

我國上市企業買回庫藏股之宣告效果

王若愚

摘 要

本研究以日資料討論台灣上市公司的庫藏股宣告反應，並從企業支付股利形式、營運績效、代理成本與股本大小等角度來探討庫藏股宣告效果，雖無法得到完整強烈且一致性的結論，但部分的假說卻得到證實。整體而言我國上市公司庫藏股宣告對於股價有短期的正面效果。雖然研究中公司規模對於庫藏股宣告效果並無實質顯著的影響，但其他如代理成本、股利形式與購買庫藏股的資金來源等假說都得到明確的證據以說明庫藏股宣告會受到這些因素的影響。

關鍵詞：庫藏股、資訊不對稱、代理成本。



The announcement effect of share repurchase in Taiwan Stock Market

Jo-Yu Wang

Abstract

This article tests the firms' announcement effect of share repurchase program based on the dividend types, operation performance, agency cost and the firm size. The evidence suggests that we could not obtain conclusive answer that the announcement effect of share repurchase are significant, however, part of the hypothesis are significant. Overall, the effects of share repurchase announcement are positively significant although the hypothesis of firm size is not supported by the results of our empirical tests. From other aspects such as agency cost, the types of dividend paid out and the funding source of share repurchase, the effects of treasury stock announcement are truly affected by those factors.

Keywords: share repurchase, stock buyback, information asymmetry, agency cost.



1. 前言

綜觀各國股票市場庫藏股(Treasury Stock)制度已是企業重要的支付股東現金的另一形式(Grullon and Michaely, 2004)¹，而我國自民國八十九年八月庫藏股制度實施以來，庫藏股亦逐漸成為我國上市企業實質護盤的一種工具。然而企業宣告買回庫藏股之動機非常多，過去文獻中普遍認為有下列三項原因導致企業會買回庫藏股。第一，企業可能藉由宣告買回庫藏股以傳遞訊息至股票市場，由於企業與投資人之間存有資訊不對稱因素，導致企業之市場價值產生錯誤的定價，此時企業就會藉由庫藏股買回之宣告向市場發出訊息，期望市場對於企業做出合理的評價。Dann(1981), Vermaelen(1981), Asquith and Mullins Jr(1986), Comment and Jarrell(1991), Tsetsekos(1993) and Ho, Liu and Ramanan(1997)檢測企業庫藏股宣告的股票價格反應發現短期呈現正向反應，即企業宣告執行買回庫藏股之後的數天其股價會有顯著的上升，此現象意味著企業向市場傳遞企業未來的有利消息，例如企業未來有重大的產品即將研發成功或新市場開發即將成熟，這些內部資

訊不易由市場投資人了解或發現，企業可藉由庫藏股制度向市場發出未來利多的訊號，並達到提升股價與謀求股東財富的目的。第二，企業宣告買回庫藏股也可能是基於分配「剩餘資金假說」(excess capital hypothesis)，Jensen(1986)認為企業手中持有過多的現金流量顯示其具有過高潛在的代理問題(agency problem)，而股東可能因此付出較高的代理成本(agency costs)。因此企業藉由買回庫藏股，實質支付出現金以降低代理成本。此法也屬於更具彈性的現金股利政策(Bajaj and Vih, 1990)，更能刺激股價以增加股東財富。第三，Opler and Titman(1996)與Hovakimian, Opler and Titman(2001)認為若企業的最適財務槓桿比例存在，則企業會藉由發行公司債買回庫藏股以調整公司的負債比率，惟實質資料檢測後發現此假說並非在所有產業或所有市場情況都可以得到顯著的證據。造成部分買回庫藏股之效果不顯著的現象可能是因為企業的最適財務槓桿本質上不是固定的，而是隨市場狀況或企業的風險而有所改變，因此企業買回庫藏股的時間點或投資人的反應也就不趨向一致，導致其效果不易顯著。

依照前述三項企業買回庫藏股的動機，理論上而言，企業宣告購回自家股票應會造成股價顯著的上升，然而過去實證

¹ Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen(2000)說明自1996年至1998年，有超過4000件公告公開市場買回股票，其金額高達 5,500億美元，而1999年單季第一季，即有350件買回股票宣告，金額達400億美元。



結果卻並非如此。不少研究顯示，市場投資人對於企業宣告買回庫藏股仍有其他疑慮。在國內庫藏股制度實施超過十年之際，企業與投資人對於庫藏股的機制與效用不再陌生，應更能了解庫藏股的功能。本文主要期望藉由更多的樣本資料，深入的探討台灣的上市企業於宣告執行庫藏股買回之前與之後，是否均存有顯著異常報酬之情形；其次，本文也希望能了解不同特質的企業是否存有其他不同的庫藏股宣告反應。

本研究的架構如下，第 2 節介紹文獻探討與假說；第 3 節說明研究方法與樣本；第 4 節則說明實證結果；最後為本研究的結論。

2. 文獻探討與假說

相對於投資人，企業具有內部的資訊優勢，因此兩者之間的資訊不對稱情形必然存在，當資訊不對稱情況嚴重時，企業的股價可能會被嚴重低估或高估，此時被嚴重低估的企業會宣告買回庫藏股，向市場傳遞公司未來營運有利的訊息。若投資人獲得且相信這項正面訊息，會較傾向購買該公司之股票，使該公司股價止跌回穩或呈現上升的情況。然而，市場上未來不具有營運利多的企業也可能藉由庫藏買回股宣告以企圖使股價上升，因此投資人對於宣告買回庫藏股的企業仍會有所疑

慮。國外許多研究實證顯示宣告買回庫藏股對股價具有顯著正向的異常報酬，故本研究認為台灣上市企業宣告買回庫藏股應能提供有利的訊息，而投資人對其宣告應會反映在股價上為顯著正向。市場價格被嚴重低估的企業藉由宣告買回庫藏股向傳遞其股價被低估的訊息至市場，本研究中利用淨值市價比 (Book-Market ratio; BM 值) 來判斷企業的股價是否有被低估，由於 BM 值並無一定的合理標準，一般而言 BM 值越大表示該企業股價被低估的情況較為明顯，反之 BM 值越小則顯示企業市場價值越高於帳面價值，亦即該企業的股價被低估的機會很小。通常股票市場會依照企業的績效與期望未來的績效來反映市場價值為帳面價值的合理倍數，但由於市場存在著資訊不對稱的因素，且礙於投資人資訊蒐集的技术與成本的負擔，企業的合理市場價值並無法充分反映在股價中，因此本研究擬定假說如下：

假說 1：企業宣告買回庫藏股，股價會有正向的異常報酬；股價被嚴重低估者，於宣告實施庫藏股後股價之正向異常報酬更顯著。

其次，本研究亦深入研究宣告買回庫藏股之企業，是否真的表示其未來具有較好的經營績效。理論上，若企業藉由買回庫藏股之訊號傳遞資訊給投資人，其股價



嚴重被低估，則理論上企業未來應該會有較好的營運績效。從另一觀點，若企業確實買回某一可觀比例之庫藏股，則企業流通在外股數減少，在總獲利不變之情況下，營運績效應可反應於股東權益報酬率 (Return On Equity; ROE) 及每股盈餘 (Earnings per shares; EPS) 兩基本層面上。本研究檢測公司購回庫藏股前後公司的營運績效是否有顯著差異，並以股東權益報酬率與每股盈餘來加以探討。其假說如下：

假說 2a： 上市公司實際買回庫藏股後，其未來之股東權益報酬率會顯著提高。

假說 2b： 上市公司實際買回庫藏股後，其未來之每股盈餘會顯著提高。

過去的研究很少觸及企業發放股利種類對於庫藏股買回宣告效果的影響。企業發放股票股利易造成股本膨脹與盈餘稀釋，也暗示股價被高估的可能性，間接導致股價下跌，因此，成熟期的企業傾向於發放現金股利 (Ofer and Thakor, 1987)。直觀上，現金股利與庫藏股買回皆為發放現金給股東的一種模式，因此現金股利比重愈大，庫藏股買回宣告的效果亦會更為顯著；反之，股票股利的作用與庫藏買回的機制則完全相反，企業流通在外股數反而會相對增加。雖然國外的企業

大多以現金股利為主，我國股利的發放方式有現金股利與股票股利，而股票股利的配發來源有二：一為保留盈餘，此種股票股利配發稱為「盈餘配股」；另一為資本公積，此種股票股利配發稱為「公積配股」，其中資本公積配股更為我國股票市場所特有。就股利的實資意義而言，現金股利代表股東所能收到的實質報酬及公司的經營能力，因其會減少公司的現金及保留盈餘；而盈餘配股及資本公積配股均屬會計科目的重分類，股東雖然持股數增加，但若股價同比例下降，則股東財富價值並未增加。所以，分派現金股利與庫藏股買回本質上呈現正相關，而發放股票股利與庫藏股買回則呈現負相關。因此本文擬定下列假說：

假說 3： 發放現金股利之公司比發放股票股利之公司更具庫藏股買回之宣告效果。發放現金股利比例愈高之公司，其宣告買回庫藏股比例會愈大，兩者呈現正相關。

本研究的第三部分目的在於檢測代理問題對於庫藏宣告效果的影響。如基本財務理論所述，代理問題是建立在公司所有權與經營權分離的基礎上，由於雙方立場的不同，在追求各自利潤極大化之前提下，委託人(企業之所有者)為避免代理人(經理人)之偏差行為，勢必會產生適當之激勵與處罰以監視或限制代理人之行



為，而這些激勵與處罰的成本即為代理成本。Jensen(1986)說明過多的閒置現金流量(free cash flow)可能會導致經理人錯誤的運用與投資而增加代理成本。因此，若企業運用閒置資金買回庫藏股，勢必可有效的降低企業的潛在代理成本，亦會得到市場投資人正面的回應。故本研究認為代理成本較高的公司會比代理成本低的公司更具有庫藏股宣告正向效果。其假說如下：

假說 4：代理成本高之公司比代理成本低之公司更具有顯著的庫藏股宣告效果。

長期以來，資訊不對稱假說在財務與投資領域扮演重要的角色，由於資訊流動常常受到各式各樣本質與人為的因素限制，故完美的強勢效率市場幾乎不存在實際的金融市場上²，也因為如此，投資中介機構才有存在的價值。Aboody and Lev(2000)主張公司規模可以用來衡量企業資訊不對稱的程度，理論上大公司或具代表性的企業較受到分析師與投資人的注意，任何的活動與措施都會受到市場的充分關注與揭露，再者，大企業擁有較多的資源(例如資金或廣告預算)，亦能適時

且廣泛的宣傳其相關的企業資訊，因此大企業資訊較充分地反映在其價格上；反之小公司或冷門企業的價格則含有較高的資訊不對稱。因此，本研究假說認為小股本之公司資訊不對稱的情況會比大企業較為嚴重，股價較易被低估，其宣告買回效果應較大股本之公司更好。

另外，Dittmar(2000)認為由於資訊不對稱較嚴重的公司，會計資訊揭露時，市場不會完全反應資訊的價值。換言之，當公司資訊不對稱程度愈大，該公司個別資訊(非規律性資訊)揭露時，將帶給市場較大的意外。因此庫藏股買回宣告可降低資訊不對稱之程度，投資人將重新評估過去的會計資訊，故宣告買回時的市場反應部份來自對過去會計資訊重新解讀的程度，部份則來自該宣告本身內涵的資訊。因此資訊不對稱狀況較嚴重的公司，宣告時異常報酬將愈大。本研究對於資訊不對稱於庫藏股宣告的假設如下：

假說 5：小股本之公司資訊不對稱的情況愈嚴重，其宣告買回效果較大股本之公司更好。

本研究於最後檢測買回庫藏股使用之資金的來源是否會影響庫藏股宣告效果。Opler and Titman(1996)與Hovakimian, Opler and Titman(2001)認為企業可能會藉由發行公司債買回庫藏股以調整公司的負債比率，但是公司買回庫藏股之資金

² 從實務的角度看來，如果完美的強勢效率市場存在，則市場上應該不會存在金融投資機構，例如基金公司與投資銀行的自營部門，因為在完美的強勢效率市場下，他們無法賺取任何超額利潤。



來源，無論是公司既有之現金或舉債，將使公司償債能力降低或負債比率提高，皆不利於債權人。由於舉債之利息支出具有稅遁效果 (Tax-Shield)，其利益將移轉給股東，因此庫藏股機制調整其財務結構，一方面可以調整資本結構，降低資金成本，並可提高公司與股東之價值，有利於股東；但是高負債比率卻將使財務風險上升，債信評等下降，不利於股東財富。因此，利用庫藏股調整資本結構是否有利於股東尚未有明確的定論，本研究藉此驗證市場對於此反應，我們期望以保留盈餘買回庫藏股之公司宣告效果會大於以舉債方式買回庫藏股之宣告效果，因此其假說如下：

假說 6：舉債買回庫藏股之企業的宣告效果與使用企業保留盈餘買回庫藏股之公司，兩者之宣告買回庫藏股的效果不同，且以保留盈餘方式買回庫藏股之企業，其宣告庫藏股之效果更為顯著。

3. 研究方法與樣本

3.1 研究方法

本研究採用事件研究法之市場模型 (market model) 以瞭解公司買回自家股份事件與股票價格變動之關聯性。若此事件顯著，使該公司股價波動狀況異於無此事件時之表現，則會產生異常報酬率。股

票報酬率的計算方法有許多種類，Brown & Warner(1985)的研究報告中建議無論使用平均值調整報酬率、市場調整報酬率及市場模式報酬率三種方法，並無太大差異。因此本研究以文獻上最常使用的市場模式作為估算預期報酬率的基礎。

市場模式是根據資本資產定價模式 (Capital Assets Pricing Model; CAPM) 推導與簡化而來，在 CAPM 中個別股票的報酬與風險係數呈線性關係。而市場模式假設市場投資組合報酬率為影響股票報酬率的唯一重要因素，因此，此一模式又稱單一因素市場模式 (One-Factor Market Model)，假設個別股票的報酬率與市場報酬率之間存有一簡單的線性迴歸，其模型可表示如下。

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中， $R_{i,t}$ 是指個別股票 i 第 t 日之報酬率。

$R_{m,t}$ 是指市場投資組合在第 t 日之隨機報酬率。 $\varepsilon_{i,t}$ 是指個別股票 i 在第 t 日之衡量誤差項。 α_i , β_i 為回歸係數，且 β_i 為個別股票 i 的系統風險。而本研究計算庫藏股宣告後之累積異常報酬則可以公式 (2) 表示

$$CAR_T = \sum_{i=1}^T (\hat{R}_i - R_i) \quad (2)$$

其中 $T=1,2,3,\dots$ 。



3.2 樣本說明

本研究所蒐集樣本期間係以國內上市公司於民國 89 年 8 月 7 日至民國 100 年 6 月 30 日止，依證券交易法第二十八條之二公告買回自家股票（庫藏股）者為研究對象，本研究所使用之公告買回庫藏之資料取自台灣證券交易所公開資訊觀測站，日資料各股股價取自於台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal；TEJ)。截至 100 年 6 月 30 日為止，總共有 486 家上市公司已採用庫藏股制度，總計有 2,085 家次庫藏股買回宣告，依買回目的區分計有轉讓股份予員工有 1,230 件，維護公司信用及股東權益 830 件，股權轉讓共 25 件。實施兩次以上的庫藏股之上市公司共有 377 家，總計上市公司中有 58.55%公司已實施庫藏股。

4. 實證結果

4.1 上市公司買回庫藏股宣告效果之影響

宣告買回庫藏股將向市場傳達公司股價被低估的訊息，使宣告產生異常報酬，股價會有正向的異常報酬。扣除金融業樣本、日後下市與曾經被列為全額交割股之樣本，本研究最終樣本為 1,845 家次(402 家公司)宣告買回庫藏股，事件窗口共 7 個，比較平均累積異常報酬是否有差

異，觀察累積異常報酬之變化。

由表 1 結果得知，宣告日前四日的累積異常報酬（Cumulative Abnormal Returns；CAR）值落在 0.13%至-0.17%之間，並不顯著；顯示公司在董事會決議前，並無資訊提早外漏之情形，而累積異常報酬大多呈現負值，表示企業在宣告買回庫藏股之前的股價呈現下降的趨勢，這也意味企業股價持價持續下跌也是另一種誘因促使企業宣告買回庫藏股。其次，在宣告買回庫藏股後三天的累積異常報酬率介於 0.88%至 1.52%之間，在宣告後股價大幅上揚，且均強烈顯著，表示企業宣告買回庫藏股對於股價為有利消息，因此各事件窗口的異常報酬率皆呈現正值，顯示股價上揚。

表 1 的證據說明企業宣告買回庫藏股如同向市場傳達股價低估的情形(因為宣告之前企業的股價大多為跌價趨勢)，且表達其股票真實價值高於宣告前的市場價值之訊息，而給予股價正面評價使股價止跌回升，此訊息也隱約透露企業未來績效會更好。

公司價值被低估是公司買回自家公司股份很重要的動機，對於低股價淨值比之公司則應該更為重要，且有較大之累積異常報酬，因此本研究依循 Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen(1995)的方法，以帳面價值與市場價值比(BM 值)衡



量企業是否被低估的指標。一般而言，BM 值越高的公司較傾向股價被低估，反之，BM 值低者，因為企業價值並未被低估，企業買回庫藏股的意願較低。依本研究使用之樣本，上市公司庫藏股宣告樣本數為 1,845 次，其事件窗口共為 7 個，比較前後 25%之累積平均異常報酬是否有差異，觀察累積異常報酬之變化。

表 2 之證據說明 BM 值高之企業宣告日後六天內的累積異常報酬率之變化，且庫藏股宣告效果在宣告前一日就已經反映在市場，其中又以高 BM 值企業更為明顯，這項證據也說明，市場投資人對於被低估的公司付出更多的關注。相對於此，BM 值低者(沒有被低估的企業)的庫藏股宣告效果非常短暫，只有在宣告後的兩天內就反映結束了，且宣告效果較為顯著者只有一天，第二天之後宣告效果程度則非常薄弱。表 2 也說明被低估與沒有被低估企業的宣告效果差異非常顯著。兩組 CAR 之差落在 0.4408%至 1.6629%之間，由研究結果發現，被低估之企業之宣告效果顯著高於未被低估之企業。表 2 證據顯示當企業被低估時，企業認為股價相對受到錯誤定價，此時企業會進行買回庫藏股宣告以捍衛股價，並傳遞「低估」股價的訊息至市場，此時投資人給予被低估企業重新定價，而產生實質的宣告效果。

4.2 企業買回庫藏股對於未來之營運績效

企業被低估乃因為企業與投資人之間具有某種程度的資訊不對稱，也因為如此企業對於自身未來經營績效顯然較投資人樂觀，這也意味企業的未來經營績效應會有顯著成長。而理論上企業宣告買回庫藏股時，亦藉此傳遞其「看好公司前景」的訊號，此處本研究進一步檢測企業宣告買回庫藏股後，營運績效是否會有明顯改善。並以每股盈餘(Earnings Per Share, EPS)與股東權益報酬率(Return on Equity,ROE)表示企業宣告後之經營績效。

為避免其他因素干擾，本研究排除宣告買回庫藏股後曾經歷過合併、現金增資超過原有股份 20%、後續持續買回總庫藏股達原股份 20%者及發行新公司債高於原公司債金額 20%之樣本³，本研究以 372 家上市公司股東權益報酬率及每股盈餘為樣本，探討股東權益報酬率及每股盈餘與買回庫藏股之宣告效果，表 3 為第一年與二年之股東權益報酬率與每股盈餘，去分成高低兩部分，比較宣告買回庫

³ 此項檢測宣告買回庫藏樣本只到 2009 底，因為必須蒐集宣告後的兩年財務報表、稅後 EPS 與 ROE 等資訊，2009 年之後的兩年資訊，例如 2011 年財報必須等到 2012 年才可取得。



藏股的累積平均異常報酬是否有差異，並依不同事件窗口，觀察累積異常報酬之變化。此處本研究期望營運績效好的企業買回庫藏股之宣告效果亦較佳。

表 3 證據說明整體上經營績效好的企業庫藏股宣告效果普遍在第一天與第二天都呈現顯著的情況，且與經營績效不好的企業(低 ROE 與低 EPS)的庫藏股宣告效果之間有顯著的差異，此現象以 EPS 部分尤其明顯。在股東權益報酬率部分，高 ROE 企業之宣告效果在宣告後一天與兩天之 CAR 值皆為顯著，然而低 ROE 企業的宣告效果則不顯著，同時兩者之差其效果也有統計上顯著的差異。相同的結果也可以在 EPS 部分(宣告後一年與兩年的結果)得到一致性的證實。然而，ROE 部分在庫藏股宣告後兩年的績效看來，結果並不如宣告後一年的經營績效部分明顯，不過整體而言，還是支持本研究最初的假說，未來經營績效好的企業其庫藏股宣告效果較為明顯，這也意味著庫藏股宣告效果大的企業確實傳遞企業未來經營績效將有顯著改善。

4.3 股利發放形式對於庫藏股宣告之影響

現金股利發放之動機多為是企業對股東投資所得的一項具體回饋，但這會使公司有大筆現金流出，影響公司財務調

度。就流通在外股數的角度來看，企業買回庫藏股，視同降低流通在外股數，相對的發放股票股利卻是增加流通在外股數，倘若買回庫藏股後卻發放股票股利，則庫藏股在各方面的效果(調整資本結構、增加 EPS 等)效應相互抵銷，互為矛盾，故對於發放股票股利之企業，並非是為了調整資本結構而買回庫藏股，同時也會給市場投資人矛盾的感受，本研究更探討不同的股利發放型態是否會影響企業的庫藏股宣告效果。因此，本研究將樣本區分為「純現金股利」與「純股票股利」兩組樣本，為了避免「部分股票股利」或「部份股票股利」之樣本的干擾，本研究將這類企業庫藏股宣告於總樣本中排除，最後樣本個數各為 981 個純現金股利企業與 463 個純股票股利企業。直觀上，若企業發放現金股利，其買回庫藏股之宣告效果應會高於發放股票股利之企業。

根據表 4 證據顯示整體而言發放現金或股票股利對於市場投資人對庫藏股的宣告仍有些微差距。宣告後一天的 CAR，發放現金股利公司(1.9651%)大於發放股票股利公司(1.8762%)，兩者皆為顯著，但兩組之差並不顯著；在宣告後二天則顯示發放現金股利之企業的宣告效果(1.5364%)顯著大於發放股票股利之企業(1.1052%)的宣告效果，同時因為第二天的庫藏股宣告效應已逐漸擴散，故兩者



之間差異非常明顯。然而，兩個樣本群體(現金股利企業與股票股利企業)在第三天後的宣告效果皆不顯著，換句話說投資人在這兩類樣本群體中都沒有異常報酬，另外兩族群樣本的庫藏股宣告也沒有顯著的差異。

整體而言，股利的發放型態對於企業買回庫藏股宣告的效果並無顯著的影響，而這樣的效果只有在宣告後兩個交易日內就反映結束。這樣的結果雖然支持本研究的最初預期與假說，惟效果並不如當初預期的強烈。

4.4 代理成本與買回庫藏股間之關係

本研究也同時檢測代理問題是否對於庫藏股宣告的效果產生影響。依照 Jensen(1986)的理論，測試若企業返還其過多的閒置資金，降低代理成本，是否能獲得投資人的認同。Jensen(1986)認為管理當局與公司股東間存在著利益衝突，如果公司將多出的閒置現金流量分配予股東，等於是減少公司的資產，亦即縮減經理人對公司的控制權力，然而在公司缺乏良好的投資機會時，經理人握有過多的約當現金，卻投資於無效率的資產上，反而造成嚴重的代理問題。將此觀點應用至庫藏股機制，則當公司擁有多餘之現金，但缺乏良好投資機會時，買回本公司股票分

配現金給股東，將可避免企業未來不必要的投資，並可降低代理成本，增加公司的價值。本研究以「約當現金」佔「資產總」之比例為代理成本之代理變數，期望代理成本高的企業，其庫藏股宣告效果大於代理成本低的企業。

為瞭解代理成本對庫藏股宣告效果之影響，本研究以 402 家公司相對高與低之代理成本，各 140 家，觀察其庫藏股宣告效果情形。

整體而言，表 5 之證據說明投資人反映企業庫藏股宣告過程並未考慮代理成本議題，因為在宣告後的第一天與第二天的宣告效果並無明顯的差異。雖然代理成本較高的企業宣告買回庫藏股後第一天與第二天的宣告效果為顯著的(1.9732% 與 1.2766%)，但是類似的情況也反映在代理成本較低的企業(1.2547% 與 1.1427%)，兩者股價皆顯著上升；從兩者的差異來看，第一天與第二天的累積異常報酬並無顯著的差異(0.7185% 與 0.1339%)，因此整體而言代理成本議題似乎未對企業庫藏股宣告產生顯著性的影響。另外，在第三天、第四天與第五天的累計異常報酬卻反映一個有趣的現象，不論高低代理成本的企業，其庫藏股宣告效果都不顯著，但是兩者之間卻有顯著的差異。代理成本較低之公司僅於宣告後一天有正向的宣告效果，其可能原因乃因為低



代理成本者所擁有的約當現金原本就較高代理成本公司少，宣告買回庫藏股之後，市場投資人難免對於未來企業的流動性產生疑慮，因此後續的宣告效果並不顯著。另一項原因可能在於企業本身因為代理問題情況不嚴重，故藉由買回庫藏股而降低閒置現金流量的程度有限，因為所能降低之代理成本也相對有限，故低代理成本的企業買回庫藏股宣告效果並不顯著。

4.5 公司股本大小與宣告買回庫藏股之關係

本研究同時也針對企業的股本層面來加以探討庫藏股宣告的效果，企業之大小以企業前一會計年度的實收資本額做為判斷依據。由於小公司資訊不對稱程度較為嚴重，股價被低估之可能性遠勝於大公司股價，因此小公司宣告買回時異常報酬將愈大，股價反應會有正面效果。

表 6 的檢測證據顯示，小公司前三天的庫藏股宣告效果（1.4192%，1.0351%，0.6428%）與大公司的宣告效果（1.3211%，2.0850%，0.3742%）並無明顯的差異。整體而言大或小公司只有在前兩天有庫藏股宣告效果，但是部分情況經濟上庫藏股宣告效果並不顯著。雖然小公司因為較少分析師關心，導致其資訊不對稱情形較重，理論上庫藏股宣告時的效果會比大公司大，然而投資人也可能對

於小公司的陌生感而導致即使其庫藏股宣告也不會反應在其股價報酬率上。但在大公司的累積異常報酬整體較小公司小，雖然這樣的證據並不顯著。因此，在此假說上並沒有得到充分證據說明企業的規模會對於庫藏股宣告效果上產生不同的效果。

4.6 買回庫藏股資金來源與庫藏股宣告效應

表 7 顯示不同的資金來源確實會對於企業庫藏股宣告效果造成一定的影響。以保留盈餘購買庫藏股的宣告效果持續到宣告後的三天，而舉債買回庫藏的宣告效果則在(0,+1)期間內最為顯著。雖然有些期間的宣告效果經濟上是顯著的，例如以保留盈餘買回的(0,+4)及以舉債買回的(0,+2)，不過統計上卻無法得到顯著的驗證。由表 7 兩種資金來源對於庫藏股宣告效果的影響得知投資人對於企業用保留盈餘買回庫藏股給予正面的回應；雖然以舉債買回庫藏股之宣告效果在宣告後的第一天具有顯著的效果，但是其顯著水準卻只有在 $\alpha=0.1$ 。由此兩種資金方式的宣告效果的差異來看，舉債所導致的企業風險增加確實會影響市場投資人對於庫藏股宣告效果產生疑慮，可能的原因在於此種做法與企業返還多餘資金給股東的假說有明顯的差異，而另一方面以保留盈



餘購買庫藏股的企業則可能因為較符合這項假說而使其庫藏股宣告得到投資人的正面回應。

5. 結論

本研究在探討宣告買回庫藏股之效果、公司宣告買回庫藏股是否為股價被低估，其次，則探討買回庫藏股之企業未來經營績效是否有較好，另外本研究議討論股利分派型態、代理問題與公司規模對於庫藏股的影響。歸納上述研究結果發現，我國上市公司宣告買回庫藏股具有顯著的宣告效果，且宣告前企業的股價呈現下降的趨勢，因此，為向市場傳達股價被受低估，且股票真實價值高於宣告前的市場價值之訊息，而宣告買回庫藏股。

本研究更提供實質證據說明被低估的企業宣告買回庫藏股較具有宣告效果，股價被低估的程度較嚴重者買回庫藏股宣告呈現正面顯著，這顯示企業因為股價被低估而買回庫藏股時，市場也會對其作重新定價的參考，而導致其股價逐漸上升。

再者，企業購回自家股票後兩年之營運績效普遍較好。研究同時也發現分派現金股利之公司其累積異常報酬率並沒有普遍性顯著大於發放股票股利之公司。

最後，本研究發現代理成本在短天期內(兩天內)並無明顯庫藏股宣告效果的差異，但在三天後卻有顯著的差異，說明

高代理成本公司宣告買回庫藏股的效果大於低代理成本公司的效果。研究中也發現小公司宣告效果並未比大公司佳，可能的原因為台灣之市場效率性低，且投資人以散戶居多，故此假說無法獲得證。且投資人比較不支持企業以舉債方式買回庫藏股，會比較支持以保留盈餘的資金來源購買庫藏股。

綜合本研究結果發現，上市公司庫藏股宣告確實具有顯著的宣告效果，為向市場傳達自家公司之股價受低估，給予股價正面評價使股價止跌回升。但從現金及股票股利、營運績效、代理成本與股本大小等角度來探討庫藏股宣告效果，雖無法得到完整強烈且一致性的結論，但部分的假說卻得到證實，探究真正的原因，可能因為本研究以日資料為研究頻率，某些因素導致市場的反應可能在當天就可能反映結束，而日資料報酬率卻無法觀測這樣的現象，當然，庫藏股的宣告效果可能存在更多因素影響，非僅是本研究中所提出之因素，故值得另行深入探討。

參考文獻

- Aboddy, D. & Lev, B. (2000) Information asymmetry, R&D, and insider gains. *The Journal of Finance*, 55, 2747-2766.
- Asquith, P. & Mullins Jr, D. W. (1986) Signalling with dividends, stock



- repurchases, and equity issues. *Financial Management*, 27-44.
- Bajaj, M. & Vijh, A. M. (1990) Dividend clienteles and the information content of dividend changes. *Journal of financial economics*, 26, 193-219.
- Brown, S. J. & Warner, J. B. (1985) Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of financial economics*, 14, 3-31.
- Comment, R. & Jarrell, G. A. (1991) The relative signalling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases. *The Journal of Finance*, 46, 1243-1271.
- Dann, L. Y. (1981) Common stock repurchases: An analysis of returns to bondholders and stockholders. *Journal of financial economics*, 9, 113-138.
- Dittmar, A. K. (2000) Why Do Firms Repurchase Stock*. *The Journal of Business*, 73, 331-355.
- Grullon, G. & Michaely, R. (2004) The information content of share repurchase programs. *The Journal of Finance*, 59, 651-680.
- Ho, L. C. J., Liu, C. S. & Ramanan, R. (1997) Open-market stock repurchase announcements and revaluation of prior accounting information. *Accounting Review*, 475-487.
- Hovakimian, A., Opler, T. & Titman, S. (2001) The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, 1-24.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J. & Vermaelen, T. (1995) Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of financial economics*, 39, 181-208.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J. & Vermaelen, T. (2000) Stock repurchases in Canada: Performance and strategic trading. *The Journal of Finance*, 55, 2373-2397.
- Jensen, M. (1986) Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Ofer, A. R. & Thakor, A. V. (1987) A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods: Stock repurchases and dividends. *The Journal of Finance*, 42, 365-394.
- Opler, T. C. & Titman, S. D. (1996) Financial distress and capital structure choice. *Research in Finance*, 14, 1-12.
- Tsetsekos, G. (1993) Valuation effects of open market stock repurchases for financially weak firms. *Review of Financial Economics*, 2, 29-42.
- Vermaelen, T. (1981) Common stock repurchases and market signalling: An empirical study. *Journal of financial economics*, 9, 139-183.



附表

表 1. 上市公司累計平均異常報酬分析表

事件窗口	CAR(%)	T 值
(-4,-1)	-0.1732	-1.2409
(-3,-1)	-0.0390	-0.2891
(-2,-1)	0.1446	1.0887
(-1, 0)	0.1552	1.1904
(0, 1)	1.5231	10.9065***
(0, 2)	1.6019	4.1394***
(0, 3)	0.8862	4.6716***

***表在 $\alpha=0.01$ 顯著水準下顯著

** 表在 $\alpha=0.05$ 顯著水準下顯著

* 表在 $\alpha=0.1$ 顯著水準下顯著

表 2. 上市公司股價是否被低估對其庫藏股宣告影響之分析表

事件窗口	高 BM		低 BM		CAR 差異	T 值
	CAR(%)	T 值	CAR(%)	T 值		
n=1,845						
(-1, 0)	0.5390	1.7349*	0.0982	0.4109	0.4408	1.6280
(0, +1)	1.7660	4.9891***	0.1031	3.3500***	1.6629	4.3231***
(0, +2)	1.6796	4.6196***	0.4621	1.7254*	1.2175	3.1524***
(0, +3)	1.2879	3.4656***	0.1579	0.5492	1.1300	3.0446***
(0, +4)	1.0487	3.0091***	0.1409	0.5298	0.9078	2.1083**
(0, +5)	0.9873	2.4569**	0.1346	0.5170	0.8527	1.9156*
(0, +6)	0.6792	1.6127	0.1423	0.5341	0.5369	1.7719*

***表在 $\alpha=0.01$ 顯著水準下顯著

** 表在 $\alpha=0.05$ 顯著水準下顯著

* 表在 $\alpha=0.1$ 顯著水準下顯著



表 3.企業經營績效於庫藏股宣告之分析

事件窗口 (第一年) $n=413$	高 ROE		低 ROE		CAR 差	T 值
	CAR(%)	T 值	CAR(%)	T 值		
(0,+1)	1.9062	4.7982***	1.4307	3.3209***	0.4755	2.1048**
(0,+2)	1.7522	3.9891***	1.0908	1.2032	0.6614	2.9351***
(0,+3)	0.8386	1.1350	0.7257	0.9068	0.1129	0.8392
事件窗口 (第二年) $n=372$	高 ROE		低 ROE		CAR 差	T 值
	CAR(%)	T 值	CAR(%)	T 值		
(0,+1)	1.3794	2.7542***	1.2386	2.3456**	0.1408	0.9931
(0,+2)	1.2548	2.2414**	0.9388	1.0361	0.3160	1.7591*
(0,+3)	0.7636	1.0522	0.6728	0.8997	0.0908	0.7619
事件窗口 (第一年) $n=413$	高 EPS		低 EPS		CAR 差	T 值
	CAR(%)	T 值	CAR(%)	T 值		
(0,+1)	1.8089	4.3317***	1.3610	2.7134***	0.4479	2.0419**
(0,+2)	1.3434	2.4982***	0.9376	1.1525	0.4058	1.8126*
(0,+3)	0.5029	1.0323	0.6486	0.8543	-0.1457	-0.8872
事件窗口 (第二年) $n=372$	高 EPS		低 EPS		CAR 差	T 值
	CAR(%)	T 值	CAR(%)	T 值		
(0,+1)	1.5846	2.9796***	1.2208	2.1457**	0.3638	1.9823**
(0,+2)	1.4389	2.7362***	1.0316	1.0595	0.4073	1.8231*
(0,+3)	0.8602	1.0617*	0.7798	0.9349	0.0804	0.6602

***表在 $\alpha=0.01$ 顯著水準下顯著

** 表在 $\alpha=0.05$ 顯著水準下顯著

* 表在 $\alpha=0.1$ 顯著水準下顯著



表 4. 股利發放形式對庫藏股宣告效果之影響

事件窗口	發放現金股利公司 (<i>n</i> =981)		發放股票股利公司 (<i>n</i> =463)		CAR 差	T 值
	CAR(%)	T 值	CAR(%)	T 值		
(0,+1)	1.9651	2.2141**	1.8762	2.0133**	0.0889	0.6869
(0,+2)	1.5364	1.8317*	1.1052	1.5822	0.4312	1.8891*
(0,+3)	1.0003	1.5243	0.8937	0.8564	0.1066	0.7991
(0,+4)	0.7821	0.7926	0.7976	0.8052	-0.0155	-0.1029
(0,+5)	0.6598	0.7091	0.8023	0.8112	-0.1425	0.8351

***表在 $\alpha=0.01$ 顯著水準下顯著

** 表在 $\alpha=0.05$ 顯著水準下顯著

* 表在 $\alpha=0.1$ 顯著水準下顯著

表 5 企業代理成本對買回庫藏股宣告效果之分析

事件窗口 (<i>n</i> =140)	高代理成本		低代理成本		CAR 差	T 值
	CAR(%)	T 值	CAR(%)	T 值		
(0,+1)	1.9732	3.3116***	1.2547	2.4401**	0.7185	1.0398
(0,+2)	1.2766	2.3758**	1.1427	1.8581*	0.1339	0.2309
(0,+3)	0.8579	1.1611	-0.5830	-0.5082	1.4409	2.6581***
(0,+4)	0.6109	0.7391	-0.6301	-0.7561	1.2410	2.2571**
(0,+5)	0.5021	0.5612	-0.6670	-0.7708	1.1691	1.88609*

***表在 $\alpha=0.01$ 顯著水準下顯著

** 表在 $\alpha=0.05$ 顯著水準下顯著

* 表在 $\alpha=0.1$ 顯著水準下顯著



表 6.企業股本對買回庫藏股宣告效果之影響

事件窗口 (n=140 個)	大公司		小公司		CAR 差	T 值
	CAR(%)	T 值	CAR(%)	T 值		
(0,+1)	1.3211	1.6197	1.4192	1.7396*	-0.0981	-0.2091
(0,+2)	2.0850	2.4534**	1.0351	1.4785	1.0499	1.5031
(0,+3)	0.3742	0.4911	0.6428	0.8376	-0.2686	-0.3098
(0,+4)	0.5093	0.6430	0.5184	0.6449	-0.0091	-0.0012
(0,+5)	0.5104	0.6411	0.6021	0.8092	-0.0917	-0.2001

***表在 $\alpha=0.01$ 顯著水準下顯著

** 表在 $\alpha=0.05$ 顯著水準下顯著

* 表在 $\alpha=0.1$ 顯著水準下顯著。

全體樣本按股本之高低順序排列取前 140 家企業與後 140 家企業表示為大公司與小公司。

表 7.企業買回庫藏股方式對於宣告效果之影響

事件窗口	以保留盈餘買回		以舉債買回		CAR 差	T 值
	CAR(%)	T 值	CAR(%)	T 值		
(0,+1)	2.1981	2.7817***	1.0126	1.8396*	1.1855	2.1843**
(0,+2)	2.0071	2.3526**	0.9397	1.5459	1.0674	1.9821**
(0,+3)	1.7402	1.9911**	0.8903	1.0901	0.8499	1.2958
(0,+4)	0.9032	1.3087	0.7851	0.8489	0.1181	0.2091
(0,+5)	0.8941	1.0943	0.7912	0.8528	0.1029	0.1996

***表在 $\alpha=0.01$ 顯著水準下顯著

** 表在 $\alpha=0.05$ 顯著水準下顯著

* 表在 $\alpha=0.1$ 顯著水準下顯著。

樣本中企業宣告買回庫藏股於同一年度內有新發行公司債則認定為以舉債買回庫藏股，計有 102 次，若無新發行公司債者，則是為以保留盈餘買回庫藏股，計有 278 次。其他同一年度內有現金增次與發行公司債者則不計入此假說實證樣本。

