

行政院國家科學委員會專題研究計畫 成果報告

內部人交易之資訊內涵：以股票買回為例 研究成果報告(精簡版)

計畫類別：個別型
計畫編號：NSC 99-2410-H-029-027-
執行期間：99年08月01日至100年07月31日
執行單位：東海大學會計學系

計畫主持人：許書偉

計畫參與人員：碩士班研究生-兼任助理人員：蔡啟震
大專生-兼任助理人員：林君儒

處理方式：本計畫可公開查詢

中華民國 100年09月13日

1、前言

公司買回股票的原因很多，包括訊號、自由現金流量、最適槓桿、預防購併及防止每股盈餘稀釋等假說(Dittmar 2000)，其中受到最多證據支持的是訊號及自由現金流量假說。訊號假說認為在資訊不對稱的情況下，買回股票是公司管理當局向市場參與者傳遞公司未來前景可期的一個溝通管道(Comment and Jarrell, 1991; Stephens and Weisbach 1998; Dittmar 2000)；另一方面，自由現金流量假說則認為若公司有閒置的資金又無淨現值為正之投資計畫可供投資，透過股票買回將閒置的資金返還股東，將可降低公司與股東間的代理成本(Dittmar 2000; Grullon and Michaely 2004)。

不論公司買回股票的原因為何，研究皆顯示管理當局買回股票的時間點均在公司股票價格大幅下滑之後(Comment and Jarrell 1991; Jagannathan and Stephens 2003; 李建然等 2010)。但由於公司股票買回之宣告，僅是公司股票買回意願之表達而非股票買回行為之承諾；因此買回宣告後，公司並不一定足額買回宣告之股票(Stephens and Weisbach 1998; 李建然等 2010)，而股票買回的宣告也不一定代表公司未來前景可期或將返還閒置資金。Lie (2005)的研究即發現買回宣告後實際買回股票的公司，其未來的經營績效才會有明顯的改善。由於股票買回宣告只是管理當局買回股票之意圖並非承諾，買回宣告可能僅是管理當局用來提振短期股價，謀取私利的方法，而買回宣告時之股價反彈可能亦僅是曇花一現。

由於股票買回具有高度之不確定性，若市場參與者能判斷公司買回宣告之可靠性，將可避免因管理當局投機性買回宣告而造成的財富移轉。股票買回之決策係由公司管理當局提出並經由董事會決議，也因此參與決策的內部人將比市場參與者更為瞭解公司買回股票的實質動機與目的。換言之，市場參與者可藉由觀察內部人對公司股票的交易所交易活動，以判斷公司買回宣告的可靠性。過去的文獻顯示內部人在股票買回宣告前之交易所交易活動會影響股票買回宣告時之股價反應，內部人之淨買入股數愈多，則買回宣告之股價反應將愈大(Raad and Wu, 1995; 郭敏華與洪舒雯 2003)。

雖然市場參與者可藉由觀察內部人在買回宣告前對公司股票之交易所交易，作為股票買回宣告可靠性之先行指標，但內部人在公司內所扮演的角色大相逕庭，因此內部人對公司之營運及未來前景之瞭解也不盡相同。Edmans (2009)的研究顯示大股東有強烈的誘因取得有關公司價值的各種資訊，並透過股票交易所交易讓公司股價(stock price)能趨近公司之價值(fundamental value)並間接增加市場的效率性。Ravina and Sapienza (2010)則發現獨立董事進行股票交易所交易的報酬率低於高階主管進行股票交易所交易的報酬率，這樣的結果意謂著藉由行使獨立董事的職權，獨立董事亦可取得相關資訊瞭解公司的營運與未來前景，但資訊的範圍及解讀能力可能仍遜於高階主管。

由於不同的內部人有不同的資訊管道及解讀資訊的方法，因此市場參與者在觀察內人股票交易以確認股票買回宣告之可靠性之前，似乎也應注意不同的內部人對公司的營運及未來前景的看法可能不盡相同。過去的研究並未考量不同內部人間資訊取得及解讀之變異性，將內部人之股票交易視為一體，而內部人間不同的看法也因此相互抵銷(Raad and Wu, 1995; 郭敏華與洪舒雯 2003)。也因此，目前文獻對於買回宣告前，不同內部人股票交易對買回宣告可靠性的影響，並無相關證據可供參考。

本研究為了探討內部人間對公司營運及未來前景的見解不同，是否影響作為股票買回宣告先行指標之可靠程度，將內部人區分為董事、經理人(總經理、財務長及其他經理人)及大股東，並分析這些內部人對公司股票的交易資訊，對買回宣告時及宣告後的股價反應可能造成的影響。結果發現董事及經理人在買回宣告前三個月之持股交易與買回宣告之股價反應呈正相關。探討不同的內部人在買回宣告前的股票交易行為，對買回宣告股價反應的影響，將可幫助市場參與者判斷股票買回宣告的可靠性，以避免遭到內部人的不當剝削；另一方面，本研究亦可幫助瞭解不同內部人取得及解讀私有資訊的能力，對公司治理及證券市場的管理亦有所助益。

2、文獻探討與假說

股票買回的形式主要有三：一、固定價格收購(fixed-price tender offer)；二、荷蘭式競標(Dutch-auction tender offer)及三、公開市場買回(open market repurchase program)。固定價格收購係指公司以固定之價格向股東買回固定數目之持股；荷蘭式競標則先由公司向股東蒐集在特定價格下，股東所欲出售的股數，再由公司決定實際買回之價格及股數。國內自 2000 年開放庫藏股制度，允許上市、上櫃公司自公開市場買回股票，係屬於公開市場買回之範疇，故本文亦以公開市場買回作為文獻探討之主軸。

公司公開買回股票的原因很多，主要的理論包括訊號假說(signaling hypothesis)及自由現金流量假說(free cash flow hypothesis)兩者。訊號假說係認為公司擁有對公司未來營運及現金流量的私有資訊，故可透過股票買回傳達此一私有資訊(Comment and Jarrell 1991; Oded 2005; 郭敏華及洪舒雯 2003)。自由現金流量假說則認為公司若不將多餘的自由現金返還給股東，將產生代理問題，而股票買回即是返還自由現金的一個管道(Nohel and Tarhan 1998; Grullon and Michaely 2004)。此外，公司亦可能為了調整資本結構、增加每股盈餘、因應可轉換證券轉換所需及作為股利之替代等原因進行股票買回(Dittmar 2000; Skinner 2008)。不管公司買回股票的誘因為何，實證研究亦發現市場參與者將公司之股票買回宣告視為正面的消息(Comment and Jarrel 1991; Stephens and Weisbach 1998; 李建然等 2010)。

雖然公開市場買回可以作為公司傳遞私有資訊或降低代理問題，但公開市

場買回之宣告僅為公司買回股票之意願而非續後買回股票之承諾，故公司可能會只宣告而不實際買回。過去的研究也發現公司實際買回的比率並不高，美國介於70%到80%間(Stephens and Weisbach 1998)，而國內之平均買回比率則僅為66%(李建然等 2010)。換言之，公司股票買回之宣告僅為公司買回之意圖，後續是否買回則仍有高度的不確定性。若市場參與者僅依公司買回之宣告作為評估股票買回資訊內涵之基礎，將可能因買回宣告之高度不確定性而受害。因此如何判定公司股票買回宣告之可靠性，以避免受到公司不實買回宣告的剝削將是市場參與者的重要考驗。

由於內部人相較於一般之市場參與者對公司之發展及前景有較多之私有資訊，因此內部人在公司重大事件揭露前之持股交易將反應內部人所持有之私有資訊，而這些私有資訊將幫助市場參與減緩公司重大事件之不確定性。過去的研究顯示，在資訊不對稱較嚴重的情境下，內部人的交易可以用來緩和資訊不對稱的嚴重性(John and Mishra 1990; John and Lang 1991; Gu and Li 2007)。John and Mishra (1990)發現內部人交易可幫助評估資本資出；John and Lang (1991)發現內部人交易與股利政策改變宣告之異常報酬有關；而 Gu and Li (2007)則發現當公司志願地揭露策略性資訊時，若內部人在揭露前為買入股票，則其股價反應也較大。

由於公開市場股票買回之宣告所傳遞之資訊亦存有高度的不確定性，因此利用買回宣告前內部人交易所透露的訊息，市場參與者可降低買回宣告中資訊不對稱的程度。股票買回宣告之不確定性除了來自公司買回股票的誘因外，尚有執行時買回多寡及時點的不確定性。實證研究的結果亦支持市場參與者會以內部人交易評估買回宣告之不確定性。Raad and Wu (1995)發現在買回宣告前一個月內部人之交易與買回宣告之異常報酬有顯著的相關性；更明確地說，買回宣告前一個月內部人淨買入之買回宣告效果大於內部人淨賣出之買回宣告效果。換言之，市場參與者會參考宣告前內部人交易之情況評估買回宣告之可信度，以降低因資訊不對稱而做成錯誤決策遭致損失。

內部人對於公司之營運及未來的前景較為瞭解，故在股票買回宣告前即能利用此一資訊優勢，調整自身之持股以尋求其財富最大化。一般而言，內部人包括董事、監察人、經理人及持股百分之十以上之大股東，但由於各內部人所扮演的角色不同，因此可取得公司資訊及對公司未來前景的看法也大不相同。Seyhun (1986)將內部人區分成董事長、董事、董事兼經理人及大股東，發現董事長及董事兼經理人之持股交易有較大之市場反應，因此認為內部人之資訊主要來自對公司的瞭解，能經手公司營運決策之內部人對公司瞭解較為深入，其持股交易亦較有資訊內涵。另一方面，Ravina and Sapienza (2010)則將內部人區分為高階經理人(executives)、獨立董事(independent directors)及外部大股東(outside blockholders)並發現高階經理人持股交易之報酬率高於獨立董事持股交易之報酬率，不過兩者差異並不大；此外，獨立董事持股交易之報酬率與其持股數之多寡有關。也因此

作者認為經理人之資訊主要來自其在公司所扮演的角色，於獨立董事則透過自身的努力取得公司相關的資訊。

由於公司之內部人擁有關於公司營運之私有資訊，因此內部人在股票買回宣告前之私有資訊將有助於市場參與者評估股票買回宣告之可靠性。但內部人在公司所扮演的角色各不相同，可能取得關於公司資訊之質與量亦不相同，因此本研究預期在股票買回宣告前各內部人之持股交易，對買回宣告股價反應之影響因不相同。

3、研究方法

3.1 資料來源

本研究探討股票買回宣告前內部人股票交易對買回宣告股價反應之影響，故需公司買回宣告及內部人交易及財務相關之資料。買回宣告之樣本以 2000 年我國開放公司股票買回起至 2010 年止之上市(櫃)公司為主，相關之股票買回、財務及股價資料均取自 TEJ 資料庫。由於金融保險業之產業特性及法律規範與其他產業不同，故將其排除，不列入研究樣本。另外，由於季報資料在樣本初期沒有合併資料，為求一致故以合併之半年報為主。至於內部人交易之資料則取自公開資訊觀測站「內部人持股異動事後申報表」，內部人持股異動資料為以月為基礎之資料；此外內部人持股異動包括買入及賣出的資料。最後，因內部人持股異動資料在 2003 年才開始將經理人員進一步區分，故本研究以 2003 年至 2010 年作為資料分析的期間。

3.2 研究設計

為了研究市場參與者可否藉由內部人之股票交易活動所傳遞的訊息，確認公司股票買回宣告之可靠性，本文首先將以市場模型(market model)計算股票買回宣告時之股票異常報酬，作為市場參與者對股票買回宣告反應的衡量指標。其次再以買回宣告前後之累計異常報酬對內部人股票交易資料與相關控制變數進行迴歸分析。

3.2.1 異常報酬率的衡量

有關事件研究法的相關設定說明如下：(1)事件日：以各公司在公開資訊觀測站申報股票買回宣告日為事件日，該日應為市場得知買回宣告，並可利用其從事股票交易的那一天。事件日當天定義為 $t=0$ ，而以 $-t$ 表示事件日前第 t 個交易日，以 $+t$ 表示事件日後第 t 個交易日。(2)事件期：以事件日前後共 3 個交易日作為事件研究之事件期間，即 $t=-1$ 至 $t=+1$ ，以觀察市場在買回宣告前後的反應。(3)估計期：本研究以事件日前 260 個交易日至前 11 個交易日，共計 250 交易日，做為事件研究之估計期間(如不足 250 天，至少需有 100 天)。(4)市場報酬率：本研究以台灣證券交易所加權平均指數作為市場之報酬率。

異常報酬(AR)之計算方式可分成兩階段說明，首先估計市場模型如下：

$$R_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} + \varepsilon_{it} , \quad (1)$$

R 為估計期之實際日報酬， R_{mt} 則為估計期之市場日報酬，以 OLS 估計出各樣本公司之 $\hat{\alpha}_i$ 及 $\hat{\beta}_i$ ，再以事件期各樣本之實際日報酬及市場日報酬計算異常報酬(AR)如下：

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) , \quad (2)$$

將事件期(股票買回屆滿前一天及後一天)之異常報酬加總即可算出累計異常報酬(CAR)。由於標準化後的異常報酬可提升迴歸分析模型的檢定時之效率(Stickel 1985; Mikkelsen and Partch 1986)，故本研究以標準化累積異常報酬(SCAR)作為衡量股價反應之變數。

3.2.2 內部人交易的衡量

由於內部人及大股東持股異動之資料均以月為單位進行申報，故本研究將以股買回宣告前三個月內之申報資料衡量內部人及大股東之股票交易情況，並將內部人區分為董事、經理人(總經理、財務長及其他經理人)及大股東等類別。首先，本研究將參考 Badertscher et al. (2011)以內部人在買回宣告前之持股異動做為市場參與者判斷買回宣告可靠性之參考依據，其計算方法如下：

$$NIT_{i,j,t} = \frac{Buy_{i,j,t} - Sell_{i,j,t}}{Buy_{i,j,t} + Sell_{i,j,t}} , \quad (3)$$

其中內部人細分為三類($j = 1, 2, 3$)，第一類為董事，第二類為經理人員，第三類為大股東。 $Buy_{i,j,t}$ 為第 i 公司第 j 類內部人在第 t 次股票買回宣告前三個月內(含宣告當月)買入之股數； $Sell_{i,j,t}$ 為第 i 公司第 j 類內部人在第 t 次股票買回宣告前三個月內(含宣告當月)賣出之股數。

3.2.3 迴歸分析

本研究擬以下列迴歸分析探討不同內部人在買回宣告前的股票交易活動對買回宣告的股價反應：

$$SCAR = \beta_0 + \beta_1 EMP + \beta_2 IND + \beta_3 PRange + \beta_4 Targ et + \beta_5 Cashflow + \beta_6 Debt + \beta_7 MKTB + \beta_8 Size + \beta_9 Lag Ret + \sum_{j=0}^2 \beta_{1j} NIT_j + \varepsilon' \quad (4)$$

式中各變數定義如下：

SCAR： 為買回宣告前後共三日之標準化累積異常報酬；

EMP： 股票買回之目的否為轉讓給員工之虛擬變數；

IND： 是否為電子產業之虛擬變數；

PRange	股票買回價格之上限減下限平減市價；
Target :	預計買回之股數平減流通在外股數；
Cashflow :	買回宣告時之營業活動現金流量平減前一期總資產；
Debt :	買回宣告時之總負債平減總資產；
MKTB :	買回宣告時總市值平減總權益；
Size :	買回宣告時之市值取自然對數；
LagRet :	買回宣告前 6 天至前 36 天累積之超額報酬(日報酬減市場報酬)；
NIT :	第 j 類內部人淨交易之指標。

先前的研究顯示，買回股票係為轉讓給員工較不具資訊傳遞的特質(朱隆宗 2001; 謝尚蓉 2002)，不同產業的宣告效果並不相同(Liano et al. 2003)。公司買回宣告預計買回之股數(Target)愈多，買回價格區間愈大，宣告前股價的表現(LagRet)愈差，宣告時股價反應愈大，而公司規模(MV)愈大則反應愈小(Vermaelen 1981; Comment and Jarell 1991; Stephens and Weisbach 1998; 朱隆宗 2001; 謝尚蓉 2002)。此外，公司買回股票時會考量現金流量(Dittmar 2000)，而買回宣告之效果也會受到資本結構的影響(Pugh and Jahera 1990)。市場參與者若認為不同內部人的交易活動會傳遞不同的訊號，則各係數應不相等，即迴歸式之 β_{10} 、 β_{11} 、 β_{12} 各係數均不相等。

4、實證結果

4.1 敘述性統計量

表 1 為各變數之敘述性統計量。由於標準化累積異常報酬(SCAR)較不易瞭解市場參與者之反應，故在敘述性統計量額外加入未標準化累積異常報酬(CAR)，並以 CAR 進行說明。平均而言，市場參與者對股票買回宣告之反應為 1.2%，此一數字低於蔡柳卿與郭法雲(2004)所報導的 2.84%，可能是因為蔡柳卿與郭法雲之樣本多為初次買回之樣本(2000 年 8 月 7 日至 2001 年 9 月 30)，而研究顯示初次買回之市場參與者反應較大(Jagannathan and Stephens 2003)。此外資料亦顯示公司進行股票買回本有將近 59%是要轉讓給員工，有 74%為電業產之公司所進行。公司買回價格之區間佔買回前股價之 69%且標準差為 30%，顯示各公司對買回區間之設定有很大的差別。預計買回股數佔流通在外股數之 2.94%，營業活動現金流量佔買回前資產之 6.19%，負債比率為 41.35%，市帳比為 1.18，買回宣告前之累積超額報酬為-6.16%。至於內部人於買回宣告前三個月之交易則則不論是董事、經理人或大股東大多為賣出賣出，此與過去研究的發現類似(Raad and Wu 1995)。

表 1、敘述性統計量

變數名稱	樣本量	平均數	標準差	最小值	第 25 分位數	中位數	第 75 分位數	最大值
CAR	1653	0.0120	0.0568	-0.2111	-0.0140	0.0147	0.0434	0.2056
SCAR	1653	0.0059	0.0255	-0.1046	-0.0065	0.0071	0.0203	0.1591
EMP	1653	0.5941	0.4912	0	0	1	1	1
IND	1653	0.7411	0.4382	0	0	1	1	1
PRange	1653	0.6901	0.3056	0.0000	0.4711	0.6926	0.8772	1.9858
Target	1653	0.0294	0.0182	0.0000	0.0162	0.0258	0.0382	0.1111
Cashflow	1653	0.0619	0.0959	-0.3348	0.0108	0.0495	0.1102	1.5582
Debt	1653	0.4135	0.1642	0.0146	0.2927	0.4245	0.5330	0.9608
MKTB	1653	1.1824	0.8213	0.1137	0.6417	0.9633	1.4463	6.5915
Size	1653	7.9967	1.4010	4.7622	7.0058	7.8606	8.7276	14.3260
LagRet	1653	-0.0616	0.1299	-0.8995	-0.1325	-0.0497	0.0149	0.9227
NIT_BOD	1653	-0.1395	0.7249	-1.0000	-1.0000	0.0000	0.0000	1.0000
NIT_MGMT	1653	-0.3050	0.6008	-1.0000	-1.0000	0.0000	0.0000	1.0000
NIT_Block	1653	-0.0024	0.0695	-1.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
NIT_All	1653	-0.2477	0.7681	-1.0000	-1.0000	-0.2105	0.1573	1.0000

註：SCAR(CAR)為買回宣告前後共三日之(未)標準化累積異常報酬；EMP 為股票買回之目的否為轉讓給員工之虛擬變數；IND 為是否為電子產業之虛擬變數；PRange 為股票買回價格之上限減下限平減市價；Target 為預計買回之股數平減流通在外股數；Cashflow 為買回宣告時之營業活動現金流量平減前一期總資產；Debt 為買回宣告時之總負債平減總資產；MKTB 為買回宣告時總市值平減總權益；Size 為買回宣告時之市值取自然對數；LagRet 為買回宣告前 6 天至前 36 天累積之超額報酬(日報酬減市場報酬)；NIT 為董事(BOD)、經理人(MGMT)、大股東(Block)或全體內部人(All)淨交易之指標。

4.2 迴歸分析結果

表 2 為內部人在股票買回宣告前三個月(含買回當月)之持股交易對股票買回宣告效果迴歸分析的結果。其中，模型一之內部人持股交易包括董事、經理人及大股東，模型二則將內部人持股交易區分為董事、經理人及大股東。不論是模型一或二控制變數之符號及顯著性均大致相同，顯示模型具備穩定性。與先前之研究類似，預計買回股數愈多，宣告效果愈大；若買回宣告為轉讓給員工、電子產業及負債比率較大及過去股價表現較佳之公司則宣告效果較小。買回價格區間則與過去研究的發現相反，過去研究顯示買回價格區間愈大，則股票買回愈有彈性，因此股價反應較大。本研究則發現買回之價格區間愈大，則買回宣告之效果較小。這樣的發現可能是市場參與者認為價格區間愈大，代表公司亦不能充份掌握目前之狀況及未來前景，因此買回宣告之傳遞資訊之效果較小。

表 2、內部人交易與股票買回宣告效果之迴歸分析

變數名稱	模型一	模型二
EMP	-0.0013 (-0.86)	-0.0012 (-0.82)
IND	-0.0043 ** (-2.39)	-0.0043 ** (-2.37)
PRange	-0.0086 *** (-3.86)	-0.0086 *** (-3.86)
Target	0.1133 *** (3.08)	0.1133 *** (3.09)
Cashflow	0.0145 (1.01)	0.0144 (1.00)
Debt	-0.009 ** (-2.19)	-0.0092 ** (-2.19)
MKTB	0.0004 (0.23)	0.0004 (0.26)
Size	0.0002 (0.45)	0.0003 (0.52)
LagRet	-0.0225 *** (-3.43)	-0.0224 *** (-3.46)
NIT_All	0.0025 *** (3.20)	
NIT_BOD		0.0025 *** (3.09)
NIT_MGMT		0.0011 (1.53)
NIT_Block		0.0046 (0.70)
Constant	0.0122 ** (2.32)	0.0119 ** (2.23)
N	1653	1653
F	6.5279	5.5165
Adj. R2	0.0337	0.0333

註：SCAR(CAR)為買回宣告前後共三日之(未)標準化累積異常報酬；EMP 為股票買回之目的是否為轉讓給員工之虛擬變數；IND 為是否為電子產業之虛擬變數；PRange 為股票買回價格之上限減下限平減市價；Target 為預計買回之股數平減流通在外股數；Cashflow 為買回宣告時之營業活動現金流量平減前一期總資產；Debt 為買回宣告時之總負債平減總資產；MKTB 為買回宣告時總市值平減總權益；Size 為買回宣告時之市值取自然對數；LagRet 為買回宣告前 6 天至前 36 天累積之超

額報酬(日報酬減市場報酬);NIT 為董事(BOD)、經理人(MGMT)、大股東(Block)或全體內部人(All)淨交易之指標。*,**及***分別化表 10%、5%及 1%之顯著水準。本表各模型之標準差已修正公司及時間之效果(Peterson 2009)。

由模型一可以發現內部人之淨交易係數顯著為正(係數為 0.0025; p 值為 0.0014),顯示市場參與者在評估公司股票買回宣告之資訊內涵時,會參考內部人在買回宣告前持股交易之狀況,此一發現與 Raad and Wu(1995)的發現一致。至於模型二則將內部人進一步區分為董事、經理人員及大股東,而結果顯示市場參與者亦會參考董事及經理人交易之係數均顯著為正,其中董事之係數為 0.0025(p 值為 0.0014),經理人之係數為 0.0011(單尾檢定之 p 值為 0.0634),至於大股東之交易對買回宣告效果則無顯著之影響(係數為 0.0046; p 值為 0.4848)。進一步比較董事之係數與經理人之係數,並沒有發現兩者存在顯著之差異(F 值為 1.9; p 值 0.1686)。大股東之交易對宣告效果沒有顯著的影響可能是因為本研究所定義之大股東為沒有參與董事會及管理工作之大股東,也因此其所能取得之私有資訊較為有限。

由研究結果可以發現市場參與者會利用內部人持股交易來評估股票買回宣告之資訊內涵,且董事及經理人之持股交易較具有資訊性。這樣的結果意謂著董事及經理人透過其在公司所扮的演色,可瞭解公司之營運政策及未來展望並以此一資訊進行持股交易。換言之,內部人之持股交易反應了其所擁有之內部資訊,而市場參與者可參考內部人之持股交易以補捉其中之私有資訊,並以此評估股票買回宣告所傳遞之資訊。

5. 結論與建議

股票買回是公司近來常用來傳遞公司價值低估或返還多餘現金的一個財務政策。但是股票買回宣告只是公司買回股票之意願而非實際買回股票之承諾,因此股票買回宣告隱藏了高度的不確定性。由於內部人基於其職責或特殊之關係可能取得關於公司營運及未來展望之私有資訊,並以此資訊調節其所持有之股票以求財富最大化。因此當公司宣告具有不確定性的股票買回政策時,市場參與者可以透過內部人在買回宣告前之持股異動,評估這些持股異動所傳遞的私有資訊,並做為評估股票買回宣告可靠性的一個指標。

透過分析內部人在股票買回宣告前之持股交易與買回宣告效果間的關係,本研究發現內部人之交易有助於市場參與者評估買回宣告之資訊內涵。此外,若將內部人區分為董事、經理人及大股東,則發現內部人交易隱含之資訊主要來自董事及經理人而非來自未參與董事會及公司運作之大股東。

本研究結果顯示內部人擁有私有資訊並以之作為持股交易之基礎,市場參與者可透過內部人之持股交易,評估股票買回宣告之可靠性。由於內部人之交易

具有資訊內涵，因此建議主管機關應加強內部人交易揭露之及時性及完整性，以加速私有資訊之流通並減低市場參與者因資訊不對稱而蒙受損失。

參考文獻

朱隆宗，2001，上市（櫃）公司實施庫藏股制度對其股價穩定性之研究，國立政治大學經營管理碩士學程未出版碩士論文。

李建然、許書偉與李現瑞，2010，「過去買回紀錄對後續買回宣告股價反應之影響」，財務金融學刊，第18卷第4期，頁73-110。

郭敏華、洪舒雯，2003，「內部人持股變動與庫藏股宣告效果」，臺灣財務金融季刊，第4卷第2期，頁81-102。

謝尚蓉，2002，台灣上市上櫃公司買回庫藏股之實證分析，國立臺灣大學財務金融學研究所未出版碩士論文。

Badertscher, B. P. Hribar, and N. T. Jenkins. 2010. Informed trading and the market reaction to accounting restatements. *Accounting Review*, Forthcoming.

Comment, R., and G. A. Jarrell. 1991. The relative signaling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases. *Journal of Finance* 46: 1243- 1271.

Dittmar, A. 2000. Why do firms repurchase stock? *Journal of Business* 73(3): 331-355.

Edmans, A. 2009. Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia. *The Journal of Finance* 64(6): 2481-2513.

Grullon, G. and R. Michaely. 2004. The information content of share repurchase programs. *Journal of Finance* 59(2): 651-680.

Gu, F., and J. Li. 2007. The credibility of voluntary disclosure and insider stock transaction. *Journal of Accounting Research* 45: 771-810.

Jagannathan, M. and C. Stephens. 2003. Motives for multiple open-market repurchase programs. *Financial Management* 32(2): 71-91.

John, K. and L. Lang. 1991. Insider trading around dividend announcements: Theory and evidence. *Journal of Finance* 46: 61-89.

- John, K. and B. Mishra. 1990. Information content of insider trading around corporate announcements: The case of capital expenditures. *Journal of Finance* 45: 35-55
- Lie, E. 2005. Operating performance following open market share repurchase announcements. *Journal of Accounting and Economics* 39: 411-436.
- Mikkelson, H., and M. Partch. 1986. Valuation effects of security offerings and the issuance process. *Journal of Financial Economics* 15: 31-59.
- Nohel, T., and V. Tarhan. 1998. Share repurchases and firm performance: New evidence on the agency costs of free cash flow. *Journal of Financial Economics* 49: 187- 222.
- Oded, J. 2005. Why do firms announce open-market repurchase program? *Review of Financial Studies* 18(1): 271-300.
- Petersen, M. 2009. Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. *Review of Financial Studies*, 22(1): 435-480.
- Pugh, W., and J. S. Jahera, Jr.. 1990. Stock repurchase and excess return : An empirical examination. *The Financial Review* 25(1): 127-142.
- Ravina, E. and P. Sapienza. 2010. What do independent directors know? Evidence from their trading. *Review of Financial Studies* 23(3): 962-1003.
- Raad, E., and H. K.Wu. 1995. Insider trading effects on stock returns around open-market stock repurchase announcement: An empirical study. *The Journal of Financial Research* 17 (Spring): 45-57.
- Seyhun, H.N. 1986. Insiders' profits, costs of trading, and market efficiency. *Journal of Financial Economics* 16L189-212.
- Skinner, D. 2008. The Evolving Relation Between Earnings, Dividends, and Stock Repurchases. *Journal of Financial Economics* 87: 582-609
- Stephens, C. P., and M. S. Weisbach. 1998. Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs. *Journal of Finance* 53(1): 313-333.
- Stickel, E. 1985. The effect of Value Line Investment Survey Rank changes on common stock prices. *Journal of Financial Economics*. 14: 121-143.

國科會補助計畫衍生研發成果推廣資料表

日期:2011/09/07

國科會補助計畫	計畫名稱: 內部人交易之資訊內涵: 以股票買回為例
	計畫主持人: 許書偉
	計畫編號: 99-2410-H-029-027- 學門領域: 會計
無研發成果推廣資料	

99 年度專題研究計畫研究成果彙整表

計畫主持人：許書偉		計畫編號：99-2410-H-029-027-					
計畫名稱：內部人交易之資訊內涵：以股票買回為例							
成果項目		量化			單位	備註（質化說明：如數個計畫共同成果、成果列為該期刊之封面故事...等）	
		實際已達成數（被接受或已發表）	預期總達成數（含實際已達成數）	本計畫實際貢獻百分比			
國內	論文著作	期刊論文	0	1	100%	篇	
		研究報告/技術報告	0	0	100%		
		研討會論文	0	1	100%		
		專書	0	0	100%		
	專利	申請中件數	0	0	100%	件	
		已獲得件數	0	0	100%		
	技術移轉	件數	0	0	100%	件	
		權利金	0	0	100%	千元	
	參與計畫人力（本國籍）	碩士生	2	2	100%	人次	
		博士生	0	0	100%		
		博士後研究員	0	0	100%		
		專任助理	0	0	100%		
國外	論文著作	期刊論文	0	0	100%	篇	
		研究報告/技術報告	0	0	100%		
		研討會論文	0	0	100%		
		專書	0	0	100%		章/本
	專利	申請中件數	0	0	100%	件	
		已獲得件數	0	0	100%		
	技術移轉	件數	0	0	100%	件	
		權利金	0	0	100%	千元	
	參與計畫人力（外國籍）	碩士生	0	0	100%	人次	
		博士生	0	0	100%		
		博士後研究員	0	0	100%		
		專任助理	0	0	100%		

<p>其他成果 (無法以量化表達之成果如辦理學術活動、獲得獎項、重要國際合作、研究成果國際影響力及其他協助產業技術發展之具體效益事項等，請以文字敘述填列。)</p>	<p>無</p>
--	----------

	成果項目	量化	名稱或內容性質簡述
科 教 處 計 畫 加 填 項 目	測驗工具(含質性與量性)	0	
	課程/模組	0	
	電腦及網路系統或工具	0	
	教材	0	
	舉辦之活動/競賽	0	
	研討會/工作坊	0	
	電子報、網站	0	
	計畫成果推廣之參與(閱聽)人數	0	

國科會補助專題研究計畫成果報告自評表

請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況、研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性）、是否適合在學術期刊發表或申請專利、主要發現或其他有關價值等，作一綜合評估。

1. 請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況作一綜合評估

達成目標

未達成目標（請說明，以 100 字為限）

實驗失敗

因故實驗中斷

其他原因

說明：

2. 研究成果在學術期刊發表或申請專利等情形：

論文： 已發表 未發表之文稿 撰寫中 無

專利： 已獲得 申請中 無

技轉： 已技轉 洽談中 無

其他：（以 100 字為限）

3. 請依學術成就、技術創新、社會影響等方面，評估研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性）（以 500 字為限）

本研究結果顯示內部人擁有私有資訊並以之作為持股交易之基礎，市場參與者可透過內部人之持股交易，評估股票買回宣告之可靠性，且不同之內部人其所擁有之私有資訊亦不相同。由於內部人之交易具有資訊內涵且各內部人之資訊亦有異質性，因此建議主管機關應加強內部人交易揭露之及時性及完整性，以加速私有資訊之流通並減低市場參與者因資訊不對稱而蒙受損失。