*\ ln\frac{Revenue_{i,t}}{Revenue_{i,t-1}}+\beta_2*\ D_{i,t}\\&*\ ln\frac{Revenue_{i,t}}{Revenue_{i,t-1}}+\beta_3*\ QH+\beta_4*\ QH\\&*\ ln\frac{Revenue_{i,t}}{Revenue_{i,t-1}}+\beta_5*\ QH*\ D_{i,t}\\&*\ ln\frac{Revenue_{i,t}}{Revenue_{i,t-1}}+\varepsilon_{i,t}\end{aligned} \quad (3)$$

（二）样本与数据

本文以同时在香港和A股上市的AH股公司为考察对象，采用配对方法确定控制样本。在配对方法上，我们综合了Cheng et al.（2013）所采用的两种配对方法，采用1:2配对办法。样本选择标准为2010年12月31日之前同在H股、A股上市的非金融类AH公司。配对原则是按照行业相同和资产规模相近的条件，为每家AH股公司选择两家仅在A股市场上市的公司作为配对公司，样本数据区间为2000－2010年。在剔除缺失值以及销售、管理费用之和

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

为负的数据后，共得到1233个样本，其中AH股公司样本372个，配对公司样本861个。但用模型（3）检验H1b时，由于部分AH股公司是先在H股上市后才在A股上市，从而不存在公司在境外上市之前年度按照大陆会计准则发布的财务数据（即便是按照香港或国际会计准则，1999年之前的数据也无法在香港交易所网站上查到），由于数据缺失问题，模型（3）的样本只有97个。

除中国的年度GDP增长率数据从国家统计局网站上各年的中国统计年鉴得到外，其他数据均来自国泰安CSMAR数据库，对于部分缺失数据通过巨灵数据库和上市公司公布的招股说明书及年报进行了补充。

五、实证结果及分析

（一）描述性统计

表1报告了描述性统计结果，从全样本的情况来看，2000－2010年间，收入变动率的中位数是20.35%，可见2000－2010年样本公司具有很高的成长性，而1145%的标准差反映了样本公司收入增长情况差异很大。费用变动率的中位数为15.53%，费用呈增长趋势。用总资产除以主营业务收入来计算资本密集程度，其中位数为1.77。同时用雇员数量除以主营业务收入代表人工密集程度，但由于得到的结果非常小，因此用收入除以雇员数量（即人工密集程度的倒数）来观察公司人工密集程度的大小，中位数为89.11万元/人。AH股公司费用占收入比重为9.25%，略高于控制组样本的8.58%。AH股公司费用变动率的中位数为12.23%，收入变动率的中位数为17.62%，二者的比值为0.694；控制组样本公司的费用变动率中位数为17.27%，收入变动率中位数为22.04%，二者的比值为0.784。因此，直观上看，控制组公司的费用增长和收入增长速度都要比AH股公司更快，其收入增长幅度相同的情况下，控制组样本公司的费用增长程度比AH股公司更大。

表1　　样本的描述性统计

	均值	标准差	中位数	极小值	极大值
（1）AH股与控制组全样本（N=1233）					
主营业务收入（亿元）	280.001	1195.594	53.340	0.03	19131.82
管理费用加销售费用（亿元）	22.006	85.969	4.0621	0.02	1210.72
费用占收入比例	0.1147	0.1680	0.087	0.01	4.22
收入变动率	0.653	11.452	0.204	－0.94	400.68
费用变动率	0.288	0.7109	0.155	－0.92	9.06
资本密集程度	3.201	18.760	1.771	0.31	611.1
收入/雇员数量（万元/人）	432.967	2292.839	89.111	4.21	36025.46
（2）AH股公司样本（N=372）					
主营业务收入（亿元）	624.456	2092.070	109.001	1.02	19131.82
管理费用加销售费用（亿元）	44.999	141.544	8.275	0.23	1210.72
费用占收入比例	0.112	0.084	0.093	0.01	0.71
收入变动率	0.229	0.403	0.176	－0.83	4.3
费用变动率	0.178	0.362	0.122	－0.92	3.02
资本密集程度	2.420	2.320	1.677	0.38	17.13
收入/雇员数量（万元/人）	120.551	95.489	95.110	4.21	591.5
（3）控制组样本（N=861）					
主营业务收入（亿元）	131.177	293.519	41.837	0.03	3704.18
管理费用加销售费用（亿元）	12.072	40.214	3.159	0.02	691.24
费用占收入比例	0.116	0.193	0.086	0.01	4.22
收入变动率	0.836	13.700	0.220	－0.94	400.68
费用变动率	0.336	0.812	0.173	－0.92	9.06
资本密集程度	3.539	22.394	1.818	0.31	611.1
收入/雇员数量（万元/人）	567.948	2732.530	86.356	6.15	36025.46

（二）模型回归结果

H1a的检验结果见表2。$D_{i,t}$* ln（$R_{i,t}/R_{i,t-1}$）的系数在5%水平上显著为负，说明控制组样本公司呈现明显的费用粘性。Cross_listing* $D_{i,t}$* ln（$R_{i,t}/R_{i,t-1}$）的系数为2.085，在5%水平上显著为正，说明境外上市公司的费用粘性显著降低，支持了H1a。这表明境外上市的确通过绑定机制缓解了公司代理问题，降低了代理成本，从而促使绑定效应的产生。

代表宏观经济增长对费用粘性影响的$Growth_t$* $D_{i,t}$* ln（$R_{i,t}/R_{i,t-1}$）系数为7.719，在5%水平上显著为正，这说明宏观经济增长水平高时公司费用粘性反而更低。ln（$Assets_{i,t}/R_{i,t}$）* $D_{i,t}$* ln（$R_{i,t}/R_{i,t-1}$），$SD_{i,t}$* $D_{i,t}$* ln（$R_{i,t}/R_{i,t-1}$）和ln（$Employees_{i,t}/R_{i,t}$）* $D_{i,t}$* ln（$R_{i,t}/R_{i,t-1}$）的回归系数分别为0.443，0.159和－0.324，但都不显著，说明资本密集度、收入持续下降和员工密集度对费用粘性的影响都不显著。

假设H1b的检验结果见表3。$D_{i,t}$* ln（$R_{i,t}/R_{i,t-1}$）的系数为－3.322，在1%水平上显著，说明境外上市之前这些公司具有明显的费用粘性，QH* $D_{i,t}$* ln（$R_{i,t}/R_{i,t-1}$）回归系数为3.419，在5%水平上显著为正，说明公司境外

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

表2 AH股公司与控制组样本公司费用粘性差异的检验结果

变量	系数	T值
常数项	0.056	0.790
$\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	1.300***	2.649
$D_{i,t}*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	-3.295**	-2.497
Cross_listing	-0.004	-0.289
Cross_listing*$\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	-0.116	-1.203
Cross_listing*$D_{i,t}*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	2.085**	2.341
$Growth_t*D_{i,t}*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	7.719**	2.436
$\ln(Assets_{i,t}/R_{i,t})*D_{i,t}*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	0.443	0.982
$SD_{i,t}*D_{i,t}*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	0.159	0.442
$\ln(Employees_{i,t}/R_{i,t})*D_{i,t}*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	-0.324	-1.618
$Growth_t$	-0.639**	-2.273
$Growth_t*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	-0.332	-0.173
$\ln(Assets_{i,t}/R_{i,t})$	0.074***	4.303
$\ln(Assets_{i,t}/R_{i,t})*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	-0.648***	-5.559
$SD_{i,t}$	-0.033	-1.031
$\ln(Employees_{i,t}/R_{i,t})$	-0.001	-0.098
$\ln(Employees_{i,t}/R_{i,t})*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	0.069	0.926
F值	25.361***	
Adj-R^2	0.244	
N	1209	

注：(1) 在回归时按照样本公司收入变动率排序，将最高和最低各占样本1%的极端值进行了剔除。

(2) ***表示在1%水平显著，**表示在5%水平显著，*表示在10%水平显著。下同。

上市后费用粘性显著降低，与H1b相符，这进一步支持了绑定机制在缓解代理问题上的有效性。

H2a和H2b的检验结果见表4。对于中央控股公司，cross_listing* $D_{i,t}*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$ 的回归系数为2.510，在5%水平上显著为正，这说明中央政府控股公司境外上市具有更低的费用粘性，支持了假设H2a。对于非中央政府控股公司，cross_listing* $D_{i,t}*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$ 系数为正的2.280，但统计上并不显著，这说明地方政府控股及非国有AH公司与其控制组样本公司相比，费用粘性有所降低，但是这种降低的程度并不显著，即绑定效应不明显，这在一定程度上支持了H2b。

表3 AH股公司境外上市前后费用粘性差异的检验结果

变量	系数	T值
常数项	0.013	0.539
$\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	0.636***	3.130
$D_{i,t}*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	-3.322***	-2.673
QH	0.022	0.662
QH*$\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	-0.133	-0.445
QH*$D_{i,t}*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	3.419**	2.588
F值	6.037***	
Adj-R^2	0.211	
N	95	

表4 终极控制权性质对境外上市与公司费用粘性之间关系的影响检验

变量	中央政府控股		非中央政府控股	
	系数	T值	系数	T值
常数项	0.131	1.557	-0.018	-0.146
$\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	0.183	0.344	2.979***	3.144
$D_{i,t}*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	-2.589*	-1.768	-6.709**	-2.424
Cross_listing	0.010	0.599	-0.003	-0.142
Cross_listing*$\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	-0.194	-1.532	-0.197	-1.096
Cross_listing*$D_{i,t}*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	2.510**	2.390	2.280	1.354
$Growth_t*D_{i,t}*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	6.518**	2.225	7.207	1.073
$\ln(Assets_{i,t}/R_{i,t})*D_{i,t}*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	1.790***	2.693	0.429	0.630
$SD_{i,t}*D_{i,t}*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	-0.889**	-1.974	0.818	1.453
$\ln(Employees_{i,t}/R_{i,t})*D_{i,t}*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	-0.094	-0.431	-0.858**	-1.965
$Growth_t$	-0.248	-0.697	-0.892*	-1.877
$Growth_t*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	-1.438	-0.640	0.178	0.050
$\ln(Assets_{i,t}/R_{i,t})$	0.066**	2.433	0.081***	3.235
$\ln(Assets_{i,t}/R_{i,t})*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	-0.461***	-2.644	-0.860***	-4.819
$SD_{i,t}$	-0.105**	-2.145	0.001	0.029
$\ln(Employees_{i,t}/R_{i,t})$	0.018	1.382	-0.016	-0.889
$\ln(Employees_{i,t}/R_{i,t})*\ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$	-0.129	-1.549	0.333**	2.351
F值	17.334***		10.482***	
Adj-R^2	0.287		0.206	
N	651		584②	

② 此处中央政府控股公司与非中央政府控股公司样本和为1235(651+584)，大于表2中的样本数1209，这是因为，在研究区间内个别公司的终极控制人地方(中央)政府变为中央(地方)政府，本文虽然按控制权性质将每年样本纳入相应组别，但是各年度的控制组公司在两组中都存在，造成总样本数“增多”现象。

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

进一步分析表4，可以看到代表未在境外上市的中央政府控股公司费用粘性的变量 $D_{i,t} * \ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$ 的回归系数为 -2.589，在10%水平上显著，而代表未在境外上市的非中央政府控股公司费用粘性的变量系数为 -6.709，在5%水平上显著，这说明仅在大陆资本市场上市的中央政府控股公司费用粘性低于非中央政府控股公司。从代表境外上市对公司费用粘性降低程度的变量 cross_listing * $D_{i,t} * \ln(R_{i,t}/R_{i,t-1})$ 的系数来看，中央政府控股公司为2.510，大于非中央政府控股公司的2.280，这进一步说明境外上市对中央政府控股公司费用粘性降低程度更大，绑定效应更显著。

六、研究结论与政策含义

公司在投资者保护制度好的国家（地区）上市，可以让公司受制于上市地更严格的监管制度和投资者保护法律，从而改善公司信息环境、增强投资者对经理人的监督以减轻代理问题，产生绑定效应。那么中国企业境外上市是否存在绑定效应呢？公司自身特征（如控制权特征）对绑定效应有什么影响？这些问题至今尚不清楚。本文以代表公司资源调整特征的费用粘性为考察视角，探讨了境外上市绑定效应的作用机制及影响因素。研究发现，无论与控制组样本公司相比，还是与公司境外上市前自身相比，境外上市显著降低了公司的费用粘性。但是，中央政府控制公司境外上市所导致费用粘性降低的程度更大、更显著。研究结果表明，到投资者保护水平更高的地区上市，公司面临更好的法律制度环境、资本市场环境以及信息环境，从而提高了控制人追逐控制权私有收益的成本，减轻了股东与管理层之间以及大股东与中小股东之间的利益冲突，抑制了公司管理层的机会主义行为，产生绑定效应。不同性质的公司控制权所导致的公司激励机制与管理层动机不同，从而导致境外上市绑定效应得到加强或削弱，中央政府控股公司境外上市的绑定效应更强更显著。地方政府控股公司及民营控股公司境外上市的绑定效应大为减弱。

本文结论具有重要政策含义，首先，到投资者保护制度更好的市场上市有助于提高公司控制人获取控制权私有收益的成本，缓解代理问题，提升公司治理效率，产生绑定效应，我国企业境外上市有助于公司治理效率的提高，因此鼓励企业境外上市有助于我国公司治理水平的提升与市场环境的完善；其次，绑定效应受到公司自身特征的影响，不同控制权特征的公司由于激励方式与管理层动机不同，导致绑定效应强度不同，所以在境外上市监管中需要分类制定监管策略；第三，绑定机制使得公司面临较高的法律风险、监管风险和声誉风险，需要公司控制人在融资收益与控制权私有收益之间权衡，因此企业境外上市决策需要根据企业自身的情况和风险承担能力决定，应避免由于风险过高损坏企业价值的情况发生。

主要参考文献

崔学刚. 2013. 高科技中小企业境外上市融资效果及其融资模式创新研究. 北京：中国财政经济出版社

孔玉生，朱乃平，孔庆根. 2007. 成本粘性研究：来自中国上市公司的经验证据. 会计研究，11：58～65

孙铮，刘浩. 2004. 中国上市公司费用“粘性”行为研究. 经济研究，12：26～34

Anderson，M. C.，R. D. Banker，and S. N. Janakiraman. 2003. Are Selling，General，and Dministrative Costs “Sticky”?. Journal of Accounting Research，41（1）：47～63

Banker，R. D.，and L. Chen. 2006. Predicting Earnings Using a Model Based on Cost Variability and Cost Stickiness. Accounting Review，81（2）：285～307

Banker，R. D.，D. Byzalov，and L. Chen. 2013. Employment Protection Legislation，Adjustment Costs and Cross-Country Differences in Cost Behavior. Journal of Accounting and Economics，55（1）：111～127

Calleja，K.，M. Steliaros，and D. C. Thomas. 2006. A Note on Cost Stickiness：Some International Comparisons. Management Accounting Research，17（2）：127～140

Chen，C.，H. Lu，and T. Sougiannis. 2012. The Agency Problem，Corporate Governance，and the Asymmetrical Behavior of Selling，General and Administrative Costs. Contemporary Accounting Research，29（1）：252～282

Coffee，J. 2002. Racing towards the Top? The Impact of Cross-listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance. Columbia Law Review，102：1757～1831

Dierynck，B.，W. R. Landsman，and A. Renders. 2012. Do Managerial Incentives Drive Cost Behavior? Evidence about the Role of the Zero Earnings Benchmark for Labor Cost Behavior in Private Belgian Firms. Accounting Review，87（4）：1219～1246

Doidge，C.，G. A. Karolyi，and R. M. Stulz. 2004. Why Are Foreign Firms Listed in the U. S. Worth More?. Journal of Financial Economics，71（2）：205～238

Hung，M.，T. J. Wong，and T. Zhang. 2012. Political Considerations in the Decision of Chinese SOEs to List in Hong Kong. Journal of Accounting and Economics，53（1-2）：435～449

Lang，M.，J. Raedy，and W. Wilson. 2006. Earnings Management and Cross Listing：Are Reconciled Earnings Comparable to U. S. Earnings?. Journal of Accounting and Economics，42（1-2）：255～283

Siegel，J. 2005. Can Foreign Firms Bond Themselves Effectively by Submitting to U. S. Law?. Journal of Financial Economics，75（2）：319～360

Sun，Q.，W. H. S. Tong，and Y. Wu. 2013. Overseas Listing as a Policy Tool：Evidence from China's H-shares. Journal of Banking & Finance，37（5）：1460～1474

Weiss，D. 2010. Cost Behavior and Analysts' Earnings Forecasts. The Accounting Review，85（4），1441～1471

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

Abstracts of Main Papers

Can New Presentation Format Proposed by IASB Eliminate the Counter – intuition Effect and Investment Judgment Biases? ——An Experimental Evidence Based on Individual Investors

Zhang Lixia & Zhang Jixun

The fair value change attributable to changes in entities´ credit risk has the counter – intuitive income statement effect when liabilities are measured at fair value. The financial information users are apt to be misled by this counter – intuitive effect. To change this situation, IASB proposed new presentation format in its exposure draft. This paper analyses and investigates the efficacy of the new format by employing experimental method. The research results show that the new format can eliminate individual investors´ judgment biases and the counter – intuition effect on them. The further research indicates the individual investors´ investment judgment process, with investors´ composite appraisement for the entities´ managements and P/E judgment acting as mediating variables.

The Dilemma and Outlet of Value Relevance: Based on the Thoughts of Investor´s Beliefs

Wang Zhi & Liu Minghui

The traditional studies of value relevance usually take accounting data and equity market value of the linear relationship between the causality as determined based on efficient market hypothesis. Through the comparison of traditional finance and behavioral finance, this article reviews existing literature from perspective of investor´s beliefs, deeply analyzes the logic of the defects of correlation value and the consequent lack of establishing guidance for accounting standards, and research conclusions which are contradictory from most of the literature and hardly explained by the traditional theory. The article puts forward the value correlation studies and develops the direction of future.

Study on Content Definition, Measure Methods and Status of Carbon Information Disclosure in Chinese Enterprises

Chen Hua et al.

At present, Chinese enterprises voluntary carbon disclosure is still in its infancy. How to regulate and improve the carbon information disclosure, is of great significance not only for promoting the development of low – carbon economy, but also for improving the relevance of information in decision – making to promote optimal allocation of resources. Based on the literature review and the theoretical analysis, from the perspective of carbon disclosure goal, we defined the detail types of contents about carbon information disclosure. Then we constructed the carbon information disclosure index, by using the indices to 2011 annual report of A – share listed companies in Shanghai and Shenzhen Security Exchange, we found Chinese enterprises´ carbon disclosure scattered, industry structure quite different characteristics, quantity information and quality information asymmetry .

Evolution of Budget Institutions, Network Environment and Transmission Mechanism of Government Financial Information ——Based on the Case of Opening Three Public Expenditures of Ministry of Commerce

Zhang Qi et al.

The macro institutional environment will affect the arrangement of accounting system. The development of accounting regulation in capital market proves that the macro institutional environment could affect the arrangement of accounting system in enterprises by changing the mechanism of supply and demand of financial information in capital market. In public field, existing researches find that macro institutional environment could affect the arrangement of accounting system in government. However, how does the macro institutional environment change the mechanism of supply and demand of financial information of government? It is worth researching. This paper explain the transmission mechanism of governmental financial information and how to guide the demand of financial information of government based on the case of opening three public expenditures of Ministry of Commerce in 2011. And we find that cultivating the professional information intermediary with the background of financial knowledge is good for changing the mechanism of supply and demand of financial information of government and developing the arrangement of governmental accounting system.

Cross – listing, Bonding Mechanism and Expense Stickiness of Chinese Companies

Cui Xuegang & Xu Jinliang

The cross – listing is accompanied by a lot of research concerned about the enterprise´s motivation, among which bonding hypothesis is the focus of the theme. Selecting the expense stickiness as an entry point, this paper examines the cross – listing´s impact on expense stickiness of Chinese enterprises, trying to provide evidence of the bonding mechanism´s validity. Results show that the expense stickiness level of AH – share enterprises is significantly lower than that of A – share matched enterprises. The expense stickiness level in three years post cross – listing is significantly lower than that in three years before the listing. The expense stickiness of AH – share Central State – owned enterprises decreases more significantly.

Executives´ Earnings Management Behaviours in the Implementation of Equity Incentive ——From Perspective of Performance Evaluation for Option Exercise

Xiao Shufang et al.

We investigated executives´ earnings management behaviours in the implementation of equity incentive programs from perspective of performance evaluation for option exercise. We found that not only the standards of performance evaluation that were set in equity incentive programs were significantly lower, but also the performances in the base period were significantly lower than the levels of historical performances. The lower performances in the base period were caused by executives´ earnings management through real activities manipulation. It therefore reduced the difficulty to achieve the performances for option exercise. The study also found that the proportion of equity incentive and the managerial power were positively correlated with the levels of earnings management.

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net