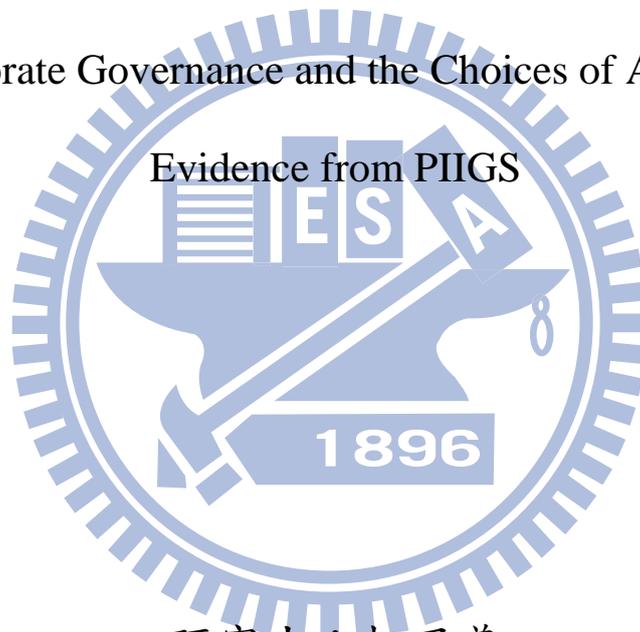


國立交通大學  
財務金融研究所  
碩士論文

公司治理與ADR型態之選擇：以歐豬五國為例

Corporate Governance and the Choices of ADRs :



研究生：柯乃慈

指導教授：潘李賢 謝文良教授

中華民國一百零一年六月

# 公司治理與ADR型態之選擇：以歐豬五國為例

Corporate Governance and the Choices of ADRs :

Evidence from PIIGS

研究生：柯乃慈 Student : Nai-tzu Ko

指導教授：潘李賢 謝文良 教授 Advisor : Lee-Hsien Pan, Wen-Liang Hsieh



June 2012

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國一百零一年六月

# 公司治理與ADR型態之選擇：以歐豬五國為例

學生：柯乃慈

指導教授：潘李賢

國立交通大學財務金融研究所碩士班

## 中文摘要

本文主要以歐豬五國的公司為研究對象，探討 2001 至 2010 年間企業發行 ADR 型態的動機，並將公司治理分為董事會組成、CEO 相關與內部人持股等三個面向來探討公司治理與發行 ADR 型態之間的關連，並驗證發行型態與公司績效表現之間的關係。此外本研究採用事件研究法，討論發行前後、沙賓法案以及歐洲公司治理行動計劃實施後公司治理變數的變化。

實證結果發現，發行非上市型態 ADR 的公司具有獨立董事比例較少、CEO 與董事長職權較不分明、內部人與機構投資人持股比高的特性，顯示公司治理較差的企業會傾向發行非上市型的 ADR。然而公司績效與公司治理表現為非正相關，反而發行非上市型態 ADR 的企業 TobinQ 較高，探究原因其與發行非上市型態的公司在上市之後所得到的利益較高，以及所屬的產業別較有關係。另外根據本研究觀察，大部分歐豬五國的公司偏好發行 L1 型態的 ADR，歸咎其原因可能為拓展海外市場銷售額與增加企業知名度，以及歐豬五國的企業通常為大股東所把持，其不願在上市後股權被稀釋而選擇發行無法籌資的 L1 型態 ADR。

另外根據事件研究法的結果，公司赴海外發行存託憑證後無論何種型態的 ADR Tobin Q 及獨立董事比例皆提升，顯示公司赴海外上市發行 ADR 確實有提升公司治理與公司績效的效果，在法規方面沙賓法案實施後公司績效與公司治理皆上升，而歐洲公司治理行動計劃卻對企業提升公司治理的效果有限，其原因可能為該法案為非強制性，對企業的約束力較小所致。

關鍵字：公司治理、美國存託憑證

## Abstract

This research focuses on companies of European five PIIGS which issued American Depositary Receipts from 2001 to 2010 and examines the motivation behind the issuance. This study divides the corporate governance variables into three categories (board composition, CEO characteristics, insider ownership) and explores the relationship between corporate governance and ADR listing choices. In addition, we also use American SOX act and Action Plan for Modernizing European Company Law and Enhancing Corporate Governance to test the validity of these events on firm performance and listing choices.

The empirical results show that companies which have worse corporate governance tend to issue Level I and R144A ADR; however, we find that these companies have higher Tobin Q. The reason why the firm performance is not positively related to corporate governance is probably because these companies gain higher interest after the issuance, and the industry these companies belong to is also one of the reason contributing to this result. Moreover, we also find that most of the European five PIIGS's companies tend to issue Level I ADR. This is more related to the fact that the investors of European five PIIGS's companies are highly concentrated and large shareholders aren't willing to dilute their shares after the issuance. The motivation of expanding the foreign market and enhance the reputation is probably one of the reason why companies issued L1 ADR.

According to event analysis, firm performance and corporate governance are enhanced after the issuance of ADR, and the effect is the same for American SOX act. However, the result is not valid after the implementation of Action Plan for Modernizing European Company Law and Enhancing Corporate Governance because European companies are not forced to obey this act.

Keywords : Corporate Governance, American Depositary Receipt

## 誌謝

在寫本文的同時也代表學生生涯即將走到了尾聲，對於校園生活總還有些眷戀不捨，研究所兩年感覺一下子就過去了...

一直以來都覺得我是個幸運兒，在學習的路上雖然有些困難挫折，但總是有老師及朋友們幫忙陪伴著我，讓我在學習的路上不孤單。感謝我的指導教授潘李賢老師，總是很有耐心地傳授我寫論文的重點及修正撰寫的內容，並指點我未來職涯發展的方向，在課暇之餘一起分享琴藝的日子也讓人很難忘。另外也謝謝三位評審委員謝文良老師、黃星華老師、林岳喬老師對於本文的指正，使本文有更進一步改善的空間。

感謝同組的夥伴 Peter、琪琪、敬怡及財金所其他好朋友們，很開心能和你們一起寫論文、一起出遊、一起分享日常生活的點滴八卦，讓我的研究所生活充滿了歡笑與活力；謝謝我的室友宜靜、亭育與 ex 室友鏡瀨、美蘭，在寢室裡總是有聊不完的話題，在我偷懶的時候也會逼著我去運動；謝謝鈺琇帶我在新竹趴趴走，讓我認識新竹不少好地方；謝謝奕哲陪我一起念書運動聊天，互相為對方打氣；另外也謝謝鋼琴社與國標社的朋友們，在我寫論文忙的不可開交的時候幫我做了許多事情，讓我在這學期也能兼顧成發表演，留下了許多美好的回憶。

最後要謝謝親愛的 Jeff 在這段時間給我的鼓勵與照顧，在我很忙的時候總是很貼心的陪著我，讓我在忙碌之餘有個溫暖的依靠，另外也謝謝家人給我的支持，讓我有動力持續地完成論文以及其多許多事情，願將論文完成的榮耀與喜悅與最愛的你們分享。

柯乃慈 謹誌

交通大學財金所 民國一百零一年六月

# 目錄

中文摘要.....	i
Abstract.....	ii
誌謝.....	iii
目錄.....	iv
表目錄.....	v
第一章、緒論.....	1
第二章、文獻回顧.....	4
第一節、美國存託憑證(ADR).....	4
第二節、沙賓法案.....	6
第三節、歐洲公司治理.....	7
第四節、研究假說.....	114
第三章、資料說明與研究方法.....	20
第一節、樣本選取.....	20
第二節、資料來源.....	20
第三節、變數說明.....	20
第四節、研究方法.....	22
第四章、實證結果與研究.....	25
第一節、敘述統計.....	25
第二節、羅吉斯迴歸結果.....	27
第三節、事件研究法.....	30
第四節、Chow test 檢定結果.....	32
第五節、企業選擇 ADR 發行型態之動機.....	334
第五章、結論與建議.....	36
參考文獻.....	50

## 表目錄

表 1、ADR 型態介紹 .....	38
表 2、歐豬五國發行 ADR 年份、型態與公司數 .....	39
表 3、歐豬五國發行 ADR 公司產業分佈(至 2010 年) .....	40
表 4、樣本資料篩選流程 .....	41
表 5、變數定義 .....	422
表 6、迴歸模型變數間相關係數(Pearson 檢定) .....	433
表 7、歐豬五國發行 ADR 公司各變數之平均與顯著性 .....	444
表 8、發行 ADR 公司不同型態之變數樣本檢定 .....	455
表 9、預測變數方向 .....	466
表 10、影響歐豬五國發行 ADR 類別之因素檢定- L14 與 L23 ADR.....	477
表 11、歐豬五國發行 ADR 類別與公司績效關聯之檢定- L14 與 L23 ADR.....	488
表 12、ADR 事件研究法檢定- L14 與 L23 ADR.....	499



## 第一章、緒論

1990 年代開始海外籌資風潮盛行，愈來愈多的公司選擇至國外掛牌上市，對企業而言，可透過國外融資來籌措多樣化且較低成本的資金，增加其籌措資金的管道(Karolyi, 1998)，同時也可提高公司在國際上的知名度(Bakera, Nofsingera & Weavera, 2002)。過去有許多學者對於海外籌資的公司做研究，發現公司海外上市後資訊透明度以及分析師涵蓋率提高、整體投資環境改善進而提升公司價值(Lang, Lins & Miller, 2003)，而(Doidge, Karolyi & Stulz, 2004)的研究也顯示，若以 Tobin Q 來衡量公司價值，則在美國上市的海外公司之公司價值較高。

公司海外上市的動機眾多，對急於籌措資金以及籌資法規在國內市場限制多的企業來說，有極大的誘因至國外掛牌上市(Karolyi, 1998)，而公司規模大小亦為影響發行型態選擇的因素之一(Boubakri, 2010)。另外，本國市場公司治理較差的公司，會傾向至美國掛牌上市以增加投資人保護，透過海外較嚴格的規範提升公司治理，進而提高公司價值，此為(Coffee, 2002)所提出的網綁理論(Bonding hypothesis)。

過去的文獻大多探討公司治理與 ADR 海外上市之間的關係，鮮少有研究討論是否公司治理會影響 ADR 發行的型態。本文從 ADR 型態的角度切入，討論公司治理與發行型態之間的關聯性。根據過去的研究，獨立董事比例較高(Westphal & Milton, 2000)、CEO 與董事長職權分明(Jensen & Meckling, 1976)，以及設有設置審計、提名、薪酬委員會的公司，其公司治理較佳(Anderson, 2003)，而內部人以及機構投資人持股對於公司治理的影響有正負面的效果，影響仍未定(Jensen & Ruback, 1983) (Black, 2006)。是否公司治理較佳的企業，會傾向發行特定類型的 ADR，本文在之後會做進一步的探討。

在過去關於公司治理的研究中，大多以歐美的公司為研究對象，本文不同之處

在於以歐豬五國之公司為主要研究對象。歐豬五國 (PIIGS)，是國際債券分析家、學者和國際經濟界媒體對歐洲五個較弱的經濟體的貶稱，這五個國家分別為葡萄牙 (Portugal)、義大利 (Italy)、愛爾蘭 (Ireland)、希臘 (Greece) 和西班牙 (Spain)，取其國家英文字母字首組合成 PIIGS 單字，這五個國家皆有高舉債、高失業、負經濟成長等特徵。此外在公司治理方面，歐洲公司普遍有股權集中度高的現象，其控制股東持有股票比率甚高 (Faccio & Lang, 2002)，且大部份的控制股東為家族所把持，也因此容易有資訊不透明之情況，導致公司治理較差。而 (Boubakri, et al., 2010) 研究全球各國發行不同類別 ADR 的動機，發現股權集中度高的公司，會傾向選擇無法在市場上籌資、發行新股的 L1 ADR，以避免股權稀釋。因此本研究就歐豬五國企業特有的特性做探討，討論是否這些特性會影響其發行 ADR 類型的選擇。

除了討論公司治理與發行型態選擇之間的關聯外，本文亦以事件研究法討論是否法規的實施會對公司治理造成影響。過去的文獻中多以美國於 2002 年頒布的「沙賓法案」(Sarbanes-Oxley) 討論實施後企業公司治理的變化 (Romano, 2004)，然而一國的公司治理會受限於國內法律的規定而有所不同，並發展成具有當地特色的公司治理，這是過去文獻鮮少提及的，因此本文除了用沙賓法案做為影響事件外，亦加入當地的法規做討論，以歐洲議會於 2003 年 3 月所提出的《歐洲公司治理行動計畫》(Action Plan for Modernizing European Company Law and Enhancing Corporate Governance) 做為影響事件。根據 (Collier, 2007) 的研究顯示歐洲公司在安融事件後頒布的許多改革法案有助於公司治理的提升，另外本研究也討論企業發行 ADR 前後對於公司治理變化的影響，驗證是否公司海外上市後會使公司治理提升 (Lins & Miller, 2003)。

此外，本研究亦探討公司治理對公司績效的影響，是否公司治理影響企業發行 ADR 的型態後，進一步會影響公司的績效表現。(Geddes and Vinod, 1998) 的研究指

出公司治理與其績效呈現正相關，通常公司治理表現較佳之企業其財務表現也較好。過去的文獻中有提及企業的公司治理在上市後會提高，進而提升公司的績效表現，然而卻少有文獻從ADR發行型態的角度去分析，而本研究即加入發行型態做驗證。根據本文統計，發行L1 ADR的企業上市後公司治理提升的程度較大，因此是否發行L1ADR的企業其績效表現較佳？此部分在之後會做進一步的討論。

本篇論文架構如下：第一部分為緒論，說明本研究之研究背景與動機、研究目的及研究架構，第二部分為文獻回顧，介紹歐豬五國各國的公司治理及公司治理相關法案，並探究與本研究主題相關之文獻，說明公司治理、美國存託憑證兩者間之關聯性並建立假說，第三部分為變數與研究方法說明，第四部分為實證結果之分析，第五部分則為結論及建議。



## 第二章、文獻回顧

本章回顧過去的文獻資料，探討歐豬五國公司發行 ADR 的選擇動機以及是否公司會因自身不同的特性而選擇發行不同型態的 ADR。本章第一節介紹美國存託憑證 ADR，第二節介紹歐豬五國公司治理與公司治理相關法案，第三節回顧相關文獻，並建立研究假說。

### 第一節、美國存託憑證(ADR)

企業海外投資型態分很多種，企業可透過歐洲債券、現金增資發行普通股、可轉換公司債、全球存託憑證、美國存託憑證等達到海外籌資的目的，而其中又以美國存託憑證(American Depository Receipt, ADR)為最大宗。美國存託憑證是由美國摩根銀行首創的一種金融工具，其目的是為便利美國投資人投資外國具潛力公司的股票。投資各國市場時，會面臨各國不同交易制度、語言、法律及金融實務之差異，使得投資外國有價證券之發展受到阻礙，為克服上述之困難，於是有存託憑證的誕生。存託憑證為國內發行之一種可流通之憑證，其代表了一定數量的外國有價證券，為投資人持有企業股權的受益憑證。國內上市公司將其股票交付予發行公司所屬國內的保管銀行，並委託國外存託機構發行該股票之憑證，再將憑證售予外國投資人並上市交易。持有該憑證和持有該公司普通股的投資人權利義務相同，持有人得要求企業將存託憑證轉換為股票。美國投資人可經由美國存託憑證投資外國有價證券，亦可在美國主要的交易所和店頭市場交易，其交易、股利發放皆由美金支付，而交割、結算、登記也都須遵守美國證券市場的規則。

存託憑證的種類，可分為第一級(Level 1)、第二級(Level 2)、第三級(Level 3)及 Rule 144A 四種類型。根據法律規範之資訊揭露程度來看，L2 及 L3 為上市型之存託憑證，對於資訊揭露度的要求較高，又 L2 及 L3 除母國會計原則外另需遵守 GAAP 會計準則，故相對於其他型態發行成本較高，而 L1 及 Rule144A 為非上市型之存託憑證，相對來說沒有受到嚴格的規範，發行成本較低；另依籌資面來看，

L1 及 L2 為流通型存託憑證，發行 L1 及 L2 的公司只能在市場上交易不能發行新股籌資，而 L3 及 Rule 144A 為增資型存託憑證，發行 L3 及 Rule 144A 的公司可以在市場上發行新股募集資金。

依發行地區來看，在美國以外為發行地區者稱為全球存託憑證(Global Depository Receipt, GDR)，通常在倫敦或盧森堡掛牌上市，並以美元計價為主，在美國發行者，稱為美國存託憑證，在台灣發行者，稱為台灣存託憑證(Taiwan Depository Receipt, TDR)，而存託憑證中以 ADR 種類最多，且發行方式最嚴格。而依發行方式來看，分為公司參與型(Sponsored)與非公司參與型(Unsponsored)兩種。

#### 參與型(Sponsored)

外國發行公司直接介入存託憑證的發行計劃，與存託機構簽訂契約協助執行存託憑證的發行。發行公司承諾定期提供相關財務業務資訊給存託機構，而後發行人將有價證券存於保管機構，再由保管機構通知國內存託銀行發行存託憑證。參與型發行對象為海外投資人，發行公司可募得外幣資金，而參與型又可分為第一級(Level 1)、第二級(Level 2)、第三級(Level 3)及 Rule 144A 四種類型，ADR 型態整理詳見<表 1>。

#### 非參與型(Unsponsored)

外國公司並未介入存託憑證的發行計劃，而由投資銀行或證券商將其從境外購得之外國價證券存入保管機構，並委託國內的存托銀行發行存託憑證。非公司參與型提撥來源為大公司之股東，屬於股東海外售股的性質，公司本身並無現金流入量，在 ADR 中只有第一級(Level 1)屬於參與型。

## 第二節、沙賓法案

安融公司事件及之後的一系列事件，對歐美的公司立法者、商界乃至社會各界，都產生了重大影響。美國隨後在 2002 年頒布了「沙賓法案」，沙賓法案主要是規範美國上市公司對其財務報表相關內部控制的自我評估法規，重點在於提高公司會計及財務資訊之透明度、明訂管理沙賓階層對財務報表之責任、以及加強對企業舞弊行為之防制及懲罰，其中也包含相關文件中個人資料的使用及更新，以及公司機敏文件保留年限及處理的相關規定。

該法案要求公開上市公司需定期公佈準確、詳細的財務報告，並由會計師審查內部控制自評報告，目的即是為了改革企業財務制度，進而落實公司治理規定，另外公司會計帳目有出入，公司主管得負擔刑責。其中，又以沙賓法案 404 條款最重要。

沙賓法案 404 條款係為了強化資訊披露、監管責任、內部控制和外部審計等制度，所採取的手段仍以「資訊公開」與「資訊透明」為原則，資訊公開乃是監督公司並防止舞弊的最佳手段。若資訊不公開，不僅可能使投資人失去信心，更可能導致投資人蒙受重大損害。只要公開、透明地提供投資者或社會大眾適當的資訊，將可有效避免公司管理人舞弊，並提升投資者的信心，這對公司的長遠發展、公司治理的落實，以及投資者利益的保護，都有正面的助益。

簡單來說，沙賓法案是以資訊公開做為監督防弊的手段，能確保公司管理者為股東謀取最大利益，達到制衡公司管理人、防止脫法行為，及健全公司運作之目的。並透過該法案加重主管機關的職能、積極強化公司治理、會計師獨立性、公司及主管之責任，並保護舉發不法情事者等，以期恢復投資大眾的信心。

### 第三節、歐洲公司治理

觀察歐盟之公司治理實務經驗，由於會員國在文化、傳統資本取得方法、股權結構、以及法律體系間多有差異，使歐盟各國在公司治理結構設計上亦有不同之重心。縱覽會員國近十年來所頒布之準則，可得知歐洲近來最重要的改變趨勢包括：產業和企業對證券市場之依賴度日益增加，以及現今股東組成已跨越傳統國界限制，廣佈歐洲各國。如何吸引會員國間甚至國際間投資者之青睞，公司治理實扮演關鍵性的角色。

1999年經濟合作發展組織(Organization for Economic Co-operation and Development, OECD)提出「公司治理基本原則」(Principles of Corporate Governance)，獲其成員國通過簽署生效後，已經成為全球各界推動公司治理之準則。OECD目前有34個會員國，其中大部分歐盟國家為OECD的會員國，歐豬五國(葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘、西班牙)亦為成員國之一，歐盟各國的公司治理制度是否符合OECD原則的要求，已成為評比的課題。

OECD 的公司治理基本原則大多集中於對公司、管理階層、以及公司經營方面的控制和監督議題，亦有部分治理準則討論公司治理的法律體制、規則、程序、及個人行為等方面之問題，另外，公司股東、董監事會、與經理人之間的公司治理關係也是重點。

在公司管理經營及監督機構的可信度方面，公司治理基本原則要求董監事及經理人必須善盡忠誠義務，避免與股東有關的公司交易及決策之利益衝突，管理部門應該致力提昇公司利益、股東權益，進而兼顧此二者，不該有所偏廢。在公司治理基本原則中亦有對董事會做相關的規範，董事組成乃公司治理制度的核心，董事的獨立性為衡量公司治理水平之標竿。不同於美國公司所盛行的董事長兼任執行長之情形，傳統歐盟國家公司的董事長與執行長通常分由二人擔任，並不需

要依賴獨立董事以節制執行長之作為，也因此，歐盟國家獨立董事的比例大體及不上美國之高。

在歐盟會員國的證券法規中，揭露乃為嚴格管制之項目。歐盟會員國要求揭露之標準不一，以及各國投資人可獲得的資訊之差異，使得欲形成單一歐洲證券市場的目標更顯困難。經過各國的努力促進證券市場更佳之管制，廣泛採用國際會計準則及 OECD 公司治理基本原則，已使會員國之間的揭露要求越來越趨於一致。在所有歐盟會員國中，上市公司之股東皆可在規定或自發性的揭露及報告中，得知有關公司營運表現及領導階級之資訊。財務資料至少必須年度揭露一次，而很多公司都是半年或每季即揭露一次。

OECD 公司治理基本原則乃為歐洲國家公司治理主要的準則參考依據，然而此原則為非強制性的，旨在為各國公司治理立法提供一參考準則，各國在制定反映其經濟、社會、法律和文化環境等公司治理法律時，仍可依據國家自身狀況來訂定法則。

公司治理基本原則為 OECD 組織成員國共同協商出的準則，就個別國家來說，除了奧地利與盧森堡以外，所有歐盟會員國家皆有獨自公司治理最佳實務準則的發表，每個會員國至少各有一個準則頒布。此外，參與發表公司治理最佳實務準則的歐盟會員國團體或機構十分眾多，主要包括有政府及準政府機構、政府指定或組織的委員會、相關證券交易組織等，正由於發行公司治理守則規章的機構如此分歧，其法令遵循機制及法律位階地位不盡相同，但所有的公司治理準則均強調需要企業自發性地配合採用其主要建議。大部分會員國政府公布一套公司治理最佳實務準則，即採半自願非強制式的「遵守或揭露」(comply or explain)的軟性訴求作法，如果上市公司不遵守準則實施，則必須予以揭露。在歐盟會員國公司治理準則的發表中，其中較具影響及代表性的為歐洲議會在 2003 年所頒布的歐洲

公司治理行動計劃。

## 歐洲公司治理行動計畫

在安融公司事件過後美國制定了 Sarbanes-Oxley 法案，這一法案對歐洲各國均有影響。歐盟雖然沒有如美國那樣，通過 Sarbanes-Oxley 法案，但是其一些主要成員國移植該法案中的一些重要條文，並根據歐洲的公司治理特點和具體情況，共同制定了改革方案。歐洲議會在 2003 年 3 月提出《歐洲公司治理行動計畫》(Action Plan for Modernizing European Company Law and Enhancing Corporate Governance)，旨在促進歐盟國家的公司法現代化，提升國內競爭力並加強公司治理。

歐洲公司治理行動計畫很多內容還是與沙賓法案大同小異，包括要求加強獨立董事的作用和規範外部董事的獨立性，強調財務報告和其他報告對公司治理等重大內容作出揭露，以及規範公司會計和審計制度，強化對小股東和相關人的保護等。該計畫提出了 24 條建議，一些建議已經採納實施，一些建議正在協商，並且在 2005 年 6 月第二次更新為《歐洲公司治理行動計畫：評定優先順序》，此一系系列計畫內容多數在 2009 年前採用。其中相關之關鍵事項包括：(1) 董事會成員的責任：強化董事會成員責任的措施，包括了對不當交易在內的特別調查權。(2) 董事會報酬：鼓勵所有歐盟成員國揭露董事會成員的報酬政策。(3) 審計、薪酬及提名委員會的獨立性：建議歐盟將其審計、薪酬和提名三個委員會的委員全部由非執行董事組成，其中大部分應當是獨立的。建議成員國要求公司每年公佈他們認為是獨立的董事名單，制定上市公司董事報酬的合適規範制度，要求徹底的揭露，授予股份須得到股東會的批准，並確定審計委員會的作用和責任。(4) 公司跨境重組：對跨境併購和公司註冊地的改變等跨境重組事宜，提出改進方法。(5) 股東權利：改善基本的股東權利為《歐洲公司治理行動計畫》中關鍵之一，強調保護投資人，使投資人可以依據正確的資訊做投資決策。

行動計畫的主要目標是：1、強化股東權利，加強對雇員、債權人和其它公司涉

及的嚮關事項的法律保護；修改公司法和公司治理規則，使之適用於不同類型的公司。2、培育企業的效率 and 競爭力，對某些特定的跨境交易問題予以特別注意。

行動計畫按時間劃分為不同的階段，即短期計畫，從 2003 年到 2005 年；中期計畫，從 2006 年到 2008 年；長期計畫，即 2009 年以後。該行動計畫以此表明，在一個大致的時間表裡應當採用何種類型的規範方法。

行動計畫包括了一系列的立法與非立法建議，其中，歐洲委員會認為下列是最急迫的問題：1、引進公司治理年度報告制度。上市公司在其年度檔中必須要對其公司治理結構和實踐的關鍵問題，以連貫的和描述性的語言作出陳述。2、建立旨在使股東能行使各種權利的立法框架，這些措施應當提供給歐盟內的所有公司股東，同時與跨境投票相關的問題是需緊迫解決的問題。3、採納旨在提高非執行董事和監事的作用的建議。關於提名、報酬及審計委員會的建立、構成和作用，必須在歐盟的高度予以確定，並且由各成員國執行。4、採納關於董事報酬的建議。各成員國應當迅速行動，制定恰當的規則，使股東對公司更具有影響力和公司事務更透明，其中包括公司董事的個人收入的詳細揭露。5、創建一個歐洲公司治理論壇，旨在鼓勵對各國公司法及其實施和監督模式的協調和同化。

### 葡萄牙公司治理

葡萄牙的公司通常在董事會之外設置一審計委員會以監督經營團隊，另外在董事會下增設一執行委員會，由管理階層擔任委員會成員。董事會至少每月召集一次，而董事會的成員不限人數，但依規定必須要為單數，執行委員會規定亦同，審計委員會的成員則限定 3-5 位，且其中一位須有審察會計領域的經驗。

獨立董事方面，SEC 建議董事會中須至少有一位成員擔任獨立董事，且公司需在每年的公司治理報告中揭露董事會與獨立董事人數，在股東權利方面，持股超

過 5% 以上的股東可召開董事會議，葡萄牙企業的股東有普遍來自國家與機構投資人的現象。

1999 年 OECD 頒布公司治理法規後，葡萄牙證券監管機構(The Portuguese Securities Market Commission, CMVM)隨後在同年也頒布第一個有關公司治理法案，然而該法案為非強制，實施成效不彰，因此在 2001 年 CMVM 頒布第一條具有強制性質的公司治理法規，規定公司必須揭露股權架構以及增加財務報表的透明度，如果公司不遵守法規則須解釋原因以及提供解決的方案。在 2007 年時 CMVM 依據之前的法規增訂了修正案，並新增了(1)一般股東會議(2)董事會及委員會(3)稽核與資訊相關議題的建議。

葡萄牙的股票市場規模不大，大部分以中小企業為主，企業再籌資時主要還是以銀行舉債融資(Debt financing)方式為主，發行股票融資則較少(Equity financing)。

### 義大利公司治理

義大利企業採用單一董事會制，由董事會擔任監察經營團隊的角色。董事會並無人數以及獨立董事比例上的要求，然而董事會成員須具備一定專業如財會、審計方面的經驗，董事會至少每半年召集一次。

在義大利，小股東的利益和監察委員的獨立性都受到特別關注，1998 年頒布的 Draghi Law 法案規定公司需至少有三位獨立監察人，且須具備一定專業知識，另外為了保護少數股東，法案強制規定所有的公開交易公司必須保留一些董事席次給非控制股東。該規定比美國證管會 (SEC) 要求美國公司必須讓股東投票選出其提名的董事 (股東代理制度) 的制度還要嚴格。隨後同年頒布的 Preda code 對於董事會組成與公司內部控制有更進一步的規定，並要求持股超過 2% 以上的股

東需揭露部位。

義大利的企業以中小型企業為主，大部份以家族企業的方式經營，義大利中小企業 95%以上屬家族經營型態，在經營模式上相對比較保守，不追求太高速的成長，另外籌資方式多以舉債為主，與一般公司以股票集資的方向大相徑庭。

### 愛爾蘭公司治理

愛爾蘭的公司對於董事會的規定較不嚴格，除了要求董事會成員至少由兩自然人組成，且其中一人需為愛爾蘭居民外，在獨立董事比例、委員會設置、開會召集次數方面無皆明確規定，僅要求董事會的決策不得牽制於單一個人或單一群體中個人的影響。

安融公司事件之後愛爾蘭也爆發了一些企業財報不實醜聞，為防止情況重演，愛爾蘭在2003年頒布了「稽核與會計法案」(Auditing and Accounting Act)，又稱為愛爾蘭的沙賓法案，隨後愛爾蘭也成立公司執法主任辦公室(Office of the Director of Corporate Enforcement ,ODCE)，加強該法案的執行。

除了上述法案外，1995年愛爾蘭頒布愛爾蘭證交所法案(Irish Stock Exchange Act)，要求所有在愛爾蘭證交所上市的公司遵從「遵守或揭露」原則，2010年後，該法案新增訂9條建議修正案，要求在愛爾蘭證交所(Irish stock exchange,ISE)上市的公司，皆需遵守Irish Corporate Governance Code的規定。Irish Corporate Governance Code的法規大部分來源UK Corporate Governance code，主要規範公司的股東權利與董事會相關的議題。

### 希臘公司治理

希臘企業採用單一董事會制，董事會成員至少須由三人組成，且獨立董事至少

為兩人或比例為 1/3 以上，董事會每月至少召集一次。

希臘的公司治理普遍來說較其他國家差，對於投資人的保護程度較弱，在一連串的公司舞弊事件爆發後，1999 年希臘資本市場委員會(Hellenic Capital Market Commission, HCMC)頒布 Committee on Corporate Governance(CGCG)，要求公司增強財報的透明度及準確度，然而該法案為非強制性質，採取公司自願遵守的方式進行，隨後雅典證券交易所(Athens Stock Exchange)在 2002 年也頒布公司治理相關法案，增強股東權利保護以及財報透明度，此法案也為非強制性質，成效並不如預期。

在股東持股方面，希臘的股權較為集中，大部分的公司由家族企業掌控，大股東控制權及持股高，為加強公司治理，HCMC 要求持股超過 10% 以上的股東且買賣股票佔公司資本額 5% 以上時需揭露交易情況。

### 西班牙公司治理

西班牙於 2006 年頒布公司治理法案(Spanish Unified Code of Corporate Governance)，建議董事會的人數在 5-15 人間，獨立董事比率至少 1/3，董事會成員須具備一定專業如財會、審計方面的經驗，董事會至少每月召集一次。

西班牙公司的股權結構相當集中，其中國有化的企業佔數不少，然而近幾年國家持有股份的比例有逐漸下降的趨勢，1996 年至 2008 有 40 家公司自國營事業轉為民營事業，2010 年也進行新一輪的民營化改革，降低國家在企業的持股比重。

另外相對於其他歐豬五國，外資於西班牙公司持股大影響也較大，然而近幾年有下降的趨勢，本土的企業持有的比率逐漸增加。

#### 第四節、研究假說

本節第一部分彙總過去研究 ADR 上市動機之文獻，探討歐豬五國公司發行 ADR 的目的，是否會因自身公司治理的不同而影響選擇發行 ADR 的型態，第二部分以事件研究法討論 SOX、歐洲公司治理行動計劃以及發行 ADR 前後公司治理的變化，第三部分驗證公司治理、發行型態與公司績效之間的關聯。本研究根據美國證管會(SEC)對於不同 ADR 資訊要求揭露程度的不同，將 ADR 型態分為非上市型(L1 R144A)與上市型(L2 L3)做討論，建立研究假說如下：

##### 1. 公司治理

公司治理與國家的經濟發展息息相關，由於國家經濟狀況不好，債權人會要求較高的報酬以補償其風險，融資成本高進而導致公司減少做好公司治理的誘因，使得公司治理較差(Doidge, Karolyi, Stulz, 2004)。對於歐豬五國而言，歐豬五國經濟長期處於衰退的階段。根據之前的文獻，國家經濟狀況差會導致該國企業公司治理不佳，而在 ADR 類型中由於 L2 L3 規範要求較高且規定較為嚴格，上市費用也較高，因此我們可推論歐豬五國公司治理不佳的企業可能因無能力負擔上市後對於資本額及盈餘的要求，較不傾向發行 L2 L3 ADR，根據以上推論所做出假設如下：

**H1：公司治理較佳的公司傾向發行 L2 L3 ADR**

##### 董事會獨立性

外部獨立董事，為不兼任公司執行業務之職位，與董事會以及管理團隊的成員不具任何僱傭親屬關係，並以獨立超然立場來參與公司的運作，避免利益衝突的情況並幫助公司做出最適當的決策。外部董事為公司治理重要的一環，由於公司治理重點在於確保經營團隊之品質，而要有效的監督經營團隊則取決於董事會是否有善盡監督之責。(Rosenstein & Wyatt, 1990)肯定外部董事對於公司治理的正面貢獻，董事會獨立性愈高，則公司治理愈佳，而公司的價值也與外部董事在董事

會之席次比率呈正相關(Pearce & Zahra, 1996)。(Westphal & Milton, 2000)的研究也提出董事會獨立性較高的公司代理問題較低，公司治理較佳，藉由外部董事的監督可使董事會更透明化，對於資訊揭露亦有較高的要求，而在 ADR 類型中，L2 及 L3 為上市型之存託憑證，對於資訊揭露度的要求較高，因此根據以上文獻推論做出假設如下：

**H1.1：董事會獨立性高，公司會傾向發行 L2 L3 ADR**

### **CEO 兼任董事長**

根據(Jensen&Meckling,1976)，CEO 同時兼任董事長一職的公司，可能會使監督與經營的角色混淆，降低董事會的獨立性，使公司治理降低。我們假設 CEO 與董事長不為同一人的企業公司治理較佳，因此做出假設如下：

**H1.2：CEO 無兼任董事長的公司，公司會傾向發行 L2 L3 ADR**

### **委員會設置**

委員會的設置有助於提升公司治理，企業設立審計與薪酬委員會可降低公司舞弊及做假帳的風險(April Klein,2002)，(Anderson,2003)也提出設立審計委員會有助於公司增加財報發佈的可信度，扮演監督的角色，公司治理較佳。根據文獻做出假設如下：

**H1.3：設置審計、提名、薪酬委員會的公司，公司會傾向發行 L2 L3 ADR**

### **內部人持股比例**

(Jensen & Ruback, 1983)提出內部人持股比例與公司價值成正比。當內部人持有公司股票比例大時，公司績效好壞對於其持有股票的價值影響較大，而根據(Klapper,2004)做好公司治理的公司長期來看對於公司績效有正面影響，因此內部人有誘因盡最大努力做好公司治理來幫助公司價值提升。依據網綁理論，內部人為做好公司治理可能會選擇海外上市、透過遵守國外較嚴格規範的方式來提升公

司治理，也因此投資人保護程度提高(Stulz,1999)。關於內部人對公司治理的影響，有另一派學者提出不同的看法，近幾年研究發現，公司內部人可能會因需要遵守該國較嚴格的規範及受外國投資人的監督，而不願至海外掛牌上市，此為 Licht 所提出的規避理論(Avoiding Theory)(Licht,2004)。而(Black, 2006)的研究也顯示，內部人擁有較多控制股權的企業代理問題較嚴重，內部人因股權被稀釋之成本大於上市後所帶來之利益，將會傾向不在海外上市。根據過去文獻內部人持股對於公司可能有正反兩面影響，因此做出假設如下：

#### H1.4：內部人持股比例會影響公司發行 ADR 型態

另外，控制股東對於公司治理也有其影響力。控制股東為公司持有股權比例較大的股東，根據(Shleifer & Vishny, 1986)的研究，若控制股東持有公司股權比例大時，可有效降低資訊不對稱的問題。由於公司績效好壞對於其持有股票的價值為正相關，若股東損害公司價值，自身的損失亦將提高，因此控制股東會努力監督管理階層，確保管理階層善盡職責以達到公司價值極大化之目標，控制股東的利益會與公司趨於一致，此為「正的誘因效果」。而為達成公司價值極大化之目標，企業可能藉由海外上市的方式使公司價值增加，股票報酬上升。(Jayaraman, Shastri & Tandon, 1993)的研究顯示公司在海外發行 ADR 後在掛牌當天即有超額報酬，而公司海外上市後股東基礎擴大，也使得公司股票報酬及交易量大幅增加(Bailey, Karolyi & Salva, 2005)。海外上市帶來的益處，使股東較願意出售持股予海外法人(Pagano, et al., 2002)，進而又增加了股票的流通性與績效，因此欲減低控制股權的企業可以透過海外上市降低股權移轉成本(Ayyagari & Doidge, 2010)。(Doidge, Karolyi & Stulz, 2004)的研究顯示，外國企業在美國上市後公司價值提高，主要原因為控制股東控股能力降低，使公司能擺脫其牽制而把握成長機會。

關於控制股東對於公司治理的影響，有另一派學者提出不同的看法，若公司控制股東持股比例大時，控制股東可能會因自利選擇對其較有利的公司決策而罔顧

其他小股東的權利，增加公司的代理成本，降低公司價值，此為「負的侵占效果」(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1999)。根據(Doidge, Lins, Miller & Stulz, 2009)的研究，對於控制股東而言，海外上市最大的成本為股權可能被稀釋，因此當大股東私人控制利益大時，會比較不願意選擇至海外上市或選擇發行增資型的存託憑證。

就歐洲國家來看，(Faccio&Lang, 2002)進一步研究歐洲國家的公司治理，發現歐洲公司普遍有高度控制權的大股東，檢視德國、法國、義大利的股東結構，(Enriques& Volpin,2007)歸納出這三個國家公司大部分的股權為家族持有，佔有比例相當龐大。(Berglöf & Thadden,1999)對西班牙公司研究的結果也顯示控制股東佔公司比重大，且公司股權集中度愈高，公司績效愈差。近年來歐洲各國的公司治理有逐漸趨於一致的趨勢(Morck & Steier, 2005)，除愛爾蘭及英國外，其他國家公司控制股東及家族股東持有股權比率高(Wójcik, 2004)，雖其持有比例卻有逐年下降的趨勢(Van der Elst 2000; Wójcik, 2003)，但歐洲公司普遍還是有股權集中度偏高的現象。而(Boubakri, et al., 2010)研究全球各國發行不同類別 ADR 的動機，發現股權集中度高的公司，會傾向選擇無法在市場上籌資、發行新股的 L1 ADR，以避免股權稀釋。因此根據以上推論所做出假設如下：

### **H1.5：股權集中度高之企業會傾向發行 L1ADR**

## 2. 事件研究法

### **SOX 沙賓法案**

沙賓法案頒布後，公司會計及財務資訊透明度提升，該法案要求企業提供詳細及準確的財務報告，且高階主管需簽章證實報告內容準確無誤，增強管理階層及董事會對財務報表的責任，並加強對企業舞弊行為之防制及懲罰，目的即是為了改革企業財務制度，進而落實公司治理規定。沙賓法案實施後，公司對於盈餘的操縱減少，對於實質盈餘的揭露度也更加的準確(Cohen,Dey&Lys,2007)，另外依

據(Romano,2004)的研究，沙賓法案實施後公司的內部控制更為完善，有助於公司治理提升。根據以上推論所做出假設如下：

### H2.1：SOX 頒布後，歐豬五國公司治理提升

#### 歐洲公司治理行動計劃

受到沙賓法案之影響，歐洲議會於 2003 年提出《歐洲公司治理行動計畫》，主要目的為加強公司財報揭露度、增加投資人保護以及強化董事會成員責任，其內容與沙賓法案大同小異。歐洲國家在安融事件爆發後公司治理的相關規範逐漸完善且與美國趨於一致(Camilla, 2004)，另外(Collier,2007)的研究也顯示歐洲公司在安融事件後頒布許多改革法案有助於公司治理的提升，因此根據以上推論所做出假設如下：

### H2.2：歐洲公司行動治理計劃頒布後，歐豬五國公司治理提升

#### ADR 發行前後

依據網綁理論(Bonding Theory)，在本國市場公司治理較差的公司為提升公司治理並改善投資環境，會傾向至公司法律規範較嚴格的美國掛牌上市以增加投資人保護，並降低經營者與股東間的代理問題(Stulz, 1999)。Bakera, Nofsingera & Weavera(2002)的研究也顯示國際企業在紐約證交所(NYSE)和倫敦證交所(LSE)海外掛牌上市後企業透明度增加，公司治理提高並進一步吸引更多的投資者。另外公司海外上市後訊息揭露品質提高，也吸引了更多分析師監督公司營運，使公司治理提升(Lins & Miller, 2003)。根據以上文獻做出假設如下

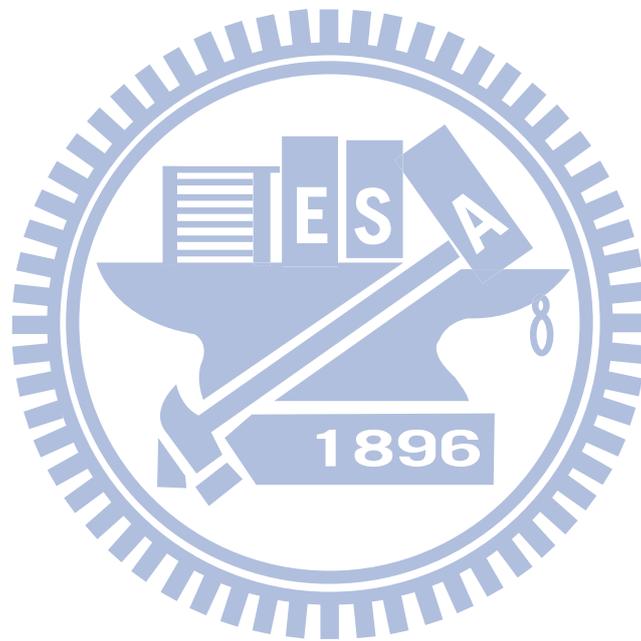
### H2.3：發行 ADR 後，歐豬五國公司治理提升

#### 3. 公司績效表現

(Geddes and Vinod, 1998)的研究指出公司治理與其績效呈現正相關，通常公司治理表現較佳之企業其財務表現也較好，Rosenstein and Wytt( 1990)與 Yermack( 1996)

也以董事會大小與獨立性探討公司治理與績效之間的關係，發現外部董事比例愈高，公司績效愈好。就 ADR 發行的型態來看，L1 與 R144A 對於資訊揭露度的要求較不嚴，選擇發行此類型的企業其公司治理通常較不佳，另外根據(Doidgea, Karolyib & Stulzb, 2004)的研究，投資人保護較差的國家其企業的公司治理在美國上市後改善幅度較大，因此我們推測在發行 L1 與 R144A ADR 後公司治理上升的幅度會比 L2 與 L3 來的多，根據推論做出假設如下：

**H3：發行 L1 R144A ADR 後，歐豬五國公司績效表現提升**



### 第三章、資料說明與研究方法

#### 第一節、樣本選取

本論文主要以歐豬五國發行 ADR 之企業為樣本，期間為 2001 至 2010 年底，共有 97 家公司，其中 13 家來自葡萄牙，32 家來自義大利，20 家來自愛爾蘭，10 家來自希臘，22 家來自西班牙。若以發行型態統計，大部分的公司選擇發行 L1 型態的 ADR，佔發行公司數約 88%，歐豬五國發行 ADR 型態年分與公司數彙整於<表 2>。

本研究產業別共 17 類，分類方式參考 Kenneth French 網站，根據統計來自於其他產業最多，包含科技業、電信業、服務業、傳播業以及醫療生技業等，歐豬五國發行 ADR 公司產業分佈彙整於<表 3>。

全球主要發行 ADR 的銀行有摩根史坦利(JP Morgan)、花旗銀行(Citibank)、美國紐約銀行(The bank of New York)以及德意志銀行(Deutsche Bank)，本研究主要以 JP Morgan 銀行的資料為樣本做統計，共擷取 148 家公司，刪除資料不全的公司 15 家、及政府政策影響較大之產業如銀行、公共事業等 36 家後，剩餘公司數為 97 家，總樣本數為 744 筆，資料篩選流程見<表 4>。

#### 第二節、資料來源

資料蒐集來源依據公司治理變數與財務相關變數而不同，公司治理變數主要來自於 SEC filing 20-F 與公司網站所發佈之年報，財務相關變數來自於 SEC filing 20-F、公司網站所發佈之年報、WARDS 資料庫。

#### 第三節、變數說明

本研究變數主要分為公司特徵變數、公司治理變數以及控制變數三類，變數定

義請參見<表 5>，變數分述如下：

#### 公司特徵變數

根據過去文獻，TobinQ 較能反映公司未來的表現績效，而 ROA、ROE 因容易受會計準則限制而影響數據，故本研究以 TobinQ 衡量獲利能力(Demsetz & Villalonga,2001)、並以 D/E 衡量規模大小(Wernerfelt & Montgomery,1988)，另外(Zang & King,2010)以舉債程度做為衡量公司特徵之代理變數。

1. 獲利能力：以 TobinQ 為衡量指標
2. 舉債程度：以負債/股東權益(D/E)為衡量指標
3. 規模大小：以總資產取對數做為代理變數(LnAsset)，以此為衡量指標

#### 公司治理變數

公司治理變數根據以前文獻挑選，用來衡量與董事會相關的變數有獨立董事佔董事會比例(Rosenstein & Wyatt, 1990)、委員會設置(April Klein,2002)，衡量 CEO 相關的變數有 CEO 持股比(Black, 2006)與 CEO 兼任董事(Jensen&Meckling,1976)，衡量內部人持股相關的變數有內部人持股比例(Jensen & Ruback, 1983)、機構投資人持股比例(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1999)以及第一大股東持股比例(Shleifer & Vishny, 1986)。

1. 董事會相關：以獨立董事佔董事會比例(independent director%)、委員會設置為衡量指標，委員會為提名委員會並使用虛擬變數，1 代表有設置提名委員會，0 代表無設置提名委員會
2. CEO 相關：以 CEO 持股比例、是否 CEO 兼任董事長(CEO duality)為衡量指標，其中 CEO duality 使用虛擬變數，1 代表 CEO 兼任董事長，0 代表 CEO 不兼任董事長
3. 內部人持股相關：以內部人持股(Insider own)、機構投資人持股(Ownership concern)、第一大股東持股(Top1 own)為衡量指標，其中 Ownership concern 為

調整內生性後的變數，參照賀德芬指數(Herfindahl index)計算方式為前十大股東持股的平方和相加

控制變數

1. 產業別與資料年度：依歐豬五國產業類別分十類，設 Industry Dummy1 至 Industry Dummy9，依 ADR 發行年度分十年，設 Year Dummy1 至 Year Dummy9

#### 第四節、研究方法

##### 1. 檢測共線性問題

為防止變數間有高度相關性的問題而降低模型的解釋度，在建立迴歸前須先測試模型間的共線性，避免加入相關性高的變數於模型中。本研究以 Pearson 檢測共線性，當係數大於 0.4 才會有共線性的問題，各變數相關係數列於<表 6>。

由<表 6>得知，機構法人持股(Ownership concern)與第一大股東持股(Top 1 own)的相關係數高達 0.98，其推測應為歐洲企業通常大股東持股多，因此第一大股東持股與機構法人持股會有高度重疊的情況，為避免干擾模型結果此研究將第一大股東持股與機構法人持股分放於不同的模型檢測，而其他變數間並無嚴重共線性之問題。

##### 2. 工具變數

使用工具變數方法的目的之一，是為了產生與誤差項無關，但可以充分表達解釋變數 x 的代理變數，在迴歸模型中，當解釋變數與誤差項存在相關性，使用工具變數法能夠得到一致的估計量。因此，本文參考(Firth,Fung&Rui,2002)的研究，將機構投資人持股比例(Ownership concern)、第一大股東持股比例(Top1 own)與其他公司特徵變數(D/E、LnAsset)及公司治理變數(Independent director%、CEO own、Ownership concern)做迴歸，預測其估計值，並以此估計值分別做為 Ownership

concern、Top1 own 的代理變數。

### 3. 羅吉斯迴歸檢定

為檢定發行型態與變數之間的關聯，一般使用羅吉斯二元迴歸(Logistic Regression Model)做檢測，探討模型中的變數是否會影響公司 ADR 型態的選擇。本研究使用羅吉斯迴歸，將 Y 分為 1 與 0，其中 1 為發行 L1 R144A 型態的公司，0 為發行 L2 L3 型態的公司。建立模型如下：

Logit 模型： $Y(0,1) = \alpha_i + \beta_i \text{FIN}_i + \gamma_i \text{CG}_i + \delta_i \text{CV}_i + \varepsilon_i$

$\text{FIN}_i$  為公司特徵變數包含獲利能力(TobinQ)、舉債程度(D/E)、規模大小(LnAsset)。 $\text{CG}_i$  為公司治理變數包含獨立董事比率(Independent director%)、CEO 兼任董事長(CEO duality)、提名委員會(Nomination committee)、CEO 持股比例(CEO own)、機構法人持股比例(Own concern)、內部人持股比例(Insider own)、第一大股東持股比例(Top1 own)。 $\text{CV}_i$  為控制變數包含產業類別(Industry Dummy)與發行 ADR 年度(Year Dummy)。詳細變數與說明請參照<表 5>。

針對 Logit 模型做有效性檢定，我們發現此模型預測有效性的機率值為 0.9999 且為顯著，高於基準值 L1 R144A 佔所有 ADR 的比例 0.89(86/97)，顯示其模型為有效。

本研究共建立 9 個模型，測試方式為先單獨檢測公司特徵變數，再依據公司治理變數分組如董事會相關變數、CEO 相關變數、內部人持股相關變數等一組一組加入模型，測試各變數與公司選擇發行型態間的關聯。模型建立請參照<表 10>。

### 4. Chow test 檢定

同一時期不同的變數，或同一變數在不同時期，其關係可能有所差異，對於此變化之測驗，1960年鄒至莊利用變異數分析法，提出 Chow test，可用於檢定一迴歸式在一段時間內，迴歸係數是否有所不同，適用於同期但兩種不同樣本的資料，利用此檢定方法可以得到變數之間的關係是否有改變的結論。

為檢驗公司績效與不同發行型態的變數之間的關聯，本研究使用 chow test 做檢測，探討模型中的變數是否會影響公司獲利的表現。模型設公司獲利變數 TobinQ 為 Y，建立模型如下：

$$\text{Chow test 模型： } Y(\text{Tobin Q}) = \alpha_i + \beta_1 (CG_1 + \gamma_1 CG_1 \times L14) + \beta_2 (CG_2 + \gamma_2 CG_2 \times L14) + \dots + \beta_i (CG_i + \gamma_i CG_i \times L14) + \delta_i CV_i + \varepsilon_i$$

Chow test 模型主要為邊際效果(partial effect)，為相對的概念，故此模型的係數不能以絕對值來衡量，僅用於組別型態間的比較，如係數為正，則解釋為該組型態的績效表現相對於另一組型態的績效表現為佳。

$CG_i$  為公司治理變數包含獨立董事比率(Independent director%)、CEO 兼任董事長(CEO duality)、提名委員會(Nomination committee)、CEO 持股比例(CEO own)、機構法人持股比例(Own concern)、內部人持股比例(Insider own)。 $CV_i$  為控制變數包含產業類別(Industry Dummy)與發行 ADR 年度(Year Dummy)與公司特徵變數如獲利能力(TobinQ)、舉債程度(D/E)、規模大小(LnAsset)。

本研究共建立 10 個模型，測試方式為依據公司治理變數分組如董事會相關變數、CEO 相關變數、內部人持股相關變數等一組一組加入模型，測試各變數與公司獲利表現間的關聯。模型 1、3、5、7、9 不加入公司特徵變數，而模型 2、4、6、8、10 加入公司特徵變數，模型建立請參照<表 11>

## 第四章、實證結果與研究

為檢定公司發行 ADR 型態與公司治理變數之間的關聯，以及公司績效與不同發行型態的變數之間的連結性，本章將探討公司發行 ADR 的動機，並驗證研究假說。第一節說明敘述統計結果，第二節呈現羅吉斯迴歸結果，第三節驗證事件研究法，第四節呈現 chow test 檢定結果，第五節探討企業發行 L1 ADR 型態之動機。

### 第一節、敘述統計

本節說明歐豬五國發行 ADR 公司各變數的樣本數與平均數，並將變數分為公司特徵變數及公司治理變數加以比較，〈表 7〉依據國家別，〈表 8〉依據型態別做分類。以下分別就公司特徵變數與公司治理變數呈現敘述統計結果：

#### 公司特徵變數

1. TobinQ：發行 L14(L1&R144A)型態的公司財務表現較好，TobinQ 的平均數為 1.43 較 L23 型態為 1.03 高。以國家而言義大利表現最好，平均數為 5.33 高於整體平均數 3.73，希臘表現最差，平均數為 0.61。
2. D/E：舉債程度為 L14 較高，L14 與 L23 平均數分別為 3.12 與 1.25。以國家而言西班牙舉債程度最高，平均數為 3.64 高於整體平均數 2.95，義大利與葡萄牙次之，平均數各為 3.5 與 3.15，顯示其企業在籌資方面大部分仍以舉債為主，以發行股票融資籌資較少，希臘舉債程度則最低，平均數為 1.59。
3. LnAsset：公司規模為 L14 較高，L14 與 L23 平均數分別為 21.74 與 20.86。以國家而言西班牙公司規模最大，平均數為 22.28 高於整體平均數 21.68，與其他國家相比西班牙有較多的國有企業，因此企業規模普遍較大，愛爾蘭公司規模最低，平均數為 20.84。

## 公司治理變數

1. Independent director percentage : L14 獨立董事比例較 L23 低，其平均值分別為 0.43 與 0.54，顯示 L14 董事會組成獨立性較低。以國家而言愛爾蘭獨立董事比例最高，平均數為 0.6 高於整體平均數 0.44，由於愛爾蘭對於公司治理的法律規範較多，公司治理普遍來說較其他四國為佳，反映在獨立董事的比率上也最高，而希臘則獨立董事比例最低，平均數為 0.33。
2. CEO duality : L14 型態的公司 CEO 兼任董事長的情況較 L23 低，其平均數分別為 0.36 與 0.45，代表 L14 其董事長與 CEO 的職責較為清楚，權利較不集中。以國家而言西班牙 CEO 兼任董事長的情況最高，平均數為 0.56 高於整體平均數 0.35，義大利 CEO 兼任董事長的情況最低，平均數為 0.2。
3. Nomination committee : L14 與 L23 提名委員會的平均數分別為 0.67 與 0.48，代表發行 L14 型態的公司設置提名委員會的情況較多。以國家而言愛爾蘭設置提名委員會的情況最高，平均數為 0.89 高於整體平均數 0.67，葡萄牙設置提名委員會的情況最低，平均數為 0.13。
4. CEO own : L14 的 CEO 持股較 L23 低，其平均數分別為 0.03 與 0.09，顯示 L14 之企業其經理人利益與公司績效相關度較小。以國家而言希臘 CEO 持股比例最高，平均數為 0.14 高於整體平均數 0.04，葡萄牙 CEO 持股比例最低，平均數為 0.01。
5. Ownership concern : L14 與 L23 的機構投資人持股平均數皆為 0.14 無顯著差別。以國家而言義大利機構投資人持股比例最高，平均數為 0.22 高於整體平均數 0.14，其次為葡萄牙平均數為 0.17，此兩國家皆有機構投資人持股比率高的現象，但不同的是義大利的股東大部分來自家族企業，而葡萄牙的股東則普遍來自國家與機構投資人，而希臘則機構投資人持股比例最低，平均數為 0.06。
6. Insider Own : L14 的內部人持股較 L23 低，其平均數分別為 0.15 與 0.23，顯示 L14 之企業其經理人利益與公司績效相關度較小。以國家而言希臘內部人持股比例最高，平均數為 0.32 高於整體平均數 0.17，葡萄牙內部人持股比例

最低，平均數為 0.09。

7. Top1 Own:L14 與 L23 第一大股東持股的平均數分別為 0.29 與 0.26，顯示 L14 第一大股東持股比重較大。以國家而言義大利第一大股東持股比例最高，平均數為 0.41 高於整體平均數 0.28，其次為葡萄牙平均數為 0.33，此與機構投資人持股比例的排名一致，顯示兩國家皆有大股東持股比率高的現象，反映在第一大股東持股上也最高，愛爾蘭的第一大股東持股比例則最低，平均數為 0.18。

綜觀而論，發行 L14 型態的公司具有財務表現好、舉債較高、獨立董事比率低、機構投資人持股高等特性，以國家而言愛爾蘭整體的公司治理較佳，希臘的公司治理較差。

## 第二節、羅吉斯迴歸結果

本節驗證公司特徵與公司治理對 ADR 發行型態的影響，就原先預測變數的變動方向〈見表 9〉與羅吉斯回歸的結果做比較。羅吉斯迴歸結果呈現於〈表 10〉，此模型將 Y 設為 1 與 0，其中 1 為發行 L1 R144A 型態的公司，0 為發行 L2 L3 型態的公司。X 變數為公司治理變數，分為董事會相關、CEO 相關與內部人持股相關。本節就迴歸的結果驗證研究假說，實證結果就公司特徵變數與公司治理變數分類說明如下：

### 公司特徵變數

#### 1. TobinQ

由〈表 10〉得知，TobinQ 的係數為正，顯示 TobinQ 愈高的公司，愈傾向選擇 L14 型態的 ADR，其結果與之前預測選擇 L14 型態的公司會因其公司治理較差公司績效表現較不好相違背〈表 4〉，探究其原因，我們從 ADR 發行前後公司治理的變化發現歐豬五國的公司發行 ADR 後獨立董事的比例上升，且其上升的幅度大於發行 L23 型態的公司，顯示發行 L14 型態的公司透過上市得到的利益更高，

因此反映在公司績效表現上 TobinQ 較 L23 高。另外從產業的角度討論，我們發現發行 L1 型態的公司有一大部分屬於營建業與商業設備業，此類型的公司產品外銷比重高，在歐豬五國近幾年普遍不景氣的情況下，外銷國外市場有助於公司績效表現的提升，也因此 L14 型態的公司 TobinQ 較高。

## 2. D/E

D/E 的係數為正，顯示 D/E 愈高的公司，愈傾向選擇 L14 型態的 ADR。根據 Pagano, Röell, and Zechner(1999)之前的研究，通常成長快速及投資案多的歐洲公司有資金上大量的需求，符合這類型的歐洲公司通常在掛牌前舉債較多，並藉由舉債快速擴張，然而若公司已高度舉債，要再度舉債融資成本會偏高導致籌資不利，此時公司極有可能至海外上市以降低籌資成本。然而本文驗證的結果與之前的文獻說明高舉債高成長的公司，會因赴美上市降低籌資成本的動機而發行增資型 ADR 的理論相違背。探究其原因，可能為大多數歐豬五國的公司以舉債的方式籌資成本會較低，我們觀察義大利與西班牙的公司籌資方式也多以舉債為主，舉債程度相較於其他國家為高，以發行 ADR 前後 D/E 的變化來看，發行 L14 型態的公司在發行後舉債程度也明顯大幅上升，另外歐豬五國的國家普遍有大股東持股佔比高的現象，大股東與銀行關係間良好向銀行籌資較容易，導致舉債比較高也可能是原因之一。

## 3. LnAsset

LnAsset 的係數為負，顯示規模愈小的公司，愈傾向選擇 L14 型態的 ADR。由於規模大的公司通常營運體質較佳會擁有良好的公司治理(Boubakri,2010)，較有能力負擔上市後對於資本額及盈餘的要求，因此會傾向發行規範較嚴格的 L23 型態的 ADR，而相對規模小的公司因營運體質較差，公司治理也較不佳，會傾向發行揭露程度要求較不嚴格的 L14 型態 ADR，此與本文研究的結果相符合。

## 公司治理變數

### 1. Independent director percentage

Independent director percentage 的係數為負，顯示獨立董事比例愈低的公司，愈傾向選擇 L14 型態的 ADR，其結果與董事會獨立性高的公司會傾向發行 L23 型態的研究假說 H1.1 相符合。由於外部董事以獨立超然立場來參與公司的運作，扮演監督經營團隊的角色，一般認為獨立董事比例愈高，其監督的作用愈大，公司治理愈佳(Rosenstein & Wyatt, 1990)，因此企業在上市時會選擇發行對資訊揭露度的要求較高的 L23 ADR，相對地獨立董事比例較小，公司治理較差的企業會傾向發行 L14 資訊揭露度的要求較低的 ADR，符合研究假說 H1.1。

### 2. CEO duality

CEO duality 的係數為正，顯示有 CEO 兼任董事長情況的公司，愈傾向選擇 L14 型態的 ADR，其結果與 CEO 與董事長職權較分明的公司會傾向發行 L23 型態的研究假說 H1.2 相符合。CEO 同時兼任董事長一職的公司，可能會使監督與經營的角色混淆，降低董事會的獨立性，使公司治理降低(Jensen&Meckling,1976)，因此傾向發行 L14 資訊揭露度的要求較低的 ADR，符合研究假說 H1.2。

### 3. Nomination committee

Nomination committee 的係數為正，代表有設置提名委員會的公司，愈傾向選擇 L14 型態的 ADR，其結論與設置委員會的公司會傾向發行 L23 型態 ADR 的 H1.3 假說不一致，探究其原因，可能為提名委員會的主要作用為負責董事與經理人選的提名，跟其他委員會如審計委員會相比其與公司治理連結性較低，也因此提名委員會的設置與否與公司選擇發行型態的較無直接的關聯。

### 4. CEO own、Insider own

CEO own 與 Insider own 的係數皆為正，代表內部人持股比例愈高的公司，愈傾

向選擇 L1 型態的 ADR。研究假說 H1.4 假設內部人持股比例會影響公司發行型態，其影響分為正負兩種：正的效果為內部人持股比例與公司價值成正比。當內部人持有公司股票比例大時，公司績效好壞對於其持有股票的價值影響較大，因此內部人有誘因盡最大努力做好公司治理來幫助公司價值提升(Jensen & Ruback, 1983)；負的效果為代理成本問題(Black, 2006)，公司內部人可能會因保護自身利益，不願股權被稀釋而不選擇以上市的方式籌資。本研究發現，內部人持股比例愈高的公司，愈傾向選擇 L1 型態的 ADR，代表發行 L1 的企業其經理人利益與公司績效相關度較低，而內部人股權被稀釋的成本大於上市後所帶來之利益，驗證了(Black, 2006)的公司內部人持股高會對公司治理產生負面效果的研究理論，因此選擇發行無法在海外籌資 L1 型態的 ADR。

#### 5. Ownership concern、Top 1 own

Ownership concern 與 Top 1 own 的係數皆為正，代表機構投資人、大股東持股比例愈高的公司，愈傾向選擇 L1 型態的 ADR，其結果與股權集中度高的公司會傾向發行 L1 型態的研究假說 H1.5 相符合。歐豬五國許多的企業股權為家族持有，且佔有比重相當龐大，股權集中度高，其中尤以義大利最為顯著，根據過往的研究文獻，控制股東佔有股權比例愈高，公司治理愈差(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1999)，控制股東可能為避免股權被稀釋而選擇無法在市場上籌資、發行新股的 L1 ADR，此結論驗證了(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1999)的理論，符合研究假說 H1.5。

### 第三節、事件研究法

本節就沙賓法案、歐洲公司治理行動計劃頒布以及 ADR 上市前後的變數變化做比較<表 12>，驗證是否事件發生後有達到公司治理提升的效果。

#### 1. 沙賓法案頒布前後比較

沙賓法案於 2002 年實施，由<表 12>可看出 L14 型態的 Tobin Q 在法案頒布後明顯上升，公司治理變數方面 L14 型態的 ADR 獨立董事比例呈現上升的趨勢，機構投資人持股呈現下降的趨勢，顯示在沙賓法案執行之後公司治理有提升的作用，然而對於 L23 型態的 ADR 來說，Tobin Q 在頒布之後呈現下降的趨勢，獨立董事比例下降、內部人持股、機構投資人持股等皆提高，顯示沙賓法案的頒布對於 L23 型態的 ADR 公司治理的提升較無作用。因此僅 L14 型態的 ADR 符合假說 H2.1：SOX 頒布後，歐豬五國公司治理提升。

## 2. 歐洲公司治理行動計劃頒布前後比較

歐洲公司治理行動計劃於 2003 年實施，由<表 12>可看出 L14 與 L23 型態的 Tobin Q 在法案頒布後明顯上升，然而就公司治理變數來看，L14 與 L23 兩種組別 ADR 公司的獨立董事的比率在法案頒布後反而下降，機構投資人持股比亦呈現上升的趨勢，顯現歐洲公司治理行動計劃的頒布對於各種型態的 ADR 公司治理的提升較無作用，推測可能因歐洲公司治理行動計劃並無強制性的約束力，故對歐豬五國的公司來說提升公司治理的效果有限，Tobin Q 的增加可能與當時國內外景氣好壞較有關係，與法案頒布與否關聯較小，因此不符合假說 H2.2：歐洲公司行動治理計劃頒布後，歐豬五國公司治理提升。

## 3. 上市前後比較

由<表 12>可看出 L23 型態的 ADR 在發行後 Tobin Q 明顯上升，L14 比較 T+1/T-1 亦有上升的趨勢，顯示公司赴美上市發行 ADR 確實有提升公司績效的效果，以舉債程度 D/E 比來看 L14 與 L23 兩種組別皆上升，代表歐豬五國的公司仍偏好以舉債的方式籌資，成本可能相對於權益融資低。就公司治理的表現來看，獨立董事的比率 L14 與 L23 兩種組別皆上升，而內部人持有比率及機構投資人持有比皆下降，顯示無論何種型態的 ADR 在發行之後公司治理皆有提升，因此符合假說 H2.3：發行 ADR 後，歐豬五國公司治理提升

#### 第四節、Chow test 檢定結果

本節探討公司治理對公司績效的影響，是否公司治理影響企業發行 ADR 的型態後，進一步會影響公司的績效表現。Chow test 檢定結果呈現於<表 11>，此模型以 Tobin Q 為 Y，X 變數為公司治理變數，分為董事會相關、CEO 相關與內部人持股相關，並各分成 L14 與 L23 兩組做探討。本節就檢定的結果驗證公司績效與各變數之間的關聯性。

##### 1. Independent director percentage

發行 L14 型態的公司 Independent director percentage 的係數為正，而從<表 8>可得知發行 L14 型態的公司獨立董事比例較低，因此可得出結論獨立董事比例低對發行 L14 型態的公司績效有正面的影響，這跟一般預期獨立董事比例愈高公司治理愈佳導致公司績效上升的結果並不一致，探究其原因可能為歐豬五國的公司發行 L14 型態的 ADR 後獨立董事的比例上升，且其上升的幅度大於發行 L23 型態的公司，顯示發行 L14 型態的公司透過上市得到的利益更高，因此對於公司的績效有正面的影響，此結論符合假說 H3：發行 L1 R144A ADR 後，歐豬五國公司績效表現提升

##### 2. CEO duality

發行 L14 型態的公司 CEO duality 的係數為正，而從<表 8>可得知發行 L14 型態的公司的 CEO duality 較低，因此可得出結論 CEO 與董事長職權較分明的公司對發行 L14 型態的公司績效有正面的影響，這與一般的預期相符合，監督與經營的角色愈分明，董事會獨立性愈高(Jensen&Meckling,1976)，公司治理愈好對公司績效有正向的作用(Geddes and Vinod, 1998)，本研究的結論驗證了(Geddes and Vinod, 1998)的理論，公司治理與其績效呈現正相關，公司治理表現較佳之企業其財務表現也較好，此結論符合假說 H3。

### 3. Nomination committee

發行 L14 型態的公司 Nomination committee 的係數為負，而從<表 8>可得知發行 L14 型態的公司設有提名委員會的比例較高，因此可得出結論設有提名委員會對發行 L14 型態的公司績效有負面的影響，這與預期公司設有委員會能增進公司治理進而提升公司績效的理論不符合，其原因可能為提名委員會的設置與與公司治理相關性較低，因此也與績效表現較無直接的關聯。

### 4. CEO own

發行 L14 型態的公司 CEO own 的係數為負，而從<表 8>可得知發行 L14 型態的 CEO 持股比例較低，因此可得出結論 CEO 持股比例低對發行 L14 型態的公司績效有負面的影響，其原因可能為 CEO 持股與公司利益連結度大，當持有公司股票比例高時，公司績效好壞對於其持有股票的價值影響較大，因此 CEO 會盡最大努力做好公司治理來幫助公司價值提升(Jensen & Ruback, 1983)，也因此當 CEO 持股比例低時對公司績效有負面的影響，此結論與假說 H3 不符。

### 5. Ownership concern

發行 L14 型態的公司 Ownership concern 的係數為正，然而此變數卻不顯著，而從<表 8>可得知發行 L14 型態的機構投資人持股比例與發行 L23 型態的機構投資人持股比例相當，因此雖實證結果顯示機構投資人持股比例對發行 L14 型態的公司績效有正面的影響，但因其結果不顯著故不在此探討。

### 6. Insider own

發行 L14 型態的公司 Insider own 的係數為正，而從<表 8>可得知發行 L14 型態的內部人持股比例較低，因此可得出結論內部人持股比例低對發行 L14 型態的公司績效有正面的影響，其可能原因為內部人持股會導致公司的代理成本問題，公司內部人會因保護自身利益，而做出犧牲股東權益的決策(Black, 2006)，因此內部

人持股較低的公司預期公司治理較好，進而使公司績效較佳，此結論符合假說 H3。

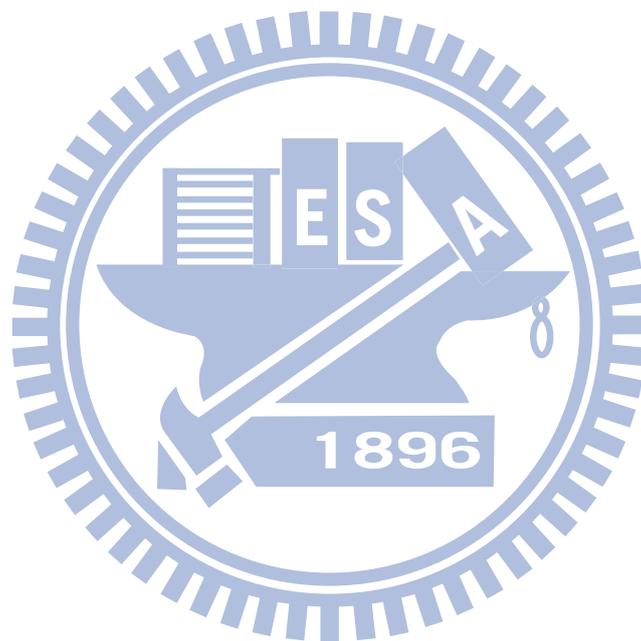
### 第五節、企業選擇 ADR 發行型態之動機

根據本研究統計結果，歐豬五國發行 L1 型態的 ADR 比率高於其他型態，約佔總公司數的 88%，我們好奇的是，歐豬五國的企業公司治理普遍較差，依據網綁理論，公司治理較差的企業會希望透過發行上市型的 L23 ADR，藉由遵守較嚴格的法律規範與增加財報揭露度來提升公司治理，然而歐豬五國的企業卻偏好發行 L1 型態的 ADR，因此我們推測，歐豬五國的公司發行 ADR 的動機與增加投資人保護較無關係，網綁理論在此不適用歐豬五國的企業。

公司發行 ADR 企業海外上市動機除了增加投資人保護外，為降低籌資成本也有可能是原因之一。對資金需求龐大的企業來說，有極大的誘因至國外掛牌上市籌資。尤其對舉債已高的公司來說，再向銀行借錢可能融資成本會很高，至海外上市不失為一個籌措資金的好方式。然而根據本研究的統計，歐豬五國的公司舉債的比例在發行後不減反增，且不論發行何種型態 ADR 的公司皆有此現象，顯見相對於海外籌資，舉債成本相對於歐洲國家的企業來說還是相對較低，因此赴海外上市降低籌資成本也不為影響歐豬五國企業發行 ADR 型態的原因。

探究大部分的公司發行 L1 型態 ADR 的原因，可能為拓展國外市場、增加外銷額以及提升海外知名度。根據(Pagano, Röell & Zechner, 2002)的研究，為拓展國外市場以及增加海外銷售額，企業會選擇至國外市場掛牌。成長機會是公司決定至海外上市的關鍵因素，等同於傳遞消費者公司對其產品有一定程度信心的訊息 (Darius,1999)，因此具有強烈出口導向的公司會傾向至國外掛牌，Pagano 研究結果也顯示大部分至美國上市的歐洲公司屬於出口導向型公司。藉由國外掛牌也可吸引國際分析師的關注，增加其海外知名度，因而吸引海外投資人投資，股東基

礎擴大使其股價報酬與交易量增加(Bailey, Karolyi, Salva,2005)，這可能解釋了為何大多數歐豬五國的公司會選擇發行 L1 型態 ADR 的原因。



## 第五章、結論與建議

本文主要以歐豬五國之公司為研究對象，探討其發行 ADR 型態的動機，驗證是否企業會因公司治理的不同而發行不同型態的 ADR，並探討公司治理與公司績效表現之間的關聯，另外本研究也使用事件研究法討論 ADR 發行前後、SOX 以及歐洲公司治理行動計劃發行前後公司治理變數的變化。

依據實證結果，獨立董事比例少的公司會傾向發行非上市型態的 ADR，且績效較佳，這與一般獨立董事比例少代表公司治理不佳進而導致績效不好的假設不一致，從 ADR 發行前後的公司治理變化探究其原因，我們發現發行 ADR 後非上市型態的獨立董事比例增加，且增幅比發行上市型態的公司大，表示發行非上市型態的公司透過上市得到的利益更良好，因而導致績效增加。另外公司績效上升的原因也可能為發行非上市型 ADR 公司的產業多屬於營建與商業設備業，此類型的公司產品銷往國外市場比重高，在近幾年歐豬五國景氣不佳的情況下，外銷國外市場有助於公司績效表現的提升，

此外，CEO 與董事長職權較不分明、內部人與機構投資人持股比高的企業，會傾向發行非上市型的 ADR，其與發行非上市型 ADR 的企業其公司治理較差的假設相符。內部人持股高可能會產生代理問題，也可能造成內部人怕發行新股後會稀釋本身持有股權而發行 L1 型態 ADR 的情況，因此對於發行非上市型 ADR 的公司來說，CEO 與董事長職權較分明、內部人持股較低對公司績效會有正面的影響。然而對於 CEO 持股來說，因為 CEO 個人利益與公司利益的連結度較高，因此 CEO 持股低對於公司績效會有負面的影響。另提名委員會因與公司治理連結度較低，其影響不在此討論。

就事件研究法的結果來看，對於發行非上市型 ADR 的公司來說，沙賓法案實

施後公司績效與公司治理皆上升，然而對於上市型 ADR 的公司作用較不明顯，而歐洲公司治理行動計劃因其為非強制性法案，對於企業提升公司治理的效果有限。另外從發行前後來看，無論何種型態的 ADR 在發行之後 Tobin Q 及獨立董事比例皆提升，顯示公司赴海外上市發行 ADR 確實有提升公司治理與公司績效的效果。

本研究統計，大部分歐豬五國的公司偏好發行 L1 型態的 ADR，因此推測其發行動機與網綁理論所提出的企業海外上市動機為藉由較嚴格的法規規範提升公司治理較無關係。另外歐豬五國的公司發行 ADR 後舉債比持續升高，表示相較於發行新股融資，舉債對於歐豬五國的企業來說成本仍較低，故降低籌資成本也非發行的動機。歸咎其發行 L1ADR 原因，可能與拓展海外市場，增加銷售額與提升企業知名度較有關聯。

本文主要著重於 ADR 研究，由於歐豬五國企業只有 18 家發行 GDR，資料數不夠因此不做 GDR 的討論，未來研究可加強兩者的比較。在發行 ADR 動機方面，企業亦有可能著眼於短期與長期經營策略不同而發行不同型態的 ADR，未來研究可觀察公司的長期投資變化，如在發行 ADR 後固定資產上升則代表企業有可能因為本身體質條件不錯，為公司長期經營動機而赴海外發行 ADR。在變數方面，本研究將公司治理變數分為董事會相關、CEO 相觀與內部人持股相關等做探討，未來的研究可就變數方面做延伸，根據歐豬五國企業的特性增加一些有意義的指標如家族股東持有比率等。此外，本研究因為 L3 與 L4 資料樣本數不足的問題無法依據流通型(L1 L2)與增資型(L3 L4)的分類做比較，亦未就參與型與非參與型分類做討論，未來的研究方向建議可觀察不同分類型態下的增長與變化，再做相關的比較與研究。

表 1、ADR 型態介紹

	L1	L2	L3	R144A
交易地點	OTC	NYSE,NASDAQ Q	NYSE,NASDAQ Q	OTC
公開市場交易	可	可	可	可
公開市場籌資	否	否	可	可
揭露程度	不需提供年報	需提供 Form 20-F 至 SEC	需提供 Form 20-F 至 SEC	無規範
會計原則	不需遵從 GAAP，遵從母 國會計原則	須遵從 GAAP	須遵從 GAAP	不需遵從 GAAP，遵從母 國會計原則
發行費用	低	高	高	低
型態分類(依市場籌資 可發行新股與否)	流通型	流通型	增資型	增資型
型態分類(依資訊揭露 程度)	非上市型	上市型	上市型	非上市型



表 2、歐豬五國發行 ADR 年份、型態與公司數

Year	Portugal				Italy				Ireland				Greece				Spain				Total
	L1	L2	L3	R144A	L1	L2	L3	R144A	L1	L2	L3	R144A	L1	L2	L3	R144A	L1	L2	L3	R144A	
1980-90					2					1	1										4
1991					1																1
1992										1											1
1993							1														1
1995							1			1											2
1997	1								1	1											3
1998	1								1	1							1				4
1999	1				1				1	1											4
2000													1								1
2001																					0
2002									1					1							2
2003					1																1
2004									1												1
2005	1				1		1		1												4
2006																					0
2007											1						1				2
2008	8				10				6				8				14				46
2009																	1				1
2010	1				13				0				0				5				19
Total	13				29		2	1	12	6	2		9	1			22				97

表 3、歐豬五國發行 ADR 公司產業分佈(至 2010 年)

Industry type	Portugal				Italy				Ireland				Greece				Spain				Total
	L1	L2	L3	R144A	L1	L2	L3	R144A	L1	L2	L3	R144A	L1	L2	L3	R144A	L1	L2	L3	R144A	
食品業	1				3				3					1			1				9
原油及石油製 品	1				2		1	2					1				4		1		12
紡織及服飾業							1										1				2
耐久財消費							1						1								2
營建業及營建 材料	3				4				3	1			3				3				17
鋼鐵業																	1				1
商業設備	2				6				1								5		1		15
汽車	1				4																5
運輸業					1					1							1				3
公共事業																	1				1
零售業					3		1			2							1				7
銀行、保險及 其他金融機構	3				10			1	3	2			6		2		6		2		35
其他	6		1		6		3		5	2	2		4		1		8			1	39
合計	17		1		39		6	4	15	8	2		15	1	3		32		4	1	148

表 4、樣本資料篩選流程

Year	Portugal				Italy				Ireland				Greece				Spain				Total
	L1	L2	L3	R144A	L1	L2	L3	R144A	L1	L2	L3	R144A	L1	L2	L3	R144A	L1	L2	L3	R144A	
原始資料 (公司數)	17		1		39		6	4	15	8	2		15	1	3		32		4	1	148
無法取得資料 (公司數)	1		1				4	2							1		3		2	1	15
去除金融保險業 (公司數)	3				10			1	3	2			6		2		6			2	35
去除公用事業 (公司數)																	1				1
可取得資料 (公司數)	13				29		2	1	12	6	2		9	1			22				97
可取得資料 (樣本數)	80				191		26	16	119	64	11		73	10			154				744

表 5、變數定義

變數	代號	定義
托賓 Q	TobinQ	(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
負債權益比	D/E	負債帳面價值/股東權益帳面價值
資產規模	LnAsset	資產帳面價值取自然對數
獨立董事比例	Indep director%	獨立董事佔董事會人數的比例
CEO 兼任董事長	CEO duality	虛擬變數，1 代表 CEO 兼任董事長，0 代表 CEO 與董事長由不同人擔任
提名委員會	Nom committee	虛擬變數，1 代表有設置提名委員會，0 代表無設置提名委員會
CEO 持股	CEO own	CEO 持股佔流通在外股數的百分比
機構投資人持股	Own concern	前十大股東持股之平方和
內部人持股	Insider own	董事、監察人、經理人持股佔流通在外股數的百分比
第一大股東持股	Top 1 own	第一大股東持股佔流通在外股數的百分比

表 6、迴歸模型變數間相關係數 (Pearson 檢定)

變數/模型	Tobin Q	D/E	LnAsset	Indep director%	CEO duality	Nom committee	CEO own	Own concern	Insider own	Top1 own
<b>Tobin Q</b>	1									
<b>D/E</b>	0.0669**	1								
<b>LnAsset</b>	-0.2062***	-0.0461	1							
<b>Indep director%</b>	0.0861	0.0176	-0.0250	1						
<b>CEO duality</b>	-0.0340	-0.0237	-0.1070***	-0.1272***	1					
<b>Nom committee</b>	0.0415*	0.0468	0.0062	0.2596***	-0.2035***	1				
<b>CEO own</b>	-0.0658	-0.0429	-0.2325***	-0.1727***	0.3149***	-0.3136***	1			
<b>Own Concern</b>	0.2024	0.1114**	0.0211	-0.0317**	-0.1355***	-0.2024***	-0.2821***	1		
<b>Insider own</b>	-0.0401	-0.0542	-0.0612	-0.3463***	0.1017***	-0.1559***	0.4719***	-0.0778***	1	
<b>Top1 own</b>	0.1631	0.0973*	0.0734	-0.0198**	-0.1445***	-0.1861***	-0.3366***	0.9752***	-0.1121**	1

說明：\*、\*\*、\*\*\*分別代表顯著水準為 0.1、0.05、0.01 時的配對樣本。

表 7、歐豬五國發行 ADR 公司各變數之平均與顯著性

變數/國家	Total	Greece	Ireland	Italy	Portugal	Spain	(T,G)	(T,Ir)	(T,It)	(T,P)	(T,S)
<b>公司特徵變數</b>											
<b>TobinQ</b>	3.73	0.61	0.73	5.33	1.08	7.25		ms	**		*
<b>D/E</b>	2.95	1.59	2.04	3.50	3.15	3.64	ms				**
<b>LnAsset</b>	21.68	21.17	20.84	22.01	21.77	22.28	***	***	***		***
<b>公司治理變數</b>											
<b>Indep director%</b>	0.44	0.33	0.60	0.46	0.36	0.37	***	***		***	***
<b>CEO duality</b>	0.35	0.43	0.20	0.26	0.46	0.56	*	***	***	**	***
<b>Nom committee</b>	0.67	0.19	0.89	0.70	0.13	0.88	***	***		***	***
<b>CEO own concern</b>	0.04	0.14	0.05	0.04	0.01	0.02	***			**	***
<b>Own concern</b>	0.14	0.06	0.07	0.22	0.17	0.11	***	***	***	**	**
<b>Insider own</b>	0.17	0.32	0.08	0.16	0.09	0.25	***	***		***	***
<b>Top 1 own</b>	0.28	0.19	0.18	0.41	0.33	0.24	***	***	***		**

說明：\*、\*\*、\*\*\*分別代表顯著水準為 0.1、0.05、0.01 時的配對樣本。

表 8、發行 ADR 公司不同型態之變數樣本檢定

變數/Type	L1L4		L2L3		平均數差	T 值	P-value	
	樣本數	平均數	樣本數	平均數				
<b>公司特徵變數</b>								
<b>TobinQ</b>	589	1.43	79	1.03	0.41	0.86	0.20	
<b>D/E</b>	588	3.12	79	1.25	1.87	1.51	0.06	*
<b>LnAsset</b>	590	21.74	79	20.86	0.88	4.75	0.00	***
<b>公司治理變數</b>								
<b>Indep director%</b>	460	0.43	57	0.54	-1.11	-3.86	0.00	***
<b>CEO duality</b>	563	0.36	98	0.45	-0.09	-1.67	0.05	**
<b>Nom committee</b>	585	0.67	98	0.48	0.19	3.75	0.00	***
<b>CEO own</b>	455	0.03	79	0.09	-0.06	-4.98	0.00	***
<b>Own concern</b>	495	0.14	88	0.14	0.00	-0.08	0.47	
<b>Insider own</b>	446	0.15	79	0.23	-0.08	-3.18	0.00	***
<b>Top 1 own</b>	480	0.29	88	0.26	0.03	1.36	0.09	*

說明：\*、\*\*、\*\*\*分別代表顯著水準為 0.1、0.05、0.01 時的配對樣本。

表 9、預測變數方向

變數		預期方向	
		L14	L23
<b>公司特徵</b>			
獲利程度	TobinQ	-	+
舉債程度	D/E	-	+
規模大小	LnAsset	-	+
<b>公司治理</b>			
獨立董事比例	Indep director%	-	+
董事長兼任總經理	CEO duality	+	-
委員會設置	Nom committee	-	+
CEO 持股	CEO own	+/-	+/-
機構投資人持股	Own concern	+	-
內部人持股	Insider own	+/-	+/-
第一大股東持股	Top 1 own	+	-



表 10、影響歐豬五國發行 ADR 類別之因素檢定- L14 與 L23 ADR (Logit 迴歸)

變數/模型	1		2		3		4		5		6		7		8		9	
公司特徵	係數		係數		係數		係數		係數		係數		係數		係數		係數	
<b>Tobin Q</b>	0.314	**	1.139	***	0.919	***	1.031	**	2.673	***	0.943	**	4.724	***	9.231	**	8.406	**
<b>D/E</b>	0.260	***	1.164	*	0.144		0.181	*	0.155		0.154		0.022		0.047		0.074	
<b>LnAsset</b>			-0.767	***	-0.779	***	-0.922	***	-1.180	***	-9.929	***	-1.979	***	-3.354	***	-3.225	***
<b>公司治理</b>																		
<b>Indep director%</b>			-5.389	***	-6.746	***	-6.174	***	-9.638	***	-7.760	***	-7.939	***	-8.649	**	-8.950	**
<b>CEO duality</b>							2.623	***	5.542	***	2.805	***	10.379	***	19.970	***	18.847	***
<b>Nom committee</b>					1.064	**					1.296	**						
<b>CEO Own</b>									27.561						30.853		31.367	
<b>Own Concern</b>													27.731	***	57.065	**		
<b>Insider Own</b>													5.531	**	14.708	*	13.675	*
<b>Top1 Own</b>																	21.044	***
<b>控制變數</b>																		
<b>Year Dummy</b>	是		是		是		是		是		是		是		是		是	
<b>Industry Dummy</b>	是		是		是		是		是		是		是		是		是	
<b>樣本數</b>	520		407		406		398		235		397		272		226		219	
<b>常數項</b>	1.194		19.301		19.632		22.939		26.608		22.931		38.637		60.419		59.359	
<b>R Pseudo 平方</b>	0.136		0.314		0.328		0.389		0.436		0.407		0.650		0.811		0.7886	

1. 此表實證 Logit 模型:  $Y(0,1) = \alpha_i + \beta_i \text{FIN}_i + \gamma_i \text{CG}_i + \text{CV}_i + \varepsilon_i$ , 其中 Y 為二元變數、發行 L14ADR 公司 Y=1; L23ADR 公司 Y=0

FIN<sub>i</sub>、CG<sub>i</sub>、CV<sub>i</sub> 分別代表公司特徵變數、公司治理變數、以及控制變數。2. \*.\*\*.\* 分別代表顯著水準為 0.1、0.05、0.01 時的配對樣本。

表 11、歐豬五國發行 ADR 類別與公司績效關聯之檢定- L14 與 L23 ADR (Chow test)

變數/模型	1		2		3		4		5		6		7		8		9		10		
公司治理	係數		係數		係數		係數		係數		係數		係數		係數		係數		係數		
Indep director%	-9.94	***	-6.11	*					-1.44	*	-9.93	-10.33	***	-9.48	***	-12.35	***	-12.45	***	***	
Indep director% L14	11.41	***	6.56	*					3.92	***	3.29	11.77	***	0.12	***	11.85	**	11.91	**	**	
CEO duality					-9.76	***	-9.42	***	-8.63	***	-8.21	-4.80	**	-4.61	**	-8.63	**	-8.74	**	**	
CEO duality L14					9.92	***	9.66	***	8.67	***	8.25	5.00	**	4.81	**	8.75	**	8.87	**	**	
Nom committee	7.22	***	6.97	***								7.62	***	7.29	***	9.48	***	9.56	***	***	
Nom com L14	-6.84	***	-6.81	***								-7.08	***	-6.79	***	-9.19	***	-9.25	***	***	
CEO Own					44.78	**	32.14	*													
CEO Own L14					-45.04	**	-35.68	**													
Own Concern																		-21.01		-21.29	
Own Con L14																		22.12		22.77	
Insider Own																		-61.08	**	-61.46	**
Insid Own L14																		59.45	**	59.83	**
控制變數																					
Year Dummy	是		是		是		是		是		是		是		是		是		是		
Industry Dummy	是		是		是		是		是		是		是		是		是		是		
Firm Specific	否		是		否		是		否		是		否		是		否		是		
樣本數	528		527		406		403		512		511		510		509		310		310		
常數項	-0.12		12.82		1.25		16.65		0.28		0.21		-0.02		-0.04		0.58		0.53		
R Pseudo 平方	0.23		0.27		0.28		0.32		0.21		0.22		0.25		0.25		0.48		0.48		

1.此表實證 Chow test 模型:  $Y(\text{Tobin } Q) = \alpha_i + \beta_1 (CG_1 + \gamma_1 CG_1 \times L14) + \beta_2 (CG_2 + \gamma_2 CG_2 \times L14) + \dots + \beta_i (CG_i + \gamma_i CG_i \times L14) + CV_i + \varepsilon_i$ ，其中 Y 為 Tobin Q，CG<sub>i</sub>、CV<sub>i</sub> 分別代表公司治理變數、以及控制變數。2. \*.\*\*.\*\*\*分別代表顯著水準為 0.1、0.05、0.01 時的配對樣本。

表 12、ADR 事件研究法檢定-L14 與 L23

變數/期間	L1L4					L2L3				
	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T-2	T-1	T	T+1	T+2
<b>EU(2003)</b>										
<b>TobinQ</b>	1.64	1.25	4.46	5.39	4.94	0.73	0.50	0.64	0.74	0.92
<b>D/E</b>	2.53	2.51	2.48	2.16	2.62	0.72	0.52	0.96	0.36	2.71
<b>LnAsset</b>	21.24	21.40	21.53	21.66	21.62	20.57	20.55	21.32	20.94	20.92
<b>Indep director%</b>	0.32	0.37	0.37	0.06	0.07	0.50	0.48	0.41	0.03	0.07
<b>CEO duality</b>	0.27	0.36	0.38	0.37	0.34	0.38	0.36	0.33	0.36	0.27
<b>Nom committee</b>	0.72	0.66	0.64	0.63	0.63	0.33	0.25	0.40	0.50	0.43
<b>CEO own</b>	0.04	0.04	0.04	0.03	0.04	0.04	0.08	0.08	0.07	0.07
<b>Own concern</b>	0.15	0.14	0.13	0.14	0.13	0.11	0.15	0.15	0.15	0.17
<b>Insider own</b>	0.16	0.14	0.21	0.19	0.18	0.19	0.28	0.29	0.25	0.26
<b>Top 1 own</b>	0.31	0.30	0.30	0.29	0.28	0.21	0.28	0.29	0.28	0.31
<b>Listing date</b>										
<b>TobinQ</b>	3.99	4.07	1.84	4.35	2.50	0.56	0.55	N/A	0.80	0.96
<b>D/E</b>	3.59	3.05	3.28	4.44	5.39	1.38	1.24	N/A	1.90	1.77
<b>LnAsset</b>	22.29	22.22	22.05	22.39	22.51	21.20	21.54	N/A	21.59	21.53
<b>Indep director%</b>	0.38	0.37	0.44	0.44	0.42	0.38	0.37	N/A	0.41	0.42
<b>CEO duality</b>	0.48	0.5	0.45	0.56	0.44	0.42	0.38	N/A	0.31	0.25
<b>Nom committee</b>	0.73	0.70	0.67	0.69	0.68	0.50	0.46	N/A	0.46	0.50
<b>CEO own</b>	0.02	0.02	0.03	0.02	0.01	0.13	0.09	N/A	0.09	0.08
<b>Own concern</b>	0.12	0.13	0.13	0.11	0.12	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>Insider own</b>	0.19	0.16	0.18	0.17	0.15	0.23	0.23	N/A	0.21	0.19
<b>Top 1 own</b>	0.27	0.27	0.27	0.25	0.26	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>SOX(2002)</b>										
<b>TobinQ</b>		1.64	1.25	4.46			0.73	0.50	0.64	
<b>D/E</b>		2.53	2.51	2.48			0.72	0.52	0.96	
<b>LnAsset</b>		21.24	21.40	21.53			20.57	20.55	21.32	
<b>Indep director%</b>		0.32	0.37	0.37			0.50	0.48	0.41	
<b>CEO duality</b>		0.27	0.36	0.38			0.38	0.36	0.33	
<b>Nom committee</b>		0.72	0.66	0.64			0.33	0.25	0.40	
<b>CEO own</b>		0.04	0.04	0.04			0.04	0.08	0.08	
<b>Own concern</b>		0.15	0.14	0.13			0.11	0.15	0.15	
<b>Insider own</b>		0.16	0.14	0.21			0.19	0.28	0.29	
<b>Top 1 own</b>		0.31	0.30	0.30			0.21	0.28	0.29	

說明: 1. T 為發行 ADR 當年度, T-1、T+1、T-2、T+2 分別代表發行前一年、後一年、前兩年及後兩年。2. \*, \*\*, \*\*\* 分別代表顯著水準為 0.1、0.05、0.01 時的配對樣本。

## 參考文獻

1. Anderson, K.L., Gillan, S., Deli, D.N., "Boards of Directors, Audit Committees, and the Information Content of Earnings", Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper, 2003.
2. Ayyagari, M., & Doidge, C., "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), 208-223,2010
3. Baker, H. K., Nofsinger, J. R., & Weaver, D. G., "International cross-listing and visibility." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37(03), 495-521,2002
4. Birger W., Cynthia A. M., "Tobin's q and the Importance of Focus in Firm Performance." *The American Economic Review*, Vol. 78, No. 1, Mar., 1988
5. Black, B.S., Jang, H., Kim, W., "Predicting Firms' Corporate Governance Choices: Evidence from Korea", *Journal of Corporate Finance*, 12, pp. 660-691, 2006.
6. Boubakri, N., Cosset, J.C., Samet, A., "The Choice of ADRs", *Journal of Banking & Finance*, 34, pp. 2077-2095, 2010
7. Cardilli, Maria Camilla., "Regulation without Borders: The Impact of Sarbanes-Oxley on European Companies." 27 *Fordham Int'l L.J.* 785, 2003-2004
8. Coffee Jr, J. C., "The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications.",1999
9. Craig Doidge, G.Andrew Karolyib, René M Stulzb., "Why are foreign firms listed in the U.S. worth more?" *Journal of Financial Economics*, Volume 71, Issue 2, Pages 205–238, February 2004
10. Daniel A. Cohen, Aiysha Dey, Thomas Z. Lys AAA 2006 Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Meeting Paper, June 2007
11. Dariusz W., Gordon L., and Rob B., "Corporate Governance and Cross-Listing: Evidence from European Companies." Working paper series, 2005
12. Doidge, C., Karolyi, G. A., Lins, K. V., Miller, D. P., & Stulz, R. M., "Private benefits of control, ownership, and the cross listing decision. " *The Journal of Finance*, 64(1), 425-466,2009
13. Doidge, C., Karolyi, G.A., Stulz, R.M., " Why do countries matter so much for corporate governance." Working Paper 10726. Cambridge MA, National Bureau of Economic Research,2004
14. Erik B., Ernst-Ludwig von T.," The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries " *European economic review*, June 1999
15. G. Andrew Karolyi., "Why Do Companies List Shares Abroad?: A Survey of the Evidence and Its Managerial Implications." *Financial Markets, Institutions &*

- Instruments, Volume 7, Issue 1, pages 1–60,1998
16. JANE COLLIER., “Corporate Governance in the European Context: Evolving and Adapting”, *J Business and Society Review*, Volume 112, Issue 2 pages 271–285, June 2007
  17. 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.
  18. Jensen, M. C., & Ruback, R. S., "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.,1983
  19. Klein, A., "Firm performance and board committee structure." *Journal of law and economics*, 41(1), 275-304.,2002
  20. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W., "Law and finance." *Journal of political Economy*, 106(6), 1113-1155,1999
  21. Lang, M. H., Lins, K. V., & Miller, D. P., "ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross Listing in the United States Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value? " *Journal of Accounting Research*, 41(2), 317-345,2003
  22. Leora F. Klapper., " Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets " *Journal of corporate finance*, Volume 10, Issue 5, Pages 703–728,November 2004
  23. Licht, A.N., " Cross-Listing and Corporate Governance: Bonding or Avoiding. " *Corporate Ownership and Control* 1(4): 36-48,2004
  24. Luca E.,& Paolo V., " Corporate Governance Reforms in Continental Europe" *Journal of Economic Perspectives*, Volume (Year): 21 (2007), Issue (Month): 1 (Winter), Pages: 117-140
  25. Pearce J.A., & Zahra, S.A., “Board composition from a strategic contingency perspective.” *Journal of Management Studies*, Vol. 29. Pp. 411-438, 1992
  26. Mara Faccio., Jang, H., Larry H.P Lang., “The ultimate ownership of Western European corporations”, *Journal of Financial Economics*,Volume 65, Issue 3, Pages 365–395, September 2002
  27. Michael Firth, Peter M.Y. Fung, and Oliver M. Rui "Simultaneous Relationships among Ownership, Corporate Governance, and Financial Performance. ", *Current Version*, June, 2002
  28. Morck, R.K., Steier, L. “The global history of corporate governance – an introduction.” WP 11062, Cambridge MA, National Bureau of Economic Research,2005
  29. Narayanan J., Kuldeep S., Kishore T., " The impact of international cross listings on risk and return : The evidence from American depository receipts." *Journal of*

- Banking & Finance, Volume 17, Issue 1, Pages 91–103, February 1993
30. Pagano, M., Röell, A.A., Zechner, J., “The Geography of Equity Listing: Why do Companies list Abroad?”, *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 6, pp. 2651-2694, 2002.
  31. Roberta Romano, “The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance”, NYU, Law and Econ Research Paper
  32. Rosenstein, S., & Wyatt, J. G., "Outside directors, board independence, and shareholder wealth. " [doi: DOI: 10.1016/0304-405X(90)90002-H]. *Journal of Financial Economics*, 26(2), 175-191.,1990
  33. Shleifer, A., & Vishny, R. W., "Large shareholders and corporate control. " *The Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.,1986
  34. Stulz, R. M., "GLOBALIZATION, CORPORATE FINANCE, AND THE COST OF CAPITAL. " *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(3), 8-25,1999
  35. Van der Elst, C.,”The equity markets, ownership structures and control: towards an international harmonisation? “Financial Law Institute Working Paper 2000-04, Gent University., 2000
  36. Warren Bailey, George Andrew Karolyi, Carolina Salva., " The Economic Consequences of Increased Disclosure: Evidence from International Cross-listings." Dice Center Working Paper No. 2002-4; AFA 2003 Washington, DC Meetings, 2005
  37. Westphal, J. D., & Milton, L. P., "How experience and network ties affect the influence of demographic minorities on corporate boards. " *Administrative Science Quarterly*, 45(2), 366-398.,2000
  38. Yermack, D., "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), 185-211,1996
  39. Zhang, C. X., & King, T.-H. D.," 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), 71-92,2010