



# 交叉上市、治理环境与上市公司超额现金价值

曹 森

北京大学 光华管理学院, 北京 100871

**摘要:**从超额现金持有价值的角度,将治理环境和治理约束的改变引入到公司治理与公司价值的研究框架中。以1998年至2011年中国A股上市公司的非平衡面板数据为研究对象,采用Dittmar等提出的公司超额现金持有量估计方法,在回归方程中加入交叉上市的虚拟变量,对比分析A股与AB股、AH股以及发行ADR企业所处治理环境的不同对超额现金持有价值的影响。实证结果表明,中国上市公司的超额现金持有普遍存在折价现象;只在A股市场上市的企业超额现金资产的边际价值为负;既在A股市场上市同时又在B股市场或H股市场交叉上市的企业,超额现金资产的折价程度降低,且私有上市公司的折价降低程度更加明显。上述结果表明严格的治理环境和治理约束有助于改善公司治理和降低现金资产折价;中国的A股上市公司,特别是私有公司,可以通过交叉上市增加外部治理约束降低现金资产的折价程度,提升公司价值。

**关键词:**交叉上市;治理环境;超额现金价值;公司治理

**中图分类号:**F275

**文献标识码:**A

**文章编号:**1672-0334(2012)04-0031-13

## 1 引言

现金持有量是一项关系到企业短期财务目标和长期发展战略的重要决策,对企业的市场价值有正负两方面的影响。对那些外部融资受限的企业,有一定的现金资产可以使企业随时捕捉到稍纵即逝的投资机会,因而可以提升公司价值。但是根据自由现金流假说和委托代理理论,如果企业内部保留过量可以自由支配的现金资产,投资者预期到企业的管理者会利用现金资产处置的便利性<sup>[1]</sup>来损害股东权益以获取个人利益时,这种预期就会给企业的市场价值带来负面影响,造成现金资产的折价。此时,如果企业外部存在严格的法律监管或信息披露要求,更多的治理约束就会减轻投资者对于现金资产的负面预期,使现金资产的正面效应发挥作用。由于现金资产对企业价值具有正负两方面影响,因此如何控制现金资产对企业价值的正面效应,而单纯研究企业外部治理约束的改变对企业现金资产负面效应的影响则成为目前学术界关注的难点。

渐进的证券市场改革和分割的资本市场,使中

国的企业既可以在A股市场上市,也可以在B股市场和H股市场上市,还可以在美国发行存托凭证(ADR)。不同的市场环境有不同的治理环境和治理约束,治理环境的不同为本研究提供了良好的检验背景。为了研究企业外部治理环境和治理约束的加强对企业现金资产价值的影响,本研究以在中国A股市场上市的企业超额现金持有量为研究对象,以同时在A股市场和B股市场上市的AB股企业、同时在A股市场和H股市场上市的AH股企业以及发行美国存托凭证的A股企业为对照组,对比分析外部治理约束的加强对企业超额现金持有价值的影响。

## 2 相关研究评述

由于企业保有一定量的现金资产可以抓住未来可能随时出现的投资机会,并且避免由于信息不对称带来的外部融资成本过高的问题<sup>[2]</sup>,所以一些学者认为公司持有的现金资产对企业的未来发展有利,可以提升企业价值。但是,代理理论<sup>[3]</sup>和自由现

**收稿日期:**2011-12-21 **修返日期:**2012-06-12

**作者简介:**曹森(1984-),男,河南南阳人,北京大学光华管理学院博士研究生,研究方向:公司金融与金融中介等。

E-mail: caosen@pku.edu.cn

金流理论<sup>[4]</sup>认为,由于代理问题的存在会使过量现金资产的持有对企业的市场价值造成负面影响。管理权和控制权的分离造成企业管理者与股东之间利益不一致,企业管理者往往出于自身利益的考虑,使用企业的自由现金资产投资于风险大或者净现值为负的项目,从而获取个人利益,损害股东和投资者利益,造成企业市场价值的下降。实证研究表明,持有大量现金资产的企业往往伴随着以关联方交易、高额管理层薪酬、转移价格、过度投资以及盲目扩张等方式损害股东和投资者的行为<sup>[5]</sup>,过度持有现金资产的企业总伴随着经营业绩下滑和市场价值降低<sup>[6]</sup>。但是,如果企业面临严格的外部法律监管、市场约束以及完善的内部公司治理时,企业持有的现金资产就可以更好地发挥企业内部融资低成本的优势,更及时地抓住好的发展和投资机会<sup>[7]</sup>,此时企业持有的现金资产对企业价值有正向的作用<sup>[8]</sup>,特别是那些有良好发展空间和高速成长的企业<sup>[9]</sup>,这种现金资产的正向作用或者溢价效应会提升公司的价值<sup>[10]</sup>。

交叉上市是指某一家上市公司同时在两个或者两个以上的资本市场公开发行股票,并在股票市场上进行买卖交易的行为,以中国A股企业为例,在B股、H股以及在美国发行存托凭证可视为上市公司的交叉上市。关于交叉上市对上市公司影响的研究很多,主要集中在交叉上市对企业公司治理和经营绩效的影响,而其中研究的重点就是交叉上市对企业公司治理的影响。不同国家和地区的法律法规、财务会计标准不同<sup>[11]</sup>,Stulz<sup>[11]</sup>提出交叉上市的法律约束理论,即在美国交叉上市的企业面临着严格的法律制度、股东诉讼和披露要求,这些严格的外部监管环境限制了企业内部管理者攫取个人利益的行为,促进公司治理的改善,保护了中小股东和投资者的利益。除了严格的监管法律环境,Stulz<sup>[11]</sup>还提出信息披露理论,认为在美国交叉上市就意味着要受到更多的机构投资者的关注、更多的金融分析师的分析以及更多的财经媒体和记者的报道,这些因素都导致企业加强外部信息环境<sup>[12]</sup>。企业经营和管理的透明化进一步限制了企业管理者的自利行为,保护了企业的资产<sup>[13]</sup>。Lang等<sup>[14]</sup>的实证研究表明,新兴经济体的上市公司选择在美国交叉上市可以提高市场关注度,进而提升公司价值;Dojige等<sup>[15]</sup>的实证研究也发现,在本国治理环境较差的情况下,如果企业选择在美国证券市场交叉上市,企业的市场估值往往会高于本国没有交叉上市的企业。同时选择在美国交叉上市的企业往往伴随着低效首席执行官的更换、较多的分析师覆盖<sup>[16]</sup>、较多的投资者保护条款、较少的收购兼并等企业行为<sup>[17]</sup>,这些企业行为的改变,为“严格的治理环境可以促进良好公司治理的形成和改善从而提升公司价值”的论断提供了可能的解释<sup>[18]</sup>。

但是必须注意的是,在通过上市公司交叉上市来研究治理环境的改变对企业现金资产价值影响的

研究中,现金资产既对企业的市场价值有正向的提升作用,也有因代理问题产生的负面效果,因此如果不排除企业融资成本<sup>[19]</sup>、投资需要以及企业发展机会等因素导致的正常现金资产持有需要,将企业的所有现金资产作为整体来分析治理环境对企业现金资产的影响,就会产生内生性的问题。因为能在B股市场或者H股市场交叉上市,又或者能在美国发行存托凭证的A股企业往往具有较高的赢利能力、较好的投资机会和发展空间,如果不将企业自身经营发展需要的正常现金持有部分扣除而直接使用企业整体现金资产,很难判断企业现金资产价值的提高是来自于企业自身的经营发展状况,还是来自于治理约束和治理环境的改变。为了克服内生性问题和控制现金资产对企业价值的正向影响,在近年来的实证研究中,往往用超额现金持有量作为研究对象。与企业整体的现金资产持有相比,剔除了企业现在和未来流动性需求之后,企业超额持有的现金资产是企业管理者可以自由支配的资产,更容易受管理者基于私利的侵占,因此超额现金持有的市场价值可以更为敏感和准确地反映企业治理环境和治理约束的改变对企业价值的影响。对企业超额现金持有量的度量最早可以追溯到Fama等<sup>[20]</sup>的研究,随后的研究多使用企业整体现金资产持有量与权衡模型和资金成本模型等模型理论值的差额作为企业的超额现金持有量。这种差额法与实务界常用的行业平均法、可比公司类比法等相比较为简单,而且没有考虑企业未来的发展和投资机会的动态效应。针对这一问题,Dittmar等<sup>[8]</sup>提出通过回归分析的方法,将企业未来发展空间和投资机会的代理变量引进回归方程来估计企业正常现金持有量的计量模型,并且定义回归模型的残差项为企业的超额现金持有量。使用企业超额现金持有量进行企业价值分析,可以很好地规避企业自身经营发展等现金需求的内生性问题,集中精力分析公司超额现金资产价值与公司治理环境的关系。Fresard等<sup>[21]</sup>使用这种估计方法重新估计选择在美国交叉上市的企业其超额现金持有量的价值与公司治理的改变之间的关系,结果表明,在美国交叉上市的企业其超额现金资产的价值是国内企业超额现金资产价值的两倍到三倍,严格的治理环境有助于公司治理和公司价值的提高。

辛宇等<sup>[22]</sup>研究公司治理机制对上市公司超额现金持有水平的影响,通过对样本公司进行组间比较分析、相关系数分析和回归分析,发现上市公司的微观治理机制越好,其超额现金持有水平(即偏离正常现金持有水平的程度)越小;顾乃康等<sup>[23]</sup>对中国上市公司现金持有的价值进行实证研究,发现中国上市公司所持现金的边际价值仅为0.6元;沈艺峰等<sup>[24]</sup>从终极控股股东超额控制的角度对公司现金持有量的边际价值进行实证分析;基于中国制造业上市公司的特殊性质,干胜道等<sup>[25]</sup>专门对中国制造业企业的超额现金资产持有量进行实证研究;廖理等<sup>[26]</sup>使用最小二乘法研究公司治理对公司现金持有量的影

响,发现公司治理水平高的企业往往持有较低的现金资产量;杨兴全等<sup>[27]</sup>检验超额现金持有与企业过度投资的关系,结果显示企业过度持有现金资产会导致企业的过度投资,但是公司治理的改善可以抑制这种过度投资行为;赵明勋<sup>[28]</sup>理论分析和实证检验中国内地企业的海外上市行为对公司治理的影响以及这种影响在公司经营业绩、公司市场价值等方面的作用;张焯<sup>[29]</sup>综述交叉上市公司治理的文献,提出中国企业海外上市现状和存在的问题,并提出相应的政策建议;由于AH股企业面临着比AB股企业更为严厉的证券监管和法律保护,孙刚<sup>[30]</sup>的实证检验表明AH股的资金效率比AB股企业更高,说明资本市场的投资者法律保护实施和完善的信息披露环境可以提高企业的资金效率。

综上,虽然国内外关于交叉上市与企业价值的研究很多,但却鲜有从企业超额现金持有的角度分析治理环境与企业现金资产价值的影响关系,而且对企业现金资产的正向效应和自身特性的内生性问题往往通过在回归方程中加入控制变量的简单方法来处理。基于上述考虑,本研究从企业超额持有现金资产的角度出发,采用两阶段回归方法控制企业由于未来发展空间和投资机会带来的现金资产的正效应,分析A股上市公司由于在B股、H股双重上市以及发行ADR所导致的企业治理环境的改变对企业超额现金资产价值的影响。

### 3 数据和方法

#### 3.1 样本数据和选择标准

截止到2011年,据中国证监会统计,中国境内的上市公司总数(包括A股和B股)为2175家,境内上市外资股(B股)的企业为108家,境外上市公司数(H股)为165家,在美国发行存托凭证的中国企业为39家;其中,同时在A股市场和B股市场上市的企业为91家,同时在A股市场和H股市场上市的企业为70家,同时发行A股和ADR的企业为10家。本研究选取1998年至2011年在中国A股市场上市的公司作为研究对象,其中只在A股市场上市的公司为基准组,同时发行A股和B股、A股和H股以及A股和ADR的公司为对照组,对比研究治理环境与超额现金资产价值之间的关系,财务数据和股票交易数据来源于CASMAR数据库和Wind数据库。

本研究对数据做以下处理。①删除金融类和公用事业类上市公司,行业分类标准使用Wind数据库的行业分类标准;②删除PT和ST的上市公司;③删除退市和停牌的公司;④删除净资产为负和主营业务为零的公司;⑤删除财务信息缺失的数据记录。为了减少异常值的影响,删除最大和最小的1%的数据,最后得到12671条数据记录。数据统计软件采用SAS 9.2,回归分析软件采用Stata 11.0。经过数据筛选后的样本数量见表1。

#### 3.2 企业正常现金持有量和超额现金持有量的回归模型

对于企业正常现金持有量的估计问题,本研究借鉴Dittmar等<sup>[8]</sup>提出的估计企业正常现金持有量的理论模型,并根据中国财务会计准则的具体科目设置进行适当调整,定义(1)式的残差项为企业超额现金持有量。

$$\ln Cash_{i,t} = \alpha_i^1 + \beta_1^1 Logta_{i,t} + \beta_2^1 CF_{i,t} + \beta_3^1 NWC_{i,t} + \beta_4^1 MV_{i,t} + \beta_5^1 Capex_{i,t} + \beta_6^1 Leverage_{i,t} + \beta_7^1 R\&D_{i,t} + \beta_8^1 DIV_{i,t} + \beta_C^1 Control_{i,t} + \phi + \eta_i + \sigma_{i,t} \quad (1)$$

其中,Control为其他控制变量,包括管理层持股比例、金融分析师分析报告数目; $\alpha_i^1$ 为公司的固定效应; $\beta_1^1 \sim \beta_8^1$ 和 $\beta_C$ 为回归系数,分别表示各变量对企业正常现金持有量的边际值; $\phi$ 为行业的固定效应; $\eta_i$ 为时间的固定效应; $\sigma_{i,t}$ 为残差项;下角标*i*为公司,*t*为时间。各个变量的定义和具体计算方法见表2。

由于企业的超额现金资产会影响企业的公司价值,如果在(1)式中使用企业的市值比率作为解释变量得到的企业超额现金持有量,在(2)式中又作为解释变量去解释企业的市场价值,就会产生内生性问题<sup>[8]</sup>。因此,需要寻找企业市场价值的工具变量来代表企业的市场价值,以控制企业未来增长和发展空间。本研究选择滞后一年的销售增长率<sup>[21]</sup>和滞后一年的利润增长率作为企业市场价值的工具变量,进行(1)式的超额现金持有量的回归估计。以上解释变量考虑了企业正常经营发展、支付股利利息以及投资融资等的现金需求,特别是销售增长率和利润增长率又考虑了企业未来的发展空间,使用它们作为解释变量进行回归分析得到的残差项是与这些

表1 样本数据的数量统计  
Table 1 Statistics of Sample Data

	公司总数	只发行A股	发行A股和B股	发行A股和H股	发行A股和ADR
上市公司	2 175	2 017	91	70	10
样本公司	1 107	992	74	43	10
观测值	12 671	11 550	859	271	32

表2 主要回归变量的定义和计算方法  
Table 2 Definition and Compute Method of the Main Regression Variables

变量	变量名称	计算方法
<i>B</i>	B股交叉上市虚拟变量	如果在A股市场和B股市场交叉上市, $B = 1$ ; 否则, $B = 0$
<i>H</i>	H股交叉上市虚拟变量	如果在A股和H股交叉上市, $H = 1$ ; 否则, $H = 0$
<i>ADR</i>	发行ADR虚拟变量	如果A股上市公司同时发行ADR, $ADR = 1$ ; 否则, $ADR = 0$
<i>Cash</i>	现金资产持有比率	$\frac{\text{持有的现金} + \text{可交易金融资产}}{\text{期末总资产}}$
<i>Logta</i>	总资产的自然对数	对期末总资产取自然对数
<i>CF</i>	经营性现金流比率	$\frac{\text{净利润} + \text{折旧} + \text{摊销} - \text{净营运资产的变化}}{\text{期末总资产}}$
<i>NWC</i>	净营运资产比率	$\frac{\text{经营性资产} - \text{经营性负债}}{\text{期末总资产}}$
<i>MV</i>	市值比率	$\frac{\text{市场价值}}{\text{期末总资产}}$
<i>Capex</i>	资本性支出比率	$\frac{\text{资本性支出}}{\text{期末总资产}}$
<i>Leverage</i>	财务杠杆率	$\frac{\text{长期债务} + \text{短期债务}}{\text{期末总资产}}$
<i>R&amp;D</i>	研发比率	$\frac{\text{研发等其他支出}}{\text{总资产}}$
<i>DIV</i>	股利支付比率	$\frac{\text{总股利支付额}}{\text{期末总资产}}$
<i>Sales_growth</i>	滞后一年的销售增长率	$\frac{\text{前一期销售额} - \text{前两期销售额}}{\text{前两期销售额}}$
<i>de</i>	滞后一年的利润增长率	$\frac{\text{前一期利润额} - \text{前两期利润额}}{\text{前两期利润额}}$
<i>Share</i>	控制性股东的持股比例	控制性股东的持股比例
<i>Separation</i>	两权分离度	控制权 - 所有权
<i>MHS</i>	管理层持股比例	管理层的持股比例
<i>n</i>	金融分析师分析报告数目	金融分析师发布的分析报告的总数目
<i>IO</i>	机构投资者持股比例	机构投资者的持股比例

变量正交的、不相关的,也就是说,这样得到的超额现金持有量是排除掉以上公司特质所产生的现金需求约束后的相对自由的现金持有量。

### 3.3 企业价值、治理环境与超额现金持有量的回归模型

(1)式中的解释变量代表了企业正常的避险预防、经营发展以及投资融资的现金需求,经过对(1)式的回归计算,得到的回归方程残差项就是扣除掉以上正常现金持有量后的超额现金持有量。这部分

超额现金持有量,由于不受企业正常经营发展现金需求的约束,因此也就更容易受企业管理层出于私利的攫取,它们的市场价值对企业公司治理的好坏也就更加敏感。把企业超额现金持有量作为解释变量与其他解释变量一起构造回归模型来分析超额现金持有量与企业市场价值的关系,就可以避免企业自身经营发展状况对企业价值的干扰,把注意力集中在治理环境对企业超额现金资产的影响。具体模型为

$$\begin{aligned}
 MV_{i,t} = & \alpha_i + \beta_1 B_{i,t} + \beta_2 H_{i,t} + \beta_3 ADR_{i,t} + \beta_4 ECASH_{i,t} + \\
 & \beta_5 (ECASH_{i,t} \cdot B_{i,t}) + \beta_6 (ECASH_{i,t} \cdot H_{i,t}) + \\
 & \beta_7 (ECASH_{i,t} \cdot ADR_{i,t}) + \beta_8 Share_{i,t} + \\
 & \beta_9 Separation_{i,t} + \beta_{10} E_{i,t} + \beta_{11} dE_{i,t} + \\
 & \beta_{12} dSales\_growth_{i,t} + \beta_{13} dNA_{i,t} + \beta_{14} R\&D_{i,t} + \\
 & \beta_{15} dR\&D_{i,t} + \beta_{16} DIV_{i,t} + \beta_{17} dDIV_{i,t} + \beta_{18} dI_{i,t} + \\
 & \beta_{19} dMV_{i,t} + v + \omega_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)
 \end{aligned}$$

其中,  $ECASH$  为企业的超额现金持有量, 也就是(1)式的残差项;  $E$  为企业的利润额与总资产的商,  $NA$  为企业的净资产与总资产的商,  $I$  为企业的利息支出与总资产的商, 变量前面加  $d$  表示该变量前一年变化率;  $\beta_1 \sim \beta_{19}$  为回归系数,  $v$  为行业的固定效应;  $\omega_i$  为时间的固定效应;  $\varepsilon_{i,t}$  为残差项。为了区分由于不同上市类型导致的治理环境的不同, 本研究采用  $B$ 、 $H$  和  $ADR$  3 个虚拟变量, 其含义和取值见表 2。(2) 式中加入  $Share$  和  $Separation$  两个变量, 用来控制企业内部的公司治理机制。假定(2) 式的其他解释变量能够很好地控制企业自身未来发展和增长机会等企业特质的内生性问题,  $\beta_4$  表示对只在 A 股市场上市的企业其超额持有现金的价值估计,  $\beta_5$  与  $\beta_4$  之和 ( $\beta_5 + \beta_4$ ) 表示对在 A 股市场和 B 股市场同时上市的企业其超额持有现金的价值估计, ( $\beta_6 + \beta_4$ ) 表示对在 A 股市场和 H 股市场同时上市的企业其超额持有现金的价值估计, ( $\beta_7 + \beta_4$ ) 表示对同时发行 A 股和 ADR 的企业其超额持有现金的价值估计。  $\beta_8$  和  $\beta_9$  表示上市

企业治理变量的变化对本企业超额现金持有价值的影响,  $\beta_{10} \sim \beta_{19}$  分别表示企业自身财务指标的变化对企业超额现金持有价值的影响。

#### 4 实证结果和分析

##### 4.1 企业正常现金持有量与超额现金持有量回归模型的回归结果

表 3 给出主要回归变量的描述性统计, 通过统计分析发现, 与未交叉上市的 A 股企业相比, 在 B 股、H 股市场交叉上市以及发行 ADR 的 A 股企业通常表现出较少的现金资产持有量、较低的财务杠杆以及较大的经营现金流量、赢利能力、市场价值和股利支付。

表 4 给出(1) 式的回归结果, (1) 式的残差项就是企业超额现金持有量。其中, 因变量是现金资产持有比率的自然对数, 自变量包括总资产的自然对数、经营性现金流比率、净营运资产比率、市值比率、资本性支出比率、财务杠杆率、研发比率、股利支付比率、管理层持股比例、金融分析师分析报告数目。正如上文所述, 用企业市值比率估计企业超额现金持有量(残差项), 然后再用这个残差项对企业的市场价值回归, 就会产生估计结果不一致且有偏的内生性问题<sup>[8]</sup>。因此本研究选取滞后一年的销售增长率<sup>[21]</sup> 和滞后一年的利润增长率作为工具变量, 使用工具变量进行回归时都通过了模型识别的检验, 即工具变量外生有效, 且与扰动项无关。由于在数据筛选过程中删除了财务信息缺失的数据记录, 每个时

表 3 主要回归变量的描述性统计

Table 3 Statistic Description of the Main Regression Variables

统计量	所有样本		只在 A 股上市		A 股 B 股交叉上市		A 股 H 股交叉上市		发行 ADR 的 A 股企业	
	均值	方差	均值	方差	均值	方差	均值	方差	均值	方差
Cash	0.169	0.134	0.171	0.135	0.158	0.114	0.149	0.111	0.041	0.032
Logta	20.205	1.056	20.137	0.995	21.614	1.140	22.966	1.545	26.311	1.426
CF	0.046	0.089	0.045	0.089	0.052	0.083	0.058	0.079	0.084	0.092
NWC	0.057	6.984	0.054	7.308	0.092	0.384	0.091	0.217	0.110	0.079
MV	1.561	1.414	1.515	1.330	1.561	1.364	1.571	1.195	1.509	1.149
Capex	0.060	0.062	0.061	0.063	0.046	0.049	0.066	0.057	0.124	0.049
Leverage	0.558	0.331	0.563	0.310	0.509	0.263	0.516	0.195	0.508	0.149
R&D	0.075	0.130	0.075	0.140	0.069	0.064	0.066	0.099	0.022	0.015
DIV	0.016	0.013	0.016	0.150	0.017	0.020	0.023	0.014	0.034	0.012
Sales_growth	0.277	2.975	0.283	3.080	0.170	0.989	0.342	2.465	0.105	0.578
de	0.043	2.091	0.042	2.181	0.047	0.635	0.044	0.401	0.019	0.167
Share	37.489	15.681	37.420	15.654	36.162	16.314	43.978	13.360	60.113	20.531
Separation	6.326	8.538	6.341	8.529	6.665	8.982	4.616	7.714	6.301	8.281

期内公司的样本不完全相同,所以本研究的样本数据结构为非平衡的面板数据。本研究假设财务数据的缺失过程为随机,因此删除那些财务数据缺失的记录不影响剩余样本的随机性。同时由于同一只股票不同时期的扰动项一般存在自相关,而普通标准差的计算方法假定扰动项是独立同分布的,所以本研究所有回归的标准差和  $t$  值的计算都采用聚类稳健性标准差。表4中的(1)列为直接使用市值比率

进行回归的结果,(2)列和(3)列分别为用滞后一年的销售增长率和利润增长率替代市值比率的回归结果,(4)列~(6)列为将滞后一年的销售增长率和利润增长率分别作为市值比率的工具变量进行回归的结果,(4)列为工具变量法基准模型的回归结果,(5)列为在(4)列的基础上加入控制变量管理层持股比例,(6)列是在(4)列的基础上加入控制变量金融分析师分析报告数目。

表4 企业正常现金持有量和超额现金持有量模型的回归结果  
Table 4 Regression Results of Corporate Normal and Excess Cash Holding Model

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Logta</i>	0.002 (0.094)	-0.019 (-1.035)	-0.022* (-2.417)	-0.065 (-0.530)	-0.049 (-0.390)	0.036 (0.089)
<i>CF</i>	2.349*** (16.711)	2.347*** (16.431)	2.371*** (19.362)	2.344*** (9.513)	2.316*** (9.594)	1.673 (1.848)
<i>NWC</i>	2.149*** (20.311)	2.147*** (19.594)	1.986*** (32.833)	2.145*** (28.018)	2.035*** (24.812)	2.173*** (5.437)
<i>MV</i>	19.680* (2.012)			-41.961 (-0.373)	-40.681 (-0.355)	167.500 (0.263)
<i>Capex</i>	1.367*** (6.912)	1.451*** (7.253)	1.493*** (10.968)	1.630** (3.259)	1.373** (2.894)	0.027 (0.042)
<i>Leverage</i>	-17.610 (-1.802)	2.121*** (19.174)	1.959*** (32.204)	44.201 (0.392)	42.810 (0.367)	-166.400 (-0.267)
<i>R&amp;D</i>	0.249* (2.136)	0.270* (2.240)	0.266** (2.591)	0.315 (1.706)	0.333 (1.747)	0.194 (0.859)
<i>DIV</i>	4.028*** (4.572)	3.419*** (4.981)	3.612*** (6.837)	2.110 (0.590)	2.007 (0.530)	-0.609 (-1.202)
<i>Sales_growth</i>		0.007* (0.371)				
<i>de</i>			0.008*** (3.891)			
<i>MHS</i>					1.282*** (5.080)	
<i>n</i>						-0.003 (-0.158)
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
调整的 $R^2$	20.374	19.422	18.811	10.992	7.706	12.882
常数项	-4.525*** (-9.955)	-4.029*** (-9.783)	-2.696 (-0.892)	-2.972 (-1.051)	-3.243 (-1.121)	-4.840 (-0.421)
样本量	12 671	12 671	12 671	12 671	12 633	5 327

注:括号内数据为  $t$  值;\* 为  $p < 0.100$ , \*\* 为  $p < 0.050$ , \*\*\* 为  $p < 0.010$ ;下同。

表5 6种回归方法得到的超额现金持有量之间的相关系数  
Table 5 Correlation of Excess Cash Holding from 6 Regression Methods

模型方法	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1)	1.000					
(2)	0.998	1.000				
(3)	0.985	0.990	1.000			
(4)	0.960	0.969	0.966	1.000		
(5)	0.814	0.789	0.752	0.732	1.000	
(6)	0.877	0.871	0.852	0.845	0.919	1.000

表6 (2)式主要控制变量的相关系数  
Table 6 Correlation of Main Control Variables of Regression Equation (2)

	<i>Sales_growth</i>	<i>E</i>	<i>de</i>	<i>dNA</i>	<i>R&amp;D</i>	<i>DIV</i>	<i>MHS</i>	<i>n</i>
<i>Sales_growth</i>	1.000							
<i>E</i>	0.004	1.000						
<i>de</i>	0.054	-0.002	1.000					
<i>dNA</i>	0.060	0.014	0.071	1.000				
<i>R&amp;D</i>	0.007	-0.350	-0.006	-0.018	1.000			
<i>DIV</i>	-0.015	0.921	0.007	-0.024	0.320	1.000		
<i>MHS</i>	0.004	0.002	0.021	0.042	-0.010	0.000	1.000	
<i>n</i>	-0.005	0.004	0.040	0.090	-0.012	0.037	0.112	1.000

表5给出由表4中6种不同的回归方法得到的超额现金持有量之间的相关系数。本研究选取表4中(4)列的回归结果的残差项作为下文中的企业超额现金持有量。

#### 4.2 治理环境与超额现金持有价值模型的回归结果

各主要控制变量的相关系数见表6。由表6可知,公司利润额与股利支付和研发比率高度相关,相关系数分别为0.921和-0.350,因此在回归计算中不能同时作为解释变量。因为在多个市场交叉上市可能存在内生性问题,而在多个市场同时上市意味着企业的发展空间更大,发展前景更好<sup>[8]</sup>,本研究选取滞后一年的销售增长率和利润增长率作为控制变量代表企业未来的发展前景。所有回归的标准差和*t*值的计算都采用聚类稳健性标准差,非平衡的面板数据结构使用固定效应模型控制行业的固定效应。表7给出(2)式的回归结果,(2)式的因变量为上市公司的市值比率,自变量主要包括企业的超额现金持有量*ECASH*以及*B*、*H*和*ADR*3个虚拟变量。表7的(8)列为没有考虑滞后一年的销售增长率和利润

增长率的回归结果;(9)列为在(8)列的基础上加入滞后一年的销售增长率和利润增长率的回归结果;(10)列为在回归方程中加入控制性股东的持股比例和两权分离度的回归结果,既考虑企业交叉上市可能存在未来发展机会的内生性问题,又考虑企业自身公司治理层面变量变化;(11)列为只剩下AB股和AH股企业的回归结果,即考虑到同时发行A股和ADR的企业样本数量太少,将超额现金持有量都为负值的去掉。

从表7可以看出,不管是否存在交叉上市行为,中国A股上市公司存在普遍的折价现象,增加1单位超额持有现金量只能给公司总体市场价值带来小于1单位价值增加,不同上市类型公司超额现金资产的边际值 $\beta_4$ 、 $(\beta_5+\beta_4)$ 、 $(\beta_6+\beta_4)$ 和 $(\beta_7+\beta_4)$ 都小于1。以(10)列的回归结果为例,只在中国A股市场上市的公司超额现金持有的边际价值在10%的置信水平下为-0.022,*t*值为-1.712,也就是说,只在A股市场上市的企业超额持有现金资产的边际价值为负,超额持有现金资产不会增加企业的市场价值,甚

表7 治理环境与超额现金持有价值模型的回归结果

	(8)	(9)	(10)	(11)
<i>B</i>	-0.139 (-1.583)	-0.167 (-1.682)	-0.262** (-2.425)	-0.263** (-2.537)
<i>H</i>	0.607*** (4.552)	0.577** (3.182)	0.585*** (4.313)	0.582*** (4.347)
<i>ADR</i>	-1.575 (-1.441)	-2.269 (-1.011)	-2.262* (-1.917)	
<i>ECASH</i>	-0.019 (-1.605)	-0.021* (-1.713)	-0.022* (-1.712)	-0.022* (-1.797)
<i>ECASH · B</i>	0.823** (3.263)	0.792*** (8.774)	0.791*** (3.457)	0.790*** (3.466)
<i>ECASH · H</i>	0.820** (3.246)	0.830*** (4.903)	0.899*** (3.192)	0.900*** (3.29)
<i>ECASH · ADR</i>	-0.800 (-1.030)	-0.962 (-1.347)	-0.925 (-1.254)	
<i>R&amp;D</i>	3.212** (2.691)	3.272*** (6.852)	3.353*** (2.743)	3.207** (2.694)
<i>DIV</i>	1.328*** (6.861)	1.327*** (6.432)	1.308*** (6.334)	1.328*** (6.864)
<i>Sales_growth</i>		0.026** (3.181)	0.026** (3.181)	0.027*** (4.035)
<i>de</i>		-0.004 (-1.628)	-0.004 (-1.616)	-0.005* (-1.828)
<i>Share</i>			-0.012*** (-5.056)	-0.012*** (-5.033)
<i>Separation</i>			-0.010** (-2.192)	-0.010** (-2.191)
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
调整的 $R^2$	19.720	18.810	18.816	18.903
常数项	-1.676*** (-4.584)	-3.093*** (-9.076)	-3.063*** (-6.074)	-3.060*** (-6.614)
样本量	12 671	12 671	12 671	12 459

至有损于企业的市场价值;但是当企业同时在 A 股市场和 B 股市场上市时,增加 1 单位超额持有现金流量可以给公司总体市场价值带来  $0.769(\beta_5 + \beta_4)$  个单位的价值增加,虽然仍是折价,但是折价程度明显降低;当企业同时在 A 股市场和 H 股市场上市时,增加 1 单位超额持有现金流量可以给公司总体市场价值带来  $0.877(\beta_6 + \beta_4)$  个单位的价值增加,折价程度比 AB 股的折价程度更低;但是发行 ADR 的 A 股企业无显著结果。交叉上市的 A 股企业超额现金资产折价程度降低的原因可能是,当 A 股企业选择交叉上

市,就必须使用国际财务报告准则(IFRS)和美国通用会计准则(GAAP)报告财务数据,接受更为严格的法律约束和信息披露,并且面对更多外国机构和个体投资者可能的法律诉讼,市场投资者会认为这些企业的治理环境和治理约束更加严格了<sup>[30]</sup>;同时 A 股股东以及 B 股和 H 股股东可以通过价格信息的共享获得更多的管理信息和财务信息<sup>[31]</sup>,企业所处的信息治理环境也加强了。这些严格的治理环境和治理约束可以促进交叉上市企业改进公司治理,约束企业内部管理者谋取私利的行为,因此交叉上市



企业的超额现金资产的折价程度降低。但是,发行ADR的A股企业由于样本较少,且这些企业在(1)式的回归过程中产生的残差项(超额现金持有量)都为负值,所以无显著结果。

#### 4.3 考虑控股股东性质对交叉上市企业超额现金资产价值影响的稳健性检验

为了考察上市公司控股股东性质等制度背景因素是否对交叉上市企业超额现金持有价值产生不同

影响,本研究根据上市公司控股股东的性质,将上市公司总样本分为国有上市公司和私有上市公司两个子样本。国有上市公司子样本包括国有企业以及国务院或地方各级政府所有的上市公司,私有上市公司子样本包括除国有上市公司之外的、由自然人所有或控制的上市公司。采用分组回归的方法,考察控股股东性质对交叉上市企业超额现金资产价值的不同影响,回归结果见表8。

表8 考虑不同控股股东性质的分组模型的回归结果

Table 8 Regression Results of the Subgroup Models with Different Types of Controlling Shareholders

	全样本基准模型	国有上市公司子样本		私有上市公司子样本	
	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
<i>B</i>	-0.262** (-2.426)	0.032* (1.704)	0.033* (1.763)	-0.575* (-1.995)	-0.579* (-1.923)
<i>H</i>	0.585*** (4.312)	0.079*** (3.413)	0.075** (3.207)	0.873*** (4.427)	0.890*** (4.555)
<i>ADR</i>	-2.262* (-1.912)	0.085 (0.854)	0.078 (0.793)		
<i>ECASH</i>	-0.022 (-1.116)	-0.009 (-1.163)	-0.009 (-1.273)	-0.091* (-1.676)	-0.090* (-1.673)
<i>ECASH · B</i>	0.791*** (3.454)	0.010* (1.774)	0.011* (1.787)	0.878*** (4.184)	0.877*** (4.187)
<i>ECASH · H</i>	0.899*** (3.197)	0.017* (1.862)	0.017** (1.961)	0.973*** (3.841)	0.974*** (3.921)
<i>ECASH · ADR</i>	-0.925 (-1.253)	0.048 (1.505)	0.048 (1.501)		
<i>R&amp;D</i>	3.353*** (2.743)	0.097* (1.737)	0.096* (1.729)	2.622** (1.992)	2.608** (1.990)
<i>DIV</i>	1.308*** (6.335)	-0.502 (-1.412)	-0.524 (-1.473)	1.426*** (11.054)	1.427*** (11.065)
<i>Share</i>	-0.012*** (-5.055)	-0.001 (-1.353)	-0.001 (-1.338)	-0.015*** (-5.486)	-0.015*** (-5.445)
<i>Separation</i>	-0.010** (-2.191)	0.002*** (3.152)	0.002*** (3.231)	-0.008* (-1.702)	-0.008* (-1.672)
<i>Sales_growth</i>	0.026*** (3.182)		0.009** (2.367)		0.028*** (3.388)
<i>de</i>	-0.004 (-1.625)		-0.002 (-1.635)		-0.012* (-1.677)
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
调整的 $R^2$	18.817	16.824	16.815	21.614	21.900
常数项	-3.063*** (-6.074)	0.523*** (27.736)	0.520*** (27.682)	-2.666*** (-8.442)	-2.687*** (-8.498)
样本量	12 671	3 909	3 909	8 762	8 762

表8中,(14)列和(16)列是在(13)列和(15)列的基础上加入企业滞后一年的销售增长率和利润增长率以控制企业未来增长和发展空间的回归结果。A股上市的私有上市公司均未在美国发行存托凭证,所以ADR和ECASH·ADR两项的回归系数缺失。由表8数据可知,普遍的折价现象在两个子样本中依然存在,交叉上市可以降低企业现金资产的折价程度,但是折价程度降低的幅度因控股股东性质不同而不同,交叉上市后A股私有上市公司超额现金资产折价的降低程度明显高于国有上市公司。以(14)列和(16)列为例,选择在B股市场交叉上市的国有上市公司超额持有现金的边际价值仅为0.002,选择在H股市场交叉上市的国有上市公司超额持有现金的边际价值也仅为0.008,折价程度的降低幅度很小;选择在B股市场交叉上市的私有上市公司超额持有现金的边际价值为0.787,选择在H股市场交叉上市的私有上市公司超额持有现金的边际价值为0.884,通过交叉上市带来的现金资产折价程度的降低明显高于国有上市公司。说明相对于A股上市的国有上市公司,交叉上市是A股私有上市公司降低现金资产折价、提升公司价值的有效手段和方法。发行ADR的A股国有上市公司仍无显著结果。

#### 4.4 加入管理层持股比例、金融分析师覆盖和机构投资者持股比例变量后回归结果的稳健性检验

交叉上市可以改善公司的外部治理环境,促进企业加强公司治理,减小企业资产被管理层攫取的风险,因此也就提高了市场对企业现金资产的估值。但是,这种市场估值的提高和折价的减少,有多少是因为管理层持股和机构投资者持股比例等企业内部公司治理机制的改变造成的,又有多少是因为外部金融分析师的信息披露压力带来的<sup>[14]</sup>,即管理层持股比例、金融分析师分析报告数目(金融分析师覆盖)和机构投资者持股比例等因素会不会影响本研究的结论。基于上述考虑,将这些可能影响到超额现金资产价值的因素加入到(2)式进行稳健性检验,表9给出稳健性检验的结果。表9的(17)列为基准模型的回归结果,(18)列为在(17)列的基础上加入管理层持股比例的回归结果,(19)列为在(17)列的基础上加入金融分析师分析报告数目的回归结果,(20)列为在(17)列的基础上加入机构投资者持股比例的回归结果,(21)列为将上述3个变量同时加入的回归结果。从表9可以看出,加入金融分析师分析报告数目后,在A股市场和H股市场同时上市的企业超额现金持有价值的折价程度有显著加深,超额现金持有价值的边际值( $\beta_6 + \beta_4$ )从0.877下降到0.620,说明在H股市场交叉上市的企业超额现金资产折价降低的重要原因是金融分析师关注程度的增加和信息透明度的提高;AB股企业的折价程度也有所加深,超额现金持有价值的边际值从0.769下降到0.748,但是没有AH股下降幅度大;而考虑了管理层持股和机构投资者持股比例后,不同上市类型企业超额现金资产的折价程度也都有所改变,但是都不影

响本研究的基本结论。发行ADR的A股国有上市公司依然无显著结果。

同时,本研究还进行了以下稳健性检验。①将管理层持股比例和金融分析师分析报告数目进一步细分,将它们与不同上市类型企业的超额现金持有量和上市类型的虚拟变量相乘作为新的变量加入到(2)式中进行回归分析;②在保证回归模型不出现多重共线性的情况下,考虑其他财务指标作为控制变量进行回归分析;③考虑内生性的问题,使用Heckman二阶段回归的方法进行控制。以上稳健性检验除了Heckman二阶段控制将AB股企业超额现金资产折价程度降低的显著性水平从1%降到10%之外,其他结论仍然稳健。

## 5 结论

本研究借鉴Dittmar等<sup>[8]</sup>和Fresard等<sup>[21]</sup>对企业超额现金持有量的分析方法,采用1998年至2011年中国上市公司的非平衡面板数据,对比分析A股、AB股、AH股以及发行ADR企业的超额持有现金价值与公司外部治理环境之间的关系。通过实证研究得到以下结论。

①中国上市公司的超额持有现金普遍存在折价现象,相对于AB股企业和AH股企业,只在A股上市的企业超额持有现金资产对公司整体市场价值有负向影响,超额持有现金资产不但不会增加企业的市场价值,甚至有损于企业的市场价值。②对既在A股市场上市又在B股市场或H股市场交叉上市企业来讲,超额持有现金资产的折价程度降低,AH股企业的折价程度低于AB股企业,而且这种折价程度的降低在A股私有上市公司中表现得更加明显;发行ADR的A股企业结果不显著。③控制了金融分析师覆盖数量、管理层持股和机构投资者持股比例等其他因素后,AB股企业和AH股企业超额持有现金的折价程度有所变化,特别是AH股企业受金融分析师覆盖数量影响较大,说明AH股企业超额持有现金资产折价程度降低的重要原因是金融分析师关注程度和信息披露程度的提高。

上述结论表明,上市公司的外部治理环境和治理约束对上市公司的市场估值有重要作用,严格的治理环境可以促进上市公司改善公司治理、降低现金资产的折价程度;中国的A股上市公司,特别是私有上市公司,可通过交叉上市和外资持股的方式强化自身的治理约束,降低现金资产的折价程度,进而提升公司的市场价值。这些实证结果说明了加强中国证券市场公司治理环境和治理约束的必要性和重要性。

## 参考文献:

- [1] Myers S C, Rajan R G. The paradox of liquidity [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1998, 113 (3): 733-771.
- [2] Myers S C, Majluf N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that

表9 考虑管理层持股比例、金融分析师覆盖和机构投资者持股比例的稳健性检验  
 Table 9 Robustness Check with Proportion of Management Holding Shares、  
 Financial Analyst Coverage and Proportion of Institutional Ownership

	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)
<i>B</i>	-0.262** (-2.425)	-0.418** (-2.824)	-0.275** (-1.988)	-0.362** (-2.476)	-0.319** (-2.286)
<i>H</i>	0.585*** (4.314)	0.690*** (4.197)	1.103*** (5.443)	0.738*** (4.414)	1.060*** (5.285)
<i>ADR</i>	-2.262* (-1.917)	-3.648*** (-3.045)	-3.299* (-1.916)	-3.642*** (-2.996)	-3.311* (-1.958)
<i>ECASH</i>	-0.022 (-1.115)	-0.055 (-1.275)	-0.076 (-1.398)	-0.056 (-1.276)	-0.075 (-1.387)
<i>ECASH · B</i>	0.791*** (3.454)	0.831*** (4.123)	0.824*** (4.155)	0.835*** (4.134)	0.823*** (4.159)
<i>ECASH · H</i>	0.899*** (3.198)	0.925*** (3.630)	0.696** (3.007)	0.929*** (3.640)	0.699** (3.020)
<i>ECASH · ADR</i>	-0.925 (-1.255)	-1.143 (-1.444)	-1.078 (-1.453)	-1.135 (-1.382)	-1.083 (-1.314)
<i>R&amp;D</i>	3.353*** (2.748)	2.762** (2.197)	2.663** (2.178)	2.795** (2.205)	2.641** (2.163)
<i>DIV</i>	1.308*** (6.339)	1.388*** (8.923)	1.393*** (9.072)	1.387*** (8.882)	1.393*** (9.101)
<i>Sales_growth</i>	0.026** (3.181)	0.026*** (3.314)	0.024*** (3.403)	0.026*** (3.454)	0.024*** (3.297)
<i>Share</i>	-0.012*** (-5.052)	-0.014*** (-5.516)	-0.012*** (-4.915)	-0.012*** (-5.044)	-0.013*** (-5.315)
<i>Separation</i>	-0.010** (-2.193)	-0.012*** (-2.793)	-0.009** (-2.155)	-0.009** (-2.191)	-0.011*** (-2.640)
<i>MHS</i>		-1.516 (-1.165)			-1.630 (-1.340)
<i>n</i>			-0.037*** (-5.634)		-0.036*** (-5.480)
<i>IO</i>				1.241*** (6.246)	1.247*** (6.245)
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
调整的 $R^2$	18.816	15.565	15.673	15.120	15.371
常数项	-3.063*** (-6.073)	-1.689*** (-4.597)	-2.992*** (-5.856)	-2.992*** (-5.867)	-1.989*** (-4.590)
样本量	12 671	11 633	9 671	9 633	9 237

- investors do not have [J]. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13(2): 187-221.
- [3] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360. [4] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. *The American Economic Review*, 1986, 76(2): 323-329.
- [5] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R W. Investor protection and corporate valuation [J]. *Journal of Finance*, 2002, 57(3): 1147-1170.
- [6] Kalcheva I, Lins K V. International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems [J]. *Review of Financial Studies*, 2007, 20(4): 1087-1112.
- [7] Dittmar A, Mahrt-Smith J, Servaes H. International corporate governance and corporate cash holdings [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, 38(1): 111-133.
- [8] Dittmar A, Mahrt-Smith J. Corporate governance and the value of cash holdings [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 83(3): 599-634.
- [9] Pinkowitz L, Stulz R, Williamson R. Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis [J]. *The Journal of Finance*, 2006, 61(6): 2725-2751.
- [10] Bates T W, Kahle K M, Stulz R M. Why do U. S. firms hold so much more cash than they used to? [J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64(5): 1985-2021.
- [11] Stulz R M. Globalization, corporate finance, and the cost of capital [J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1999, 12(3): 8-25.
- [12] 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.
- [13] Bailey W, Karolyi G A, Salva C. The economic consequences of increased disclosure: Evidence from international cross-listings [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 81(1): 175-213.
- [14] 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.
- [15] Doidge C, Karolyi G A, Stulz R M. Why are foreign firms listed in the U. S. worth more? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 71(2): 205-238.
- [16] Aggarwal R, Erel I, Stulz R, Williamson R. Differences in governance practices between U. S. and foreign firms: Measurement, causes, and consequences [J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(8): 3131-3169.
- [17] 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.
- [18] 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.
- [19] Hail L, Leuz C. Cost of capital effects and changes in growth expectations around U. S. cross-listings [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93(3): 428-454.
- [20] Fama E F, French K R. Taxes, financing decisions, and firm value [J]. *The Journal of Finance*, 1998, 53(3): 819-843.
- [21] Fresard L, Salva C. The value of excess cash and corporate governance: Evidence from U. S. cross-listings [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(2): 359-384.
- [22] 辛宇, 徐莉萍. 公司治理机制与超额现金持有水平 [J]. *管理世界*, 2006(5): 136-141.  
Xin Yu, Xu Liping. Corporate governance mechanism and excess cash holding level [J]. *Management World*, 2006(5): 136-141. (in Chinese)
- [23] 顾乃康, 孙进军. 现金的市场价值: 基于中国上市公司的实证研究 [J]. *管理科学*, 2008, 21(4): 96-104.  
Gu Naikang, Sun Jinjun. The market value of cash: Evidence from Chinese listed companies [J]. *Journal of Management Science*, 2008, 21(4): 96-104. (in Chinese)
- [24] 沈艺峰, 况学文, 聂亚娟. 终极控股股东超额控制与现金持有量价值的实证研究 [J]. *南开管理评论*, 2008, 11(1): 15-23, 38.  
Shen Yifeng, Kuang Xuewen, Nie Yajuan. The impact of excess control of ultimate controlling shareholders on the value of cash holdings [J]. *Nankai Business Review*, 2008, 11(1): 15-23, 38. (in Chinese)
- [25] 干胜道, 胡建平, 庆艳艳. 超额现金持有的上市公司特质研究: 对我国制造业上市公司的实证分析 [J]. *财贸研究*, 2008, 19(6): 108-112.  
Gan Shengdao, Hu Jianping, Qing Yanyan. Characteristics of excess cash holding companies: An empirical analysis on Chinese listed companies in manufacturing industry [J]. *Finance and Trade Research*, 2008, 19(6): 108-112. (in Chinese)
- [26] 廖理, 肖作平. 公司治理影响公司现金持有量

- 吗:来自中国上市公司的经验证据[J]. 中国工业经济,2009(6):98-107.
- Liao Li, Xiao Zuoping. Does corporate governance affect corporate cash holdings: Empirical evidence from Chinese listed companies [J]. *China Industrial Economics*, 2009(6):98-107. (in Chinese)
- [27] 杨兴全,张照南,吴昊旻. 治理环境、超额持有现金与过度投资:基于我国上市公司面板数据的分析[J]. 南开管理评论,2010,13(5):61-69. Yang Xingquan, Zhang Zhaonan, Wu Haomin. Governance environment, excess cash-holdings and over investment: Based on the analysis of the panel data of Chinese listed companies [J]. *Nankai Business Review*, 2010,13(5):61-69. (in Chinese)
- [28] 赵明勋. 中国企业海外上市的公司治理效应研究[D]. 上海:复旦大学,2006:149-153.
- Zhao Mingxun. Research on the corporate governance effect of Chinese oversea listing companies [D]. Shanghai: Fudan University, 2006:149-153.
- [29] 张焯. 交叉上市的公司治理效应研究[J]. 现代管理科学,2008(8):39-41. Zhang Ye. Research on the corporate governance effect of cross-listing companies [J]. *Modern Management Science*, 2008(8):39-41. (in Chinese)
- [30] 孙刚. 外资持股、信息环境与现金持有价值[J]. 上海金融,2011(2):29-36. Sun Gang. Foreign ownership, information environment and the valuation of cash holdings [J]. *Shanghai Finance*, 2011(2):29-36. (in Chinese)
- [31] Richardson S. Over-investment of free cash flow [J]. *Review of Accounting Studies*, 2006,11(2/3):159-189.

## Cross-listing, Governance Environment and the Value of Excess Cash Holding of Listed Companies

Cao Sen

Guanghua School of Management, Peking University, Beijing 100871, China

**Abstract:** From the prospect of the value of excess cash holding, the change of governance environment and constraint is introduced into the research framework of corporate governance and corporate value. Taking the imbalance panel data as the research target, the estimate method of excess cash holding suggested by Dittmar and Mahrt-Smith is used and dummy variables of cross-listing are put into the regression equation, comparing and analyzing the different governance environment effect of A share、AB share、AH share and ADR share on the value of excess cash holding. The empirical analysis found that there is a value discount of the excess cash holding in all listed companies; only A share listed companies, the marginal value of excess cash holding is negative; for those cross-listing companies which both listed in the A share market and the B shares or H shares market, the degree of value discount of excess cash holding is reduced, and the reduced discount degree of private listed companies is more obvious than others. These results show that the governance environment and constraint has an important effect on the corporate governance and decreasing the discount degree of cash holding. For A share listed companies in China, especially private listed companies, can use the method of cross-listing to reduce the discount degree cash holding and increase the firm value by improving external governance constraint.

**Keywords:** cross-listing; governance environment; value of excess cash holding; corporate governance

**Received Date:** December 21<sup>st</sup>, 2011      **Accepted Date:** June 12<sup>nd</sup>, 2012

**Biography:** Cao Sen, a Henan Nanyang native (1984 -), is a Ph. D. candidate in the Guanghua School of Management at Peking University. His research interests include corporate finance, financial intermediation, etc. E-mail: caosen@pku.edu.cn □