

東海大學管理學院財務金融研究所  
碩士在職專班論文

董事會結構對股票購回宣告效果之影響

The Impact of Board Structure on Share Repurchase  
Announcement Effects

指導教授：傅郁芬 博士

研究生：潘玥蓉

中華民國 106 年 7 月

# 東海大學碩士在職專班學位論文 學位考試委員審定書

本校 財務金融研究所 碩士在職專班 潘玥蓉 君

所提之論文(中文)： 董事會結構對股票購回宣告效果之影響

(英文)： The Impact of Board Structure on Share

Repurchase Announcement Effects

經本委員會審查，符合碩士學位論文標準

學位考試委員會

召集人

林丙輝

考試委員

傅郁芬

(指導教授)

詹家昌

系所主任

陳峇偉 代

中華民國 106 年 7 月 17 日

# 東海大學財務金融學系

## 碩士論文學術倫理聲明書

本人 潘玥蓉 (學號: G03447009) 已完全了解學術倫理之定義。僅此聲明，本人呈交之碩士論文絕無抄襲或由他人代筆之情事。若被揭露具有違背學術倫理之事實或可能，本人願自行擔負所有之法律責任。對於碩士學位因違背學術倫理而被取消之後果，本人也願一併概括承受。

立證人： 潘玥蓉 (簽名)

中華民國 106 年 7 月 17 日

## 謝誌

在碩專班的學習時光，轉眼間匆匆已過。回想起 103 年的春夏，從參加入學面試、接獲錄取通知、參加迎新茶會，到一邊探索校園、一邊辦理入學手續等等，每個場景都歷歷在目。

兩年的修業期間，感謝每位授課老師用心教學，以及每位同學彼此扶持、相互勉勵。透過理論的解析與實務的經驗分享，讓玥蓉在這趟學習的歷程中收穫滿滿。撰寫論文期間，承蒙指導教授傅郁芬博士的盡心指導、指引方向、協助釐清不解之處，才得以順利完成，也感謝口試委員不吝給予建議，使玥蓉從中獲得更深的啟發，在此獻上誠摯的感謝與敬意。謝謝老師！

由於去(105)年職務調動與搬遷，在生活、工作、學業三方面同時面臨不同的考驗。謝謝指導教授的督促、家人的關心、主管與同事的鼓勵，讓我有源源不絕的動力。如今，這趟學習之旅即將畫下句點，玥蓉在與師長、親友分享喜悅的同時，也將帶著大家的祝福邁向另一段學習成長的旅程。

潘玥蓉謹誌於

東海大學財務金融學系碩士在職專班

中華民國 106 年 7 月

## 中文摘要

庫藏股是企業理財的工具之一，其雖具有許多效益，但同時存有潛在成本。臺灣自 2000 年 8 月實施庫藏股制度，依據法令規定，企業買回庫藏股時，企業經理人需事先擬訂買回計畫，經董事會決議通過後才能實行買回。顯然地，這樣的情況容易產生代理問題：經理人以自身利益為考量，只提出對自己有利的股票買回計畫送交董事會審議，而董事會也只讓對多數董事有利的買回計畫通過，而外部投資人的利益卻被漠視了。因此，公司治理的良窳與價值，在於能否確保董事會有效運作，遏阻動機不當的買回計畫。另一方面，臺灣現行法規尚未完備，無法有效遏阻企業內部人操弄股價謀取不當利益，公司治理監控力成為確保董事會功能健全的關鍵因素。是故，公司治理對董事會運作之監督進而對庫藏股政策之影響，是為重要且迫切之研究議題。本研究採事件研究法，以董監事持股比例、董監事股權質押比例、大股東持股比例、經理人擔任董事席次等 4 項公司治理指標，研究對庫藏股制度的影響，分析宣告時的市場反應以及宣告之後特定期間內的股價變化，目的在於探討公司治理對宣告買回庫藏股之後股價波動的影響。

### 關鍵詞：

董事會、股票購回宣告、庫藏股、公司治理

## Abstract

Treasury stock is one of the financial management tools of the corporation. It can create benefits for the firm, however, may incur potential costs. The treasury stock system has been put into practice in Taiwan since August, 2000. Firms are allowed to repurchase shares with pre-determined repurchase plans which are approved by the firms' board of directors. Obviously, this practice will lead to principal-agent problem: managers just put forward egotistical plan which the board of directors approves for their own benefits; however, the rights and interests of the external investors are ignored. Therefore, the value of corporate governance is to ensure the effective operation of the board, and to prevent the share repurchase plan from the impacts of improper motivation. On the other hand, the laws and regulations in force in Taiwan cannot inhibit completely and effectively that the insiders of the firms seek improper benefits through manipulating stock prices. Hence the monitoring of corporate governance is a key factor to ensure the sound function of the board. Therefore, it is important and urgent to research the impact of corporate governance on the operation of the board of directors and the treasury policy. Through Event Study, we investigate the impact of the following four corporate governance indicators on the abnormal stock returns of the firms around the share repurchase announcement periods: the ownership percentage of the directors and supervisors, the percentage of pledged shares by the directors and supervisors, the ownership percentage of main shareholders, and the number of managers who act as directors on the board. We find that the cumulative abnormal returns during the event period for the share repurchase announcements are high for firms with good corporate governance indicators. We conclude that corporate governance is an essential factor for the proper performance of stock returns around the share repurchase announcement periods.

**Keywords:** Board, Share Repurchase Announcement, Treasury Stock, Corporate Governance

# 目錄

<b>第一章</b>	<b>緒論</b> .....	<b>1</b>
第一節	研究動機.....	1
第二節	研究目的和貢獻.....	3
第三節	論文架構.....	3
<b>第二章</b>	<b>文獻回顧</b> .....	<b>4</b>
第一節	公開市場買回股票.....	4
第二節	公司治理及對公開市場買回之影響.....	12
<b>第三章</b>	<b>假說形成</b> .....	<b>18</b>
<b>第四章</b>	<b>研究方法</b> .....	<b>21</b>
第一節	變數定義.....	21
第二節	實證架構模式建立.....	26
第三節	樣本選取.....	28
第四節	資料來源.....	29
<b>第五章</b>	<b>研究結果</b> .....	<b>30</b>
第一節	敘述統計.....	30
第二節	複迴歸分析.....	36
第三節	敏感性分析.....	38
<b>第六章</b>	<b>結論</b> .....	<b>46</b>
<b>第七章</b>	<b>參考文獻</b> .....	<b>47</b>

## 圖目錄

圖 1 1 研究流程圖 .....	3
圖 4 1 實證架構圖 .....	21
圖 4 2 事件研究法數線圖 .....	26



## 表目錄

表 4 1 變數彙整表 .....	22
表 5 1 各年度事件數統計表 .....	30
表 5 2 敘述統計表 .....	31
表 5 3 董監事持股比例各組 CARs 敘述統計表 .....	34
表 5 4 董監事質押比例各組 CARs 敘述統計表 .....	34
表 5 5 大股東持股比例各組 CARs 敘述統計表 .....	35
表 5 6 經理人董事席次各組 CARs 敘述統計表 .....	36
表 5 7 迴歸分析表 .....	37
表 5 8 公司規模與董監事持股比例之敏感度分析 .....	38
表 5 9 淨值市價比與董監事持股比例之敏感度分析 .....	39
表 5 10 負債權益比與董監事持股比例之敏感度分析 .....	39
表 5 11 公司規模與董監事質押比例之敏感度分析 .....	40
表 5 12 淨值市價比與董監事質押比例之敏感度分析 .....	41
表 5 13 負債權益比與董監事質押比例之敏感度分析 .....	42
表 5 14 公司規模與大股東持股比例之敏感度分析 .....	42
表 5 15 淨值市價比與大股東持股比例之敏感度分析 .....	43
表 5 16 負債權益比與大股東持股比例之敏感度分析 .....	43
表 5 17 公司規模與經理人董事席次之敏感度分析 .....	44
表 5 18 淨值市價比與經理人董事席次之敏感度分析 .....	44
表 5 19 負債權益比與經理人董事席次之敏感度分析 .....	45

# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機

庫藏股為企業重要的理財工具之一，但是在過去，庫藏股一直為多數國家所禁止實行或嚴格管制之制度；約莫在 1995 年之後，許多國家如：韓國、日本、澳洲、法國、德國等，開始對於庫藏股制度採取支持的態度，相關主管機關的政策由原先的禁止轉變為開放。法令規範的鬆綁，顯示政府認同庫藏股的存在價值。

以澳洲為例，澳洲政府於 1989 年以前禁止庫藏股制度，1989 年至 1995 年採嚴格管制，至 1995 年以後才開放。據統計，1989 年至 1998 年間共計 136 件買回股份之宣告，其中有 75%集中在 1995 年至 1998 年間(Lamba and Ramsay, 2000)。另外，Jagannathan et. al. (2000)研究 1985 年及 1996 年買回股票金額與現金股利金額之消長，發現宣告買回金額增加率為 633%、實際買回金額為增加率為 613%、現金股利金額增加率僅為 110%，且實際買回金額佔現金支付總額比率是增加的，而現金股利金額所佔比率卻是減少，顯示股票買回宣告較現金股利成長快速。Grullon and Michaely (2002)的研究，亦呈現相同結果。

臺灣，在庫藏股制度實施之前，企業得以依公司法規定，在一定情況下買回自家公司的股票。當企業面臨股價因非經濟或個別因素而產生非理性下跌，甚至影響企業經營時，往往只能選擇高度財務槓桿或交叉持股的運作方式來因應。1997 年適逢亞洲金融風暴、股市重挫，為穩定股市，財政部於同年 10 月向行政院提出證券交易法（簡稱證交法）第 28 條之 2 修正草案，正式討論庫藏股制度。雖然修正草案於立法院審議過程受到多方質疑，但因各工商團體要求開放的呼聲不斷，相關單位再三研議，徵詢多方意見，並參酌國外法令，依據證交法第 28 條之 2 第 3 項規定訂定上市上櫃公司買回本公司股份辦法（簡稱買回辦法），於 2000 年 8 月 7 日正式實施庫藏股制度。此後，買回辦法又歷經 2000 年 10 月、2001 年 6 月、2002 年 7 月共 3 次修法，取消諸多限制。據統計，自 2000 年 8 月實施庫藏股制度起至 2015 年底止，上市、上櫃公司共計 1184 家宣告買

回股份，累計宣告件數 5069 件。

庫藏股制度存在許多效益，如：降低資訊不對稱、降低代理成本、調整財務結構至最適比率、資金運用有彈性、降低現金股利對股市的負向報酬衝擊以維持股利政策平穩、評斷企業信譽與宣告買回訊號之可信度以降低投資風險、預期企業未來成長等；相對的，庫藏股制度亦存有潛在成本，如：管理者傳遞不實資訊、哄抬股價、以宣告買回手段刺激正向股價製造績效提升的假象、伺機侵佔小股東與債權人的財富等。

法律賦予董事會決策權與執行權，然而董事會基於專業經營之考量，大多將執行權授予專業經理人來行使，定期監督並檢視專業經理人之業務績效。最清楚企業內部營運狀況的，莫過於擁有決策權的董事會以及被授予執行權的專業經理人，二者被視為企業內部人。當專業經理人運用企業資金買回自家企業股份時，需事先擬訂買回計畫，經董事會決議通過後才能實行買回庫藏股。通過決議的買回計畫，勢必對董事會與專業經理人雙方都具有相當利益，這樣的情況顯然產生代理問題：專業經理人以自身利益為考量，只會提出對自己有利的股票買回計畫送交董事會審議，而董事會也只讓對多數董事有利的買回計畫通過，而外部投資人的利益卻被漠視了。因此，公司治理的良窳與價值，在於能否確保董事會有效運作，遏阻動機不當、不利於外部投資人的買回宣告。

相較於英、德、日等國，庫藏股的實施必須經過股東大會授權、董事會同意，臺灣和美國只須董事會同意通過。美國證券管理委員會(Securities and Exchange Commission, S.E.C.)訂有操弄股價的行為內容和法律責任(SEC Rule 10b-5)，而臺灣證交法第 28 條之 2 第 6 項僅限制企業關係人於執行買回期間出售股份之行為，卻未明訂違法出售的法律責任。在法律規範不完備、無法有效遏阻企業內部人操弄股價謀取不當利益的情況下，公司治理監控力成為確保董事會功能健全的關鍵因素。是故，公司治理對董事會運作之監督進而對庫藏股政策之影響，是為重要且迫切之研究議題。

## 第二節 研究目的和貢獻

本研究採事件研究法，以董事會成員（董監事）持股比例、董監事股權質押比例、大股東持股比例、經理人擔任董事席次等 4 項公司治理指標，研究對庫藏股制度的影響，分析宣告時的市場反應以及宣告之後特定期間內的股價變化。目前國內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，本研究最大貢獻在於探討公司治理對宣告買回庫藏股之後股價波動的影響。

## 第三節 論文架構

本論文研究步驟與流程如圖 1-1，先確立研究動機與目的，再蒐集探討相關主題之文獻，接著提出假說並確認研究方法，取得相關數據資料後依照預訂的研究方法進行實證分析，最後得出本研究之結論。

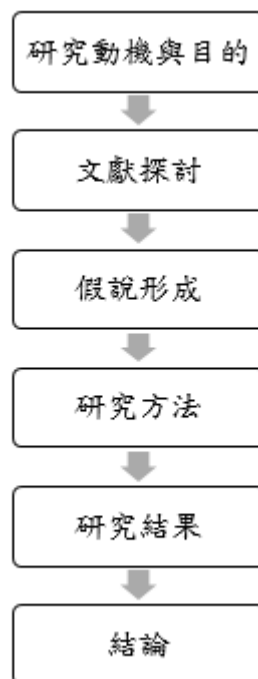


圖 1-1 研究流程圖

## 第二章 文獻回顧

公開市場買回以及公開收購，是企業買回發行在外股數的方式，據了解臺灣企業較偏好採用前者方式。本研究將於本章各節針對臺灣企業於公開市場買回股票行為、公司治理，以及公司治理對買回行為影響之相關文獻，進行探討。

### 第一節 公開市場買回股票

#### 2.1.1 宣告動機與市場反應

Dittmar (2000)研究指出，企業股票價值受低估、分配閒置資金、調整財務結構、抵銷執行股票選擇權所導致之稀釋效果等動機，會促使企業宣告買回發行在外股數。常見的動機假說，例如：訊號假說、自由現金流量假說、最適槓桿比率假說、現金股利調整和稅賦考量假說、管理者動機假說、盈餘管理動機假說等，將於本節一一說明。

##### 2.1.1.1 訊號假說

許多研究顯示，訊號假說為企業宣告買回發行在外股數的最主要動機，它包含盈餘訊號假說以及權益被低估假說。

盈餘訊號假說，是指企業為傳遞未來銷貨成長、盈餘增加之訊息而買回自家股票(Bartov, 1991；Ho et. al., 1997；Gelb, 2000；Chen and Wen, 2004)。由於市場投資人看好該企業未來的發展性與遠景，即挹注資金投資進而帶動股價上揚。

相較於盈餘訊號假說，權益被低估假說是學者研究較多的動機，意為股價受到低估的企業會以此為購買動機而宣告買回自家股票。觀察一家企業股價是否受到低估，有3個指標可供參考：宣告前累積平均異常報酬、公司規模、淨值市值比。經實證研究發現，當企業的股價受到低估情形愈嚴重時，其宣告買回庫藏股之前的累積平均異常報酬就愈小(Ikenberry et. al., 2000)，甚至是呈現負值；另外，過去也有研究指出，股價低估常見於資訊透明度不高的小規模企業或價值型企業(Cudd et. al., 1996)。當市場投資人肯定企業所釋出股價低估的訊息時，會買進該企業股票而產生股價上揚之趨勢。

自 1980 年代起，許多研究陸續證實美國企業宣告買回庫藏股的動機實為訊息之傳遞。Vermaelen (1981)以 1970 年至 1978 年 4 月紐約證券交易所上市的 198 家企業、共 243 件宣告買回的市場反應，發現小規模企業在事件期的累積平均異常報酬比大企業高。Wansley et. al. (1989)研究結果顯示，無論宣告買回發行在外股數與否，企業一致認為「股價受低估」為宣告買回的重要動機。Netter and Mitchell (1989)研究 1987 年 10 月 19 日股市風暴前 2 週內買回庫藏股之公司共計 600 件宣告，發現上櫃公司事件期 3 天累積平均異常報酬高於上市公司。Comment and Jarrell (1991)的研究發現，無論採取荷蘭式拍賣、公開收購或公開市場買回之方式，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。

到了 1990 年代，對於美國企業宣告買回發行在外股數之行為，其研究結果如同 1980 年代一樣，訊號假說是主要動機。Ikenberry et. al. (1995)、Ho et. al. (1997)、Stephens and Weisbach (1998)以及 Li and McNally (2003)的研究，均顯示宣告日前的累積平均異常報酬與事件期的累積平均異常報酬，呈現負向關係。McNally (1999)指出企業內部人持股比例高的企業，往往透過企業內部人傳遞未來盈餘成長之正面訊息，並經實證發現事件期 3 天的累積平均異常報酬為正值。Ikenberry et. al. (2000) 研究並分析加拿大 1000 餘家上市企業在 1980 年至 1990 年間宣告買回之行為，得出加拿大企業宣告動機與訊號假說相符之結果，且前期股價超額報酬、企業規模與買回執行率呈現顯著負相關，而淨值市價比與買回執行率呈現顯著正相關。

不僅是美國、加拿大的研究結果如此，許多歐洲與亞洲學者之研究結果亦與上述相符或相近。

### **2.1.1.2 自由現金流量假說**

所謂自由現金流量，意指營運資金扣除維持營運所需資本支出的稅後餘額，是企業可自由運用來成長擴充、發放現金股利、償債等的現金流量。據研究，企業將多餘的現金發還給股東，可適時抑制企業專業經理人濫用資金、不當投資，以降低代理問題發生

的可能性。

相較於訊號假說，自由現金流量假說的訊息概念是企業經理人願意降低代理成本，其關乎經營的有效性，而訊號假說則是預期企業未來的成長與股價看漲之行情。

過去多名學者對美國企業宣告買回動機進行研究，結果顯示支持自由現金流量假說。Ho et. al. (1997)指出自由現金流量愈多的企業，事件期的累積平均異常報酬愈高。Stephen and Weisbach (1998)、Dittmar (2000)、Fenn and Liang (2001)等人，則是分別針對預期與非預期現金、超額資本、營業活動現金流量對宣告買回的實際執行進行研究，結果均有顯著正相關。Barth and Kasznik (1999)說明自由現金流量愈多的企業，愈有可能宣告買回庫藏股。Lie (2005)發現，企業基於資本結構的考量，當營業收益波動大、企業內部有多餘現金流量時，會以自由現金流量買回庫藏股以發放股利給股東。

Li and McNally (2003)以加拿大企業為研究對象，發現宣告企業的現金流量明顯比未宣告企業多。Oswald and Young (2004)針對英國企業的宣告買回進行研究，結果顯示營業活動現金流量、投資活動現金流量、以及保留於企業內部的現金流量，對於宣告買回庫藏股的可能性、實際買回的執行情形均有顯著的解釋力。

### 2.1.1.3 最適槓桿比率假說

有研究指出：企業採行買回庫藏股的決策是為了調整最適的財務結構。

Dittmar (2000)發現就負債比率而言，宣告買回發行在外股數的企業明顯低於未宣告之企業，顯示負債比率與實際買回金額呈現負相關。Oswald and Young (2004)也同樣得出相似的結果：負債比率對於宣告買回庫藏股的可能性、其後實際買回金額佔總資產比例有顯著的相關性。Lie (2005)則是說明負債比例愈高的企業，未來面臨資金短缺的機會愈大，因此買回發行在外股數相對較少。

### 2.1.1.4 現金股利調整和稅賦考量假說

企業的股利政策，往往採取買回發行在外股份與現金股利相互搭配的方式。就經濟學的角度分析，二者之間存在的關係說法不一。

有部分學者表示，宣告買回發行在外股份與現金股利之間存在替代效果(Grullon and Michaely, 2002；Rau and Vermaelen, 2002)，意即企業若以買回發行在外股份發放股票股利，則會減少現金股利發放；換言之，如果企業採行現金股利政策，則會減少甚至沒有股票股利之發放，進而市場不會產生累積異常報酬。

另有學者的研究支持互補效果(Barth and Kasznik, 1999；Dittmar, 2000；Jagannathan et. al., 2000；Dereeper and Romon, 2003)，即企業在資金充裕的情況下，不僅買回發行在外股份，現金股利的發放也維持穩定。

就賦稅而言，現金股利納入投資人的個人所得稅；出售股票的獲利稱為資本利得，依據臺灣現行規定，交易所得已部分納入證券交易稅（簡稱證交稅，證券交易稅條例第 2 條按每次成交價格課徵千分之 3 計算）或所得基本稅額課徵；另外，喧騰一時的證券交易所得稅（簡稱證所稅），經立法院三讀通過廢除並於 2016 年起廢除生效。因此，投資人對現金股利與股票股利的偏好會受到個人所得稅率高低的影響，高個人所得稅率的投資人偏好獲取股票股利以便出售股份時得以節省所得稅。據 Rau and Vermaelen (2002) 的研究結果，支持稅賦考量之動機。

#### **2.1.1.5 管理者動機假說**

專業經理人的意願會影響企業是否宣告買回自家股票。一般來說，管理者如果預期未來有成長機會，基於資金成本之考量，會保留現金於企業內部，而不使用外部資金供企業成長。另外，依據 Song (2002) 的研究發現：若企業的專業經理人本身是風險趨避者，將偏好保留較多的現金流量於企業內部，且分配現金股利給股東視同變相減資，因此專業經理人亦不偏好現金分配。

#### **2.1.1.6 盈餘管理動機假說**

企業實行庫藏股制度促使流通在外股數相對減少、每股盈餘增加，進而達到財務預期、盈餘管理之目標。Netter and Mitchell (1989)、Kracher and Johnson (1997)、Sanders and Carpenter (2003)、Hribar et. al. (2006) 等多名學者支持盈餘管理對宣告動機的影響。



### 2.1.1.7 其他宣告動機

當企業面臨併購之威脅時，可能採取庫藏股制度，買回自家流通在外股份、降低公司內部的現金存量，以減少被併購的機率。另外，企業的庫藏股制度可能是為了降低市場風險溢酬。若以經濟學的供需理論作解釋，假設市場需求不變，庫藏股的執行將會造成市場供給減少，預期未來股價上漲。受到產業特性的影響，企業宣告買回股票的意願不一，如：電子、科技產業偏好以庫藏股發給員工股票紅利，傳統產業則不然。企業宣告買回股份，造成市場買賣雙方的增加，有助於提升股票的流通性。

### 2.1.2 宣告次數

企業宣告買回的次數多寡受到企業規模、營業收益波動幅度、資訊透明度、機構投資人持股比例等特性的影響(Jagannathan and Stephens, 2003)，而不同宣告次數的企業，在宣告之後的執行率、企業營運績效、宣告時的市場反應也有差異。據研究指出，在當次宣告前 15 個月內曾宣告買回股票之企業，實際執行率較低(Ikenberry et. al., 2000)；宣告次數少的企業比宣告次數多的企業擁有更高的異常報酬(Jagannathan and Stephens, 2003)；宣告次數的增加伴隨拉抬股價的可能性增加，首次宣告所產生的正向股價反應高於其後各次宣告所產生的反應（池祥萱，2002）。

### 2.1.3 實際買回

庫藏股政策的宣告與宣告之後確實遵行宣告承諾是同等重要（劉啟群、陳妮雲，2006），投資人評估企業在宣告後確實履行情況，可以「執行率（即實際買回股數與宣告買回股數之比率）」做為評估指標。

不同學者分別對 80 年代至 90 年代美國、加拿大、英國、日本等國家的平均執行率進行統計分析：美國在宣告後 3 年的平均執行率為 73.8%（Stephens and Weisbach, 1998），加拿大平均執行率僅有 28.6%（Ikenberry et. al., 2000），英國平均執行率為 74.4%（Rau and Vermaelen, 2002），日本平均執行率高達 83.5%（Zhang, 2002）。以上數據顯示，除了加拿大的平均執行率明顯偏低之外，其他國家均有 7 成以上的平均執行率，推論大多數企業

為維護形象與信譽，必須維持一定程度的執行率。

## **2.1.4 效益**

### **2.1.4.1 降低資訊不對稱**

支持訊號假說為宣告動機的學者研究發現，有些企業宣告買回所傳遞的消息值得信賴。企業透過宣告買回發行在外股份，向市場投資人傳遞盈餘成長、風險降低等樂觀的會計資訊(Bartov, 1991；Ho et. al., 1997)。

### **2.1.4.2 降低代理成本**

Oswald and Young (2004)就 1995 年至 2000 年間宣告買回與未宣告買回之英國企業績效表現進行研究，發現前者不僅擁有較多來自營業或投資活動的現金流量，宣告後 1 年至 2 年間來自營業活動的現金流量與獲利也較高，並且宣告後 1 年被併購或下市的機率明顯低於後者。因此，為降低代理成本並以自由現金流量為考量而實行庫藏股之企業，其後續績效表現較好。

### **2.1.4.3 達到最適財務結構**

Dittmar (2000)、Oswald and Young (2004)等學者研究結果，說明負債比例低的企業運用庫藏股制度調整財務結構至最適狀態。

### **2.1.4.4 資金運用彈性化**

企業得依法律相關規定自行決定於公開市場買回的宣告時間、宣告量、宣告次數、實際執行時間、實際買回量，反觀現金股利，其發放時間與數量則較不具彈性。根據 Grullon and Michaely (2002)的研究結果顯示，原先採行現金股利的上市企業，陸續改採現金以及股票買回並行的股利政策，同時也指出新上市企業的股利政策，往往是以股票購回的方式執行；此外，Dereeper and Romon (2003)的研究則說明新上市的企業偏好採行低現金股利政策。

#### 2.1.4.5 維持股利政策平穩

有研究指出，以現金支付股利與以庫藏股配股所傳遞的訊息效果，均會產生正向股價的市場反應，二者無顯著差異。然而，現金股利的宣告對企業具有潛在成本，未來一旦減少現金股利、甚至不發放現金股利時，較容易引起投資人的反感，對該企業股價的負面影響較大。若是實行庫藏股制度配股給投資人，則無需承擔這樣的風險。依據 Jagannathan et. al. (2000)的實證分析，增發現金股利的企業隔年的股價呈現正向報酬，反之，減發的企業股價報酬率為負。研究結果又指出，營業活動現金流量少、營業收益波動幅度大、非營業活動所得現金多的企業，較傾向採取庫藏股制度才執行股利政策，而營業活動所得現金多、營業平穩的企業才會發放現金股利。至於 Dereeper and Romon (2003)的研究，所得結論是企業採取股票買回的方式以維持股利政策之平穩。

#### 2.1.4.6 評斷信譽與預期成長

企業宣告買回發行在外股份之後的實際執行率，是用以衡量該企業宣告買回可信度之指標。宣告後的執行率高，讓投資人相信企業所釋出未來成長等正面訊息為真，進而帶動正向股價的市場反應。簡言之，執行率愈高，市場正向股價的反應愈大。李現瑞(200)的研究結果就是支持執行率與市場正向股價反應的正相關，另外也有許多學者針對美國與加拿大進行實證研究，發現執行率與累積平均異常報酬、績效成長呈現正相關 (Ikenberry et. al., 2000；Chan et. al., 2003)，而與盈餘波動幅度呈現負相關(Jagannathan and Stephens, 2003)。

如果執行率低，企業宣告的動機可能只是為了達成減少流通在外股數以刺激每股盈餘增加之盈餘管理目標。如此，投資人對於該企業的信譽產生負面評價，該企業下一次所釋出的宣告訊息較不受到投資人的青睞，可能造成負向股價之反應。Chen and Wen (2004)研究說明盈餘管理程度愈高的企業，愈不容易貫徹股票買回之承諾。

## 2.1.5 潛在成本

### 2.1.5.1 傳遞不實資訊

先前提到以訊息假說為宣告買回股份動機，其所釋出的訊息為企業當前的股價受到低估、企業具有成長性及未來股價行情看漲，因此宣告買回的效益在於降低資訊不對稱。然而，Rau and Vermaelen (2002)的研究發現，企業宣告日的前1年累積平均異常報酬為3.03%、其後1年為-2.01%；實際執行的前1年累積平均異常報酬為12.14%、其後1年為-2.02%。顯然，企業宣告買回以及實際執行之後的營運績效並非一定呈現正向成長。換言之，宣告買回所釋出的正面訊息未必為真。甚至，宣告次數多而實際執行少或完全不執行的企業，很可能只是藉由買回宣告傳遞不實訊息，以達成操弄股價之目的。

### 2.1.5.2 管理者績效衡量和薪酬誘因

依據 Song (2002)、Sander and Carpenter (2003)等學者的研究，企業的專業經理人基於利己的立場，透過宣告買回流通在外股份為企業股價帶來正向效果，營造績效提升之假象，以降低被撤換的機率。就薪資而言，Kahle (2002)指出企業若實施股票分紅、股票選擇權等與股價相關的誘因薪酬，其專業經理人偏好以庫藏股增加自己所持有的股數與選擇權的價值。

### 2.1.5.3 外部股東財富侵占

掌握資訊又具有多數股權的企業內部股東可能透過宣告買回訊息，創造本身股票價值極大化，此舉未必能夠極大化企業價值，反而是侵占外部股東的財富(Song, 2002)。

### 2.1.5.4 債權人財務侵占

企業得以自有資金或是對外舉債取得資金來買回發行在外股份。當企業負債增加，會降低企業本身的償債能力，因此 Song (2002)提出企業若是透過舉債買回庫藏股，可能造成財富由債權人轉移至股東、債權人財富受侵占的觀點。根據 Jun et. al. (2006)研究指出，企業宣告買回的動機為傳遞未來成長的訊息，該訊息對債權人有利，因此市場正向

股價的反應較大；企業若是因為誘因薪酬而宣告買回股票，此舉不利於債權人，故市場的正向反應較小。

綜合上述利弊分析，企業實行庫藏股制度可能損及外部股東的權益，再加上現行法令僅限制企業關係人於執行買回期間出售股份之行為(臺灣證交法第 28 條之 2 第 6 項)，卻未明確訂定違反買回行為規定以及不當意圖之買回宣告所應擔負的法律責任，無法有效遏阻企業內部人操弄股價謀取不當利益，如此窘境突顯公司治理的重要性。公司治理的監控機制，有助於確保董事會功能的健全、遏止不當動機的買回宣告、促使庫藏股制度發揮效益。是故，公司治理對董事會運作之監督以及對庫藏股政策之影響，是為重要且迫切之研究議題。

## 第二節 公司治理及對公開市場買回之影響

公司法第 202 條：「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外，均應由董事會決議行之。」且同法第 206 條第 1 項：「董事會之決議，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。」顯然，公司法賦予董事會決策權(例如：發行新股、買回庫藏股等)。因此，企業專業經理人所提出的股票買回計畫，必須經過董事會同意才可執行。

證券交易法第 28 條之 2 第 1 項更進一步擴大「公司法」對庫藏股的適用範圍，允許企業在合法的動機(即：轉讓股份予員工；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；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)之下，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 43 條之 1 第 2 項規定買回其股份，不受公司法第 167 條第 1 項規定之限制。

為防止董事會濫權，除了主管機關、司法機關、市場的監控之外，企業內部的監控機制也應運而生。公司法雖然賦予董事會決策權，然而其職權的具體執行則是由董事長、副董事長或常務董事來擔任。董事會對於董事長、副董事長或常務董事之業務執行，自

然具有監督之責。除此以外，依據公司法第 172 條規定，董事與監察人選任或解任之權在於股東會，而監察人得單獨行使監察權（同法第 221 條），負責監督公司業務之執行，並得隨時調查公司業務及財務狀況，查核簿冊文件，並得請求董事會或經理人提出報告（同法第 218 條），且監察人不得兼任公司董事、經理人或其他職員（同法第 222 條），以確保其獨立性。因此，股東與監察人亦扮演內部監控的重要角色。一般來說，董事會由內部董事和外部董事組成，監察人則是獨立於董事會之外，與董事會平行。董事會負責企業經營，監察人負責調查、監督董事會、審核財務報告。實務上，依據公司法第 29 條「公司得依章程規定置經理人」之規定，董事會負責經理人之任免，並基於專業經營與分工之考量將業務執行權授予經理人，經理人的執行過程與績效表現受到董事與監察人的監督。

綜上，董事、監察人、經理人分別扮演企業的決策者、監督者、經營者，對企業資訊之取得具有優勢，因此視其為企業內部人。無論企業經理人為大股東與否，經理人所提出的股票買回計畫或多或少是出自於利己的考量，該計畫送交董事會，經董事衡量對自身亦為有利後才可能決議通過。換言之，對多數企業內部人有利的股票買回計畫才可能被經理人提出、獲得董事會同意。依據證券交易法第 28 條之 2 第 7 項規定，股票買回計畫一旦經董事會決議通過後，其決議及執行情形應於最近一次股東會報告，之後倘若因故未買回股份，同樣應就未執行買回計畫的原因於股東會中提出說明。

公司法第 23 條第 1 項「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」之規定，說明股東賦予董事會決策與監督的職權，相對的，董事會也應該忠實執行業務並盡到善良管理人之注意義務。公司治理機制，就是為強化董事會對企業經營權利義務之遵守而存在，以確保董事會依照法令、公司章程、股東會決議行使職權。更明確地說，公司治理的目的是為建立一套有效的內部監控機制，協助董事會以最大善意善盡職責，確保全體股東決策參與之權利，並維護企業各個利害關係人之利益以及正確揭露資訊。

倘若董事會為持有多數股權的大股東所把持，一般認為其公司治理的機制不健全，

內部監督效益不彰，因為大股東可能為利用董事會通過對自己有利但未必對整體企業有利的決策，進而侵占小股東財富。好的公司治理機制，是董事監督經理人，同時董事亦受到監察人與股東的監督，如此的監控功能環環相扣，彼此發揮得宜。

衡量公司治理的變數有很多，但其本質不易量化，有學者以因素分析將公司治理劃分為 5 種特質：獨立性、監督性、齊一性、異動性、集權性，並認為：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，其公司治理較佳；反之，其公司治理則較差（陳妮雲，2008）。由於董事、監察人、經理人為企業內部人，其決策、監督、經營的情形直接影響企業整體績效，因此本研究採取董監事持股比例、董監事質押比例、大股東持股比例、經理人董事席次等 4 個量化指標來衡量企業公司治理之良窳。

### 2.2.1 董監事持股比例

據國外學者研究結果，企業內部人持股比例高低與公司治理好壞，大致分為 2 派理論：內部人侵占理論、利益一致論。支持內部人侵占理論的學者認為內部人持股伺機利用宣告買回股票的方式侵占外部股東的財富，因此內部人持股比例高的企業公司治理差，且宣告機率高。

相對於內部人侵占理論，更多學者傾向利益一致論，認為企業內部人持股比例高有助於提升其對企業的認同感與忠誠度，並且與股東利益一致，可降低代理問題。Vermaelen (1981)、Pugh and Jahera (1990) 研究發現，企業內部人持股比例愈高，其宣告買回股票呈現正向股價的市場反應愈大。Comment and Jarrell (1991)、McNally (1999)、Jung et. al. (2003)、Li and McNally (2003) 等學者研究，說明內部人持股比例與宣告買回股份事件期之累積平均異常報酬呈現正相關。

上述文獻所討論的企業內部人，包含具有決策權的董事會成員（董監事）以及被董事會賦予執行權的專業經理人。為探討公司治理對庫藏股制度的影響，本研究將針對企業內部人聚焦為董監事，研究董監事持股比例的高低對宣告買回之後股票市價的變化。

## 2.2.2 董監事股權質押比例

股權質押屬於個人的借款行為，現行法令並無要求企業必須揭露董監事以股權質押借款之用途，因此無法透過官方統計資料來判斷，僅能藉由實證分析探討可能的動機。據學者表示，實務上常見的董監事股權質押動機有 4：為取得資金護盤、炒作股票或併購其他公司的投機動機；企業本身因債務契約限制而無法再增加借款投入投資活動的投資動機；為避免股權被稀釋而質借舊股取得資金購入新股的現金增資動機；以股票質押取得大量現金投資其他企業並取得控制權的控制股權動機（陳安琳、高蘭芬、陳怡凱、陳煥鈺，2013）。

董監事以股權質押借款可能會造成代理問題。

其一，公司信用風險提高。經實證分析，董監事股權質押比率愈高，公司信用風險愈高。董監事質押所借的資金往往不是為了提高企業績效而投入公司的投資活動，而是為了增加個人持股比率或其他投資等私人用途。董監事質借的資金如未投入公司的投資活動，等同於撤回投資公司的部分資金，意即董監事投資公司的實際金額因股權質押借款而減少，此時董監事極有可能漠視公司的營運績效及信用風險。

其二，監察人監督不彰、獨力性低。董監事股權質押比率愈高，監察人獨立性愈低。董監事質押借款如果是為了增加個人持股比率、強化自己對公司的控制力、圖利自己，很有可能會藉由對監察人的控制來左右公司的決策，屆時董監事得以較少的實質股權掌握監察人的選舉，使得監察人的監督功能減弱、獨力性低，造成公司代理成本提高，公司治理不佳。

許多學者經實證分析後，認為高質押比例會削弱董事對經理人的監督，董事與經理人共謀利益，犧牲小股東的權益，因此公司治理較差。池祥萱(2002)說明董監事質押比例愈高、監督性愈低的企業，愈可能宣告買回發行在外股份，藉此哄抬股價，提高質押價值。陳安琳、高蘭芬、陳怡凱、陳煥鈺(2013)則表示：董監事實際持股愈多、實際出資金額愈大，對公司的營運績效愈重視，愈能發揮公司制衡與監督的力量。董監事股權



質押比率與公司信用風險呈現顯著的正相關，即董監事股權質押比率愈高，公司信用風險愈高。董監事質押套現會增加企業營運與授信風險。董監事股權質押比率與監察人內部化情形呈現顯著的正相關，即董監事股權質押比率愈高，監察人內部化情形愈明顯，監察人獨立性愈低，代理問題愈嚴重。

### 2.2.3 大股東持股比例

大股東對公司的決策有極大影響力，倘若董監事如果同時也是企業的大股東（如：臺灣的家族企業，股權集中），則董事會行使職權的獨立性低，公司治理較差。Skjeltop and Odegaard (2004)研究指出，大股東持股比例愈高，愈可能宣告買回。Ginglinger and L'her (2006)的實證研究結果指出，市場對於具有大股東持股比例高、董事會高度集權之家族企業宣告買回的負向股價反應較大。Hackethal and Zdantchouk (2005)研究德國公開市場買回宣告，發現大股東持股比率達 75%以上時，事件期 3 天累積平均異常報酬為正；反之，低於 75%則累積平均異常報酬為負。

然而，臺灣主管機關對大股東的定義，是指持股達 10%以上但未擔任董監事職務之股東。有多位學者如：Mehran (1992)、Daily and Dalton (1994)、Beasley and Salterio (2001)的實證研究，正面肯定非擔任董監事大股東之監督力量，使致企業的破產可能性較低、舞弊事件較少、營運績效較佳。

本研究依據台灣經濟新報資料庫(TEJ)，採用主管機關所定義之大股東。

### 2.2.4 經理人擔任董事席次

企業的專業經理人擔任董事，等同是結合企業的決策權與執行權，可以降低代理問題，這也呼應企業採用股票紅利作為激勵方式，使經理人成為股東，藉以提升其對企業的認同感與忠誠度，並且與股東利益一致，進而促進公司治理的良好機制；另一方面來說，經理人擔任董事恐會造成其權力太大、決策太獨斷，監督效果不彰，以致破壞公司治理機制。

臺灣上市上櫃公司治理實務守則第 20 條第 3 項規定，董事會成員組成應考量多元

化，除兼任公司經理人之董事不宜逾董事席次三分之一外，並就本身運作、營運型態及發展需求以擬訂適當之多元化方針。本研究據以推論：董事長兼任總經理或者專業經理人擔任董事席次多，可能使致董事會的組織僵化、監督機制失靈，亦表示公司治理較差。如果董事長未兼任總經理、控制股東席次未過半、外部董事席次比例高，則公司治理較好。Kesner et. al. (1986)說明由董事長兼任總經理的企業，從事不法商業行為的可能性比較高。

## 第三章 假說形成

公司治理的目的是為建立一套有效的內部監控機制，協助董事會以最大善意善盡職責，確保全體股東決策參與之權利，並維護企業各個利害關係人之利益以及正確揭露資訊。公司治理會影響企業公開市場買回之行為，而企業買回行為又可能影響後續股價波動，是故公司治理與公開市場買回宣告後市場反應之間有關聯性。

公開市場買回自家股票對企業內部人及外部股東（非公司管理階層或董監事，並長期持有股份之投資人）之利弊，可分為4種情形：同時對企業內部人及外部股東均有利、對企業內部人不利但對外部股東有利、對企業內部人有利但對外部股東不利、同時對企業內部人及外部股東均不利。

### 情形 1：同時對企業內部人及外部股東均有利

常見的情形如：公司轉讓股份給員工以提升士氣、提高生產力，進而提升整體營運績效、全體股東財富增加；或者，股價受到市場低估，為維護公司信譽及股東權益，以適時降低資訊不對稱。在此一情形，無論公司治理好壞，預期在宣告買回股份之後均會產生正向股價之市場反應。

### 情形 2：對企業內部人不利、對外部股東有利

倘若企業經理人本身為風險趨避者，偏好保留大量資金於企業內部而不願分配給股東，以致企業資源未能發揮最大效益，將有損股東權益。在此一情形下，屬於風險趨避的經理人，不會主動提出股票買回計畫，因此無從觀察本項情形之市場反應。

### 情形 3：對企業內部人有利、對外部股東不利

企業經理人如以宣告買回股份為操弄營運績效之手段，刻意製造未來獲利成長的假象，傳遞不實訊息，此時經理人基於自利行為所提出的股票買回計畫對長期持有該企業股份之外部股東造成權益損害。

公司治理差的企業，其內部人可能會在宣告買回股份之前刻意降低盈餘、打壓自家

企業之股價，同時買進股票，接著透過買回庫藏股之宣告創造短期行情後，迅速出售自己所持有之股份而獲利。由於股價的短期行情並非來自真正的企業成長，在內部人出售股票之後股價可能下滑，造成外部投資人之財富減損。由此可以推估，公司治理差的企業宣告買回之後，會產生負向股價之市場反應。

公司治理好的企業從事股價操作的可能性低，預期不會提出對股東不利的買回計畫，因此無從觀察本項情形之市場反應。

#### 情形 4：同時對企業內部人及外部股東均不利

無論公司治理的良窳情況如何，預期企業專業經理人不會提出對自己及外部股東均不利的買回計畫，因此無從觀察本項情形之市場反應。

綜上，公司治理的良窳程度與公開市場買回宣告後之市場反應，呈現正向關係。以下提出本研究之假說：

H1：公司治理好的企業，宣告買回股票後市場呈現較高的累積異常報酬。

本研究在公司治理方面，以董監事持股比例、董監事股權質押比例、大股東持股比例、經理人擔任董事席次等 4 項作為研究指標。因此，上述假說可再進一步詳細探究。就董監事持股比例而言，本研究採取利益一致論的觀點，認為董監事持股比例高有助降低代理成本，代表公司治理好，若宣告買回股票將呈現正向股價的市場反應；意即董監事持股比例與宣告買回股份事件期之累積異常報酬呈現正相關。假說如下：

H1a：董監事持股比例較高的企業，公司治理較好，宣告買回股票後市場呈現較高的累積異常報酬。

董監事股權質押比例往往造成公司信用風險增加、監察人的獨立性與監督能力下降等代理問題，破壞公司治理的機制。若董監事以自利為目的或者質押股權的比例很高，為維持質押的高價值，極有可能與經理人共謀以買回庫藏股之手段哄抬股價，侵占小股東的權益。如此作為顯示企業的公司治理機制不佳，若宣告買回股票會呈現負向的股價反應；即董監事質押比例與宣告買回股份事件期之累積異常報酬呈現負相關。假說如下：

H1b：董監事質押比例較低的企業，公司治理較好，宣告買回股票後市場呈現較高的累積異常報酬。

未擔任董監事職務之外部大股東（持股達 10%以上），對公司決策的影響力與監督力不容小覷。本研究認為外部大股東的持股比例增加、監督力增強，有助於強化公司治理的機制，降低企業破產的可能性，減少舞弊事件，進而提升營運績效，當企業宣告買回股票，將呈現正向股價的市場反應；意即大股東持股比例與宣告買回股份事件期之累積異常報酬呈現正相關。假說如下：

H1c：大股東持股比例較高的企業，公司治理較好，宣告買回股票後市場呈現較高的累積異常報酬。

至於經理人擔任董事席次方面，雖然有助於減少代理問題，但是本研究採用過去許多學者的看法，認為董事長兼任總經理或者專業經理人擔任董事席次多，會降低董事會的監督機制，公司治理較差。當企業宣告買回股票，會呈現負向的股價反應；即經理人擔任董事席次與宣告買回股份事件期之累積異常報酬呈現負相關。假說如下：

H1d：經理人擔任董事席次較少的企業，公司治理較好，宣告買回股票後市場呈現較高的累積異常報酬。

## 第四章 研究方法

本研究採用事件研究法，研究董監事持股比例、董監事質押比例、大股東持股比例、經理人董事席次等 4 個公司治理指標以及控制變數對企業宣告於公開市場買回股份後市場反應之影響。以下將逐一敘述實證架構（如圖 4-1）中各變數之定義、實證架構模式之建立、樣本選取以及資料來源。

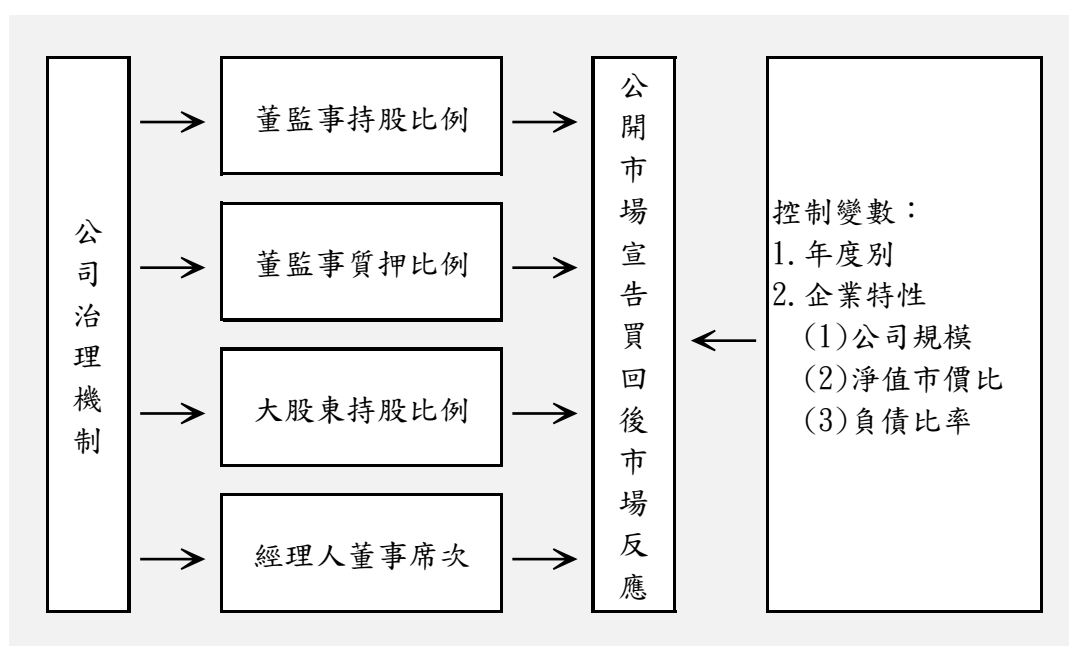


圖 4-1 實證架構圖

### 第一節 變數定義

本節所述之變數，包含應變數（事件期累積異常報酬）、與公司治理相關之自變數（董監事持股比例、董監事質押比例、大股東持股比例、經理人董事席次），以及控制變數（年度、公司規模、淨值市價比、負債權益比），變數代號與變數說明等資料彙整如表 4-1。

表 4-1 變數彙整表

類別	變數名稱	變數代號	變數說明
應變數	事件期累積異常報酬	CARs	買回股份宣告日及其前後 10 日（共 11 日）之累積異常報酬。
公司治理變數	董監事持股比例	Board	董監事於宣告當月所持有之股數除以流通在外之股數（特別股不計）。
	董監事質押比例	PL	企業董監事以自己所持有之股票向金融機構質押借錢之比例。
	大股東持股比例	MS	持股 10% 以上但未擔任董監事職務之股東，其持股佔公司總發行股份之比例。
	經理人董事席次	MD	公司內部經理人或集團經理人出任董事之席次。
控制變數	年度別	Year	宣告日所屬之年度。
	公司規模	Size	距離宣告日最近一期財務報表所載之總資產數值。
	淨值市價比	BM	距離宣告日最近一期財務報表所載之帳面淨值除以市值。
	負債權益比	DE	距離宣告日最近一期財務報表所載之總負債除以股東權益。

#### 4.1.1 應變數(Y)

為研究公司治理對宣告買回後市場反應之影響，應變數設定為事件期間之「累積異常報酬(Cumulative Abnormal Returns；簡稱 CARs)」，本研究以買回宣告日以及其前後 10 天之累積異常報酬為研究數據。

#### 4.1.2 自變數(X<sub>n</sub>)

以董監事持股比例、董監事質押比例、大股東持股比例以及經理人董事席次等 4 項公司治理變數為自變數，並以臺灣公開資訊觀測站登載之月資料為研究數據，分述如下：

#### 4.1.2.1 董監事持股比例

相較於外部投資人，企業的董監事及管理高層對於財務資訊握有相當的優勢，政府為維護證券市場的交易秩序與公平，並防範企業內部人內線交易或炒作股票，規定公開發行公司必須按月向主管機關申報董事、監察人、經理人、大股東（即持股佔 10% 以上但未擔任董監事之股東）等人持有股數變動情形。換言之，觀察企業內部人的一舉一動，有助於預測企業未來景況。董監事的持股比例，就是一項具代表性的指標，其計算公式如下：

$$\text{董監事持股比例} = \frac{\text{董監事當月底持有之股數}}{\text{當月流通在外之股數} - \text{企業發行之特別股數}} \times 100\%$$

#### 4.1.2.2 董監事質押比例

除了前述董監事除股比例之外，董監事質押比例也是觀察企業內部人行為的一項重要指標。董監事質押，即企業董監事以自己所持有之股票向金融機構質押借錢，此舉多見於理財需求。然而，倘若董監事不斷拋售股票以致持股比例不斷下滑，且質押比例又偏高，此時可想該企業未來景況不樂觀。

$$\text{董監事質押比例} = \frac{\text{董監事當月底質押之股數}}{\text{董監事當月底持有之股數}} \times 100\%$$

#### 4.1.2.3 大股東持股比例

持有一家企業股份佔 10% 以上但未擔任董監事的股東，稱之為大股東(Main Shareholders)。當大股東持股比例持續增加，顯示對該企業的未來具有信心。因此，要了解一家企業之公司治理情況，可藉由大股東的持股狀況窺探一二。

$$\text{大股東持股比例} = \frac{\text{大股東當月底持股數}}{\text{當月流通在外之股數} - \text{企業發行之特別股數}} \times 100\%$$



#### 4.1.2.4 經理人董事席次

即公司內部經理人或集團經理人出任董事之席次。

#### 4.1.3 控制變數

本研究推論，年度別以及企業特性是影響股份買回宣告效果的控制變數，其中企業特性包含公司規模、淨值市價比、負債權益比率，以下將一一說明。

##### 4.1.3.1 年度別

從過去文獻中得知，不同年度宣告買回股份，其市場反應效果也不同(池祥萱,2002)，本研究控制研究期間自 2000 年至 2015 年底止。

##### 4.1.3.2 公司規模

本研究以宣告日之前最近一期財務報表所登載的企業總資產並取自然對數(ln)衡量之。

就公司規模與資訊揭露程度而言，陳瑞斌、許崇源(2007)指出公司規模愈大，在資訊揭露方面規模效益愈高，因此公司規模與資訊揭露的程度呈正相關。增加資訊揭露有助於降低資訊不對稱、減少代理成本，據以推論公司規模愈大、資訊揭露程度愈高，以致公司治理愈好。

林妤穎(2008)研究發現資本市場投資人的投資偏好首選是不透明的大公司，其次為資訊透明的大公司，再次是資訊透明的小公司，最後是不透明的小公司，說明大規模公司可能因為資訊過度揭露以致喪失競爭優勢，投資人難以從中賺取超額報酬而降低投資意願；反觀小公司，因其營運狀況使得資訊取得受到侷限，市場投資人對資訊相對透明的小公司較有投資意願。

若就動機而論，據學者表示，臺灣規模較大的企業宣告買回股份大多是為了轉讓股權給員工以激勵士氣，規模較小的企業宣告則是因為維護股東權益及信譽。

#### 4.1.3.3 淨值市價比(Book-to-Market Ratio)

本研究以在宣告日之前最近一期財務報表所登載的淨值除以市價衡量之。

淨值市價比的數值愈高，表示股價受到低估的情形愈嚴重，此時企業可能會為了維護股東權益而宣告買回股份。依 Westphal and Zajac (2001)、Gesser et. al. (2005)等學者的研究指出，淨值市價比高、股價受到嚴重低估的企業，其宣告買回後市場正向股價的反應較大，此結果恰好說明訊號假說的可靠性。

#### 4.1.3.4 負債權益比(Debt-to-Equity Ratio)

負債的好處在於產生稅盾以減少企業稅金支出，另一方面債權人對企業有一定的監督權，相對可降低代理成本；而過多的負債，又會造成提升企業的財務風險、違約風險，並增加資金成本。

在過去的實證分析中，有最適槓桿比率假說以及訊好假說 2 種不同的發現。較多的學者經實證分析獲得支持最適槓桿比率假說的結果：負債比率（即總負債除以總資產之比值）低的企業，宣告買回所造成的市場較高的累積異常報酬，且該企業買回股數也多 (Wansley et. al., 1989；Pugh and Jahera, 1990；Barth and Kasznik, 1999；Dittmar, 2000；Fenn and Liang, 2001；Hovakimian et. al., 2001；Westphal and Zajac, 2001；Kahle, 2002；Bens et. al., 2003；陳嘉惠等，2003；Lie, 2005；Hribar et. al., 2006)。然而，Chan et. al. (2003)的研究結果卻是符合訊號假說，認為負債比率低的企業，其股價受到低估的情況尚不嚴重，宣告買回所造成的市場正向股價反應小，實際買回股份的執行率偏低。

本研究採最適槓桿比率假說的觀點，以負債權益比率(debt-to-equity ratio)作為控制變數，並以宣告日之前最近一期財務報表所登載的總負債除以股東權益衡量之。股票購回造成分母股東權益減少，在分子負債不變的情況下，負債權益比率相對會提高。

## 第二節 實證架構模式建立

### 4.2.1 事件研究法

事件研究法(Event Study)是財務、會計等商學領域研究中常見的方法。本研究即利用該研究方法，探討企業宣告從公開市場買回自家股份時是否引起股價的異常變動，以致產生異常報酬(Abnormal Returns; 簡稱 ARs)，藉此瞭解股票價格與宣告事件之關聯性。透過統計檢定異常報酬率是否為零，藉以了解宣告事件是否對該企業之股價造成波動。虛無假設：

$$H_0 : (R_i | \text{event}) - E(R_i) = 0$$

$$H_1 : (R_i | \text{event}) - E(R_i) \neq 0$$

其中， $(R_i | \text{event})$ 為有宣告事件發生的實際報酬率、 $E(R_i)$ 為無宣告事件發生的期望報酬率。

本研究採用事件研究法之研究步驟，說明如下：

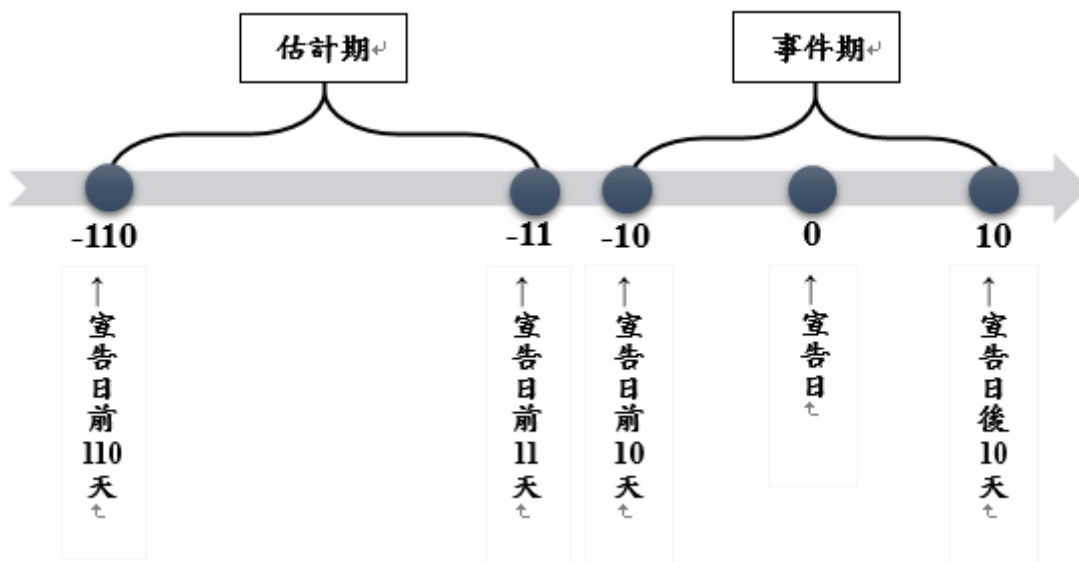


圖 4-2 事件研究法數線圖

#### 4.2.1.1 步驟 1：定義事件日、事件期與估計期

以宣告日為事件日(設定為 0)，宣告日前 10 天(-10)至宣告日後 10 天(10)為事件期，宣告日前 110 天(-110)至宣告日前 11 天(-11)為估計期，如圖 4-2。

#### 4.2.1.2 步驟 2：建立股票報酬率之預期模式

採用市場模式(the Market Model)，以個股的系統風險( $\beta$ )作為个股報酬率的預測因子。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \times R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (t = -110 \sim -11)$$

$R_{it}$ ：i 股票在第 t 期的報酬率

$R_{mt}$ ：第 t 期的市場報酬率

$\alpha_i$ ： $R_{it}$  的截距項 (當  $R_{mt} = 0$ )

$\beta_i$ ：衡量 i 股票對市場報酬率的敏感度

$\varepsilon_i$ ：誤差項，且  $\varepsilon_i \sim N(0, \sigma^2)$

代入以估計期間( $t = -110 \sim -11$ )各期的報酬率數值，用最小平方法(Ordinary Least Squares；簡稱 OLS)的迴歸方式計算  $\alpha$  和  $\beta$ 。

#### 4.2.1.3 步驟 3：計算異常報酬率(ARs)及累積異常報酬率(CARs)

先計算宣告事件發生後，股價波動所產生的異常報酬率，即宣告事件發生後的實際報酬率減去無宣告事件的期望報酬率。接著，加總宣告日及其前後 10 天的 ARs，即可求出累積異常報酬。

$$E(\widehat{R}_{it}) = \widehat{\alpha}_i + \widehat{\beta}_i \times R_{mt} \quad (t = -10 \sim 10)$$

$$ARs_{it} = (R_{it}|event) - E(\widehat{R}_{it})$$

$$CARs_i = \sum_{t=-10}^{10} ARs_{it}$$

#### 4.2.1.4 步驟 4：研究累積異常報酬率(CARs)的分布情形

以企業特性數值由小到大分 5 組，分析 CARs 的分布情形，即對公司規模(Size)、淨值市價比(BM)、負債權益比率(DE)等 3 個企業特性做迴歸分析。簡言之，本研究使用事件研究法、市場模式以及最小平方法，以宣告買回股份之企業於事件期的累積異常報酬衡量該企業宣告前後的短期市場反應。

#### 4.2.2 模型建立

為分析公司治理對股票買回宣告後市場反應之影響，故以應變數 Y 為事件期 11 天（宣告日及其前後 10 天）之累積異常報酬(CARs)，自變數則為 4 個公司治理變數：董監事持股比例、董監事質押比例、大股東持股比例、經理人董事席次。若董監事持股比例以及大股東持股比例的係數為正數、董監事質押比例以及經理人董事席次的係數為負，則顯示假說成立。

$$Y = \text{CARs} = a_0 \text{intercept} + a_1 (\text{4 個公司治理變數}) + a_5 \text{DE} + a_6 \text{Size} + a_7 \text{BM} + \varepsilon$$

### 第三節 樣本選取

本研究之研究期間始於 2000 年 8 月庫藏股制度正式實施，截至 2015 年 12 月底止。研究對象則鎖定研究期間內宣告於公開市場買回股份之臺灣上市、上櫃公司，並擷取各上市、上櫃公司研究期間各年度首次宣告買回股份之事件為研究樣本。自 2000 年 8 月至 2015 年底止，臺灣上市、上櫃公司共有 5,069 件宣告，刪除同一企業於同年度非首次宣告之事件後有 3,481 件，但其中有 83 件宣告事件因財務資訊不足無法估算累積異常報酬率，最後僅保留 3,398 件為本研究實證分析之最終樣本。

由於臺灣上市、上櫃公司於研究期間的宣告事件為數不少，為將各宣告企業做分類，以利探討公司治理對於企業宣告買回股份後的市場反應，本研究尚需建立：

- (1) 股票日報酬資料庫（發生宣告事件之上市、上櫃公司，於估計期及事件期投資報

酬率與市場報酬率之日資料)。

(2) 公司治理資料庫(發生宣告事件之上市、上櫃公司於研究期間內,董監事持股比例、董監事質押比例、大股東持股比例、經理人擔任董事席次之月資料)。

(3) 財務指標資料庫(發生宣告事件之上市、上櫃公司於研究期間內,公司規模、淨值市價比、負債權益比之季資料)。

透過統計分析系統(Statistics Analysis System; 簡稱 SAS)做上述資料庫的資料堆疊:

首先,以研究樣本的宣告日(即事件日)推算樣本中各個宣告事件的估計期與事件期,接著依發生宣告事件之股票代碼對應前述期間每日的實際股票報酬率及市場報酬率,並計算異常報酬率(ARs)及累積異常報酬率(CARs)。再來,同樣以各宣告事件之股票代碼對應宣告日前最近一期的財務報表,擷取董監事持股比例、董監事質押比例、大股東持股比例、經理人擔任董事席次、公司規模、淨值市價比、負債權益比等公開資訊,以便進行後續的迴歸分析。

#### 第四節 資料來源

本研究有關上市、上櫃公司買回股份之宣告日、公司治理相關變數(如:董監事持股比例、董監事質押比例、大股東持股比例、經理人董事席次)、年度、產業、財務指標(如:公司規模、淨值市價比、負債權益比)以及估計期與事件期之日報酬率等,均取自台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal; 簡稱 TEJ)資料庫。

## 第五章 研究結果

按照本研究先前提出之假說，透過複迴歸模型之建立，分析公司治理對企業宣告買回股份後市場反應之影響。在進行實證分析之前，本章第一節先以敘述統計分析各個變數，接著分析迴歸實證結果，最後以敏感性分析作結。

### 第一節 敘述統計

本研究實證分析之樣本數計 3398 筆，統計研究期間自 2000 年至 2015 年止，臺灣企業各年度首次宣告之件數如表 5-1，其中以 2008 年 512 件最多，2010 年 88 件最少；平均一年有 212.375 件宣告。

表 5-1 各年度事件數統計表

年度	宣告件數
2000	207
2001	195
2002	152
2003	154
2004	318
2005	222
2006	174
2007	191
2008	512
2009	124
2010	88
2011	293
2012	180
2013	109
2014	134
2015	345
<b>總計</b>	<b>3398</b>

表 5-2 敘述統計表

變數	分組	樣本數	最大值	第 75 分位數	平均數	中位數	第 25 分位數	最小值	標準差
<b>Board</b> (N=3395)	Rank=1	n=1112	16.4900	11.7900	9.5829	9.7350	7.2800	0.0000	2.9162
	Rank=2	n=948	24.2600	19.0900	17.4372	17.3550	15.4800	12.1700	2.5246
	Rank=3	n=710	33.2600	26.1250	24.7358	24.5900	22.3700	19.3300	3.0444
	Rank=4	n=465	49.8200	39.9300	36.1320	35.6800	32.1100	28.3500	4.8722
	Rank=5	n=160	73.8500	57.8000	54.6117	53.1400	50.0100	44.7400	6.0796
<b>PL</b> (N=3394)	Rank=1	n=1790	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	Rank=2	n=48	5.0600	2.8300	1.6838	1.5350	0.5000	0.0100	1.3677
	Rank=3	n=604	32.0100	10.9500	7.9214	6.3950	3.6100	0.0200	6.2931
	Rank=4	n=952	100.0000	48.7200	37.8865	34.1500	22.5500	9.7800	19.7637
<b>MS</b> (N=3395)	Rank=1	n=442	10.7300	8.2850	5.5303	6.2650	2.9050	0.0000	3.3385
	Rank=2	n=930	17.1200	13.3950	10.1132	11.0300	7.4850	0.0300	4.1802
	Rank=3	n=872	23.4100	18.5300	15.8645	16.4000	13.2800	5.7800	3.8288
	Rank=4	n=701	32.2400	26.0300	22.8651	23.0600	20.3500	12.3700	4.2746
	Rank=5	n=450	90.2100	39.9750	36.2873	34.1950	29.8850	20.5700	9.8938
<b>MD</b> (N=3395)	Rank=1	n=1497							
	Rank=2	n=1898							
<b>Size</b>			22.3008	14.4457	15.4656	15.2169	16.2079	12.2648	1.4789
<b>BM</b>			3.9894	0.5747	0.9468	0.8752	1.2224	0.0803	0.5053
<b>DE</b>			49.7333	0.3374	0.9813	0.5807	0.9211	0.0000	2.1324



表 5-2 所列為迴歸模型中各項變數的敘述統計值：最大值、最小值、四分位數、平均數、中位數以及標準差等。公司治理變數方面，無論該公司宣告與否，均先按年度由舊至新、再按該變數之數值由小至大排序，分為 5 組。

變數「董監事持股比例」，以「Board」表示，是指董監事於宣告當月所持有之股數除以流通在外之股數(特別股不計)。由表 5-2 得知，第 1 組最小值為 0，最大值為 16.49，中位數 9.735 小於平均數 9.5829，分配偏右；第 2 組最小值為 12.17，最大值為 24.26，中位數 17.355，平均數 17.4372；第 3 組最小值為 19.33，最大值為 33.26，中位數 24.59，平均數 24.7358；第 4 組最小值為 28.35，最大值為 49.82，中位數 35.68，平均數 36.1320；第 5 組最小值為 44.74，最大值為 73.85，中位數 53.14，平均數 54.6117；第 2 組至第 5 組中位數均小於平均數，分配偏左。另外，隨著第 1 組至第 5 組董監事持股比例增加(即 Board 數值增大)，其標準差呈現先減(第 1、2 組)再增(第 2 至 5 組)的現象。

變數「董監事質押比例」，以「PL」表示，是指企業董監事以自己所持有之股票向金融機構質押借錢之比例。此變數如分成 5 組，則第 1 組與第 2 組的數值均為 0，故把數值為 0 合併成為第 1 組(Rank=1)，共分為 4 組。由表 5-2 得知，除了第 1 組數值均為 0 以外，第 2 組最小值為 0.01，最大值為 5.06，中位數 1.535，平均數 1.6838；第 3 組最小值為 0.02，最大值為 32.01，中位數 6.395，平均數 7.9214；第 4 組最小值為 9.78，最大值為 100，中位數 34.15，平均數 37.8865；第 2 組至第 4 組中位數均小於平均數，分配偏左。另外，隨著第 1 組至第 4 組董監事質押比例增加(即 PL 數值增大)，其標準差呈現增加的現象，其中第 4 組的標準差 19.7637，明顯大於第 2、3 組的標準差(1.3677、6.2931)。

變數「大股東持股比例」，以「MS」表示，是指持股 10%以上但未擔任董監事職務之股東，其持股佔公司總發行股份之比例。由表 5-2 得知，第 1 組最小值為 0，最大值為 10.73，中位數 6.265，平均數 5.5303，分配偏右；第 2 組最小值為 0.03，最大值為 17.12，中位數 11.03，平均數 10.1132，分配偏右；第 3 組最小值為 5.78，最大值為 23.41，中位數 16.4，平均數 15.8645，分配偏右；第 4 組最小值為 12.37，最大值為 32.24，中

位數 23.06，平均數 22.8651，分配偏右；第 5 組最小值為 20.57，最大值為 90.21，中位數 34.195，平均數 36.2873，分配偏左。第 1 組至第 5 組大股東持股比例增加（即 MS 數值增大），但是第 1 至 4 組的標準差數值差異不大，介於 3.3385 至 4.2746 之間，唯獨第 5 組的標準差增為 9.8938，明顯異於前 4 組。

變數「經理人董事席次」，以「MD」表示，意即公司內部經理人或集團經理人出任董事之席次。此項變數僅以經理人擔任董事席次之有無，分為 2 組：第 1 組(Rank=1)經理人擔任董事席次為 0，第 2 組(Rank=2)經理人擔任董事席次不為 0。

控制變數方面，「公司規模」以「Size」表示，指距離宣告日最近一期財務報表所載之總資產數值，最小值 12.2648，最大值 22.3008，中位數 15.2169，平均數 15.4656，標準差 1.4789，分配偏右；「淨值市價比」以「BM」表示，指距離宣告日最近一期財務報表所載之帳面淨值除以市值，最小值 0.0803，最大值 3.9894，中位數 0.8752，平均數 0.9468，標準差 0.5053，分配偏右；「負債權益比率」以「DE」表示，指距離宣告日最近一期財務報表所載之總負債除以股東權益，最小值 0，最大值 49.7333，中位數 0.5807，平均數 0.9813，標準差 2.1324，分配偏右。

表 5-3，隨著董監事持股比例(Board)增加，累積異常報酬(CARs)之平均值由 0.0257 增加至 0.0461、中位數由 0.0263 增加至 0.0376，顯示董監事持股比例及累積異常報酬均呈現遞增的現象，二者呈現正向關係。接著，以第 1 組董監事持股比例最低和第 5 組董監事除股比例最高 2 組數據計算 T 值，得知董監事持股比例與累積異常報酬之相關性為顯著；換言之，董監事持股比例與宣告買回股份事件期之累積平均異常報酬呈現顯著的正相關。此一結果恰好驗證第二章提及的「利益一致論」以及第三章的假說，即董監事持股比例高、對企業的認同感與忠誠度高、與股東利益一致，有助於降低代理問題，同時意味著公司治理好；公司治理好的企業，宣告買回股票後市場出現正向股價反應以致產生較高的累積異常報酬。

表 5-3 董監事持股比例各組 CARs 敘述統計表

變數	分組	樣本數	CARs 平均值	CARs 中位數	CARs 標準差
Board (N=3395)	Rank=1	1112	0.0257	0.0263	0.1195
	Rank=2	948	0.0364	0.0291	0.1253
	Rank=3	710	0.0432	0.0381	0.1254
	Rank=4	465	0.0454	0.0451	0.1398
	Rank=5	160	0.0461	0.0376	0.1516
以第 5 組(Rank=5)數據減第 1 組(Rank=1)數據計算 t 值					t = 1.9498

$$t = \frac{\bar{X}_f - \bar{X}_1}{\sqrt{\frac{(n_f - 1)S_f^2 + (n_1 - 1)S_1^2}{n_f + n_1 - 2} \times \left(\frac{n_f + n_1}{n_f \times n_1}\right)}}$$

$\bar{X}_f$ ：最後一組的平均數

$n_f$ ：最後一組的樣本數

$S_f^2$ ：最後一組的變異數

$\bar{X}_1$ ：第 1 組(Rank=1)的平均數

$n_1$ ：第 1 組(Rank=1)的樣本數

$S_1^2$ ：第 1 組(Rank=1)的變異數

表 5-4 董監事質押比例各組 CARs 敘述統計表

變數	分組	樣本數	CARs 平均值	CARs 中位數	CARs 標準差
PL (N=3394)	Rank=1	1790	0.0451	0.0404	0.1342
	Rank=2	48	0.0375	0.0481	0.1591
	Rank=3	604	0.0360	0.0294	0.1213
	Rank=4	952	0.0186	0.0229	0.1124
以第 4 組(Rank=4)數據減第 1 組(Rank=1)數據計算 t 值					t = -5.1965

表 5-4，隨著董監事質押比例(PL)遞增，累積異常報酬(CARs)之平均值由 0.0451 降至 0.0186、中位數由 0.0404 降至 0.0229，顯示董監事質押比例與累積異常報酬卻為負向

關係。依據第二章文獻回顧，董監事質押比例高表示該企業的公司治理差，以第 1 組董監事質押比例最低（公司治理最好）和第 4 組董監事質押比例最高（公司治理最差）2 組數據計算 T 值，得知董監事質押比例與累積異常報酬之相關性為顯著；意即董監事質押比例與宣告買回股份事件期之累積平均異常報酬呈現顯著的負相關，如此間接證實第三章假說：「公司治理好的企業，宣告買回股票後市場呈現較高的累積異常報酬」的正確性。

表 5-5 大股東持股比例各組 CARs 敘述統計表

變數	分組	樣本數	CARs 平均值	CARs 中位數	CARs 標準差
MS (N=3395)	Rank=1	442	0.0330	0.0229	0.1218
	Rank=2	930	0.0318	0.0351	0.1163
	Rank=3	872	0.0318	0.0276	0.1203
	Rank=4	701	0.0358	0.0318	0.1430
	Rank=5	450	0.0563	0.0484	0.1384
以第 5 組(Rank=5)數據減第 1 組(Rank=1)數據計算 t 值					t = 2.6735

本研究所謂的大股東，是指持股達 10%以上但未擔任董監事職務之股東。過去的實證研究結果顯示，非擔任董監事大股東之監督力量，有助於降低企業破產的可能性、減少舞弊事件，提升營運績效較佳；換句話說，大股東持股比例高，表示公司治理好。表 5-5，大股東持股比例(MS)遞增，但第 1 至 4 組累積異常報酬(CARs)之平均值介於 0.0318 至 0.0358 之間、中位數介於 0.0229 至 0.0351 之間，各組數據差異不大；唯獨第 5 組的 CARs 平均值 0.0563、中位數 0.0484，明顯高於前 4 組。若以第 1 組大股東持股比例最低和第 5 組大股東持股比例最高 2 組數據計算 t 值，顯示 MS 與 CARs 二者具有顯著的正向關係，即公司治理好的企業，宣告買回股票後市場呈現較高的累積異常報酬，顯然符合本研究的假說。

表 5-6 經理人董事席次各組 CARs 敘述統計表

變數	分組	樣本數	CARs 平均值	CARs 中位數	CARs 標準差
MD (N=3395)	Rank=1	1497	0.0408	0.0345	0.1330
	Rank=2	1898	0.0322	0.0309	0.1223
以第 2 組(Rank=2)數據減第 1 組(Rank=1)數據計算 t 值					t = -1.9487

前於第二章文獻回顧提到，經理人擔任董事席次愈多，可能導致董事會監督機制失靈，因此公司治理差，從事不法商業行為可能性較高。表 5-6，經理人擔任董事席次(MD)為 0 (Rank=1)的累積異常報酬(CARs)平均數 0.0408、中位數 0.0345，大於經理人擔任董事席次不為 0 (Rank=2)的累積異常報酬平均數 0.0322、中位數 0.0309，再經 T 值計算，顯示經理人擔任董事席次與累積異常報酬之相關性呈現顯著的負向關係，即證實本研究的假設正確。換句話說，經理人擔任董事雖然有助於降低代理成本、提升公司治理機制，但是經實證分析仍是弊多於利，經理人擔任董事席次多不利於董事會的監督機制失靈，造成公司治理機制變差。

## 第二節 複迴歸分析

本研究以市場模型、最小平方法以及複迴歸分析，檢視公司規模(Size)、淨值市價比(BM)以及負債權益比率(DE)等 3 個控制變數對各公司治理變數、事件期累積異常報酬的影響。

表 5-7 顯示，經實證結果發現：模式 1 董監事持股比例愈高、負債權益比率愈低、公司規模愈小、淨值市價比愈高，宣告後的累積異常報酬愈高；模式 2 大股東持股比例愈高、負債權益比率愈低、公司規模愈小、淨值市價比愈高，宣告後的累積異常報酬愈高；模式 3 董監事質押比例愈低、負債權益比率愈低、公司規模愈小、淨值市價比愈高，宣告後的累積異常報酬愈高，且根據 T 值的檢視結果，相較於其他 3 個公司治理變數，相關程度最為顯著；模式 4 經理人擔任董事席次愈少、負債權益比率愈低、公司規模愈小、淨值市價比愈高，宣告後的累積異常報酬愈高。總括來說，公司治理愈好的公司，

即董監事持股比例愈高(H1a)、董監事質押比例愈低(H1b)、大股東持股比例愈高(H1c)、經理人擔任董事席次愈少(H1d)，宣告買回股票後的累積異常報酬愈高，證實本研究第三章所設定的假說成立。

表 5-7 迴歸分析表

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
<b>Intercept</b>	0.1003*** (3.5954)	0.1103*** (4.1000)	0.0964*** (3.5891)	0.1130*** (4.2241)
<b>Board</b>	0.0029 (1.4765)			
<b>MS</b>		0.0011 (0.6029)		
<b>PL</b>			-0.0065*** (-3.7258)	
<b>MD</b>				-0.0004 (-0.0975)
<b>DE</b>	-0.0002 (-0.1776)	-0.0002 (-0.1864)	-0.0003 (-0.2302)	-0.0002 (-0.1578)
<b>Size</b>	-0.0072*** (-4.0110)	-0.0078*** (-4.4297)	-0.0058*** (-3.1999)	-0.0078*** (-4.4434)
<b>BM</b>	0.0387*** (8.7064)	0.0389*** (8.7587)	0.0391*** (8.8341)	0.0388*** (8.7366)
<b>R-squared</b>	0.0379	0.0371	0.0423	0.0370
	$CARs = a_0 \text{intercept} +$	$a_1 \text{Board} +$	$a_5 \text{DE} + a_6 \text{Size} + a_7 \text{BM} + \epsilon$	(Model 1)
	$CARs = a_0 \text{intercept} +$	$a_2 \text{MS} +$	$a_5 \text{DE} + a_6 \text{Size} + a_7 \text{BM} + \epsilon$	(Model 2)
	$CARs = a_0 \text{intercept} +$	$a_3 \text{PL} +$	$a_5 \text{DE} + a_6 \text{Size} + a_7 \text{BM} + \epsilon$	(Model 3)
	$CARs = a_0 \text{intercept} +$	$a_4 \text{MD} +$	$a_5 \text{DE} + a_6 \text{Size} + a_7 \text{BM} + \epsilon$	(Model 4)

4 個公司治理變數之中，以董監事質押比例的影響最顯著、經理人擔任董事席次最不顯著。經理人出任董事，形同正反兩股力量的拉扯，一方面有助於企業的決策權與執行權合一，減少代理問題，對公司治理而言是有利的；但是就另一方面董事會的監督機制而論，經理人擔任董事將會造成球員兼裁判的現象，董事會監督力不彰，反而有損於公司治理。經上述實證分析，經理人出任董事的壞處影響略略高於好處。

### 第三節 敏感性分析

本節為檢視在公司規模、淨值市價比、負債權益比等 3 個不同的財務變數影響下，公司治理變數對累積異常報酬的敏感度，將 3 個財務變數由小至大排列分組，逐一檢視，並彙整出下列 12 張分析表，如：表 5-8 至表 5-19。經過實證分析，大致的結果為公司規模與累積異常報酬呈現負相關、淨值市價比與累積異常報酬呈現正相關、負債權益比與累積異常報酬相關性不顯著，以下將一一說明。

#### 5.3.1 不同財務變數對董監事持股比例(Board)的敏感度分析

表 5-8 公司規模與董監事持股比例之敏感度分析

Size-Board	Size_Rank=1	Size_Rank=2	Size_Rank=3
<b>intercept</b>	0.2032 (1.5523)	-0.0160 (-0.0829)	-0.0455 (-0.7873)
<b>Board</b>	-0.0005 (-0.1248)	0.0060 (1.7830)	0.0024 (0.8124)
<b>Size</b>	-0.0131 (-1.4026)	-0.0005 (-0.0400)	0.0021 (0.6279)
<b>BM</b>	0.0390*** (4.8744)	0.0486*** (6.2394)	0.0278*** (3.9776)
<b>DE</b>	-0.0161 (-1.4325)	-0.0095 (-1.1424)	-0.0015 (-1.1767)
<b>R-squared</b>	0.0318	0.0496	0.0238

表 5-8 說明不同的公司規模(Size)，董監事持股比例對累積異常報酬(CARs)的敏感度。從以上數據發現，小規模企業(Size\_Rank=1)的董監事持股比例與累積異常報酬呈現負相關，此與第三章的假說以及前一節統計分析的結果不一致。顯然，小規模企業的實證分析結果符合「內部人侵占理論」，董監事持股比例愈高，公司治理愈差，因為企業內部人持股極可能伺機利用宣告買回股票的方式，侵占外部股東的財富。

表 5-9 淨值市價比與董監事持股比例之敏感度分析

<b>BM-Board</b>	<b>BM_Rank=1</b>	<b>BM_Rank=2</b>	<b>BM_Rank=3</b>
<b>intercept</b>	0.1091** (2.0257)	0.0219 (0.4317)	0.1706*** (3.3548)
<b>Board</b>	0.0117*** (3.0707)	0.0008 (0.2661)	-0.0040 (-1.2158)
<b>Size</b>	-0.0098*** (-2.8424)	-0.0012 (-0.4190)	-0.0117*** (-3.7618)
<b>BM</b>	0.0828*** (2.6870)	0.0279 (0.9244)	0.0423*** (4.6415)
<b>DE</b>	0.0002 (0.0730)	-0.0024 (-0.9788)	0.0010 (0.3187)
<b>R-squared</b>	0.0316	0.0037	0.0448

表 5-9 說明不同的淨值市價比(BM)，董監事持股比例對累積異常報酬(CARs)的敏感度。從以上數據發現，淨值市價比大的企業(BM\_Rank=3)董監事持股比例與累積異常報酬呈現負相關，但是並不顯著；反觀淨值市價比小的企業(BM\_Rank=1)，董監事持股比例與累積異常報酬呈現顯著的正相關。實務上淨值市價比小的企業大多屬於成長型企業，顯示市場投資人看好該企業未來的成長前景，若為公司治理佳的企業，當其宣告買回庫藏股後，股價呈現正向反應，累積異常報酬為正。此一實證結果與第三章的假說相符。

表 5-10 負債權益比與董監事持股比例之敏感度分析

<b>DE-Board</b>	<b>DE_Rank=1</b>	<b>DE_Rank=2</b>	<b>DE_Rank=3</b>
<b>intercept</b>	0.1286*** (2.6390)	0.0852 (1.6471)	0.0399 (0.8078)
<b>Board</b>	-0.0028 (-0.8142)	0.0085** (2.5252)	0.0040 (1.1384)
<b>Size</b>	-0.0074** (-2.3233)	-0.0067** (-2.1198)	-0.0045 (-1.4490)
<b>BM</b>	0.0364*** (5.0727)	0.0353*** (5.0323)	0.0461*** (4.8227)
<b>DE</b>	-0.0475 (-1.2429)	0.0136 (0.3927)	0.0003 (0.2042)
<b>R-squared</b>	0.0358	0.0439	0.0367



表 5-10 說明不同的負債權益比(DE)，董監事持股比例對累積異常報酬(CARs)的敏感度。從以上數據發現，負債權益比小的企業(DE\_Rank=1)董監事持股比例與累積異常報酬呈現負相關，顯見負債低於股東權益的企業，其董監事持股比例愈高對於宣告買回股份後的正向報酬愈不利，但是效果並不顯著；負債權益比偏高的企業(DE\_Rank=2)，董監事持股比例與累積異常報酬呈現顯著的正相關，與假說相符；負債權益比最高的企業(DE\_Rank=3)，董監事持股比例與累積異常報酬同樣呈現正相關，但是顯著性不如第 2 組。企業的負債過低或過高皆不是最佳的財務結構，在第二章文獻回顧中，Dittmar (2000)、Oswald and Young (2004)等學者的研究表示，負債權益比低的企業會運用庫藏股制度調整財務結構至最適狀態。本研究發現，第 1 組負債權益比最低的企業(DE\_Rank=1)負債極少，財務風險最小，但是債權人的監督能力最弱，對累積異常報酬的影響不顯著；第 3 組負債權益比最高的企業(DE\_Rank=3)，因為高負債以致債權人的監督能力強過董事會，企業本身公司治理變數的好壞對宣告買回庫藏股的影響相對較小；第 2 組(DE\_Rank=2)如同是第 1、3 組的「臨界值」，債權人的監督能力以及企業的財務風險均介於第 1、3 組之間，對於累積異常報酬的影響力相對顯著。

### 5.3.2 不同財務變數對董監事質押比例(PL)的敏感度分析

表 5-11 公司規模與董監事質押比例之敏感度分析

Size-PL	Size_Rank=1	Size_Rank=2	Size_Rank=3
<b>Intercept</b>	0.1919 (1.4759)	0.0387 (0.2038)	-0.0251 (-0.4435)
<b>PL</b>	-0.0032 (-0.8637)	-0.0064** (-2.2450)	-0.0073*** (-2.8326)
<b>Size</b>	-0.0119 (-1.2715)	-0.0027 (-0.2188)	0.0021 (0.6327)
<b>BM</b>	0.0385*** (4.8133)	0.0493*** (6.3447)	0.0293*** (4.1919)
<b>DE</b>	-0.0168 (-1.4971)	-0.0097 (-1.1586)	-0.0013 (-1.0065)
<b>R-squared</b>	0.0326	0.0516	0.0331

表 5-11 說明不同的公司規模(Size)，董監事質押比例對累積異常報酬(CARs)的敏感度。從以上數據發現，無論企業規模大小，董監事質押比例與累積異常報酬均呈現負相關，此一實證結果與第三章的假說相符。同時，實證結果顯示，企業規模愈大、股權愈分散，董監事質押比例與累積異常報酬之間負向相關的程度愈顯著。

表 5-12 淨值市價比與董監事質押比例之敏感度分析

BM-PL	BM_Rank=1	BM_Rank=2	BM_Rank=3
<b>intercept</b>	0.1399*** (2.6879)	0.0135 (0.2724)	0.1288*** (2.6580)
<b>PL</b>	-0.0098*** (-2.8100)	-0.0046 (-1.6858)	-0.0061** (-2.0942)
<b>Size</b>	-0.0097*** (-2.7940)	0.0001 (0.0348)	-0.0082*** (-2.6035)
<b>BM</b>	0.0864*** (2.7859)	0.0277 (0.9201)	0.0406*** (4.4430)
<b>DE</b>	0.0003 (0.1589)	-0.0027 (-1.0880)	0.0005 (0.1633)
<b>R-squared</b>	0.0299	0.0070	0.0482

表 5-12 說明不同的淨值市價比(BM)，董監事質押比例對累積異常報酬(CARs)的敏感度。從以上數據發現，無論淨值市價比的大小，董監事質押比例與累積異常報酬均呈現負相關；其中，又以第 1 組(BM\_Rank=1)，負向相關的程度最為顯著，第 3 組(BM\_Rank=3)次之。

表 5-13 說明不同的負債權益比(DE)，董監事質押比例對累積異常報酬(CARs)的敏感度。從以下數據發現，無論負債權益比的大小，董監事質押比例與累積異常報酬均呈現負相關；相關程度以第 3 組(DE\_Rank=3)最顯著，第 1 組(DE\_Rank=1)次之，第 2 組(DE\_Rank=2)不顯著。

表 5-13 負債權益比與董監事質押比例之敏感度分析

DE-PL	DE_Rank=1	DE_Rank=2	DE_Rank=3
<b>intercept</b>	0.0992** (2.0647)	0.1248** (2.5327)	0.0354 (0.7483)
<b>PL</b>	-0.0072** (-2.2456)	-0.0021 (-0.7459)	-0.0108*** (-3.5004)
<b>Size</b>	-0.0049 (-1.5014)	-0.0084*** (-2.6303)	-0.0025 (-0.7965)
<b>BM</b>	0.0381*** (5.2957)	0.0361*** (5.1228)	0.0478*** (5.0416)
<b>DE</b>	-0.0436 (-1.1430)	0.0133 (0.3812)	0.0003 (0.1939)
<b>R-squared</b>	0.0405	0.0374	0.0509

### 5.3.3 不同財務變數對大股東持股比例(MS)的敏感度分析

表 5-14 公司規模與大股東持股比例之敏感度分析

Size-MS	Size_Rank=1	Size_Rank=2	Size_Rank=3
<b>intercept</b>	0.2263 (1.7229)	0.0457 (0.2402)	-0.0364 (-0.6420)
<b>MS</b>	-0.0041 (-1.1804)	0.0042 (1.3412)	0.0017 (0.5843)
<b>Size</b>	-0.0143 (-1.5292)	-0.0046 (-0.3665)	0.0015 (0.4481)
<b>BM</b>	0.0396*** (4.9488)	0.0492*** (6.3107)	0.0284*** (4.0246)
<b>DE</b>	-0.0152 (-1.3540)	-0.0104 (-1.2360)	-0.0015 (-1.1837)
<b>R-squared</b>	0.0334	0.0480	0.0234

表 5-14 說明不同的公司規模(Size)，大股東持股比例對累積異常報酬(CARs)的敏感度。從以上數據發現，小規模企業(Size\_Rank=1)的大股東持股比例與累積異常報酬呈現負相關，規模較大的企業(Size\_Rank=2、3)則呈現正相關，但是無論企業規模大小，其相關程度均不顯著。

表 5-15 淨值市價比與大股東持股比例之敏感度分析

<b>BM-MS</b>	<b>BM_Rank=1</b>	<b>BM_Rank=2</b>	<b>BM_Rank=3</b>
<b>intercept</b>	0.1528*** (2.9311)	0.0251 (0.5025)	0.1450*** (2.9858)
<b>MS</b>	0.0023 (0.6293)	0.0000 (0.0074)	0.0012 (0.4012)
<b>Size</b>	-0.0118*** (-3.4556)	-0.0013 (-0.4766)	-0.0105*** (-3.5043)
<b>BM</b>	0.0769*** (2.4837)	0.0279 (0.9231)	0.0421*** (4.6149)
<b>DE</b>	0.0001 (0.0453)	-0.0024 (-0.9693)	0.0008 (0.2459)
<b>R-squared</b>	0.0210	0.0036	0.0433

表 5-15 說明不同的淨值市價比(BM)，大股東持股比例對累積異常報酬(CARs)的敏感度。從以上數據來看，3 組實證結果均顯示大股東持股比例與累積異常報酬呈現正相關，但是顯著程度均不明顯。

表 5-16 負債權益比與大股東持股比例之敏感度分析

<b>DE-MS</b>	<b>DE_Rank=1</b>	<b>DE_Rank=2</b>	<b>DE_Rank=3</b>
<b>intercept</b>	0.1157** (2.4223)	0.1237** (2.4962)	0.0579 (1.2161)
<b>MS</b>	0.0018 (0.5655)	0.0021 (0.7173)	-0.0009 (-0.2786)
<b>Size</b>	-0.0071** (-2.2318)	-0.0089*** (-2.9171)	-0.0053 (-1.7281)
<b>BM</b>	0.0366*** (5.0901)	0.0366*** (5.2138)	0.0463*** (4.8275)
<b>DE</b>	-0.0467 (-1.2219)	0.0133 (0.3812)	0.0004 (0.2515)
<b>R-squared</b>	0.0354	0.0373	0.0350

表 5-16 說明不同的負債權益比(DE)，大股東持股比例對累積異常報酬(CARs)的敏感度。從以上數據來看，第 3 組(DE\_Rank=3)負債權益比偏高的企業，大股東持股比例與累積異常報酬呈現負相關，其餘 2 組為正相關，但是 3 組的相關程度均不顯著。

### 5.3.4 不同財務變數對經理人董事席次(MD)的敏感度分析

表 5-17 公司規模與經理人董事席次之敏感度分析

Size-MD	Size_Rank=1	Size_Rank=2	Size_Rank=3
<b>intercept</b>	0.2037 (1.5706)	0.0677 (0.3543)	-0.0379 (-0.6666)
<b>MD</b>	0.0055 (0.6564)	-0.0097 (-1.2333)	0.0029 (0.4111)
<b>Size</b>	-0.0134 (-1.4388)	-0.0051 (-0.4103)	0.0017 (0.5037)
<b>BM</b>	0.0387*** (4.8494)	0.0485*** (6.2214)	0.0282*** (4.0030)
<b>DE</b>	-0.0160 (-1.4308)	-0.0097 (-1.1636)	-0.0014 (-1.0803)
<b>R-squared</b>	0.0323	0.0477	0.0231

表 5-17 說明不同的公司規模(Size)，經理人董事席次對累積異常報酬(CARs)的敏感度。從以上數據發現，第 2 組(Size\_Rank=2)的經理人董事席次與累積異常報酬呈現負相關，第 1、3 組為正相關，但是無論企業規模大小，其相關程度均不顯著。

表 5-18 淨值市價比與經理人董事席次之敏感度分析

BM-MD	BM_Rank=1	BM_Rank=2	BM_Rank=3
<b>intercept</b>	0.1548*** (2.9715)	0.0213 (0.4315)	0.1581*** (3.2923)
<b>MD</b>	0.0015 (0.1730)	0.0072 (1.0103)	-0.0106 (-1.4296)
<b>Size</b>	-0.0117*** (-3.4255)	-0.0014 (-0.5049)	-0.0108*** (-3.6372)
<b>BM</b>	0.0761** (2.4596)	0.0286 (0.9466)	0.0424*** (4.6499)
<b>DE</b>	0.0002 (0.0921)	-0.0021 (-0.8391)	0.0006 (0.2067)
<b>R-squared</b>	0.0206	0.0049	0.0455

表 5-18 說明不同的淨值市價比(BM)，經理人董事席次對累積異常報酬(CARs)的敏感度。從以上數據發現，第 3 組(BM\_Rank=3)淨值市價比高的企業，經理人董事席次與累積異常報酬呈現負相關，第 1、2 組為正相關，但是 3 組的相關程度均不顯著。

表 5-19 負債權益比與經理人董事席次之敏感度分析

DE-MD	DE_Rank=1	DE_Rank=2	DE_Rank=3
<b>intercept</b>	0.1216*** (2.5679)	0.1342*** (2.7359)	0.0420 (0.8806)
<b>MD</b>	-0.0105 (-1.3054)	-0.0060 (-0.8189)	0.0175** (2.1140)
<b>Size</b>	-0.0068** (-2.1366)	-0.0092*** (-3.0159)	-0.0050 (-1.6483)
<b>BM</b>	0.0364*** (5.0656)	0.0362*** (5.1398)	0.0464*** (4.8701)
<b>DE</b>	-0.0483 (-1.2651)	0.0154 (0.4422)	0.0008 (0.4780)
<b>R-squared</b>	0.0369	0.0375	0.0408

表 5-19 說明不同的負債權益比(DE)，經理人董事席次對累積異常報酬(CARs)的敏感度。從以上數據發現，第 1、2 組(DE\_Rank=1、2)負債權益比偏低的企業，經理人董事席次與累積異常報酬呈現負相關，雖然符合第三章的假說，但是顯著性不明顯；第 3 組(BM\_Rank=3)負債權益比高的企業，經理人董事席次與累積異常報酬呈現顯著的正向相關性。第三章曾經討論過關於經理人出任董事是一體兩面、各有優缺點：可以降低代理成本卻也造成監督機制失靈，雙方力量拉扯，在負債權益比不高的情形下，經理人擔任董事席次的多寡與累積異常報酬的影響僅是不顯著的負向關係。有趣的是，負債權益比高的企業，由債權人發揮監督功能，補足企業內部監督不足的問題，此時經理人董事席次與累積異常報酬呈現顯著的正相關；換言之，債權人扮演監督角色，促使經理人擔任董事降低代理成本的效果彰顯出來。

## 第六章 結論

本研究以事件研究法，探討企業董事會特性與公開市場買回行為之關聯，以董事會持股比例、董事會股票質押比例、大股東持股比例、經理人董事席次等 4 項指標，分別評估企業公司治理之良窳，並分析公司治理對於企業宣告買回發行在外股票後累積異常報酬之影響。

據本研究實證結果，董監事持股比例愈高、董監事質押比例愈低、大股東持股比例愈高、經理人擔任董事席次愈少的企業，宣告後的累積異常報酬正向反應愈大；即公司治理愈好的企業，宣告買回股票市場呈現正向股價的反應愈大，證實本研究的假說成立。再根據 T 值的檢視結果顯示，董監事質押比例相較於其他 3 個公司治理變數，對累積異常報酬的影響最為顯著。

隨著庫藏股制度相關的法令鬆綁，顯示政府認同庫藏股存在之價值。臺灣現行法令授權董事會決議同意專業經理人所擬之買回計畫方能實行買回庫藏股，卻未明訂違法出售股票的法律責任。在法律規範不完備的情況下，為有效遏阻企業內部人操弄股價謀取不當利益、避免外部股東的權益因企業內部人的資訊優勢而受到侵蝕，公司治理對於董事會運作的監控機制是保障全體股東權益之關鍵。經實證顯示，市場投資人以公司治理之良窳為衡量企業實施庫藏股制度績效之指標。因此，企業應當維持董監事持股比例高、董監事質押比例低、大股東持股比例高、經理人擔任董事席次少的董事會結構，極力建構健全的公司治理機制，以提升庫藏股制度之績效品質。

## 第七章 參考文獻

### 一、中文部分

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。

沈中華、李建然(2000),「事件研究法—財務與會計實證研究必備」,華泰文化事業公司。

林妤穎(2008),「公司規模與公司治理對企業資訊揭露透明度之影響」,國立虎尾科技大學經營管理研究所未出版碩士論文。

陳安琳、高蘭芬、陳怡凱、陳焯鈺(2013),「董監事股權質押與公司治理之研究」,中山管理評論,第二十一卷,第二期,頁 299-336。

陳妮雲(2008),「公司治理與公開市場買回關聯性之研究」,國立臺灣大學管理學院會計系未出版博士論文。

陳瑞斌、許崇源(2007),「公司治理結構與資訊揭露之關聯性研究」,交大管理學報,第二十七卷,第二期,頁 55-109。

陳嘉惠、劉玉珍、林炯堯(2003),「公開市場股票購回影響因素分析」,證券市場發展季刊,第十五卷,第三期,頁 27-62。

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,頁 1-43。

### 二、英文部分

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.

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.
- 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*.
- 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.
- 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.
- 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*.
- 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.
- 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.
- Grullon, G. and R. Michaely. (2002), Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *The Journal of Finance* 4, 1649-1684.
- Hackethal, A. and A. Zdantchouk. (2005), Signaling Power of Open Market Share

- Repurchases in Germany. *Financial Markets and Portfolio Management* 20(2), 123-151.
- 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. (2000), Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading. *Journal of Financial* 55, 181-208.
- Ikenberry, D. and T. Vermaelen. (1996), The Option to Repurchases Stock. *Financial Management* 25, 9-24.
- Ikenberry, D., J. Lakonishok, and T. Vermaelen. (1995), Market Under Reaction to Open Market Share Repurchases. *Journal of Financial Economics* 39, 181-208.
- Jagannathan, M. and C. Stephens. (2003), Motives for Multiple Open-market Repurchase Programs. *Financial Management* 32(2), 71-101.
- 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.
- 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.
- 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*.
- 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*.
- 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.
- Skjeltorp, J. A. and B. A. Odegaard. (2004), The ownership structure of repurchasing firms, *Working Paper*.
- 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.

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.

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.