



國立高雄應用科技大學  
企業管理系碩士班  
碩士論文

企業型態對庫藏股宣告異常報酬影響之研究  
:以宣告購回和資訊揭露品質為干擾因子

The Effect of Firms Type on the Abnormal Returns of Stock Repurchases  
:Share Repurchases Announcement and Information Disclosure as  
Moderating Variables

研究生：林建宗

指導教授：翁鶯娟 博士

中華民國 102 年 6 月

# 企業型態對庫藏股宣告異常報酬影響之研究

## :以宣告購回和資訊揭露品質為干擾因子

研 究 生: 林建宗

指 導 教 授: 翁鶯娟 博士

國立高雄應用科技大學企業管理系碩士班

### 摘 要

本研究探討台灣上市公司之家族企業庫藏股宣告對異常報酬的影響，資料收集期間從 2005 年至 2012 年。資料來源取自台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal)相關資料庫、股市公開資訊觀測站和財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會之上市公司資訊揭露系統。

文獻指出台灣普遍存在家族企業且有控制權與所有權偏離的情況，由於家族企業資訊不對稱程度較高，公司價值容易受到低估，因此利用股票買回的方式向市場傳遞資訊。本研究探討關於公司在宣告股票買回時異常報酬的反應，是否會因公司為家族企業而非家族企業而有顯著不同，即宣告買回時，家族企業之股價反應明顯低於非家族企業。實證結果得知相較於非家族企業，家族企業庫藏股異常報酬會比較低。

實證結果亦支持資訊揭露品質高之累積異常報酬高於資訊揭露低的公司；且訊揭露程度的提高對庫藏股異常報酬是正向干擾反應，亦即表示公司願意與投資人分享資訊，進而降低核心代理問題。然資訊揭露品質更動為調降對家族公司庫藏股宣告的異常報酬為負向調節反應。

**關鍵字:** 家族企業、庫藏股、資訊揭露品質

# The Effect of Firms Type on the Abnormal Returns of Stock Repurchases

## :Share Repurchases Announcement and Information Disclosure as Moderating Variables

Student: Chien-Tsung Lin      Advisors: Ying-Jiuan Wong  
Institute of Department of Business Administration  
National Kaohsiung University of Applied Sciences

### Abstract

This thesis aim is to research the impact of the List Company of family firm repurchases stock for abnormal returns from 2005 to 2012 in Taiwan Open Market. The data of this study is compiled from Taiwan Economic Journal (TEJ), Market Observation Post System (MOPS), and Information Transparency & disclosure ranking results from Taiwan Securities & Future Information Center .

According to related research, family firms are commonly having divergence between control and cash flow right in Taiwan. Because family firms had higher asymmetry information, it could be cause higher possibility of under evaluation of company. Therefore, family firms would use stock repurchases to convey information to market and find have lower abnormal returns around repurchased announcements that compared with non-family firms.

The results show that companies with higher disclosure will have better long-term cumulative abnormal returns than firm's low disclosure. It means disclosure information contents would attract investors to close this company stock . The opposition is low disclosure contents would cause abnormal returns on company treasury stock. In addition, the positive information disclosure level would reduce stock repurchases costs and agent problem.

**Keywords: Family Firm, Stock Repurchases, Information Contents Disclosure**

# 第一章 緒論

企業之源起多數由具有家族色彩的相關成員所組成，即使公司在上市之後依然保有家族企業之組成型態與其特質，公司內部之管理高層仍然由具有家族色彩的成員所擔任，且掌控董事會一定比例的投票權。中華徵信所出版的「2008年台灣地區大型集團企業之研究」中指出，資產總額排行前100名的集團企業中，具有家族控制色彩的家族性企業就達62個之多。以家族企業為主的經營型態是一種普遍存在於經濟體系內的企業組織型態，其共通特點為家族成員握有企業決定策略之較高的投票權比例，內部人及董監事之平均持股比例亦遠高於美國及日本企業(周行一、陳景村與陳坤宏，1996)。家族企業所展現的高度凝聚力、富彈性與效率的特點亦是台灣創造經濟奇蹟中不可磨滅的要件與貢獻者，Bushman, Chen, Engel, and Smith (2004)發現家族業主會積極參與企業的營運管理，和經理人間有著較低的資訊不對稱，由於直接監督和公開揭露之間具替代關係，家族企業比非家族企業對資訊的需求度相對較低，主動揭露企業營運相關資訊的意願並不高，也因此內部人與公開市場中未實際參與企業營運的投資人間是存在某種程度上的資訊不對稱，導致家族控制公司實施庫藏股的訊息發射意圖無法充分被市場所反應，造成在異常報酬的表現會有所差異。

## 第一節 研究背景與動機

早期在台灣並無專責法令規範企業之庫藏股買回相關細目，僅依公司法第一百六十七條強制規定之，為了維護企業與投資人等相關權益，立法院於2000年6月30日三讀通過證券交易法第28條之2修正法案，自此企業對買回自家公司股票即有了強力的法源依據。經濟因素導致1987年美國華爾街股市創下史上最大跌幅、1997年亞洲金融風暴、2007年美國次貸風暴並衍生為2008年全球金融海嘯，皆造成各國股市異常波動之情形，為了穩定投資者在公開市場上失序



性的股票拋售行為而導致公司的市值與淨值呈嚴重背離之現象，實施庫藏股成為企業傳遞價值被低估和尋求公司合理價值的重要策略之一。

企業實施庫藏股之原始目的與動機僅著眼於抑制股價下跌和保護投資人為宗旨，隨著此制度的延續和各公司重複實施的頻率逐漸遞增，企業實施庫藏股亦演變成為公司策略性買回為主要的考量因素。在Jensen(1986)的研究結果認為公司宣告實施股票買回的動機是為了分配剩餘報酬(Excess Capital Returns)；Bagwell & Shoven (1988)則表示實施庫藏股乃用以調整公司資本達到最適資本結構；Baker, Gallagher & Morgan(1981)指出了以經理人的角度來看公司實施庫藏股的原因，是為了減少公司流通在外的股數用以提升每股盈餘，進而增加企業營運成效。對企業而言，庫藏股宣告的動機與目的不再是以遏止股價異常波動為主要考量因素，而是內部人對外部人進行公司營運資訊的訊號發射傳遞。

由國內外庫藏股相關文獻中得知，庫藏股宣告的確會有正向的股價反應，推測此一反應可能是投資人將股票買回的意圖和行為當作公司績效優於預期的發射訊號（Dann, 1981; Vermaelen, 1981; Asquith and Mullins, 1986; Comment and Jarrell, 1991；李陽,2006）。較高的股權集中度和掌控董事會一定比例的股票權是家族企業的共通特性，在公司治理方面雖然存在較小的代理成本問題，但大股東擁有較高的股權並且掌控公司董事會高比例投票權的情況之下，核心代理問題(La Porta et al. 1999)是造成家族企業庫藏股宣告事件的訊息發射效果較不被信任的主要因素，導致實施庫藏股在異常報酬的反應程度，家族企業會低於非家族企業。

Ikenberry&Vermaelen(1996) 指出實施庫藏股的宣告效應只是公司進行一個有效率的選擇，讓公司能彈性調整它的市場價值，以達到它預期的「真實」價值。Vermaelem (1981)提出實施庫藏股公司預計購回股數越高，對市場來說

是釋放一正向的訊號。因此在Ginglinger and L'her(2006)的研究中即曾提及，家族控制公司在庫藏股宣告的異常報酬值反應程度不如非家族企業，宣告購回率高低的資訊傳遞會在公開市場上造成投資者心態上某種程度的預期效果，此效果會反應在異常報酬。從過去庫藏股宣告對異常報酬的相關研究文獻中發現，大多數皆以宣告購回率是否影響異常報酬作為對庫藏股的研究方向，而鮮少以宣告購回率作為調節因子探究家族企業庫藏股宣告異常報酬的變化，是否因高的宣告購回率對公開市場更具訊息傳遞效果，使公司股價被嚴重低估或管理者本身對公司未來營運績效看好的訊號得以反應並增強家族企業庫藏股宣告之異常報酬。

鑑於美國安隆案(Enron)與台灣博達案的啟發，台灣證券交易所(證交所)及財團法人證券櫃檯買賣中心乃委請證券暨期貨市場發展基金會(證基會)在考量資訊揭露對證券交易發展之重要性及與國際接軌的原則下，規劃並執行「資訊揭露評鑑系統」，期藉由獨立、公正、專業的第三者系統對全體上市櫃公司之資訊揭露透明度作一客觀系統化評量。以外部機制來要求企業遵循相關法規外，非強迫性的加強其對企業資訊的揭露、增加企業營運透明度並提高資訊揭露品質，以強化投資人對公開市場的交易信心。S. Chen, X. Chen, and Cheng (2008) 探討所有權結構與自願揭露之間的關係，研究結果顯示：家族企業相較於非家族企業，傾向較少的自願性揭露。Diamond and Verrecchia(1991) 在實證中指出，提高資訊揭露品質可減輕內部人與投資者間資訊不對稱的情形。因此高資訊揭露品質之訊號發射效果，是否對家族企業庫藏股宣告具有強化投資人交易信心和降低存在於家族企業因資訊不對稱所帶來的負向資訊內涵而增強正向的庫藏股異常報酬。

家族企業有別於非家族企業的獨特性條件，不管在控制權亦或投票權皆呈現異同之處，周苒君(2009) 探討資訊揭露程度對於企業股價風險之影響，顯示企業資訊揭露程度提高時其股價風險顯著下降；若企業的資訊評鑑結果上升，

該公司股價風險降低。以資訊評鑑系統的資訊內涵為依據，去檢測家族企業庫藏股宣告若資訊評鑑更動結果為調升，對股票買回的異常報酬值是否具正向增強之效果；且若資訊評鑑更替結果為調降，則對家族企業庫藏股宣告的異常報酬值是否具負向的調節效應。基於以上成因探究資訊評鑑系統的資訊內涵與家族企業庫藏股宣告之異常報酬的連動效應。





## 第二節 研究目的

企業型態確可影響庫藏股宣告的異常報酬，家族企業是企業組織中最為普遍的一種組織型態，其有別於非家族企業；多具有股權及控制權集中之特性，易讓投資者認為是存有極大資訊不對稱的企業體，但若有良好的治理制度，促使公司資訊揭露品質更加透明而降低內部經營者與投資者間之資訊不對稱的情形，將可提升企業整體之評等與價值。故本文之研究目的在於檢測家族企業與非家族企業進行庫藏股宣告對股價的影響；宣告率高低、資訊揭露品質高低、品質更動為調升、品質更動為調降是否會對異常報酬產生不同的結果。本研究主要目的如下：

- 一、就家族企業與非家族企業對庫藏股宣告購回的異常報酬反應，是否因企業組成型態不同而有所區別。
- 二、庫藏股宣告購回率高低的宣告效應，對不同企業型態於實施股票買回時所產生的異常報酬，是否具增加或降低負向的影響性。
- 三、依資訊評鑑系統內的資訊內涵，區分為資訊揭露品質、品質更動為調升、品質更動為調降，驗證其是否增加或降低企業宣告庫藏股購回異常報酬的負向影響。



## 第三節 論文架構流程

論文架構共分為五章，各章內容說明如下：

### 一、緒論

本章主要說明研究背景與動機、研究與目的、論文架構與研究流程。

### 二、文獻探討

說明家族企業的定義、庫藏股制度與宣告效應、企業資訊揭露品質，用以探討國內外實施庫藏股之異常報酬的文獻回顧與比較。

### 三、研究方法

建立研究架構圖以闡明各變項之影響與調節作用，並說明資料來源及樣本取樣之限制並分類(家族企業與非家族企業)、研究變項操作性定義，利用事件研究法之異常報酬值導入迴歸模型。

### 四、實證結果

根據上市公司實施庫藏股的全體樣本與異常報酬之關係，以家族企業與非家族企業在宣告購回率和資訊品質高低、資訊品質更動為調升與調降作單變量分析辨別其差異性；再利用迴歸式建立模型用以驗證各調節變項是否具干擾效果。

### 五、結論與建議

探討實證分析闡明研究結果與貢獻，並舉列建議以供後續研究。

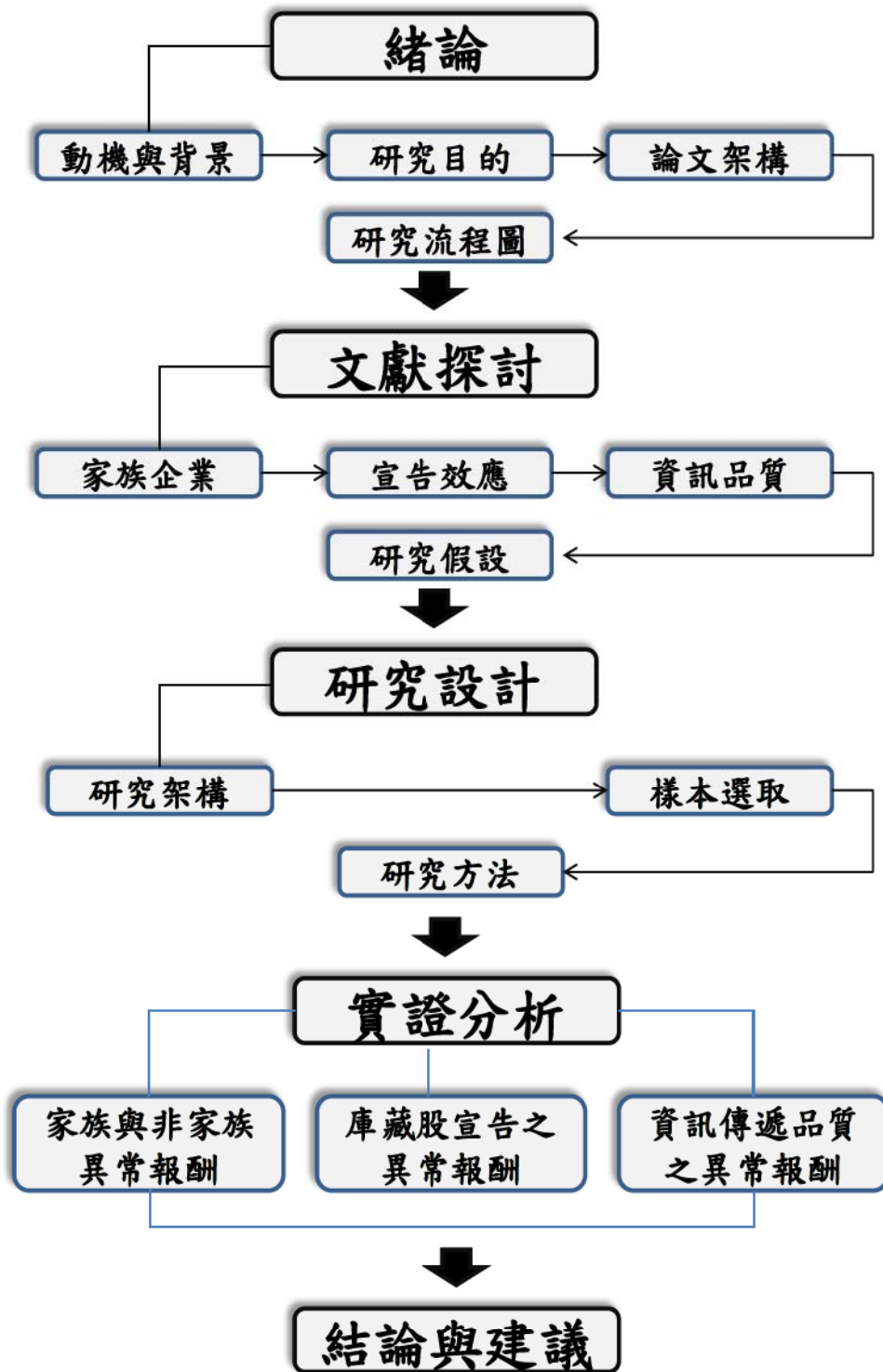


圖 1-1 研究流程圖

## 參考文獻

### 一、中文部分:

1. 中華徵信所(2008)，2008 台灣地區大型集團企業研究，台北：著者發行。
2. 謝尚蓉(2001)，台灣上市上櫃公司買回庫藏股之實證分析。國立台灣大學財務金融研究所出版碩士論文。
3. 陳達新(2003)，庫藏股制度對股票價格的宣告效果-台灣上市公司之實證研究。商管科技季刊，4 期，頁 377-398。
4. 陳文美(1993)，家族企業的專業化管理程度與專業化管理類型之研究--以紡織業為例。台灣大學商學研究所碩士論文。
5. 邱垂昌(2006)，宣告及實際買回庫藏股與異常報酬，會計與公司治理，第三卷第二期，頁 17-36。
6. 陳嘉惠、劉玉珍、與林炯堃(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，頁 27-61。
7. 葉銀華(1999)家族控股集團，核心公司股票報酬互動之研究—台灣與香港證券市場之比較。《管理評論》第 18 卷第 2 期，頁 59-86。
8. 許士軍、陳光中(1989)，台灣家族企業發展與家族結構關係。行政院國家科學會專題研究。
9. 蔡怡純、陳明吉、馬黛(2007)，資訊購回影響因素之理論與實證:資訊不對稱觀點分析，中山管理評論，第十五卷，第 1 期，頁 175-195。
10. 王佩珍(2005)，資訊揭露評鑑制度對股價影響之研究，中原大學會計研究所碩士論文。
11. 王蘭芬、薛敏正和曾乾豪(2011)，資訊透明度的更動與盈餘管理間之關聯。會計審計論叢，第 1 卷第 1 期，頁 101-131。
12. 洪麗芳(2004)，股權結構、財務決策與公司績效關聯性之研究。中原大學會計研究所碩士論文。
13. 周行一、陳景村和陳坤宏(1996)，家族企業、聯屬持股與公司價值之研究，



- 中國財務學刊，第 4 卷第 1 期，頁 115-139。
14. 葉銀華、李存修和施俊儀(1998)，家族控股、董事會組成與經營績效-台灣家族企業管制機制之研究，中國財務學刊，頁 160-180。
  15. 黃湘綺 (1993) 家族企業與盈餘操縱現象的相關性研究，國立中正大學會計研究所碩士論文
  16. 湯麗芬與李建然(2008)，家族企業特質與盈餘品質之關聯性，2008 年國際會計學術研討會論文集，雲林科技大學會計系。
  17. 蘇媿伊(2006)，家族控股企業之多角化經營決策：以台灣上市公司為例，朝陽科技大學財務金融研究所出版碩士論文。
  18. 楊琬婷(2001)，庫藏股制度對台灣股市的影響，國立台灣大學財務金融研究所出版碩士論文。
  19. 翁郁庭(2010)，家族企業與股票買回，東海大學會計研究所出版碩士論文。
  20. 章智傑(2012)，家族企業與資訊揭露的關係，長庚大學工商管理學系碩士論文。
  21. 周苕君(2009)，家族企業、會計師事務所客戶依存度與規模對資訊揭露透明度投資風險之相關性，國防大學管理學院財務管理學系出版碩士論文。
  22. 金成隆、呂倩如與蘇淑慧(2007)，家族公司與盈餘品質關係之研究：所有權、管理權與控制權，2007 年會計理論與實務研討會論文集，台北大學會計系。
  23. 李陽(2006)，台灣上市公司實施庫藏股與股價異常報酬反應之探討，國立成功大學企業管理研究所碩士論文。
  24. 劉佳慧(2009)，家族企業自願性盈餘預測及資訊內涵之研究，中國文化大學會計研究所碩士論文。
  25. 林朱培(2005)，資訊揭露與公司治理之探討，國立高雄第一科技大學金融營運系碩士論文。

## 二、英文部分:

1. Ali.C.Y.Chen and S.Radhankrishnan.(2007),Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics* 44(September)238-286.
2. Amihud, Y. and H. Mendelson(1986), “Asset pricing and the bid-ask spread”, *Journal of Financial Economics* 17: 223-249.
3. Asquith, P., and D. Mullins( 1986), “Signalling with dividends, stock repurchases and equity issues,” *Financial Management* 15, 27-44.
4. Bagwell, L.S. and Shoven, J.B. (1988). Share Repurchases and acquisitions: An Analysis of Which Firms Participate. *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*,University of Chicago Press, 191-220.
5. Bagwell, L.S. (1991). Share Repurchase and Takeover Deterrence. *The Rand Journal of Economics*, 22, 72-88.
6. Beckhard, R. and W. Dyer( 1983),Managing Continuity in the Family-Owned Business. *Organizational Dynamics*, 12: 5-12.
7. Bhattacharya, S.( 1979 ) ,” Imperfect information Dividend policy and the bird in the hand fallacy” , Bell journal of economics 10, 259-270.
8. Bloomfield, R. J., and T. J. Wilks(2000), “Disclosure Effects in the Laboratory : Liquidity, Depth, and the Cost of Capital”, *The Accounting Review* 75(1): 13-41.
9. Brav, A., Graham, J.R., Harvey and C.R., Michaely, R. (2003). Payout Policy in the 21 Century. Working Paper, Duke University
10. Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., & Smith, A. (2004). Financial accounting information, organizational complexity, and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics*, 37(2), 167-201.
11. Charles, J., P.Chen and Bikki J.,(2000),”Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosure in Hong Kong,” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol 19, 285~310.
12. Chen, S., Chen, X., & Cheng, Q. (2008). Do family firms provide more or less voluntary disclosure? *Journal of AccountingResearch*, 46(3), 499-536.

13. Chan, K., H. K. Chan., S. Y. J. Liu. (2008) Ownership structure and share repurchase : Experience from Taiwan. Working Paper National Taiwan University.
14. Chandra G.(1974), “A Study of the Consensus on Disclosure among Public Accountants and Security Analysts” *The Accounting Review* (Oct 1974), 733-742.
15. Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang.( 2000), The separation of ownership and control in east asian corporation. *Journal of Finance Economics* 58 : 81-112
16. Comment, R., and G. Jarrell( 1991), “The relative signalling power of Dutch-auction and fix-price self-tender offers and open-market share repurchases,” *Journal of Finance* 46 , September, pp.1243-1271.
17. Dann, Larry Y.(1981),“Common stock repurchases: An analysis of returns to bondholders and stockholders,” *Journal of Financial Economics* 9, 113-138
18. Dann Larry Y, Ronald W. Masulis, David Mayers(1991), “Repurchase Tender Offers and Earnings Information”, *Journal of Accounting Economics* 14,217-251
19. Davidson, W.N., Chhachhi, I. and Glascock, J.L. (1996), “A Test for Price Pressure Effects in Tender Offer Stock Repurchases”, *Financial Review*, 31, 25-49.
20. Diamond, D. and R. Verrechia(1991), “Disclosure, Liquidity, and the Cost of Equity Capital”, *The Journal of Finance* (September): 1325-1360.
21. Dittmar, A.K. (2000). Why Do Firms Repurchase Stock? *Journal of Business*, 73 (3),331-355.
22. Elliot, R. K. and P. D. Jacobson(1994), Cost and Benefits of Business Information Disclosure *Accounting Horizons*, 80-96.
23. Fan, Joseph P. H., and T. J Wong. (2002), Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33(3) : 401-425.
24. Ginglinger , E., L’her . J. Francois.(2006), Ownership structure and open market stock repurchases in France. *The European Journal of Finances* 12 :



77-94.

25. Gerald J. Lobo, and Jian Zhou. 2001. "Disclosure quality and earnings management." *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics* V8 (1): 1-20.
26. Grullon, G., and Michaely, R (2002) "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis" *Journal of Finance*: Vol.LVII, No.4 1649-1684.
27. Healy, P. M., and K. G. Palepu. (1993) The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices. *Accounting Horizons* 7 (1): 1-11.
28. Healy, Paul M., Krishna G. Palepu(2001), Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets : A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting and Economics* 31, 405-440.
29. Ho Li-Chin Jennifer, C.S. Liu, and R. Ramanan ( 1997 ) , "Open-market stock repurchase announcements and revaluation of prior accounting information", *The Accounting Review* 72, No. 3, 475-489.
30. Ikenberry, D., J. Lakonishok and T. Vermaelen (1996) , "Market underreaction to open market share repurchases," *Journal of Financial Economics*, Vol.39,181-208.
31. Ikenberry, D., J. Lakonishok, and T., Vermaelen( 2000), Stock repurchases in Canada : performance and strategic trading. *The Journal of Finance* 5 : 2373-2397.
32. Jensen, M.C., and R.S. Ruback( 1983), "The Market for Coporate Conrtol: Empirical Evidence," *Journal of Finance Economics* 11, 24-29.
33. Lie, E.( 2005), Operating performance follow open market share repurchase announcements. *Journal of Accounting and Economics* 39 : 411-436.
34. Lang, L.H.P., R.M. Stulz, and R.H.Litzenberger, 1989,"Dividend Announcement: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?" *Journal of Financial Economics* 24, 181-191.
35. Lang, M., and R. Lundholm(1993), Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosure. *Journal of Accounting Research* 31: 246-271.
36. LaPorta, R. , F. Lopez-De-Silanes , .and A . Shleifer(1999), Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 : 471-517.

37. Lehn, K., and A. Poulsen, 1989, "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions," *Journal of Finance*, 44, No.3, 771-87.
38. Mensah, Y. M., X. Song, and S. M. Ho.(2003), The long-term payoff from increased corporate disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy* 22 (2): 107-150.
39. LaPorta , R. , F. Lopez-De-Silanes , . A . Shleifer. , and R. W. Vishny (2000),Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance* 55 : 1-33.
40. Modigliani, F. and Miller, M. (1963) "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, Vol. 6, 261-297
41. Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow. *American Economic Review*, 76, 323-329.
42. Olson, P. D.,V.S. Zuiker, S. M. Danes, K. Stafford, R. K. Z. Heck and K. A. Duncan(2003),Impact of Family and Business on Family Business Sustainability. *Journal of Business Venturing*, 18(5): 639-666
43. Rosenblatt, P.C., de Mik, L., Anderson R. M., & Johnson, P. A.(1985). The familyin business: Understanding and dealing with the challenges entrepreneurialfamilies face. San Francisco: Jossey-Bass.
44. John C. Cox, Jonathan E. Ingersoll, Jr. and Stephen A. Ross(1979), Duration and the Measurement of Basis Risk, *Journal of Business*, Vol. 52, No. 1 : 51-61.
45. Stephens, C.P. and Weibach, M.S. (1998). Actual Share Repurchases in Open-Market Repurchase Programs. *Journal of Finance*, 53 (1), 313-333.
46. Trabelsi, S., R. Labelle, and P. Dumontier(2008), Incremental voluntary disclosure on corporate websites, determinants and consequences. *Journal of Contemporary Accounting and Economics* 4 (2): 120-155.
47. Vafeas, Nikos, and O. Maurice Joy(1995), "Open market share repurchases and the free cash flow hypothesis, " *Economics Letters* 48, 405-410.
48. Vermaelen, Theo(1981), "Common stock repurchases and market signaling: An empirical study," *Journal of Financial Economics* 9, 139-183.
49. Villalonga, B., and R. Amit(2006), How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80(2) :

385-417.

50. Wang, D. (2006), Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research* 44(3) : 619-656
51. W.Wansley, R.Lane, Sarkar(1989), "Managements" View on Share Repurchase and Tender Offer Premiums", *Financial Management* Vol. 18, Iss. 3,97-110
52. Wilson, William R., and Robert A. Peterson(1989) , "Some limits on the potency of word-of-mouth information." *Advances in Consumer Research* 16.1 : 23-29.
53. Yeh, Y.H. and T. Woidke(2001), Commitment or entrenchment? Controlling shareholders and board composition. *Journal of Banking & Finance* 29 : 1857-1885
54. Zhang, H. (2005). Share Price Performance Following Actual Share Repurchases. *Journal of Banking & Finance*, 29, 1888-1901.

