

公司治理機制對臺灣存託憑證折溢價之影響

洪千惠、林淑玲*

摘 要

本研究以資訊不對稱與訊號理論為基礎，以 2002 年至 2010 年底在臺灣掛牌上市的台灣存託憑證(TDR)為研究對象，探討公司治理機制對 TDR 折溢價的影響。研究結果顯示，獨立董事能基於其專業有效發揮監督角色，其與溢價呈正向關係，對降低資訊不對稱之影響更具效果。承銷商聲譽的確影響投資人之投資意願，與溢價呈現正向關係，透過承銷商聲譽資產傳遞公司價值資訊，降低資訊不對稱，並產生溢價。董事會規模及創辦人身兼總經理，與溢價呈現正向關係，董事會規模越大對公司經營效率提昇，總經理雙重角色因權利集中提昇董事會監督效能。最終控制董事席次與溢價呈現負向關係，可見小股東利益被大股東剝奪，存在核心代理問題。同一公司兩地掛牌，基於保護投資人權益，本研究結果期望可提供相關單位未來規劃管理 TDR 及投資人投資決策之參考。

關鍵詞：公司治理、台灣存託憑證(TDR)、資訊不對稱、訊號理論。



The Impact of Corporate Governance of Taiwan Depositary Receipts on their Discount or Premium

Chien-Hui Hung, Shu-Lin Lin

Abstract

This study based on the asymmetric information and signaling theory and takes the Taiwan listed company issued Taiwan depository receipts (TDR) from 2002 to the end of 2010 as material, explores the influence of corporate governance on TDR's discount or premium, and further studies the bad explosion of relevant information and if there will be an influence on TDR's discount or premium by improving corporate governance. The results show that independent directors are positive with the discount, as independent directors can more effectively monitor based on their professional role. The underwriter reputation affects the investor's willingness to invest, a significantly positively with the premium and signaling the value of the company to reduce information asymmetry. The board size and founder duality manager are found to be significant positively related to TDR premium, and the control director is significant negative relationship with TDR premium. A dual-listed company, based on protecting investors rights, TDR must shut transaction mechanism synchronized and the important messages also need to expose at the same time. Above results provide future research and regulator to TDR relevant management and improve investors a fair and competitive capital market.

Keywords: corporate governance, Taiwan depository receipts (TDR), information asymmetry, signal theory.

Chien-Hui Hung, Industry Researcher, Joy Town Capital Co. Ltd.

Shu-Lin Lin, Assistant Professor, Department of International Business Management, Hsiuping University of Science and Technology.

*Corresponding author, e-mail: sue@mail.hust.edu.tw

Received 18 August 2012; accepted 22 October 2012



壹、緒論

隨著國際市場的開放，企業在不同國家間之金融活動趨於頻繁，公司股票上市地的選擇不再侷限於原營運地點。2009年初台灣證券交易所大力推動外國企業來台發行臺灣存託憑證 (Taiwan Depositary Receipts；TDR)，修改了《外國發行人募集與發行有價證券處理準則》，除幫助企業增加籌資管道、提升公司知名度外，更能提升台灣資本市場的動能。由於我國證券市場具有本益比高且交易活絡之特性，易導致投資人瘋狂追逐 TDR，使得 TDR 價格經常遠高於原股股價，例如 2010 年 2 月 9 日康師傅之原股票收盤價為 38.8 元，其 TDR 之承銷價竟然達 45 元。因此，為了保護台灣投資人，證交所乃於 2010 年 9 月表示，未來若是 TDR 收盤價與原股溢折價出現異常者，將被列為重點觀察股票。

學者[27]提出資訊不對稱的理論，表示公司的內部人只有在確切知道公司股票市價高於其真實價格時，才會願意發行股票，反之內部人只有在確切知道公司股票市價低於其真實價格時，則不願意對外發行新股。換言之，資訊不對稱使交易雙方存在價格認知上的差異。[12]表示跨國上市企業必須改進他們的資訊透露水準向無資訊的另一方傳遞其真實價值的資訊，以消除或減少資訊不對稱的問題。

依訊號發射理論之觀點[31]，在資訊不對稱情況下，由於投資者或債權人無法分辨公司優劣，體質較佳之公司會主動揭露其實施較高標準公司治理機制的訊息，使市場上對其有正面看法。[20]認為資訊透明度更是企業在跨國資本上公司治理機制非常重要一項環節。由於台灣資本市場存在大量之個人散戶投資者，不同於歐、美、港、新等地多為機構投資人，相較機構投資人不易取得個股資訊，且投資 TDR 隱藏高度不確定因素，[14]以拉丁美洲、美國、亞洲三國家公司治理與投資者進行投資 ADR 與 GDR 調查，發現台灣投資大眾願多花 20%溢價資金來持有公司治理機制較佳的企業，顯然公司治理指標可最為投資人進行投資時之參考依據。

過去研究發現海外存託憑證和原股(在母國上市的股票)之間常存有溢價(ADR 的股價和原股股價之間的價差)問題，[6]指出原股會比在美上市之 ADR 存在較高資訊不對稱與逆選擇的風險。[11]探討 ADR 在多重市場上價差發生的原因，發現當 ADR 在美國市場流動性愈高(交易量大)、以及原股在母國市場的流動性愈差時，其 ADR 的溢價就愈大。自 2009 年起，旺旺公司 TDR 發行後之其他 TDR，如巨騰、精熙、新焦點等，都出現溢價搶購熱潮，而溢價的原因除了流動性



外，亦有研究指出是因為資訊不對稱造成。至 2010 年 2 月底，在台灣發行的 TDR 中，有 12 家公司自掛牌起平均漲幅約 14.38%，產生這些價差的原因包括有發行量較原股有限、資本市場屬性、資訊傳遞不同等。股票市場因不同的投資環境、投資人結構以及無法自由轉換，造成同一家公司雙邊掛牌價差的差異。[11, 21, 28] 等研究指出在不同市場區隔下，流動性是影響雙邊掛牌影響因子。TDR 來台掛牌屬第二上市，其性質雖與普通股票享有相同權利，但相較於國內一般上市之 IPO，缺乏相關資訊的揭露與參考。故本文以 2002 年至 2010 年在台灣已掛牌上市之 TDR 為對象，探討公司治理機制對 TDR 折溢價之影響。本文結果顯示，獨立董事愈能發揮有效監督角色，與溢價呈正向關係，可降低資訊不對稱之影響效果。承銷商聲譽與溢價呈正向關係，透過承銷商聲譽資產傳遞公司價值資訊，降低資訊不對稱，並產生溢價。董事會規模及創辦人身兼總經理，與溢價呈正向，推論可能董事會規模越大對公司經營效率提昇，總經理雙重角色因權利集中提昇董事會監督效能。最終控制董事席次與溢價呈負向關係，可見小股東利益被大股東剝奪的核心代理問題存在。

本文後續章節內容如下：第貳節 文獻探討說明存託憑證之定義及探討公司

治理機制與折溢價相關理論。第參節建立研究模型、定義相關變數及建立假說。第肆節實證結果分析及進行假說檢定。第伍節結論與建議。

貳、文獻探討

一、存託憑證溢價

愈來愈多企業選擇到海外雙重上市，同一家公司發行二種具相同權益股票下，卻出現價差的狀況與差異，此現象稱為市場區隔。在國際資本市場上，二種權益商品存在不同價格與不同期望報酬之原因，大致可分成制度面與非制度面因素。制度面通常為匯率管制、投資限制、交易成本差異和融資成本等。非制度面則為投資者偏好、資訊不對稱、流動性差異、匯率風險等因素的存在。

學者[21]以自願性揭露、透明度、資本市場品質探究 ADR，結果顯示，在新興市場上發行 ADR 具有明顯橫斷面差異，當其在紐約證券交易所與那斯達克上市交易，會主動改善原公司揭露品質。[24, 25]也證實高資訊品質揭露帶給公司市場上低的資金成本。

然而除美國金融市場外，[12]發現在新加坡證券市場中，自願揭露程度是負向關係存在於三種資訊不對稱常見現象指標價差、交易量、波動量之間。自願揭露越高，市場帶給投資人訊息越多，減少價



差與價格波動，降低交易市場所產生風險。[11] 研究 ADR 在多重市場與其流動性間價差因素，發現 ADR 上市地有較高之溢價和較高之流動性，及原股間之流動性較差的現象。

二、公司治理機制

台灣證券交易所與櫃檯買賣中心，在 2001 年制定「上市上櫃公司治理實務守則」，其中對公司治理的認定包括：保障股東權利、強化董事會的職能、發揮監察人的功能、尊重利害關係人的權益等五大部份。[1]表示透過制度的設計與執行，能夠監督管理者的行為與提昇策略管理之效能，確保外在投資人之報酬，並兼顧其他利害關係人之利益，且非只是監督更是借重外部董事及客觀公正，來增進決策與公司相關品質。

[9, 10, 26]等指出公司治理中之董事會結構，影響外界投資人對公司評價，因此公司治理機制對投資新興金融商品過程可作為參考的指標。TDR 在臺灣資本市場較一般投資工具來的陌生，海外募資的途徑已是目前公司尋求佈局全球與擴大資本來源的重要策略考量，在面對訴訟環境與法令遵循的潛在壓力下，迫使發行公司必須改善董事會結構特性與提升報表與上市地法規揭露的品質。因此，本文以公司治理的董事會結構特性，分別從董事會規模、獨立董事的比例、最終控制董

事席次、獨立董事具專業知識背景席次比率、經理人持股、創辦人是否兼任總經理層面，探討 TDR 上市的董事會結構特性，是否影響 TDR 蜜月期之折溢價。

(1) 董事會規模：

公司董事會人數增加時，除達成集思廣益的功能，不僅提升公司的經營效率，也可降低控制股東侵略外部股東財富的風險與代理成本。[7]證實新興市場國家至美或英國 IPO 成功，發現董事會規模與投資者保護機制呈正向關係。[19]認為較多的董事會人數有較多的知識、技術與產業背景，會對於公司的經營決策提出更多的看法與建議，故本文預期董事會規模愈大，蜜月期平均收盤價溢價愈高。故建立下列假說：

H1: 董事會規模愈大，蜜月期平均收盤價溢價愈高。

(2) 獨立董事席次比率

[3, 15, 29]指出獨立董事席次比與公司資訊揭露的水準為正面看法，顯然獨立董事席次可降低外界對資訊成本的解讀，以其獨立地位發揮監督的功能。因此本文預期獨立董事席次比率愈高，蜜月期平均收盤價溢價愈高。故建立下列假說：

H2: 獨立董事席次比率愈高，蜜月期平均收盤價溢價愈高。

(3) 最終控制董事席次比率



[4, 22, 23]都曾指出當公司存有最終控制席次越高下,除加深與小股東的利益衝突與財富侵佔可能性亦會產生嚴重代理成本。因此本文預期最終控制董事席次比例愈低與蜜月期平均收盤價溢價愈高。乃建立下列假說:

H3: 最終控制董事席次比率愈低,蜜月期平均收盤價溢價愈高。

(4) 獨立董事專業知識背景席次比率

[5]指出獨立董事中若有財務專家者,對企業的監督價值可以大大的提升。[13, 15]表示藉由董事跨組織關係或不同的背景長才,可掌握環境變動所帶來的威脅及機會外,聘任資源豐富的獨立董事亦能為企業帶進所需的資源。本文以獨立董事在其人生經歷中,曾擔任過會計財務或法律相關職務,衡量公司治理機制指標中不同專業背景之獨立董事,因此本文預期獨立董事具專業知識背景席次比例愈高,蜜月期平均收盤價溢價愈高。故建立下列假說:

H4: 獨立董事具專業知識背景席次比率愈高,蜜月期平均收盤價溢價愈高。

(5) 經理人持股比率

依訊號傳遞觀點,管理者為提高公司價值,亦有可能透過提高較高審計品質藉此對投資人或債權人傳達正面的資訊。[2]管理者持股比例愈高,則其自身的利益與公司愈一致,不當的特權消費或投資

的損失消失。但[18]研究認為,管理當局持股與股票選擇權越高,提高自己私利的現象,盈餘管理動機相對增加。因此經理人持股代表公司未來發展或計劃與公司有一定的關聯影響程度,並傳達給外界公司品質的良窳訊息及公司評價,因此本文預期經理人持股愈高,蜜月期平均收盤價溢價愈低。建立下列假說:

H5: 經理人持股比率愈高,蜜月期平均收盤價溢價愈低。

(6) 創辦人兼任總經理

根據管家理論認為,董事長兼任總經理,可統一領導權責提高管理效率。[32]發現企業在股票市場的表現與總經理被撤換的機率呈現顯著負相關。[30]發現,能產生較高財務績效。[8]發現董事長兼任總經理造成權力集中化,會使利益衝突更加惡化並降低監督效能。[17]研究發現創辦人身兼 CEO,上市後控制權比起非身兼創辦人相對較小。因此本文預期在創辦人兼任總經理可提昇公司經營及監督效力與蜜月期平均收盤價溢價有正向關係。故建立下列假說:

H6: 創辦人兼總經理公司經營及監督機制愈佳,蜜月期平均收盤價溢價愈高。



參、研究設計與方法

一、樣本與資料來源

本文有關 TDR 資料取自台灣經濟新報資料庫 (Taiwan economic journal, TEJ)、中華民國證券商業同業公會、香港、新加坡、泰國交易所、公開說明書、年報。研究對象以 2002 年至 2010 年在台灣掛牌上市的台灣存託憑證企業，並以發行普通股之現金增資案為考量，排除有以發行特別股、公司債之現金增資案件與已核准之再次發行，其中刪除福雷電與東亞科及萬宇科 3 家公司，因上市前年報與中華民國證券商業同業公會之承銷總表統計資料缺漏，因此並不納入探討，有效樣本共計 24 家。而 TDR 上市日至開始跌破承銷價日，刪除新焦點、華豐泰、旺旺與陽光能 4 家公司因未跌破承銷價，揚子江 1 家公司因第一天跌破承銷價，有效樣本共計 19 家。金融業因性質特殊予以剔除。

二、實證模型與變數說明

(一) 實證模型

本文實證部分以蜜月期折溢價為被解釋變數，解釋變數為董事會規模、獨立董事席次比率、最終控制董事席次比率、獨立董事具專業背景席次比率、經理人持股比率、創辦人兼任總經理，並以四大會計師事務所、承銷商聲譽、負債比率、台

商公司為控制變數，建立下列實證模型：

$$PD = \beta_0 + \beta_1 BN + \beta_2 IND + \beta_3 CBOARD + \beta_4 PROFES + \beta_5 MH + \beta_6 CONCURE + \beta_7 AUD + \beta_8 UND + \beta_9 LEV + \beta_{10} FIRM + \varepsilon$$

變數符號說明：

PD：蜜月期折溢價；*BN*：董事會規模；*IND*：獨立董事席次比率；*CBOARD*：最終控制董事席次比率；*PROFES*：獨立董事具專業背景席次比率；*MH*：經理人持股比率；*CONCURE*：創辦人兼任總經理；*AUD*：四大會計師事務所；*UND*：承銷商聲譽；*LEV*：負債比率；*FIRM*：台商公司； ε ：誤差項。

(二) 變數定義

1. 被解釋變數

蜜月期折溢價 (Premiums and Discounts): 存託憑證在台灣市場所表彰之每股價格與原上市市場每股價格相比，折溢價的比率；正值表示溢價(TDR 價格高於原市場價格)、負值表示折價(TDR 價格低於原市場價格)。

本文蜜月期結束期間分別以(1)TDR 上市日至第一最高點日。由於受首 5 日漲跌幅限制市場資訊反應並不完全在連續漲停第一最高點價格那天反應完畢，在此再以蜜月期結束期間為(2)TDR 上市日至開始跌破承銷價日，及(3)上市日至最高點日(非第一最高點，乃為上市後的股價



最高點¹)加以測試。

折溢價公式： $(TDR \text{ 收盤價} - \text{原上市地台幣收盤價} \times TDR \text{ 表彰原股數}) \div$

$(\text{原上市地台幣收盤價} \times TDR \text{ 表彰原股數}) \times 100$

蜜月期平均折溢價：蜜月期間交易天數折溢價總和/蜜月期間交易天數

2. 解釋變數

- (1) 董事會規模：全體董事會人數。
- (2) 獨立董事席次比率：上市前一年底的獨立董事人數佔全體董事人數比率。
- (3) 最終控制董事席次比率：最終控制者可控制的董監事席次佔全部董監事席次之比率。
- (4) 獨立董事專業知識背景席次比率：本文以獨立董事具有會計財務與法律專長佔全董監事席次比率。
- (5) 經理人持股比率：公司全體經理人持股總數佔公司總發行股份的比例，包括董事中兼任經理人之持股數。
- (6) 創辦人兼任總經理：虛擬變數，當創辦人兼任總經理者為 1，否則為 0。

3. 控制變數

- (1) 四大事務所：虛擬變數，如是四大會計師事務所簽證者為 1，否則為 0。
- (2) 承銷商聲譽：依中華民國商業同業公會統計的各年度承銷匯總表，依照

IPO 發行時各家公司的主辦承銷商，其在該年度市場上市年度主要承銷商承銷案件/全體承銷商總承銷案件，大於前一年度主要承銷商承銷案件/全體承銷商總承銷案件時，則認為其該家主辦承銷商商譽良好，故將設虛擬變數為 1，否則為 0。

- (3) 負債比率：上市前一年底之負債總額佔資產總額比率。
- (4) 台商公司：虛擬變數，當回台掛牌公司為台商者為 1，否則為 0。

肆、實證結果分析

一、敘述性統計分析

表 1 樣本敘述統計結果顯示，上市日至第一最高點日，PD 最大值為 504.32，最小值為-15.47，而平均值為 41.65，而上市日至跌破承銷價日，PD 最大值為 504.32，最小值為-19.28，而平均值為 48.29，最後在上市日至最高點日，PD 最大值為 495.10，最小值為-15.47，而平均值為 46.37，由此可見，平均 TDR 呈溢價，且 TDR 平均折溢價幅度差距頗大現象。董事會規模人數最大 15 人，最小為 6 人。獨立董事席次的設立，平均值為 39.80%。最終控制董事席次最大值 66.7%，呈現控制權力集大化並獨立性與監督機制較差。獨立董事的專業知識最大值 50%，平均值 33.10%，獨立董事各在

¹ 係指截至 2011 年 2 月底止，本論文撰寫時之股價最高點，以下所稱『最高點日』均同。



財務會計或法律領域專業性的條件對公司的監督，乃是投資人評價 IPO 的重要層面。經理人持股平均值 18.00%。創辦人兼總經理(*CONCURE*)的家族型態經營管理下，TDR 上市日至第一最高點日、上市日至最高點日平均值為 0.333，TDR 上市日至開始跌破承銷價日平均值為 0.315，TDR 個股市場裡似乎是個不同以往董事長兼任總經理負的侵略效果，而以家族型態集中有效的管控訊號。負債比率在 TDR 上市日至第一最高點日、TDR 上市日至開始跌破承銷價日與上市日至最高點日最大值為 66%，最小值為 2.1%，顯然公司在負債比大於 50%下，利用股票籌資來調整公司的財務槓桿與資本結構。

二、迴歸分析

1. 相關係數分析

表 2 可看出在 TDR 蜜月期折溢價方面，*BN*、*IND*、*CBOARD*、*MH* 呈現負相關，其餘變數 *CONCURE*、*PROFES*、*AUD*、*UND*、*LEV*、*FIRM* 等則與溢價為正相關。其中 *IND* 及 *PROFES* 則在 $\alpha=0.05$ 及 $\alpha=0.01$ 水準下有顯著關係。透露出董事會人數增加時，除達成集思廣益的功能，不僅提升公司的經營效率外，專業知識背景之獨立董事，對公司報表與審計品質監督機制有較佳治理效果，降低雙邊市場掛牌溢價幅度情形。*IND* 與 *FIRM* 間

呈現顯著負向關係。

2. 獨立樣本T檢定

表 3 結果為以上市公司分折溢價進行檢定，是否溢價的公司其公司治理機制亦佳，反之折價的公司其公司治理機制則劣。24 家掛牌上市公司中，經分組 21 家蜜月期間呈現溢價為組別 1，3 家蜜月期間呈現折價為組別 2。T 檢定結果顯示 2 組資料中，*BN* 平均數分別為 8.48、8.33。*IND* 平均數分別為 39%、41%，*CBOARD*、*PROFES*、*MH*、*CONCURE* 均未達統計上顯著水準，整體而言從上述相關公司治理各變數群組對蜜月期間折溢價是否有直接影響性，未能有太大的直接影響，因此本文利用後續的迴歸模型對整體的構面與變數關係進行檢測。

3. 殘差分析

為使迴歸模式所產生之結果不致產生偏誤，本文以 *DW* 值做為判定變數之間是否具有自我相關的準則，表 4 可看出本文所採用三個迴歸模型之 *DW* 值均小於 2，因此判定其殘差是隨機分布的。

4. 迴歸分析

表 5 至表 7 分別為以 TDR 上市至第一最高點日、TDR 上市至開始跌破承銷價日及上市日至最高點日(非第一最高點，為上市後的股價最高點) 執行迴歸結果，本文所採用各自變數之 *VIF* 值列示



於其中。所有自變數之 VIF 值均小於 10，因此變數間共線性之問題不嚴重。

表 5 至表 7，董事會規模越大，雖未達顯著的效果，其對公司在監督及市場價值的提昇似乎是正面的評價。獨立董事的設置，從先前敘述統計檢測，雖符合應設置三席獨立董事規定，但為負且不顯著。當公司存有最終控制董事席次越高，董事會掌握的控制權越嚴重，有損公司的利益行為，對外界的投資大眾似乎是極不好的訊號傳遞，3 個迴歸模式都為負顯著，都認為最終控制董事席次對公司治理為不佳的現象。獨立董事具財務會計或法律之實務背景，是提升公司品質之影響因素，表 5 中為顯著正相關，表 6 與表 7 中雖未達顯著水準但仍正向的影響效果，可見獨立董事跨組織關係或其不同的背景長才，對 IPO 上市初期更具重要。

經理人持股與溢價為負向顯著關係。顯然經理人持股越高，加深自身的利益產生負的侵占效果。創辦人身兼總經理與溢價在 3 個模型均為正顯著相關，可見同時兼任提昇市場對股票價值的肯定。承銷商的聲譽在表 5 與表 7 模型為正向顯著，在面對資訊不對稱的情形下，新上市公司可採取某些行動作為品質的訊號，向投資人傳遞公司的真實價值。在發射訊號時，除公司以好的訊號做為市場上的品質保證，加強在股東權益的保護外，對外傳

遞聲譽佳的承銷商可做為公司品質其真實價值訊號的傳遞。

四大會計師事務所簽證之公司，與溢價為正向關係，結果顯示，四大會計師事務所簽證之公司股價是具有有效保證的。負債比率與 TDR 溢價在表 5 及表 7 與溢價為顯著正相關，暗示投資人在初級市場景氣相對熱絡的情況下，會對風險較高的公司，要求較高的折價補償。最後以純台商回台掛牌的公司，在 3 個模型均為正向顯著關係，在鮭魚返鄉及對以往在台相關企業經營背景狀況較瞭解下，較不會有資訊上的落差，相對給這些台資 TDR 掛牌的股價後勢看漲且獲好評。

再從表 8 可看出，所有變數間，以平均數 t 檢定主要公司治理機制變數衡量指標與相關控制變數都是顯著的。

三、敏感性分析

1. 蜜月期間延長至第九十天

依[16]以 ADR 之新興跟發展國家檢測 IPO 上市後不同測試期的價格變化，實證顯示除了上市後第一個月外，發展國家較新興市場的折價為明顯，因此本文援引上市第一天至第三十天期間為本文蜜月期期間對 TDR 溢價效果進行敏感性分析。避免因(1)上市初期投資人對 IPO 股票價值認定上偏誤;(2)管理當局過度樂觀高估未來現金流量，初期偏高報酬來自較低初始價格，為讓股票價格回到穩定基本



價值，本文將蜜月期間延長至第九十天加以觀察市場反應。

表 9 分析數據顯示，不論是上市日至第 30 日(Regression 4)或上市日至第 90 日(Regression 5)，均為負向顯著關係，表示當公司存有最終控制董事席次越高，董事會掌握的控制權越嚴重，有損公司的利益行為，對外界的投資大眾似乎是極不好的訊號傳遞。總經理持股在上市日至第 30 日，與溢價為正向顯著。創辦人身兼總經理在上市日至第 30 日或上市日至第 90 日，與溢價為正向顯著水準關係，可見兼任總經理提昇市場對股票價值的肯定。由聲譽佳的承銷商來做為公司品質其真實價值訊號的傳遞，也都與溢價為正向顯著關係。最後在對於知名度較高的台商企業，投資人基於瞭解公司在台的知名度與過往在台企業經營表現程度，給與台商企業背景 TDR 在投資市場高度評價。在上市日至第 30 日或上市日至第 90 日期間測試，證實[16]新興國家檢測 IPO 上市後不同測試期的價格變化，除了上市後第一個月，新興國家其 IPO 市場的折價為明顯。

2. 公開申購配售的中籤率分析

由於初期上市對公司錯誤的評價，可能導致非理性之投資人的行為，進而帶動新上市股價的波動。為了確認非理性投資行為是否對 TDR 初期平均價格最大影響，亦或在資訊完美之下市場給予對新股

公司正面的評價，公開申購配售的對象一般都以非訊息投資者佔多數，較有可能出現非理性行為，因此如果要驗證此種訊息傳遞效果，公開申購配售的中籤率高與低是否也同步在蜜月期溢價造成影響效果？本文透過市場新股上市之第一高點日(PDI)其 24 筆家數，我們將所有 24 筆樣本資料，以中籤率平均數(0.078)為界分高、低兩組，在此以小於中籤率平均數(0.078)為第一組，而大於中籤率平均數(0.078)為第二組，觀察兩組中籤率高至低情況，對 TDR 上市之第一高點日溢價是否基於中籤率較低，出現顯著差異。兩組平均樣本平均數分別為 0.058 與 0.114，由此可知，在掛牌上市低中籤率之情形下，有 15 家 TDR 公司近半數樣本值在中籤率的因素影響下(小於中籤率平均數 0.078)，出現除先前公司治理本質影響蜜月期溢價外，亦因初級市場投資者藉由認購訊號，使得市場出現非理性的追價風潮。

伍、結論與建議

隨市場的開放與國際市場活絡，新興金融商品不斷推陳出新，面對金融資本市場複雜的環境，投資人對新上市公司的瞭解管道，除自身的對資本市場環境的知曉外，亦會透過公司治理的指標做為參考依據，而公司治理機制在近年成為實務界和



學術界所關心的焦點。雖然來台發行 TDR 的公司都經過當地交易所嚴格審核，但不保證上市後就不會出問題，中途易主或改變經營團隊都會影響績效。在資本市場中對公司治理的認知，公司治理機制良窳為投資人投資的參考重點之一，會把公司資訊揭露或品質作為公司治理優劣的重要訊息傳遞。公司治理機制應可確保企業策略之執行、績效之達成、並透過其監督功能，確保企業之利害關係人獲得應有之報酬及保障。因此，本文即將焦點集中於近來被各界所關注的公司治理機制之治理效果上，以各項公司治理變數探討與 TDR 蜜月期平均折溢價之關係。

研究結果顯示董事會規模人數與 TDR 溢價雖未達顯著的影響但為正相關，顯然投資者願購買董事會較大規模溝通與監督體系佳的公司。獨立董事席次比率，結果亦未有明顯的影響，但獨立董事有足夠的資訊能有效達成監督作用席次比率愈高時，若以其獨立的立場愈能有效發揮監督角色，其在跨國上市之資訊揭露品質為有利的訊息傳遞，降低資訊解讀。最終控制董事仍存有最終控制的問題存在，相對提高公司在風險的危機，因此對回台上市 TDR 其投資人也給與負面的看法。獨立董事具專業知識背景對公司的營運及狀況因董事專業性的提高，可適時反應公司實際價值，對投資人為正面的訊息

傳遞，因此帶動公司的股票價格。本文經理人持股比例對公司價值呈現負面的傳遞效果。經理人可能因自身利益而進行盈餘管理，加深投資者與所有權者間不對稱的管控問題。創辦人兼任總經理，在管理與決策控制集中的監督機制下，管理當局盡全力致力於公司利益極大化，而使 TDR 上市公司整體觀感給外界投資人較佳評價。

TDR 的在台發行，對台灣證券市場影響深遠，將加速成為大中華地區中小企業的交易平台，讓台灣資本市場快速國際化。但由於 TDR 政策開放實行不久，受時間與樣本之限制，故只能對此一政策推行初期股價的反應加以研究，並無法看出上市後二至三年長期效果累計異常報酬的檢測，為本研究之限制，未來研究可針對此部份的期間加以看出整體對後續期間之效果為何。

參考文獻

- [1] 柯承恩(2002)。藉公司治理提昇高階管理競爭力。會計研究月刊，201，12-13。
- [2] 陳振遠，王朝仕，徐如萍(2008)。會計資訊、公司治理特性與企業評價之攸關性。會計與公司治理，5(2)，79-108。
- [3] 陳瑞斌，許崇源(2007)。公司治理結



- 構與資訊揭露之關聯性研究。交大管理學報，27(2)，55-109。
- [4] 葉銀華(2008)。實踐公司治理-台灣集團企業的功與過。聯經出版社。
- [5] Agrawal, A., & Chadha, S. (2005). Corporate governance and accounting scandals. *Journal of Law and Economics*, 48(2), 371-406.
- [6] Bacidore, J. M., & Sofianos, G. (2002). Liquidity provision and specialist trading in NYSE-listed non-US stocks. *Journal of Financial Economics*, 63(1), 133-58.
- [7] Bell, R. G., Moore, C. B., & Filatotchev, I. (2010). Strategic and institutional effects on foreign IPO performance: Examining the impact of country of origin, corporate governance, and host country effects. *Journal of Business Venturing*, 1-20.
- [8] Booth, J. R., Cornett, M. M., & Tehranian, H. (2002). Boards of directors, ownership, and regulation. *Journal of Banking and Finance*, 26, 1973-1996.
- [9] Brick, I. E., & Chidambaran, N. K. (2010). Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 533-553.
- [10] Certo, S. T. (2003). Influencing initial public offering investors with prestige: signaling with board structures. *Academy of Management Review*, 28(4), 432-446.
- [11] Chan, J. S. P., Hong, D., & Subrahmanyam, M. G. (2008). A tale of two prices: Liquidity and asset prices in multiple markets. *Journal of Banking & Finance*, 32(6), 947-960.
- [12] Cheng, E. C. M., Courtenay S. M., & Krishnamurti, C. (2006). The impact of increased voluntary disclosure on market information asymmetry, informed and uninformed trading. *Journal of Contemporary Accounting Economics*, 2(1), 33-72.
- [13] Cook, D. O., & Wang, H. (2011). The informativeness and ability of independent multi-firm directors. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 108-121.
- [14] Coombes, P., & Waston, M. (2000). Three surveys on corporate governance. *The Mckinsey Quarterly*, 4, 74-77.
- [15] Duchin, R., Matsusaka, J. G., & Ozbas, O. (2010). When are outside directors effective ? *Journal of Financial Economics*, 96(2), 195-214.
- [16] Ejara, D. D., & Ghosh, C. (2004). Underpricing and aftermarket performance of American depository receipts (ADR) IPOs. *Journal of Banking and Finance*, 28, 3151-3186.
- [17] Gao, N., Jain, B. A. (2010). Founder management and the market for



- corporate control for IPO firms: The moderating effect of the power structure of the firm. *Journal of Business Venturing*, Available online, 1-15.
- [18] Guthrie, K., & Sokolowsky, J. (2010). Large shareholders and the pressure to manage earnings. *Journal of Corporate Finance*, 16(3), 302-319.
- [19] Hearn, B. (2011). The impact of corporate governance measures on the performance of West African IPO firms. *Emerging Markets Review*, 12(2), 1-38.
- [20] Holm, C., & Scholer, F. (2010). Reduction of asymmetric information through corporate governance mechanisms –The importance of ownership dispersion and exposure toward the international capital market *corporate governance: An International Review*, 18(1), 32-47.
- [21] Krishnamurti, C., Sevi, A., & Zeljko, S. (2005). Voluntary disclosure, transparency, and market quality: Evidence from emerging market ADR. *J. of Multi. Fin. Manag.* 15(4/5), 435-454.
- [22] Lee, H. W. & Valero, W. (2010). Cross-listing effect on information environment of foreign firms: ADR type and country characteristics. *Journal of Multinational Financial Management*, 20(4/5), 178-196.
- [23] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2002). Government ownership of banks. *Journal of Finance*, 57(1), 265-301.
- [24] Leuz, C. & Verrecchia, R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, 91-124.
- [25] Leuz, C. & Verrecchia, R. E. (2005). Firms' capital allocation choices, information quality and the cost of capital. *Working paper, University of Pennsylvania*.
- [26] Mak, Y., & Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin Finance*, 13(3), 301-318.
- [27] Myers, S., & Majluf, N., (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- [28] Pascual, R., Fuster, B. P., & Climent, F. (2006). Cross-listing, price discovery and the informativeness of the trading process. *Journal of Financial Markets*, 19(2), 144-161.
- [29] Patelli, L., & Prencipe, A. (2007). The relationship between voluntary disclosure and independent directors



- in the presence of a dominant shareholder. *European Accounting Review*, 16(1), 5-33.
- [30] Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO duality an organization performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12, 155-160.
- [31] Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355- 379.
- Warner, J., R. L. Watts, and K. H. Wruck. 1988. Stock prices and top management changes. *Journal of Financial and Economics*, 20, 461-492.
- [32] Warner, J., R. L. Watts, and K. H. Wruck. 1988. Stock prices and top management changes. *Journal of Financial and Economics*, 20, 461-492.



表 1 樣本變數敘述統計量

變數名稱	個數	平均數	標準差	最小值	最大值
PD1	24	41.647	99.763	-15.470	504.320
PD3	24	46.373	99.502	-15.470	495.097
BN	24	8.460	2.206	6.000	15.000
IND	24	0.398	0.078	0.273	0.571
CBOARD	24	0.350	0.176	0.100	0.667
PROFES	24	0.331	0.085	0.300	0.500
MH	24	0.180	0.186	0.000	0.646
CONCURE	24	0.333	0.481	0.000	1.000
AUD	24	0.708	0.464	0.000	1.000
UND	24	0.875	0.337	0.000	1.000
LEV	24	0.340	0.165	0.021	0.660
FIRM	24	0.583	0.503	0.000	1.000
變數名稱	個數	平均數	標準差	最小值	最大值
PD2	19	48.293	112.651	-19.275	504.320
BN	19	8.260	2.230	6.000	15.000
IND	19	0.392	0.078	0.273	0.571
CBOARD	19	0.356	0.184	0.100	0.667
PROFES	19	0.343	0.087	0.290	0.500
MH	19	0.185	0.179	0.000	0.646
CONCURE	19	0.315	0.477	0.000	1.000
AUD	19	0.736	0.452	0.000	1.000
UND	19	0.894	0.315	0.000	1.000
LEV	19	0.326	0.172	0.021	0.660
FIRM	19	0.526	0.512	0.000	1.000

變數定義：

被解釋變數：PD1:TDR 上市日至第一高點日。PD2:TDR 上市日至跌破承銷價日。

PD3:TDR 上市日至最高點日。

解釋變數：BN:全體董事會人數。IND:以上市前一年底的獨立董事人數/全體董事人

數。CBOARD: 以上市前一年最終控制者董事席次/全部董事席次之比率。

PROFES: 以上市前一年獨立董事具有會計財務或法律專長/全董監事席



次。MH: 以上市前一年公司之全體經理人持股總數/公司總發行股份比例。CONCURE: 虛擬變數，創辦人兼任總經理為 1，否則為 0。

控制變數：AUD: 虛擬變數，四大會計師事務所簽證者為 1，否則為 0。UND: 依照 IPO 發行時各家公司的主辦承銷商，其在該年度市場上市年度主要承銷商承銷案件/全體承銷商總承銷案件，大於前一年度主要承銷商承銷案件/全體承銷商總承銷案件時，則認為其該家主辦承銷商商譽良好，為 1，否則為 0。LEV: 上市前一年之負債總額/資產總額比率。FIRM: 虛擬變數，公司為台商者為 1，否則為 0。

表 2 自變數相關性分析

	BN	IND	CBOARD	PROFES	MH	CONCURE	AUD	UND	LEV	FIRM
PD1	-0.223	-0.171	-0.205	0.021	-0.182	0.321	0.154	0.065	0.205	0.210
BN	1	-0.406*	-0.066	0.512**	0.288	-0.273	0.009	-0.036	0.030	0.101
IND		1	-0.135	0.097	-0.319	0.142	-0.053	0.151	-0.125	-0.407*
CBOARD			1	0.150	-0.132	0.091	0.097	-0.157	0.043	0.305
PROFES				1	-0.106	-0.177	0.068	0.082	-0.283	-0.235
MH					1	-0.142	0.016	-0.021	0.143	0.156
CONCURE						1	-0.130	-0.267	-0.080	-0.120
AUD							1	0.035	0.022	0.015
UND								1	-0.427*	-0.064
LEV									1	0.223
FIRM										1

註 1：變數定義:同表 1。

註 2：括弧內為顯著程度。*在顯著水準 0.05 時(單尾)，相關顯著。**在顯著水準 0.01(單尾)，相關顯著



表 3 全變數獨立樣本 T 檢定

變數	組別	個數	平均數	T 值	顯著性
BN	1	21	8.48	0.103	0.919
	2	3	8.33		
IND	1	21	0.39	-0.394	0.697
	2	3	0.41		
CBOARD	1	21	0.37	1.573	0.130
	2	3	0.21		
PROFES	1	21	0.33	0.169	0.868
	2	3	0.32		
MH	1	21	0.16	-1.238	0.229
	2	3	0.30		
CONCURE	1	21	0.38	1.301	0.207
	2	3	0.00		
AUD	1	21	0.71	.0163	0.872
	2	3	0.67		
UND	1	21	0.86	-0.677	0.505
	2	3	1.00		
LEV	1	21	0.33	-0.812	0.425
	2	3	0.41		
FIRM	1	21	0.61	0.916	0.370
	2	3	0.33		

變數定義:同表 1。

表 4 迴歸式之 DW 統計量

	Regression 1	Regression 2	Regression 3
	TDR 上市日至第一最高點日。	TDR 上市日至開始跌破承銷價日。	TDR 上市日至最高點日(非第一最高點，為上市後的股價最高點)。
DW 值	1.120	1.241	1.079

變數定義:同表 1。



表 5 TDR 上市日至第一最高點日之迴歸分析

$$PD1 = \beta_0 + \beta_1 BN + \beta_2 IND + \beta_3 CBOARD + \beta_4 PROFES + \beta_5 MH + \beta_6 CONCURE + \beta_7 AUD + \beta_8 UND + \beta_9 LEV + \beta_{10} FIRM + \varepsilon$$

變數名稱	預期符號	Regression 1	P 值	VIF 值
截距項	?	-0.825	0.424	—
BN	+	0.435	0.671	2.547
IND	+	-1.312	0.212	1.647
CBOARD	-	-2.769	0.016**	1.319
PROFES	+	1.792	0.096*	2.494
MH	-	-1.929	0.076*	1.232
CONCURE	+	3.206	0.007***	1.789
AUD	+	1.279	0.223	1.035
UND	+	2.016	0.065*	1.529
LEV	+	2.406	0.032**	1.671
FIRM	+	1.935	0.075*	1.639
樣本數		24		
Adj R ²		40.6%		

註 1：變數定義: PD1= TDR 上市日至第一最高點日，其餘變數同表 1。

註 2：*在顯著水準 $\alpha=0.1$ 時為顯著的。**在顯著水準 $\alpha=0.05$ 時為顯著的。***在顯著水準 $\alpha=0.01$ 時為顯著的。



表 6 TDR 上市日至開始跌破承銷價日之迴歸分析

$$PD2 = \beta_0 + \beta_1 BN + \beta_2 IND + \beta_3 CBOARD + \beta_4 PROFES + \beta_5 MH + \beta_6 CONCURE + \beta_7 AUD + \beta_8 UND + \beta_9 LEV + \beta_{10} FIRM + \varepsilon$$

變數名稱	預期符號	Regression 2	p 值	VIF 值
截距項	?	-0.452	0.663	—
BN	+	0.412	0.691	4.380
IND	+	-0.540	0.604	2.634
CBOARD	-	-2.738	0.026**	1.718
PROFES	+	1.021	0.337	3.750
MH	-	-1.940	0.088*	1.506
CONCURE	+	2.327	0.048**	2.449
AUD	+	0.268	0.795	1.460
UND	+	1.728	0.122	1.725
LEV	+	1.551	0.160	2.371
FIRM	+	2.067	0.073*	2.577
樣本數		19		
Adj R ²		46.1%		

註 1：變數定義:PD2= TDR 上市日至開始跌破承銷價日。其餘變數同表 1。

註 2：*在顯著水準 $\alpha=0.1$ 時為顯著的。**在顯著水準 $\alpha=0.05$ 時為顯著的。***在顯著水準 $\alpha=0.01$ 時為顯著的。



表 7 TDR 上市日至最高點日之迴歸分析

$$PD3 = \beta_0 + \beta_1 BN + \beta_2 IND + \beta_3 CBOARD + \beta_4 PROFES + \beta_5 MH + \beta_6 CONCURE + \beta_7 AUD + \beta_8 UND + \beta_9 LEV + \beta_{10} FIRM + \varepsilon$$

變數名稱	預期符號	Regression 3	p 值	VIF 值
截距項	?	-0.780	0.448	-
BN	+	0.392	0.701	2.547
IND	+	-0.954	0.358	1.640
CBOARD	-	-3.173	0.007***	1.315
PROFES	+	1.581	0.138	2.494
MH	-	-1.768	0.101	1.232
CONCURE	+	3.196	0.007***	1.789
AUD	+	1.607	0.132	1.035
UND	+	1.831	0.090*	1.529
LEV	+	2.190	0.047**	1.671
FIRM	+	2.065	0.059*	1.639
樣本數		24		
Adj R ²		41.5%		

註 1：變數定義:PD3= TDR 上市日至最高點日(非第一最高點，為上市後的股價最高點)，其餘變數同表 1。

註 2：*在顯著水準 $\alpha=0.1$ 時為顯著的。**在顯著水準 $\alpha=0.05$ 時為顯著的。***在顯著水準 $\alpha=0.01$ 時為顯著的。



表 8 全變數差異檢定

變數	個數	平均差異	平均數相等的 T 檢定	
			t	顯著性
PD1	24	41.647	2.045	0.052*
BN	24	8.458	18.781	0.000***
IND	24	0.398	24.732	0.000***
CBOARD	24	0.350	9.762	0.000***
PROFES	24	0.331	18.916	0.000***
MH	24	0.180	4.721	0.000***
CONCURE	24	0.333	3.391	0.003***
AUD	24	0.708	7.474	0.000***
UND	24	0.875	12.689	0.000***
LEV	24	0.340	10.103	0.000***
FIRM	24	0.583	5.675	0.000***

註 1：變數定義：同表 1。

註 2：*表示在 $\alpha=0.10$ 時為顯著的。**表示 $\alpha=0.05$ 時為顯著的。***表示在 $\alpha=0.01$ 時為顯著的。



表 9 公司治理機制對蜜月期折溢價之敏感分析

$$PD4 = \beta_0 + \beta_1 BN + \beta_2 IND + \beta_3 CBOARD + \beta_4 PROFES + \beta_5 MH + \beta_6 CONCURE + \beta_7 AUD + \beta_8 UND + \beta_9 LEV + \beta_{10} FIRM + \varepsilon$$

$$PD5 = \beta_0 + \beta_1 BN + \beta_2 IND + \beta_3 CBOARD + \beta_4 PROFES + \beta_5 MH + \beta_6 CONCURE + \beta_7 AUD + \beta_8 UND + \beta_9 LEV + \beta_{10} FIRM + \varepsilon$$

變數名稱	符號	Regression 4	p 值	VIF 值	Regression 5	p 值	VIF 值
截距項	?	-0.842	0.415		-0.656	0.527	
BN	+	0.470	0.646	2.547	0.158	0.877	2.836
IND	+	-1.109	0.287	1.647	-1.074	0.308	1.597
CBOARD	-	-3.370	0.005**	1.320	-2.942	0.015**	1.285
PROFES	+	1.767	0.101	2.494	1.348	0.207	3.132
MH	-	-1.902	0.080	1.232	-1.202	0.257	1.970
CONCUR	+	3.372	0.005**	1.789	2.591	0.027**	1.606
AUD	+	1.664	0.120	1.035	1.495	0.166	1.119
UND	+	2.066	0.059	1.529	1.864	0.092*	1.536
LEV	+	2.246	0.043*	1.671	1.781	0.105	2.136
FIRM	+	2.198	0.047*	1.639	2.035	0.069*	1.580
樣本數		24			24		
Adj R ²		45.7%			43.4%		

註 1：變數定義:PD4=TDR 上市至第 30 日。PD5=TDR 上市至第 90 日，其餘變數同表 1。

註 2：*在顯著水準 $\alpha=0.1$ 時為顯著的。**在顯著水準 $\alpha=0.05$ 時為顯著的。***在顯著水準 $\alpha=0.01$ 時為顯著的。

