

國立交通大學

財務金融研究所

碩士論文

台灣上市公司現金股利  
與庫藏股政策之探討



The Dividend and Share Repurchase  
Policies of Taiwan Firms

研究生：王象康

指導教授：林建榮教授

中華民國九十四年六月

台灣上市公司現金股利與庫藏股政策之探討

The Dividend and Share Repurchase Policies of Taiwan Firms

研究生：王象康

Student: Shiang-Kang Wang

指導教授：林建榮教授

Advisor: Dr. Jian-Rung Lin

國立交通大學  
財務金融研究所  
碩士論文

A Thesis  
Submitted to Department of Computer and Information Science  
College of Electrical Engineering and Computer Science  
National Chiao Tung University  
in partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of  
Master  
In  
Finance  
June 2005

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國九十四年六月

# 台灣上市公司現金股利與庫藏股政策之探討

研究生:王象康

指導教授:林建榮教授

國立交通大學財務金融研究所碩士班

## 摘要

股票購回與支付現金股利都是公司分配超額現金給股東的方式，不同的是股票購回的實施比現金股利的分配更具有彈性，正如股利平滑政策所言，若非必要公司不會隨意變動股利的支付內容，而公司卻可視情況隨時調整股票購回計畫。本研究在探討當公司採取不同的分配形式將現金分配給股東時，該現金分配之決定因素與決策行為有何差異。而研究後發現，公司對庫藏股買回與支付現金股利的選擇，取決於不同獲利結構的公司型態。當公司有較多的營業現金流量時，比較可能增加現金股利，相對當非營業現金流量較高時，較可能增加買回庫藏股。此現象顯示現金股利為穩定性營業現金流量的支付方式，而庫藏股為暫時性非營業現金流量的支付方式。同時，相對於選擇支付現金股利的公司而言，公司股價表現不佳與公司價值低估，亦是公司選擇實施庫藏股的原因。且本研究利用巢狀羅吉特模型也發現公司在進行決策時，首先對是否要採取現金分配做選擇，若公司決定要進行現金分配後，才對現金分配之形式進行選擇。

# The Dividend and Share Repurchase Policies of Taiwan Firms

Student: Shiang-Kang Wang

Advisor: Dr. Jian-Rung Lin

Institute of Finance  
National Chiao Tung University

## ABSTRACT

The stock repurchase and the cash dividend payment are the ways that firms distribute excess cash to shareholders. The difference between them is that the implementation of stock repurchase is more flexible comparing to that of cash dividend payment. According to dividend smoothing policy, firms won't change the dividend frequently if no necessary; however, firms can adjust stock repurchase program any time if they wish. This research explores the difference between the determinants of cash payout policy and policy-making behavior when they use different forms to distribute cash to shareholders. In this research, we found the choices between stock repurchase and cash dividend payment of firms depend on the magnitude in operating and non-operating cash flows. When firms have more operating cash flows, they are more likely to increase the cash dividend; when firms have more non-operating cash flows, they are more likely to increase to buy back the shares. This phenomenon demonstrates cash dividends are paid when operating cash flows are stable and stock repurchase is adopted when temporary non-operating cash flows are higher. Meanwhile, firm that paid cash dividend, the underperformance on stock price and firm's value are also the reasons why the firms choose to repurchase the stock. By using nested logit model, we found that firms make cash payout policy in two stages. First, they make a decision whether to distribute the surplus cash flows. If the firms decide to adopt the cash distribution, they will make further decision as which the form of the cash distribution is adopted.

## 誌謝

本論文得以順利完成，首先要感謝我的指導教授林建榮老師，無論是在論文觀念的釐清、架構的建立或是文章內容的修正上，恩師均不辭辛勞的悉心指。恩師的治學與處事態度，亦為學生留下深刻印象及完美典範。對於老師的諄諄教誨，永誌吾心。論文口試期間，承蒙鍾惠民老師、陳勝源老師與周德瑋老師，在百忙之中撥冗悉心審閱，並惠賜寶貴的意見，使本論文更趨完善，在此謹致上最誠摯的謝意。此外，感覺所有國立交通大學財務金融所全體老師及行政人員對我的教導及協助。



其次，感謝明俊、亨懋、建達、燕晴及心美等所有研究所同學所給予之諸多幫助，無論是精神與實質的，研究所的兩年活因為有了你們而如此美好。最後，我將這本論文奉獻給我最親愛的家人，感謝他們二十多年來的撫育及教養之恩，在精神與經濟上的支持與鼓勵，使我能無後顧之憂的順利完成碩士學業。

衷心感謝大家的付出，使我的研究所生活能如此多采多姿，謝謝！

# 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 研究動機與背景.....	1
1.2 研究目的.....	4
1.3 論文架構.....	5
第二章 法規與文獻探討.....	7
2.1 庫藏股制度相關法規探討.....	7
2.2 股票購回相關研究.....	12
2.3 股利政策相關研究.....	22
2.4 文獻探討對本研究的涵意.....	26
第三章 研究設計.....	28
3.1 建立假說.....	28

3.2	研究方法與變數定義.....	29
3.3	資料來源與樣本選擇.....	39
第四章	實證結果與分析.....	40
4.1	敘述統計分析.....	40
4.2	單變量分析.....	42
4.3	多變量分析.....	47
第五章	結論與建議.....	57
5.1	研究結論.....	57
5.2	研究限制.....	59
5.3	研究建議.....	60
參考文獻	.....	61



# 表 目 錄

表 3-1	變數定義.....	33
表 4-1	各年度庫藏股買回情形.....	41
表 4-2	公司特性敘述統計值.....	42
表 4-3	不同現金分配方式之公司特性.....	44
表 4-4	分配現金與未分配現金之公司特性差異檢定.....	45
表 4-5	實施庫藏股與支付現金股利之公司特性差異檢定.....	46
表 4-6	自變數共線性檢測.....	48
表 4-7	多項 Logit 迴歸分析表.....	49
表 4-8	Nested Logit Model 結果.....	52
表 4-9	各種分配形式之不同 Logit 迴歸模型比較.....	55
表 5-1	研究假說之實證結果.....	59



# 圖 目 錄

圖 1-1	研究架構圖.....	6
圖 3-1	單階段決策行為.....	34
圖 3-2	兩階段決策行為.....	36



# 一、緒論

## 1.1 研究動機與背景

近年來，台灣股票市場蓬勃發展，股票投資是國人最熱衷的一種投資理財工具，事實上，股票是資本市場上的媒介工具，是資金需求者與供給者間的一座橋樑。一方面是儲蓄者剩餘資金之運用，另一方面是企業尋求資金的重要來源，一般公司為了擴大規模，往往需要大量的資金來支應，便可透過資本市場來募集所需的資金，倘若公司想要籌措更充裕的資金，則必須適當地分配股利來滿足投資者的期望，並藉此來吸引投資人對公司進行投資以取得資金。因此，公司的股利政策在財務管理中實屬重要的一環。

公司將營運過程中所獲得之盈餘，以特定形式及比例分配給股東，或將盈餘保留起來做為再投資用的決策稱為「股利政策」。一般而言，公司每年分配的股利內容可分為現金股利和股票股利兩種。現金股利即是以現金形式分配的股利，又稱為「股息」，而股票股利則是以本公司的股票作為股利分配給股東，又稱為「無償配股」。公司會在考慮政府法令規定及公司獲利率、償債需要、公司未來成長機會等等公司特性之因素後，決定最適合公司的股利政策。不過投資者對股利的偏好是有所差異的，有的偏好現金股利，有的偏好股票股利，甚至偏好同時分配現金與股票股利，所以公司在決定股利政策時，還要考慮到投資者的態度。

股利分配的內容不同，其在會計處理與意義上也會有不同的涵義，當公司分配現金股利給投資者時，其分配動機多為公司對股東投資所得的一項具體回饋，但這種分配方式會使公司有大筆的現金流出，影響公司財務的調度，使公司的資

產與股東權益同時減少，也會影響市場上投資者的預期而造成股價的波動。當公司分配非現金的股票股利時，對公司而言，並不會讓公司的淨值降低，因為分配股票股利只是會計科目上的重分配，而且股票股利可以使流通在外股數增多，防止股票價格的劇烈波動，公司也可藉由分配股票股利來保留資金以供投資或週轉之用，對於投資人而言，當公司配發股票股利，會被市場認為是利多的消息，造成股票的異常報酬，亦即發生所謂的除權行情，且除權後股價可能會再回升到原來的水準，產生所謂的填權效果。

除此之外，在民國89年2月時股市重登萬點大關，但隨之而來的台灣第一次政權交替，造成廣大股市投資人心理衝擊，直接地呈現在股市劇烈震盪的反應中。而後連連重挫之台灣股市，造成投資人損失慘重，連帶促使庫藏股制度的推動實行。依據新修正之證券交易法第二十八條第二款修正案，証期會於民國89年8月7日發布「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」，即所稱的庫藏股制度。所謂「庫藏股」，是指公司基於公司法或證券交易法所定之特殊原因，買回已發行在外且尚未再發行或註銷的股票。過去的文獻(Dann 1981；Vermaelen 1981；Dittmar 2000)大多認為，實施庫藏股最主要的動機是基於公司股價被低估；而在本質上實施庫藏股亦可視為是將現金分配給股東的一種支付方式，故與現金股利在性質上有其相似之處。因此在庫藏股制度實施後，公司若想將現金分配給股東時，其支付的方式便多了一種選擇。

由於庫藏股之實施可改善股東權益報酬率，提高每股盈餘，並可作為轉讓給員工或作為認股選擇權等各類有價證券股權轉換之用。對公司而言是增加營運的彈性，對股東及員工亦有正面的影響。但一般投資者都認為政府引進庫藏股的目的只是為了護盤，即當股價低迷時，上市公司可以買回自家公司股票，形成另一股支撐股價的買盤力量，並且減少公司流通在外股數，使股價上揚。

若單以護盤效果而言，在民國89年8月7日發布相關辦法後，9月份台灣股市單月下挫1400餘點，實施滿一年後，股市總共下挫近4000點，可見單純將庫藏股制度用於維護公司股價成效不彰。而歐美各國實施庫藏股制度已超過20年，一般已將股票購回制度視作公司股利支付方式的一種，除替代現金股利支付，股票購回還可有利於公司資本結構調整、避免惡意併購、實行員工選擇權制度、發行可轉讓公司債等，使公司財務管理與運作更具彈性。當然此制度也有其他負面影響，包括內線交易、利益輸送及市場操縱等行為，也是投資人所擔心的因素。

股票購回與支付現金股利一樣，都是公司將超額的現金分配給股東的方式，所不同的是股票購回的實施比現金股利的分配更具有彈性，正如股利平滑政策所言，若非必要公司並不會隨意變動其股利的支付內容，而公司卻可以視情況隨時調整其股票購回計畫。如Jagannathan, Stephens, and Weisbach(2000)研究發現公司若需要將現金分配給股東時，要增加現金股利則有賴經常性盈餘增加所帶來的恆久性現金流量來支應，若現金流量的增加只是暫時性的，則會選擇以實施庫藏股的方式來支付現金給股東。因此，綜合以上所言，公司所賺取之盈餘在分配給投資人時可選擇分配現金股利、股票股利或是利用買回庫藏股之形式，將公司之剩餘現金回饋給股東。因此本研究將討論影響公司股利及庫藏股分配形式之因素，並針對公司分配形式之決策行為進行分析。

## 1.2 研究目的

基於前述之研究動機，本篇研究的研究目的如下：

首先針對民國 89 年 8 月 9 日庫藏股實施之日至民國 93 年 12 月 31 日止，台灣上市公司以股票購回與現金股利之分配形式將現金分配給股東的情形作一比較與分析，藉以瞭解上市公司對這兩種支付方式的運用情形。

本研究之目的在檢驗當公司將現金分配給股東時，採取現金股利及庫藏股兩種不同的公司股利分配形式，其公司特性有何差異。且基於股票購回成為現金支付方式之重要性日益增加，本文希望發現影響公司選擇庫藏股或現金股利之主要影響之因素並探討各因素所隱含之意義。且由於大部分的公司均偏好維持一穩定之股利政策，故實施庫藏股之支付方式可增加公司決策上之彈性，因為其代表著股東皆能認同今年實施庫藏股並非意謂著明年仍將實施，故本研究將探討其對公司決策的影響性。



### 1.3 論文架構：

本論文主要內容略述如下：

#### 第一章 緒論

說明本研究在庫藏股制度實施多年來已被普遍採行的背景下，來驗證影響公司決定庫藏股與現金股利之二種分配形式之因素與公司之決策行為。

#### 第二章 法規與文獻探討

本章就有關股利政策與股票購回近年來的相關文獻作一整理。

#### 第三章 研究設計

首先提出本研究之研究架構及研究假設，並定義研究變數且詳述所採行的實證分析方法與程序，最後對資料來源、樣本選擇做一說明。

#### 第四章 實證結果與分析

本章就樣本資料加以分組，並進行統計檢定及分析，針對檢定分析的結果檢視是否與假說預期一致，並加以討論。

#### 第五章 結論與建議

本章將就本論文所做出來之實證分析結果提出一整體性的結論，並說明研究限制及未來研究之建議。

以下圖 1-1 是本文研究架構之流程圖：

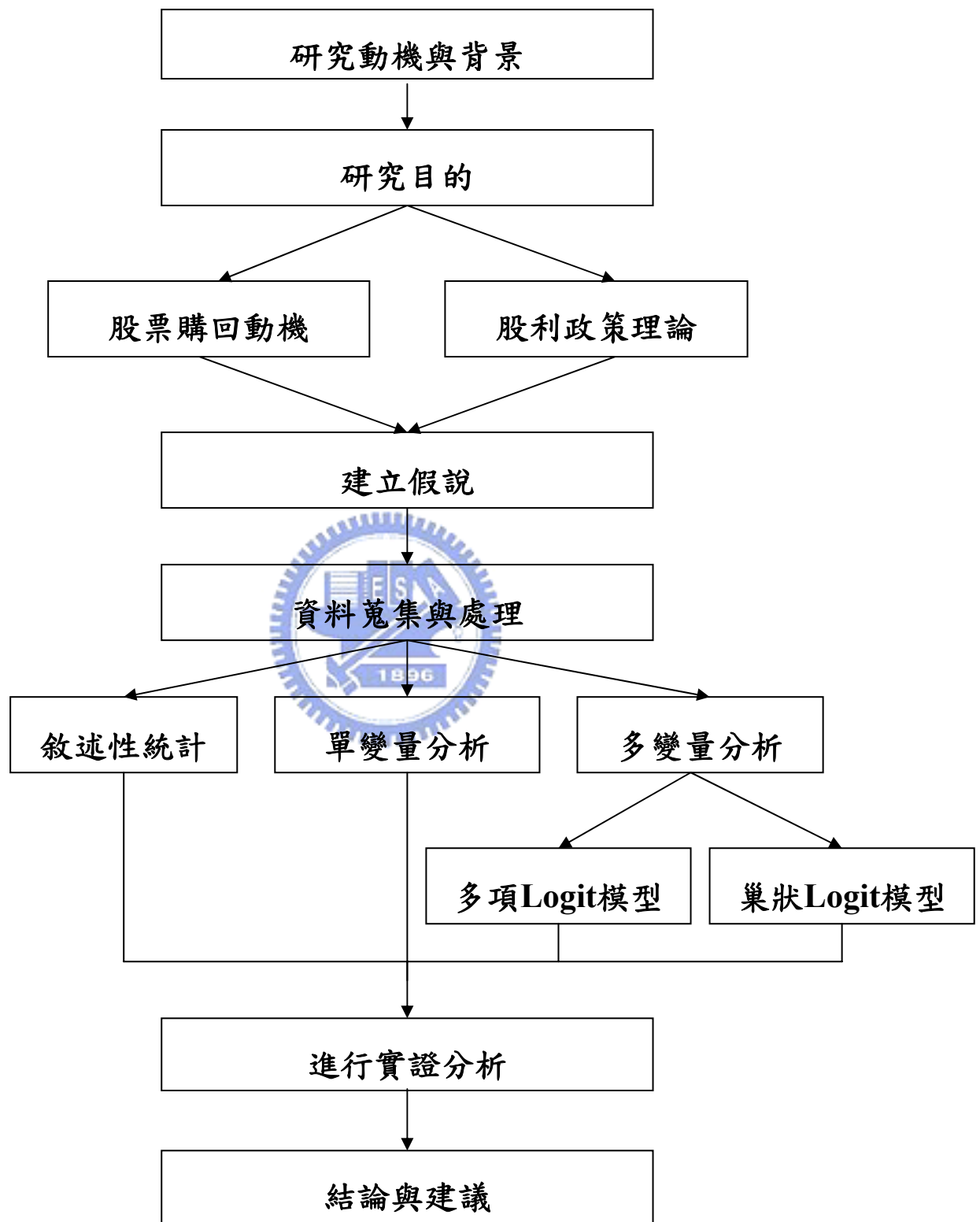


圖 1-1 研究架構圖

## 二、法規與文獻探討：

### 2.1 庫藏股制度相關法規探討

#### 1. 公司法對收回股本之規定

我國對股票購回的相關規範因基於「資本維持原則」而採取「原則禁止、例外允許」的立場，在89年8月庫藏股制度正式立法通過前，依據公司法第一百六十七條第一項規定，原則上禁止公司收回或收買自己公司之股份或將之收為質物，但有下列四種情況例外允許：

- (一) 公司發行之特別股，得以盈餘或發行新股所得之股款收回。(公司法第一百五十八條)
- (二) 股東會決議與他公司合併時，表示異議之股東，得放棄表決權，而請求公司依當時公平價格收買其持有之股份。(公司法第一百六十七條)
- (三) 股東反對公司與他人締結、變更或終止關於出租全部營業、委託他人經營、或與他人經常共同經營之契約，或反對讓與或受讓他人全部或主要部分之營業或財產，而於股東會決議前以書面表示反對，並於股東會中加以反對者，得請求公司以當時公平市價，收買其所有之股份。(公司法第一百八十六條)
- (四) 於股東清算或受破產之宣告時，公司得按市價收回其股份，抵償於清算或破產宣告前結欠公司之債務。(公司法第三百一十七條)



## 2. 庫藏股制度相關法規

我國買回本公司股票的法令依據有兩個來源，一為「證券交易法」第二十八條之一，於89年7月19日增訂完成，以及「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」，於89年8月7日發布，其後歷經兩次放寬規定，目前企業買回自己公司股票之相關規範，摘述如下：

### 一、買回目的：包含三種

(一) 轉讓股份予員工；

(二) 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，作為股權轉換之用；

(三) 為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理銷除股份者。

### 二、買回方式：有兩種方式可買回自己公司股票

(一) 委由單一證券經紀商自集中市場（買回公司為上市公司）或證券商營業處所（買回公司為上櫃公司）買回，若係證券公司欲買回本公司股份，亦不得利用所屬自營部門或經紀部門買回，而須委任其他單一證券經紀商辦理；

(二) 亦可透過公開收購的方式，但此種方式尚無公司採用。

3. 決策程序：上市上櫃公司若有前述三種買回目的之考量，原則上須經董事會三分之一以上董事之出席及出席董事超過二分之一同意，但後來放寬規定當實施庫藏股之決議遇董事會休會期間，可改由常董會決議辦理。另外，依照規定，以第三種目的提出申請者應於買回之日起六個月內辦理變更登記，即註銷買回股份，其餘兩種則應於買回之日起三年內將其轉讓，若逾期未轉讓者，視為公司未發行股份，同樣須辦理變更登記。

4. 決策考量限制：公司買回本公司股份之數量與金額限制如下

(一) 數量限制：已持有尚未處分之庫藏股加計本次擬買回數量，不得超過該公司已發行股份總數的百分之十；

(二) 金額限制：收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加超過票面金額發行股份所得之溢價及已實現之資本公積之金額，其中，保留盈餘包括法定盈餘公積、特別盈餘公積及未分配盈餘（但應減除公司董事會或股東會已決議分派之盈餘以及依公司法第41條第1項規定提列之特別盈餘公積），而已實現之資本公積包含處分資產之溢價收入和受領贈與之所得（但本公司股份除外）。

5. 執行買回限制：在以上的限制下，公司必須決定以下三個項目

(一) 預定買回數量：數量上限如前所述；

(二) 預定買回期間：最長應於申報日起兩個月內執行完畢；

(三) 區間價格：須訂定價格的上下限，企業應在價格區間內執行買回，後放寬規定，股價若跌破下限，仍可繼續買回；漲破上限則可以每股淨值或面額孰低者為新的上限，但須增訂彈性條款。價格訂定的參考因素包括目前股價、最近一段期間該股票之平均收盤價及波動情形、公司預定買回期間之營業日數、公司買回股份之目的及股票帳面淨值等，一般所定買回區間價格以介於董事會決議前十個營業日或三十個營業日之平均收盤價（兩者取高）的百分之一百三十與董事會決議當日收盤價的百分之七十間為適。

6. 其他交易限制：

(一) 每日買回數量限制：每日買回股份之數量，不得超過申報日前三十個營業日市場該股票平均每日成交量的百分之二十，或計劃買回總數量的三

分之一，但每日買回股份之數量不超過二十萬股者，得不受前項有關買回數量的限制；

(二) 買回價格限制：委託價格不得高於當日漲幅限制的一半；

(三) 時間限制：不得於開盤後三十分鐘內報價；

(四) 帳戶規定：同一執行期間僅限於同一帳戶委買(90年6月改為兩家)；

(五) 除權期間：申報除權公告起至停止過戶前二日止，不得買回；

(六) 關係企業及內部人賣出之禁止：公司法第369條之1規定之關係企業，以及董事、監察人、經理人、本人及配偶、未成年子女或利用他人名義持有者，在公司買回期間不得賣出。

(七) 股東權利之限制：公司買回之股份不得質押，且在未轉讓前，亦不得享有股東權利。

7. 專家對價格合理性之評估：應由經核准辦理公開發行公司財務報告簽證業務之會計師或經核准經營承銷業務之證券商，出具對買回股份價格合理性之評估意見，而評估內容應包括買回公司對公司財務結構、每股淨值、每股盈餘、股東權益報酬率、速動比率、流動比率及現金流量狀況等項目之影響或變動情況，據以出具評估意見，以證明買回股份價格之合理性。

8. 防範內線交易之規定：為防範公司內部人藉庫藏股制度操縱股價，產生內線交易之弊端，證期會在法規規定及查核作業上採取相關措施如下：

(一) 禁止公司關係人在公司買回股份期間賣出公司股份：關係人之定義詳如前述。

(二) 要求公司對買回股份相關資訊之即時與充分公開：即時資訊包含：未經董事會決議不得公開；董事會決議日起二日內必須公告並向證期會申

報；. 重大買回之情形，包括買回股份之數量達公司已發行股份總數百分之二或金額達新台幣三億元以上者，應於二日內將買回之日期、數量、種類及價格公告並向證期會申報；執行完畢或兩個月期間屆滿五日內應向證期會申報並公告執行情形，逾期未執行完畢者，如須再行買回，應重新提經董事會決議。充分資訊即公司買回股份相關資訊，包括買回股份之目的、區間價格、買回方式、預定買回期間與數量及執行期間之執行情形等，除依規定辦理公告申報外，並應輸入股市觀測站資訊系統，以確保資訊即時並充分公開揭露。

(三) 限制公司每日買回數量、委託價格、下單時間及委任單一證券經紀商辦理：相關限制皆在防範內線交易及操縱股價行為之發生。

(四) 提報股東會：公司買回本公司股票，在董事會之決議及執行情形，應於最近一次之股東會報告；其因故未買回股份者，亦同。

(五) 股市監視制度：「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」第12條規定，公司董事、監察人、經理人、持有公司股份超過百分之十的股東及其他相關人員獲悉公司董事會決議買回股份之重大消息後，在該重大消息未公開前，不得買賣公司股票，否則即構成所謂之內線交易，違反公司法第157條之規定。

## 2.2 股票購回相關研究

### 1. 股票購回動機

#### (1) 訊號發射假說 (Information Signal Hypothesis)

即公司擁有較多資訊，了解公司實質價值，願意買回公司股票代表目前公司股價被低估，是便宜的投資標的。訊號發射假說也假設市場在得知公司實施庫藏股的消息後，會刺激該公司股價朝正向反應，擁有異常報酬率。如果以會計的觀點來看，公司買回自家股票，由於依法其不得享有股東分配股利等股東基本權，故在其持有期間計算每股盈餘時，因分母（流通在外股數）減少，確會使每股盈餘增加，並可能促使股價上漲。包括Dann（1981）、Vermaelen（1981）的研究均證明，公司宣佈買回庫藏股後，股價會有正向的異常報酬，並以此推論投資人對公司宣佈買回庫藏股，視為是公司傳達股價被低估，未來營運與股價將優於預期。

Vermaelen(1981)以美國為主要研究對象，包含兩個研究樣本期間。其一為1962年至1977年公司以公開收購方式的宣告，共131次。其二為1970年1月至1978年4月以公開市場買回方式宣告，共243次。此研究主要是檢視以公開市場或以公開標購方式買回自家股份，是否會使股價上揚，且驗證了訊號發射假說，無論是公開市場或是公開標售，都帶來正的股價反應，但以公開標售的效果較佳。研究結果支持訊號發射假說，其中尤以小公司更為顯著，分析其主要原因可能是小公司平常較少受分析師注意，易於受市場忽略，因此價格被低估情況較為嚴重，所以小公司普遍熱衷於透過公開收購方式購回庫藏股，更能支持訊號發射假說。至於個人稅負節省假說、財務槓桿假說與剝奪債權人財務假說方面，都沒有獲得合理的解釋。



Dann(1981)探討當公司買回股份時，對公司股東與債權人財富的影響，並驗證三個假說，分別是個人節稅假說、訊號發射假說與財富移轉假說。該研究自 Wall Street Journal 及 Investment Dealer's Digest 選取122 家公司共143 次以公開收購方式買回股份為樣本，研究結果顯示公司宣佈買回本公司股份後一日內普通股股東會有顯著的正向報酬率。各假說的驗證結果如下：(一) 以公開收購方式，宣告買回後二日普通股之累積平均異常報酬為15.41%，支持訊號發射假說。(二) 可轉換債券和可轉換特別股也有正向的財富變化，只是明顯小於普通股。此結果表示其他證券持有人並不因為普通股股東財富增加而受損失，所以不支持財富移轉假說。(三) 研究結果無法直接拒絕個人節稅假說。

Ofer and Thakor (1987) 在有關現金股利增發與股票購回宣告效果的比較上，首先發展一個模型解釋，為何股票購回宣告平均來說比股利宣告有顯著較高的股價反應。他們指出雖然公司無論是分配現金股利或是進行股票購回，都有可能要作成本較高的外部融資，但是有進行股票購回的公司管理者在股票購回後其對公司的持股將會增加，這將使得風險趨避的管理者的風險增加，而形成另一種成本，也就是說現金股利的信號成本比股票購回低。當公司的價值被低估的程度低的時候，管理者會以較低成本的現金股利作為發射信號的工具。當公司的價值被低估的程度高時，管理者則會以較高成本的股票購回作為發射信號的工具。

Tsetsekos, Kaufman, and Gitman (1991)則係對美國1,000 家主要大型公司之財務主管，以問卷調查之方式，調查公司買回本公司股份之動機、買回股份之方式。研究發現百分之六十六之公司，係在股價過低之情形下宣告買回，同時買回方式以自公開市場買入最多，佔81%。買回動機上，用以改變資本結構最多佔33%，其次為提高股價25%、向市場發射訊息18%。但如考慮股價等因素亦為訊號發射動機時，則其比率提高至54%高，訊號發射仍是最重要之買回動機，且買回公司股份係融資決策，而非投資決策。然而Tsetsekos et al.(1991)因僅對大型公

司調查，無法顯示其他規模較小企業之情況，因此研究樣本有其限制。

Denis, Denis and Sarin (1994) 則以資訊信號假說、股利代理問題假說以及股利租稅效應假說解釋股利改變宣告效果，發現股利變動宣告的超額報酬與標準化股利變化(股利改變的幅度/公司權益的價值)以及股利收益率正相關，與Tobin's Q 則沒有關係。他們並進一步發現分析師在股利改變後顯著地修正其盈餘預測，而且Tobin's Q小於一 的公司在股利增加後的确會增加其資本支出，在股利減少後，則會減少其資本支出。整體來說，其研究結果支持資訊信號假說以及股利租稅效應假說，而不太支持可支配現金流量假說。

Bartov、Krinsky and Lee (1998) 則合併Ho、Liu and Ramanan (1997) 1987至1992 年股票購回的樣本，以及Bartov (1991) 1986 年的樣本，比較股票購回樣本和對照之股利增加樣本兩組，以單一變數檢定和多元迴歸分析研究三個解釋變數的影響力，分別為：帳面價值對市價比、員工選擇權約當轉換股數以流通在外股數規格化，及機構性投資人佔公司所有權比例，實證結果顯示當公司股價被低估越嚴重、經理人獎勵計劃選擇權比例越高以及機構性投資人持股越高時，公司都越可能採行股票購回，代表此三項考量皆可能為公司是否購回庫藏股的決定因素。

Brockman and Chung (2001) 則是以香港股票交易獨特的揭露環境為研究對象，由於香港政府要求公司在進行股票購回後的第二個交易日必須要揭露其股票購回的相關價量資料，因此Brockman 與Chung 得以實際的股票購回日而非股票購回宣告日進行實證研究，研究結果發現，在公司進行股票購回時，買賣價差會擴大，因此證實管理者在進行股票購回時的確有擇時能力。然而，市場流動性的變動只有在實際股票購回日時顯著變小，到了資訊揭露日時就已回歸正常水準。

林樹源(2002)之研究結果發現，國內上市櫃公司實施庫藏股買回最主要的策略考量，不管是訊息宣告策略或股價維護策略，皆以護盤為重心，至於財務運用策略則較被公司所忽視。經與業界實地訪談了解後，亦多表認同，基此本研究建議上市櫃公司於實施庫藏股買回時，除了首重維護股價外，（一）也應評估財務能力和資本結構的影響；（二）可藉由實施庫藏股來調整公司的資本結構至較合理的水準。

## （2） 股利替代假說(The Dividends Substitution Hypothesis)

此假說又稱個人節稅假說（Personal Taxation Hypothesis）或超額資本假說（Excess Capital Hypothesis），當公司有超額資本時，公司可保留現金或分配給股東（Jensen, 1986），買回庫藏股可當作是將超額資本返還給股東的一種方式，也就是買回庫藏股可用來代替現金股利的分配，是現金支付股東的一種政策（Netter and Mitchell, 1989）。理論上，當股東的資本利得稅較股利所得稅為低時，公司以買回庫藏股的方式代替現金股利的分配，將使股東因節稅的效果而獲得利益；如Grullon and Michaely(2002)研究指出，市場對此稅賦效果是具正向反應。尤其台灣目前為無資本利得稅的現況下，則此假說為真之可能性或許會更高。

Barclay and Smith（1988）：針對各種現金分配方式的相關成本進行分析，提出股票購回較現金股利佔稅負優勢、公開市場股票購回資訊不對稱問題最大，以及公開股權收購的現金費用最高等。並以年度買賣價差在股票購回宣告後會擴大，來支持現金股利依然風行一時的原因。

Netter and Mitchell(1989)該研究測試1987年10月19日美國股市崩盤後兩週內宣告買回庫藏股票公司之股價變動，以及內部人是否因擁有較多的內部資訊，而在崩盤後股價產生異常下跌情況時買入公司股票，獲取異常報酬。該研究



以1987年10月19日美國股市崩盤後兩週內宣告買回庫藏股票之公司為樣本。由於樣本有事件日集中，異常報酬率並不獨立，因此依相同事件日分成10個投資組合，以事件研究法中的市場模式計算異常報酬率。研究結果顯示：(一) 宣告前股價有異常下跌現象，宣告後則有顯著的正向平均異常報酬率，此結果支持訊號發射假說。(二) 內部人買入公司股票前，股價有異常下跌情況，買入後股價則有顯著上升；當內部人賣出公司股票前，股價有異常上漲，賣出後股價維持不變或降低。此結果證明內部人具有研判公司價值高估或低估的顯著優勢。(三) 間接證據顯示，大部分公司在其後的四個月中並未完成其預計買回的計劃。

Grullon and Michaely (2002) 研究1972~2000年15843家美國公司後發現，股票購回不只是美國公司現金分配的一種重要方式，而且會取代股利，實證結果顯示，有股票購回的公司，在減少股利時，股價下跌的程度顯著地比沒有股票購回的公司小，表示就資訊信號的放射效果而言，現金股利與股票購回之間會有替代性。

針對此假說，Jagannathan, Stephens and, Weisbach (2000) 則指出，股票購回與現金股利係被不同的公司在不同的時機使用，股票購回係在公司有較高的短暫非營運現金時使用，進行股票購回的公司通常有較不穩定的現金流量，而現金股利係被有較高的恆常營運現金流量的公司所支付，分配現金股利的公司通常有較穩定的現金流量。Guay 與Harford (2000) 的實證結果也發現，公司選擇增加現金股利以分配相對持久的現金流量，而選擇股票購回以分配相對短暫的現金流量，而且股利增加的公司相對於股票購回的公司提高支付後的現金流量水準較不會回復到提高支付前的水準。因此，就資金來源的觀點來說，現金股利與股票購回之間並不具有替代性。

Guay and Harford (2000) 的實證結果也發現，當不考慮投資人對現金流量

持久性的預期時，股票購回宣告的確比現金股利增發宣告有較大的市場反應。但是在考慮投資人對現金流量持久性的預期後，由於投資人認為增發現金股利是公司在傳達現金流量是持久的信號，進行股票購回是公司在傳達現金流量是短暫的信號，當公司實際的支付行為超乎投資人的預期時，投資人對公司增發現金股利的反應會比進行股票購回的反應大。

De Jong, van Dijk, and Veld (2001) 對加拿大前五百大的上市公司以問卷取得之公司特性資料進行了股利政策及股票買回之研究。由於加拿大股票買回之計畫需經由交易所的核准，且並不像美國公司在宣告後可只買回部份股份或甚至完全不買回，這是與美國相異之處。其研究發現公司在進行股利發放決策時會先根據自由現金流量決定分配與否，其次才依投資人稅率與經理人行為偏好來決定分配形式（現金股利、股票購回或兩者皆進行）。同時，結論也顯示外部人間之資訊不對稱問題造成股東對股利的偏好優於股票買回。

### (3) 財務槓桿假說(The Leverage Hypothesis)

又稱公司稅盾假說。股票購回所需資金，若由舉債支應，則會增加利息支出，而利息支出的增加，會使得公司應繳稅額減少，此稅盾的好處會轉移給股東，進而促使股價上漲，如Dittmar(2000)在探討公司買回股份的動機，和過去研究不同的是，該研究同時探討所有買回的動機，以免忽略各假說之間的關係。該研究驗證的假說包括。超額資本假說（股利分派政策）、股價低估假說（投資政策）、財務槓桿假說（資本結構政策）、經理人動機假說（報償政策）和反併購假說（公司控制政策）。研究樣本自1977 至1996 年，以年為單位選取橫斷面資料，以Tobit model 進行測試，研究結果如下：(一) 研究樣本期限內各期間都顯著支持股價低估假說。(二) 研究樣本期限內很多期間支持超額資本假說，即公司有超額資本（即公司握有的資金超過其投資機會）時，會買回股份。但研究同時顯示

買回股份的公司股利支付率並不比未買回公司低，即公司買回股份並非用於取代股利，因此股利替代假說並不成立。(三) 1987 年以後的資料都支持財務槓桿假說，財務槓桿較低的公司較有可能買回股份。(四) 經理人動機假說顯著支持，經理人擁有愈多的選擇權，公司愈會買回股份。(五) 反併購假說在部分期間獲得支持，在公司遭受被併購的威脅時，有可能會買回公司股份做防衛。(六) 以市場調整法計算得到的前期報酬率較低的公司並不會顯著的買回公司股份。

#### (4) 自由現金流量假說 (Free Cash Flow Hypothesis)

Jensen(1986)指出當公司宣告買回庫藏股是傳達公司對未來沒有可行之投資機會時，故將剩餘的自由現金發還給股東，此舉避免不必要的投資並降低代理成本以增進公司價值，故對股價有正面效果。

#### 2. 股票購回對股價之影響

雖然庫藏股交易之動機有以上不同的解釋，但大多數文獻皆支持訊號發射假說，即投資人將此決策解釋為管理者對目前及未來盈餘具有信心，認為公司股價被低估，故實證上大多顯示庫藏股宣告對股價有正向反應。如：Dann(1981)及 Vermaelen(1981)研究顯示，因股價低做而買回公司股份，在宣告的一日內，有顯示且可觀的超額報酬。

但就長期是否具有超額報酬而言，Dann(1981) 及 Vermaelen(1981)認為股價的改變是持久性的，不會在之後的期間跌回未宣告前之水準。而 Netter and Mitchell(1989)與 Comment and Jarrell(1991)也發現其股票購回公司之股價正向反應也持續了四十天及九週。且 Lakonishok and Vermaelen (1990) 以 1962~1986 年間 NYSE、AMEX 及 OTC 等證券市場之 258 家宣告公開收購買回 (Open market repurchase) 庫藏股票上市公司為樣本，以迴歸分析、統計檢定研究在公告期間後

執行購回之異常報酬，研究發現：1.於公開收購宣告期間到期日前購回股份，在短於一星期內可能產生超過9%之異常報酬。2.庫藏股宣告購回公司之投資組合在購回後賺得顯著之正向異常報酬，此效果尤其以小公司在宣告購回到期日後22個月內，獲得24%之異常報酬最顯著。其就理論上解釋此結果，乃市場低估藉由購回庫藏股宣告訊息發射之價值，而這些公司在股價低於實質價值時購回其股份，故獲得較大之正向異常報酬。

Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen (1995) 以公司帳面值對市值比 (book-to-market ratio) 為劃分基準，將所有宣告公開市場股票購回的公司分為五種等級，比值最低的一組為魅力型股票 (glamour stocks)，最高的一組則為價值型股票 (value stocks)。依據作者的實證結果，由於價值型股票被低估的程度最嚴重，故在宣告股票購回後會出現較明顯的股價異常報酬；相反的，魅力型的股票則不明顯，所以價值低估應為公司購回股票的重要動機，且宣告購回對公司股價的長期績效也有正面的影響。而他們亦認為，公司的管理者一般並不喜歡一次宣告買回大比例的股份，而偏好在較長的期間實施多次的小額比例買回庫藏股之宣告，因為假如公司在市場宣告庫藏股買回時，當市場僅有低度的反應時，此時公司即可增加宣告買回的次數，以向市場傳達公司股價被持續低估的訊息，此時對市場也有較強的說服力。

李宗祥 (2000)，研究期間為2000年8月-2000年12月。研究樣本以128家上市公司，執行買回公司股份共計229家次，且以買回期間屆滿之宣告家次為樣本。研究方法，對上市公司管理當局買回本公司股份之研究採問卷調查法；對買回本公司股份宣告之研究採事件研究法之市場模型，估計個別樣本之異常報酬、累積異常報酬與全體樣本之平均異常報酬、累積平均異常報酬，以單因子變數分析及相關檢定分析研究。研究結果發現：對上市公司管理當局買回本公司股份最重要動機為股價被低估；買回本公司股份宣告後股價有正向異常報酬，且實際買回比

率大於樣本平均值之公司，及股價淨值比小於平均樣本平均值之公司，買回公司股份後之異常報酬較顯著。

### 3 宣告後對股價反應之影響因素

#### (1) 購回方式

過去文獻大多針對公開市場買回(Open market Repurchase)及公開股權收購(Tender Offer)兩種方式進行比較。Dann(1981) 及Vermaelen(1981)研究顯示公開市場買回與公開股權收購兩種異常報酬皆為正，但以公開股權收購對股價之正面效果更顯著。

且Brennan and Thakor (1990) 強調對不同類別投資人的資訊效果，因為股票購回至少會改變一些股東的持股比例，所以會強迫投資人產生資訊收集的成本，或將自己暴露於和有資訊投資人交易的風險下。他們的研究認為資訊成本的存在限制了股票購回的使用，因此相關資訊揭露較完善的公司對投資人來說資訊成本較小，市場對這類公司的反應因而較佳。同時，他們也認為股票購回會導致握有充分資訊的大股東與無資訊小股東間的財富重分配。因為大股東有充分的資訊知道現在的股價是高估或低估，而小股東卻常常容易將股票在低點出售或股價已高估卻還持有，因此財富便從小股東手中移轉到大股東身上去了。因此，最後結論認為當分配規模很小時，多數投資人會支持股利分配；當規模較大時，多數投資人會偏好公開市場股票購回；最後當分配規模極大時，公開股權收購的方式會最受歡迎。

#### (2) 宣告買回比率與實際買回比率

Stephens and Weisbach (1998) 以公司「宣告買回股票數量」以及「實際購



回狀況」為範疇探討公司股票購回的重要動機。因為公司以公開市場方式買回自家股份，實際買回股份的數量並不一定要跟宣告預定買回數量相同，所以作者以1981年到1990年為期間，美國公司所做的公開市場買回宣告為研究對象，研究公司經理人實際買回自家股票數目的行為。其結論為：(一)以本研究的樣本來看，公司經理人在宣告後3年的實際買回數目占預定買回數目比，約為74%到82%。(二)股票實際購回的數目與先前股價呈現負向顯著關係，此與資訊不對稱假說 (asymmetric information hypothesis) 一致，表示經理人會不會增加購回自家股份的數目，視股價被低估的程度而定。(三)預期公司現金流量與非預期現金流量 (expected and unexpected cash flows) 與實際買回數目呈正向顯著關係，表示經理人會根據公司所擁有的現金部位積極地調整購回行為。根據實證結果，作者認為公司確實會運用公開市場股票購回計畫所具有的彈性，且此彈性是造成公開市場股票購回計畫相較其他購回股票方式為普及的原因之一。

### (3) 規模與淨值市價比效果

因小公司較常被投資人忽略，故資訊不對稱的程度較大，當小公司認為其股價被低估，並利用股票買回向市場傳達訊息時，應會有較大的超額報酬，如Vermaelen(1981)發現宣告後股價反應與公司規模呈反向關係，即公司規模越小，宣告後超額報酬越大。

而Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen(2000)使用了加拿大自1989年至1997年共1069件的購回資料進行研究。因企業必須每月申報其實際購回數量，可以更了解其購回動機為何。利用單因子模型及Fama and French的三因子模型計算異常報酬，與美國股票市場一致，實證結果顯示股票購回之公司會有正向異常報酬且價值型股票其購回完成比率較高。因每個月有詳細買回資料，當經理人發現股價下跌時會買回更多股份，表示經理人對公司價值是否被低估是購回一個重要

的考量。且當公司股價表現較差，公司價值被低估的情形越嚴重，宣告後的完成比例往往會較高。因此表示宣告後的完成比率愈高，除了代表經理人對公司的未來愈有信心，後續營業期間也應該伴隨著較佳的營運績效。

## 2.3 股利政策相關研究

### 1. 股利無關理論 (Dividend Irrelevance Theory)

Miller & Modigliani (1961) 認為公司價值決定於投資決策所產生的現金流量，而股利政策乃屬於融資決策一環，因此在其建構之基本假設下(其假設包括：存在完全資本市場，所有投資者均為理性行為者，對於股利分配或是資本利得並無特別偏好。) 股利政策不影響公司價值；股東可以利用自製股利(Homemade Dividend)以滿足其對股利政策之偏好，因此公司所採用的股利政策並不會影響公司價值。財務槓桿對資金成本的影響非常有限，公司投資政策與股利政策是獨立無關的，公司的權益成本不受股利政策的影響。

### 2. Gordon Growth Model (又稱為「一鳥在手理論 (The Bird-in-Hand)」)

Gordon (1963) 認為投資人對於公司藉由保留盈餘再投資所產生的資本利得，其不確定性比股利支付的不確定性還大，所以當公司改變股利政策以降低現金股利支付時，股東及投資者會要求較高的必要報酬率，以補償其負擔額外之不確定性，此時股票價格就會下跌；因此，公司應訂定高股利政策，以使公司股票價值極大化。

### 3. 稅賦效果

Farrar and Selwyn (1967) 提出所得偏好理論 (The Tax Preference Theory) ，

運用部份均衡分析法，認為在股利稅率比資本利得稅率高的時候，投資者會比較喜歡公司支付較少的股利，而將多餘的盈餘保留下來以作為再投資之用，等到將來股價上漲時再賺取資本利得；因此，公司應採行低股利率政策，而使其本身的價值極大化。Miller and Scholes（1978）認為股利收入所產生之個人所得稅可以與公司負債利息所產生之稅盾效果相抵銷，所以個人對於股利分配與資本利得並無差異；因此，即使存在個人與公司所得稅，公司價值仍與股利政策無關。

Masulis and Trueman（1986）認為當股東為低稅率族群時，遞延支付股利的成本可能相當大，因此公司最好支付股利；相反的，當股東為高稅率族群時，他們會要求公司將盈餘保留在公司進行再投資，而不要分配股利。因此，如果股東能根據其本身之稅率級差，購買股利政策適合其偏好之公司股票，則可以消除此種不一致之股利政策要求。

#### 4. 股利代理理論（Agency Theory）



在Jesen and Meckling（1976）的理論中，認為公司的經營管理者並不全然是公司的所有者，而在經營管理者與股東各自追求自身最大效用的情況下，會與追求股東最大財富的目標相衝突，於是產生了代理問題；而為了避免管理當局違反追求最大化股東財富的目標，則會產生一些代理成本（積極的誘因或消極的監督成本）以促使管理當局追求最大化股東財富；而最大化公司價值的方法，即在採用最佳的監督與約束成本以使總代理成本最小。

Rozeff（1982）以代理理論來解釋最佳股利政策的存在，他認為在不考慮稅負的情況，公司應儘量配發股利，迫使管理當局必須向外融資，如此可以使公司內部經營實況暴露在外部投資人的監督下，以減少代理成本之產生；但相對的，公司資金來源的資金成本，也會隨外部融資的增加而增高。所以公司的股利政策



就必須在外部融資成本與代理成本間做一權衡 (trade-off)。而其實證結果則發現，成長率、內部人持股比率與股利支付比率均呈現負相關；而股東人數則與股利支付則呈正相關，且風險較高的公司其股利支付率較低。

La porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (1999) 研究各國的代理問題與股利政策，考慮不同的金融市場與法律環境對公司股利政策的影響。作者根據『結果模型』 (Outcome Model) 和『替代模型』 (Substitute Model) 和股利分配間的關係進行探討。『結果模型』是指當法律對投資人有愈多的保護，外部股東可經由法律的力量對公司內部監督，促使公司多分配股利。『替代模型』是指股利是投資人保護的法律機制替代，愈少保護的環境下，公司的聲譽更為重要。公司內部為維持聲譽且為有利於未來外部資金取得，公司傾向多分配股利。其對 33 國 4,103 家公司進行實證後，其結果支持『結果模型』，即表示投資人保護愈完善的國家，公司有較高的股利支付率。

## 5. 訊號發射假說

Lintner (1956) 詢問一些公司管理者對於股利政策的決定，發現以下幾點準則：(1) 公司有長期的現金股利分配率目標，成熟型公司有較高的股利分配率，而成長型的公司則較低。(2) 管理當局較重視現金股利支付率的變動，而非現金股利之絕對金額。(3) 股利應隨長期性可維持盈餘的變動而變動，使股利平滑化。(4) 管理當局除非有信心維持一定的股利趨勢，否則不喜歡變動股利。愈保守公司，其調整速度 (adjustment ratio) 越慢；因此，股利分配決定於目前盈餘及以往股利，而以往股利又決定於以往盈餘及股利，所以當期的股利分配為目前及過去盈餘的加權平均。

Kent and Phillips (1993) 從管理者的角度出發，藉由問卷實際調查公司財務主

管對股票股利的觀點，以找出公司決定配發股票股利的動機。其研究樣本為在美國/紐約證券交易所與那斯達克掛牌上市的公司中，其1988 至1990年間至少分配過一次股票股利的公司共312 家，對這312 家公司的財務主管進行問卷調查。從回收問卷的136 家公司填答的結果歸納出，管理者主要認為股票股利對投資者有正向的心理影響，且相信股票股利可以傳達對公司未來遠景樂觀的信心，此結果和以往實證所支持的訊號發射假說一致。而有關公司配發股票股利的主要動機方面，調查的結果是維持公司過去配發股票股利的傳統，其次為傳達管理者對公司未來的樂觀預期。

Fama and French(2001)使用CRSP 和Compustat 這兩個資料庫來觀察美國上市公司在1926-99 年間，現金股利分配的行為，發現從1978年以後，美國上市公司分配現金股利的家數佔全部上市公司的比例，明顯地逐年下降。Fama 和French 採用Logit 迴歸及投資組合 (portfolios) 的統計分析法來探討此一現象。實證結果顯示：(1)支付現金股利的公司特性是獲利率高、成長機會低、公司規模大。而不支付股利的公司特性是獲利率低、成長機會高、公司規模小。(2)造成1978 年後，上市公司分配現金股利的家數佔全部上市公司的比例逐年下降的原因為：(1)1978 年以後美國的上市公司，大多屬於具有不支付股利公司特性的公司，也就是說1978 年以後美國上市公司的公司特性發生明顯的變化。(2)美國的上市公司在1978 年以後支付股利的傾向降低了。

## 6. 顧客效果理論 (Clientele Effects Theory)

在不完美資本市場下，由於存在稅負、交易成本、及發行成本，使投資人亦存在著不同的偏好，有些人偏好資本利得，有些則偏好股利收入；因此，Miller and Modigliani (1961) 提出「顧客效果理論」。公司可以建立一套自己心中認為最適當的股利政策，而投資者會根據自己的偏好，來購買符合偏好股利政策之公司

股票。

Dhatt, Kim and Mukherji (1997)發現韓國的股票市場從1987 年之後，分配股票股利公司的比例突然增多，因此作者在探討1987 年8 月的商業法規規定股票的面值從500韓圓改為5000 韓圓，是否和分配股票股利公司的增多有關連。因此其研究期間分為1987 年8 月之前和之後兩個期間，採用多元迴歸分析以配股率高低為應變數和股票股利宣告前公司的總資產、帳面和市值比、股價以及宣告後公司的權益報酬率等自變數的關係。實證結果發現，1987 年8 月之後，配股率的高低和股價有顯著正相關、和公司總資產有顯著負相關；而1987 年8 月之前，這些變數皆不顯著。另外，無論那一個期間，其宣告的異常報酬和配股率都呈現顯著的正相關。由此推論，在1987 年8 月之後，股票股利在南韓股票市場所扮演的角色，主要在將股價從高的水準往下調整。

## 2.4 文獻探討對本研究的涵意

本研究之文獻探討主要是著重在公司對股利政策與股票購回的差異，本節將對過去文獻做一個綜合性的結論。

投資人對於公司增發股利會有正面評價，投資人對於公司進行股票購回也會有正面評價。由過去的文獻中可知，公司股價無論是在公司分配現金股利或是在公司進行股票購回的宣告期間都有正面報酬，而且之後也會有良好的長期股價表現。此一現象或許可以解釋成是投資人對於公司增發股利或是進行股票購回等事件在一開始有反應不足的情況，也可以顯現出公司無論是增發股利或是進行股票購回的確都放射著公司未來前景良好的信號。

股利政策變動宣告效果與股票購回宣告效果之影響因素相似由過去的文獻

可知，用以解釋影響股利政策變動宣告效果的因素有訊號發射假說、股利代理問題假說（可支配現金流量假說）、稅賦效果假說以及顧客效果理論，用以解釋影響股票購回宣告效果的因素則有訊號發射假說、股利替代假說、財務槓桿假說、自由現金流量假說等，其中資訊信號假說以及可支配現金流量假說可以用來解釋這兩種不同的盈餘分配方式之宣告效果，可見股利變動與股票購回之間有許多共同的比較基礎。

資訊信號假說是影響股利政策變動宣告效果與股票購回宣告效果的最重要影響因素在股利政策變動的文獻中，無論是現金股利變動或者是股票股利變動，大多數的文獻都認同與傳遞公司發展前景的訊號有關。在與股票購回有關的文獻中，股價低估是進行股票購回的最主要原因，管理者想要藉由股票購回傳遞給外部投資人公司經營情況良好的資訊。

股票購回不會影響到現金股利增發的資金來源，但是股票購回會影響股利變動的宣告效果Jagannathan, Stephens 與Weisbach（2000）以及Guay 與Harford（2000）都指出，股票購回與現金股利係被不同的公司在不同的時機使用，公司選擇增加現金股利以分配相對持久的現金流量，而選擇股票購回以分配相對短暫的現金流量，因此，現金股利增發與股票購回在資金來源上並不衝突。然而，由於股利政策變動與股票購回都是在放射公司經營情況的信號，Grullon 與Michaely（2002）的實證結果即顯示，有股票購回的公司減少股利時其股價下跌的程度顯著地比沒有股票購回的公司小，因此，股票購回會影響股利政策變動的宣告效果。

## 三、研究設計

本章共分三節，第一節依過去文獻建立研究假說，第二節介紹研究方法及變數定義，第三節說明資料來源與樣本選擇。

### 3.1 建立假說

**假說一：**由於公司以現金股利及股票買回方式分配超額現金，故庫藏股實施及現金股利將與公司之現金及息前稅前折舊前淨利兩者均成正相關。

Netter and Mitchell(1989)認為買回庫藏股可當作是將超額資本返還給股東的一種方式，是現金支付股東的一種政策。潘玉娟（2001）之實證結果發現國內上市公司可能因為自由現金流量過高而購回股票。

**假說二：**由於營運現金流量較非營運現金流量具穩定性，故營業淨利之多寡與現金股利成正相關，非營業淨利之多寡與股票買回成正相關。

Jagannathan, Stephens and Weisbach（2000）與Guay and Harford（2000）實證發現股票買回公司具有較多暫時性的非營運現金流量，而增發現金股利之公司具有較多穩定性營運現金流量，且湯翠萍(2004)亦認為選擇庫藏股為現金分配方式為增加公司財務決策彈性之考量。

**假說三：**選擇股利分配的公司規模較不分配股利的公司規模大

Fama and French(2001)實證結果顯示支付現金股利的公司特性是獲利率高、成長機會低、公司規模大。陳欣伶(2003)亦發現在台灣股票購回之公司傾向為大資產規模之企業。

**假說四：**公司若以股票買回做為現金分配方式，則意謂股價及公司價值被低估。



根據Dann(1981)、Vermaelen(1981)與Dittmar(2000)之研究皆認為公司股價被低估，是實施股票買回之主要動機，且Stephens and Weisbach (1998)實證發現，公司股價被低估時，公司傾向宣告股票買回。游朝旭(2001)發現宣告股票購回前，上市公司股價有非理性下跌的現象，表示公司可能為了護盤而購回股票。

## 3.2 研究方法與變數定義

本研究主要在檢驗當公司將現金分配給股東時，採取現金股利及庫藏股兩種不同的公司股利分配形式，其公司特性有何差異，並希望發現影響公司選擇庫藏股或現金股利之主要影響之因素。研究方法分為敘述性統計分析、單變量差異分析、與多變量差異分析，以下將進行說明：

### 1. 敘述性統計分析

針對研究期間內樣本公司以庫藏股分配之情形作一比較說明，其次對公司特性之觀察值進行敘述統計分析。



### 2. 單變量差異分析

對所選取之樣本公司進行分組，並根據過去文獻建立影響現金分配方式之公司特性變數，以進行單變量因子的差異檢定，而初步分析影響現金分配方式的公司特性。

#### (1) 分組定義

在進行上市公司現金分配方式的差異檢定前，首先將全部樣本公司區分為「分配現金股利」、「未分配現金股利」、「實施庫藏股」、「未實施庫藏股」、「有分配現金」、「未分配現金」、及「兩者皆採行」共七組，各組定義如下：

第一組：未分配現金

該公司當年度均無實施庫藏股或支付現金股利之現金分配行為。

#### 第二組：有分配現金

該公司當年度有實施庫藏股或有支付現金股利之現金分配行為。

#### 第三組：未支付現金股利

該公司於當年度未支付現金股利。

#### 第四組：支付現金股利

該公司於當年度有支付現金股利。

#### 第五組：未實施庫藏股

該公司於當年度未實施庫藏股買回。

#### 第六組：實施庫藏股

該公司於當年度有實施庫藏股買回。



#### 第七組：兩者皆採行

該公司當年度實施庫藏股與支付現金股利兩者現金分配行為皆採行

### (2) 變數定義

#### 1. 公司規模 (SIZE)

以實施庫藏股前一年年底之公司資產總值取自然對數為公司規模之代理變數。

#### 2. 營業淨利 (OPER)

以實施庫藏股前一年之營業淨利除以資產總值為穩定性現金流量之代理變

數。

3. 非營業淨利 (NOPER)

以實施庫藏股前一年之非營業淨利除以資產總值為非穩定性現金流量之代理變數。

4. 負債比率(DEBT)

以實施庫藏股前一年年底之長期負債除以資產總值為負債比率之代理變數。

5. 現金(CASH)

以實施庫藏股前一年年底之現金加約當現金除以資產總值為現金之代理變數。

6. 息前稅前折舊前淨利(EBITDA)

以實施庫藏股前一年年底息前稅前折舊前淨利除以資產總值為現金流量之代理變數。



7. 帳面價值對市值比(BM)

以實施庫藏股前一年年底之公司帳面價值除以公司市值為帳面價值對市值比之代理變數。

8. 報酬率(RETURN)

以實施庫藏股宣告日起前一年內之股價報酬率為報酬率之代理變數。

9. 每股盈餘(EPS)

即實施庫藏股前一年之每股盈餘

茲將上述變數定義，整理如下表：



表3-1 變數定義

變數名稱	代號	變數定義
公司規模	SIZE	$\ln(\text{資產總值})$
營業淨利	OPER	營業淨利 / 資產總值
非營業淨利	NOPER	非營業淨利 / 資產總值
負債比率	DEBT	負債總額 / 資產總值
現金	CASH	$(\text{現金} + \text{約當現金}) / \text{資產總值}$
息前稅前折舊前淨利	EBIDA	息前稅前折舊前淨利 / 資產總值
帳面價值對市值比	BM	公司帳面價值 / 公司市值
報酬率	RETURN	$(\text{宣告日股價} - \text{宣告日前一年股價}) / \text{宣告日前一年股價}$
每股盈餘	EPS	現金股利總額 / 流通在外股數

### 3. 多變量差異分析

針對單變量差異分析中，對不同現金分配形式具有差異的公司特性變數，進一步採多項 Logit 模型 (Multinomial Logit Model) 與巢狀 Logit 模型 (Nested Logit Model) 檢定上市公司在選擇庫藏股或現金股利做為現金分配形式時主要影響之因素及其決策行為。

#### (1) Logit 模型

##### 1. 多項 Logit 模型

當應變數之分類類別為三類及以上，且類別間無次序關係時，可應用多項 Logit 模型<sup>1</sup>，其結果更好解釋，並且不需要對自變數做多元常態分佈的假設。但應注意的一點是，當應變數中任一兩類別作選擇時，要假設該類別的選擇與其他類別無關。

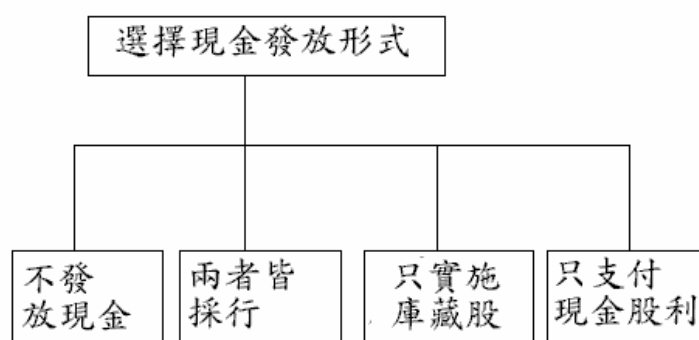


圖 3-1 單階段決策行為

<sup>1</sup> Greene, William H.,(2003) Econometric analysis 5<sup>th</sup> Edition, Prentice Hall, 663-753

對於有  $j = 1, 2, \dots, J$  類的非次序應變數，多項 Logit 模型中假設  $Y$  的機率為：

$$\text{prob}(Y = j) = \frac{e^{\beta_j' x_i}}{1 + \sum_{k=1}^J e^{\beta_k' x_i}} \quad (1)$$

$$\text{and } \text{prob}(Y = 0) = \frac{1}{1 + \sum_{k=1}^J e^{\beta_k' x_i}} \quad (2)$$

$$\text{則多項 Logit 模型可透過以下形式描述：} \ln \left[ \frac{P_{ij}}{P_{ik}} \right] = x_i' (\beta_j - \beta_k) \quad (3)$$

亦即在多項 Logit 模型中，logit 是由應變數中不重複類別對的對比 (contrasts of nonredundant category pairs) 所形成；然後，對每一個 logit 分別立模型。若應變數有  $J + 1$  個類別，多項 Logit 模型中便有  $J$  個 logit，即在多項 Logit 模型中不僅有  $J$  個截距，而且有  $J$  套斜率係數對應於同一套自變數。

多項 Logit 模型迴歸係數 ( $\beta$ ) 測量的是，在控制其他自變數的條件下，對照組某一自變數一單位的變化量相對於參照組的對數發生比的影響。

## 2. 巢狀 Logit 模型

當應變數分類類別間具有分階段進行選擇之行為時，可應用巢狀 Logit 模型<sup>2</sup>。就本研究而言，可利用以下樹狀圖來說明：

<sup>2</sup> Kenneth E. Train, (1993) "Qualitative Choice Analysis: Theory Econometrics, and an Application to Automobile Demand", MIT Press, 44-54

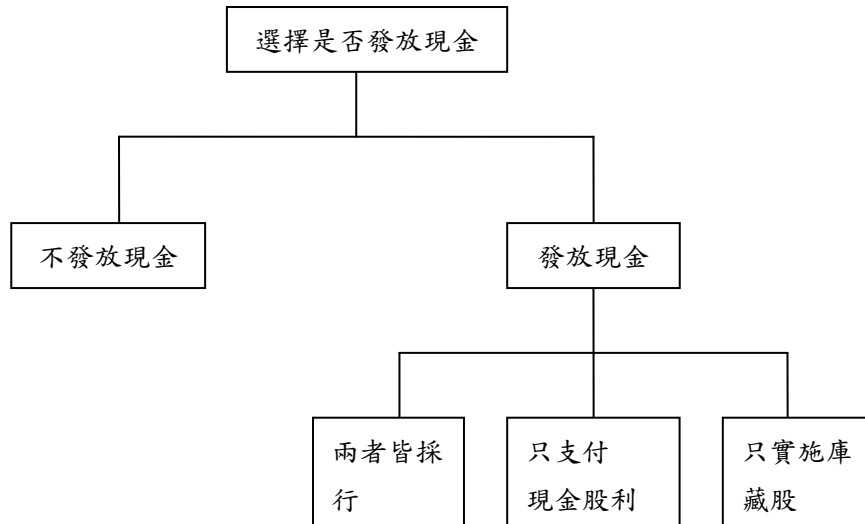


圖 3-2 兩階段決策行為

對於在第一階段有  $L$  個決策集合，以及在第二階段每一決策集合中有  $J_l$  個選擇，其巢狀 Logit 模型中假設每一選擇之機率為：

$$prob[twig_j, branch_l] = P_{jl} = \frac{e^{x'_{jl}\beta + z_l\gamma}}{\sum_{l=1}^L \sum_{j=1}^{J_l} e^{x'_{jl}\beta + z_l\gamma}} \quad (4)$$

接著將以上式子改寫成

$$P_{jl} = P_{j|l} P_l = \left( \frac{e^{x'_{jl}\beta}}{\sum_{j=1}^{J_l} e^{x'_{jl}\beta}} \right) \left( \frac{e^{z_l\gamma}}{\sum_{l=1}^L e^{z_l\gamma}} \right) \frac{\left( \sum_{j=1}^{J_l} e^{x'_{jl}\beta} \right) \left( \sum_{l=1}^L e^{z_l\gamma} \right)}{\left( \sum_{l=1}^L \sum_{j=1}^{J_l} e^{x'_{jl}\beta + z_l\gamma} \right)} \quad (5)$$

$$\text{令 } I_l = \ln \sum_{j=1}^{J_l} e^{x'_{jl}\beta} \quad (6)$$

$$\text{最後可得到 } P_{j|l} = \frac{e^{x'_{jl}\beta}}{\sum_{j=1}^{J_l} e^{x'_{jl}\beta}} \quad \text{及} \quad P_l = \frac{e^{z_l\gamma + \gamma I_l}}{\sum_{l=1}^L e^{z_l\gamma + \gamma I_l}} \quad (7)$$

## (2) 迴歸模式

1. 在進行多項 Logit 迴歸分析前，須先測試自變數之間是否有共線性的問題，若自變數間存在共線性，將會降低估計準確度，因此本研究以皮爾森積差相關係數(Pearson Product-moment Correlation)及變異數膨脹因素來檢定。

積差相關是指兩個變項之間關係密切的程度。積差相關係數的範圍在-1到+1之間，其值越大，表示兩個變項之間的關係越密切。積差相關一般可分為正相關、負相關及零相關。如 $r_{xy} = 0.8$ ，表示X變項和Y變項是正相關，而 $r_{xy} = -0.8$ ，表示X變項和Y變項是負相關，當X變項和Y變項是零相關時，其積差相關係數是0。積差相關的定義公式就是將兩個變項的原始分數化為z分數，然後將兩兩相對的z分數相乘。積差相關係數的定義公式為：
$$r_{xy} = \frac{\sum Z_x Z_y}{N} \quad (8)$$

變異數膨脹因素(Variance Inflation Factor, VIF)可以約略告訴我們變異數在有共線性之下被膨脹的倍數。
$$VIF_i = \frac{1}{1 - R_i^2} \quad (9)$$

2. 進行多項 Logit 迴歸分析，以下列公司特性變數，測試對不同現金分配形式之影響，並利用p值測定各自變數對於應變數是否有顯著關係

3. 進行巢狀 Logit 迴歸分析，以下列公司特性變數，測試對公司選擇分配現金與否及不同現金分配形式之決策行為，並利用p值測定各自變數對於應變數是否有顯著關係

## (3) Logit 迴歸方程式

1. 檢驗當僅有實施庫藏股、僅支付現金股利、無現金分配及實施庫藏股與支付現金股利兩者皆採行時，公司特性與分配方式之關係。

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1(BM_i) + \beta_2(CASH_i) + \beta_3(EBIDA_i) + \beta_4(SIZE_i) + \beta_5(OPER_i) + \beta_6(NOPER_i) + \beta_7(RETURN_i) + \varepsilon_i \quad (10)$$

其中 $Y_i$  = 四種現金分配形式 ( $Y_i=0$  : 無現金分配、 $Y_i=1$  : 僅實施庫藏股、 $Y_i=2$  : 僅支付現金股利、 $Y_i=3$  : 兩者皆採行)

$\beta_j$ =迴歸係數

BM=帳面價值對市值比

CASH=現金

EBIDA=息前稅前折舊前淨利

SIZE=公司規模

OPER=營業淨利

NOPER=非營業淨利

RETURN=報酬率



2. 檢驗當第一階段公司決定是否進行現金分配及若決定分配後，第二階段於僅實施庫藏股、僅支付現金股利、及實施庫藏股與支付現金股利兩者皆採行時，公司特性與決策行為之關係。

$$prob(\text{發放方式}|\text{發放與否}) = P(\alpha_1 CASH_i + \alpha_2 EBITDA_i + \alpha_3 EPS_i + \alpha_4 SIZE_i) \quad (11)$$

$$prob(\text{發放方式}) = P(\gamma_1 BM_i + \gamma_2 EDBT_i + \gamma_3 NOPER_i + \gamma_4 OPER_i + \gamma_5 RETURN_i) \quad (12)$$

$$prob(\text{發放方式}|\text{發放與否}) = prob(\text{發放方式}) \times prob(\text{發放與否}) \quad (13)$$



$\alpha_i$ =迴歸係數

$\gamma_i$ =迴歸係數

BM=帳面價值對市值比

CASH=現金

EBIDA=息前稅前折舊前淨利

EPS=每股盈餘

SIZE=公司規模

DEBT=負債比率

OPER=營業淨利

NOPER=非營業淨利

RETURN=報酬率



### 3.3 資料來源與樣本選擇

#### 一、資料來源

本研究之庫藏股相關資料及財務資料等來源：

(一) 個別公司股票股價與公司財務報表資料由「台灣經濟新報」(Taiwan Economic Journal – TEJ) 資料庫取得。

(二) 公司實施庫藏股之相關資料由台灣證券交易所公開資訊觀測站取得。

#### 二、研究期間與樣本選擇

本文之研究期間為民國89年8月9日庫藏股實施之日起至民國93年12月31日。

樣本選取上由於金融、保險、證券業之產業特性與其他產業相距甚大，國內外學者在進行相關之實證研究時，多將此類產業排除在外（如：Dittmar, 2000；Jagannathan, Stephens, and Weisbach, 2000），因此本研究選取之樣本不含金融、證券、及保險業，並且再剔除財務資料不齊全者，故篩選後之樣本為357家上市公司。

本研究以實施庫藏股之公司為一觀察值，並選取同一產業之上市公司中，同一季之公司總資產與其相近且未實施庫藏股之公司為對照樣本。因此本研究之總觀察樣本數為1746個。

## 四、實證結果與分析

本章共分三節。第一節對研究期間上市公司實施庫藏股的情形作一說明，並透過樣本中相關變數之敘述性統計特性進行分析；第二節以單變量差異分析公司特性間的差異對不同的現金分配方式之影響；第三節則以多變量差異分析檢驗上市公司對於不同現金分配方式的決策行為考量。

### 4.1 敘述統計分析

表4-1為各年度庫藏股買回的情形。由該表可知以93年買回件數、預定買股總金額及預定買回股數為五個年度中最多，但該年度實際買回金額及股數卻最少，故買回金額佔預定買回金額比例只有0.46%。雖然89年度之實際買回金額及股數均非最高，但由於該年度庫藏股只實施近五個月，故若以每月平均買回金額及股數而言則最高，顯示企業對庫藏股制度實施初期之需求十分殷切。

表4-1 各年度庫藏股買回情形

年度	買回件數	預定買回股份 總金額上限 【千元】	預定買 回股數 【千股】	實際買回 總金額 【千元】	實際買回股數 【千股】	實際買回金額 佔 預定比例
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
89	195	416,777,632	2,926,990	18,234,418	1,385,532	4.38%
90	197	684,918,422	3,372,530	25,549,052	1,801,514	3.73%
91	122	554,479,818	2,271,536	26,934,935	1,327,480	4.86%
92	154	567,761,701	2,677,878	30,785,377	1,495,172	5.42%
93	293	1,191,558,090	4,289,504	5,473,732	228,158	0.46%

表4-2為1746個觀察值之公司特性描述。由該表得知帳面對市值比(BM)、每股盈餘(EPS)及公司規模(SIZE)差異較大(標準差分別為1.87、3.177及1.104)，其中帳面對市值比較高為紡織類及電器類股，較低為電子類股；規模較大為電子、塑化類股，最小為食品類股。

公司淨利及持有之現金差異性明顯較小。由此可知，公司規模差異雖大，但獲利能力的差異性卻很小，也造成許多公司經營階層認為其公司股價被低估，而向市場投資人喊話。因此也更加重了庫藏股實施的重要性。

表4-2 公司特性敘述統計值

BM=公司帳面價值/公司市值，CASH=(現金+約當現金)/資產總值，EBITDA=息前稅前折舊前淨利/資產總值，EPS=現金股利總額/流通在外股數，SIZE=ln(資產總值)，DEBT=長期負債/資產總值，NOPER=非營業淨利/資產總值，OPER=營業淨利/資產總值，RETURN=(宣告日股價-宣告日一年前股價)/宣告日一年前股價。

公司特性	最大值	最小值	平均值	標準差
<b>BM</b>	19.743	0.073	1.556	1.870
<b>CASH</b>	0.577	0.000	0.072	0.078
<b>EBITDA</b>	0.564	-0.403	0.005	0.070
<b>EPS</b>	25.960	-9.250	1.152	3.177
<b>SIZE</b>	19.990	13.449	15.957	1.104
<b>DEBT</b>	0.837	0.144	0.407	0.096
<b>NOPER</b>	0.300	0.001	0.041	0.041
<b>OPER</b>	3.269	0.015	0.704	0.481
<b>RETURN</b>	2.581	-0.926	-0.196	0.416

## 4.2 單變量分析

表4-3呈現出不同現金分配方式間公司特性單變量的差異，以下將對差異結果進行分析：

### 1. 公司分配現金與否之差異

表4-3首先就帳面對市值比(BM)觀察得知，不論對於庫藏股或是現金股利，有分配現金者第二、四、六組之帳面對市值（平均值分別為1.146、1.005及1.308）較第一、三、五組（平均值分別為2.404、2.052及1.805）低，表示其市場價值較高，且第二、四、六組之每股盈餘（平均值分別為2.165、2.680及1.250）亦較第一、三、五組（平均值分別為-0.943、-0.223及1.046）高，也表示有分配現金者之獲利能力較好。在息前稅前折舊前淨利的差異程度上，有分配現金或支付現金股利公司之息前稅前折舊前淨利（平均值分別為0.012及0.017）亦較其他組別之公司來得高，表示公司必須具備足夠現金才足以分配給股東。因此長期而言，帳面對市值比低且每股盈餘及現金流量高之公司將是對股東利益較有保障，且較值得參與之投資標的。

表4-4針對有分配現金與未分配現金之公司特性進行差異檢定。所有變數除前一年股價報酬外，皆具顯著性差異。有分配現金的公司對於未分配現金之公司，其帳面對市值比（平均值分別為1.146及2.404）及負債比率（分別為0.097及0.130）顯著較小。而有分配現金的公司對於未分配現金之公司，其現金（平均值分別為0.079及0.056），息前稅前折舊前淨利（平均值分別為0.012及-0.010），每股盈餘（平均值分別為2.165及-0.943），非營業淨利（平均值分別為0.042及0.038）及營業淨利（平均值分別為0.803及0.499）均顯著較高。至於公司規模而

言，有分配現金的公司(平均值為15.993)較未分配現金之公司(平均值為15.883)顯著來得大。總體而言，有分配現金之公司，表示公司營運狀況較穩健且體質也較好，故負債比率較低。而持有之現金充足，獲利能力也優異，因此市場給予較高之評價，其公司價值較不易被低估。





表 4-3 不同現金分配方式之公司特性

變數定義 BM=公司帳面價值/公司市值，CASH=(現金+約當現金)/資產總值，EBITDA=息前稅前折舊前淨利/資產總值，EPS=現金股利總額/流通在外股數，SIZE=ln(資產總值)，DEBT=長期負債/資產總值，NOPER=非營業淨利/資產總值，OPER=營業淨利/資產總值，RETURN=(宣告日股價-宣告日一年前股價)/宣告日一年前股價。

	第一組	第二組	第三組	第四組	第五組	第六組	第七組
	未分配現金	有分配現金	未支付現金股利	支付現金股利	未實施庫藏股	實施庫藏股	兩者皆採行
觀察值個數	569	1177	919	827	873	873	523
<b>BM</b>	2.404	1.146	2.052	1.005	1.805	1.308	1.193
<b>CASH</b>	0.056	0.079	0.061	0.084	0.075	0.068	0.068
<b>EBITDA</b>	-0.010	0.012	-0.006	0.017	0.007	0.003	0.004
<b>EPS</b>	-0.943	2.165	-0.223	2.680	1.046	1.258	1.466
<b>SIZE</b>	15.883	15.993	15.885	16.038	16.040	15.875	15.867
<b>DEBT</b>	0.130	0.097	0.117	0.102	0.118	0.094	0.100
<b>NOPER</b>	0.038	0.042	0.035	0.047	0.051	0.031	0.032
<b>OPER</b>	0.499	0.803	0.563	0.860	0.652	0.756	0.814
<b>RETURN</b>	-0.216	-0.187	-0.235	-0.154	-0.161	-0.232	-0.209

表4-4 分配現金與未分配現金之公司特性差異檢定

BM=公司帳面價值/公司市值，CASH=(現金+約當現金)/資產總值，EBITDA=息前稅前折舊前淨利/資產總值，EPS=現金股利總額/流通在外股數，SIZE=ln(資產總值)，DEBT=長期負債/資產總值，NOPER=非營業淨利/資產總值，OPER=營業淨利/資產總值，RETURN=(宣告日股價-宣告日一年前股價)/宣告日一年前股價。

兩組樣本進行檢定，a表示p值達10%的顯著水準，b表示p值達5%的顯著水準，c表示p值達1%的顯著水準。

變數名稱	分配現金		未分配現金	
	(1)平均值	(2)平均值	(1)-(2)差值	P 值
<b>BM</b>	1.146	2.404	-1.258	0.000 <sup>c</sup>
<b>CASH</b>	0.079	0.056	0.023	0.000 <sup>c</sup>
<b>EBITDA</b>	0.012	-0.010	0.023	0.000 <sup>c</sup>
<b>EPS</b>	2.165	-0.943	3.108	0.000 <sup>c</sup>
<b>SIZE</b>	15.993	15.883	0.110	0.033 <sup>b</sup>
<b>DEBT</b>	0.097	0.130	-0.033	0.000 <sup>c</sup>
<b>NOPER</b>	0.042	0.038	0.004	0.074 <sup>a</sup>
<b>OPER</b>	0.803	0.499	0.304	0.000 <sup>c</sup>
<b>RETURN</b>	-0.187	-0.216	0.029	0.200

## 2. 實施庫藏股與支付現金股利之差異

由表4-5可得知，所有變數除了負債比率之外均有顯著差異。在帳面市值比方面，實施庫藏股的公司（平均值為1.308）較支付現金股利之公司（平均值為1.005）顯著來得高。而實施庫藏股的公司相對於支付現金股利的公司，在現金（平均值分別為0.068及0.084）、息前稅前折舊前淨利（平均值分別為0.003及0.017）、每股盈餘（平均值分別為1.258及2.680）、非營業淨利（平均值分別為0.031及0.047）、營業淨利（平均值分別為0.756及0.860）及前一年股價報酬率（平均值分別為-0.232及-0.154）均顯著較小。而實施庫藏股之公司規模（平均值為15.875）較支付現金股利之公司（平均值為16.038）來得小。

實施庫藏股之公司前一年股價報酬率較支付現金股利之公司來得低，且其帳面對市值比明顯來得較高，因此表示公司股價表現不好，及公司價值被低估，是造成企業買回公司庫藏股的動機之一，符合訊號發射假說（Information Signal Hypothesis）。

而支付現金股利之公司較實施庫藏股之公司的現金、息前稅前折舊前淨利及每股盈餘較高，表示公司傾向將所保留之現金以現金股利之形式分配給股東，而非如預期的將其用來買回公司之庫藏股。但由於此類高現金水位及高獲利能力之公司，其市場給予較高評價，而投資人也樂於進行投資，故其股價較不易被低估，而公司也就不需進行買回庫藏股之動作。

表4-5 實施庫藏股與支付現金股利之公司特性差異檢定

BM=公司帳面價值/公司市值，CASH=(現金+約當現金)/資產總值，EBITDA=息前稅前折舊前淨利/資產總值，EPS=現金股利總額/流通在外股數，SIZE=ln(資產總值)，DEBT=長期負債/資產總值，NOPER=非營業淨利/資產總值，OPER=營業淨利/資產總值，RETURN=(宣告日股價-宣告日一年前股價)/宣告日一年前股價。

兩組樣本進行檢定，a表示p值達10%的顯著水準，b表示p值達5%的顯著水準，c表示p值達1%的顯著水準。

變數名稱	實施庫藏股		支付現金股利	
	(1)平均值	(2)平均值	(1)-(2)差值	P 值
<b>BM</b>	1.308	1.005	0.302	0.000 <sup>C</sup>
<b>CASH</b>	0.068	0.084	-0.015	0.000 <sup>C</sup>
<b>EBITDA</b>	0.003	0.017	-0.014	0.000 <sup>C</sup>
<b>EPS</b>	1.258	2.680	-1.422	0.000 <sup>C</sup>
<b>SIZE</b>	15.875	16.038	-0.163	0.004 <sup>C</sup>
<b>DEBT</b>	0.094	0.102	-0.008	0.322
<b>NOPER</b>	0.031	0.047	-0.016	0.000 <sup>C</sup>
<b>OPER</b>	0.756	0.860	-0.104	0.000 <sup>C</sup>
<b>RETURN</b>	-0.232	-0.154	-0.078	0.000 <sup>C</sup>

### 4.3 多變量分析

本節首先將資料重新分組為第(1)組「實施庫藏股」：公司該年度僅實施庫藏股而未支付現金股利，第(2)組「支付現金股利」：公司該年度僅支付現金股利而未實施庫藏股，第(3)組「無現金分配」：公司該年度未實施庫藏股及未支付現金股利，第(4)組「兩者皆採行」：公司該年度實施庫藏股且有支付現金股利，共四組進行進行多項 Logit (Multinomial Logit Model)迴歸分析及巢狀 Logit (Nested Logit Model)迴歸分析，檢測決策間影響因素的差異，並對兩個模型間進行配適度之比較。

#### (一) 複共線性檢定

在進行多項 Logit (Multinomial Logit Model)迴歸分析前，必須先對迴歸模型是否存在複共線性加以檢定。本研究除了以皮爾森積差相關係數(Pearson Product Moment Correlation)呈現自變數間彼此間的相關性外，並計算各自變數之變異數膨脹因素(Variance Inflation Factor, VIF)<sup>3</sup>，以衡量自變數共線性的程度，當膨脹係數值大於等於10，即表示該自變數與其他自變數間存在嚴重共線性應加以刪除。由表4-6可知各自變數之皮爾森積差相關係數以現金(CASH)與息前稅前折舊前淨利(EBIDTA)間之相關係數0.561最高，其次為負債比率(DEBT)與營業淨利(OPER)間的相關係數-0.314次之，其餘皆在0.3以下。因此整體而言，各自變數間並無高度相關的情形。且VIF均小於2，故推論此多項 Logit (Multinomial Logit Model)所採用之自變數均不存在高度共線性。

#### (二) 多項 Logit (Multinomial Logit Model)迴歸分析結果

表4-7的第一行(column)為第(1)組分別與第(2)、(3)、(4)組比較的Logit迴歸係數與P值，第二行(column)為第(2)組分別與第(1)、(3)、(4)組比較的Logit迴歸係數與P值，第三行(column)為第(3)組分別與第(1)、(2)、(4)組比較的Logit迴歸係數與P值，第四行(column)為第(4)組分別與第(1)、(2)、(3)組比較的Logit迴歸係數與P值。以下為公司特性多變量差異檢測之結果分析：

<sup>3</sup> 林惠玲，陳正倉（2000），「統計學方法與應用二版（下）」，雙葉書廊。

表 4-6 自變數共線性檢測

變數定義 BM=公司帳面價值/公司市值，CASH=(現金+約當現金)/資產總值，EBITDA=息前稅前折舊前淨利/資產總值，EPS=現金股利總額/流通在外股數，SIZE=ln(資產總值)，DEBT=長期負債/資產總值，NOPER=非營業淨利/資產總值，OPER=營業淨利/資產總值，RETURN=(宣告日股價-宣告日一年前股價)/宣告日一年前股價。

	BM	CASH	CF	SIZE	DEBT	NOPER	OPER	RETURN	VIF
<b>BM</b>	1.000								1.230
<b>CASH</b>	-0.243	1.000							1.977
<b>EBITDA</b>	-0.147	0.561	1.000						1.967
<b>SIZE</b>	-0.024	0.038	0.102	1.000					1.188
<b>DEBT</b>	0.083	-0.016	0.077	0.249	1.000				1.376
<b>NOPER</b>	-0.229	0.214	0.229	0.009	0.052	1.000			1.497
<b>OPER</b>	-0.220	0.128	0.000	-0.024	-0.314	0.024	1.000		1.411
<b>RETURN</b>	-0.093	0.240	0.268	0.074	0.015	0.266	-0.031	1.000	1.236

表 4-7 多項 Logit 迴歸分析表

分組定義：第(1)組「實施庫藏股」：公司該年度僅實施庫藏股而未支付現金股利，第(2)組「支付現金股利」：公司該年度僅支付現金股利而未實施庫藏股，第(3)組「無現金分配」：公司該年度未實施庫藏股及未支付現金股利，第(4)組「兩者皆採行」：公司該年度實施庫藏股且有支付現金股利。

BM=公司帳面價值/公司市值，CASH=(現金+約當現金)/資產總值，EBITDA=息前稅前折舊前淨利/資產總值，SIZE=ln(資產總值)，NOPER=非營業淨利/資產總值，OPER=營業淨利/資產總值，RETURN=(宣告日股價-宣告日一年前股價)/宣告日一年前股價。

a 表示 p 值達 10% 的顯著水準，b 表示 p 值達 5% 的顯著水準，c 表示 p 值達 1% 的顯著水準。

	(1)實施庫藏股		(2)支付現金股利		(3)無現金分配		(4)兩者皆採行	
(1)實施庫藏股	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
截距項	--	--	-3.418	0.023 <sup>b</sup>	9.280	0.000	1.105	0.369
BM	--	--	-1.229	0.000	0.280	0.000	-0.380	0.000
CASH	--	--	0.996	0.497	-6.840	0.000	-2.080	0.095
EBITDA	--	--	0.953	0.556	-9.797	0.000	0.406	0.762
SIZE	--	--	0.250	0.002	-0.287	0.000	-0.050	0.463
NOPER	--	--	21.042	0.000	16.753	0.000	-0.571	0.841
OPER	--	--	0.734	0.001	-1.711	0.000	0.697	0.000
RETURN	--	--	0.618	0.010	0.267	0.193	0.427	0.030 <sup>b</sup>
(2)支付現金股利			--	--				
截距項	3.418	0.023 <sup>b</sup>	--	--	12.698	0.000	4.523	0.001
BM	1.229	0.000	--	--	1.508	0.000	0.848	0.000
CASH	-0.996	0.497	--	--	-5.844	0.000	-3.076	0.020 <sup>b</sup>
EBITDA	-0.953	0.556	--	--	-10.750	0.000	-0.547	0.715
SIZE	-0.250	0.002	--	--	-0.537	0.000	-0.300	0.000
NOPER	-21.042	0.000	--	--	-4.290	0.034 <sup>b</sup>	-21.614	0.000
OPER	-0.734	0.001	--	--	-2.445	0.000	-0.037	0.836
RETURN	-0.618	0.010	--	--	-0.351	0.120	-0.191	0.375



表 4-7 多項 Logit 迴歸分析表 (續)

	(1)實施庫藏股		(2)支付現金股利		(3)無現金分配		(4)兩者皆採行	
(3)無現金分配	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
截距項	-9.280	0.000	-12.698	0.000	--	--	-8.175	0.000
BM	-0.280	0.000	-1.508	0.000	--	--	-0.660	0.000
CASH	6.840	0.000	5.844	0.000	--	--	8.920	0.000
EBITDA	9.797	0.000	10.750	0.000	--	--	10.203	0.000
SIZE	0.287	0.000	0.537	0.000	--	--	0.238	0.002
NOPER	-16.753	0.000	4.290	0.034 <sup>b</sup>	--	--	-17.324	0.000
OPER	1.711	0.000	2.445	0.000	--	--	2.408	0.000
RETURN	-0.267	0.193	0.351	0.120	--	--	0.160	0.389
(4)兩者皆採行								
截距項	-1.105	0.369	-4.523	0.001	8.175	0.000	--	--
BM	0.380	0.000	-0.848	0.000	0.660	0.000	--	--
CASH	2.080	0.095	3.076	0.020 <sup>b</sup>	-8.920	0.000	--	--
EBITDA	-0.406	0.762	0.547	0.715	-10.203	0.000	--	--
SIZE	0.050	0.463	0.300	0.000	-0.238	0.002	--	--
NOPER	0.571	0.841	21.614	0.000	17.324	0.000	--	--
OPER	-0.697	0.000	0.037	0.836	-2.408	0.000	--	--
RETURN	-0.427	0.030 <sup>b</sup>	0.191	0.375	-0.160	0.389	--	--
<b>Log likelihood = -1712.652</b>								
<b>McFadden's Likelihood ratio index= 0.275</b>								

首先由現金(CASH)及息前稅前折舊前淨利(EBITDA)來看，第三列之實施庫藏股(估計係數分別為6.840、9.797)、支付現金股利(估計係數分別為5.844、10.750)及兩者皆採行(估計係數分別為8.920、10.203)之公司，均顯著優於無現金分配之公司(P值均為0.000)，此結果與本研究之假說一：由於公司以現金股利及庫藏股方式分配超額現金，故庫藏股實施及現金股利將與公司之現金及息前折舊前淨利兩者

均成正相關之預期一致。表示公司在手中握有充足的現金部位時，才較可能進行庫藏股之買回與現金股利之支付。但對實施庫藏股的公司與支付現金股利的公司之現金及息前稅前折舊前淨利進行比較，則結果較不顯著。

其次僅支付現金股利的公司其營業淨利(OPER)較僅實施庫藏股之公司(估計係數0.734, P值為0.001)及無現金分配之公司(估計係數2.445, 值為0.000)來得高。而實施庫藏股公司之非營業淨利(NOPER)也較無現金分配公司(估計係數16.753, P值為0.000)顯著得高, 但營業淨利(OPER)卻顯著地較僅支付現金股利公司(估計係數-0.734, P值為0.001)、無現金分配公司(估計係數1.711, P值為0.000)及兩者皆採行之公司(估計係數-0.697, P值為0.000)來得低。故支持本研究假說二: 由於營運現金流量較非營運現金流量具穩定性, 故營業淨利之多寡與現金股利成正相關, 非營業淨利之多寡與股票買回成正相關。表示庫藏股買回是在公司有較高的短暫非營運現金時使用, 而現金股利係被有較高的恆常營運現金流量的公司所支付。

在公司規模方面, 實施庫藏股的公司規模較無現金分配的公司(估計係數0.287, P值為0.000)來得大。對支付現金股利的公司規模與實施庫藏股(估計係數0.250, P值為0.002)、無現金分配(估計係數0.537, P值為0.000)及兩者皆採行(估計係數0.300, P值為0.000)的公司相比, 均顯著較後三者大。此結果符合本研究之假說三: 選擇股利分配的公司規模較不分配股利的公司規模大之預期。意味著若公司本身規模夠大時, 會傾向採取支付現金股利的方式將公司盈餘分配給股東。

最後對帳面對市比(BM)而言, 單純實施庫藏股之公司比單純支付現金股利(估計係數-1.229, P值0.000)及庫藏股及現金股利皆採行之公司(估計係數-0.380, P值0.000)顯著較高。此結果符合實施庫藏股動機的訊號發射假說, 表示公司傾向在公司價值被低估時買回庫藏股。另外, 在前一年的股價報酬率方面, 單純實施庫藏股之公司比單純支付現金股利(估計係數0.618, P值0.010)及庫藏股及現金股利皆採行之公司(估計係數0.427, P值0.030)顯著較差。表示公司傾向於股價被表現不好時買回庫藏股。因此, 以上結果符合本研究之假說四: 公司若以股票買回做為現金分配方式, 則股價及公司價值被低估。

表 4-8：Nested Logit Model 結果

分組定義：第(1)組「無現金分配」：公司該年度未實施庫藏股及未支付現金股利，第(2)組「兩者皆採行」：公司該年度實施庫藏股且有支付現金股利，第(3)組「支付現金股利」：公司該年度僅支付現金股利而未實施庫藏股，第(4)組「實施庫藏股」：公司該年度僅實施庫藏股而未支付現金股利。

變數定義 BM=公司帳面價值/公司市值，CASH=(現金+約當現金)/資產總值，EBITDA=息前稅前折舊前淨利/資產總值，EPS=現金股利總額/流通在外股數，SIZE=ln(資產總值)，DEBT=長期負債/資產總值，NOPER=非營業淨利/資產總值，OPER=營業淨利/資產總值，RETURN=(宣告日股價-宣告日一年前股價)/宣告日一年前股價。

a 表示 p 值達 10% 的顯著水準，b 表示 p 值達 5% 的顯著水準，c 表示 p 值達 1% 的顯著水準。

	<u>無現金分配</u>		<u>兩者皆採行</u>		<u>只分配現金股利</u>		<u>只實施庫藏股</u>	
	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
<b>BM</b>			-0.282	0.000 <sup>c</sup>	-0.548	0.001 <sup>c</sup>	0.047	0.277
<b>CASH</b>	-7.442	0.000 <sup>c</sup>						
<b>EBITDA</b>	-3.292	0.035 <sup>b</sup>						
<b>EPS</b>	-0.071	0.009 <sup>c</sup>						
<b>SIZE</b>	-0.005	0.000 <sup>c</sup>						
<b>DEBT</b>			1.728	0.021 <sup>b</sup>	-4.250	0.001 <sup>c</sup>	0.619	0.438
<b>NOPER</b>			16.828	0.000 <sup>c</sup>	8.149	0.000 <sup>c</sup>	12.124	0.000 <sup>c</sup>
<b>OPER</b>			0.544	0.000 <sup>c</sup>	0.395	0.024 <sup>b</sup>	-0.290	0.086 <sup>a</sup>
<b>RETURN</b>			0.184	0.219	0.562	0.005 <sup>c</sup>	-0.410	0.018 <sup>b</sup>
觀測值數	569		523		304		350	
<b>Log likelihood = -1827.177</b>								
<b>McFadden's Likelihood ratio index= 0.346</b>								

### (三) 巢狀 Logit (Nested Logit Model)迴歸分析結果

在表4-8中第一行所呈現的是公司在分階段決策時，第一階段所面臨對於是否進行分配現金行為時的決定因素。由表中可知，公司在決定發現金與否所依據之因素為公司所持有之現金部位(CASH)、稅前息前折舊前淨利(EBITDA)、每股盈餘(EPS)及公司規模大小(SIZE) (估計係數分別為-7.442、-3.392、-0.071、-0.005)，表示若公司持有之現金部位較少或獲利能力較差時，較不可能擁有足夠的現金分配給股東，此結果與Netter and Mitchell(1989)及潘玉娟(2001)一致，且符合本研究之假說一：由於公司以現金股利及庫藏股方式分配超額現金，故庫藏股實施及現金股利將與公司之現金及息前折舊前淨利兩者均成正相關。而公司規模越小時，也越不可能將現金分配給股東之原因，可能是公司仍在成長階段，需要將其獲利再投入於公司之營運以求得更高之成長性，此一結果如同Fama and French(2001)認為支付現金股利的公司特性是獲利率高、成長機會低、公司規模大。亦符合本研究之假說三：選擇股利分配的公司規模較不分配股利的公司規模大。

在表4-8第二、三、四行可知在公司決定分配現金後，對於決定以何種現金分配形式將現金分配給股東之決定因素為帳面價值對市值比(BM)、負債比率(DEBT)、非營業淨利(NOPER)、營業淨利(OPER)、及前一年股價報酬率(RETURN)。由表可知公司若只實施庫藏股，由其帳面對市值比(BM)與股價報酬率(RETURN) (估計係數分別為0.047與-0.410)顯示其公司價值較採取其他方式之公司來得低，根據Dann(1981)、Vermaelen(1981)與Dittmar(2000)之研究皆認為公司股價被低估，是實施股票買回之主要動機，表示公司進行庫藏股買回的動機可能不單純是將現金分配給股東，也有可能是對股價進行拉抬，符合本研究之假說四：公司若以股票買回做為現金分配方式，則股價及公司價值被低估。且其公司之營業淨利(OPER) (估計係數為-0.290，P值為0.086)較低及非營業淨利(NOPER)則顯著較高(估計係數為12.124，P值為0.000)，這也表示了公司的確是利用較不具穩定性之現金流量來進行庫藏股買回的動作，以避免分配股利造成股東不正確的預期，故支持本研究假說二：由於營運現金流量較非營運現金流量具穩定性，故營業淨利之多寡與現金股利成正相關，非營業淨利之多寡與股票買回成正相關。亦符合了過去文獻Jagannathan,

Stephens and Weisbach (2000) 與Guay and Harford (2000) 研究結論。

若公司只利用現金股利來分配現金給股東，則由表可知其不論是帳面對市值比(BM)及負債比率(DEBT) (估計係數分別為-0.548與-4.250) 均較低，而營業淨利(OPER)、非營業淨利(NOPER)及股價報酬率(RETURN)(估計係數分別為8.149、0.395與0.562) 均較高，表示分配現金股利之公司其營運狀況較良好也較穩定，且市場願意給予其較高之評價。同理在兩者皆採行之公司亦得到相同之結果，惟有在公司股價報酬率之影響上較不顯著。



表 4-9：各種分配形式之不同 Logit 迴歸模型比較

Multinomial Logit：預測正確者 1082 個 (61.97%)					
	<u>實際</u>				
<u>預測</u>	庫藏股	現金股利	兩者皆採行	無現金分配	總計
只實施庫藏股	<b>210</b> 60.00%	<b>28</b> 9.21%	<b>119</b> 22.75%	<b>99</b> 17.40%	<b>456</b>
只支付現金股利	<b>1</b> 0.29%	<b>185</b> 60.86%	<b>60</b> 11.47%	<b>41</b> 7.21%	<b>287</b>
兩者皆採行	<b>34</b> 9.71%	<b>30</b> 9.87%	<b>266</b> 50.86%	<b>8</b> 1.41%	<b>338</b>
無現金分配	<b>105</b> 30.00%	<b>61</b> 20.07%	<b>78</b> 14.91%	<b>421</b> 73.99%	<b>665</b>
總計	<b>350</b> 100%	<b>304</b> 100%	<b>523</b> 100%	<b>569</b> 100%	<b>1746</b>
Nested Logit：預測正確者 1172 個 (67.12%)					
	<u>實際</u>				
<u>預測</u>	庫藏股	現金股利	兩者皆採行	無現金分配	總計
只實施庫藏股	<b>189</b> 54.00%	<b>7</b> 2.30%	<b>40</b> 7.65%	<b>81</b> 14.24%	<b>317</b>
只支付現金股利	<b>21</b> 6.00%	<b>174</b> 57.24%	<b>100</b> 19.12%	<b>25</b> 4.39%	<b>320</b>
兩者皆採行	<b>40</b> 11.43%	<b>115</b> 37.83%	<b>355</b> 67.88%	<b>9</b> 1.58%	<b>519</b>
無現金分配	<b>100</b> 28.57%	<b>8</b> 2.63%	<b>28</b> 5.35%	<b>454</b> 79.79%	<b>590</b>
總計	<b>350</b> 100%	<b>304</b> 100%	<b>523</b> 100%	<b>569</b> 100%	<b>1746</b>
	Multinomial Logit			Nested Logit	
McFadden's LRI	0.275			0.346	
預測正確百分比	61.97%			67.12%	



在表4-9中比較多項 Logit (Multinomial Logit Model)迴歸分析及巢狀 Logit (Nested Logit Model)迴歸分析兩個模型間之預測能力。表中對角線之數字為模型正確預測之數目，而在 Multinomial Logit 部分之第一行第二列之數字1表示有1個實際上只實施庫藏股之樣本公司被預測為是只支付現金股利之公司。由此可知多項 Logit (Multinomial Logit Model)模型正確地預測了1746個樣本公司中之1082個 (61.97%)，而巢狀 Logit (Nested Logit Model)模型則正確的預測了1746個樣本公司中之1172個 (67.12%)，表示本研究所採用之兩模型在整體預測能力上均有相當高之準確性。尤其巢狀 Logit (Nested Logit Model)模型對預測兩者皆採行及無現金分配之公司更為準確，預測正確數分別為355(67.88%)及454(79.79%)。而多項 Logit (Multinomial Logit Model)模型則是對只實施庫藏股、只支付現金股利及無現金分配之公司之預測能力較為突出，其預測正確數分別為210(60.00%)、185(60.86%)、421(73.99%)。

在表4-9最下方則是比較兩模型間之配適度。由於巢狀 Logit (Nested Logit Model)模型之概似比指數(Likelihood Ratio Index ; LRI)及模型預測準確度均較多項 Logit (Multinomial Logit Model)模型來得高，因此可判定巢狀 Logit (Nested Logit Model)模型之配適度較好。概似比指數之範圍如同一般迴歸模型之R-Squared為0至1，而值越大則代表其模型配適度越好。儘管兩者有著相同的數值範圍，但概似僅能單純比較兩模型間之配適度，而其數值並無法如同R-Squared一樣代表著應變數被模型解釋之百分比<sup>4</sup>。因此巢狀 Logit (Nested Logit Model)模型配適度較多項 Logit (Multinomial Logit Model)模型好，表示公司在進行決策時，首先是針對是否要採取現金分配做選擇，而在若公司決定要進行現金分配後，才對現金分配之形式（即支付現金股利，實施庫藏股買回，及前述兩者皆採行）進行選擇。而非分配現金與否及分配形式上同時進行決策。

---

<sup>4</sup> Liao, Tim Futing, (1994) "Interpreting probability models-Logit, probit, and other generalized linear models", Quantitative applications in the social sciences, Sage Publications.

## 五、結論與建議

本章將整理前述之研究發現，並於第一節彙總研究結論，第二節說明研究限制，第三節提出後續之研究建議。

### 5.1 研究結論

由於股利與股票購回都是公司可以採行的盈餘分配方式，也都具有傳遞公司價值的功能，而且都可以用相似的理論解釋其宣告效果，因此，引發本研究欲對股利分配與股票購回進行比較性之研究。在股票購回與現金股利增發之宣告效果比較上，係選取同產業、宣告時間相近以及公司規模相當等條件相仿的股票購回與現金股利分配公司為研究對象。本研究以民國89年8月9日開始實施庫藏股制度起，至民國93年12月31日止之上市公司樣本。在此期間，有超過半數之上市公司曾進行庫藏股買回之動作（365家，佔全體上市公司703家之百分之51.92%），而其中更有258家有進行兩次以上買回申請。且由表4-2可知，各年度上市公司買回金額比率逐漸增加，表示國內上市公司已有相當程度地利用庫藏股買回做為現金分配方式，但外國學者在對買回庫藏股與公司支付現金股利之差異的研究十分豐富，而國內由於實施庫藏股之歷史仍短，故此這面之研究較不完整。當庫藏股已逐漸為國公上市公司採用之同時，對於選擇庫藏股與現金股利兩種不同的現金支付方式，其公司特性差異與決策之行為，為本研究之重點所在。

研究後發現，由於公司以現金股利及庫藏股方式分配超額現金，故公司將在具有較多現金及息前折舊前淨利的情形下實施庫藏股及分配現金股利。且由於營運現金流量較非營運現金流量具穩定性，故營業淨利之多寡與現金股利成正相關，非營業淨利之多寡與股票買回成正相關。表示庫藏股買回是在公司有較高的

短暫非營運現金時使用，而現金股利係被有較高的恆常營運現金流量的公司所支付。選擇股利分配的公司規模較不分配股利的公司規模大之預期。意味著若公司本身大到一定規模時，會傾向採取支付現金股利的方式將公司盈餘分配給股東，以避免公司股本膨脹可能稀釋每股盈餘進而影響股價。公司若以股票買回做為現金分配方式，則股價及公司價值被低估之結果也與預期一致，表示公司會基於訊號發射假設在股價表現不好時進行股票買回，向市場傳達股價被低估之訊息。

而本研究更利用巢狀 Logit (Nested Logit Model)模型來判斷公司在進行現金分配時的決策行為。結果也顯示公司在進行決策時，首先是針對是否要採取現金分配做選擇，而在若公司決定要進行現金分配後，才對現金分配之形式（即支付現金股利，實施庫藏股買回，及前述兩者皆採行）進行選擇。而非分配現金與否及分配形式上同時進行決策。

過去對庫藏股及現金股利的研究多數在討論庫藏股是否具股利替代效果(如 Dittmar 2000 ;Grullon and Michaely 2002)。而本研究則著重公司在選擇庫藏股買回、支付現金股利及不分配現金時的公司特性及決策行為，所以公司分階段進行決策時之獲利情形為主要考量情形；但公司價值被低估時，也是公司選擇實施庫藏股回的考量因素。本研究不論是單變量或是多變量的實證結果，都符合所提出之研究假說的推論，茲將各研究假說的實證結果彙總如表5-1 所示。

表5-1 研究假說之實證結果

研究假說	假說內容	實證結果
假說一	庫藏股實施及現金股利將與公司之現金及息前稅前折舊前淨利兩者均成正相關。	支持
假說二	營業淨利之多寡與現金股利成正相關，非營業淨利之多寡與股票買回成正相關。	支持
假說三	選擇股利分配的公司規模較不分配股利的公司規模大。	支持
假說四	公司若以股票買回做為現金分配方式，則股價及公司價值被低估。	支持

## 5.2 研究限制

本研究雖盡力以求其完整及嚴謹，但仍可能有下列問題影響研究結果，故耐本研究之限制說明如下：



### 一、資料來源限制

由於本研究之公司財務資料來源均來自台灣經濟新報社TEJ資料庫，故有關資料的品質及完整性需取決於TEJ資料庫，非本研究所能控制。

### 二、研究期間限制

本研究之資料取自於89年8月9日至93年12月31日止有著超過四年的取樣期間，雖然與國內先前的研究期間相比來得較長，但相對於國外學者之研究動輒超過十年的研究期間來說，本研究仍稍嫌不足，故本研究之結論主要以研究期間之現象為主，若推論至未來時須特別注意。

### 5.3 研究建議

本研究僅針對公司進行現金分配前之決策行為及公司特性進行研究，由於資料來源期間仍嫌不足，尚未對在公司進行現金分配決策後公司特性之變化加以追蹤，以進行後續之研究來比較決策實施後公司特性之差異，此部份有待庫藏股實施期間夠長後，後續有興趣之研究者做更進一步之分析探討。由於有關股票購回與股利政策之比較性研究不多，因此，此一主題尚有許多的發展空間，包括比較兩者的資金來源、資訊內涵以及成本等，都是值得後續研究的課題，且本研究所選取之樣本僅限於公開上市公司及現金股利部分，後續研究者可將上櫃公司及股票股利納入考量，以進行比較分析。



## 參考文獻

### 英文部分

1. Barclay, M. J. and S. W. Clifford, (1988). “Corporate payout policy: Cash dividends versus Open-Market repurchase.” *Journal of Financial Economics*, 61-82.
2. Bartov, E., I. Krisy and J. Lee, (1998). “Evidence on how companies choose between dividends and open-market stock repurchases.” *Journal of Applied Corporate Finance*, 89-96.
3. Brennan, M. J. and A. V. Thakor, (1990). “Shareholder preference and dividend policy”, *Journal of Finance*, 993-1017.
4. Brockman and Chung ,(2001) “Managerial Timing and Corporate Liquidity: Evidence from Actual Share Repurchases,” *Journal of Financial Economics*, 417-448.
5. Comment, Robert, and Gregg A. Jarrell, (1991) “The Relative Signaling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases”, *The Journal of Finance*, 1243-1271.
6. Dann, Larry Y., (1981). “Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders.” *Journal of Financial Economics* , 113-138.
7. De Jong, A. ,Van Dijk, R., and Veld, C.(2001). “The Dividend and Share Repurchase Policies of Canadian Firms”. *Research Paper ERS; Erasmus Research Institute of Management (ERIM)*, RSM Erasmus University.
8. Denis,D., D.Denis, D. and A.Sarin, (1994) “The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividends Clienteles” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 567-587.
9. Dhatt, M.S., Kim, Y.H. and Mukherij ,S.(1997). “The Role of Stock Dividends in Korea.” *Global Finance Journal*, 295-308.



10. Dittmar, A.K.(2000). “Why Do Firms Repurchase Stock?” *Journal of Business*, 331-355
11. Fama, E. F. and K. French (2001). “Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?” *Journal of Financial Economics*, 3-43.
12. Farr, D. and L. Selwyn, (1967) “Taxes, Corporate Financial Policy, ” *National Tax Journal*, 444-454.
13. Gordon, M. J(1963)., “Optimal Investment and Financing Policy,” *Journal of Finance* ,626.
14. Grullon, G. and R. Michaely, (2002) ”Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis.” *Journal of Finance*, 1649-1684.
15. Guay, W. and Harford, J.(2000) “The cash flow permanence and information content of dividend increases vs. repurchases.” *Journal of Financial Economics* , 385-415.
16. Ikenberry, D.; J. Lakonishok and T. Vermaelen, (1995). “Stock repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading.” *Journal of Finance*, 2373-2397.
17. Ikenberry, D.; J. Lakonishok and T. Vermaelen, (1995). “Market underreaction to open market share repurchases.” *Journal of Financial Economics*, 191-208.
18. Jagannathan, M., C. P. Stephens, and M. S. Weisbach, (2000). “Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases”, *Journal of Financial Economics*, 355-384
19. Jensen, M.,(1986) “Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers”, *American Economic Review*, 323-329
20. Jensen, M., and W. Meckling, 1976,”Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”*Journal of Financial Economics* ,305-360.
21. Kent H. , Baker, and Aaron L. Phillips(1993). “Why Companies Issue Stock Dividends.” *Financial Practice and Education*, 29-37.



22. Lakonishok, Josef and Theo Vermaelen, (1990) “Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers”, *Journal of Finance* , 455-477
23. Lintner, J., (1956) “Distribution of incomes of corporations among dividends, Retained earnings and taxes,” *American Economic Review* ,97-113.
24. Masulis, R., and B. Trueman, (1986) “Corporate investment and dividend decisions under differential personal taxation” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 369-385.
25. Miller, Merton H. and Franco Modigliani, (1961) “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares,” *Journal of Business* ,411-433.
26. Miller, M. and M. Scholes, (1978) “Dividends and taxes,” *Journal of Financial Economics* , 333-364.
27. Netter, Jeffrey M., and Mark L. Mitchell, (1989). “Stock-Repurchase Announcements and Insider Transactions After the October 1987 Stock Market Crash.” *Financial Management* , 84-96.
28. Ofer, A.R. and A.V. Thakor, (1987) “A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends.” *Journal of Finance*, 365-394.
29. Rafael La Porta; Florencio Lopez-de-Silanes; Andrei Shleifer; and Robert W. Vishny (2000), “Agency Problems and Dividend Policies around the World”, *Journal of Finance*, 1-33
30. Rozeff, M., (1982) “Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios” *Journal of financial Research*, 249-259.
31. Stephens, C., and M. Weisbach, (1998). “Actual share reacquisitions in open market repurchase programs.” *Journal of Finance*, 139-183.
32. Tsetsekos, G. P., Daniel J. Kaufman, and Lawrence J. Gitman (1991), “A Survey of Stock Repurchase Motivations and Practices of Major U.S. Corporations”, *the Journal of Applied Business Research* ,15-21

33. Vermaelen, T., (1981). "Common stock repurchases and market signaling: An empirical study." *Journal of Financial Economics*, 139-153.

中文部份

1. 王錦瑩(2002), "台灣上市公司盈餘分配行為對股價影響之研究", 國立政治大學企業管理研究所博士論文。
2. 李宗祥(2000), 「上市公司買回本公司股份之研究」, 台灣大學財務金融學系研究所未出版之碩士論文
3. 林惠玲, 陳正倉 (2000), "統計學方法與應用二版", 雙葉書廊。
4. 林樹源(2002), 「我國上市上櫃公司實施庫藏股之策略研究」, 淡江大學商管學院高階主管管理學程碩士論文。
5. 陳欣伶 (2003), "台灣股利分配形式之價格效果與影響因素", 國立中正大學企業管理研究所未出版之碩士論文。
6. 游朝旭 (2001), "庫藏股制度實施初期對於股價影響之探討", 國立中山大學財務管理研究所未出版之碩士論文。
7. 湯翠萍 (2004), "財務彈性-上市公司實施庫藏股之實證研究", 國立中山大學財務管理研究所未出版之碩士論文。
8. 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未出版之碩士論文。