

國立臺灣大學管理學院會計系

博士論文

Department of Accounting
College of Management
National Taiwan University
doctoral dissertation

公司治理與公開市場買回關聯性之研究

The Relationship between Corporate Governance and
Open Market Repurchases



陳妮雲

Chen, Ni-Yun

指導教授：劉啓群 博士

Advisor: Liu, Chi-Chun Ph.D.

中華民國 97 年 6 月

June, 2008

誌謝

這篇論文能夠順利完成，非常感謝劉啟群老師耐心的指導。老師活絡創新、縝密周詳的思考能力，是我最好的學習榜樣，對於學術研究的投入和熱誠，更是讓我由衷佩服。跟隨老師學習以來，受益良多，老師對我的提攜與知遇之恩，永銘在心。

感謝審查委員王泰昌老師、蔡彥卿老師、李建然老師、周治邦老師、王全三老師、李書行老師、劉順仁老師以及劉嘉雯老師於口試過程中所提出的寶貴意見，激發我更深入探索問題的核心，不僅釐清許多觀念，更大幅提升論文的品質。

感謝葉疏老師、吳壽山老師、杜榮瑞老師、李書行老師、王泰昌老師、劉順仁老師、駱明慶老師、朱家祥老師、銀慶剛老師、黃貞穎老師、陳虹如老師、周建富老師、施俊吉老師、鄭秀玲老師、葉小蓁老師、陳明賢老師和李存修老師的教導，豐富我更多專業知識。感謝貴富、孝倫、惠琦、靖傑、德冠和懿屏等許多同學或學弟妹所給予的幫助與鼓勵，備感溫馨。

最後感謝家人的支持，尤其是來自於母親源源不斷的呵護，遺憾的是父親未能親眼看到我完成學業，願將這份榮耀和喜悅，獻給我最深愛的家人並告慰父親在天之靈。

陳妮雲

2008年6月

摘要

公司治理之良窳足以左右董事會運作之成效，公司治理較好的企業，董事會之特質具有較高的獨立性、監督性與齊一性，且有較低的異動性與集權性。現行法律賦予董事會對於企業買回股份之主導權，故預期公司治理與股票買回決議有重大之關聯。

本研究以我國上市與上櫃公司 2000 至 2005 年為樣本期間，主要探討公司治理對於公開市場買回股票宣告、宣告效果以及企業宣告買回庫藏股、實際買回庫藏股與執行率有關決策之影響，其中執行率為實際買回庫藏股與宣告買回庫藏股數量之比值。研究結果發現公司治理較好之企業，董事會之決議較能符合全體股東之利益，不贊同有利於內部人但損害企業主體之買回股份行為，因此，宣告買回股份可能性較低、宣告次數亦較少。若公司治理愈好之企業，宣告時所產生之累積異常報酬愈大，顯示市場認為公司治理愈好之企業，所傳達之資訊可信度愈高，不實誇大宣告量以拉抬股價之意圖亦較低，傾向宣告較低之買回數量和金額比率。我國公司宣告買回股份時產生之正向股價效果降低公司執行買回之意願，股價漲幅較小之企業內，較易彰顯公司治理對執行率之正向影響力。

關鍵詞： 公司治理、董事會、公開市場買回、執行率、累積異常報酬

Abstract

Corporate governance has a dramatic force to share repurchase decision since the board of directors are responsible for the direction and supervision of the company's business including the authorization of share repurchase programs. A well governed firm has a more independent, overseen, agreed and less changing, concentrated board structure. A poorly governed firm is just the opposite.

According to share repurchase programs announced by companies trading in stock exchange market or over the counter from Aug. 2000 to Dec. 2005, this study investigates how corporate governance affects a wide range of open market repurchase activities in the probability of share repurchase announcements, share repurchase frequency, cumulative abnormal returns at announcement of the repurchases programs, announced target levels of repurchases, actual share repurchases and completion rate. Completion rate is the actual repurchases scaled by the target number of shares in the programs. The results indicate that well-governed firms which strongly defend against fraudulent announcements are less likely and frequent to announce share repurchase. They are associated with higher five-day abnormal returns surrounding announcement date, suggesting that governance structure proxies for the quality of management's information. As managers in a well-governed firm are less likely to manipulate their firm's stock price by exaggerating the announced size, governance structure is negatively related to the extent of repurchase offer. Although a strong positive reaction to the announcement lowers the firm's demand for reacquiring securities, governance structure is positively related to completion rate in firms with lower stock returns two months following the announcement of the program.

Keywords: Corporate governance, Board of directors, Open market repurchases,

Completion rate, Cumulative abnormal returns

目錄

口試委員審定書.....	i
誌謝.....	ii
中文摘要.....	iii
英文摘要.....	iv
目錄.....	v
圖目錄.....	vii
表目錄.....	viii
第一章 緒論.....	1
1.1 研究動機.....	1
1.2 研究目的和貢獻.....	3
1.3 論文架構.....	4
第二章 庫藏股制度介紹.....	6
2.1 獨特處.....	6
2.1.1 決策程序.....	6
2.1.2 宣告目的和宣告買回義務.....	7
2.1.3 買回方式.....	8
2.1.4 買回數量.....	8
2.1.5 執行期間限制.....	8
2.1.6 轉讓期限.....	9
2.1.7 大量買回公告.....	9
2.1.8 執行完畢或期限屆滿公告.....	9
2.1.9 其他.....	10
2.2 買回辦法修正.....	12
第三章 文獻探討.....	14
3.1 公開市場買回.....	14
3.1.1 宣告動機和市場反應.....	14
3.1.2 宣告次數.....	20
3.1.3 實際買回.....	21

3.1.4 效益.....	22
3.1.5 潛在成本.....	25
3.2 公司治理.....	27
3.2.1 獨立性.....	31
3.2.2 監督性.....	32
3.2.3 齊一性.....	32
3.2.4 異動性.....	33
3.2.5 集權性.....	34
3.3 公司治理與公開市場買回.....	35
第四章 假說形成.....	38
4.1 公司治理與公開市場買回宣告之關聯性.....	38
4.2 公司治理與公開市場買回宣告市場反應之關聯性.....	39
4.3 公司治理與公開市場實際買回之關聯性.....	40
第五章 研究方法.....	43
5.1 變數定義.....	43
5.1.1 應變數.....	43
5.1.2 五種特質與整體公司治理變數.....	44
5.1.3 控制變數.....	46
5.2 實證模式.....	51
5.2.1 Probit 與負二項模型分析公司治理對買回宣告之影響.....	51
5.2.2 複迴歸模型分析公司治理對買回宣告市場反應之影響.....	52
5.2.3 複迴歸與 Tobit 模型分析公司治理對實際買回之影響.....	54
5.3 樣本選取與資料來源.....	55
第六章 研究結果.....	57
6.1 敘述性統計.....	57
6.2 相關係數矩陣.....	58
6.3 多元迴歸分析.....	59
6.4 敏感性分析.....	64

第七章 結論與建議.....	69
7.1 結論.....	69
7.2 研究限制.....	70
7.3 後續研究方向.....	70
參考文獻.....	71
附錄 A 以三分法分析與公司治理相關之變數.....	126

圖目錄

圖 3-1 庫藏股決策流程	77
圖 5-1 實證架構	78
圖 5-2 事件研究法之時間線	79

表目錄

表 2-1 各國庫藏股制度比較	80
表 4-1 公司買回庫藏股對內部人和外部股東之可能影響	81
表 5-1 變數定義	82
表 6-1 敘述統計量	85
表 6-2 相關係數矩陣	87
表 6-3 公司治理對宣告可能的影響	91
表 6-4 公司治理對宣告次數的影響	92
表 6-5 公司治理對宣告買回市場反應的影響	93
表 6-6 公司治理對宣告買回數量比率的影響	94
表 6-7 公司治理對宣告買回金額比率的影響	95
表 6-8 公司治理對實際買回數量比率的影響	96
表 6-9 公司治理對實際買回金額比率的影響	98
表 6-10 公司治理對執行率的影響	100
表 6-11 股價低估對公司治理效果之影響	102
表 6-12 宣告目的對公司治理效果之影響	107
表 6-13 公司治理對宣告次數的影響-Poisson Model	110
表 6-14 公司治理對事件期 8 天累積平均異常報酬的影響	111
表 6-15 公司治理對實際買回數量比率的影響-排除股價漲幅超過上限	112
表 6-16 公司治理對實際買回金額比率的影響-排除股價漲幅超過上限	114
表 6-17 公司治理對執行率的影響-排除股價漲幅超過上限	116
表 6-18 公司治理之影響-考慮股東邊際稅負、股權集中、認股權和交易成本	118
表 6-19 公司治理相關變數之直接影響	120
表 6-20 公司治理對實際買回數量和金額比率的影響-Tobit Model	122
表 6-21 給予公司治理相關變數相同權重	123
表 6-22 自由現金流量對公司治理效果之影響	125
表 A-1 敘述統計量-三分法	127
表 A-2 相關係數矩陣-三分法	129
表 A-3 公司治理對宣告可能的影響-三分法	133

表 A-4 公司治理對宣告次數的影響-三分法	134
表 A-5 公司治理對宣告買回市場反應的影響-三分法	135
表 A-6 公司治理對宣告買回數量比率的影響-三分法	136
表 A-7 公司治理對宣告買回金額比率的影響-三分法	137
表 A-8 公司治理對實際買回數量比率的影響-三分法	138
表 A-9 公司治理對實際買回金額比率的影響-三分法	140
表 A-10 公司治理對執行率的影響-三分法	142

第一章 緒論

1.1 研究動機

1995 年以前大多數國家禁止實行或嚴格規範庫藏股制度，但最近 10 年，許多國家紛紛開放企業從公開市場買回發行在外的股份，法國和德國從 1998 年開始、日本從 1995 年開始、韓國從 1994 年而臺灣則是從 2000 年開始實施庫藏股制度，允許企業從公開市場買回自己股份。不僅如此，為了鼓勵公司採用庫藏股制度，世界各國對於庫藏股制度的規範似乎也有愈來愈放寬的趨勢。1989 年以前，庫藏股制度為澳洲政府所禁止，1989 至 1995 年間仍嚴格管制，1995 年後才開放採用，Lamba 與 Ramsay(2000)年研究澳洲 1989 至 1998 年 136 件買回股份宣告，發現 75%的宣告集中 1995 至 1998 年。臺灣自 2000 年 8 月份第一家公司於公開市場宣告買回股份至今，上市上櫃公司買回本公司股份辦法(簡稱買回辦法)歷經三次修正，分別為 2000 年 10 月、2001 年 6 月和 2002 年 7 月，取消對於買回的諸多限制。世界各國主管機關對於庫藏股政策由禁止、嚴格管制至逐步放寬的轉變過程，表示愈益認同其存在的價值，為企業理財活動的重要工具。

各國企業對於政府政策的轉變，亦給予熱烈的支持。Jagannathan et. al. (2000) 發現股票買回宣告較現金股利成長快速。買回宣告的件數，1985 年為 115 件，至 1996 年增加為 755 件，增加率為 556%;宣告買回金額由美金 150 億元增加為 1,130 億元，增加率為 633%;實際買回金額亦由美金 80 億元增加為 630 億元，增加率為 613%;現金股利由 670 億元增加為 1,420 億元，增加率僅為 110%。實際買回金額佔現金支付總額的比例由 1985 年的 9%至 1996 年增加為 29%;而現金股利佔現金支付總額的比例由 1985 年的 69%至 1996 年略減為 65%。Grullon 與 Michaely(2002)比較 1972 年和 2000 年間 5,843 家公司現金支付的結構，發覺現金股利佔市值的比例由 2.3%減少為 1.2%;實際買回金額佔市值的比例則由 0.2%增加為 1.2%。Dereeper 與 Romon(2003)發現法國從 1998 年核准宣告買回股份至 2001 年底，累積共有 1,360 件宣告。反觀臺灣，自 2000 年 8 月份累積至 2005 年

12月底，共計有378家上市公司和206家上櫃公司宣告買回股份，累積宣告件數分別為1,275件和503件。就上市公司而言，單家公司累積宣告次數高達20次之多，其中宣告一次的有105家，宣告2至5次的有215家，宣告5次以上的亦有58家之多。比較2000和2005年，我國實際買回股數從19億股增加為25億股，增加率為34%，實際買回金額從228億元增加為397億元，增加率為74%。2000至2005年我國累積買回股數約為1百50億股，累積買回金額高達2,671億元。

庫藏股制度存在許多效益：管理者經由公開市場股票買回宣告傳遞內部私有資訊，以降低資訊不對稱。管理者將多餘現金還給股東，降低因過度投資所產生的代理成本。庫藏股政策的實施亦有助於調整財務結構至最適比率。另外，資金運用上很有彈性，法定範圍內，公司可自行決定股份買回宣告的時點、宣告量、執行買回時間、買回量以及宣告次數。若使用現金股利，必須承擔日後若宣告減少股利，市場產生負向報酬的壓力，故若企業有多餘現金可發放給股東時，可考慮採用股票買回。投資人比較公司實際買回與宣告買回股份的落差，評斷公司的信譽和宣告買回訊號的可信程度，以降低投資風險。

但庫藏股制度同時也隱藏若干成本：管理者藉由公開市場買回宣告傳遞不實的資訊，公司未來有可能是低成長而非高成長，股價有可能是受到高估而非低估。管理者和控制股東可透過公開市場宣告買回股份的行為拉抬股價、增加與股票相關的財富和選擇權的價值、抵銷因選擇權實施產生的盈餘稀釋效果、利用市場正向股價反應創造績效提升的假象或伺機侵佔小股東、債權人的財富。

雖然法律賦予董事重要業務之決策權和執行權，董事多將執行權授予專業經理人行使，董事會僅負責制訂公司的重要策略，並定期集會監督專業經理人所組成管理當局之業務績效。董事和管理當局較熟悉公司業務，為公司之內部人。管理當局規劃公司資金用途時，若決定將資金用於收買股份，必須擬訂股票買回計畫並經過董事會決議通過後，才可實施。管理者只會主動於董事會提出對其有利之股票買回計畫，對管理者不利的情況下，管理者不會主動提出，當管理者提出

之股票買回計畫對多數董事亦有利時，決議才能獲得通過。

由於管理者以自我利益為重，提出股票買回計畫，坐視外部投資人利益，公司治理良窳攸關是否能夠有效抑制不利於外部股東之買回宣告，公司治理好的企業兼顧內部人和外部股東之權益，只同意對雙方面皆有利之股票買回計畫；公司治理差的企業著眼於內部人利益，傾向贊成對內部人有利之股票買回計畫，罔顧外部股東之權益。公司治理機制之價值，在於確保董事會有效運作，遏阻買回動機不當的宣告。

歐洲及亞洲許多國家如英國、德國、法國、日本和韓國等國，庫藏股制度的實施需要經過股東會同意通過，僅少數國家如我國和美國庫藏股制度的實施，只需要經過董事會同意通過，但美國法律(SEC Rule 10b-5)明訂操弄股價的行為內容和法律責任，較我國法律規範來得完備。證券交易法(簡稱證交法)第二十八條之二第六項限制公司關係人於公司執行買回期間賣出股份的行為，卻未明確制定若查覺公司關係人違法賣出的行為屬實時，所應負擔的法律責任。當法律未能有效抑制公司內部相關人士，利用訊息發佈前後刻意買賣操弄股價的行為，或制裁公司關係人以股票購回宣告為手段，謀取不當利益時，公司治理之有效監控力量，是確保董事會功能健全之關鍵因素，故公司治理透過監督董事會運作，對於庫藏股政策之影響，為十分重要且迫切之研究議題。

1.2 研究目的和貢獻

本研究推測不同程度的公司治理對於庫藏股制度的影響應有所不同，將公司治理分為獨立性、監督性、齊一性、異動性和集權性五種特質衡量其好壞程度，並分析五種特質和整體公司治理對於企業於公開市場宣告買回股份的意願、宣告買回次數、宣告時的市場反應、宣告買回比率、實際買回比率以及執行率各層面的影響。

國內目前並無文獻，而國外僅有少數文獻探討公司治理對公開市場買回決策的影響，且國外文獻多將這方面研究議題作為文章附帶探討的內容，例如

Hackethal 與 Zdantchouk(2005)主要研究德國公司宣告買回股份之市場反應和影響市場反應之因素，將前二大股東持股比率作為實證模型的一個控制變數，或將研究範圍侷限於部分公司治理因素對單一層面的影響，例如 Ginglinger 與 L'her(2006)探討法國公司股權結構如何影響公司宣告買回股份之市場反應。本研究最大貢獻為深入探討公司治理對於庫藏股制度實施多重層面的影響。

1.3 論文架構

第一章 緒論

說明本研究之動機、研究目的和貢獻。

第二章 庫藏股制度介紹

介紹我國庫藏股制度的發展起源，透過比較我國與美國、英國、德國和日本之庫藏股制度，說明我國庫藏股制度的獨特處，此外並說明庫藏股政策於實施過程當中所歷經的修改。

第三章 文獻探討

首先說明與庫藏股有關的文獻，包括宣告動機和市場反應、宣告次數、實際買回、效益以及潛在成本，接著介紹公司治理的規定、與庫藏股決策流程的相關性、實證發現，然後針對公司治理對庫藏股決策的影響實證作說明，以作為本研究假說形成的基礎。

第四章 假說形成

探討公司買回庫藏股對於內部人和外部股東有利或不利的情况，針對公司治理對於保障外部股東權益的行為作分析，再由這些行為可能對於公司買回股份之宣告可能、宣告次數、宣告時之市場反應、宣告買回比率、實際買回比率以及執行率的影響做推論得到本研究之假說。

第五章 研究方法

說明變數的定義、所建立的模型、研究期間、樣本選取標準和來源之資料庫。

第六章 研究結果

包括變數之敘述統計量、變數間之相關分析、實證結果之解釋與敏感性分析。

第七章 結論與建議

總結前述討論的內容，並說明研究限制及後續研究方向。

第二章 庫藏股制度介紹

公司取得發行在外股份，日本均稱為自己股份，英美法則稱為庫藏股。商業會計處理準則定義「庫藏股」一詞指公司所持有自己股票，然該股票須具備曾經發行在外，再收回及尚未註銷之三要件。公司法第一六七條規定：「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。」即 2000 年 8 月份以前，我國原則禁止公司收回發行在外股份，例外規定公司僅得以盈餘或發行新股方式收回特別股、以公平市價收回受清算或破產宣告股東的股份、對於反對公司重大營業變更或合併的股東可收回其所持有之股份。

2000 年 6 月 30 日立法院三讀通過證交法新修訂條文，增訂第二十八條之二，正式允許上市和上櫃公司一定條件下，經由公開市場買回公司已發行在外股份，同年 7 月 19 日經總統明令公布在案，並由金管會依證交法第二十八條之一第三項的授權，擬定買回辦法，作為庫藏股合法實施的主要依據，於同年 8 月份正式實施庫藏股制度。

2.1 獨特處

與美國、英國、德國和日本比較，臺灣庫藏股制度有許多獨特之處，分述如下：

2.1.1 決策程序

英國、德國和日本庫藏股制度實施需要經過股東會同意通過，而美國和臺灣只需要經過董事會同意通過即可實施。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。」

2.1.2 宣告目的和宣告買回義務

美國允許公司得自由取得發行在外股份，法律未明文限制買回原因。英國限制公司只能基於五種目的買回庫藏股：依附屬章程之授權由股東會決議取得、無償取得、實行減資而取得、因法院之命令而取得和因怠於繳納股款被沒收或放棄而取得。德國限制公司只能基於六種目的買回庫藏股：避免公司重大而立即的損害所必要、轉讓員工、反對股東請求收回時、無償取得、概括承受與實行減資而取得。日本限制公司只能基於六種目的買回庫藏股：銷除股份而取得、因合併或受讓他公司之全部營業而取得、實行公司權利之目的而有必要取得、反對股東請求收回時、轉讓股份予員工與無償取得。

美國法律未明文規範宣告買回的義務，英國公司每月須揭露買回日期、數量、價格區間等相關資訊，德國規定買回行為影響股價時才需宣告，而日本法律 (Article 212-2 of Commercial Law) 明文規範公司負宣告預定買回比率和金額等資訊的義務。

我國公司宣告買回股票時必須說明買回目的且負宣告的義務。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，有右列情事之一者，即公司為轉讓股份予員工(目的 1)，為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(目的 2)和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(目的 3)，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或依第四十三條之一第二項規定買回其股份，不受公司法第一六七條第一項規定之限制。」另外，買回辦法第一條規定：「公司買回股份應於董事會決議之日起二日內公告，向金管會申報。並應將相關訊息內容，輸入公開資訊觀測站資訊系統後，得免登載於報紙。」除了說明買回目的外，買回辦法第二條規定公司還需宣告買回之區間價格、買回數量、買回總金額上限等資訊。

2.1.3 買回方式

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。除了公開市場買回股票的方式，公司可以用公開收購(Tender Offer)方式以特定價格(Fixed Price Tender Offer)或價格上下限範圍(Dutch Auction Tender Offer)向特定股東要約買回或以私下議價(Privately Negotiated Repurchases)的方式向個別股東要約買回，其中以公開市場股票買回方式最普遍。美國股份買回的方式可透過公開市場買回、公開收購或私下議價；德國法律只允許公司從公開市場買回發行在外股份；英國、日本和臺灣的買回方式可透過公開市場買回宣告或公開收購。

2.1.4 買回數量

美國只限制當日買回最大數量，而英國、德國和日本只限制買回總數，只有我國對於當日買回最大數量和買回總數皆有限制。美國限制當日買回最大數量不得逾買回當週之前四週該股每日平均成交量之 25%；英國規定買回總數不能超過已發行總股份 15%；德國規定為第一至第三種目的取得股份與現有股份面額合計不得超過資本額 10%；日本規定為第五種目的取得股份不得超過已發行股份 3%。而我國買回辦法第七條規定：「當日買回股份之數量，不得超過計畫買回總數量之三分之一，公司每日買回股份之數量不超過二十萬股者，得不受前項有關買回數量之限制。」證交法第二十八條之二第二項規定：「已持有尚未處分之庫藏股加計本次擬買回數量，不得超過該公司已發行股份總數 10%。」

2.1.5 執行期間限制

美國法律未明文規範宣告買回股票後的執行買回期間，英國和德國的執行期間為股東會決議後 18 個月，日本執行期間為股東會決議後 1 年，而臺灣執行期間為兩個月，如買回辦法第五條所述：「公司買回股份，應依第二條申報日起二個月內執行完畢。」

2.1.6 轉讓時限

美國法律未明文規範轉讓時限;英國規定經股東會決議通過未透過市場取得的股份,取得後直接銷除,屬上述第二至第五種目的取得的股份,如於三年內無法轉售,則須強制銷除;德國規定屬上述第二種目的取得的股份,於取得後一年內轉讓,公司持有自己股份超過資本額十分之一時,超過部份須於三年內處分之;日本規定屬上述第五種目的取得的股份,不得超過已發行股份總數3%,且於取得後一年內轉讓,依其餘目的取得股份於取得後立刻銷除。

證交法第二十八條之二第四項規定:「公司依第一項規定買回之股份,除第三款部分應於買回之日起六個月內辦理變更登記外,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。」即為第一或第二種目的取得股份於取得後三年內轉讓,為第三種目的取得股份於取得後六個月內銷除。

2.1.7 大量買回公告

各國法律皆未明文規範實際買回數量和金額重大時公司須負公告的義務,而買回辦法第三條規定「公司初次買回股份數量達已發行股份總數百分之二或金額達新台幣三億元以上其中一項條件時,即應於兩日內公告並申報;後續當已買回而尚未公告之股數累積再達已發行股份總數百分之二或金額達新台幣三億元時,均應依規定公告。」

2.1.8 執行完畢或期限屆滿公告

我國法律明文規範公司執行完畢或執行買回期限屆滿須負公告的義務。買回辦法第五條規定:「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金管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。」證交法第二十八條之二第七項之規定:「公司應將董事會買回股份之決議及實際執行情形,於最近一次之股東會報告;公司因故未買回股份者,同樣應向股東會報告。」

2.1.9 其他

我國公司與世界各國公司於買回目的、宣告買回時之市場反應、宣告家數、件數或宣告次數、執行率各方面，亦存在差異：

我國公司主要買回目的為轉讓股份予員工(劉啟群與陳妮雲，2006);美國、德國與日本公司主要目的多出於股價受到低估(Stephens 與 Weisbach, 1998; Zhang, 2002; Seifert 與 Stehle, 2003);英國公司主要買回目的可歸因於稅(Rau 與 Vermaelen, 2002)或自由現金流量(Oswald 與 Young, 2004)的因素。

我國公司事件期 3 天存在較低的累積平均異常報酬 1.71%(池祥萱，2002)，只略高於英國 1.08% (Rau 與 Vermaelen, 2002)，顯著低於美國 2.69%(Stephens 與 Weisbach, 1998)、德國 5.87%(Seifert 與 Stehle, 2003)或日本 4.58% (Zhang, 2002)。

我國公司宣告家數和件數較多。2000 至 2005 年上市公司公開市場買回宣告家數總計有 378 家，共有 1,275 件宣告(劉啟群與陳妮雲，2006)，平均每年宣告件數為 213 件，平均每年宣告家數為 63 家。日本 1995 至 1999 年公開市場買回宣告家數只有 46 家(Zhang, 2002)，平均每年宣告家數只有 9 家。美國 1986 至 1996 年公開市場買回宣告共有 3,598 件宣告(Jagannathan 與 Stephens, 2003)，平均每年宣告件數為 327 件。英國 1985 至 1998 宣告件數為 198 件(Rau 與 Vermaelen, 2002)，平均每年宣告件數為 14 件。德國 1998 年至 2001 年宣告件數為 188 件(Seifert 與 Stehle, 2003)，平均每年宣告件數為 47 件。

我國公司宣告次數之多位居各國之首。劉啟群與陳妮雲(2006)發現，2000 年至 2005 年上市公司 1,275 件宣告中，宣告一次的有 105 件，佔全部樣本 8.24%，宣告二次的有 168 件，佔全部樣本 13.17%，而宣告三次及以上的有 1,002 件，高達全部樣本 78.59%; Jagannathan 與 Stephens(2003)發現美國 1986 至 1996 年共有 3,598 件宣告，最近五年內宣告一次的有 1,907 件，佔全部樣本 53%，宣告二次的有 955 件，佔全部樣本 26.54%，而宣告三次及以上的有 736 件，僅佔全部樣本 20.46%。劉啟群與陳妮雲(2006)發現 2000 至 2005 年上市公司 378 家宣告中，

宣告一次的有 105 家，佔全部樣本 27.28%，宣告二次的有 84 家，佔全部樣本 22.22%，宣告三次及以上的有 189 家，高達全部樣本 50%，其中單家宣告次數可高達 20 次之多；Oswald 與 Young (2004)發現英國 1995 年至 2000 年共有 251 家宣告，宣告一次的有 126 家，佔全部樣本 50.20%，宣告二次的有 85 家，佔全部樣本 33.86%，而宣告三次及以上的只有 40 家，僅佔全部樣本 15.94%。

但我國公司宣告後實際買回之執行率是最低的，平均約為 69.7%(劉啟群與陳妮雲，2006)，低於美國、英國和日本的平均執行率，分別為 73.8%(Stephens 與 Weisbach, 1998)、74.4%(Rau 與 Vermaelen, 2002)和 83.5%(Zhang, 2002)。

我國與其他各國對於庫藏股制度之規定，亦有相同之處：公司多限以可分配盈餘及資本公積範圍內取得自己股份、買回價格均受到最高買價的限制。美國公司買回價格不得逾第三人於該時間之最高買進價格；英國公司買回價格不得逾買回前五日平均市價的 5%；日本公司買回價格不得逾前一日市價；德國和我國公司宣告買回時均須說明買回之價格區間。有關各國庫藏股制度比較請詳表 2-1。

[表 2-1 在此處]

由上述比較得知，美國對於股份買回決策程序和執行買回的規定最寬鬆；英國、德國和日本對於股份買回決策程序的規定較嚴格，但執行買回的規定較寬鬆；我國對於股份買回決策程序的規定較寬鬆，但執行買回的規定最嚴格。英國、德國和日本庫藏股政策皆需要經過股東會同意通過才可實施，而我國只需要經過董事會同意通過即可實施。我國公司兩個月執行期限是所有國家中最短的。我國企業亦須依規定公告下列事項、執行期間之重大買回和執行完畢或期限屆滿、逾執行期間(但未執行完畢之再買回)，上述公告是我國企業特有的規範而其他國家卻尚未具備者。此外，我國公司異常高的宣告次數，為另一獨特之處。

美國對於操弄股價相關行為和懲處之規定較完整。美國證券交易委員會於 1934 年證券交易法 9(a)或反舞弊條款規則 10b-5(Antifraud Provision Rule 10b-5)

中明訂操弄股價的行為和懲處。例如 10b-5 中提到「不合法行為指任何人直接或間接透過工會、郵件、證券交易所之便企圖 a.使用各種手段或工具達成舞弊目的，b.對重要事件做不實陳述或遺漏誤導陳述事實的重要事件，c.經營企業過程中從事與證券買賣有關舞弊或欺騙的行為。」並列舉股價操弄的行為內容包括拉抬或打壓股價、操弄股票市場、不實資訊、由銷售股票獲利或避免損失等。

反觀我國法律對於操弄股價的規範較不完備。雖然證交法第二十八條之二第六項規定「購回股票時，依公司法第三六九條之一規定，公司之關係企業或董事、監察人、經理人本人及其配偶，未成年子女或利用他人名義所持有之股份，於公司買回的期間內不得賣出。」卻未訂定違反前項關係人交易限制之處罰條文。

與美國相比，由於我國現行法律規範未能有效杜絕有心人士經由不當交易行為，達成影響股市行情之目的，主導庫藏股政策之董事會健全性和對於控制股東抗衡力量的發揮將更形重要。

2.2 買回辦法修正

買回辦法於 2000 年 8 月 7 日發佈後，參考各國實施庫藏股的經驗和公司實際執行狀況，歷經三次修正，分別為 2000 年 10 月 13 日、2001 年 6 月 26 日和 2002 年 7 月 30 日。

2000 年 10 月 13 日修正重點為第五條和第七條。第五條延長公司買回股份之執行期間由現行一個月增加為兩個月。第七條放寬公司每日買回股份之數量，由現行不得超過計畫買回總數量四分之一，修改為三分之一，並取消公司買回股份不得於收盤前三十分鐘內報價之規定。

2001 年 6 月 26 日修正重點為第二條第二項、第二條之一和第七條。第二條第二項增列公司買回本公司股份之目的得經董事會決議，於買回股份期間屆滿兩個月內向本會申請變更買回目的。第二條之一增列公司應依前條所申報之買回數量與價格確實執行買回本公司股份。第七條修正部分條文，為便利公司執行庫藏

股之買回，原得委託買回庫藏股之證券商由現行的一家增加為二家，並取消當日委託買回庫藏股價格不得高於當日漲幅限制一半之規定。

2002年7月30日修正重點主要為第三、四、六、八條。第三條僅略作文字修正。第四條放寬有關上市、上櫃公司以公開收購方式買回其股份之行政管理，由核准制改採申報制。第六條增列部分內容有關「公司買回股份已依規定將訊息輸入公開資訊觀測站系統者，得免刊載於報紙。」第八條明確規範資本公積之處分資產溢價，得計入買回金額上限內。

政府修正買回辦法的用意在於便利庫藏股的實施，減少公司對外宣告較高的買回數量但因為受到法律諸多限制，執行買回過程當中窒礙難行，造成偏低之執行率，混淆市場視聽，誤導投資人。

第三章 文獻探討

我國企業買回發行在外股份方式可透過公開市場買回宣告或公開收購，其中公開市場買回方式較受到企業的歡迎，並廣為企業所採用，故本研究之公司治理主要影響對象，針對企業於公開市場買回的決策。以下就企業公開市場買回行為有關的文獻包括宣告動機和市場反應、宣告次數、實際買回、效益和潛在成本，公司治理有關的文獻以及公司治理對公開市場買回影響之文獻分別探討：

3.1 公開市場買回

3.1.1 宣告動機和市場反應

Dittmar(2000)發現公司宣告買回股票同時存在股價受到低估、分配多餘現金、調整財務結構或抵銷股票選擇權執行時所產生的稀釋效果等動機，故認為公司可能為了單一或多種動機宣告買回發行在外股份。許多國家研究結果一致性支持訊號假說為公司宣告買回發行在外股份最主要的動機，但是發現訊號效果的同時，很多研究也同時發現自由現金流量效果的存在。其他動機包括最適槓桿比率假說、轉讓股份予員工和執行員工認股權、現金股利調整和稅負考量假說、管理者動機假說、盈餘管理動機假說以及財富移轉假說等，分述如下：

3.1.1.1 訊號假說

訊號假說包括盈餘訊號假說和權益被低估假說，盈餘訊號假說指公司買回自己股份傳遞未來銷貨成長和盈餘增加的訊息(Bartov, 1991; Ho et. al., 1997; Gelb 2000; Chen 與 Wen, 2004)，權益被低估假說指公司藉由宣告買回庫藏股，傳達公司股價受到低估的訊息，權益被低估假說較盈餘訊號假說引發各國學者更熱烈的探討。宣告前累積平均異常報酬、公司規模和淨值市價比，為觀察公司股價是否受到低估的三個指標。股價受到低估的公司，宣告前累積異常報酬率呈現負值。資訊較不透明之小公司或價值型公司，股價亦較容易受到低估。由於市場肯定公司資訊傳遞的行為，公司宣告買回股份時，市場產生正向股價反應。

早自 1981 年開始，有些研究發現美國公司宣告買回股份的動機為傳遞訊

息。Vermaelen (1981)研究 1970 至 1978 年 4 月紐約證券交易所上市的 198 家公司，共 243 件宣告的市場反應，發現公司宣告買回庫藏股前 60 天存在-7.08%累積平均異常報酬，但事件期 3 天和 5 天分別產生 3.67%和 3.74%累積平均異常報酬，小公司之事件期累積平均異常報酬較大公司來得高。Wansley et. al.(1989)發現宣告和未宣告買回庫藏股公司皆一致認為股價受到低估，為公司宣告買回股票的主要動機。Netter 與 Mitchell (1989)以 1987 年 10 月 19 日股市風暴發生兩個星期內買回庫藏股之公司，合計共 600 件宣告為研究對象，發現上市公司宣告日前一天累積平均異常報酬為-0.74%，而事件期 3 天累積平均異常報酬為 2.71%;上櫃公司宣告日前一天累積平均異常報酬為-0.75%，而事件期 3 天累積平均異常報酬為 5.46%。Comment 與 Jarrell (1991)比較荷蘭式拍賣、公開收購和公開市場買回三種方式的宣告效果，發現不論使用何種方式，宣告前累積平均異常報酬皆為負數，事件期 3 天累積平均異常報酬皆為正數。

後續許多學者針對美國公司宣告行為的實證結果，亦支持訊號假說。Ikenberry et. al. (1995)發現宣告日前 20 天至前 3 天存在-3.07%累積平均異常報酬，亦發現事件期 5 天存在 3.54%累積平均異常報酬。Ikenberry 與 Vermaelen (1996)認為股票買回宣告創造一交換選擇權，當公司股價偏離真實價值幅度愈高，選擇權的價值愈高，若公司股價足以反應其公平的市價，則此選擇權是毫無價值的。Cudd et. al. (1996)問卷調查 77 家宣告買回股票的動機，發現反併購和傳遞訊息給市場這兩項因素對市場反應最具解釋力，資訊不對稱問題較嚴重的公司，事件期 3 天和 5 天分別存在 2.5%和 2.46%之累積平均異常報酬。Ho et. al. (1997) 發現 1978 至 1992 年間 335 件公開市場買回宣告，事件期 5 天存在 3%累積平均異常報酬，宣告日前 40 天累積平均異常報酬與事件期 5 天累積平均異常報酬呈顯著負向關係。Stephens 與 Weisbach (1998)發現宣告日前 40 天至前 6 天存在-8.75%累積平均異常報酬與事件期 3 天存在 2.69%累積平均異常報酬。McNally (1999)認為內部人持有股數較高的公司，公司透過內部人傳遞未來盈餘成長的訊息，並發現事件期 3 天累積平均異常報酬為 1.12%。Ikenberry et. al. (2000)

發現宣告日前一年累積平均異常報酬愈低的公司，股價受到低估的情形愈嚴重。Li 與 McNally(2003)發現宣告日前 60 天報酬與宣告日前 1 天和後 3 天的累積平均異常報酬呈顯著負相關。

Ikenberry et. al. (2000) 分析 1980 至 1990 年間加拿大上市公司 1,060 公開市場買回宣告，發現加拿大公司的宣告買回動機亦與訊號假說相符。宣告公司前一期的股價超額報酬、公司規模與執行率呈顯著負相關，淨值市價比與執行率呈顯著正相關。

歐洲國家如德國、法國學者的實證發現支持訊號假說。Seifert 與 Stehle (2003) 研究 1998 年 5 月至 2003 年 1 月間，德國 188 件公開市場買回股票宣告的市場反應，發現事件期 3 天累積平均異常報酬為 5.87%，遠大於美國學者所發現平均 3% 之累積平均異常報酬。另外，因股價被低估原因而買回的比例佔 20%，僅次於 28% 的反併購原因，並發現宣告日前 25 天存在 -6.43% 累積平均異常報酬。

Hackethal 與 Zdantchouk(2005)研究德國 1998 年 5 月至 2003 年 4 月共 224 件買回股票宣告，發現公司規模、市價淨值比、宣告日前 30 天累積平均異常報酬與事件期 3 天累積平均異常報酬呈顯著負向關係，亦發現事件期 3 天累積平均異常報酬為 6%，約為美國學者所發現的 2 倍。Dereeper 與 Romon(2003)研究 1998 年 7 月至 2001 年 12 月法國 589 家公司，共 1,043 件股票買回宣告的動機，發現為平穩股價佔 98%，為實行股票選擇權所需佔 73%。Ginglinger 與 L'her(2006)研究法國 1998 年 7 月至 1999 年 7 月 363 件股票買回宣告的市場反應，發現事件期 3 天累積平均異常報酬為 0.67%，宣告日前 6 個月累積平均異常報酬與宣告日當天至後 1 天累積平均報酬呈顯著負相關。

Lamba 與 Ramsay (2000)研究澳洲 1989 至 1998 年 136 件買回股票宣告，發現訊號假說的效應。研究結果指出澳洲公司透過公開市場買回宣告件數最多，共計有 103 件，而宣告日前 1 天和當天產生 1.71% 累積平均異常報酬，達 5% 統計顯著水準，而以其他方式買回，雖然市場反應為正卻不顯著。事件期累積平均異常報酬存在產業別差異，天然資源業有最大異常報酬。

亞洲國家如日本、韓國和我國學者發現訊號假說的效應。Zhang (2002)研究日本市場 1995 年 10 月至 1999 年 5 月宣告買回股票公司的市場反應，發現宣告日前 24 天至 2 天之累積平均異常報酬為-3.07%，而宣告日前 1 天和後 2 天產生 4.58% 累積平均異常報酬。Jung et. al. (2003)研究韓國公開市場股票買回情形，韓國政府從 1994 年 5 月開始允許公司直接從公開市場買回股票，以 1994 年 5 月至 1998 年 12 月間 630 件公開市場買回宣告為研究對象，發現事件期 3 天和 5 天分別存在 0.89% 和 0.41% 累積平均異常報酬。池祥萱(2002)以 2000 年 8 月至 2002 年底上市公司，共 607 件買回宣告為樣本，發現事件期 3 天之累積平均異常報酬為 1.71%。

3.1.1.2 自由現金流量假說

自由現金流量假說指當公司的現金流量超過有利投資機會所需要的資金成本時，多餘的現金即為自由現金。Jensen(1986)認為自由現金流量嚴重的公司，若將多餘現金還給股東，可適時防止管理者隨意濫用現金於不當的投資，降低代理成本。

過去文獻對於美國公司宣告動機的實證結果，支持自由現金流量假說。Ho et. al.(1997)研究 1984 至 1992 年間 232 件買回宣告的市場反應，發現營運現金愈多的公司，事件期 5 天累積平均異常報酬愈高。Stephen 與 Weisbach(1998)將現金分為預期和非預期的部分，並發現二者對執行率和實際買回數量比率有顯著正向解釋力。Barth 與 Kasznik(1999)研究 1990 至 1994 年間 1,934 件買回宣告，發現自由現金流量愈多的公司，愈可能宣告。Dittmar(2000)以 1977 至 1996 年為研究期間，針對一般產業分析宣告買回和未宣告買回公司特性，發現宣告公司宣告前一年異常報酬於有些年度顯著高於非宣告公司，表示訊號假說效果並不明顯，但宣告公司較非宣告公司有顯著超額資本，現金和現金流量對於實際買回金額具顯著的正向解釋力。Fenn 與 Liang(2001)研究 1993 至 1997 年 1,108 家公司實際買回情形，發現營業活動現金流量與實際買回金額有顯著正向關係。Lie(2005)認為

公司考慮把現金還給股東時，同時也考慮到對公司資本結構的影響，當營業利益波動大和有多餘現金時，則以自由現金流量去買回股票。

另外有些學者研究加拿大或英國公司宣告動機，實證結果亦支持自由現金流量假說。Li 與 McNally(2003)研究 1989 至 1992 年間加拿大 109 件買回股份宣告，發現宣告公司之現金流量較未宣告公司來得多，亦發現事件期 3 天存在 0.92% 累積平均異常報酬。Oswald 與 Young(2004)以 1995 至 2000 年英國宣告買回股份的公司為研究對象，發現來自營業活動、投資活動的現金流量和庫存現金對於宣告買回股票的可能性或實際買回金額都具有顯著解釋力。

3.1.1.3 最適槓桿比率假說

很多研究結果支持公司藉由庫藏股政策調整財務結構至最適值。Dittmar(2000)研究 1977 至 1996 年間宣告買回和未宣告買回公司特性，宣告公司較非宣告公司有顯著較低負債比率，負債比率與實際買回金額呈顯著負向關係。Oswald 與 Young(2004)研究 1995 至 2000 年英國於公開市場宣告買回股票的公司，負債比率對於宣告可能性和續後實際買回金額佔總資產比例有顯著解釋力。Lie (2005)認為負債比率高的公司，面臨未來現金短缺的機率比較大，故負債比率愈高的公司，買回股數較少。其他許多學者亦有一致性的發現(Wansley et. al., 1989; Barth 與 Kasznik, 1999; Fenn 與 Liang, 2001; Hovakimian et. al., 2001; Kahle, 2002; Bens et. al., 2003; Hribar et. al. 2006)。

3.1.1.4 轉讓股份予員工和執行員工認股權

公司以轉讓股份予員工和發行員工認股權方式，提升員工向心力。就臺灣而言，證交法規定公司只能基於三種目的宣告買回股份，轉讓股份予員工和執行員工認股權分屬第一種目的和第二種目的，過去學者研究發現基於第一種目的而買回庫藏股者(目的 1)的件數最多，基於第二種目的而買回庫藏股者的件數最少(池祥萱，2002; 蔡柳卿與郭法雲，2004; 劉啓群與陳妮雲，2006)。

3.1.1.5 現金股利調整和稅負考量假說

現金股利調整和稅負考量假說指公司可以同時使用買回股份搭配現金股利的理財方式。有些學者認為股票宣告買回與現金股利有替代效果(Grullon 與 Michaely, 2002; Rau 與 Vermaelen, 2002)，但 Dittmar(2000)研究 1977 至 1996 年間買回股票和未買回股票公司支付現金股利的情形，發現買回公司每一年度發放之現金股利皆顯著高於未買回公司，故認為股票買回和現金股利是同時增加，只是增加幅度有所不同，較可能為互補效果，其他學者亦與 Dittmar(2000)有一致性的發現(Barth 與 Kasznik, 1999; Jagannathan et. al., 2000; Dereeper 與 Romon, 2003)。

另外股東所收到的現金股利是個人所得稅，但出售股份給公司所收到的現金視為資本利得，課稅程度有所不同，高個人所得稅的股東偏好出售股份予公司，因可節省所得稅。Rau 與 Vermaelen(2002)研究 1985 至 1998 年 126 件公開市場買回宣告，發現事件期 5 天累積平均異常報酬為 1.08%較美國所發現平均約為 3%顯著較小，意謂公司宣告買回的意願主要受到稅負，而非股價低估的影響。

3.1.1.6 管理者動機假說

管理者動機假說指管理者的意願影響公司是否採行庫藏股政策。Song(2002)認為管理當局並不偏好分配現金，主要歸因於管理當局為風險規避者，他們將人力資產投資於公司而無法分散風險，所以偏好享受多餘的現金流量。另外，分配現金給股東形同變向的減資，非管理者所樂見。

3.1.1.7 盈餘管理動機假說

盈餘管理動機假說指公司可能出自符合財務預期、傳遞不實資訊和股價操弄等盈餘管理的動機宣告買回股票。例如，公司可能利用庫藏股實施的效果符合其財務預測，一般認為公司買回庫藏股的行為使流通在外股數減少，每股盈餘上升，達成財務預測的目標。許多學者發現盈餘管理動機的存在(Kracher 與 Johnson, 1997; Netter 與 Mitchell, 1989; Sanders 與 Carpenter, 2003; Chen 與 Wen, 2004, Hribar et. al., 2006; 池祥萱, 2002; 劉啟群與陳妮雲, 2006)。

3.1.1.8 財富移轉假說

財富移轉假說可分為三部分:即財富由小股東身上移轉至大股東身上、財富由債權人身上移轉至股東身上以及同產業間不同公司財富移轉。蔡柳卿與許神扶(2004)認為宣告買回股份代表公司對未來獲利改善的預期，公司宣告買回股份時，對同產業其他公司的股價造成影響。公司所處的競爭環境與競爭對手所處環境的相似程度，對競爭對手的股價亦造成影響，形成財富移轉效果。

3.1.1.9 其他

其他宣告買回動機包括反併購、降低市場風險、供需理論、產業特性和維持股票流動性。反併購指面臨併購威脅的公司，傾向買回自己公司的股票以降低被併購的可能性(Cudd et. al, 1996; Dittmar, 2000; Seifert 與 Stehle, 2003)。

Bartov(1991)發現公司宣告買回股份可以降低市場風險溢酬。另外，供需理論指公司宣告庫藏股，從經濟的觀點看，市場的需求不受影響的狀況，預期未來股票的供給減少，存在股價上升的資訊內涵。產業特性指公司宣告意願存在產業別差異，例如金融業受到資本適足率的限制，而高科技產業喜好發放股票紅利。維持股票流動性指當公司買回自己股份，買方增加，若同時有賣方增加，股票流動性會提高。

3.1.2 宣告次數

公司特性不同，影響宣告次數多寡。Jagannathan 與 Stephens (2003)發現規模較大和營業利益較平穩的公司，宣告次數較多。資訊不對稱問題較嚴重的小公司、營業利益波動幅度較大的公司和機構投資人持股比率較低的公司，宣告次數較少。

宣告次數不同的公司，於執行率、公司績效和宣告時之市場反應上亦存在差異。Ikenberry et. al. (2000)發現於本次宣告前 15 個月內曾宣告買回股票的公司，執行率較低。Jagannathan 與 Stephens (2003)發現宣告次數少比宣告次數多的公司，有較高的異常報酬。Oswald 與 Young(2004) 發現宣告多次的公司，當股利支付率愈低和每股盈餘成長率愈高時，買回金額卻愈少。宣告多次的公司，每一

次宣告時釋放出較少之資訊，拉抬股價的可能隨著宣告次數的增加而增加，再次宣告時產生之正向股價反應遠不及首次宣告⁴(池祥萱，2002;陳嘉惠等，2003;蔡柳卿與郭法雲，2004)。

3.1.3 實際買回

劉啟群與陳妮雲(2006)認為企業宣告買回庫藏股與企業確實遵守宣告的承諾執行買回，具同等重要的意義。企業宣告買回庫藏股後，實際買回庫藏股數量與宣告買回庫藏股數量之比率稱為「執行率」，可幫助投資人評估公司宣告買回庫藏股後，是否確實履行宣告買回的承諾。

西方各國如美國、加拿大和英國的平均執行率表現如下: Stephens 與 Weisbach (1998)以 1981 至 1990 年間美國 450 件宣告買回庫藏股的公司為對象，分析宣告後 3 年的平均執行率為 73.80%。Ikenberry et. al. (2000)分析 1980 至 1990 年間 1,060 件加拿大上市公司之買回宣告，發現僅 14.5%的宣告執行率介於 75% 至 100%，平均執行率為 28.6%。Rau 與 Vermaelen(2002)分析 1985 至 1990 年間英國 198 件公開市場股票買回宣告，發覺平均執行率約為 74.4%。

亞洲各國如日本、韓國和我國的平均執行率表現如下: Zhang (2002)研究 1995 年 10 月至 1998 年 5 月間日本 67 家宣告買回庫藏股公司，宣告之後執行的情形，發現執行率低於 25%的公司僅佔全部樣本 3%，執行率超過 90%的公司高達全部樣本 73%，平均執行率為 83.5%。Jung et. al. (2003)研究 1994 年 5 月至 1998 年 12 月間 384 家公司宣告買回庫藏股後實際執行的狀況，研究結果顯示執行率為 0 的公司佔全部樣本 1.56%，有高達 64.06%的公司，執行率為 100%，平均執行率為 89%。劉啟群與陳妮雲(2006) 研究 1999 年 8 月至 2005 年 12 月間 1253 件公開市場買回庫藏股宣告執行率的影響因素，發現平均執行率為 69.7%。

⁴ Tsetsekos et. al. (1996)有不同之發現，雖然首次宣告公司正向股價反應高於非首次宣告公司，但差異未達統計檢定之 1%顯著水準。進一步將首次宣告分為無後續宣告和有後續宣告兩種組合，兩種組合亦皆產生顯著正向股價反應，雖然前者略高於後者，但差異亦未達統計檢定之 1%顯著水準。

比較西方各國如美國、加拿大、英國和亞洲各國如日本、韓國和我國的平均執行率的表現，除了加拿大平均執行率較低外，其他各國平均執行率大致可以維持至少 70%。可見雖然世界各國庫藏股制度規範有所不同，相同的是，各國皆可以發現有些公司執行率很低，但執行率高的公司亦不在少數，表示大多數公司還是希望維持一定比例的執行率，以維護公司的形象和信譽。

3.1.4 效益

3.1.4.1 降低資訊不對稱

管理者藉由公開市場買回宣告，降低資訊不對稱，有些研究支持管理者所傳遞的訊號是值得信賴的。Bartov (1991)發現公司藉由公開市場買回股票宣告，傳遞盈餘成長和風險降低的訊息給投資人。Ho et. al. (1997)以 1984 至 1992 年間 232 件宣告為樣本，發現若宣告公司前 2 年平均營業利益、稅後淨利和銷貨成長力較高，市場正向股價反應亦較大，表示公司會藉著股票買回宣告的方式，傳遞有利的會計資訊給投資人。

3.1.4.2 降低代理成本

自由現金流量所傳遞的訊號與訊號假說著實不同，訊號假說重視的是未來公司行情看漲的訊息，而自由現金流量所傳遞的訊號是管理者願意降低代理成本的信念，攸關公司當下經營的有效性。有些學者發現因自由現金流量而宣告買回股票的公司，續後有較好的表現。Oswald 與 Young (2004)研究 1995 至 2000 年間宣告買回股票與未宣告買回股票公司續後績效表現，發現宣告公司較未宣告公司有較多之來自營業活動或投資活動的現金流量，宣告公司宣告後 1 年和 2 年來自營業活動之現金流量和營業利益顯著高於未宣告公司，宣告公司於宣告買回股票後 1 年被併購和下市的可能性顯著低於未宣告公司。

3.1.4.3 達到最適財務結構

最適槓桿比率假說支持負債比率較低的公司可運用股票再買回方式調整財務結構至最適值。

3.1.4.4 資金運用彈性化

法律規範範疇內，公司可自行決定公開市場股票買回宣告的時點、宣告量、執行買回時點、買回量以及宣告次數，而現金股利的發放時點和發放量較不易調整。Jagannathan et. al.(2000)發覺現金股利增加的公司，現金股利增加值佔市值比例為 0.77%;買回宣告增加的公司，買回金額增加值佔市值比例為 7.97%。Grullon 與 Michaely(2002)發現上市公司原只採用現金股利，紛紛改採股利與股票買回方式並行的現金支付政策;新上市公司決定現金支付政策時，傾向選擇股票買回方式。Dereeper 與 Romon(2003)亦發現新上市公司偏好採用低股利政策。

另外，Gelb(2000)指出對於低度佔有率和低度進入障礙的公司而言，欲傳遞公司有利資訊給投資者時，公司較可能採用股利發放或股票買回方式，因為公司較容易經由會計揭露，洩露獨有的資訊給潛在競爭者。

3.1.4.5 平穩現金股利

現金股利增加宣告和股票買回宣告同樣產生正向股價反應。Song (2002)比較宣告股票買回和增加現金股利的資訊傳遞效果，股票買回宣告之事件期 3 天累積平均異常報酬約為 2%至 3%;增加現金股利宣告之累積平均異常報酬約為 1%至 3%，即兩者資訊傳遞效果並沒有顯著差異。

現金股利增加宣告隱含懲罰成本，即一旦減少未來擬發放之現金股利，市場負向股價反應很大，而股票買回並不需要承受這樣的壓力。Jagannathan et. al.(2000)研究 1985 至 1996 年 54,003 家公司現金支付的特性，發現增加現金股利的家數為 3,665 家，減少現金股利的家數只有 1,280 家，增加現金股利公司次一年的股票報酬為 24.2%;減少現金股利公司次一年的股票報酬為-5.6%。另外，當企業營業現金較少、波動幅度較大和非營業現金較多時，傾向採用股票買回的方式，而當企業營業現金較多而平穩時，則採用現金股利的方式。Dereeper 與 Romon(2003)比較 384 家公司於股票買回核准前(1990 至 1997 年)和核准後(1998 至 2001 年)現金股利政策的變動，發現現金股利政策維持不變的公司佔大多數(41%)，意涵企業以股票買回方式減少現金股利的波動，維持平穩的股利政策。

3.1.4.6 評等公司信譽

公司實際買回的狀況可用以衡量公司是否信守宣告的承諾，執行率愈低的公司，投資人認為公司較可能從事盈餘管理、較不信賴公司宣告買回的訊號，並對公司信譽有較負面的評價。Chen 與 Wen (2004)發現盈餘管理程度愈高的公司，愈容易買回不完全。李現瑞(2002)發現過去平均執行率較高的公司，下次宣告時市場的正向股價反應愈大。Grullon 與 Michaely(2002)發現 1974 至 1996 年間企業宣告減少股利時，未買回股票的公司，事件期 3 天累積平均異常報酬為-1.93%；買回股票的公司，累積平均異常報酬為-0.45%，負向股價反應顯著較小。Hribar et. al.(2006)以 1988 至 2001 年為研究期間，發現若公司季盈餘宣告前出於符合分析師預期動機買回股票，季盈餘宣告時市場產生顯著負向股價反應，而季盈餘宣告前買回股票愈多的公司，市場正向股價反應愈大。

有些學者實證結果支持美國公司執行率較高的公司，宣告買回後的績效較好。Jagannathan 與 Stephens (2003) 研究 1986 至 1996 年間公開市場宣告買回股票公司的特質，發現執行率較高的公司，宣告前五年平均盈餘波動的幅度較低。Chan et. al.(2003)比較有買回組和未買回組宣告後 4 年的市場績效，發現有買回組由 5.07%提升至 21.86%而未買回組由 9.24%提升至 14.23%，雖然未買回組宣告後 1 年績效高於買回組，但宣告後 4 年績效顯著低於買回組許多。Chen 與 Wen 發現完全買回組宣告日前 1 年至宣告日後 2 年，每一年的資產報酬率皆較未完全買回組高。

Ikenberry et. al. (2000)研究 1989 至 1997 年間加拿大證券市場 1,060 件公開市場買回股票宣告的實際執行狀況，就執行完畢後 1 年和 2 至 3 年的股價表現而言，發現雖然高執行率組執行完畢後 1 年累積平均異常報酬較低，但執行完畢後 2 至 3 年有顯著較高的累積平均異常報酬。另外，宣告後 6 個月內部分買回組，雖然執行完畢後 1 年累積平均異常報酬較低，但執行完畢後 2 至 3 年有顯著較高的累積平均異常報酬。

池祥萱(2002)實證結果支持「高宣告買回區間且高執行率」的公司，買回到期日當天至後 30 天累積平均異常報酬顯著高於「高宣告買回區間且低執行率」的公司，亦發現高執行率公司的市場績效高於低執行率公司。

3.1.5 潛在成本

3.1.5.1 傳遞不實資訊

訊號假說指的是管理者藉由公開市場買回宣告，傳遞公司未來盈餘成長或目前股價受到低估的訊息，但有些文獻發現宣告公司於宣告買回股票後績效並未顯著提升。例如 Rau 與 Vermaelen (2002)發現宣告買回股票的公司，宣告日前、後一年累積平均異常報酬分別為 3.03%和-2.01%;執行完畢日前、後一年累積平均異常報酬分別為 12.14%和-2.02%。Jagannathan 與 Stephens(2003)發現常宣告與不常宣告買回股票的公司，宣告後的營業利益上並無顯著差異。蘇迺惠、林嬋娟(2008)以 2000 至 2003 年間宣告買回股份之台灣上市與上櫃公司為研究對象，發現為第三種目的宣告買回股份的公司，於宣告後 4 年的營業績效並未顯著高於未宣告公司。

3.1.5.2 股價操弄

過去研究結果支持有些公司宣告買回股票後，全數未買回或買回量遠不及宣告量，表示有些公司並未確實遵守宣告的承諾。有些學者發現 1987 年美國股市崩盤後宣告買回股票的公司，很多公司並無任何實際買回(Kracher 與 Johnson, 1997; Netter 與 Mitchell, 1989)。Stephens 與 Weisbach(1998)發現有些公司宣告後全數未買回，10%的宣告件數執行率低於 5%。IKenberry et. al.(2000)發現 22.3%的宣告件數全數未買回，36%的宣告件數執行率小於或等於 5%，執行率介於 0 和 25%的樣本比例高達 60%。Jung et. al. (2003)發現韓國 14%的宣告件數執行率介於 0 和 25%之間。本研究亦發現 5%的宣告件數執行率不超過 5%，18%的宣告件數執行率介於 0 和 25%之間。

現行法律對於公司宣告買回股份後，實際買回行為的規範，僅止於書面制

約，但未明訂相關之罰則。買回辦法第二條之一規定：「公司應依前條所申報之買回數量與價格，確實執行買回本公司股份。」因為隨時可以取消買回計畫而不需要承擔法律責任，所以公司可能利用買回股票宣告達成操弄股價之目的。

3.1.5.3 管理者績效衡量和薪酬誘因

管理者利用股票買回宣告的正向股價效果，提升公司績效，減少被撤換的風險(Song, 2002; Sander 與 Carpenter, 2003)。另一方面，誘因薪酬通常指與股價相關的報酬，包括股票分紅和股票選擇權，由於公司以誘因薪酬激勵管理者，可以增進公司的價值(Hall 與 Liebman, 1998)，愈來愈多公司偏好採用誘因薪酬激勵員工(Bryan et. al., 2000)，發放較多誘因薪酬公司的管理者傾向以股票買回增加本身所持有之股票和選擇權的價值(Kahle, 2002)。

3.1.5.4 外部股東財富侵占

股東極大化本身股票價值的行為，不見得一定能夠極大化公司的價值，故有資訊的控制股東有可能藉由股票買回宣告，將財富由沒有資訊的小股東身上移轉至本身。Song(2002)認為現金股利優於股票買回，因為股票買回創造控制股東侵占外部股東權益的機會，外部股東未受到平等的對待。

3.1.5.5 債權人財富侵占

大多數公司買回股份的資金來源部分取自現有現金，部分取自舉債。Dereeper 與 Romon(2003)研究法國 1998 年 7 月份至 2001 年 12 月份間 589 家公司，共 1,227 件公開市場買回宣告，發現以自有現金流量加上舉債買回的比例最高，平均約為 76.8%。

若公司以舉債方式買回發行在外的股票，可能降低公司的償債能力，將財富由債權人身上移轉至股東身上，使債權人的權益受到損害。Song(2002)亦認為股票買回宣告的隱藏成本為對債權人所進行的財富侵占。Jun et. al.(2006)研究 1991 至 2002 年 328 件公開市場買回股票的宣告，發現若公司宣告買回股票為傳遞未來成長的訊息，對於債權人有利，市場的正向股價反應較大；若公司宣告買回股票為履行員工認股權所需要，對於債權人不利，市場的正向股價反應較小。

由以上分析得知，公開市場股票買回的政策可能損害到外部股東的權益，加上現有法律規定未能完全遏止管理者、控制股東不當宣告意圖時，惟有賴公司治理機制嚴格把關，只支持具正當動機的股票買回行為。為使庫藏股制度能夠發揮出最高的效益，健全公司治理機制，落實董事會功能，實刻不容緩。

3.2 公司治理

股票買回計畫必須經由董事會同意才可實行，法律賦予董事對於公司業務之決策權，公司法就應經董事會決議之情事，所為之列舉規定包括發行新股、買回股份充作庫藏股等，證交法第二十八條之二擴大公司法所規範之庫藏股適用範圍，允許上市與上櫃公司於合法之買回動機下，經由公開市場買回自己股份。此外，公司法亦賦予董事對於公司業務之執行權，如第二〇二條所規定：「公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項，均應由董事會決議之。」第二〇六條規定：「董事會決議，除本法另有規定外，應有過半數董事之出席，出席董事過半數之同意行之。」

為防範董事會之成員濫用職務上權力從事違法或不當行為之弊端，公司監控應運而生，並依監控之方式來自其外或出於其內區分為「外部監控」及「內部監控」兩種。外部監控包括主管機關所為之行政監控、法院所為之司法監控和市場機能所為之市場監控三種；內部監控包括股東監控和監察機關監控兩種。有鑑於大公司股權分散，股東人數眾多實施集體監控有其難處，故內部設有常設之監察機關，此種常設之監察機構，因各國法制上設計之不同，而有所差異。

現行監察機構可分為單軌制和雙軌制兩種，美國為單軌制的代表國家，此架構下，董事會身兼業務執行及業務監督之雙重角色即經營與監督權同時由董事會負責。董事會結構包括內部董事、外部董事、審計委員會(audit committee)、薪酬委員會(compensation committee)和提名委員會(nominating committee)。各委員會成員鼓勵由外部董事擔任，董事會負責經營，各委員會則負責督監。外部董事分為灰色董事(gray outside directors)和獨立董事(independent outside directors)。

Li(2003)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。例如，同時擔任提供公司法律諮商的事務所合夥人或於公司進貨廠商內擔任總經理一職。獨立董事指實質上與公司無任何關聯性者，例如，擔任其他公司現任或離職之董事長、CEO 或主要職員。

雙軌制的代表國家有德國、法國、日本和台灣等，即經營權由董事會負責而監督權由監察人負責，董事會結構僅包括內部董事、外部董事。德國監察機制之設計，監察人與董事會為上下隸屬的關係。不同於德國者，法國監察機制之設計，監察人與董事會處於平等之地位，但功能方面並無差異。日本及我國承續法國雙軌制，監察人在董事會結構外，與董事會並列。董事負責經營，監察人則負責調查、監督董事會和審核財務報告。

為使董事、監察人能獨立執行其工作，發揮其應有之功能，台灣證券交易所「有價證券上市審查準則」第九條第一項第十二款於 2002 年 2 月 22 日修正條文內容中要求 2002 年 2 月以後初次上市公司至少應有五董事、三監察人；且其中至少二獨立董事¹、一獨立監察人。所選任獨立董事、監察人須各至少一人為財務或會計專業人士。由上述規定可知，設置獨立董事及獨立監察人已成為申請股票上市公司所必備之條件，如未設置，證交所即「應」不同意其上市。至於獨立監察人之「獨立」性上，「有價證券上市審查準則」第十七條要求獨立監察人須與

¹ 「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，獨立董事認定標準如下：

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、公司或其機構團體之企業主、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)。

若董監事非為公司或關係企業之員工或其配偶及二等親等以內之直系親屬者，為外部董事，非屬外部董事者，即為內部董事。外部董事扣除獨立董事部分即為外部非獨立董事。

其他監察人或董事間不具有配偶、三親等以內之直系親屬、四親等以內之旁系親屬、同一法人之代表人或關係人等關係;而櫃檯買賣中心要求獨立監察人須為與其他監察人或董事間不具有配偶、二親等以內之親屬、同一法人之代表人、關係人、該發行公司之受雇人或關係企業之董事、監察人或受雇人等關係。

此外，公司法並未禁止監察人與控制股東之間的任何關係，若控制股東掌控公司的經營，而監察人同時由控制股東擔任，則監察人無異形同虛設，故 2001 年底修正公司法中第二一六條之規定，監察人不須再以具有股東身分為必要²，以保障監察人獨立行使其職權。為進一步強化監察人權限，相較於公司法修正前監察人只有財務報表之監督及事後發現董事違法行為禁止之規定，於第二一八條第一項增列監察人得列席董事會，請求經理人報告，以期能事前發現問題所在，而非僅止於事後問題發生的補牆。

資本龐大之公司，員工眾多、業務繁雜，董事受限於人數和專業，多將業務執行權授與公司之管理部門，並負責管理部門之總經理及各級經理任免，如公司法第二十九條規定：「股份有限公司經理人，其委任、解任及報酬應由董事會以董事過半數之出席，及出席董事過半數同意之決議行之。」經理人之任免既操之於董事會，由董事會監督管理部門營運自易產生績效，亦能確保管理部門依照董事會之授權行事。公司內部人指董事和管理當局，因董事主掌業務之決策、監督以及管理當局負責業務之執行，較瞭解公司實際狀況。

若管理者選擇將公司資金運用於收買股份時，不論管理者是否為公司大股東，並不改變其基於自利考量下，提出股票買回計畫，並將該計畫送交董事會決議，管理者未擔任董事時，僅須列席說明，管理者兼任董事時，須列席說明並參與決議，其他董事認為該計畫實施對其自身亦有利的情況下，才有可能附議，亦即股票買回計畫對內部人有利的情況下，才有可能被提出且獲得通過。決議一旦

² 公司法第二一六條第四項準用第一九二條第一項之規定，公司董事、監察人不以具有股東身分為必要，因獨立董事、監察人仍屬公司董事會成員或監察人之一，亦不以具有股東身分為必要。

通過，則須於最近一次的股東會中報告董事會之決議及執行情形，並應就未能執行買回的原因，對股東說明。如證交法第二十八條之二第七項所規定：「第一項董事會之決議及執行情形，應於最近一次之股東會報告；其因故未買回股份者，亦同。」此外，遭到否決之股票買回計畫，則予以駁回，圖 3-1 說明庫藏股的決策流程。

[圖 3-1 在此處]

董事身肩決議公司重要事項和監督管理者業務執行之重責大任，全體股東賦予董事最大權能之時，同時要求董事履行相當之義務，如公司法第二十三條所示：「公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務，如有違反致公司受有損害者，負損害賠償責任。」

為加強董事對於自身「權利義務」之遵守，公司治理機制應運而生。目的如「上市上櫃公司治理實務守則」第二十一條第一項所規定：「上市上櫃公司之董事會應向股東會負責，其公司治理制度之各項作業與安排，應確保董事依照法令、公司章程之規定或股東會決議行使職權。」以保障全體股東基本權利、決策參與權和公平地維護各利害關係人的利益，正確揭露重大資訊，創造出全體股東最大的財富。目標為建置一有效之監督機制，以協助董事以最大善意並以符合公司最大利益之方式，善盡職責。

較好的公司治理機制指的是監督和被監督者角色分離而環環相扣，即董事監督管理者與獨立董事、外部大股東、次大股東和監察人監督董事的層層監控功能皆得以發揮。反之，則為較差的公司治理機制，即公司董事會由控制股東所把持，控制股東極可能利用董事會，通過有利於本身的決策，對小股東進行財富侵占，趁機將其財富移轉至本身。

衡量公司治理之變數雖然很多，基於公司治理之本質屬質性概念而非量性，許多變數間互有關聯且衡量的是同一特質，故以因素分析的方式，保留特徵值大

於 1 的因素，分別命名為獨立性、監督性、齊一性、異動性和集權性之五種特質，以客觀評估公司治理之好壞，以下個別說明五種特質之公司治理變數：

3.2.1 獨立性

獨立性高的董事會，主要特質為董事長未兼任總經理、控制股東席次未過半和外部董事席次比例較高，愈能獨立運作的董事會，公司治理愈好。

若董事長兼任總經理，造成監督者和被監督者角色重疊，董事會實權很容易為管理階層所掌控，無法發揮實質的功能。Kesner et. al (1986)指出以 1980 至 1984 年排名 Fortune 500 大 384 家涉及不法行為並下市的公司為研究對象，發現董事長兼任總經理的公司，較可能從事不法行為。Daily 與 Dalton(1994)以配對方式研究 1972 至 1982 年 10 年間 57 家破產和非破產公司特性，發現董事長兼任總經理的公司，破產可能性愈高。陳振遠等(2005)以 1998 至 2001 年上市電子公司為樣本探討公司治理價值攸關性，發現董事長兼任總經理時，同時擁有經營權和所有權，侵占公司財富愈有利。

控制股東指的是對公司決策具有最大影響力者，通常為公司之大股東、董事長、總經理或其家族成員及經營團隊。若控制股東若人數過半，則董事會無法獨立行使其職權。葉銀華等(2003)研究公司治理機制對關係人交易的影響，發現 50% 的控制股東為家族，因此臺灣上市公司為股權集中與家族控股的典型。

很多實證研究結果給予外部董事監控力量正面的支持: Mehran(1992)發現外部董事的存在，增強公司監控的力量，並使得負債比率增加，而負債比率的增加，可透過槓桿效果增加公司的價值。Daily 與 Dalton(1994)發現內部董事席位比例愈高，則破產可能性愈高。Beasley (1996)以配對方法研究 1980 至 1991 年 75 家涉及舞弊公司的特性，發現未舞弊公司整體外部董事席次比例顯著高於舞弊公司，個別獨立董事和灰色董事席次比例也均顯著高於舞弊公司。Beasley 與 Salterio (2001)認為當審計委員會中的外部董事超過法定應有的最低人數時，董事長兼任總經理的可能性降低。Cheng 與 Courtenay (2004)發現獨立董事席次比例愈高的公司，自願性揭露程度愈高。Oswald 與 Young (2004)發現獨立董事席

次比例愈高的公司，被併購和下市的機率皆較低。Peasnell et. al. (2005)發現外部董事席次比例的增加，可以減少管理者以裁決性應計項目試圖調高盈餘的可能。陳振遠等(2005)發現外部獨立董事的比例愈高，愈能提升董事會的獨立性，進而創造公司價值³。

3.2.2 監督性

監督性高的董事會，主要特質為監察人未由控制股東擔任、席次控制權和股份控制權偏離幅度較小以及董監質押比率較低，具較強監督功能的董事會，公司治理愈好。若控制股東掌控公司的經營，而監察人同時由控制股東擔任，則監察人無法獨立行使其職權。當控制股東席次控制權和股份控制權偏離幅度較大、董監質押比例較高時，削弱董事對於經理人的監督功能，較容易與經理人共謀利益，不惜犧牲小股東權益。池祥萱(2002)發現董監質押比率愈高的公司，愈有可能藉由公開市場買回宣告拉抬股價，以提升質押價值。

3.2.3 齊一性

齊一性高的董事會，主要特質為董事會的規模較小、內部人和機構投資人持股比率較高，規模較小。齊一性愈高的董事會，利益衝突較少，較容易產生一致性的決議，公司治理愈好。

過去文獻發現績效較好的公司，具有較小的董事會規模。Yermack(1995)研究 1984 至 1991 年間 452 家美國大公司，發現董事會規模與 Tobin's Q 和銷貨資產比呈顯著負向關係，表示較小的董事會規模可提升公司績效。Ahmed et. al. (2006)研究 1991 至 1997 年紐西蘭公司董事會規模與盈餘反應係數的關係，盈餘反應係數用以衡量會計資訊的有用性，並發現董事會規模愈小，盈餘反應係數愈大。

³外部董事的監控力，部分實證結果有不一致的發現:kesner et. al. (1986)以 1980 至 1984 年排名 fortune 前 384 家公司為研究對象，發現外部董事席次比例增加無法有效減少公司不法的行為，Park 與 Shin(2004)發現外部董事無法有效減少盈餘管理。

過去文獻發現內部人持股較多的公司，監控成本較低而公司價值較高。Yermack(1995)發現內部人持股與 Tobin's Q 和銷貨資產比呈顯著正向關係，經理人持股比率愈高，離職率愈低。Oswald 與 Young (2004)以 1995 至 2000 年上市公司 212 家為研究對象，發現內部人持股比率愈高公司，被併購和下市的機率皆較低。Boone et. al. (2005)研究 1988 至 1992 年 1,019 家公司，董事會規模的決定因素，發覺經理人持股比率較高的公司，經理人與股東利益較一致，較不需要受到外部董事的監督，董事會規模可以較小。

過去文獻發現較高的機構投資人持股，亦可增進公司價值。Daily 與 Dalton(1994)發現機構投資人持股比率愈高，則破產可能性愈低。Park 與 Shin(2004)檢視加拿大公司之公司治理，發現金融機構董事席位愈高，可以減少盈餘管理。葉銀華等(1999)發現外資佔董事席位比率愈高之投信公司，提供投資建議愈多，監理基金經理人的效果愈強，績效提升效果亦愈好。陳振遠等(2005)發現機構董監事比例愈高，愈能提升董事會的專業性。李佳玲等(2005)研究 1996 至 2000 年間上市公司高階主管離職率以探討公司治理效力，發現當高階管理者為機構法人所指派的代表人時，監督管理者的力量愈強。

3.2.4 異動性

異動性指高階主管包括總經理和董事長的異動而言，異動性愈高的董事會，顯示公司的領導核心較不穩定，公司治理愈差。

我國法律規定由常務董事開會決議選出董事長，再由董事長提名總經理，經董事會同意後任用。公司法第二〇八條規定董事長的選任為：「董事會未設常務董事者，應由三分之二以上董事之出席，及出席董事過半數之同意，互選一人為董事長，並得依章程規定，以同一方式互選一人為副董事長。董事會設有常務董事者，其常務董事依前項選舉方式互選之，名額至少三人，最多不得超過董事人數三分之一。董事長或副董事長由常務董事依前項選舉方式互選之。」雖然公司法並無明文規定董事長的解任方式，若非章程另有規定，應仍以由原選任之董事會或常務董事會決議為之，較為合理。公司法第二十九條規定：「股份有限公司

經理人，其委任、解任及報酬應由董事會以董事過半數之出席，及出席董事過半數同意之決議行之。」

過去文獻發現若公司管理階層異動頻繁，有損經營績效。Warner (1988)發現公司股價與總經理異動呈顯著負向關係，所以市場視總經理異動為一壞消息，有可能因公司經營不善遭到免職或自動請辭。Yermack(1995)檢視 1984 至 1991 年間 452 家公司共計有 3,438 件年觀測值後發現，前二年和本年度股價異常報酬愈低，總經理離職可能性愈高，Kaplan(1995)發現市場和會計績效不佳造成 1980 年代德國大公司高階主管職位的異動。

若總經理表現不好，遭到董事會解雇，董事長通常也會同時遭到解雇。故董事長和總經理異動較頻繁，通常為公司經營出現危機的警訊。Florou(2005)研究英國 1990 至 1998 年 460 家英國公司高階主管異動的連帶關聯性，英國公司董事長大多未兼任總經理，發現若該名被撤換的總經理由董事長提名，則董事長被撤換的可能性也會很高。

3.2.5 集權性

集權性高的董事會，主要特質為董事由持股 5% 以上大股東或 3% 以上次大股東擔任，經理擔任董事席次比例很高，股份控制權和盈餘分配權偏離幅度較大以及缺之外部次大股東有效抗衡力量的存在，集權性愈高的董事會，公司治理愈差。葉銀華等(2003)定義外部次大股東為持股 3% 以上，且未擔任董事席位，與控制股東不具親屬關係，並非控制股東所控制的公司或關係企業。次大股東可為個人、政府機關或其他機構投資者。若公司實際發生問題時，我國並無英美各國的集體訴訟制度，因控制股東甚少承擔法律責任，對控制股東的約束責任實屬有限，僅公司法第二一四條規定：「繼續一年以上，持有已發行股份總數百分之三以上股東，得以書面請求監察人為公司對董事提起訴訟。監察人自有前項之請求日起，三十日內不提起訴訟時，前項之股東，得為公司提起訴訟。」

當公司存在具有影響力的內部大股東或經理人時，外部次大股東為維護本身利益，發揮出重要的抗衡力量，能抑制大股東或經理人財富侵占的動機。Slovin

與 Sushka(1993)研究 1973 至 1989 年間 85 家公司宣告大股東過世消息的市場反應，宣告日前一天至當天累積平均異常報酬為 3.01%，實證結果支持大股東過世，可以減少大股東坐大濫權的缺點，對公司績效提升有利，故市場產生正向股價異常報酬。李佳玲等(2005)發現外部大股東的存在，監督管理者的力量愈強。

綜合上述分析結果發現，獨立性、監督性和齊一性較高、異動性和集權性較低的董事會結構，為較好的公司治理；反之，獨立性、監督性和齊一性較低、異動性和集權性較高的董事會結構，則為較差的公司治理。

3.3 公司治理與公開市場買回

有些研究支持獨立性較高的董事會，宣告買回庫藏股機率較低。Oswald 與 Young(2004)研究 1995 至 2000 年英國於公開市場買回股票宣告的公司，以配對方式與未宣告買回股票公司比較後發現，外部董事席位比例愈高的公司，宣告買回可能愈低。Skjeltorp 與 Ødegaard (2004)發現控制股東人數愈多，宣告買回可能愈高。另外，有些研究支持監督性較低的董事會，董事質押比率愈高，愈可能宣告買回庫藏股(池祥萱，2002)。

關於內部人持股比率與買回宣告可能性的關係，有兩派理論，利益一致 (convergence of interests)和內部人侵占(insider entrenchment)。代理理論認為較高的內部人持股，增加對公司的認同感和忠誠度，跟股東的利益較一致，代理問題較不嚴重，所以較不需要透過股票買回股票的方式減輕代理問題，所以內部人持股比率較高的公司，宣告可能性較低。另一方面，內部人侵占理論則認為較高的內部人持股，較可能利用股票買回伺機侵占外部股東的財富，故內部人持股比率較高的公司，宣告可能性較高。由於本研究認為內部人持股比率愈多，與股東的利益衝突愈小，所以較傾向利益一致的理論。

有些研究支持齊一性較高的董事會，宣告買回庫藏股之機率較低。Oswald 與 Young(2004)發現規模愈小的公司，宣告買回可能性愈低。Wansley et. al.(1989)

認為公司最不可能為了要增加內部人持股去宣告買回自己股份。Bryan et. al.(2000)認為管理者持股比率愈高，愈喜歡把現金留在公司。Fenn 與 Liang (2001)實證 1993 至 1997 年公司現金支付特性，發現管理者持股比率較低的公司，買回金額比例愈高。Dereeper 與 Romon (2003)研究 1998 年 7 月至 2001 年 12 月 589 家公司 1,043 件股票買回宣告，發現股票買回為內部人持股比率較低的公司，增加其持股比率所運用的一種工具。Oswald 與 Young(2004)發現董監持股比率愈高的公司，宣告買回庫藏股之機率較低。Jagannathan et. al. (2000)發現宣告買回股票的公司，機構投資人持股比率顯著較低。Skjeltop 與 Ødegaard (2004)發現宣告公司，外資持股比率顯著較低。

有些研究發現異動性較高的董事會，公司績效較差，績效愈差的公司，宣告買回股票的可能性較高。Kaplan(1995)發現高階主管異動多因績效表現不佳，而 Jagannathan et. al. (2000) 比較宣告買回股票和宣告增加現金股利公司特性，發現宣告買回股票公司，宣告前一年市場績效為負值而增加現金股利公司，宣告前一年市場績效為正值。Grullon 與 Michaely(2002)比較宣告買回股票組與支付現金股利組財務體質，發現宣告買回股票組資產報酬率較低，資產報酬率的波動程度較高。此外，Oswald 與 Young(2004)發現集權性較低的董事會，外部大股東持股比率愈高的公司，愈不可能宣告買回。

Ginglinger 與 L'her (2006)實證結果發現市場對於獨立性較低之董事會，即家族控制的公司，負向股價反應較大。此外，有些研究支持規模較小的董事會，市場正向股價反應愈大。Yermack(1995)研究 10 家公司宣告董事會規模異動之市場股價反應，發現宣告縮減規模之 6 家公司，宣告當日平均產生 2.3%異常報酬，而宣告擴增規模之 4 家公司，宣告當日平均產生-2.5%異常報酬。

有些研究支持內部人持股比率較高的董事會，市場正向股價反應較大。Vermaelen (1981)實證結果發現內部人持股比率愈高的公司，市場正向股價反應愈大。Pugh 與 Jahera(1990)研究 1978 至 1985 年間美公開收購買回股票的 45 家上市公司，發現內部人持股比率愈高，市場正向反應愈大。Comment 與

Jarrell(1991)發現內部人持股比率高低與宣告日前後 7 日累積平均異常報酬的顯著正向關係。McNally (1999) 發現內部人持股比率與事件期 5 天累積平均異常報酬呈顯著正向關係。Jung et. al. (2003)以 1994 年 5 月至 1998 年 12 月韓國 630 件公開市場買回宣告為研究對象，發現內部人持股比率與宣告日至後 5 天累積平均異常報酬有顯著正向關係。Li 與 McNally(2003)研究 1989 至 1992 年間加拿大 109 件宣告買回股份之內部人持股情形，發現內部人持股比率愈高，宣告日前 1 天至後 3 天累積平均異常報酬愈大。Babenko 與 Vedrashko(2006)發現較高管理者持股比率之公司，宣告時產生較高的市場報酬。

有些研究支持機構投資人持股比率較高的董事會，市場正向股價反應較大。Mehran(1992)發現最大機構投資人持股比率的增加，可同時增加公司監控的力量和負債比率，進而增加公司的價值。Hackethal 與 Zdantchouk (2005)研究 1998 年 5 月至 2003 年 4 月德國 224 件公開市場買回宣告，發現大股東和次大股東持股數至少 75%時，事件期 3 天累積平均異常報酬為正，但低於 75%時，市場有負向反應。Ginglinger 與 L'her(2006)發現機構投資人存在的董事會，公司宣告買回股票時產生正向股價反應⁵。

Ginglinger 與 L'her (2006)發現集權性較高的董事會，股份控制權與盈餘分配權的偏離幅度愈大，市場負向股價反應愈大；反之，集權性較低的董事會，董事會內存在外部次大股東，市場正向股價反應愈大。另外，Warner (1988)發現總經理異動與公司股價呈顯著負相關。

⁵ Pugh 與 Jahera(1990)則有不一致的發現，以 1978 至 1985 年 45 家公開收購公司為樣本，發現機構投資人持股比率較高的公司，宣告時市場反應為負向，可能解釋原因為資訊較透明的緣故。

第四章 假說形成

公司治理於保障股東權益方面扮演重要角色，透過監控企業組織活動，使公司經營透明化。企業之公司治理機制可影響公開市場買回之行為，故公司治理與公開市場買回具有重要關聯性。本研究分為三個層面探討，包括公司治理與公開市場買回宣告之關聯性、公司治理與公開市場買回宣告市場反應之關聯性以及公司治理與公開市場實際買回之關聯性，分述如下：

4.1 公司治理與公開市場買回宣告之關聯性

公司治理與公開市場買回宣告之關聯性，主要探討公司治理對於宣告可能和宣告次數的影響，可就公司買回庫藏股對內部人和外部股東可能影響之四種情況(如表 4-1 所示)加以分析。情況(1)為公司宣告買回庫藏股同時對內部人與外部股東有利，情況(2)為公司宣告買回庫藏股對外部股東有利但對內部人不利，情況(3)為公司宣告買回庫藏股對外部股東不利但對內部人有利，情況(4)為公司宣告買回庫藏股同時對內部人與外部股東不利。表 4-1 之外部股東主要指以長期持有公司股份為目的、不具公司管理階層或董事身份之投資人。

公司為轉讓股份予員工(目的 1)宣告買回股份，對內部人與外部股東皆有利的情況下(情況(1))，例如管理者買回股份轉讓予員工以提振員工士氣，員工生產力提高，管理者績效獎金將因而增加，股東全體財富亦同時增加；若公司為維護公司信用及股東權益(目的 3)宣告買回股份，對內部人與外部股東皆有利的情況下(情況(1))，例如管理者藉由宣告買回股份，傳遞股價受到低估之訊息，可適時降低資訊不對稱的問題。產生情況(1)時，公司治理較好和較差的企業，董事會均同意股票買回計畫，故預期企業會宣告買回庫藏股，宣告次數相同。

公司宣告買回股份，對內部人與外部股東皆不利的情況下(情況(4))，例如公司現金不足，瀕臨週轉不靈情形。產生情況(4)時，預期企業不會宣告買回庫藏股。

公司宣告買回股份，對內部人不利但對外部股東有利的情況下(情況(2))，例

如內部人偏好享受自由現金流量，不願發放現金予股東，公司資源未能發揮出最大之經濟效益，損害股東權益。內部管理者基於自利誘因，產生情況(2)時，內部人不會主動於董事會提出買回庫藏股的計畫，故預期企業不會宣告買回庫藏股。

宣告買回股份公司於宣告後營業利益或市場績效之提升，來自於管理者操弄宣告前的裁決性應計項目刻意降低盈餘、打壓股價的結果，而非真正的獲利成長(Gong et. al., 2008)。此種狀況對內部人有利但對外部股東不利(情況(3))，內部人可能於公司宣告前買入股票，於續後市場績效提升時賣出股票而獲利。若公司非真正成長，內部人賣出股票後股價下跌，對長期持有公司股份之外部股東不利。公司治理好的企業，較不會從事盈餘管理，具盈餘管理性質之宣告較少，故宣告可能性較低，宣告次數較少。

[表 4-1 在此處]

如果產生情況(1)至(4)之機率與公司治理好壞無關，則其他條件相同下，預期公司治理健全性與宣告買回庫藏股之機率和宣告次數呈反向關係，故可驗證的假說為：

H1a: 公司治理較好之企業，股票買回宣告可能性較低。

H1b: 公司治理較好之企業，股票買回宣告次數較少。

4.2 公司治理與公開市場買回宣告市場反應之關聯性

公司治理與公開市場買回宣告市場反應之關聯性，可依表 4-1 所列示的公司買回庫藏股對內部人和股東可能影響之四種情況分析：對內部人與外部股東皆有利的情況(情況(1))，預期公司治理較好和較差的企業，皆可能宣告買回庫藏

股，市場產生正向股價反應；對內部人與外部股東皆不利的情況(情況(4))，預期企業不會宣告買回庫藏股，故無從觀察市場反應；內部管理者基於自利誘因，產生情況(2)時，雖然對外部股東有利，但對內部人不利，預期企業不會宣告買回庫藏股，亦無從觀察市場反應；對內部人有利但對外部股東不利的情況(情況(3))，公司治理較好的公司，董事會不會同意，故無從觀察市場反應；而公司治理較差的公司，董事會仍可能同意通過買回庫藏股，但市場產生負向股價反應。

如果產生情況 1-4 之機率與公司治理好壞無關，則其他條件相同下，預期公司治理健全性與市場股價反應呈正向關係，故可驗證的假說為：

H2: 公司治理較好之企業，股票買回宣告正向股價反應較大。

4.3 公司治理與公開市場實際買回之關聯性

實際買回股數偏離宣告買回股數的幅度通常以執行率衡量，值愈大表示偏離幅度愈小，即股東通常以執行率衡量公司實際買回的狀況以及買回宣告承諾的可信度，執行率最高為 1，表示公司實際買回其全數宣告量，買回狀況最好和可信度最高。執行率最低為 0，表示公司無任何實際買回，買回狀況最差和可信度最低。若執行率介於 0 和 1 之間時，則視其比率高低判斷買回狀況好壞。所以公司治理對實際買回之影響，可以公司治理對於執行率之影響程度分析，即分析公司治理對於執行率個別組成因素和整體之影響。

執行率之個別組成因素包括實際買回庫藏股數量(分子)和宣告買回庫藏股數量(分母)，實際買回庫藏股數量為兩項要素所組成：企業宣告買回庫藏股時，預期買回庫藏股之數量和企業宣告買回庫藏股後，因非預期因素導致實際買回庫藏股變動之數量。宣告買回庫藏股數量亦由兩項要素所組成：企業宣告買回庫藏股時，預期買回庫藏股之數量和企業宣告買回庫藏股時，管理者意圖操弄市場，導致宣告買回數量故意異於預期買回庫藏股之數量。

企業宣告買回庫藏股時，預期買回庫藏股之數量主要依據公司宣告買回庫藏股的動機和預期因素變動決定之。假設宣告買回庫藏股為了股價受到低估的動機，若股價偏離幅度愈大，則企業宣告買回庫藏股時，預期買回庫藏股之數量較大；假設宣告庫藏股為了自由現金流量和調整至最適槓桿比率的動機，則當公司自由現金流量過多和負債比率過低時，則預期買回庫藏股之數量較大。除了考量宣告動機外，公司亦考量預期因素變動如現金流量、投資機會、融資決策、股價等可能影響買回庫藏股之因素於執行期間預期變動之情形以決定預期買回庫藏股之數量。

彙總執行率之組成要素如下：

$$\begin{aligned} & \text{執行率} \\ &= \frac{\text{實際買回量}}{\text{宣告量}} \\ &= \frac{\text{預期量} + \text{非預期因素變動導致實際買回庫藏股變動之數量}}{\text{預期量} + \text{管理者宣告買回庫藏股意圖操弄之數量}} \end{aligned}$$

就分母宣告量而言，具較高齊一性之董事會結構，即董事持股比率愈高之公司，公司宣告買回金額愈低⁶(Webb, 2006)。公司治理較差的企業，操弄股價之可能性亦較高(Li, 2003)，管理者宣告買回庫藏股時，操弄宣告買回數量之最大誘因乃因宣告買回數量比率與市場反應之顯著正向關係 (Pugh 與 Jahera, 1990; Comment 與 Jarrell, 1991; Ikenberry et. al., 1995; Ikenberry 與 Vermaelen, 1996; Ho et. al., 1997; McNally, 1999; Chen 與 Wen, 2004)，有利於提升經營績效。預期公司治理較差的企業，透過誇大宣告量以達到操弄股價之目的可能性較高，故可驗證之假說為：

⁶ 但 Webb(2006)發現獨立性較高，即外部董事席位比例較高的銀行，宣告買回金額、宣告買回金額比率皆較大。

H3: 公司治理較好之企業，宣告買回股票數量和金額比率較低。

就分子實際買回量而言，具較高齊一性之董事會，即董監持股比率愈高之公司，實際買回股票數量和金額比率愈高(陳嘉惠等，2003)。另一方面，實際買回量受到非預期因素變動的影響，因為臺灣執行期間只有兩個月，股價以外的其他因素於短短兩個月之內，變動程度較小，影響買回庫藏股非預期因素之變動只針對非預期股價變動探討。預期股價漲幅較小之公司，較易觀察到公司治理對於實際買回行為的正向影響。執行期間累積報酬率愈大，非預期股價變動也隨之愈大，以執行期間的累積報酬率衡量非預期股價變動的影響，故可驗證之假說為:

H4a: 公司治理較好之企業，實際買回股票數量和金額比率較高。

H4b: 執行期間累積報酬率相對較小之企業，公司治理對於實際買回股票數量和金額比率的正向效果影響更大。

整體而言，較高獨立性和較低異動性之董事會結構，即總經理未兼任董事長和總經理任期較長，執行率愈高(Westphal 與 Zajac, 2001);而較高集權性之董事會結構，即總經理指派董事比例較高時，執行率愈低(Westphal 與 Zajac, 2001)。另一方面，執行率亦受到非預期股價變動之影響，預期執行期間累積報酬率較小之公司，公司治理對於執行率的正向影響力將較明顯，故可驗證之假說為:

H5a: 公司治理較好之企業，執行率較高。

H5b: 執行期間累積報酬率相對較小之企業，公司治理對於執行率的正向效果影響更大。

第五章 研究方法

根據文獻探討和假說形成所發展出的實證架構列示於圖 5-1。有關各變數定義、實證模式建立以及樣本選取和資料來源，分述如下：

[圖 5-1 在此處]

5.1 變數定義

本節主要說明應變數、與公司治理有關的自變數以及控制變數的意義，表 5-1 為變數定義彙總。

[表 5-1 在此處]

5.1.1 應變數

若分析公司治理對宣告買回之影響，應變數包括宣告買回(TELL)和宣告次數(TIMES)。宣告買回(TELL)，為一虛擬變數，公司於研究期間內宣告買回股票者為 1，未宣告買回股票者為 0。宣告次數(TIMES)，為研究期間樣本公司每一年度累積宣告買回股票的次數。若分析公司治理對買回宣告市場反應之影響，應變數是事件期累積平均異常報酬(CAR5)，指買回股份宣告日以及前後 2 天累積平均異常報酬。

若分析公司治理對實際買回之影響，應變數包括宣告買回數量比率(PUR)、宣告買回金額比率(PURAMT)、實際買回數量比率(REPSH)、實際買回金額比率(REPAMT)以及執行率(REP)。宣告買回數量比率(PUR)為宣告買回股數除以宣告日前一年底流通在外股數。宣告買回金額比率(PURAMT)為宣告買回股數乘上宣告日前 20 日平均股價，再除以宣告日前一年底公司市值。實際買回數量比率(REPSH)為實際買回股數除以宣告日前一年底流通在外股數。實際買回金額比率(REPAMT)為實際買回金額除以執行期間平均股價與宣告日前一年底流通在外

股數之乘積。執行率(REP)為宣告當次已買回股數佔預定買回股數比率。

5.1.2 五種特質與整體公司治理變數

屬同一特質的變數，本研究以中位數區分為二等分，依公司治理的好壞程度給予每一等分不同權重，彙總成獨立性、監督性、齊一性、異動性和集權性之五種特質變數，公司治理愈好的公司，各特質之變數累積權重愈高，進一步將五種特質變數彙總成單一指標，以評估公司治理好壞程度對於企業公開市場買回行為的綜合影響。詳細說明如下：

5.1.2.1 獨立性(INDEP)

董事長兼任總經理(DUAL)為一虛擬變數，若董事長與總經理為同一人者為1，否則為0。控制股東(MASTER)為一虛擬變數，若控制股東成員擔任公司董事席次比率超過50%者1，否則為0。外部董事席次比例(OUTDIR)為外部董事人數除以董事會成員總人數。外部董事指外部個人和非為最終控制者所控制之未上市公司、財團法人和上市公司，外部個人指董事非為公司或關係企業員工或其配偶及二等親以內之直系親屬者。

獨立性(INDEP)指若公司內部董事長未兼任總經理加1，控制股東人數未過半加1，外部董事席次比例大於中位數加1，總和再除以3。

5.1.2.2 監督性(RULE)

監察人(SUP)為一虛擬變數，當公司控制股東成員未擔任公司監察人時，設為1，否則設為0。席次控制權與股份控制權偏離差(STVT)指席次控制權減股份控制權。席次控制權為最終控制者控制之董監事席次除以全部董監事席次，最終控制者為對公司決策具有最大影響力者，通常為公司之大股東，董事長，總經理或其家族成員及經營團隊。股份控制權為最終控制者之直接持股率加間接持股率，間接持股率為控制鏈最末端持股率。董監質押比率(PLDG)指宣告日前一年底董監事質押股數佔流通在外股數比例。

監督性(RULE)指控制股東成員未擔任監察人時加1，席次控制權與股份控制

權偏離差小於中位數加 1，董監質押比率小於中位數加 1，總和再除以 3。

5.1.2.3 齊一性(RUN)

董事會規模(BOARD)指董事會成員總人數。內部人持股比率(INSIDE)指宣告日前一年底董事和經理人持有股數佔流通在外股數比例。機構投資人持股比率(INST)指政府機構持股加本國金融機構持、本國信託基金持股、本國公司法人持股、本國其他法人持股、僑外金融機構持股、僑外法人持股和僑外信託基金持股總和除以總股數。

齊一性(RUN)指若董事會規模小於中位數加 1，內部人持股比率大於中位數加 1，機構投資人持股比率大於中位數加 1，總和再除以 3。

5.1.2.4 異動性(TURNOVER)

董事長異動(VCHAIR)，為一虛擬變數，公司宣告買回前三年董事長有異動者為 1，否則為 0。總經理異動(VPRE)，為一虛擬變數，公司宣告買回前三年總經理有異動者為 1，否則為 0。

異動性(TURNOVER)指公司宣告買回前三年董事長未異動時加 1，公司宣告買回前三年總經理未異動時加 1，總和再除以 2。

5.1.2.5 集權性(KING)

內部大股東(BLOCK1)，為一虛擬變數，若公司存在持股 5% 以上股東同時擔任董事者為 1，否則為 0。內部次大股東(BLOCK2)，為一虛擬變數，若公司存在至少持股 3% 股東，非為最大持股股東且同時擔任董事者為 1，否則為 0。經理擔任董事席次比例(DIRM)，指經理擔任董事人數除以董事會成員總人數。股份控制權與盈餘分配權偏離差(VTCF)指股份控制權減盈餘分配權。股份控制權為最終控制者之直接持股率加間持股率，間接持股率為控制鏈最末端持股率，盈餘分配權為最終控制者之直接盈餘分配權加各控制鏈之間接持股率乘積和，最終控制者為對公司決策具有最大影響力者，通常為公司之大股東，董事長，總經理或其家族成員及經營團隊。次大股東(OUT2)為一虛擬變數，若公司存在至少持股

3%股東未擔任董事且非為最大持股股東者為1，否則為0。次大股東必須與控制股東不具親屬關係，而且並非控制股東所控制的公司或關係企業。

集權性(KING)指若公司無持股5%以上股東同時擔任董事者時1，無持股3%以上次大股東同時擔任董事時加1，經理擔任董事席次比例小於中位數加1，股份控制權與盈餘分配權偏離差小於中位數加1，存在持股3%以上次大股東未擔任董事時加1，總和再除以5。

5.1.2.6 公司治理(G)

公司治理(G)指獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)以及集權性(KING)五種特質變數之合計數除以5。

5.1.2.7 股價漲幅較小(R1)及其與公司治理相關變數之交互作用

以股價漲幅較小(R1)變數測試股價漲幅不同之企業，公司治理對於公司實際買回行為影響之差異，為一虛擬變數，執行期間累積報酬率小於中位數為1，大於中位數為0。股價漲幅較小(R1)與公司治理變數產生之交互作用包括獨立性與股價漲幅較小交乘項(INDEP*R1)、監督性與股價漲幅較小交乘項(RULE*R1)、齊一性與股價漲幅較小交乘項(RUN*R1)、異動性與股價漲幅較小交乘項(TURNOVER*R1)、集權性與股價漲幅較小交乘項(KING*R1)以及公司治理與股價漲幅較小交乘項(G*R1)。

5.1.3 控制變數

基於過去文獻發現與本研究推論，影響股份買回宣告可能性和宣告次數的控制變數，包括公司特性、產業別和年度別。影響宣告效果之控制變數，除了IMR外，尚包括公司特性、年度別、宣告前累積平均異常報酬、宣告前股價波動和目的別。影響宣告買回數量比率、宣告買回金額比率之控制變數除了IMR外，尚包括公司特性、產業別和年度別。影響實際買回數量比率、實際買回金額比率和執行率之控制變數包括公司特性、辦法修正、執行期間股價波動、執行期間累積報酬率、執行期間累積報酬率與目的別交乘項、目的別、重大買回和提前執行完

畢。公司特性涵蓋公司規模、淨值市價比、自由現金流量、負債比率、資產報酬率和交易市場。分述如下：

5.1.3.1 公司規模(SIZE)

指宣告日前一年底公司總資產，並取自然對數值。公司規模與宣告可能的關係，實證上有不一致的發現：有些學者發現股價低估較嚴重之小公司，宣告可能性較高(Vermaelen, 1981; Jagannathan 與 Stephens, 2003)。但有些學者發現發現公司規模愈大，宣告可能性愈高(Oswald 與 Young, 2004;; Jagannathan 與 Stephens, 2003)。

就我國而言，規模較大之公司，為轉讓股份予員工(目的 1)而宣告買回股份之可能性較高；規模較小之公司，為維護公司信用及股東權益(目的 3)而宣告買回股份之可能性較高。因為屬目的 1 較屬目的 2 宣告件數來得多(池祥萱，2002)，預期規模較大之公司與宣告可能或宣告次數呈正向關係。

5.1.3.2 淨值市價比(BM)

指宣告日前一年底的淨值除以市值。淨值市價比高低的不同影響宣告可能(Lakonishok et. al., 1994; Hovakimian et. al., 2001; Jagannathan 與 Stephens, 2003; Seifert 與 Stehle, 2003; Oswald 與 Young, 2004; Hribar et. al., 2006)。就我國而言，高淨值市價比公司，股價受到低估的情形較嚴重⁷，為維護公司信用及股東權益(目的 3)而宣告買回股份的可能性較高，故宣告可能性較基於轉讓股份予員工(目的 1)而宣告之低淨值市價比公司來得低，宣告次數亦較少。

另外，高淨值市價比公司，股價低估情形較低淨值市價公司嚴重，市場正向股價反應較大(Westphal 與 Zajac, 2001; Gesser et. al., 2005)。淨值市價比愈高之公司，宣告買回數量比率愈高(陳嘉惠等，2003)。公司宣告買回股票後，4 年長期平均異常報酬為 12.1%，而價值型公司平均異常報酬為 45.3%，即高淨值市價比

⁷由於淨值市價比較高的公司，股價受到低估的情形較嚴重，故亦可以淨值市價比作為股價低估之控制變數。

公司藉由買回較多股份印證宣告訊號之可靠性 (Ikenberry et. al., 1995; Dittmar, 2000; Ikenberry et. al., 2000; Fenn 與 Liang, 2001; Li 與 McNally, 2003)。

5.1.3.3 自由現金流量(FCF)

指淨值市價比大於 1 的公司，為扣除折舊費用前之宣告前一年營業利益再減除支付的所得稅、利息與現金股利，並以總資產標準化(Lehn 與 Poulsen, 1989; Gul 與 Tsui, 1998; Brush et. al., 2000)，而淨值市價比小於 1 的公司則為 0 (Brush et. al., 2000)。

自由現金流量愈多的公司愈可能宣告(Barth 與 Kasznik, 1999; Oswald 與 Young, 2004; Lie, 2005)。公司來自營業活動之現金流量愈多，宣告買回時，市場正向股價反應愈大(Ho et. al., 1997; Westphal 與 Zajac, 2001; Li 與 McNally, 2003; Hackethal 與 Zdantchouk, 2005)。許多學者亦支持現金流量與執行率或實際買回金額比率呈顯著正向關係(Stephens 與 Weisbach, 1998; Dittmar, 2000; Fenn 與 Liang, 2001; Oswald 與 Young, 2004)。

5.1.3.4 負債比率(DEBT)

宣告日前一年底之總負債除以總資產。當目標槓桿比率低時，公司傾向於發行新股(Hovakimian et. al., 2001; Fenn 與 Liang, 2001; Oswald 與 Young, 2004; Lie, 2005; Hribar et. al., 2006)。負債比率與市場反應、實際買回的關係，實證上有不一致的發現:最適槓桿比率假說認為負債比率愈低之公司，不僅宣告買回時之市場正向股價反應愈大(Pugh 與 Jahera; 1990; 陳嘉惠等, 2003)，買回股數亦愈多(Wansley et. al., 1989; Barth 與 Kasznik 1999; Dittmar, 2000; Fenn 與 Liang, 2001; Hovakimian et. al., 2001; Westphal 與 Zajac, 2001; Kahle, 2002; Bens. et. al., 2003; Lie, 2005; Hribar et. al, 2006)。然而 Chan et. al.(2003)發現訊號假說之效應，即負債比率愈低之公司，股價低估情形較不嚴重，宣告買回時之市場正向股價反應較小，執行率亦較低。

5.1.3.5 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。資產報酬率與宣告可能的關係，實證上有不一致的發現：池祥萱(2002)發現資產報酬率愈高的公司，愈可能宣告買回股份。但 Grullon 與 Michaely(2002)比較宣告買回股票組與支付現金股利組財務體質，發現宣告買回股票組資產報酬率較低，資產報酬率的變異程度較高。另外，完全買回公司平均資產報酬率較未完全買回公司來得高(Chen 與 Wen, 2004; Gong et. al. 2008)。

5.1.3.6 交易市場別(TSE)

為一虛擬變數，若公司屬上市公司為 1，屬上櫃公司為 0。公司交易市場的不同影響宣告時的市場反應，有些研究實證結果發現於新興市場交易的公司，事件期 3 天累積平均異常報酬較大(Hackethal 與 Zdantchouk, 2005; Ginglinger 與 L'her, 2006)。

5.1.3.7 產業別(D1, D2)

電子業(D1)為一虛擬變數，若公司屬電子業者為 1，其他產業為 0。金融業(D2)亦為一虛擬變數，若公司屬金融業者為 1，其他產業為 0。平均宣告買回金額或比率因產業受到管制程度之不同而有所差異(Webb, 2006)。

5.1.3.8 年度別(Y1, Y2, Y3, Y4, Y5)

控制研究期間 2000 年至 2005 年不同年度的效果，而以 2000 年為基期年。研究期間內，每一年度買回股份宣告之市場反應效果不同(池祥萱，2002)，平均宣告買回比率亦不同(Stephens 與 Weisbach, 1998; Grullon 與 Michaely, 2002)。

5.1.3.9 辦法修正(LAW1, LAW2)

辦法修正(LAW1, LAW2)根據 2000 年 10 月 13 日、2001 年 6 月 26 日買回辦法兩次修正劃分三個時期：第一期為 2000 年 8 月至 2000 年 9 月(LAW1)，第二期為 2000 年 10 月至 2001 年 5 月(LAW2)，第三期為 2001 年 6 月至 2005 年 12 月。美 SEC 對於庫藏股條文之修訂(Rule 10b-18)於 1982 年實施之前後期間，公司買回股份金額有顯著差異(Dittmar, 2000; Grullon 與 Michaely, 2002)。預期買回辦法

實施第一期(LAW1)執行期間較短為一個月，不確定因素較低，執行率較高;買回辦法實施第二期(LAW2)尚未放寬委託買價之上限等較嚴格規定，執行率較低。

5.1.3.10 宣告前累積平均異常報酬(PCAR)

指事件期前 3 天至 42 天累積平均異常報酬。Stephens 與 Weisbach(1998)發現宣告日前 35 日累積平常異常報酬對宣告時之短期市場反應具顯著負向解釋力。

5.1.3.11 股價波動(PSTD, STD)

宣告前股價波動(PSTD)以宣告日前 20 天公司報酬率標準差衡量，執行期間股票波動(STD)以執行期間公司報酬率標準差衡量。Ikenberry 與 Vermaelen (1996)發現宣告日前 36 個月市場波動與事件期 3 天累積平均異常報酬呈顯著正向關係。預期宣告前股價波動(PSTD)與宣告效果較相關而執行期間股票波動(STD)與實際買回行為較相關。

5.1.3.12 執行期間累積報酬率(RET)以及其與目的別交乘項(RETC1)

執行期間累積報酬率(RET)由臺灣經濟新報資料庫取得執行期間除權息調整後日報酬率資料，再以累積乘數的方法求得。如下式所示:

$$RET_{i,t} = [(1 + R_{i,D1})(1 + R_{i,D2}) \dots (1 + R_{i,DL})] - 1$$

$R_{i,D1}$: 股票 i 在執行期間第一交易日之日報酬率

$R_{i,DL}$: 股票 i 在執行期間最後交易日之日報酬率

執行期間累積報酬率愈高，實際買回數量比率愈低(Stephens 與 Weisbach, 1998)，執行率亦愈低 (Stephens 與 Weisbach, 1998; Ikenberry et. al., 2000)。另外，不同買回目的對於執行期間累積報酬率之敏感程度不同，屬轉讓股份予員工(目的 1)買回股票之公司，買回決策較易受到執行期間累積報酬率變動之影響。

5.1.3.13 目的別(C1)

為一虛擬變數，若公開市場買回宣告為轉讓股份予員工者為 1，若為維護公司信用及股東權益者為 0。若為履行員工認股權而宣告買回股票的公司，市場正向股價較小(kahle, 2002; Jung et. al., 2006)。

5.1.3.14 重大買回(LARGE)

為一虛擬變數，執行期間有重大買回公告為 1，無重大買回公告為 0。買回辦法第三條規定「公司初次買回股份數量達已發行股份總數百分之二或金額達新台幣三億元以上其中一項條件時，即應於兩日內公告並申報；後續當已買回而尚未公告之股數累積再達已發行股份總數百分之二或金額達新台幣三億元時，均應依規定公告。」執行期間有重大買回公告的公司，執行買回意願較高。

5.1.3.15 提前執行完畢(EARLY)

為一虛擬變數，若執行完畢公告比預定買回結束日早 5 天以上為 1，其他狀況為 0。買回辦法第五條規定「二個月屆滿或執行完畢後五日內，上市公司尚須：向本會申報並公告執行情形、將訊息內容輸入股市觀測站資訊系統和將董事會決議及執行情形於股東會中報告。」愈快執行完畢的公司，執行率愈高。

5.2 實證模式

建立模式(1)至(4)分別探討公司治理與公開市場買回宣告可能、宣告市場反應、實際買回以及宣告次數的關聯性，分述如下：

5.2.1 Probit 與負二項模型分析公司治理對買回宣告之影響

以 Probit 迴歸模型分析公司治理與股票買回宣告可能性的關係。用兩個模式分析公司治理之影響力，模式(1)檢視五種特質公司治理變數之解釋力，模式(2)檢視整體公司治理變數解釋力。模式(1)至(2)如下所示：

$$Y = \beta_0 + \beta_1 INDEP + \beta_2 RULE + \beta_3 RUN + \beta_4 TURNOVER + \beta_5 KING + \beta_6 CTRL + \varepsilon \quad (1)$$

$$Y = \beta_0 + \beta_1 G + \beta_2 CTRL + \varepsilon \quad (2)$$

以負二項迴歸模型分析公司治理與宣告次數的關係，採用此模型因宣告次數是 0. 1. 2. 3... 等間斷值，非連續的變數。除了應變數改為宣告次數(TIMES)外，分析模式同上(1)至(2)式。

若分析公司治理對宣告可能之影響，Y 為宣告可能(TELL)，所關切的自變數為五種特質以及整體公司治理變數，根據本研究假說之預期影響，若公司治理(G)之係數為負，則假說 1a 成立。

若分析公司治理對宣告次數之影響，Y 為宣告次數(TIMES)，所關切的自變數五種特質以及整體公司治理變數，根據本研究假說之預期影響，若公司治理(G)之係數為負，則假說 1b 成立。

5.2.2 複迴歸模型分析公司治理對買回宣告市場反應之影響

以事件期累積平均異常報酬衡量公司宣告買回股票時之短期市場反應，採用市場模式，以個別證券的系統風險，作為個別證券報酬率的預測因子，判斷股價是否有異常報酬發生。相關資料分析如下：

買回辦法第二條規定：「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。」本研究以董事會決議日作為事件日，事件期為事件日前後各 2 天，以 0 為事件日，以事件日前 3 天至 122 天共 120 為估計期，估計期的最小樣本量要求為 30 天。估計期和事件期的關係如圖 5-2 所示。

[圖 5-2 在此處]

以估計期個別證券日報酬率和大盤指數日報酬的資料，用最小平方法估計下列個別證券之迴歸模型，以推算出事件期之預期報酬率。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad t = -122, \dots, -3$$

R_{it} ：第 i 種證券在 t 期的報酬率

R_{mt} ：第 t 期之大盤指數報酬率

α_i 和 β_i 為估計參數

ε_{it} 為誤差項

利用估計期的報酬率資料，以上式迴歸得出估計之參數 α 和 β ，再利用事件期的市場報酬資料，求得個別證券的預期報酬，將個別證券之實際報酬減去預期報酬，即可算出每一證券之異常報酬 (AR_{it})，將每一證券每天之異常報酬加總除以樣本數，即可得到每天的樣本平均異常報酬 (AR_t)，事件研究法即是看某一事件是否會產生異常報酬，即

$$E(\hat{R}_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t} \quad t = -2, \dots, +2$$

$$AR_{it} = R_{it} - E(\hat{R}_{it})$$

$$AR_t = \sum_{i=1}^N AR_{i,t} / N$$

加總事件及其前後二天的樣本平均報酬，即可以達到事件期之累積平均異常報酬 (CAR5)，即 $CAR5 = \sum_{t=-2}^{+2} AR_t$

本研究用複迴歸模型分析公司治理與事件期累積平均異常報酬的關係，分析模式同上(1)至(2)式。由於宣告買回庫藏股的公司，才能觀察到宣告時的市場反應、宣告買回股數或金額，故採二階段法以避免樣本選擇偏誤問題。第一階段以

Probit 模型分析五種特質公司治理變數與股票買回宣告可能性的關係，並以估計值常態分配機率密度函數除以累積分配函數計算得到 IMR(Inverse Mills Ratio)，第二階段將 IMR 放入模式(1)和(2)之控制變數中。

若分析公司治理對股票買回宣告市場反應之影響，Y 為事件期 5 天累積平均異常報酬(CAR5)，所關切的自變數為五種特質以及整體公司治理變數，根據本研究假說之預期影響，若公司治理(G)之係數為正，則假說 2 成立。

5.2.3 複迴歸與 Tobit 模型分析公司治理對實際買回之影響

本研究以複迴歸模型分析公司治理與宣告買回數量、金額比率或與實際買回數量、金額比率之關係。以 0 與 1 雙邊 Tobit 迴歸模型，分析公司治理與執行率之關係，截堵(censored)方式如下：

$$\begin{aligned} Y^* &= 0 && \text{if } Y \leq 0 \\ &= Y && \text{if } 0 < Y < 1 \\ &= 1 && \text{if } Y \geq 1 \end{aligned}$$

Tobit 模型適用於抽樣樣本值有截堵(censored)的現象，只能於某一特定範圍觀察到所欲研究之應變數，不可觀察到的值不一定為 0，等於 0 是因為資料截堵和不可觀察的緣故。由於宣告買回發行在外股份的公司，能觀察到執行率的狀況，觀察到最小值為 0，最大值為 1，抽樣樣本於 0 與 1 被截堵，故以雙邊 Tobit 模型迴歸。

Y 表示抽樣樣本之隨機變數，而 Y^* 表示截堵樣本(censored sample)之隨機變數。截堵隨機變數的分配，混合著間斷與連續兩種成分，即當 Y 落在可觀察到的範圍時，截堵隨機變數值為 Y ，當 Y 落在不可觀察到的範圍時，單邊 Tobit 模型下，截堵隨機變數值為 0；雙邊 Tobit 模型下，截堵隨機變數值為 0 或 1。

若分析公司治理對宣告數量和金額之影響，分析模式同上(1)至(2)式， Y 為宣告買回數量比率(PUR)和宣告買回金額比率(PURAMT)，所關切的自變數為五種特質以及整體公司治理變數，根據本研究假說之預期影響，若公司治理(G)之

係數為正，則假說 3 成立。

若分析公司治理對實際買回股票之影響，分析模式同上(1)至(2)式，Y 為實際買回數量比率(REPSH)、實際買回金額比率(REPAMT)以及執行率(REP)，所關切的自變數為五種特質以及整體公司治理變數，根據本研究假說之預期影響，若公司治理(G)之係數為正，則假說 4a 和 5a 成立。

若考慮影響程度因執行期間股價漲幅大小有所不同，則分析方式如下列之(3)和(4)式，所關切的自變數為五種特質以及整體公司治理變數，分別與股價漲幅較小(R1)之交互作用，根據本研究假說之預期影響，若交乘項(G*R1)係數為正，則假說 4b 和 5b 成立。

$$Y = \beta_0 + \beta_1 INDEP + \beta_2 RULE + \beta_3 RUN + \beta_4 TURNOVER + \beta_5 KING + \beta_6 INDEP * R1 + \beta_7 RULE * R1 + \beta_8 RUN * R1 + \beta_9 TURNOVER * R1 + \beta_{10} KING * R1 + \beta_{11} CTRL + \varepsilon \quad (3)$$

$$Y = \beta_0 + \beta_1 G + \beta_2 G * R1 + \beta_3 CTRL + \varepsilon \quad (4)$$

5.3 樣本選取與資料來源

宣告買回股份樣本之研究期間涵蓋 2000 年 8 月 9 日企業首次宣告公開市場買回股份至 2005 年 12 月底，將每年宣告和未宣告買回股份公司加以分類，所有上市、上櫃公司扣除當年度宣告買回股份的公司，即為未宣告買回股份的公司，財務資料和公司治理變數為前一年底之資料。

若分析公司治理對宣告買回之影響，以具完整財務和公司治理資料之上市與上櫃公司為初步樣本，共計有 5,649 件，進一步調整不具代表性和同一年度宣告一次以上公司的樣本。屬第二種目的而宣告買回股份的樣本數只有 15 件，因樣本數過少不具代表性，故予以刪除，同一年度宣告一次以上的公司，無論公司宣告幾次，樣本件數算一件，宣告次數累積加總計算，宣告一次以上公司件數合併

計算使樣本減少 578 件，排除樣本前後 0.5%極端值共 440 件，本研究實證分析之最終樣本件數共計有 4,616 件。

若分析公司治理對買回宣告市場反應和實際買回之影響，則以研究期間內宣告買回庫藏股且宣告日前一年底具備完整財務和公司治理資料之上市與上櫃公司為初步樣本，合計共有 1,653 件宣告，屬第二種目的而宣告買回股份的樣本數只有 15 件，因樣本數過少不具代表性，故予以刪除，排除樣本前後 0.5%極端值共 176 件，本研究實證分析之最終樣本件數共計有 1,462 件。

有關執行庫藏股買回相關資料如董事會決議日期、買回目的、宣告次數、預定買回股數、預定買回期間、重大買回公告、執行完畢公告、執行率等取自於公開資料觀測站網站。公司治理相關變數、日報酬率、內部人持股比率、財務變數、事件期累積平均異常報酬的估算等資料則取自於臺灣經濟新報資料庫。

第六章 研究結果

依據本研究所提出之假說，建立多元迴歸模型，以進一步探討公司治理對於公開市場買回宣告、買回宣告之市場反應以及實際買回決策之影響，首先對各變數之資料作敘述性統計，以利實證分析之進行，其次列示變數間之相關係數矩陣，接著分析多元迴歸之實證結果，最後進行敏感性分析。

6.1 敘述性統計

表 6-1 分為 A、B 兩部分，A 部分將表 6-3 和表 6-4 迴歸模型中所使用變數按照宣告買回和未宣告買回公司分類，分別計算其平均數、中位數和標準差，並以有母數之 t 分配檢定兩者平均數、無母數之 Mann-Whitney U test 檢定兩者中位數之差異是否顯著。B 部分為表 6-5 至表 6-10 迴歸模型中所使用變數之各項敘述性統計值。

A 部分發現，宣告公司每一年度平均宣告次數為 1.5629。五種特質和整體公司治理變數之平均數或中位數分配，宣告公司和未宣告公司間存在差異，並達統計上的顯著性。就平均數而言，宣告公司除了異動性(TURNOVER)平均數較大外，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)和集權性(KING)皆較未宣告公司來得小；整體衡量之公司治理變數(G)，宣告公司亦較未宣告公司來得小。由 A 部分比較兩者之平均數發現，獨立性(INDEP)之平均數分別為 0.4537 和 0.4797，監督性(RULE)之平均數分別為 0.4141 和 0.4432，齊一性(RUN)之平均數分別為 0.5308 和 0.5888 以及集權性(KING)之平均數分別為 0.6168 和 0.6511，公司治理(G)之平均數分別為 0.5433 和 0.5691。

A 部分亦支持宣告買回和未宣告買回公司之控制變數間存在顯著差異，其中平均數較中位數之差異更顯著。過去研究結果支持公司基於較低的融資成本、轉讓股份予員工、現金短缺成本、最適財務結構調整、彈性調度和分配短期多餘現金等因素之考量，造成規模較大、淨值市價比較低、自由現金流量較多、負債比率較低和資產報酬率較高的公司，宣告買回股份可能性較高 (Lakonishok et. al.,

1994; Barth 與 Kasznik, 1999; Jagannathan et. al., 2000; Fenn 與 Liang, 2001; Hovakimian et. al., 2001; Grullon 與 Michaely, 2002; Seifert 與 Stehle, 2003; Oswald 與 Young, 2004; Lie, 2005; Hribar et. al., 2006), 各控制變數之敘述統計量與過去研究結果有一致性之發現。

B 部分說明, 公司宣告買回庫藏股, 平均宣告買回數量比率(PUR)為 3.14%, 平均宣告買回金額比率(PURAMT)為 2.47%、平均實際買回數量比率(RETSH)為 2.02%和平均實際買回金額比率(REPAMT)為 2.47%, 呈右偏分配, 平均執行率(RET)為 69.73%, 呈左偏分配, 平均可獲得 1.73%異常報酬(CAR5), 呈對稱分配。獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)與整體公司治理(G), 來自於與其相關之數個指標加權平均, 故數值介於 0 和 1 之間, 愈接近 1 表示企業之公司治理愈好。異動性(TURNOVER)左偏情形較嚴重, 平均數為 70.52%, 中位數為 1, 表示一半以上宣告公司之董事長和總經理很少更換, 整體公司治理(G)平均數為 55.33%。至於控制變數部分, 公司規模(SIZE)、淨值市價比(BM)、自由現金流量(FCF)、負債比率(DEBT)、資產報酬率(ROA)、執行期間累積報酬率(RET), 分配呈右偏的情形, 宣告前累積平均異常報酬(PCAR), 分配呈左偏的情形, 宣告前和執行期間股價波動(PSTD, STD), 較接近對稱分配。執行期間累積報酬率標準差(20.04%)幾乎 3 倍大於平均數(7.41%), 表示執行期間股價波動很大。

[表 6-1 在此處]

6.2 相關係數矩陣

表 6-2 分為 A、B、C、D 四部分說明不同迴歸模型所使用變數間之相關係數矩陣。觀察表 5-2 發現, 公司治理(G)由包括監督性(RULE)在內之 5 種特質變數彙總而成, 故與監督性(RULE)相關係數較高, 以及 C 部分金融業(D2)因其行業

之特殊性造成偏高之負債比率，故與負債比率(DEBT)相關係數較高，其餘各變數間，並無嚴重之共線問題。

[表 6-2 在此處]

6.3 多元迴歸分析

表 6-3 以 Probit 模型檢視公司治理對企業宣告買回股份可能性之影響。就控制變數而言，模式 1 和 2 之實證結果支持公司之規模愈大、自由現金流量愈多、負債比率愈低，愈可能宣告買回股份，此結果與包括 Vermaelen(1981)在內等許多學者之研究發現一致。與預期相反的是，淨值市價比愈高之公司，宣告買回可能性愈高。觀察模式 1 發現，獨立性(INDEP)之係數為-0.286，達 1%顯著水準，齊一性(RUN)之係數為-0.340，達 1%顯著水準，集權性(KING)之係數為-0.430，達 1%顯著水準。模式 1 下，監督性(RULE)之係數與預期方向相符，惟並未達 10%顯著水準。觀察模式 2 發現，公司治理(G)之係數為-0.734，達 1%顯著水準。實證結果支持假說 1a，即董事會具有較高之獨立性與齊一性且有較低之集權性，愈不可能宣告買回股票，整體而言，公司治理較好之企業，股票買回宣告可能性較低。

[表 6-3 在此處]

表 6-4 以負二項模型檢視公司治理對企業買回股份宣告次數之影響。就控制變數而言，模式 1 和 2 之實證結果支持公司之規模愈大、自由現金流量愈多、負債比率愈低，宣告次數愈多，此與預期相符。與預期符號相反的是，淨值市價比愈高之公司，宣告買回次數愈多。觀察模式 1 發現，獨立性(INDEP)之係數為-0.443，達 1%顯著水準，監督性(RULE)之係數為-0.166，達 10%顯著水準，齊一

性(RUN)之係數為-0.428，達 1%顯著水準，集權性(KING)之係數為-0.636，達 1%顯著水準，模式 1 下，異動性(RULE)之係數具顯著性，惟與預期符號相反。觀察模式 2 發現，公司治理(G)之係數為-1.055，達 1%顯著水準。實證結果支持假說 1b，即董事會具有較高之獨立性、監督性與齊一性且有較低之集權性，宣告次數較少，整體而言，公司治理較好之企業，股票買回宣告次數較少。

[表 6-4 在此處]

表 6-5 以複迴歸模型檢視公司治理對事件期累積平均異常報酬之影響。就控制變數而言，模式 1 和 2 均支持，規模愈小、淨值市價比愈高、負債比率愈低、宣告前累積平均異常報酬愈低的公司，短期市場反應愈大，此結果與包括 Vermaelen(1981)在內等許多學者之研究發現一致。觀察模式 1 發現，獨立性(INDEP)的係數為 0.010，達 10%顯著水準，齊一性(RUN)的係數為 0.010，達 10%顯著水準。觀察模式 2 發現，公司治理(G)之係數為 0.032，達 5%顯著水準。實證結果支持假說 2，即董事會具有較高之獨立性和齊一性，事件期累積平均異常報酬率愈大，整體而言，公司治理較好之企業，買回股票宣告正向股價反應較大。

[表 6-5 在此處]

表 6-6 以複迴歸模型檢視公司治理對宣告買回數量比率之影響。就控制變數而言，模式 1 和 2 之實證結果支持公司規模愈大，宣告買回數量比率愈低，此發現與陳嘉惠等(2003)的研究結果一致，亦支持資產報酬率愈低之公司，宣告買回數量比率愈低。觀察模式 1 發現，齊一性(RUN)的係數為-0.005，達 10%顯著水準，異動性(TURNOVER)的係數為-0.003，達 5%顯著水準，監督性(RULE)與集權性(KING)之係數與預期方向相符，惟並未達 10%顯著水準，獨立性(INDEP)之係數具顯著性，惟與預期符號相反。觀察模式 2 發現，公司治理(G)之係數為

-0.011，與預期方向相符，達 1% 顯著水準。即董事會具有較高之齊一性和較低之異動性，宣告買回數量比率較低，整體而言，公司治理愈好之企業，宣告買回數量比率愈低。

[表 6-6 在此處]

表 6-7 以複迴歸模型檢視公司治理對宣告買回金額比率之影響。就控制變數而言，模式 1 和 2 之實證結果支持公司規模愈大，宣告買回金額比率愈低，此發現與 Webb(2006)的研究結果一致，亦支持淨值市價比愈低之公司，宣告買回金額比率亦愈低。觀察模式 1 發現，監督性(RULE)係數為-0.005，與預期方向相符，達 10% 顯著水準，齊一性(RUN)的係數為-0.009，達 5% 顯著水準，異動性(TURNOVER)的係數為-0.004，達 10% 顯著水準，獨立性(INDEP)之係數與預期方向相符，惟並未達 10% 顯著水準。觀察模式 2 發現，公司治理(G)之係數為-0.022，達 1% 顯著水準。即董事會具有較高之監督性、齊一性與較低之異動性時，宣告買回金額比率較低，整體而言，公司治理愈好之企業，宣告買回金額比率愈低。

[表 6-7 在此處]

表 6-6 和表 6-7 之實證結果支持假說 3，即公司治理機制之存在，對於企業宣告買入股數和金額比率，具有顯著之負向影響力。

表 6-8 之 A 部分以 Tobit 模型檢視公司治理對實際買回數量比率之影響，B 部分進一步測試股價漲幅不同之公司，所受影響之敏感程度。就控制變數而言，A 部分與 B 部分模式 1 和 2 之實證結果支持訊號假說之推論：公司規模愈大，實際買回數量比率愈低；負債比率愈低之公司，股價未受到嚴重低估，實際買回數量比率愈低。但與預期相反的是，淨值市價比愈高之公司，實際買回數量比率愈

低。就 A 部分而言，觀察模式 1 發現，獨立性(INDEP)與異動性(TURNOVER)之係數與預期方向相符，惟並未達 10% 顯著水準，監督性(RULE)係數具顯著性，惟與預期符號相反。觀察模式 2 發現，公司治理(G)之係數為負值，與預期方向相反，惟並未達 10% 顯著水準。

表 6-9 之 A 部分以 Tobit 模型檢視公司治理對實際買回金額比率之影響，B 部分進一步測試股價漲幅不同之公司，所受影響之敏感程度。就控制變數而言，A 部分與 B 部分模式 1 和 2 之實證結果支持規模愈小、自由現金流量愈多、負債比率愈高或資產報酬率愈高之公司，實際買回金額比率愈高，此與預期相同。但與預期相反的是，發現淨值市價比愈高之公司，實際買回金額比率愈低。就 A 部分而言，觀察模式 1 發現，獨立性(INDEP)與齊一性(RUN)之係數與預期方向相符，惟並未達 10% 顯著水準。觀察模式 2 發現，公司治理(G)之係數為負值，與預期方向不符，惟並未達 10% 顯著水準。

表 6-8 和表 6-9 之 A 部分說明，假說 4a，即公司治理較好之企業，實際買回股票數量和金額比率較高，並未受到實證結果支持，表示公司治理並不是影響實際買回比率的主要因素，執行期間的股價高低、股價波動等因素較公司治理具更大之影響力。

就表 6-8 之 B 部分而言，觀察模式 1 發現，監督性與股價漲幅較小交乘項(RULE*R1)係數為 0.003，達 10% 顯著水準，獨立性與股價漲幅較小交乘項(INDEP*R1)、齊一性與股價漲幅較小交乘項(RUN*R1)之係數與預期方向相符，惟並未達 10% 顯著水準。觀察模式 2 發現，公司治理與股價漲幅較小交乘項(G*R1)之係數與預期方向相符，惟並未達 10% 顯著水準。

就表 6-9 之 B 部分而言，觀察模式 1 發現，監督性與股價漲幅較小交乘項(RULE*R1)之係數為 0.004，達 10% 顯著水準，獨立性與股價漲幅較小交乘項(INDEP*R1)、齊一性與股價漲幅較小交乘項(RUN*R1)之係數與預期方向相符，惟並未達 10% 顯著水準。觀察模式 2 發現，公司治理與股價漲幅較小交乘項(G*R1)的係數與預期方向相符，惟並未達 10% 顯著水準。

表 6-8 和表 6-9 之 B 部分說明，雖然執行期間累積報酬率相對較小之企業，董事會具有較高之監督性，實際買回數量和金額比率較高，但假說 4b，整體公司治理對於實際買回股票數量和金額比率的正向效果影響更大，並未受到實證結果支持，表示當執行期間股價漲幅較小，公司治理較好或較差的企業，都可能增加實際買回比率。

[表 6-8、表 6-9 在此處]

表 6-10 之 A 部分以 Tobit 模型檢視公司治理對執行率之影響，B 部分進一步測試股價漲幅不同之公司，所受影響之敏感程度。就控制變數而言，模式 1 和 2 之實證結果支持規模愈小之公司，執行率愈高(Ikenberry et. al., 2000; Westphal 與 Zajac,2001; Chen 與 Wen,2004)或自由現金流量愈多之公司，執行率愈高(Stephens 與 Weisbach,1998)。與預期相反的是，發現資產報酬率愈低之公司，執行率愈高。觀察模式 1 發現，異動性(TURNOVER)的係數為 0.054，達 10%顯著水準，監督性(RULE)和齊一性(RUN)之係數與預期方向相符，惟並未達 10%顯著水準，獨立性(INDEP)之係數具顯著性，惟與預期符號相反。觀察模式 2 發現，公司治理(G)之係數與預期相反，惟並未達 10%顯著水準。表 6-10 之 A 部分說明，雖然董事會具有較低之異動性，執行率較高，但整體而言，假說 5a，即公司治理與執行率之顯著正向關係，並未受到實證結果支持，表示公司治理並不是影響執行率的主要因素，執行期間的股價高低、股價波動等因素較公司治理具更大之影響力。

就 B 部分而言，觀察模式 1 發現，獨立性與股價漲幅較小交乘項(INDEP*R1)之係數為 0.229，達 1%顯著水準，異動性與股價漲幅較小交乘項(TURNOVRE*R1)之係數為 0.14，達 1%顯著水準，監督性與股價漲幅較小交乘項(RULE*R1)、齊一性與股價漲幅較小交乘項(RUN*R1)之係數與預期方向相符，惟並未達 10%顯著水準，集權性與股價漲幅較小交乘項(KING*R1)之係數具顯著性，惟與預期符

號相反。觀察模式 2 發現，公司治理與股價漲幅較小交乘項(G*R1)之係數為 0.174，達 1%顯著水準。表 6-10 之 B 部分實證結果支持假說 5b，執行期間累積報酬率相對較小之企業，董事會具有較高的獨立性與較低的異動性，執行率較高，公司治理對於執行率的正向效果影響更大。

[表 6-10 在此處]

6.4 敏感性分析

股價低估為公司宣告買回庫藏股的主要動機之一，公司治理效果可能與股價低估有關，本研究以淨值市價比高低，作為公司股價受到低估的指標，淨值市價比愈高之公司，表示公司股價愈容易受到低估。將公司依淨值市價比大小分為低、中、高三組(如表 6-11 所示)，並發現公司股價愈容易受到低估之企業(高組)，公司治理對於宣告可能和宣告次數之負向影響愈大。淨值市價比較低之公司，具較好的公司價值，公司治理愈好，表示管理者的資訊品質愈高，宣告買回之正向股價反應較大。低組和高組下，公司治理對於宣告買回數量和金額比率皆具顯著之負向影響。低、中、高三組下，股價漲幅較小的企業內，公司治理對於執行率皆產生顯著之正向影響。

[表 6-11 在此處]

若考慮公司治理的效果可能與宣告買回目的相關，為第二種目的宣告買回之樣本只有 15 件，樣本並不具代表性，故只區分第一種和第三種宣告目的。實證結果(如表 6-12)說明，兩種狀況下，公司治理對於宣告買回數量和金額比率具顯著之負向影響。公司治理愈好之企業，為第一種目的宣告買回股票時，市場認為

其具備較好之公司價值和資訊品質，故給予正向之股價反應，對於股價變動較敏感，股價漲幅較小的企業內，公司治理對於執行率之正向影響較顯著。

[表 6-12 在此處]

本研究另外以 Poisson 模型，測試公司治理對於宣告次數的影響力，實證結果如表 6-13 所示，與負二項模型有一致性之發現，證實本研究實證結果具穩健性。

[表 6-13 在此處]

若公司的股價處於低迷的狀態，宣告前的累積報酬率為負數，公司治理較好之企業於宣告買回時之正向股價效果於宣告日後 2 天可能尚未完全反映完畢，故重新調整事件期，以宣告日當天至後 7 天之累積平均異常報酬(CAR8)替代宣告日前 2 天至後 2 天之累積平均異常報酬(CAR5)，以驗證宣告買回庫藏股之市場反應效果具穩健性，不受到事件期變動的影響。實證結果(如表 6-14 所示)亦支持假說 3，公司治理較好的企業，宣告買回股份正向股價反應較大。

[表 6-14 在此處]

排除執行期間平均股價超過買回價格上限的樣本，避免因為股價因素干擾公司治理的影響效果，刪除執行期間平均股價超過買回價格上限的樣本件數共計有 55 件，迴歸分析之最終樣本件數為 1,412 件。實證結果(如表 6-15 至 6-17 所示)與刪除前之結果維持一致，假說 4 未獲得支持，假說 5 獲得部分支持，即公司治理較好之企業，未具有較高之實際買回庫藏股數量比率、實際買回金額比率或執行率，但於股價漲幅較小的企業內，發現公司治理與執行率之顯著正向關係。

[表 6-15、表 6-16、表 6-17 在此處]

將機構投資人持股比率進一步分為政府機構持股比率(GOV)與民營機構持股比率(CORP)以區分投資人邊際稅負不同的影響(Dhaliwal 與 Li, 2006)。增加股權集中度(OC)和大股東人數(BLOCKNO)衡量董事會齊一性，股權集中度(OC)係運用賀芬達指數(Herfindahl Index)的概念，以公司前五大股東持股比率平方和做為股權集中度的代理變數(李春安與黃鏐如，2004)，大股東之持股率須達到 5%。

另外，推測當內部人持有許多股票選擇權時，可能著眼於自身的利益提出股票買回計畫，新增認股權(OP)控制變數，為一虛擬變數，若公司於宣告買回庫藏股當年度或前三年度有發行認股權為 1，未發行為 0。考慮公司交易成本不同的影響，胡星陽(1998)發現台灣股市中，高週轉率的股票，由於交易成本較低，投資人所要求之預期報酬亦較低，新增週轉率(TRADE)控制變數，作為交易成本之代理變數，為公司宣告日前一年月平均成交量佔流通在外股數比例。

排除重覆計算、不具代表性和極端值樣本後，以 4,530 和 1,456 件宣告分別分析公司治理對於買回宣告行為以及宣告買回市場反應、實際買回行為的影響。實證結果(如表 6-18 所示)與本研究之主要發現維持一致。此外，實證結果支持實施認股權證之公司，較可能和較常宣告買回股票但實際買回金額比率較低;交易成本愈低之公司，愈可能宣告，傾向宣告較高之買回數量和金額比率且實際買回數量和金額比率也較高。

[表 6-18 在此處]

為證實公司治理之效果具穩健性，不受到將公司治理相關變數分類之影響，本研究以控制股東(MASTER)、董監質押比率(PLDG)、內部人持股比率(INSIDE)、總經理異動(VPRE)與次大股東(OUT2)分別代表公司治理之獨立性、監督性、齊一性、異動性與集權性之五種特質，直接衡量這五個變數對於公開市

場買回股票行為之影響。

實證結果(如表 6-19 所示)支持假說 1 至 4，即發現公司治理對於公司宣告買回可能、宣告次數、事件期 5 天累積平均異常報酬、宣告買回數量和金額比率，具顯著影響力。若控制股東未能操縱董事會決議、董監質押比率較低、內部人持股比率較高和存在外部次大股東的公司，愈不可能也不常宣告買回股票。若董事會過半席次由控制股東所掌控、總經理更換較頻繁的公司，宣告買回時，市場產生負向之股價反應；而內部人持股比率愈高的公司，市場產生較正面的評價。較少更換高階主管和受到外部次大股東監督經營的公司，公司傾向宣告較低數量或金額之買回比率，亦發現內部人持股比率與公司宣告買回金額比率的顯著負向關係。

[表 6-19 在此處]

本研究另以 0 為單邊 Tobit 迴歸模型，分析公司治理與實際買回數量或金額比率之關係，實證結果如表 6-20 所示，與複迴歸模型有一致性之發現，顯示本研究實證結果具穩健性。

[表 6-20 在此處]

與公司治理有關變數的分類方式下，每一種特質所包含的變數個數並不相同，造成每一個變數的權重不同，重新以每一個變數具相同權重的方式彙總成五種特質變數，實證結果(如表 6-21 所示)與本研究之主要發現維持一致。

[表 6-21 在此處]

有些研究發現自由現金流量較多的企業，若企業之公司治理愈好，趨向保存較多的現金以維持現金使用的彈性(John 與 knyazeva, 2006; Harford et.al.2008)，如果此類型企業擬發放現金予股東時，公司治理對現金支付政策的影響，視觀察角度的不同亦有所差異。John 與 Knyazeva(2006)認為公司治理較差的企業，代理問題較嚴重，偏愛採用高成本、高成效之現金股利政策，以約制管理者。而 Harford et. al. (2008)發現公司治理較好的企業，未來獲利性較高，故公司治理較好的企業，喜好以增加現金股利，作為未來擬發放較多現金股利的承諾。

本研究以測試公司治理與自由現金流量交互作用(G*FCF)的方式，瞭解自由現金流量對於公司治理效果之影響。交互作用(G*FCF)之係數顯著為負(如表 6-22 所示)說明企業有較多之自由現金流量時，若企業之公司治理愈好，宣告買回股份可能較低，宣告次數較少，與 Harford et. al. (2008)有一致性之發現，並符合本研究對於假說 1 之推論。

[表 6-22 在此處]

第七章 結論與建議

本章將彙總前述之研究結果做成結論，並說明本研究之限制及對後續研究之建議。

7.1 結論

本研究探討公司治理與公開市場買回行為之關聯性，將公司治理相關變數區分成獨立性、監督性、齊一性、異動性與集權性之五種特質以個別評估公司治理之良窳，並將其彙總以整體評估公司治理之健全性，分析公司治理對於公開市場股份買回宣告可能、宣告次數、宣告時之市場反應、宣告買回數量和金額比率、實際買回數量和金額比率以及執行率各層面之影響。

本研究發現，公司治理愈好之企業，董事會之決議較能有效防範具不當動機和不利股東之股份買回，宣告買回股份之可能性較低、宣告次數較少。若公司宣告買回股票時，市場有顯著之異常報酬率，顯示外部投資人相信企業之公司治理愈好，庫藏股政策之實施愈能提升公司的價值。管理當局宣告買回庫藏股時，存在操弄宣告量之不當意圖可能性較低，傾向於宣告較低之買回數量和金額比率。雖然買回宣告產生之正向股價反應，增加執行買回之成本，導致公司治理較好之企業，執行買回成效並未明顯高於公司治理較差之企業，宣告效果較小之企業內，公司治理之監控機制，仍能有效提升執行率。

現行法律授權董事會決議管理當局提出之股票買回計畫，但未嚴格規範董事會成員操縱股價之責任，為避免公司內部人利用資訊取得優勢，侵占外部股東權益，公司治理機制負責監督董事會運作，透過監控功能之發揮，以確保董事會之成員立基於全體股東最大之福祉，確實行使職權，擬訂出正確之庫藏股決策。實證結果顯示，外部投資人視公司治理機制為庫藏股決策明智與否之指標，故企業當致力健全公司治理，維持具有較高的獨立性、監督性與齊一性，且有較低的異動性與集權性之董事會結構，以提升庫藏股決策之品質。

7.2 研究限制

本研究以四種情況分析公司買回庫藏股對內部人和外部股東之可能影響，實證結果所顯示的是四種情況綜合的影響，無法區分個別四種情況單獨的影響。若研究者只想觀察對內部人有利但對外部股東不利的情況(情況(3))，實證結果無法只顯示情況(3)的效果。

另外，由於公司宣告買回庫藏股時可能存在複雜的動機，本研究無法完全控制到與所有動機相關的因素，包括資訊不對稱、每股盈餘、每股盈餘成長率、股東權益報酬率、銷貨收入成長率、營業利益率、營業利益成長率、營業利益波動、來自營業活動的現金流量、來自投資活動的現金流量、現金股利、稅、裁決性應計項目、多(空)頭市場、總體經濟、大盤指數、以及反併購等。

7.3 後續研究方向

企業將現金還給股東的方式，包括股票買回和股利發放，本研究只討論公司治理對股票買回政策的影響，後續研究者可以探討不同狀況下，例如考量稅負或公司風險的狀況下，公司治理對於企業現金支付政策的影響。

另外，股票買回視同減資行為，後續研究者可以針對庫藏股減資和公司法減資，檢視公司治理對於不同類型減資決策的影響。

參考文獻

- 池祥萱，2002，公開市場股票再買回之研究，國立中央大學財務金融研究所未出版博士論文。
- 李春安、黃鏐如，2005，公司治理、企業獲利與盈餘管理關聯性之研究，Working Paper.
- 李佳玲、葉穎蓉、何晉滄，2005，績效、公司治理與高階管理者離職關係之實證研究，中山管理評論，第 13 卷第 1 期: 75-106。
- 李現瑞，2005，過去執行庫藏股買回記錄對庫藏股宣告之影響，國立台北大學會計研究所未出版碩士論文。
- 胡星陽，1998，流動性對台灣股票報酬率的影響，中國財務學刊，第 5 卷第 4 期:1-19。
- 陳振遠、張智堯、王蘭芬、李文智，2005，應用 Ohlson 會計評價模型探究公司治理之價值攸關性—以台灣上市公司電子業為例，臺大管理論叢，第 15 卷第 2 期: 123-142。
- 陳嘉惠、劉玉珍、林炯堃(2003)，「公開市場股票購回影響因素分析」，證券市場發展季刊，第 15 卷第 3 期: 27-62。
- 葉銀華、邱顯比、張銘煌，1999，基金經理人更換、董事會組成與績效之研究，證券市場發展季刊，第 11 卷第 1 期: 25-69。
- 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，證券市場發展季刊，第 15 卷第 4 期:69-106。
- 蔡柳卿、許神扶，2004，庫藏股買回宣告之資訊移轉效果，證券櫃檯，第 93 期:72-88。
- 蔡柳卿、郭法雲，2004，我國庫藏股制度之實證研究，資訊效果與資訊傳遞動機，會計評論，第 38 期: 81-112。
- 劉啟群、陳妮雲，2006，買回庫藏股執行率影響因素之研究，2006 會計理論與實務研討會論文集，台北。
- 蘇迺惠、林嬋娟，2008. Operating performance and investment expenditures following open market share repurchases. 管理學報(Forthcoming).
- Ahmed, k., M. Hossain, and M.B. Adams. 2006. The effects of board composition and board size on the informativeness of annual accounting earnings. *Corporate*

- Governance: An International Review* 14(5): 418-431.
- Barth, M. E. and R. Kasznik. 1999. Share repurchases and intangible assets. *Journal of Accounting and Economics* 28: 211-241.
- Bartov, E. 1991. Open-market stock repurchases as signals for earnings and risk changes. *Journal of Accounting and Economics* 14(3), 275-294.
- Babenko, I. and A. Vedrashko. 2006. *Informativeness of managerial stock ownership and market reaction to stock repurchase announcements*, SSRN Working Paper.
- Beasley, M. S. 1996. An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review* 71(4), pp.443-465.
- Beasley, M. S. and S. E. Salterio. 2001. The relationship between board characteristics and voluntary improvements in audit committee composition and experience. *Contemporary Accounting Research* 18(4): 530-570.
- Bens, D. A., V. Nagar, D. J. Skinner, and M.H. Wong. 2003. Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases. *Journal of Accounting and Economics* 36: 51-90.
- Boone, A. L., L. C. Field, J. M. Karpoff, and C. G. Raheja. 2005. *The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis*, Working Paper.
- Brush, T. H., P., Bromiley, and M. Hendrickx. 2000. Free cash flow hypothesis and sales growth. *Strategic Management Journal* 21(4); 455-472.
- Bryan, S., L. S. Hwang, and S. Lilien. 2000. CEO stock-based compensation: An empirical analysis of incentive-intensity, relative mix and economic determinants. *The Journal of Business* 73(4): 661-693.
- Chan, K., D. Ikenberry, and I. Lee. 2003. *Economic Sources of Gain in Stock Repurchases*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39: 461-480.
- Chen, C. and M. M. Wen. 2004. *The credibility of stock repurchase signals*, Financial Management Association Annual Conference Working Paper.
- Cheng, E. C. M. and S. M. Courtenay. 2006. Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *The International Journal of Accounting*: 41(3): 262-289.
- Cudd, M., R. Duggal, and S. Sarkar. 1996. Share repurchase motives and stock market reaction. *Quarterly Journal of Business and Economics* 35(2): 66-76.
- 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.
- Daily, C. M. and D. R. Dalton. 1994. Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure. *The Academy of Management Journal* 37(6): 1603-1617.
- Dereeper, S. and F. Romon. 2003. *The use of open-market repurchase program in France*, Working Paper.
- Dhaliwal, D. S. and O. Z. Li. 2006. Investor tax heterogeneity and ex-dividend day trading volume. *Journal of Finance* 61(1): 463-490.
- Dittmar, A. K. 2000. Why do firm repurchase stock? *The Journal of Business* 73(3):331-355.
- Fenn, G. W. and N. Liang. 2001. Corporate payout policy and managerial stock incentives. *Journal of Financial Economics* 60: 45-72.
- Florou, A. 2005. Top directors shake up: The link between chairman and CEO dismissal in the U.K. *Journal of Business Finance and Accounting* 32 (1-2), 97-128.
- Gelb, S. D. 2000. Corporate signaling with dividends, stock repurchases, and accounting disclosures: An empirical study. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 15: 99-120.
- 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.
- Gong, G., H. Louis and A. X. Sun. 2008. Earnings management and firm performance following open-market repurchases. *The Journal of Finance* 63(2): 947-986.
- Grullon, G. and R. Michaely. 2002. Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance* 4: 1649-1684.
- Gul, F. A. and Judy S. L. Tsui. 1998. A test of the free cash flow and debt monitoring hypotheses: Evidence from audit pricing. *Journal of Accounting and Economics* 24(2): 219-237.
- Hackethal, A. and A. Zdantchouk. 2005. Signaling power of open market share repurchases in Germany. *Financial Markets and Portfolio Management* 20(2): 123-151.
- Hall, B. J. and J. B. Liebman. 1998. Are CEO really paid like bureaucrats? *The*

- Quarterly Journal of Economics* 113(3): 653-691.
- Harford, J., S.A. Mansi, and W. F. Maxwell. 2008. Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*: 535-555.
- 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.
- Hribar, P., N. T. Jenkins, and W. B. Johnson. 2006. Stock repurchases as an earnings management device. *Journal of Accounting and Economics* 41: 3-27.
- Ikenberry, D., J. Lakonishok, and T. Vermaelen. 1995. Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics* 39: 181-208.
- _____.2000. Stock repurchase in Canada: Performance and strategic trading. *Journal of Finance* 55(5): 2373-2397.
- Ikenberry, D. and T. Vermaelen. 1996. The option to repurchases stock. *Financial Management* 25: 9-24.
- Jagannathan, M., and C. Stephens. 2003. Motives for multiple open-market repurchase programs. *Financial Management* 32(2):71-101.
- _____.2004.*Privately negotiated repurchases and monitoring by block shareholders*, Working Paper.
- Jagannathan, M., C. P. Stephens, and M.S. Weisbach. 2000. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics* 57: 355-384.
- Jensen, M.C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76(2): 323-329.
- John, K. and A. Knyazeva. 2006. Payout policy, agency conflicts and corporate governance. Working Paper.
- Jun, S. G., M. Jung, and R. A. Walkling. 2006. *Share repurchases, executive options and wealth changes to stockholders and bondholders*, Working Paper.
- Jung, S. C., Y. G. Lee, and J. H. Thornton. 2003. *Stock repurchases in a developing market: Evidence from Korea*, Working Paper.
- Kahle, K. 2002. When a buyback isn't a buyback: Open market repurchase and employee options. *Journal of Financial Economics* 63: 235-261.
- Kaplan, S. N. 1995. Corporate governance and incentives in German companies:

- Evidence from top executive turnover and firm performance. *European Financial Management* 1(1): 23-36.
- Kesner, I. F., B. Victor, and B. T. Lamont. 1986. Board composition and the commission of illegal acts: An investigation of fortune 500 companies. *The Academy of Management Journal* 29(4): 789-799.
- Kracher, B. and R. R. Johnson. 1997. Repurchase announcements, lies and false signals. *Journal of Business Ethics* 16: 1677-1685.
- Lamba, A. and I. Ramsay. 2000. *Share buy-backs: An empirical investigation*, Center for Corporate Law and Securities Regulation Research Report.
- Lehn, k. and A. Poulsen. 1989. Free cash flow and stockholder gains in going private transactions. *Journal of Finance* 44(3): 315-335.
- Li, S. 2003. *Stock-based incentives, corporate governance and managers' fraudulent stock price manipulation*, Working Paper, Duke University.
- Li, K. and W. McNally. 2003. The decision to repurchases, announcement returns and insider holdings: A conditional event study. *The ICFAI Journal of Applied Finance* 9(6): 55-70.
- Lie, E. 2005. Financial flexibility, performance, and the corporate payout choice. *Journal of Business* 78: 2179-2202.
- McNally, W. J. 1999. Open market stock repurchases signaling. *Financial Management* 28(2): 61-74.
- Mehran, H. 1992. Executive incentive plans, corporate control and capital structure. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27(4): 539-560.
- 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.
- Oswald, D. and S. Young. 2004. *Open market share reacquisitions, surplus cash, and agency problems*, AFA 2005 Philadelphia Meetings Working Paper.
- Park, Y. W. and H. H. Shin. 2004. Board composition and earnings management in Canada. *Journal of Corporate Finance* 10: 431-457.
- Peasnell, K.V., P. F. Pope, and S. Young. 2005. Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals? *Journal of Business Finance and Accounting* 32(7): 1311-1346.
- Pugh, W., and J. S. Jahera. 1990. Stock repurchases and excess returns: An empirical examination. *The Financial Review* 25(1): 127-142.

- Rau, P. R. and T. Vermaelen. 2002. Regulation, taxes, and share repurchases in the United Kingdom. *Journal of Business* 75(2): 245-281.
- Sanders, W. G. and M. A. Carpenter. 2003. Strategic satisfying? A behavioral-agency perspective on stock repurchase program announcements. *Academy of Management Journal* 46: 160-179.
- Seifert, U. and R. Stehle. 2003. *Stock performance around share repurchase announcements in Germany*, Working Paper.
- Skjeltop, J. A. and B. A. Ødegaard. 2004. *The Ownership structure of repurchasing firms*, Working Paper.
- Slovin, M. B. and M. E. Sushka. 1993. Ownership concentration, corporate control activity, and firm value: Evidence from the death of inside blockholders. *Journal of Finance* 48(4):1293-1321.
- Song, O. R. 2002. *Hidden social costs of open market share repurchases*. S.J.D., Harvard Law School Dissertation.
- Stephens, C. P. and M. S. Weisbach. 1998. Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs. *Journal of Finance* 53(1): 313-333.
- Vermaelen, T. 1981, Common stock repurchases and market signaling. *Journal of Financial Economics* 9: 139-183.
- Wansley, J. W., W. R. Lane, and S. Sarker. 1989. Managements' view on share repurchases and tender offer premiums. *Journal of Financial Management* 18(3): 97-110.
- Warner, J.B. 1988. Stock prices and top management changes, *Journal of Financial Economics* 20:461-492.
- Webb, E. 2006. *Bank stock repurchases extent and measures of corporate governance*, Working Paper.
- 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.
- Yermack, D. 1995. Do corporations award CEO stock options effectively? *Journal of Financial Economics* 39(2): 237-269.
- Zhang, H. 2002. Share repurchases under the commercial law 212-2 in Japan: Market reaction and actual implementation. *Pacific-Basin Finance Journal* 10:287-305.

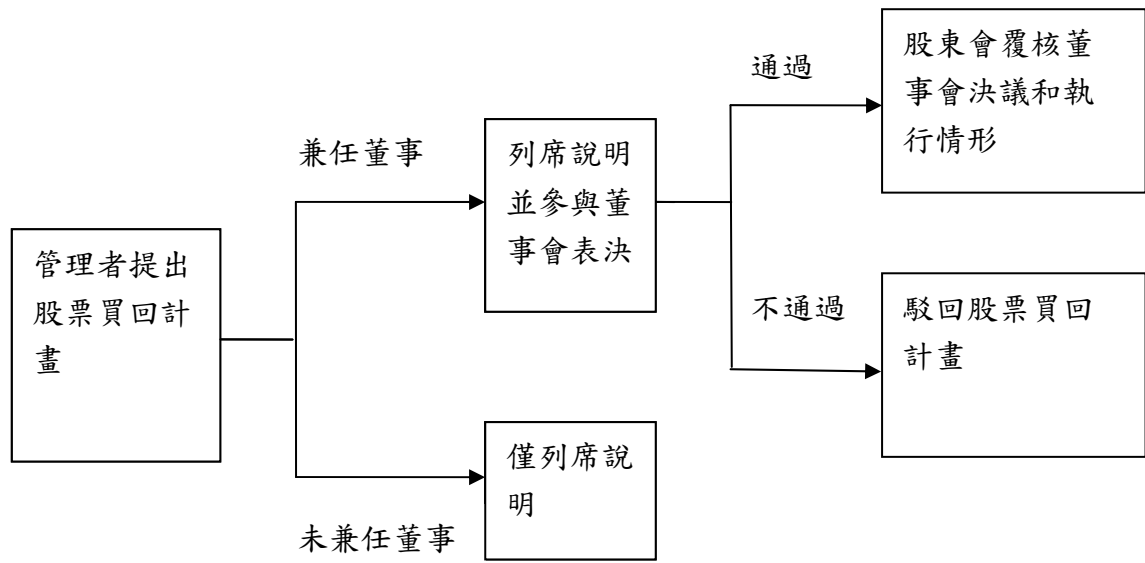


圖 3-1 庫藏股決策流程



a: 公司特性涵蓋公司規模、淨值市價比、自由現金流量、負債比率、資產報酬率和交易市場別。

圖 5-1 實證架構

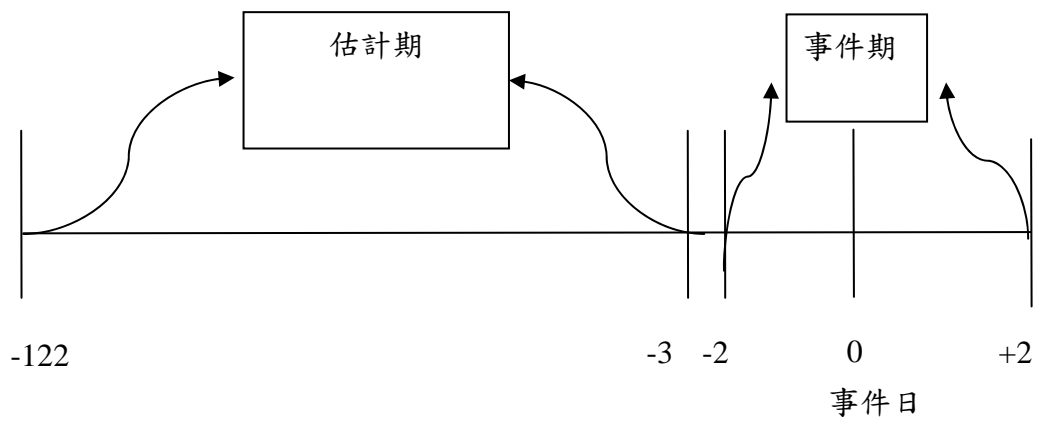


圖 5-2 事件研究法之時間線

表 2-1 各國庫藏股制度比較

項 目	美國	英國	德國	日本	台灣
決策機構	董事會	股東會	股東會	股東會	董事會
侷限目的個數	未設限	5	6	6	3
購回方式	公開市場買回、公開收購或私下議價	公開市場買回或公開收購	公開市場買回	公開市場買回或公開收購	公開市場買回或公開收購
買回數量限制	當日買回最大數量不得逾買回當週之前四週該股每日平均成交量之 25%。	總數不能超過已發行總股份 15%。	依目的 1 至 3 取得股份與現有股份面額合計資本額 10% 以下。	依目的 5 取得股份不得超過已發行股份總數 3%。	當日買回股份數量超過二十萬者，買回數量不得超過總數 1/3。買回總數不得超過已發行股份總數 10%。
決議後執行期間	無	18 個月	18 個月	1 年	2 個月
轉讓時限	無	依目的 1 取得股份於取得後直接銷除，依目的 2 至 5 取得股份於取得後三年內若無法轉讓，則強制銷除。	依目的 2 取得股份於取得後一年內轉讓，公司持有自己股份超過資本額 10% 時，其超過部份於三年內處分之。	依目的 5 取得股份於取得後六個月轉讓，依其餘目的取得股份於取得後立刻銷除。	依目的 1 取得股份於取得後於三年內轉讓，依目的 3 取得股份於取得後六個月內銷除。
大量買回公告	無	無	無	無	有
執行完畢公告	無	無	無	無	有
主要買回目的	股價受到低估	稅或自由現金流量	股價受到低估	股價受到低估	轉讓股份予員工
市場反應(%) ^a	2.69	1.08	5.87	5.98	1.71
每年平均宣告件(家)數	327	14	47	(9)	213(63)
平均執行率(%)	73.8	74.4	NA	83.5	69.7

a 美國、德國和臺灣均為宣告日前後 1 天累積平均異常報酬，英國為宣告日前後 2 天累積平均異常報酬，日本為宣告日前 1 天和後 3 天累積平均異常報酬。

表 4-1 公司買回庫藏股對內部人和外部股東之可能影響

	對內部人有利		對內部人不利
對外部股東有利	情況(1) 宣告買回庫藏股		情況(2) 不會宣告買回庫藏股
對外部股東不利	情況(3)	公司治理好： 較不會宣告買回庫藏股	情況(4) 不會宣告買回庫藏股
		公司治理差： 較會宣告買回庫藏股	

表 5-1 變數定義

A 部分: 應變數

變數	說明
TELL	宣告可能。為一虛擬變數，公司於研究期間內有宣告買回股份者為 1，否則為 0。
TIMES	宣告次數。研究期間內樣本公司每一年度累積宣告買回股份的次數。
CAR5	事件期累積平均異常報酬。買回股份宣告日及其前後 2 日累積平均異常報酬。
PUR	宣告買回數量比例。宣告買回股數除以宣告日前一年底流通在外股數。
PURAMT	宣告買回金額比例。宣告買回股數乘上宣告日前 20 日平均股價，再除以宣告日前一年底公司市值。
REPSH	實際買回數量比率。實際買回股數除以宣告日前一年底流通在外股數。
REPAMT	實際買回金額比率。實際買回金額除以執行期間平均股價與宣告日前一年底流通在外股數之乘積。
REP	執行率。宣告當次已買回股數佔預定買回股數比率。

B 部分: 五種特質與整體公司治理變數

變數	說明
INDEP	獨立性。公司內部董事長未兼任總經理加 1，控制股東人數未過半加 1，外部董事席次比例大於中位數加 1，總和再除以 3。
RULE	監督性。公司控制股東成員未擔任監察人時加 1，席次控制權與股份控制權偏離差小於中位數加 1，董監質押比率小於中位數加 1，總和再除以 3。
RUN	齊一性。董事會規模小於中位數加 1，內部人持股比率大於中位數加 1，機構投資人持股比率大於中位數加 1，總和再除以 3。
TURNOVER	異動性。公司觀察年度及前二年董事長未異動時加 1，觀察年度及前二年總經理未異動時加 1，總和再除以 2。
KING	集權性。公司無持股 5% 以上股東同時擔任董事者時 1，無持股 3% 以上次大股東同時擔任董事時加 1，經理擔任董事席次比例小於中位數加 1，股份控制權與盈餘分配權偏離差小於中位數加 1，存在持股 3% 以上次大股東未擔任董事時加 1，總和再除以 5。
G	公司治理。獨立性、監督性、齊一性、異動性以及集權性五種特質變數之合計數除以 5。
R1	股價漲幅較小。為一虛擬變數，執行期間累積報酬率小於中位數為 1，否則為 0。
INDEP*R1	獨立性與股價漲幅較小交乘項。
RULE*R1	監督性與股價漲幅較小交乘項。
RUN*R1	齊一性與股價漲幅較小交乘項。
TURNOVER*R1	異動性與股價漲幅較小交乘項。
KING*R1	集權性與股價漲幅較小交乘項。
G*R1	公司治理與股價漲幅較小交乘項。
G*FCF	公司治理與自由現金流量交乘項。

C 部分: 控制變數

變數	說明
SIZE	公司規模。宣告日前一年底公司總資產，並取自然對數值。
BM	淨值市價比。宣告日前一年底的淨值除市值。
FCF	自由現金流量。淨值市價比大於 1 的公司，為扣除折舊費用前之宣告日前一年營業利益減除支付的所得稅、利息與現金股利，並以總資產標準化，而淨值市價比小於 1 的公司則為 0。
DEBT	負債比率。宣告日前一年底之總負債除以總資產。
ROA	資產報酬率。宣告日前一年繼續營業部門稅前淨利加利息除以總資產。
TSE	交易市場別。為一虛擬變數，上市公司為 1，上櫃公司為 0。
D _j	產業別。為虛擬變數，若公司屬電子業者 D1 為 1，其他產業為 0；若公司屬金融業者 D2 為 1，其他產業為 0。
Y _j	年度別。為虛擬變數，以 2000 年為基期年，若公司宣告日屬 2001 年 Y1 為 1，其他年度為 0，以此類推至 2005 年。
LAW _j	買回辦法修正。為虛擬變數，若買回股份宣告日介於 2000 年 8 月至 2000 年 9 月間 LAW1 為 1，其他期間為 0。若買回股份宣告日介於 2000 年 10 月至 2001 年 5 月間 LAW2 為 1，其他期間為 0。
PCAR	宣告前累積平均異常報酬。事件期前 3 天至 42 天之累積平均異常報酬。
PSTD	宣告前股價波動。以宣告日前 20 天公司報酬率標準差衡量。
STD	執行期間股價波動。以執行期間公司報酬率標準差衡量。
RET	執行期間累積報酬率。由臺灣經濟新報資料庫取得執行期間除權息調整後日報酬率資料，再以累積乘數的方法求得。如下式所示： $RET_{i,t} = [(1 + R_{i,D1})(1 + R_{i,D2}) \dots (1 + R_{i,DL})] - 1$ 其中： $R_{i,D1}$ ：股票 i 在執行期間第一交易日之日報酬率 $R_{i,DL}$ ：股票 i 在執行期間最後交易日之日報酬率
C1	目的別。為一虛擬變數，公司買回目的為轉讓股份予員工者為 1，若為維護公司信用及股東權益為 0。
RETC1	執行期間累積報酬率與目的別交乘項。
LARGE	重大買回。為一虛擬變數，執行期間有重大買回公告者為 1，無重大買回公告為 0。
EARLY	提前執行完畢。為一虛擬變數，若執行完畢公告比預定買回結束日早 5 天以上者為 1，其他情況為 0。

表 6-1 敘述統計量^a

A 部分：

變數 ^b	宣告買回(986)		未宣告買回(3,630)		平均數差異 (中位數差異)	P 值 ^c
	平均數 (中位數)	標準差	平均數 (中位數)	標準差		
TIMES	1.5629 (1.0000)	0.9615	0.0000 (0.0000)	0.0000	1.5629 (1.0000)	0.00 (0.00)
INDEP	0.4537 (0.3333)	0.2809	0.4797 (0.3333)	0.2803	-0.0260 (0.0000)	0.01 (0.00)
RULE	0.4141 (0.3333)	0.3430	0.4432 (0.3333)	0.3295	-0.0290 (0.0000)	0.02 (0.01)
RUN	0.5308 (0.6667)	0.2826	0.5888 (0.6667)	0.2849	-0.0580 (0.0000)	0.00 (0.00)
TURNOVER	0.7013 (1.0000)	0.3451	0.6829 (1.0000)	0.3620	0.0184 (0.0000)	0.15 (0.26)
KING	0.6168 (0.6000)	0.1851	0.6511 (0.6000)	0.1716	-0.0342 (0.0000)	0.00 (0.00)
G	0.5433 (0.5467)	0.1413	0.5691 (0.5667)	0.1279	-0.0258 (-0.0200)	0.00 (0.00)
SIZE	15.5341 (15.3000)	1.3926	15.2550 (15.0500)	1.3084	0.2791 (0.2500)	0.00 (0.00)
BM	1.0222 (0.9005)	0.6358	1.0987 (0.8970)	0.8220	-0.0766 (0.0035)	0.01 (0.74)
FCF	0.0092 (0.0000)	0.0273	0.0057 (0.0000)	0.0298	0.0035 (0.0000)	0.00 (0.00)
DEBT	0.4075 (0.4023)	0.1705	0.4321 (0.4266)	0.1746	-0.0245 (-0.0243)	0.00 (0.00)
ROA	0.0586 (0.0537)	0.0656	0.0500 (0.0514)	0.0921	0.0085 (0.0023)	0.01 (0.04)

B 部分(N=1462)

變數 ^b	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
PUR	0.0314	0.0034	0.0166	0.0265	0.0420	0.1109	0.0200
PURAMT	0.0247	0.0005	0.0112	0.0192	0.0303	0.7943	0.0313
CAR5	0.0173	-0.2133	-0.0203	0.0173	0.0552	0.2229	0.0660
REPSH	0.0202	0.0000	0.0079	0.0164	0.0279	0.1087	0.0162
REPAMT	0.0247	0.0000	0.0089	0.0193	0.0331	0.1811	0.0223
REP	0.6973	0.0000	0.4000	0.8717	1.0000	1.0180	0.3466
INDEP	0.4512	0.0000	0.3333	0.3333	0.6667	1.0000	0.2752
RULE	0.4109	0.0000	0.0000	0.3333	0.6667	1.0000	0.3423
RUN	0.5670	0.0000	0.3333	0.6667	0.6667	1.0000	0.2948
TURNOVER	0.7052	0.0000	0.5000	1.0000	1.0000	1.0000	0.3524
KING	0.6323	0.0000	0.4000	0.6000	0.8000	1.0000	0.1850
G	0.5533	0.1467	0.4533	0.5533	0.6533	1.0000	0.1386
SIZE	15.6846	12.9500	14.6400	15.5000	16.4000	19.8000	1.4245
BM	1.0533	0.1605	0.6009	0.9445	1.3477	6.0403	0.6019
FCF	0.0094	-0.0865	0.0000	0.0000	0.0150	0.1329	0.0271
DEBT	0.4126	0.0543	0.2917	0.4016	0.5115	0.9426	0.1791
ROA	0.0557	-0.2365	0.0241	0.0494	0.0879	0.3132	0.0625
PCAR	-0.0462	-0.5613	-0.1422	-0.0426	0.0514	0.5422	0.1681
PSTD	0.0256	0.0046	0.0185	0.0254	0.0320	0.0524	0.0096
RET	0.0741	-0.4144	-0.0431	0.0450	0.1630	1.0953	0.2004
STD	0.0253	0.0064	0.0188	0.0250	0.0312	0.0489	0.0087

a 表 6-3 和表 6-4 迴歸模型中所使用變數，分成宣告買回和未宣告買回兩類，刪除 0.5% 極端值後之結果列示於 A 部分。B 部分為表 6-5 至表 6-10 迴歸模型中所使用變數，刪除 0.5% 極端值後之各項敘述統計值。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c 未括弧 P 值為兩個獨立樣本雙尾 t test，括弧內 P 值為雙尾 Mann-Whitney U test。

表 6-2 相關係數矩陣^a

A 部分:

變數 ^b	TELL	TIMES	INDEP	RULE	RUN	TURN- OVER	KING	G1	SIZE	BM	FCF	DEBT	ROA
TELL	1												
TIMES	0.82	1											
INDEP	-0.04	-0.03	1										
RULE	-0.04	-0.06	0.17	1									
RUN	-0.08	-0.09	-0.14	0.04	1								
TURN- OVER	0.02	0.02	-0.10	0.00	0.01	1							
KING	-0.08	-0.06	0.11	0.01	-0.02	-0.09	1						
G	-0.08	-0.09	0.43	0.60	0.40	0.49	0.26	1					
SIZE	0.09	0.12	0.07	-0.19	-0.13	-0.08	0.03	-0.16	1				
BM	-0.04	-0.01	-0.01	0.01	-0.18	-0.08	0.11	-0.08	0.06	1			
FCF	0.05	0.04	0.00	-0.01	-0.03	0.06	-0.03	0.00	-0.03	-0.01	1		
DEBT	-0.06	-0.03	0.05	-0.02	-0.09	-0.11	0.10	-0.06	0.27	0.19	-0.12	1	
ROA	0.04	0.02	0.04	0.02	0.16	0.12	-0.13	0.13	-0.01	-0.46	0.14	-0.33	1

B 部分：

變數 ^b	CAR5	INDEP	RULE	RUN	TURN- OVER	KING	G	SIZE	BM	FCF	DEBT	ROA	TSE	PCAR	PSTD	C1
CAR5	1															
INDEP	0.03	1														
RULE	0.03	0.32	1													
RUN	0.03	-0.10	0.06	1												
TURN- OVER	0.00	-0.12	0.07	-0.04	1											
KING	0.03	0.10	0.03	-0.08	-0.04	1										
G	0.04	0.48	0.69	0.37	0.47	0.27	1									
SIZE	-0.07	0.01	-0.44	-0.21	-0.12	0.11	-0.33	1								
BM	0.10	0.03	-0.14	-0.14	-0.08	0.10	-0.13	0.16	1							
FCF	0.04	0.01	-0.07	-0.05	-0.06	0.01	-0.08	-0.03	0.17	1						
DEBT	-0.05	0.16	0.03	-0.04	-0.10	0.16	0.05	0.40	0.13	-0.05	1					
ROA	-0.05	0.07	0.17	0.09	0.08	-0.04	0.18	-0.12	-0.46	-0.01	-0.21	1				
TSE	-0.02	-0.19	-0.37	0.03	0.06	-0.01	-0.22	0.46	0.08	0.02	0.01	-0.03	1			
PCAR	-0.08	0.01	-0.05	-0.03	0.04	0.04	0.00	0.06	0.03	0.04	-0.01	-0.05	0.08	1		
PSTD	0.05	0.00	-0.09	-0.08	-0.08	0.00	-0.12	0.07	-0.01	-0.02	0.07	-0.06	-0.03	-0.11	1	
C1	-0.07	0.04	0.08	0.12	-0.01	-0.01	0.10	-0.03	-0.26	-0.10	0.14	0.09	-0.07	-0.05	0.09	1

C 部分：

變數 ^b	PUR	PURAMT	INDEP	RULE	RUN	TURN- OVER	KING	G	SIZE	BM	FCF	DEBT	ROA	TSE	D1	D2
PUR	1															
PURAMT	0.48	1														
INDEP	0.06	0.01	1													
RULE	0.12	0.04	0.32	1												
RUN	0.00	-0.03	-0.10	0.06	1											
TURN- OVER	-0.01	-0.05	-0.12	0.07	-0.04	1										
KING	-0.04	0.02	0.10	0.03	-0.08	-0.04	1									
G	0.07	-0.01	0.48	0.69	0.37	0.47	0.27	1								
SIZE	-0.30	-0.13	0.01	-0.44	-0.21	-0.12	0.11	-0.33	1							
BM	-0.06	0.09	0.03	-0.14	-0.14	-0.08	0.10	-0.13	0.16	1						
FCF	-0.01	0.00	0.01	-0.07	-0.05	-0.06	0.01	-0.08	-0.03	0.17	1					
DEBT	-0.08	0.03	0.16	0.03	-0.04	-0.10	0.16	0.05	0.40	0.13	-0.05	1				
ROA	0.06	-0.08	0.07	0.17	0.09	0.08	-0.04	0.18	-0.12	-0.46	-0.01	-0.21	1			
TSE	-0.13	-0.13	-0.19	-0.37	0.03	0.06	-0.01	-0.22	0.46	0.08	0.02	0.01	-0.03	1		
D1	0.08	0.00	-0.10	0.22	0.03	0.09	-0.29	0.05	-0.27	-0.44	-0.13	-0.24	0.15	-0.19	1	
D2	-0.14	-0.08	0.22	-0.04	-0.14	-0.16	0.22	-0.01	0.46	0.18	0.00	0.58	-0.10	0.10	-0.36	1

D 部分：

變數 ^b	REPSH	REPAMT	REP	INDEP	RULE	RUN	TURN-OVER	KING	G	SIZE	BM	FCF	DEBT	ROA	TSE	STD	RET	LARGE	EARLY
REPSH	1																		
REPAMT	0.91	1																	
REP	0.52	0.46	1																
INDEP	0.02	0.03	-0.06	1															
RULE	0.10	0.08	-0.02	0.32	1														
RUN	0.03	0.05	0.03	-0.10	0.06	1													
TURN-OVER	0.06	0.03	0.10	-0.12	0.07	-0.04	1												
KING	-0.05	-0.04	-0.05	0.10	0.03	-0.08	-0.04	1											
G	0.09	0.08	0.02	0.48	0.69	0.37	0.47	0.27	1										
SIZE	-0.27	-0.21	-0.04	0.01	-0.44	-0.21	-0.12	0.11	-0.33	1									
BM	-0.10	-0.11	-0.05	0.03	-0.14	-0.14	-0.08	0.10	-0.13	0.16	1								
FCF	0.05	0.07	0.08	0.01	-0.07	-0.05	-0.06	0.01	-0.08	-0.03	0.17	1							
DEBT	-0.10	-0.06	-0.05	0.16	0.03	-0.04	-0.10	0.16	0.05	0.40	0.13	-0.05	1						
ROA	0.09	0.14	0.02	0.07	0.17	0.09	0.08	-0.04	0.18	-0.12	-0.46	-0.01	-0.21	1					
TSE	-0.07	-0.03	0.06	-0.19	-0.37	0.03	0.06	-0.01	-0.22	0.46	0.08	0.02	0.01	-0.03	1				
STD	-0.13	-0.09	-0.22	-0.02	-0.10	-0.09	-0.09	-0.02	-0.14	0.07	0.01	0.00	0.05	-0.10	-0.01	1			
RET	-0.05	-0.04	-0.18	0.01	0.02	0.04	-0.03	-0.05	0.00	-0.02	0.10	0.02	0.00	-0.01	-0.01	0.16	1		
LARGE	0.51	0.45	0.39	0.03	0.03	-0.06	0.02	-0.03	0.00	-0.02	-0.04	0.04	-0.07	0.06	-0.03	-0.15	-0.05	1	
EARLY	0.08	0.06	0.37	-0.09	-0.10	0.02	0.07	-0.06	-0.05	0.01	-0.03	0.02	-0.07	0.01	0.08	-0.08	-0.13	0.09	1

a A 部分為宣告可能(TELL)和宣告次數(TIMES)、B 部分為事件期累積平均異常報酬(CAR5)，C 部分為宣告買回數量比率(PUR)和宣告買回金額比率(PURAMT)以及 D 部分實際買回數量比率(REPSH)、實際買回金額比率(REPAMT)和執行率(REP)與迴歸模型所使用其他變數，刪除 0.5%極端值後之相關係數矩陣。

b 各變數定義請參見表 5-1。Pearson 相關係數測試結果，相關係數大於等於 0.06，達 1%顯著水準；大於等於 0.03，達 5%顯著水準；大於等於 0.02，達 10%顯著水準。

表 6-3 公司治理對宣告可能的影響^a

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	-1.336***	0.00	-1.461***	0.00
INDEP	-	-0.286***	0.00		
RULE	-	-0.063	0.18		
RUN	-	-0.340***	0.00		
TURNOVER	-	0.062	0.16		
KING	-	-0.430***	0.00		
G	-			-0.734***	0.00
SIZE	+	0.100***	0.00	0.096***	0.00
BM	-	0.080**	0.02	0.091***	0.01
FCF	+	3.185***	0.00	3.383***	0.00
DEBT	-	-0.979***	0.00	-0.996***	0.00
ROA	+	0.218	0.25	0.268	0.20
TSE	?	-0.078*	0.08	-0.070*	0.10
D1	?	0.482***	0.00	0.512***	0.00
D2	?	1.053***	0.00	1.023***	0.00
Y1	?	-0.346***	0.00	-0.357***	0.00
Y2	?	-0.567***	0.00	-0.566***	0.00
Y3	?	-0.620***	0.00	-0.624***	0.00
Y4	?	-0.104*	0.09	-0.105*	0.08
Y5	?	-0.467***	0.00	-0.485***	0.00
Pseudo R ²		0.0799		0.0740	
N		4616		4616	

a 個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 0.5% 極端值後，以 Probit 模型迴歸，分析其對宣告買回股份可能性之影響。應變數為宣告可能(TELL)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。

表 6-3 公司治理對宣告可能的影響^a

表 6-4 公司治理對宣告次數的影響 模式 2

變數 ^b	預期	係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	預期	係數 336***	P 值 0.00	係數 461***	P 值 0.00
INTERCEPT	? -	-2.68286***	0.0000	2.827***	0.00
INDIE	--	-0.4063**	0.0018		
RULE	--	-0.16640***	0.0000		
RTURNOVER	--	-0.42862*	0.0016		
TKRNOVER	--	0.16430***	0.0000		
KING	--	-0.636***	0.00	-0.734***	0.00
SIZE	- +	0.100***	0.00	1.05596***	0.0000
SEMI	+ -	0.19080**	0.0002	0.18691***	0.0000
BICF	- +	0.13485***	0.0000	0.148383***	0.0100
FOEBT	+ -	4.21979***	0.0000	4.361996***	0.0000
DEBA	- +	-1.64218*	0.0025	1.695268	0.0002
ROSE	+ ?	-0.07078*	0.4008	0.01070*	0.4901
TSE	??	-0.16882***	0.0000	-0.134512***	0.0000
DD2	??	0.65053***	0.0000	0.706923***	0.0000
DD1	??	1.68346***	0.0000	1.611357***	0.0000
YY2	??	-0.28567***	0.0000	-0.292566***	0.0100
YY3	??	-0.78620***	0.0000	-0.729624***	0.0000
YY4	??	-0.82504*	0.0009	-0.822105*	0.0008
YY5	??	-0.10467***	0.1900	-0.087485***	0.2300
Y5	?	-0.654***	0.00	-0.658***	0.00
Pseudo R ²		0.0799		0.0740	
Pseudo R ²		0.0546		0.04916	

N 個別或整體衡量之公司 治理變數 46 刪除 0.5% 極端值後 4616 Probit 模型迴

a 類別或整體衡量之公司 治理變數 46 刪除 0.5% 極端值後 4616 Probit 模型迴 (INDIE) 獨立 (RULE) 獨立 (KING) 為個別衡量之自變數 (RTURNOVER) 為整體衡量之自變數 (TKRNOVER) 為個別衡量之自變數 (SIZE) 為個別衡量之自變數 (SEMI) 為個別衡量之自變數 (BICF) 為個別衡量之自變數 (FOEBT) 為個別衡量之自變數 (DEBA) 為個別衡量之自變數 (ROSE) 為個別衡量之自變數 (TSE) 為個別衡量之自變數 (DD2) 為個別衡量之自變數 (DD1) 為個別衡量之自變數 (YY2) 為個別衡量之自變數 (YY3) 為個別衡量之自變數 (YY4) 為個別衡量之自變數 (YY5) 為個別衡量之自變數 (Y5) 為個別衡量之自變數

b 各變數定義請參見表 5-1 P 值為單尾檢定下的結果。

c ***表 1% 顯著水準, **表 5% 顯著水準, *表 10% 顯著水準。

c ***表 1% 顯著水準, **表 5% 顯著水準, *表 10% 顯著水準。

表 6-4 公司治理對宣告次數的影響^a

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	-2.633***	0.00	-2.827***	0.00
INDEP	-	-0.443***	0.00		
RULE	-	-0.166*	0.06		
RUN	-	-0.428***	0.00		
TURNOVER	-	0.163**	0.05		
KING	-	-0.636***	0.00		
G	-			-1.055***	0.00
SIZE	+	0.191***	0.00	0.186***	0.00
BM	-	0.134***	0.01	0.148***	0.01
FCF	+	4.211***	0.00	4.361***	0.00
DEBT	-	-1.641***	0.00	-1.695***	0.00
ROA	+	-0.072	0.44	0.011	0.49
TSE	?	-0.168**	0.03	-0.134*	0.06
D1	?	0.654***	0.00	0.706***	0.00
D2	?	1.685***	0.00	1.611***	0.00
Y1	?	-0.285***	0.01	-0.292***	0.01
Y2	?	-0.733***	0.00	-0.729***	0.00
Y3	?	-0.825***	0.00	-0.822***	0.00
Y4	?	-0.101	0.19	-0.087	0.23
Y5	?	-0.654***	0.00	-0.658***	0.00
Pseudo R ²		0.0534		0.0490	
N		4616		4616	

a 個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 0.5% 極端值後，以負二項模型迴歸，分析其對宣告次數的影響。應變數為宣告次數(TIMES)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。

表 6-5 公司治理對宣告買回市場反應的影響^a

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	0.062***	0.03	0.051***	0.06
INDEP	+	0.010*	0.08		
RULE	+	0.005	0.20		
RUN	+	0.010*	0.06		
TURNOVER	+	0.002	0.35		
KING	+	0.012	0.11		
G	+			0.032**	0.02
SIZE	-	-0.004**	0.04	-0.003*	0.06
BM	+	0.008***	0.01	0.008***	0.01
FCF	+	-0.002	0.49	0.012	0.43
DEBT	?	-0.019**	0.05	-0.020**	0.05
ROA	+	-0.038	0.12	-0.038	0.12
TSE	+	0.002	0.32	0.001	0.39
Y1	?	-0.003	0.33	-0.003	0.30
Y2	?	-0.012**	0.05	-0.013**	0.03
Y3	?	-0.007	0.16	-0.009*	0.10
Y4	?	-0.021***	0.00	-0.021***	0.00
Y5	?	-0.004	0.27	-0.006	0.18
PCAR	+	-0.032***	0.00	-0.032***	0.00
PSTD	+	0.262*	0.10	0.263*	0.10
C1	-	-0.008**	0.02	-0.007**	0.03
IMR	?	-0.005	0.28	0.000	0.50
Adj. R ²		0.0320		0.0336	
N		1462		1462	

a 個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 0.5% 極端值後，以複迴歸模型分析其對宣告效果之影響。應變數為事件期累積平均異常報酬(CAR5)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。

表 6-6 公司治理對宣告買回數量比率之影響^a

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	0.116***	0.00	0.098***	0.00
INDEP	-	0.006**	0.05		
RULE	-	-0.002	0.16		
RUN	-	-0.005*	0.07		
TURNOVER	-	-0.003**	0.03		
KING	-	-0.001	0.42		
G	-			-0.011***	0.01
SIZE	-	-0.005***	0.00	-0.004***	0.00
BM	+	0.000	0.36	0.001	0.17
FCF	+	-0.023	0.23	-0.004	0.43
DEBT	?	0.012*	0.10	0.005	0.16
ROA	?	0.017**	0.03	0.018**	0.03
TSE	?	0.002*	0.09	0.000	0.38
D1	?	0.000	0.47	0.002	0.14
D2	?	-0.006	0.25	0.001	0.40
Y1	?	-0.004**	0.05	-0.005***	0.00
Y2	?	-0.002	0.30	-0.006**	0.02
Y3	?	-0.003	0.26	-0.007***	0.01
Y4	?	-0.003*	0.06	-0.004***	0.01
Y5	?	-0.003	0.26	-0.006***	0.01
IMR	?	-0.002	0.41	0.005	0.15
Adj. R ²		0.0993		0.0914	
N		1462		1462	

a 個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 0.5% 極端值後，以複迴歸模型分析其對宣告買回數量比率之影響。應變數為宣告買回數量比率(PUR)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。

表 6-7 公司治理對宣告買回金額比率之影響^a

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	0.052**	0.05	0.050***	0.00
INDEP	-	-0.003	0.27		
RULE	-	-0.005*	0.08		
RUN	-	-0.009**	0.05		
TURNOVER	-	-0.004*	0.08		
KING	-	0.001	0.44		
G	-			-0.022***	0.00
SIZE	-	-0.002*	0.09	-0.002**	0.02
BM	+	0.007***	0.00	0.007***	0.00
FCF	+	0.011	0.41	0.012	0.37
DEBT	?	0.013	0.19	0.013*	0.06
ROA	?	-0.006	0.36	-0.006	0.34
TSE	?	-0.006***	0.01	-0.006***	0.00
D1	?	0.004	0.27	0.003	0.16
D2	?	-0.002	0.44	-0.002	0.39
Y1	?	-0.009**	0.02	-0.009***	0.00
Y2	?	-0.007	0.17	-0.007**	0.05
Y3	?	-0.006	0.25	-0.006*	0.09
Y4	?	-0.002	0.24	-0.002	0.21
Y5	?	-0.005	0.22	-0.005*	0.09
IMR	?	0.012	0.24	0.012**	0.05
Adj. R ²		0.0509		0.0508	
N		1462		1462	

a 個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 0.5% 極端值後，以複迴歸模型分析其對宣告買回金額比率之影響。應變數為宣告買回金額比率 (PURAMT)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性 (TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。

表 6-8 公司治理對實際買回數量比率的影响^a

A 部分：

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	0.074***	0.00	0.071***	0.00
INDEP	-	0.001	0.18		
RULE	-	-0.002*	0.08		
RUN	-	-0.001	0.24		
TURNOVER	-	0.000	0.38		
KING	-	-0.001	0.28		
G	-			-0.002	0.25
SIZE	-	-0.004***	0.00	-0.004***	0.00
BM	+	-0.001*	0.06	-0.001*	0.07
FCF	+	0.010	0.21	0.011	0.19
DEBT	?	0.007***	0.00	0.007***	0.00
ROA	+	0.008	0.11	0.008	0.12
TSE	+	0.003***	0.00	0.003***	0.00
LAW1	+	0.004**	0.05	0.004**	0.03
LAW2	-	0.005***	0.00	0.005***	0.00
STD	-	-0.106***	0.01	-0.105***	0.01
RET	-	0.007**	0.02	0.007**	0.02
RETC1	-	-0.010***	0.00	-0.010***	0.00
LARGE	+	0.017***	0.00	0.017***	0.00
EARLY	+	0.001*	0.08	0.001*	0.07
Adj. R ²		0.3580		0.3506	
N		1462		1462	

B 部分：

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	0.077***	0.00	0.074***	0.00
INDEP	-	0.000	0.46		
RULE	-	-0.003**	0.03		
RUN	-	0.000	0.42		
TURNOVER	-	0.001	0.33		
KING	-	0.001	0.41		
INDEP*R1	+	0.003	0.13		
RULE*R1	+	0.003*	0.10		
RUN*R1	+	0.000	0.48		
TURNOVER*R1	+	-0.001	0.38		
KING*R1	+	-0.003	0.13		
G	-			-0.001	0.30
G*R1	+			0.000	0.37
SIZE	-	-0.004***	0.00	-0.004***	0.00
BM	+	-0.002***	0.00	-0.002***	0.00
FCF	+	0.009	0.25	0.009	0.23
DEBT	?	0.009***	0.00	0.008***	0.00
ROA	+	0.007	0.13	0.007	0.14
TSE	+	0.003***	0.00	0.003***	0.00
LAW1	+	0.003*	0.09	0.003*	0.09
LAW2	-	0.005***	0.00	0.005***	0.00
STD	-	-0.080**	0.03	-0.078**	0.03
C1	-	-0.004***	0.00	-0.004***	0.00
LARGE	+	0.017***	0.00	0.017***	0.00
EARLY	+	0.001*	0.07	0.001*	0.07
Adj. R ²		0.3607		0.3609	
N		1462		1462	

a A 部分為個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 0.5% 極端值後，以複迴歸模型分析其對實際買回數量比率之影響。B 部分為進一步考慮公司治理變數與股價漲幅較小(R1) 交互作用後之結果。應變數為實際買回數量比率(REPSH)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。

表 6-9 公司治理對實際買回金額比率的影响^a

A 部分：

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	0.084***	0.00	0.082***	0.00
INDEP	-	0.002	0.21		
RULE	-	-0.002	0.14		
RUN	-	0.000	0.49		
TURNOVER	-	-0.001	0.26		
KING	-	-0.002	0.26		
G	-			-0.003	0.22
SIZE	-	-0.005***	0.00	-0.005***	0.00
BM	+	-0.002**	0.05	-0.002**	0.05
FCF	+	0.037**	0.02	0.038**	0.02
DEBT	?	0.013***	0.00	0.013***	0.00
ROA	+	0.034***	0.00	0.034***	0.00
TSE	+	0.005***	0.00	0.005***	0.00
LAW1	+	0.006**	0.03	0.006**	0.03
LAW2	-	0.010***	0.00	0.010***	0.00
STD	-	-0.104**	0.04	-0.104**	0.04
RET	-	0.012***	0.01	0.012***	0.01
RETC1	-	-0.016***	0.00	-0.016***	0.00
LARGE	+	0.021***	0.00	0.021***	0.00
EARLY	+	0.001	0.17	0.001	0.17
Adj. R ²		0.2986		0.2996	
N		1462		1462	

B 部分：

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	0.088***	0.00	0.086***	0.00
INDEP	-	0.001	0.35		
RULE	-	-0.004**	0.04		
RUN	-	-0.001	0.39		
TURNOVER	-	-0.001	0.37		
KING	-	0.001	0.33		
INDEP*R1	+	0.002	0.25		
RULE*R1	+	0.004*	0.09		
RUN*R1	+	0.003	0.16		
TURNOVER*R1	+	-0.001	0.39		
KING*R1	+	-0.006*	0.06		
G	-			-0.002	0.27
G*R1	+			0.000	0.42
SIZE	-	-0.005***	0.00	-0.005***	0.00
BM	+	-0.003***	0.01	-0.003***	0.00
FCF	+	0.034**	0.03	0.036**	0.03
DEBT	?	0.015***	0.00	0.015***	0.00
ROA	+	0.032***	0.00	0.033***	0.00
TSE	+	0.005***	0.00	0.005***	0.00
LAW1	+	0.004*	0.07	0.004*	0.07
LAW2	-	0.010***	0.00	0.010***	0.00
STD	-	-0.068	0.13	-0.068	0.13
C1	-	-0.006***	0.00	-0.006***	0.00
LARGE	+	0.021***	0.00	0.021***	0.00
EARLY	+	0.001	0.17	0.001	0.19
Adj. R ²		0.3074		0.3073	
N		1462		1462	

a A 部分為個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 0.5% 極端值後，以複迴歸模型分析其對實際買回金額比率之影響。B 部分為進一步考慮公司治理變數與股價漲幅較小(R1)交互作用後之結果。應變數為實際買回金額比率(REPAMT)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。

表 6-10 公司治理對執行率的影響^a

A 部分：

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	1.167***	0.00	1.255***	0.00
INDEP	+	-0.094**	0.03		
RULE	+	0.005	0.46		
RUN	+	0.003	0.47		
TURNOVER	+	0.054*	0.07		
KING	+	-0.072	0.15		
G	+			-0.052	0.31
SIZE	-	-0.024**	0.03	-0.030***	0.01
BM	+	-0.019	0.21	-0.027	0.13
FCF	+	1.035***	0.01	0.949**	0.02
DEBT	?	0.077	0.18	0.054	0.26
ROA	+	-0.321*	0.08	-0.362*	0.06
TSE	?	0.065**	0.03	0.085***	0.00
LAW1	+	0.236***	0.00	0.234***	0.00
LAW2	-	0.053*	0.06	0.047*	0.09
STD	-	-8.977***	0.00	-9.053***	0.00
RET	-	-0.216**	0.03	-0.222**	0.03
RETC1	-	0.005	0.48	0.016	0.45
LARGE	+	0.373***	0.00	0.372***	0.00
EARLY	+	0.881***	0.00	0.887***	0.00
Pseudo R ²		0.3007		0.2975	
N		1462		1462	

B 部分：

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	1.156***	0.00	1.257***	0.00
INDEP	+	-0.197***	0.00		
RULE	+	-0.024	0.34		
RUN	+	-0.015	0.39		
TURNOVER	+	-0.007	0.44		
KING	+	0.070	0.20		
INDEP*R1	+	0.229***	0.01		
RULE*R1	+	0.090	0.12		
RUN*R1	+	0.058	0.22		
TURNOVER*R1	+	0.140***	0.01		
KING*R1	+	-0.299***	0.00		
G	+			-0.121	0.12
G*R1	+			0.174***	0.00
SIZE	-	-0.024**	0.03	-0.030***	0.01
BM	+	-0.024	0.16	-0.031*	0.10
FCF	+	1.002**	0.02	0.909**	0.03
DEBT	?	0.075	0.18	0.054	0.26
ROA	+	-0.342*	0.07	-0.381**	0.05
TSE	?	0.075***	0.01	0.089***	0.00
LAW1	+	0.265***	0.00	0.242***	0.00
LAW2	-	0.058**	0.05	0.049*	0.08
STD	-	-9.420***	0.00	-9.395***	0.00
C1	-	-0.019	0.25	-0.021	0.23
LARGE	+	0.369***	0.00	0.371***	0.00
EARLY	+	0.892***	0.00	0.888***	0.00
Pseudo R ²		0.3076		0.2990	
N		1462		1462	

a A 部分為個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 0.5% 極端值後，以 Tobit 模型迴歸，分析其對執行率之影響。B 部分為進一步考慮公司治理變數與股價漲幅較小(R1)交互作用後之結果。應變數為執行率(REP)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。

表 6-11 股價低估對公司治理之影響^a

A 部分：

變數 ^b	宣告可能						宣告次數					
	BM 低組 ^c		BM 中組 ^c		BM 高組 ^c		BM 低組		BM 中組		BM 高組	
	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	-0.955**	0.05	-1.788***	0.00	-1.744***	0.01	-1.934***	0.01	-3.357***	0.00	-3.224***	0.00
G	-0.021	0.47	-0.783***	0.00	-1.351***	0.00	-0.229	0.31	-1.040***	0.00	-1.683***	0.00
SIZE	0.028	0.20	0.121***	0.00	0.180***	0.00	0.076*	0.06	0.218***	0.00	0.293***	0.00
DEBT	-0.838***	0.00	-0.647***	0.00	-2.038***	0.00	-1.278***	0.00	-1.133***	0.00	-3.204***	0.00
ROA	-0.632	0.11	1.250***	0.01	5.293***	0.00	-1.171*	0.06	1.265*	0.08	8.565***	0.00
TSE	-0.184**	0.04	-0.047	0.29	-0.005	0.48	-0.262**	0.04	-0.106	0.21	0.008	0.48
D1	0.571***	0.00	0.618***	0.00	0.501***	0.00	0.867***	0.00	0.870***	0.00	0.718***	0.00
D2	1.634***	0.00	0.837***	0.00	0.999***	0.00	2.412***	0.00	1.487***	0.00	1.531***	0.00
Y1	-0.305**	0.04	-0.517***	0.00	-0.424***	0.00	-0.398*	0.07	-0.534***	0.01	-0.343*	0.06
Y2	-0.337***	0.01	-0.848***	0.00	-0.605***	0.00	-0.420**	0.02	-1.113***	0.00	-0.727***	0.00
Y3	-0.640***	0.00	-0.637***	0.00	-0.717***	0.00	-0.856***	0.00	-0.820***	0.00	-0.973***	0.00
Y4	0.153	0.11	-0.250**	0.02	-0.437***	0.01	0.265*	0.07	-0.222*	0.10	-0.707***	0.00
Y5	-0.434***	0.00	-0.601***	0.00	-0.441***	0.01	-0.777***	0.00	-0.780***	0.00	-0.487**	0.03
Pseudo R ²	0.0758		0.0828		0.1478		0.0567		0.0597		0.0911	
N	1385		1847		1384		1385		1847		1384	

B 部分：

變數 ^b	事件期累積異常報酬					
	BM 低組		BM 中組		BM 高組	
	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	0.088*	0.07	-0.001	0.49	0.088*	0.09
G	0.040*	0.10	0.047**	0.02	-0.002	0.47
SIZE	-0.006**	0.04	-0.001	0.39	-0.001	0.41
DEBT	0.002	0.47	-0.032**	0.05	-0.032*	0.07
ROA	-0.038	0.24	0.002	0.48	-0.147**	0.04
TSE	0.005	0.27	0.005	0.23	-0.006	0.25
Y1	-0.014	0.18	0.000	0.50	-0.008	0.22
Y2	0.002	0.45	-0.001	0.46	-0.026**	0.02
Y3	0.011	0.25	-0.014*	0.09	-0.025**	0.03
Y4	-0.013	0.12	-0.022***	0.01	-0.028**	0.02
Y5	0.014	0.17	-0.014*	0.08	-0.014	0.14
PCAR	-0.045**	0.02	-0.026*	0.06	-0.032**	0.03
PSTD	-0.045	0.46	0.295	0.18	0.583**	0.04
C1	-0.003	0.35	-0.001	0.43	-0.016***	0.01
IMR	-0.011	0.29	0.018**	0.05	-0.017*	0.08
Adj. R ²	0.0145		0.0279		0.0487	
N	437		588		437	

C 部分：

變數 ^b	宣告買回數量比率						宣告買回金額比率					
	BM 低組		BM 中組		BM 高組		BM 低組		BM 中組		BM 高組	
	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	0.072***	0.00	0.082***	0.00	0.141***	0.00	0.038***	0.01	0.050*	0.09	0.106***	0.00
G	-0.027***	0.00	0.000	0.49	-0.015*	0.07	-0.017***	0.01	-0.028**	0.05	-0.025***	0.01
SIZE	-0.003***	0.00	-0.003***	0.00	-0.006***	0.00	-0.002***	0.01	-0.001	0.36	-0.005***	0.00
DEBT	0.012	0.14	-0.001	0.47	0.014*	0.08	0.002	0.41	0.029**	0.05	0.016*	0.06
ROA	0.023*	0.07	0.014	0.18	-0.013	0.31	-0.021**	0.04	0.015	0.34	-0.033	0.12
TSE	-0.001	0.29	0.000	0.41	0.002	0.22	0.000	0.46	-0.014***	0.00	0.003	0.16
D1	0.006*	0.09	0.003	0.12	-0.007**	0.05	0.007**	0.02	0.003	0.31	-0.002	0.30
D2	0.002	0.42	-0.001	0.40	0.001	0.47	0.001	0.47	-0.012	0.18	0.003	0.36
Y1	0.006	0.11	-0.007***	0.01	-0.005*	0.06	0.003	0.19	-0.024***	0.00	0.004	0.13
Y2	-0.006*	0.09	-0.008**	0.02	-0.001	0.45	-0.006**	0.05	-0.015*	0.06	0.014***	0.00
Y3	-0.013***	0.01	-0.011***	0.00	0.003	0.27	-0.004	0.17	-0.019**	0.02	0.011**	0.02
Y4	-0.003	0.19	-0.008***	0.00	0.003	0.27	0.003*	0.10	-0.015***	0.01	0.014***	0.00
Y5	-0.009**	0.04	-0.009***	0.00	0.005	0.15	0.001	0.41	-0.021***	0.00	0.014***	0.00
IMR	0.021***	0.01	0.004	0.25	-0.007	0.19	0.016***	0.01	0.015	0.15	-0.001	0.46
Adj. R ²	0.1197		0.1147		0.0810		0.1002		0.0553		0.1112	
N	437		588		437		437		588		437	

D 部分：

變數 ^b	實際買回數量比率						實際買回金額比率					
	BM 低組		BM 中組		BM 高組		BM 低組		BM 中組		BM 高組	
	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	0.081***	0.00	0.056***	0.00	0.080***	0.00	0.096***	0.00	0.06***	0.00	0.085***	0.00
G	-0.001	0.42	0.004	0.21	-0.008*	0.09	-0.010	0.11	0.008*	0.10	-0.007	0.18
G*R1	0.001	0.26	0.002	0.13	-0.004*	0.08	0.003	0.18	0.002	0.24	-0.005*	0.06
SIZE	-0.005***	0.00	-0.003***	0.00	-0.004***	0.00	-0.006***	0.00	0.004***	0.00	-0.004***	0.00
DEBT	0.014***	0.00	0.005*	0.06	0.010**	0.02	0.029***	0.00	0.012***	0.01	0.011**	0.04
ROA	0.003	0.39	0.023**	0.02	0.009	0.31	0.038***	0.01	0.052***	0.00	0.044**	0.03
TSE	0.004***	0.01	0.003***	0.01	0.003*	0.07	0.006***	0.01	0.007***	0.00	0.002	0.19
LAW1	0.009**	0.03	0.002	0.27	0.002	0.33	0.013**	0.04	0.003	0.25	0.003	0.29
LAW2	0.005***	0.00	0.005***	0.00	0.006***	0.00	0.014***	0.00	0.010***	0.00	0.010***	0.00
STD	-0.096	0.12	-0.048	0.23	-0.120*	0.08	-0.070	0.30	-0.050	0.28	-0.155*	0.08
C1	-0.002	0.11	-0.004***	0.00	-0.005***	0.00	-0.001	0.40	-0.004***	0.00	-0.009***	0.00
LARGE	0.020***	0.00	0.017***	0.00	0.014***	0.00	0.027***	0.00	0.020***	0.00	0.018***	0.00
EARLY	0.000	0.38	-0.001	0.33	0.006***	0.00	0.000	0.47	-0.001	0.29	0.005**	0.03
Adj. R ²	0.4262		0.3471		0.3148		0.3311		0.3017		0.2894	
N	437		588		437		437		588		437	

E 部分：

變數 ^b	執行率					
	BM 低組		BM 中組		BM 高組	
	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	1.470***	0.00	1.491***	0.00	1.052***	0.00
G	-0.004	0.49	-0.244*	0.07	-0.155	0.21
G*R1	0.233***	0.00	0.137**	0.03	0.175**	0.02
SIZE	-0.056***	0.00	-0.035**	0.03	-0.019	0.22
DEBT	-0.089	0.29	-0.032	0.40	0.084	0.30
ROA	-0.636**	0.04	-0.219	0.30	0.385	0.26
TSE	0.130***	0.01	0.105**	0.02	0.008	0.45
LAW1	0.165	0.17	0.155*	0.08	0.405***	0.00
LAW2	0.070	0.15	0.000	0.50	0.061	0.15
STD	-6.937***	0.01	-10.186***	0.00	-10.094***	0.00
C1	0.014	0.40	-0.057*	0.10	0.038	0.22
LARGE	0.412***	0.00	0.315***	0.00	0.420***	0.00
EARLY	1.015***	0.00	0.731***	0.00	1.204***	0.00
Pseudo R ²	0.3523		0.2678		0.3250	
N	437		588		437	

a 分析整體公司治理對庫藏股政策之影響力是否與股價受到低估的程度相關，庫藏股政策分為五方面探討：A 部分為宣告可能和宣告次數，B 部分為事件期累積異常報酬，C 部分為宣告買回數量和宣告買回金額比率，D 部分為實際買回數量和實際買回金額比率以及 E 部分為執行率。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c 以淨值市價比衡量股價受到低估之程度，淨值市價比愈高之公司，股價受到低估之程度愈高。BM 低組指的是淨值市價比由小到大順序排列，排名前面 30% 的值；BM 中組為排名中間 40% 的值；BM 高組為排名後面 30% 的值。

d ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。

表 6-12 宣告目的對公司治理效果之影響^a

A 部分：

變數 ^b	宣告次數				宣告買回數量比率				宣告買回金額比率			
	目的 1 ^c		目的 3 ^c		目的 1		目的 3		目的 1		目的 3	
	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	-0.472	0.13	-0.096	0.44	0.104***	0.00	0.089***	0.00	0.062***	0.00	0.037	0.11
G	0.245	0.14	-0.304	0.13	-0.007*	0.10	-0.016**	0.05	-0.022**	0.02	-0.019*	0.06
SIZE	0.047**	0.03	0.048*	0.09	-0.004***	0.00	-0.004***	0.00	-0.002**	0.05	-0.002	0.12
BM	0.005	0.47	0.083*	0.10	-0.003**	0.04	0.001	0.35	0.023**	0.02	-0.003	0.42
FCF	-0.526	0.32	-0.127	0.46	-0.042**	0.05	0.094***	0.01	0.004*	0.07	0.007***	0.00
DEBT	-0.206	0.15	-0.150	0.28	0.014***	0.01	-0.012	0.13	-0.021	0.33	0.084*	0.06
ROA	-0.659*	0.08	0.422	0.29	0.014*	0.08	0.002	0.46	-0.008	0.33	-0.019	0.26
TSE	0.026	0.36	-0.081	0.19	-0.003**	0.04	0.006**	0.02	-0.009***	0.00	0.000	0.49
D1	0.007	0.46	0.245***	0.00	0.002	0.24	0.008**	0.03	0.001	0.45	0.008*	0.07
D2	0.266***	0.01	0.406***	0.00	-0.002	0.36	0.010*	0.10	-0.008	0.18	0.008	0.22
Y1	0.130*	0.09	0.159*	0.10	-0.003	0.13	-0.009***	0.01	-0.009**	0.02	-0.008*	0.06
Y2	0.037	0.37	-0.088	0.26	-0.009***	0.00	-0.001	0.42	-0.013***	0.01	0.005	0.24
Y3	0.129*	0.10	-0.192*	0.10	-0.007***	0.01	-0.005	0.17	-0.008*	0.09	0.001	0.46
Y4	0.051	0.29	-0.012	0.46	-0.005***	0.01	-0.004	0.11	-0.006**	0.04	0.003	0.23
Y5	-0.033	0.38	-0.099	0.23	-0.005**	0.03	-0.009**	0.03	-0.008*	0.07	-0.002	0.39
IMR					0.000	0.48	0.015**	0.05	0.008	0.20	0.017*	0.07
Adj. R ²					0.1572		0.0707		0.0552		0.0604	
Pseudo R ²	0.0135		0.0210									
N	946		516		946		516		946		516	

B 部分：

變數 ^b	事件期 5 天累積平均異常報酬			
	目的 1		目的 3	
	係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	0.082**	0.02	-0.016	0.38
G	0.048***	0.01	-0.006	0.39
SIZE	-0.006***	0.01	0.003	0.18
BM	0.006	0.12	0.006	0.13
FCF	-0.015	0.44	0.145*	0.09
DEBT	0.001	0.46	-0.091***	0.00
ROA	-0.033	0.19	-0.078	0.11
TSE	0.000	0.48	0.004	0.31
Y1	-0.001	0.45	-0.007	0.27
Y2	-0.006	0.25	-0.026***	0.01
Y3	-0.002	0.40	-0.024**	0.02
Y4	-0.018***	0.01	-0.025***	0.00
Y5	0.003	0.38	-0.019**	0.03
PCAR	-0.026**	0.02	-0.046***	0.00
PSTD	0.230	0.19	0.399	0.11
IMR	-0.014*	0.08	0.029***	0.01
Adj. R ²	0.0198		0.0660	
N	946		516	

C 部分：

變數 ^b	實際買回數量比率				實際買回金額比率				執行率			
	目的 1		目的 3		目的 1		目的 3		目的 1		目的 3	
	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	0.060***	0.00	0.101***	0.00	0.075***	0.00	0.102***	0.00	1.087***	0.00	1.576***	0.00
G	-0.003	0.21	-0.003	0.27	-0.005	0.15	-0.002	0.37	-0.190*	0.07	-0.026	0.44
G*R1	0.001	0.26	0.000	0.43	0.001	0.34	-0.001	0.43	0.206***	0.00	0.096	0.11
SIZE	-0.003***	0.00	-0.005***	0.00	-0.004***	0.00	-0.006***	0.00	-0.030**	0.02	-0.037**	0.04
BM	-0.002***	0.00	-0.002**	0.03	-0.005***	0.00	-0.001	0.26	0.031	0.19	-0.089***	0.01
FCF	-0.005	0.37	0.037**	0.05	0.010	0.34	0.084***	0.00	0.772	0.11	0.895	0.11
DEBT	0.011***	0.00	-0.002	0.34	0.019***	0.00	0.000	0.48	0.087	0.19	0.013	0.47
ROA	0.011**	0.05	-0.009	0.26	0.033***	0.00	0.020	0.16	-0.129	0.31	-0.886**	0.03
TSE	0.001	0.24	0.007***	0.00	0.004***	0.01	0.008***	0.00	0.079**	0.03	0.115**	0.02
LAW1	0.004*	0.06	0.002	0.26	0.007**	0.04	0.003	0.25	0.101	0.16	0.429***	0.00
LAW2	0.002**	0.03	0.011***	0.00	0.006***	0.00	0.019***	0.00	-0.048	0.12	0.246***	0.00
STD	-0.043	0.18	-0.104**	0.10	-0.041	0.28	-0.085	0.23	-5.207***	0.00	-17.178***	0.00
LARGE	0.017***	0.00	0.017***	0.00	0.022***	0.00	0.021***	0.00	0.395***	0.00	0.338***	0.00
EARLY	0.000	0.48	0.003**	0.02	0.000	0.47	0.002	0.15	0.861***	0.00	0.947***	0.00
Adj. R ²	0.4064		0.3344		0.3381		0.2964		0.2946		0.3484	
Pseudo R ²												
N	946		516		946		516		946		516	

a 分析整體公司治理對庫藏股政策之影響力是否與宣告目的相關，庫藏股政策分為三方面探討：A 部分為宣告次數、宣告買回數量比率和宣告買回金額比率，B 部分為事件期 5 天累積平均異常報酬，C 部分為實際買回數量比率、實際買回金額比率和執行率。

b 各變數定義，請參見表 5-1。

c 公司買回庫藏股為轉讓股份予員工屬目的 1，為維護公司信用及股東權益屬目的 3。

d ***表 1%顯著水準，**表 5%顯著水準，*表 10%顯著水準。

表 6-13 公司治理對宣告次數的影響-Poisson Model^a

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	-2.397***	0.00	-2.575***	0.00
INDEP1	-	-0.450***	0.00		
RULE1	-	-0.258***	0.00		
RUN1	-	-0.447***	0.00		
TURNOVER	-	0.161**	0.02		
KING1	-	-0.625***	0.00		
G1	-			-1.182***	0.00
SIZE	+	0.177***	0.00	0.172***	0.00
BM	-	0.118***	0.00	0.125***	0.00
FCF	+	3.784***	0.00	4.110***	0.00
DEBT	-	-1.538***	0.00	-1.571***	0.00
ROA	+	-0.228	0.27	-0.157	0.34
TSE	?	-0.134**	0.02	-0.089*	0.09
D1	?	0.635***	0.00	0.678***	0.00
D2	?	1.601***	0.00	1.529***	0.00
Y1	?	-0.280***	0.00	-0.279***	0.00
Y2	?	-0.710***	0.00	-0.690***	0.00
Y3	?	-0.807***	0.00	-0.790***	0.00
Y4	?	-0.117*	0.08	-0.086	0.15
Y5	?	-0.661***	0.00	-0.654***	0.00
Pseudo R ²		0.0850		0.0781	
N		4616		4616	

a 個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 0.5%極端值後，以 Poisson 模型迴歸，分析其對宣告次數的影響。應變數為宣告次數(TIMES)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1%顯著水準，**表 5%顯著水準，*表 10%顯著水準。

表 6-14 公司治理對事件期 8 天累積平均異常報酬的影響^a

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	0.161***	0.00	0.160***	0.00
INDEP	+	0.008	0.16		
RULE	+	0.011*	0.07		
RUN	+	0.013*	0.06		
TURNOVER	+	0.002	0.36		
KING	+	-0.003	0.41		
G	+			0.034**	0.02
SIZE	-	-0.007***	0.00	-0.007***	0.00
BM	+	0.011***	0.00	0.011***	0.01
FCF	-	-0.088	0.13	-0.085	0.14
DEBT	-	-0.020*	0.08	-0.019*	0.08
ROA	+	-0.058*	0.06	-0.055*	0.07
TSE	-	0.001	0.44	0.001	0.46
Y1	?	-0.005	0.25	-0.004	0.28
Y2	?	-0.032***	0.00	-0.032***	0.00
Y3	?	-0.023***	0.00	-0.023***	0.00
Y4	?	-0.024***	0.00	-0.023***	0.00
Y5	?	-0.012*	0.07	-0.012*	0.08
PCAR	-	-0.039***	0.00	-0.040***	0.00
PSTD	+	0.362*	0.06	0.375*	0.06
C1	-	-0.007**	0.05	-0.007*	0.07
IMR	?	-0.021**	0.02	-0.019***	0.01
Adj. R ²		0.0449		0.0458	
N		1470		1470	

a 個別或整體衡量之公司治理變數，以複迴歸模型，分析其對宣告買回效果之影響。應變數為買回股份宣告當日至後 7 日之累積平均異常報酬(CAR8)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1%顯著水準，**表 5%顯著水準，*表 10%顯著水準。

表 6-15 公司治理對實際買回數量比率的影响-排除股價漲幅
超過上限^a

A 部分：

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	0.075***	0.00	0.072***	0.00
INDEP	-	0.001	0.16		
RULE	-	-0.002*	0.06		
RUN	-	-0.001	0.26		
TURNOVER	-	0.000	0.49		
KING	-	-0.001	0.31		
G	-			-0.002	0.19
SIZE	-	-0.004***	0.00	-0.004***	0.00
BM	+	-0.001*	0.09	-0.001	0.11
FCF	+	0.013	0.17	0.014	0.15
DEBT	+	0.007***	0.00	0.007***	0.00
ROA	+	0.009*	0.09	0.009*	0.09
TSE	+	0.003***	0.00	0.003***	0.00
LAW1	+	0.003*	0.06	0.004**	0.04
LAW2	-	0.005***	0.00	0.005***	0.00
STD	-	-0.093**	0.02	-0.094**	0.02
RET	-	0.008***	0.01	0.008***	0.01
RETC1	-	-0.011***	0.00	-0.011***	0.00
LARGE	+	0.017***	0.00	0.017***	0.00
EARLY	+	0.001*	0.06	0.001*	0.06
Adj. R ²		0.3482		0.3488	
N		1412		1412	

B 部分：

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	0.077***	0.00	0.075***	0.00
INDEP	-	0.000	0.48		
RULE	-	-0.003**	0.03		
RUN	-	0.000	0.46		
TURNOVER	-	0.000	0.46		
KING	-	0.001	0.40		
INDEP*R1	+	0.003	0.11		
RULE*R1	+	0.003	0.11		
RUN*R1	+	-0.001	0.33		
TURNOVER*R1	+	0.000	0.42		
KING*R1	+	-0.003	0.14		
G	-			-0.002	0.25
G*R1	+			0.000	0.45
SIZE	-	-0.004***	0.00	-0.004***	0.00
BM	+	-0.002***	0.01	-0.002***	0.01
FCF	+	0.012	0.19	0.012	0.17
DEBT	+	0.008***	0.00	0.008***	0.00
ROA	+	0.009*	0.09	0.008*	0.10
TSE	+	0.003***	0.00	0.003***	0.00
LAW1	+	0.003*	0.09	0.003*	0.09
LAW2	-	0.005***	0.00	0.005***	0.00
STD	-	-0.071**	0.05	-0.070*	0.06
C1	-	-0.004***	0.00	-0.004***	0.00
LARGE	+	0.017***	0.00	0.017***	0.00
EARLY	+	0.001**	0.05	0.001*	0.06
Adj. R ²		0.3583		0.3583	
N		1412		1412	

a A 部分為個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 55 件執行買回期間平均股價大於宣告買回之價格上限、15 件不具代表性和 171 件極端值樣本後，最終樣本件數共計有 1,412 件，以複迴歸模型分析其對實際買回數量比率之影響，B 部分為進一步考慮公司治理變數與股價漲幅較小(R1)交互作用後之結果。應變數為實際買回數量比率(REPSH)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。

表 6-16 公司治理對實際買回數量比率的影响-排除股價漲幅
超過上限^a

A 部分：

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	0.088***	0.00	0.086***	0.00
INDEP	-	0.002	0.20		
RULE	-	-0.003*	0.08		
RUN	-	0.000	0.43		
TURNOVER	-	-0.002	0.15		
KING	-	-0.001	0.37		
G	-			-0.005	0.12
SIZE	-	-0.005***	0.00	-0.005***	0.00
BM	+	-0.002**	0.03	-0.002**	0.04
FCF	+	0.040**	0.02	0.041***	0.01
DEBT	+	0.014***	0.00	0.014***	0.00
ROA	+	0.032***	0.00	0.032***	0.00
TSE	+	0.005***	0.00	0.005***	0.00
LAW1	+	0.006**	0.02	0.006**	0.02
LAW2	-	0.011***	0.00	0.011***	0.00
STD	-	-0.095*	0.06	-0.098*	0.06
RET	-	0.012***	0.01	0.012***	0.01
RETC1	-	-0.017***	0.00	-0.017***	0.00
LARGE	+	0.021***	0.00	0.021***	0.00
EARLY	+	0.001	0.16	0.001	0.17
Adj. R ²		0.3058		0.3066	
N		1412		1412	

B 部分：

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	0.092***	0.00	0.090***	0.00
INDEP	-	0.001	0.39		
RULE	-	-0.005**	0.03		
RUN	-	0.000	0.46		
TURNOVER	-	-0.001	0.30		
KING	-	0.001	0.33		
INDEP*R1	+	0.003	0.23		
RULE*R1	+	0.004*	0.09		
RUN*R1	+	0.001	0.38		
TURNOVER*R1	+	-0.001	0.31		
KING*R1	+	-0.004	0.13		
G	-			-0.004	0.17
G*R1	+			0.000	0.48
SIZE	-	-0.005***	0.00	-0.005***	0.00
BM	+	-0.003***	0.00	-0.003***	0.00
FCF	+	0.038**	0.02	0.040**	0.02
DEBT	+	0.015***	0.00	0.015***	0.00
ROA	+	0.032***	0.00	0.032***	0.00
TSE	+	0.004***	0.00	0.004***	0.00
LAW1	+	0.005**	0.04	0.005**	0.05
LAW2	-	0.011***	0.00	0.011***	0.00
STD	-	-0.067	0.14	-0.066	0.14
C1	-	-0.005***	0.00	-0.005***	0.00
LARGE	+	0.021***	0.00	0.021***	0.00
EARLY	+	0.001	0.16	0.001	0.18
Adj. R ²		0.3127		0.3129	
N		1412		1412	

a A 部分為個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 55 件執行買回期間平均股價大於宣告買回之價格上限、15 件不具代表性和 171 件極端值樣本後，最終樣本件數共計有 1,412 件，以複迴歸模型分析其對實際買回金額比率之影響，B 部分為進一步考慮公司治理變數與股價漲幅較小(R1)交互作用後之結果。應變數為實際買回金額比率(REPAMT)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。

表 6-17 公司治理對執行率的影響-排除股價漲幅超過
上限^a

A 部分：

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	1.128***	0.00	1.212***	0.00
INDEP	+	-0.086**	0.05		
RULE	+	-0.003	0.48		
RUN	+	0.008	0.43		
TURNOVER	+	0.046	0.11		
KING	+	-0.070	0.16		
G	+			-0.062	0.27
SIZE	-	-0.021**	0.04	-0.027***	0.01
BM	+	-0.016	0.26	-0.022	0.18
FCF	+	1.037***	0.01	0.961**	0.02
DEBT	?	0.046	0.29	0.023	0.39
ROA	+	-0.232	0.16	-0.269	0.13
TSE	?	0.059**	0.05	0.078***	0.01
LAW1	+	0.255***	0.00	0.252***	0.00
LAW2	-	0.056*	0.06	0.050*	0.08
STD	-	-8.485***	0.00	-8.506***	0.00
RET	-	-0.208**	0.04	-0.214**	0.03
RETC1	-	-0.011	0.47	0.001	0.50
LARGE	+	0.365***	0.00	0.364***	0.00
EARLY	+	0.901***	0.00	0.908***	0.00
Pseudo R ²		0.3035		0.3008	
N		1412		1412	

B 部分：

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	1.115***	0.00	1.212***	0.00
INDEP	+	-0.182***	0.01		
RULE	+	-0.033	0.30		
RUN	+	-0.025	0.33		
TURNOVER	+	-0.011	0.41		
KING	+	0.084	0.16		
INDEP*R1	+	0.212***	0.01		
RULE*R1	+	0.094	0.12		
RUN*R1	+	0.077	0.16		
TURNOVER*R1	+	0.130**	0.02		
KING*R1	+	-0.309***	0.00		
G	+			-0.126	0.11
G*R1	+			0.161***	0.00
SIZE	-	-0.021**	0.04	-0.027***	0.01
BM	+	-0.019	0.22	-0.026	0.15
FCF	+	1.001**	0.02	0.917**	0.03
DEBT	?	0.033	0.35	0.020	0.41
ROA	+	-0.235	0.16	-0.285	0.11
TSE	?	0.066**	0.03	0.080***	0.01
LAW1	+	0.287***	0.00	0.265***	0.00
LAW2	-	0.059**	0.05	0.051*	0.07
STD	-	-8.931***	0.00	-8.831***	0.00
C1	-	-0.014	0.31	-0.017	0.28
LARGE	+	0.360***	0.00	0.362***	0.00
EARLY	+	0.911***	0.00	0.909***	0.00
Pseudo R ²		0.3100		0.3019	
N		1412		1412	

a A 部分為個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 55 件執行買回期間平均股價大於宣告買回之價格上限、15 件不具代表性和 171 件極端值樣本後，最終樣本件數共計有 1,412 件，以 Tobit 模型迴歸，分析其對執行率之影響，B 部分為進一步考慮公司治理變數與股價漲幅較小(R1)交互作用後之結果。應變數為執行率(REP)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。

表 6-18 公司治理之影響-考慮股東邊際稅負、股權集中、認股權和交易成本^a

A 部分：

變數 ^b	宣告可能		宣告次數		累積平均異常報酬		宣告買回數量比率		宣告買回金額比率	
	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	-1.382***	0.00	-2.690***	0.00	0.071***	0.01	0.087***	0.00	0.032**	0.03
G	-0.764***	0.00	-1.172***	0.00	0.028**	0.03	-0.007*	0.07	-0.020***	0.01
SIZE	0.090***	0.00	0.181***	0.00	-0.004**	0.03	-0.004***	0.00	-0.001*	0.10
BM	0.101***	0.00	0.160***	0.00	0.002	0.27	0.002**	0.02	0.008***	0.00
FCF	3.369***	0.00	4.166***	0.00	0.008	0.45	-0.002	0.46	0.024	0.24
DEBT	-0.965***	0.00	-1.679***	0.00	-0.021**	0.03	0.002	0.32	0.007	0.19
ROA	0.349	0.13	0.126	0.40	-0.048*	0.07	0.017**	0.04	-0.008	0.29
TSE	-0.082*	0.07	-0.143**	0.05	0.006	0.12	-0.001	0.31	-0.007***	0.00
OP	0.335***	0.00	0.444***	0.00	-0.012***	0.01	-0.002	0.18	0.001	0.42
TRADE	0.218*	0.06	0.126	0.29	-0.049***	0.00	0.017***	0.00	0.009*	0.06
D1	0.384***	0.00	0.548***	0.00			0.002	0.17	0.004*	0.07
D2	1.102***	0.00	1.674***	0.00			0.004	0.15	0.003	0.32
Y1	-0.349***	0.00	-0.285***	0.01	0.001	0.46	-0.006***	0.00	-0.010***	0.00
Y2	-0.595***	0.00	-0.765***	0.00	-0.007	0.17	-0.007***	0.00	-0.010***	0.01
Y3	-0.683***	0.00	-0.884***	0.00	0.003	0.36	-0.009***	0.00	-0.009**	0.03
Y4	-0.167**	0.02	-0.168*	0.07	-0.012**	0.02	-0.004**	0.03	-0.003	0.17
Y5	-0.557***	0.00	-0.756***	0.00	0.005	0.25	-0.006***	0.01	-0.007**	0.04
PCAR					-0.037***	0.00				
PSTD					0.526***	0.01				
C1					-0.006*	0.06				
IMR					-0.004	0.30	0.007**	0.05	0.017***	0.01
Adj. R ²					0.0493		0.1083		0.0542	
Pseudo R ²	0.0811		0.0532							
N	4530		4530		1456		1456		1456	

B 部分：

變數 ^b	實際買回數量比率				實際買回金額比率				執行率			
	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	0.071***	0.00	0.073***	0.00	0.082***	0.00	0.086***	0.00	1.359***	0.00	1.362***	0.00
G	-0.002	0.21	-0.002	0.29	-0.003	0.20	-0.003	0.27	-0.153*	0.07	-0.222**	0.02
G*R1			0.000	0.49			0.000	0.45			0.173***	0.00
SIZE	-0.004***	0.00	-0.004***	0.00	-0.005***	0.00	-0.005***	0.00	-0.033***	0.00	-0.033***	0.00
BM	-0.001	0.19	-0.001**	0.03	-0.001*	0.07	-0.002***	0.01	-0.034*	0.09	-0.037*	0.08
FCF	0.009	0.23	0.007	0.28	0.036**	0.03	0.034**	0.03	0.935**	0.02	0.901**	0.03
DEBT	0.007***	0.00	0.009***	0.00	0.013***	0.00	0.015***	0.00	0.07	0.20	0.073	0.19
ROA	0.008	0.11	0.007	0.12	0.033***	0.00	0.032***	0.00	-0.348*	0.07	-0.364*	0.06
TSE	0.003***	0.00	0.002***	0.00	0.005***	0.00	0.004***	0.00	0.085***	0.01	0.087***	0.00
OP	-0.001	0.11	-0.001	0.22	-0.003**	0.02	-0.002**	0.05	-0.024	0.23	-0.020	0.27
TRADE	0.006***	0.01	0.007***	0.00	0.006**	0.04	0.007**	0.03	-0.015	0.43	-0.008	0.47
LAW1	0.004**	0.03	0.003*	0.07	0.005**	0.04	0.004*	0.08	0.221***	0.00	0.233***	0.00
LAW2	0.005***	0.00	0.005***	0.00	0.010***	0.00	0.010***	0.00	0.037	0.16	0.042	0.12
STD	-0.131***	0.00	-0.107***	0.01	-0.122**	0.03	-0.092*	0.07	-9.043***	0.00	-9.432***	0.00
RET	0.007**	0.02			0.012***	0.01			-0.241**	0.02		
RETC1	-0.010***	0.00			-0.016***	0.00			0.036	0.39		
C1			-0.004***	0.00			-0.005***	0.00			-0.022	0.22
LARGE	0.017***	0.00	0.017***	0.00	0.021***	0.00	0.021***	0.00	0.374***	0.00	0.372***	0.00
EARLY	0.001*	0.07	0.001*	0.08	0.001	0.15	0.001	0.17	0.883***	0.00	0.884***	0.00
Adj. R ²	0.3526		0.3632		0.3013		0.3085					
Pseudo R ²									0.2987		-839.0287	
N	1456		1456		1456		1456		1456		1456	

a 考慮投資人邊際稅負不同將機構投資人持股比例分為政府機構和民營機構持股比例，加入與公司治理齊一性相關變數包括股權集中度(OC)和持股 5%或以上之大股東人數(BLOCKNO)，新增認股權(OP)和週轉率(TRADE)控制變數後，分析整體公司治理對庫藏股政策之影響。庫藏股政策分為 A、B 兩部分探討：A 部分為宣告可能、宣告次數、事件期累積平均異常報酬、宣告買回數量比率和宣告買回金額比率，B 部分為實際買回數量比率、實際買回金額比率和執行率。

b 股權集中度(OC)為宣告日前一年底公司前 5 大股東持股比例平方和。大股東人數(BLOCKNO)為宣告日前一年底持有流通在外股數 5%或以上之股東合計。認股權(OP)為一虛擬變數，宣告當年度或前三年度有發行認股權證為 1，若無則為 0。週轉率(TRADE)為宣告日前一年平均月成交量佔流通在外股數比例。其餘各變數定義，請參見表 5-1。

c ***表 1%顯著水準，**表 5%顯著水準，*表 10%顯著水準。

表 6-19 公司治理相關變數之直接影響^a

A 部分：

變數 ^b	宣告可能		宣告次數		累積平均異常報酬		宣告買回數量比率		宣告買回金額比率	
	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	-1.563***	0.00	-3.061***	0.00	0.092***	0.00	0.082***	0.00	0.059*	0.09
MASTER	0.281***	0.00	0.496***	0.00	-0.006*	0.09	0.002	0.31	0.002	0.39
PLDG	0.279***	0.00	0.725***	0.00	-0.009	0.17	0.005	0.16	0.013*	0.06
INSIDE	-0.969***	0.00	-1.256***	0.00	0.037***	0.01	-0.017*	0.08	0.005	0.39
VPRE	0.049	0.14	0.000	0.50	-0.006*	0.06	0.003***	0.00	0.006***	0.00
OUT2	-0.104**	0.02	-0.154**	0.03	0.000	0.46	-0.005***	0.00	-0.006***	0.01
SIZE	0.084***	0.00	0.167***	0.00	-0.004**	0.02	-0.004***	0.00	-0.003**	0.04
BM	0.078**	0.02	0.129**	0.02	0.003	0.19	0.002*	0.08	0.007***	0.00
FCF	3.389***	0.00	4.103***	0.00	-0.009	0.45	0.007	0.42	-0.023	0.35
DEBT	-0.973***	0.00	-1.687***	0.00	-0.016*	0.08	-0.003	0.39	0.019	0.15
ROA	0.431*	0.09	0.186	0.36	-0.050*	0.06	0.016*	0.04	-0.005	0.36
TSE	-0.103**	0.04	-0.190**	0.02	0.005	0.15	0.000	0.45	-0.006***	0.01
OP	0.331***	0.00	0.448***	0.00	-0.015***	0.00	0.000	0.47	-0.004	0.26
TRADE	0.018	0.45	-0.214	0.17	-0.042***	0.00	0.013***	0.00	0.005	0.25
D1	0.380***	0.00	0.576***	0.00			0.003	0.22	0.000	0.48
D2	1.094***	0.00	1.661***	0.00			0.008	0.22	-0.011	0.27
Y1	-0.335***	0.00	-0.273**	0.02	0.001	0.44	-0.007***	0.01	-0.008**	0.04
Y2	-0.616***	0.00	-0.780***	0.00	-0.006	0.22	-0.009**	0.05	-0.003	0.38
Y3	-0.716***	0.00	-0.929***	0.00	0.005	0.25	-0.011**	0.05	-0.001	0.47
Y4	-0.204***	0.00	-0.218**	0.03	-0.011**	0.03	-0.004*	0.06	0.000	0.49
Y5	-0.614***	0.00	-0.838***	0.00	0.009	0.14	-0.009*	0.09	0.000	0.50
PCAR					-0.037***	0.00				
PSTD					0.529***	0.01				
C1					-0.007**	0.04				
IMR					-0.011	0.11	0.013	0.16	0.001	0.49
Pseudo R ²	0.0935		0.0640							
Adj. R ²					0.0498		0.1183		0.0652	
N	4530		4530		1456		1456		1456	

B 部分：

變數 ^b	實際買回數量比率				實際買回金額比率				執行率			
	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	0.077***	0.00	0.079***	0.00	0.083***	0.00	0.086***	0.00	1.411***	0.00	1.430***	0.00
MASTER	0.000	0.30	0.000	0.47	-0.001	0.33	0.000	0.46	0.030	0.17	0.025	0.26
PLDG	0.001	0.21	0.002	0.15	0.001	0.41	0.002	0.31	0.120**	0.03	0.118*	0.07
INSIDE	-0.008***	0.00	-0.006**	0.03	-0.002	0.36	-0.002	0.35	-0.293***	0.00	-0.367***	0.00
VPRE	0.001	0.10	-0.001	0.19	0.001	0.11	0.000	0.40	-0.025	0.17	-0.039	0.13
OUT2	-0.001	0.16	0.000	0.36	-0.002*	0.07	0.000	0.41	0.025	0.21	0.035	0.20
MASTER*R1			-0.001	0.20			-0.002	0.17			0.014	0.39
PLDG*R1			-0.003	0.19			-0.003	0.24			-0.009	0.47
INSIDE*R1			0.000	0.49			0.005	0.20			0.163	0.15
VPRE*R1			0.004***	0.00			0.003**	0.04			0.039	0.21
OUT2*R1			-0.002*	0.09			-0.004**	0.05			-0.029	0.32
SIZE	-0.004***	0.00	-0.004***	0.00	-0.005***	0.00	-0.005***	0.00	-0.038***	0.00	-0.038***	0.00
BM	-0.001*	0.08	-0.002***	0.01	-0.002*	0.06	-0.002***	0.01	-0.042*	0.06	-0.046**	0.04
FCF	0.007	0.30	0.007	0.30	0.034**	0.03	0.034**	0.03	0.920**	0.02	0.924**	0.02
DEBT	0.007***	0.00	0.008***	0.00	0.012***	0.00	0.014***	0.00	0.059	0.23	0.061	0.23
ROA	0.007	0.13	0.007	0.14	0.031***	0.00	0.031***	0.00	-0.336*	0.07	-0.360*	0.06
TSE	0.003***	0.00	0.003***	0.00	0.005***	0.00	0.005***	0.00	0.082***	0.01	0.083***	0.01
OP	-0.001	0.11	-0.001	0.22	-0.003**	0.02	-0.002**	0.04	-0.014	0.34	-0.010	0.38
TRADE	0.004**	0.05	0.005**	0.02	0.006*	0.07	0.007**	0.04	-0.081	0.19	-0.069	0.23
LAW1	0.004**	0.05	0.003*	0.07	0.005**	0.04	0.004*	0.07	0.206***	0.00	0.226***	0.00
LAW2	0.005***	0.00	0.005***	0.00	0.010***	0.00	0.010***	0.00	0.030	0.20	0.038	0.15
STD	-0.138***	0.00	-0.123***	0.00	-0.126**	0.02	-0.099*	0.06	-8.861***	0.00	-9.568***	0.00
RET	0.007***	0.01			0.012***	0.01			-0.226**	0.02		
RETC1	-0.010***	0.00			-0.016***	0.00			0.034	0.39		
C1	0.017***	0.00	-0.004***	0.00	0.021***	0.00	-0.005***	0.00			-0.016	0.28
LARGE	0.001*	0.06	0.017***	0.00	0.001	0.14	0.021***	0.00	0.367***	0.00	0.366***	0.00
EARLY			0.001*	0.07			0.001	0.17	0.879***	0.00	0.881***	0.00
Adj.(Pseudo)R ²	0.3552		0.3676		0.3009		0.3095		(0.3034)		(0.3019)	
N	1456		1456		1456		1456		1456		1456	

a 控制股東(MASTER)、董監質押比率(PLDG)、內部人持股比率(INSIDE)、總經理異動(VPRE)與次大股東(OUT2)代表公司治理之獨立性、監督性、齊一性、異動性與集權性，增加認股權(OP)和週轉率(TRADE)控制變數，分析公司治理對庫藏股政策之影響。

b 控制股東(MASTER)為一虛擬變數，若控制股東成員擔任公司董事席次比率超過 50% 為 1，否則為 0。董監質押比率(PLDG)指宣告日前一年底董監質押股數除以流通在外股數。內部人持股比率(INSIDE)指宣告日前一年底董事和經理人持有股數佔流通在外股數比率。總經理異動(VPRE)為一虛擬變數，若公司宣告日前三年總經理有異動為 1，否則為 0。次大股東(OUT2)為一虛擬變數，存在至少持股 3% 股東，非最大持股股東且未擔任董事者為 1，否則為 0。認股權(OP)為一虛擬變數，宣告當年度或前三年度有發行認股權證為 1，否則為 0。週轉率(TRADE)為宣告日前一年平均月成交量佔流通在外股數比例。其餘變數定義，請參見表 5-1。

c ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。

表 6-20 公司治理對實際買回數量和金額比率的影响-Tobit Model^a

變數 ^b	實際買回數量比率				實際買回金額比率			
	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	0.072***	0.00	0.075***	0.00	0.083***	0.00	0.087***	0.00
G	-0.002	0.24	-0.002	0.29	-0.003	0.22	-0.003	0.26
G*R1			0.001	0.32			0.001	0.37
SIZE	-0.004***	0.00	-0.004***	0.00	-0.005***	0.00	-0.005***	0.00
BM	-0.001*	0.06	-0.002***	0.00	-0.002**	0.04	-0.003***	0.00
FCF	0.012	0.17	0.010	0.21	0.040**	0.02	0.038**	0.02
DEBT	0.007***	0.00	0.008***	0.00	0.012***	0.00	0.014***	0.00
ROA	0.007	0.15	0.006	0.18	0.033***	0.00	0.032***	0.00
TSE	0.003***	0.00	0.003***	0.00	0.005***	0.00	0.005***	0.00
LAW1	0.004*	0.04	0.003*	0.09	0.006**	0.03	0.004*	0.08
LAW2	0.005***	0.00	0.005***	0.00	0.011***	0.00	0.010***	0.00
STD	-0.115***	0.00	-0.089**	0.02	-0.118**	0.03	-0.083*	0.09
RET	0.007**	0.03			0.011***	0.01		
RETC1	-0.011***	0.00			-0.017***	0.00		
C1			-0.004***	0.00			-0.006***	0.00
LARGE	0.017***	0.00	0.017***	0.00	0.022***	0.00	0.022***	0.00
EARLY	0.001**	0.05	0.001**	0.05	0.001	0.14	0.001	0.15
Pseudo R ²	-0.0849		-0.0879		-0.0802		-0.0826	
N	1462		1462		1462		1462	

a 整體衡量之公司治理變數，刪除 0.5% 極端值後，以 Tobit 模型迴歸，分析其對實際買回數量和金額比率之影響。公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。

表 6-21 給予公司治理相關變數相同權重^a

A 部分：

變數 ^b	宣告可能		宣告次數		累積平均異常報酬		宣告買回數量比率		宣告買回金額比率	
	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	-1.292***	0.00	-2.520***	0.00	0.054**	0.04	0.094***	0.00	0.043***	0.01
G	-0.964***	0.00	-1.434***	0.00	0.037***	0.01	-0.013**	0.02	-0.024***	0.01
SIZE	0.094***	0.00	0.181***	0.00	-0.003**	0.05	-0.004***	0.00	-0.002*	0.06
BM	0.090***	0.01	0.146***	0.01	0.008**	0.02	0.001	0.16	0.007***	0.00
FCF	3.332***	0.00	4.294***	0.00	0.006	0.46	0.002	0.47	0.020	0.29
DEBT	-0.985***	0.00	-1.664***	0.00	-0.020**	0.04	0.003	0.28	0.010	0.13
ROA	0.263	0.20	0.023	0.48	-0.039	0.11	0.018**	0.03	-0.007	0.31
TSE	-0.077*	0.08	-0.145**	0.05	0.002	0.34	0.000	0.44	-0.007***	0.00
D1	0.503***	0.00	0.689***	0.00			0.003*	0.10	0.004	0.13
D2	1.035***	0.00	1.634***	0.00			0.003	0.26	0.001	0.46
Y1	-0.361***	0.00	-0.293***	0.01	-0.003	0.32	-0.006***	0.00	-0.009***	0.00
Y2	-0.573***	0.00	-0.732***	0.00	-0.013**	0.03	-0.006***	0.01	-0.008**	0.04
Y3	-0.632***	0.00	-0.829***	0.00	-0.008	0.13	-0.008***	0.00	-0.007*	0.07
Y4	-0.115*	0.06	-0.094	0.21	-0.021***	0.00	-0.004***	0.01	-0.003	0.18
Y5	-0.488***	0.00	-0.658***	0.00	-0.006	0.21	-0.006***	0.01	-0.007*	0.07
PCAR					-0.032***	0.00				
PSTD					0.263*	0.10				
C1					-0.007**	0.03				
IMR					-0.002	0.39	0.007*	0.09	0.015**	0.04
Adj. R ²					0.0342		0.0912		0.0495	
Pseudo R ²	0.0760		0.0505							
N	4616		4616		1462		1462		1462	

B 部分：

變數 ^b	實際買回數量比率				實際買回金額比率				執行率			
	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	0.072***	0.00	0.075***	0.00	0.082***	0.00	0.086***	0.00	1.315***	0.00	1.320***	0.00
G	-0.002	0.20	-0.002	0.28	-0.003	0.22	-0.002	0.30	-0.113	0.15	-0.177**	0.05
G*R1			0.000	0.44			0.000	0.48			0.161***	0.00
SIZE	-0.004***	0.00	-0.004***	0.00	-0.005***	0.00	-0.005***	0.00	-0.032***	0.00	-0.032***	0.00
BM	-0.001*	0.07	-0.002***	0.00	-0.002**	0.05	-0.003***	0.00	-0.026	0.13	-0.031*	0.10
FCF	0.011	0.19	0.009	0.23	0.038**	0.02	0.036**	0.03	0.934**	0.02	0.901**	0.03
DEBT	0.007***	0.00	0.008***	0.00	0.013***	0.00	0.015***	0.00	0.065	0.22	0.064	0.22
ROA	0.008	0.11	0.007	0.14	0.034***	0.00	0.032***	0.00	-0.344*	0.07	-0.368*	0.06
TSE	0.003***	0.00	0.003***	0.00	0.005***	0.00	0.005***	0.00	0.084***	0.01	0.086***	0.00
LAW1	0.004**	0.03	0.003*	0.09	0.006**	0.03	0.004*	0.07	0.233***	0.00	0.243***	0.00
LAW2	0.005***	0.00	0.005***	0.00	0.010***	0.00	0.010***	0.00	0.048*	0.08	0.050*	0.07
STD	-0.106***	0.01	-0.079**	0.03	-0.104**	0.04	-0.069	0.13	-9.173***	0.00	-9.560***	0.00
RET	0.007**	0.02			0.012***	0.01			-0.222**	0.02		
RETC1	-0.010***	0.00			-0.016***	0.00			0.017	0.45		
C1			-0.004***	0.00			-0.006***	0.00			-0.020	0.24
LARGE	0.017***	0.00	0.017***	0.00	0.021***	0.00	0.021***	0.00	0.372***	0.00	0.371***	0.00
EARLY	0.001*	0.07	0.001*	0.07	0.001	0.17	0.001	0.18	0.886***	0.00	0.888***	0.00
Adj. R ²	0.3507		0.3609		0.2996		0.3072					
Pseudo R ²									0.2979		0.2987	
N	1462		1462		1462		1462		1462		1462	

a 給予公司治理相關變數相同權重，彙總成整體公司治理(G)，分析整體公司治理對庫藏股政策之影響。庫藏股政策分為兩部分探討：A 部分為宣告可能、宣告次數、事件期累積平均異常報酬、宣告買回數量與宣告買回金額比率；B 部分為實際買回數量、實際買回金額比率與執行率。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1%顯著水準，**表 5%顯著水準，*表 10%顯著水準。

表 6-22 自由現金流量對公司治理效果之影響^a

變數 ^b	宣告可能		宣告次數	
	係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	-1.522***	0.00	-2.910***	0.00
G	-0.642***	0.00	-0.922***	0.00
G*FCF	-12.251**	0.02	-16.474**	0.03
SIZE	0.097***	0.00	0.187***	0.00
BM	0.089***	0.01	0.147***	0.01
FCF	10.111***	0.00	13.229***	0.00
DEBT	-0.992***	0.00	-1.692***	0.00
ROA	0.244	0.22	-0.025	0.48
TSE	-0.075*	0.09	-0.139*	0.06
D1	0.515***	0.00	0.713***	0.00
D2	1.032***	0.00	1.617***	0.00
Y1	-0.352***	0.00	-0.292***	0.01
Y2	-0.562***	0.00	-0.724***	0.00
Y3	-0.623***	0.00	-0.822***	0.00
Y4	-0.108*	0.08	-0.092	0.21
Y5	-0.485***	0.00	-0.660***	0.00
Pseudo R ²	0.0750		0.0495	
N	4616		4616	

a 分析公司治理對買回宣告可能和宣告次數之影響是否與自由現金流量相關。

b 各變數定義，請參見表 5-1。

c ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。

附錄 A

本研究與公司治理相關變數之分析方式為將屬同一特質的變數以中位數區分為二等分，依據公司治理的好壞程度給予每一等分不同權重，彙總成五種特質之變數，為肯定本研究實證結果具穩健性，不受到公司治理相關變數分析方式不同之影響，將屬同一特質之變數，另外以依三十和七十分位數區分為三等分後歸類為五種特質，再合併成單一公司治理變數。

獨立性(INDEP)和齊一性(RUN)計算方式為:獨立性(INDEP)指若公司內部董事長未兼任總經理加 2，控制股東人數未過半加 2，外部董事席次比例介於三十分位數和七十分位數加 1，大於七十分位數加 2，總和除以 6。齊一性(RUN)指若董事會規模介於三十分位數和七十分位數加 1，小於三十分位數加 2，內部人持股比率介於三十分位數和七十分位數加 1，大於七十分位數加 2，機構投資人持股比率介於三十分位數和七十分位數加 1，大於七十分位數加 2，總和除以 6。

監督性(RULE)和異動性(TURNOVER)計算方式為:監督性(RULE)指若公司控制股東成員未擔任監察人時加 2，席次控制權與股份控制權偏離差介於三十分位數和七十分位數加 1，小於三十分位數加 2，董監質押比率介於三十分位數和七十分位數加 1，小於三十分位數加 2，總和除以 6。異動性(TURNOVER)指若公司觀察年度及前二年董事長未異動時加 1，觀察年度及前二年總經理未異動時加 1，總和除以 2。

集權性(KING)和公司治理(G)計算方式為:集權性(KING)指若公司無持股 5% 以上股東同時擔任董事者時 2，無持股 3% 以上次大股東同時擔任董事時加 2，經理擔任董事席次比例介於三十分位數和七十分位數加 1，小於三十分位數加 2，股份控制權與盈餘分配權偏離差介於三十分位數和七十分位數加 1，小於三十分位數加 2，存在持股 3% 以上次大股東未擔任董事時加 2，總和除以 10。公司治理(G)指以三十和七十分位數區分同一特質相關變數後所得到之獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)以及集權性(KING)五種特質變數之合計數除以 5。

依上述方式區分與公司治理相關變數，彙總成五種特質與單一公司治理變數，分析其與公開市場買回之關聯性。表 A-1 至 A-10 所顯示之實證結果，與中位數區分方式所得到之實證結果一致。

表 A-1 敘述統計量-三分法^a

A 部分：

變數 ^b	宣告買回(986)		未宣告買回(3,630)		平均數差異 (中位數差異)	P 值 ^c
	平均數 (中位數)	標準差	平均數 (中位數)	標準差		
TIMES	1.5629 (1.0000)	0.9615	0.0000 (0.0000)	0.0000	1.5629 (1.0000)	0.00 (0.00)
INDEP	0.4895 (0.5000)	0.2556	0.5052 (0.5000)	0.2647	-0.0157 (0.0000)	0.10 (0.02)
RULE	0.4490 (0.5000)	0.3069	0.4679 (0.5000)	0.2921	-0.0189 (0.0000)	0.07 (0.05)
RUN	0.4755 (0.5000)	0.2259	0.5290 (0.5000)	0.2325	-0.0535 (0.0000)	0.00 (0.00)
TURNOVER	0.7013 (1.0000)	0.3451	0.6829 (1.0000)	0.3620	0.0184 (0.0000)	0.15 (0.26)
KING	0.6294 (0.6000)	0.1660	0.6644 (0.7000)	0.1534	-0.0349 (-0.1000)	0.00 (0.00)
G	0.5489 (0.5533)	0.1269	0.5699 (0.5733)	0.1156	-0.0209 (-0.0200)	0.00 (0.00)
SIZE	15.5341 (15.3000)	1.3926	15.2550 (15.0500)	1.3084	0.2791 (0.2500)	0.00 (0.00)
BM	1.0222 (0.9005)	0.6358	1.0987 (0.8970)	0.8220	-0.0766 (0.0035)	0.01 (0.74)
FCF	0.0092 (0.0000)	0.0273	0.0057 (0.0000)	0.0298	0.0035 (0.0000)	0.00 (0.00)
DEBT	0.4075 (0.4023)	0.1705	0.4321 (0.4266)	0.1746	-0.0245 (-0.0243)	0.00 (0.00)

B 部分

變數 ^b	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
PUR	0.0314	0.0034	0.0166	0.0265	0.0420	0.1109	0.0200
PURAMT	0.0247	0.0005	0.0112	0.0192	0.0303	0.7943	0.0313
CAR5	0.0173	-0.2133	-0.0203	0.0173	0.0552	0.2229	0.0660
REPSH	0.0202	0.0000	0.0079	0.0164	0.0279	0.1087	0.0162
REPAMT	0.0247	0.0000	0.0089	0.0193	0.0331	0.1811	0.0223
REP	0.6973	0.0000	0.4000	0.8717	1.0000	1.0180	0.3466
INDEP	0.5046	0.0000	0.3333	0.5000	0.6667	1.0000	0.2465
RULE	0.4544	0.0000	0.1667	0.5000	0.6667	1.0000	0.3012
RUN	0.5155	0.0000	0.3333	0.5000	0.6667	1.0000	0.2386
TURNOVER	0.7052	0.0000	0.5000	1.0000	1.0000	1.0000	0.3524
KING	0.6369	0.0000	0.5000	0.6000	0.8000	1.0000	0.1649
G	0.5633	0.2333	0.4800	0.5633	0.6600	0.9333	0.1261
SIZE	15.6846	12.9500	14.6400	15.5000	16.4000	19.8000	1.4245
BM	1.0533	0.1605	0.6009	0.9445	1.3477	6.0403	0.6019
FCF	0.0094	-0.0865	0.0000	0.0000	0.0150	0.1329	0.0271
DEBT	0.4126	0.0543	0.2917	0.4016	0.5115	0.9426	0.1791
ROA	0.0557	-0.2365	0.0241	0.0494	0.0879	0.3132	0.0625
PCAR	0.7401	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000	0.4387
PSTD	-0.0462	-0.5613	-0.1422	-0.0426	0.0514	0.5422	0.1681
RET	0.0256	0.0046	0.0185	0.0254	0.0320	0.0524	0.0096
STD	0.0741	-0.4144	-0.0431	0.0450	0.1630	1.0953	0.2004

a 表 6-3 和表 6-4 迴歸模型中所使用變數，分成宣告買回和未宣告買回兩類，刪除 0.5% 極端值後之結果列示於 A 部分。B 部分為表 6-5 至表 6-10 迴歸模型中所使用變數，刪除 0.5% 極端值後之各項敘述統計值。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c 未括弧 P 值為兩個獨立樣本雙尾 t test，括弧內 P 值為雙尾 Mann-Whitney U test。

表 A-2 相關係數矩陣-三分法^a

A 部分:

變數 ^b	TELL	TIMES	INDEP	RULE	RUN	TURN- OVER	KING	G1	SIZE	BM	FCF	DEBT	ROA
TELL	1												
TIMES	0.82	1											
INDEP	-0.02	-0.03	1										
RULE	-0.03	-0.05	0.17	1									
RUN	-0.09	-0.09	-0.20	0.02	1								
TURN- OVER	0.02	0.02	-0.10	0.01	0.00	1							
KING	-0.09	-0.07	0.10	0.03	0.00	-0.09	1						
G	-0.07	-0.08	0.41	0.59	0.32	0.54	0.26	1					
SIZE	0.09	0.12	0.10	-0.18	-0.13	-0.08	0.01	-0.14	1				
BM	-0.04	-0.01	0.00	0.01	-0.18	-0.08	0.11	-0.09	0.06	1			
FCF	0.05	0.04	0.02	-0.03	-0.04	0.06	-0.03	0.01	-0.03	-0.01	1		
DEBT	-0.06	-0.03	0.06	0.00	-0.06	-0.11	0.08	-0.04	0.27	0.19	-0.12	1	
ROA	0.04	0.02	0.03	0.01	0.15	0.12	-0.12	0.12	-0.01	-0.46	0.14	-0.33	1

B 部分：

變數 ^b	CAR5	INDEP	RULE	RUN	TURN- OVER	KING	G	SIZE	BM	FCF	DEBT	ROA	TSE	PCAR	PSTD	C1
CAR5	1															
INDEP	0.04	1														
RULE	0.03	0.31	1													
RUN	0.02	-0.10	0.08	1												
TURN- OVER	0.00	-0.14	0.07	-0.02	1											
KING	0.04	0.11	0.03	-0.02	-0.05	1										
G	0.05	0.45	0.68	0.36	0.52	0.28	1									
SIZE	-0.07	0.02	-0.44	-0.20	-0.12	0.04	-0.34	1								
BM	0.10	0.02	-0.16	-0.19	-0.08	0.07	-0.17	0.16	1							
FCF	0.04	0.02	-0.06	-0.07	-0.06	0.00	-0.08	-0.03	0.17	1						
DEBT	-0.05	0.17	-0.01	-0.04	-0.10	0.12	0.02	0.40	0.13	-0.05	1					
ROA	-0.05	0.08	0.15	0.12	0.08	-0.05	0.18	-0.12	-0.46	-0.01	-0.21	1				
TSE	-0.02	-0.19	-0.34	0.02	0.06	-0.05	-0.21	0.46	0.08	0.02	0.01	-0.03	1			
PCAR	-0.08	0.00	-0.05	-0.05	0.04	0.03	-0.01	0.06	0.03	0.04	-0.01	-0.05	0.08	1		
PSTD	0.05	0.00	-0.07	-0.08	-0.08	-0.03	-0.12	0.07	-0.01	-0.02	0.07	-0.06	-0.03	-0.11	1	
C1	-0.07	0.03	0.11	0.12	-0.01	-0.02	0.09	-0.03	-0.26	-0.10	0.14	0.09	-0.07	-0.05	0.09	1

C 部分：

變數 ^b	PUR	PURAM T	INDEP	RULE	RUN	TURN- OVER	KING G	SIZE	BM	FCF	DEBT	ROA	TSE	D1	D2	
PUR	1															
PURAMT	0.48	1														
INDEP	0.06	-0.01	1													
RULE	0.11	0.03	0.31	1												
RUN	0.01	-0.05	-0.10	0.08	1											
TURN- OVER	-0.01	-0.05	-0.14	0.07	-0.02	1										
KING G	-0.04	0.02	0.11	0.03	-0.02	-0.05	1									
G	0.06	-0.03	0.45	0.68	0.36	0.52	0.28	1								
SIZE	-0.30	-0.13	0.02	-0.44	-0.20	-0.12	0.04	-0.34	1							
BM	-0.06	0.09	0.02	-0.16	-0.19	-0.08	0.07	-0.17	0.16	1						
FCF	-0.01	0.00	0.02	-0.06	-0.07	-0.06	0.00	-0.08	-0.03	0.17	1					
DEBT	-0.08	0.03	0.17	-0.01	-0.04	-0.10	0.12	0.02	0.40	0.13	-0.05	1				
ROA	0.06	-0.08	0.08	0.15	0.12	0.08	-0.05	0.18	-0.12	-0.46	-0.01	-0.21	1			
TSE	-0.13	-0.13	-0.19	-0.34	0.02	0.06	-0.05	-0.21	0.46	0.08	0.02	0.01	-0.03	1		
D1	0.08	0.00	-0.10	0.25	0.05	0.09	-0.26	0.08	-0.27	-0.44	-0.13	-0.24	0.15	-0.19	1	
D2	-0.14	-0.08	0.21	-0.08	-0.12	-0.16	0.17	-0.04	0.46	0.18	0.00	0.58	-0.10	0.10	-0.36	1

D 部分：

變數 ^b	REPSH	REPAMT	REP	INDEP	RULE	RUN	TURN-OVER	KING G	SIZE	BM	FCF	DEBT	ROA	TSE	STD	RET	LARGE	EARLY	
REPSH	1																		
REPAMT	0.91	1																	
REP	0.52	0.46	1																
INDEP	0.03	0.05	-0.04	1															
RULE	0.10	0.07	-0.02	0.31	1														
RUN	0.03	0.05	0.01	-0.10	0.08	1													
TURN-OVER	0.06	0.03	0.10	-0.14	0.07	-0.02	1												
KING G	-0.02	-0.03	-0.02	0.11	0.03	-0.02	-0.05	1											
G	0.10	0.08	0.03	0.45	0.68	0.36	0.52	0.28	1										
SIZE	-0.27	-0.21	-0.04	0.02	-0.44	-0.20	-0.12	0.04	-0.34	1									
BM	-0.10	-0.11	-0.05	0.02	-0.16	-0.19	-0.08	0.07	-0.17	0.16	1								
FCF	0.05	0.07	0.08	0.02	-0.06	-0.07	-0.06	0.00	-0.08	-0.03	0.17	1							
DEBT	-0.10	-0.06	-0.05	0.17	-0.01	-0.04	-0.10	0.12	0.02	0.40	0.13	-0.05	1						
ROA	0.09	0.14	0.02	0.08	0.15	0.12	0.08	-0.05	0.18	-0.12	-0.46	-0.01	-0.21	1					
TSE	-0.07	-0.03	0.06	-0.19	-0.34	0.02	0.06	-0.05	-0.21	0.46	0.08	0.02	0.01	-0.03	1				
STD	-0.13	-0.09	-0.22	-0.02	-0.08	-0.10	-0.09	-0.05	-0.14	0.07	0.01	0.00	0.05	-0.10	-0.01	1			
RET	-0.05	-0.04	-0.18	0.01	0.02	0.06	-0.03	-0.06	0.00	-0.02	0.10	0.02	0.00	-0.01	-0.01	0.16	1		
LARGE	0.51	0.45	0.39	0.02	0.02	-0.06	0.02	-0.02	0.00	-0.02	-0.04	0.04	-0.07	0.06	-0.03	-0.15	-0.05	1	
EARLY	0.08	0.06	0.37	-0.08	-0.09	0.03	0.07	-0.08	-0.04	0.01	-0.03	0.02	-0.07	0.01	0.08	-0.08	-0.13	0.09	1

a A 部分為宣告可能(TELL)和宣告次數(TIMES)、B 部分為事件期累積平均異常報酬(CAR5)，C 部分為宣告買回數量比率(PUR)和宣告買回金額比率(PURAMT)以及 D 部分實際買回數量比率(REPSH)、實際買回金額比率(REPAMT)和執行率(REP)與迴歸模型所使用其他變數，刪除 0.5%極端值後之相關係數矩陣。

b 各變數定義請參見表 5-1。Pearson 相關係數測試結果，相關係數大於等於 0.06，達 1%顯著水準；大於等於 0.03，達 5%顯著水準；大於等於 0.02，達 10%顯著水準。

表 A-3 公司治理對宣告可能的影響-三分法^a

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	-1.174***	0.00	-1.494***	0.00
INDEP	-	-0.264***	0.00		
RULE	-	-0.058	0.23		
RUN	-	-0.475***	0.00		
TURNOVER	-	0.056	0.18		
KING	-	-0.537***	0.00		
G	-			-0.720***	0.00
SIZE	+	0.098***	0.00	0.097***	0.00
BM	-	0.075**	0.02	0.091***	0.01
FCF	+	3.116***	0.00	3.390***	0.00
DEBT	-	-0.964***	0.00	-0.994***	0.00
ROA	+	0.202	0.26	0.240	0.22
TSE	?	-0.071*	0.10	-0.066	0.12
D1	?	0.473***	0.00	0.513***	0.00
D2	?	1.034***	0.00	1.024***	0.00
Y1	?	-0.339***	0.00	-0.357***	0.00
Y2	?	-0.564***	0.00	-0.567***	0.00
Y3	?	-0.616***	0.00	-0.625***	0.00
Y4	?	-0.103*	0.09	-0.104*	0.08
Y5	?	-0.464***	0.00	-0.486***	0.00
Pseudo R ²		0.0804		0.0732	
N		4616		4616	

a 個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 0.5% 極端值後，以 Probit 模型迴歸，分析其對宣告買回股份可能性之影響。應變數為宣告可能(TELL)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。

表 A-4 公司治理對宣告次數的影響-三分法^a

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	-2.500***	0.00	-2.896***	0.00
INDEP	-	-0.443***	0.00		
RULE	-	-0.187*	0.06		
RUN	-	-0.540***	0.00		
TURNOVER	-	0.157**	0.05		
KING	-	-0.685***	0.00		
G	-			-1.020***	0.00
SIZE	+	0.189***	0.00	0.190***	0.00
BM	-	0.126**	0.02	0.147***	0.01
FCF	+	4.123***	0.00	4.351***	0.00
DEBT	-	-1.638***	0.00	-1.705***	0.00
ROA	+	-0.121	0.41	-0.048	0.46
TSE	?	-0.157**	0.04	-0.127*	0.07
D1	?	0.652***	0.00	0.710***	0.00
D2	?	1.680***	0.00	1.615***	0.00
Y1	?	-0.279**	0.02	-0.292***	0.01
Y2	?	-0.729***	0.00	-0.730***	0.00
Y3	?	-0.822***	0.00	-0.823***	0.00
Y4	?	-0.099	0.20	-0.086	0.23
Y5	?	-0.658***	0.00	-0.662***	0.00
Pseudo R ²		0.0529		0.0485	
N		4616		4616	

a 個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 0.5% 極端值後，以 Probit 模型迴歸，分析其對宣告買回股份可能性之影響。應變數為宣告可能(TELL)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。

表 A-5 公司治理對宣告買回市場反應的影響-三分法^a

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	0.057**	0.05	0.043*	0.10
INDEP	+	0.014**	0.04		
RULE	+	0.004	0.28		
RUN	+	0.014**	0.05		
TURNOVER	+	0.002	0.32		
KING	+	0.017*	0.06		
G	+			0.036***	0.01
SIZE	-	-0.004**	0.03	-0.003*	0.08
BM	+	0.008***	0.01	0.008***	0.01
FCF	+	-0.003	0.48	0.016	0.41
DEBT	?	-0.019*	0.06	-0.020**	0.05
ROA	+	-0.037	0.13	-0.037	0.12
TSE	+	0.003	0.30	0.001	0.41
Y1	?	-0.003	0.32	-0.004	0.29
Y2	?	-0.012**	0.05	-0.014**	0.02
Y3	?	-0.007	0.18	-0.009*	0.09
Y4	?	-0.020***	0.00	-0.021***	0.00
Y5	?	-0.004	0.30	-0.007	0.17
PCAR	+	-0.032***	0.00	-0.031***	0.00
PSTD	+	0.274*	0.09	0.269*	0.09
C1	-	-0.008**	0.03	-0.007**	0.04
IMR	?	-0.005	0.27	0.002	0.41
Adj. R ²		0.0334		0.0341	
N		1462		1462	

a 個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 0.5%極端值後，以複迴歸模型分析其對宣告效果之影響。應變數為事件期累積平均異常報酬(CAR5)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1%顯著水準，**表 5%顯著水準，*表 10%顯著水準。

表 A-6 公司治理對宣告買回數量比率之影響-三分法^a

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	0.125***	0.00	0.101***	0.00
INDEP	-	0.008**	0.02		
RULE	-	-0.003*	0.10		
RUN	-	-0.003	0.25		
TURNOVER	-	-0.003**	0.03		
KING	-	-0.001	0.43		
G	-			-0.011**	0.02
SIZE	-	-0.006***	0.00	-0.004***	0.00
BM	+	0.000	0.43	0.001	0.19
FCF	+	-0.036	0.14	-0.006	0.39
DEBT	?	0.015*	0.07	0.006	0.12
ROA	?	0.017**	0.04	0.018**	0.03
TSE	?	0.002*	0.09	0.000	0.37
D1	?	-0.002	0.33	0.002	0.19
D2	?	-0.010	0.16	0.000	0.50
Y1	?	-0.003*	0.10	-0.005***	0.01
Y2	?	-0.001	0.46	-0.005**	0.03
Y3	?	-0.001	0.41	-0.007***	0.01
Y4	?	-0.003*	0.09	-0.004**	0.02
Y5	?	-0.001	0.43	-0.005**	0.02
IMR	?	-0.007	0.27	0.003	0.22
Adj. R ²		0.0996		0.0912	
N		1462		1462	

a 個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 0.5%極端值後，以複迴歸模型分析其對宣告買回數量比率之影響。應變數為宣告買回數量比率(PUR)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1%顯著水準，**表 5%顯著水準，*表 10%顯著水準。

表 A-7 公司治理對宣告買回金額比率之影響-三分法^a

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	0.040	0.11	0.058***	0.00
INDEP	-	-0.008	0.11		
RULE	-	-0.007**	0.05		
RUN	-	-0.014**	0.02		
TURNOVER	-	-0.003	0.14		
KING	-	-0.004	0.34		
G	-			-0.024***	0.00
SIZE	-	-0.001	0.21	-0.002***	0.01
BM	+	0.007***	0.00	0.007***	0.00
FCF	+	0.032	0.28	0.006	0.43
DEBT	?	0.006	0.36	0.015**	0.04
ROA	?	-0.006	0.35	-0.006	0.35
TSE	?	-0.006***	0.01	-0.006***	0.00
D1	?	0.007	0.15	0.002	0.23
D2	?	0.006	0.37	-0.004	0.27
Y1	?	-0.009***	0.01	-0.008***	0.00
Y2	?	-0.011*	0.09	-0.006*	0.08
Y3	?	-0.010	0.14	-0.005	0.13
Y4	?	-0.003	0.18	-0.002	0.24
Y5	?	-0.009	0.12	-0.004	0.13
IMR	?	0.022	0.13	0.009*	0.09
Adj. R ²		0.0519		0.0516	
N		1462		1462	

a 個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 0.5%極端值後，以複迴歸模型分析其對宣告買回金額比率之影響。應變數為宣告買回金額比率(PURAMT)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1%顯著水準，**表 5%顯著水準，*表 10%顯著水準。

表 A-8 公司治理對實際買回數量比率的影响^a

A 部分：

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	0.074***	0.00	0.070***	0.00
INDEP	-	0.003**	0.05		
RULE	-	-0.002**	0.05		
RUN	-	-0.001	0.28		
TURNOVER	-	0.000	0.33		
KING	-	-0.001	0.26		
G	-			-0.001	0.38
SIZE	-	-0.004***	0.00	-0.004***	0.00
BM	+	-0.001**	0.05	-0.001*	0.07
FCF	+	0.010	0.21	0.012	0.18
DEBT	?	0.007***	0.00	0.007***	0.00
ROA	+	0.007	0.15	0.007	0.13
TSE	+	0.003***	0.00	0.003***	0.00
LAW1	+	0.003**	0.05	0.004**	0.03
LAW2	-	0.005***	0.00	0.005***	0.00
STD	-	-0.104***	0.01	-0.103***	0.01
RET	-	0.007**	0.02	0.007**	0.02
RETC1	-	-0.010***	0.00	-0.010***	0.00
LARGE	+	0.017***	0.00	0.017***	0.00
EARLY	+	0.001*	0.08	0.001*	0.06
Adj. R ²		0.3508		0.3504	
N		1462		1462	

B 部分：

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	0.077***	0.00	0.073***	0.00
INDEP	-	0.002	0.18		
RULE	-	-0.003**	0.04		
RUN	-	-0.001	0.28		
TURNOVER	-	0.001	0.28		
KING	-	0.000	0.47		
INDEP*R1	+	0.002	0.23		
RULE*R1	+	0.002	0.17		
RUN*R1	+	0.002	0.23		
TURNOVER*R1	+	-0.001	0.33		
KING*R1	+	-0.003	0.13		
G	-			-0.001	0.43
G*R1	+			0.000	0.39
SIZE	-	-0.004***	0.00	-0.004***	0.00
BM	+	-0.002***	0.00	-0.002***	0.00
FCF	+	0.009	0.25	0.010	0.22
DEBT	?	0.008***	0.00	0.008***	0.00
ROA	+	0.006	0.16	0.006	0.15
TSE	+	0.003***	0.00	0.003***	0.00
LAW1	+	0.003*	0.09	0.003*	0.09
LAW2	-	0.005***	0.00	0.005***	0.00
STD	-	-0.078**	0.03	-0.076**	0.04
C1	-	-0.004***	0.00	-0.004***	0.00
LARGE	+	0.017***	0.00	0.017***	0.00
EARLY	+	0.001*	0.07	0.001*	0.07
Adj. R ²		0.3605		0.3608	
N		1462		1462	

a A 部分為個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 0.5% 極端值後，以複迴歸模型分析其對實際買回數量比率之影響。B 部分為進一步考慮公司治理變數與股價漲幅較小(R1) 交互作用後之結果。應變數為實際買回數量比率(REPSH)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。

表 A-9 公司治理對實際買回金額比率的影响^a

A 部分：

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?			0.081***	0.00
INDEP	-	0.004**	0.04		
RULE	-	-0.004**	0.04		
RUN	-	0.002	0.18		
TURNOVER	-	-0.001	0.33		
KING	-	-0.003	0.16		
G	-	-0.005***	0.00	-0.002	0.31
SIZE	-	-0.002**	0.05	-0.005***	0.00
BM	+	0.037**	0.02	-0.002**	0.05
FCF	+	0.013***	0.00	0.038**	0.02
DEBT	?	0.032***	0.00	0.013***	0.00
ROA	+	0.005***	0.00	0.033***	0.00
TSE	+	0.005**	0.03	0.005***	0.00
LAW1	+	0.010***	0.00	0.006**	0.03
LAW2	-	-0.098**	0.05	0.010***	0.00
STD	-	0.011***	0.01	-0.102**	0.05
RET	-	-0.016***	0.00	0.012***	0.01
RETC1	-	0.021***	0.00	-0.016***	0.00
LARGE	+	0.001	0.19	0.021***	0.00
EARLY	+	0.084***	0.00	0.001	0.17
Adj. R ²		0.3007		0.2995	
N		1462		1462	

B 部分：

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	0.089***	0.00	0.085***	0.00
INDEP	-	0.003	0.15		
RULE	-	-0.005**	0.03		
RUN	-	0.000	0.48		
TURNOVER	-	0.000	0.46		
KING	-	0.000	0.45		
INDEP*R1	+	0.003	0.22		
RULE*R1	+	0.003	0.16		
RUN*R1	+	0.006*	0.06		
TURNOVER*R1	+	-0.001	0.33		
KING*R1	+	-0.007**	0.04		
G	-			-0.002	0.36
G*R1	+			0.000	0.44
SIZE	-	-0.005***	0.00	-0.005***	0.00
BM	+	-0.002***	0.01	-0.003***	0.00
FCF	+	0.035**	0.03	0.036**	0.02
DEBT	?	0.014***	0.00	0.014***	0.00
ROA	+	0.032***	0.00	0.032***	0.00
TSE	+	0.005***	0.00	0.005***	0.00
LAW1	+	0.004*	0.07	0.004*	0.07
LAW2	-	0.010***	0.00	0.010***	0.00
STD	-	-0.064	0.15	-0.066	0.14
C1	-	-0.006***	0.00	-0.006***	0.00
LARGE	+	0.021***	0.00	0.021***	0.00
EARLY	+	0.001	0.21	0.001	0.18
Adj. R ²		0.3097		0.3072	
N		1462		1462	

a A 部分為個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 0.5% 極端值後，以複迴歸模型分析其對實際買回金額比率之影響。B 部分為進一步考慮公司治理變數與股價漲幅較小(R1)交互作用後之結果。應變數為實際買回金額比率(REPAMT)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。

表 A-10 公司治理對執行率的影響-三分法^a

A 部分：

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	1.266***	0.00	1.250***	0.00
INDEP	+	-0.066	0.12		
RULE	+	-0.023	0.33		
RUN	+	-0.053	0.17		
TURNOVER	+	0.052*	0.08		
KING	+	-0.017	0.41		
G	+			-0.049	0.33
SIZE	-	-0.030***	0.01	-0.030***	0.01
BM	+	-0.027	0.13	-0.027	0.13
FCF	+	0.997**	0.02	0.953**	0.02
DEBT	?	0.078	0.17	0.051	0.26
ROA	+	-0.329*	0.08	-0.367*	0.06
TSE	?	0.074***	0.01	0.086***	0.00
LAW1	+	0.229***	0.00	0.234***	0.00
LAW2	-	0.048*	0.09	0.047*	0.09
STD	-	-9.056***	0.00	-9.035***	0.00
RET	-	-0.213**	0.03	-0.222**	0.03
RETC1	-	0.011	0.47	0.016	0.45
LARGE	+	0.372***	0.00	0.372***	0.00
EARLY	+	0.884***	0.00	0.887***	0.00
Pseudo R ²		0.2998		0.2975	
N		1462		1462	

B 部分：

變數 ^b	預期	模式 1		模式 2	
		係數	P 值	係數	P 值
INTERCEPT	?	1.262***	0.00	1.259***	0.00
INDEP	+	-0.192***	0.01		
RULE	+	-0.017	0.40		
RUN	+	-0.079	0.12		
TURNOVER	+	-0.014	0.38		
KING	+	0.128*	0.08		
INDEP*R1	+	0.279***	0.00		
RULE*R1	+	0.025	0.38		
RUN*R1	+	0.079	0.20		
TURNOVER*R1	+	0.151***	0.01		
KING*R1	+	-0.333***	0.00		
G	+			-0.117	0.15
G*R1	+			0.166***	0.00
SIZE	-	-0.030***	0.01	-0.030***	0.01
BM	+	-0.031	0.11	-0.032*	0.10
FCF	+	0.958***	0.02	0.919**	0.02
DEBT	?	0.081	0.16	0.052	0.27
ROA	+	-0.323*	0.08	-0.384**	0.05
TSE	?	0.080***	0.01	0.088***	0.00
LAW1	+	0.254***	0.00	0.244***	0.00
LAW2	-	0.054*	0.06	0.049*	0.08
STD	-	-9.417***	0.00	-9.414***	0.00
C1	-	-0.019	0.24	-0.021	0.23
LARGE	+	0.369***	0.00	0.371***	0.00
EARLY	+	0.892***	0.00	0.889***	0.00
Pseudo R ²		0.3057		0.2985	
N		1462		1462	

a A 部分為個別或整體衡量之公司治理變數，刪除 0.5% 極端值後，以 Tobit 模型迴歸，分析其對執行率之影響。B 部分為進一步考慮公司治理變數與股價漲幅較小(R1)交互作用後之結果。應變數為執行率(REP)，獨立性(INDEP)、監督性(RULE)、齊一性(RUN)、異動性(TURNOVER)、集權性(KING)為個別衡量之自變數而公司治理(G)為整體衡量之自變數，其餘變數為控制變數，P 值為單尾檢定下的結果。

b 各變數定義請參見表 5-1。

c ***表 1% 顯著水準，**表 5% 顯著水準，*表 10% 顯著水準。