

上市櫃公司宣告買回庫藏股財務特性 之研究

曹常鴻* 許莉苹**

*立德管理學院國際企業管理研究所副教授

**立德管理學院國際企業管理研究所研究生

摘 要

本研究主要探討四個假說以說明購回庫藏股行為進而透過財務比率透視從民國八十九到九十三年間上市公司進行庫藏股之動機。我們發現進行庫藏股之公司規模較大、報酬率較高、淨銷貨額較大及股票市場價值較高。最後我們亦發現公司進行庫藏股之動機是基於公司股價被低估之因素。故從公司治理策略意涵來看，庫藏股制度確實能拉抬股價，並且降低資訊不對稱。

關鍵字：庫藏股、財務比率

作者感謝兩位匿名給予寶貴意見

*通訊作者. Tel. : 06-2551824

E-mail address : Ch.tsaur@msa.hinet.net

壹、緒論

證券市場是公司向投資大眾籌募資金的重要管道，投資大眾之所以願意將資金投入證券市場，期盼在合理範圍內承受一定風險獲取相當的投資報酬。但是公司與投資大眾之間存在資訊不對稱 (information asymmetry) 之現象，公司爲了能夠募集到足額的資金目標不得不設法降低資訊不對稱的情況，故透過許多資訊傳達管道如財務預測與更新、宣告買回庫藏股、召開法人說明會、宣告股利政策等，讓投資者能夠更深入瞭解公司內部情況，降低資訊不對稱風險。

許多以美國股票市場爲實證對象的文獻皆顯示，公司的股票購回宣告對投資人而言，大多屬於正面的資訊，所以會帶來正的股價異常報酬。而公司實施庫藏股制度的動機大概可以分爲四個部分來看，Bagwell and Shoven (1988)、Opler and Titman (1996) 均假設若是存在最適槓桿比率，當公司藉由購回庫藏股票方式以分配過剩現金予股東時，其流通在外股數亦同時減少，並進而提高財務槓桿率。Easterbrook (1984) 和 Jensen (1986) 認爲經理人與公司股東之間存在著利益衝突，如果公司將多餘的自由現金流量分配給予股東，等於是減少公司的資產，至於在股票購回的決策上，則是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資本利得給股東，將可避免無謂的投資，並可降低代理成本之問題，且能增加公司的價值。Brown and Ryngaert (1991)、Bagwell (1992) and Hodrick (1996) 研究結果認爲經由庫藏股

票購回，使公司個股在外流通股數減少，導致個股供給減少使個股價格有上升趨勢，可用以抵抗外來管理者對經營權接管之威脅。Vermaelen (1981) and Dann (1981)，認爲公司價值低估乃是其購回其股票的最重要動機。

過去國外相關文獻僅有 Young (1969)、Norgaard and Norgaard (1974)、Medury (1992) 及 Dary and Schneider (2004)，透過財務資料探討宣告買回庫藏股公司與非宣告買回庫藏股公司特性之異同。而我國財政部證券暨期貨管理委員會於民國 89 年 8 月 7 日依「證券交易法」發佈「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」，並自 89 年 8 月 9 日正式實施庫藏股制度，期盼此一辦法能夠刺激股市，降低資訊不對稱程度。而國內學者在實施辦法通過後次年大量進入此一議題之研究如邱建麟 (2001) 林秀蓉 (2001) 林玉成 (2001) 黃俊源 (2001) 潘玉娟 (2001) 林繼平 (2002) 吳秀華 (2002) 等都著墨於庫藏股宣告異常報酬效果之研究。

因此，本研究採取民國八十九到九十三年間上市公司作爲研究樣本，以台灣經濟新報 (T.E.J) 資料庫，證券發展基金會資料庫及證券商同業公司資料庫作爲資料之來源，並側重宣告買回庫藏股上市公司財務特性之研究，並驗證公司實施庫藏股制度的動機。故將過去相關文獻顯示對公司宣告庫藏股有影響之財務特徵變數如資本結構〈包含負債/總資產、長期負債/總資產〉、獲利性〈包含折舊前盈餘/總資產、淨銷貨成長率及扣除特別股目前盈餘成長率〉、流動性〈包含流動比率、速動比率〉、公司規模及營業活動範圍〈包含總資產、

淨銷貨收入、在外流通股數、股票市場價值)、淨值市價比等視為自變數對宣告買回庫藏股公司(實驗組)及非宣告買回庫藏股公司(對照組)進行 logit 迴歸實證，並進行獨立樣本 t 檢定以瞭解公司實施庫藏股宣告之動機。

本研究以下內容編排如下：第二節為資料來源與研究方法、第三節為實證結果、最後一節為結論。

貳、資料來源與研究方法

一、資料來源

本文以民國 89 年至 93 年，所有實施庫藏股上市櫃公司為對象，資料主要來自台灣經濟新報 (T.E.J) 資料庫。根據上述的樣本選取標準，本研究共蒐集上市櫃公司宣告購回庫藏股共 174 案，並以同產業規模相近未實施庫藏股上市櫃公司 230 家為對照組。我們將購回庫藏股公司依產業別列入表 1，其中電子股 (含代碼 23, 24, 53, 54) 佔了 4 成 5。另外，各年度購回庫藏股個案數列於表 2，其中發現，在研究期間實施庫藏股高峰是 90-92 年件數佔總數近九成。

表 1：上市櫃公司購回庫藏股產業別分佈表

	產業 (代碼)	事件數	%
上市	水泥 (11)	1	0.5
	食品 (12)	3	1.7
	塑膠 (13)	3	1.7
	紡織 (14)	9	5.2
	電機 (15)	10	5.8
	電線電纜 (16)	4	2.3
	化學 (17)	6	3.4
	造紙 (19)	3	1.7
	鋼鐵 (20)	6	3.2
	橡膠 (21)	1	0.5
	汽車 (22)	2	1.0
	電子 (23/24)	72	41.38
	營建 (25)	12	6.9
	航運 (26)	4	2.3
	觀光 (27)	1	0.5
	貿易百貨 (29)	2	1.0
通訊 (30)	15	9.8	
管理 (61)	2	1.0	
上市其他 (99)	8	4.6	
上櫃	電子 (53/54)	7	0.4
	百貨 (59)	1	0.5
	管理 (61)	1	0.5
	上櫃其他 (62)	1	0.5
總計		174	100

資料來源：本研究整理

表 2：上市櫃公司購回庫藏股樣本事件年度分佈表

年度	樣本事件數	%
89	51	29.3
90	107	61.5
91	137	78.7
92	164	94.3
93	174	100

資料來源：本研究整理

二、假說、變數與研究方法

本研究想要探究國內實施庫藏股公司基於資本結構調整假說、自由現金流量假說及反購併假說，企業股票價值被低估假說而進行購回庫藏股之行動。

資本結構調整假說認為公司可以透過購回庫藏股方式調整公司資本結構，若是購回庫藏股資金來自於舉債會形成稅盾效果，此一稅盾效果會轉移到股東身上。Mintz(1995)實證認為當公司增加其負債比率，會降低公司資金成本，並且股票市場亦會認為此一效果會回饋給股東。故本研究以負債對股權比率及長期負債對股權比率當作資本結構及負債比率之代理變數。因此建立資本結構假說如下：

H₁:公司進行購回庫藏股行為會比未進行購回庫藏股公司具有不同負債對股權比率及長期負債對股權比率。

當公司面臨比較差的投資機會下，宣告購回庫藏股所傳達的訊息是經理人不會將資金投資於負淨現值的投資計劃，或是採取自利行為，而是透過購回庫藏股方式將剩餘資金還給股東，緩和無效率投資，減少代理成本。Jensen(1986)認為獲利性愈高會導致較多自由現金流量，準此；本研

究推定實施庫藏股公司會比未實施庫藏股公司更具有獲利性。故本研究以總資產報酬率、淨銷貨成長率、扣除特別股目前盈餘成長率當作獲利性之代理變數。因此建立自由現金流量假說如下：

H₂:公司進行購回庫藏股行為會比未進行購回庫藏股公司具有較高總資產報酬率。

管理當局為控制公司，避免被購併而進行反購併之舉動，其進行之手段透過股票購回之動作，以分配股利 (Medury et al.1992)方式進行，因此現金流動性較高公司顯示出公司具有股票購回之實力。故本研究以流動比率、速動比率當作流動性之代理變數。因此，公司進行購回庫藏股股票之公司比未從事庫藏股公司更具有流動性，故建立假說如次：

H₃:公司進行購回庫藏股行為會比未進行購回庫藏股公司具有較高流動比率及速動比率。

Daryl and Douglas (2004) 發現公司規模及營業活動範圍亦會影響公司庫藏股之活動，當公司規模愈大愈須要購回庫藏股以應員工股票選擇權之所需、支撐公司最低股價及購回被低估的公司股票。因此，公司規模愈大愈會實施員工股票分紅計劃，因此會從市場買進公司股票。故本研究參考 Crutchley and Hansen (1989) 以及 Pugh and Jahera (1990) 以總資產、淨銷貨額、在外流通股數及股票市場價值當作公司規模及營業活動範圍之代理變數。故建立假說如次：

H₄:公司進行購回庫藏股行為會比未進行購回庫藏股公司具有較高總資產，淨銷貨額、在外流通股數及股票市場價值。

參、實證結果

數平均數上是否有差異，其獨立 t 檢定研究結果如表 3。

首先，先要瞭解有進行購回庫藏股公司與未進行購回庫藏股公司在財務比率變

表 3: 購回庫藏股公司與未進行購回庫藏股公司在財務比率 t 檢定表

財務比率變數	從事購回庫藏股公司(n=174)	未進行購回庫藏股公司(n=690)	平均數差	t 檢定
負債對股權比率	0.398	0.436	-0.041	-1.448
長期負債對股權比率	0.102	0.093	0.009	0.480
總資產報酬率	0.077	0.055	0.022	2.285**
淨銷貨成長率	0.670	0.650	0.020	0.598
扣除特別股目前盈餘	-0.071	-0.019	-0.052	-0.466
流動比率	0.215	0.205	0.010	0.513
速動比率	0.149	0.143	0.006	0.395
總資產(千元)	13,852,710	8,671,214	5,181,496	2.422**
淨銷貨額(千元)	8,488,281	5,615,387	2,872,894	2.417**
在外流通股數(每股)	477,697,532	385,994,535	91,702,997	1.140
股票市場價值(千元)	11,100,000	5,238,328	5,861,672	1.869*

資料來源: 本研究整理

附註: “****”，“**”和“*”分別代表 1%，5% 和 10% 顯著水準。

由表 3 中可以得知，總資產報酬率，總資產，淨銷貨額及股票市場價值等財務比率變數具有統計顯著差異。換言之，進行股票購回宣告之公司比未進行股票購回宣告之公司通常規模較大、報酬率較高、淨銷貨額較大及股票市場價值較高之現象，前三項與國外相關實證結果吻合，唯有股票市場價值較高之現象與國外相關實證結果不相同(Young, 1969; Norgaard and Norgaard, 1974; Medury、Bowyer and

Srinivasan, 1992; Daryl and Douglas, 2004)。

其次，按照 Daryl and Douglas (2004) 的作法¹，要將所有財務比率變數進行因素分析以萃取因素，並將因素得點儲存後進

¹ 根據 Daryl and Douglas (2004) 頁 21，“使用因素分析分別定義宣告與未宣告購回庫藏股公司的財務比率，每個變數代表測量不同的財務比率，並進行其假說之分析。”

行宣告買回庫藏股公司(實驗組)及非宣告買回庫藏股公司(對照組) logit 迴歸分析，因素分析採取主成份分析，其萃取因素結果限定在四個因素，其結果如表 4，顯而易見得到四個因素（公司規模及營業活動

範圍、流動性、資本結構、獲利性），其各個財務比率因素負荷量都介於 0.61 至 0.959 之間，另外所有變異程度可以由四個因素解釋 75.80%。

表 4:財務比率因素分析結構表

	F1 公司規模及營業活動範圍	F2 流動性	F3 資本結構	F4 獲利性
總資產	0.959	-0.035	0.043	-0.059
股票市場價值	0.945	0.042	-0.024	0.024
在外流通股數	0.918	-0.051	0.078	-0.079
淨銷貨額	0.806	-0.071	0.050	-0.012
速動比率	-0.032	0.957	-0.122	0.005
流動比率	-0.038	0.945	-0.152	-0.013
長期負債對股權比率	0.065	-0.007	0.930	-0.014
負債對股權比率	-0.036	-0.287	0.871	-0.084
扣除特別股目前盈餘成長率	0.047	-0.028	-0.018	0.788
總資產報酬率	0.195	0.363	0.134	0.625
淨銷貨成長率	-0.110	-0.082	-0.101	0.610

資料來源:本研究整理

附註：“***”，“**”和“*”分別代表 1%，5% 和 10% 顯著水準。

最後，將四個因素當作自變數，對宣告買回庫藏股公司(實驗組)及非宣告買回庫藏股公司(對照組)虛擬變數進行 logit 迴歸分析，其結果如表 5 所示。由其中可以得知公司進行庫藏股之行爲，是基於公司

規模愈大時愈須要購回庫藏股以應員工股票選擇權之所需、支撐公司最低股價及購回被低估的公司股票。

表 5: logit 迴歸參數估計統計分析表

變數	參數估計值
截距	-0.196* (3.826)
公司規模及營業活動範圍	0.416 ** (5.431)
流動性	0.100 (1.021)
資本結構	-0.026 (0.068)
獲利性	0.100 (0.891)
Nagelkerke R ²	0.03
-2 Log likelihood	561.326

資料來源:本研究整理

附註：1. () 值為 wald 值

2. “***”，“**”和“*”分別代表 1%，5% 和 10% 顯著水準。

根據上述實證結果，經由財務特性及 logit 迴歸證實，當公司規模愈大愈須要購回庫藏股以應員工股票選擇權之所需、支撐公司最低股價及購回被低估的公司股票。此與國外實證研究結果有進行購回庫藏股公司通常是規模較大、總資產報酬率較高、淨銷貨額較大及其股票市場價值較高之現象吻合 (Healy and Palepu, 1993; Dittmar, 2000; Zhang, 2005)。

肆、結論

由本研究可以發現，有進行購回庫藏股公司通常是規模較大、總資產報酬率較

高、淨銷貨額較大及其股票市場價值較高之現象，與國外相關實證結果吻合 (Young, 1969; Norgaard and Norgaard, 1974; Medury、Bowyer and Srinivasan, 1992; Daryl and Douglas, 2004)。

另外由本研究亦可發現庫藏股之實施較集中在電子業之情形。其次，經由 logit 迴歸分析得知公司實施庫藏股之因素，僅有公司股票價格被低估之原因，公司管理當局才會進行購回庫藏股股票之作為，此於國外相關實證研究結果吻合 (Healy and Palepu, 1993; Dittmar, 2000; Zhang, 2005)。

台灣自民國 89 年實施庫藏股，其政策意涵就是希望能拉抬低迷股價以及達到資訊對稱之目的，本研究證實宣告購回庫藏股公司擁有規模較大、在外流通股數較多、淨銷貨額較大及其股票市場價值較高之特性需要購回庫藏股以應員工股票選擇權之所需、支撐公司最低股價及購回被低估的公司股票。換言之；本研究證實就是在公司股價低估時進行庫藏股制度以拉抬低迷股價，實施庫藏股公司規模較大之特性、以政治成本觀點²來看其通常較會揭露真實資訊。故從公司治理之策略意涵來看，庫藏股制度確實能拉抬股價，並且降低資訊不對稱。

² Shivakumar (1996), Christle (1990) 皆認為公司規模愈大，具有長久以來所建立之聲譽，若是其資訊揭露不實，一但被察覺必然會使其公司聲譽受損。因此，聲譽受損之政治成本可以阻撓規模較大公司進行不實之資訊揭露。

伍、參考文獻

- 林玉成（2001），上市公司庫藏股宣告資訊內涵及操作策略之分析，高雄第一科技大學，財務管理研究所，碩士論文。
- 林秀容（2001），我國上市公司購回庫藏股宣告效果之實證研究，國立臺北大學，企業管理學系，碩士論文。
- 林繼平（2002），台灣上市電子公司實施庫藏股制度宣告效果之分析，國立政治大學，國際貿易研究所，碩士論文。
- 邱鍵麟（2001），台灣上市公司實質庫藏股制度對股價影響之研究，長庚大學，企業管理研究所，碩士論文。
- 吳秀華（2002），公司宣告實施庫藏股效應之再檢視，朝陽科技大學，財務金融研究所，碩士論文。
- 黃俊源，我國上市公司實施庫藏股之資訊內涵與執行買回因素之實證研究，東吳大學，會計研究所，碩士論文。
- 潘玉娟（2001），台灣企業庫藏股購回動機與溢價決定因素綜合評析，國立中山大學，財務管理研究所，碩士論文。
- Bagwell, L. S., (1992) Dutch Auction Repurchases: An Analysis of Shareholder Heterogeneity, *The Journal of Finance*, Vol. 47, pp.71-105 .
- Bagwell, Laurie S. , and Shoven B. John, (1988) Share Repurchased and Acquisitions: An analysis of Which Firms Participate, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3, pp.129-40 .
- Brown, D. T., and M. D. Ryngaert, (1991) The Determinants of Tendering Rates in Interfirm and Self-Endeavor Offers, *Journal of Business*, Vol. 65, pp.529-556 .
- Christle, A. A., (1990) Aggregation of test statistics : An evaluation of the evidence on Contracting and Size hypothesis, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.12, pp.15-36.
- Crutchley, C. E. and R. S. Hansen, (1989) A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage and corporate dividends, *Financial Management*, pp. 36-46.
- Easterbrook, F., (1984) Two Agency-Cost Explanations of Dividends, *American Economic Review*, Vol. 74, pp. 650-65 .
- Dann, Larry., (1981) Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders, *Journal of Accounting and Economics* , Vol. 14, pp. 217 – 51 .
- Daryl M. and Douglas K., (2004) Financial Characteristics of Firm Announcing Share Repurchases, *Journal of Business and Economics Studies*, Vol.10, No.2, pp.13-18.
- Dittmar, A.K., (2000) Why do firms repurchase stock? , *Journal of Business*, Vol.73, No.3, pp.331-355.
- Healy P. and K. Palepu, (1993) The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices , *Accounting Horizons*, pp.1-11.
- Hodrick, L. S., (1999) Does stock price elasticity affect corporate financial de-

- cision?, *Journal of Financial Economics*, Vol.52 , No.2, pp.225-256.
- Jensen, Michael C., (1996) Agency Costs of Free Cash Flow, *American Economic Review* , Vol. 76, pp.323-29.
- Medury, Prasad V., Bowyer E. Linda , and Srinivasan Venkat, (1992) Stock Repurchase: A Multivariate Analysis of Repurchase Firms, *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 31, pp. 21-44.
- Mintz, S L., (1995) The Real of Buybacks, *CFO*, Vol. 75 , pp.75-78.
- Norguard, R. and C., Norguard, (1974) A Critical Examination of Share Repurchase, *Financial Management* ,pp.44-50 .
- Opler, Tim, and Titman, Sherdian., (1996) The Debt-equity Choice: An Analysis of Issuing Firms, Working paper. Columbus: Ohio state University .
- Pugh, W. and J. Jahera, Jr., (1990) Stock Repurchases and Excess Returns: An Empirical Examination, *The Financial Review*, Vol.25, No. 1, pp.127-42.
- Subramanyam, K. R., (1996) The pricing of discretionary accruals, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.22, pp.249-281.
- Vermaelen, Theo., (1981) Common Stock Repurchase and Market Signaling: An Empirical Study, *Journal of Financial Economics*, Vol. 9 ,pp.139-183 .
- Young, A., (1969) Financial Operating and Security Market Parameters of Repurchasing , *Financial Analysts Journal* , pp.123-128.
- Zhang, H., (2005) Share price performance following actual share repurchases , *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, pp.1887-1901.

Financial Characteristics of Firms Announcing Share Repurchases

Tsao, Charng-Horng^{*} Hsu, Li-Ping^{**}

^{*}Leader University associate professor

^{**}Leader University graduate student

Abstract

We investigate four hypotheses that may explain share repurchases behavior by examining financial characteristics of Taiwan firms engaging in share buyback activity from 2000 to 2004 compared with those not engaging in such activity. We find differences based on size, profitability, sales volume and stock market value. The most important explanation comes from variables associated with the stock undervalued hypothesis. From the Corporate Governance Perspectives, Share repurchases behavior mitigate undervalued stock and Information Asymmetry.

Keywords : share repurchases 、 financial characteristics