

中國企業跨港上市對資本結構之影響

THE IMPACTS OF CROSS-LISTING DECISIONS ON CAPITAL STRUCTURES OF CHINESE LISTED FIRMS

蔡函芳

國立中央大學企業管理系博士候選人

林翠蓉

中國文化大學財務金融系副教授

張力

世新大學企業管理學系副教授

陳怡中

國立中央大學企業管理碩士

洪榮華*

國立中央大學企業管理系教授

Han-Fang Tsai

*Ph. D. Candidate, Department of Business Administration,
National Central University*

Tsui-Jung Lin

*Associate Professor, Department of Banking and Finance,
Chinese Culture University*

Li Chang

*Associate Professor, Department of Business Administration,
Shih Hsin University*

Yi-Chung Chen

MBA, National Central University

Jung-Hua Hung

*Professor, Department of Business Administration,
National Central University*

*通訊作者，地址：320 桃園縣中壢市五權里 2 鄰中大路 300 號，電話：03-422-7151 轉 66107
傳真：03-422-9584，E-mail：jhung@cc.ncu.edu.tw

摘要

本研究首先探討中國上市公司的負債比率是否會受到跨港上市決策的影響。其次，針對已跨港上市企業，觀察其跨港上市一段時間後，負債比率的變化。同時，針對上述兩項探討企業的負債比率是否受到國家控制程度的影響。以 1996 年至 2009 年間中國跨港上市公司為樣本，利用未跨港上市之配對樣本與 OLS 迴歸模型檢測。實證結果發現：(1)跨港上市企業之負債比率低於未跨港上市企業。(2)跨港上市企業中，國家控制程度越高的企業，其負債比率下降的程度較少。(3)跨港上市超過三年的企業，其負債比率高於跨港上市三年以下的企業，顯示跨港上市一段時間後，企業負債比率有回升的現象。(4)國家控制程度越高的企業，其負債比率回升的程度越大。

關鍵字：跨港上市、負債比率、國家控制

ABSTRACT

This study first examines whether cross-listing decisions would affect the capital structures of Chinese listed firms. Second, we focus on the Chinese cross-listed firms to observe the changes in the debt ratios after cross-listing. Meanwhile, we address the above two issues by examining whether the debt ratios are affected by the degree of state control. The sample is comprised of Chinese listed firms cross-listing on the Hong Kong Exchanges between 1996 and 2009, and the matched sample is Chinese listed firms not cross-listing on Hong Kong Exchanges. An ordinary least squares method is applied. The results indicate that (1) the debt ratios of cross-listed firms are lower than those of non-cross-listed firms, and (2) for cross-listed firms, the higher the degree of state control, the less the decrease of debt ratio would be after cross-listing; (3) the debt ratios of firms cross-listing on Hong Kong Exchanges over three years are higher than those of firms cross-listing less than three years, suggesting that the debt ratio would rise again three years after cross-listing, and also (4) the higher the degree of state control, the higher the increase in debt ratio would be after cross-listing.

Keywords: Cross-listing, Debt Ratio, State Control

壹、緒論

相較於已開發國家，開發中國家由於投資者法律保護制度不健全與股票市場發展落後，使得境內公司股價偏低（Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002；La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 2002），市場缺乏流動性（Lesmond, 2005），且外部投資人買賣股票的成本高昂。然而，隨著資本市場的全球化與法規限制的減少，企業在其財務動機和商業動機的驅使下，大量進入了國際資本市場，跨境上市提供企業一個能在相當程度上克服母國資本市場限制的籌資管道（Ayyagari & Doidge, 2010）。全球資本市場的整合也使現今的公司治理改革比過去更有可能達成，除了在法律架構上引進更徹底的改變，選擇更有保障的法律制度也是一種公司治理改革的型式（La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999；Shleifer & Wolfenzon, 2002）。然而，過去較少文獻在探討企業跨境上市後資本結構的變化，少數涉及此議題的文獻均以來自全球不同國家跨境至美國上市的公司為主要研究對象（Wu, 2008；Ball, Hail, & Vasvari, 2010；Ayyagari & Doidge, 2010），並且沒有一致的結論，Wu（2008）的結果顯示跨美上市後公司負債水準減少，而 Ball et al.（2010）的結果則顯示跨美上市後公司舉債增加。因此，本研究以中國跨港上市公司之實證結果，為企業跨境上市後資本結構的變化方面之文獻提供補充。

由於中國企業的所有權結構與上市選擇受到政府嚴格的控制，而且股權的移轉有諸多限制，因此，Ayyagari and Doidge（2010）於選取樣本時還刻意排除中國企業樣本以避免偏誤。而香港市場上市之各項法規制度、資訊揭露與股權結構等方面，皆優於中國市場，Bortolotti and Beltratti（2006）研究即發現中國企業在境外發行股票，其最有利的上市地點之一為香港證券市場。就「上市申請」而言，中國企業上市過程的審核，在2001年以前是採「行政審批制」。在此種制度下，地方和主管政府機構具有推薦職能，政治干預的情況非常嚴重。2001年4月份開始，中國證券監督委員會正式改用「核准制」取代行政審批制。雖然中國與香港皆採用核准制，但中國市場的核准單位是證監會，且在申報前須獲得省級政府或國務院相關部門同意，因此，行政控制程度仍然很高。而香港市場的核准單位是聯交所，證監會的干預少，且審核委員的名單公開，反觀中國的委員名單保密，內部作業的機會亦較多。故香港上市法規相較於中國上市法規更為中立客觀。

其次，就「資訊揭露」的部分，香港上市企業必須遵行香港財務匯報準則或是國際會計準則（International Financial Reporting Standards, IFRSs）；然而，在中國上市公司則採用中國會計準則。相對而言，香港上市企業所編製的財務報表較與國際接軌

，也較易為一般分析師或投資人所瞭解，在分析師報導 (analyst coverage) 增加的情況下，企業受到市場監督的機會上升，與投資人間的資訊不對稱程度即下降 (Frésard & Salva, 2010)，隱含企業在香港上市所面對的外部公司治理環境更為完善。最後，就「股權結構」而言，中國上市企業的股權結構採「股權分置」的形式，將股份分為流通股與非流通股。其中，非流通股無法在股票市場流通，因此，即便中國企業已經上市，其股權也無法自由在股票市場流通。反之，企業在香港上市所發行的股份均為流通股。在流動性增加的情況下，將有助於增加公司的大股東，進而提升公司的內部治理機制 (Beltratti & Bortolotti, 2006)。綜上所述，顯示香港具有較健全的法律制度與監管架構。同時，香港是世界金融中心之一，中國上市公司到香港上市，應能發揮跨境上市之法律約束 (bonding)、降低資訊不對稱，改善代理問題、降低資金成本的效果 (Bortolotti & Beltratti, 2006)。

中國為典型的轉型經濟體，由於其法律體制不成熟，使得股市與債市皆不發達，銀行貸款為中國企業主要融資來源 (Allen, Qian, & Qian, 2005)。但資金供給不足，且銀行受國家控制，故向企業銀行融資也不易滿足資金需求 (Wu & Yue, 2009)。因此，在境外發行權益證券及上市籌集資金，成為企業籌資的重要方式之一。中國企業可藉此透過引進外資擴大資金來源，緩解資金不足與龐大債務壓力的困境。由於中國國有股大股東股權高度集中，導致中國企業公司治理無效率並加深代理問題之嚴重性 (Wei & Geng, 2008)，而跨境上市可以解決代理問題 (Stulz, 1999; Coffee, 2002; Reese & Weisbach, 2002)。當公司在一個法制環境較佳的市場跨境上市，資訊的揭露需要接受更多的審查、引起更多監督，所以公司的揭露在數量和品質上都有重大的提升 (Coffee, 1999)。另外，遵循發達市場之健全會計準則更能減少投資者之間的資訊不對稱程度，增加市場流動性 (Lev, 1988)。再者，由於跨境上市後，公司受到國際管制機構 (例如當地市場的證券管理委員會、證交所) 的審查與更多投資機構的直接與間接監督，跨境上市公司能夠減少因資訊不對稱所引起的代理問題 (Leuz, 2003)。公司內部也因為跨境發行權益證券而使股權結構發生變化。由於中國企業的國家股大股東持有的非流通股比率被稀釋，政治干涉將減弱，應該可以改善控制股東的權益代理問題。因此，本研究針對跨港上市與未跨港上市企業比較其負債水準的差異，探討企業跨港上市後，內外公司治理的改善是否有助於權益資金成本減少 (Reese & Weisbach, 2002)，讓權益融資更有利，降低公司負債比率。

然而，許多文獻亦指出跨境上市的一些正面效果並不持久 (Sarkissian & Schill, 2008; Abdallah & Ioannidis, 2010)，經過一段時間後公司的負債比率也可能會視情況有所調整。信號理論 (Ross, 1977) 主張使用權益融資可能被視為一種負面訊息，通常公司在現金增資後三到五年的股價表現會變差 (Jegadeesh & Titman, 1993; Eckbo,

Masulis, & Norli, 2000 ; Carlson, Fisherand, & Giammarino, 2006)。根據市場時機理論 (market timing theory) (Masulis & Korwar, 1986 ; Asquith & Mullins, 1986) 公司較不會在股價偏低時發行權益證券，故公司跨境發行權益一段時間後可能會較傾向負債融資¹。融資順位理論 (Myers & Majluf, 1984) 亦指出，融資活動中負債的使用優先於權益。企業在跨境上市一段時間後，跨境上市的效果減弱，權益資金成本相較於舉債成本已不具有優勢，隨著企業調整其資本結構而減少權益融資的比例，最後可能使得負債比率有回升的情形。因此，本研究針對已跨港上市的企業，探討其跨港上市時間的長短是否會影響其負債比率。

另外，基於企業跨港上市動機與融資能力的差異，國家控制企業的程度對於企業跨港上市後資本結構的調整亦可能有不同的影響。國家控制程度越高的企業（如國營企業），其跨境上市的動機可能為幫助達成政治人物私人的目標、國家政策的目標或國家經濟的目標 (Hung, Wong, & Zhang, 2008)。針對中國政府股份私有化 (privatization) 的不確實 (Firth, Fung, & Rui, 2006)，跨境上市可以提高流動性，促進所有權與控制權的移轉 (Ayyagari & Doidge, 2010)。中國政府可藉此拋售其上市公司股份使控制權得以轉移到私人手上以增強公司績效 (Chen, Firth, Xin, & Xu, 2008)，故跨境上市有助於促成國家經濟的成長。企業如果以促進私有化為目的而選擇跨境上市，則應傾向使用權益融資，然而，此效果可能是短暫的，當私有化的目的達成後，企業可能調整其資本結構。國家控制程度低的企業（如民營企業）有籌措外部資金以發展事業的動機²，但中國國有銀行受到政治因素影響，使其無法像國家控制程度高的企業一樣，在銀行資金取得上不虞匱乏。因此，國家控制程度的差異對於中國企業而言，亦可能是主要造成其資本結構差異的重要因素。

綜上所述，本文提出以下研究目的：一、跨港上市企業與未跨港上市企業的負債比率是否具有差異。二、若跨港上市企業與未跨港上市企業的負債比率具有差異，此差異是否會受到國家控制程度影響。三、企業跨境上市一段時間後，其負債比率是否產生變化。四、若企業跨境上市一段時間後，其負債比率產生變化，則此變化是否會受到國家控制程度的影響。本研究與以往文獻不同之處在於，第一，不同於過去文獻主要以全球各國企業跨境至特定交易所的型式，來研究跨境上市後資本結構的變化，本文為首篇以中國上市公司為跨境上市的研究對象，可以區隔出中國新興市場的特殊性。第二，本研究以跨港上市公司做為檢驗跨境上市效果的對象，可以觀察那些不在法制最為嚴格的市場（例如美國）上市而選擇較次等市場上市之公司的跨境上市效果。第三，本研究針對中國上市公司跨港上市後資本結構的變化，不僅從橫斷面（同一國家內，跨境和非跨境上市公司負債比率的比較），也從縱斷面進行分析（隨跨境上市時間增加，負債比例的變化）。第四，中國跨境上市企業幾乎都是大型國有企業，

本研究特別針對其國家控制的程度對於其資本結構帶來的影響加以探討，透過本研究可以看出中國特殊的所有權結構對於跨境上市企業的負債比率是否具有顯著的影響。最後，中國為全球經濟規模排名第三的經濟體³，針對西方國家發展出來的資本結構理論在中國的應用與適用性，可對未來全球經濟情勢變遷提供指引或為其他類似轉型中經濟體提供借鏡。

本研究以 1996 至 2009 年從中國跨境至香港上市之企業，與沒有跨港上市企業的配對樣本比較其負債比率的差異，並觀察公司跨港上市後之負債比率的改變。實證結果發現：第一，跨港上市企業之負債比率較非跨港企業之負債比率低，說明中國企業藉由跨境至法制環境較好的市場上市可減少代理問題，降低權益資金成本，並讓跨港上市企業得以使用權益融資，使負債比率下降，因而可以改善資本結構。第二，相較於國家控制程度較低或是一般民營企業而言，國家控制程度越高的企業負債比率下降程度可能較少。可能原因為，國家控制程度較高的企業由於容易取得國有銀行資金，因此，在跨港上市後，其國家控制程度越高的企業仍然會傾向使用負債融資。第三，針對跨港上市企業探討其上市時間，發現上市超過三年的企業，其負債比率顯著高於跨港上市三年以下之企業，顯示跨境上市的效果會隨著時間增加而減弱。同時，隨著企業可能調整其資本結構而減少權益融資的比例，使得負債比率有回升的現象。最後，國家控制程度越高的企業，其負債比率回升的程度越大。此結果顯示，若中國企業以促進私有化為目的而選擇跨港上市，則國家控制程度越高的企業會傾向使用權益融資，使其跨境上市初期負債比率偏低。然而，當部分私有化的目的完成後，將可能重新採用資金成本相對較低且取得相對容易的負債融資，使得國家控制程度越高的企業，負債比率回升的程度越大。此外，國營企業本來就是中國銀行主要的放款對象（Allen et al., 2005；Firth, Lin, Liu, & Wong, 2009；Berger, Hasan, & Zhou, 2009），跟國有控制程度較低的企業相比，國有控制程度較高的企業其舉債的能力應較高。因此，國家控制程度越高的企業，其負債比率回升的程度越大。

本文的結構如下：第貳章為文獻探討與研究假說。第參章為研究方法，包括資料來源與實證模型。第肆章為實證結果分析與穩健性檢定。第伍章為結論。

貳、文獻探討與假說發展

過去文獻對於企業跨境上市之現象有不同之解釋與理論依據，企業可能因為各種不同的理由而選擇跨境上市。藉由跨境上市，公司可改善其融資或出售有價證券的條

件，導致資本結構的變動，當公司或其股東有融資的需要且母國市場具有明顯的融資約束時，這種財務效益的動機最強⁴。首先，在海外募資可能成本較低或是較容易取得資金以滿足公司融資需求，因此公司在跨境上市不同時期、不同情況下對某些有利的融資方式的偏好會導致其資本結構的變動。其次，即使公司並沒有籌募資金的需要，目前的股東可能想要出售股份，而跨境上市可以增加他們的股份的市場價值⁵，因此藉由跨境上市後股權的轉移也會導致其資本結構的變動。有些跨境上市的動機和資本結構較無直接的關係，但其效果會使公司資本結構產生變化，這方面的動機主要是為了公司的產業競爭力。跨境上市能提昇公司國際知名度及國際聲譽，以利發展海外業務，透過提高消費者需求與改善公司和供應商、員工之間的關係，增加國外的銷售額，有助於全球行銷（Bancel & Mittoo, 2001；Stoughton, Wong, & Zechner, 2001；Pagano, Röell, & Zechner, 2002；Claessens & Schmukler, 2007）。由於跨境上市提升公司的競爭力，改善了企業的成长機會（Doidge, Karolyi, & Stulz, 2004；Hail & Leuz, 2009），並增加其獲得內、外部資金的能力，進而影響公司的資本結構，通常獲利力較高的公司，內部資金應越多，舉債的需求越少。

在境外上市發行股票籌集資金，是企業吸引外資的重要方式之一（Pagano et al., 2002；Henderson, Jegadeesh, & Weisbach, 2006）。企業可透過引進外資擴大資金來源，緩解資金不足與龐大債務壓力的困境。此外，跨境上市有助於改善企業公司治理制度及投資人保護，降低企業在資本市場進行籌資時的成本（Reese & Weisbach, 2002；Doidge et al., 2004）。中國企業普遍存在著嚴重的代理問題，使得企業籌資不易。中國於 1990 年代初期發展證券市場，但政府擔心自由市場危及企業國有制的主體地位，便採行股權分置政策，規定約為七成的國有股份及法人持有股份不得在市場上交易（Yeh, Shu, Lee, & Su, 2009），形成上市公司受國家股支配，且所有權集中的情形，使公司治理缺乏效率（Wei & Geng, 2008）。中國上市公司的經理人大多數是由政府指派，考量到他們的升遷或官階鞏固，這些經理人的決策常常是為達成政府目標而不是為公司創造價值（Chen, Firth, & Xu, 2009），因此會產生管理者和股東利益不一致的情形。且相較於西方國家，中國上市公司管理者的權益報酬極少（Wei & Geng, 2008），高階經理人與董事的平均持股僅占整體企業的 0.015%（Wei, Xia, & Zhang, 2005），使管理者較無動機極大化股東價值。另外，由政府代表的非流通股股東持有多數的股份並操縱公司，導致流通股股東幾乎沒有力量影響非流通股股東的決策（Yeh et al., 2009；Singh & Gaur, 2009）。中國企業的主要控制股東多為政府（Chen et al., 2009），且多半直接受控於國家或是透過交叉持股間接受控於國家（Lin & Su, 2008）。

藉由跨境上市，公司可從多方面減少代理問題，降低權益資金成本，使得權益融資更加容易，進而使企業負債比率下降。首先，Shleifer and Vishny（1997）指出，政

府從他們所掌控的國有企業榨取資源來滿足其目標。基於跨境上市後非流通股比率被稀釋，政治的干涉將減弱（Shleifer & Vishny, 1997），將有助於改善控制股東的權益代理問題。Chen et al.（2009）發現在新興市場中，公司治理對權益資金成本有顯著的負向影響，較完善的公司治理能減少被內部人（insider）剝削的風險、降低外部投資者的監督成本而減少權益資金成本。其次，跨境上市的約束（bonding）效果（Stulz, 1999）指出，公司必須接受更嚴格的要求並受到國際管制機構的審查與更多投資機構的關注，外界對公司的監控程度提升，包括會計制度、掛牌與相關法規管制以及資訊揭露的要求等，因而提升企業的公司治理水準（Stulz, 1999；Reese & Weisbach, 2002）。藉由外部公司治理的改善，可降低企業的權益資金成本，進而使其容易取得權益資金。最後，Stulz（1999）指出，公司自願跨境至法律規範完善、投資人保護制度較周密的市場，可被視為正面的訊號。由於外部投資人認為其被剝削的風險較小，他們會願意要求較低的報酬率，公司便可享受較低的權益資金成本，增加權益融資，在其他條件不變下公司負債比率會降低。

此外，為了公司控制（corporate control）的目的而跨境上市，公司可藉由增加其在市場上的能見度，提高企業被接管的風險（Cosset & Meknassi, 2010），達到提升外部公司治理的效果。Chava, Livdan, and Purnanandam（2009）發現，較容易被接管的公司有較高的負債成本。銀行考量到公司被接管後的財務風險會增加，進而對容易被接管的公司收取更高的費用。這些負債代理問題將使得舉債融資相對不易，促使公司增加權益融資，當其他條件不變下，若總股數增加，公司負債比率會降低。因此，提出假說 1。

假說 1：跨港上市企業之負債比率低於未跨港上市企業。

中國股市成立最初目標是幫助國營企業（SOEs）籌措資金並改善其營運表現（Guo, Liangyuan, & Changwen, 2007；Jiang, Yue, & Zhao, 2009），因此大多數的上市公司源自於轉型後的國營企業。然而，股權分置的政策，造成同股不同權的弊端嚴重影響股市的發展（Guo et al., 2007；Yeh et al., 2009）。因此，資金需求可能成為中國企業跨境上市的主要動機。Allen et al.（2005）指出，中國股票市場成長快速，但對企業而言，股市的重要性還無法和其他的融資管道相比，特別是銀行部門。但政治因素嚴重左右銀行的借貸政策，使企業無法公平地獲得貸款（Firth et al., 2009）。由於國有銀行與國有企業的控制股東皆為政府，使得國有企業的資金來源多為向銀行借款。除了政治的連結外，Bai, Liu, and Song（2003）和 Pistor and Xu（2004）指出，中國的國有銀行對於國有企業的資金援助還有其他的動機，企業若連續兩年虧損就必須下市，為了維持其發行權益的權利，國有銀行會給予資金援助與補貼。Firth, Lin, and Wong（2008）

亦發現，在政治的目標和軟預算的限制下，國有銀行會提供資金給面臨較低成長及較低績效的國有企業，且企業的國家股權越高，國有銀行在貸放資金時會採取越寬鬆的方式，導致國有銀行的呆帳率年年升高。由於資金需求遠高於供給，且銀行受國家控制⁶，故向銀行融資並不容易（Wu & Yue, 2009）。中國四大國有銀行是主要的放款單位，國家可以左右銀行的貸款對象、扶持特定產業，而國有企業為中國銀行主要的放款對象（Brandt & Li, 2003；Allen et al., 2005；Firth et al., 2009；Berger et al., 2009）。

反之，國家控制程度較低的企業的外部資金，較依賴權益融資。因為銀行傾向提供資金給關係良好，或是對那些借款時能給予財務擔保的企業（Jiang & Zhan, 2005）。Firth et al. (2009) 曾發現，若公司擁有國家的股份，其取得銀行貸放資金的機會較高。因此，和其他已開發國家或是開發中國家相比，中國的民營公司擁有較低的負債比例（Huang & Song, 2006）。Wu and Yue (2009) 以非流通股的百分比來衡量向銀行借款的能力。當非流通股的持有比例越高，表示公司被政府或國有企業控制的程度越高，和銀行的關係也較良好，較容易取得資金。因此，一般民營企業在缺乏國有股權的情況下，多以權益融資。然而，中國大陸的股票市場不成熟，Ayyagari, Demirgüç-Kunt, and Maksimovic (2010) 即指出，中國股票市場的發展，主要是為完成企業私有化的目的而成立，而不是一個提供融資的管道。因此，相較於資金充足的國有企業，國家控制程度較低的企業除了解決資金短缺的問題，其更需要的是一個相對公平的融資來源。

跨港上市提供企業一個替代的融資管道。中國企業跨港上市後，不論企業受到國家控制的程度如何，其負債比率皆會下降。主要原因為，第一，跨港上市使公司以權益融資獲取外部資金。第二，跨港上市的約束（bonding）效果（Stulz, 1999；Reese & Weisbach, 2002），可以抑制控制股東的剝削，使代理問題下降，權益資金成本相對降低，導致企業傾向使用權益融資。然而，國家控制程度較高的企業因為受到國有銀行關照（Firth et al., 2008），相較於國家控制程度較低或是一般民營企業而言，其負債比率下降程度可能較少，即國家控制程度較高的企業仍傾向使用負債融資。因此，提出假說 1-1。

假說 1-1：跨港上市企業之負債比率低於未跨港上市企業的程度會受到國家控制程度的影響而下降。

跨境上市使公司以權益融資獲取外部資金，同時，跨境上市的約束（bonding）效果（Stulz, 1999；Reese & Weisbach, 2002），可以抑制控制股東的剝削，降低權益資金成本，使得權益融資更加容易。因此，在跨境上市的初期，公司負債比率可能會降低。然而，企業跨境上市一段時間後，一些跨境優勢的效果可能會減弱。如 Abdallah and

Ioannidis (2010) 發現，由於跨境上市後母國市場的風險降低，使超常報酬在跨境上市後顯著地下降，但是由於國際資本市場的整合，此降低的效果隨著時間減弱。Sarkissian and Schill (2008) 亦發現多數跨境上市公司評價的收益 (valuation gains) 都不持久。即使公司選擇的境外市場擁有較高的流動性、較佳的投資人保護或較廣的投資群眾，隨著環境變動，公司仍然會藉著調整其槓桿比率，重新平衡資本結構⁷ (Huang & Ritter, 2009)。

公司跨境上市能運用的兩種權益融資型式先後為首次公開發行 (IPOs) 與現金增資 (SEOs)。信號理論 (Ross, 1977) 認為，使用權益可能被視為一種負面訊息⁸。因此公司在現金增資後三到五年的股價表現普遍變差 (Eckbo et al., 2000; Carlson et al., 2006)。根據市場時機理論 (market timing theory)，企業傾向在公司價值較高時發行權益而非負債 (Masulis & Korwar, 1986; Asquith & Mullins, 1986)。Huang and Ritter (2009) 主張市場時機對資本結構有長期的影響，是資本結構的重要決定因素，當權益資金成本處於相對低點時，上市公司傾向使用更多比例的權益填補資金缺口。反之，當權益資金成本較高時，公司應傾向使用負債來融資。亦即在公司跨境上市初期，因為公司價值較高，權益資金成本相對較低，上市公司會多發行權益以取得所需資金，使得公司負債比率下降。然而，企業在跨境上市一段時間後，跨境上市的效果減弱，權益資金成本相較於舉債成本已不具有優勢，隨著企業調整其資本結構而減少權益融資的比例，最後可能使得負債比率有回升的現象。

因此，本研究根據 Huang and Ritter (2009) 的研究，預期企業在跨境上市一段時間後 (超過三年)，由於跨境上市的效果減弱，並隨著企業調整其資本結構而減少權益融資的比例，使得負債比率有回升的現象，故提出假說 2。

假說 2：跨港上市一段時間後，企業負債比率有回升的現象。

過去文獻認為 IPO 是控制股東做為離開公司的方法之一 (Stoughton et al., 2001; DeMarzo & Urošević, 2006)。透過在具有更嚴格的法制與投資人保護的境外市場上市，公司可以提高本身股票的流動性，促進所有權與控制權的移轉 (Ayyagari & Doidge, 2010)，並因此增進企業的私有化，改善中國政府股份私有化不確實的情形。若中國國有企業以促進私有化為目的而選擇跨境上市，則國家控制程度越高的企業會傾向使用權益融資，使其跨境上市初期負債比率偏低。然而，當私有化的目的完成後，將可能重新採用資金成本相對於權益較低的負債融資，國家控制程度越高的企業，因為舉債較國家控制程度低的企業來得容易，成本也較低，使得國家控制程度越高的企業，負債比率回升的程度越大。

然而，有些學者主張轉型經濟體中的企業資本結構決策和傳統的融資順位不同，因為普遍而言這些國家的債市不發達，法制的不完備使債權人缺乏保障，故銀行大多只願意提供短期融資，結果融資順位轉變成保留盈餘、權益，最後才是負債（Chen, 2004；Delcours, 2007）。公司治理與投資者保護的缺乏，促使權益融資被廣泛地使用，權益融資沒有還本付息的約束，可以讓管理者有機會從事資產剝離的行為（asset-stripping）。但是，透過跨境上市確實改善企業的公司治理水準，使企業在境外與境內獲取銀行信貸的能力提升。特別是在中國這種快速成長的國家，具有良好成長機會的公司是很普遍的（Wu & Yue, 2009）⁹。擁有高成長機會以及公司治理良好的情況下，企業在跨境上市一段時間後將有能力增加舉債。國有企業本來就是中國銀行主要的放款對象（Brandt & Li, 2003；Allen et al., 2005；Firth et al., 2009；Berger et al., 2009），跨港上市公司之國家持股程度越高，越能享受銀行對國有企業有利的負債條件（Firth et al., 2009；Berger et al., 2009）。因此跟國有控制程度較低的企業相比，國有控制程度較高的企業其增加舉債的能力應較高。因此，本研究預期，企業跨境上市一段時間後，企業負債比率可能會回升，且國家控制程度越高的企業，其負債比率回升的程度越大。

假說 2-1：跨港上市一段時間後，企業負債比率回升的程度會受到國家控制程度的影響而增加。

參、研究設計

本章依序說明研究資料來源、樣本篩選及研究模型之建立與變數定義。

一、資料來源與樣本篩選

為瞭解跨境上市的決策對企業負債比率之影響，本研究採用配對樣本的方式，比較跨港上市公司與配對樣本公司（未跨港上市公司）負債比率之差異。此外，本研究也針對跨港上市公司，區分其跨港上市年數，以瞭解跨港上市時間的長短是否會影響跨港上市公司的負債比率。

本研究的樣本公司主要為中國上海交易所與深圳交易所之上市公司，其中同時跨香港聯交所發行股票者，定義為跨港上市公司。資料來源為台灣經濟新報（Taiwan Economic Journal Database, TEJ）中國大陸金融市場資料庫，數據為公司 / 年度的型

態。研究期間為 1996 年至 2009 年，是以 TEJ 最早提供資料的年度（1996 年）為樣本資料之起始年。此外，由於特殊的產業特性以及法令規範不同，研究樣本排除財務型公司（Firth, Fung, & Rui, 2007）。最後，跨港上市樣本累計有 52 家公司共 408 筆觀察值，各年度的產業分布呈現於表 1。

配對樣本的部分，本研究參考 Ayyagari and Doidge (2010) 與 Berkman and Nguyen (2010)，在同年度資料中先後以目標（跨港）上市公司的產業與規模（total assets），自未跨港上市公司中找出最相近者，形成另外 408 筆未跨港上市公司的觀察值，即跨港上市公司的對照組。由於配對過程必須符合與跨港公司同年度、同產業之準則，隱含配對樣本已控制了時間、產業，故未在迴歸模型中再加以控制。

二、模型建立

本研究採用一般最小平方法（Ordinary Least Squares, OLS）迴歸模型¹⁰，驗證跨港上市的決策對企業負債比率之影響。

迴歸式（1）至迴歸式（4）分別對應假說 1、1-1、2 及 2-1。迴歸式（1）直接檢驗跨港上市企業與未跨港上市企業的負債比率差異。迴歸式（2）加入跨港上市與國家持股的交乘項，以探討國家控制程度的高低是否會影響跨港上市企業負債比率的變化。迴歸式（3）則以跨港上市公司之個別跨港上市年度作為基準，區分為超過三年與三年以下，分別比較不同的跨港上市年數，其負債比例之差異。最後，在迴歸式（4）中加入跨港上市年數與國家持股的交乘項，以瞭解隨著時間增加，國家控制程度的高低是否會影響跨港上市企業負債比率的變化。本研究之研究模型如下：

$$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CROSSLIST_{it} + \beta_2 SO_{it} + \beta_3 PO_{it} + \beta_4 LO_{it} + \beta_5 OWN_{it} + \beta_6 NTS_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 PROF_{it} + \beta_9 TANG_{it} + \beta_{10} Q_{it} + \beta_{11} DIV_{it} + \beta_{12} NDT_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$LEV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CROSSLIST_{it} + \alpha_2 SO_{it} + \alpha_3 CROSSLIST_{it} * SO_{it} + \alpha_4 PO_{it} + \alpha_5 LO_{it} + \alpha_6 OWN_{it} + \alpha_7 NTS_{it} + \alpha_8 SIZE_{it} + \alpha_9 PROF_{it} + \alpha_{10} TANG_{it} + \alpha_{11} Q_{it} + \alpha_{12} DIV_{it} + \alpha_{13} NDT_{it} + \lambda_{it} \quad (2)$$

$$LEV_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 CROSS_{ky} + \gamma_2 SO_{it} + \gamma_3 PO_{it} + \gamma_4 LO_{it} + \gamma_5 OWN_{it} + \gamma_6 NTS_{it} + \gamma_7 SIZE_{it} + PROF_{it} + \gamma_9 TANG_{it} + \gamma_{10} Q_{it} + \gamma_{11} DIV_{it} + \gamma_{12} NDT_{it} + \mu_{it} \quad (3)$$

$$LEV_{it} = \eta_0 + \eta_1 CROSS_{ky} + \eta_2 CROSS_{ky} * SO_{it} + \eta_3 SO_{it} + \eta_4 PO_{it} + \eta_5 LO_{it} + \eta_6 OWN_{it} + \eta_7 NTS_{it} + \eta_8 SIZE_{it} + \eta_9 PROF_{it} + \eta_{10} TANG_{it} + \eta_{11} Q_{it} + \eta_{12} DIV_{it} + \eta_{13} NDT_{it} + v_{it} \quad (4)$$

表 1 跨港上市公司的產業分布

產業	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
採掘業	0	0	1	1	1	2	2	2	2	2	2	5	7	7
食品、飲料	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
造紙、印刷	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
石油、化學、塑膠、塑料	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
金屬、非金屬礦業	1	2	2	3	3	3	5	5	5	5	5	7	7	7
機械、設備、儀表	6	7	7	7	8	8	8	8	8	8	8	10	12	12
醫藥、生物製品	0	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2
電力煤氣及水生產品供應	0	0	0	0	0	1	1	1	1	2	3	3	3	3
建築業	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	7
交通運輸倉儲業	0	1	1	1	1	3	4	6	6	6	8	10	10	7
信息技術業	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
房地產業	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1
總計(家數)	11	16	17	18	20	25	28	30	30	31	35	45	50	52

其中，變數下標 i 代表第 i 家公司； t 為年度別，年度期間為 1996 年至 2009 年。 $CROSS_{ky}$ 中 $k=3$ ，代表跨港上市超過三年之虛擬變數。模型之應變數為 LEV_{it} ，代表第 i 家公司第 t 年的負債比率。 β_0 、 α_0 、 γ_0 、 η_0 為截距項，其餘 β 、 α 、 γ 、 η 為參數向量（斜率）， ε_{it} 、 λ_{it} 、 μ_{it} 、 ν_{it} 為各式誤差項且 ε_{it} 、 λ_{it} 、 μ_{it} 、 $\nu_{it} \sim N(0,1)$ 。

三、變數衡量

本研究主要探討跨港上市的決策對企業負債比率之影響，以下依序說明模型中所採用的變數及操作性定義並彙總於表 2。

(一)應變數

負債比率 (LEV)：參照 Wu (2008)，以總負債¹¹除以總資產的帳面價值來衡量負債比率。

(二)自變數

跨港上市 (CROSSLIST)：CROSSLIST_{it} 代表的是第 i 個公司在會計年度 t 是否為跨港上市企業的虛擬變數。若該公司為跨港上市企業，則設為 1；反之，則設為 0。

表 2 變數之操作性定義

變數	操作性定義	變數	操作性定義
負債比率 (LEV)	總負債帳面價值 ÷總資產帳面價值	所有權集中程度 (OWN)	前五大股東持股百分比 的總合。
跨港上市 (CROSSLIST)	跨港上市公司=1 未跨港上市公司=0	非流通股比率 (NTS)	未流通股÷公司總股本。
跨港上市超過三年 (CROSS _{3y})	跨港上市超過三年=1 跨港上市三年以下=0	公司規模 (SIZE)	ln [總資產帳面價值]。
跨港上市超過五年 (CROSS _{5y})	跨港上市超過五年=1 跨港上市五年以下=0	獲利力 (PROF)	息前稅前及折舊前盈餘÷ 總資產帳面價值。
跨港上市超過十年 (CROSS _{10y})	跨港上市超過十年=1 跨港上市十年以下=0	資產實質性 (TANG)	固定資產/總資產帳面價 值。
國家所有權 (SO)	國家股÷公司總股本	未來成長機會 (Q)	(總負債的帳面價值+股 東權益市值)÷總資產帳 面價值。
法人所有權 (LO)	(境內法人股+募集法人 股+外資法人股+其他發 起人股)÷公司總股本	股利發放率 (DIV)	現金股利÷每股盈餘。
社會公眾股 (PO)	公眾股÷公司總股本。	非負債稅盾 (NDT)	折舊費用÷總資產帳面價 值。

說明：國家所有權 (SO)、法人所有權 (LO)、社會公眾股 (PO) 及所有權集中程度 (OWN) 的單位均為%。

跨港上市超過三年 (CROSS_{3y})：代表第 *i* 個公司在會計年度 *t* 是否為跨港上市超過三年的虛擬變數。若當年度該公司跨港上市超過三年，則設為 1；反之，則設為 0。

跨港上市超過五年 (CROSS_{5y})：代表第 *i* 個公司在會計年度 *t* 是否為跨港上市超過五年的虛擬變數。若當年度該公司跨港上市超過五年，則設為 1；反之，則設為 0。

跨港上市超過十年 (CROSS_{10y})：代表第 *i* 個公司在會計年度 *t* 是否為跨港上市超過十年的虛擬變數。若當年度該公司跨港上市超過十年，則設為 1；反之，則設為 0。

國家持股比例 (SO)：由於中國跨港上市企業中，幾乎沒有完全不含國家股份的民營企業，故我們以跨港企業之國家持股比例作為檢驗國營與民營性質的依據。國家持股比例越高的公司應越符合國營企業的特質；反之，國家持股比例越低的公司應越符合民營企業的特性。Firth et al. (2008) 發現中國上市公司的負債比率與投資之間的

關係為負向，然而對於成長機會低、營運績效不佳與國家持股較高的公司，此負向關係較弱，隱含國家持股較高的公司，資金限制較少。因此，本研究預期國家持股比例與負債水準之間為正向關係。

(三)控制變數

法人股 (LO)：以境內法人股、募集法人股、外資法人股與其他發起人股佔公司總股份的比例做計算。

社會公眾股 (PO)：以公眾股 (即一般國內自然人及法人持有之股數¹²) 佔公司總股份的比例做計算。

所有權集中程度 (OWN)：前五大股東持股百分比的總和。當公司需要從外部取得資金，使用權益會稀釋原有股東控制權，由於控制股東不願意對其他股東釋出控制權，因此會傾向使用負債。故我們預期所有權集中程度和負債水準為正相關。

非流通股比率 (NTS)：即國家股、境內法人股、募集法人股、外資法人股與其他發起人股的總和佔公司總股份的比例。中國政府在 2005 年進行了全面的股權分置改革，改革後不可流通股份的釋出預期可以改善公司治理 (Bortolotti & Beltratti, 2006)。Wu and Yue (2009) 指出，非流通股比例越高，則公司被政府或國營企業所控制的程度越高，和國有銀行的關係也較良好，則取得銀行資金的能力越佳，因此，非流通股比例與負債水準之間為正向關係。

公司規模 (SIZE)：本研究參考 Fama and French (2002) 與 Lipson and Mortal (2009)，以公司總資產帳面價值 (TA) 的自然對數來控制公司規模。規模越大的公司越有能力進行多角化，破產風險較低，因此有較高的舉債能力，進而極大化稅盾利益 (Rajan & Zingales, 1995)。根據抵換模型 (trade-off model)，破產成本較低的公司其負債水準較高，故公司規模與負債水準之間通常被認為具有正向關係。Rajan and Zingales (1995) 以及 Wald (1999) 發現公司規模大致上與負債為正相關。不過根據融資順位理論，規模較大的公司與資本市場之間的資訊不對稱較低，因此相對於小公司能發行較多的權益。Titman and Wessels (1988) 即發現公司規模與負債水準之間為負向關係。

獲利力 (PROF)：本研究參考 Lipson and Mortal (2009)，以息前稅前及折舊前盈餘除以總資產帳面價值衡量獲利力 (profitability)。公司的獲利力越高，則公司內部資金應越多，舉債的需求較少，因此獲利力和負債水準為負相關 (Titman & Wessels,

1988 ; Fama & French, 2002 ; Antoniou, Guney, & Paudyal, 2008 ; Lipson & Mortal, 2009)。

資產實質性 (TANG) : 固定資產占總資產帳面價值之比率 (Rajan & Zingales, 1995)。Titman and Wessels (1988)、Rajan and Zindales (1995)、Chen (2004) 與 Delcours (2007) 的研究均指出, 資產實質性與公司負債之間為顯著的正向關係。由於中國跨港上市企業幾乎都是大型國營企業且為大型資本密集產業, 像能源、鋼鐵、機械與化學工業 (Hovey, 2007), 故本研究預期資產實質性與負債水準之間為正向關係。

未來成長機會 (Q) : 本研究參考 Myers (1977), 使用總負債帳面價值與股東權益市值之總和除以總資產帳面價值作為投資機會的代理變數。從負債監督 (Jensen, 1986, 1989) 效果的角度來看, 投資機會高的公司不會有自由現金流量的問題, 因此比較不會依賴負債。另一方面, 根據融資順位理論, 公司為投資活動融資時, 傾向舉債以應付內部資金不足的部分。因此, 在固定的獲利力下, 投資機會越高的公司負債應該越高。綜合上述, 未來成長機會與負債水準之關係可能為正向 (Wald, 1999), 亦可能為負向 (Lipson & Mortal, 2009)。

股利發放率 (DIV) : 係公司在當年度的現金股利發放率。Fama and French (2002) 指出發放股利的公司可能表示在考量投資機會後, 其仍屬於高盈餘的公司, 融資需求較低, 因而可維持較低的負債比率。因此, 本文預期股利率和負債水準呈負向關係。

非負債稅盾 (NDT) : 本研究參考 Delcours (2007), 以折舊費用占總資產帳面價值的比率衡量非負債稅盾 (non-debt tax shields)。當非負債稅盾利益越大時, 表示公司可減少越多的現金流出, 並替代負債節稅利益的地位, 因此公司可以降低其負債的使用。然而, 文獻實證上並不確定負債比率與非負債稅盾的關係為正向 (Wald, 1999) 或負向 (DeAngelo & Masulis, 1980)。

肆、實證研究

實證結果與分析包含三個部分, 首先, 藉由敘述性統計分析樣本的分布特性, 並以單變量分析 (t 檢定及 Mann-Whitney U 檢定) 來比較跨港企業與未跨港企業間在各變數上是否具有差異。其次, 透過 OLS (Ordinary Least Squares) 迴歸模型的分析, 來進行假說的驗證以及進一步的探討。第三部分為穩健性測試。

一、敘述性統計與單變量分析

表 3 為依據跨港上市企業與未跨港上市企業的樣本單變量統計，採用 *t* 檢定與 Mann-Whitney U 檢定分析兩群樣本間的差異性。其中，跨港上市企業的定義為在上海證券交易所或是深圳證券交易所上市，同時亦在香港證券交易所上市之企業；未跨港上市企業的定義為中國上市企業中，包含在上海證券交易所或是深圳證券交易所上市，但未在香港證券交易所或其他國家的證券交易所上市的企業，亦即該企業僅發行 A 股，而未發行 H 股或其他海外 ADR (Sami & Zhou, 2008)。由表 3 可知，跨港上市與未跨港上市公司在大部分變數上均有顯著差異。跨港上市公司負債比率 (LEV) 之平均數為 0.213 低於未跨港上市公司的 0.238，且在差異性檢定上達到 5% 的顯著水準；跨港上市公司負債比率 (LEV) 的中位數 0.190 亦低於未跨港上市公司的 0.238，達 5% 的顯著水準。顯示相較於未跨港上市企業，跨港上市企業可能因公司治理環境較佳、股票流動性較高，權益資金成本較低，故傾向採用權益融資，使負債比率較低。

在所有權結構部分，跨港上市公司之國家所有權 (SO) 平均數 44.440%，顯著高於未跨港上市公司的平均數 41.372%，且達 10% 的顯著水準，顯示跨港上市企業可能主要以國有企業為主。跨港上市公司之法人所有權 (LO) 平均數為 5.915%，中位數為 0.000%，均顯著低於未跨港上市公司的平均數 10.764% 及中位數 0.120%，且在差異性檢定均達到 1% 的顯著水準。跨港上市公司之社會公眾股 (PO) 平均數為 19.410%，中位數為 15.070%，均低於未跨港上市公司的平均數 41.783% 及中位數 39.710%，且在差異性檢定均達到 1% 的顯著水準。跨港上市公司的所有權集中程度 (OWN) 的平均數為 78.518%，中位數為 82.880%，均顯著高於未跨港上市公司的平均數 60.535% 及中位數 60.990%，差異均達 1% 的顯著水準。顯示跨港上市公司的平均股權較為集中在前五大股東，且高於未跨港上市公司約 18 個百分點 (78.518% - 60.535%)。而非流通股的主要組成為國家股 (SO) 與法人股 (LO)。因此，將國家所有權 (SO) 與法人所有權 (LO) 的平均數加總後發現，跨港上市企業約 50.355% (44.440% + 5.915%) 低於未跨港上市企業 52.136% (41.372% + 10.764%) 約 2 個百分點 (52.136% - 50.355%)。但是，跨港上市公司的所有權集中程度 (OWN) 卻顯著高於未跨港上市公司的平均數約 18 個百分點，隱含跨港上市公司的流通股百分比大幅增加。

其他控制變數的部分，跨港上市公司在公司規模 (SIZE) 與非負債稅盾 (NDT) 的部分顯著大 (高) 於未跨港上市公司；在獲利率 (PROF) 與成長機會 (Q) 的部分顯著小 (低) 於未跨港上市公司。由跨港上市公司與未跨港上市公司的差異，可觀察到由於跨港上市公司大部分為較成熟的大型國有企業，使用較多固定資產，使得折舊

表 3 跨港上市和非跨港上市樣本之差異性檢定

變數名稱	跨港上市		未跨港上市		平均數、中位數差異性檢定	
	平均數	中位數	平均數	中位數	t值	M-W U檢定 (Z值)
負債比率 (LEV)	0.213	0.190	0.238	0.238	-2.339**	-2.333**
國家所有權 (SO)	44.440	49.570	41.372	50.080	1.827*	-0.038
法人所有權 (LO)	5.915	0.000	10.764	0.120	-4.203***	-3.410***
社會公眾股 (PO)	19.410	15.070	41.783	39.710	-16.126***	-15.366***
所有權集中程度 (OWN)	78.518	82.880	60.535	60.990	17.193***	16.189***
公司規模 (SIZE)	15.702	15.743	15.207	15.125	4.450***	3.952***
獲利率 (PROF)	0.043	0.044	0.064	0.058	-3.976***	-3.831***
資產實質性 (TANG)	0.456	0.438	0.443	0.427	0.808	0.808
成長機會 (Q)	1.643	1.374	1.911	1.546	-3.428***	-4.475***
股利發放率 (DIV)	0.210	0.163	0.209	0.159	0.052	0.463
非負債稅盾 (NDT)	0.033	0.030	0.027	0.024	4.611***	4.199***

說明 1：國家所有權 (SO)、法人所有權 (LO)、社會公眾股 (PO) 及所有權集中程度 (OWN) 的單位均為%。

2：*表示差異達 10% 顯著水準，**達 5% 顯著水準，***達 1% 顯著水準。變數操作性定義請參照表 2。

費用較高而導致較高的非負債稅盾產生。但在成長機會與獲利力部分相較於配對公司來得低。

表 4 將跨港上市公司依照不同跨港上市年度做差異性檢定。首先，在負債比率 (LEV) 的部分，Panel A 及 Panel B 中，跨港上市超過三年與三年以下之負債比率，與跨港上市超過五年與五年以下之負債比率均無顯著差異，與假說 2 並不一致，有待多變量迴歸做進一步檢測。而 Panel C 中，跨港上市超過十年的負債比率平均數為 0.180，中位數為 0.169，均顯著低於跨港上市十年以下的負債比率平均數 0.218 及中位數 0.195。因此，從單變量檢定結果可知，跨港上市超過十年後，負債比率顯著較低。

在所有權結構部分，Panel A 中，跨港上市超過三年之國家所有權 (SO) 平均數 41.535% 及中位數 46.890%，顯著低於跨港上市三年以下的平均數 51.437% 及中位數 53.085%，且差異性均達 1% 的顯著水準。Panel B 中，跨港上市超過五年之國家所有權之平均數 40.689% 及中位數 44.420% 顯著低於跨港上市五年以下的平均數 49.028% 及中位數 51.910%，均達 1% 的顯著水準。Panel C 中，跨港上市超過十年之國家所有權平均數 34.170% 及中位數 36.150%，亦皆顯著低於跨港上市十年以下的平均數

表 4 不同跨港上市年度樣本之差異性檢定

Panel A：跨港上市超過三年與跨港上市三年以下樣本之差異性檢定						
	跨港上市超過三年		跨港上市三年以下		平均數、中位數差異性檢定	
變數名稱	平均數	中位數	平均數	中位數	t值	M-W U檢定 (Z值)
負債比率 (LEV)	0.215	0.197	0.208	0.163	0.446	0.892
國家所有權 (SO)	41.535	46.890	51.437	53.085	-4.631***	-4.381***
法人所有權 (LO)	6.210	0.000	4.185	0.000	1.376	2.783***
社會公眾股 (PO)	21.154	16.440	15.212	11.475	3.498***	3.319***
所有權集中程度 (OWN)	77.938	82.680	79.891	84.590	-1.132	-1.206
公司規模 (SIZE)	16.070	16.080	16.915	16.878	-5.112***	-4.585***
獲利率 (PROF)	0.036	0.039	0.060	0.060	-2.611***	-3.778***
資產實質性 (TANG)	0.442	0.417	0.490	0.524	-1.852*	-1.807*
成長機會 (Q)	1.524	1.337	1.928	1.527	-3.820***	-3.197***
股利發放率 (DIV)	0.189	0.135	0.261	0.188	-1.755*	-1.318
非負債稅盾 (NDT)	0.034	0.031	0.031	0.027	1.266	1.401
Panel B：跨港上市超過五年與跨港上市五年以下樣本之差異性檢定						
	跨港上市超過五年		跨港上市五年以下		平均數、中位數差異性檢定	
變數名稱	平均數	中位數	平均數	中位數	t值	M-W U檢定 (Z值)
負債比率 (LEV)	0.208	0.196	0.219	0.182	-0.770	0.158
國家所有權 (SO)	40.689	44.420	49.028	51.910	-4.244***	-4.557***
法人所有權 (LO)	6.134	0.000	4.982	0.000	0.854	2.158**
社會公眾股 (PO)	21.791	16.780	16.499	12.255	3.401***	3.749***
所有權集中程度 (OWN)	78.259	82.660	78.813	84.580	-0.351	-0.110
公司規模 (SIZE)	16.043	16.080	16.653	16.509	-3.972***	-3.591***
獲利率 (PROF)	0.033	0.039	0.056	0.058	-2.706***	-3.254***
資產實質性 (TANG)	0.425	0.406	0.495	0.507	-2.939***	-2.910***
成長機會 (Q)	1.551	1.362	1.755	1.410	-2.077**	-1.430
股利發放率 (DIV)	0.197	0.160	0.227	0.167	-0.805	-0.059
非負債稅盾 (NDT)	0.034	0.031	0.031	0.028	1.496	1.599
Panel C：跨港上市超過十年與跨港上市十年以下樣本之差異性檢定						
	跨港上市超過十年		跨港上市十年以下		平均數、中位數差異性檢定	
變數名稱	平均數	中位數	平均數	中位數	t值	M-W U檢定 (Z值)
負債比率 (LEV)	0.180	0.169	0.218	0.195	-1.880*	-1.853*
國家所有權 (SO)	34.170	36.150	46.172	50.300	-4.317***	-4.101***
法人所有權 (LO)	7.244	0.000	5.341	0.000	0.110	0.186
社會公眾股 (PO)	28.159	24.990	17.936	13.330	4.700***	4.153***
所有權集中程度 (OWN)	77.632	77.040	78.656	83.160	-0.458	-1.284
公司規模 (SIZE)	16.032	15.946	16.366	16.261	-1.513	-1.386
獲利率 (PROF)	0.011	0.030	0.487	0.049	-3.183***	-3.165***
資產實質性 (TANG)	0.366	0.345	0.472	0.453	-3.164***	-3.202***
成長機會 (Q)	1.745	1.471	1.626	1.360	0.858	1.720*

續下表

續表 4

股利發放率 (DIV)	0.153	0.086	0.220	0.170	-1.258	-1.970**
非負債稅盾 (NDT)	0.034	0.025	0.033	0.031	0.467	-0.149

說明 1：國家所有權 (SO)、法人所有權 (LO)、社會公眾股 (PO) 及所有權集中程度 (OWN) 的單位均為%。

2：*表示差異達 10% 顯著水準，**達 5% 顯著水準，***達 1% 顯著水準。變數操作性定義請參照表 2。

46.172% 及中位數 50.300%，且均達 1% 的顯著水準。由以上結果可知，隨著跨港上市的時間增加，國家所有權的比例逐漸下降。社會公眾股 (PO) 的部分，Panel A 中跨港上市超過三年的平均數為 21.154%，中位數為 16.440%，均顯著高於跨港上市三年以下之平均數 15.212% 與中位數 11.475%，達 1% 的顯著水準。Panel B 中，跨港上市超過五年的社會公眾股比例，其平均數 21.791% 與中位數 16.780%，均顯著高於跨港上市五年以下之平均數 16.499% 與中位數 12.555%，並且達 1% 的顯著水準。Panel C 中，跨港上市超過十年的社會公眾股平均數為 28.159%，中位數為 24.990%，顯著高於跨港上市十年以下之平均數 17.936% 與中位數 13.330%，其差異性達 1% 的顯著水準。由上述的統計結果可知，隨著跨港上市的年數越多，社會公眾股的比例會逐漸上升。綜觀國家所有權與社會公眾股的比例可以發現，隨著跨港上市時間的增加，股權結構逐漸由國家移轉至一般社會公眾的手中，顯示政府可藉由跨港上市達到公司私有化的目的。

為避免結果偏誤，本研究採用 Pearson 積差相關分析各變數間是否具有共線性 (未列表)。除了應變數負債比率 (LEV) 與各主要變數、控制變數間具合理相關外，由於各種類型股權結構間具有互補性，導致各類型股權結構間相關程度較高 (0.013 至 0.610 間)。另外，由於公司規模越大，有形資產可能越多，因此，相關係數達 0.404；且有形資產越多，其折舊費用可以抵稅，因此，非負債稅盾越高，相關係數達 0.604；同時，公司規模與非負債稅盾間的相關性亦達 0.351。其他控制變數間的相關性係數皆為 0.3 以下，屬於低度相關 (Cohen, 1988)。

二、OLS 迴歸結果分析

本研究使用 OLS 估計迴歸模式，以前述迴歸式 (1) 進行假說 1 的驗證，分析跨港上市企業與未跨港上市企業在負債比率上的差異。另於迴歸式 (2) 中增加跨港上市與國家所有權的交乘項驗證假說 1-1，即若跨港上市企業與未跨港上市企業的負債比率具有差異，此差異是否會受到國家控制程度影響。迴歸式 (3) 驗證假說 2 中，跨港上市企業隨著上市時間的增加，其負債比率的變化。迴歸式 (4) 驗證假說 2-1，

隨著跨港上市企業上市時間的增加，其負債比率的變化是否會受到國家控制程度的影響。

(一)假說 1 與假說 1-1 之實證結果

為探討跨港上市企業與未跨港上市企業的負債比率是否具有差異，以迴歸式 (1) 進行驗證假說 1，實證結果如表 5 第一欄所示。跨港上市 (CROSSLIST) 之估計係數為 -0.075，達 1% 的顯著水準，說明了跨港上市企業之負債比率顯著低於未跨港上市企業，此結果與假說 1 一致。顯示當企業跨境至法律規範較完善、投資人保護制度較健全的市場上市時，可以減緩外部投資人 (通常是小股東) 與控制股東之間代理衝突，當外部投資人被剝削的風險越小，他們會願意要求較低的報酬率，公司便可享有較低的外部 (權益) 資金成本 (Stulz, 1999)。此外，在跨境上市的約束 (bonding) 效果下，由於權益代理問題減少，將使得權益融資更加容易，其他條件不變下若總股份增加，公司負債比率會降低。此結果亦與 Utrero-González (2007) 的看法一致，當跨境上市改善公司治理使投資人受到保護免於被剝削，他們願對公司的股票支付較高價格，導致企業採用外部融資時，股票成為較吸引人的方式。而本研究假說 1 的實證結果顯示，跨港上市企業之負債比率相較於未跨港企業之負債比率低，說明中國企業跨港上市可帶來較佳的公司治理效果，使企業可以較低的權益資金成本融資，造成跨港上市企業負債比率較低。

表 5 第二欄中，跨港上市與國家所有權的交乘項 (CROSSLIST*SO) 之係數代表不同國家持股程度之跨港上市企業之負債比率的差異。其估計係數為 0.001，達 1% 的顯著水準，顯示跨港上市企業之負債比率低於未跨港上市企業的程度會受到國家控制程度的影響而下降，符合假說 1-1。表示國家控制程度對跨港上市企業之負債比率有正向的影響，說明跨港上市企業之國家控制程度越高，越能享受國有銀行有利的負債條件 (Firth et al., 2009; Berger et al., 2009)，負債比率可能就越高。亦有可能因為中國國有企業代理問題嚴重、績效不佳 (Firth et al., 2006; Chen et al., 2009; Yeh et al., 2009; Singh & Gaur, 2009) 等負面形象，使投資人要求較高之風險溢酬，導致同樣在境外發行權益的公司，其國家控制程度越高，境外權益資金成本越高，故依然偏好舉債融資。此結果與 Li, Yue, & Zhao (2009) 的研究類似，其探討所有權結構與體制發展對中國企業舉債融資的影響，發現國家股與企業的負債比率以及長期負債的取得具有正向關係。

表 5 跨港上市企業對於負債比率的影響

解釋變數	I	II
常數項	-0.126** (-2.011)	-0.094 (-1.485)
跨港上市 (CROSSLIST)	-0.075*** (-5.507)	-0.119*** (-5.365)
跨港上市*國家所有權 (CROSSLIST*SO)		0.001** (2.509)
國家所有權 (SO)	-0.001*** (-3.616)	-0.002*** (-4.273)
社會公眾股 (PO)	-0.001** (-2.417)	-0.001** (-2.423)
法人所有權 (LO)	-0.001*** (-2.893)	-0.001*** (-2.961)
所有權集中程度 (OWN)	5.35E-5 (0.154)	1.35E-4 (0.387)
公司規模 (SIZE)	0.030*** (8.058)	0.028*** (7.621)
獲利率 (PROF)	-0.785*** (-11.883)	-0.801*** (-12.111)
資產實質性 (TANG)	0.231*** (9.097)	0.233*** (9.206)
成長機會 (Q)	-0.007* (-1.660)	-0.007 (-1.614)
股利發放率 (DIV)	-0.016 (-1.137)	-0.016 (-1.177)
非負債稅盾 (NDT)	-1.321*** (-4.484)	-1.283*** (-4.366)
R-squared	0.328	0.333
Adj R-squared	0.319	0.323
F 值	35.643***	33.412***
觀察值個數	816	816

說明 1：變數操作性定義如下。負債比率 (LEV)：總負債帳面價值÷總資產帳面價值；跨境上市 (CROSSLIST)：跨港上市公司=1，非跨港上市公司=0；國家所有權 (SO)：國家股÷公司總股本；法人所有權 (LO)：(境內法人股+募集法人股+外資法人股+其他發起人股)÷公司總股本；社會公眾股 (PO)：公眾股÷公司總股本；所有權集中程度 (OWN)：前五大股東持股百分比的總合；非流通股比率 (NTS)：未流通股÷公司總股本；公司規模 (SIZE)：ln [總資產帳面價值]；獲利率 (PROF)：息前稅前及折舊前盈餘÷總資產帳面價值；資產實質性 (TANG)：固定資產÷總資產帳面價值；未來成長機會 (Q)：(總負債的帳面價值+股東權益市值)÷總資產帳面價值；股利發放率 (DIV)：現金股利÷每股盈餘；非負債稅盾 (NDT)：折舊費用÷總資產帳面價值。

2：I 為迴歸式 (1) $LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CROSSLIST_{it} + \beta_2 SO_{it} + \beta_3 PO_{it} + \beta_4 LO_{it} + \beta_5 OWN_{it} + \beta_6 NTS_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 PROF_{it} + \beta_9 TANG_{it} + \beta_{10} Q_{it} + \beta_{11} DIV_{it} + \beta_{12} NDT_{it} + \varepsilon_{it}$ 。

II 為迴歸式 (2) $LEV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CROSSLIST_{it} + \alpha_2 SO_{it} + \alpha_3 CROSSLIST_{it} * SO_{it} + \alpha_4 PO_{it} + \alpha_5 LO_{it} + \alpha_6 OWN_{it} + \alpha_7 NTS_{it} + \alpha_8 SIZE_{it} + \alpha_9 PROF_{it} + \alpha_{10} TANG_{it} + \alpha_{11} Q_{it} + \alpha_{12} DIV_{it} + \alpha_{13} NDT_{it} + \lambda_{it}$

3：*表示達 10% 顯著水準，**表示達 5% 顯著水準，***表示達 1% 顯著水準。括弧內為 t 值。

(二)假說 2 與假說 2-2 之實證結果

由上述結果可知，跨港上市的中國企業其負債比率顯著低於未跨港上市企業，跨港上市使公司得以權益融資獲取外部資金。同時，跨港上市可改善公司治理（Stulz, 1999；Reese & Weisbach, 2002），降低權益資金成本，使得權益融資更加容易，此為橫斷面的比較。然而，此跨境優勢的效果可能會隨著時間減弱（Abdallah & Ioannidis, 2010），同時，企業亦可能隨之調整其負債比率。根據 Huang and Ritter（2009）的研究指出，公司採用較低的權益資金成本融資後，仍會將其槓桿調整至目標負債比率。就負債的帳面價值而言，其調整至目標槓桿水準的時間平均為 3.7 年，市場價值的目標槓桿水準為 2.6 年。因此，本研究將跨港上市企業的樣本依照上市時間區分成上市超過三年與三年以下的企業，觀察其負債比率的差異。實證結果如表 6 第一欄所示。跨港上市三年的虛擬變數（ $CROSS_{3y}$ ）係數為 0.031，達 1% 的顯著水準。說明了跨港上市超過三年的公司之負債比率顯著高於跨港上市三年以下的公司，符合假說 2 的推論，即跨港上市一段時間後，由於跨境上市的效果減弱，並隨著企業調整其資本結構而減少權益融資的比例，使得負債比率有回升的現象。表 6 第二欄中，跨港上市三年的虛擬變數與國家所有權的交乘項（ $CROSS_{3y} * SO$ ）係數為 0.001，達 10% 的顯著水準。顯示跨港上市一段時間後，企業負債比率回升的程度會受到國家控制程度的影響而增加，符合假說 2-1 的推論。即由於中國跨港上市企業多為大型國有企業，其可能為促進私有化而選擇跨港上市，因此，當私有化目的地完成後，由於舉債容易，使得國家控制程度越高的企業仍傾向使用負債。

然而，若進一步將樣本區分為跨港上市超過五年與五年以下，或是跨港上市超過十年與十年以下的企業分別比較，從表 6 第三欄可以發現跨港上市五年的虛擬變數（ $CROSS_{5y}$ ）之估計係數為 0.005，未達傳統顯著水準，顯示跨港上市超過五年的公司與跨港上市五年以下的公司之負債比率無顯著差異。表 6 第五欄中，跨港上市超過十年的虛擬變數（ $CROSS_{10y}$ ）之估計係數為 -0.052，達 1% 的顯著水準，顯示跨港上市超過十年的公司之負債比率顯著低於跨港上市十年以下的公司。由此趨勢可以看出跨境上市越久的企業負債比率較低的情形，這可能是因為跨境上市有助於聲譽提升，此聲譽效果會隨著上市時間的增加而更加發揮作用，故在比較跨港上市超過三年與三年以下的公司時，跨港上市超過三年的企業其跨境效果仍然不持久，然而，若能持續在境外市場生存達十年以上的企業，將能充分享受跨境優勢，使負債比率降低。

另外，在跨港上市時間與國家控制程度的交乘項部分，在表 6 第二欄中，跨港上市三年的虛擬變數與國家所有權的交乘項（ $CROSS_{3y} * SO$ ）之係數為 0.001，達 10% 顯著水準、第四欄中跨港上市五年的虛擬變數與國家所有權的交乘項（ $CROSS_{5y} * SO$ ）

表 6 跨港上市的時間對於負債比率的影响

解釋變數	I	II	III	IV	V	VI
常數項	-0.249*** (-2.945)	-0.225*** (-2.639)	-0.194** (-2.360)	-0.159* (-1.954)	-0.167** (-2.109)	-0.159** (-2.022)
跨港上市 3 年 (CROSS _{3y})	0.031*** (2.120)	-0.043 (-1.059)				
跨港上市 3 年*國 家所有權 (CROSS _{3y} *SO)		0.001* (1.946)				
跨港上市 5 年 (CROSS _{5y})			0.005 (0.360)	-0.104*** (-3.288)		
跨港上市 5 年*國 家所有權 (CROSS _{5y} *SO)				0.002*** (3.784)		
跨港上市 10 年 (CROSS _{10y})					-0.052*** (-3.167)	-0.126*** (-3.892)
跨港上市 10 年* 國家所有權 (CROSS _{10y} *SO)						0.002*** (2.648)
國家所有權 (SO)	-0.002*** (-3.287)	-0.003*** (-3.811)	-0.002*** (-3.204)	-0.003*** (-4.492)	-0.002*** (-3.490)	-0.003*** (-3.851)
社會公眾股 (PO)	-0.001* (-1.787)	-0.001 (-1.307)	-0.001 (-1.507)	-0.001 (-0.998)	-0.001 (-1.275)	-0.001 (-1.041)
法人所有權 (LO)	-0.004*** (-4.908)	-0.004*** (-4.602)	-0.004*** (-4.785)	-0.004*** (-4.538)	-0.004*** (-5.019)	-0.004*** (-4.754)
所有權集中 (OWN)	2.91E-4 (0.700)	4.37E-4 (1.038)	2.92E-4 (0.699)	3.79E-4 (0.921)	4.46E-4 (1.074)	4.71E-4 (1.142)
公司規模 (SIZE)	0.032*** (6.579)	0.033*** (6.666)	0.030*** (6.170)	0.030*** (6.256)	0.029*** (6.069)	0.028*** (6.061)
獲利率 (PROF)	-0.637*** (-8.288)	-0.638*** (-8.332)	-0.635*** (-8.191)	-0.633*** (-8.303)	-0.658*** (-8.587)	-0.663*** (-8.712)
資產實質性 (TANG)	0.256*** (6.498)	0.254*** (6.466)	0.248*** (6.118)	0.236*** (5.884)	0.215*** (5.392)	0.210*** (5.293)
成長機會 (Q)	0.007 (1.017)	0.007 (1.083)	0.004 (0.595)	0.006 (0.912)	0.004 (0.647)	0.006 (0.837)
股利發放率 (DIV)	-0.022 (-1.312)	-0.024 (-1.473)	-0.024 (-1.423)	-0.024 (-1.484)	-0.023 (-1.414)	-0.023 (-1.442)

續下表

續表 6

非負債稅盾 (NDT)	-1.750*** (-3.756)	-1.645*** (-3.519)	-1.570*** (-3.288)	-1.289*** (-2.710)	-1.132** (-2.429)	-1.058** (-2.282)
R-squared	0.348	0.354	0.341	0.364	0.357	0.368
Adj R-squared	0.330	0.334	0.322	0.344	0.339	0.349
F 值	19.205***	18.044***	18.603***	18.820***	19.968***	19.166***
觀察值個數	408	408	408	408	408	408

說明 1：變數操作性定義如下。負債比率 (LEV)：總負債帳面價值÷總資產帳面價值；跨境上市三年以上 (CROSS_{3y})：跨境上市三年以上=1，跨境上市三年以下=0；跨境上市五年以上 (CROSS_{5y})：跨境上市五年以上=1，跨境上市五年以下=0；跨境上市十年以上 (CROSS_{10y})：跨境上市十年以上=1，跨境上市十年以下=0；國家所有權 (SO)：國家股÷公司總股本；法人所有權 (LO)：(境內法人股+募集法人股+外資法人股+其他發起人股)÷公司總股本；社會公眾股 (PO)：公眾股÷公司總股本；所有權集中程度 (OWN)：前五大股東持股百分比的總和；非流通股比率 (NTS)：未流通股÷公司總股本；公司規模 (SIZE)：ln [總資產帳面價值]；獲利率 (PROF)：息前稅前及折舊前盈餘÷總資產帳面價值；資產實質性 (TANG)：固定資產÷總資產帳面價值；未來成長機會 (Q)：(總負債的帳面價值+股東權益市值)÷總資產帳面價值；股利發放率 (DIV)：現金股利÷每股盈餘；非負債稅盾 (NDT)：折舊費用÷總資產帳面價值。

2：I、III 及 V 為迴歸式 (3) $LEV_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 CROSS_{ky} + \gamma_2 SO_{it} + \gamma_3 PO_{it} + \gamma_4 LO_{it} + \gamma_5 OWN_{it} + \gamma_6 NTS_{it} + \gamma_7 SIZE_{it} + \gamma_8 PROF_{it} + \gamma_9 TANG_{it} + \gamma_{10} Q_{it} + \gamma_{11} DIV_{it} + \gamma_{12} NDT_{it} + \mu_{it}$ 。

II、IV 及 VI 為迴歸式 (4) $LEV_{it} = \eta_0 + \eta_1 CROSS_{ky} + \eta_2 CROSS_{ky} * SO_{it} + \eta_3 SO_{it} + \eta_4 PO_{it} + \eta_5 LO_{it} + \eta_6 OWN_{it} + \eta_7 NTS_{it} + \eta_8 SIZE_{it} + \eta_9 PROF_{it} + \eta_{10} TANG_{it} + \eta_{11} Q_{it} + \eta_{12} DIV_{it} + \eta_{13} NDT_{it} + vit$ 。

3：*表示達 10%顯著水準，**表示達 5%顯著水準，***表示達 1%顯著水準。括弧內為 t 值。

係數為 0.002，達 1%顯著水準，與第六欄中跨港上市十年的虛擬變數與國家所有權的交乘項 (CROSS_{10y}*SO) 之係數為 0.002，達 1%顯著水準。分別代表中國企業跨港上市超過三年、五年以及十年之公司，其不同國家控制程度之負債水準的差異，其三者係數皆顯著為正，可看出一致的結果，即不論跨港上市的時間長短，國家控制程度對中國跨港上市企業之負債比率皆具有正向的影響。一方面由於國營企業在取得銀行負債上具有優勢 (Firth et al., 2009；Berger et al., 2009)，另一方面因為過去中國債券市場發展程度低 (Berger et al., 2009)，造成國家控制程度較低的企業無法獲得國有銀行資金，只能透過權益融資來滿足外部資金需求，形成國家所有權與負債比率的正向關係，且這種現象在跨港上市企業中亦明顯存在。隨著銀行體系慢慢開放成熟，跨港上市的企業中，國家持股較高的企業，更能夠取得企業融資。對於國家控制程度低的企業來說，其負債比率較低，顯示跨港上市可以幫助他們以權益融資方式取得資金。特別是表 6 第二欄中，跨港上市三年的虛擬變數 (CROSS_{3y}) 係數由原本第一欄中的顯著為正 (0.031) 轉變成不顯著負向 (-0.043)，可以看出跨港上市超過三年的企業之負債比率顯著較高之原因，可能是來自那些國家控制程度較高的企業所導致。反觀跨港

上市超過五年或超過十年的企業，其係數分別為第四欄中跨港上市五年（ $CROSS_{5y}$ ）的-0.104（達 1%顯著水準）及第六欄中跨港上市十年（ $CROSS_{10y}$ ）的-0.126（達 1%顯著水準），由於其跨港上市時間夠久，投資者認知程度較高，聲譽效果隨著上市時間發揮作用。因此，即便是那些沒有國家支持的企業，仍然可從境外市場取得資金，而使得負債水準較低。

就控制變數方面，表 5 與表 6 顯示，各迴歸式的控制變數方向大致一致，因此，以表 5 第一欄（Eq.1）說明。表 5 第一欄的社會公眾股（PO）之係數為-0.001，達到 5%的顯著水準。表 5 第一欄的法人所有權（LO）係數為-0.001，達 1%的顯著水準。此因公眾股及法人股越多，其在市場上的流動性越高，使得資金成本降低，有利於權益融資。Lipson and Mortal（2009）指出，權益流動性較高的公司在融資時會偏好使用權益並且擁有較低的負債水準，故社會公眾股（PO）與法人所有權（LO）與負債比率成負向關係。而公司規模（SIZE）、獲利率（PROF）、資產實質性（TANG）及非負債稅盾（NDT）等變數皆與本文預期相符，其他變數則未達傳統顯著水準。另外，如前所述，各類型股權結構之變數間，以及公司規模、資產實質性與非負債稅盾等三變數間可能具有共線性問題。Ho, Tjahjapranata, and Yap（2006）指出，主要變數若受到變數間共線性所影響，比較不易顯著。然而，本文的主要變數均達到傳統顯著水準，顯示本文結果並未受到變數間的共線性問題所影響¹³。

三、穩健性測試

本研究利用不同的變數衡量方法，來驗證前述的實證結果是否具有穩健性。本節分為兩個部份¹⁴：第一部分是針對應變數方面，使用不同負債水準的衡量方式，來探討跨港上市企業的負債比率。第二部份則採用不同的方式衡量國家控制的程度，以確認前述實證結果是否受到影響。

（一）負債比率

本研究參照 Wu（2008）的研究，另以負債（Liabilities）的帳面價值除以資產的帳面價值及總負債（Debt）的帳面價值除以權益的帳面價值¹⁵來衡量負債水準，進行穩健性測試。同時，亦參照 Frank and Goyal（2007）指出，槓桿水準應該將市場價值納入考量，因此另採用總負債（Debt）的帳面價值除以權益的市場價值與總負債帳面價值的加總來衡量。另外，Demirgüç-Kunt and Maksimovic（1999）指出，開發中國家的企業會傾向使用短期的負債優先滿足資金需求。因此本研究另外以短期負債占總資產的帳面價值比衡量負債水準。整體而言，各主要變數對負債比率的影響皆與前述 OLS 之實證結果大致相符。

(二)國家控制程度

本研究另將國家控制程度以國家所有權的中位數加以區分。國家所有權高於中位數者為 1，低於中位數者為 0。Dittmar and Mahrt-Smith (2007) 指出，以虛擬變數衡量的方式可以更直覺地去判斷其對於係數的影響，並避免解釋因少部分的差距所造成的結果差異。特別是跨港企業多為大型國有企業，採用虛擬變數可避免去解釋為何國家控制程度會因國家所有權為 40% 與 41% 的差距而可能不同的原因 (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007)。整體而言，實證結果與前述 OLS 之實證結果大致相符。

(三)跨港上市實際年數¹⁶

本研究另依照每家跨港上市公司實際跨港年數，分析負債比率與連續的跨港上市時間長短變數之間的關係，並加入連續的跨港上市時間長短變數的平方項，以了解負債比率與連續的跨港上市時間長短變數之間的關係是否為非線性關係。跨港上市時間長短的係數顯著為正，並達 1% 顯著水準，同時，連續的跨港上市時間長短的平方項的係數顯著為負，達 1% 顯著水準，隱含負債比率與連續的跨港上市時間長短的變數之間的關係為倒 U 型的非線性關係。進一步一階微分可知，轉折點約略在跨港上市五年左右。此亦符合本文的主要結果，即跨港上市三年，負債比率明顯上升，跨港上市五年時，負債比率較趨於平緩，跨港上市十年後，負債比率明顯下降。顯示本文結果具有穩健性。

(四)產業分佈控制¹⁷

由於本研究樣本中，各公司的產業以「機械、設備、儀表」及「交通運輸倉儲業」二者所佔之比率最高，因此，另外將樣本產業區分為「機械、設備、儀表」類、「交通運輸倉儲業」類以及「其他」等三類，並設兩個虛擬變數分別控制這三個主要產業因素對本文結果所可能造成的干擾。結果顯示，各主要變數的方向與顯著水準均與前述 OLS 之實證結果相符。

綜合以上小節的實證分析，發現各種穩健性測試中大多和原先的實證結果相符，即使有少部分的結果不一致，但由於並未達到統計上的顯著性，因此並不影響本研究實證結果的穩健性。

伍、結論

中國為典型的轉型經濟體，而債市不發達、法律體系與制度不完整、公司治理缺乏效率是轉型經濟國家常見的現象，使得企業需以較高的權益成本進行融資 (Delcours, 2007)，且銀行受國家控制，向銀行融資也不易滿足資金需求 (Wu & Yue, 2009)，所以在境外發行股票及上市籌集資金，成為企業籌資的重要方式之一。因此，本研究針對 1996 年至 2009 年中國大陸跨境至香港上市企業為分析對象。首先，比較跨港上市企業與未跨港上市企業的負債比率是否具有差異。其次，若跨港上市企業與未跨港上市企業的負債比率具有差異，則探討此差異是否會受到國家控制程度影響。第三，跨港上市公司在跨港上市後之負債比率是否隨著上市時間的增加而有所變化，將樣本依不同的跨港上市時間區分為超過三年與三年以下企業比較其負債比率之差異。最後，進一步探討國家控制程度對於跨港上市公司負債比率的影響。

實證結果如下：第一，跨港上市企業之負債比率較未跨港上市企業之負債比率低，符合假說 1。說明中國企業藉由跨境上市帶來的公司治理效果，可改善代理問題，使企業得以使用較低的權益資金融資，降低負債比率。第二，相較於國家控制程度較低或是一般民營企業而言，國家控制程度較高的企業，其負債比率下降程度較少，符合假說 1-1。此可能是由於國家控制程度較高的企業由於容易取得國有銀行資金，因此，在跨港上市後，其國家控制程度越高仍然越傾向使用負債融資。此外，亦有可能因為中國國有企業代理問題嚴重、績效不佳 (Firth et al., 2006；Chen et al., 2009；Yeh et al., 2009；Singh & Gaur, 2009) 等負面形象，使投資人要求較高之風險溢酬，導致同樣在境外發行權益的公司，其國家控制程度越高，境外權益資金成本較高，故依然偏好舉債融資。第三，針對跨港上市企業探討其上市時間，發現上市超過三年的企業，其負債比率顯著高於跨港上市三年以下之企業，顯示跨境上市的效果會隨著時間增加而減弱，符合假說 2 的推論。同時，隨著企業可能調整其資本結構而減少權益融資的比例，使得負債比率有回升的現象。最後，國家控制程度越高的企業，其負債比率回升的程度越大，符合假說 2-1。此結果顯示，若中國企業以促進私有化為目的而選擇跨港上市，則國家控制程度越高的企業會傾向使用權益融資，使其跨境上市初期負債比率偏低。但是當私有化目的地完成後，由於舉債容易，使得國家控制程度越高的企業仍傾向使用負債。

本研究主要的管理與政策意涵為，首先，跨境上市企業負債水準較低，顯示當企業在境內市場取得資金受限時，跨境上市是一個取得資金的有效管道。若想要舒緩國

內金融市場資金不足的壓力或是促進企業私有化的程度，可以制定鼓勵政策，培植企業跨境上市。此舉一方面可吸引國外資金的挹注，亦可釋放資金給國內的其他企業，促進國內資金分配的效率。另外，對於企業本身的管理者而言，欲改善過於仰賴舉債的情況，亦可選擇跨境上市以取得權益融資，減緩其負債壓力，以達到更適的目標槓桿水準。對於已跨境上市的企業而言，其跨境上市的效果會隨著時間而減弱，因此，企業不應僅依賴一開始的跨境上市效果而取得權益資金，更應致力於長期地改善公司治理，以降低資金成本，增加融資來源。此外，中國企業的國家控制程度對於其負債水準仍具有相當的影響力，然而，中國政府已逐漸完成股權分置改革等私有化程序，未來若國家持股逐漸降低，企業與政府的關係不再如以往般密切，則資金的取得將仰賴企業本身的體質，公司治理的好壞將是一大關鍵。

本研究限制與後續研究建議方面，第一，本研究使用配對樣本比較跨港上市公司與未跨港上市公司，但中國跨港上市企業中有很大大一部分為能源、鋼鐵、機械與化學工業類型之大型國營企業，這類大型國營企業之總資產帳面價值偏高，導致一些跨港上市公司在配對時，其資產規模與未跨港公司有不小的差距。由於跨港上市公司數目不多，為了保有這些有限的樣本，本研究乃選取資產規模最接近的未跨境公司加以配對。待日後隨著跨港上市歷史拉長，中國證券市場更為成熟、數據更為完整，便可以較理想之配對結果進行分析。第二，本研究雖已從公司治理的角度探討跨境上市所造成之負債比率的可能變動，但並未直接探討跨境上市在公司治理哪些具體的表現可能會對負債比率造成影響，例如詳細的董事會監事會規模、董事會監事會獨立性、董事長兼任 CEO 等，後續的研究可進而探討之。第三，由於跨港上市使公司的股權結構大幅變動，礙於資料限制，本研究無法進一步分析各種類型的流通股股東股權變動情形。待未來資料更為完整，後續研究可探討此股權結構的變動，對於企業資本結構的影響。第四，本研究採用 OLS 的估計方法來驗證假說，在影響負債比率的變數方面，即使已參考相關文獻，在變數的選取上可能仍未臻完美，或許還有其他與跨境上市或負債比率有關連之變數，後續研究可進一步深入探討。

註釋

1. Abdallah and Ioannidis (2010) 研究顯示投資時機和跨境上市有關，但未發現支持約束 (bonding) 假說的證據。
2. Allen et al. (2005) 指出，取得資金與增加聲譽是中國民營公司上市最重要的利益。

3. 世界銀行 2010 年發布的數據顯示，中國 2009 年的國內總生產規模為 4.9093 萬億美元，位居美國和日本之後排名世界第三。
4. 有很多原因可能使跨境上市的財務效益（減少資金成本或增加公司價值）發生作用，包括國際投資障礙減少（Foerster & Karolyi, 1999；Lins, Strickland, & Zenner, 2005；Abdallah & Ioannidis, 2010）、外國中介機構與投資者具有專業知識（Lang, Lins, & Miller, 2003；Lang, Lins, & Miller, 2004；Sami & Zhou, 2008）、更好的揭露與公司治理標準（Chua, Eun, & Lai, 2007；Ferris, Kim, & Noronha, 2009）（當公司在一個發達的市場跨境上市，資訊的揭露需要接受更多的審查、引起更多監視，所以公司的揭露在數量和品質上都有重大的提升）、流動性增加（交易成本減少）（Foerster & Karolyi, 1999；Levine & Schmukler, 2006）、投資時機（market timing）（Henderson et al., 2006；Abdallah & Ioannidis, 2010）與品牌聲譽的資本化（Saudagaran, 1988）等。
5. Pagano et al.（2002）發現私有化增加跨境上市的機率，歐、美都有此情形。
6. 根據 La Porta et al.（2002），中國前十大銀行的資產 99.45% 以上為國家所有；另根據 Barth, Caprio Jr., & Levine（2004），中國銀行的資產 98% 以上為國家所有。
7. Huang and Ritter（2009）指出，公司調整至目標負債比率的帳面槓桿變化的時間為 3.7 年，市場槓桿變化的時間為 2.6 年。
8. 公司若認為未來營運走下坡，則會偏好現金增資；若認為未來營運看好，則會偏好舉債。
9. Wu and Yue（2009）的樣本中，中國公司資產成長率平均數為 14.42%。Ni, Guo, and Giles（2010）的樣本中，中國公司的 M/B ratio 平均數高達 6.9，銷售成長平均數高達 21.5%。
10. 本研究另外採用 Likelihood Ratio Test 進行檢定，結果並不顯著（ p 值=0.5574），顯示本研究資料較不適合以 Panel Regression 進行分析，此可能是由於本研究採用之配對樣本已針對跨港上市公司的產業及年度進行控制（Barber & Lyon, 1996），且同時可控制各年度不同的經濟景氣波動等情況（Jiang et al., 2009）。因此，儘管使用 OLS 方式進行檢測，透過配對樣本方式仍可適度地控制橫斷面及縱斷面的效果。
11. 總負債（欠銀行的債務）不包含應付帳款與票據等等。
12. 此處所指的法人持有股數屬於「流通股」。然而，另一變數，法人股（LO）所指的法人屬於「非流通股」。亦即兩種類別的法人股在性質上不同，在計算上也不會重複。

13. 本文變數間具有高度相關性（相關係數 >0.5 ）（Cohen, 1988）者分別為社會公眾股（PO）、法人所有權（LO）及資產實質性（TANG）。本研究另將此三變數分別排除，重新進行迴歸分析，實證結果與主要 OLS 之實證結果一致，顯示本文結果並未受到變數間的共線性問題所影響。
14. 考量篇幅限制，本節僅扼要說明各主要變數之實證結果，若有需要，本研究可提供相關資料。
15. 若以 TEJ China Finance 資料庫之科目表示，則 Debt 為 T1400 長期負債+ T1120 短期借款·Liabilities 為 T1000 負債總額=T1100 流動負債+T1400 長期負債+T1500 其他負債及準備。
16. 感謝匿名評審的建議。
17. 感謝匿名評審的建議。

致謝

作者感謝國科會所提供的研究計畫補助（計畫編號：NSC 100-2410-H-008-017-MY2）

參考文獻

1. Abdallah, A. A. -N., & Ioannidis, C. (2010). Why do firms cross-list? International evidence from the US market, Quarterly Review of Economics and Finance, 50(2), 202-213.
2. Allen, F., Qian, J., & Qian, M. (2005). Law, finance, and economic growth in China, Journal of Financial Economics, 77(1), 57-116.
3. Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure capital market-oriented versus bank-oriented institutions, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 43(1), 59-92.

4. Asquith, P., & Mullins, D. (1986). Equity issues and offering dilution, Journal of Financial Economics, 15(1-2), 61-89.
5. Ayyagari, M., & Doidge, C. (2010). Does cross-listing facilitate changes in corporate ownership and control? Journal of Banking and Finance, 34(1), 208-223.
6. Ayyagari, M., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2010). Formal versus Informal Finance: Evidence from China, Review of Financial Studies, 23(8), 3048-3097.
7. Bai, C., Liu, Q., & Song, F. M. (2003). The value of corporate control: Evidence from China's distressed firms, SSRN, working paper series.
8. Ball, R. T., Hail, L., & Vasvari, F. P. (2010). Equity cross-listings in the U.S. and the price of debt, SSRN, working paper series.
9. Bancel, F., & Mittoo, C. (2001). European managerial perceptions of the net benefits of foreign stock listings, European Financial Management, 7(2), 213-236.
10. Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1996). Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics, Journal of Financial Economics, 41, 359-399.
11. Barth, J. R., Caprio, Jr., & Levine, R. (2004). Bank regulation and supervision: What works best? Journal of Financial Intermediation, 13(2), 205-248.
12. Berger, A. N., Hasan, I., & Zhou, M. (2009). Bank ownership and efficiency in China: What will happen in the world's largest nation? Journal of Banking and Finance, 33(1), 113-130.
13. Berkman, H., & Nguyen, N. H. (2010). Domestic liquidity and cross-listing in the United States, Journal of Banking and Finance, 34(6), 1139-1151.
14. Bortolotti, B., & Beltratti, A. (2006). The nontradable share reform in the Chinese stock market, SSRN, working paper series.
15. Brandt, L., & Li, H. (2003). Bank discrimination in transition economies: Ideology, information or incentives? Journal of Comparative Economics, 31(3), 387-413.
16. Carlson, M., Fisherand, A., & Giammarino, R. (2006). Corporate investment and asset price dynamics: Implications for SEO event studies and long-run performance, Journal of Finance, 61(3), 1009-1033.

17. Chava, S., Livdan, D., & Purnanandam, A. (2009). Do shareholder rights affect the cost of bank loans? Review of Financial Studies, 22(8), 2973-3004.
18. Chen, G., Firth, M., & Xu, L. (2009). Does the type of ownership control matter? Evidence from China's listed companies, Journal of Banking and Finance, 33(1), 171-181.
19. Chen, G., Firth, M., Xin, Y., & Xu, L. (2008). Control transfers, privatization, and corporate performance: Efficiency gains in China's listed companies, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 43(1), 161-190.
20. Chen, J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies, Journal of Business Research, 57(12), 1341-1351.
21. Chen, K. C. W., Chen, Z., & Wei, K. C. J. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital, Journal of Corporate Finance, 15(3), 273-289.
22. Chua, C. T., Eun, C. S., & Lai, S. (2007). Corporate valuation around the world: The effects of governance, growth, and openness, Journal of Banking and Finance, 31(1), 35-56.
23. Claessens, S., & Schmukler, S. (2007). International financial integration through equity markets: Which firms from which countries go global? Journal of International Money and Finance, 26(5), 788-813.
24. Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings, Journal of Finance, 57(6), 2741-2771.
25. 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.
26. Coffee, J. (2002). Racing towards the top? The impact of cross-listings and stock market competition on international corporate, Columbia Law Review, 102(7), 1757-1831.

27. Cohen, J. (1988). Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences (2nd ed.). New York, Academic Press.
28. Cosset, J. C., & Meknassi, S. (2010). Does cross-listing in the US foster mergers and acquisitions and increase target shareholder wealth? SSRN, working paper series.
29. DeAngelo, H., & Masulis, R. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation, Journal of Financial Economics, 8(1), 3-29.
30. Delcours, N. (2007). The determinants of capital structure in transitional economies, International Review of Economics and Finance, 16(3), 400-415.
31. DeMarzo, P., & Urošević, B. (2006). Ownership dynamics and asset pricing with a large shareholder, Journal of Political Economy, 114(4), 774-815.
32. Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1999). Institutions, financial markets, and firm debt maturity, Journal of Financial Economics, 54(3), 295-336.
33. Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings, Journal of Economics, 83, 599-634.
34. Doidge, C., Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2004). Why are foreign firms listed in the U.S. worth more? Journal of Financial Economics, 71(2), 205-238.
35. Eckbo, E., Masulis, R., & Norli, Ø. (2000). Seasoned public offerings: Resolution of the new issues puzzle, Journal of Financial Economics, 56(2), 251-91.
36. Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt, Review of Financial Studies, 15(1), 1-33.
37. Ferris, S. P., Kim, K. A., & Noronha, G. (2009). The Effect of crosslisting on corporate governance: A review of the international evidence, Corporate Governance: An International Review, 17(3), 338-352.
38. Firth, M., Fung, P. M. Y., & Rui, O. M. (2006). Corporate performance and CEO compensation in China, Journal of Corporate Finance, 12(4), 693-714.
39. Firth, M., Fung, P. M. Y., & Rui, O. M. (2007). Ownership, two-tier board structure, and the informativeness of earnings: Evidence from China, Journal of Accounting and Public Policy, 26, 463-496.

40. Firth, M., Lin, C., & Wong, S. M. L. (2008). Leverage and investment under a state-owned bank lending environment: Evidence from China, Journal of Corporate Finance, 14(5), 642-653.
41. Firth, M., Lin, C., Liu, P., & Wong, S. M. L. (2009). Inside the black box: Bank credit allocation in China's private sector, Journal of Banking and Finance, 33(6), 1144-1155.
42. Foerster, S. R., & Karolyi, G. A. (1999). The effects of market segmentation and investor recognition on asset prices: Evidence from foreign stocks listing in the United States, Journal of Finance, 54(3), 981-1013.
43. Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2007). Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? Working Paper, Carlson School of Management, University of Minnesota, USA.
44. Frésard, L., & Salva C. (2010). The value of excess cash and corporate governance: Evidence from US cross-listings, Journal of Financial Economics, 98(2), 359-384.
45. Guo, C., Liangyuan, Y., & Changwen, K. (2007). Understanding the Chinese stock market, Journal of Corporate Accounting and Finance, 18(6), 13-20.
46. Hail, L., & Leuz, C. (2009). Cost of capital effects and changes in growth expectations around U.S. cross-listings, Journal of Financial Economics, 93(3), 428-454.
47. Henderson, B., Jegadeesh, N., & Weisbach, M. (2006). World markets for raising new capital, Journal of Financial Economics, 82(1), 63-101.
48. Ho, Y. K., Tjahjapranata, M., & Yap, C. M. (2006). Size, Leverage, Concentration, and R&D Investment in Generating Growth Opportunities, Journal of Business, 79(2), 851-876.
49. Hovey, M. (2007). Leverage, profitability and the ownership structures of listed firms in China, 20th Australasian Finance and Banking Conference.
50. Huang, G., & Song, F. M. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China, China Economic Review, 17, 14-36.
51. Huang, R., & Ritter, J. R. (2009). Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 44(2), 237-271.

52. Hung, M., Wong, T. J., & Zhang, T. (2008). Political relations and overseas stock exchange listing: Evidence from Chinese state-owned enterprises, SSRN, working paper series.
53. Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency, Journal of Finance, 48(1), 65-91.
54. Jensen, M. C., (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, American Economic Review, 76(2), 323-329.
55. Jensen, M. C. (1989). Eclipse of the public corporation, Harvard Business Review, 67(5), 61-74.
56. Jiang, J. Q., & Zhan, X. Y. (2005). The issue of bank loan in the transitional financial system, Journal of Financial Research, 7, 97-113.
57. Jiang, G., Yue, H., & Zhao, L. (2009). Are-examination of China's share issue privatization, Journal of Banking and Finance, 33(12), 2322-2332.
58. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world, Journal of Finance, 54(2), 471-517.
59. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2002). Government ownership of banks, Journal of Finance, 57(1), 265-301.
60. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation, Journal of Finance, 57(3), 1147-1170.
61. Lang, M. H., Lins, K. V., & Miller, D. P. (2003). ADRs, analysts, and accuracy: Does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value? Journal of Accounting Research, 41(2), 317-345.
62. Lang, M. H., Lins, K. V., & Miller, D. P. (2004). Concentrated control, analyst following, and valuation: Do analysts matter most when investors are protected least? Journal of Accounting Research, 42(3), 589-623.
63. Lesmond, D. A. (2005). Liquidity of emerging markets, Journal of Financial Economics, 77(2), 411-452.

64. Leuz, C. (2003). Discussion of ADRs, analysts, and accuracy: Does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value? Journal of Accounting Research, 41(2), 347-362.
65. Lev, B. (1988). Toward a theory of equitable and efficient accounting policy, Accounting Review, 63(1), 1-20.
66. Levine, R. & Schmukler, S. L. (2006). Internationalization and stock market liquidity, Review of Finance, 10(1), 153-187.
67. Li, K., Yue, H., & Zhao, L. (2009). Ownership, institutions, and capital structure: Evidence from China, Journal of Comparative Economics, 37(3), 471-490.
68. Lin, C., & Su, D. (2008). Industrial diversification, partial privatization and firm valuation: Evidence from publicly listed firms in China, Journal of Corporate Finance, 14(4), 405-417.
69. Lins, K. V., Strickland, D., & Zenner, M. (2005). Do non-U.S. firms issue equity on U.S. stock exchanges to relax capital constraints? Journal of Financial and Quantitative Analysis, 40(1), 109-133.
70. Lipson, M. L., & Mortal, S. (2009). Liquidity and capital structure, Journal of Financial Markets, 12(4), 611-644.
71. Masulis, R., & Korwar, A. (1986). Seasoned equity offerings: An empirical investigation, Journal of Financial Economics, 15(1-2), 91-118.
72. Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, Journal of Financial Economics, 13(2), 187-221.
73. Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing, Journal of Financial Economics, 5(2), 147-175.
74. Ni, Y., Guo, S., & Giles, D. (2010). Capital structures in an emerging market: A duration analysis of the time interval between IPO and SEO in China, Applied Financial Economics, 20(19), 1531-1545.
75. Pagano, M., Röell, A. A., & Zechner, J. (2002). The geography of equity listing: Why do companies list abroad? Journal of Finance, 57(6), 2651-2694.

76. Pistor, K., & Xu, C. (2004). Governing stock markets in transition economies lessons from China, American Law and Economics Review, 7, 184-210.
77. Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data, Journal of Finance, 50(5), 1421-1460.
78. Reese, W. A., & Weisbach, M. S. (2002). Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings, Journal of Financial Economics, 66(1), 65-104.
79. Ross, S. (1977). The determination of financial structure: The incentive signaling approach, Bell Journal of Economics, 8(1), 23-40.
80. Sami, H., & Zhou, H. (2008). The economic consequences of increased disclosure: Evidence from cross-listings of Chinese firms, Journal of International Financial Management and Accounting, 19(1), 1-27.
81. Sarkissian, S., & Schill, M. J. (2008). Are there permanent valuation gains to overseas listing? Review of Financial Studies, 22(1), 371-412.
82. Saudagaran, S. M. (1988). An empirical study of selected factors influencing the decision to list on foreign stock exchanges, Journal of International Business Studies, 19(1), 101-127.
83. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance, Journal of Finance, 52(2), 737-783.
84. Shleifer, A., & Wolfenzon, D. (2002). Investor protection and equity markets, Journal of Financial Economics, 66(1), 3-27.
85. Singh, D. A., & Gaur, A. S. (2009). Business group affiliation, firm governance, and firm performance: Evidence from China and India, Corporate Governance: An International Review, 17(4), 411-425.
86. Stoughton, N. M., Wong, K. P., & Zechner, J. (2001). IPOs and product quality, Journal of Business, 74(3), 375-408.
87. Stulz, R. M. (1999). Globalization of equity markets and the cost of capital, Journal of Applied Corporate Finance, 12(3), 8-25.

88. Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice, Journal of Finance, 43(1), 1-19.
89. Utrero-González, N. (2007). Banking regulation, institutional framework and capital structure: International evidence from industry data, Quarterly Review of Economics and Finance, 47(4), 481-506.
90. Wald, J. K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: An international comparison, Journal of Financial Research, 22(2), 161-87.
91. Wei, G., & Geng, M. (2008). Ownership structure and corporate governance in China: Some current issues, Managerial Finance, 34(12), 934-952.
92. Wei, Z., Xia, F., & Zhang, S. (2005). Ownership structure and firm value in China's privatized firms: 1991-2001, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 40(1), 87-108.
93. Wu, C. Y. (2008). Consequences of cross listing in the U.S.: Changes in leverage and corporate governance, SSRN, working paper series.
94. Wu, L., & Yue, H. (2009). Corporate tax, capital structure, and the accessibility of bank loans: Evidence from China, Journal of Banking and Finance, 33(1), 30-38.
95. Yeh, Y. H., Shu, P. G., Lee, T. S., & Su, Y. H. (2009). Non-tradable share reform and corporate governance in the Chinese stock market, Corporate Governance: An International Review, 17(4), 457-475.

2011年12月22日收稿

2011年12月29日初審

2012年04月12日複審

2012年05月11日接受