

# 台灣上市公司庫藏股購回宣告 資訊內涵之研究

## The Information Contents of Stock Repurchase Announcements in Taiwan

陳振遠 *Roger C. Y. Chen*

吳香蘭 *Hsiung-Lan Wu*

國立高雄第一科技大學

National Kaohsiung First University of Science and Technology

90年4月17日收稿、90年5月10日一次修稿、90年7月31日二次修改、91年1月17日三次修改、

91年1月21日接受刊登

### 摘 要

本研究旨在探討台灣地區實行庫藏股制度初期，上市公司初次宣告購回庫藏股之股價反應，並以事件研究法檢視不同產業及不同購回目的之庫藏股購回宣告效應之差異，以及探討購回庫藏股比例、內部關係人持股比率、內部關係人淨買入比率、公司規模及淨值/市價比等因素與累積異常報酬之間的關連性。實證結果發現：公司宣告庫藏股購回對股價有正向之資訊內涵。整體而言，以維護股東權益與公司信用為申報目的之樣本公司，其累積平均異常報酬率顯著大於以股權轉換為申報目的之公司；非電子業庫藏股購回之正向資訊內涵較電子業之反應強；淨值/市價比及庫藏股購回之比率與累積異常報酬間成顯著正相關，公司規模與累積異常報酬間成顯著的反向關係，而內部關係人持股比率及內部關係人淨買入比率則對累積異常報酬無顯著影響。

**關鍵詞：**庫藏股購回、資訊內涵、事件研究法、內部關係人

### Abstract

This study investigates stock price responses to open market stock repurchase in Taiwan. We test the difference in announcement effect between electronic and non-

electronic industries, and the difference in announcement effect between different announced purposes of stock repurchase. Event study is employed to measure abnormal return around the announcement. The factors, including the repurchase amount, insider holdings, insider net buying, firm size and book-to-market ratio, are examined. Results show that the stock repurchase announcement has a positive effect on stock price. We also find that there are significantly different responses between the electronic and non-electronic industries, and different announced purposes of stock repurchase. Furthermore, the accumulative abnormal return is positively related to book-to-market ratio and repurchase amount, and negatively related to firm size. However, the results show that the accumulative abnormal return is not related to insider holdings and insider net buying.

**Keywords :** Stock Repurchase, Information Contents, Event Study, Insider

## 壹、研究動機與目的

近來受全球股市下跌、景氣持續低迷，以及政治等不確定因素之影響，台灣股市連翻重挫，而延宕已久，被視為振興股市之重要措施的庫藏股制度，終於在 89 年 8 月 7 日經證券暨期貨管理委員會發佈「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」，並旋即於 8 月 9 日正式實施。

所謂庫藏股(Treasury stock)，係指公司已發行嗣後因公司法或證券交易法所訂特殊原因，由公司收回、且尚未再發行或註銷之股本。依證券交易法新增之第二十八條之二規定，上市上櫃公司於下列三種情況得購回自家公司之股票：1)公司為激勵員工及留住優秀人才，得以所購回之公司股份轉給員工或作為發行員工認股權證及認股選擇權之用；2)公司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，得購回自己公司之股份，以準備作為股權轉換之用；3)公司為維護公司信用及股東權益之必要而購回，並辦理銷除股份者。

由於國內實施庫藏股制度之時機正處股市低迷之際，雖然甫實施不到半年，但至 89 年 12 月 31 日止，已有共計 160 家上市公司(約占上市公司家數 28.8%)宣告購回庫藏股。令人意外的是，在這些總計有 231 件購回庫藏股之公告資料

中，其申報目的卻以轉讓員工股權居多(計 148 件，占 64.1%)，次為維護公司信用(計 79 件，占 34.2%)，僅遠紡及特力等 4 件因股權轉讓而買進普通股<sup>1</sup>。上市公司為何選擇以轉讓員工股權或以為維護公司信用及股東權益為申報購回庫藏股目的？其中是否有不同的意義？換言之，究竟上市公司購回庫藏股之申報購回目的不同，是否存在資訊內涵，進而會影響投資人對公司真實價值之判斷，並由對股價產生激勵之影響而達到護盤之目的，頗令人感到興趣。

再者，就目前的股市交易結構而言，科技股成為市場交易重心，傳統產業股遭到冷落而股價持續低迷。由上市股票 P/B 值(股價/淨值比)大於 1 的比率僅 38.77%，代表半數以上的上市公司股價已跌破淨值。若進一步觀察，以電子股 P/B 值最高，上市、上櫃電子股有 80%以上 P/B 值大於 1，而金融及其他產業則不理想<sup>2</sup>。因此，庫藏股制度的實施眾所關心的是，傳統產業公司是否能透過自集中市場將自家公司的股份購回，而將低落已久的股價重新喚起，以提高傳統產業股的股價。有鑑於此，本研究亦將檢視不同產業對購回庫藏股是否有不同之反應，並探討那些因素會影響公司宣告購回庫藏股之股價表現。本研究以股市低迷之際，近三成上市公司之庫藏股宣告作為研究樣本，其研究結論應有助於公司及投資人了解此一新制對公司股價之影響，以作為日後公司理財及大眾投資之決策參考。本文下一單元為相關文獻回顧，而後再說明研究方法及實證結果，最後提出本研究之結論與建議。

## 貳、文獻回顧

### 一、庫藏股購回動機與理論

依據國外實施庫藏股之經驗，在股價暴跌或金融風暴等情況，庫藏股制度之實施，短期內確可支撐股價，有助股市穩定，以避免公司因非財務或業務之因素導致股價不合理下跌(Netter and Mitchell, 1989)。有關購回庫藏股之宣告是否使股價上揚，Vermaelen (1981)針對以下常被提及作為庫藏股購回原因的四項假說作檢定：

#### (一)資訊或信號發射假說(Information or signaling hypothesis)

<sup>1</sup> 資料來源：整理自台灣證券交易所網站 <http://www.tse.com.tw/>公告資料。

<sup>2</sup> 資料來源：90 年 6 月 2 日聯合報 23 版。

所謂資訊或信號假說係指由於資訊不對稱(informational asymmetry)的情況下，公司經理人對公司之前景與真實價值，擁有私有資訊(private information)，故能較精確衡量公司價值。因此，當公司宣告購回庫藏股時，市場投資人將此一動作解讀為經理人傳遞公司股價被低估之訊息，使得股價獲得支撐而上揚。

### (二)股利或個人稅賦假說(Dividend or personal taxation hypothesis)

由於美國稅法規定現金股利按一般所得稅率課稅，而資本利得可以較優惠的低稅率課稅，所以公司購回庫藏股可減輕股東個人稅賦，而使股價上升。

### (三)財務槓桿假說(Leverage hypothesis)

當公司舉債購回庫藏股時，如同以舉債代替發行股票，而當負債上升時，利息費用之支出亦增加，使得利息支付的扣抵稅額增加，且此稅盾的好處將會移轉給股東，而使公司股價因股東財富增加而上漲。

### (四)剝奪債權人假說(Bondholder expropriation hypothesis)

當公司購回庫藏股時會使公司資產減少，因此債權人可分配之資產也同時減少，而由於在債券發行時，公司購回庫藏股之舉動並不在債權人之預期中，亦未納入債券訂價之考量，此舉如同將債權人的財富轉予股東，股價亦因此而上升。

上述四項假說中，又以資訊或信號發射假說最受到實證上之支持(Vermaelen, 1981)。為瞭解公司經理人為何購回庫藏股，Wansley, Lane and Sarkar(1989)曾調查 98 家大公司庫藏股購回之動機，其研究結果發現“股價低估”為最重要之原因。當公司的股價低於淨值時，公司將已發行流通在外的股票購回，藉此向投資大眾發佈一個訊號，表示公司管理當局認為其股價被低估，以引起投資人之興趣，使股價能回到正常水準。Balachandran and Troiano(2000)的研究，則證實實施庫藏股之公司在購回宣告後，盈餘至少有兩年是上升的。蔡柳卿(2000)以民國 84 至 87 年間，上市公司公告「子公司購回母公司股票」之交易為研究樣本，探討子公司購買母公司股票與盈餘資訊之關聯，實證結果發現子公司購回母公司股票後，母公司當季及後四季未預期盈餘合計數顯著為正，但逐期比較時，當季及後續三季均分別顯著為正(相較於配對公司)，但第四季則否，顯示實質庫藏股交易確實傳遞未來前景有利的資訊，但僅止於短期而非長期的有利盈餘資訊，且母公司續有顯著為正的分析師盈餘預測修正(相較於配對公司)，顯示此一

交易是分析師評估公司盈餘的攸關資訊。

## 二、實證文獻

大多數實證研究皆顯示庫藏股之宣告有正向股價反應(Dann, 1981; Vermaelen, 1981; Asquith and Mullins, 1983; Comment and Jarrell, 1991; Tsetsekos, 1993; Raad and Wu, 1995; Balachandran and Troiano, 2000)，然而庫藏股購回宣告之資訊效果則會受到許多因素影響，例如：觀察期間長短、初次宣告效果、內部關係人交易活動、公司財務狀況、股市榮枯等因素。以下就國內外之相關文獻進行回顧。由於我國的庫藏股制度於民國 89 年 8 月 9 日才正式實施生效，故國內文獻回顧的部份，將針對實質庫藏股行為(子公司公告購回母公司股份)作探討。

### (一)不同觀察期間

Balachandran and Troiano(2000)探討澳洲股市對庫藏股購回宣告之長、短期股價反應，研究對象為 1995 年 12 月 18 日至 1999 年 8 月 30 日間，從事庫藏股購回宣告之公司。其實證結果發現，在庫藏股購回宣告期(day-1 to day +1 及 day0)，股價有正向異常報酬；其次，實施庫藏股之公司在宣告購回庫藏股之前有顯著為負的異常報酬，而在長期績效方面，其發現實施庫藏股之公司在購回宣告後，長期而言並無顯著的異常報酬。Liu and Ziebart(1997)以 1984-1989 年間 Wall Street Journal Index 成份股公司有宣告購回庫藏股者為樣本，並去除以特別股或公開收購要約購回方式(Preferred stock or tender-offer repurchases)的樣本後，總計有 264 家公司為研究對象，探討股價是否低度反應或過度反應，其將庫藏股購回宣告初期(宣告日及其前後二期)有正向累積異常報酬之公司與有負向累積異常報酬之公司，將其分好消息與壞消息兩組，探討其股價反應，其實證研究發現，在好消息組中，庫藏股購回比例較大且公司規模較小的公司易有過度上漲的反應，且好消息組購回庫藏股宣告初期與後續的異常報酬率兩者間成負相關，尤其是有極端反應之公司；而壞消息組在購回庫藏股宣告初期的異常報酬率並無顯著股價反轉(price reversal)之現象。翁世錦(2000)探討子公司公告購回母公司股票所隱含之資訊內涵，其實證結果顯示子公司購回母公司股票，在公告時有正向的資訊內涵，公告後則有負向的資訊內涵。

### (二)初次宣告效果

Balachandran and Troiano(2000)之實證結果發現，初次實施庫藏股購回

之公司在宣告日之異常報酬顯著大於非初次宣告之公司，顯示初次庫藏股購回宣告向市場傳達之訊號較強。

### (三)購回庫藏股比例

Raad and Wu(1995)以1982至1990年間在美國的公開市場宣告購回自家公司股票之204家公司為樣本，利用事件研究法及迴歸分析，探討公司於公開市場宣告購回自家公司股票與內部關係人之交易活動(Insider trading activities)對股票報酬率之影響。其研究結果發現，當公司宣告購回庫藏股時，在宣告日及宣告日前一期，確實有正向顯著異常報酬，顯示公司利用庫藏股購回之宣告，成功地說服投資大眾該公司股價已被低估，而阻止股價持續下滑；其次，就“購回庫藏股之股數佔流通在外股數之比率”(The proportion of common shares outstanding authorized for repurchase)而言，公司決議購回比率大的公司，其異常報酬率較購回比率小的公司有較大的正向效果。投資者將購回比率之大小視為管理者發射訊息強弱之指標。蔡柳卿(2000)之實證結果亦發現實質庫藏股購回比率與累積異常報酬呈顯著正相關，而毛治文(1999)之實證結果則發現子公司公告購回母公司股票之比例與購回後第一天之異常報酬無顯著關連性。

### (四)部關係人交易活動

Seyhun(1986)與Lee, Mikkelson and Partch(1992)即發現在公司宣告購回庫藏股前，內部關係人有交易異常之情況。Netter and Mitchell(1989)研究在股市崩跌後，內部關係人之交易行為，結果發現公司內部關係人對於公司在股市崩盤期間之股價表現是否正確，有一定程度的斷判能力。Raad and Wu(1995)實證結果發現：在宣告日前一月內部關係人有淨買入該公司股份之公司，其累積異常報酬大於有淨賣出之公司的累積異常報酬。此結果顯示當公司宣告購回庫藏股時，投資人將會參考購回前內部關係人之交易，若內部關係人買進大於賣出，市場投資人會考慮買進該公司股票，亦即內部關係人淨買進股數對購回後異常報酬有正面之影響。總體而言，“管理者持有公司股數佔流通在外股數之比率”及“內部關係人淨買賣股份之數量”與累積異常報酬間呈顯著正相關，而蔡柳卿(2000)之研究結果亦顯示，“內部關係人淨買入股數/公司普通股流通在外股數”與累積異常報酬間呈顯著正相關。毛治文(1999)之研究發現，內部關係人持股比例大小非為購回後異常報酬之主要影響因素，但內部關係人在庫藏股購回前一個月內淨買進股數越大，則購回後第一天之異常報酬也越大。另外，翁世錦(2000)之研究顯示，

董監改選之後六個月內有子公司公告購回母公司股票之樣本者，其股價異常報酬並無顯著差異，但子公司購回母公司的樣本在結帳日時，具有拉抬股價的作帳行情，且比其他無子公司購回之樣本更顯著。

### (五)公司財務狀況

Tsetsekos(1993)之研究證實當公司在公開市場宣佈購回股票時，表示其對於未來的前景是有正向的資訊，尤其是對財務狀況較差的公司；而對於財務狀況不錯的公司，市場對其現金流量已有較佳的預期，所以股票購回的訊息效果就較不顯著。再者，當公司宣告從公開市場購回自家公司股份時，此訊息隱含公司未來的現金流量及財務槓桿將會增加，特別是對財務體質較弱的公司更為重要。Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen(1995)指出，通常有高淨值市價比的價值型股票(Value stock)，較有可能因為股價低估而購回庫藏股；而對熱門股(Glamour stock)，股價低估較不可能為其購回庫藏股之主要原因。其實證結果發現高淨值市價比之公司，其在宣告購回庫藏股後，持有四年的異常報酬高達 45.3%，而低淨值市價比之公司之異常報酬率則接近零，顯示公司真正價值低估並非低淨值市價比公司購回庫藏股之主要動機。

### (六)公司規模大小

Pugh and Jahera(1990)以公司規模作為被分析師忽略程度的代理變數，其認為由於大公司較受證券分析師的關注，而當被分析師忽略的小公司認為其股價被低估，並藉購回自家公司股票向市場發射訊息時，應會有較高的異常報酬，亦即公司規模大小與股價反應兩者間呈反向關係；Ikenberry et al.(1995)亦指出如將公司規模視為資訊不對稱的代理變數，則其實證結果顯示公司規模與異常報酬呈反向關係，與訊號發射假說一致；而蔡柳卿(2000)之實證結果卻發現公司規模與累積異常報酬之關係呈顯著正相關，推測可能為市場投資人對大公司所發射的訊息接受程度較高所致。

### (七)股市榮枯

美國股市在 1987 年 10 月 19 日星期一的股市崩盤後，引發前所未有的庫藏股購回宣告熱潮，在股市崩盤後的兩週內，就有近 600 家公開交易公司宣告進行購回庫藏股之計畫。Netter and Mitchell(1989)以該次股市崩盤後至 10 月 30 日間，於公開市場宣告購回庫藏股之公司為研究樣本，其實證結果發現在股市崩盤事件後的庫藏股購回宣告，存在向市場發射股價低估之訊息。樣本公司股價在股市崩盤後有異常下跌之現象，但於庫藏股購回宣告後

則有正向異常報酬，顯示庫藏股購回宣告確實發揮穩定股市之作用；其研究結果亦發現部份公司因宣告購回庫藏股，即已成功傳達訂價錯誤之訊息，而使公司股價回復合理價位，故並未真正執行庫藏股購回之動作。整體而言，其實證結果支持庫藏股購回宣告對股市有正向之影響。

## 參、研究方法

### 一、研究假說

本研究參酌國外實證文獻，以及我國實質庫藏股的相關研究，建立下列研究假說：

#### (一)當公司宣告購回庫藏股時，股價會有正向反應

在資訊不對稱下，公司進行庫藏股購回之行爲可能傳遞公司真實價值的私有資訊。當公司價值被低估或管理者對公司前景有樂觀之預期時，管理者可能藉由購回庫藏股之行爲向投資大眾傳遞正向資訊，讓市場投資人能正確衡量公司股價。

#### (二)公司以不同目的申報購回庫藏股有不同的股價效應

依現行庫藏股制度，上市公司可在三種不同情況購回庫藏股，其中轉讓員工股權與配合其他證券作為股權轉換準備之目的，應不具有資訊內涵，惟有為維護公司信用及股東權益之護盤宣告，才能傳遞公司股價偏低之資訊。股東購回目的如為維護公司信用及股東權益者，其在購回股份六個月後即需辦理註銷<sup>3</sup>，故其傳達股價低估之訊號應較強烈，所以以維護公司信用及股東權益為申報目的之購回庫藏股，其股價效果應較以轉讓予員工者為申報目的之效果強。

#### (三)在宣告庫藏股購回之樣本公司中，非電子業的異常報酬會較電子業大

綜觀我國目前股市結構嚴重扭曲，電子股佔大盤成交量七成以上，且享有高本益比及低淨值市價比；反之，傳統產業股即使基本面良好亦乏人問津，股價一蹶不振。政府此次通過延宕已久的庫藏股法案，意欲振興股市及

---

<sup>3</sup>在現行規定下，購回目的為轉讓予員工之轉讓期間最長為購回股份後三年，如為維護公司信用及股東權益者，則應於購回股份後六個月內辦理變更登記，註銷股份，不得再賣出。



幫助淨值跌破市價之公司的目的昭然若揭。因此，如果庫藏股購回之行爲真正能傳達股價低估之訊息，則非電子業的股價反應會較大，而股價低估之程度可能較低的電子業，其股價反應會較小。

(四)公司預計購回庫藏股股數佔流通在外股數之比率愈大時，股價反應會愈大

Radd and Wu(1995)指出，投資人會將購回庫藏股比率之大小視爲管理者發射訊息強弱之指標；再者，公司購回庫藏股的行動將會使公司的股票市場需求增加，而會對股價產生正面影響，是以購回庫藏股比率愈大，則其護盤的力量會愈大，故股價上漲之幅度也亦隨著愈大。因此公司決議購回庫藏股之股數佔流通在外股數之比率(購回庫藏股比率)大的公司，其異常報酬率應較購回庫藏股比率小的公司爲高(Vermaelen, 1981; Raad and Wu, 1995)。

(五)內部關係人持股比率高之公司，購回庫藏股之效應將愈顯著。

依據 Vermaelen(1981)、Comment and Jarrell(1991)與 Raad and Wu(1995)實證資料顯示，內部關係人之持股比率，會顯著影響購回庫藏股效應。其係因購回庫藏股會使公司實際流通在外股數減少，導致內部關係人之持股比例提高，根據 Jensen and Meckling 的代理理論顯示，內部經理人之持股比例增加，將減少管理當局與股東間之利益衝突，故對股價將有正面之影響(Raad and Wu, 1995)。

(六)內部關係人在宣告日前一月淨買入比率愈大之公司，其累積異常報酬大於有淨賣出之公司的累積異常報酬

內部關係人因掌握私有資訊，故可藉此從事公司股票交易，以獲取異常報酬，而市場投資人有鑑於此，便往往會跟隨其進出交易。因此，當公司宣告購回庫藏股時，投資人將會以內部關係人之交易狀態視爲一參考指標，若內部關係人有淨買入之情況，則會使市場投資人認爲公司購回股票所發射的訊號較可靠，而有較大的正向股價反應(Raad and Wu, 1995)。

(七)公司規模愈小時，庫藏股購回宣告之股價反應愈大

由於小公司平時較不受媒體及證券分析師的關注，資訊不對稱之程度較嚴重，故當其藉由庫藏股購回宣告向市場發射公司股價被低估之訊息時，所引起之市場反應較大，而會有較高的異常報酬。

(八)高淨值/市價比之公司對庫藏股購回宣告會有較大反應

當公司藉由庫藏股購回之行爲傳達股價低估之訊息時，市場投資人不僅接收到此一訊息，且會參考該公司之淨值/市價比衡量該資訊之強度。如該假設成立，則高淨值/市價比之公司隱含較大的低估程度，其應會有較高的異常報酬，兩者間應呈正相關。

## 二、關鍵名詞定義

以下謹就本研究所使用之關鍵名詞加以定義，並說明其衡量之方式。

### (一)購回庫藏股

本研究稱之「購回庫藏股」，係指上市公司依證券暨期貨管理委員會發佈「上市上櫃公司購回本公司股份辦法」，在購回股數限制條件下，經董事會通過後公告之買進庫藏股總股數。

### (二)購回庫藏股比率

指在購回庫藏股事件中，前項公告購回庫藏股總股數佔公司流通在外股數之比率。

### (三)事件日

依規定上市公司應在董事會通過購回庫藏股之後兩日內公告，惟一般公司即使未在決議日當天正式公告，但是在董事會後，亦多已有新聞發佈，故本研究將董事會決議日定義爲實施庫藏股之事件日。

### (四)內部關係人

本研究以公開發行公司依證券交易法第 25 條第 2 項之規定，於每月 15 日以前向主管機關彙總申報之董事、監察人、經理人及持有股份超過股份總額 10%之股東所持有之公司股票種類及股數，作爲定義內部關係人及計算其持股比率與淨買入比率之基礎。

### (五)內部關係人持股比率

指董事、監察人、經理人及持有公司股份超過股份總額 10%之大股東，在購回庫藏股董事會決議日所持有之股數佔公司流通在外股數之比率。

### (六)內部關係人淨買入比率

指董事、監察人、經理人及持有公司股份超過股份總額 10%之大股東，在購回庫藏股董事會決議日前一個月之淨買入股數佔公司流通在外股數之

比率。

### 三、資料分析方法

本研究採用事件研究法(Event study)評估當實施庫藏股之事件發生時，股價是否會有異常報酬產生。本研究在事件研究中採用之市場模式(Market model)及相關資料分析方法，敘述如下：

#### (一)時間參數之設定

以上市公司董事會決議日期定義為事件日，事件期為事件日之前後各30個交易日，以0日為事件日，-t表示事件日之前的第t個交易日，並以+t表示事件日之後的第t個交易日，而以事件日-180日至-31日為估計期，估算市場模式之參數。茲將上述關係圖示如下：

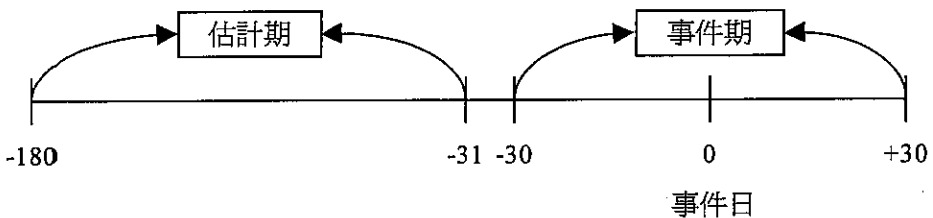


圖 1 事件研究法之期間關係

#### (二)異常報酬率之估算方式

本研究以估計期之個別證券日報酬率及市場日報酬率資料，使用最小平方方法(OLS)估計市場模式之參數，建立估計之迴歸模式，以推算出事件期之預期報酬率。

其數學式以下列公式表示：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$R_{it}$ ：第*i*種證券在第*t*期之報酬率

$R_{mt}$ ：第*t*期之市場報酬率。

$\alpha_i$ 、 $\beta_i$ ：為迴歸係數，且 $\beta_i$ 表第*i*種證券的系統風險

$\varepsilon_{it}$ ：第*i*種證券在第*t*期之殘差項

利用估計期( $t=-180$  到  $-31$ )之資料，以最小平方法求算  $\alpha_i$  及  $\beta_i$  之估計值  $\hat{\alpha}_i$  及  $\hat{\beta}_i$ ；再將事件期( $t=-30$  到  $+30$ )之市場報酬率代入估計之市場模式，可求出證券的預期報酬率  $\hat{R}_{i,t}$ 。比較事件期間實際報酬率與預期報酬率之差額，即可算出事件期之異常報酬率  $AR_{i,t}$ 。將樣本異常報酬率加總後除以樣本數，可得樣本平均異常報酬率  $\overline{AR}_t$ 。其計算式如下列公式所示：

$$\hat{R}_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}$$

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t} \quad t = -30, -29, \dots, 0, \dots, +29, +30.$$

$$\overline{AR}_t = \sum_{i=1}^N AR_{i,t} / N$$

加總第  $t_1$  至  $t_2$  期的異常報酬率，即可得到事件窗口( $t_1, t_2$ )的累積異常報酬率  $CAR_i(t_1, t_2)$ 。將所有樣本之累積異常報酬率加總，再除以樣本數即可得到累積平均異常報酬率  $\overline{CAR}(t_1, t_2)$ 。數學式如下：

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

$$\overline{CAR}(t_1, t_2) = \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2) / N$$

### (三)統計檢定

1.事件期間，第  $t$  期之平均異常報酬率是否顯著為 0 之檢定：

$$H_0 : \overline{AR}_t = 0$$

$$H_1 : \overline{AR}_t \neq 0$$

$$t = \overline{AR}_t / \sqrt{Var(\overline{AR}_t)} = \overline{AR}_t / \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left( AR_{i,t} - \sum_{i=1}^N \frac{AR_{i,t}}{N} \right)^2}$$

2.事件窗口( $t_1, t_2$ )的累積平均異常報酬率是否顯著為 0 之檢定：

$$H_0 : \overline{CAR}(t_1, t_2) = 0$$

$$H_1 : \overline{CAR}(t_1, t_2) \neq 0$$

$$t = \overline{CAR}(t_1, t_2) / \sqrt{Var(\overline{CAR}(t_1, t_2))}$$

$$= \overline{CAR(t_1, t_2)} / \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left( CAR_i(t_1, t_2) - \frac{\sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2)}{N} \right)^2}$$

3. 不同購回目的及產業別於事件窗口累積平均異常報酬率之差異性檢定：

$$H_0 : \overline{CAR_1(t_1, t_2)} = \overline{CAR_2(t_1, t_2)}$$

$$H_1 : \overline{CAR_1(t_1, t_2)} \neq \overline{CAR_2(t_1, t_2)}$$

$$t = \overline{CAR_1(t_1, t_2)} - \overline{CAR_2(t_1, t_2)} / \sqrt{\frac{Var(\overline{CAR_1(t_1, t_2)})}{n_1} + \frac{Var(\overline{CAR_2(t_1, t_2)})}{n_2}}$$

#### (四) 迴歸模型及變數選取

本研究採用多元迴歸分析探究公司規模及淨值/市價比、購回庫藏股比率、內部關係人持股比率、內部關係人淨買入比率與其累積異常報酬間之關聯性。

$$CAR_i(t_1, t_2) = a_0 + a_1 X_i + a_2 \%SREP_i + a_3 \%lnH + a_4 \%lnB + \varepsilon_i$$

$CAR_i(t_1, t_2)$ ：第  $i$  種證券在第  $t_1$  至  $t_2$  期之累積異常報酬率

$X_i$ ： $Ln(B/M)_i$  或  $Ln(SIZE)_i$

$Ln(B/M)_i$ ：第  $i$  種證券之  $Ln$ (淨值/市價比)

其中  $B$ =財務報表中「股東權益總額－特別股股本」

$M$ =購回庫藏股董事會決議日之股票收盤價×流通在外股數

$Ln(SIZE)_i$ ：公司規模； $Ln$ (董事會決議日之股票收盤價×流通在外股數)

$\%SREP_i$ ：(第  $i$  家公司公告預計購回庫藏股股數/流通在外股數)× 100%

$\%lnH$ ：(第  $i$  家公司內部關係人持股股數/流通在外股數)× 100%

$\%lnB$ ：(第  $i$  家公司內部關係人淨買入股數/流通在外股數)× 100%

$a_0$ 、 $a_1$ 、 $a_2$ 、 $a_3$ 、 $a_4$ ：為迴歸係數

$\varepsilon_i$ ：第  $i$  種證券之殘差項

#### 四、樣本選取標準及資料來源

##### (一) 樣本選取標準

本研究以民國 89 年 8 月 9 日至 89 年 12 月 31 日間，台灣股市實施庫藏股購回宣告之上市公司為研究對象，樣本之選取標準如下：

1. 樣本公司必須於其事件日前 180 個交易日即已於台灣證券交易所公開上市，且估計期及事件期間之日成交量不為零。
2. 為免在研究期間公司重複宣告購回庫藏股，而影響異常報酬率之估算，致使研究結果產生偏誤，故本研究只選取初次宣告自集中市場購回自家公司普通股之上市公司作為研究對象。

## (二)資料來源

有關本研究前節所述各項研究變數之資料來源說明如下：

1. 樣本公司之股價、日報酬率、市價、淨值<sup>4</sup>(股東權益總額－特別股股本)及流通在外股數等資料，則取自於台灣經濟新報社資料庫。
2. 董事會決議日期、購回股份目的、購回股份種類、預定購回之數量(股)及購回方式等資料，則取自台灣證券交易所庫藏股查詢系統所公告資料。
3. 內部關係人持有股數及內部關係人淨買入股數資料，則取自「證券暨期貨管理」月刊之“上市發行公司董事、監察人、經理人及百分之十以上大股東股權變動彙總表”。

# 肆、實證結果

## 一、樣本說明

依據前述樣本選取標準，研究期間共有 136 家上市公司符合上述條件，其樣本產業分佈及特性如表 1 所示。由表 1 可看出購回庫藏股樣本公司大部份集中在金融業，佔有 25%，其次為電子業，佔 17.65%；此外，有 67.67%之樣本公司其市價低於淨值。值得注意的是，除了電子產業多數公司之市價大於淨值外，

---

<sup>4</sup> 為配合季報及半年報之公佈時間限制，本文淨值資料之計算方式分為三種：事件日為 89 年 8 月 9 日至 89 年 8 月 31 日，採用 89 年 3 月的財報資料計算而得，而 89 年 9 月 1 日至 89 年 10 月 31 日間，採用 89 年 6 月的財報資料，89 年 11 月 1 日至 89 年 12 月 31 日則採用 89 年 9 月的財報資料計算而得；將資料不足之樣本裕民航運公司剔除後，計迴歸分析之樣本公司共有 135 家。

其他產業之公司淨值則大部份較市價低，顯示非電子業樣本公司股價有被低估之可能。

表 1 購回庫藏股樣本公司分佈及特性分析

產業別	家數	樣本百分比	樣本佔各產業百分比 <sup>5</sup>	B/M 大於 1 之公司	$\beta$ 大於 1 之公司
水泥	2	1.47	25.00	2	0
食品	1	0.74	3.45	1	0
塑膠	2	1.47	9.09	1	0
紡織	14	10.29	24.56	13	0
電機	7	5.15	24.14	5	1
電器	5	3.68	31.25	5	2
化工	7	5.15	31.82	6	2
造紙	3	2.21	42.86	2	0
鋼鐵	8	5.88	29.63	8	1
汽車	1	0.74	20.00	1	0
電子	24	17.65	17.78	4	21
營建	11	8.09	26.83	10	1
運輸	5	3.68	31.25	4 <sup>6</sup>	1
金融	34	25.00	65.38	24	5
百貨	4	2.94	33.33	2	0
其他	8	5.88	26.67	4	1
總計	136	100	25.61	92	35

## 二、公司宣告購回庫藏股對股價之影響

由表 2 及 3 可看出樣本公司在庫藏股購回董事會決議日前 30 個交易日中，有數期之平均異常報酬顯著為負，尤其是在事件窗口(-5, -1)中，除了-1 期之異常報酬不顯著為負外，其他 4 期均顯著為負，累積平均異常報酬高達-3.2592%，且自-27 期起之累積平均異常報酬均為負數，其中事件日前之累積平均異常報酬

<sup>5</sup> 資料來源：整理自台灣證券交易所 89 年底(共計 531 家上市公司)統計資料。

<sup>6</sup> 由於裕民航運公司(為運輸業， $\beta$  小於 1)之 B/M 資料不足，故此部份資料未計入裕民公司。

更連續 6 期達 0.01 之顯著水準，可知在目前股市迷不振之狀況下，多數樣本公司股價可能被低估，而經理人及董事亦可能因公司股價連續重挫，欲藉宣告庫藏股之實施，以提振公司的股價；再者，由事件日前 5 期中，只有事件日前期之股價並不顯著為負的情況推測，可能有資訊洩漏(Information leakage)現象，亦即購回庫藏股之消息可能在董事會召開前就已洩漏。

其次，在董事會決議日至其後三個交易日有顯著為正的異常報酬，顯示庫藏股之宣告確實對公司之股價產生正向資訊內涵；而事件日之平均異常報酬雖為正，但卻是事件窗口(0,3)中最小的，且並不顯著，原因可能為在現行法令規定下，公司董事會通過購回庫藏股之後兩日內公告即可，故消息大多在次日後才見報，或衝擊市場，且董事會召開時間如在下午，購回庫藏股之訊息可能也無法反應在當日股價上，故以董事會決議購回庫藏股後之交易日之平均異常報酬最大。此外，由圖 2 及圖 3 的異常報酬趨勢與表 4，有關董事會決議實行庫藏股後的事件窗口，如(0,3)、(0,10)、(0,20)及(0,30)的累積異常報酬率皆顯著大於零，以及整個事件期(-30,30)之累積異常報酬率亦顯著大於零的情形觀之，顯示整體而言，公司已成功藉由庫藏股之實施，向市場傳達了正向訊息，並發揮穩定股價的效用。

表 2 庫藏股購回事件日前後平均異常報酬分析

事件期	平均異常報酬(%)		事件期	平均異常報酬(%)	
	$\overline{AR}_t$	t 值		$\overline{AR}_t$	t 值
-30	0.0231	0.0992	1	2.2683	8.8159***
-29	0.0051	0.0247	2	1.5513	5.2948***
-28	0.0188	0.0786	3	0.9004	3.6363***
-27	-0.1251	-0.5054	4	0.0893	0.4150
-26	0.0181	0.0772	5	0.1691	0.7333
-25	-0.4454	-1.9886**	6	0.4473	1.9102*
-24	0.1371	0.5886	7	0.3628	1.5194
-23	-0.3611	-1.9747*	8	0.2151	0.8673
-22	-0.4383	-2.3132**	9	0.4173	1.7567*
-21	0.2511	1.2447	10	0.1993	0.8349
-20	-0.3082	-1.5080	11	0.1695	0.7399
-19	-0.3855	-1.6124	12	0.4979	2.3311**
-18	-0.2086	-0.8301	13	0.4624	1.8893*
-17	-0.2475	-0.9987	14	0.3168	1.4077



事件期	平均異常報酬(%)		事件期	平均異常報酬(%)	
	$\overline{AR}_t$	t 值		$\overline{AR}_t$	t 值
-16	-0.2731	-1.1840	15	0.3088	1.3798
-15	-0.0228	-0.0949	16	0.6685	3.0878***
-14	-0.1708	-0.6625	17	0.3188	1.2392
-13	-0.0736	-0.3339	18	0.4621	1.9190*
-12	-0.5748	-2.5761**	19	0.2942	1.3488
-11	-0.3551	-1.5623	20	0.3523	1.5483
-10	-0.3189	-1.1776	21	0.3008	1.3823
-9	0.3347	1.3602	22	0.0073	0.0313
-8	-0.4457	-1.7707*	23	-0.0670	-0.3224
-7	-0.0226	-0.0963	24	-0.3527	-1.6114
-6	-0.3245	-1.3715	25	-0.1762	-0.7566
-5	-0.7827	-3.1936***	26	0.4068	1.7414*
-4	-0.4650	-1.7961*	27	0.4585	1.8298*
-3	-0.7915	-2.9421***	28	0.2660	1.2294
-2	-1.0041	-3.9961***	29	-0.0182	-0.0728
-1	-0.2159	-0.7252	30	-0.0010	-0.0045
0	0.4042	1.3084			

註：\*表示達 0.1 的顯著水準

\*\*表示達 0.05 的顯著水準

\*\*\*表示達 0.01 的顯著水準，雙尾檢定

表 3 庫藏股購回事件日前後累積平均異常報酬分析

事 件 期	累積平均 異常報酬率(%)		事 件 期	累積平均 異常報酬率(%)	
	$\overline{CAR}(t_1, t_2)$	t 值		$\overline{CAR}(t_1, t_2)$	t 值
-30	0.0231	0.0992	1	-4.9002	-2.7086***
-29	0.0282	0.0849	2	-3.3488	-1.8563*
-28	0.0471	0.1108	3	-2.4484	-1.3585

台灣上市公司庫藏股購回宣告資訊內涵之研究

-27	-0.0780	-0.1548	4	-2.3591	-1.2716
-26	-0.0599	-0.0995	5	-2.1900	-1.1669
-25	-0.5053	-0.7644	6	-1.7427	-0.9398
-24	-0.3683	-0.5097	7	-1.3799	-0.7529
-23	-0.7293	-1.0104	8	-1.1648	-0.6214
-22	-1.1676	-1.5344	9	-0.7475	-0.3933
-21	-0.9165	-1.1515	10	-0.5482	-0.2835
-20	-1.2247	-1.4532	11	-0.3788	-0.1919
-19	-1.6102	-1.7454*	12	0.1191	0.0605
-18	-1.8188	-1.8326*	13	0.5815	0.2923
-17	-2.0663	-1.8466*	14	0.8983	0.4504
-16	-2.3394	-1.957*	15	1.2071	0.6114
-15	-2.3622	-1.9075*	16	1.8756	0.9510
-14	-2.5330	-1.9295*	17	2.1944	1.1093
-13	-2.6066	-1.9045*	18	2.6564	1.3160
-12	-3.1814	-2.3092**	19	2.9507	1.4398
-11	-3.5365	-2.4852**	20	3.3029	1.5752
-10	-3.8553	-2.5989**	21	3.6038	1.6641*
-9	-3.5207	-2.2955**	22	3.6111	1.6491
-8	-3.9664	-2.5095**	23	3.5441	1.6026
-7	-3.9890	-2.4772**	24	3.1914	1.4140
-6	-4.3135	-2.6774***	25	3.0152	1.3323
-5	-5.0962	-3.1331***	26	3.4220	1.4952
-4	-5.5612	-3.4153***	27	3.8805	1.6518
-3	-6.3527	-3.9034***	28	4.1465	1.7511*
-2	-7.3568	-4.4854***	29	4.1283	1.7083*
-1	-7.5726	-4.3624***	30	4.1273	1.6991*
0	-7.1685	-3.9787***			

註：\*表示達 0.1 的顯著水準

\*\*表示達 0.05 的顯著水準

\*\*\*表示達 0.01 的顯著水準，雙尾檢定

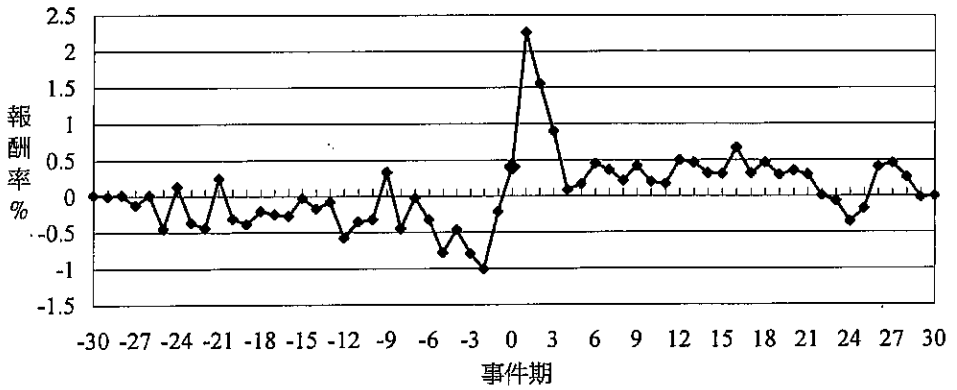


圖 2 平均異常報酬趨勢

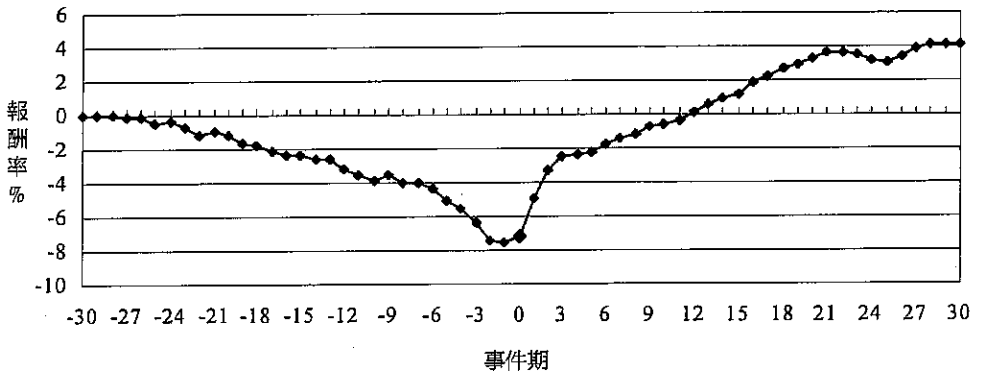


圖 3 累積平均異常報酬趨勢

表 4 事件窗口累積平均異常報酬分析

事件窗口 ( $t_1, t_2$ )	累積平均異常報酬率(%) $\overline{CAR}(t_1, t_2)$	t 值
(-30,-1)	-7.5726	-4.3624***
(-20,-1)	-6.6561	-4.6665***
(-10,-1)	-4.0362	-3.8225***
(-3,-1)	-2.0114	-3.2681***
(0,0)	0.4042	1.3084
(0,3)	5.1242	8.4784***

(0,10)	7.0244	6.4394***
(0,20)	10.8756	7.2469***
(0,30)	11.7000	6.3369***
(-1,1)	2.4566	4.2557***
(-3,3)	3.1128	3.4870***
(-30,30)	4.1273	1.6991*

註：\*表示達 0.1 的顯著水準，\*\*表示達 0.05 的顯著水準，

\*\*\*表示達 0.01 的顯著水準，雙尾檢定。

### 三、不同購回庫藏股目的對股價之影響

本部份之研究樣本共計 132 家<sup>7</sup>，其中買回目的為維護公司信用及股東權益有 46 家，轉讓股份予員工有 86 家。由表 5 可知，在事件窗口(0,10)、(0,20)及(0,30)之期間，申報目的為維護公司信用及股東權益之累積平均異常報酬率，有顯著大於申報目的為轉讓股份予員工之累積異常報酬。此部份與預期相同，顯示不同申報目的所傳達的資訊效果確有顯著差異。股東購回目的為維護公司信用及股東權益者，其在購回股份六個月後即需辦理註銷，而購回目的為轉讓予員工者，其轉讓期間最長為三年，故申報以維護公司信用及股東權益為購回庫藏股目的之公司，所傳達股價低估之訊號較強烈，股價效應亦較大。

圖 4 及圖 5 為不同購回目的之平均異常報酬及累積平均異常報酬趨勢分佈。由圖 5 可清楚看出樣本公司在事件日前之累積平均異常報酬均為向下走勢，但購回目的為維護公司信用及股東權益之公司，其跌幅明顯大於轉讓股份予員工，此可能正是為何公司會採取維護公司信用及股東權益措施之部份原因；而在宣告購回庫藏股後，其股價效應亦遠大於購回目的為轉讓股份予員工之公司。

<sup>7</sup> 依現行法令，申報購回自家公司股份的目的有維護公司信用及股東權益、轉讓股份予員工及股權轉換，但由於樣本公司申報購回目的為股權轉讓之公司只有 3 家，樣本數不足，故本研究只探討購回目的為維護公司信用及股東權益及轉讓股份予員工兩者間之差異。另外，由於亞力電機公司同一事件日，申報購回自家公司股票之購回目的有 2 種，故亦將該樣本剔除。

表 5 不同購回目的事件窗口之累積平均異常報酬率  $\overline{CAR}$  差異分析

事件窗口 ( $t_1, t_2$ )	維護公司信用 及股東權益		轉讓股份予員工		t 值
	平均數(%)	標準差	平均數(%)	標準差	
(-30,-1)	-10.4924	21.6793	-6.9023	19.3490	-0.9483
(-20,-1)	-8.1666	16.7777	-6.4429	16.6252	-0.5696
(-10,-1)	-3.4482	13.1638	-4.7336	11.8875	0.5573
(-3,-1)	-0.5465	8.2494	-2.8323	6.4347	1.6435
(0,0)	0.7767	4.0571	0.4028	3.2851	0.5418
(0,3)	5.8228	7.4422	5.2216	6.9234	0.457
(0,10)	9.9916	13.3191	6.1659	12.6787	1.6133
(0,20)	16.2287	14.7916	8.8493	19.1182	2.4914**
(0,30)	17.9472	18.5872	8.8526	23.8495	2.4516**
(-1,1)	3.5359	6.9189	2.3101	6.4319	1.0025
(-3,3)	5.2763	11.7084	2.3893	9.4215	1.4516
(-30,30)	7.4549	28.3943	1.9503	28.8524	1.0658

註：\*表示達 0.1 的顯著水準，\*\*表示達 0.05 的顯著水準，

\*\*\*表示達 0.01 的顯著水準，雙尾檢定。

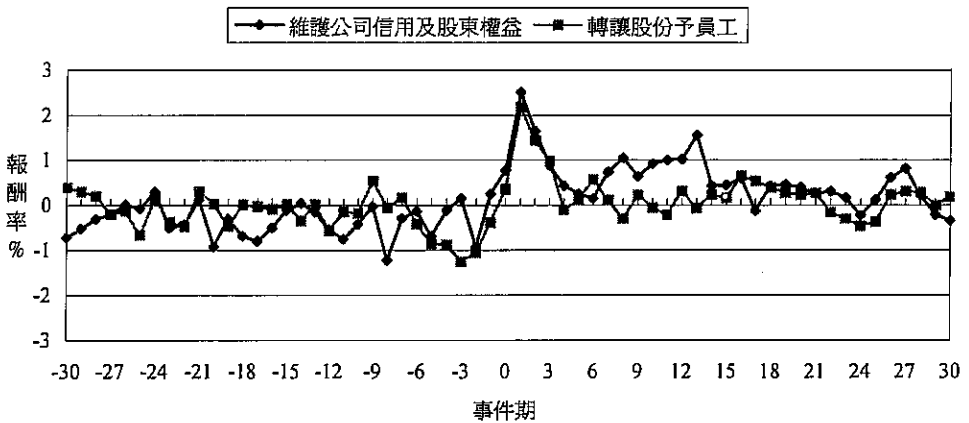


圖 4 購回目的別平均異常報酬趨勢

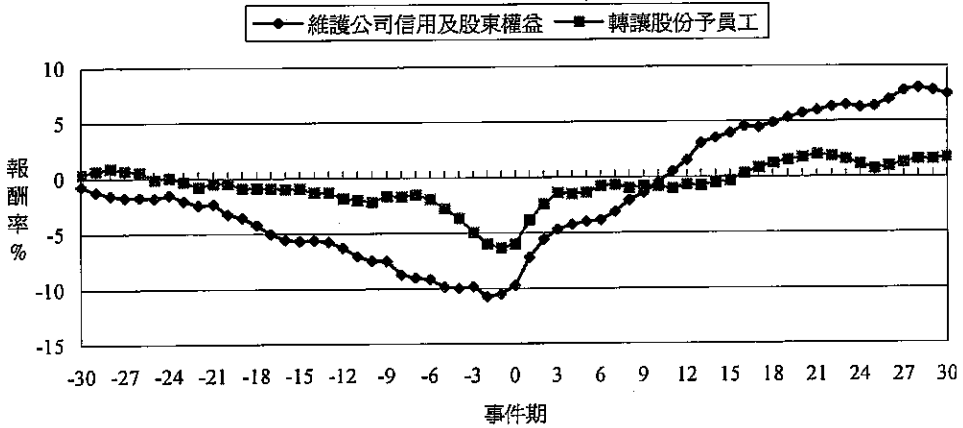


圖 5 購回目的別累積平均異常報酬趨勢

#### 四、不同產業別購回庫藏股對公司股價之影響

本部份之研究樣本共計 136 家，其中非電子業有 112 家，電子業有 24 家。而由表 6 可看出，非電子業之累積平均異常報酬大於電子業，且在事件窗口 (0,3)、(0,10)、(0,20) 中，非電子股的累積異常報酬皆顯著大於電子業，顯示市場對非電子業的股價反應較大，這正可驗證市場對於非電子業利用庫藏股傳達股價低估之訊息較電子股強烈，故市場之股價反應亦較大。有關不同產業別之平均異常報酬及累積平均異常報酬趨勢分佈，如圖 6 及圖 7 所示。

表 6 不同產業別事件窗口之累積平均異常報酬率 CAR 差異分析

事件窗口	非電子業		電子業		t 值
	平均數(%)	標準差	平均數(%)	標準差	
(-30,-1)	-5.3886	19.4615	-17.7650	21.1157	2.6411**
(-20,-1)	-4.8258	16.0827	-15.1978	16.8334	2.7606***
(-10,-1)	-2.5879	11.6652	-10.7947	13.2435	2.8111***
(-3,-1)	-1.3376	7.0045	-5.1560	7.2857	2.3457**
(0,0)	0.5403	3.5771	-0.2313	3.7284	0.9266
(0,3)	5.6916	6.9259	2.4767	7.1566	2.0084*
(0,10)	8.0015	12.4957	2.4649	13.0387	1.9015*

(0,20)	12.2373	16.5344	4.5209	20.6704	1.715*
(0,30)	13.5695	19.0823	2.9754	29.4522	1.6879
(-1,1)	2.9020	6.5234	0.3781	7.4266	1.5423
(-3,3)	4.3540	9.8973	-2.6793	10.9950	2.8927***
(-30,30)	8.1809	23.7291	-14.7896	39.2377	2.7618**

註：\*表示達 0.1 的顯著水準，\*\*表示達 0.05 的顯著水準

\*\*\*表示達 0.01 的顯著水準，雙尾檢定。

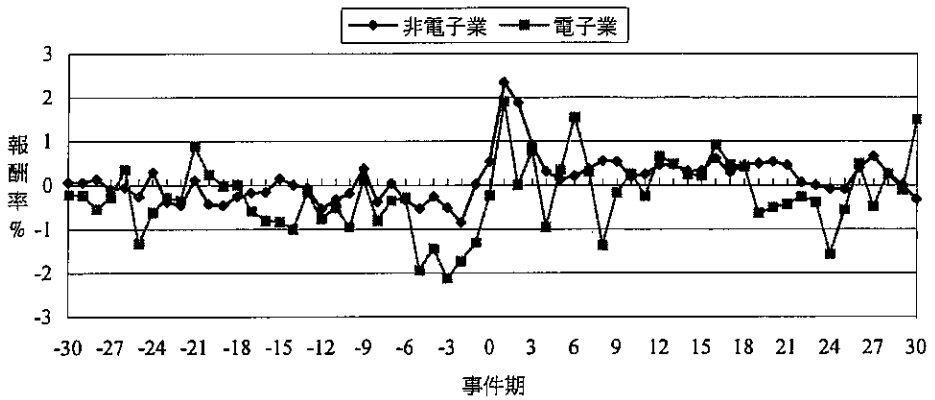


圖 6 產業別平均異常報酬趨勢

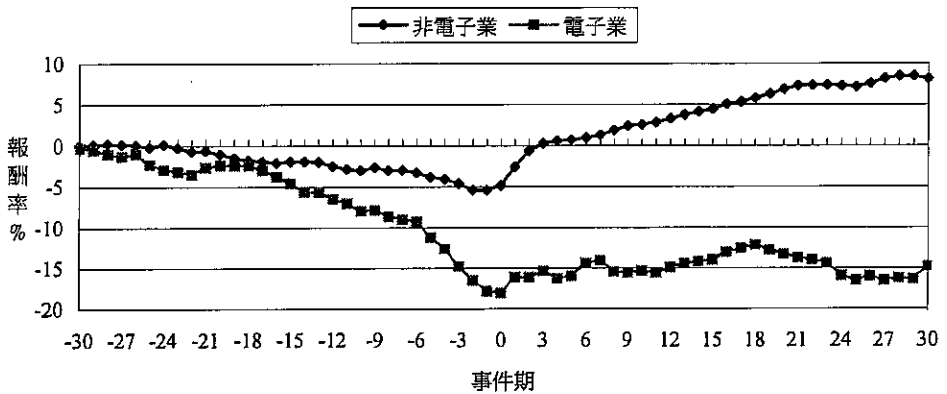


圖 7 產業別累積平均異常報酬趨勢

## 五、迴歸分析結果

由表 7 可知淨值/市價比與公司規模呈顯著的中度負相關，為免共線性之問題影響實證結果，將兩自變數分開，再加入其他自變數-庫藏股購回比率、內部關係人持股比率及內部關係人淨買入比率，以對累積異常報酬作迴歸分析，並對兩迴歸線之差異及相關自變數之解釋能力作一比較<sup>8</sup>。迴歸模式如下：

$$CAR_i(t_1, t_2) = a_0 + a_1 X_i + a_2 \%SREP_i + a_3 \%lnH + a_4 \%lnB + \varepsilon_i$$

其中  $X_i$  表  $Ln(B/M)_i$  或  $Ln(SIZE)_i$

表 7 迴歸分析各變數間之相關係數及摘要統計

	相關係數					摘要統計 <sup>9</sup>	
	Ln(B/M)	Ln(SIZE)	%SREP	%lnH	%lnB	平均數	標準差
<i>Ln(B/M)</i>	1					0.2848	0.6089
<i>Ln(SIZE)</i>	-0.6229 (0.0000)	1				8.7689	1.3136
<i>%SREP</i>	0.1687 (0.0505)	-0.2416 (0.0048)	1			2.9154	2.1337
<i>%lnH</i>	-0.2113 (0.0139)	0.1498 (0.0829)	0.1373 (0.1122)	1		22.5022	13.6827
<i>%lnB</i>	-0.1319 (0.1272)	0.1792 (0.0376)	0.0320 (0.7121)	0.1291 (0.1356)	1	0.2384	0.8978

註：括號( )內為 p-value，雙尾檢定。

由表 8 迴歸分析結果中，我們可看出在事件日只有公司規模係數達 0.1 的顯著水準，但在事件窗口 (0,10)、(0,20)、(0,30)中，公司的淨值/市價比、規模、庫藏股購回比率之迴歸係數都是顯著的，但內部關係人持股比率及內部關係人淨買入比率則與累積異常報酬關無顯著關連。顯著變數之係數符號亦大致與預

<sup>8</sup> 在同時考慮公司淨值/市價比、公司規模、庫藏股購回比率、內部關係人持股比率及內部關係人淨買入比率等五個自變數對累積異常報酬之影響時，發現淨值/市價比與公司規模之迴歸係數變得不顯著，但在探討單一自變數對因變數的影響時，迴歸係數又呈顯著的現象，表示可能有共線性的問題存在(陳順宇，2000)，故將兩變數分開討論。

<sup>9</sup> 迴歸分析之樣本公司平均 B/M 比為 1.5861，平均規模(市值)為 19900(百萬)。



表 8 各事件窗口累積異常報酬迴歸分析結果

$$CAR_i(t_1, t_2) = a_0 + a_1 X_i + a_2 \%SREP_i + a_3 \%lnH_i + a_4 \%lnB_i + \varepsilon_i ; X_i \text{ 表 } Ln(B/M)_i \text{ 或 } Ln(SIZE)_i$$

自變數 應變 數CAR <sub>i</sub>	Model 1 - Ln(B/M)				Model 2 - Ln(SIZE)			
	Ln(B/M)	%SREP	%lnH	%lnB	Ln(SIZE)	%SREP	%lnH	%lnB
CAR <sub>i(-30,-1)</sub>	0.1463	0.7156	0.1610	0.6376	2.6215*	1.1593	0.1179	-0.0118
	(0.048)	(0.8392)	(1.1956)	(0.3199)	(1.8567)	(1.3542)	(0.8975)	(-0.0059)
CAR <sub>i(-20,-1)</sub>	1.2712	-0.0863	0.1110	1.1247	1.8196	0.2894	0.0694	0.5873
	(0.5058)	(-0.1227)	(0.9996)	(0.6838)	(1.5542)	(0.4077)	(0.6375)	(0.3568)
CAR <sub>i(-10,-1)</sub>	4.2492**	-0.3905	0.0020	0.8492	0.0302	-0.1392	-0.041	0.5267
	(2.3202)	(-0.7617)	(0.0251)	(0.7085)	(0.0345)	(-0.2616)	(-0.5021)	(0.4268)
CAR <sub>i(-3,-1)</sub>	2.1466**	0.0862	-0.0060	0.7192	-0.2637	0.1668	-0.0233	0.6242
	(2.0102)	(0.2883)	(-0.1277)	(1.0291)	(-0.5184)	(0.5408)	(-0.4931)	(0.8728)
CAR <sub>i(0,0)</sub>	0.3053	0.8355	0.3487	0.7868	0.4534*	0.0745	-0.0242	0.0276
	(-0.5602)	(0.0317)	(-0.0226)	(0.0965)	(1.7881)	(0.4846)	(-1.0264)	(0.0775)
CAR <sub>i(0,3)</sub>	1.5829	0.1806	-0.0100	-0.0224	-0.2230	0.2353	-0.0223	-0.0855
	(1.4958)	(0.6095)	(-0.2129)	(-0.0324)	(-0.4453)	(0.7747)	(-0.4780)	(-0.1214)
CAR <sub>i(0,10)</sub>	4.3974**	0.9308*	0.0692	-1.0976	-1.7417**	0.8965*	0.0528	-0.9995
	(2.3816)	(1.8006)	(0.8477)	(-0.9083)	(-1.996)	(1.6943)	(0.6503)	(-0.8148)
CAR <sub>i(0,20)</sub>	7.0536***	1.9158***	0.0638	-1.1948	-2.8994**	1.8432**	0.0392	-1.0117
	(2.8576)	(2.7723)	(0.5846)	(-0.7396)	(-2.4828)	(2.6031)	(0.3605)	(-0.6163)
CAR <sub>i(0,30)</sub>	8.3762***	2.1155**	0.0763	-1.3676	-3.5523**	2.0112**	0.0488	-1.1235
	(2.7303)	(2.4632)	(0.5624)	(-0.6812)	(-2.4525)	(2.2900)	(0.3619)	(-0.5518)
CAR <sub>i(-1,1)</sub>	0.4112	0.1776	-0.0515	0.4392	0.4793	0.2810	-0.0632	0.2919
	(0.4053)	(0.6252)	(-1.1486)	(0.6613)	(1.0091)	(0.9756)	(-1.4312)	(0.4372)
CAR <sub>i(-3,3)</sub>	3.7295**	0.2668	-0.0160	0.6967	-0.4868	0.4021	-0.0456	0.5387
	(2.4279)	(0.6203)	(-0.2354)	(0.6931)	(-0.661)	(0.9006)	(-0.6658)	(0.5204)
CAR <sub>i(-30,30)</sub>	8.5225**	2.8312**	0.2372	-0.7300	-0.9308	3.1706***	0.1666	-1.1353
	(2.0894)	(2.4794)	(1.3158)	(-0.2735)	(-0.4784)	(2.6873)	(0.9206)	(-0.4150)

註：1.表中的迴歸係數係利用最小平方法求出之估計值，括號( )內為 t 值。

2.\*表示達 0.1 的顯著水準，\*\*表示達 0.05 的顯著水準，

\*\*\*表示達 0.01 的顯著水準，雙尾檢定。

期一致，惟規模係數在事件日與異常酬率呈正向關係，但在事件窗口(0,10)、(0,20)及(0,30)又呈顯著負相關，可能成因是在事件發生時，大公司較易凝聚媒體及投資人的注意力，且其發射的訊息較為投資人採信，但長期來看，小公司之庫藏股購回宣告可能傳遞較多的資訊內涵，故市場後續反應較大。顯示當小公司認為股價被低估，並藉購回自家公司股票向市場發射訊息時，市場的反應會較大公司的訊息效果大。此結果與 Pugh and Jahera(1990)及 Ikenberry et al. (1995)之實證結果一致。

## 伍、結 論

本文研究探討台灣上市公司實施庫藏股制度初期，當公司宣告購回庫藏股時之股價反應，並嘗試對該反應之成因提出解釋。茲將實證結果彙整如下：

- 一、公司宣告庫藏股購回對股價有正向之資訊內涵。由全體樣本之實證結果顯示，當有庫藏股購回宣告時，股價會有正的累積平均異常報酬。
- 二、購回目的不同之樣本公司，其累積平均異常報酬率在事件日及事件窗口(0,3)並無顯著差異，但在事件窗口(0,10)、(0,20)及(0,30)，申報目的為維護公司信用與股東權益之樣本公司的累積平均異常報酬率，則顯著大於申報目的為轉讓予員工之公司，此一結果顯示市場對以維護公司信用及股東權益之庫藏股購回宣告反應較強。
- 三、非電子業對電子業對庫藏股購回之正向資訊內涵之反應較電子業強。非電子業之累積平均異常報酬率顯著大於電子業，此現象可能由於電子股以之低估程度不若傳統產業，故其反應亦較保守。
- 四、淨值/市價比、公司規模及庫藏股購回之比率與累積異常報酬在事件日及事件窗口(0,3)並無顯著關係，但在事件窗口(0,10)、(0,20)及(0,30)，淨值/市價比及庫藏股購回之比率與累積異常報酬間呈顯著正相關，而公司規模與累積異常報酬間成顯著的反向關係；而內部關係人持股比率及內部關係人淨買入比率，則與累積異常報酬無顯著關係。整體來說，淨值/市價比、公司規模及庫藏股購回比率皆對公司宣告購回庫藏股之效果有顯著影響。

此外，本研究之樣本為於 89 年 8 月 9 日庫藏股制度正式施行至 89 年 12 月 31 日間，董事會決議購回庫藏股之上市公司，事件期為 89 年 7 月 3 日至 90 年 2 月 19 日，此正值台灣股市之空頭時期，而對於研究結果之推論在多頭市場之

適用性，仍有待進一步檢視；且研究期間為庫藏股制度實施之初期，研究結果亦可能因散戶投資者對庫藏股制度有某種特殊預期心理而產生偏誤，故庫藏股制度宣告效果對長期股價之影響，仍待後續研究的進一步驗證。

## 參考文獻

- 毛治文，1999，內部關係人持股比例及其變動與上市公司購回庫藏股之關連性研究，中國文化大學會計研究所碩士論文。
- 翁世錦，2000，我國上市公司實質庫藏股資訊內涵之研究，政治大學會計研究所碩士論文。
- 陳順宇，2000，迴歸分析-三版，台北；華泰書局。
- 蔡柳卿，2000，「子公司購回母公司股票與盈餘資訊」，二〇〇〇海峽兩岸財經與商學研討會論文集：437~460。
- Asquith, P. and D. Mullins. 1983. The impact of initiating dividend payments on shareholder wealth. *Journal of Business*, 56: 305-22.
- Balachandran, B. and R. Troiano. 2000. On market share buybacks and earnings: Australian evidence. *The 9<sup>th</sup> Conference on the Theories and Practices of Securities and Financial Markets*.
- Comment, R. and G.A. Jarrell. 1991. The relative signaling power of Dutch auction and fixed price self-tender offers and open-market share repurchases. *Journal of Finance*, 46: 1243-71.
- Dann, L.Y.. 1981. Common stock repurchases: An analysis of returns to stockholders and bondholders. *Journal of Financial Economics*, 9: 113-38.
- Ikenberry, D., J. Lakonishok and T. Vermaelen. 1995. Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39: 181-208..
- Lee, D. S., W. H. Mikkelson, and M. M. Partch. 1992. Managers' trading around stock repurchases. *Journal of Finance*, 47: 1947-61.
- Liu, C.S. and D.A. Ziebart. 1997. Stock returns and open-market stock repurchase announcements. *The Financial Review*, 32: 709-28.
- Netter, J.M. and M. L. Mitchell. 1989. Stock-repurchase announcement and insider transactions after the October 1987 stock market crash. *Financial Management*, 18: 84-96.
- Pugh, W. and J. S. Jahera, Jr.. 1990. Stock repurchases and excess returns: An empirical examination. *The Financial Review*, 25: 127-42.
- Raad, E. and H. K. Wu. 1995. Insider trading effects on stock returns around open-market stock repurchase announcements: An empirical study. *Journal of Financial Research*, 18: 45-57.
- Seyhun, H. N.. 1986. Insiders' profits, cost of trading, and market efficiency. *Journal*

*of Financial Economics*, 16: 189-212.

Tsetsekos, G. P. 1993. Valuation effects of open market stock repurchase for financially weak firms. *Review of Financial Economics*, 2: 29-42.

Vermaelen, T.. 1981. Common stock repurchases and market signaling: an empirical study. *Journal of Financial Economics*, 9: 139-83.

Wansley, J. W., W. R. Lane and S. Sarkar. 1989. Managements' view on share repurchase and tender offer premiums. *Financial Management*, 18: 97-110.