

# 國立交通大學

管理學院財務金融學程碩士班

## 碩士論文

台灣上市金融公司宣告買回庫藏股股價反應之研究

A Study of Stock Price Response to Share Repurchasing  
Announcement of TSEC Financial Companies



研究生：郭清霽

指導教授：鍾惠民 博士

中華民國九十七年十月

台灣上市金融公司宣告買回庫藏股股價反應之研究  
A Study of Stock Price Response to Share Repurchasing  
Announcement of TSEC Financial Companies

研 究 生：郭清霽

Student : Ching-Fen Kuo

指導教授：鍾惠民 博士

Advisor : Dr. Hui-Min Chung

國 立 交 通 大 學

管理學院財務金融學程碩士班



碩 士 論 文

A Thesis

Submitted to College of Management

National Chiao Tung University

in Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master

in

Finance

October 2008

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中 華 民 國 九 十 七 年 十 月

# 台灣上市金融公司宣告買回庫藏股股價反應之研究

學生：郭清霽

指導教授：鍾惠民 博士

國立交通大學

管理學院財務金融學程碩士班

## 摘要

以往關於庫藏股的相關文獻，多以整體產業做研究，以單一產業做探討的少之又少。金融業為特許行業，因其產業特殊性與法令限制，使得它在購回庫藏股時比一般行業必須受到更多法令上的規範，因此本篇特別針對金融業宣告庫藏股效應作一番深入研究。

本研究收集自民國 89 年 8 月實施庫藏股制度以來至民國 96 年底曾經宣告買回自家股份的上市金融公司為樣本，去除不合條件的事件後，以事件研究法來驗證庫藏股的宣告效應，探討淨值市價比、公司規模大小、自由現金流量、資本適足性和其相關法令的發布對金融業累積異常報酬的影響。

實證結果發現，當金融業在宣告庫藏股後，有顯著的正向異常報酬；淨值市價比較大的公司，股價表現較好，兩者同樣驗證了訊號假說。公司規模方面，大公司股價表現較小公司好，此點與文獻論點不同，推測我國的市場投資人較偏好大型金融公司。自由現金流量和資本適足率兩項變數皆和累積異常報酬呈現顯著正相關。最後，法令公布之後，大幅降低了金融業庫藏股的宣告意願，但因本研究受限於樣本數不足，因此無明顯的證據顯示，對股價的提升有正面的效果。

關鍵字：庫藏股、金融業、事件研究法、累積異常報酬、資本適足率

# A Study of Stock Price Response to Share Repurchasing Announcement of TSEC Financial Companies

Student : Ching-Fen Kuo

Advisor : Dr. Hui-Min Chung

Degree Program in Finance  
College of Management  
National Chiao Tung University

## ABSTRACT

The financial industry is franchising business due to its characteristics and law restrictions. The government regulations limits the treasury stock repurchase for this industry. Referred to the former researches about treasury stock which almost focus on the entire industries, and literatures of specific industry are few. Therefore, the study contributes the effect about treasury stock announcement and repurchase of the financial industry.

This study accumulates the samples in TSEC about financial companies started from the August 2000 to December 2007. After eliminating useless samples, the event study is used for empirical study to verify the effect of treasury stock. The influencing factors defined in the article are book-to-market ratio, size of firms, free cash flow, capital adequacy ratio and declarations of regulations.

Empirical evidence shows that there are significantly positive returns in companies within higher free cash flow, higher capital ratio, or announced the treasury stock. Corresponding with the signaling hypothesis, the companies with higher book-to-market ratio have more positive returns. In addition, the larger-sized firms have positive returns than smaller one, and the result is opposite to the references. We suggest that the investors in Taiwan prefer the large-scale financial companies. Furthermore, the financial companies have lessened the treasury stocks repurchasing since the strict regulations declared. Due to the samples reduced, the execution of regulations is irrelevance with the stock price of financial corporations.

Keywords : Treasury Stock, Financial Industry, Event Study, Cumulative Abnormal Return, Capital Adequacy Ratio.

## 誌 謝

撰寫碩士論文與通過碩士學位考試對我而言都是個嚴厲的挑戰，很高興可以順利在教授的指導下完成目標，當然最要感謝的是鍾惠民教授的悉心指導，也很感謝謝文良老師、陳煒朋老師及孫而音老師三位教授親臨口試與不吝指教，提供諸多寶貴的意見與建議。而在這段為學位努力的過程中，師門博士班、學長姐與同學的相互討論、交流或吐槽都是種甜美的回憶，謝謝博士班敬賢學長對於軟體工具使用上的教學，感謝同門正堃學長、玉惠學姊、俐榕、豪哥、自強、振困的互相切磋與鼓勵，還有財金所所有同學，謝謝你們幫助與同我一起走過這段在交大的碩士生涯。

二年多的碩士生涯還伴隨著許多家中的故事，最可喜與最有負擔的莫過於寶寶的出生，而寶寶的成長也幾乎是跟我的論文頁數一起增加，小孩滿月、二個月、週歲……似乎伴隨著第一章、第二章……的架構慢慢浮現。這段慌亂的期間當然要感謝家人的照顧與分擔；先生的全力支持，公婆與小姑幫忙照顧寶寶與家務，我的父母與二個弟弟也時常給予協助，讓我可以更專心於論文上。至於「熊」寶寶這個甜蜜負擔雖然常常帶給我一些小麻煩，但還是要感謝他的健康地長大。

碩士班的訓練帶給我許多不同以往的觀念與啟示，我想這是難以用金錢買到或是在繁忙工作中去體會的，專業知識與廣度的擴大、思考邏輯的進步、時間的管理與專案目標的管理都是這一路的收穫，歷程有點辛苦，但這一切都很值得。

最後感謝曾經幫助我的所有人。

郭清霽 謹致於

國立交通大學管理學院財務金融學程碩士班

民國九十七年十月

# 目 錄

中文摘要	.....	i
英文摘要	.....	ii
誌謝	.....	iii
目錄	.....	iv
表目錄	.....	vi
圖目錄	.....	vii
第一章、緒論	.....	1
1.1 研究背景及動機	.....	1
1.2 研究目的	.....	5
1.3 研究架構	.....	6
第二章、制度法規介紹及文獻回顧	.....	8
2.1 國內外庫藏股制度與法規介紹	.....	8
2.1.1 各國庫藏股制度介紹	.....	8
2.1.2 我國庫藏股制度與法規介紹	.....	9
2.2 資本適足率簡介與相關法規介紹	.....	11
2.2.1 資本適足率定義及其重要性	.....	11
2.2.2 我國金融業關於資本適足率的規範	.....	12
2.3 庫藏股購回動機	.....	15
2.4 文獻回顧	.....	18
2.4.1 國外文獻	.....	18
2.4.2 國內文獻	.....	20
第三章、研究方法	.....	22
3.1 研究假說與研究設計	.....	22
3.2 研究方法	.....	24
3.2.1 事件研究法	.....	24
3.2.2 建立股票異常報酬率估計模式	.....	24
3.2.3 統計檢定	.....	27
3.3 資料來源與樣本說明及描述	.....	27
3.3.1 主要資料來源	.....	27
3.3.2 研究期間及樣本公司選取說明	.....	27
3.3.3 研究變數說明	.....	28
3.3.4 樣本描述與變數敘述統計	.....	29
第四章、實證結果與分析	.....	31
4.1 公司宣告買回庫藏股前後之異常報酬	.....	31

## 目 錄

4.2	公司淨值市價比與異常報酬之關係.....	33
4.3	公司規模比與異常報酬之關係.....	36
4.4	公司自由現金流量高低與異常報酬之關係.....	39
4.5	公司資本適足率高低與異常報酬之關係.....	42
4.6	命令發布前後與異常報酬之關係.....	45
第五章、	結論與建議.....	49
5.1	結論.....	49
5.2	研究限制與建議.....	50
參考文獻	.....	52



## 表 目 錄

表 1-1	金融機構實施庫藏股資本適足率標準一覽表.....	3
表 1-2	上市公司與金融業各年度宣告件數表.....	4
表 2-1	金融機構資本適足率相關規範彙整.....	15
表 3-1	各年度的宣告家數與件數.....	29
表 3-2	樣本變數的敘述統計.....	30
表 4-1	所有樣本事件日之 AR、t 值與 CAR 表.....	31
表 4-2	事件窗口－全體樣本.....	32
表 4-3	高淨值市價比與低淨值市價比之 AR、t 值與 CAR 比較表...	34
表 4-4	事件窗口－依淨值市價比.....	36
表 4-5	大規模公司與小規模公司之 AR、t 值與 CAR 比較表.....	37
表 4-6	事件窗口－依公司規模.....	39
表 4-7	高自由現金流量公司與低自由現金流量公司之 AR、t 值與 CAR 比較表.....	40
表 4-8	事件窗口－依自由現金流量.....	41
表 4-9	高 BIS 公司與低 BIS 公司之 AR、t 值與 CAR 比較表.....	43
表 4-10	事件窗口－依資本適足率.....	44
表 4-11	命令發布前後公司之 AR、t 值與 CAR 比較表.....	46
表 4-12	事件窗口－依法令發布時間.....	47



## 圖 目 錄

圖 1-1	金融類股指數與金融業庫藏股宣告次數之關係圖·····	2
圖 1-2	研究流程圖·····	7
圖 3-1	事件日、事件期、估計期關係圖·····	25
圖 4-1	所有樣本事件日之 CAR 走勢圖·····	33
圖 4-2	高淨值市價比與低淨值市價比之 CAR 走勢圖·····	36
圖 4-3	大規模公司與小規模公司之 CAR 走勢圖·····	39
圖 4-4	高自由現金流量公司與低自由現金流量公司之 CAR 走勢圖·····	42
圖 4-5	高 BIS 公司與低 BIS 公司之 CAR 走勢圖·····	45
圖 4-6	命令發布前後公司之 CAR 走勢圖·····	48



# 第一章 緒論

## 1.1 研究背景及動機

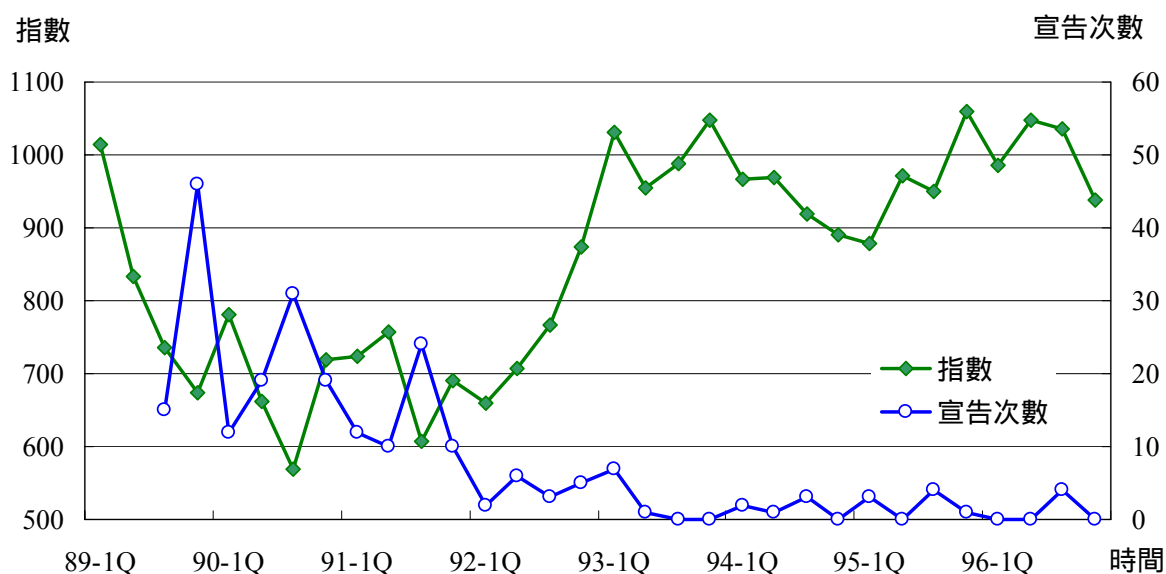
1987年10月19日美國股市發生大崩盤，道瓊指數暴跌近22%，美國股市的市值在短短六天內縮減了一兆美元，事後許多知名企業如IBM、Intel等開始買回自家公司股份，此舉果然使股市止跌回穩，證明庫藏股制度的確發揮的作用。1997年亞洲金融風暴，台灣股市重挫，投資人損失慘重，政府為挽救股市，期望藉由庫藏股制度的建立，作為穩定股市的工具之一。在民國89年8月7日公佈「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」，自此，我國庫藏股制度正式上路。從去年開始一路延燒至今的美國次級房貸，加上最近的二次金改查弊風波拖累整個台灣股市，尤其是金融股受到影響更大，因此政府在6月下旬祭出八大護盤措施希望能讓股市回溫，其中一項便是「鼓勵上市櫃公司實施庫藏股」，希望藉由公司進場買入股票來提升和穩定公司股價，避免股價非理性下跌，而且股價上升可使投資人不致失去信心。圖1-1是金融股季加權指數和季宣告次數的關係圖，由圖可知，每當指數呈現下跌時，市場宣告次數就會上升，尤其在庫藏股法案剛通過的頭幾年更為明顯，由此可了解股價與庫藏股實施兩者之間的關係。

公司自公開市場買回自家股份，在很多國家已成為公司財務政策中重要的一環。早年因受限於各國法令的限制，只有少數的國家，如：美國、英國和加拿大能夠實施庫藏股。90年代以後，由於法令相繼放寬，使得庫藏股交易至今得以在全球許多市場中順利進行。根據證券交易所統計資料顯示，自民國89年8月庫藏股實施以來到去年底為止，全體上市公司中有406家公司購回庫藏股，總件數為1,495件，申請實施庫藏股公司占全體上市公司總家數的56.9%，其中金融類股申請件數達155件，占整體申請件數的10.4%，僅次於電腦及週邊設備業的182件；以買回目的來看，最多的是轉讓股份予員工有941件，維護公司信用及股東權益有534件，股權轉換只有20件。

庫藏股此一議題，諸多國外研究證實，公司宣告購回庫藏股，對股價多有正面的效益，平均報酬率為3.5%。大部分的研究也顯示，股票購回的主要動機是傳

遞關於公司股價被低估或是管理階層對公司前景看好的正面訊號，如 Comment and Jarrell (1991) 及 Stephens and Weisbach (1998) 研究發現，購回股數與過去股價表現呈現負相關。此外，投資人也將購回訊息視為公司對其盈餘品質有信心的保證，因而宣告時股價會有正向的反應。

圖 1-1 金融類股指數與金融業庫藏股宣告次數之關係圖



註：指數 - 金融類股季平均加權指數，宣告次數 - 金融業上市公司季宣告庫藏股次數。  
時間 - 89年1Q到97年4Q。

資料來源：本研究整理

然大部分的研究多是對整體產業做分析，甚少針對單一產業做深入的探討，尤其是金融產業。因為其行業特性加上特殊的法令規定，使得許多研究上習慣上會將金融與保險業摒除在外。而金融業也因產業的特殊性，使得它在購回庫藏股時比一般行業有更多法令限制。

近十年來國際經濟金融環境變化快速，使得金融市場競爭變得非常激烈，為了創造更多的獲利，紛紛從事金融創新的活動，同時也將其資產暴露在高度危險當中，故金融機構的經營風險日益漸增，因此充實金融業自有資本結構、健全經營體質，已成為各國金融管理當局重視的管制重點。我國最早對金融機構採行資本適足規範的是銀行業，81年頒布「銀行自有資本與風險性資產之範圍、計算方法及未達標準之限制盈餘分配辦法」，後於90年改名為「銀行資本適足性管理辦法」，

89 年以後關於金控、保險、票券等金融業之監理機關針對各自的產業特性，分別制定各自的資本適足性制度，使得我國金融機構的資本適足性規範趨於完善。爾後對於金融業買回庫藏股，金管會在 93 年 11 月提出「上市上櫃之金融機構如擬實施庫藏股其資本適足率等財務比率應符合一定條件」，94 年 11 月更名為「上市上櫃金融機構實施庫藏股注意事項」，規範公司資本適足率須達到法定比率，方可實施庫藏股。由此可知，資本適足率是影響金融機構實施庫藏股的重要因素之一。

「上市上櫃金融機構實施庫藏股注意事項」的立法意旨在於確保金融機構的資本充足，保護投資大眾，使公司不致於在買回股份後降低自有資本，稀釋了資本適足率。條文裡對於資本適足率的要求，比起各金融事業的資本適足性管理辦法裡規範的標準平均高出了 1.5 倍（見表 1-1），因此在法令發布之後，能符合資格實施庫藏股的金融機構，顯示其自身對風險控管的重視更甚於其他企業，更有充足的資本能夠應付危機的發生，但相對也提高了金融機構實施庫藏股的門檻。

表 1-1 金融機構實施庫藏股資本適足率標準一覽表

	各事業別管理辦法標準	「上市上櫃金融機構實施庫藏股注意事項」		
		93.11	94.11	97.07
金控業	100%	150%	110%	110%
銀行/票券	8%	12%	10%	10%
保險業	200%	300%	300%	250%
證券業	150%	200%	200%	200%

註：BIS 為資本適足率

資料來源：本研究整理

由表 1-2 來看，從 89 年 8 月庫藏股開辦以來，金融業宣告件數佔全體上市宣告件數都維持在 10%到 30%的水準，但在 93 年之後所佔比例則落到一成以下，推測可能是由於此法令的發布，加深了金融業實施庫藏股的困難，使得原先想要實施庫藏股的公司因為資格不符而無法申請，降低購回的意願，導致宣告件數大幅的減少。在幾經多番修正後，標準才慢慢放寬，到今年 7 月為止，實施庫藏股的最低要求平均仍為管理辦法所訂的 1.2 倍。

表 1-2 上市公司與金融業各年度宣告件數表

年度	所有上市公司 宣告件數	上市金融業 宣告件數	金融業佔全體 公司比例
89 年	253	61	24%
90 年	275	81	29%
91 年	175	56	32%
92 年	161	16	10%
93 年	290	8	3%
94 年	170	6	4%
95 年	154	8	5%
96 年	129	4	3%

註：資料期間 - 89 年 8 月~ 96 年 12 月

資料來源：台灣經濟新報資料庫，本研究整理

基於上述的理由與動機，實有必要對金融業此一特殊產業，關於庫藏股的實施做更深入的探討，本研究除了欲了解金融業宣告庫藏股是否如一般產業一樣，也是因為股價遭到低估而實施庫藏股，宣告後是否也存在宣告效果。宣告後報酬是否受到淨值市價比、公司規模大小和自由現金流量多寡的影響。再者，左右金融業實施庫藏股重要條件的資本適足率，也將納入研究方向，驗證資本適足率高低對於股價的表現是否呈現相關性。此外，金管會特別增設的資本適足率條款，對於金融機構購回庫藏股，是否能有較以往要好的報酬，亦為本研究探討的變數之一。

## 1.2 研究目的

綜合上述，本研究以民國 89 年 8 月到 96 年 12 月底為研究期間，上市金融公司宣告實施庫藏股為樣本，針對下列議題，做實證研究與分析：

1. 金融業在宣告庫藏股後，股價是否存在顯著的正向異常報酬。
2. 淨值市價比較大的公司，會有較大的累積異常報酬，此假說是否也適用在金融產業上。
3. 規模小的公司，在宣告庫藏股之後，是否也會有較大的累積異常報酬。
4. 自由現金流量較高的公司，在宣告庫藏股之後，是否會有較大的累積異常報酬。
5. 金融產業特有的資本適足率，在宣告庫藏股之後，是否對其異常報酬產生影響。
6. 「上市上櫃之金融機構如擬實施庫藏股其資本適足率等財務比率應符合一定條件」發布後，金融業實施庫藏股的宣告效果是否較以往來得好。

## 1.3 研究架構

本研究共分五章，各章內容及研究流程圖分述如下：

### 第一章 緒論

包含研究背景、動機與目的，以及研究架構。

### 第二章 制度法規介紹及文獻探討

探討國內外庫藏股與資本適足性的制度與法令的概要介紹，以及國內外相關文獻回顧。

### 第三章 研究方法

說明本文所採用的樣本擷取條件、操作變數定義及研究方法，以事件研究法之市場模型討論金融業實施庫藏股的宣告效果，觀察其異常報酬及累積異常報酬表現。

### 第四章 實證結果分析

以第三章之研究方法依研究目的逐一檢視其結果，並對實證結果進行分析。

### 第五章 結論與建議

總結上述研究結果提出結論，並將本研究疏漏之處提出建議，提供未來研究者繼續研究方向。



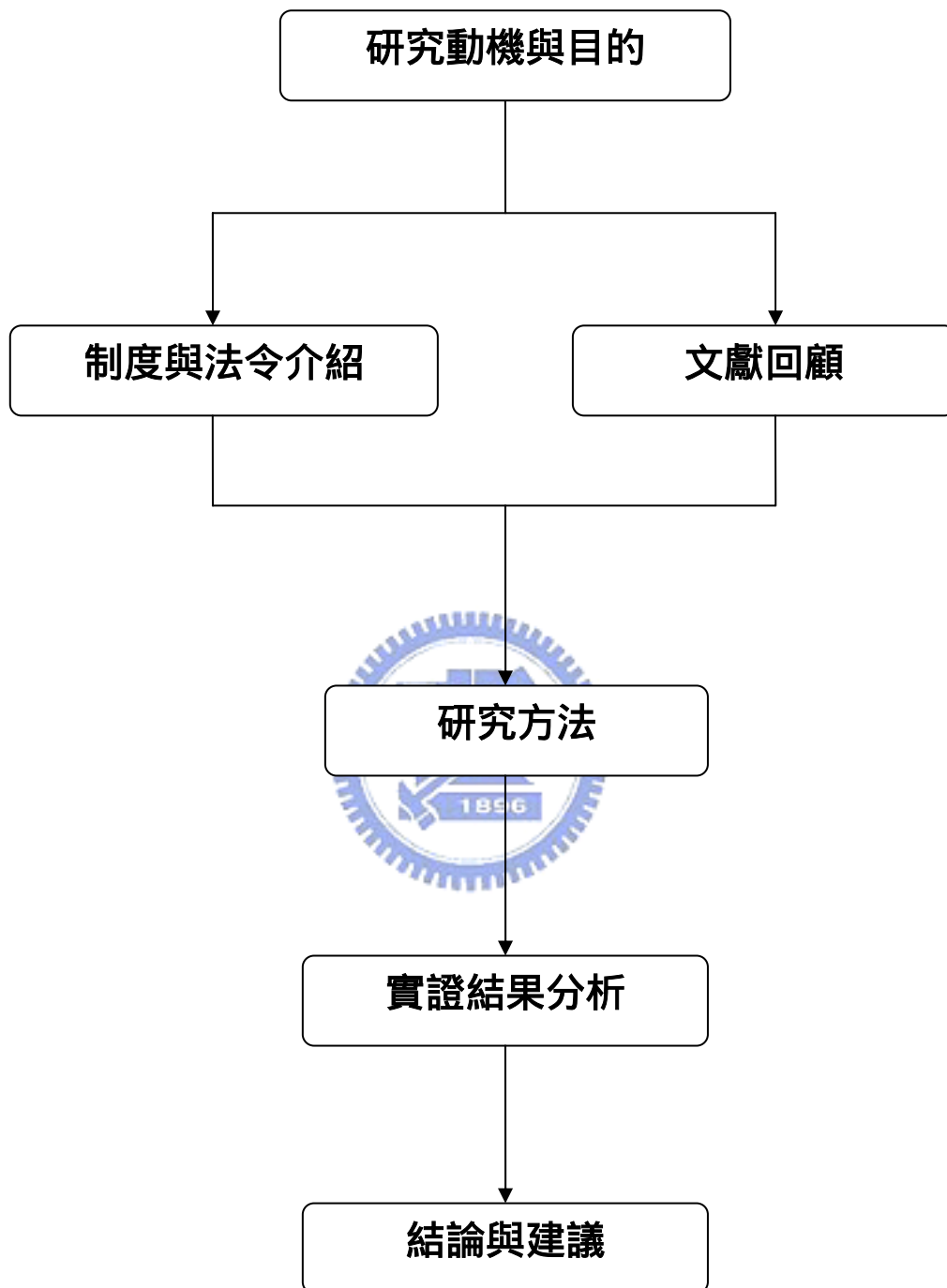


圖 1-2 研究流程圖



## 第二章 制度法規介紹及文獻回顧

### 2.1 國內外庫藏股制度與法規介紹

#### 2.1.1 各國庫藏股制度介紹

目前各國對於購回庫藏股的規定，大約可以分為以下兩類：

- 1.原則許可、例外禁止：法令中並未明文禁止公司收購自己的股份，故實務上允許公司購回庫藏股，除非在特殊情況下有法令規定使其受限制；如美國。
- 2.原則禁止、例外許可：此類國家屬多於大陸法系國家，為保護公司債權人，對公司取得自己股份之事由，多採原則禁止例外許可之立法原則，重在防弊，而不在興利。法令上禁止公司取得自己的股份，而另於法條規範，符合規定條件者，始能收回自己的股份，以德國、法國、日本為代表，但近年來體認公司取得自己股份有其重要性，因而相繼大幅放寬得買回之事由。台灣亦屬於此類。

在取得財源上，在不危害資本維持，保護公司債權人權益的原則下，各國對於購回庫藏股的財源，限制在可分配盈餘或以資本公積為上限。較為特殊的是加拿大，公司以不得違反特定資本充足性或流動性測試為原則。

在取得程序上，由於大陸法系和美國法在股東大會和董事會之權限分配上的差異，因此有權決定買回自己股份的機關不同。德、法、英、日等國取得自己股份之事由，需經股東大會許可，詳細規定買入之最高價額、得取得股份之最高限度，以及有效許可期間等。在台灣，價格、數量、方式、轉讓方法皆由董事會決議。美國根據「德拉華州公司法 ( Delaware General Corporation Law )」規定，公司取得自己股份之決定，乃董事會之裁量權 ( §243、244 )；而「紐約事業公司法 ( New York Business Corporation Law )」規定，公司向持有一定比率以上股份之股東，以溢價支付方式，取得自己股份時，應經股東大會決議同意


(§513(e))。澳洲規定，董事會同意自公開市場買回股份以不超過公司發行股份的百分之十為限，超過部份應取得股東會同意。

無論是大陸法系國家抑或是美國，關於公司買回自己股份的規定，均規範於公司法內<sup>1</sup>，而未有規定在證券交易法者，此與我國規定於證券交易法中，大相逕庭。

## 2.1.2 我國庫藏股制度與法規介紹

目前我國規範庫藏股的相關法源依據，除「公司法」第 167 條強制規定外，另有「證券交易法」第 28-2 條為公司法之特別法，放寬若干限制得不受公司法強制之規定，再配合民國 89 年發布的「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」，其主要內容分述如下。

### 一、「公司法」規定：

- 
- (1) 公司發行之特別股，得以盈餘或發行新股所得之股款收回。(第 158 條)
  - (2) 於股東清算或受破產之宣告時，得按市價收回其股份，抵償其於清算或破產宣告前結欠公司之債務。(第 167 條)
  - (3) 股東會決議公司有重大營業變更時，反對股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。(第 186 條)
  - (4) 股東會決議公司分割或與他公司合併時，反對股東得請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。(第 317 條)
- 公司除依上述規定外，不得自將股份收回、收買或收為質物。

### 二、「證交法」第 28-2 條、「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」，主要規定內容如下：

<sup>1</sup> 英國規定在其公司法第 143、162 條，德國規定在其股份法第 71 條，法國規定在其公司法第 217 條，日本規定在其商法第 210、212-2 條，美國規定在其模範事業公司法第 6 條及各州公司法中。

#### 1. 買回目的：

- (1) 轉讓股份予員工 - 激勵員工士氣及留住人才。
- (2) 股權轉換之用 - 作為附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債或可轉換特別股，轉換所需之股票來源，使公司籌措資金管道多樣化及便利化。
- (3) 為維護公司信用及股東權益，得以買回並註銷股份，使流通在外股數減少，以提升公司每股盈餘與股東權益報酬率。

#### 2. 買回股份之數量及金額限制：

- (1) 買回股份之數量比例，不得超過已發行股份總數的百分之十。
- (2) 買回股份之總金額，不得逾保留盈餘加發行股份溢價及已實現之資本公積之金額。

#### 3. 資訊揭露：

- (1) 應於董事會決議之日起二日內，公告並向行政院金融監督管理委員會申報，申報內容包括買回目的、種類、金額上限、期間與數量、區間價格、買回方式及其他規定事項；於申報日起二個月內執行完畢，並應於上述期間屆滿或執行完畢後五日內向本會申報並公告執行情形；將前項訊息內容輸入公開資訊觀測站資訊系統。
- (2) 買回股份數量每累積達公司已發行股份百分之二或新台幣三億元以上，應於二日內將買回之日期、數量、種類及價格辦理申報公告，並將內容輸入公開資訊觀測站。

#### 4. 買回方式：

- (1) 公開市場買回(Open Market Repurchase) - 此法和一般買賣股票並無不同，透過集中交易市場券商買回，買回價格即為市場價格，台灣以此法為主。
- (2) 公開收購買回(Tender Offer) - 公司股票持有人列出預賣股數與可接受之最低價格，由公司決定最低成本之買進組合。

## 5. 股份註銷與轉讓規定：

公司買回股份之目的係為維護公司信用及股東權益者，應於買回之日起六個月內辦理變更登記。買回目的為轉讓給員工與為配合可轉換證券之發行轉換者，應於買回日起三年內將其轉讓；逾期末轉讓者，視為公司未發行股份，並應辦理變更登記。

## 2.2 資本適足率簡介與相關法規介紹

巴賽爾銀行監理委員會（The Basle Committee on Banking Supervision）於 1988 年公佈銀行資本適足協定，也就是 Basel I，要求銀行必須針對其授信資產依規定的標準權數來計算「信用風險性資產總額」，並據以計提百分之八的最低適足資本作為銀行發生損失時的緩衝，藉以強化金融體系的穩定性。其後，由於金融環境變化快速，加上 Basel I 未涵蓋信用風險以外的其他風險，巴賽爾委員會在 1999 年發布「新版資本適足協定」(Basel Capital Accord II)諮詢文件，其中幾經修正，加入市場風險與作業風險的評鑑，並增設「監理機關審查」與「市場自律功能」，與原先的「資本適足率之最低資本要求」並列銀行風險管理的三大支柱，Basel II 於 2006 年起正式實施。

1997 年亞洲金融風暴後，各國體認到金融機構風險管理的重要性，開始著手建立規範以期加強風險的控管，目前世界各國大多採行風險基礎資本來衡量金融業的資本適足性，強化整體風險管理系統，我國亦不例外。最早於民國 81 年 4 月訂立「銀行自有資本與風險性資產之範圍、計算方法及未達標準之限制盈餘分配辦法」(後更名為「銀行資本適足性管理辦法」)，之後證券、保險、票券、金控的資本適足性管理辦法亦陸續頒布。以下對資本適足率定義、重要性及我國法令對其相關規範做介紹。

### 2.2.1 資本適足率定義及其重要性

所謂「資本適足率」(Capital Adequacy Ratio)或「自有資本比率」為自有資本除以風險性資產，係用以衡量金融機構合格自有資本所能承擔相當風險程度

的風險暴露能力。由於資本適足率乃國際清算銀行 ( Bank for International Settlements ) 轄下的巴賽爾銀行監理委員會所制定，因此把 BIS 稱作資本適足率。

資本適足率之所以重視自有資本，因為自有資本的提高可在金融業發生危機時發揮較高的損失承擔能力，並從而降低倒閉機率，資本可說是金融機構在面臨倒閉的最後一道防線<sup>2</sup>，通常自有資本愈高，承擔風險能力與償債能力愈高，有助於公司健全經營，也增加大眾對該機構的信賴。但若是資本適足率過高，表示閒置資金太多未能有效利用，進而影響獲利能力，因此金融機構只需將資本適足率維持在法定標準以上合理的區間內即可。

## 2.2.2 我國金融業關於資本適足率的規範

財政部金管會依據巴塞爾銀行監理委員會 ( The Basle Committee on Banking Supervision ) 所修定的新版資本適足協定 ( Basel II )，來制定我國各類金融事業的資本適足率，「銀行資本適足性管理辦法」(民國 96 年 09 月 06 日修正)、「金融控股公司合併資本適足性管理辦法」(民國 94 年 12 月 26 日修正)、「保險業資本適足性管理辦法」(民國 96 年 12 月 28 日修正)、「證券商管理規則」第 59~67 條 (民國 97 年 05 月 12 日修正) 及「票券金融公司資本適足性管理辦法」(民國 90 年 12 月 18 日發布)，辦法中設立了最低門檻，作為金融機構發生損失時的緩衝，藉以強化金融體系的穩定性。其比例分別是銀行業和票券業百分之八、金控業百分之一百、保險業百分之二百、證券業百分之一百五十，低於此比率者，不得以現金分配盈餘或買回其股份。

根據「銀行資本適足性管理辦法」對資本適足率的主要名詞定義如下：

1. 自有資本與風險性資產之比率 ( 以下簡稱資本適足率 ) ：

$$\begin{aligned} \text{資本適足率} &= \frac{\text{合格自有資本}}{\text{風險性資產總額}} \\ &= \frac{(\text{第一類資本} + \text{第二類資本} + \text{第三類資本}) - \text{扣除項目}}{\text{信用風險加權風險性資產} + (\text{市場風險應計提資本} + \text{作業風險應計提資本})} \times 12.5 \end{aligned}$$

<sup>2</sup>銀行面臨損失的三道防護措施：第一道為盈餘，第二道是貸款損失準備，第三道則是銀行的資本。

- 2.合格自有資本 = 第一類資本 + 合格第二類資本 + 合格且使用第三類資本 - 資本減除項目。
- 3.合格第二類資本：指可支應信用風險、市場風險及作業風險之第二類資本。
- 4.合格且使用第三類資本：指實際用以支應市場風險之第三類資本。
- 5.風險性資產總額：指信用風險加權風險性資產總額，加計市場風險及作業風險應計提之資本乘以十二．五之合計數。但已自合格自有資本中減除者，不再計入風險性資產總額。

金融控股公司採用合併基礎計算資本適足率，以集團合格資本淨額除以集團法定資本需求，旗下子公司法定資本需求，應符合各業別資本適足性之相關規範。

由於金融機構的資本充足和資本結構之管理為金融監理的重要原則，依相關法規規定，金融機構的資本變動係屬需事先陳報主管機關核准之事項，再者買回庫藏股可能使公司資本減少，有鑑於此，金管會對於金融機構資本的控管除了上述管理辦法外，在 93 年 11 月另外發布了「上市上櫃金融機構如擬實施庫藏股其資本適足率等財務比率應符一定條件」(94 年更名為「上市上櫃金融機構實施庫藏股注意事項」)，公司資本適足率需達到比原先管理辦法更高的水準，才允許買回庫藏股，確保金融機構在購回庫藏股後，資本仍能維持在一定的比率之上，藉以保障投資人。根據 97 年 7 月 16 日新修正的「上市上櫃金融機構實施庫藏股注意事項」，各金融事業別資本適足率的規定如下：

1.金融控股公司：

- (1).轉讓股份予員工及作為股權轉換之用為目的者：扣除本次申報買回公司股份金額後之集團資本適足率達百分之一百一十以上。
- (2).註銷股份為目的者：扣除本次申報買回公司股份金額後之集團資本適足率達百分之一百二十以上。

2.銀行：扣除本次申報買回公司股份金額後之資本適足率達百分之十以上及第一類資本適足率達百分之六以上。

3.票券金融公司：扣除本次申報買回公司股份金額後之資本適足率達百分之十以上及第一類資本適足率達百分之六以上。

- 4.保險公司：扣除本次申報買回公司股份金額後之資本適足率達百分之二百五十以上。
- 5.證券商：扣除本次申報買回公司股份金額後之資本適足率達百分之二百以上。

金融機構買回股份係以轉讓股份予員工或作為股權轉換之用為目的者，未於期限內轉讓完畢而註銷股份者，應於註銷股份六個月內，以現金增資方式補足註銷資本，資本未補足前不得買回公司股份。資本補足後，如擬再買回公司股份，資本適足率需符合下列的標準（為前項標準的 1.2 倍），使得再買回股份。

- 1.金融控股公司 - 百分之一百三十五以上。
- 2.銀行及票券金融公司 - 百分之十二以上及第一類資本適足率達百分之七．二以上。
- 3.保險公司 - 百分之三百以上。
- 4.證券商 - 百分之二百四十以上。



茲將相關法令對金融機構資本適足率的規範列述如下表 2-1：

表 2-1 金融機構資本適足率相關規範彙整

各事業別	規範辦法	法令要求	資本適足率計算公式	購回庫藏股條件 (扣除本次申報買回公司股份金額後)
金控業	金融控股公司合併資本適足性管理辦法	> 100%	集團合格資本淨額 / 集團法定資本需求	轉讓股份予員工、作為股權轉換之用為目的者 > 110% 註銷股份為目的者 > 120%
銀行業	銀行資本適足性管理辦法	> 8%	合格自有資本淨額 / (信用風險加權風險性資產 + (市場風險 + 作業風險應計提之資本) × 12.5)	> 10% 及第一類資本適足率 > 6%
票券業	票券金融公司資本適足性管理辦法		合格自有資本淨額 / (信用風險加權風險性資產 + 市場風險應資本計提 × 12.5)	
保險業	保險業資本適足性管理辦法	> 200%	自有資本總額 / 風險資本總額	> 250%
證券業	證券商管理規則 (第 59 到 67 條)	> 150%	合格自有資本淨額 / 風險性資產總額	> 200%

資料來源：本研究整理

## 2.3 庫藏股購回動機

根據國外多年來實施庫藏股的經驗，在股價暴跌或是遭遇金融風暴等情況，庫藏股的實行，短期內確實可以有效拉抬股價，有助於穩定股市。關於實施庫藏股的動機，相關研究文獻不計其數，每位學者所驗證的假說亦不相同，以下是大多數學者較常提出的購回動機。

### (一) 超額資金假說 (Excess capital Hypothesis)

當公司有超額資金，且資金超過其投資機會時，公司可選擇保留閒置現金或



分配給股東Jensen ( 1986 )。因為在公司缺乏良好的投資機會時，經理人握有過多的自由現金，卻投資於無效率的資本預算上，反而造成嚴重的資金代理問題。因此將剩餘資金分配給股東，不僅可以避免無謂的投資，並可降低代理成本，增加公司價值，此又稱為「自由現金流量假說」( Free cash flow hypothesis )。

Institution Investor ( 1998 ) 針對1600財務長所做的研究指出，當公司有過多的資金時，最多人(36.2%)會選擇買回庫藏股，最少人(2.1%)選擇增加股利。Stephens and Weisbach ( 1998 ) 認為公司選擇使用庫藏股或現金股利的方式發放超額資金給股東，主要的決定因素在於營業活動的現金流量是永久性還是暫時性，當公司有穩定的現金流入時才會選擇增加股利發放，反之則會以買回庫藏股的方式分配給股東，因為其現金流量變異較大，此種方法也比較有彈性。

## (二) 訊號假說 ( Signaling Hypothesis / Undervaluation Hypothesis )

此假說是建立在內部關係人與市場投資者存在資訊不對稱的關係，當管理階層認為公司股價被低估時，會藉由買回庫藏股來傳遞訊息到市場上，市場會將這個訊息解讀為股價遭到低估。所以當管理者對於公司前景有較樂觀的預期時，會用透過購回公司股票的方式來傳達有利資訊給外界，使市場投資人能夠準確衡量公司價值。因此庫藏股的效果是宣示管理者對未來績效樂觀的期待。

Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen ( 2000 ) 以加拿大實施庫藏股的公司為研究樣本，因為股價被低估而實施庫藏股的公司，其執行率較高，例如價值型股票(Value Stock)。假設管理者的行為是有策略性的，庫藏股的實行取決於價格的高低，當股價升高，管理者傾向買少一點股票，相反的，股價下跌時將引起庫藏股活動的增加。由此實證可知，股價被低估是管理者進行庫藏股的重要考量。

## (三) 最適資本結構假說 ( Optimal Leverage Ratio Hypothesis )

公司透過舉債來買回庫藏股，使得負債增加，或者因註銷買回的股票而降低權益，使得槓桿比率變大。Bagwell & Shoven ( 1998 ) 研究顯示公司可以用庫藏

股的方式調整使其達到最適資本結構，因此若公司的槓桿比率低於目標比率時，會傾向購回股票。可以說公司的資本結構將影響庫藏股的決策。

#### **(四) 防禦併購假說 ( Takeover Deterrence Hypothesis )**

當公司股價偏低時，往往會引來外部惡意的併購行為，管理當局會藉由溢價收購股份，來提昇公司股價；溢價收購會使股價上升，也會增加收購者的成本，進而減少其惡意購併的意願。因此當公司面對高併購風險時可能會選擇實施庫藏股以自保。Hodrick ( 1996 ) 研究指出愈有可能被併購的公司，買回庫藏股的機率愈高。

#### **(五) 債權人財富剝奪假說 ( Bondholder Expropriation Hypothesis )**

公司購回庫藏股會降低資產 ( 以現金購回 ) 或增加負債 ( 舉債來買回 )，因而降低債權人對公司履行債務請求權的總價值，將債權人財富移轉到股東身上，等於普通股股東的求償順位轉移到債權人之前，造成債權人的財富在無形中似乎被掠奪了。但在Dann ( 1981 ) 和Vermaelen ( 1981 ) 的研究裡，發現公司債券評等與報酬率不會因為庫藏股而有所變動，不會減少債權人的權益。

#### **(六) 股利或個人稅賦假說 ( Dividend or Personal Taxation Hypothesis )**

又稱為「股利替代假說」( Substitution for Cash Dividends Hypothesis )，Lintner ( 1956 ) 認為公司喜歡穩定的股利發放，因為如果公司降低股利的發放，市場會呈現負面的反應，相對於現金股利，買回庫藏股也有類似的效果，而且更具彈性。而且當公司宣布時沒有規定一定要執行完畢，投資人也不會預期公司在固定的時間實施庫藏股。

另一個關於庫藏股比現金股利的好處是，早期 Vermaelen ( 1981 ) 和 Dann ( 1981 ) 研究發現，買回庫藏股所產生的資本利得稅，會低於股利收益所課徵的稅，較能夠減輕個人稅賦。但是美國從 1986 年起逐漸調高資本利得稅，因此庫藏股的這點優勢也不復見了。

## (七) 經理人動機假說 ( Management Incentive Hypothesis )

在員工或經理人執行認購權時，若公司已持有庫藏股，便可以直接轉讓予員工，無須額外發行新股，這樣也不會稀釋掉每股盈餘，可以保護股價。Fenn and Liang ( 2001 ) 指出當員工執行認購權時，公司提供的股票多係來自庫藏股。所以當經理人持有大量股票選擇權時，實施庫藏股是比發放股利有利的。

## 2.4 文獻回顧

### 2.4.1 國外文獻

1. Finnerty ( 1976 ) 研究關於內部關係人的交易活動，因為資訊不對稱的，內部關係人較外部投資者擁有更多公司的詳細資訊，且內線消息很快就會公告，因此無論是買進或是賣出的投資組合中，其報酬皆較外部人為佳。顯然管理階層在擁有較佳資訊的情況下，有可能利用此項優勢來追求其自身的利益。
2. Furlong and Keely ( 1989 ) 實證結果顯示，銀行增加資產風險的邊際價值與槓桿程度成正相關，即資本適足率提高會降低資產風險增加的誘因，因此可以有效降低銀行風險；而對於以價值極大化的銀行而言，資本適足率的標準提升後，銀行會以增加資本方式調高資本適足率，如此其資產與存款保險價值也會上升。
3. Lakonishok and Vermaelen ( 1990 ) 以 1962 年到 1986 年美國 258 家公司宣告實施公開市場買回股票為研究樣本，實證發現，公開收購後一星期內會有超過 9% 的異常報酬，在此之前即有異常成交量產生，收購期間會持續下去，直到宣告截止日後 2 日為止。另外，宣告前 40 日內，規模小的公司宣告日前的累積異常報酬為-35.2%，規模大的為 9.9%，宣告後第 3 日到第 40 日，規模小的公司累積異常報酬為 24.2%，而大公司只有 7.4%。可說明小公司較不受分析師青睞，股價容易受到低估，因此在宣告之後股價即有明確的回應。對大公司而言購回計劃也許只是財務決策的一部份而已，並非真的要買回股票。

4. Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen ( 1995 ) 研究美國上市公司在公開市場買回自家股份的宣告效果，探討對股價的異常報酬和長期績效表現，結果顯示宣告後的報酬率是 3.5%，較管理階層所預估的為低，之後使用長期持有策略 ( Buy-and-Hold Strategy )，發現宣告後四年<sup>3</sup>異常報酬為 12%，表示有長期正向的顯著異常報酬，證明股價有延後反應的現象；而宣告買回股數比例愈大和公司規模較小的公司，市場反應愈大；宣告公司淨值市價比較高時，股價的正向反應也愈大。
5. Laderman ( 1995 ) and Hirtle ( 1998 ) 美國金控公司從 1994 年開始大量買回自家股票，並伴隨著資本適足率的下降，使得在 1997 年時資本適足率大幅的滑落。研究分析，這些金控公司資本適足率的下降主要來自於資本部位的減少而非風險性資產的增加，代表公司此舉是為了降低資金成本避免過度投資所採行的策略，因此市場會有正向的反應。再者，實施庫藏股也提供企業在短期上，比發放現金股利更具彈性的方式。購回股票使公司資本適足率下降，所以資本適足率愈高，表示公司愈有雄厚的資金來實施庫藏股，由此推測市場對於高資本適足率的公司會有較好的評價。
6. Hovakimian, Opler and Titman ( 2001 ) 研究指出假設最適槓桿比率存在，而公司槓桿比率低於目標比率時，會透過庫藏股決策來達成目標比率。企業目標資本結構會隨著獲利能力與股價而變動，若負債比率低於目標比率，而以舉債來支應所需資金，除了財務槓桿上升，利息的支出也有節稅作用，而使股價上揚。
7. Otchere and Ross ( 2002 ) 研究澳洲公司的庫藏股的宣告對於競爭對手股價的影響，結果顯示宣告當天，自家公司會有 1.25%的異常報酬，其競爭對手在宣告後 2 天，股價會有 0.39%正的異常報酬；累積異常報酬方面，宣告前 1 天到宣告後 1 天，購回公司本身有 4.3%的累積異常報酬，而對手公司僅有 1.39%的累積異常報酬。

---

<sup>3</sup> 美國的庫藏股計畫的執行期間通常三年以上，而且難以確定公司實際的買回數量。

8. Rau and Vermaelen (2002) 以英國公司為樣本，英國股票購回情形與美國地方不太一樣，件數也少了許多，這是因為英國稅制及立法環境使得英國的股票購回較美國沒有吸引力，結果顯示英國宣告的報酬相較於美國低，長期宣告後報酬也沒有正向顯著。
9. Grullon and Michaely (2004) 研究證實，股票購回的宣告並不會增加公司未來的營運績效，也沒有顯著證據證明有利潤的成長，卻發現股票購回會降低他們的投資；另一項發現是，市場對於過度投資公司股票購回的宣告具有正向的反應，這與自由现金流量的假說一致。

#### 2.4.2 國內文獻

1. 毛治文 (民 88) 以事件研究法探討內部關係人持股變動和母公司透過子公司購回庫藏股的關係，研究其異常報酬之現象，並以複回歸檢定購回比例、內部人持股比例、內部人淨買進股數三個自變數之關連性。結果顯示，第一，公司購回庫藏股後，股價會有顯著上升，顯示公司購回庫藏股傳達股價遭低估之訊息與投資人，並抑止股價繼續下跌；第二，購回庫藏股比例與購回後第一天之超額報酬無顯著關連性；第三，購回前一月份內部人淨買進股數越大，則購回後第一天之超額報酬也越大。
2. 陳世新 (民 90) 探討庫藏股新制的資訊內涵，針對訊號假說、價格壓力假說、及代理問題等變數做測試，並進一步對庫藏股新制所衍生的相關代理問題進行研究。實證結果，宣告購回庫藏股就短期而言的效果十分顯著，但若將時間拉長，其長期的效果則較不顯著；關於價格壓力假說變數之檢驗，宣告期間的股票交易量變動率與股價反應呈正顯著相關，表示宣告期間交易量增加愈多，則股價效應愈大；購回股票的比率愈高，則股價反應愈大；實際執行比率則與股價呈現負顯著相關。至於代理問題方面，董監質押比率與宣告購回時的異常報酬呈負顯著相關，而董監持股比率與購回時的異常報酬則無統計上的關連。
3. 蔡柳卿與郭法雲 (民 90) 主要探討實施庫藏股計劃之資訊效果與資訊傳遞動

機，當公司宣告庫藏股時市場出現正向反應，且宣告後的累積異常報酬顯著高於宣告前；再者，公司過去股價表現愈差與淨值市價比愈大者，宣告後反應愈佳；在測試公司庫藏股決策的影響因素時，研究顯示，當管理者預期未來營運績效佳、股價受低估程度愈大，公司會宣告買回較多股數來傳遞較強烈的訊號。

4. 陳達新（民 92）研究庫藏股法案事件對上市產業股價的影響，和庫藏股的宣告效果。結論證實在推動法案事件上，「庫藏股制度正式討論」和「法案三讀通過」這兩個事件日影響最大，法案的通過對電子業而言多是負向的報酬，對金融業卻是一大利多，而傳統產業也是呈現正向反應；宣告效果證實部份，購回動機大部分在穩定公司股價，宣告公司在董事會決議日前，股價皆面臨下跌的情況，宣告日後帶來三個交易日的正向異常報酬，所以在穩定股價的成效上是顯著的，以產業來區分，傳產和電子宣告目的主要著眼於維持與拉抬股價，而金融業不完全在於穩定股價，可能是有其他考量



## 第三章 研究方法

### 3.1 研究假說與研究設計

當管理階層認為公司股價遭到低估時，會藉由實施庫藏股來向投資人傳遞公司對未來績效樂觀的正面訊息，而過去有關庫藏股研究的文獻，大部分都是以前事件研究法探討市場對庫藏股宣告的反應，實證結果也多是支持庫藏股宣告具有異常報酬，但若是以金融業此一特殊產業來做探討，是否也能獲得相同的結論呢？故本研究探討的第一個假說為：

H1：金融業宣告買回庫藏股，會有正向的累積異常報酬。

過去文獻指出，淨值市價比可以用來衡量公司的成長，進而反應公司價值受低估的程度，是評估公司股價是否被低估的指標，比率愈高代表市值愈小，意味著股價被低估的情形愈嚴重，因此當公司購回庫藏股時，股價會有較大的反應。Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen (1995) 證實，高淨值市價比的公司，在長期持有 4 年的異常報酬是 45.3%。Fama and French (1998) 研究發現低淨值市價比的股票報酬較高。一些實證證據也支持宣告購回庫藏股的股價反應，和淨值市價比成正向關係。基於以上的論述，本研究設定的第二個假說為：

H2：淨值市價比大的公司，有較大的累積異常報酬。

Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen (1995) 研究發現，規模較小的公司在宣告購回股票時，往往有較高的異常報酬，其原因可能是小公司相對比較不受分析師注意，投資人所得到的訊息較少，因此資訊不對稱的程度較嚴重，股價比起大公司容易被低估，所以在宣告之後，會呈現較大的累積異常報酬。Loughran (1997) 研究也證實小型股的報酬率高於大型股。基於以上的論述，設定第三個假說：

H3：規模較小的公司，有較大的累積異常報酬。

根據超額資金假說，公司有多餘的資金卻缺乏好的投資機會時，會選擇保留資金或是分配給股東，經理人手上握有太多現金，容易產生嚴重的代理問題。所以當公司買回庫藏股，可以解釋為公司比起其他投資計畫更看好本身的成長機會，也可以降低代理問題，市場因此給予正面的評價。

H4：公司自由金流量較高，累積異常報酬率較大。

Hirtle (1998) 研究裡，當資本適足率高於標準許多時，金控公司會採取比發放股利更具彈性的購回股票方式來降低資本，但仍維持在法定最低比率上，因此高資本適足率，顯示出公司有足夠的資金以實施庫藏股的方式來調整資本結構，也代表公司愈有能力承擔損失，可以降低倒閉機率，屬於體質較好的公司，所以預期市場對高資本適足率的公司會有較好的反應。

H5：資本適足率愈高，累積異常報酬率愈大。

93 年 11 月金管會發布「上市上櫃之金融機構如擬實施庫藏股其資本適足率等財務比率應符合一定條件」，提高金融業購回庫藏股時資本適足率的要求，由此推斷之後申請實施庫藏股的公司，應是擁有較其它金融機構較高的資本適足率，體質應屬較良好的公司，宣告之後理應獲得較大的異常報酬。但自此之後，金融業申請庫藏股的件數驟減，即便是在股市下跌時，宣告件數也寥寥可數。法令雖然美其名為強化其財務結構及風險承擔能力，保護投資人，但是否也因此抹煞了當初政府允許企業為維護公司股價而購回庫藏股的美意？本研究將所有宣告件數分為 93 年 11 月之前與之後兩組樣本，來探討此法令對於金融業購回庫藏股效應的影響。

H6：法令發布之後，累積異常報酬較高。



## 3.2 研究方法

本研究主要透過事件研究法 (Event Study), 探討金融機構實施庫藏股後, 其報酬是否符合本研究所設定的研究假說。

### 3.2.1 事件研究法(Event Study)

事件研究法主要目的, 是觀察當某一事件發生時, 是否對證券報酬有異常的影響, 即是否會產生「異常報酬率」(Abnormal Return), 此資訊可用來瞭解證券價格與特定事件之間是否有關聯性, 因此必須先計算出沒有發生或公佈某一事件時, 該證券的「預期報酬率」, 再以發生或公佈某一事件後該證券的「實際報酬率」減去「預期報酬率」, 即為「異常報酬率」, 作為衡量該事件的發生或公佈, 對該證券所造成的影響。

沈中華 (2000) 提到, 根據目前文獻, 股票報酬率預期模式的種類相當多, 大體上可分為三類, 分別為:

1. 平均調整法 (Mean-Adjust Returns Model)
2. 市場指數調整法 (Market-Adjusted Returns Model)
3. 風險調整法 (Risk-Adjusted Return Model)

根據Brenner (1979) 的研究風險調整模式中, 最簡單的市場模型與其他較複雜的模型一樣好, 故在此我們引用風險調整法 (Risk-Adjusted Return Model) 所改良的市場模式 (Market Model) 來做為我們實證之模型。

### 3.2.2 建立股票異常報酬率估算模式

#### 一、期間建立

事件研究法以事件日為基準日, 本研究估計期間為 250 天, 事件期間為 61 天, 研究期間共 311 天, 如下圖 3-1 所示:

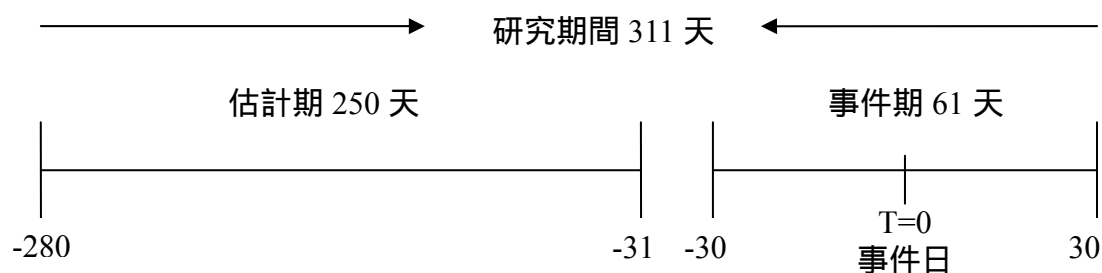


圖 3-1 事件日、事件期、估計期關係圖

- 1.事件日：由於從公司決議到實際上買回這段期間，會有時間上的落差，為充分了解股票市場的反應，因此本研究以董事會決議日期為宣告的事件日。
- 2.估計期：用來計算及其報酬率的期間，以宣告日為基準，宣告日的前第31個交易日至第280個交易日為期間，共250天。（以一年平均250個交易日來看）
- 3.事件期：為宣告日前30個交易日到宣告日後30個交易日，共61個交易日。

## 二、模型建立

- 1.預期報酬率的迴歸模型：估計期資料以市場模式（Market Model）來估計預期報酬，利用普通最小平方法（Ordinary Least Square, OLS）建立個別證券的迴歸模型。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad , \quad t = t_1, \dots, t_2 \quad i = 1, 2, \dots, N \quad (3.1)$$

式中  $R_{it}$ ：第*i*種股票在時點*t*的投資報酬率。

$\alpha_i$ ：截距項，為估計參數，指當市場投資組合報酬率 $R_{mt}$ 為零時，股票*i*的期望報酬率。

$\beta_i$ ：斜率，為估計參數，代表股票*i*的系統風險，以衡量個別證券的報酬率對市場投資組合的敏感性。

$R_{mt}$ ：時點*t*的大盤報酬率。

$\varepsilon_{it}$ ：誤差項，且 $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma)$ 。

- 2.預期報酬率：利用估計期估計出 $\hat{\alpha}_i$ 與 $\hat{\beta}_i$ ，得到未受事件影響下，該證券某一期

的預期報酬率。

$$E(\hat{R}_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mE} \quad , \quad E \in W \quad (3.2)$$

式中  $R_{mE}$ ：事件期某天的大盤報酬率。

$E(\hat{R}_{iE})$ ： $i$ 公司在事件期 $E$ 期之預期報酬率。

$W$ ：事件期間。

3.異常報酬率：個別證券的異常報酬，即是以事件期的實際報酬率減去預期報酬率。

$$AR_{iE} = R_{iE} - E(\hat{R}_{iE}) \quad , \quad E \in W \quad (3.3)$$

式中  $AR_{iE}$ ： $i$ 公司在事件期 $E$ 期之異常報酬率。

$R_{iE}$ ： $i$ 公司在事件期 $E$ 期之實際報酬率。

4.全體樣本之平均異常報酬率和累積平均異常報酬率：異常報酬率除了受研究事件對股價的影響外，尚受到其他的事件干擾，為消除這些干擾事件對報酬率的影響，本研究將樣本中的異常報酬率予以「平均」。

(1).平均異常報酬率 ( average abnormal returns, AR )

$$AR_E = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{iE} \quad , \quad E \in W \quad (3.4)$$

$AR_E$ ：事件期 $E$ 期之平均異常報酬率。

$AR_{iE}$ ：為 $i$ 公司在事件期 $E$ 期之異常報酬率。

(2).累積平均異常報酬率 ( cumulative average abnormal returns, CAR )

$$CAR(T_1, T_2) = \sum_{E=T_1}^{T_2} AR_E = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{E=T_1}^{T_2} (AR_{iE}) \quad , \quad E \in W \quad (3.5)$$

$CAR(T_1, T_2)$ ：表示從事件期 $T_1$ 到 $T_2$ 之累積平均異常報酬率。

### 3.2.3 統計檢定

針對上述所計算出的每一期橫剖面平均異常報酬率與累積平均異常報酬率，是否顯著異於零做統計檢定。根據 Brown and Warner (1985) 提出的傳統法 (Traditional Method) 進行 t 統計量之檢定，計算某一事件期 E 之平均異常報酬率除以橫剖面標準化異常報酬率。計算公式如下。

平均異常報酬率 (AR) 是否顯著為零之 t 檢定：

$$t = \frac{AR_E}{\frac{1}{N} \sqrt{\sum_{i=1}^N \hat{S}_i^2}} \quad (3.6)$$

$\hat{S}_i^2$ ：為估計期中 i 公司殘差項的變異數

## 3.3 資料來源與樣本說明及描述



### 3.3.1 主要資料來源

1. 台灣證券交易所公開資訊觀測站
2. 行政院金融監督管理委員會官方網站
3. 台灣經濟新報資料庫
4. 慧科新聞知識庫
5. 中央銀行出版品 - 「本國銀行營運績效季報」
6. 各公司公開財務報表

### 3.3.2 研究期間及樣本公司選取說明

台灣庫藏股制度在民國 89 年 8 月 9 日正式上路，因此樣本蒐集從民國 89 年 8 月至 96 年 12 月底，交易所公告實施股票購回宣告之臺灣上市金融公司為研究對象。

樣本選取標準為，在日報酬資料研究中，樣本公司必須於其事件日前 280 個交易日即已於台灣證券交易所公開上市，並且在估計期（250 個交易日）及事件期間（事件日前後各 30 個交易日）皆有日報酬資料者。

為使研究更為精確，刪除在事件日之後 30 個交易日內有再次實施庫藏股的公司樣本，避免兩次宣告間可能相互影響。

在此一基礎之下，本研究樣本總計包含銀行業、金控業、保險業、證券業、票券業和信託業，共計 50 家公司，執行件數為 183 件。以購回目的來看，轉讓股份予員工最多，有 162 件，為維護本公司信用及股東權益所必要而買回者有 32 件，股權轉換者最少只有 2 件。

### 3.3.3 研究變數說明

本研究欲採取淨值市價比、公司規模、自由現金流量、資本適足率、法令發布等五個變數，各變數說明如下。

1. 淨值市價比：以宣告前一季公司每股淨值除以期末收盤價，大於 1 為高淨值市價比公司，表淨值高於市價，市價有被低估的疑慮；小於 1 為低淨值市價比公司。
2. 公司規模：以宣告前一季總資產帳面價值定義公司規模，以全體樣本平均數取整數 1,000 億來區分，總資產大於 1,000 億視為大規模公司，小於 1,000 億則歸類為小規模公司。
3. 自由現金流量：宣告前一季現金加約當現金除以前一季總資產的帳面價值。高於整體樣本平均數者為高自由現金流量公司，反之為低自由現金流量公司。
4. 資本適足率：為自有資本除以風險性資產。除銀行與金控業資料全部取得外，其他金融事業之資本適足率資料大部份於 92 年中之後才陸續公開，因此資本適

足率實證部分樣本只有 85 個宣告事件。金控業則採用集團資本適足率。銀行與票券法定要求為 8%，而金控、證券、保險均須達到 100% 以上，由於標準不同導致樣本間彼此的 BIS 有很大的差異，因此本研究在分類上，採用公司資本適足率是否超過法定標準的 60%（60% 約為全體樣本之平均數），來作為區分資本適足率高或低兩類股票的標準。

5. 法令發布：以民國 93 年 11 月「上市上櫃之金融機構如擬實施庫藏股其資本適足率等財務比率應符合一定條件」法令發布為分界點，分為發前與發布後。

### 3.3.4 樣本描述與變數敘述統計

表 3-1 為總樣本數的簡單分類，從年度來看，第一筆宣告樣本為 89 年 9 月 22 日中華開發工業銀行，直到當年年底就有 53 件次的宣告，隔年更達到 65 件，之後漸漸減少，可見庫藏股起跑之初的熱絡。

表 3-1 各年度的宣告家數與件數

年度	總宣告 家數	總宣告 件數	各金融事業宣告件數					
			銀行	金控	保險	證券	信託	票券
89 年	20	53	26	0	10	13	1	3
90 年	14	65	28	0	25	12	0	0
91 年	4	25	6	0	10	9	0	0
92 年	3	15	0	4	9	2	0	0
93 年	2	7	0	2	2	3	0	0
94 年	2	6	0	3	1	2	0	0
95 年	4	8	0	3	2	3	0	0
96 年	1	4	1	2	0	1	0	0
總計	50	183	61	14	59	45	1	3

資料來源：本研究整理

本研究樣本涵蓋銀行、金控、保險、證券、信託及票券，六類金融事業，共 50 家公司，183 件宣告件數，宣告家數與件數最多的是銀行業 22 家 61 件（佔全體 33%）；從台灣經濟新報所得金控業宣告庫藏股筆數共有 43 筆，然因大多在成

立之初即實施庫藏股，故無法取得估計期的報酬資料而予以刪除，最後符合條件者只有 14 筆；以目的來區分，轉讓股份予員工佔總宣告件數的大半 89%，各事業也是以轉讓股份予員工為主要買回目的。

表 3-2 為各變數之敘述統計資料，淨值市價比最大的是台南企銀（95 年 3 月更名為京城銀行）3.41，它的市價是樣本中最低的，而市價最高的國泰人壽同樣也是淨值市價比最低的，為 0.25。資產規模最大的是國泰人壽，華南產物保險是裡面資產持有最少的。以自由現金流量來看，華南產物保險也因資產總額低，所以自由現金流量比率最高，而最低的是中聯信託，因其現金與約當現金部位是所有樣本裡最少的，因此自由現金比率相對低。資本適足性部分，因為銀行票券業與金控保險證券業的 BIS 要求水準不同，因此彼此間的 BIS 有很大的差異，最大 434%是元京證券，最小的 8.02%是萬泰銀行；但若是以公司資本適足率除以法定標準來看，最低的仍是萬泰銀行，但是超過比率最大的卻是中華開發工業銀行，因為它的資本適足率高達 56.57，使得開發 BIS 超出法定標準 6 倍之多。

表 3-2 樣本變數的敘述統計

	樣本數	平均數	標準差	最小值	最大值
淨值市價比	183	1.51	0.05	0.25	3.41
總資產（億）	183	1,597	2,072	63	10,902
自由現金流量（%）	183	8.4	9.0	0.01	47.47
BIS（%）	85	58.01	97.17	8.02	434
(1-BIS)/法定標準（%）	85	57.13	93.21	0.25	607

註：BIS - 資本適足率

資料來源：本研究整理

## 第四章 實證結果與分析

### 4.1 公司宣告買回庫藏股前後之異常報酬

H1：金融業宣告買回庫藏股，會有正向的累積異常報酬。

本次研究所有樣本共 50 家公司宣告，宣告次數為 183 件次，由事件研究法所得之所有樣本資料事件期（前後各 30 天）之異常報酬與累積異常報酬，如表 4-1 和圖 4-1。

表4-1日資料的平均異常報酬顯示，宣告日及其之後5天皆有顯著正向異常報酬0.29%（t值1.78）、1.33%（t值8.3）、0.99%（t值6.2）、0.54%（t值3.36）、0.34（t值2.13）和0.22%（t值1.37），表示宣告後5日內確實存在正的異常報酬，累積這6天的異常報酬為3.7%。若將時間拉長可發現宣告日後30天當中，有24天處於正的異常報酬，除了1到5天之外，第13、14、16、19、26天也有顯著異於零的正向異常報酬。以圖4-1來觀察，累積異常報酬約從宣告前第19天開始滑落，直到宣告日後第2天開始才由負轉正，尤其到第5天之間上升最為陡峭，之後仍持續了一段時間，直到22天後才趨於平緩。

庫藏股當初實施的主要目的之一就是在公司股價遭受非經濟因素衝擊而下跌時，可藉由買回自家股票來穩定股價，由表4-2發現，台灣上市金融業有相當明顯的庫藏股宣告效應，在宣告前股價會歷經一陣下跌，宣告前30天到宣告前1天之CAR為-2.06%，然後在宣告之後立即回升，尤其在宣告後5天內最為明顯，而且之後仍有持續性的上漲，在宣告後30天內的CAR為6.12%，可見宣告庫藏股的公司都是經過一段跌幅，且在跌幅加大的期間考慮實施庫藏股，故庫藏股制度的確可以為公司帶來抑制股價下跌和穩定的效果。

表 4-1 所有樣本事件日之 AR、t 值與 CAR 表

事件日	AR (%)	T 值	CAR (%)	事件日	AR (%)	t 值	CAR (%)
-30	0.085	0.531	0.085	1	1.329	8.304 ***	-0.447
-29	0.348	2.174 **	0.433	2	0.993	6.202 ***	0.546



-28	-0.180	-1.122	0.253	3	0.537	3.356 ***	1.083
-27	-0.026	-0.163	0.227	4	0.341	2.132 **	1.424
-26	-0.006	-0.039	0.221	5	0.219	1.365 *	1.643
-25	-0.181	-1.134	0.039	6	0.079	0.493	1.722
-24	0.027	0.169	0.066	7	-0.028	-0.178	1.693
-23	0.052	0.324	0.118	8	0.047	0.296	1.741
-22	-0.070	-0.436	0.048	9	0.082	0.515	1.823
-21	-0.076	-0.475	-0.028	10	0.196	1.225	2.019
-20	0.066	0.412	0.038	11	0.021	0.128	2.040
-19	-0.066	-0.410	-0.027	12	0.071	0.443	2.111
-18	-0.178	-1.111	-0.205	13	0.545	3.403 ***	2.655
-17	0.022	0.139	-0.183	14	0.227	1.419 *	2.883
-16	0.047	0.291	-0.136	15	0.049	0.306	2.932
-15	-0.017	-0.107	-0.154	16	0.228	1.422 *	3.159
-14	-0.085	-0.531	-0.239	17	0.194	1.211	3.353
-13	-0.284	-1.771 **	-0.522	18	0.159	0.993	3.512
-12	-0.131	-0.816	-0.653	19	0.266	1.660 **	3.778
-11	-0.208	-1.299 *	-0.861	20	0.108	0.675	3.886
-10	-0.200	-1.251	-1.061	21	0.196	1.225	4.082
-9	-0.056	-0.351	-1.117	22	-0.007	-0.043	4.076
-8	-0.054	-0.335	-1.171	23	-0.024	-0.153	4.051
-7	0.041	0.258	-1.130	24	-0.255	-1.593 *	3.796
-6	-0.050	-0.311	-1.179	25	0.003	0.018	3.799
-5	-0.202	-1.262	-1.381	26	0.335	2.090 **	4.133
-4	-0.342	-2.132 **	-1.723	27	0.082	0.510	4.215
-3	-0.170	-1.059	-1.893	28	0.089	0.559	4.305
-2	-0.251	-1.565 *	-2.144	29	-0.117	-0.731	4.188
-1	0.082	0.514	-2.061	30	-0.132	-0.827	4.055
0	0.285	1.781 **	-1.776				

\*表示10%的顯著水準，\*\*表示5%的顯著水準，\*\*\*表示1%的顯著水準。

表4-2 事件窗口 - 全體樣本

事件窗口	全體樣本
CAR ( -30 , -1 )	-2.06%
CAR ( 0 , 30 )	6.12%
CAR ( -30 , 30 )	4.06%

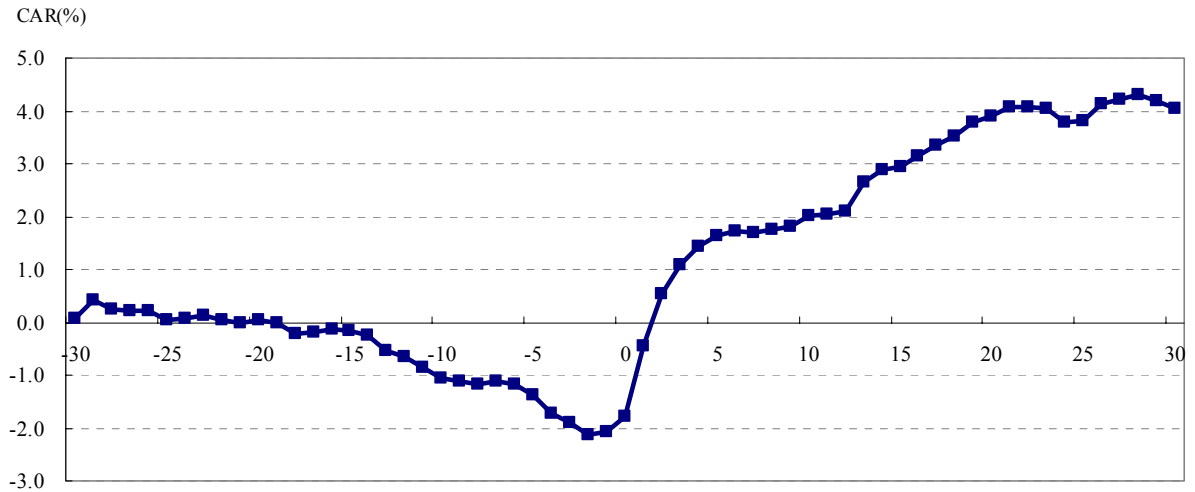


圖4-1 所有樣本事件日之CAR走勢圖

## 4.2 公司淨值市價比與異常報酬之關係

H2：淨值市價比大的公司，有較大的累積異常報酬。

本研究將淨值市價比大於1者歸屬於高淨值市價比，而小於1的分屬於低淨值市價比，以此標準來區分，高淨值市價比有131個宣告件數，低淨值市價比有52個宣告件數，實證結果如表4-2、表4-3和圖4-2所示。

高淨值市價比的公司宣告當天的異常報酬並無顯著，但在宣告後5天內持續有顯著的正報酬1.42% (t值7.17)、1.22% (t值6.18)、0.63% (t值3.2)、0.47% (t值2.36)、0.44% (t值2.24)，反觀低淨值市價比的公司，宣告後只有2天有顯著正報酬1.24% (t值4.71) 和0.53% (t值2.01)。以短期而言，高淨值市價比公司的股價表現優於低淨值市價比公司。若以宣告後30天來看，高淨值市價比的公司有24天有正報酬，當中的7天是具有顯著性的。而低淨值市價比的公司，在宣告後30天裡只有8天呈現顯著性的正異常報酬。

另外從累積異常報酬的表4-3和圖4-2來看，高淨值市價比公司在宣告前的CAR走勢，儘管相對於低淨值市價比公司來看，跌幅不深，但宣告前連續25天CAR皆呈現負報酬，宣告前30天到宣告前1天的累積異常報酬為-1.34%，反應出公司股價確實受到市場低估，因此在宣告之後的5天內，CAR急速向上攀升，

累積宣告後 30 天內有 6.68%的異常報酬。而低淨值市價比公司在宣告前 30 天到宣告前 1 天的累積異常報酬為-3.12%，顯示比低淨值市價比公司受低估程度更為嚴重，但之後股價反應卻不若高淨值市價比公司熱絡，CAR 在宣告後仍持續了 18 天的負報酬，宣告後 30 天內的 CAR 為 4.67%。

上述研究結果與文獻假說一致，相對於低淨值市價比公司，高淨值市價比公司會有較高的累積異常報酬，證實股價被拉抬的效果遠高於低淨值市價比的公

表4-3 高淨值市價比與低淨值市價比之AR、t值與CAR比較表

高淨值市價比公司				低淨值市價比公司			
事件日	AR (%)	t 值	CAR(%)	事件日	AR (%)	t 值	CAR(%)
-30	0.183	0.926	0.183	-30	-0.099	-0.376	-0.099
-29	0.425	2.150 **	0.608	-29	0.193	0.735	0.094
-28	-0.303	-1.531 *	0.305	-28	0.088	0.336	0.183
-27	-0.117	-0.592	0.188	-27	0.214	0.811	0.396
-26	-0.105	-0.532	0.083	-26	0.249	0.948	0.646
-25	-0.179	-0.905	-0.096	-25	-0.193	-0.736	0.452
-24	-0.070	-0.356	-0.166	-24	0.281	1.068	0.733
-23	0.068	0.346	-0.098	-23	0.035	0.132	0.768
-22	-0.029	-0.147	-0.127	-22	-0.138	-0.523	0.630
-21	-0.162	-0.820	-0.289	-21	0.119	0.451	0.749
-20	-0.024	-0.119	-0.312	-20	0.296	1.124	1.045
-19	-0.082	-0.414	-0.394	-19	-0.016	-0.061	1.029
-18	-0.269	-1.360 *	-0.663	-18	0.002	0.009	1.031
-17	0.143	0.724	-0.520	-17	-0.242	-0.919	0.789
-16	0.092	0.463	-0.429	-16	-0.071	-0.268	0.718
-15	-0.012	-0.058	-0.440	-15	-0.040	-0.150	0.679
-14	-0.034	-0.174	-0.475	-14	-0.179	-0.679	0.500
-13	-0.237	-1.197	-0.711	-13	-0.409	-1.555 *	0.091
-12	-0.224	-1.131	-0.935	-12	0.147	0.557	0.238
-11	-0.182	-0.919	-1.117	-11	-0.270	-1.025	-0.032
-10	-0.012	-0.062	-1.129	-10	-0.560	-2.127 **	-0.592
-9	-0.040	-0.204	-1.169	-9	0.027	0.101	-0.565
-8	0.001	0.005	-1.168	-8	-0.047	-0.180	-0.613
-7	0.044	0.221	-1.125	-7	0.077	0.290	-0.536
-6	0.010	0.050	-1.115	-6	-0.358	-1.356 *	-0.894
-5	0.057	0.287	-1.058	-5	-0.824	-3.127 ***	-1.718

-4	-0.232	-1.174	-1.290	-4	-0.562	-2.132 **	-2.280
-3	0.019	0.096	-1.271	-3	-0.530	-2.007 **	-2.809
-2	-0.220	-1.114	-1.492	-2	-0.254	-0.961	-3.063
-1	0.155	0.784	-1.337	-1	-0.060	-0.226	-3.123
0	0.243	1.229	-1.094	0	0.304	1.154	-2.819
1	1.417	7.169 ***	0.323	1	1.240	4.706 ***	-1.579
2	1.223	6.183 ***	1.546	2	0.530	2.012 **	-1.049
3	0.634	3.204 ***	2.179	3	0.281	1.067	-0.768
4	0.466	2.357 ***	2.645	4	-0.059	-0.225	-0.827
5	0.442	2.235 **	3.087	5	-0.316	-1.200	-1.143
6	0.014	0.072	3.102	6	0.177	0.671	-0.967
7	0.068	0.342	3.169	7	-0.225	-0.854	-1.192
8	0.190	0.961	3.360	8	-0.157	-0.596	-1.349
9	0.084	0.425	3.444	9	0.174	0.661	-1.175
10	0.242	1.224	3.685	10	-0.018	-0.068	-1.192
11	0.040	0.202	3.725	11	-0.055	-0.208	-1.247
12	0.234	1.185	3.960	12	-0.197	-0.746	-1.444
13	0.482	2.437 ***	4.442	13	0.641	2.435 ***	-0.803
14	0.248	1.255	4.690	14	0.154	0.585	-0.649
15	0.155	0.786	4.845	15	-0.143	-0.544	-0.792
16	0.231	1.169	5.077	16	0.093	0.352	-0.700
17	0.090	0.453	5.166	17	0.466	1.770 **	-0.234
18	0.181	0.912	5.347	18	0.116	0.442	-0.117
19	0.187	0.945	5.534	19	0.480	1.821 **	0.363
20	0.001	0.003	5.534	20	0.275	1.043	0.637
21	0.138	0.699	5.673	21	0.258	0.979	0.895
22	-0.066	-0.334	5.606	22	0.052	0.196	0.947
23	0.023	0.116	5.629	23	-0.258	-0.981	0.689
24	-0.085	-0.428	5.545	24	-0.637	-2.420 ***	0.052
25	-0.199	-1.004	5.346	25	0.487	1.848 **	0.538
26	0.348	1.759 **	5.694	26	0.388	1.473 *	0.927
27	0.029	0.146	5.723	27	0.303	1.150	1.230
28	-0.039	-0.197	5.684	28	0.422	1.600 *	1.651
29	-0.197	-0.995	5.487	29	0.020	0.077	1.672
30	-0.142	-0.720	5.345	30	-0.127	-0.482	1.545

\*表示10%的顯著水準，\*\*表示5%的顯著水準，\*\*\*表示1%的顯著水準。

表4-4 事件窗口 - 依淨值市價比

事件窗口	高淨值市價比公司	低淨值市價比公司
CAR (-30, -1)	-1.34%	-3.12%
CAR (0, 30)	6.68%	4.67%
CAR (-30, 30)	5.35%	1.55%

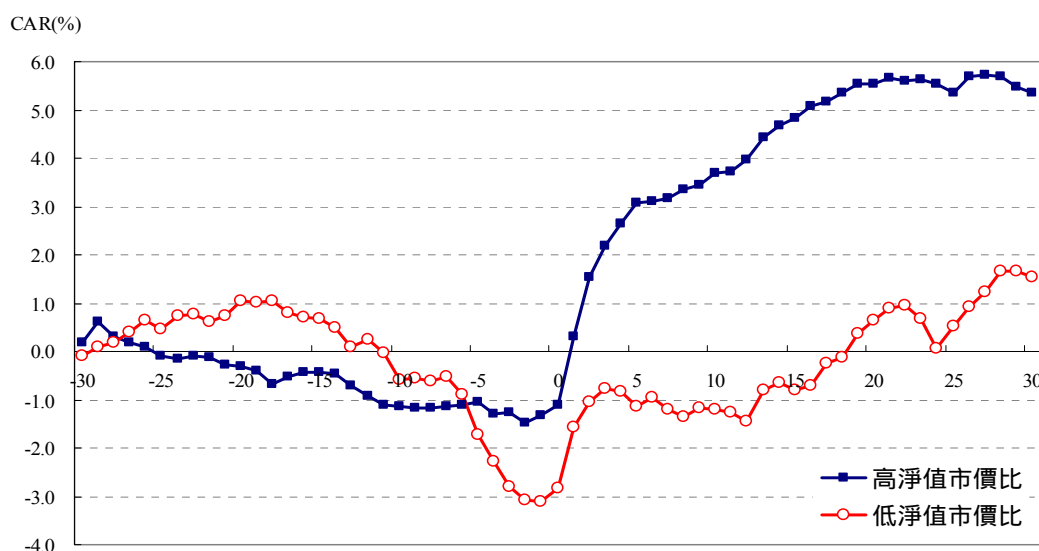


圖4-2 高淨值市價比與低淨值市價比之CAR走勢圖

### 4.3 公司規模比與異常報酬之關係

H3：規模較小的公司，有較大的累積異常報酬。

本研究以總資產帳面價值1,000億來區分規模大小，超過1,000億歸屬於大規模公司，樣本數有84件，低於1,000億稱為小規模公司，有99個樣本數，實證結果如下。

觀察表4-5，宣告日後小規模公司接連4天都出現顯著的正異常報酬，分別為1.02% (t值4.77)、0.66% (t值3.07)、0.5% (t值2.36) 和0.47% (t值2.18)，大規模公司從宣告當天開始同樣也有4天的顯著正報酬，0.48% (t值1.98)、1.78% (t值7.39)、1.43% (t值5.92) 和0.58% (t值2.39)。將時間拉長來看，大規模公司在宣告後30天內，有21天呈現正報酬，其中有9天顯著，小規模公司有22天有

正報酬，當中有7天有顯著的報酬。

以宣告前的累積異常報酬（表4-6、圖4-3）來看，大規模公司在宣告前30天到宣告前1天的累積異常報酬為-2.05%，庫藏股宣告之後累積報酬立即轉為正。小規模公司在宣告前30天到宣告前1天的累積異常報酬為-1.69%，雖然之前持續將近30個交易日的負累積報酬，但是股價受挫程度卻沒有大規模公司來得嚴重。就宣告後的累積異常報酬來看，同樣都有正的CAR，代表兩者均有良好的宣告效果，可以帶動股價上揚，但宣告後30天內的CAR，大規模公司較小規模公司來得高（7.14%高於5.13%），可見大公司跌得深，反彈也較大。因此本次研究結果大規模公司的宣告效優於小規模公司，規模較小公司有較高的累積異常報酬的假說，並未得到支持。

表4-5 大規模公司與小規模公司之AR、t值與CAR比較表

大規模公司				小規模公司			
事件日	AR (%)	t 值	CAR (%)	事件日	AR (%)	t 值	CAR (%)
-30	0.029	0.121	0.029	-30	0.179	0.840	0.179
-29	0.201	0.832	0.230	-29	0.477	2.235 **	0.656
-28	0.032	0.132	0.261	-28	-0.380	-1.779 **	0.277
-27	0.329	1.365 *	0.591	-27	-0.319	-1.495 *	-0.042
-26	0.219	0.910	0.810	-26	-0.179	-0.836	-0.221
-25	-0.244	-1.013	0.566	-25	-0.126	-0.590	-0.347
-24	0.008	0.032	0.574	-24	0.038	0.177	-0.309
-23	0.090	0.373	0.663	-23	0.019	0.088	-0.290
-22	-0.021	-0.087	0.642	-22	-0.095	-0.444	-0.385
-21	-0.056	-0.233	0.586	-21	-0.117	-0.547	-0.502
-20	0.246	1.022	0.832	-20	-0.129	-0.605	-0.631
-19	0.074	0.306	0.906	-19	-0.172	-0.808	-0.804
-18	0.040	0.166	0.946	-18	-0.372	-1.741 **	-1.176
-17	0.376	1.559 *	1.323	-17	-0.234	-1.097	-1.410
-16	-0.310	-1.286	1.012	-16	0.347	1.626 *	-1.063
-15	-0.306	-1.271	0.706	-15	0.235	1.102	-0.827
-14	-0.248	-1.029	0.458	-14	0.022	0.103	-0.805
-13	-0.249	-1.031	0.209	-13	-0.267	-1.253	-1.073
-12	0.142	0.589	0.351	-12	-0.365	-1.707 **	-1.437
-11	0.105	0.434	0.456	-11	-0.463	-2.168 **	-1.900
-10	-0.220	-0.912	0.236	-10	-0.151	-0.705	-2.051
-9	-0.107	-0.445	0.129	-9	0.049	0.230	-2.002
-8	-0.052	-0.214	0.077	-8	0.030	0.141	-1.972

-7	0.032	0.131	0.109	-7	0.078	0.365	-1.894
-6	-0.095	-0.392	0.014	-6	-0.095	-0.445	-1.989
-5	-0.706	-2.924 ***	-0.692	-5	0.236	1.104	-1.753
-4	-0.558	-2.312 **	-1.250	-4	-0.127	-0.596	-1.880
-3	-0.303	-1.256	-1.553	-3	-0.009	-0.044	-1.890
-2	-0.640	-2.652 ***	-2.193	-2	0.135	0.633	-1.755
-1	0.144	0.596	-2.049	-1	0.063	0.297	-1.691
0	0.478	1.984 **	-1.571	0	0.059	0.274	-1.633
1	1.782	7.389 ***	0.211	1	1.017	4.767 ***	-0.616
2	1.427	5.916 ***	1.638	2	0.655	3.069 ***	0.039
3	0.577	2.394 ***	2.215	3	0.504	2.359 **	0.543
4	0.138	0.570	2.353	4	0.466	2.182 **	1.009
5	0.159	0.660	2.512	5	0.273	1.281	1.282
6	-0.059	-0.244	2.453	6	0.163	0.766	1.446
7	-0.174	-0.720	2.279	7	0.117	0.548	1.563
8	-0.102	-0.421	2.178	8	0.229	1.073	1.792
9	0.089	0.370	2.267	9	0.147	0.691	1.939
10	0.176	0.729	2.442	10	0.157	0.734	2.096
11	0.009	0.037	2.451	11	0.009	0.042	2.105
12	-0.057	-0.238	2.394	12	0.270	1.266	2.375
13	0.690	2.863 ***	3.084	13	0.399	1.867 **	2.774
14	0.259	1.077	3.344	14	0.189	0.888	2.963
15	-0.055	-0.228	3.288	15	0.183	0.855	3.146
16	0.370	1.535 *	3.659	16	0.058	0.270	3.204
17	0.062	0.256	3.720	17	0.339	1.585 *	3.542
18	0.305	1.263	4.025	18	-0.028	-0.129	3.515
19	0.543	2.249 **	4.568	19	0.049	0.228	3.563
20	0.095	0.395	4.663	20	0.072	0.338	3.636
21	0.042	0.174	4.705	21	0.220	1.032	3.856
22	0.087	0.359	4.792	22	-0.112	-0.522	3.744
23	-0.077	-0.319	4.715	23	-0.046	-0.215	3.699
24	-0.463	-1.919 **	4.252	24	-0.060	-0.282	3.639
25	0.122	0.508	4.375	25	-0.121	-0.565	3.518
26	0.381	1.579 *	4.756	26	0.339	1.590 *	3.857
27	0.148	0.613	4.903	27	0.062	0.291	3.919
28	0.353	1.462 *	5.256	28	-0.140	-0.658	3.779
29	-0.046	-0.190	5.210	29	-0.202	-0.947	3.576
30	-0.117	-0.487	5.093	30	-0.135	-0.635	3.441

\*表示10%的顯著水準，\*\*表示5%的顯著水準，\*\*\*表示1%的顯著水準。

表4-6 事件窗口 - 依公司規模

事件窗口	大規模公司	小規模公司
CAR (-30, -1)	-2.05%	-1.69%
CAR (0, 30)	7.14%	5.13%
CAR (-30, 30)	5.09%	3.44%

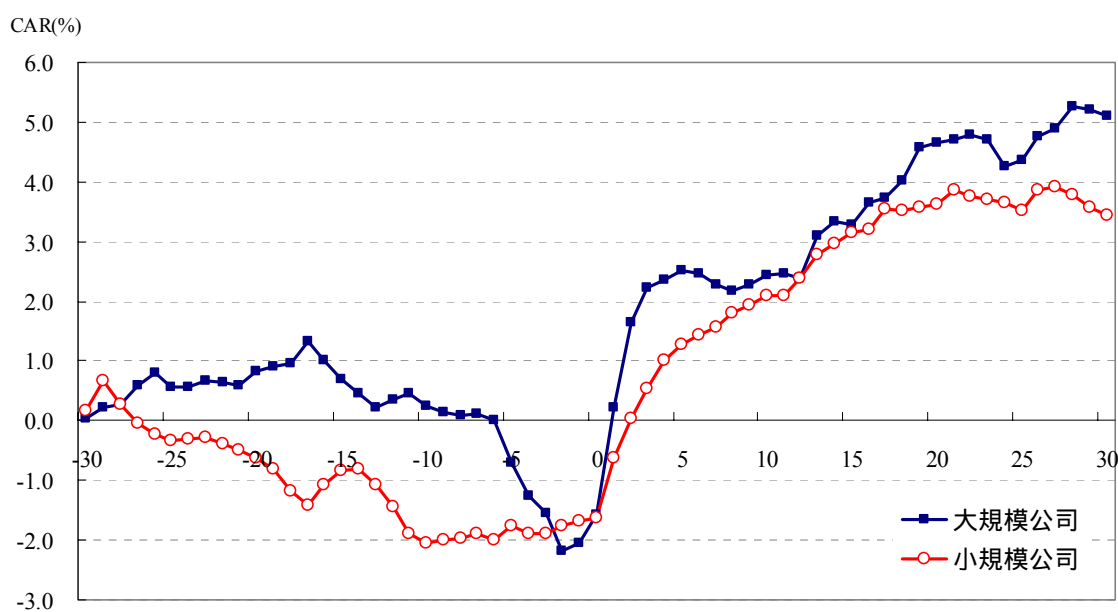


圖4-3 大規模公司與小規模公司之CAR走勢圖

#### 4.4 公司自由現金流量高低與異常報酬之關係

H4：公司自由金流量較高，累積異常報酬率較大。

本研究將全體樣本依現金加約當現金除以總資產帳面價值，當做自由現金流量，全體平均數為8.4%，大於平均數者稱高自由現金流量，樣本數為63件，小於平均數稱低自由現金流量，樣本數為120件，實證結果如下。

以表4-7來看，自由現金流量高的公司在宣告日後有連續6天顯著的正報酬，1.47% (t值5.43) 0.72% (t值2.67) 0.41% (t值1.49) 0.51% (t值1.88) 0.52% (t值1.91) 及0.55% (t值2.02)，低自由現金流量公司則是從宣告日開始連續4天有顯著正報酬，0.27% (t值1.38) 1.26% (t值6.37) 1.11% (t值5.6) 及0.62% (t值3.11)。宣告日後30天內當中，高自由現金流量公司在19天的正報酬中有8天呈



現顯著，低自由現金流量公司在23天的正報酬中顯著的也有8天。

以表4-8事件窗口來分析，高自由現金流量公司宣告前30天到宣告前1天的累積異常報酬為-2.2%，低自由現金流量公司為-2%，兩者並無很大差異，顯示兩類型公司在實施之前，股價均呈現下跌的局面。宣告日之後，除了短期（宣告日到之後第4天）高自由現金流量公司CAR低於低自由現金流量公司外，後續表現均優於低自由現金流量的公司（6.43%優於5.78%）。整體而言，兩組樣本在庫藏股宣告之後對於股價都有正面的效果，就此實證結果來看，高自由現金流量公司的累積異常報酬較低自由現金流量公司來得好。

表4-7 高自由現金流量公司與低自由現金流量公司之AR、t值與CAR比較表

高自由現金流量公司				低自由現金流量公司			
事件日	AR (%)	t 值	CAR(%)	事件日	AR (%)	t 值	CAR(%)
-30	0.101	0.373	0.101	-30	0.077	0.391	0.077
-29	0.638	2.349 **	0.739	-29	0.176	0.890	0.253
-28	-0.091	-0.334	0.648	-28	-0.219	-1.107	0.034
-27	0.101	0.373	0.750	-27	-0.103	-0.518	-0.068
-26	0.112	0.412	0.861	-26	-0.025	-0.127	-0.093
-25	-0.431	-1.588 *	0.430	-25	-0.070	-0.354	-0.163
-24	0.091	0.334	0.521	-24	-0.018	-0.091	-0.181
-23	0.128	0.473	0.649	-23	0.010	0.052	-0.171
-22	-0.153	-0.564	0.497	-22	-0.028	-0.139	-0.199
-21	-0.104	-0.384	0.392	-21	-0.058	-0.291	-0.256
-20	-0.093	-0.344	0.299	-20	0.116	0.588	-0.140
-19	-0.080	-0.294	0.219	-19	-0.046	-0.232	-0.186
-18	-0.151	-0.557	0.068	-18	-0.190	-0.959	-0.376
-17	-0.200	-0.738	-0.132	-17	0.168	0.850	-0.207
-16	-0.242	-0.891	-0.374	-16	0.207	1.048	0.000
-15	0.399	1.468 *	0.025	-15	-0.187	-0.947	-0.187
-14	-0.451	-1.660 *	-0.426	-14	0.061	0.311	-0.126
-13	-0.194	-0.715	-0.619	-13	-0.300	-1.516 *	-0.426
-12	-0.245	-0.901	-0.864	-12	-0.114	-0.576	-0.540
-11	-0.136	-0.502	-1.000	-11	-0.242	-1.226	-0.783
-10	-0.311	-1.145	-1.311	-10	-0.153	-0.775	-0.936
-9	-0.010	-0.038	-1.321	-9	-0.110	-0.555	-1.046
-8	-0.231	-0.851	-1.552	-8	0.052	0.261	-0.994
-7	-0.105	-0.388	-1.658	-7	0.118	0.598	-0.876
-6	-0.118	-0.436	-1.776	-6	-0.017	-0.086	-0.893
-5	0.223	0.820	-1.554	-5	-0.408	-2.060 **	-1.300

-4	-0.213	-0.783	-1.766	-4	-0.418	-2.113 **	-1.719
-3	-0.479	-1.763 **	-2.245	-3	-0.008	-0.038	-1.726
-2	-0.251	-0.923	-2.496	-2	-0.254	-1.284 *	-1.980
-1	0.295	1.085	-2.201	-1	-0.023	-0.116	-2.003
0	0.310	1.143	-1.891	0	0.273	1.380 *	-1.730
1	1.472	5.427 ***	-0.419	1	1.261	6.374 ***	-0.469
2	0.723	2.665 ***	0.304	2	1.109	5.603 ***	0.639
3	0.405	1.493 *	0.710	3	0.616	3.112 ***	1.255
4	0.509	1.878 **	1.219	4	0.241	1.215	1.496
5	0.517	1.907 **	1.737	5	0.070	0.354	1.565
6	0.549	2.022 **	2.285	6	-0.144	-0.727	1.422
7	-0.052	-0.190	2.233	7	-0.020	-0.103	1.401
8	-0.100	-0.368	2.134	8	0.099	0.498	1.500
9	0.141	0.520	2.275	9	0.069	0.347	1.568
10	0.320	1.180	2.595	10	0.130	0.656	1.698
11	-0.016	-0.059	2.579	11	0.042	0.214	1.740
12	-0.015	-0.056	2.564	12	0.126	0.637	1.867
13	0.221	0.816	2.785	13	0.679	3.432 ***	2.546
14	0.226	0.834	3.011	14	0.210	1.063	2.756
15	0.286	1.055	3.297	15	-0.063	-0.316	2.693
16	0.116	0.429	3.414	16	0.290	1.463 *	2.983
17	0.560	2.063 **	3.974	17	0.028	0.143	3.011
18	0.440	1.620 *	4.413	18	-0.041	-0.208	2.970
19	0.124	0.457	4.537	19	0.299	1.510 *	3.269
20	0.167	0.615	4.704	20	0.095	0.479	3.364
21	-0.040	-0.146	4.665	21	0.263	1.330 *	3.627
22	-0.084	-0.309	4.581	22	0.050	0.253	3.677
23	-0.100	-0.369	4.481	23	0.010	0.052	3.687
24	-0.110	-0.406	4.370	24	-0.318	-1.605 *	3.370
25	0.346	1.273	4.716	25	-0.198	-0.999	3.172
26	0.157	0.580	4.873	26	0.408	2.065 **	3.581
27	0.136	0.503	5.010	27	0.044	0.221	3.624
28	-0.233	-0.857	4.777	28	0.240	1.212	3.864
29	-0.107	-0.395	4.670	29	-0.133	-0.671	3.731
30	-0.441	-1.623 *	4.229	30	0.044	0.221	3.775

\*表示10%的顯著水準，\*\*表示5%的顯著水準，\*\*\*表示1%的顯著水準。

表4-8 事件窗口 - 依自由現金流量

事件窗口	高自由現金流量公司	低自由現金流量公司
CAR (-30, -1)	-2.20%	-2.00%
CAR (0, 30)	6.43%	5.78%
CAR (-30, 30)	4.23%	3.78%

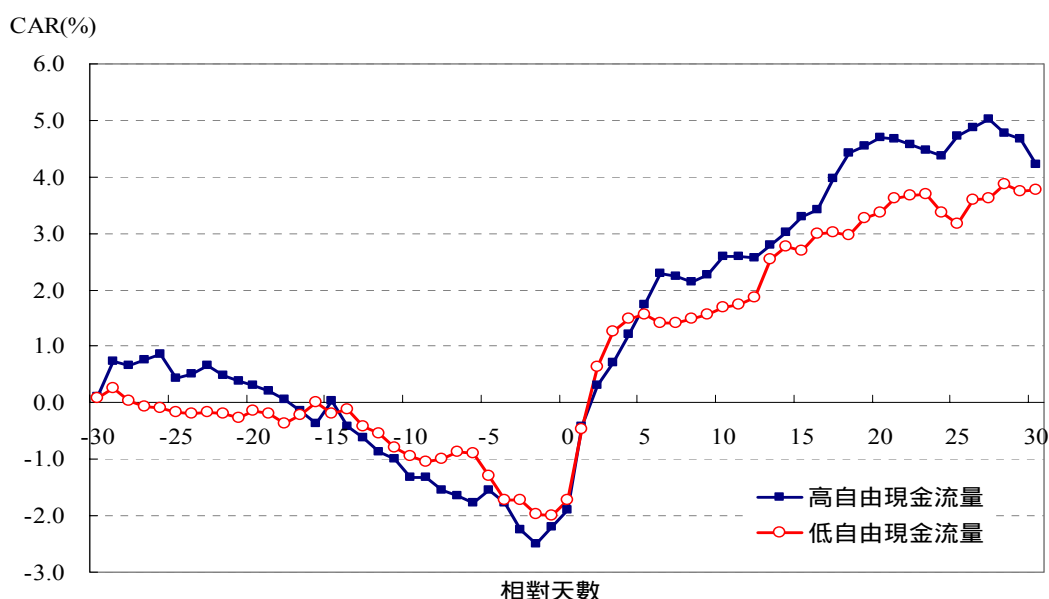


圖4-4 高自由現金流量公司與低自由現金流量公司之CAR走勢圖

#### 4.5 公司資本適足率高低與異常報酬之關係

H5：資本適足率愈高，累積異常報酬率愈大。

此番研究從台灣經濟新報資料庫的「自有資本及放款地區資訊」、公開資訊觀測站的「證券商資本適足比率資訊查詢」以及中央銀行所編制的「本國銀行營運績效季報」，收集研究樣本的BIS，但因早年金融事業資本適足率非屬公開資訊，資料取得不易，因此關於此項實證樣本數只有85個宣告事件。茲將資本適足率分為兩類，公司資本適足率超過法定標準適足率60%者，稱為高BIS公司，低於60%稱為低BIS公司，高BIS公司有樣本數只有23個，低BIS公司則有62個，實證結果如表4-9、表4-10及圖4-5所示。

根據表4-9，高BIS公司只有在宣告後2天呈現顯著的異常報酬，2.08% (t值5.04) 和1.4% (t值3.38)，但低BIS公司卻是從宣告日當天開始有4天的顯著報酬，0.43% (t值1.54)、1.55% (t值5.62)、1.31% (t值4.73%) 和0.67% (t值2.43)。在往後30天裡，低BIS的公司呈現正報酬和顯著正報酬的天數，均較高BIS的公司多出許多。

就表4-10和圖4-5來探討，高BIS公司宣告前30天到宣告前1天的累積異常報酬為-1.45%，低BIS公司則有-2.42%的累積異常報酬。就宣告後的累積異常報酬來看，在宣告後的3天內，兩類型公司的股價皆成功的被提升，且在宣告後30天內，兩者CAR皆在持續上升，從CAR(0,30)來看，高BIS公司有7.33%，低BIS公司6.84%，整體而言高BIS公司還是擁有較高的累積異常報酬。

表4-9 高BIS公司與低BIS公司之AR、t值與CAR比較表

高資本適足率公司				低資本適足率公司			
事件日	AR (%)	t 值	CAR (%)	事件日	AR (%)	t 值	CAR (%)
-30	-0.232	-0.561	-0.232	-30	0.040	0.144	0.040
-29	0.597	1.446 *	0.365	-29	0.141	0.509	0.181
-28	-0.103	-0.249	0.262	-28	-0.250	-0.903	-0.069
-27	0.012	0.028	0.274	-27	-0.135	-0.487	-0.204
-26	0.340	0.824	0.614	-26	0.050	0.180	-0.154
-25	0.073	0.177	0.687	-25	-0.215	-0.779	-0.369
-24	-0.101	-0.244	0.587	-24	-0.063	-0.228	-0.432
-23	-0.309	-0.748	0.277	-23	0.035	0.126	-0.397
-22	-0.202	-0.489	0.075	-22	-0.206	-0.744	-0.603
-21	0.508	1.229	0.583	-21	-0.282	-1.019	-0.885
-20	0.274	0.664	0.857	-20	-0.104	-0.377	-0.989
-19	-0.037	-0.090	0.820	-19	-0.025	-0.091	-1.014
-18	-0.469	-1.133	0.351	-18	0.163	0.590	-0.851
-17	0.129	0.311	0.479	-17	0.481	1.739 **	-0.370
-16	-0.369	-0.895	0.110	-16	0.205	0.740	-0.165
-15	-0.485	-1.175	-0.376	-15	-0.147	-0.530	-0.312
-14	-0.620	-1.501 *	-0.996	-14	-0.171	-0.620	-0.483
-13	-0.411	-0.997	-1.407	-13	-0.223	-0.803	-0.706
-12	0.084	0.203	-1.323	-12	-0.256	-0.926	-0.962
-11	-0.520	-1.259	-1.843	-11	0.129	0.468	-0.832
-10	-0.512	-1.238	-2.354	-10	0.074	0.267	-0.759
-9	0.236	0.570	-2.118	-9	0.046	0.166	-0.713
-8	-0.597	-1.442 *	-2.715	-8	-0.097	-0.353	-0.810
-7	0.110	0.266	-2.606	-7	0.006	0.022	-0.804
-6	-0.324	-0.784	-2.929	-6	0.323	1.166	-0.481
-5	0.096	0.232	-2.833	-5	-0.660	-2.387 ***	-1.141
-4	0.219	0.529	-2.615	-4	-0.228	-0.825	-1.369
-3	0.686	1.658 *	-1.929	-3	-0.421	-1.519 *	-1.790
-2	0.841	2.038 **	-1.088	-2	-0.845	-3.051 ***	-2.635
-1	-0.360	-0.872	-1.448	-1	0.214	0.775	-2.421
0	0.063	0.152	-1.385	0	0.427	1.543 *	-1.994
1	2.081	5.035 ***	0.696	1	1.553	5.621 ***	-0.441
2	1.395	3.375 ***	2.091	2	1.307	4.726 ***	0.866

3	0.412	0.995	2.503	3	0.673	2.433 ***	1.539
4	0.160	0.387	2.663	4	0.123	0.444	1.661
5	-0.455	-1.104	2.207	5	0.305	1.102	1.966
6	0.125	0.302	2.332	6	-0.282	-1.019	1.684
7	0.088	0.213	2.420	7	0.025	0.090	1.709
8	0.456	1.101	2.876	8	-0.220	-0.796	1.489
9	0.440	1.067	3.316	9	-0.206	-0.744	1.283
10	0.100	0.243	3.416	10	0.262	0.950	1.546
11	0.106	0.257	3.523	11	-0.006	-0.021	1.540
12	0.221	0.534	3.743	12	0.151	0.547	1.691
13	0.511	1.237	4.254	13	0.741	2.679 ***	2.432
14	-0.263	-0.637	3.991	14	0.263	0.953	2.695
15	0.531	1.285	4.522	15	-0.156	-0.566	2.538
16	0.056	0.136	4.578	16	0.477	1.724 **	3.015
17	-0.191	-0.460	4.388	17	0.156	0.562	3.171
18	0.015	0.036	4.403	18	0.395	1.428 *	3.566
19	-0.450	-1.089	3.953	19	0.641	2.315 **	4.206
20	0.578	1.396 *	4.530	20	-0.057	-0.207	4.149
21	0.471	1.138	5.001	21	-0.065	-0.234	4.084
22	0.247	0.599	5.248	22	0.373	1.346 *	4.458
23	-0.243	-0.588	5.006	23	-0.180	-0.652	4.277
24	-0.123	-0.297	4.883	24	-0.412	-1.492 *	3.865
25	-0.276	-0.668	4.607	25	-0.180	-0.652	3.685
26	0.238	0.577	4.845	26	0.433	1.565 *	4.117
27	0.053	0.127	4.898	27	0.291	1.052	4.408
28	0.069	0.167	4.967	28	0.625	2.260 **	5.033
29	-0.099	-0.240	4.868	29	-0.198	-0.718	4.835
30	1.012	2.453 **	5.880	30	-0.412	-1.492 *	4.422

\*表示10%的顯著水準，\*\*表示5%的顯著水準，\*\*\*表示1%的顯著水準。

表4-10 事件窗口 - 依資本適足率

事件窗口	高資本適足率公司	低資本適足率公司
CAR (-30, -1)	-1.45%	-2.42%
CAR (0, 30)	7.33%	6.84%
CAR (-30, 30)	5.88%	4.42%

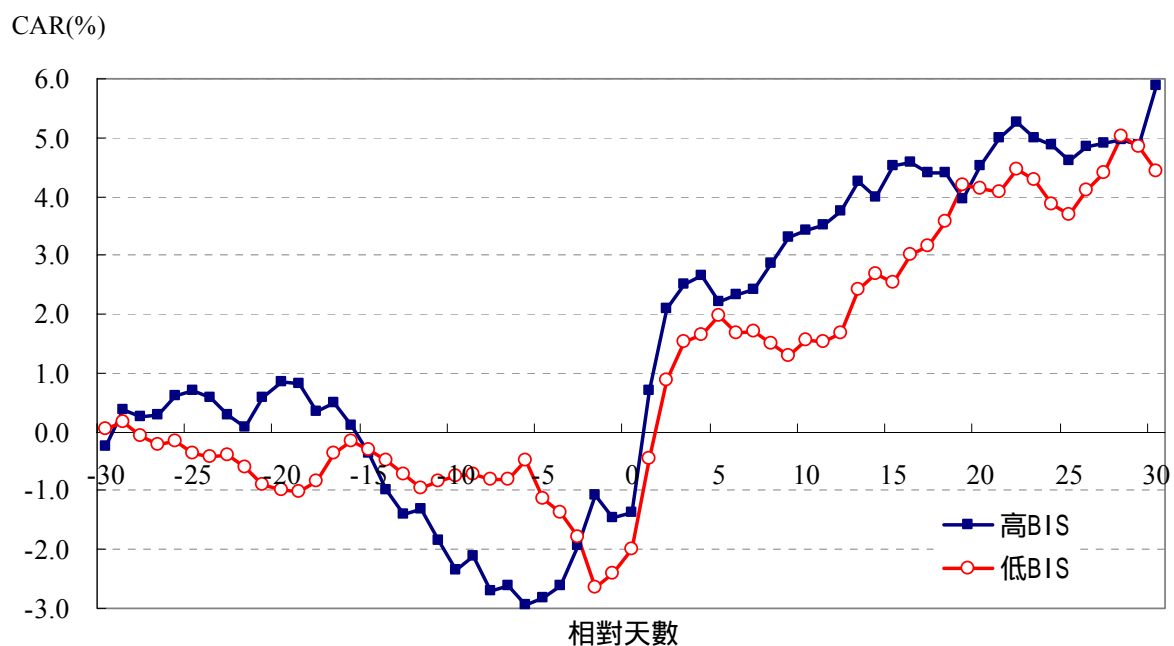


圖4-5 高BIS公司與低BIS公司之CAR走勢圖

#### 4.6 命令發布前後與異常報酬之關係

H6：法令發布之後，累積異常報酬較高。

此項實證以民國 93 年 11 月金管會發布「上市上櫃金融機構如擬實施庫藏股其資本適足率等財務比率應符合一定條件」(後修正為「上市上櫃金融機構實施庫藏股注意事項」)法令為分界，區分為發布前與發布後，發布前樣本有 165 件，發布後宣告庫藏股的件數只有 18 件。

由表 4-11 得知，在發布之前宣告的庫藏股有 6 天的顯著異常報酬，0.36% (t 值 2.06)、1.33% (t 值 7.67)、1.05% (t 值 6.05)、0.54% (t 值 3.11)、0.38% (t 值 2.17) 和 0.29% (t 值 1.65)，而發布後的樣本裡，在宣告後只有 1 天的異常報酬達到 99% 的顯著，1.3% (t 值 3.88)。兩者皆是在宣告前 20 天左右即呈現負的累積異常報酬，如表 4-12 所示，累積宣告前 30 天的異常報酬，在 93 年 11 月之前為 -1.86%，93 年 11 月之後為 -3.92%；宣告後 30 天內法令發布前的樣本有 6.37% 的 CAR，而法令發布後的樣本 CAR 只有 3.81%。法令發布前後，在宣告後都同樣有正向的累

積異常報酬,但是從宣告前 30 天到宣告後 30 天的 CAR 觀察,法令發布前有 4.51%,發布之後卻呈現負報酬-0.12%。由此看來,法令發布之後,對庫藏股的宣告並沒有帶來正面的超額報酬。

表4-11 法令發布前後公司之AR、t值與CAR比較表

法令發布前				法令發布後			
事件日	AR (%)	t 值	CAR(%)	事件日	AR (%)	t 值	CAR(%)
-30	0.129	0.742	0.129	-30	-0.318	-0.944	-0.318
-29	0.331	1.904 **	0.460	-29	0.504	1.505 *	0.187
-28	-0.191	-1.100	0.269	-28	-0.075	-0.224	0.112
-27	-0.027	-0.155	0.242	-27	-0.019	-0.057	0.092
-26	-0.035	-0.199	0.207	-26	0.254	0.757	0.346
-25	-0.222	-1.277	-0.015	-25	0.188	0.561	0.534
-24	0.040	0.229	0.025	-24	-0.089	-0.264	0.445
-23	0.117	0.674	0.142	-23	-0.547	-1.634 *	-0.102
-22	-0.072	-0.415	0.070	-22	-0.049	-0.147	-0.151
-21	-0.030	-0.175	0.040	-21	-0.495	-1.481 *	-0.646
-20	0.105	0.604	0.144	-20	-0.290	-0.865	-0.936
-19	-0.066	-0.380	0.078	-19	-0.063	-0.188	-0.999
-18	-0.139	-0.798	-0.060	-18	-0.537	-1.604 *	-1.536
-17	0.019	0.109	-0.041	-17	0.053	0.158	-1.483
-16	0.011	0.061	-0.031	-16	0.376	1.124	-1.107
-15	0.014	0.078	-0.017	-15	-0.298	-0.890	-1.405
-14	-0.092	-0.531	-0.109	-14	-0.018	-0.055	-1.423
-13	-0.269	-1.550 *	-0.379	-13	-0.414	-1.237	-1.837
-12	-0.097	-0.559	-0.476	-12	-0.439	-1.310	-2.275
-11	-0.195	-1.120	-0.671	-11	-0.330	-0.987	-2.605
-10	-0.234	-1.345 *	-0.904	-10	0.107	0.321	-2.498
-9	-0.051	-0.291	-0.955	-9	-0.107	-0.321	-2.605
-8	-0.035	-0.203	-0.990	-8	-0.222	-0.664	-2.827
-7	0.014	0.081	-0.976	-7	0.291	0.870	-2.536
-6	-0.051	-0.294	-1.027	-6	-0.038	-0.112	-2.574
-5	-0.176	-1.011	-1.203	-5	-0.445	-1.325	-3.019
-4	-0.352	-2.024 **	-1.555	-4	-0.247	-0.737	-3.266
-3	-0.196	-1.130	-1.751	-3	0.076	0.226	-3.190
-2	-0.266	-1.530 *	-2.017	-2	-0.111	-0.332	-3.301
-1	0.159	0.915	-1.858	-1	-0.622	-1.852 **	-3.923
0	0.358	2.060 **	-1.500	0	-0.381	-1.138	-4.304
1	1.332	7.670 ***	-0.168	1	1.299	3.877 ***	-3.005
2	1.051	6.046 ***	0.883	2	0.463	1.383 *	-2.543
3	0.540	3.109 ***	1.423	3	0.511	1.526 *	-2.032
4	0.377	2.171 **	1.800	4	0.012	0.036	-2.020
5	0.287	1.650 **	2.087	5	-0.406	-1.214	-2.426

6	0.094	0.540	2.181	6	-0.058	-0.173	-2.484
7	-0.052	-0.298	2.129	7	0.186	0.556	-2.298
8	0.046	0.264	2.175	8	0.061	0.183	-2.237
9	0.128	0.735	2.302	9	-0.332	-0.993	-2.569
10	0.233	1.344 *	2.536	10	-0.147	-0.438	-2.716
11	0.011	0.061	2.546	11	0.111	0.332	-2.605
12	0.059	0.341	2.606	12	0.178	0.531	-2.427
13	0.580	3.335 ***	3.185	13	0.226	0.676	-2.201
14	0.245	1.412 *	3.430	14	0.061	0.184	-2.139
15	0.009	0.050	3.439	15	0.419	1.251	-1.721
16	0.208	1.199	3.648	16	0.404	1.206	-1.317
17	0.225	1.296 *	3.873	17	-0.093	-0.276	-1.410
18	0.187	1.075	4.060	18	-0.096	-0.286	-1.505
19	0.316	1.819 **	4.376	19	-0.194	-0.581	-1.700
20	0.091	0.525	4.467	20	0.264	0.788	-1.436
21	0.179	1.032	4.646	21	0.350	1.041	-1.086
22	-0.075	-0.430	4.571	22	0.615	1.828 **	-0.471
23	0.032	0.184	4.603	23	-0.540	-1.615 *	-1.011
24	-0.338	-1.945 **	4.266	24	0.504	1.502 *	-0.507
25	0.032	0.182	4.297	25	-0.261	-0.777	-0.768
26	0.339	1.950 **	4.636	26	0.296	0.883	-0.472
27	0.081	0.467	4.717	27	0.087	0.260	-0.385
28	0.114	0.655	4.831	28	-0.134	-0.400	-0.519
29	-0.113	-0.652	4.718	29	-0.151	-0.452	-0.670
30	-0.207	-1.192	4.510	30	0.553	1.651 *	-0.117

\*表示10%的顯著水準，\*\*表示5%的顯著水準，\*\*\*表示1%的顯著水準。

表4-12 事件窗口 - 依法令發布時間

事件窗口	法令發布前	法令發布後
CAR (-30, -1)	-1.86%	-3.92%
CAR (0, 30)	6.37%	3.81%
CAR (-30, 30)	4.51%	-0.12%



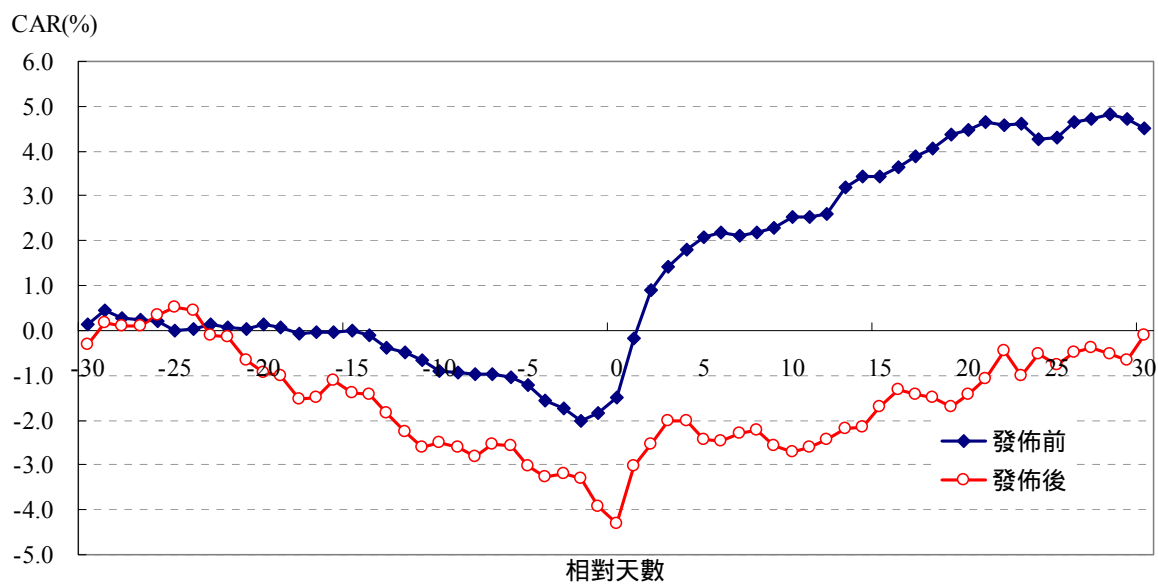


圖4-6 法令發布前後公司之CAR走勢圖



## 第五章 結論與建議

### 5.1 結論

本研究旨在探討我國上市金融公司進行庫藏股宣告效應的研究，以事件研究法，採取民國 89 年 8 月到 96 年年底宣告實施購回庫藏股的上市金融公司為樣本，驗證庫藏股的實施是否對金融業股價有正面的影響。另外將樣本分成不同淨值市價比、不同公司規模、不同自由現金流量及不同資本適足率，觀察其股價反應是否也會有所不同；此外金管會調高購回庫藏股時的資本適足率水準，測試宣告效果是否能維持以往的水準。其研究結果如下。

實證結果，金融業在庫藏股宣告後會產生正向且顯著的異常報酬，證明庫藏股的宣告，對於股價拉抬確實有正面的效益，而宣告之前股價呈現下滑的趨勢，也說明公司股價低估是促使金融業實施庫藏股的主要考量之一，符合 Vermaelen (1981) 裡提到訊號假說的理論，管理階層想藉由買回股票來激勵股價回升，傳遞有利資訊給外界。宣告日當天的異常報酬為 0.29%，宣告日及其後 5 天皆有顯著的報酬，累積 6 天的異常報酬為 3.7%，之後仍有持續上漲的現象。此實證結果與假說一致。

在測試淨值市價比方面，兩類型公司，在宣告後，皆有顯著報酬，高淨值市價比公司在後續的 CAR 明顯高出低淨值市價比的公司許多，意味著淨值市價比愈大，股價愈有可能受到低估，因此在宣告之後會有較大的反彈，能夠獲得較高累積異常報酬，這與 Fama and French (1998) 研究認為淨值市價比和宣告後股價呈正比的結論一致。

公司規模方面，兩組樣本在宣告 3 天內，異常報酬並無明顯差異，宣告之後，大規模公司的 CAR 表現卻較小規模公司來得佳，與文獻結果不同，規模小的公司因為不受分析師注意而使公司價值受到扭曲此論點並未得到證實，推測我國金融產業，小公司並非因為資訊不對稱而使股價遭到低估，市場投資人似乎較偏好大型金

融公司，因此買回後有較高的報酬。

在自由現金流量方面，高自由現金流量公司在短期內有較多的顯著報酬，而往後的累積異常報酬亦較低自由現金流量的公司好，突顯出投資人對於公司將多餘資金，以購回自家公司股票的方式配發給股東，給予正面的評價。且此舉亦可以降低經理人手上的現金，減少代理問題的產生。

在資本適足率方面，結果顯示，資本適足率高的公司累積異常報酬比資本適足率低的公司來得高，表示對於能夠提供比法定比率更多的資本來承擔風險的金融機構，較能獲得社會大眾的信賴，股價也能獲得有較高的異常報酬。此結論與假說相符。

最後，關於法令發布對股價的影響，以次數來看，93年11月之前申請購回庫藏股的件數有165件，佔全體樣本的九成，股價在宣告後立即有明顯的攀升，在往後的一個月內仍是持續走揚。而在93年11月之後所申請的件數明顯的減少，只有18件。根據本研究的實證結果，宣告後公司股價並未受到明顯的拉抬，另一方面，也是因為提高購回門檻而降低申請件數，使得本研究在這方面欠缺足夠的樣本數，因此無明顯的證據顯示，對股價的提升有正面的效果。

庫藏股當初立法之意，旨在希望企業在市場遭受非經濟因素引起的股價下跌時，允許其適時買回自家公司的股份，避免股價持續重挫，也能增加投資人的信心，爾後政府為了強化金融機構經營體質及建立完善的風險管理制度，而增設此項條款。然而此舉反而抹煞了當初庫藏股立法的美意，使得金融業即便是在股市重挫時，亦無法激勵企業主買回庫藏股來維持公司股價。

## 5.2 研究限制與建議

金融業許多資訊公開程度不若一般產業，使得在資料的收集上面臨許多困難與限制，金控業也因剛上市即實施庫藏股制度而無法取得前期報酬資料，導致許多寶貴樣本未能納入本次研究當中；另外由於金融版圖的整合，許多銀行保險業者併

入金控公司後隨即下市，後續報酬與財務資料亦無法取得，使得此次實證只能針對短期效果做分析，無法對長期績效作進一步的探討，實為可惜。

另外本研究亦曾試圖對 BIS 作細部拆解，希望能更進一步了解 BIS 組成成份對於公司購回股票對其股價的影響程度，但早期對於此方面資訊的提供實在少之又少，直到近幾年才陸續於財務報表中公佈，因此在這方面的研究亦無法順利進行。

本研究主要以事件研究法來探討各變數個別對金融業庫藏股的宣告效果，後續研究者可再加入多元迴歸模型，分析影響庫藏股所引起的累積異常報酬之因素，使此一議題更加詳盡。

期望在未來，我國金融事業的財務資訊能夠更加透明化，讓後續研究者能夠獲得更多詳細的資料與樣本，相信實證結果更能解釋我國金融產業庫藏股對於股價的影響，使這方面的研究更臻於完整。



## 參考文獻

### 一、中文部份

1. 毛治文，「內部關係人持股比利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，民國 88 年。
2. 李彥憲，「台灣上市公司庫藏股購回宣告效應之研究」，中央大學，企業管理研究所碩士論文，民國 94 年。
3. 沈中華、李建然，事件研究法 - 財務與會計實證研究必備，華泰文化事業公司發行，台北，民國 89 年。
4. 邱垂昌，「宣告及實際買回庫藏股與異常報酬 - 管理者之策略性應用」，會計與公司治理，第三卷第二期，17~36 頁，民國 95 年。
5. 邱秋芳，「歐美日國公司取得自己股份制度簡介」，證交資料，444 期，10~22 頁，民國 88 年 4 月。
6. 陳世新，「我國上市公司購回庫藏股資訊內涵之實證研究」，國立政治大學，財務管理研究所碩士論文，民國 90 年。
7. 陳怡芸，「我國金融控股公司資本適足性之評估」，國立中山大學，財務管理研究所碩士論文，民國 91 年。
8. 陳達新，「庫藏股制度對股票價格的宣告效果 - 臺灣上市公司的實證研究」，商管科技季刊，第四卷第四期，377~400 頁，民國 92 年。
9. 詹雅婷，「美國銀行業實際買回庫藏股計畫之研究：動機與管制因素之影響」，台灣大學，會計學研究所碩士論文，民國 95 年。
10. 蔡柳卿、郭法雲，「我國庫藏股制度之實施研究：資訊效果與資訊傳遞動機」，東吳大學，會計理論與實務研討會，台北，民國 90 年 10 月。
11. 鍾惠民等編著，財金計量，雙業書廊發行，台北，民國 96 年。
12. 羅嘉宜，「國際主要證券市場之庫藏股制度面面觀」，證券暨期貨月刊，第二十二卷第六期，72~76 頁，民國 93 年。

## 二、英文部份

1. Bagwell, L.S., and Joun, B. Shoven (1998), “Cash distribution to shareholders”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.3, pp. 129-140.
2. Comment, R., and G. Jarrell (1991), “The relative signaling power of Dutch-auction and fix-price self-tender offers and open-market share repurchases”, *Journal of Finance*, Vol.46, No.4, pp: 1243-71.
3. Dann, L. Y.( 1981 ), “Common stock repurchases :An analysis of returns to stockholders and bondholders”, *Journal of Financial Economics*,Vol.9, No.2, pp.113-138.
4. Dittmar, A.K ( 2000 ), “Why do firms repurchase stock ? ”, *Journal of Business*, Vol.73, No.3, pp. 331-356.
5. Fama, E. F. and French, K. R. ( 1998 ) , “Value versus Growth : The international evidence”, *Journal of Financial*, Vol.53, No.6, pp. 1975-1999.
6. Fenn, G. W. and N. Liang ( 2001 ) , “Corporate payout policy and managerial stock incentives”, *Journal of Financial Economics*, Vol.60, No.1, pp. 45-72.
7. Finnerty, J.E.,( 1976 ) , “Insiders and market efficiency”, *Journal of Finance* Vol.31, pp. 1141-1148.
8. Furlong, Frederick T. and Keely ( 1989 ) , “Bank capital regulation and asset risk”, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco ( Spring ) , pp. 20-40.
9. Grullon, G. and Michaely, R. (2004), “The information content of share repurchase programs”, *Journal of Financial*, Vol.59, No2, pp. 651-680.
10. Hirtle, Beverly( 1998 ) , “Bank holding company capital ratios and shareholder payouts”, *Current Issues in Economics and Finance* 4, Vol.4, No.9, pp. 1-6.
11. Hodrick, L. S. (1996), “Dose price elasticity affect corporate financial decision ? ”, Working paper. New York : Columbia University.
12. Hovakimian, Armen, Tim, Opler, and Sheridan Titman( 2001 ) , “The debt-equity choice” , *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.36, No.1, pp. 1-24.
13. Ikenberry, D., J. Lakonishok and T. Vermaelen ( 1995 ) , “Market underreaction to open market share repurchases” , *Journal of Financial Economics*, Vol.39, No.2, pp. 181-208.
14. Ikenberry, D., J. Lakonishok and T. Vermaelen ( 2000 ) , “Stock Repurchases in Canada : Performance and Strategic Trading”, *Journal of Finance*, Vol.55, No5, pp. 2373-2397.

15. Institutional Investor ( 1998 ) , 32, 30. CFO Forum : The Buyback Track.
16. Jensen, M. C. (1986), “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers”, American Economic Review, Vol.76, No.2, pp. 323-329.
17. Laderman, Elizabeth S. ( 1995 ) , “Bank stock repurchases”, FRBSF Weekly Letter, Vol. 95, No.43, pp. 1-3.
18. Lakonishok, J. and T. Vermaelen (1990), “Anomalous price behavior around repurchase tender offers”, Journal of Financial, Vol.45, No2, pp. 455-477.
19. Lintner, J. ( 1956 ) , “Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes”, The American Economic Review, Vol.46, No.2, pp.97-113.
20. Longhran, Tim ( 1997 ) , “Book-to-Market across firm size, exchange and seasonality : Is there an effect ? ”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.32, No.3, pp. 249-268.
21. Otchere, I. and M. Ross ( 2002 ) , “Do share buy back announcements convey firm specific or industry-wide information? A test of the undervaluation hypothesis”, International Review of Financial Analysis, Vol.11, No.4, pp. 511-531.
22. Rau, P. R. and Vermaelen, T. (2002), “Regulation, taxes, and share repurchase in the United Kingdom”, Journal of Business, Vol.75, No.2, pp. 245-282.
23. Stephens, C., and M. Weisbach (1998), “Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs”, Journal of Finance, Vol.53, No.1, pp. 313-33.