

國立臺灣大學管理學院會計學研究所碩士論文

Graduate Institute of Accounting

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis

所有權結構、董事會組成與買回庫藏股宣告之

市場反應

Ownership Structure, Board Composition and the
Market Reaction to the Repurchase Announcement



AI-FENG WU

指導教授：柯承恩 博士

Advisor : Chen-en Ko, Ph. D.

中華民國 九十九 年 五 月

May, 2010

國立臺灣大學碩士學位論文
口試委員會審定書

所有權結構、董事會組成與買回庫藏股宣告之市場反應

Ownership structure, board composition and the market reaction to the repurchase announcement

本論文係吳愛鳳君 (R97722024) 在國立臺灣大學會計學研究所完成之碩士學位論文，於民國 99 年 05 月 19 日承下列考試委員審查通過及口試及格，特此證明

口試委員：

柯承恩 (簽名)
(指導教授)

廖芝明 許裕忠

系主任、所長

林世銘 (簽名)
(是否須簽章依各院系所規定)

謝 詞

本論文之完成，首先要大大感謝恩師 柯承恩博士在繁忙的教學公務與研究之餘，悉心指導。不論是在論文方向之擬定、研究假說之建立與研究結果之分析，教授總能在學生茫然不知所措時適時地指引明燈，恩師淵博的學識著實令學生受益良多。而博士班李德冠學長的耐心指導、解惑與適時提供意見，往往令我有豁然開朗之感，在此表達由衷感激之謝意。此外，口試時，承蒙 廖芝嫻博士與 蘇裕惠博士撥冗賜教，指出學生論文中之疏誤，並且提供諸多寶貴意見，使得本論文更臻嚴謹完整，謹在此致上最誠摯的感謝。

隨著這本論文的完成，台大兩年研究所生涯即將畫上句點，這也意味著必須往人生的另一段旅程邁進。而在這兩年的求學期間，要感謝的人實在太多太多。謝謝各位老師教授我專門知識及實務操作的概念，謝謝會研所學長姐偶爾的關心與鼓勵，以及謝謝會研所的同學們和商研所的學弟妹，讓我有充實且歡愉的碩士班生涯。

感謝在我生命中最重要也影響我最深的人——爸爸和媽媽。沒有您們，沒有今天的我。不論是在研究所的這兩年，或是過去八千多個日子裡，感謝您們一路的支持與陪伴，也因為您們無條件的支持與愛，讓我得以專注學業，心無旁騖，真的很愛您們！謝謝從小就疼我的阿公、已在天國的阿嬤、在台北很照顧我的姑姑及姑丈、適時對我鼓勵與伸出援手的大姊及二姊、常聽我發牢騷的妹妹。謝謝所有參與我生命的家人、老師與朋友，因為有您們的支持，我才得以向前走得更遠。謹以此論文獻給我親愛的您們，謝謝您們。

吳愛鳳謹識

于台大會計學研究所

九十九年五月

論文摘要

本研究旨在探討所有權結構及董事會組成對於買回庫藏股宣告之市場反應的影響。本文是以 2000 年 8 月至 2009 年底宣告買回庫藏股之台灣上市公司為研究對象，僅選取每間公司每年第一次買回庫藏股為樣本，並剔除因目的二(作為股權轉換之用)而買回。篩選後的樣本總計有 1133 個事件，其中包含 420 家上市公司。

本研究探討之所有權結構，包括控制股東之現金流量權、控制股東之股份控制權與現金流量權偏離程度、內部人持股比例、外國機構投資人持股比率。董事會組成部分，則包含董事會規模、獨立董事、控制股東占董事席次比例，來探討公司治理之良窳是否影響宣告買回庫藏股之市場反應。

本文之實證結果發現，內部人持股比例、外資機構投資人持股比率均與累積平均異常報酬呈顯著正相關。另外，董事會規模、獨立董事均與累積平均異常報酬呈顯著正相關。而控制股東占董事席次比例與累積平均異常報酬則呈顯著負相關。而關於控制股東之現金流量權、股份控制權與現金流量權間之偏離程度所作之檢定顯示，其與累積平均異常報酬無顯著關係。推究其原因，可能因樣本公司獨立董事及外國機構投資人適時扮演監督角色，使控制股東與少數股東間之代理問題獲得改善，因而降低控制股東因素對庫藏股宣告之市場反應所造成之影響。整體而言，本文的結論支持當公司內部人持股比例較多、外資機構投資人持股比率較高、董事會規模較大、獨立董事較多、控制股東占董事席次比例越低，其宣告買回庫藏股時，可獲得投資人更正面之評價，其買回庫藏股宣告之正向市場反應也較大。

關鍵詞：公司治理、股權結構、董事會組成、庫藏股買回

Abstract

This study investigates the impact of ownership structure and board composition on the market reaction surrounding share repurchase announcement.

This thesis examines various ownership structure such as cash flow rights of controlling shareholders, the deviation between cash flow right and control right, shareholdings of insiders, and shareholdings of foreign institutional investors. Moreover, I also use the different measures of board composition, including board size, independent directors, and the percentage of seats held by the controlling shareholders. In sum, this research aims to investigate whether different corporate governance mechanism affects the market reaction surrounding the share repurchase announcement.

Empirical results show that firms with higher shareholdings of insiders or higher shareholdings of foreign institutional investors experience a significant positive abnormal return when share repurchase is announced. From board composition perspective, board size and independent directors have positive significant impact on the market return surrounding share repurchase announcement. In addition, the higher percentage of seats held by the controlling shareholders, the less abnormal return surrounding the share repurchase announcement. However, I find the negative market

reaction of control—cash flow right deviation is offset by independent directors and foreign institutional investors.

Keywords: Corporate governance, Ownership structure, Board composition, Open market stock repurchase



目 錄

口試委員會審定書.....	II
誌謝.....	III
中文摘要.....	IV
英文摘要.....	V
目 錄	VII
圖目錄	IX
表目錄	X
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	2
第三節 論文架構與研究流程.....	3
第二章 文獻探討與假說發展.....	5
第一節 買回庫藏股.....	5



第二節 公司治理與庫藏股買回.....	16
第三章 研究方法.....	28
第一節 研究變數之定義.....	28
第二節 樣本選取與資料來源.....	35
第三節 實證研究方法.....	35
第四章 實證結果分析.....	43
第一節 敘述性統計分析.....	43
第二節 庫藏股宣告效果.....	47
第三節 複迴歸分析.....	50
第五章 結論與研究限制.....	61
第一節 結論.....	61
第二節 研究限制.....	62
參考文獻.....	63



圖目錄

圖 1-1 本文研究流程.....	3
圖 2-1 控制權(投票權)與現金流量權之計算.....	16
圖 4-1 公司宣告買回庫藏股全體樣本 AR 與 CAR 之趨勢圖.....	47



表目錄

表 3-1 變數定義.....	38
表 4-1 庫藏股事件之敘述性統計.....	43
表 4-2 樣本公司之敘述性統計.....	45
表 4-3 公司宣告買回庫藏股全體樣本之 AR 及 CAR.....	46
表 4-3 相關係數矩陣.....	50
表 4-4 宣告買回庫藏股的市場反應之迴歸分析.....	53



第一章 緒論


第一節 研究背景與動機

1997年發生亞洲金融風暴，財政部為挽救股市，乃仿效歐美國家，於同年10月向行政院提出提出放寬上市（櫃）公司買回本公司股份之標準。主管機關為穩定股市，因而力促買回本公司股份制度之立法，經幾年之努力後，於2000年修正證券交易法，增訂第28條之2，允許上市上櫃公司在一定條件下，可買回本身已發行在外之普通股股票，至此確立庫藏股之法源基礎。證券暨期貨市場發展基金會並於2000年8月7日正式頒佈「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」，庫藏股制度乃正式施行。

關於公司買回庫藏股之動機，過去學者提出許多假說。其中，訊號假說是買回庫藏股動機最盛行的說法，也得到多數文獻的支持(Asquith and Mullins, 1986; Netter and Mitchell, 1989; Comment and Jarrell, 1991; Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen, 1995; Stephens and Weisbach, 1998; Dittmar, 2000)。其他之動機假說，包括自由現金流量假說(Dittmar, 2000; Vafeas and Joy, 1995)、財務槓桿假說(Bagwell and Shoven, 1988; Opler and Titman, 1996; Dittmar, 2000; Hovakimian, Opler and Timan, 2001)、管理者動機假說(Dunsby, 1994; Jolls, 1996; Fenn and Liang, 1997; Bens, Nagar, Skinner, and Wong, 2003)、防禦併購假說(Bagwell, 1991; Dittmar, 2000)、股利替代或個人稅負假說(Jagannathan, Stephens, and Weisbach, 2000; Lie and Lie, 1999)、財富移轉假說(Vermaelen, 1981)等。而許多國內外學者研究亦證實，公司宣告買回庫藏股，對於抑制股價的下跌，確實有一定之成效(Vermaelen, 1981; Dann, 1981; Lakonishok and Vermaelen, 1990)。

惟買回庫藏股宣告之市場反應受到公司特性的影響甚大，過去的學者多針對公司規模(Vermaelen, 1981; Pugh and Jahera, 1990; Ikenberry et al., 1995; Ho, Liu and Ramanan, 1997; Stephens and Weibach, 1998; 邱煥堯, 2001; Hua Zhang, 2002; 楊琬婷, 2001; 林玉成, 2001)、宣告買回目的(kahle, 2002; 康瑞亨, 2004; Jun et. al., 2009)、公司之市值帳面比(Westphal and Zajac, 2001; Gesser, Halman, and Sarig, 2005)、宣告預定買回比率(Ikenberry,

Lakonishok, and Vermaelen, 1995 ; Ho et al., 1997 ; Stephens and Weisbach, 1998 ; 林玉成, 2001 ; 楊琬婷, 2001)、宣告前公司股價之累積平均異常報酬 (Comment and Jarrell, 1991 ; Stephens and Weisbach, 1998)等因素進行研究, 而相對較少文獻探討公司治理好壞對於買回庫藏股宣告之市場反應的影響 (Ginglinger and L' Her, 2006 ; Vermaelen, 1981)。公司治理較佳的公司, 代表存在較小之代理問題, 也意味著管理者或控制股東越無法為了私利而掠奪少數股東的權益, 因此, 公司治理之良莠影響投資人的投資意願甚深, 故本研究將針對公司治理因素之所有權結構與董事會組成二大類, 來探討其對買回庫藏股宣告之市場反應的影響, 以作為政府推動公司治理制度、公司落實公司治理之參考依據。



第二節 研究目的

根據上述之研究動機, 本研究欲透過實證研究達到以下之研究目的:

- 一、公司之所有權結構, 是否會影響投資人對公司買回庫藏股之評價, 進而反應在公司買回庫藏股宣告之市場反應上?
- 二、公司之董事會組成, 是否會影響投資人對公司買回庫藏股之評價, 進而反應在公司買回庫藏股宣告之市場反應上?

第三節 論文架構與研究流程

一、論文架構

本研究以台灣上市公司為研究對象，並排出金融業及資料不齊之樣本，研究期間為2000年8月至2009年。其論文架構共分為五章，各章內容分述如下：

第一章 緒論

闡述本研究之背景及動機、目的、論文架構與研究流程。

第二章 文獻回顧

先對台灣庫藏股制度作基本之介紹，再透過買回庫藏股動機假說、公司治理與庫藏股買回相關文獻之回顧，擷取與本研究主題相關部分，以建構本研究主要的理論架構，並依此理論架構建立研究假說。

第三章 研究方法

說明研究變數之定義、樣本選取與資料來源、實證研究方法。

第四章 實證研究結果

針對本研究之各項假說進行檢定，並分析實證結果。

第五章 結論與研究限制

總結本研究之重要實證發現，並說明研究限制。



二、研究流程

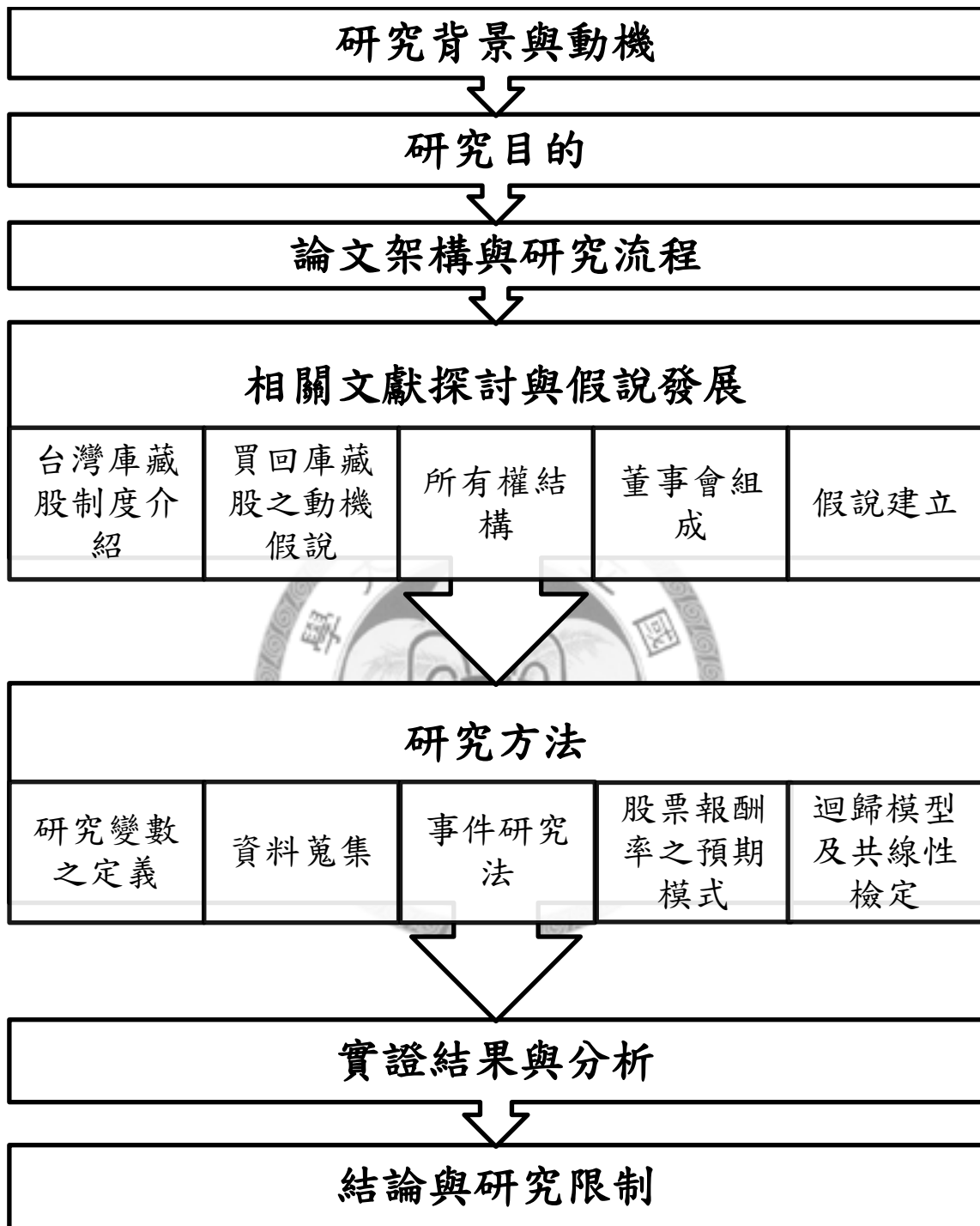


圖 1-1 本文研究流程

第二章 文獻探討與假說發展

本研究係探討公司治理特性對庫藏股宣告所產生股價異常報酬之影響。因此，本章先對台灣庫藏股制度作一簡單之介紹，再對國內外學者所提出買回庫藏股之動機作一整理。其次，再將公司治理因素分成所有權結構與董事會組成二大類來探討相關文獻，以利本研究假說之建立。

第一節 買回庫藏股

一、台灣庫藏股制度介紹

依公司法第一六七條：「公司除依第一五八條、第一六七條之一、第一八六條及第三一七條規定外，不得自行將股份收回、收買或收為質物。但於股東清算或受破產之宣告時，得按市價收回其股份，抵償其於清算或破產宣告前結欠公司之債務。」之規定，可以得知我國基於資本維持原則，原則禁止公司買回已發行在外股份，例外允許下列規定：

1. 公司法第158條：在不損害特別股股東按照章程應有之權利下，得以盈餘或發行新股所得之股款收回特別股。
2. 公司法第167條第一項但書：公司於股東清算或受破產之宣告時，得按市價收回其股份，抵償其於清算或破產宣告前結欠公司之債務。
3. 公司法第167-1條：在不超過公司已發行股份總數百分之五之範圍內，收買其股份，並於三年內轉讓於員工。屆期未轉讓則視為公司未發行股份，並為變更登記。
4. 公司法第186條：股東反對公司於公司法第185條中所列行為時，得請求公司按當時公平價格，收買其所有之股份。
5. 公司法第317條：股東反對公司分割或與他公司合併時，在股東會集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄者，得放棄表決權，而請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。

證券暨期貨市場發展基金會依 2000年6月30日立法院通過證券交易法修訂條文，第28條之2第3項¹之授權，制定「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」，至此提供上市上櫃公司在一定條件下，可買回已發行在外普通股股票之法源依據，並於同年8月7日公佈實施。

我國現行庫藏股制度主要的法源依據有兩個，一為民國八十九年七月十九日增訂之「證券交易法」第二十八條之二，另一為同年八月七日公佈之「上市上櫃公司買回本公司股票辦法」，茲將有關制度規範介紹如下：

(一)買回目的

上市上櫃公司得因下列原因與目的，買回本公司股份：

- 1、轉讓股份予員工。
- 2、配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權憑證之發行，作為股權轉換之用。
- 3、為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理銷除股份者。

(二)決議方式

需經董事會三分之二以上董事之出席及出席董事超過二分之一同意。如遇董事會休會期間，可依據公司法第208條第四項之規定，由常務董事依法令、章程、股東會決議及董事會決議，以集會方式執行董事會職權後，再提報下一次董事會追認。

(三)資訊揭露

1. 根據「上市上櫃公司買回本公司股票辦法」第三條第1項規定：公司於有價證券集中交易市場或證券商營業處所買回其股份者，應於董事會決議之日起二日內，公告並向行政院金融監督管理委員會申報下列事項：

- (1)買回股份之目的。
- (2)買回股份之種類。
- (3)買回股份之總金額上限。

¹我國證券交易法第28條之2第3項規定：公司依第一項規定買回其股份之程序、價格、數量、方式、轉讓方法及應申報公告事項，由主管機關以命令定之。

- (4) 預定買回之期間與數量。
- (5) 買回之區間價格。
- (6) 買回之方式。
- (7) 申報時已持有本公司股份之數量。
- (8) 申報前三年內買回本公司股份之情形。
- (9) 已申報買回但未執行完畢之情形。
- (10) 董事會決議買回股份之會議紀錄。
- (11) 本辦法第十條規定之轉讓辦法。
- (12) 本辦法第十一條規定之轉換或認股辦法。
- (13) 董事會已考慮公司財務狀況，不影響公司資本維持之聲明。
- (14) 會計師或證券承銷商對買回股份價格之合理性評估意見。
- (15) 其他本會所規定之事項。

同條第3項規定：依本辦法提出之申報文件，應依本會規定之格式製作並裝訂成冊，其補正時亦同。

2. 根據「上市上櫃公司買回本公司股票辦法」第三條規定：買回股份之數量每累積達公司已發行股份總數百分之二或金額達新臺幣三億元以上者，應於事實發生之日起二日內將買回之日期、數量、種類及價格公告。

3. 根據「上市上櫃公司買回本公司股票辦法」第五條規定：公司買回股份，應於依第二條申報日起二個月內執行完畢，並應於上述期間屆滿或執行完畢後五日內向行政院金融監督管理委員會申報並公告執行情形；逾期未執行完畢者，如須再行買回，應重行提經董事會決議。

4. 根據「上市上櫃公司買回本公司股票辦法」第六條規定：公司買回股份，應將第二條、第三條及前條規定之訊息內容，輸入公開資訊觀測站資訊系統。

(四) 買回目的之變更

公司於申報預定買回本公司股份期間屆滿之日起二個月內，得經董事會三分

之二以上董事之出席及出席董事超過二分之一同意，向本會申報變更原買回股份之目的。

(五)買回方式

1. 公開收購(Tender Offer)：

(1)固定價格收購(Fixed Price Tender Offer)：預定買回股票的價格固定，公司限以所宣告之固定價格買回。

(2)荷蘭標拍賣(Dutch Auction)：預定買回股票的價格為一區間，公司選擇一特定購回股數，由參與收購的股東(賣方)在價格區間內出價，公司在滿足買回數量的前提下，將股東們的最低出價，定為買回價格。

根據我國證券交易法第43條之1第2項²之定義，公開收購是指不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人為公開收購公開發行公司之有價證券者。另依證券交易法第43條之2第1項³第1款之規定可知我國是採固定價格收購之方式。而依「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第7條第一項規定，欲公開收購公開發行公司有價證券者，除有本法第四十三條之一第二項第一款至第三款情形外，應向行政院金融監督管理委員會申報並公告後始得為之。

2. 公開市場買回(Open Market Repurchases)：指公司透過集中交易市場之證券商以市場價格向不特定對象買回發行在外股份的行為。

(六)買回股份數量及金額之限制

買回本公司股票之總數量比例，不得超過該公司已發行股份總數百分之十；

²我國證券交易法第43條之1第2項規定：不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人為公開收購公開發行公司之有價證券者，除左列情形外，應先向主管機關申報並公告後，始得為之：

- 一、公開收購人預定公開收購數量，加計公開收購人與其關係人已取得公開發行公司有價證券總數，未超過該公開發行公司已發行有表決權股份總數百分之五。
- 二、公開收購人公開收購其持有已發行有表決權股份總數超過百分之五十之公司之有價證券。
- 三、其他符合主管機關所定事項。

³我國證券交易法第43條之2第1項規定：公開收購人應以同一收購條件為公開收購，且不得為左列公開收購條件之變更：

- 一、調降公開收購價格。
- 二、降低預定公開收購有價證券數量。
- 三、縮短公開收購期間。
- 四、其他經主管機關規定之事項。

買回股份之總金額，不得逾保留盈餘加發行股份溢價及已實現之資本公積之金額，其中保留盈餘包括法定盈餘公積、特別盈餘公積及未分配盈餘，但應減除公司董事會或股東會已決議分派之盈餘提列之特別盈餘公積。已實現之資本公積之金額包括處分資產之溢價收入、受領贈與之所得，但受捐贈之本公司股份除外。

(七)買回期間

買回本公司股份應於申報日起二個月內執行完畢，逾期未執行完畢者，如需再行買回，應重行提經董事會決議。以公開收購之方式買回，其收購期間最短為20天，最長為60天。

(八)各種買回目的之處理方式

1、買回本公司股份之目的係為轉讓予員工者，應事先訂定轉讓辦法，載明轉讓期間、受讓人之資格、約定之每股轉讓價格等。有關員工資格之認定，亦得包括國內外子公司之員工。

2、買回目的係供股權轉換之用者，應於轉換或認股辦法中明定。

3、買回目的係為維護公司信用及股東權益者，需辦理減資銷除股份。

(九)關係人於公司買回期間賣出股票之禁止

根據證券交易法第28條之2第六項規定：公司於有價證券集中交易市場或證券商營業處所買回其股份者，該公司其依公司法第三百六十九條之一規定之關係企業或董事、監察人、經理人之本人及其配偶、未成年子女或利用他人名義所持有之股份、於該公司買回之期間不得賣出。惟本規定對於以公開收購之方式進行買回者，並不適用。

(十)買回股份之權利限制

公司買回之股份，不得質押；於未轉讓前，不得享有股東權利。

(十一)持有期限

買回目的是為轉讓予員工或供股權轉換之用者，應於買回之日起三年內將其轉讓，逾期未轉讓者，視為公司未發行股份，並應辦理變更登記；若買回目的是為維護公司信用及股東權益者，應於買回之日起六個月內辦理變更登記。以上目的持有之本公司股份，均不得再於市場賣出。減資之變更登記為法定減資之事由，

無須再經由股東會決議。

(十二)股東常會報告之義務

公司買回本公司股份董事會決議及執行情形，應於最近一次之股東會中報告；其因故未買回股份者，亦同。

(十三)罰則

違反第28條之二第一項，即公開市場買回未經由董事會特別決議(董事會三分之二以上董事之出席及出席董事超過二分之一同意)通過而執行，處兩年以下有期徒刑、拘役或科或併科新台幣180萬以下罰金(證交法第175條)

違反第28條之二第二項、第四項至第七項，以及主管機關依第三項所規定之事項者，即違反買回數量或金額之限制、買回程序或轉讓方法之規定、持有期間之限制、買回股份權利之限制、關係人買回期間賣出之限制、未依規定於股東會報告等，處新台幣12萬元以上60萬元以下罰鍰(證交法第178條)

(十四)內線交易之防範

公司董事會決議買回股份，其董事、監察人、經理人、持有公司股份超過百分之十之股東及其他相關人員，違反證券交易法第157條之1⁴之有關內線交易之規定者，仍應依證券交易法規定處罰。

⁴我國證券交易法第157條之1規定：下列各款之人，獲悉發行股票公司有重大影響其股票價格之消息時，在該消息未公開或公開後十二小時內，不得對該公司之上市或在證券商營業處所買賣之股票或其他具有股權性質之有價證券，買入或賣出：

一、該公司之董事、監察人、經理人及依公司法第二十七條第一項規定受指定代表行使職務之自然人。

二、持有該公司之股份超過百分之十之股東。

三、基於職業或控制關係獲悉消息之人。

四、喪失前三款身分後，未滿六個月者。

五、從前四款所列之人獲悉消息之人。

違反前項規定者，對於當日善意從事相反買賣之人買入或賣出該證券之價格，與消息公開後十個營業日收盤平均價格之差額，負損害賠償責任；其情節重大者，法院得依善意從事相反買賣之人之請求，將賠償額提高至三倍；其情節輕微者，法院得減輕賠償金額。

第一項第五款之人，對於前項損害賠償，應與第一項第一款至第四款提供消息之人，負連帶賠償責任。但第一項第一款至第四款提供消息之人有正當理由相信消息已公開者，不負賠償責任。

第一項所稱有重大影響其股票價格之消息，指涉及公司之財務、業務或該證券之市場供求、公開收購，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息；其範圍及公開方式等相關事項之辦法，由主管機關定之。

第二十二條之二第三項規定，於第一項第一款、第二款，準用之；其於身分喪失後未滿六個月者，亦同。第二十條第四項規定，於第二項從事相反買賣之人準用之。

二、買回庫藏股之動機假說

公司實施庫藏股的影響相當廣泛，最直接的影響是：流通在外的股數減少、股東權益下降、公司現金流量降低，如此不僅僅是改變公司的資本結構，也可能影響到公司未來的投資與股利政策。根據過去的文獻顯示，公司在宣告庫藏股計劃後，市場隨即會產生正向的反應，短期內公司股票往往有正的異常報酬，關於庫藏股為何有正向的宣告效果且公司購回庫藏股的理由為何，過去學者提出諸多論點。其中，訊號假說是說明公開市場買回動機最盛行的說法，也得到多數文獻的支持。而Dittmar(2000)檢驗買回庫藏股的所有動機假說，發現公司在不同時點受到各個動機影響的強度不同。在其樣本期間中，顯示公司在各個時點都會為了股價被低估而宣告買回庫藏股，而在大部分的時點會為了分配剩餘資金而宣告買回庫藏股。公司在某些時點可能是為了調整財務結構、防止被購併、抵銷股票選擇權執行時所產生的稀釋效果等動機而宣告買回庫藏股，故認為公司可能為了單一或多種動機宣告買回庫藏股。分別介紹如下：

(一) 自由現金流量假說 (Free cash flow hypothesis)：

所謂自由現金流量係指公司支應所有目前淨現值為正的投資計劃並考量未來可能的投資計劃後，所剩餘的現金流量，又稱閒置現金流量 (Excess Capital Hypothesis)。

Jensen (1986) 認為管理人與公司股東間存在著利益衝突，當公司擁有多餘之現金，但缺乏良好投資機會時，透過購回庫藏股票或發放股利的方式，將剩餘的自由現金流量分配予股東，可防止管理者隨意濫用現金於不當的投資，進而可以有效減少存在兩者間的代理問題。

Dittmar(2000)表示企業可透過股利來分配自由現金流量，亦可將自由現金流量用於買回公司自身的股份。但若以發放現金股利之方式，投資人會對往後年度股利產生預期心理，若後續年度少發則會有懲罰效果；相反的，企業宣告買回庫藏股則不必承諾一定完全執行，且不像股利會產生預期心態，因此假設企業有自由現金流量時會選擇買回企業自家股份，其實證結果顯示宣告公司較非宣告公司有顯著超額資金，意味著自由現金流量對於實際買回金額具顯著的正向解釋力，支持自由現金流量假說。

Vafeas and Joy (1995) 實證結果顯示公司宣告買回庫藏股時，股票的異常報酬與自由現金流量降低成正相關，代表買回庫藏股可降低代理成本，投資人會給予正面的評價，符合自由現金流量假說的觀點。

(二)訊號發射假說 (Signaling Hypothesis)：

訊號假說最先是 by Bhattacharya (1979) 所提出，其主張宣告買回自身股份可視為公司用來傳遞正面訊息的一項工具。由於公司的內部人與股東間存在資訊不對稱 (information asymmetry)，公司內部人對公司之前景與真實價值擁有私有資訊 (private information)，故較能精確衡量公司價值。因此在市場處於資訊不對稱的情形下，如果內部人相信股價被低估，則公司內部人可能會實施庫藏股來向市場發射股價被低估的訊號，藉此可讓投資人意識到公司對未來的發展深具信心。而由於市場投資人肯定公司資訊傳遞的行為，故當公司宣告買回庫藏股時，股價會產生正向的異常報酬。

過去的實證研究大多主張股價被低估是管理者實施買回庫藏股最主要的動機 (Asquith and Mullins, 1986; Netter and Mitchell, 1989; Comment and Jarrell, 1991; Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen, 1995; Stephens and Weisbach, 1998; Dittmar, 2000)。Netter and Mitchell (1989) 檢驗 1987 年 10 月 19 日股市大崩盤後庫藏股宣告的股價反應，以 1987 年 10 月 19 日至 30 日宣佈實施庫藏股制度的美國上市公司為研究樣本，實證結果顯示在股市大崩盤時股價異常下跌的公司會宣告買回庫藏股，且其股價在宣告後會反彈回升。總結來說，宣告庫藏股買回對股價有顯著正向的影響。

Comment and Jarrell (1991) 發現公司在其股價下跌、股價可能被低估時會傾向買回自身的股票。

Stephens and Weisbach (1995) 發現在公司宣告庫藏股後，股票會產生異常報酬，尤其價值型 (低市值帳面比 (market-to-book ratio)) 股票投資者可獲得相對高的異常報酬。這項結果顯示公司宣告庫藏股時，是處於公司價值被低估的時點，故有大量的異常報酬。

根據過去文獻的實證結果顯示，規模小的公司宣告股票買回的異常報酬率會較大。這是因為小公司有較高的資訊不對稱且較不受財務分析師的關注，故小公司

較易受到不正確的市場評價，買回庫藏股可釋放公司價值被低估的訊號。

Vermaelen (1981)以1970至1978年4月宣告買回的紐約證券交易所之上市公司為研究樣本，檢驗其買回宣告的市場反應，發現公司宣告買回庫藏股前存在負的累積平均異常報酬，而在宣告後則產生正的累積平均異常報酬，且小公司之事件期累積平均異常報酬高於大公司。

Ho, Liu, and Ramanan (1997)以公司規模大小以及受分析師關注的程度做為資訊不對稱代理變數，其研究結果證實，公司規模愈小，表示資訊不對稱的情形愈嚴重，其宣告實施庫藏股之市場反應愈大。此與林玉成(2001)、邱煥堯(2001)及楊琬婷(2001)的實證結果一致。

(三)財務槓桿假說 (Leverage Hypothesis)

若公司買回庫藏股的資金是以舉債方式取得，則這將會改變公司原本的資本結構，提高財務槓桿比率。Deangelo and Masulis (1980)的研究指出，在考量公司邊際稅率與股東邊際稅率交互影響的情形下，每個公司利息所產生的稅盾效果不同，故各有其最適的資本結構。

因此，假設有存在著最適財務槓桿比率，而公司的財務槓桿比率低於這個最適比率，則公司會選擇買回庫藏股以達成此目標比率 (Bagwell and Shoven, 1988; Opler and Titman, 1996)。所以，公司的資本結構會影響是否選擇買回庫藏股的決定。(Dittmar, 2000)

Dittmar (2000)研究發現，在 1987 年之後，每年均有公司利用買回庫藏股調整資本結構。

Hovakimian, Opler and Timan (2001)的研究也發現，公司距離最適財務槓桿比率的差異程度會影響公司決定宣告和實際買回庫藏股的數量。

(四)管理者動機假說 (Management Incentive Hypothesis)：

買回庫藏股可以提供管理者在不稀釋每股價值的情況下分配現金予股東，尤其在管理者握有股票選擇權時，將會使管理者更加傾向運用買回庫藏股來代替發放現金股利，因為買回庫藏股不但可以避免股價因除息調整而下降，而且買回的股份亦可作為管理者執行股票選擇權的股票來源之用 (Dunsby, 1994; Jolls,

1996； Fenn and Liang, 1997)。所以，如果公司大量使用員工選擇權獎酬計畫，則會有買回庫藏股的需求(Dittmar, 2000)。

Bens, Nagar, Skinner, and Wong (2003) 檢驗公司買回庫藏股的決定，是否是出於管理者欲調整每股盈餘稀釋性的動機。實證結果發現：當(1)有具稀釋性的員工股票選擇權流通在外時，以及(2)每股盈餘低於預期的成長目標時，則公司會增加買回庫藏股的水準，意味著管理者會基於自利的動機選擇買回庫藏股。

(五)防禦併購假說 (Takeover Deterrence Hypothesis)：

Bagwell(1991)表示公司可藉由買回庫藏股來防禦敵意併購。當公司買回庫藏股時，使公司流通在外股數減少，供需失衡的結果可促使公司股價上漲，提高潛在併購者為獲得控制權所需付出的成本，降低公司被併購的可能性。因此當公司成為被併購目標的風險愈高，愈可能宣告買回庫藏股(Dittmar, 2000)。

(六)股利替代或個人稅負假說 (Dividend Substitution or Personal Taxation Hypothesis)

管理當局主要可藉由發放現金股利和買回庫藏股二種方式將現金分配給股東。若單就公司資金流出之觀點來看，無論是選擇發放現金股利或是庫藏股買回，二者對公司而言是無差異的(Grinblatt and Titman, 1998; Brealey and Myers, 2002)。但對股東而言，庫藏股政策優於股利政策，因為資本利得所需承擔的稅賦通常低於股利所得。尤其在台灣，股東所取得之現金股利是按一般所得稅率課稅，即使在1998年1月1日兩稅合一制度之後，公司所繳納之營利事業所得稅，可以自股東綜合所得稅結算申報應納稅額中扣抵，但相對於出售股票之利得屬於資本利得，在當前證券交易所所得稅停徵的狀況下，實質上是免負擔稅賦。因此對股東來說，公司買回庫藏股較發放現金股利有利，可使得股東稅後所得較高。

Jagannathan, Stephens, and Weisbach (2000) 比較美國上市公司，在公開市場買回庫藏股與股利發放的情形，並假設兩者可相互替代。研究結果發現，公司會以較具“穩定性(permanent)”的營運現金流量支付現金股利，而會以“暫時性(temporary)”、非營運的現金流量來買回庫藏股。而買回庫藏股的公司有較不穩定的現金流量和現金分配。另外，當股價低迷時，公司會實施庫藏股制度；當股市榮景時，公司會增加現金股利的發放。由於買回庫藏股，對公司的資金運

用較具彈性，故公司常以股票購回代替股利發放。

Lie and Lie (1999) 檢驗美國不同公司的股東稅負情況，是否會影響公司對買回庫藏股或是增加發放現金股利的選擇。其結果支持個人稅負假說，即股東所需負擔的邊際稅率會影響公司選擇分配現金的方式。而機構投資人的持股越多，則越加強此項影響。

(七) 財富移轉假說 (Wealth Transfer Hypothesis)

此假說亦稱為剝奪債權人假說 (Bondholder Expropriation Hypothesis)，根據Vermaelen (1981) 的說法，當公司發生財務危機，公司在進行清算前使用現金買回庫藏股，其剩餘可分配的現金減少，形同將股東的請求權順位移轉至債權人之前，致使股東剝奪了債權人的財富。然而，實證結果發現並不支持剝奪債權人財富假說。Dann(1981)探討當公司買回庫藏股時，對公司股東與債權人財富的影響，實證結果顯示可轉換債券和可轉換特別股也有正向的異常報酬，只是明顯小於普通股。此結果表示其他證券持有人並不因為普通股股東財富增加而受損失，所以不支持財富移轉假說。探究其原因，大多數的債務契約中設有限制公司買回庫藏股的條款，或是法令有規定買回的限制，如我國公司只能以保留盈餘加以實現資本公積來買回庫藏股，故買回庫藏股對債權人的影響有限。

第二節 公司治理與庫藏股買回

Jensen and Meckling (1976) 提出的傳統代理問題 (主理人與代理人之間)，乃至 La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (1999) 和 Classens, Djankov and Lang (2000) 發現的核心代理問題 (控制股東與少數股東間)，均可能會同時存在公司的組織中，這也一直是各國推行公司治理制度所亟欲解決之問題。而公司治理較佳，意謂著公司存在較小的代理問題，投資人也願意付出比較高的金額來購買其公司的股票。里昂證券 (2001) 以 25 個新興市場為研究對象，採用自行設計的公司治理評等原則，發現公司治理整體表現較佳者，有較好的經營績效與市場評價；葉銀華、李存修及柯承恩 (2002) 針對台灣所進行的研究，也得到與里昂證券一致的結論。

而本研究針對庫藏股宣告之市場反應，來檢視公司治理的良莠是否會影響投資人對公司庫藏股宣告之解讀差異。因為就一方面來看，股票買回可能是一件好消息，藉由返還自由現金流量給股東可以部分減輕管理者和股東間的衝突。但對另一方面而言，股票買回政策可能是為了抑制購併，或加強主要大股東的控制力。故公司治理之優劣應該會影響投資人對公司買回庫藏股之決定，是否站在全體股東最大利益立場之判定。故本研究針對公司治理的所有權結構與董事會組成兩大因素做分析，分成以下七個部分：控制股東之現金流量權、控制股東之控制權 (投票權) 與現金流量權偏離程度、內部人持股比例、外國機構投資人持股比率、董事會規模、獨立董事、控制股東占董事席次比例，來探討公司治理因素是否會影響宣告買回庫藏股之市場反應。

一、所有權結構

(一) 控制股東特性

La Porta et al. (1999) 提出控制權 (投票權) 與現金流量權之概念，發現存在於控制股東⁵與少數股東間之核心代理問題，使最終控制股東、金字塔結構⁶以及交叉持股⁷受到後繼學者的重視。茲將控制權 (投票權) 與現金流量權之計算方式介

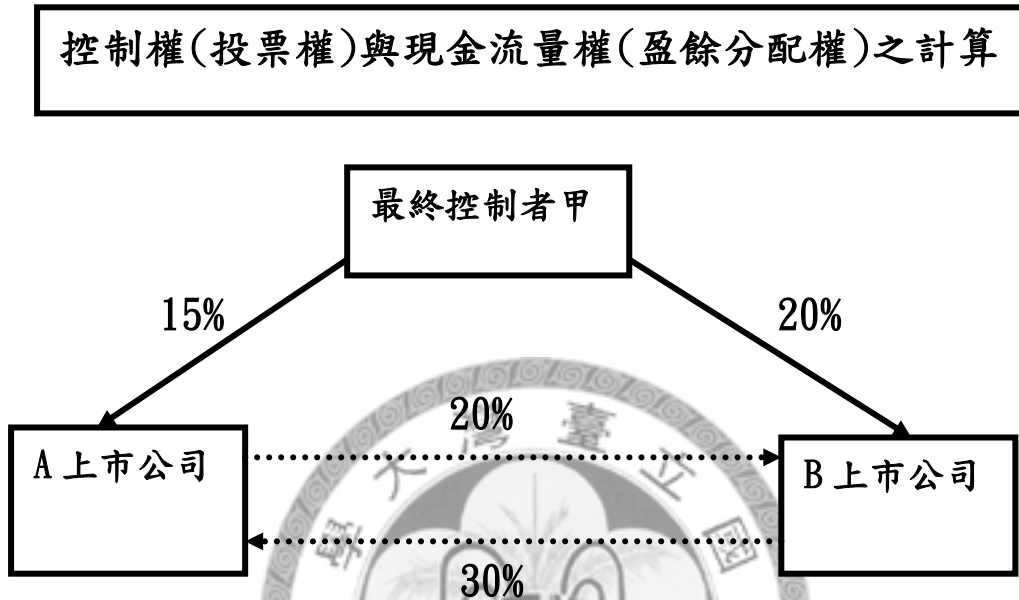
⁵根據 Fan and Wong (2002) 之定義，控制股東是指不受其他個體之控制，而對公司決策具有最終或最大影響力者。

⁶根據 La Porta et al. (1999) 對金字塔結構 (Pyramid) 之定義，亦即控制股東至少透過一家上市公司取的另一家公司的控制權。

⁷根據 La Porta et al. (1999) 對交叉持股 (Cross-Shareholding) 之定義：被控制公司持有控

紹如下：

圖2-1、控制權(投票權)與現金流量權之計算



#甲對A上市公司之控制權(投票權)：

- La Porta 法： $15\% + 30\%$ (控制鏈中最末端持股率) = 45% (本研究採用)
- Claessens 法： $15\% + 20\%$ (控制鏈中最小持股率) = 35%

#甲對A上市公司之現金流量權：

- $15\% + 20\% * 30\% = 21\%$

La Porta et al. (1999)並針對全球27個富有國家之股權結構進行研究，沿著所有權鏈將屬於同一控制群體的直接與間接持有之控制權(投票權)相加，找出最終控制者(ultimate control)。其研究結果發現大型(中型)公司群在最大股東持有20%以上投票權為判定標準下，有 63.53% (76.30%) 存在著控制股東，而有 30% (45.15%)是屬於家族控制，其他的控制權則大多集中在政府手中。

Claessens et al. (2000)探討東亞九國⁸ 2980間公開交易公司的股權結構，結果發現在最大股東持有20%以上投票權為判定標準下，有57.11%的公司存在控制股東，而38.29%是家族所控制。這些研究結果顯示全球的公司股權普遍未分散，背後擁有控制公司的最大股東。

翁淑育(2000)以台灣251家上市公司為樣本，並以民國86年及87年為研究期間，其研究結果發現，在20%的投票權作為控制型態的分類標準下，有58.2%為家族控制，而僅有29.9%的公司為股權分散；以10%投票權為控制型態分類標準下，股權分散公司僅佔2.8%。而葉銀華、蘇裕惠、柯承恩、李德冠(2003)以1999年與2000年為研究期間，則發現台灣上市公司在最大股東持有20%以上投票權為判定標準下，有63.6%的公司存在控制股東，而有50%公司的控制股東屬家族。

Claessens et al. (2002)認為控制股東對於公司價值可能存在正面的誘因效果(Incentive effect)與負面的鞏固地位效果(Entrenchment effect)。

- (1)誘因效果係指當大股東擁有較高的盈餘分配權(現金流量權)時，則較有誘因努力經營或監督管理者，因此有助於提高公司價值。
- (2)鞏固地位效果係指當控制股東所持有之控制權(投票權)與盈餘分配權間之偏離程度越嚴重，則越可能掠奪少數股東利益以鞏固自身利益，而使控制股東與少數股東間的代理問題加重，導致公司價值降低。

控制股東不僅掌握公司的經營決策權，也直接或間接控制著公司的庫藏股買回政策，因而控制股東的特性會影響投資者對庫藏股買回政策之評價，並反映在股價上。故以下針對現金流量權、控制權(投票權)與現金流量權偏離程度來探討控制股東特性對公司治理之影響，進而分析其與宣告買回庫藏股的市場反應間之關聯性。

1. 現金流量權

La Porta et al. (1999)認為現金流量權的衡量包含直接控制與間接控制之持有股權乘積的總合，才能真正反映控制股東對公司經營績效之利害關係，故本研究採用La Porta et al. (1999)的方法來計算控制股東之現金流量權。

依據正面的誘因效果(Incentive effect)，當控制股東與公司利益越趨於

⁸東亞九國包括日本、香港、台灣、韓國、新加坡、馬來西亞、泰國、菲律賓、印尼。

一致時，越會努力經營公司，利用公司的資源以提高個人效用的誘因會降低，因而有助於提昇公司的價值。La Porta et al. (2002) 及 Claessens et al. (2002) 皆支持控制股東所持有的現金流量權比例與公司價值之間呈正相關。而當經營績效越好之公司宣告買回庫藏股時，投資人會給予正面評價，故對庫藏股宣告之市場反應有正向之影響。

但 Shleifer 和 Vishny (1997) 認為在受控制的公司，代理成本是發生在少數股東和控制股東間。大股東可以藉有財富重分配強加大量的成本給其他股東。股權越集中，其他股東的意見越無法被聽到，公司的資訊也越少可被得到。因此，股權越集中(控制股東所持有之現金流量權越高)被認為公司治理越差。股票買回可能會加強控制股東的力量，並減少被購併的可能性(Bradley and Rosenzweig, 1986; Stulz, 1988)，因而引發公司價值降低。所以當股權越集中之公司宣告買回庫藏股，投資人越會認為是控制股東欲藉由買回庫藏股來維護自身之利益，故投資人會給予負面評價，對庫藏股宣告之市場反應有負向之影響。

基於上述分歧之預期，本研究認為控制股東現金流量權之高低，對公司治理機制之影響具方向不確定性。因而建立以下之假說：

假說一：現金流量請求權與買回庫藏股宣告之市場反應間具有顯著關係。

2. 控制權(投票權)與現金流量權偏離程度

La Porta et al. (1999) 提出現金流量權與控制權(投票權)偏離之概念，其中現金流量權表示控制股東可以分配公司盈餘的比例，而控制權(投票權)是指控制股東可藉由投票權等方式來實質主導公司的經營決策。因此，當控制股東可分配公司盈餘之比例相對遠小於其所控制公司之決策權比例時，由於控制股東只須負擔相對少的成本，就可以藉由控制權來掠奪其他股東的利益，故控制股東有誘因藉由決策控制權來侵佔公司資產，或利用關係人交易移轉公司利益，來達到個人利益最大化 (La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000; Yeh, Lee, and Woidtke, 2001)，因而控制股東與少數股東間之核心代理問題會越嚴重。

Villalonga and Amit (2006) 指出，家族企業常透過金字塔結構或交叉持股來擴增控制權機制 (control-enhancing mechanisms)，穩定其在企業中的控制

力，而導致所有權與控制權間之偏離程度擴大。根據葉銀華（2002）研究我國1997年及1998年的251家上市公司，發現有23.9%的公司採用金字塔結構、40.1%的公司採交叉持股來增強最大股東的控制，造成其擁有控制權(投票權)超過現金流量權（盈餘分配權）。

根據負面的鞏固地位效果（Entrenchment effect）指出，當控制股東之現金流量請求權與控制權(投票權)間偏離程度越大，將使得控制股東與其他股東之間的目標越趨不一致，導致控制股東越有誘因剝奪小股東的財富，引發較大之代理問題，而使公司經營績效越差，造成公司價值降低。（翁淑育，2000；Bebchuk et al., 2000）。

葉銀華、蘇裕惠、柯承恩、李德冠(2003)之研究亦發現，當控制股東所持有之控制權(投票權)與現金流量權偏離的幅度越大時，公司越傾向採用關係人交易，使得公司價值下降。

Ginglinger 與 L'her (2006)認為，當公司宣告買回庫藏股時，若控制股東之股份控制權與現金流量權的偏離幅度越大，則投資人越會認為是控制股東欲藉由買回庫藏股來維護自身之利益，故對公司股價有負向之影響。

基於上述學者之研究結果，本研究認為若控制權(投票權)與現金流量權之偏離幅度越大的公司宣告買回庫藏股，因為控制股東與少數股東間之核心代理問題會越嚴重，而買回庫藏股大部份是為了要分給員工，員工被假設會支持管理者或控制股東，故投資人越會認為是控制股東欲藉由買回庫藏股來維護自身之利益，因而對庫藏股宣告之市場反應有負向之影響。建立以下之假說：

假說二之一：盈餘股份偏離比(現金流量請求權/股份控制權)與庫藏股之市場反應間呈正向關係。

假說二之二：股份盈餘偏離差(股份控制權-現金流量請求權)與庫藏股之市場反應間呈反向關係。

(二)內部人持股比例

Jensen 和 Meckling(1976)認為，當管理者的持股下降，則管理者所承擔公司經營績效結果的比例就會下降，這會誘使管理者發生特權消費(perquisites)的

行為，亦或使管理者缺乏誘因執行可使企業獲利的風險方案，因而造成公司價值降低，代理問題也因此產生。根據其「利益收斂假說」(convergence of interest hypothesis)之主張，當管理者的持股越多、管理者與股東利益越一致，則公司所執行的決策後果將大部分由管理當局自行承擔，故代理成本會降低，而管理者基於自利的動機也會致力提升公司的經營績效，因而增進公司價值。

而當大股東持股愈多時，為維護其自身之利益，會積極扮演監督管理者之角色，使公司營運績效獲得提升，公司價值也因此增加 (Jensen and Meckling, 1976; 李馨蘋與黃啟倫, 2009)。

多數學者實證結果發現，內部人持股比例與公司績效呈正相關，支持利益收斂假說(Pugh and Jahera, 1990; Oswald and Jahera, 1991; Hudson, Jahera, and Lloyd, 1992; Agrawal and Knoeber, 1996; 葉銀華與邱顯比, 1996; Yermack, 1996; Rosenstein and Wyatt, 1997; 洪麗芳, 2004)。而績效越好的公司實施庫藏股制度，則市場上認同的投資人越多，故宣告實施庫藏股之市場反應越大。

而且在市場存在資訊不對稱的情形下，公司內部人較外部人擁有較多之公司資訊，因此內部人持股比例越高，可發射內部人對公司前景抱持較樂觀看法之訊息給投資人，故公司內部關係人之持股比例，會顯著影響宣告買回庫藏股之市場反應(Vermaelen, 1981)。故建立以下之假說：

假說三之一：公司內部人持股比例與買回庫藏股宣告之市場反應間呈正向關係。

本研究特別再針對董事持股比例，來探討其與宣告買回庫藏股的市場反應間之相關性。當董事持股比例較高時，可以增強董事會努力經營的意願，使公司績效提升。而過去的實證結果亦普遍支持，董監事持股比率與經營績效呈現顯著的正相關(張明峰, 1991; Vance, S., 1995; 吳昆皇, 1995; 陳金鈴, 1997; 楊俊中, 1998; 張峻萍, 1999; 劉嘉惠, 2004)。

而且因為買回庫藏股之決策同意權操之於董事會的手中，故針對宣告買回庫藏股事件而言，董事會是否與公司利益趨於一致應會大大影響投資人對買回庫藏股決策，是否立基於股東利益最大化之解讀。因此，本研究預測董事持股比例愈高，則公司治理程度越好，而宣告買回庫藏股之市場反應愈大。故建立以下之假

說：

假說三之二：董事持股比例與買回庫藏股宣告之市場反應間呈正向關係。

(三)外國機構投資人持股比率

Pound (1988)對公司經營績效與機構投資人之相關性提出三項假說：效率監督假說(efficient monitoring hypothesis)、利益衝突假說(conflict-of-interest hypothesis)與策略合作假說(strategic alignment hypothesis)。

根據「效率監督假說」，認為法人機構投資者通常持股較多，故有強烈之動機來監督管理者，且其擁有較多的專業知識及能力、獲得資訊的管道也較多元，故可以有效監督管理者，因此機構投資人持股比例與公司價值呈正相關。Brickley, Lease, and Smith (1988)的實證結果顯示，當機構投資人持股越多，越會積極參與公司決策之投票程序，故能有效扮演監督的角色，且機構投資人會強烈反對降低股東財富之方案，因而可提高公司之績效，支持效率監督假說。McConnell and Servaes (1990)、王玉珍(2002)、沈立平(2003)、張雅琳(2004)之研究亦支持效率監督假說。

而 Huang and Shiu (2009)以台灣上市上櫃公司為研究對象，將機構投資人區分為本土機構投資人與外國機構投資人兩種，而由於外國機構投資人多來自於已開發國家，故相對於本土機構投資人而言，擁有選股的能力與經驗以及豐富的監督資源。其研究結果發現外國機構投資人對公司的決策有正向之影響，顯示外國機構投資人對管理者的政策具有監督能力。其實證結果亦顯示，外國機構投資人持股比例高的公司績效會明顯優於外國機構投資人持股比例較低的公司。

Khanna 和 Palepu (1999)實證印度公司發現，外國機構投資人的存在與公司績效呈正相關，顯示外國機構投資人對公司有顯著的監督能力。

Choi et al (2007)發現外國機構投資人的監督能力可以加強董事會的效能，進而增進公司的經營績效。其實證結果顯示，外國機構投資人的持股比例與公司經營績效呈顯著正相關。

Ginglinger and L'Her (2006)表示當公司存在外國機構投資人時，有助於增加對大股東或管理者的監督，可降低代理問題，故他們的存在可以減少公司做出損及外部股東的決定，所以外國機構投資人的存在有助於提高庫藏股的宣告效果。

基於上述學說可以發現，若外國機構投資人持股越高，則公司受監督的程度越高，故可減少控制股東或管理者做出損及外部股東之決策，因而損及公司價值之庫藏股買回將會減少。市場上投資人也越會信任公司庫藏股買回之決策，故宣告實施庫藏股之市場反應越大。因而建立以下之假說：

假說四：公司外國機構投資人持股與買回庫藏股宣告之市場反應間呈正向關係。

二、董事會組成

我國上市上櫃公司治理實務守則第26條定義董事會主要任務為選擇及監督經理人，審閱公司之管理決策、營運計劃、財務目標，監督公司營運結果，確保公司遵循相關法規等，可見公司治理內部機制核心在於董事會，因此，健全的董事會結構，才能發揮公司治理的功能，並有效降低代理問題（Fama, 1980）。

而董事會對買回庫藏股與否也扮演決定性的角色，證交法第二十八條之二第一項規定：「股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司，得經董事會三分之二以上董事之出席及出席董事超過二分之一同意，於有價證券集中交易市場或證券商營業處所規定買回其股份。」由此可知，買回庫藏股僅須由董事會決議通過即可執行，故董事會的結構及效能會影響庫藏股決策是否經過妥善監督及評估，並立於全體股東最大利益之考量所作之決定。

（一）董事會規模

董事會的規模係指董事會的人數，董事會的效能受到董事會規模的影響很大（TSE, 1994）。但過去學者對於董事會之最適人數的觀點歧異，贊成董事會規模與經營績效成正相關者，認為較多的董事會人數有較多樣化的技術、知識與產業背景，會對於公司的經營決策提出更多的看法與建議，有助於提升決策的品質，而且成員間利益範圍廣使得決策立場能趨於中立，有助於做出符合全體股東利益之決策（Bacon, 1973；Kiel and Nicholson, 2003；李馨蘋與莊宗憲, 2007）。

Alexander, Fennell, and Halpern (1993) 也認為大規模的董事會方便於資源的取得，亦有較多的專家可提供適當的意見，且比較不亦受到經理人的操控，故更能達到監督的功效。Mintzberg (1983)、 Pfeffer (1972, 1973)、 Singh and Harianto (1989)、 Pearce and Zahra (1989)、葉銀華、李存修和柯承恩(2002)、 Xie et al. (2003)亦有相同的見解。Dalton, Daily, Johnson and Ellstrand (1999)彙整近三十篇有關董事規模之文獻進行統合分析(Meta-analysis)，實證結果發現董事會與企業營運績效存在顯著的正向關係。

Chtourou et al. (2001)發現董事會規模與盈餘管理之可能性呈負相關，即董事會規模越大，越有助於抑制經理人操縱盈餘的行為。

陳錦村與葉雅薰(2002)當董事會規模越大時，因可容納不同領域專家備供諮詢，越能發揮正面監督效果，而使盈餘管理行為可能受到抑制。

但若從組織觀點來看，公司的生產力會隨著工作團隊規模的增加而遞減，而董事會的規模愈大愈易造成組織內部出現派系，意見越難達成共識、議事效率低落，導致決策難以執行，經營績效也隨之降低(Hiner, 1967)。認為董事會規模與經營績效成負相關者，如 Jensen (1993)提出董事會規模以不超過七至八人為限，以避免董事會人數過多造成溝通協調及整合成員意見之困難。保持小規模的董事會可以增進董事會議事的效率，也較可以確實地監督執行長的行為，避免董事會演變成一種象徵，而未積極地參與監督管理(Hermalin and Weisbach, 2001)。

Yermack (1996)發現在固定公司規模的情形下，董事會的規模與Tobin's Q之間有反向的關係，即董事會規模越大則公司的價值越低，且當董事會規模從小型轉變到中型時，公司價值損失的幅度最大。而吳建頤(1999)實證結果亦支持董事會規模越大，公司價值越低。

Bushman, Chen, Engel, and Smith (2004)認為較小的董事會規模擁有低協調成本之優勢，且董事會成員中較少發生搭便車的行為，但卻也較不具備諮詢及監督功能。

其他有許多學者亦發現董事會規模愈小則公司經營績效愈好，公司價值愈高(Lipton and Lorsch, 1992; Conyon and Peck, 1998; 江雅雲, 1999; Hermalin

and Weisbach, 2003；張雅琳, 2004；Andres, Azofra, and Lopez, 2005)。

當經營績效越好之公司宣告買回庫藏股時，投資人會給予正面評價，故對庫藏股宣告之市場反應有正向之影響。且董事會規模會影響投資人對庫藏股買回宣告決策，是否經過董事會適當之監督與評估的判斷，進而影響庫藏股宣告之市場反應。故基於以上分歧的文獻資料，本研究預期董事會規模大小對庫藏股宣告之市場反應呈顯著影響，惟方向不確定，因而建立下列之假說：

假說五：公司董事會規模與買回庫藏股宣告之市場反應間具有顯著關係。

(二)獨立董事

董事可分為內部董事與外部董事，根據 Rechner (1989) 與 Nikos Vafeas (2000) 之定義，內部董事為實際參與或負責業務經營，並在公司內部或子公司擔任行政職務之董事或其親屬。因此，內部董事擁有較多的資訊、可以掌握與限制管理者的行為，但也可能與管理者相互勾結做出不利於股東的決策。而外部董事則區分為灰色董事 (gray outside directors) 和獨立董事 (independent outside directors)。依照 Li (2003) 之定義，灰色董事指雖未負責公司業務之執行，但與公司具有一定之經濟關聯者，或與公司有業務上的往來，董事與公司之相關企業、法律顧問公司與財務顧問公司具有實際或潛在關連者；而獨立董事指實質上與公司無任何關聯性者，完全超然獨立於公司外，不僅未參與業務將營，更與公司之子公司或相關企業無任何關係。因此，外部董事相較於內部董事而言，較不受制於經理人，故往往較能扮演獨立監督的角色，對於代理問題的降低更能發揮實質的功能。

而我國在外部董事方面僅有獨立董事之名詞，依據臺灣證券交易所於91年2月22日公告修正之「有價證券上市審查準則」第9條及「有價證券上市審查準則補充規定」第17條，明定『獨立董事』之資格條件。而95年1月11日公告修正後證券交易法，更於法律位階上賦予公司設置獨立董事之依據，將『獨立董事』提升至法律位階上之名詞。

過去學者的研究發現，指派獨立董事對公司的經營績效有顯著正向的影響(李建然、廖秀梅、廖益興, 2003；張雅玲, 2004；Choi et al, 2007；Luan and

Tang, 2007; Young et al., 2008)。Millestein and Macavoy (1998) 的研究中發現，由於獨立董事相較於內部董事擁有較廣泛的專業性，故由獨立董事所組成董事會較由非獨立董事所組成的董事會，其經營績效較高。

另外，有許多研究指出公司治理機制中外部董事的監督功能，可以有效抑制企業出具不實財務報告或從事盈餘管理之情形（Beasley, 1996; Reitenga and Tearney, 2003; Peasnell, Pope, and Young, 2005）。

此外，若控制股東濫用其權利，使董事會通過有利於己但損害外部股東之方案，則獨立董事可表示反對意見，且會被記錄於董事會議事錄。而市場上之投資人可以藉由此項資訊來進行投資決策判斷，調整其投資組合。故公司可藉由聘任獨立董事來強化董事會監督功能，進而降低代理問題。因此，當獨立董事比例較高之公司宣告買回庫藏股時，投資人相信此項決策已經過適當之監督，並非僅為管理者或控制股東基於自利動機所作之決定，故會給予較高之評價。因而建立以下之假說：

假說六：公司獨立董事的比例與買回庫藏股宣告之市場反應間呈正向關係。

(三)控制股東占董事席次比例

控制股東占董事席次比例可代表董事會家族化與內部化的程度。

金志遠 (2000)、Ho et al. (2001) 研究結果顯示，家族董監事占董監事席次比例與資訊揭露間成顯著負相關，意味著最終控制者的席次控制比例越高，越不會將會影響外部股東投資決策之資訊做適當揭露，則控制股東與小股東資訊不對稱的情形越嚴重，代理問題也就更加深，控制股東越可能透過董事會來從事自利之行為，進而剝奪少數股東之利益。

林明謙 (2001) 的實證結果發現，控制股東擔任董事席位比率與股票質押比率呈顯著正相關，顯示當控制股東占董事席位比例越高，則越會藉由質押股票來取得資金，如此將提高公司面臨的倒閉破產風險，進而損及公司價值，對小股東的財富產生負面的影響。

而葉銀華、蘇裕惠、柯承恩與李德冠 (2003) 的實證結果支持，當控制股東

成員擁有較多之董事席次，越會藉由關係人交易途徑來侵占小股東財富。

Yeh, Lee, and Woidtke (2001) 以台灣上市公司之1994年與1995年兩年資料為研究樣本期間（以兩年資料之平均數進行分析），探討家族控制公司之董事會結構（家族成員在董事會佔有席次、第二大股東佔有席次、機構投資人佔有席次）對於公司績效之影響。其研究結果發現公司績效與控制股東占董事席次比例呈顯著負相關，而公司績效與第二大股東占董事席次比例、機構投資人占董事席次比例則無顯著關聯性，顯示董事會的組成在公司治理上扮演重要的角色，而減少控制股東在董會席次有助於減緩控制股東與小股東間之利益衝突。

葉銀華、李存修、柯承恩(2002)實證台灣上市公司的結果發現，最大股東擔任董事的席位比率越低，則公司的價值越高，支持董事會獨立性的重要。因為控制股東擔任董事會成員，係同時身兼監督者與被監督者的角色，控制股東若可直接透過董事會來達到有效控制，則越有可能從事自利行為，而侵害小股東之利益。故本研究預期當最終控制股東占董事席次比例愈高，代表公司治理愈差，與庫藏股之宣告效果呈反向變動關係。建立以下之假說：

假說七：董事席次控制比例與買回庫藏股宣告之市場反應間呈反向關係。

第三章 研究設計

第一節 研究變數之定義

一、應變數之衡量

CAR (-2, +2)：庫藏股決議宣告日前後二日共五日之累計異常報酬。

二、自變數之衡量

(一) 現金流量請求權(CF)

又稱盈餘分配權，即最終控制者所享有之盈餘分配權。

現金流量請求權 = (直接現金流量權 + \sum 各控制鏈之間持股率乘積)。

不含最終控制者之財團法人(基金會)之持股，且不含友好集團之持股。因為財團法人(基金會)為不分配盈餘之法人。

(二) 盈餘股份偏離比(DCF1)

$$\text{盈餘股份偏離比} = \frac{\text{現金流量請求權}}{\text{股份控制權}}$$

股份控制權 (Control)，又稱投票權，係最終控制者之直接持股+間接持股。

直接持股百分比，包括最終控制者之個人持股百分比+家族未上市公司持股百分比+家族基金會持股百分比。

間接持股百分比，採La Porta et al. (1999)作法，以控制鏈最末端持股率為間接持股。

(三) 股份盈餘偏離差(DCF2)

$$\text{股份盈餘偏離差} = \text{股份控制權} - \text{盈餘分配權}$$

(四) 董事會規模(Board)

係指董事會總人數。

(五) 獨立董事席位(Indep)

本研究依據「台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」第九條第十二項及「台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則補充規定」第十七條所載事項，現行上市公司所揭露董監事是否符合獨立性標準之詳細統一格式中，獨立董監事認定標準如下：

1. 非為公司法第二十七條所定之法人或其代表人（第九條第十二項）
2. 不得與公司或其關係企業有下列關係（補充規定第十七條第一項）：
 - （1）公司之受僱人或其關係企業之董事、監察人或受僱人（第一款）。
 - （2）直接或間接持有公司已發行股份總額百分之一以上或持股前十名之自然人股東（第二款）。
 - （3）前二目所列人員之配偶及二親等以內直系親屬（第三款）。
 - （4）直接或間接持有公司已發行股份總額百分之五以上法人股東之董事、監察人、受僱人或持股前五名法人股東之董事、監察人、受僱人（第四款）。
 - （5）與公司有財務業務往來之特定公司或機構之董事、監察人、經理人或持股百分之五以上股東（第五款）。
 - （6）為公司或關係企業提供財務、商務、法律等服務、諮詢之專業人士、獨資、合夥、公司或機構團體之企業主、合夥人、董事（理事）、監察人（監事）、經理人及其配偶（第六款）。
3. 擔任公司獨立董事或獨立監察人者，應具有五年以上之商務、財務、法律或公司業務所需之工作經驗（補充規定第十七條第二項）。

從上述規定可發現，現行法令要求獨立董監事必須同時具備獨立性與勝任能力的資格。因此，本研究將完全符合上述獨立性及專業規定之董事定義為獨立董事，並以此計算獨立董事之人數。

(六)獨立董事比例 (Indepratio)

指具上述獨立董事資格之人數占董事會之比例。

$$\text{獨立董事比例} = \frac{\text{獨立董事人數}}{\text{董事會總人數}}$$

(七) 強制設置獨立董事(MandIndep)

根據台灣證券交易所在民國91年2月22日⁹修訂上市審查準則，規定自當日起，初次申請有價證券上市公司須設置二席以上獨立董事及一席以上獨立監察人，否則不予上市。

另外，依95年1月11日修正之證券交易法第14之2第一項¹⁰的規定，主管機關應視公司規模、股東結構、業務性質等，要求設立獨立董事，人數不得少於兩人，且不得少於董事席次的五分之一。而由於金管會希望公開發行公司設立獨立董事，能夠採循序漸進的原則，第一階段以鼓勵性質為主。但如果是特許金融事業，以及具一定公司規模的上市櫃公司，因為影響層面較大，故強制設立獨立董事。因此，金管會於95年2月17日經討論後決議，金控公司、銀行、保險、資本額在100億元以上的證券公司，以及資本額在500億元以上的其他上市櫃公司，需於96年元月正式實施時成為第一批「強制」設立獨立董事的名單。

故本研究根據上述規定以2002年2月22日之後初次申請上市之公司，以及2007年度以後其資本額在500億元以上之上市公司並依規定設有獨立董監事者為強制設置獨立董監事之公司。

此變數為一虛擬變數(Dummy variable)。

強制設置獨立董監事公司=1

自願設置獨立董監事公司=0

(八) 內部人持股比例(Insiderhold)

參考相關池祥萱(2003)後，本研究定義內部人持股比率如下：

內部人持股比例(Insiderhold)=

⁹上市審查準則第九條規定，申請上市公司有下列情況者不予上市：1. 申請公司之董事會成員少於五人，或獨立董事人數少於二人；2. 監察人少於三人，或獨立監察人人數少於一人；3. 董事會、監察人有無法獨立執行其職務者；4. 獨立董事及獨立監察人為公司法第二十七條所定之法人或其代表人。

¹⁰證券交易法第14之2第一項規定，已依本法發行股票之公司，得依章程規定設置獨立董事。但主管機關應視公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況，要求其設置獨立董事，人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。

$$\frac{\text{內部人(持股 10\%以上之大股東 + 董監事 + 經理人)} \\ \text{在庫藏股宣告日前一個月的最後交易日所持有之股數}}{\text{庫藏股決議公告日前一月最後交易日之流通在外股數}}$$

(九) 董事持股比例 (Directorhold)

公司全體董事在庫藏股宣告日前一個月的最後交易日所持有之股數佔公司流通在外普通股總數之比例。

(十) 董事席次控制比例(Boardratio)

$$\text{董事席次控制比例} = \frac{\text{最終控制者所控制之董事席次}}{\text{全部董事席次}}$$

「最終控制者」依許崇源與林宛瑩(2008)之定義，係採取「對公司決策及資源分配有實質主導控制權者」的觀點來定義最終控制股東(家族)。

其所提出之控制途徑：

- 最終控制者以個人名義擔任董事
- 透過集團中未上市櫃公司互相投資，並以法人代表身分出任董事
- 透過集團中其他上市櫃公司投資，並以法人身分出任董事
- 非屬最終控制者成員，但任職於集團中相關企業之經理人，因最終控制者之支持，以個人名義出任董事
- 對最終控制者友好之個人或企業

(十一) 外國機構投資人持股(FISH)

外國機構投資人持股=僑外金融機構持股+僑外法人持股+僑外信託基金持股。

三、控制變數之衡量

(一) 產業特性變數 (Industry)

為虛擬變數 (Dummy Variables)，係用以區分樣本公司的產業類別，以便於進行公司治理相關變數對庫藏股之宣告效果影響之多元迴歸分析時，能夠對產業

特性因素加以控制。本研究就將電子產業公司設為1，非電子產業公司設為0。

(二) 公司規模(SIZE)：

根據Fama and French (1992) 之說法，公司規模係對股票報酬率最具解釋能力的變數之一，故將此變數列為控制變數。計算方式是以公司資產總額作為衡量公司規模之變數，將公司庫藏股決議宣告日前一年年底之資產總值取自然對數衡量之。

SIZE=LN (公司庫藏股決議公告日前一年年底之資產總值)

公司規模較小、較不受分析師及投資人注意的公司，因資訊不對稱之程度較大，故其透過宣告買回庫藏股去傳遞公司股價受到低估之訊息，所消除資訊不對稱之效果較大，宣告實施庫藏股之市場反應也會越大(Vermaelen, 1981; Pugh and Jahera, 1990; Ikenberry et al., 1995; Ho, Liu and Ramanan, 1997; Stephens and Weibach, 1998; 邱煥堯, 2001; Hua Zhang, 2002; 楊琬婷, 2001; 林玉成, 2001)。

(三) 時間虛擬變數(Y1~Y9)

控制研究期間2000年至2009年不同年度的效果，而以2000年為基期年。研究期間內，每一年度宣告買回庫藏股之市場反應效果不同(池祥萱, 2002)。因此，本文仿照 Choi, J. J., Park, S. W. and Yoo, S. S. (2007) 將此列為控制變數。

Y1：年度別，2001年；Y2：年度別，2002年；Y3：年度別，2003年；Y4：年度別，2004年；Y5：年度別，2005年；Y6：年度別，2006年；Y7：年度別，2007年；Y8：年度別，2008年；Y9：年度別，2009年。

(四)宣告買回目的(Purpose1)：

本變數為虛擬變數，當公司買回目的係為目的一，即轉讓股份予員工者為1，其餘者為0。因為員工通常被認為會支持管理者或控制股東，故若為履行員工認股權而宣告買回庫藏股的公司，會使投資人認為是控制股東為加強其鞏固地位或管理者為防禦惡意併購而宣告買回自家股票，所以對公司股價的正向影響較小 (kahle, 2002; 康瑞亨, 2004; Jun et. al., 2009)。

(五) 市值帳面比 (MB)

本研究參考Ikenberry et al. (1995)，定義股價低估程度如下：

$$\frac{\text{庫藏股決議公告日前一月最後交易日之流通在外股數} * \text{未調整收盤價}}{\text{帳面股東權益總額}}$$

訊號假說認為當公司股價被低估時，公司會透過宣告庫藏股來向市場傳遞公司價值受到低估的訊號，而學者常用市價淨價比來衡量公司價值被低估之程度。當公司市價淨值比越低，代表市場資訊不對稱程度越高，公司股價被低估之情形越嚴重，因此當公司宣告實施購回股票時，其股價反應會較大。學者實證結果亦支持，低市價淨值比之公司宣告買回庫藏股之市場正向反應，較高市價淨值比之公司大(Westphal and Zajac, 2001; Gesser, Halman, and Sarig, 2005)。

(六) 宣告預定買回比率 (Buyoutratio)：

$$\text{宣告預定買回比率} = \frac{\text{宣告預定買回股數}}{\text{庫藏股決議公告日前一月最後交易日之流通在外股數}}$$

當宣告買回比率越高時，市場所接收到的正面訊號也就越強。過去有許多學者的研究結果發現，宣告期間之股價累積異常報酬與宣告買回庫藏股比率呈正相關，即公司宣告庫藏股之預定買回比例越大，則宣告期間之股價累積異常報酬也就越大(Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen, 1995; Ho et al., 1997; Stephens and Weisbach, 1998; 林玉成, 2001; 楊琬婷, 2001)。

(七) 自由現金流量 (FCF, free cash flow)

$$\text{自由現金流量(FCF)} = \frac{\text{稅前息前折舊前淨利} - \text{利息費用} - \text{所得稅費用} - \text{現金股利}}{\text{資產總額}}$$

根據自由現金流量假說，當公司擁有多餘現金，但缺乏良好投資機會時，可將剩餘的自由現金流量分配予股東，以降低存在於管理者與股東間之代理問題。而 Dittmar (2000) 認為，由於發放股利會使投資人產生預期心理，因此假設企業有自由現金流量時會選擇買回企業自家之股份，其實證結果亦顯示宣告公司較非宣告公司有顯著超額資金，意味著自由現金流量對於實際買回金額具顯著的正向解釋力。因此，當公司之自由現金流量較高時，表示公司越有能力執行庫藏股計畫，投資人給予之正面評價也會較高。而由於各行業間的自由現金流量有很大

的差異，因此取期初總資產平減之。

(八) 負債比率(DEBT)

$$\text{負債比率} = \frac{\text{負債總額}}{\text{資產總額}}$$

負債比率為衡量一公司資本結構的指標，當高負債比率之公司宣告買回庫藏股時，會加大公司財務槓桿之運用，使經營風險加劇，公司越容易有倒閉破產之危機。又根據資本結構調整假說，公司可藉由買回庫藏股來將公司的資本結構調整至最適。因此，負債比率越低之公司宣告買回庫藏股，可獲得投資人較高之評價，股價之正向反應越大(Pugh and Jahera, 1990)。

(九) 資產報酬率(ROA)

指宣告日前一年繼續營業部門稅前淨利加稅前利息除以總資產。

(十) 宣告前累積平均異常報酬(BeforeCAR)

指事件期前3 天至42 天累積平均異常報酬。當公司前期股價表現越差時，投資人越會認為公司宣告買回股票的動機是基於公司價值被低估，而非管理者或控制股東為鞏固自身地位所做之決策，因此在宣告後之股價累積異常報酬也就越高(Ikenberry et al., 1995)。故宣告買回股票的超額報酬與宣告前的累積報酬率有負向關係(Comment and Jarrell, 1991; Stephens and Weisbach, 1998)。

(十一) 現金股利(DIV)

庫藏股買回宣告日前年度支付現金股利。

第二節 樣本選取與資料來源

研究實證樣本期間自第一家上市公司於2000年8月9日依「買回辦法」施行庫藏股迄2009年12月31日為止，而研究對象為經由董事會決議購回庫藏股之上市公司。鑑於金融相關機構行業(包含金融業、壽險業、產險業、證券業、金控合併)之特殊性，可能會影響實證分析結果，故刪除此種類股之上市公司。另外，為避免公司多次買庫藏股之事件期過度接近，導致各買回事件交互影響，危害實證結果之正確性，故僅選取每間公司每年第一次買回庫藏股為樣本。而因目的二(作為股權轉換之用)的樣本過少僅15件，並予以剔除。篩選後的樣本總計有1133個事件，其中包含420家上市公司。

本研究之資料來源，篩選是否為強制設置獨立董事所需之資料(公司上市日期、資本額規模)參考公開資訊觀測站之公司基本資料，其餘資料則取自台灣經濟新報社資料庫(Taiwan Economic Journal, TEJ)。

第三節 實證研究方法

一、事件研究法(Event Study)

事件研究法又稱殘差分析(Residual Analysis)，是利用統計方法來瞭解市場證券價格與一特定事件間關聯性的方法。檢驗某一特定事件發生後，對證券市場的股價是否造成波動，而產生所謂的「異常報酬」(Abnormal Returns)，若此事件有顯著影響，則會使該公司股價波動狀況有異於無此事件發生之股價波動。本研究是以每年初次宣告實施買回庫藏股之上市公司為研究樣本，並探討各自變數對買回庫藏股宣告的市場反應之影響，藉以驗證資訊內涵是否符合本文設定之假說，以下將採用市場指數調整模式(Market-Adjusted Returns Model)計算宣告日前後2日之累積異常報酬來作檢驗。

二、股票報酬率之預期模式

本研究採用市場指數調整模式(Market-Adjusted Returns Model)。此模式假設個別證券在事件期某一期之預期報酬率，即為同期之市場報酬率。而將個別證券之報酬率減去同期間的市場報酬率後的值即視為異常報酬，將一段期間的異

常報酬加總則為累積異常報酬，其計算公式如下：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t_1}^{t_2} AR_{i,t}$$

其中 $AR_{i,t}$ ：為第 i 個證券第 t 期的異常報酬； $R_{i,t}$ ：代表第 i 個證券第 t 期的日報酬； $R_{m,t}$ 為第 t 期的市場日報酬率； $CAR_i(t_1, t_2)$ ：代表第 t_1 期至第 t_2 期的累積異常報酬。

三、迴歸模型及模式檢定

(一) 迴歸模型及變數選取

本研究參考 Zhang (2005) 在論文中採用的複迴歸模型(Multiple Regression Model)來分析影響因庫藏股所引起的累計異常報酬率之因素。複迴歸分析(Multiple Regression)又稱多元迴歸分析，是用以研究應變數與一組自變數之間關係的方法。本研究以市場指數調整模式計算庫藏股宣告日前後二日之累計異常報酬作為應變數，自變數為控制股東之現金流量權、控制股東股份控制權與現金流量權偏離程度、內部人持股比例、外國機構投資人持股比率、董事會規模、獨立董事、控制股東占董事席次比例等公司治理因素來進行複迴歸分析，以瞭解各變數與累積平均異常報酬之關聯性。其模式為：

$$CAR_i(-2, +2) =$$

$$a_0 + a_1 \text{自變數} + a_2 FISH_i + a_3 Industry_i + a_4 SIZE_i + a_5 Purpose1_i + a_6 MB_i + a_7 Buyoutratio_i + a_8 FCF_i + a_9 DEBT_i + a_{10} ROA_i + a_{11} BeforeCAR_i + a_{12} DIV_i + a_{13} Y1_i + a_{14} Y2_i + a_{15} Y3_i + a_{16} Y4_i + a_{17} Y5_i + a_{18} Y6_i + a_{19} Y7_i + a_{20} Y8_i + a_{21} Y9_i + \varepsilon_i$$

$$CAR_i(-2, +2) = a_0 + a_1 \text{自變數} + a_2 FISH_i + a_3 Indepratio_i + a_4 Mandindep_i + a_5 Industry_i + a_6 SIZE_i + a_7 Purpose1_i + a_8 MB_i + a_9 Buyoutratio_i + a_{10} FCF_i + a_{11} DEBT_i + a_{12} ROA_i + a_{13} BeforeCAR_i + a_{14} DIV_i + a_{15} Y1_i + a_{16} Y2_i + a_{17} Y3_i + a_{18} Y4_i + a_{19} Y5_i + a_{20} Y6_i + a_{21} Y7_i + a_{22} Y8_i + a_{23} Y9_i + \varepsilon_i$$

(模式1. b、模式2. (1)b、模式2. (2)b)

表 3-1、變數定義

應變數

變數	說明
$CAR_i (-2, +2)$	為第i種證券在庫藏股決議宣告日及前後二日共五日之累積平均異常報酬。

自變數

變數	說明
現金流量請求權(CF_i)	為第i種證券之最終控制者所享有之盈餘分配權。 現金流量請求權= (直接盈餘分配權 + Σ 各控制鏈之間持股率乘積)。 不含最終控制者之財團法人(基金會)之持股，且不含友好集團之持股。
盈餘股份偏離比 ($DCF1_i$)	為第i種證券之最終控制股東之 $\left(\frac{\text{現金流量請求權(盈餘分配權)}}{\text{股份控制權(投票權)}} \right)$
股份盈餘偏離差 ($DCF2_i$)	為第i種證券之最終控制股東之(股份控制權-盈餘分配權)
獨立董事比例 ($Indepratio_i$)	為第i種證券之 $\left(\frac{\text{獨立董事人數}}{\text{董事會總人數}} \right)$

強制設置獨立董事 (MandIndep _i)	為虛擬變數(Dummy variable)，若第i種證券是強制設置獨立董監事公司=1，自願設置獨立董監事公司=0。而以2002年2月22日之後初次申請上市之公司，以及2007年度以後其資本額在500億元以上之上市公司並依規定設有獨立董監事者為強制設置獨立董監事之公司。
內部人持股比例 (Insiderhold _i)	為第i種證券之 $\left(\frac{\text{持股10\%以上之大股東+董監事+經理人在庫藏股宣告日前三個月最後交易日所持有之股數}}{\text{庫藏股決議公告日前三個月最後交易日之流通在外股數}} \right)$
董事持股比例 (Directorhold _i)	為第i種證券之 $\left(\frac{\text{全體董事在庫藏股宣告日前三個月最後交易日所持有之股數}}{\text{公司流通在外普通股總數}} \right)$
董事席次控制比例 (Boardratio _i)	為第i種證券之 $\left(\frac{\text{最終控制者所控制之董事席次}}{\text{全部董事席次}} \right)$
外國法人持股(FISH _i)	為第i種證券之(僑外金融機構持股+僑外法人持股+僑外信託基金持股)。

控制變數

變數	說明
產業特性變數 (Industry _i)	為虛擬變數 (Dummy Variables)，係用以區分樣本公司的產業類別，若第i種證券為電子產業公司設為1，非電子產業公司設為0。
公司規模(SIZE _i)	為第i種證券之LN(公司庫藏股決議公告日前一年年底之資產總值)
時間虛擬變數(Y _j)	年度別。為虛擬變數，以2000年為基期年，若第i種證券之宣告日屬2001年Y1為1，其他年度為0，以此類推至2009年。
宣告買回目的(Purpose1 _i)	本變數為虛擬變數，當第i種證券之買回目的係為日的一，即轉讓股份予員工者為1，其餘者為0。
市值帳面比 (MB _i)	為第i種證券之 $\left(\frac{\text{庫藏股決議公告日前一月最後交易日之流通在外股數} * \text{未調整收盤價}}{\text{帳面股東權益總額}} \right)$
宣告預定買回比率 (Buyoutratio _i)	為第i種證券之 $\left(\frac{\text{宣告預定買回股數}}{\text{庫藏股決議公告日前一月最後交易日之流通在外股數}} \right)$
自由現金流量 (FCF _i)	為第i種證券之 $\left(\frac{\text{稅前息前折舊前淨利} - \text{利息費用} - \text{所得稅費用} - \text{現金股利}}{\text{資產總額}} \right)$

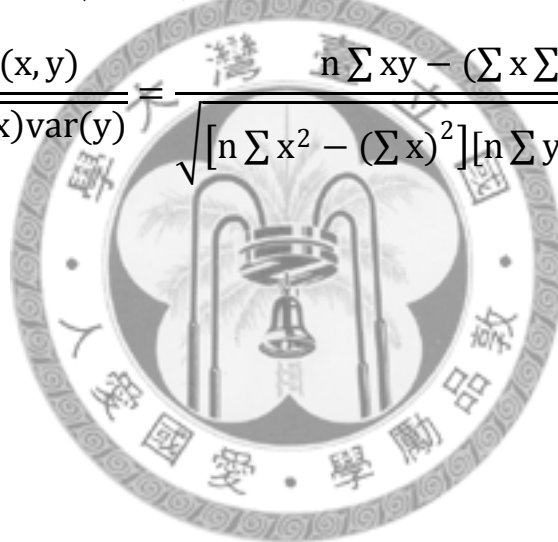
負債比率($DEBT_i$)	為第i種證券之 $\left(\frac{\text{公司庫藏股決議公告日前一年年底之資產總值負債總額}}{\text{公司庫藏股決議公告日前一年年底之資產總值}}\right)$
資產報酬率(ROA_i)	為第i種證券之 $\left(\frac{\text{宣告日前一年繼續營業部門稅前淨利}+\text{稅前利息}}{\text{資產總額}}\right)$
宣告前累積平均異常報酬($BeforeCAR_i$)	為第i種證券之庫藏股決議宣告日前3天至42天累積平均異常報酬。
現金股利(DIV_i)	為第i種證券之庫藏股決議宣告日前年度支付現金股利。
ε_i	第i種證券之殘差項。

(二) 共線性檢定

共線性檢定的目的在於檢定複迴歸變數間的相關程度及其方向關係。在複迴歸模型中，當解釋變數之間有高度相關時，則會產生線性重合(multicollinearity)的問題，會使迴歸係數的估計值產生極大的標準誤，使得迴歸係數與預期不一致，進而降低模式的解釋能力。

本研究採用皮爾森相關係數 (Pearson Correlation Coefficient) ，來分析各自變數間是否存在共線性的問題。若自變數之間的相關係數不大於0.7，則表示自變數間沒有存在共線性的問題。而當兩變數成同方向變化時，其相關係數為正。反之，當兩變數成反方向變化時，其相關係數為負。若兩變數成不規則變化時，其相關係數為零。其 γ 值通常介於+1 與-1 之間。其公式如下：

$$\gamma = \frac{\text{cov}(x,y)}{\sqrt{\text{var}(x)\text{var}(y)}} = \frac{n\sum xy - (\sum x\sum y)}{\sqrt{[n\sum x^2 - (\sum x)^2][n\sum y^2 - (\sum y)^2]}}$$



第四章 實證結果分析

根據第二章所論述的研究假說與第三章之研究方法，本章分別針對各假說進行進行檢驗，並說明實證的結果。第一節說明樣本資料之基本敘述統計量；第二節說明股票購回宣告對公司股價之影響；最後，第三節則說明多元迴歸模型的結果。

第一節 敘述性統計分析

表 4-1 為庫藏股宣告事件之敘述性統計分析結果，分別依宣告年度、買回規模以及買回目的來分類，分析庫藏股宣告事件之預計購回規模及三日累積異常報酬。Panel A 顯示在 2000 年 8 月至 2009 年底的樣本期間中，每年初次宣告買回庫藏股共有 1133 個事件，從購回規模來看，平均每一事件宣告買回之股數約佔公司流通在外股數的 3.09%。而以市場指數調整模式計算累積平均異常報酬，顯示宣告後三日內之累積異常報酬平均為 1.77%，且可發現每年均有正的三日累積平均異常報酬。其中，2008 年上市公司的庫藏股事件為最多的 247 件，而平均宣告買回規模則以 2002 年的 3.39% 最大，宣告後三日累積平均異常報酬則以 2001 年的 4.39% 位居最高。Panel B 為依庫藏股買回規模來分類，當中大部分事件的買回規模大於 2.5%，計有 593 件，佔所有樣本的 52.34%，且其宣告後三日累積平均異常報酬最高為 2.32%。而無論買回規模為何，宣告後三日累積平均異常報酬均為正值，且除在宣告買回規模介於 1.5% 以上未滿 2% 時明顯下降外，宣告後三日累積平均異常報酬大致與買回規模呈正相關之現象。Panel C 依據「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」之買回目的分類，但作為股權轉換之買回已在篩選樣本時剔除，故僅剩轉讓股份予員工、維護公司信用及股東權益，二種買回目的來分類。其中，以轉讓股份予員工為目的之事件最多，計有 680 件，佔所有樣本的 60.02%。而以維護公司信用及股東權益為目的之宣告後三日累積平均異常報酬最大，有 3.82%。

表 4-1、庫藏股事件之敘述性統計

年度	件數	該年度佔樣本百分比	平均宣告買回股份佔流通在外股數比 (%)	宣告後三日累積平均異常報酬 (市場指數調整模式)
2000 年	118	10.41%	3.28	3.82
2001 年	100	8.83%	3.00	4.39
2002 年	73	6.44%	3.39	2.16
2003 年	84	7.41%	3.23	1.74
2004 年	158	13.95%	3.21	-0.15
2005 年	102	9.00%	3.07	1.26
2006 年	97	8.56%	2.72	1.53
2007 年	94	8.30%	2.88	0.53
2008 年	247	21.80%	3.05	1.65
2009 年	60	5.30%	3.22	3.70
總計	1133	100%	3.09	1.77

買回規模	件數	該買回規模佔樣本百分比	平均宣告買回股份佔流通在外股數比 (%)	宣告後三日累積平均異常報酬 (市場指數調整模式)
< 1%	94	8.30%	0.70	1.03
1% ≤ x < 1.5%	162	14.30%	1.25	1.60
1.5% ≤ x < 2%	143	12.62%	1.75	0.07
2% ≤ x < 2.5%	141	12.44%	2.25	1.91
≥ 2.5%	593	52.34%	4.5	2.32
總計	1133	100%	3.09	1.77

買回目的	件數	該買回目的佔樣本百分比	平均宣告買回股份佔流通在外股數比 (%)	宣告後三日累積平均異常報酬 (市場指數調整模式)
轉讓股份予員工	680	60.02%	2.65	2.35
維護公司信用及股東權益	453	39.98%	3.75	3.82
總計	1133	100%	3.09	1.77

表 4-2、樣本公司之敘述性統計

變數	平均 值	最小值	第 25 百分位	中位 數	第 75 百分位	最大 值	標準 差
CAR	1.78	-32.77	-2.00	2.05	6.08	31.30	7.39
CF(%)	20.42	0.11	9.07	17.58	29.20	90.22	14.38
DCF1(%)	78.14	0.76	65.65	89.04	98.69	100	26.02
DCF2(%)	5.38	0	0.27	2.18	6.35	56.61	8.31
Insiderhold(%)	23.79	3.32	14.61	21.64	30.66	70.09	12.20
Directorhold(%)	18.72	0.87	10.90	16.41	24.36	66.83	10.46
FISH(%)	7.80	0	0.46	2.98	9.67	74.02	11.26
Board	7.22	2	5	7	8	26	2.81
Indep	0.59	0	0	0	1	4	0.98
Indepratio(%)	8.59	0	0	0	20	60	14.13
Mandindep (dummy)	0.23	0	0	0	0	1	0.42
Boardratio(%)	70.05	11.11	57.14	71.43	83.33	100	19.72
Industry(dummy)	0.60	0	0	1	1	1	0.49
SIZE	15.84	13.45	14.99	15.7	16.4	20.17	1.18
Purpose1(dummy)	0.59	0	0	1	1	1	0.49
MB	0.13	0.01	0.07	0.1	0.15	1.42	0.10
Buyoutratio(%)	3.08	0	1.58	2.57	3.79	23.7	2.10
FCF	0.05	-0.27	0.03	0.05	0.08	0.27	0.05
DEBT(%)	36.03	0.2	26.00	36.61	44.94	73	13.98
ROA	0.07	-0.25	0.03	0.06	0.10	0.40	0.07
BeforeCAR	-0.58	-9.86	-1.98	-0.53	0.71	8.94	2.54
DIV	31.83	0	0	21	45	310	40.60

表 4-2 為宣告實施庫藏股之公司特性與公司治理變數的敘述性統計，在所有權結構相關變數中，可發現控制股東平均握有 20.42% 之現金流量權。而盈餘股份偏離比(現金流量請求權/股份控制權)(DCF1)平均為 78.14%，顯示我國控制股東之現金流量權與控制權(投票權)的偏離程度並不嚴重，控制股東與公司利益趨於一致，可提供控制股東積極經營及努力監督之正面的誘因效果(Incentive effect)。股份盈餘偏離差(DCF2)平均為 5.38%，此變數越大代表公司治理機制越差，控制股東越有可能藉由買回庫藏股來鞏固自身之地位。而內部人與董事之平均持股比率分別為 23.79% 與 18.72%，此兩個變數越高代表管理者與公司利益越趨於一致，故越會努力經營公司。至於外國機構投資人之平均持股比率為 7.8%，此變數越高則

代表公司受外部積極監督的程度越高。另外，在董事會組成之相關變數中，樣本公司董事會的人數，平均為 7.22 人，獨立董事平均佔公司董事會 8.59%。而控制股東占董事席次比例平均為 70.05%，顯示台灣上市公司之董事會席次絕大部分掌握在控制股東手中。



第二節 庫藏股宣告效果

為瞭解公司宣告實施庫藏股對股價異常報酬的影響，所以本節以全體宣告實施庫藏股之樣本，共計 1133 件，分別探討其平均異常報酬(AR)及累積平均異常報酬(CAR)之表現。實證結果如表 4-3 及圖 4-1 所示。

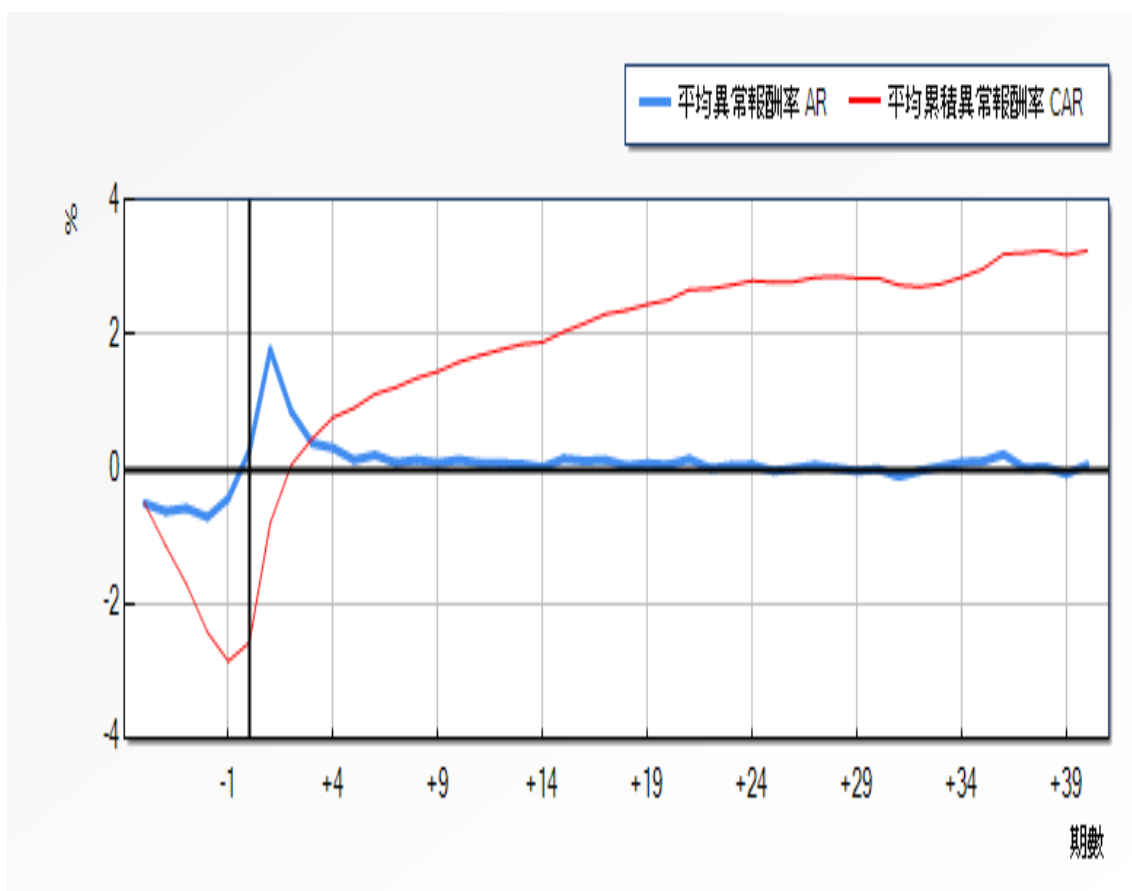
從表 4-3 可以發現，全體樣本公司在-5 至-1 日皆有負向的平均異常報酬，且在-2 日平均異常報酬跌幅最嚴重，顯示全體樣本公司在事件日前，股價有被低估之現象。全體樣本公司之平均異常報酬率在事件日前一日跌幅趨緩，且在事件日當天止跌回升，而在宣告日後隔日之漲幅最高，為 1.78%。圖 4-1 可看出平均累積異常報酬在宣告前一日呈現逆轉上升之現象，之後便一路扶搖直上，而在宣告五日後，其漲幅變趨於和緩。推究其原因可能為公司在宣告日之前一、二日即已召開董事會決議實施庫藏股制度，擁有此私有資訊之人可能透過各種管道先行買入公司股票亦或走漏消息給其他人，故在宣告前一日之平均異常報酬有跌幅趨緩之現象；而在宣告買回庫藏股後，投資人預期公司買回庫藏股會引起股價上升而選擇買入公司股票，加上公司本身之買回，造成公司股票需求激增，股價因而有正面的表現。至於企業買回庫藏股之訊息宣告前後，股價反應有明顯差異，此結果與訊號發射假說 (Signaling Hypothesis) 之動機相符，即股價在宣告日前遭低估，而在宣告後股價開始回升 (Asquith and Mullins, 1986; Netter and Mitchell, 1989; Comment and Jarrell, 1991; Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen, 1995; Stephens and Weisbach, 1998; Dittmar, 2000)。

表 4-3、公司宣告買回庫藏股全體樣本之 AR 及 CAR

day	AR	CAR
-5	-0.5058	-0.5058
-4	-0.6258	-1.1316
-3	-0.58	-1.7116
-2	-0.7117	-2.4233
-1	-0.4321	-2.8553
0	0.2784	-2.5769
1	1.7815	-0.7954
2	0.862	0.0666

3	0.3889	0.4555
4	0.3184	0.7739
5	0.138	0.9119
6	0.2112	1.123
7	0.097	1.22
8	0.1405	1.3605
9	0.0949	1.4554
10	0.1427	1.5981
11	0.0951	1.6932
12	0.089	1.7821
13	0.0799	1.862
14	0.0297	1.8917
15	0.1557	2.0474
16	0.1258	2.1732
17	0.1397	2.3129
18	0.0544	2.3673
19	0.0892	2.4564
20	0.0664	2.5229
21	0.1504	2.6733
22	0.0147	2.6879
23	0.0545	2.7424
24	0.0658	2.8082
25	-0.0242	2.784
26	0.0105	2.7945
27	0.0604	2.8548
28	0.0178	2.8726
29	-0.0263	2.8463
30	0.0037	2.85
31	-0.1086	2.7414
32	-0.0236	2.7179
33	0.0406	2.7584
34	0.1029	2.8613
35	0.1181	2.9794
36	0.2236	3.203
37	0.02	3.2231
38	0.0363	3.2594
39	-0.07	3.1893
40	0.0671	3.2565

圖 4-1、公司宣告買回庫藏股全體樣本 AR 與 CAR 之趨勢圖



第三節 複迴歸分析

在進行複迴歸分析前，必須先檢測變數間有無共線性(Multicollinearity)的存在。各變數間之相關係數如表 4-3 所示。

關於年度的迴歸分析結果，除 2004 年(y4)與買回庫藏股宣告之市場反應有顯著負相關，且達 5%之顯著水準外，其餘各年度與買回庫藏股宣告之市場反應無顯著相關，故不再將年度的迴歸分析結果列於表中。推究 2004 年負相關之起因，可能為當年度所發生之 322 事件，股市、期市跌停，因而影響當年度之累積異常報酬。

而根據表 4-4 迴歸分析之結果，探討下列公司治理因素與買回庫藏股宣告之市場反應：

一、所有權結構

(一)控制股東特性

理論上，當控制股東擁有較高的現金流量權時，則較有誘因努力經營或監督管理者，因此有助於提高公司價值，降低代理問題，故對買回庫藏股宣告之市場反應有正向之影響；而當控制股東所持有之控制權(投票權)與現金流量權間之偏離程度越嚴重，則越可能掠奪少數股東利益以鞏固自身利益，使控制股東與少數股東間的代理問題加重，故對買回庫藏股宣告之市場反應有反向之影響。

但另一方面而言，股權越集中(控制股東所持有之現金流量權越高)，少數股東的意見越無法被聽到，且可得到的公司資訊也越少，因而控制股東與少數股東間之代理問題越嚴重，公司治理越差。而因為股票買回可能會加強控制股東的力量，並減少被購併的可能性(Bradley and Rosenzweig, 1986; Stulz, 1988)，所以現金流量權越高對買回庫藏股宣告之市場反應有反向之影響(Shleifer 和 Vishny, 1997)。

從檢定現金流量權之模型 1.a 之實證結果可以發現現金流量權與累積平均異常報酬無顯著關係。而檢定控制權(投票權)與現金流量權間偏離程度之模型 2.(1)a 及模型 2.(2)a 之實證結果可以發現，控制權(投票權)與現金流量權間之偏離程度越大，即盈餘股份偏離比越小(股份盈餘偏離差越大)，則累積平均異常報

酬越大，顯示增加股權之集中程度(增加控制股東所持有之現金流量權)，則買回庫藏股宣告之市場反應越小。

然而，將獨立董事因素加入檢定現金流量權之模型1.a及檢定股份控制權與現金流量權間偏離程度之模型2.(1)a、模型2.(2)a，分別形成模型1.b、模型2.(1)b、模型2.(2)b。從模型1.b、模型2.(1)b、模型2.(2)b之實證結果可以發現，現金流量權、股份控制權與現金流量權間之偏離程度，與累積平均異常報酬無顯著關係。推論可能原因為樣本公司擁有完備之獨立董事制度，達顯著水準5%，故可適時扮演監督角色，因而可降低控制股東對樣本公司之影響。所以，當公司宣告買回庫藏股時，控制股東特性對買回宣告市場反應之影響未達顯著。

(二)內部人持股比例

利益收斂假說認為，當管理者的持股越多，則管理者與股東利益越趨一致，代理成本降低，因而對買回庫藏股宣告之市場反應有正向之影響。

本研究分成內部人持股比例與董事持股比例來作檢定，如模型3.(1)及3.(2)所示。其實證結果顯示，內部人持股比例與董事持股比例均與累積平均異常報酬呈顯著正相關，分別達10%及5%之顯著水準，故本研究結果分別支持研究假說三之一及研究假說三之二。

(三)外資機構投資人持股比率

效率監督假說認為，法人機構投資者相較於一般投資人擁有較多之持股，故有強烈之動機來監督管理者，且其擁有較多的專業知識及能力、獲得資訊的管道也較多元，故可以有效監督管理者，因而可降低代理問題，故對買回庫藏股宣告之市場反應有正向之影響。

根據模型4.所示，外資機構投資人持股比率與累積平均異常報酬呈顯著正相關，且達5%之顯著水準，故本研究結果支持研究假說四。

二、董事會組成

(一)董事會規模

過去學者對於董事會之最適人數的觀點歧異，贊成大型董事會規模者認為，

成員較多可提供較多樣化的技術、知識與產業背景，有助於提升決策的品質，而且成員間利益範圍廣使得決策立場能趨於中立，故對公司治理有正向之幫助；但反對者認為，大規模的董事會會降低董事會之議事效率，也較可能使董事會演變成一種象徵，故有害於公司治理機制。

根據模型 5. 所示，董事會規模與累積平均異常報酬呈顯著正相關，且達 1% 之顯著水準，故本研究結果支持研究假說五。

(二)獨立董事

過去研究之實證結果大多支持獨立董事可強化董事會之監督功能，進而可降低代理問題，故對買回庫藏股宣告之市場反應有正向之影響。

根據模型 6. (1) 所示，公司獨立董事的比例與累積平均異常報酬呈顯著正相關，且達 5% 之顯著水準，故本研究結果支持研究假說六。

而本研究並額外針對獨立董事人數來作檢定，如模型 6. (2) 所示。其實證結果顯示，獨立董事人數與累積平均異常報酬亦呈顯著正相關，且達 1% 之顯著水準。

(三)控制股東占董事席次比例

當控制股東成員擁有較多之董事席次，越會藉由關係人交易等途徑來剝奪少數股東之利益，因而會加深代理問題，故對買回庫藏股宣告之市場反應有反向之影響。

根據模型 7. 所示，控制股東占董事席次比例與累積平均異常報酬呈顯著負相關，且達 5% 之顯著水準，故本研究結果支持研究假說七。

表 4-3、相關係數矩陣

變數	CF	DCF1	DCF2	Insiderhold	Directorhold	FISH	Board	Indep	Indepratio
CF	1								
DCF1	0.54	1							
DCF2	-0.25	-0.82	1						
Insiderhold	0.47	-0.17	0.43	1					
Directorhold	0.39	-0.16	0.44	0.88	1				
FISH	-0.13	-0.02	-0.07	-0.11	-0.05	1			
Board	-0.19	-0.14	0.06	-0.03	0.04	0.10	1		
Indep	-0.15	-0.16	0.15	0.03	0.03	0.20	0.03	1	
Indepratio	-0.12	-0.13	0.13	0.03	0.02	0.16	-0.06	0.96	1
Mandindep	-0.15	-0.18	0.19	0.08	0.06	0.01	-0.02	0.58	0.56
Boardratio	0.18	0.05	0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.12	-0.45	-0.46
Industry	-0.24	-0.18	0.09	0.01	-0.01	0.09	-0.18	0.36	0.36
SIZE	-0.21	-0.18	0.12	-0.22	-0.13	0.48	0.36	0.00	-0.06
Purpose1	-0.06	-0.10	0.10	-0.02	0.01	0.05	-0.12	0.13	0.14
MB	-0.09	-0.07	0.06	-0.00	-0.02	0.31	-0.10	0.20	0.22
Buyoutratio	0.03	0.04	-0.04	-0.00	-0.00	-0.15	0.02	-0.00	-0.01
FCF	-0.15	-0.14	0.07	0.01	0.01	0.19	0.02	0.13	0.12
DEBT	0.05	0.05	0.01	-0.02	0.01	-0.08	0.00	-0.01	0.01
ROA	-0.02	-0.01	0.03	0.06	0.03	0.25	-0.09	0.22	0.24
BeforeCAR	0.05	0.02	0.01	0.05	0.05	0.03	0.03	-0.02	-0.01
DIV	0.07	0.08	-0.05	0.05	0.04	0.11	-0.00	0.16	0.15

變數	Mandindep	Boardratio	Industry	SIZE	Purpose1	MB	Buyoutratio	FCF	DEBT
CF									
DCF1									
DCF2									
Insiderhold									
Directorhold									
FISH									
Board									
Indep									
Indepratio									
Mandindep	1								
Boardratio	-0.35	1							
Industry	0.36	-0.28	1						
SIZE	-0.13	0.24	-0.06	1					
Purpose1	0.11	-0.05	0.25	-0.04	1				
MB	0.20	-0.17	0.32	-0.00	0.10	1			
Buyoutratio	-0.00	-0.07	-0.08	-0.19	-0.24	-0.11	1		
FCF	0.12	-0.11	0.21	0.10	0.10	0.37	-0.12	1	
DEBT	0.02	0.02	-0.09	0.15	0.00	-0.06	-0.02	-0.23	1
ROA	0.25	-0.15	0.21	-0.03	0.11	0.51	-0.09	0.70	-0.22
BeforeCAR	-0.06	0.00	-0.02	-0.01	-0.05	-0.02	0.04	-0.04	0.01
DIV	0.17	-0.10	-0.01	0.02	0.01	-0.14	0.03	-0.08	-0.05

變數	ROA	BeforeCAR	DIV
CF			
DCF1			
DCF2			
Insiderhold			
Directorhold			
FISH			
Board			
Indep			
Indepratio			
Mandindep			
Boardratio			
Industry			
SIZE			
Purpose1			
MB			
Buyoutratio			
FCF			
DEBT			
ROA	1		
BeforeCAR	-0.01	1	
DIV	0.16	-0.01	1

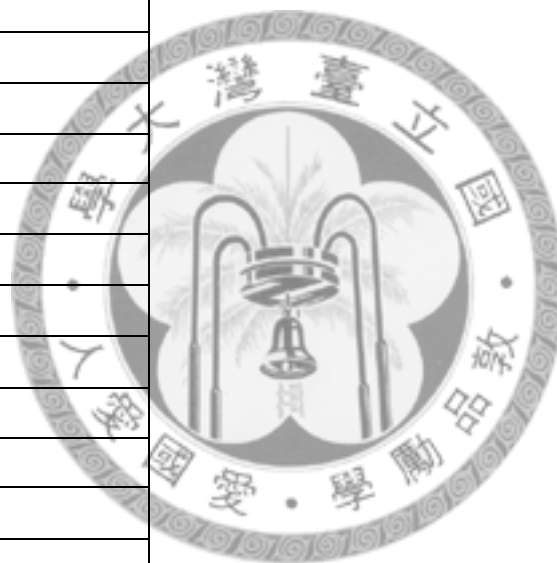


表 4-4、宣告買回庫藏股的市場反應之迴歸分析

因變數 自變數	以市場指數調整模式計算事件窗口(-2, +2)之累積異常報酬		
	模型 1. a	模型 1. b	模型 2. (1)a
Intercept	12.7446(0.001)***	12.3935(0.001)***	14.2106(0.000)***
CF	-0.0085(0.288)	-0.0075(0.312)	
DCF1			-0.0117(0.091)*
DCF2			
Insiderhold			
Directorhold			
FISH	0.0417(0.04)**	0.0361(0.067)*	0.0456(0.028)**
Board			
Indep			
Indep ratio		0.0385(0.018)**	
Mand indep		-0.3701(0.284)	
Board ratio			
Industry	-0.8690(0.049)**	-1.0562(0.027)**	-0.9102(0.042)**
SIZE	-0.5155(0.009)***	-0.4778(0.014)**	-0.5579(0.005)***
Purposel	-0.7931(0.049)**	-0.8005(0.048)**	-0.8364(0.041)**
MB	-6.5497(0.032)**	-6.6652(0.031)**	-6.7063(0.028)**
Buyoutratio	0.2534(0.033)**	0.2473(0.036)**	0.2506(0.037)**
FCF	-7.9102(0.13)	-7.5373(0.141)	-8.4793(0.115)
DEBT	-0.0222(0.101)	-0.0253(0.073)*	-0.0211(0.116)
ROA	-0.7004(0.45)	-1.4978(0.394)	-0.3454(0.476)
BeforeCAR	0.0286(0.3915)	0.0258(0.402)	0.0271(0.397)
DIV	0.0052(0.229)	0.0045(0.261)	0.0053(0.222)
R-squared	0.0712	0.0745	0.0725

括號中為 p 值；*表示顯著水準為 10%；**表示顯著水準為 5%；***表示顯著水準為 1%。

因變數 自變數	以市場指數調整模式計算事件窗口(-2,+2)之累積異常報酬		
	模型 2. (1)b	模型 2. (2)a	模型 2. (2)b
Intercept	13.7985(0.000)***	13.0956(0.000)***	13.0642(0.000)***
CF			
DCF1	-0.0108(0.118)		
DCF2		0.0408(0.078)*	0.0351(0.117)
Insiderhold			
Directorhold			
FISH	0.0396(0.05)**	0.0489(0.022)**	0.0393(0.053)*
Board			
Indep			0.6393(0.008)***
Indepratio	0.0376(0.02)**		
Mandindep	-0.4670(0.238)		-0.6419(0.167)
Boardratio			
Industry	-1.0667(0.026)**	-0.8608(0.050)**	-1.0364(0.029)**
SIZE	-0.5223(0.008)***	-0.5597(0.005)***	-0.5415(0.006)***
Purposel	-0.8440(0.040)**	-0.8480(0.039)**	-0.8449(0.039)**
MB	-6.7867(0.029)**	-6.8031(0.027)**	-6.8076(0.029)**
Buyoutratio	0.2450(0.039)**	0.2531(0.036)**	0.2409(0.042)**
FCF	-8.0829(0.126)	-7.7704(0.133)	-7.9963(0.125)
DEBT	-0.0238(0.089)*	-0.0219(0.105)	-0.0239(0.086)*
ROA	-1.0394(0.426)	-0.9836(0.430)	-0.9423(0.432)
BeforeCAR	0.0240(0.409)	0.0237(0.409)	0.0225(0.414)
DIV	0.0048(0.249)	0.0053(0.225)	0.0044(0.266)
R-squared	0.0756	0.0729	0.0769

括號中為 p 值；*表示顯著水準為 10%；**表示顯著水準為 5%；***表示顯著水準為 1%。

因變數 自變數	以市場指數調整模式計算事件窗口(-2, +2)之累積異常報酬		
	模型 2. (2) _c	模型 3. (1)	模型 3. (2)
Intercept	12.7703(0.000)***	10.4987(0.004)***	10.7806(0.002)***
CF			
DCF1			
DCF2	0.0368(0.106)		
Insiderhold		0.0278(0.063)*	
Directorhold			0.0343(0.048)**
FISH	0.0425(0.040)**	0.0421(0.040)**	0.0404(0.047)**
Board			
Indep			
Indepratio	0.0368(0.022)**		
Mandindep	-0.4744(0.233)		
Boardratio			
Industry	-1.0131(0.032)**	-0.8266(0.056)*	-0.8181(0.058)*
SIZE	-0.5241(0.007)***	-0.4289(0.026)**	-0.4444(0.020)**
Purposel	-0.8540(0.038)**	-0.7699(0.055)*	-0.8096(0.046)**
MB	-6.8654(0.028)**	-6.4138(0.034)**	-6.3629(0.036)**
Buyoutratio	0.2474(0.038)**	0.2650(0.029)**	0.2609(0.031)**
FCF	-7.4346(0.143)	-7.4395(0.142)	-7.6804(0.134)
DEBT	-0.0245(0.081)*	-0.0231(0.091)*	-0.0236(0.087)*
ROA	-1.5959(0.386)	-1.4414(0.398)	-1.1614(0.417)
BeforeCAR	0.0209(0.42)	0.0208(0.42)	0.0202(0.423)
DIV	0.0048(0.2505)	0.0044(0.266)	0.0043(0.269)
R-squared	0.0758	0.0729	0.0732

括號中為 p 值；*表示顯著水準為 10%；**表示顯著水準為 5%；***表示顯著水準為 1%。

因變數 自變數	以市場指數調整模式計算事件窗口(-2, +2)之累積異常報酬		
	模型 4.	模型 5.	模型 6. (1)
Intercept	12.1821(0.001)***	13.6374(0.000)***	11.8858(0.001)***
CF			
DCF1			
DCF2			
Insiderhold			
Directorhold			
FISH	0.0418(0.04)**	0.0444(0.032)**	0.0363(0.067)*
Board		0.2411(0.001)***	
Indep			
Indepratio			0.0386(0.017)**
Mandindep			-0.3357(0.3)
Boardratio			
Industry	-0.8119(0.060)*	-0.6615(0.102)	-1.0147(0.032)**
SIZE	-0.4933(0.01)***	-0.7167(0.001)***	-0.4568(0.016)**
Purposel	-0.7877(0.05)**	-0.7475(0.059)*	-0.7945(0.049)**
MB	-6.5072(0.032)**	-6.3978(0.034)**	-6.6349(0.032)**
Buyoutratio	0.2563(0.032)**	0.2357(0.041)**	0.2497(0.034)**
FCF	-7.5112(0.139)	-8.4167(0.11)	-7.1840(0.149)
DEBT	-0.0227(0.097)*	-0.0188(0.141)	-0.0259(0.069)*
ROA	-1.0065(0.428)	-0.1689(0.488)	-1.8042(0.372)
BeforeCAR	0.0266(0.399)	0.0198(0.424)	0.0243(0.408)
DIV	0.0050(0.236)	0.0046(0.254)	0.0043(0.269)
R-squared	0.0709	0.0777	0.0743

括號中為 p 值；*表示顯著水準為 10%；**表示顯著水準為 5%；***表示顯著水準為 1%。

因變數 自變數	以市場指數調整模式計算事件窗口(-2,+2)之累積異常報酬		
	模型 6. (2)	模型 7.	模型 8.
Intercept	12.2369(0.001)***	12.3717(0.001)***	12.5883(0.001)***
CF			
DCF1			-0.0077(0.195)
DCF2			
Insiderhold			
Directorhold			0.0290(0.076)*
FISH	0.0332(0.086)*	0.0385(0.051)*	0.0334(0.084)*
Board			
Indep	0.6714(0.005)***		0.5353(0.031)**
Indepratio			
Mandindep	-0.5206(0.213)		-0.7003(0.147)
Boardratio		-0.0219(0.041)**	-0.0145(0.144)
Industry	-1.0396(0.028)**	-1.0045(0.030)**	-1.1239(0.021)**
SIZE	-0.4783(0.012)**	-0.3841(0.038)**	-0.4207(0.029)**
Purposel	-0.7878(0.05)**	-0.7343(0.063)*	-0.8131(0.046)**
MB	-6.5858(0.033)**	-6.7337(0.029)**	-6.6725(0.033)**
Buyoutratio	0.2427(0.039)**	0.2467(0.037)**	0.2398(0.044)**
FCF	-7.7849(0.130)	-8.5623(0.109)	-9.2094(0.097)*
DEBT	-0.0252(0.074)*	-0.0255(0.072)*	-0.0253(0.075)*
ROA	-1.1097(0.42)	-0.7961(0.443)	-0.3664(0.474)
BeforeCAR	0.0258(0.402)	0.0243(0.407)	0.0176(0.433)
DIV	0.0040(0.285)	0.0043(0.269)	0.0036(0.305)
R-squared	0.0756	0.0737	0.0792

括號中為 p 值；*表示顯著水準為 10%；**表示顯著水準為 5%；***表示顯著水準為 1%。

第五章 結論與研究限制

第一節 研究結論

本文的結論可歸納為以下幾點：

1. 本研究結果顯示國內庫藏股確有宣告效益，顯示庫藏股宣告具有資訊內涵，此可驗證過去國內所做的宣告效果確實存在。
2. 本文之實證結果發現，內部人持股比例、外資機構投資人持股比率均與累積平均異常報酬呈顯著正相關。另外，董事會規模、獨立董事均與累積平均異常報酬呈顯著正相關。而控制股東占董事席次比例與累積平均異常報酬則呈顯著負相關。而關於控制股東之現金流量權、股份控制權與現金流量權間之偏離程度所作之檢定顯示，控制股東之現金流量權與累積平均異常報酬無顯著關係。但控制權(投票權)與現金流量權間之偏離程度越大，即盈餘股份偏離比越小(股份盈餘偏離差越大)，則累積平均異常報酬越大。然而，本研究將獨立董事因素加入檢定現金流量權、控制權(投票權)與現金流量權間之偏離程度。實證結果發現，現金流量權、控制權(投票權)與現金流量權間之偏離程度均與累積平均異常報酬無顯著關係。推究其原因，可能因樣本公司獨立董事適時扮演監督角色，使控制股東與少數股東間之代理問題獲得改善，因而降低控制股東因素對庫藏股宣告之市場反應所造成之影響。整體而言，本文的結論支持當公司內部人持股比例較多、外資機構投資人持股比率較高、董事會規模較大、獨立董事較多、控制股東占董事席次比例越低，其宣告買回庫藏股時，可獲得投資人更正面之評價，其買回庫藏股宣告之正向市場反應也較大。

第二節 研究限制

1. 本文是以上市公司作研究，故可能並不適用於上櫃或興櫃公司。
2. 本研究為避免公司短期內多次宣告庫藏股買回，造成事件間交互影響而干擾實證結果，且考量到若僅選取初次買回將面臨到樣本過少之問題，故本文選取公司每年第一次買回宣告為樣本。因此，並未比較多次宣告對股價之影響。
3. 國內股市有漲跌停之限制且對庫藏股運用限制和國外不盡相同，以國外方法進行檢定推論可能結果會有不同。
4. 由於本研究實證資料多取自台灣經濟新報，故資料真實性或遺漏並非本研究所能控制。



參考文獻

- 王玉珍，2002，股權結構、董事會組成、資本結構與企業績效關係之研究，中央大學企業管理研究所碩士論文。
- 李建然、廖秀梅、廖益興，2003，股權結構、董事獨立性與企業經營績效之研究，2003年會計理論與實務研討會，國立成功大學。
- 李馨蘋與黃啟倫，2009，股權結構、關係人交易與公司績效，中華管理評論國際學報，2009年5月第十二卷二期。
- 沈立平，2003，台灣上市公司股權結構、財務決策與公司價值之關聯性研究，國立中正大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 吳昆皇，1995，上市公司董事會組成與特性對企業經營績效之關聯性研究，未出版碩士論文，台灣大學會計學研究所。
- 林玉成，2001，上市公司庫藏股宣告資訊內涵及操作策略之分析，國立高雄第一科技大學財務管理研究所未出版碩士論文。
- 林明謙，2001，股權結構、董事組成對大股東介入股市行為影響之研究，輔仁大學金融研究所未出版碩士論文。
- 邱煥堯，2001，台灣股票市場庫藏股行情之實証研究，中央大學企業管理研究所碩士論文。
- 洪麗芳，2004，股權結構、財務決策與公司績效關聯性之研究，中原大學會計研究所碩士論文。
- 翁淑育，2000，台灣上市公司股權結構、核心代理問題及公司價值之研究，輔仁大學金融研究所未出版之碩士論文。
- 康瑞亨，2004，上市櫃公司庫藏股不同購目的對股價異常報酬之實證研究，國立高雄第一科技大學財務管理學系碩士論文。
- 許崇源與林宛瑩，2008，台灣集團企業之控股型態及公司治理衡量指標之研究與

建議，*Chiao Da Management Review* 28(1)：269-312

陳金鈴，1997，台灣上市公司股權結構之研究分析，國立成功大學會計學研究所未出版碩士論文。

張明峰，1991，股權結構對公司績效影響之研究，國立政治大學企業管理研究所未出版之碩士論文。

張峻萍，1999，公司監理與經營績效之關係，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。

張雅琳，2004，我國企業獨立董事機制與經營績效之關聯性研究，大葉大學會計資訊研究所未出版碩士論文。

楊俊中，1998，股權結構與經營績效相關性之研究，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。

楊琬婷，2001，庫藏股制度對台灣股市的影響，台灣大學財務金融研究所碩士論文。

葉銀華與邱顯比，1996，資本結構、股權結構與公司價值關聯性之實證研究：代理成本理論，台大管理論叢，第七卷第二期，頁 57-90。

葉銀華、李存修、柯承恩，2002，公司治理與評等系統，商智文化。

葉銀華，2002，台灣公司治理的問題與改革之道，證券暨期貨管理雜誌，第二十卷，第十一期，頁 1-32。

葉銀華、蘇裕惠、柯承恩、李德冠，2003，公司治理機制對於關係人交易的影響，證券市場發展，第 15 卷第 4 期：69-106

葉雅薰與陳錦村，2002，公司改組、監督機制與盈餘管理之研究，會計評論，第 34 期，頁 1-29。

劉嘉惠，2004，公司治理下股權結構與經營績效關係之研究--兼論美、日、韓公司治理，私立長榮大學經營管理研究所碩士論文。

謝淑貞、林繼平，2003年10月，台灣實施庫藏股制度之宣告效果，中華管理評論國際學報，第6卷第5期。

Agrawal, A. and C. R. Knoeber 1996. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 3 : 377-397.

Alexander, J. A, Fennell, M. L., & Halpern, M. T. 1993. Leadership instability in hospitals: The influence of board-CEO relations and organizational growth and decline. *Administrative Science Quarterly* 38: 74-99.

Asquith, P., and D. Mullins, 1986, Signaling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues. *Financial Management* 15 : 27-44

Bagwell, L. S., and B. J. Shoven 1988, Share Repurchased and Acquisitions: An Analysis of Which Firms Participate, *Journal of Economic Perspectives* 3 : 129-40

Bacon, J. 1973, Corporate Directorship Practices: Membership and Committees of The Board. *New York: The Conference Board.*

Bebchuk, L.A., R. Kraakman, and G.G. Triantis. 2000. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights, in R.K. Morck, Ed. *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, The University of Chicago Press, 295-315.

Bens, D.A., V. Nagar, D.J. Skinner, and M-H. F. Wong 2003, Employee Stock Options, EPS Dilution, and Stock Repurchases. *Journal of Accounting & Economics* 36 : 51-90

Beasley, M. 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting*

Review 71 (4): 443 – 465.

Bhattacharya, S. 1979, Imperfect Information, Dividend Policy, and “ the Bird in the Hand” Fallacy, *Bell Journal of Economics* 10: 259–270.

Bradley, M. and Rosenzweig, M. 1986. Defensive stock repurchases. *Harvard Law Review* 99 : 1377 – 1430.

Brickley, James A., Ronald C. Lease, and Clifford W. Smith, Jr. 1988. Ownership Structure and Voting On Antitakeover Amendments. *Journal of Financial Economics* 20 : 267–291.

Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., & Smith, A. 2004. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics* 37 : 167 – 201

Choi, J. J., S. W. Park, and S. S. Yoo, 2007. The value of outside directors : evidence from corporate governance reform in Korea. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42(4) : 941–962

Chtourou, S. M., J. Bedard, and L. Courteau. 2001. Corporate governance and earnings management. Working paper, University of Laval.

Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang 2000. The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics* 58, 81–112.

Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan and L. H. P. Lang. 2002, Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders. *Journal of Finance* 57(6): 2741–2771.

Comment, R. and G. Jarrell. 1991. The relative signaling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases. *Journal of Finance* 46: 1243–1271.

- Dalton, D. R., C. M. Daily, J. L. Johnson, and A. E. Ellstrand 1999, Number of directors and financial performance : A meta-analysis. *Academy of Management Journal* 42(December) : 674-686.
- Dann, L. Y. 1981. Common Stock Repurchases: An Analysis of Return to Bondholders and Stockholders. *Journal of Financial Economics* 9 : 113-138.
- Deangelo, Harry, and R. W. Masulis, 1980, Optimal capital structure under corporate and personal taxation, *Journal of Financial Economics* 8 : 3-30.
- Dittmar, A. K. 2000. Why do firm repurchase stock? *The Journal of Business* 73(3):331-355.
- Fama, E.F. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88 : 288-307.
- Fan, J. P.H., and T.J. Wong. 2002. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earning in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*: 401-425.
- Gesser, R., R. Halman, and O. Sarig. 2005. *Measuring the agency costs of dispersed ownership: The case of repurchases initiation*, Working Paper.
- Ginglinger, E. and J. F. L' her. 2006. Ownership structure and open market stock repurchase in France. *The European Journal of Finance* 12(1): 77-94.
- Gomes, A. and Novaes, W. 2001. Sharing of control as a corporate governance mechanism. Working Paper, ssrn.
- Ho, Li-Chin J., C. S. Liu, and R. Ramanan. 1997. Open-market stock repurchase announcement and revaluation of prior accounting

- information. *The Accounting Review* 72(3): 475-487.
- Hovakimian, A., T. Opler, and S. Titman. 2001. The debt-equity choice. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36(1): 1-24.
- Huang, Roger D., and Cheng-Yi Shiu, 2009. Local Effects of Foreign Ownership in an Emerging Financial Market: Evidence from Qualified Foreign Institutional Investors in Taiwan. *Financial Management*: 567 - 602.
- Hudson, C. D., J. S. Jr. Jahera, and W. P. Lloyd. 1992. Further Evidence on the Relationship between Ownership and Performance. *Financial Review* 27 : 227-39.
- Ikenberry, D., J. Lakonishok, and T. Vermaelen. 1995. Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics* 39: 181-208.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling, 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 : 305-360.
- Jensen, M.C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76(2): 323-329.
- Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48: 831-880.
- Jun, S. G., M. Jung, and R. A. Walkling. April 2009. Share repurchases, executive options and wealth changes to stockholders and bondholders. *Journal of Corporate Finance* 15(2) : 212-229.
- Kahle, K. 2002. When a buyback isn't a buyback: Open market repurchase and employee options. *Journal of Financial Economics* 63: 235-261.
- Khanna, T., and K. Palepu, 1999. Emerging market business groups, foreign

- investors, and corporate governance. *Working paper, Harvard University*.
- Kiel, G. C. and G. J. Nicholson (2003), Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance. *Corporate Governance* 11 : 189–205.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, and Andrei Shleifer. 1999. Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance* 2, 471–517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 2002. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance* 57: 1147–1170.
- Lakonishok, J., and T. Vermaelen 1990. Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers. *Journal of Finance* 45 : 455–477.
- Luan, C. J. and M. J. Tang, 2007. Where is independent director efficacy? *Corporate Governance : An International Review* 15 : 636–643.
- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. 2005. Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals? *Journal of Business Finance & Accounting* 32(7) & (8).
- Pound, John 1988. Proxy Contests and The Efficiency of Shareholder Oversight. *Journal of Financial Economics* 20 : 237–265.
- Rechner, P. L. and D. R. Dalton 1989. The Impact of CEO as Board Chairperson on Corporate Performance, *Academy of Management Executive* 2 : 141–143
- Reitenga, A. L. and M. G. Tearney, 2003. Mandatory CEO Retirements, Discretionary Accruals, and Corporate Governance Mechanisms. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 18(2) : 255–280.

- LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. 1999. Corporate ownership around the world, *Journal of Finance* 54 : 471 - 517.
- McConnell, John J., and Henri Servaes 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics* 27 : 595-612.
- Millestein, I. M., & Macavoy, P. W., 1998, The active board of directors and performance of the large publicly traded corporation. *Columbia Law Journal* 98 : 1283-1321.
- Mintzberg, H. 1983. Power in and around organizations. *Englewood Cliffs* NJ: Prentice-Hall.
- Netter, J. M. and M. L. Mitchell. 1989. Stock-repurchase announcements and insider transactions after the October 1987 stock market crash. *Journal of Financial Management* 18(3): 84-96.
- Nikos Vafeas. 2000. Board Structure and the Informativeness of Earnings. *Journal of Accounting and Public Policy* 19 : 139-160.
- Opler, T. and T. Sheridan 1996, The Debt-Equity Choice : An Analysis of Issuing Firms. Working paper, Columbus: Ohio State University.
- Oswald, S. L., and J. S. J. Jahera. 1991. The influence of ownership on performance: An empirical study. *Strategic Management Journal* 12 (May): 321-326.
- Pearce J. A., and S. A. Zahra. 1989. Board of Director and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management* 15(2) : 291-334.
- Pearce, J. A., and Zahra, S. A. 1992. Board compensation from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies* 29: 411-438.

- Pfeffer, J. 1972. Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly* 17: 218-229.
- Pfeffer, J. 1973. Size, composition, and function of hospital boards of directors: The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly* 18: 349-364.
- Pugh, W. and J. S. Jahera 1990. Stock repurchases and excess returns: an empirical examination. *Financial Review* 25(1) : 127-142.
- Rosenstein, S., Wyatt, J. G., 1997. Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics* 44 : 229-250.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52 : 737 - 784.
- Singh, H. and F. Harianto 1989. Management-board relationships, takeover risk, and the adoption of golden parachutes. *Academy of Management Journal* 32 : 7-24.
- Stephens, C. P. and M. S. Weisbach. 1998. Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs. *Journal of Finance* 53(1): 313-333.
- Stulz, R. 1988. Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 20 : 25 - 54.
- TSE Committee on Corporate Governance in Canada(TSE). 1994. *Where Were the Director?* Toronto.
- Vafeas, N. and O. M. Joy, 1995. Open Market Share Repurchases and the Free Cash Flow Hypothesis G35. *Economics Letters* 48 : 405-410
- Vance, S. 1995. Inside or Outside Directors: Is There Really a Difference.

Across The Board : 15-17.

Vermaelen, T. 1981, Common stock repurchases and market signaling. *Journal of Financial Economics* 9: 139-183.

Villalonga, B., and Amit, R. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80(2) : 385-417.

Westphal, J. D. and E. J. Zajac. 2001. Decoupling policy from practice: The case of stock repurchase programs. *Administrative Science Quarterly* 46(2): 202-228.

Xie, B., W. N. Davidson, and P. J. DaDalt. 2001. Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance* 9 : 295-316.

Yeh, Y. H., Lee, T. S., and Woitke, T. 2001. Family Control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan. *International Review of Finance* 2: 21-48.

Yermack, D. 1996. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics* 40 : 185-211.

Young, C. S., L. C. Tsai, and P.G. Hsieh, 2008. Voluntary appointment of independent directors in Taiwan: motives and consequences. *Journal of Business Finance and Accounting* 35(9)&(10) : 1103-1137.

Zhang, H. 2005. Share Price Performance Following Actual Share Repurchases. *Journal of Banking & Finance*, 29, 1888-1901.