

# 國立交通大學

財務金融研究所

碩士論文

發行 ADR 對公司治理與價值的影響-以北歐四國  
為例

Corporate Governance and Firm Performance: Evidence  
from Nordic ADRs

研究生：廖巧琪

指導教授：潘李賢 博士

謝文良 博士

中華民國一百零一年六月

發行 ADR 對公司治理與價值的影響-以北歐四國  
為例

Corporate Governance and Firm Performance: Evidence  
from Nordic ADRs

研究生：廖巧琪

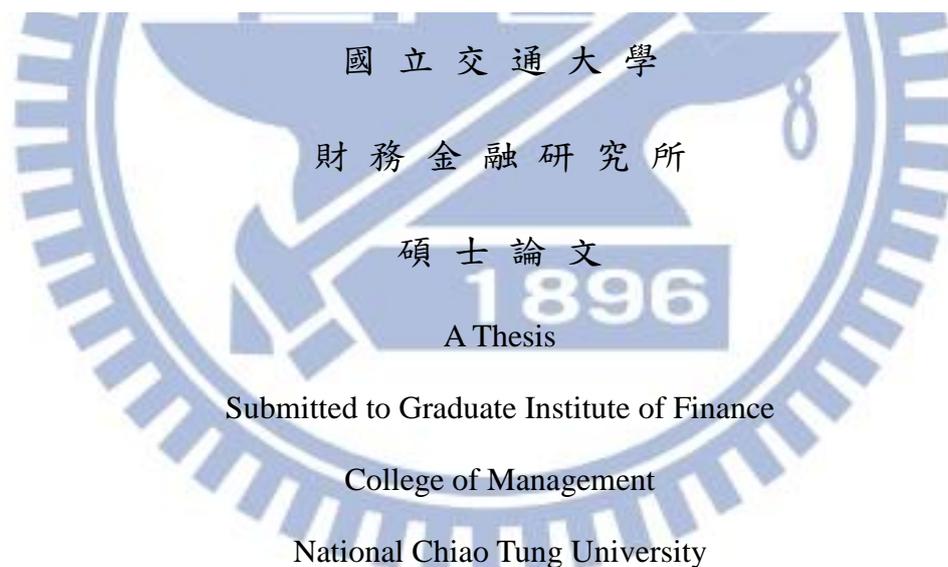
Student : Ciao-Ci Liao

指導教授：潘李賢 博士

Advisor : Dr. Lee - Hsien Pan

謝文良 博士

Dr.Wen-Liang Hsieh



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 2012

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國一百零一年六月

# 發行 ADR 對公司治理與價值的影響-以北歐四國為例

學生：廖巧琪

指導教授：潘李賢 博士

謝文良 博士

國立交通大學財務金融研究所碩士班

## 摘要

企業藉由海外上市可以為公司帶來價值的提升嗎?本文針對北歐四國赴美發行存託憑證之公司，以 2001~2010 年的資料為樣本，研究發行 ADR 的行為、美國沙賓法案(Sarbanes-Oxley Act, "SOX")以及北歐公司治理法(Nordic codes)等三種不同的事件，藉由交叉比對探討對公司治理以及績效的影響；再由內部公司治理層面，探討董事會結構、股權結構、CEO 特性與公司績效之關聯性。

實證結果發現，美國沙賓法案後對公司治理相對北歐當地的公司治理法有更明顯的改善，然而北歐公司受美國沙賓法案影響得以提升公司治理的同時，也帶來內控成本的增加，削弱了在績效方面的表現；而北歐當地的公司治理法則明顯為公司帶來績效的提升，與西班牙的 Olivencia Code 和印度的 Clause 49 等代表性法規一樣，國內法規確實讓公司落實了公司治理，也使得市場給予公司正面的評價；而發行 ADR 的行為多在美國在 2008 年寬鬆存託憑證之政策後，且僅為體制的移轉，對公司治理影響不大，適逢金融海嘯，績效表現無法產生海外上市可能帶來的溢價。

關鍵字: 公司治理、公司績效、美國存託憑證、沙賓法案、北歐公司治理法則

# Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Nordic ADRs

Student : Ciao-Ci Liao

Advisor : Dr. Lee - Hsien Pan

Dr. Wen - Liang Hsieh

Institute of Finance College of Management  
National Chiao Tung University

## ABSTRACT

Does cross listing in the United States increase a firm's market value? This paper examines the effects of ADR listing, Sarbanes-Oxley Act (SOX), and Nordic codes on firm performance for Nordic American Depositary Receipts (ADRs). Using data from 2001 to 2010, we explore the relationship between corporate governance and firm performance for Nordic ADRs from the perspective of internal corporate governance that includes board structure, CEO characteristics and ownership structure.

We find that post-SOX corporate governance quality has significantly improved compared with the quality of post-Nordic codes. However, the costs associated with SOX have adversely affected firm performance. This evidence is consistent with the view that investors consider SOX deterrence on performance of cross-listed foreign companies. On the contrary, the local Nordic codes have improved both corporate governance and firm performance for Nordic ADRs. This result is consistent with the post-governance effects of Olivencia Code in Spain and Clause 49 in India. As for the post-ADR effect, there appears to be little effect on corporate governance and firm performance, which might be attributable to the financial tsunami and SEC's allowing unsponsored ADRs to be listed on U.S. stock exchanges in 2008.

Keywords: American Depositary Receipts, Corporate Governance, Sarbanes-Oxley Act, The Nordic Codes

## 謝詞

一直盼望著完成論文的那一天，終於到來了!內心感到無比的輕鬆與愉悅!回憶起兩年來的碩士生活，對於所遇到的人事物，都會是我一輩子難忘的回憶!

記得去年的此時，正茫然於所要研究的方向，帶著一點點的不安開始了論文生活，過程中真的很感謝潘李賢老師的耐心指導，以亦師亦友的角色陪伴著我學習，關心著學生的生活，讓我在遇到問題時能夠得到滿滿的力量，產生再次向論文挑戰的勇氣，謝謝老師，因為有您，我才能快快樂樂、順順利利的完成論文。也謝謝曾經教導過我的師長們，陪伴我一起成長，讓我收穫滿滿的邁向下一個人生階段。也好感謝一直陪伴在我身邊的朋友，陪我一起歡笑、煩惱、分享生活瑣事的 Peter、心萍、柯柯、祐瑜、Coco 哥、政穎、胖亨、愉婷。遇到問題時總是不吝嗇給我許多建議與幫助的，香香、古胖、彭神、拉布、柏萼。還有好多一起努力的同學們...，因為有你們我的研究所生活過得好快樂，謝謝你們!還有也謝謝志工服務的小朋友們，你們天真無邪的兒語與笑容，讓我在寫論文煩悶之餘可以得到救贖，希望你們都能平安快樂的長大喔!

最後要感謝我的家人們，對我無窮無盡的包容與支持，謝謝你們總是扮演我堅強的後盾，讓我可以盡情地做我想做的事，以及達成我的夢想，在我遇到困難的時候給我一股安定的力量，讓我產生無與倫比的勇氣，謝謝你們無私的付出。

廖巧琪 謹誌

交通大學財金所

民國一百零一年六月

# 目錄

第一章 緒論 .....	1
第二章 文獻回顧與假說建立 .....	3
2.1 美國存託憑證 .....	3
2.2 北歐四國公司治理概況 .....	3
2.3 假說建立 .....	8
第三章 資料說明及研究方法 .....	12
3.1 資料來源 .....	12
3.2 樣本期間 .....	12
3.3 迴歸模型 .....	12
3.3.1 變數說明 .....	13
第四章 實證結果與分析 .....	16
4.1 樣本敘述統計與國家間樣本 T 檢定 .....	16
4.2 相關分析 .....	17
4.3 事件前後 T 檢定與迴歸結果 .....	17
4.4 穩健性檢定 (Robustness check) .....	21
第五章 結論及建議 .....	23
參考文獻 .....	41

## 圖目錄

圖 1、董事會組成結構，一元制(One-tier board system)與二元制(Two-tier board system)之區別 .....	5
--	---

## 表目錄

表 1、1981 年~2010 年北歐地區發行 ADR 公司數（按 ADR 型態區分） ..	25
表 2、ADR 型態與國家的樣本分佈 .....	26
表 3、北歐地區發行 ADR 公司產業類別(按 ADR 型態分類).....	26
表 4、北歐地區發行 ADR 公司產業類別(按國家區分).....	26
表 5、樣本資料篩選流程 .....	27
表 6、2001~2010 年北歐地區發行 ADR 公司變數之敘述統計 .....	29
表 7、北歐地區發行 ADR 公司 T test(依國家區分).....	30
表 8-1,8-2、北歐地區 ADR 發行前後對公司治理與整體績效的影響 .....	31
表 9、美國 SOX 實施前後對公司治理與整體績效的影響 .....	33
表 10-1,10-2、北歐地區公司治理法案(Nordic code)實施前後對公司治理與整體 績效的影響 .....	34
表 11、迴歸模型變數相關分析 .....	36
表 12-1,12-2、影響北歐國家公司治理與績效的因素(複迴歸).....	37
表 13-1,13-2、影響北歐國家公司治理與績效的因素(穩健性檢定).....	39

# 第一章 緒論

公司治理儼然已為世界各國關注的議題，主要探討如何在所有權與控制權分離之情況下，降低代理問題，使管理階層利益和股東利益達成平衡。公司治理又可分為外部與內部環境(Gillan,2006)，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，以實現公司和股東利益極大化。

公司治理之所以開始被關注，乃由於2001年以來，美國相繼爆發了許多重大的金融醜聞，諸如安隆(Enron)、世界通訊(WorldCom)等弊案，造成市場受到很大的衝擊，當時美國政府為了重拾市場信心，於2002年7月通過了「沙賓法案」(Sarbanes-Oxley Act，以下簡稱美國SOX)，其針對美國掛牌上市公司、美國企業的子公司與分支機構，建立相關規範以確保財務資訊正確性及可靠性，其中第404章節則提到公司管理階層對內部控制的評估，提高公司資訊透明度與公司治理。該法案乃從1930年來證交法制定後，監管美國市場最重要的法案，過去有文獻針對美國SOX後對公司治理帶來的影響做探討，研究發現美國SOX後董事會獨立性與規模確實有提升及增大之現象(Chhaochharia and Grinstein,2005a,b)。落實好的公司治理之企業，外界通常會給予其股價較高的溢價，然而過去文獻指出，美國SOX為企業帶來的成本效應使得公司績效表現明顯變差(Berger et al.,2005; Litvak , 2007)。

而當美國 SOX 實施後，良好的公司治理結構愈來愈被國際資本市場和全球投資人重視，企業推動公司治理雖然增加一些成本，但藉由公司治理，使企業資訊更透明，投資大眾對公司之信任也會提高。許多國家開始修訂與制訂國內公司治理相關法案。La Porta et al.(1998)曾以法規對投資人保護程度與執行力來衡量而將法源區分成習慣法(Common law)與成文法(Civil law)，基於地區、文化之特殊性，北歐國家即本文研究的瑞典、挪威、丹麥與芬蘭皆屬成文法分支的斯堪地

那維亞法系(Scandinavian laws)，一般認為英、美國家使用的習慣法機制優於成文法。北歐國家在 2001~2004 年陸續頒布了各國之公司治理法規(Nordic codes)，各國皆有針對監事會、董事會以及管理階層之組成、職責，委員會之設立機制等做規範，主要為提高公司運作之透明度以及信息披露之質量。法系之不同對公司治理及績效的影響，亦為本文研究之重點。

過去文獻多針對美國SOX後對美國公司治理及績效之探討，較少針對發行ADR(American Depositary Receipt)之公司做網綁理論(Coffee,2002)之驗證，甚至藉由不同國家之法令規範做交叉比對，本文即以北歐國家發行ADR之企業為主要研究對象，探討企業發行ADR的行為如何影響公司價值，除了針對外部公司治理層面，以事件研究法探討海外上市在不同法律規範下(美國SOX、Nordic codes)對公司績效之影響，本文更深入探討企業在內部公司治理層面，例如，董事會結構、股權結構、CEO特性與公司績效之關聯性。

本文研究架構如下:第二部分介紹北歐國家公司治理概況以及相關文獻的探討、假說之建立；接下來我們以 2001 至 2010 的北歐發行 ADR 公司為樣本作為假說實證的資料以及說明研究方法；第四部分為實證結果，論述事件對公司治理以及績效之影響，並且分析公司治理與績效之間的關聯性；最後則是提出結論與建議。

## 第二章 文獻回顧與假說建立

### 2.1 美國存託憑證

存託憑證源自1927年由美國摩根大通銀行首創，其種類依發行地區不同可分為全球存託憑證(GDR)、美國存託憑證(ADR)、歐洲存託憑證(EDR)、台灣存託憑證(TDR)。此金融工具的出現消除了投資人在證券買賣、匯率變動、投資成本國際間法令以及語言的問題。本研究以北歐國家企業至美國市場發行ADR為研究範圍，ADR是大多數的外商公司在美國的股票市場交易股票的方式，是由美國的存託銀行發行與管理，代表以美元計價之非美國公司的股權憑證，美國投資者也可以藉由ADR投資外國企業的股票。ADR的種類分為四種：(1) Level I ADR僅能於OTC交易，無增資功能且受美國證管會(SEC)要求較少，不須遵從GAAP原則；(2) Level II ADR則可於NYSE、AMEX或NASDAQ上市，其受SEC管制較Level I嚴格，需遵從GAAP且必須提供年報，例如：Form F-6、Form 20-F；(3) Level III ADR則與Level II 一樣同為上市型ADR，此類型ADR受到的管制最為嚴格，除了遵守GAAP外還須提供年報與招股說明書，例如：Form F-6、Form F1以及Form 20-F；(4) 144A ADR僅提供給大型機構投資人募集資金使用，不受SEC監管，是一種私募性質的存託工具，以犧牲流動性來換取較低發行費用和較寬的資訊披露要求。

ADR 在近幾年有大幅的成長，因投資者對外國投資標的的需求提高、或為分散投資風險、已開發國家為擴大資金規模等因素皆使 ADR 仍會是促進資金全球化的主要媒介。

### 2.2 北歐四國公司治理概況

公司治理的概念乃由 Jensen 與 Meckling 於 1976 提出之代理理論後應運而生，期能提升管理當局之效能與監督管理者之行為，保障股東與債權人之利益。從公司角度而言，公司治理之最終目標為在合於法律規範下，建立最適機制使公司價

值極大化。1999年經濟合作暨發展組織(Organization of Economic Cooperation and Development; 簡稱 OECD) 定義公司治理是一種據以對企業進行管理和控制的體制。公司治理明確規定了公司各個參與者的責任和權利分布，以及決策公司事務時所應遵循的規則和程序。

公司治理結構模式受到諸多因素的影響，主要包括產權制度、文化傳統、法律體系、經濟模式及市場結構等。因此，不同國家形成了不同的公司治理模式。目前公司治理架構分為外部與內部公司治理(Gillan, 2006)，外部治理機制主要與法律環境、資本市場有關，La Porta et al.(1998)以法規對投資人保護程度與執行力來衡量將 49 個國家區分成四大法系，分別是英美習慣法、法國成文法、德國成文法以及斯堪地那維亞成文法，而本文研究的瑞典、挪威、丹麥與芬蘭皆屬斯堪地那維亞法系，而在以司法制度的效率、法令規章、貪污程度與政府拒絕履約等指標衡量法律執行情形的結果顯示斯堪地那維亞法系為最佳，其他指標在衡量股東權益以及債權人權益上則次於英、美習慣法；而內部治理機制則與股權結構、董事會結構有關。

目前公司治理在董事會結構上大致分為兩種體系：一元制體系，採用的國家主要是英、美國家其他還有法、義；二元制體系，主要以德國為典型代表，還有荷蘭、丹麥、芬蘭等。兩者的區別在於一元制體系其董事會由非執行董事(外部董事)來監管，但是關鍵決策是由執行董事和非執行董事共同做出，也就是大股東或有權威的人士組成董事會，董事會分成內部董事和外部董事，外部董事多為曾經擔任過其他公司高層領導職務者或專家，內部董事則為公司高級主管人員；而二元制則是藉由將管理與監督職責之劃分，設立單獨由非執行董事，由股東及企業員工組成的監事會(supervisory board)來監督執行階層(management board)，僱員擁有與其他董事相同的權利，員工可以參與董事會之決策形成北歐監事會結構之特點，有助於促進斯堪地納維亞社會公平和減少公司所有者與員工產生資訊不對稱之問題。

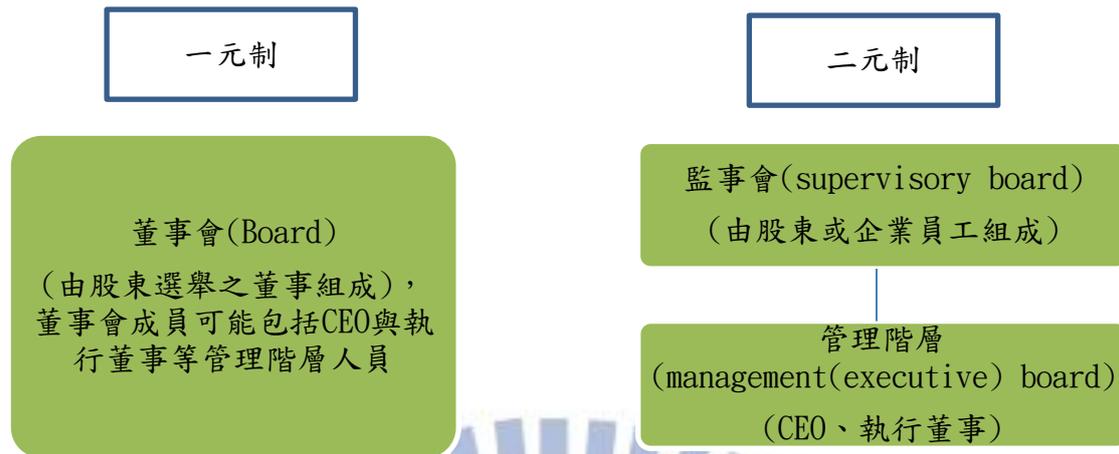


圖 1、董事會組成結構，一元制(One-tier board system)與二元制(Two-tier board system)之區別

而兩種治理模式各有優勢，採用一元制的公司其股東與經營者之間的權利可以互相制衡，從而使代理問題降低，執行董事與非執行董事可以緊密合作以達成公司目標，但董事會也因兼具決策控制與管理職能，使得董事會獨立性大打折扣；而二元制體系透過由股東會選舉監事會成員監督經營階層，使得管理和監督職責完全分開，形成良好制衡機制，監事會在股東與經營階層作為中介角色，也有防範股東濫用其影響力之效果，然而高階管理者也因為較大的獨立性容易被取代 Carsten M.J.(2006)。若從股權結構的基礎來看公司治理的效果，Fabrizio Barca and Marco Becht(2002)在 *The Control of Corporate Europe* 著作中比較控制股東在歐洲以及英、美等國家的持股現象，指出許多歐洲企業其大股東持股往往超過 50%，相較之下，在英、美國家大股東持股通常不超過 10%。顯示採用一元制的英、美企業股權容易流動，容易使得投資者對公司監控不力；而採用二元制體系的國家像是丹麥、挪威等歐洲國家控制企業股權通常是法人，即機構投資人或銀行，其對公司的持股比例較高，而法人間相互持股現象非常普遍，形成命運共同體控制監督著企業。

## 瑞典

瑞典以獨特的高度平等的社會福利而自豪，然而 Peter Hogfeldt(2004)指出在

公司治理的層面上瑞典家族企業有過於集中的控制力。Hogfeldt 認為這種現象是受到社會民主主義的影響，事實上這種社會制度保護著家族資本主義，因為他們有共同的利益，政府認為藉由國內強大家族勢力可以穩定企業發展，且比起外國控制股東也較容易約束，藉由金字塔治理結構(Randall K. Morck and Lloyd Steier,2005)與交叉持股以鞏固控制權。如果分離這種金字塔結構則會使得外部融資相對昂貴，所以政府鼓勵現有企業擴大，同時也加重未分配盈餘稅的課徵。這些根深蒂固相互支持的政治和企業使得瑞典經濟穩健成長，一直到 1970 年代經濟因外部衝擊而僵化，這種機制在因應迅速變化的全球經濟顯得較無優勢，結果經濟日益脆弱以及多為體制不穩健的企業。然而因為開放的地理特性使得外國直接投資盛行，外資持股比例在 1990 年來有明顯的增加，社會民主制度下的公司體制因經濟國際化的衝擊而產生許多改革。目前瑞典公司治理法則於 2004 年訂定，在董事會的架構上，介於一元制與二元制之間，與二元制相似之處為管理階層人員不得同時身兼董事會成員；而與一元制相似之處主要在董事會通常置有一席 managing director，通常由 CEO 擔任，依照董事會的指示，負責公司日常管理，如此一來董事會除了最後核定其決策及負責監督執行董事之功能外，還可以參與部分通常由執行董事負責之日常業務與一般決策。

## 挪威

目前規範挪威的公司治理法則由挪威的公司治理委員會(NCGB)在 2004 年訂定，在董事會架構上規定，企業員工超過 200 人，通常必須設立 corporate assembly，其成員至少要有 12 人其中 2/3 成員須為股東、1/3 成員由員工擔任，而董事會(Board)就是由 Corporate assembly 選出。Corporate assembly 負責監督董事會(Board)與執行董事(executive board)，而企業的執行董事不得同時擔任董事會的成員。挪威和瑞典的法律和體制環境非常相似，民主社會主義皆對兩個國家有很深的影響，相較於瑞典的家族資本主義挪威的政府擁有更大的控股權，根據 Federation of European Securities Exchanges 在 1998 年的統計，前者為 8%後者為

16%，特別是能源型產業，如石油、能源以及銀行業在很大的程度上由國家擁有。

## 芬蘭

有鑑於國際間許多國家紛紛更新公司治理規範，芬蘭認為有重新審查公司治理相關準則之必要，赫爾辛基證券交易所(Helsinki Stock Exchange)於 2003 年頒布芬蘭上市公司治理準則，該法乃針對 1997 年芬蘭上市公司治理準則所做的修法，其目的為協調在芬蘭本地的投資者與外國投資者之利益，提高股東信息質量的披露並且促進證券市場運作的完善。

芬蘭在董事會結構的一個有趣的特點為企業可以選擇一元制(One-tier board system)或者二元制(Two-tier board system)，在這種公司治理模式下，可以藉由測試哪一種制度較適合公司發展，並藉以改變經營效率不佳的企業之體制因素。

## 丹麥

目前丹麥的公司治理法規由哥本哈根證券交易委員會於 2001 年制定 (Copenhagen Stock Exchange Committee)，稱 Nörby Report，而鑑於美國和歐盟之立法精神，2005 年針對 Nörby Report 做修訂，引進審計、薪酬以及提名委員會，並對委員會組成做詳細規範。在董事會架構上由監事會(supervisory board)負責監督執行董事(board of managers)，而執行董事人數依公司規模大小而不同，多至 3 至 6 人小則只有一人(為 CEO)，這種與監督與管理兩權之二元制體系使得 CEO 不得同時擔任董事會成員。丹麥主要還是家族企業為主的經營體系，監事會成員多為家族企業成員，家族可以利用三種方式影響管理公司:直接擁有公司、透過參與監事會或者通過家族基金以取得控制權。在資本市場方面，銀行為企業間主要融資來源，形成銀行導向型(bank-based)的治理結構，銀行既是公司的債權人又是股東，公司股東主要透過具有較大控制權者通常是銀行來代其監控公司經營者。在股權結構上，家族持股色彩濃厚，但與瑞典不同的是，丹麥企業間交叉持

股現象較低，企業規模相較其他北歐國家小 (Linderoth et al,1996)， 在管理架構上不同於瑞典的分權化管理而是較為集中式的管理架構。

### 2.3 假說建立

本章節根據 Gillan(2006)將公司治理架構分為外部與內部公司治理，分別由法律環境與資本市場等外部治理層面，探討海外上市對公司治理特別是在董事會結構上的變化與績效之影響；另外在內部治理層面則針對股權結構與 CEO 特性作探討。

過去文獻研究企業海外上市的行為屢見不鮮，透過發行ADR如何影響企業價值的變化?根據投資人認可假說(Investor Recognition Hypothesis)，企業藉由跨國上市可以改善原本較不透明的資訊環境，增加投資人認可，企業於海外上市後通常具有異常報酬率(Merton,1987)。Lang ,Lins & Miller(2003)則發現企業於美國交叉上市後往往提高其信息環境之品質以及市場價值。而市場區隔假說(Market Segmentation Hypothesis)則提出企業於美國上市後可以降低籌資成本進而提升公司價值(Foerster and Karolyi, 1999)。Coffee (2002)提出網綁理論(Bonding)，指出交叉上市可以藉由海外嚴格的法律規範提升公司治理，進而提高經營績效與增加市場競爭力，使公司價值提升。根據上述學者之研究，企業可能因海外上市而具有提升公司價值的作用，因此，我們提出以下假說:

Hypothesis 1.1: 發行ADR後有提升北歐公司治理之效果

Hypothesis 1.2: 發行ADR後有提升北歐公司價值之效果

由假說一中學者提出的三種理論，可知法律環境與資訊揭露是影響外部公司治理的重要因素。2001年以來，美國先後爆發了安隆(Enron)與世界通訊(Worldcom)等金融弊案，市場不得不開始重視商業倫理，以及公司治理的落實。於是2002年美國頒佈影響國內外上市企業至深的沙賓法案(The Sarbane -Oxley act，以下簡稱美國 SOX)，該法案針對公司內部監控機制提出改革，例如:美國證

管會要求於 NYSE 和 NASDAQ 上市的公司兩年獨立董事比率至少高於 50%，並要求設立委員會，優先設置審計委員會，進而設置薪酬與提名委員會使公司治理更臻完善。過去許多研究董事會組成之議題發現，董事會的獨立性愈高愈能夠保護股東權益。Westphal & Milton(2000)曾探討獨立董事對董事會的監控效能，他們發現獨立董事的比例增加有助於提升對管理階層的監督，降低代理問題。而基於董事會的授權下，委員會將監督公司財報、簽證會計師選(解)任與公司內部控制是否有效實施以及經理人薪酬之擬訂等，研究指出委員會的設立有助於減少公司盈餘管理的行為(Klein, 2002; Hatice Uzun, Szweczyk & Varma, 2004)。而在 Chhaochharia and Grinstein(2005a,b)研究近年來董事會結構之變化，他們發現美國 SOX 後董事會獨立性確實有提升之現象。根據 SOX 對公司帶來之影響，我們提出以下假設：

Hypothesis 2.1: 美國沙賓法案後有提升北歐公司治理的效果。

良好的公司治理往往為公司帶來績效之提升，然而許多文獻指出，美國 SOX 並沒有為企業帶來價值之提升。Berger et al.(2005)研究發現，受美國 SOX 影響下，在美國上市的外國企業績效表現明顯較美國本土公司差，他們認為這種強力的法令約束會為外國企業帶來較大的成本。Litvak(2007)更指出這些外國公司中，原本若屬於公司治理較差的國家，高資訊揭露與低成長性的公司因受美國 SOX 的影響而承受更高的成本，使得績效表現變差。根據以上文獻，我們想要觀察這種現象是否存在於北歐 ADR 公司，因此提出假設 2.2:

Hypothesis 2.2: 美國沙賓法案後使北歐公司績效表現變差。

而當美國 SOX 實施後，良好的公司治理結構愈來愈被國際資本市場和全球投資人重視，被視為是改善經營績效、走向國際化的重點。麥肯錫公司曾於 2002 年在美國的一項調查表明，在財務狀況類似的情況下，投資人願意為治理良好的美國企業多付 14% 的溢價。而研究北歐各國在公司治理的相關法規發現，美國沙賓法案後，瑞典與挪威先後於 2004 年頒布公司治理法，芬蘭於 2003 年頒布，丹麥

則是在2001年頒布，這些法規儘管依國家規範之不同而有不同層面的效果，但皆秉持促進公司體制與市場運作的完善為目的。La Porta et al.(1998)分析了習慣法和成文法的差異，認為習慣法系國家對投資人保護與執行力較成文法系國家佳。屬於成文法系的北歐在公司治理法的實施下是否產生像美國SOX帶來的效果？Anson & Rodríguez(2001)研究西班牙在Olivencia code的影響下，當公司積極遵守法規實踐守則時，市場往往給予公司正面的評價。另外，Dessai & Bhanumurthy(2010)研究印度的Clause 49法規對公司帶來的影響中發現，當企業積極遵守管制，除了增加投資人對其良好公司治理的認可外，對企業的股價以及公司價值往往也給予正面的回應。而北歐公司在本國國內制定的法令規範中是否也能為公司帶來績效的提升，我們進而提出以下假說：

Hypothesis 3.1: 北歐各國公司治理法頒布後有提升公司治理的效果。

Hypothesis 3.2: 北歐各國公司治理法頒布後使公司績效表現變好

而針對美國頒布沙賓法案、北歐公司治理準則以及發行 ADR 等事件對北歐公司影響之程度，我們進而比較三種事件在公司治理之變化。美國沙賓法案乃因一連串之金融弊案而強行推動改革，針對大方面公司體制做規範，對海外上市之公司帶來之影響層面較深；世界各國在美國之影響下，為了使資本市場與國際接軌而開始針對國內公司治理規範重新修訂規章，在北歐各國之公司治理準則某種程度上與美國是很相似的；而 ADR 之發行則是體制內的改革，加上 2008 年美國對 ADR 之規範又釋出寬鬆條款，使得 ADR 型態由參與型(Sponsored)變為非參與型 (Unsponsored)。根據以上推論，北歐國家在不同事件對公司治理帶來之影響，我們進而提出下列假說：

Hypothesis 4:不同事件對北歐公司治理產生之影響程度以美國沙賓法案最深、公司治理法次之而發行ADR帶來之影響最小。

然而企業海外上市的動機除了提升企業價值之外，尚有內部公司治理層面上的目的。La Porta et al.(1999)研究各國上市公司在股權結構上的差異，其中包括

本文研究的北歐四國，可以看出瑞典、挪威、丹麥家族持股特色鮮明，且發現歐洲國家的股權集中度偏高，過去有學者提出，公司股權集中度高會使得大股東更有誘因去監督管理階層以及擁有可以與之制衡的權力，可以提升股東價值(Shleifer & Vishny, 1997)。然而也有學者提出公司內部人持股比例高，為避免海外上市後造成股權分散，影響其利益，企業較不願意在美國上市(Black et al.2006)。

權衡海外上市的優缺點企業因而有不同 ADR 發行型態的考量，觀察赴美上市的北歐企業，其中有高達 95%的企業發行 level I ADRs，企業多發行不具籌資功能且法規管制較寬鬆的 ADR 型態使得原本較為集中的股權結構不受影響，而為公司帶來正面之影響，因此我們提出下列假說:

Hypothesis 5.1: 內部人持股比例愈高對北歐公司績效愈有正面影響。

而許多文獻也針對CEO特性與公司績效之關聯性作探討，Hermalin and Weisbach (1991)研究發現，CEO任期較短對公司績效之影響較小，然而CEO任期若超過15年，對公司績效則會帶來負面的影響，而Brookman and Thistle (2009)研究中也發現，有82%之CEO其任期不超過13年，在一個適當範圍內，隨著任期的增加，CEO累積之管理經驗愈豐富，愈能夠為公司帶來績效之提升。CEO任期過長則容易產生派系之問題，尤其容易使董事會之獨立性降低(Hermalin et al.1998)。然而北歐國家多為二元制體系，CEO往往不為監事會成員，對於監事會獨立性較無影響，根據以上文獻，我們提出以下假說:

Hypothesis 5.2: CEO任期愈長對北歐公司績效愈有正面的影響。

## 第三章 資料說明及研究方法

### 3.1 資料來源

本研究以北歐四國(瑞典、挪威、芬蘭、丹麥)於美國市場發行 ADR 之企業進行分析。依據摩根史坦利銀行(JPM, JPMorgan)統計之北歐四國企業發行 ADR 相關資訊，資料顯示，自 1981~2010 年為止，瑞典、挪威、芬蘭、丹麥至美國發行存託憑證之企業有 112 家，依年度及國家區分各類型 ADR 發行公司數彙總於表 1、表 2。依產業及國家區分各類型 ADR 發行公司數彙總於表 3、表 4。而依據美國標準產業分類(Standard Industrial Classification)我們剔除 17 個分類中的金融業，如銀行、保險業，公共事業等受國家法規限制之產業，共計剔除金融業 16 家、公共事業 1 家以及未公告年報之公司 2 家，最後觀察的公司家數為 93 家(請參照表 5)。財務變數資料主要來是 Compustate 和公司年報，而公司治理變數則完全從公司年報逐一蒐集整理。

### 3.2 樣本期間

本研究主要的研究期間為 2001 年自 2010 年共計十年，其中有大多數的企業皆在 2008 年至美國發行存託憑證，可依此做發行 ADR 前後公司績效的探討。而統計北歐四國企業發行 ADR 之型態以第一級為大宗，可見 2008 年美國 SEC 頒佈之寬鬆第一級存託憑證法令效果之顯現。由原本需要發行公司與存託銀行間簽定存託契約之參與型(Sponsored)變為非參與型(Unsponsored)的 ADR 型態。

綜觀北歐國家發行 ADR 之產業分布，通訊業、服務業及造紙業等佔總產類 26.88%，位居第二的產業為藥物、化妝品業，而原油及石油製品及商業設備產業則位居第三。

### 3.3 迴歸模型

本文主要探討北歐國家發行 ADR 之行為與內外部公司治理的關係，在外部公司治理方面，我們主要探討法令規範的效力如何影響公司價值，所以在模型中分別加入事件變數，包括 ADR 的發行(ADR Dummy)、北歐各國公司治理法的頒布(Nordic code Dummy)以及美國沙賓法案的頒布(USSOX dummy)等事件，而在內部公司治理方面，我們將欲探討的變數分為董事會結構(Board)、股權結構(Ownership)以及 CEO 特性等類別。用以下迴歸模型來檢定 H1.1~H5.2:

公司績效變數 = F(董事會結構、股權結構、CEO 特性、事件變數、控制變數)

即

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Independent} + \alpha_2 \text{Committee} + \alpha_3 \text{Insider Own} + \alpha_4 \text{CEO Age} \\ & + \alpha_5 \text{CEO Tenure} + \alpha_6 \text{Event}_i + \alpha_7 \text{Ln Asset} + \alpha_8 D/E \\ & + \alpha_9 \text{Industry Dummy} + \alpha_{10} \text{Year Dummy} + \varepsilon. \end{aligned}$$

(模型 3.3.1)

### 3.3.1 變數說明

#### 公司績效變數

根據過去文獻常被用來衡量公司績效的變數，有針對帳面價值的衡量 (Accounting measures)，例如: Jian and Wong (2003) 所用的 ROE (net income to equity)、Morellec and Nikolov (2009) 則採用 ROA (net income to assets)；也有針對市場價值之衡量，像是 Scott et.al. (1994) 以 MB (Market-to-book ratio of common equity) 衡量以及 Chae et al. (2009) 採用的 Tobin's Q，即 (total assets + market value of equity - book value of equity) / total assets，而一般認為帳面價值衡量之方法，容易因會計準則不同而受影響，且其衡量的通常只是公司過去的表現 (Backward looking)，而以市場價值衡量為基準則考量了公司未來的展望 (Forward looking)，因此採用以市場價值衡量之方法更為適當，本文主要即以 Tobin's Q 做為驗證

H1~H5.2之公司績效變數，另外也針對迴歸模型做穩健性檢測(Robustness check)，利用MB做為替代Tobin's Q之績效變數。

### 董事會結構

本文用來衡量董事會結構的變數為：獨立董事比率(Independent) (K.John,1998)，即獨立董事占董事會人數之比例。與委員會之設立情況(Committee)(A. Klein, 1998)，本研究使用虛擬變數表示，當公司同時存在審計、薪酬及提名委員會時設為1，0則表示公司未同時設置三種委員會。我們使用這兩種指標來驗證 H1.1,2.1,3.1,4，觀察北歐國家在各法令頒布後對公司治理之影響。

### 股權結構

本文採用的股權結構變數為內部人持股比例(Insider Ownership)，即參考 John & Henri(1990)研究內部人持股與 Tobin's Q 的關係，他們發現內部人持股若小於40%~50%，其與公司價值將呈現正向關係。本研究將公司內部人定義為董事、經理人，我們採用此變數來驗證 H5.1，分析北歐公司內部人持股與公司價值的關係。

### CEO 特性

本文用以表示 CEO 特性的變數為：CEO Tenure( Brookman and Thistle ,2009)，即執行長之任期，與 CEO Age，即執行長之年齡。一般認為執行長任期愈久，對公司之管理經驗也愈豐富，但也可能因此產生派系之問題。本研究藉此觀察北歐公司執行長之特性會對公司價值產生什麼影響(H5.2)。

### 事件變數

本研究針對三種不同事件(Event<sub>i</sub>)分別設立虛擬變數如下：

1. ADR Dummy: 依照 JP Morgan 公布的北歐公司發行 ADR 的年份做區分，發行前設為 0；發行後則為 1，發行當年則不計。於迴歸模型中單獨加入 ADR 事件來探討北歐國家是否因發行 ADR 而使公司價值產生變化。
2. USSOX Dummy: 依照美國沙賓法案之頒布年度做區分，該法案於 2002 年頒布，頒布前設為 0；頒布後則為 1，頒布當年則不計。於迴歸模型單獨加入 USSOX Dummy 來探討北歐國家是否因沙賓法案之頒布而使公司價值產生變化。
3. Nordic code Dummy: 依照北歐公司頒布公司治理法案年度做區分，瑞典、挪威與芬蘭分別於 2004 年頒布，芬蘭於 2003 年頒布，而丹麥則於 2001 年頒布。頒布前設為 0；頒布後則為 1，頒布當年則不計。於迴歸模型單獨加入 Nordic code Dummy 來探討北歐國家是否因公司治理法規之頒布而使公司價值產生變化。

#### **控制變數**

本研究亦參考相關文獻，於迴歸模型中加入會影響績效之控制變數，我們以 Ln Asset( Fenn and Liang,2001)，即總資產取自然對數，作為衡量 size 的變數；以 D/E(Fenn and Liang, 2001)，即長期負債帳面價值占股東權益帳面價值之比例，作為衡量 leverage 的變數；另外依照 French 對產業的分類分為 17 類，並依發行 ADR 年度做為樣本年度之區分，分別設置 Industry Dummy 與 Year Dummy 等虛擬變數。

## 第四章 實證結果與分析

### 4.1 樣本敘述統計與國家間樣本 T 檢定

觀察北歐各國發行 ADR 公司在 2001~2010 年間的資料(表 6)(表 7), 表 7 以 T 檢定法, 對北歐 ADR 公司以國家區分, 比較單一國家與北歐四國之差異情況。在公司績效表現方面, Tobin's Q 平均為 2.09, 而標準差高達 2.92, 顯示不同國家公司績效有明顯的差異, 其中丹麥的 Tobin's Q 為 2.68, 明顯高於其他國家, 投資人對其企業的評價與信心相較其他國家高。公司的規模大小我們以資產取自然對數的值來看, 平均為 7.87 相當於 7227 百萬美元, 其中丹麥的資產規模相較其他國家小, 平均為 7.28。

在董監事會結構方面, 董監事會規模平均 9.45 人, 人數最少為 4 人最多則有 18 人, 小規模之董監事會在運作上較有效率也比較容易管理; 大規模的董監事會, 則從它許多擁有不同經驗專業的成員可以實現更好的公司治理。在董監事會組成成員中, 美國沙賓法案規定於 NYSE 和 NASDAQ 上市之企業至少需設置 2 名獨立董事, 而北歐四國頒佈之公司治理法案中也規定上市企業至少需設置 2 名獨立董事並且針對獨立性區分為與管理階層獨立、與大股東獨立, 董監事會成員若為大股東或為公司高階經理人被認為是不具獨立性的。北歐國家獨立董事人數平均為 5 人, 占董事會比率為 0.58。而觀察公司委員會之設立情況, 平均有 70% 的公司設有審計委員會, 而在薪酬委員會的部分, 有 36% 的公司針對一般管理階層設立 Remuneration Committee, 34% 的公司針對高階管理人員設立 Compensation Committee, 另外北歐四國在公司治理法案之頒布後, 也開始重視提名委員會之設立, 法案中多特別設立此章節, 平均有 59% 的企業會設立提名委員會。從這些董監事會結構指標中, 我們可以比較北歐國家間公司治理的良窳, 尤其芬蘭在獨立董事之設置比例明顯高於其他國家; 而瑞典則是具備較完善的董事會委員會機制, 於審計委員會之外, 薪酬(Remuneration)以及提名委員會之設

立情況也較其他國家普遍。

在 CEO 特性方面，由於北歐國家董事會結構大多為二元制體系，透過董監事會監督管理階層，使得 CEO 通常不為董事會主席，且另有執行階層人員 (Executive Board) 同時擔任董監事會成員不得超過一定人數之限制。另外 CEO 之任期平均為 4.6 年，任期普遍不長；CEO 之平均年齡約 51 歲；具有商學背景的比率為 0.62。

北歐國家的二元制體系通常又稱銀行導向型模式，觀察北歐公司之股權結構，前十大機構投資人平均持股占 41%，而金融機構往往占有一定的比例，公司股東主要透過具有較大控制權者通常是銀行來代其監控公司經營者，銀行既是公司的債權人又是股東；而公司內部人持股則約占流通在外股數的百分之六。

## 4.2 相關分析

建立迴歸模型前，我們先對各變數做相關分析(表 11)，使用 Pearson and Spearman 檢定變數間是否存在線性重合的現象，當係數大於 0.4 以上變數間可能有共線性之問題，可能會產生迴歸分析不精確以及偏誤的問題，應予避免。相關分析顯示，Insider own 與 Committee 皆和 Tobin's Q 呈現正相關，與本文之 H1.1,2.1,3.1 與 H5.1 預期之方向相同，顯示內部人與公司利益牽連愈深，愈有提升公司價值之誘因；公司委員會機制越完善，監事會監督機制愈能彰顯效力，對公司績效也愈有正面影響。而 CEO 之年紀則與 Tobin's Q 呈現負相關。為了觀察公司治理其他層面的因素對公司績效的影響，我們使用(模型 3.3.1)進行分析。

## 4.3 事件前後 T 檢定與迴歸結果

### 發行 ADR 對北歐四國公司績效的影響

針對北歐四國發行 ADR 之行為，首先藉由單一變數之 T 檢定觀察其在 ADR

發行前後之變化，觀察期間分別為各公司發行 ADR 前後 1 年，以及前後 2 年，由表 8-1 可觀察在公司財務特徵變數方面，公司發行 ADR 之行為在發行前後 2 年有較發行前後 1 年更為顯著的變化。在公司績效表現方面，不管是 Tobin's Q、MB、ROA 或 ROE 均一致顯示發行 ADR 後公司績效反而變差，與過去文獻研究企業海外上市因為增加投資人認可或者得以降低市場區隔而有股票溢價進而使公司價值提升之理論不相符合，本研究進一步藉由複迴歸分析(表 12-2)，在加入 ADR 發行之事件(ADR Dummy)後，該事件為一虛擬變數，發行前設為 0，發行後則為 1，結果顯示 ADR 發行後，公司績效表現實不如從前，然而藉由觀察各公司發行 ADR 之年度發現，有高達 54% 之企業於 2008 年赴美上市，適逢金融海嘯，全球經濟皆受美國次貸之影響而重挫，導致赴美發行 ADR 之北歐公司在 ADR 發行後績效表現明顯變差，無法印證北歐公司在發行 ADR 後有提升公司價值之效果(H1.2)。

而觀察北歐發行 ADR 之公司，在發行之型態方面有高達 95% 之公司均發行 level I ADR，此種型態的 ADR 比起 level II 或者 level III ADR 相對的較不具有嚴格的法律規範，使得公司治理變數在發行 ADR 前後較無明顯之變化，北歐國家發行 ADR 之行為明顯不為藉由海外嚴格之法律規範以提升公司治理，再者發行 level I ADR 不具籌資功能，企業之股權結構因而不會受到改變，本研究進而探討北歐國家公司為維持股權結構而發行 level I ADR 之行為，股權集中度高是否對公司績效有正面的影響，結果發現公司內部人持股與 Tobin's Q 呈現正向且顯著的關係(表 12-2)，此結果與過去研究適當範圍的持股結構與績效呈現正向關係之現象一致，股權集中度高，內部人與公司利益關聯性愈大，愈有提升公司價值之誘因，得以應證公司發行 ADR 的行為與股權集中度影響績效有關(H5.1)。

### **美國沙賓法案(2002)對北歐四國 ADR 公司績效表現之影響**

為觀察公司赴美上市後對公司治理與公司績效之變化，本研究進而探討

2002 年美國 SOX 的頒布對北歐發行 ADR 公司的影響。初步針對法案頒布後，前後一年間對公司財務以及公司治理的影響(表 9)，結果顯示公司績效不因美國沙賓法案的實施而有顯著的變化，但大部分的績效指標均呈現變差的現象，無法完全印證 H2.2。但仍可以由過去學者之研究結果來解釋，Litvak (2007)曾將赴美上市的公司依發行 ADR 之型態，將公司區分為受美國 SOX 影響較深，通常是發行 level II 和 level III 公司，另一群則是較不受美國 SOX 影響發行 level I 與 144A 的公司，如此一來，將更能夠彰顯美國 SOX 對公司的影響效果，研究發現美國 SOX 為公司帶來內控成本的負擔使得績效表現變差，尤其是影響較深的 level II 與 level III 公司，而多為 level I 型態的北歐國家，受 SOX 之負面影響較不明顯。

而將美國 SOX 影響時間拉長來看，即本文於迴歸分析中加入的美國 SOX 頒布之事件(USSOX Dummy)，該事件為一虛擬變數，頒布前設為 0，頒布後則為 1，可以觀察到赴美上市之公司因美國 SOX 的影響與 Tobin's Q 呈現不顯著的變化，乃因控制期間太長的緣故，無法產生明顯之變化。

Boubakri(2010)文獻中認為美國 SOX 之後，公司較偏好可融資型態的 ADR，像是 level III 與 144A ADR，但在北歐四國卻不存在這種現象。北歐公司多發行 level I ADRs，可以由企業多為銀行導向型體系，銀行既是公司股東又是債權人，大型機構投資人對公司持股比例往往很高，藉由銀行與機構投資人的監督機制，對公司治理層面是有助益的。所以北歐公司在 ADR 的型態選擇上，不傾向選擇融資型態之 ADR，企業可能為因應全球化市場，期望提升知名度與拓展市場而在海外掛牌。

### **北歐四國公司治理法對發行 ADR 公司績效表現之影響**

北歐四國對公司治理有其專屬的規範，本研究為探討北歐發行 ADR 公司，受各國公司治理的規範而產生的變化(表 10-1)，相較美國沙賓法案，北歐四國公司治理法的頒布在績效表現方面，前後一年有較顯著的變化，法案頒布後公司不管

在Tobin's Q、MB、ROA或者ROE等指標上均有明顯提升之現象。時間拉長為前後二年來看，不管是公司財務特徵抑或公司治理方面變化尤其顯著。先前提到，美國沙賓法案後公司因成本之增加而使績效表現不彰，但隨著公司體制因法案的規範而漸趨完善，市場投資人給予公司之評價漸漸的有提升之效果，使得北歐國家公司治理準則之推動上對公司帶來績效提升之效果，足以驗證H3.2。

而本文也於模型中加入北歐四國公司治理法案之事件(Nordic code Dummy)，該事件為虛擬變數，法案頒布前設為 0，頒布後則為 1，結果顯示，北歐公司治理解法對公司 Tobin's Q 有正向但不顯著的影響，只能印證北歐國家企業在各國公司治理解法頒布後在短期內有提升公司價值的效果，但長期來看影響力就不明顯了。

#### 比較各事件對北歐公司治理(董事會結構)與績效之影響(T Test 結果)

針對各種法案對公司治理的影響，美國實施沙賓法案後，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%，並要求企業設立審計委員會；而在北歐各國公司治理的規範上，也有針對上市公司至少需設立 2 名獨立董事之要求，還有董事會委員會之設立與職責的規定。藉由事件前後 T 檢定，發現北歐發行 ADR 公司在各事件發生前後在董事會委員會之設立情況有較顯著的變化，以事件發生前後一年來看(表 8-2,9,10-2)，可以發現因一連串之金融弊案而強行推動之美國 SOX 的確對公司治理有較明顯提升之效果。而將時間拉長為二年，可看出北歐的公司治理解法規對公司委員會之設立機制有較企業至海外發行 ADR 更為明顯的影響，且因 2008 年起美國證管會對發行 level I ADR 之要求放寬，有高達 54.84% 之公司皆選擇在 2008 年至美國上市，可以排除 SOX(2002)、Nordic code(2001~2004)以及 ADR 的發行因發生時點不同對公司治理影響程度比較上的不妥，由此可應證我們在 H1.1,2.1,3.1 與 H4 之推論。

而在績效之比較上，北歐公司治理準則對公司績效帶來的影響最大，沙賓法

案次之，發行 ADR 則最小。美國沙賓法案雖為公司帶來公司治理的提升，但同時也增加了企業在內控方面之成本，使得績效表現不彰，而北歐各國為了與國際接軌而紛紛在沙賓法案後修訂或頒布公司治理規章，企業在逐漸適應新的法令規章之時，績效表現有著大幅之提升。而多數之北歐企業在 2008 年發行 ADR，當時因 SEC 對 level IADR 祭出寬鬆條款，又適逢金融海嘯，使得企業在發行 ADR 後，績效表現明顯變差。

#### 北歐 ADR 公司之公司治理與績效之關聯性（複迴歸結果）

進一步本文於迴歸中加入 committee 與 Independent 變數，探討董事會結構與績效之關聯性，結果顯示委員會的設置若較完善，即同時設有審計、薪酬以及提名委員會，完善的監督機制將有助於提升公司績效。另外，董事會的獨立性愈高，外部董事對公司管理階層得以有效發揮影響力，結果顯示董事會之獨立性對公司績效有正面但不顯著的影響，董事會獨立性的影響力不如完善之委員會機制來的明顯。

而在 CEO 特性與績效之關聯性方面，以 CEO 之在位年資及年齡來看，年資愈長 CEO 因而有較豐富的管理經驗，累積的人脈也愈廣，本研究結果顯示(表 12-1)，CEO 之在位年資愈長對於企業績效有明顯的助益，在北歐國家，CEO 之年資平均為 4.6 年，公司較不至於形成派系問題，可以印證 H5.2。而年齡越高的 CEO 則無法對公司績效有明顯的貢獻，不同的年齡層，CEO 可能因聲望或者與企業利益的關聯性產生不同的治理誘因。

#### 4.4 穩健性檢定 (Robustness check)

本研究考慮了迴歸結果的穩健性，認為適合衡量公司績效的指標除了 Tobin's Q 外還有 Market-to-book ratio of common equity (MB)、ROA 等，Fama & French (1992) 研究發現 MB 在股價報酬率上有著簡單且有力的衡量特性，而 Lindenberg and Ross

(1981)指出 Tobin's Q 在公司市值(分子)及公司總資產(分母)之衡量上較會發生不精確之問題，因此我們以 MB 替代 Tobin's Q 做為衡量績效的應變數，另外，在控制變數中，因 D/E 與 MB 可能有共線性的問題，於模型中便以 D/A 代替 D/E 做為衡量 leverage 的變數。結果(表 13-1)均與原本的迴歸結果(表 12-1)一致，表 13-1 (3)式顯示 MB 與內部人持股、CEO 年齡與董事會委員會之關聯性均達到至少 5%的顯著水準。而在加入事件變數後(表 13-2)，ADR 之發行仍然對公司績效有較明顯的影響，與表 12-2 有一致的結果。



## 第五章 結論及建議

由實證結果顯示，北歐公司在發行 ADR 後，沒有如過去文獻指出海外上市得以為公司帶來股價溢酬而有助公司績效的提升，由於北歐公司於美國發行 ADR 的時間點適逢金融海嘯，因而造成發行 ADR 後之績效表現不如從前，大環境的影響下削弱了 ADR 之發行可能為公司帶來之正面影響。

而企業海外上市是否會因受外部法律規範的影響而提升公司治理與績效，進一步探究美國沙賓法案對發行 ADR 公司之影響發現，企業有提升公司治理之效果，但相對的因美國 SOX 帶來的成本效應而使績效不如從前。另外，北歐公司發行 ADR 之情況不如 Boubakri (2010)所說的美國 SOX 後企業較偏好可融資型態之 ADR，北歐公司主要還是以發行 level I ADR 為主，因發行型態受法規管制較寬鬆，負面影響較不明顯。企業可能為因應全球化市場，期望提升知名度與拓展市場而在海外掛牌。另一方面，北歐公司因公司治理法的規範，使績效有明顯的提升，與西班牙與印度的代表性法法規一樣，國內法規確實落實了公司治理，也使得市場給予公司正面的評價。

整體來看，北歐公司在發行 ADR、美國沙賓法案與北歐公司治理法後皆有提升內部公司治理之效果，而且也因法令效力的不同而對內部公司治理產生不同程度的影響，印證空前由聯邦政府強行通過的美國 SOX 確實對公司治理產生較明顯的變化，而北歐當地法規則有較發行 ADR 帶來較明顯的影響，顯示 ADR 之發行僅受到體制內的影響，且因發行型態受到的管制又更寬鬆，為企業帶來的公司治理效益不大。

而在探討公司治理與績效的關聯性發現，北歐公司發行 ADR 之行為實與股權集中度影響績效有關，發行不具籌資功能之 level I ADR，使公司得以維持適當的股權結構，當內部人因持股與公司利益有更深的關聯時，愈有提升公司績效

的誘因；董事會委員會設立愈完善，監督機制得宜下，與企業績效愈有正面的相關性；而 CEO 任期愈長，則愈能夠以其豐富的經驗帶領企業實現更高的價值。

在研究限制方面，本文資料來源受限於資料庫之不齊，針對北歐發行 ADR 之公司我們只能透過 Compustate 以及企業公告之年報蒐集資料，部分樣本資料也因此而受限。再者，北歐發行 ADR 之型態多為 level I，故無法針對發行型態做比較，甚至事件研究對發行型態之選擇等較多面向之探討。

未來，本文得以延伸之研究，(1)可以將資料對象由北歐發行ADR公司擴展到北歐非ADR公司，藉由配對公司探討ADR之發行動機以及公司治理之差異等更為豐富的議題。(2)以工具變數(Instrumental variables)處理變數內生性問題，藉由二階迴歸(two-stage least squares) 做進一步探討(Michael F.et.al,2002)。(3)藉由迴歸分析在同一條迴歸式中依序加入事件之交乘項，使得在三種事件對公司治理影響程度的比較上更為客觀。

表 1、1981 年~2010 年北歐地區發行 ADR 公司數 (按 ADR 型態區分)

year	ADR types				Total	Percent(%)
	Rule144A	TypeI	TypeII	TypeIII		
1981				1	1	1.08
1984		1			1	1.08
1987		2			2	2.15
1988		1			1	1.08
1989		1			1	1.08
1990		1	1		2	2.15
1993		2			2	2.15
1994				1	1	1.08
1995		2			2	2.15
1998		1			1	1.08
1999		2			2	2.15
2000		2			2	2.15
2001				1	1	1.08
2002		3	1		4	4.30
2003		2			2	2.15
2004		1			1	1.08
2006		2			2	2.15
2007		3			3	3.23
2008		51			51	54.84
2009		5			5	5.38
2010		6			6	6.45
Total	0	88	2	3	93	100.00

註：表1~表4皆根據JP Morgan Chase所列上市公司資料，統計至2010年為止，瑞典、挪威、芬蘭和丹麥至美國發行ADR之企業家數與樣本數。表列數字已扣除資料缺漏之企業、金融業，與公共事業。

表 2 、ADR 型態與國家的樣本分佈

國家	144A	Level I	Level II	Level III	合計	百分比(%)
瑞典		34	1		35	37.63
挪威		20		1	21	22.58
芬蘭		19		1	20	21.51
丹麥		15	1	1	17	18.28
合計	0	88	2	3	93	100
百分比(%)	0	94.62	2.15	3.23	100	

表 3 、北歐地區發行 ADR 公司產業類別(按 ADR 型態分類)

產業別	ADR 型態				合計	百分比 (%)	
	Rule144A	Level I	Level II	Level III			
食品業		6			6	6.45	
採礦業		2			2	2.15	
原油及石油製品		9		1	10	10.75	
耐久財消費		5			5	5.38	
化學					2	2.15	
藥物、香水、菸草及香皂		10		1	11	11.83	
營建業及營建材料		9			9	9.68	
鋼鐵業		3			3	3.23	
加工製造業		1			1	1.08	
商業設備		10			10	10.75	
汽車		2			2	2.15	
運輸業		2	1		3	3.23	
零售業		4			4	4.30	
其他			23	1	1	25	26.88
合計	0	88	2	3	93	100	

表 4 、北歐地區發行 ADR 公司產業類別(按國家區分)

產業別	國家
-----	----

	瑞典	%	挪威	%	芬蘭	%	丹麥	%
食品業	1	2.86	1	4.76	1	5.00	3	17.65
採礦業	2	5.71	0	0.00	0	0.00	0	0.00
原油及石油製品	1	2.86	8	38.10	1	5.00	0	0.00
耐久財消費	3	8.57	1	4.76	1	5.00	0	0.00
化學	0	0.00	2	9.52	0	0.00	0	0.00
藥物、香水、菸草及香皂	4	11.43	1	4.76	1	5.00	5	29.41
營建業及營建材料	4	11.43	2	9.52	2	10.00	1	5.88
鋼鐵業	0	0.00	0	0.00	3	15.00	0	0.00
加工製造業	1	2.86	0	0.00	0	0.00	0	0.00
商業設備	3	8.57	3	14.29	3	15.00	1	5.88
汽車	2	5.71	0	0.00	0	0.00	0	0.00
運輸業	0	0.00	0	0.00	1	5.00	2	11.76
零售業	1	2.86	0	0.00	2	10.00	1	5.88
其他	13	37.14	3	14.29	5	25.00	4	23.53
合計	35		21		20		17	

表 5、樣本資料篩選流程

	Rule144A	Level I	Level II	Level III	Total
Original Source (number of companies)		107	2	3	112
Delete financial & insurance industries (number of companies)		16			16
Delete utilities industries (number of companies)		1			1
Missing data (number of companies)		2			2
Data collected (number of companies)		88	2	3	93
Data collected (sample size)		885	21	28	934

## 變數定義

公司特徵變數

\*為迴歸分析之變數

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 Chae et al.(2009)
MB (*)	股東權益市場價值 / 股東權益帳面價值 Scott et.al.(1994)
ROA	總資產帳面價值/淨利 (Morellec and Nikolov , 2009)
ROE	股東權益帳面價值/淨利 (Jian and Wong , 2003)
Risk	ROE or ROA 取標準差
Ln Sales	總銷貨收入取自然對數
Ln Asset (*)	總資產帳面價值取自然對數 ( Fenn and Liang , 2001)
SalesG	(該年度銷貨收入-前一年度銷貨收入)/前一年度銷貨收入
AssetG	(該年度資產總額-前一年度資產總額)/ 前一年度資產總額
D/A (*)	長期負債帳面價值/總資產帳面價值 Ball et al.(2008)
D/E (*)	長期負債帳面價值/股東權益帳面價值 (Fenn and Liang, 2001)
公司治理變數	
Board Size	董事會人數
Independent (*)	獨立董事占董事會人數比例 (K.John ,1998)
Audit	虛擬變數，1表示公司有設立審計委員會；0則沒有設立審計委員會(A. Klein, 1998)
Compensation	虛擬變數，1表示公司有設立薪酬委員會；0則沒有設立薪酬委員會(A. Klein, 1998)
Remuneration	虛擬變數，1表示公司有設立薪酬委員會；0則沒有設立薪酬委員會
Nomination	虛擬變數，1表示公司有設立提名委員會；0則沒有設立提名委員會
Committee (*)	虛擬變數，1表示公司同時設有審計、薪酬(Remuneration)及提名委員會；0則沒有同時設有三種委員會
Insti_Top1	第一大機構投資人持股比例
Insti_Own	前十大機構投資人持股比例
Own Concern	股權集中度，為前十大股東持股之平方和
Insider Own (*)	內部人(董事、監察人、管理階層)持股比例 (John and Henri ,1990)
CEO Own	CEO 之持股比例
CEO Tenure (*)	CEO 之任期 ( Brookman and Thistle , 2009)
CEO Age (*)	CEO 之年齡
CEO Edu	虛擬變數，1 表示 CEO 具財務背景，0 則不具財務背景

表 6、2001~2010 年北歐地區發行 ADR 公司變數之敘述統計

變數	觀察值	平均數	標準差	最小值	最大值
<b>公司特徵變數</b>					
Tobin's Q	727	2.09	2.92	0.33	45.39
MB	727	4.12	13.50	0.11	64.54
ROA	792	0.04	0.16	-2.05	0.70
ROE	792	0.13	0.57	-6.72	8.06
Risk(ROE)	698	0.12	0.41	0.00	6.80
Risk(ROA)	698	0.04	0.07	0.00	0.96
LnSales	790	7.61	2.11	-2.70	11.47
LnAsset	792	7.87	1.66	1.20	11.60
SalesG	698	1.30	20.50	-0.96	19.96
AssetG	700	0.20	0.84	-0.91	12.96
D/A	792	0.55	0.17	-0.25	1.03
D/E	792	1.60	1.94	-31.58	21.74
<b>公司治理變數</b>					
Board Size	773	9.45	3.03	4.00	18.00
Independent	494	0.58	0.22	0.00	1.00
Audit	778	0.70	0.46	0.00	1.00
Compensation	778	0.34	0.47	0.00	1.00
Remuneration	778	0.36	0.48	0.00	1.00
Nomination	778	0.59	0.49	0.00	1.00
Committee	778	0.22	0.42	0.00	1.00
Insti_Top1	627	0.18	0.16	0.00	0.82
Insit_Own	627	0.41	0.21	0.02	0.99
Own Concern	627	0.07	0.11	0.00	0.67
Insider Own	730	0.06	0.11	0.00	0.78
CEO Own	697	0.01	0.04	0.00	0.37
CEO Tenure	763	4.60	3.35	1.00	19.00
CEO Age	719	51.57	6.33	23.00	73.00
CEO Edu	635	0.62	0.48	0.00	1.00
CEO Duality	778	0.02	0.13	0.00	1.00

表 7、北歐地區發行 ADR 公司 T test(依國家區分)

變數	瑞典	挪威	芬蘭	丹麥	總平均	
<b>公司特徵變數</b>						
Tobin's Q	2.19	1.87	1.59	**	2.68 **	2.09
MB	4.74	2.68	2.38	**	6.21 **	4.12
ROA	0.05	0.03	0.06	*	0.02	0.04
ROE	0.13	0.06	* 0.14		0.17	0.13
Risk(ROE)	0.12	0.11	0.06	**	0.22 **	0.12
Risk(ROA)	0.04	0.05	0.02	***	0.06 **	0.04
LnSales	7.69	7.29	** 8.38	***	6.87 ***	7.61
LnAsset	7.87	7.96	8.24	***	7.28 ***	7.87
SalesG	2.37	1.23	0.09		0.36	1.30
AssetG	0.20	0.39	** 0.09	**	0.14	0.20
D/A	0.57	0.54	0.57	*	0.51 ***	0.55
D/E	1.66	1.62	1.50		1.54	1.60
<b>公司治理變數</b>						
Board_Size	11.61	*** 8.05	*** 7.62	***	8.41 ***	9.45
Independent	0.46	*** 0.58	0.78	***	0.59	0.58
Audit	0.74	* 0.71	0.85	***	0.40 ***	0.70
Compensation	0.28	** 0.51	*** 0.45	***	0.12 ***	0.34
Remuneration	0.60	*** 0.19	*** 0.19	***	0.25 ***	0.36
Nomination	0.75	*** 0.64	* 0.58		0.13 ***	0.59
Insti_Top1	0.15	*** 0.30	*** 0.13	***		0.18
Insit_Own	0.41	0.57	*** 0.27	***		0.41
Own Concern	0.05	*** 0.15	*** 0.04	***		0.07
Insider Own	0.08	*** 0.06	0.03	***	0.02 ***	0.06
CEO Own	0.00	** 0.02	*** 0.01		0.00 *	0.01
CEO Tenure	4.85	4.76	4.78		3.54 ***	4.60
CEO Age	51.85	50.08	** 52.76	**	50.61 *	51.57
CEO Edu	0.63	0.60	0.57	*	0.77 **	0.62
CEO Duality	0.00	*** 0.02	0.05	***	0.01	0.02

\*\*\*, \*\*, \* Indicate significance at the 1 percent, 5 percent, and 10 percent levels, respectively (two-tailed), unpaired t test.

表 8-1、北歐地區 ADR 發行前後對公司治理與整體績效的影響

	Obs	Pre-ADR	Obs	Post-ADR	Difference	T		Obs	Pre-ADR	Obs	Post-ADR	Difference	T	
公司特徵變數	前後 1 期						前後 2 期							
Tobin's Q	64	2.6	64	2.13	0.47	0.8		121	3	126	2.06	0.95	1.86	**
MB	64	6.82	64	4.55	2.27	0.93		121	7.99	126	3.05	4.94	1.99	**
ROA	71	0.07	69	0.03	0.04	2.21	***	133	0.07	135	0.04	0.03	2.43	***
ROE	71	0.25	69	0.12	0.13	1.65	**	133	0.23	135	0.06	0.17	2.53	***
Risk(ROE)	62	0.09	68	0.14	-0.04	-1.15		117	0.13	132	0.17	-0.04	-0.51	
Risk(ROA)	62	0.03	68	0.04	-0.01	-0.84		117	0.03	132	0.04	-0.01	-0.99	
LnSales	71	7.5	69	7.6	-0.1	-0.33		134	7.35	135	7.65	-0.3	-1.36	*
LnAsset	71	7.75	69	7.92	-0.17	-0.77		133	7.66	135	7.97	-0.32	-2	**
SalesG	63	0.35	68	0.2	0.15	1.06		119	0.35	132	0.14	0.21	2.52	***
AssetG	63	0.38	68	0.21	0.17	0.81		119	0.39	132	0.13	0.26	2.19	**
D/A	71	0.57	69	0.55	0.01	0.5		133	0.55	135	0.55	0	-0.11	
D/E	71	1.99	69	1.75	0.24	0.59		133	1.82	135	1.34	0.47	1.38	*

\*\*\*, \*\*, \* Indicate significance at the 1 percent, 5 percent, and 10 percent levels, respectively (two-tailed), unpaired t test.

表 8-2、北歐地區 ADR 發行前後對公司治理與整體績效的影響

	Obs	Pre-ADR	Obs	Post-ADR	Difference	T		Obs	Pre-ADR	Obs	Post-ADR	Difference	T
公司治理變數			前後 1 期					前後 2 期					
Board Size	70	8.82	68	8.92	-0.09	-0.2	133	8.75	134	9.07	-0.32	-0.92	
Independent	54	0.58	56	0.61	-0.03	-0.64	103	0.59	108	0.61	-0.02	-0.68	
Audit	71	0.66	68	0.86	-0.2	-2.91 ***	135	0.64	134	0.87	-0.23	-4.53 ***	
Compensation	71	0.38	68	0.38	0	-0.03	135	0.4	134	0.37	0.03	0.45	
Remuneration	71	0.33	68	0.38	-0.05	-0.54	135	0.31	134	0.38	-0.07	-1.2	
Nomination	71	0.61	68	0.66	-0.05	-0.51	135	0.61	134	0.69	-0.08	-1.36 *	
Insti_Top1	54	0.16	56	0.19	-0.03	-0.73	106	0.17	108	0.19	-0.02	-0.97	
Insit_Own	54	0.41	56	0.42	-0.01	-0.18	106	0.41	108	0.41	0	-0.08	
Own Concern	54	0.06	56	0.08	-0.02	-0.9	106	0.06	108	0.08	-0.02	-1.24	
Insider Own	65	0.06	66	0.06	0	0.09	124	0.07	129	0.06	0.01	0.67	
CEO Own	63	0	63	0	0	0.85	121	0	124	0	0	1.95 **	
CEO Tenure	70	4.72	68	4.54	0.12	0.32	133	4.63	133	4.49	0.14	0.34	

\*\*\*, \*\*, \* Indicate significance at the 1 percent, 5 percent, and 10 percent levels, respectively (two-tailed), unpaired t test.

表 9、美國 SOX 實施前後對公司治理與整體績效的影響

	Obs	Pre-USOX	Obs	Post-USOX	Difference	T		
公司特徵變數		前後 1 期						
Tobin's Q	51	1.68	58	1.60	0.08	0.36		
MB	51	4.21	58	2.59	1.61	0.88		
ROA	58	0.02	67	0.02	0.00	-0.19		
ROE	58	0.09	67	0.05	-0.04	0.57		
LnSales	57	7.13	67	7.42	-0.29	-0.70		
LnAsset	58	7.35	67	7.63	-0.28	-0.86		
SalesG	2	-0.33	61	0.23	-0.56	-1.65	**	
AssetG	2	-0.51	62	0.28	-0.78	-1.65	**	
D/A	58	0.56	67	0.54	0.02	0.62		
D/E	58	1.77	67	1.59	0.17	0.69		
公司治理變數								
Board_Size	54	9.87	62	9.77	0.10	0.16		
Audit	54	0.22	64	0.54	-0.32	-3.77	***	
Compensation	54	0.18	64	0.28	-0.09	-1.22		
Remuneration	54	0.16	64	0.32	-0.16	-2.02	**	
Nomination	54	0.20	64	0.35	-0.15	-1.87	**	
Insti_Top1	45	0.18	51	0.17	0.01	0.35		
Insit_Own	45	0.42	51	0.41	0.01	0.29		
Own Concern	45	0.08	51	0.07	0.01	0.40		
Insider Own	46	0.07	57	0.06	0.01	0.44		
CEO Own	46	0.02	56	0.01	0.01	0.64		
CEO Tenure	52	4.57	63	4.23	0.34	0.59		

\*\*\*, \*\*, \* Indicate significance at the 1 percent, 5 percent, and 10 percent levels, respectively (two-tailed), unpaired t test.

表 10-1、北歐地區公司治理法案(Nordic code)實施前後對公司治理與整體績效的影響

	前後 1 期						前後 2 期					
	Obs	Pre-Nordic code	Obs	Post-Nordic code	Difference	T	Obs	Pre-Nordic code	Obs	Post-Nordic code	Difference	T
公司特徵變數	前後 1 期						前後 2 期					
Tobin's Q	48	1.45	63	1.98	-0.53	-2.75 ***	95	1.45	137	2.21	-0.76	-3.37 ***
MB	48	2.13	63	3.35	-1.22	-2.4 ***	95	2.03	137	3.76	-1.73	-3.91 ***
ROA	57	0.02	70	0.06	-0.04	-2.06 **	111	0.01	149	0.07	-0.06	-4.06 ***
ROE	57	0.04	70	0.17	-0.13	-2.49 ***	111	0.03	149	0.18	-0.15	-4.31 ***
Risk(ROE)	54	0.08	68	0.08	0	-0.06	104	0.08	137	0.08	0	-0.21
Risk(ROA)	54	0.04	68	0.03	0.01	0.24	104	0.03	137	0.03	0	0.41
LnSales	58	7.52	69	7.7	-0.18	-0.49	112	7.43	148	7.68	-0.25	-0.93
LnAsset	57	7.74	70	7.81	-0.07	-0.23	111	7.62	149	7.86	-0.24	-1.08
SalesG	54	0.24	67	2.33	-2.09	-0.82	104	5.13	136	1.31	3.82	0.86
AssetG	54	0.29	68	0.06	0.23	2.44 ***	104	0.27	138	0.22	0.05	0.62
D/A	57	0.56	70	0.55	0.01	0.4	111	0.57	149	0.53	0.04	1.59 *
D/E	57	1.66	70	1.55	0.11	0.57	111	1.69	149	1.49	0.2	1.35 *

\*\*\*, \*\*, \* Indicate significance at the 1 percent, 5 percent, and 10 percent levels, respectively (two-tailed), unpaired t test.

表 10-2 、北歐地區公司治理法案(Nordic code)實施前後對公司治理與整體績效的影響

	Obs	Pre- Nordic code	Obs	Post- Nordic code	Difference	T		Obs	Pre- Nordic code	Obs	Post- Nordic code	Difference	T	
公司治理變數	前後 1 期						前後 2 期							
Board Size	53	9.91	70	9.44	0.47	0.79	102	9.94	150	9.39	0.06	1.38	*	
Independent	16	0.56	48	0.55	0.01	0.19	19	0.57	104	0.55	0.02	0.27		
Audit	55	0.62	70	0.7	-0.08	-0.96	105	0.51	151	0.71	-0.2	-3.34	***	
Compensation	55	0.31	70	0.4	-0.09	-1.05	105	0.29	151	0.43	-0.14	-2.37	***	
Remuneration	55	0.38	70	0.34	0.04	0.45	105	0.34	151	0.32	0.02	0.42		
Nomination	55	0.42	70	0.69	-0.27	-3.09	***	105	0.39	151	0.68	-0.29	-4.69	***
Insti_Top1	51	0.17	61	0.18	-0.01	-0.2		99	0.17	131	0.18	-0.01	-0.05	
Insit_Own	51	0.41	61	0.39	0.02	0.61		99	0.42	131	0.39	0.03	0.86	
Own Concern	51	0.07	61	0.07	0	0.18		99	0.08	131	0.07	0.01	0.69	
Insider Own	50	0.07	65	0.06	0.01	0.54		96	0.08	141	0.06	0.02	1.14	
CEO Own	53	0.02	64	0.01	0.01	0.99		100	0.02	137	0.01	0.01	1.91	**
CEO Tenure	55	4.49	69	4.59	-0.1	-0.17		104	4.57	148	4.57	0	0	

\*\*\*, \*\*, \* Indicate significance at the 1 percent, 5 percent, and 10 percent levels, respectively (two-tailed), unpaired t test.

表 11、迴歸模型變數相關分析

	Tobin's Q	Ln Asset	D/E	Insider Own	CEO Age	CEO Tenure	Committee	Independent
Tobin's Q	1.0000							
Ln Asset	-0.2239 ***	1.0000						
D/E	0.0580	0.1090 ***	1.0000					
Insider Own	0.0833 **	-0.3324 ***	-0.0362	1.0000				
CEO Age	-0.0871 **	0.0943 **	0.0351	-0.0616	1.0000			
CEO Tenure	0.0359	0.1214 ***	0.0297	0.0359	0.2465 ***	1.0000		
Committee	0.0654 *	0.2557 ***	0.0306	0.0081	0.0041	0.1078 ***	1.0000	
Independent	0.0288	-0.0972 **	-0.0353	-0.3277 ***	-0.048	-0.0638	-0.2015 ***	1.0000

\*\*\*, \*\*, \* Indicate significance at the 1 percent, 5 percent, and 10 percent levels, respectively (two-tailed), using Pearson correlation test

表 12-1 、北歐國家公司治理與績效的關聯性分析(複迴歸結果)

$$\text{Tobin's } Q = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Independent} + \alpha_2 \text{Committee} + \alpha_3 \text{Insider Own} + \alpha_4 \text{CEO Age} + \alpha_5 \text{CEO Tenure} + \alpha_6 \text{Ln Asset} + \alpha_7 D/E + \alpha_8 \text{Industry Dummy} + \alpha_9 \text{Year Dummy} + \varepsilon.$$

變數 / 模型	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Insider Own	2.9025 **	2.3955 **	4.0882 **	4.1496 **	4.1324 **	4.2023 **	3.9026 **
CEO Age					-0.0583 **	-0.0587 **	-0.0736 ***
CEO Tenure							0.1146 **
Committee		0.876 ***	1.0528 ***	1.1303 ***	1.0814 ***	1.1830 ***	1.0630 ***
Independent			1.1399	1.2734	0.7540	0.8953	0.7289
Control							
Ln Asset	-0.1939 **	-0.2633 ***	-0.2379 *	-0.2376 *	-0.2619 **	-0.2650 **	-0.2415 *
D/E	0.1161 **	0.1179 **	0.1012	0.0992	0.1109	0.1067	0.1020
year dummy	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Industry dummy	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
N	676	676	464	467	442	444	437
Const	2.626 ***	3.0981 ***	2.1780	1.0986	3.9687	3.9184	4.2462
Adj R-squared	0.1308	0.1425	0.1528	0.1535	0.1668	0.1678	0.1735

\*\*\*, \*\*, \* Indicate significance at the 1 percent, 5 percent, and 10 percent levels, respectively (two-tailed)

表 12-2、北歐國家公司治理與績效的關聯性分析(複迴歸結果)

$$\text{Tobin's } Q = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Independent} + \alpha_2 \text{Committee} + \alpha_3 \text{Insider Own} + \alpha_4 \text{CEO Age} + \alpha_5 \text{CEO Tenure} + \alpha_6 \text{Event}_i + \alpha_7 \text{Ln Asset} \\ + \alpha_8 D/E + \alpha_9 \text{Industry Dummy} + \alpha_{10} \text{Year Dummy} + \varepsilon.$$

其中事件變數分別為發行 ADR 之虛擬變數(ADR Dummy);美國頒佈沙賓法案之虛擬變數(USSOX Dummy);公司治政法案頒布之虛擬變數(Nordic code Dummy)

變數 / 模型	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Insider Own	3.5154 **	3.5072 **	3.3035 **	4.2227 **	4.3905 **	4.1204 **	4.0882 **	4.1324 **	3.7987 **
CEO Age		-0.0359	-0.0462 *		-0.0565 **	-0.0687 **		-0.0583 **	-0.0742 ***
CEO Tenure			0.0876 *			0.1168 *			0.1147 **
Committee	0.9573 ***	0.9760 ***	0.8938 **	1.0542 ***	1.1006 ***	0.9501 **	1.0528 ***	1.0814 ***	0.9575 ***
Independent	1.2657 *	0.8834	0.7654	1.1137	0.7294	0.5605	1.1399	0.7540	0.5623
Event									
ADR Dummy	-0.5458 *	-0.5492 *	-0.5004						
USSOX Dummy							0.0963	1.6208	2.5645
Nordic code Dummy				0.5245	0.3598	0.6070			
Control									
Ln Asset	-0.2105 *	-0.2358 *	-0.2343 *	-0.2383 *	-0.2622 *	-0.2328	-0.2379 *	-0.2619 **	-0.2392 *
D/E	0.0820	0.0949	0.0938	0.1019	0.1119	0.1080	0.1012	0.1109	0.1076
year dummy	no								
Industry dummy	yes								
N	412	391	384	436	414	407	464	442	435
Const	2.3962 **	4.5891 ***	4.8155 ***	1.7954	5.1467 **	4.9698 **	2.1780	3.9687	3.3514
Adj R-squared	0.1492	0.1606	0.1619	0.1523	0.1659	0.1711	0.1528	0.1668	0.1723

\*\*\*, \*\*, \* Indicate significance at the 1 percent, 5 percent, and 10 percent levels, respectively (two-tailed)

表 13-1、北歐國家公司治理與績效的關聯性分析(穩健性檢定)

$$\begin{aligned}
 MB = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Independent} + \alpha_2 \text{Committee} + \alpha_3 \text{Insider Own} + \alpha_4 \text{CEO Age} \\
 & + \alpha_5 \text{CEO Tenure} + \alpha_6 \text{Ln Asset} + \alpha_7 D/A + \alpha_8 \text{Industry Dummy} \\
 & + \alpha_9 \text{Year Dummy} + \varepsilon.
 \end{aligned}$$

變數 / 模型	(1)	(2)	(3)	(4)
MB				
Insider Own	10.5542 **	16.0979 **	16.6233 **	16.1119 *
CEO Age			-0.2441 **	-0.2748 **
CEO Tenure				0.2167
Committee	3.9094 ***	5.2714 ***	5.4054 ***	5.1266 ***
Independent		3.1859	2.0534	1.5856
Control				
Ln Asset(Size)	-1.0080 ***	-1.0002 *	-1.1573 *	-1.0505
D/A(Leverage)	19.5427 ***	22.6729 ***	23.8499 ***	23.1513 ***
year dummy	yes	yes	yes	yes
Industry dummy	yes	yes	yes	yes
N	676	467	444	437
Const	-2.1893	-8.362	-0.0744	2.9511
Adj R-squared	0.0995	0.1032	0.1180	0.1177

\*\*\*, \*\*, \* Indicate significance at the 1 percent, 5 percent, and 10 percent levels, respectively (two-tailed)

表 13-2 、北歐國家公司治理與績效的關聯性分析(穩健性檢定)

$$MB = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Independent} + \alpha_2 \text{Committee} + \alpha_3 \text{Insider Own} + \alpha_4 \text{CEO Age} + \alpha_5 \text{CEO Tenure} + \alpha_6 \text{Event}_i + \alpha_7 \text{Ln Asset} + \alpha_8 D/A + \alpha_9 \text{Industry Dummy} + \alpha_{10} \text{Year Dummy} + \varepsilon$$

其中事件變數分別為發行 ADR 之虛擬變數(ADR Dummy);美國頒佈沙賓法案之虛擬變數(USSOX Dummy);公司治理法案頒布之虛擬變數(Nordic code Dummy)

變數 / 模型 MB	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Insider Own	13.9205 *	14.3671 *	14.1751 *	15.9911 *	16.9079 *	16.4745 *	11.3335 **	15.9567 *	15.3204 *
CEO Age		-0.1415	-0.1539		-0.2341 *	-0.2557 *		-0.2463 **	-0.2782 **
CEO Tenure			0.0893			0.1878			0.2182
Committee	4.7850 ***	4.8534 ***	4.7240 **	4.9703 ***	5.0704 ***	4.7439 **	3.9352 ***	4.9389 ***	4.6306 ***
Independent	3.4400	2.4431	2.1947	2.2559	1.0210	0.5338		1.4554	0.9009
Event <sub>i</sub>									
ADR Dummy	-3.1065 **	-2.8656 *	-2.7970 *						
USSOX Dummy							1.4084	7.8375	9.6659
Nordic code Dummy				1.0863	1.1184	1.5741			
Control									
Ln Asset	-0.7456	-0.9095	-0.8654	-1.0548	-1.2062 *	-1.0762	-0.9567 **	-1.1192 *	-1.0065
D/A	18.8174 ***	20.4007 ***	20.0307 ***	23.6647 ***	24.9652 ***	24.2441 ***	19.6374 ***	23.7900 ***	23.1268 ***
year dummy	no								
Industry dummy	yes								
N	412	391	384	436	414	407	629	442	435
Const	-3.9361	4.0302	4.2839	-6.5422	6.3354	5.9741	-2.7567	0.0834	-1.1119
Adj R-squared	0.0820	0.0904	0.0876	0.1032	0.1174	0.1165	0.0958	0.1163	0.1160

\*\*\*, \*\*, \* Indicate significance at the 1 percent, 5 percent, and 10 percent levels, respectively (two-tailed)

## 參考文獻

[1] Berger, P.G., Li, F., Wong, M.H.F. (2005) The impact of Sarbanes–Oxley on cross-listed companies. *Working paper, University of Chicago and University of Michigan.*

[2] Burns, N., Francis, B. B., & Hasan, I. (2007) "Cross-listing and legal bonding: Evidence from mergers and acquisitions." *Journal of Banking and Finance*, 31(4), 1003-1031.

[3] Boubakri N., J.-C. Cosset, and Samet A.(2010), "The Choice of ADRs", *Journal of Banking and Finance* 34, 2077–2095

[4] Coffee, J. C. Jr (2002) "Racing towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International corporate Governance. ", *Columbia Law Review*, 102(7), 1757-1831

[5] Chhaochharia, V., Grinstein, Y.( 2005a) " The Transformation of US Corporate Boards: 1997–2003. " *Working Paper. Cornell University.*

[6] Chhaochharia, V., Grinstein, Y.(2005b) " Corporate Governance and Firm Value: The Impact of the 2002 Governance Rules. " *Working Paper. Cornell University.*

[7] Carsten M. Jungmann (2006).”The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems - Evidence from the UK and Germany” *European Company and Financial Law Review*, 3(4)

[8] E.F. Fama, K.R. French(1992) " The cross-section of expected stock returns" *Journal of Finance*, 47 , 427–465

[9] Errunza, Vihang R. and Darius P. Miller, (2000) "Market Segmentation and the Cost of Capital in International Equity Markets", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(4) , 577-600.

[10] Foerster, Stephen R. and G. Andrew Karolyi, (1999) " The Effects of Market Segmentation and Illiquidity on Asset Prices: Evidence from Foreign Stock Listing in the U.S. " *Journal of Finance*, 54(3), 981-1013.

[11] Barca.F and Becht.M (2002). " The Control of Corporate Europe"

- [12] Geddes, R., Vinod, H.D.(1998) "CEO Tenure, Board Composition and Regulation" Working Paper Series
- [13] Gillan, S.L.,"Recent(2006) Developments in Corporate Governance: An Overview" Journal of Corporate Finance, 12(3), 381-402.
- [14] Högfeldt, Peter. (2004). " The History and Polices of Corporate Ownership in Sweden. " National Bureau of Economic Research Working Paper
- [15] Hatice Uzun, Samuel H. Szewczyk and Raj Varma(2004) "Board Composition and Corporate Fraud" Financial Analysts Journal ,60(3) ,33-43
- [16] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure." Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360.
- [17] John J.McConnell, Henri Servaes(1990) "Additional evidence on equity ownership and corporate value" Journal of Financial Economics ,27,595-612
- [18] Joon Chae, Sungmin Kim Eun Jung Lee(2009) "How corporate governance affects payout policy under agency problems and external financing constraints " Journal of Banking and Finance ,33(11), 2093–2101
- [19] Klein, A. (1998). "Firm performance and board committee structure. " Journal of law and economics, 41(1), 275-304.
- [20] Klein, A.( 2002) " Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. " Journal of Accounting and Economics , 33 (3), 375–400.
- [21] Lindenberg, E.B. and Ross, S.A. (1981) " Tobin's  $q$  ratio and industrial organization." Journal of Business, 54,1-32
- [22] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). " Law and finance." Journal of political Economy, 106(6), 1113-1155.
- [23] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999) "Corporate ownership around the world." Journal of Finance, 54(2), 471-517
- [24] Linck, J.S., Netter, J., Yang, T. (2005) " Effects and Unintended Consequences of the Sarbanes Oxley Act on Corporate Boards. " Working Paper. University of Georgia.
- [25] Linderoth, H., Smith, V., Westergaard-Nielsen, N., Geil, O.K. (1996) Beskrivende

økonomi. Jurist-og Økonomforbundets Forlag.

[26] Lang, M., K. Lins, and D. Miller, (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, 317-345.

[27] Litvak, K.(2007) " The effect of the Sarbanes–Oxley Act on non-US companies crosslisted in the US. " *Journal of Corporate Finance*, 13, 195–228.

[28] Merton, R. C. (1987) "Presidential Address: A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. " *Journal of Finance*, 42(3), 483-510.

[29] Marco Pagano, Otto Randl , Ailsa A. Röell, Josef Zechner (2001). "What makes stock exchanges succeed? Evidence from cross-listing decisions." *European Economic Review*, 45 , 770-782

[30] Michael Firth, Peter M.Y. Fung, and Oliver M. Rui (2002) " Simultaneous Relationships among Ownership, Corporate Governance, and Financial Performance" *SSRN working paper*

[31] Pagano, M., Röell, A. A., & Zechner, J. (2002). " The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad? " *Journal of Finance*, 57(6), 2651-2694.

[32] Randall K. Morck and Lloyd Steier(2005) " The Global History of Corporate Governance: An Introduction"

[33] Shleifer A, Vishny RW. (1997) " A survey of corporate governance. " *Journal of Finance* , 52(2), 737–783.

[34] Stulz, R.M. (1999) "Globalization, corporate finance and the cost of capital", *Journal of Applied Corporate Finance*, 12 , 8-25.

[35] Scott W. Barnhart, M. Wayne Marr and Stuart Rosenstein(1994) "Firm Performance and Board Composition: Some New Evidence" *Managerial and decision economics*, 15, 329-340

[36] 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.