

國立交通大學
財務金融研究所
碩士論文

公司治理變革：中國發行 ADR 公司經驗

The Evolution of Corporate Governance :

Evidence from Chinese ADRs



研究生：楊珮琪

指導教授：潘李賢 博士

中華民國一〇一年六月

公司治理變革：中國發行 ADR 公司經驗

The Evolution of Corporate Governance : Evidence from Chinese ADRs

研 究 生：楊珮琪

Student : Pei-Chi Yang

指導教授：潘李賢 博士

Advisor : Lee-Hsien Pan

國 立 交 通 大 學

財 務 金 融 研 究 所

碩 士 論 文

A Thesis

Submitted to Graduate Institute of Finance

College of Management

National Chiao Tung University

in partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master of Science in Finance

June 2011

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國一〇一年六月

公司治理變革：中國發行 ADR 公司經驗

學生：楊珮琪

指導教授：潘李賢

國立交通大學財務金融研究所碩士班

摘要

本文針對赴美發行存託憑證之中國大陸公司，透過公司特性及公司治理變數之比較，驗證中國大陸於 1993~2009 年間發行不同類型美國存託憑證公司之發行動機，並且針對海外發行之網綁理論，以企業董事會獨立性、委員會、管理階層特性及股權結構等變數，探討公司治理與美國上市行為之關聯性。實證結果發現，當公司資金需求、成長性越高、管理階層與企業利益高度相關、股權集中度越低的企業，傾向發行可發新股籌資的 L3 美國存託憑證作為籌資工具；而資金需求程度低，股權集中度高的企業，傾向選擇不會稀釋股權之 L1 美國存託憑證作為籌資工具。此外，我們透過比較發行法規較嚴格之 L3 存託憑證公司，其發行前後公司治理變化情形，進一步驗證了網綁理論。

關鍵詞：公司治理、美國存託憑證

The Evolution of Corporate Governance : Evidence from Chinese ADR

Student : Pei-Chi Yang

Advisor : Lee-Hsien Pan

Institute of Finance College of Management
National Chiao Tung University

ABSTRACT

This paper examines the motivation of listing choices by comparing company and corporate governance characteristics for Chinese American Depositary Receipt (ADR) firms from 1993 to 2009. We test bonding hypothesis by exploring the relationship between corporate governance (board transparency, independent committee, managerial characteristics and ownership structure) and ADR listing choices. We find that companies with growth potential, lower ownership concentration, higher capital needs, and companies with strong relationship between CEO ownership and firm profit, are more likely to issue level 3 America Deposit Receipt (ADRs). In addition, we compare corporate governance characteristics before and after ADR listing date for L3 ADRs, which comply with more strict listing requirements. Our result supports bonding hypothesis.

Keywords : *Corporate Governance, America Deposit Receipt, Bonding Hypothesis*

謝詞

一直期待完成論文踏出校園的那一刻，現在真的寫完了，快要離開校園的時候，突然多了好多的捨不得...

回到學生生活的這兩年，最想要謝謝一年來耐心教導、善體人意的潘李賢老師，在老師身上學到的不只是論文寫作的方法，更多的是老師在生活經驗、待人處事的分享。每次討論的過程中，老師總是給我很多的發揮空間和滿滿的力量，鼓勵我一步一步往前進。謝謝老師，因為有你，蛙仔才能快快樂樂、順順利利的完成論文！也謝謝像朋友一樣親切的孝倫老師，擔任會計助教的這段時間，謝謝你的照顧和體諒。謝謝每位讓我成長的老師們，讓我帶著一個感謝的心，收穫滿滿的離開校園。

這兩年來一起寫作業、作報告，合作無間的財金所夥伴們，首先要謝謝程式小神童派大星和陸小花，還要謝謝曾經耐心教導我計量的西英，讓我順利度過可怕的碩一。謝謝陪我聊天分享生活的好姊妹小喬、小魚，一起在寢室老是想夜唱可愛的呼嚕嚕。謝謝研究室一起努力的大衛、家源、一元、大哥、小咪、小強、馨儀、岳芳、GG、TED、盟盟、芋頭、包子、猛龜、姝婷、昆鋒...有你們在，這兩年的研究生生活才能總是充滿活力、八卦和歡笑。

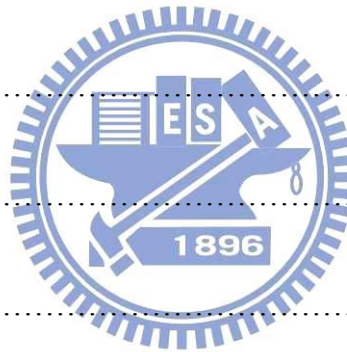
對了，還有還有，要謝謝在交大最後這一年裡，不論拿吐司丟鴨子、分享熱呼呼的巧克力鬆餅、勇奪籃球三打三冠軍、邊哭邊寫論文、努力找工作拜土地公，都陪伴在蛙仔身邊笑咪咪的小屁仙，在我不開心的時候逗我笑，開心的時候比我還開心，因為有你在，在交大留下了許多好氣又好笑的回憶。

最後要謝謝最重要的家人們，奶奶溫暖的照顧、姊姊和媽媽的支持，讓我能安心的完成學業，未來我一定會更努力，成為能夠讓你們放心、驕傲的依靠。

楊珮琪 謹誌
交通大學財金所
民國一百年六月

目錄

第一章、緒論	1
第二章、文獻探討	4
第一節、美國存託憑證	4
第二節、中國大陸市場	5
第三節、海外上市之動機	6
第三章、資料說明及研究方法	17
第一節、樣本選取	17
第二節、研究期間	17
第三節、資料來源	17
第四節、變數說明	18
第五節、研究分析方法	20
第四章、實證結果與分析	22
第一節、總樣本敘述統計	22
第二節、ADR 與中國非 ADR 公司比較	23
第三節、不同類別 ADR 的比較	24



第四節、企業選擇發行 ADR 之動機—ADR 與國內非 ADR 企業的選擇	24
第五節、發行不同類別 ADR 的選擇因素—L3 及 L1 的選擇	25
第六節、發行 ADR 對公司治理的影響—網綁理論的驗證	27
第五章、結論及建議	30
參考文獻	51



圖 1、世界銀行公司治理架構圖	10
圖 2、1993 年~2009 年中國地區發行美國存託憑證公司數（按類別區分）	46
圖 3、L1.L3 發行前後總經理平均持股比率變化	47
圖 4、L1.L3 發行前後內部人平均持股比率變化	47
圖 5、L3 及非 ADR 配對公司平均舉債程度變化	48
圖 6、L3 及非 ADR 配對公司平均獨立董事比率變化	48
圖 7、L3 及非 ADR 配對公司平均前十大股東持股比率變化	49
圖 8、L3ADR 各變數期間變化	50

表目錄

表 1、ADR 類型及其相關規範	32
表 2、1993 年~2009 年中國地區發行美國存託憑證公司數（按類別區分）	33
表 3、截至 2009 年中國地區發行美國存託憑證公司產業類別（按類別區分）	34
表 4、樣本資料篩選流程	35
表 4.1、依假說預測變數方向彙總	35
表 5、變數定義	36
表 6、1993~2009 年中國地區發行 ADR 公司變數之敘述統計	37
表 7、發行 ADR 與本土非 ADR 公司配對樣本檢定	38
表 8、發行 ADR 與本土非 ADR 公司配對樣本檢定（按類別區分）	39
表 9、影響中國發行 ADR 選擇因素檢定— ADR 及本土非 ADR 配對公司	42
表 10、影響中國發行 ADR 類別選擇因素檢定— L1 及 L3ADR 公司	43
附表 1、迴歸模型變數間相關係數（ADR 與本土配對公司）	44

第一章、緒論

隨著全球化的趨勢，國際間資金流動性增加，各國企業紛紛尋求前往國際資本市場籌資。自 1970 年代以來，陸續有多位學者對於企業跨國上市的行為進行研究，早期學術界以降低國際間投資壁壘，作為解釋企業海外上市之原因，認為跨國上市有助於提升投資環境資訊透明度、增加投資人認可，也使得企業在掛牌後有相對較高的異常報酬率(Merton, 1987; Miller, 1999)。而(Mittoo, 1992)也提出當企業於流動性較高的海外市場上市，具有降低公司資金成本、提升公司整體價值的效果。

早期海外上市的研究領域，學者們著重於海外上市公司特性、上市效果及其影響，而後期漸有學者專注特定資本市場進行研究。國際資本市場中，美國市場規模最大、流動性最高，為企業最主要的跨國籌資市場(Karolyi, 2006)。其中又以發行美國存託憑證(American Depositary Receipt, ADR)為最主要的上市方式。(Foerster & Karolyi, 1999)研究企業發行 ADR 並於美國市場掛牌對股票價格的影響，發現企業在海外上市後，股東基礎明顯擴大。(Craig Doidge, Karolyi, & Stulz, 2004)則提出成長機會是公司決定到何地上市的關鍵因素。亦有學者提出追求高成長的出口導向公司，主要為了傳達投資人公司可靠的正面訊息而發行 ADR (Pagano, Röell, & Zechner, 2002)。除了財務、商業面的研究，學者進一步探討 ADR 發行之公司治理動機，提出網綁理論(Bonding hypothesis)，認為企業發行 ADR，可以藉由海外嚴格的法律規範提高公司治理，進而提高經營績效及保護投資人，提高公司價值。(Karolyi, 2006; Pagano, et al., 2002; Reese & Weisbach, 2002)。

然而，在過去美國上市公司特性的研究中，較少深入研究公司特性與 ADR 類型選擇的關聯性。不同類型的 ADR 必須遵循不同的上市法規，也因此不同的特性的企業對 ADR 也可能有不同的選擇。事實上，ADR 的發行，依照是否於美國證券市場掛牌上市籌資、是否向證券管理委員會註冊登記為劃分標準，區分為第一級(L1)、第二級(L2)、第三級(L3)及非公開發行(Rule144A)等四種方式(表1)。在籌資面向，L3 和 Rule144A 可分別以發

行新股、私募的方式籌資，L1 和 L2 則僅能於市場交易既有股票，不可發行新股籌資。在法律規範面向，L2 和 L3 則相對 L1 和 Rule144A 受到較嚴格的法律規範。針對 ADR 不同類別的特性，(Boubakri, Cosset, & Samet, 2010)以全球 ADR 為研究對象，提出規模較大、成長機會較高、原上市環境投資人保護較弱的企業，會願意承擔較高的成本，選擇發行資訊揭露要求較高的 L3ADR 以提升公司治理。他們的研究進一步透過 ADR 發行種類的選擇驗證了海外上市的網綁理論。

然而，企業發行 ADR 除了籌資和流通性目的外，不同國家的法律背景、內外部公司治理制度和公司特性都會影響其發行動機。摩根大通銀行 (JP Morgan Bank)，曾於 2010 年發行之全球存託憑證報告中指出，2010 年度由交易量、交易金額角度而言，百度 (BIDU) 為美國證券市場最活躍之 ADR。但根據史丹佛法學院集體訴訟案統計¹，自 1995 年美國實施證券集體訴訟改革以來，中國赴美上市的企業中有近 20 家的企業曾在美國遭到訴訟，如上市後股價立即大幅成長的網易 (NTES) 就曾因盈餘虛報遭到起訴。因此本研究針對投資人保護較弱的新興國家，觀察在經濟發展和發行 ADR 成長迅速的新興國家—中國大陸²，發現 2009 年底 161 家 ADR 發行公司中 (表 2)，除了發行法規嚴格 L3 的 69 家公司外，以 L1 發行的公司更高達 88 家³。新興國家企業是否為了透過美國嚴格法規提升公司治理而發行 L3ADR？是否為規避嚴格法規或成本面因素之考量而發行 L1ADR？或為達成企業個別經營目標，而選擇發行不同類型的 ADR？又是否如同網綁理論提出—企業為了提升公司治理而選擇海外上市，或者企業提升公司治理並非上市之主要動機，而是上市嚴格規範產生的結果？引發了我們對於政治、文化背景特殊的中國企業發行 ADR 動機之探討。

此外，過去文獻多以赴美上市與籌資規模成長、上市溢價之關聯性，作為網綁理論的驗證。較少深入探討企業董事會獨立性、委員會以及管理階層特性等公司治理變數與美國

¹ 資料來源：<http://securities.stanford.edu/index.html>

² 根據國際貨幣組織 2011 年《世界經濟展望》統計，中國大陸 GDP 成長率為 10.3%，全球排名第一。

³ 1993 至 2009 年發行各類型 ADR 企業原始資料為 201 家，經過篩選後樣本資料為 161 家，分別為 L188 家、L2 1 家、L3 69 家及 Rule144A 3 家。

上市行為之關聯性。本文經由比較 L1 及 L3 公司財務及公司治理特徵發現，高成長、高舉債的企業，因自身資金需求選擇發行可上市籌資的 L3；而成長性及資金需求低、股權集中度高的公司則選擇 L1。經由公司特性的觀察，推論 L1 多為資金充裕的大型國有企業、曾於香港上市受過同為英美法系的嚴格規範，籌資及提升公司治理需求低，主要為擴張海外投資人及企業知名度，而選擇避免股權稀釋的 L1。因此，美國上市的選擇除了受法律規範的嚴格與否影響(Boubakri, et al., 2010; Craig Doidge, Andrew Karolyi, & Stulz, 2009; Reese & Weisbach, 2002)，公司自身的需求為選擇發行 ADR 最主要之決定因素。

本文其餘部份說明如下：第二部分為公司治理、美國存託憑證及兩者間關聯性之文獻回顧並建立假說，第三部分為資料描述、變數衡量及研究方法說明，第四部分彙總實證結果加以分析，第五部分則為結論及建議。



第二章、文獻探討

本研究探討議題，主要為中國企業赴美發行 ADR 的選擇因素以及其公司治理的特殊性。因此本章將回顧過去之相關文獻，並依此建立研究假設。依序於第一節簡單介紹 ADR 的定義、相關規範；第二節敘述中國大陸市場及其發行 ADR 的現況；而第三節則彙總海外上市動機之相關文獻，並建立假設。

第一節、美國存託憑證

美國為世界主要的證券交易中心之一，證券市場發展完善、資金充沛且流動性高，成為世界許多企業融資的平台。主要的融資方式可區分為公開發行上市、反向收購以及發行美國存託憑證（American Depositary Receipt, 簡稱 ADR）等方式，其中透過發行 ADR 上市之企業為最大宗。根據摩根大通銀行統計，截至 2010 年底全球共有 2,314 種存託憑證於美國市場上交易，成交量和成交金額都呈現上升的趨勢。

ADR 為 1927 年由美國摩根大通銀行首創的金融工具，消除了各國證券買賣、交割制度以及法規不同的問題，降低手續費以及股利支付存在的匯率風險，方便美國投資者購買非美國的證券，也使得非美國公司之股票有機會在美國市場交易。其種類依照發行公司與存託銀行間是否簽定存託契約，分為參與型（Sponsored）與非參與型（Unsponsored）之存託憑證；而依照是否於美國證券市場掛牌上市、籌資以及向美國證券管理委員會（U.S Security and Exchange Committee, 簡稱 SEC）註冊登記為劃分標準，又可將參與型存託憑證分為（非）參與型第一級（L1），參與型第二級（L2），參與型第三級（L3）及非公開發行（Rule144A）等四種方式（表 1）。

第二節、中國大陸市場

一、背景

中國自 1978 年經濟改革開放以來，由經濟發展落後的國家，蛻變成全球矚目的經濟體。根據世界銀行統計，2010 年中國國內生產總額（GDP）總額高達 5.7 兆美元，超越日本、僅次於美國，排名世界第二⁴。在證券市場方面，《2010 年券市場預測報告》指出，滬、深兩證券交易所的 A 股總市值已名列全球第四，僅次於美國、日本和英國；可見中國經濟實力已不可小覷。

中國的證券市場發展較晚，在 1980 年以前，企業主要為國家所有，而 1980 年後為了提升企業經營效率，開始一連串的企業股份制的政策，股份制將企業資產折合為股票，留下相對多數的國家股，其餘股權可以出售，成為國家控制、政府部門持有大量股權的股份有限公司。由於證券市場發展較晚、整體市場籌資能力有限；加上早期政府為維持市場均衡，控制上市企業數量，企業欲於中國上市需經歷繁複且冗長的審核，無法滿足國內眾多企業快速成長的資金需求。美國發展完整的證券市場，正提供了中國上市企業一個完善的法律基礎和籌資平台。

自從 1993 年 8 月上海石油化工股份有限公司成為第一家在紐約證交所上市之 ADR 後，1993 年到 2010 年間，中國共有 201 家企業發行 ADR，並於美國的 NYSE、NASDAQ、AMEX 及 OTC 市場交易，約占全球發行美國存託憑證公司的 10%。主要集中在 L1 及 L3 兩類，L3 約三分之一於紐約證券交易所（NYSE）交易，為大規模、發展較成熟的企業，主要行業類別為能源、航運等傳統產業，融資規模較大。約有三分之二於那斯達克交易所（NASDAQ）交易，大多為高成長型的高科技業，融資規模較小。而 L1 則主要集中在櫃買中心（OTCBB）交易，相較美國其他主要市場，流動性差且風險較高。

⁴ 根據國際貨幣組織 2010 年統計資料，美國、中國、日本之 GDP 分別為 14,624,184、5,745,133、5,390,897（百萬美元）

2003 年以前為中國企業在美國上市的發展期，赴美上市企業主要為資本密集的原料、運輸國有企業。2005 年中國證監會實行的股權分置改革，暫停國內上市及現金增資，於此同時，海外規模大、籌資能力強且流動性較高的各國證券交易所，正積極爭取中國企業上市。因此在 2005 年到 2007 年間，企業海外上市呈現快速的成長。而 2008 年受美國金融危機影響，全球經濟疲軟，打壓了美國市場新股發行數量，但 L1ADR 卻在 2008 年後快速成長，主要因為 SEC 於 2008 年放寬境外發行 L1ADR 之限制，企業可選擇以審查程序簡易之非參與形式上市。相較於參與型嚴謹的上市程序及定期公告規範，流程簡化也降低了企業發行 ADR 的成本，因此吸引了大量企業上市。在 2008 年以後所有以 L1 上市之企業為非參與型，也使得中國大量的上市成為美國新上市公司的最大來源（中國地區發行 ADR 之趨勢圖請詳圖 2）。

赴美上市可以帶來許多好處，但中國特殊的國有企業型態，使得公司治理產生了幾個問題，最大的問題是透明度不足，訊息揭露品質不佳；其次則為所有權和經營權劃分不明確，董事會的決策功能弱化，最後則是政府主導的企業體制，缺乏對小股東的保護制度。對於因應美國嚴格的上市法規及公司治理標準，中國企業在公司治理制度上必須面臨很大的轉變，也承擔了較高的上市成本。

第三節、海外上市之動機

根據過去文獻歸納，企業選擇發行 ADR，主要分為三類動機：即財務、商業以及公司治理動機。財務方面，透過發行 ADR 可以降低資金成本、提高股票流動性、擴大股東基礎 (Pagano, et al., 2002)。商業方面，透過發行 ADR 可以提高企業在海外的知名度，及對產品認知 (Merton, 1987)。而在公司治理方面，透過發行 ADR 可以藉由海外嚴格的法律規範提高公司治理，進而提高經營績效及保護投資人，提高公司價值 (Coffee Jr, 1999; Craig Doidge, et al., 2004; Lins, Strickland, & Zenner, 2005; Stulz, 1999)。

一、財務面

1.1 降低資金成本，達成籌資目的（市場分割假說，Market Segmentation Hypothesis）

企業藉由跨國上市降低國與國之間的投資疆界，透過增加海外投資人比例，降低企業受到本土市場系統性風險的干擾，達到風險共享進而降低公司的資金成本，提升企業價值。(Foerster & Karolyi, 1999; Stulz, 1999)發現企業在發行 ADR 後，交易量上升且買賣價差降低。而(Lins, et al., 2005)以掛牌前後投資相對現金流量的敏感性差異，觀察企業跨國掛牌的利益，發現 ADR 可以有效降低市場區隔，具有降低籌資成本的功能，尤其在籌資限制較多的新興市場，對現金流量的敏感度在發行 ADR 後顯著降低。隨著股票市場的自由化，透過發行 ADR，達到拓展投資人組成，打破國際間投資障礙，有效的降低公司的籌資成本，進而使公司價值上升。

1.2 降低交易成本，提高流動性及股價（流動性假說，Liquidity Hypothesis）

流動性良好的證券市場，具有促進價格發現的功能。(Mittoo, 1992)提出於流動性較高的海外市場上市，可使企業買賣價差降低、資金成本下降，帶來整體價值的提升。(Henderson, Jegadeesh, & Weisbach, 2006)則發現母國流動性較差的企業，傾向選擇流動性高且法規管制嚴格的英美市場發行證券。(Sami & Zhou, 2008)研究赴海外上市之中國企業確實降低了企業的資金成本及買賣價差，進而提高流動性及公司價值。因此當企業認為本身股票在母國被低估，也有可能藉由發行 ADR 吸引投資人交易，並藉由不斷競爭的過程中，達成更高的價格發現功能(Karolyi, 2006)。

1.3 降低資訊不對稱，擴大股東基礎（投資人認可假說，Investment Recognition Hypothesis）

資訊透明度越高，降低投資人因資訊不對稱產生的風險，(Merton, 1987)提出投資人認可假說，假設企業在海外上市前存在資訊不對稱的問題，藉由跨國上市資訊環境獲得改善，進一步促進投資人對該企業了解，增加大眾對於企業品質的認同與肯定，拓展投資人族羣。(Foerster & Karolyi, 1999)研究企業發行 ADR 並於美國市場掛牌對股票價格的影響，發現企

業在海外上市後，股東基礎明顯擴大，支持了 Merton 的假說。而(Miller, 1999)則發現企業經由美國交易所掛牌，相較於透過 OTC 或 144A 條款私募之證券，有較高的掛牌溢酬。可以看出投資人對於交易掛牌完整的資訊揭露給予股價上正面的回應。(Baker, Nofsinger, & Weaver, 2002)則認為公司到美國或倫敦海外上市是為了提升分析師的評鑑，並增加投資意願，這個結果和 1987 年 Merton 提出海外上市是為了提高投資人認可之假說相同。

二、商業面：追求成長機會

當經濟及證券市場發展程度越好，越能吸引全球企業到該國籌資或掛牌，因此，企業傾向規模大且流動性高的市場上市，以提升企業知名度、增強企業競爭力、加速國際化經營提高海外銷售。

(Pagano, Randl, Röell, & Zechner, 2001) 研究發現高成長之高科技產業，較有赴美上市之傾向，並認為企業上市主要是受到海外人力及技術資源吸引。(Pagano, et al., 2002) 觀察發現企業海外上市後，出口銷售增加，認為高成長、出口導向的科技公司傾向海外上市，以傳達給投資人管理者決策能力優良及公司可靠的正面訊息。而(Craig Doidge, et al., 2004) 則觀察美國上市公司之 Tobin's Q，相較於非美國上市公司高出 16%，其中 L2.3 之溢酬又高於 L1.144A，認為成長機會是公司決定到何地上市的關鍵因素，特別是在投資人保護程度較低的國家。

根據過去文獻推論海外上市的公司特徵，成長性、舉債程度高的公司，為因應龐大的資金需求，也更有赴美上市籌資的動機。因此我們認為成長性及舉債程度越高的公司，越傾向選擇發行 ADR。而 L3 及 144A 之 ADR 具有可於美國市場募集資金的特性，因此進一步推論，成長性、舉債程度越高的公司有更高的動機選擇發行 L3，因此提出以下假設：

Hypothesis1 企業因追求成長機會、高度資金需求而發行 ADR：

1.1 高成長、高舉債程度的公司，選擇 ADR 機會較高。

1.2 高成長、高舉債程度的公司，在 ADR 中更有可能選擇以 L3 方式籌集資金。

三、公司治理面：嚴格法律約束、減緩代理問題

除了財務相關的發行動機外，從公司治理的角度出發，探討過去文獻對於股權結構、董事會特性相關文獻，進一步探討企業公司治理與海外發行 ADR 之間的關係。

3.1 公司治理定義

控制股東與管理當局為有權治理公司的人，而研究有權治理公司者之行為，對於公司價值的影響，稱為公司治理 (corporate governance)，其最終目標為保障投資人之權益。1999 年經濟合作暨發展組織 (Organization of Economic Cooperation and Development; 簡稱 OECD) 將公司治理定義為：「分配公司內各個參與者 (包括經理人、股東、董事會及其他利益相關者) 的權利和責任，以及管理公司經營事務所訂定的一套制度及程序。」於 2004 年提出其注重的範圍可分為：有效公司治理的制度，股東權益與控制股權的功能，股東的公平待遇，利害關係人在公司治理中的角色，揭露與透明度，董事會的職責。而根據世界銀行 (World bank) 1999 年的定義，公司治理係指企業在遵守法律的前提下，建立一套監督稽察的機制，以達成價值極大化的目標。認為公司治理的內部機制重點在於董事會，由董事會監督管理階層。而外部機制由政府規範、金融市場、資本市場監督。

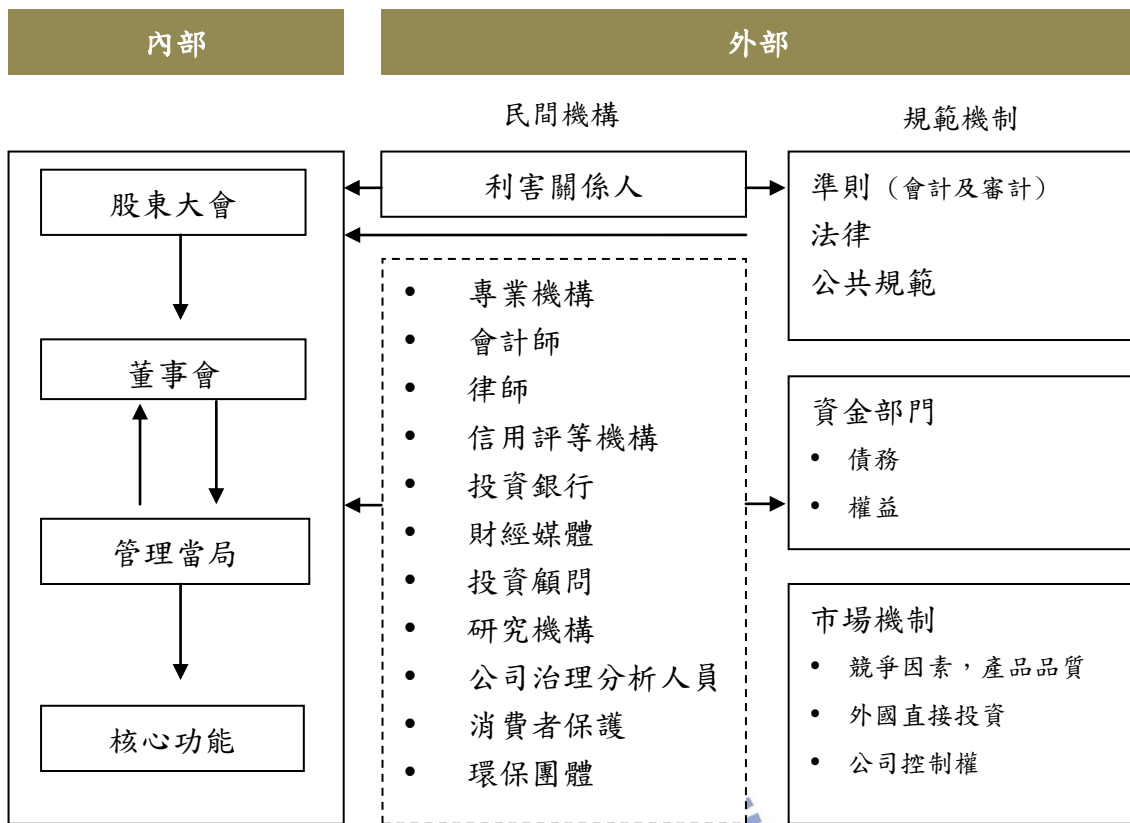


圖 1、世界銀行公司治理架構圖⁵

公司治理主要探討如何在所有權與控制權分離情況下，降低代理問題，使管理階層利益和股東利益達成平衡。代理理論由(Jensen & Meckling, 1976)提出，認為公司經營階層追求自身利益極大化、而公司股東希望股價極大化，兩者追求不一致的目標，可能產生代理問題。並且提出當企業管理者持股比率越高，與企業經營績效的攸關程度越高。(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1999)也提出最終控制觀念，控制股東會產生「正的誘因效果」及「負的侵占效果」。所謂「正的誘因效果」亦即控制股東若持有較多的現金流量權時，當損害公司價值的同時，自身的損失將提高，因此控制股東會努力經營與降低損害公司價值，控制股東的利益會與公司趨於一致，進而提升公司價值。當控制股東擁有較多的投票權時，在控制股東與小股東之間的代理問題，將會日趨嚴重，導致公司價值下降，

⁵資料來源：World bank (1999) Corporate Governance: A Framework for Implementation. Washington, DC: The World Bank.

此為「負的侵占效果」。並研究 1998 年亞洲金融風暴後的東亞國家，均發現東亞國家的公司治理機制不佳導致公司的股權集中程度普遍高於其他地區，且公司監理機制之不完善，是導致亞洲金融危機的最主要原因。

3.2 海外上市之公司治理動機

公司治理環境可分為外部環境及內部環境，其中外部環境分為，法律環境、資訊揭露、資本市場(Stuart L. Gillan 2006)。

3.2.1 外部公司治理動機：法律環境（法律約束假說，Legal Bonding Hypothesis）

(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998)提出所有權與控制權制衡之觀念。並分析了普通法和大陸法系的差異，認為普通法系對投資人的保護優於大陸法系，因此資本市場發展較佳。投資人保護較弱的企業經由自願在法律規範完善、投資人保護程度高的市場上市，以降低籌資成本及代理問題、擴大公司價值，進一步吸引更多的投資者(Stulz, 1999)。

(Foerster & Karolyi, 1999)則針對海外上市的實證結果，認為亞洲國家在美國上市後的長期報酬率較高，這些亞洲國家原先的公司治理發展尚未成熟，藉由海外上市的決策降低代理成本，吸引投資人，進而反應在股價的上漲。(Reese & Weisbach, 2002)發現在母國法律環境較差的企業，美國上市後在美國或其他市場籌資的金額都明顯成長。因此認為投資人保護為企業海外上市的關鍵因素。

而有學者研究在沙賓法案後，美國上市公司的籌資規模、上市溢價相較於倫敦上市公司大，主要是因為投資人認為在美國上市的公司有其獨特的公司治理利益(Craig Doidge, et al., 2009)。

3.2.2 外部公司治理動機：資訊揭露（Information Disclosure Hypothesis，資訊揭露假說）

(M. H. Lang, Lins, & Miller, 2003)觀察海外上市前後資訊揭露的環境改變，發現海外上市後，公司有較多的分析師監督公司經營，減少投資人取得訊息成本，提高公司的價值。(Wojcik, Clark, & Bauer, 2004)發現歐美海外上市公司治理評等，在資訊揭露和董事會結構、功能評分，均較非美國上市公司高。因此海外上市降低投資障礙，提升公司治理之主因為，外部嚴格的法律規範、機構投資人及分析師的監督，使資訊揭露透明度增加(Burns, Francis, & Hasan, 2007)。

因此，赴美上市公司，受 SEC 財務資訊揭露要求、美國會計準則的規範及機構投資人及分析師的監督，使公司資訊之透明度上升，為改善公司治理及影響公司價值之重要因素之一。

3.2.3 外部公司治理動機：資本市場（Signaling Hypothesis，訊號發射假說）

海外上市擴大了股東範圍，而外部環境包含其他競爭者、資本市場，以及市場參與者的變化，例如：投資銀行、律師及會計師進行協助上市，海外專業機構分析師，均可有效監督激勵進行有利於公司的決策(Benos & Weisbach, 2004)。除了透過外部法律規範影響公司治理外，還可以透過市場競爭壓力，海外投資人監督提高公司治理。

無論為了降低資金成本、提高知名度、國際化、或為了提高公司治理或逃避嚴格的公司治理監督，企業的公司治理都會因為海外上市而產生改變，又因海外上市的選擇不同可能會產生不一樣的變化。海外上市能否達到約束管理階層、降低代理問題的效果，成為投資者關心的議題。

而良好的公司治理必須要同時透過外部法律規範，以及公司內部制訂與外部環境相互配合的制度。透過內部公司治理機制，管理階層、董事會、股東間得以形成一個有效的激勵、約束以及制衡的關係，以實現公司和股東利益極大化。而企業選擇海外上市的內部公

司治理動機，主要可分為股權結構和董事會結構面向探討：

3.2.4 內部公司治理動機：股權結構

(Shleifer & Vishny, 1986)認為股權集中在最大股東時，大股東對管理階層之監督力量較大，管理者做的決定傾向追求股東利益極大化。因此，最大股東直接參與經營管理，可有效解決資訊不對稱的問題。

(Stulz, 1999)認為對控制股東而言，海外上市最大的成本即為放棄私有的股權利益。當大股東控制利益很高的時候，控制股東不希望受到嚴格的規範和外國投資人的監督，因此不會擇海外上市(C. Doidge, Karolyi, Lins, Miller, & Stulz, 2009)。而(Boubakri, et al., 2010)進一步研究全球各國發行不同類別 ADR 之動機，發現新興市場、具高度控制權的公司，傾向選擇不發行新股的 L1ADR，以避免股權稀釋。

(Pagano, et al., 2002)卻認為海外上市會使現有股東持股市值上升，進而願意出售持股。(Ayyagari & Doidge, 2010)也提出赴美上市後具有控制股權的公司減少，且更願意將持股出售予海外法人，增加了股票的流動性和績效，建議欲減低控制股權的企業可以透過海外上市降低股權移轉的成本。

當大股東具有高度控制權時，大股東有權決定股東利益極大化的策略，因此為達成公司策略需要，股權高度集中之公司，決定發行 ADR 策略之機會較高。而無論是否在海外發行新股籌資，隨著股票市場的流通擴大了股東範圍，為了避免股權分散，具有高度控制股權的企業，傾向發行 L1ADR。根據以上推論，我們提出了假設 2：

Hypothesis 2.1 股權集中度高之企業，訂定發行 ADR 之策略之機會較高。

Hypothesis 2.2 股權集中度高之企業，為避免稀釋股權發行 L1ADR 之機會較高。

3.2.5 內部公司治理動機：董事會結構及屬性

董事會為連接股東和管理者的重要橋梁，股東會選舉董事、並制訂董事會議事規範，透過董事會對管理者進行監督。2003年美國施行沙賓法案後，SEC要求在NYSE和NASDAQ上市的公司兩年獨立董事比率至少高於50%，要求企業設立審計委員會，並且規定只有獨立董事可以擔任委員會成員。由國際證券監管法令規範的重視，可以見得董事會為公司治理關注的重要議題。在過去許多文獻，都以獨立董事比率、董事會委員會及董事長總經理兼任情形做為公司治理重要的指標之一。

獨立董事比率

(Eugene F. Fama, 1980; E.F. Fama & Jensen, 1983)認為董事會的組成為能否有效監督管理階層的重要因素，由內部董事擔任管理工作，有較多資訊可以限制管理階層行為，但也有可能因為與管理階層的勾結，做出不利股東的決策。而(Westphal & Milton, 2000)、(Kassinis & Vafeas, 2002)則認為董事會中內部董事比例過高，對管理階層無法有效監督，無法盡到保護股東利益的原則，外部董事較能以獨立的地位監督管理階層，有效降低代理問題。

(Chen, Firth, Gao, & Rui, 2006)研究股權結構和董事會特徵對中國公司舞弊的影響，發現外部董事比率高、董事會的開會次數多和董事會任期短的公司舞弊情況較低，顯示外部董事在管理階層做經營決策時較能發揮監督作用，有效減少舞弊。

董事會的委員會設立

2003年沙賓法案後，美國證券交易委員會要求全球性的交易所上市之企業設立審計委員會，並規定只有獨立董事可以委員會成員，而實證研究亦發現審計委員會及薪酬委員會的設立可降低公司舞弊的情形(April Klein, 2002)。

董事長及總經理兼任情形

董事長是否兼任總經理對公司治理的影響，過去文獻有不同的看法。(Jensen & Meckling, 1976)認為當企業之董事長與總經理為同一人時，可能會造成董事會監督角色與經理人執行的角色重疊，降低董事會的獨立性，董事長、CEO 應由不同的人擔任以保持較高的客觀性，更能充分的監督管理當局。而(Brickley, Coles, & Jarrell, 1997)卻認為若 CEO 和董事長不為同一人會增加董事會和管理階層的代理成本，尤其在大規模的公司更加明顯。(Chhaochharia & Grinstein, 2007)則提出企業的 CEO 和董事會是否由不同的人擔任，應為董事會自主決策的行為。

總經理持股

由(Jensen & Ruback, 1983)提出的利益收斂假說，認為內部人持股比例與公司績效呈現顯著正向的線性關係，當董事會持股比例超過某一臨界水準後，其因本身的支出偏好行為所造成之公司損失，大部分需由自己承擔。因此，其財務風險和公司牽連越深，也越會有較大的動機去執行董事會職責、監督管理當局，故對公司經營績效有正面的影響。另外，亦有認為股權結構與公司價值呈現非線性關係的學者，最早(Morck, Shleifer, & Vishny)以股權結構的一次方與二次方對公司價值進行多元迴歸時，發現有顯著的曲線關係，即一次方的持股比例為顯著的正關係，二次方的持股比例為顯著的負向關係，且最適的持股比例在 40%與 50%間時，公司的價值最大。

綜合以上學者的理論與實證的論述，皆提出了一致的證據，支持公司若法規體制完善、投資人保護程度較高、資訊揭露要求高的市場上市，具有資訊內涵的效果。顯示出內部人願意放棄自身利益，追求公司整體價值極大化。因此法律規範及投資人保護為企業決定跨國上市的重要因素之一。美國沙賓法案後，更加注重市場紀律和法規，以確保投資人的權益。因此內部公司治理較佳的企業，越符合其內外部公司治理要求，赴美上市承擔的上市成本較低，決定發行 ADR 策略之機會較高，而具有較佳的公司治理的企業，更傾向發行 L3ADR。而董事長總經理兼任、總經理持股比率高的企業，具有董事會之決策能力強、

管理階層利益與企業利益高度相關的特性，更有決定權和意願做出發行 ADR 的決策。因此依據網綁理論提出公司治理與發行 ADR 動機間之關聯性，我們提出假設 3：

Hypothesis 3.1 董事會獨立性、審計及薪酬委員會比率較高，以及董事長兼任總經理的總經理持股比率高的企業，發行 ADR 之機會較高。

Hypothesis 3.2 董事會獨立性、審計及薪酬委員會比率較高，以及董事長兼任總經理的總經理持股比率高的企業，發行 L3ADR 之機會較高。

除了網綁理論認為海外上市對投資者保護較弱之國家，可以透過到市場發展程度較高的市場上市，遵守較嚴格的資訊揭露、會計準則及公司治理規範，進而改善公司治理，其中，L2.L3ADR 受到嚴格的法律規範，有相對 L1.144AADR 更好的公司治理(Wojcik, et al., 2004)。但也有部分文獻對於美國掛牌是否能有效維護投資大眾權益感到疑慮，而提出反面的論述，(Licht, 2003)發現美國 SEC 強制要求在美國上市公司對本國及外國公司規範的條件不同，對提升海外上市公司治理效率不佳，因此在分析海外上市對公司治理的效果時，必須考慮兩地間文化及法律背景差異。(M. Lang, Smith Raedy, & Wilson, 2006)發現投資者保護較弱的公司在美國上市，有較嚴重的盈餘窗飾的現象，認為由於 SEC 的資訊揭露要求並不够嚴格，導致本國環境仍為影響該公司投資人保護程度的最主要因素。

因此，發行 ADR 是否如同網綁理論提出：企業為了提升公司治理而選擇海外上市，或者其實提升公司治理並非企業上市之主要動機，而是因受上市之嚴格規範產生之結果？透過比較上市前以及上市後不同類別的 ADR 之公司治理差異，更進一步分析企業主要因本身具有較佳的公司治理條件而前往美國上市，或者因為海外上市後確實因為海外嚴格的法律提升了公司治理的品質。根據美國 SEC 對 L2.3ADR 上市公司較為嚴格的規範，我們認為 L2.3 在上市前後應有較顯著的公司治理變化，因此，提出以下假設：

Hypothesis 4 發行 ADR 的企業於發行後，確實有提升公司治理的效果，而其中 L2.3 遵循更嚴格的法規，具有更顯著提升公司治理的效果。

第三章、資料說明及研究方法

第一節、樣本選取

本研究以中國於美國市場發行 ADR 之企業為樣本進行分析。目前，全球主要發行 ADR 之銀行有：美國紐約銀行（BNY, The bank of New York）、花旗銀行（CB, Citibank）、德意志銀行（DB, Deutsche Bank）及摩根史坦利銀行（JPM, JPMorgan）。本研究根據 JPMorgan 銀行統計中國企業發行 ADR 相關資訊，其資訊內容涵蓋了：公司名稱、產業類別、發行日期、公司網頁、美國及國際證券代碼、美國上市之交易所、發行存託憑證之類型（參與與否/級別）、發行銀行等。根據數據資料統計，1993~2009 年間共有 201 家中國公司於美國發行存託憑證，依年度區分各類型 ADR 發行公司數資料彙總於表 2，依產業類別區分各類型 ADR 公司數資料彙總於表 3。

另外，以中國大陸 A 股之上市公司作為配對樣本，根據(Allen & Phillips, 2000; Ayyagari & Doidge, 2010)使用之配對標準為：標準產業分類代碼 4 碼（4-digit SIC code）及規模（Ln Asset）進行配對。本研究根據紐約銀行原始資料中的產業類別，轉換為全球化程度高且廣為中國使用之產業分類標準代碼 4 碼（4-digit GICS code , Global Industry Classification Standard code）及規模（Ln Asset）作為配對篩選標準。1 家 ADR 公司對應 1 家本土上市非 ADR 公司，分別篩選配對各類 ADR 資料，其篩選流程及最終取得資料則呈現於表 4。

第二節、研究期間

中國 1993 年首次發行 ADR 至 2009 年間發行 ADR 之數據資料，以各公司發行年份為起點至 2009 年間可取得之財務及公司治理資料，研究中國大陸公司發行 ADR 之決策因子。

第三節、資料來源

發行 ADR 公司之財務資料主要來自美國證管會 Form20-K 年報、DataStream 及

Compustat 資料庫；而公司治理資料主要來自美國證管會 Form20-K 年報、各公司公開之年報以及 TEJ 中國經濟新報資料庫。配對樣本之財務及公司治理資料主要來自 CCER 中國經濟金融研究資料庫。

第四節、變數說明

本研究主要探討公司財務及公司治理特徵與 ADR 選擇之關聯性，為檢定研究假說，將欲探討的變數分為幾個構面探討，分別說明其定義與衡量方式（表 5）：

一、財務特徵

針對第二部分假說，本研究探討公司發行 ADR 與資金需求之關聯性，根據過去文獻 (Zhang & King, 2010) 以舉債程度、成長性作為衡量資金需求程度之代理變數。

1. 舉債程度：以各公司研究年度之總負債除以總股東權益作為衡量指標。
2. 成長性：以各公司研究年度總資產成長率作為衡量指標。

二、董事會組成

根據 (Gillan, 2006) 彙總公司治理文獻，常用來衡量董事會結構的指標有：外部董事比率 (Rosenstein & Wyatt, 1990)、董事會規模 (Yermack, 1996)、董事長兼任總經理 (Brickley, et al., 1997)、董事會委員會 (A. Klein, 1998) 等，針對第二章建立的假說，本研究使用的變數如下：

1. 外部董事比率：外部董事占董事會人數百分比。
2. 董事會規模：董事會中的總人數，包含董事長、副董事長、常務及一般董事。
3. 董事長兼任總經理：使用虛擬變數，1 代表董事長兼任總經理，0 代表董事長與總經理由不同人擔任。

4. 委員會：使用虛擬變數，1 代表該公司設有審計委員會及薪酬委員會，0 代表該公司未設置兩專門委員會。

三、股權結構：

大股東持股比例越高，表示公司股權越集中，股權集中係數則是衡量整個公司股權結構的集中程度。參考以下文獻並針對第二部分假說，使用以下變數以衡量股權結構的變化。

1. 股權集中度：參照(Yeh & Chiu, 1996)以經濟學中衡量市場占有率的賀芬德指數(Herfindahl index)衡量，各類股東的占有比率平方和，但因實際上無法取得所有股東之持股資料，故採取前十大股東為計算基礎。

其計算方式為：股權集中度 = 前一到前十大持有者持股比例平方和

2. 內部持股比例及其平方項：過去研究內部人持股與公司價值(Shleifer & Vishny, 1986)等文獻均認為公司績效與內部人持股具有相關性且非線性相關，研究亦將內部人持股之平方項放入迴歸式中。內部人意指對公司決策具有影響力者，而根據美國證管會定 Rule 501 定義內部人為董事、經理人(含總經理副總經理、經理等在公司內有決策權之高階主管)及無限責任合夥人。本研究將內部人定義為公司董事、經理人持股比率加總。
3. CEO 持股比例：具有決策權之總經理持股。
4. 前十大股東持股比例：年報公布之排名前十大股東持股比例加總。

四、控制變數

為提升模型設定的準確性，本研究參考相關文獻，於迴歸模式中加入相關控制變數，以控制其他變數影響應變數之關係。當公司規模越大及獲利越高，代表公司資金需求越多，接觸海外資本的可能性較高；而財務績效越好，也越容易募集到海外資金。因此分別以下列變數作為迴歸模型的控制變數：

1. 公司規模：以各公司研究年度期末之資產總額取自然對數作為衡量指標。
2. 獲利能力：以各公司研究年度之營業利益除以總資產作為衡量指標。
3. 產業類別及資料年度：依照 GICS 代碼將樣本產業分為 13 類，並依發行 ADR 年度做為年度分類依據。

第五節、研究分析方法

一、敘述統計及檢定分析

1. 總樣本：

針對總樣本公司特性及公司治理變數，以最小值、最大值、中位數、平均值及標準差等資料瞭解樣本分佈及特性，並採用 T 檢定，針對配對樣本檢驗中國赴美發行 ADR 與僅於中國大陸發行之非 ADR 公司是否具有顯著不同的特徵。

2. 分類樣本：

針對中國赴美發行 ADR 樣本公司特性及公司治理變數，分為 L1.144A 以及本土配對樣本、L2.3 以及本土配對樣本。以最小值、最大值、中位數、平均值及標準差等資料瞭解樣本分佈及特性，並採用 T 檢定，針對配對樣本檢驗中國大陸赴美發行 ADR 之公司中，L1.144A 與 L2.L3 是否具有顯著不同的特徵。

二、迴歸分析

1. 迴歸模型事前檢定：

為避免解釋變數間高度相關引發共線性問題影響迴歸之精確程度，在建立迴歸模式之前先進行共線性分析，須先捨棄某些共線性高的變數，以提高分析結果之正確性。Pearson and Spearman 相關分析來檢測解釋變數間是否存在高度線性重合現象，當係數大於 0.4 才會有共線性的問題，因此根據附表 1 可以發現，所有變數均無高度相關的情況。

2. 迴歸模型建立：

當反應變數為二元而非連續數字時，而最常被使用在處理二元資料的模型為二元羅吉斯迴歸模式 (Binary Logistic Regression Model)。根據第二章的研究假說，為了解企業決定以發行 ADR 以及決定以何種方式發行的因素，選擇發行或不發行 ADR、選擇 L1、L3 均為二元變數，因此使用二元羅吉斯迴歸判別所選擇的解釋變數，是否真的會影響中國企業選擇發行 ADR 的決策。透過迴歸分析使應變數轉換介於 0 到 1 之間的機率值，其中定義反應變數 Y 為 1 (發行 ADR) 和 0 (國內上市無發行 ADR)。另外，因實務上，自變數可能涵蓋屬值、屬量變數，非來自同一多變量的常態分配，而 Logistic 迴歸模型沒有自變數資料須來自同一多變數常態分配之假設，因此適合此一情況的分析。

當 Logistic 迴歸模型能夠較佳的擬合資料時，接下來對迴歸係數進行解釋，Logistic 迴歸係數之解釋為當自變數變動一單位時，導致應變數的變化。若迴歸係數為正，且經統計檢定為顯著，代表在控制其他自變數的條件下，對數發生機率隨自變數增加而增加，反之則減少。

在控制資產規模 (Ln asset)、資產報酬率 (ROA)、年度及產業類別後，公司特徵及公司治理變數對於 ADR 選擇的影響。在進行分析前，使用 Spearman's 相關係數 (附表 1)，確認各解釋變數間相關係數均小於 0.4 後，建立以下實證模型：

$$\text{ADR 類型選擇} = F(\text{公司特徵變數、公司治理變數、控制變數})$$

其中，公司特徵變數包含：舉債程度 (D/E) 及資產成長率 (AssetG)。而公司治理變數包含：獨立董事比率 (Indep Director)、董事會委員會 (Committee)、總經理任期 (CEO Duality)、總經理持股 (CEO Own)、前十大股東持股比率 (Top 10)、股權集中度 (Own Concen) 及內部人持股 (Insider Own)。控制變數則為公司規模 (Ln Asset)、資產報酬率 (ROA)、產業類別及上市年度。變數之詳細說明，請參閱本章第四節及表 5。

第四章、實證結果與分析

赴美上市之中國企業是否符合網綁理論，是否為了透過美國嚴格法規提升公司治理而發行 L3ADR？是否為規避嚴格法規和上市成本考量而發行 L1ADR？或為達成企業個別經營目標，而選擇發行不同類型的 ADR？又是否如同網綁理論提出：企業為了提升公司治理而選擇海外上市，或者企業提升公司治理並非上市之主要動機，而是受上市嚴格規範產生的結果？本章將由淺入深的探討 ADR 發行動機，並驗證研究假說。第一節概括說明中國地區 ADR 之特徵，第二節加入中國上市之非 ADR 公司，比較 ADR 與非 ADR 在公司特徵及公司治理上的差異，第三節更進一步針對不同類別 ADR 公司進行分析。而四到六節，則針對上述樣本進行多元迴歸分析，並比較 ADR 發行前後公司治理變數之變化，深入了解企業選擇發行 ADR 的動機及影響。

第一節 總樣本敘述統計

觀察各變數資料，可以概括了解中國在政治、文化背景的特殊性。過去文獻指出規模較小的董事會有利於提高公司治理效率，並建議董事會的最佳規模為 8~9 人(Lipton & Lorsch, 1992)，觀察中國發行 ADR 之公司 2003~2009 年間各變數資料（表 6），董事會的平均規模為 8.49 人，雖介於最佳規模，但其標準差高達 2.74，可以看出不同類型企業的董事會規模差異相當明顯。國有控股的企業因規模較大、營運較為複雜，因此董事會規模較大；而非國有控股企業規模較小，考量治理成本，董事會規模較小。而觀察審計委員會及薪酬委員會的設置情況，同時設立兩個委員會之企業比率高達 95%，2003 年美國 SEC 訂定修訂企業改革法案（The Sarbanes-Oxley act）後，規定所有美國上市之企業，應於董事會下設立以獨立董事組成之審計委員會；對境外上市的企業設立薪酬委員會之標準則設立了豁免條款，企業可依自身需求設立薪酬委員會，具有一定的彈性空間。

獨立董事的部分，NYSE 和 NASDAQ 要求上市企業，至少設置 2 名獨立董事，中國發行 ADR 之企業獨立董事平均人數為 3.68 名，獨立董事占董事會比率為 0.46，標準差則高

達 0.16，也顯示中國不同屬性的企業間，在獨立董事的安排及選擇上有很大差異，但平均而言均達到國內外法令的要求。而美國會計監督局（Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB）委員會，針對美國上市企業董事長與總經理職責區分，僅提出建議並無明確法規限制；中國公司法亦規範，如經監管機構同意，國有獨資公司董事會成員可兼任經理，因此在兩職兼任的情況較為嚴重，比率高達 0.56。

第二節、ADR 與中國非 ADR 公司比較

透過比較中國企業發行 ADR、中國國內上市之非 ADR 企業，可以初步了解其公司特性的差異，以及選擇發行 ADR 的可能原因。表 7 以 T 檢定法，對中國 ADR 公司、非 ADR 之配對樣本公司兩群體資料做平均數差異檢定。可以看出在公司特徵上，ADR 公司之公司規模（Ln Asset）、獲利能力（ROE、ROA）均顯著高於非 ADR 公司。主要因美國針對上市企業有淨利下限的要求⁶，也與過去文獻提出規模較大、獲利能力較佳的企業，較有能力承擔高額的上市成本之解釋相符(Boubakri, et al., 2010)。而 ADR 公司之舉債程度（D/E）顯著低於非 ADR 公司，似乎違反了企業因資金需求而發行 ADR 籌資的假設（假設 1）。但觀察企業成長情形，則是 ADR 公司之資產成長率（Asset G）較高，這也反應美國有效率且多樣化的上市方式，相較於國內市場需歷經長時間的審核，更吸引快速成長的企業。

公司治理方面，分別觀察董事會結構、管理階層以及股權結構之特徵。由表 7 可以發現，發行 ADR 公司之董事會具有規模（Ln Asset）較小、獨立性（Indep Director）較高的特性，在設立審計及薪酬委員會（Committee）的情況，則相較於非 ADR 公司更為普遍。另外，由 ADR 公司董事長兼任總經理（CEO Duality）情況以及總經理相對較高的持股比率（CEO Own），可以推論發行 ADR 之企業均具有董事會之決策能力強、管理階層利益與企業利益高度相關，及股權集中的特性。

⁶ NYSE—股本：大於 1 億美元，獲利能力：前兩年 200 萬美元，前一年 250 萬美元，三年累積 650 萬美元；NASDAQ—股本大於 2,000 萬美金，獲利能力：最近一會計年度或最近三個會計年度中二個會計年度之稅前純益至少為 USD 1,000,000

第三節、不同類別 ADR 的比較

經由分析中國 ADR 與非 ADR 公司間差異，可以了解發行 ADR 的公司具有高成長、舉債程度低、董事會獨立性高、管理階層權利及股權結構相對集中的特性。進一步觀察中國發行 ADR 企業中，主要可區分為：可籌資、受嚴格法律規範的 L3ADR，以及不可籌資、規範較少的 L1ADR。因此在本節將透過表 8 更深入了解不同類別間 ADR 公司特性的差異。

公司財務特徵方面，ADR 公司的高成長特性，在 L3ADR 企業更為顯著，且其舉債程度亦相對較高，可以發現企業為因應高成長所需之資金，發行可籌資的 L3ADR；相較之下，發行 L1ADR 企業無資金需求，推論可能僅為提升海外知名度或拓展海外股東基礎選擇赴美上市。

而公司治理變數方面，由前述分析得知 ADR 公司受美國法規限制具有較獨立的董事會，但其中 L1 與 L3 公司在獨立董事比率無顯著的差異，似乎違反了 L3 較嚴格的法律規範應有較高的獨立董事比率的假設（假設 3.2），主要係因發行 L1ADR 之公司大多曾於英美法系的香港上市，故獨立董事比率已達一定法律規範。而觀察董事長總經理兼任、總經理持股及股權集中的情形，ADR 公司具有較高決策能力及股權集中度，而其中 L3ADR 企業更具有董事會之決策能力強、管理階層利益與企業利益高度相關的特性，而 L1 則具有高度持股集中的特性。

第四節、企業選擇發行 ADR 之動機—ADR 與國內非 ADR 企業的選擇

在比較中國 ADR 與中國上市非 ADR 企業、以及了解不同類別間之特性後，透過總樣本多元 Logistic 迴歸分析（Binary Logistic Regression Model），進一步分析企業選擇赴美發行 ADR 之原因。使用的實證模型如下（表 8）：

Logit 模型：ADR 選擇 = F（公司特徵變數、公司治理變數、控制變數）

以中國 ADR 及中國上市非 ADR 公司為樣本，應變數第一類為 ADR 公司 (Y=1)，第二類為非 ADR 本土公司 (Y=0)。公司特徵方面，舉債程度 (D/E) 越低、成長性 (Asset G) 越高之企業，傾向選擇發行 ADR。低舉債企業傾向發行 ADR 的結果，似乎違反了過去文獻提出企業因資金需求發行 ADR 的假設 (假設 1.1)。但由成長率角度來看，成長率較高的企業為因應龐大的資金需求，更有赴美上市籌資的動機，則與假設 1.1 企業因追求成長機會、高度資金需求而發行 ADR 相符。

公司治理變數方面，於模型 2 加入了獨立董事 (Indep Director) 以及審計及薪酬委員會 (Committee) 兩變數，發現董事會獨立性較高、獨立委員會設置完整之企業，選擇赴美發行 ADR 之機率較高 (假設 3.1)，也隱含發行 ADR 企業具有相對完善的公司治理制度。

而在模型 3.4.5 中，分別加入了董事長兼任總經理 (CEO Duality)、總經理持股 (CEO own)、前十大股東 (Top10)、股權集中度 (Own concen) 以及內部人持股 (Insider own) 也都顯著正向影響了發行 ADR 的機率。驗證了董事會之決策能力強、管理階層利益與企業利益高度相關的企業，更有決定權和意願做出發行 ADR 的決策。(假設 3.1) 且當大股東具有高度控制權時，為達公司策略需要，決定發行 ADR 策略之機會較高 (假設 2.1)。

第五節、發行不同類別 ADR 的選擇因素—L3 及 L1 的選擇

透過中國企業選擇發行 ADR 動機的分析，得知具有成長快速、公司治理完善、管理階層與企業利益高度相關以及股權集中特性的企業，更傾向赴美發行 ADR。然而，不同類別的 ADR 具有不同的特性，本節將更進一步了解企業選擇不同類別的考量因素。使用的實證模型如下 (表 9)：

Logit 模型：ADR 類型選擇 = F (公司特徵變數、公司治理變數、控制變數)

以中國 ADR 公司為樣本，應變數第一類為可籌資、受嚴格法律規範的 L3ADR 公司

(Y=1)，第二類為不可籌資、規範較少的 L1ADR 公司 (Y=0)⁷。公司特徵方面，在第四節的分析中，舉債程度低者傾向選擇發行 ADR 的現象，似乎違反了企業因資金需求而發行 ADR 的假設 (假設 1.1)。但深入了解企業不同類型的選擇後，高舉債程度以及高成長性的企業，傾向選擇發行可募資的 L3ADR 進行籌資 (表 10)。綜觀舉債程度和成長率之迴歸結果，與企業為追求成長機會、高度資金需求而傾向選擇發行 L3ADR 相符 (假設 1.2)。主要因 L1ADR 多為資金充沛的國有企業，無籌資需求，例如 2008 年發行 L1 ADR 的中國鐵建 (CWYCY) 即為中國大陸國內規模龐大的國有企業，也是中國規模最大的海外工程承包商。赴美上市可能是為了擴大海外知名度以及股東基礎，因此雖符合美國上市標準，但考慮程序和上市成本，選擇於 OTC 掛牌，以適應美國市場。也經由觀察發現這些發行 L1ADR 的企業大多集中於傳統產業；L3 則集中於科技及網路相關產業 (表 3)，如中國市占率最高的互聯網百度 (BIDU)、以網路遊戲及搜尋引擎為主要業務的網易 (NTES) 等，由於美國證券市場給予網路科技業較高的溢價空間，促使其赴美籌資動機增加，也驗證了 (Pagano, et al., 2002; Zhang & King, 2010) 提出赴美上市之企業，受到科技業人才及市場對於科技業給予較高評價吸引的說法。

公司治理變數方面，由前述 ADR 與非 ADR 迴歸結果，得知獨立董事高的企業傾向發行 ADR，隱含其具有較佳的公司治理，驗證了 3.1 的假設。為了進一步驗證董事會獨立性較高，更傾向發行 L3ADR 的假設 (假設 3.2)，在模型 2 加入獨立董事比率變數，發現在 ADR 類型的選擇上，獨立董事比率較高的企業，沒有傾向發行 L3，反而呈現顯著的負向關係，似乎隱含了發行 L3ADR 的企業並非因本身具備完善的公司治理而赴美上市，也未受海外嚴格法律約束影響具備較佳的公司治理，如上市後股價即有大幅成長的網易 (NTES) 即曾因財報盈餘數據揭露不實，而遭美國投資人起訴。然而，經由觀察發現，發行 L1ADR 的企業中約有 80% 過去曾在屬於英美法普通系之香港上市，根據 (La Porta, et al., 1998) 比較

⁷由於中國大陸 ADR 總樣本中 L2 僅有 1 家公司，144A 僅有 3 家公司。因此主要分析可籌資、受嚴格法律規範的 L3ADR，以及不可籌資、規範較少的 L1ADR，另於敏感性分析中納入 L2 及 144A 樣本進行迴歸分析，得到與表 9 相同的解釋。

普通法和大陸法系的差異，認為普通法對於投資人的保護較高，資本市場發展的比較好。另外，香港聯交所《上市規則》針對上市公司，要求至少三名獨立董事，並建議至少有 1/3 為獨立董事。因此呈現出在 ADR 企業中，獨立董事比率低者選擇 L3 的機率反而較高的特殊情況。故 L3 並非因本身具有較佳的公司治理而赴美上市，也並未因 SEC 嚴格規範，有相對 L1ADR 完善的公司治理。由於中國本身特殊的企業背景，董事會獨立性高的企業更傾向發行 L3ADR 的假設（假設 3.2）在此未得到良好的驗證。

前述 ADR 與非 ADR 的分析中，得到了董事會之決策能力強、管理階層利益與企業利益高度相關的企業，更有決定權和意願做出發行 ADR 的決策，驗證了 3.1 的假設。為進一步了解 ADR 類型的選擇是否受到不同的董事會、管理階層特徵影響。在模型 3.4.7 中，加入董事長兼任總經理、總經理持股、以及內部人持股等變數，均顯著正向影響了發行 L3ADR 的機率。可以推論董事會之決策能力強、管理階層利益與企業利益高度相關的企業，無論是為了公司籌資或成長需求，為達公司利益極大化，更有意願發行 L3ADR（假設 3.2），也經由實際觀察發現，L3 企業大多為成立期間較短的民營網路科技業及服務業，多由創業團隊負責經營管理，因此對於企業的控制權相對較高。而模型 5.6 加入前十大股東、股權集中度等變數，發現股權集中度高之企業，除了有較大控制權決定 ADR 的發行，為避免股權稀釋，更傾向發行 L1ADR，驗證了假設 2.2。

綜觀上述分析，高成長、高舉債的公司為因應資金需求，傾向發行可籌資的 ADR。而成長性及資金需求較低、股權集中度高的公司，則為避免股權稀釋選擇 L1 上市。中國公司海外上市的選擇主要並非受本身公司治理的良窳、或海外法律規範的嚴格與否影響，公司自身的個別需求為選擇發行 ADR 之最主要決定因素。

第六節、發行 ADR 對公司治理的影響—網綁理論的驗證

針對中國企業的公司治理與 ADR 發行選擇的關聯性分析，我們得到董事會獨立程度較高、決策能力較強的企業確實更傾向赴美上市；其中董事會獨立程度較低之企業傾向發行

法規較嚴格的 L3ADR。顯示中國企業並非因本身具備較佳的公司治理條件而赴美上市，內部公司治理較差的企業，仍願意承擔較高的公司治理成本，發行 L3ADR。

然而，投資者保護相對較弱的中國企業，是否透過發行 ADR 遵守嚴格法規而提升公司治理，透過比較上市前後不同類別的 ADR 之公司治理差異，我們更進一步分析企業是否因本身具備完善的公司治理而赴美上市，抑或是希望能以 L3 上市取得資金，而願意接受美國嚴格的法律環境，而使原本法律體系較弱的企業擁有較高品質的公司治理。

本節使用兩種方式比較 ADR 上市前後公司治理變數的變化，以驗證海外上市對公司治理的影響。首先分 ADR、非 ADR 和 L1、L3 兩類比較；然後分別比較 L1、L3 企業在上市前後公司治理的差異。

比較 ADR 與非 ADR 公司，發現在成長性、獨立董事比率、審計及薪酬委員會、董事長兼任總經理、總經理持股、股權集中度、無論在上市前後皆為 ADR 公司較高，無顯著改變。進一步比較 L1 與 L3 公司，則發現 L3 的總經理持股、內部人持股比在發行前與 L1 無顯著差異，但在發行後卻顯著的高於 L1，因此推論管理階層及內部人可能對於發行 ADR 後的股票溢價有信心，大量買進持股（圖 3 及圖 4）。

L1 與配對公司各變數發行前後之差異，因 L1ADR 無相對嚴格的法規條件，因此在公司治理面向無顯著的改變，另因無法發行新股籌資，亦無資本結構及股權結構改變的情況發生。而圖 5~圖 7 比較 L3 與配對公司各變數發行前後的差異。發行前後，L3 公司的舉債程度由顯著高於配對公司，轉變為顯著低於配對公司（圖 5），顯示發行 L3ADR 達成了企業資金需求，進而改變了負債結構。而獨立董事比率也由發行前與配對公司無顯著差異，於發行後轉變為顯著高於配對公司（圖 6），雖然單變數及多變數的分析中，發行 L3ADR 企業無較佳的公司治理，似乎與網綁理論提出的公司治理動機不符。但藉由發行前後的獨立董事比率的提升，可以驗證網綁理論提出的效果。L3 企業確實在發行 ADR 後，因海外嚴格的法律規範，提升了公司治理（假說 4）。股權集中度方面，在發行前後 L3 企業由高

於配對公司，轉變為顯著低於配對公司（圖 7）。顯示發行 L3ADR 除了為企業籌措大量資金外，也為企業帶來大量的境外投資者，使得股權結構更加的分散和多元化。

圖 8 進一步針對 ADR 前後變化程度顯著的 L3 企業，分析在 $T=-1, T=1$ （發行前一年度及發行後一年度）， $T=0, T=1$ （發行當年度及發行後一年度）， $T=0, T=2$ （發行當年度及發行後兩年度）可以看出發行 ADR 前後公司治理變化，在舉債程度上，在 $(-1,1)$ 期間顯著下降，但在 $(0,1)$ $(0,2)$ 期間又緩步上升，也可能顯示出企業在美國上市初期確實可以達成很好的籌資效果，但若企業長期而言成長性不足，即使能通過上市籌資條件，仍可能面臨再融資困難的情況。而獨立董事部分，在 $(-1,1)$ $(0,2)$ 期間均緩步上升，可以看出企業因美國嚴格法規提升公司治理品質的效果。而前十大股東則是在 $(0,2)$ 期間顯著降低，顯示企業發行新股籌資使得股權結構更加分散，與前述結果一致。

經由分析不同類型 ADR 發行前後各項變數發現，L1 企業在美國上市前後公司治理無顯著變化；L3 在發行前後，具有舉債程度下降、獨立董事增加、總經理及內部人持股增加、股權集中度降低的情況。由於 L3ADR 發行新股籌資，且受到相對嚴格的法律規範，因此對於企業的資本結構、股權結構及內部公司治理結構具有較顯著的影響性，其中上市後獨立董事比率的提升，進一步使網綁理論之效果得到驗證。

總和上述一到六節的分析，公司治理較佳的企業確實傾向赴美發行 ADR，但公司治理較差的企業，為了達成企業快速成長所需的資金需求，選擇不規避海外嚴格規範，發行上市成本較高的 L3ADR。而公司治理較好的企業，也沒有因本身即具備較佳的公司治理條件，發行 L3ADR。主要係因企業本身具備充足資金，發行 ADR 之目的為提升公司知名度以及擴展海外股東，因此選擇發行不會稀釋股權的 L1ADR。因此，過去提出新興國家海外上市是為了藉由海外嚴格的法規提升公司治理的網綁理論，透過深入分析不同類別的 ADR 上市動機，發現企業赴美上市主要是考量自身財務、營運及股權結構等需求產生的決策，公司治理的提升僅為上市後產生的結果，而非企業上市的動機。

第五章、結論及建議

本文主要觀察全球成長最為快速之新興國家—中國發行 ADR 動機、及其選擇不同類別 ADR 的主要因素，並檢驗投資人保護較弱的中國大陸法系，是否傾向藉由赴美上市，提升公司治理。

由實證結果發現，發行 ADR 企業相較於配對的中國本土企業具有成長性高、獨立董事比率較高、管理階層決策能力較強的特性。其中，發行 ADR 的企業有較低的舉債程度，以及較高的股權集中度，與過去的文獻提到企業因資金需求赴美上市，以及股權集中企業為避免股權稀釋，較不傾向選擇海外上市的假說相違背。在進一步探討不同類別的 ADR 選擇後，發現發行 L1ADR 的公司，多為資金充裕的大型國有企業、曾於香港上市受英美體系法律規範，籌資及提升公司治理需求低，主要為擴張企業知名度，而選擇免於股權稀釋的 L1ADR。而選擇發行 L3ADR 的公司，主要為因應企業快速成長的資金需求，發行新股籌資。因此，公司自身的個別需求為選擇發行存託憑證最主要之決定因素。深入比較發行前後，不同類型 ADR 上市的公司其公司治理變數之變化後發現，L3ADR 企業之獨立董事比率在 ADR 後顯著上升，確實因嚴格法律限制而改善公司治理。因此，本研究發現中國這個新興國家，赴美上市的主要考量因子並非本身公司治理的良窳，而是為了企業自身需求，但赴美上市確實產生了公司治理提升的效果。

目前在海外上市的研究領域，對發行 ADR 與公司治理關係的探討，多以全球發行 ADR 企業為對象，以股票溢價、資金成本及籌資規模作為代理變數進行分析，較少針對新興國家發行 ADR 企業董事會、管理階層等公司治理變數探討。本研究以上市家數及籌資規模迅速成長的新興經濟體—中國為樣本進行全面性的分析。除了在空間上，比較發行 ADR 與非 ADR 之企業特性，更深入了解 ADR 不同類別間的選擇動機，並且在時間上，針對上市前後進行變數的動態分析。

研究限制以及未來延伸方面，本文樣本資料主要來 SEC Form20-K 以及企業公告之年報，故部份樣本資料年度受限於公司網站資訊不足。另外，在 2008 年 L1 樣本資料快速增加，可能必須考慮資料結構性變化的限制。

企業赴美上市的方式眾多，除了發行 ADR 外，反向收購 (Reverse Mergers)、公開發行 (IPO) 也是前往美國市場的管道，尤其在最近的媒體報導中，許多為規避海外上市嚴格法規及成本，而借殼上市的中國企業，因舞弊案遭起訴而使得股價重挫，其公司治理的良窳與選擇的上市管道，未來將可進行更全面的比較整理。

本文使用了過去探討公司治理文獻中最常使用的公司治理變數 (董事會結構、管理階層結構及股權結構)，這些變數為歸納全球公司治理範疇，最常使用的變數種類。但針對中國大陸公司治理的特殊性，未來可以再加入更多具有特殊意義的公司治理變數作探討，例如即便經過股權分置的改革，中國現有的股權結構仍可區分為流通股以及非流通股，其中流通股又可分為境內外機構及自然人持股，非流通股則為國家持有。不同股權型態發行 ADR 的動機及其公司治理的變化，將是後續研究可以繼續深入探討的部分。

表 1、ADR 類型及其相關規範

	(非)參與型	參與型		
	L1	L2	L3	144A
SEC 註冊	F-6	F-6	F-6 及 F-1	無須註冊
SEC 定期報告	依據 12g3-2(b)，豁免無須提報 20-F	20-F	20-F	依據 Rule144，豁免無須提報 20-F
交易標的	既有之流通股票	既有之流通股票	既有之流通股票及發行新股	既有之流通股票並針對機構投資人交易
交易地點	OTC.OTCX	NYSE.NASDAQ.AMEX	NYSE.NASDAQ.AMEX	PORTAL
可否於公開市場交易	是	是	是	是
可否於交易市場籌資	否	否	是，透過公開發行	是，QIB 機構投資人
資訊揭露	本國公開申報揭露事項提報 SEC 即可	每年申報財務報表且須符合 GAAP	每年申報財務報表且須符合 GAAP	無規範
會計原則	母國會計原則	部分符合 US GAAP	完全符合 US GAAP	母國會計原則
沙賓法案規範	否	是	是	否
申請期間	10 週	10 週	14 週	16 天
上市費用	低	高	高	低
規模及獲利下限	無	有	有	無

表 2、1993 年～2009 年中國地區發行美國存託憑證公司數（按類別區分）

年度	ADR 類型				合計	百分比(%)
	Rule 144A	Level I	Level II	Level III		
1993	1	1		1	3	2.44
1994	2	2		1	5	3.05
1995		3			3	1.83
1996		3		1	4	2.44
1997				5	3	1.83
1998				1	1	0.61
2000				4	5	2.44
2001		1		1	2	1.22
2002		5		1	6	3.66
2003		2		1	3	1.83
2004		1		9	10	6.1
2005		1	1	8	10	5.49
2006		3		5	8	4.88
2007		1		21	22	16.46
2008		36		4	40	24.39
2009		29		7	36	21.34
合計	3	88	1	69	161	100.0

表 3、截至 2009 年中國地區發行美國存託憑證公司產業類別（按類別區分）

產業類別	GICS 碼	ADR 類型			合計	百分比(%)	
		Rule 144A	Level I	Level II			Level III
能源	1010		6		3	9	5.59
原材料	1510	2	15		5	22	13.66
資本品	2010	1	19		2	22	13.66
商業服務與商業用品	2020		4		10	14	8.70
運輸	2030		6		3	9	5.59
汽車與汽車零部件	2510		2			2	1.24
耐用消費品與服裝	2520		1		3	4	2.48
消費者服務	2530		3		2	5	3.11
媒體	2540				1	1	0.62
零售業	2550		13			13	8.07
食品與主要用品零售	3010		4			4	2.48
食品、飲料與煙草	3020		2			2	1.24
醫療保健設備與服務	3510		4		9	13	8.07
軟體與服務	4510		2		11	13	8.07
技術硬體與設備	4520		4	1	16	21	13.04
電信業務	5010		3		4	7	4.35
合計		3	88	1	69	161	100.00

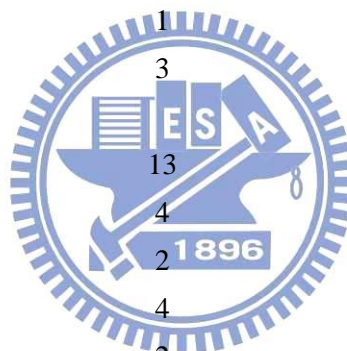


表 4、樣本資料篩選流程

	L2	L3	L1	Rule144A	合計
原始資料 (公司數)	3	82	110	6	201
去除金融保險業 (公司數)	2	4	19	1	26
無法取得資料 (公司數)	0	9	3	2	14
可取得資料的 (公司數)	1	69	88	3	161
可取得資料 (樣本數)	5	299	246	17	567
配對公司 (公司數)	1	69	88	3	161
配對公司 (樣本數)	5	299	246	17	567

表 4.1、依假說預測變數方向彙總

變數		預期方向		
		ADR	L1	L3
公司特徵				
舉債程度	D/E	+	-	+
成長性	AssetG	+	-	+
公司治理				
獨立董事比率	Indepence	+	-	+
董事長兼任總經理	CEOduality	+	-	+
委員會設置	Audit_com committee	+	-	+
前十大股東持股	TOP10	-	+	-
內部人持股	Insider own	-	-	+

表 5、變數定義

變數	代號	定義
控制變數		
股東權益報酬率	ROE	營業淨利/普通股權益帳面價值
資產報酬率	ROA	營業淨利/資產帳面價值
資產規模	Ln Asset	資產帳面價值總額取自然對數
公司特徵變數		
負債資產比	D/A	負債帳面價值/資產帳面價值
負債權益比	D/E	負債帳面價值/股東權益帳面價值
托賓 Q	Tobin's Q	(總資產帳面價值－股東權益帳面價值＋股東權益市場價值)/總資產帳面價值
市值淨值比率	MB	股東權益市場價值 / 股東權益帳面價值
銷貨成長率	Sale G	該年度銷貨收入較前一年度成長額/前一年度銷貨收入
資產成長率	Asset G	該年度資產總額較前一年度成長額/前一年度資產總額
公司治理變數		
董事會規模	BOD size	董事會中的總人數
獨立董事人數	No indep	董事會中獨立董事人數
獨立董事比率	Indep	外部獨立董事/董事會人數
審計及薪酬委員會	Committee	虛擬變數，1 代表公司設有審計及薪酬委員會，0 代表公司無審計或薪酬委員會
董事長兼任總經理	CEO Duality	虛擬變數，1 代表董事長兼任總經理，0 代表董事長與總理由不同人擔任
總經理任期	CEO Tenure	
總經理持股	CEO Own	指經理人持股數佔流通在外之股數的百分比
第一大股東持股	Top1	第一大股東持股佔流通在外股數的百分比
前十大股東持股	Top10	前十大股東持股合計佔流通在外之股數的百分比
股權集中度	Own Concen	前十大股東持股之平方和
內部人持股	Insider own	董事、監察人、經理人(具有決策權的高階主管)持股數佔流通在外之股數百分比

表 6、1993~2009 年中國地區發行 ADR 公司變數之敘述統計

變數	樣本數	平均數	標準差	最小值	最大值
公司特徵變數					
ROE	529	0.11	0.24	-1.72	3.54
ROA	525	0.07	0.12	-0.92	0.73
D/A	498	0.31	0.30	0.00	3.39
D/E	498	0.77	3.14	-6.58	56.84
Tobin's Q	471	1.36	1.59	-0.06	13.35
MB	462	2.58	4.98	-1.65	65.45
SalesG	480	0.33	0.76	-0.97	7.68
AssetG	480	0.41	1.18	-0.52	12.83
Age	567	3.94	4.31	-0.16	17.00
LnAsset	524	13.12	2.46	4.21	19.17
LnSales	522	12.34	2.61	3.04	19.21
公司治理變數					
BOD Size	549	8.49	2.74	4.00	15.00
No of Indep	549	3.68	1.10	0.00	8.00
Indep Director	549	0.46	0.16	0.00	1.00
Committee	546	0.95	0.23	0.00	1.00
CEO Duality	537	0.56	0.57	0.00	3.00
CEO Tenure	506	5.32	4.09	1.00	26.00
CEO Own	534	0.11	0.18	0.00	0.75
Top 1	535	0.40	0.21	0.02	0.90
Top 10	535	0.61	0.25	0.03	1.00
Own Concen	535	0.24	0.18	0.00	0.81
Insider Own	445	0.21	0.23	0.00	0.82

表 7、發行 ADR 與本土非 ADR 公司配對樣本檢定

變數/類別	ADR		非 ADR		平均值差	T 值	p-value	
	變數名稱	樣本數	平均值	樣本數				
公司特徵變數								
ROE	529	0.11	558	0.06	0.06	-3.23	0.00	***
ROA	525	0.07	559	0.00	0.07	-6.16	0.00	***
D/A	498	0.31	566	1.05	-0.74	4.02	0.00	***
D/E	498	0.77	563	1.21	-0.44	2.49	0.01	***
Tobin's Q	471	1.36	467	1.77	-0.41	1.64	0.01	***
MB	462	2.58	550	3.73	-1.15	3.23	0.00	***
SalesG	480	0.33	551	0.40	-0.07	0.41	0.66	
AssetG	480	0.41	559	0.18	0.23	-3.67	0.00	***
Ln Assets	524	13.12	566	12.58	0.54	-4.02	0.00	***
Ln Sales	522	12.34	537	11.65	0.69	-4.08	0.00	***
公司治理變數								
BOD Size	549	8.49	566	9.79	-1.30	8.26	0.00	***
No of Indep	549	3.68	566	3.60	0.08	-1.29	0.90	
Indep Director	549	0.46	566	0.37	0.09	-12.24	0.00	***
Committee	546	0.95	566	0.81	0.14	-7.16	0.00	***
CEO Duality	537	0.56	566	0.26	0.30	-9.72	0.00	***
CEO Tenure	534	0.11	566	0.00	0.11	-14.14	0.00	***
CEO Own	535	0.40	563	0.36	0.04	-3.21	0.00	***
Insider Own	445	0.21	561	0.01	0.19	-17.86	0.00	***
Top 1	535	0.61	563	0.55	0.05	-4.20	0.00	***
Top 10	535	0.24	563	0.17	0.07	-7.23	0.00	***
Own Concen	445	0.21	561	0.01	0.19	-17.86	0.00	***

說明：

1. T 值：以配對樣本 T 檢定法進行平均數檢定。

2. ***,** 分別表示在顯著水準為 0.1、0.05、0.01 時，配對樣本之平均數檢定為顯著。

表 8、發行 ADR 與本土非 ADR 公司配對樣本檢定 (按類別區分)

變數/類別		L1		L3		T-test	P-value	
變數名稱	樣本數	平均數	樣本數	平均數	平均值差			
(1) L1 及 L3 ADR								
公司特徵變數								
ROE	258	0.10	271	0.12	-0.03	-1.19	0.12	
ROA	258	0.08	267	0.06	0.01	1.46	0.07	*
D/A	231	0.31	267	0.32	-0.01	-0.23	0.41	
D/E	231	0.44	267	1.05	-0.61	-2.17	0.02	**
Tobin's Q	254	0.87	217	1.92	-1.05	-7.57	0.00	***
MB	258	2.33	204	2.89	-0.56	-1.20	0.11	
SalesG	258	0.25	222	0.42	-0.17	-2.42	0.01	***
AssetG	258	0.21	222	0.64	-0.43	-4.01	0.00	***
Ln Assets	258	12.90	266	13.34	-0.44	-2.05	0.02	**
Ln Sales	256	12.09	266	12.58	-0.49	-2.16	0.02	**
公司治理變數								
BOD Size	249	8.61	300	8.39	0.22	0.92	0.18	
No of Indep	249	3.73	300	3.64	0.09	0.96	0.17	
Indep	249	0.46	300	0.46	0.00	0.27	0.39	
Director	249	0.46	300	0.46	0.00	0.27	0.39	
Committee	248	0.88	298	1.00	-0.11	-5.98	0.00	***
CEO Duality	239	0.46	298	0.64	-0.17	-3.53	0.00	***
CEO Own	241	0.06	293	0.15	-0.09	-6.12	0.00	***
Insider Own	214	0.11	231	0.30	-0.19	-9.22	0.00	***
Top 1	249	0.48	286	0.33	0.15	9.18	0.00	***
Top 10	249	0.71	286	0.52	0.19	9.51	0.00	***
Own Concen	249	0.30	286	0.19	0.12	7.99	0.00	***

表 8 (續) 發行 ADR 與本土非 ADR 公司配對樣本檢定 (按類別區分)

變數/類別	L1		L1Match		平均值差	T-test	P-value	
變數名稱	樣本數	平均數	樣本數	平均數				
(2) L1 及配對樣本								
公司特徵變數								
ROE	258	0.10	259	0.03	0.07	-2.43	0.01	***
ROA	258	0.08	259	0.01	0.07	-8.02	0.00	***
D/A	231	0.31	263	0.79	-0.48	4.41	0.00	***
D/E	231	0.44	261	1.32	-0.88	4.65	0.00	***
Tobin's Q	254	0.87	213	1.85	-0.98	10.50	0.00	***
MB	258	2.33	253	4.33	-2.00	3.64	0.00	***
SalesG	258	0.25	257	0.30	-0.04	0.65	0.26	
AssetG	258	0.21	261	0.20	0.01	-0.15	0.04	**
Ln Assets	258	12.90	263	12.51	0.39	-2.09	0.02	**
Ln Sales	256	12.09	240	11.59	0.50	-2.06	0.02	**
公司治理變數								
BOD Size	249	8.61	263	9.66	-1.06	4.82	0.00	***
No of Indep	249	3.73	263	3.53	0.20	-2.30	0.01	**
Indep	249	0.46	263	0.37	0.09	-8.46	0.00	***
Director	248	0.88	263	0.79	0.10	-2.93	0.00	***
Committee	239	0.46	263	0.27	0.19	-3.85	0.00	***
CEO Duality	241	0.06	263	0.00	0.06	-6.29	0.00	***
CEO Own	214	0.11	263	0.00	0.11	-7.81	0.00	***
Insider Own	249	0.48	263	0.36	0.12	-8.52	0.00	***
Top 1	249	0.71	263	0.55	0.16	-10.48	0.00	***
Top 10	249	0.30	263	0.16	0.15	-12.01	0.00	***
Own Concen	249	0.30	263	0.16	0.15	-12.01	0.00	***

表 8 (續) 發行 ADR 與本土非 ADR 公司配對樣本檢定 (按類別區分)

變數名稱	L3		L3Match		平均值差	T-test	P-value	
	樣本數	平均數	樣本數	平均數				
(3) L3 及配對樣本								
公司特徵變數								
ROE	271	0.12	299	0.07	0.05	-2.20	0.01	**
ROA	267	0.06	300	-0.02	0.08	-3.64	0.00	***
D/A	267	0.32	303	1.27	-0.96	2.90	0.00	***
D/E	267	1.05	302	1.11	-0.06	0.20	0.42	
Tobin's Q	217	1.92	254	1.70	0.22	-0.46	0.32	
MB	204	2.89	297	3.21	-0.32	0.71	0.24	
SalesG	222	0.42	294	0.49	-0.07	0.20	0.42	
AssetG	222	0.64	298	0.16	0.48	-4.48	0.00	***
Ln Assets	266	13.34	303	12.65	0.69	-3.62	0.00	***
Ln Sales	266	12.58	297	11.69	0.89	-3.73	0.00	***
公司治理變數								
BOD Size	300	8.39	303	9.90	-1.51	6.74	0.00	***
No of Indep	300	3.64	303	3.66	-0.02	0.22	0.41	
Indep	300	0.46	303	0.37	0.08	-8.83	0.00	***
Director	298	1.00	303	0.82	0.17	-7.79	0.00	***
Committee	298	0.64	303	0.25	0.38	-10.24	0.00	***
CEO Duality	293	0.15	303	0.00	0.15	-13.35	0.00	***
CEO Own	231	0.30	231	0.30	0.00	-18.64	0.00	***
Insider Own	286	0.33	300	0.37	-0.04	2.46	0.01	***
Top 10	286	0.52	300	0.56	-0.04	2.09	0.02	**
Own Concen	231	0.30	298	0.02	0.27	-18.64	0.00	***

說明：

1. T 值：以配對樣本 T 檢定法進行平均數檢定。
2. **、*** 分別表示在顯著水準為 0.1、0.05、0.01 時，配對樣本之平均數檢定為顯著。

表 9、影響中國發行 ADR 選擇因素檢定－ ADR 及本土非 ADR 配對公司（Logit 迴歸）

該表為實證模型 $Y=F(\text{公司特徵、公司治理、控制變數})$ 之 Logit 迴歸結果，其中 Y 為二元類別變數，發行 ADR 公司 $Y=1$ ；非 ADR 之本土公司 $Y=0$

變數 / 模型	1		2		3		4		5		6		7		8	
公司特徵	係數		係數		係數		係數		係數		係數		係數		係數	
LnAsset	0.091	***	0.100	**	0.106	***	0.190	***	0.064		0.026		0.141	***	0.176	***
D/E	-0.139	***	-0.093	**	-0.075	**	-0.071	*	-0.091	**	-0.088	**	-0.509	***	-0.073	*
ROA	3.915	***	3.963	***	4.107	***	3.536	***	3.609	***	3.202	***	6.548	***	3.547	***
AssetG	0.196	**	0.171	*	0.181	**	0.022		0.144	*	0.163	*	0.009		0.084	
公司治理																
Indep Director			8.834	***	8.427	***	9.359	***	9.070	***	9.152	***	10.905	***	8.750	***
Committee			1.249	***	1.686	***	1.101	***	1.280	***	1.232	***	1.295	***	1.007	***
CEO Duality					1.520	***										
CEO Own							38.256	***								
CEO Duality*CEO Own															42.333	***
Top 10									1.802	***						
Own Concen											3.556	***				
Insider Own													35.598	***		
Insider Own^2													-41.523	***		
控制變數																
Year dummy	是		是		是		是		是		是		是		是	
Industry dummy	是		是		是		是		是		是		是		是	
樣本數	1000		983		973		971		970		970		906		961	
常數項	-2.589		-7.472		-8.510		-10.079		-8.048		-7.126		-11.876		-9.677	
Pseudo R 平方	0.073		0.215		0.277				0.230		0.245		0.540		0.353	

說明：***、**、* 分別表示在顯著水準為 0.1、0.05、0.01 時，配對樣本之平均數檢定為顯著。

表 10、影響中國發行 ADR 類別選擇因素檢定－ L1 及 L3ADR (Logit 迴歸)

該表為實證模型 $Y=F(\text{公司特徵、公司治理、控制變數})$ 之 Logit 迴歸結果，其中 Y 為二元類別變數，發行 L3ADR 公司 $Y=1$ ；L1ADR 公司 $Y=0$

變數 / 模型	1	2	3	4	5	6	7	8
公司特徵	係數	係數	係數	係數	係數	係數	係數	係數
Ln Asset	0.0834	0.0819	0.0915	0.1195 *	0.1304 **	0.1861 ***	-0.0351	0.1273 *
D/E	0.5688 ***	0.4772 **	0.4614 **	0.4684 **	0.4364 **	0.4250 *	1.1795 ***	0.4457 **
ROA	-2.7295 **	-2.7828 **	-2.5978 **	-3.3731 ***	-2.7148 **	-2.0680 *	-3.9300 **	-3.0881 **
Asset G	0.6442 ***	0.6189 **	0.6250 **	0.5870 **	0.5950 **	0.5819 *	0.5025 *	0.5863 **
公司治理							***	
Indep Director Committee		-3.4238 ***	-3.2712 ***	-3.7911 ***	-3.2136 ***	-3.7362 ***	-1.5458	-3.7839 ***
CEO Duality			0.1204 *					
CEO Own				3.2490 ***				
CEO Duality*CEO Own								2.9664 ***
Top 10					-3.3548 ***			
Own Concen						-5.5645 ***		
Insider Own							15.1472 ***	
Insider Own^2							-17.3051 ***	
控制變數								
Year dummy	是	是	是	是	是	是	是	是
Industry dummy	是	是	是	是	是	是	是	是
樣本數	436	423	411	408	411	411	332	398
常數項	12.8286	14.0965	13.7812	15.1393	14.9067	14.1741	11.5898	13.3451
Pseudo R 平方	0.3863	0.4273	0.4174	0.4449	0.4582	0.4715	0.5601	0.4312

說明：*、**、*** 分別表示在顯著水準為 0.1、0.05、0.01 時，配對樣本之平均數檢定為顯著。

附表 1 迴歸模型變數間相關係數 (ADR 與本土配對公司)

	Lnasset	D/E	ROA	AssetG	Indep	Committee	CEO Duality	CEO Own	Top10	Own concen	Insider Own	Insider Own^2
ADR 及本土配對公司												
Lnasset	1											
D/E	0.1687 *	1										
ROA	0.1891 *	0.0359	1									
AssetG	0.0516	-0.0118	0.1182 *	1								
Indep	0.0142	-0.0322	0.0197	0.0268	1							
Committee	0.1975 *	0.0332	0.1334 *	0.0752 *	0.131 *	1						
CEO Duality	-0.0927 *	-0.0584	0.0379	0.0144	0.1118 *	-0.0389	1					
CEO Own	-0.0089	-0.0512	0.1055 *	0.1204 *	0.1617 *	0.1450 *	0.3505 *	1				
Top10	0.2355 *	0.063 *	0.1006 *	0.0044	-0.0573	-0.0686 *	-0.0985 *	-0.1564 *	1			
Own concen	0.3326 *	0.0431	0.173 *	-0.0108	-0.052	0.0133	-0.0659 *	-0.0736 *	0.7701 *	1		
Insider Own	-0.0235	-0.0855 *	0.1186 *	0.1381 *	0.1423 *	0.1694 *	0.2954 *	0.7997 *	-0.1605 *	-0.0948 *	1	
Insider^2	-0.0078	-0.0634	0.1099 *	0.1063	0.074 *	0.1166 *	0.2254 *	0.719 *	-0.0982 *	-0.0314	0.9473 *	1

說明：此為表 9 Logistic 迴歸使用到的解釋變數間相關係數。

附表 1 (續) 迴歸模型變數間相關係數 (L1 與 L3)

	Ln Asset	D/E	ROA	AssetG	Indep	Committe	CEO Duality	CEO Own	Top10	Own concen	Insider Own	Insider Own^2
ADR 及本土配對公司												
Ln Asset	1											
D/E	0.1400 *	1										
ROA	0.0094	-0.0429	1									
AssetG	-0.0100	-0.0254	0.1056 *	1								
Indep	-0.0151	-0.0028	-0.1248 *	-0.0239	1							
Committee	0.2061 *	0.0307	0.0173	0.0588	0.0749	1						
CEO Duality	-0.0945 *	-0.0755	-0.0789	-0.0014	-0.0122	-0.2042	1					
CEO Own	-0.0981 *	-0.032	0.0901 *	0.1037 *	0.0339	0.1455 *	0.3448 *	1				
Top10	0.1528 *	0.1044 *	0.0810	-0.1081 *	-0.1252 *	-0.1534 *	-0.1515 *	-0.2763 *	1			
Own concen	0.2412 *	0.0864	0.1686 *	-0.1311 *	-0.2026 *	-0.1272 *	-0.1238 *	-0.2235 *	0.7967 *	1		
Insider Own	-0.0702	0.0385	0.0542	0.1210 *	-0.0814 *	0.2015 *	0.2462 *	0.7831 *	-0.3181 *	-0.2653 *	1	
Insider Own^2	-0.0237	0.0451	0.0862	0.0968	-0.1043	0.1514 *	0.1751 *	0.7261 *	-0.1920 *	-0.1084 *	0.9484 *	1

說明：此為表 10 Logistic 迴歸使用到的解釋變數間相關係數。

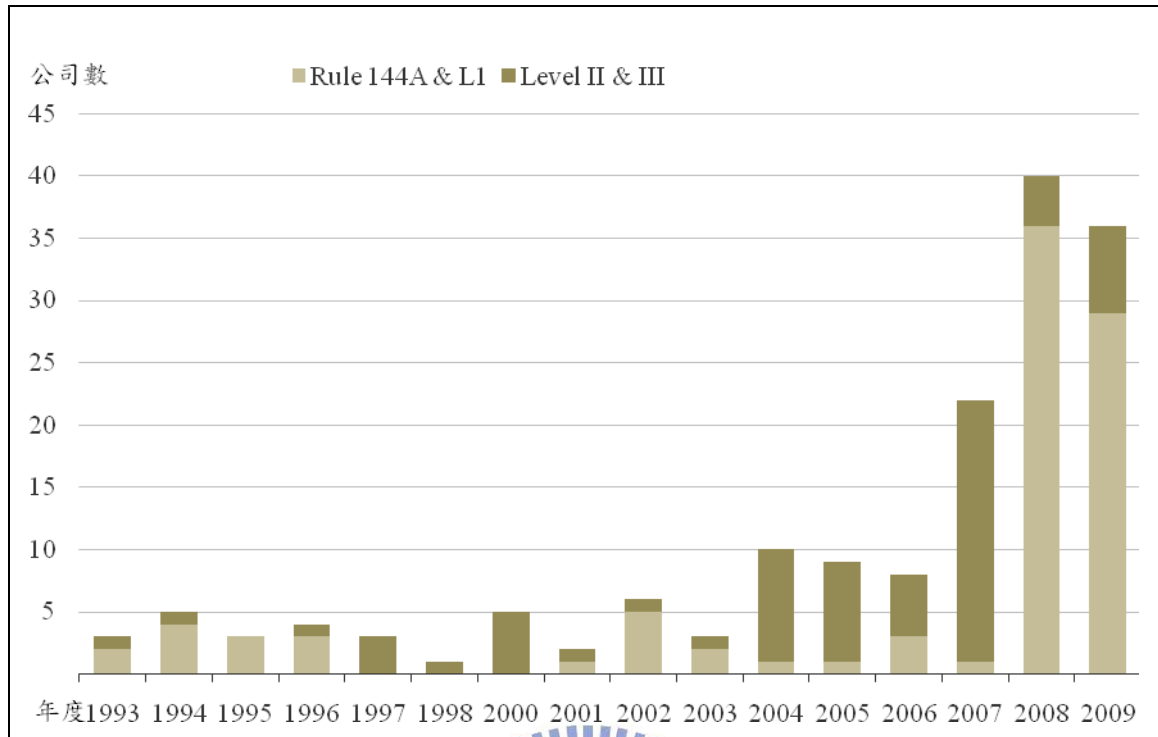


圖 2、1993 年～2009 年中國地區發行美國存託憑證公司數（按類別區分）



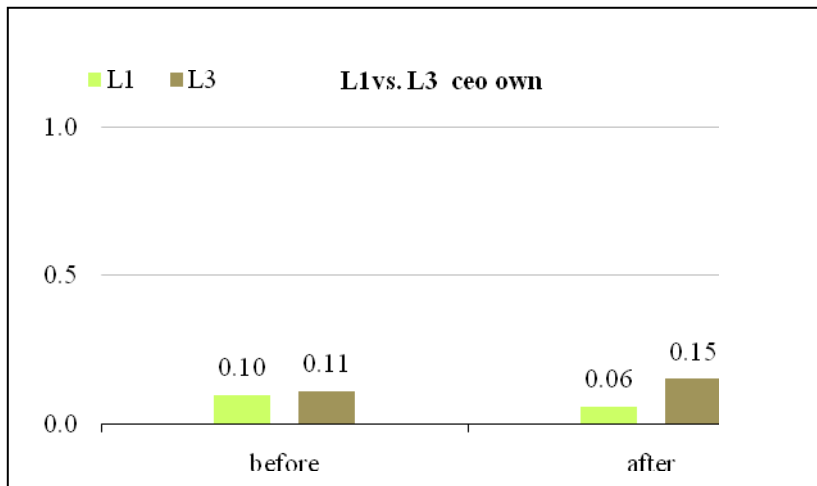


圖 3、L1.L3 發行前後總經理平均持股比率變化

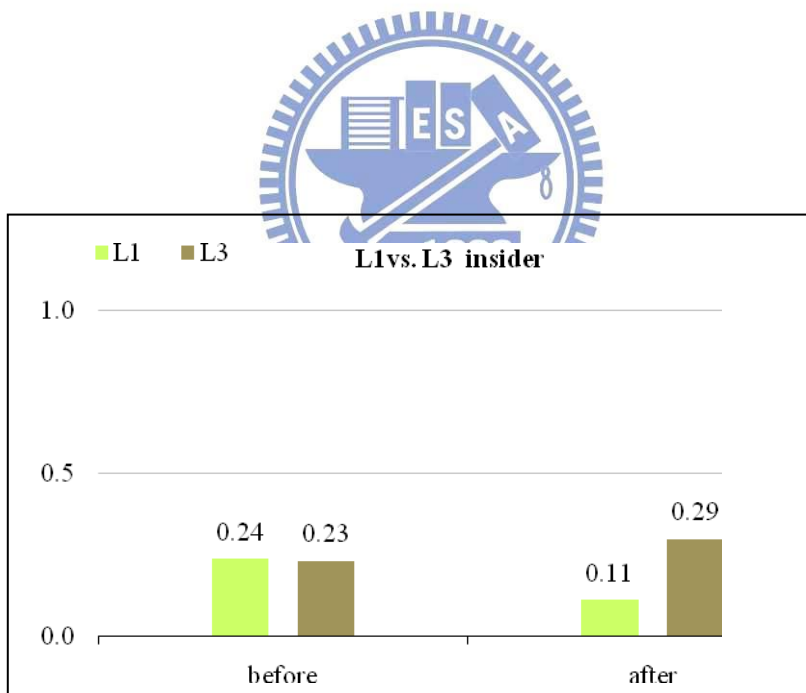


圖 4、L1.L3 發行前後內部人平均持股比率變化

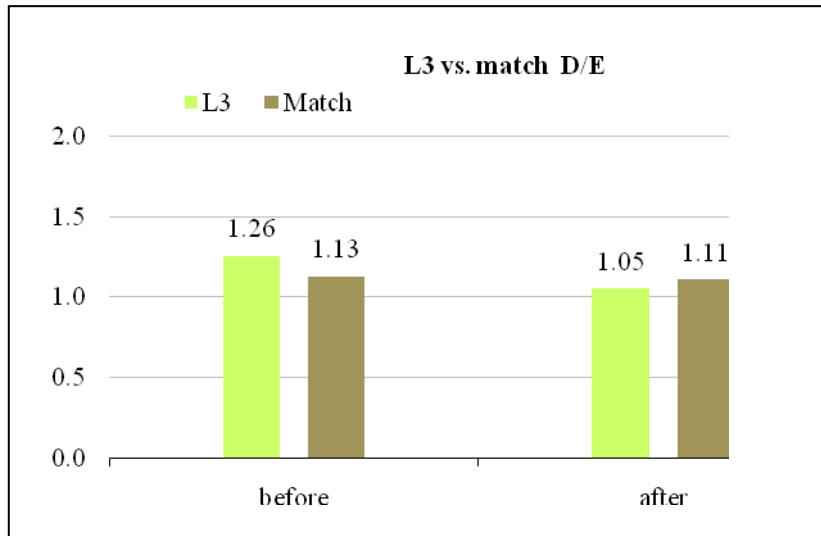


圖 5、L3 及非 ADR 配對公司平均舉債程度變化

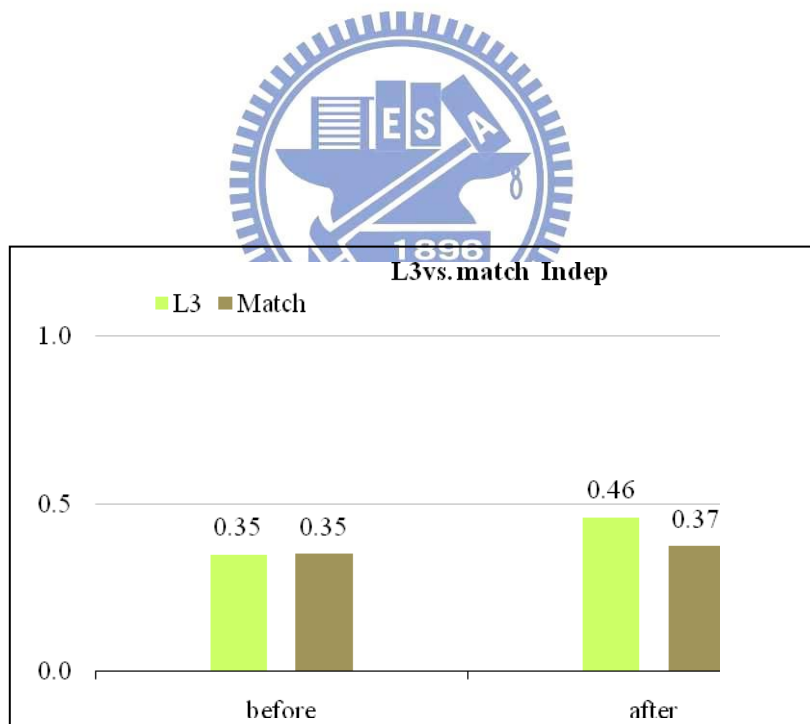


圖 6、L3 及非 ADR 配對公司平均獨立董事比率變化

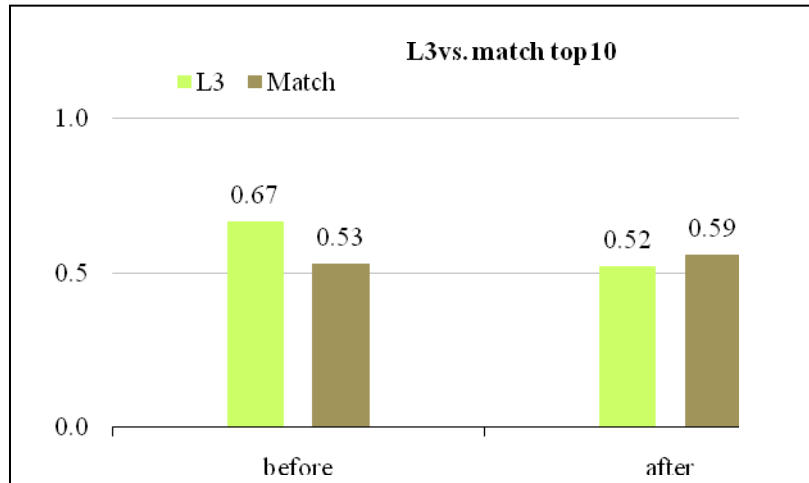
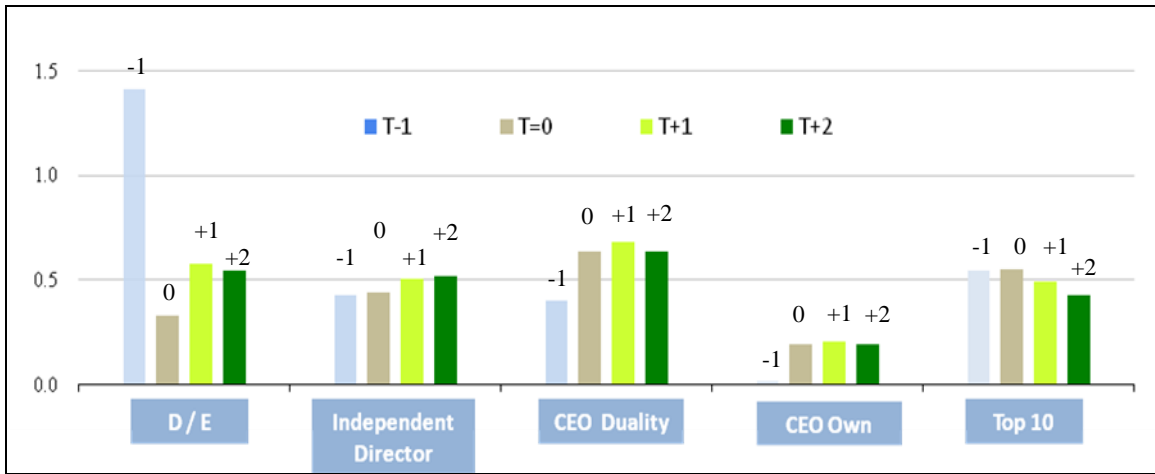


圖 7、L3 及非 ADR 配對公司平均前十大股東持股比變化





變數/期間	T-1	T=0	T+1	T+2	(-1,0)	(-1,1)	(-1,2)	(0,1)	(0,2)	(1,2)
D/E	1.41	0.33	0.57	0.55	**	**	**	**		
indep	0.43	0.44	0.51	0.52		*	*	**	**	
ceo_chair	0.40	0.64	0.68	0.64						
ceo_own	0.02	0.19	0.20	0.19	**	**	**			
top10	0.54	0.55	0.49	0.43					**	

圖 8、L3ADR 各變數期間變化

說明：

1. T=0 為發行 ADR 當年度，T-1、T+1、T+2 分別代表發行前一年、後一年及後兩年。
2. **、*、*** 分別表示在顯著水準為 0.1、0.05、0.01 時，配對樣本

參考文獻

1. Allen, J. W., & Phillips, G. M. (2000). "Corporate Equity Ownership, Strategic Alliances, and Product Market Relationships." *The Journal of Finance*, 55(6), 2791-2815.
2. Ayyagari, M., & Doidge, C. (2010). "Does cross-listing facilitate changes in corporate ownership and control?" [doi: DOI: 10.1016/j.jbankfin.2009.07.012]. *Journal of Banking & Finance*, 34(1), 208-223.
3. Baker, H. K., Nofsinger, J. R., & Weaver, D. G. (2002). "International cross-listing and visibility." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37(03), 495-521.
4. Benos, E., & Weisbach, M. S. (2004). "Private benefits and cross-listings in the United States." [doi: DOI: 10.1016/j.ememar.2004.01.002]. *Emerging Markets Review*, 5(2), 217-240.
5. Boubakri, N., Cosset, J.-C., & Samet, A. (2010). "The choice of ADRs", *Journal of Banking & Finance* (Vol. 34, pp. 2077-2095).
6. Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. (1997). "Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the Board." [doi: DOI: 10.1016/S0929-1199(96)00013-2]. *Journal of Corporate Finance*, 3(3), 189-220.
7. Burns, N., Francis, B. B., & Hasan, I. (2007). "Cross-listing and legal bonding: Evidence from mergers and acquisitions." [doi: DOI: 10.1016/j.jbankfin.2006.10.001]. *Journal of Banking & Finance*, 31(4), 1003-1031.
8. Chen, G., Firth, M., Gao, D. N., & Rui, O. M. (2006). "Ownership structure, corporate governance, and fraud: Evidence from China." [doi: DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2005.09.002]. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 424-448.
9. Chhaochharia, V., & Grinstein, Y. (2007). "The Changing Structure of US Corporate Boards: 1997-2003." *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1215-1223.
10. Coffee Jr, J. C. (1999). "The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications."
11. Doidge, C., Karolyi, G., & Stulz, R. M. (2009). "Has New York become less competitive than London in global markets? Evaluating foreign listing choices over time. [doi: DOI: 10.1016/j.jfineco.2008.02.010]. *Journal of Financial Economics*, 91(3), 253-277.
12. Doidge, C., Karolyi, G. A., Lins, K. V., Miller, D. P., & Stulz, R. M. (2009). "Private benefits of control, ownership, and the cross listing decision." *The Journal of Finance*, 64(1), 425-466.
13. Doidge, C., Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2004). "Why are foreign firms listed in the U.S. worth more?" [doi: DOI: 10.1016/S0304-405X(03)00183-1]. *Journal of Financial Economics*, 71(2), 205-238.
14. Fama, E. F. (1980). "Agency Problems and the Theory of the Firm." *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
15. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). "Separation of ownership and control." *Journal of law and economics*, 301-325.
16. 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." *The Journal of Finance*, 54(3), 981-1013.
17. Gillan, S. L. (2006). "Recent Developments in Corporate Governance: An Overview." [doi: DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2005.11.002]. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 381-402.
18. Henderson, B. J., Jegadeesh, N., & Weisbach, M. S. (2006). "World markets for raising new

- capital. " [doi: DOI: 10.1016/j.jfineco.2005.08.004]. *Journal of Financial Economics*, 82(1), 63-101.
19. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure." [doi: DOI: 10.1016/0304-405X(76)90026-X]. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
 20. Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). "The market for corporate control : The scientific evidence." [doi: DOI: 10.1016/0304-405X(83)90004-1]. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50.
 21. Karolyi, G. A. (2006). " The world of cross-listings and cross-listings of the world: Challenging conventional wisdom." *Review of Finance*, 10(1), 99.
 22. Kassinis, G., & Vafeas, N. (2002). "Corporate boards and outside stakeholders as determinants of environmental litigation." *Strategic Management Journal*, 23(5), 399-415.
 23. Klein, A. (1998). "Firm performance and board committee structure." *Journal of law and economics*, 41(1), 275-304.
 24. Klein, A. (2002). "Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. " [doi: DOI: 10.1016/S0165-4101(02)00059-9]. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375-400.
 25. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). "Corporate ownership around the world." *Journal of finance*, 54(2), 471-517.
 26. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). "Law and finance." *Journal of political Economy*, 106(6), 1113-1155.
 27. Lang, M., Smith Raedy, J., & Wilson, W. (2006). "Earnings management and cross listing: Are reconciled earnings comparable to US earnings? " [doi: DOI: 10.1016/j.jaccco.2006.04.005]. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 255-283.
 28. 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.
 29. Licht, A. N. (2003). "Cross-listing and corporate governance: Bonding or avoiding? " *Chicago Journal of International Law*, 4.
 30. Lins, K. V., Strickland, D., & Zenner, M. (2005). "Do non-US firms issue equity on US stock exchanges to relax capital constraints? " *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(01), 109-133.
 31. Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). "A modest proposal for improved corporate governance. " *Business Lawyer*, 48, 59-59.
 32. Merton, R. C. (1987). "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete" Information. *The Journal of Finance*, 42(3), 483-510.
 33. Miller, D. P. (1999). "The market reaction to international cross-listings:: evidence from Depositary Receipts. " [doi: DOI: 10.1016/S0304-405X(98)00045-2]. *Journal of Financial Economics*, 51(1), 103-123.
 34. Mittoo, U. R. (1992). "Managerial Perceptions of the Net Benefits of Foreign Listing: Canadian Evidence." *Journal of International Financial Management & Accounting*, 4(1), 40-62.
 35. Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. "Management ownership and market valuation: An empirical analysis." [doi: DOI: 10.1016/0304-405X(88)90048-7]. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
 36. Pagano, M., Röell, A. A., & Zechner, J. (2002). " The Geography of Equity Listing: Why Do

- Companies List Abroad? " *The Journal of Finance*, 57(6), 2651-2694.
37. Pagano, M., Randl, O., Röell, A. A., & Zechner, J. (2001). "What makes stock exchanges succeed? Evidence from cross-listing decisions. " [doi: DOI: 10.1016/S0014-2921(01)00132-5]. *European Economic Review*, 45(4-6), 770-782.
 38. Reese, W. A., & Weisbach, M. S. (2002). "Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings. " [doi: DOI: 10.1016/S0304-405X(02)00151-4]. *Journal of Financial Economics*, 66(1), 65-104.
 39. Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1990). "Outside directors, board independence, and shareholder wealth. " [doi: DOI: 10.1016/0304-405X(90)90002-H]. *Journal of Financial Economics*, 26(2), 175-191.
 40. Sami, H., & Zhou, H. (2008). "The Economic Consequences of Increased Disclosure: Evidence from Cross-Listings of Chinese Firms. " *Journal of International Financial Management & Accounting*, 19(1), 1-27.
 41. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). "Large shareholders and corporate control. " *The Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
 42. Stulz, R. M. (1999). "GOLBALIZATION, CORPORATE FINANCE, AND THE COST OF CAPITAL. " *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(3), 8-25.
 43. Westphal, J. D., & Milton, L. P. (2000). "How experience and network ties affect the influence of demographic minorities on corporate boards. " *Administrative Science Quarterly*, 45(2), 366-398.
 44. Wojcik, D., Clark, G. L., & Bauer, R. (2004). "Corporate governance and cross-listing: evidence from European companies. "
 45. Yeh, Y., & Chiu, S. (1996). "Ownership structure, capital structure, and firm value: a study of agency theory on Taiwan stock market. " *NTU Management Review*, 7(1), 57-90.
 46. Yermack, D. (1996). "Higher market valuation of companies with a small board of directors. " [doi: DOI: 10.1016/0304-405X(95)00844-5]. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.
 47. Zhang, C. X., & King, T.-H. D. (2010). " The decision to list abroad: The case of ADRs and foreign IPOs by Chinese companies. " [doi: DOI: 10.1016/j.mulfin.2010.04.001]. *Journal of Multinational Financial Management*, 20(1), 71-92.