

東海大學會計學系碩士班
碩士論文

公司聲譽與股票買回

Corporation Reputation and Stock Repurchase

指導教授：許書偉 博士

研究生：陳奕傑 撰

中華民國 101 年 7 月

東海大學會計學系碩士班

陳奕傑 君 所撰碩士論文：公司聲譽與股票買回

業經本委員會審議通過

碩士論文考試委員會委員

林秀鳳
許書偉

許永聲

指導教授

許書偉

系所主任

李秀英代

中華民國 101 年 6 月 28 日

謝辭

終於到寫謝辭的時候了，也就代表著七年東海的旅程即將結束。在這所學校真的待了好久，久到沒辦法體會他人口中懷念東海的滋味，而現在當我背起行囊即將踏出校園時才發現，嘴硬如我還是想念著在這學校經歷的一切，畢竟這裡埋藏了我大半的青春啊！

這篇論文能順利誕生受到好多人的幫助，尤其是我的指導教授許書偉老師，能跟著老師一起做研究是一件非常開心而且幸運的事，總是給老師添麻煩，辛苦您了。此外，感謝口試委員林秀鳳老師以及許永聲老師給了我許多寶貴的意見，讓我在論文的修改上有了更明確的方向。

在研究所兩年的學習過程中，遭遇到了許多困難以及挫折，要不是有親人和朋友在背後支持著我，真的很難想像現在的我能夠順利畢業嗎？爸，媽，每當從話筒的另一頭聽到你們的聲音，即使聊著生活瑣事都能讓我感到安心，讓我不再害怕面對未知的將來。謝謝韻淳總是在我最需要的時候陪著我，你的鼓勵是我面對挫折的一大動力。

很慶幸在碩班遇到了大家，你們豐富了我兩年的生活。富維、灝哥，現在我還時常想起當初臨時起意的墾丁春浪之旅，甚至是後來的腳踏車環島，這些都變成了我一輩子珍藏的回憶；最會跟我掄瘋話的楊雅，你激發了我好多的創意，感謝你為大家帶來那麼多的歡樂，有你在的地方就不會無聊；師出同門的小沒，謝謝你當了我一年的戰友，聽了我那麼多的抱怨還給我許多適時的建議。黑人張、莫宇傑、石智方和鄭人豪，與你們在系壘打球的日子真的很快樂，謝謝你們曾經和我一起努力過。還有好多來不及感謝的人，真的，有你們真好！

陳奕傑 謹誌

於東海大學會計研究所

民國 101 年 7 月

公司聲譽與股票買回

指導教授：許書偉 博士

研究生：陳奕傑

學號：G99430108

摘要

本研究主要探討公司聲譽與股票買回之間的關係。過去的文獻指出，宣告股票買回可以傳遞正向的訊息予資本市場進而導致股價上漲，然而管理當局於宣告買回後卻可隨時調整買回的數量以及時間點，有些公司甚至利用宣告買回提高公司股價以謀取自身的利益，如此一來投資大眾於評估管理當局股票買回計畫時增加了許多不確定性。本研究探討公司聲譽的可靠性是否提供投資人一項重要的判斷標準，此外亦探討管理當局是否為維護公司的聲譽而買回較多宣告的股票。

本研究以 2000 年至 2010 年間上市櫃公司所宣告的股票買回計畫為研究樣本，並將聲譽較佳之買回樣本與聲譽較差之樣本進行配對。本研究為探討公司聲譽與宣告股票買回股價反應之間的關係，先利用事件研究法計算累積異常報酬，再以 OLS 迴歸分析檢驗累積異常報酬與聲譽間的關係；另外，採用 Tobit 迴歸分析測試股票買回執行率與公司聲譽間的關係。

研究結果發現，公司聲譽與宣告買回時的股價反應呈顯著正相關，因此投資人可能會參考公司聲譽評估股票買回不確定性。另外，研究結果並未發現公司聲譽與股票買回執行率之間存在顯著相關，表示管理當局執行買回計畫時並不會考量公司聲譽的影響。本研究之結果有助於投資者評估買回宣告之不確定性並瞭解公司實際買回之行為。

關鍵詞：公司聲譽、股票買回

Corporation Reputation and Stock Repurchase

Advisor : Dr. Shu-Wei Hsu
Graduate Student : Yi-Jie Chen
Student No : G99430108

Abstract

This study examines the relationship between corporation reputation and stock repurchase. According to research, repurchase announcements convey well information to investor and investors react to these information positively. However, management has discretions on the quantity and time of repurchase. Some firms even use repurchase announcement to raise their stock price but repurchase few shares. Therefore, these discretions prevent investors from assessing the information behind repurchase programs. This study examines whether the corporation reputation serves as a tool to mitigate the uncertainty behind repurchase announcements. Furthermore, this study also examines whether management repurchase more stock to maintain their reputation.

The sample contains repurchase programs of listed firms from 2000 to 2010 in Taiwan. This study matches good reputation firms with bad reputation firms. OLS regression models are used to test the relationship between cumulative abnormal returns and corporation reputation and tobit regression models are used to test the relationship between repurchase execution and corporation reputation.

The results show that the relationship between cumulative abnormal returns and corporation reputation is significantly positive. It implies that investors use corporation reputation to assess the uncertainty of repurchase announcements. However, this study does not observe a significant relationship between corporation reputation and shares actually repurchased. It means that corporation reputation is not a major factor when managements execute the repurchase programs.

Key words: *corporation reputation, stock repurchase*

目錄

| | |
|----------------------------|------|
| 謝辭 | II |
| 摘要 | III |
| Abstract | IV |
| 目錄 | V |
| 圖目錄 | VII |
| 表目錄 | VIII |
| 第壹章 前言 | 1 |
| 第一節 研究動機與研究目的..... | 1 |
| 第三節 研究架構與流程..... | 4 |
| 第貳章 文獻探討 | 6 |
| 第一節 股票買回之動機..... | 6 |
| 第二節 股票買回之不確定性..... | 9 |
| 第三節 公司聲譽..... | 11 |
| 第參章 研究方法 | 13 |
| 第一節 研究假說..... | 13 |
| 第二節 樣本選取與資料來源..... | 16 |
| 第三節 變數衡量..... | 18 |
| 第四節 研究模型..... | 23 |
| 第肆章 實證結果與分析 | 25 |
| 第一節 敘述性統計分析..... | 25 |
| 第二節 相關係數檢定..... | 28 |
| 第三節 公司聲譽與股票買回宣告之股價反應 | 30 |
| 第四節 公司聲譽與股票買回執行率..... | 38 |
| 第伍章 結論與建議 | 41 |
| 第一節 研究結論..... | 41 |

| | |
|---------------|----|
| 第二節 研究限制..... | 42 |
| 第三節 研究建議..... | 42 |
| 參考文獻..... | 43 |



圖目錄

| | |
|---------------------------------------|----|
| 圖 1-1 研究架構圖..... | 5 |
| 圖 4-1 聲譽較佳公司宣告買回前後之累積平均異常報酬(CAR)..... | 33 |
| 圖 4-2 聲譽較差公司宣告買回前後之累積平均異常報酬(CAR)..... | 33 |



表目錄

| | |
|------------------------------------|----|
| 表 3-1 變數定義彙整..... | 22 |
| 表 3-2 模型 3.1 之預期符號..... | 23 |
| 表 3-2 模型 3.2 之預期符號..... | 24 |
| 表 4-1 敘述性統計..... | 27 |
| 表 4-2 Pearson/Spearman 相關係數分析..... | 29 |
| 表 4-3 聲譽較佳公司宣告買回前後之異常報酬..... | 31 |
| 表 4-4 聲譽較差公司宣告買回前後之異常報酬..... | 32 |
| 表 4-5 累積平均異常報酬平均數差異檢定..... | 34 |
| 表 4-6 公司聲譽與宣告買回股價反應之迴歸結果..... | 37 |
| 表 4-7 公司聲譽與股票買回執行率之迴歸結果..... | 40 |



第壹章 前言

第一節 研究動機與研究目的

由於管理當局與投資人之間存在資訊不對稱的問題，管理當局擁有較多公司內部資訊，因此相對於外界大眾更瞭解公司的內在價值(intrinsic value)。過去的文獻指出，企業直接向外界公布其私有資訊並不是一種可靠的傳遞管道，因此公司必須尋求其他更有效且可以讓投資人信賴其資訊的方式，而股票買回計畫正是其中一種方法(Grullon and Ikenberry 2000)。一般而言，宣告股票買回會帶給市場正面的消息，因此股價也會跟著上漲(Grullon and Ikenberry 2000; Dittmar 2000; Stephens and Weisbach 1998; Jagannathan and Stephens 2003)。

然而，股票買回所傳遞的資訊並不一定是那麼的可靠，經理人可能利用宣告股票買回的方式誤導投資大眾，藉以提高公司的股價謀取私利(Grullon and Ikenberry 2000; Stephens and Weisbach 1988; Lie 2005)；另外，因為股票買回為自願性揭露，因此公司所公布的資訊不像本期淨利或是股利支付等強制性揭露資料來的詳細；此外，由於股票買回本身的彈性，管理當局可以選擇買回股票的時間點更可以決定最終是否買回，例如建國(5515)、智原(3035)、明泰(3380)、迅杰(6243)、矽創(8016)等公司於 2011 年皆宣告過股票買回，但都沒有實際進行股票買回。這些原因都讓投資人以及主管機關無法判斷公司在宣告股票買回後是否真實買回股票，並確實的遵照宣告的股數進行買回動作。

由於上述股票買回的不確定性，投資人為了降低資訊風險會進一步尋求解決方法，而公司聲譽即可能受到投資人的關注。聲譽為一種無形資源，它的建立極其不易，企業不會願意因為短期的利益而斷送長期建立下來的聲譽，且一旦聲譽遭受損害，其後續的重建工作將是非常浩大的工程。換言之，好的聲譽可以讓投資人信賴公司所傳遞的資訊，因此可能降低投資人對於股票買回的不確定性。

過去，鮮少有學者將公司聲譽與股票買回進行聯結並加以探討，而公司聲譽與股票買回之間的關連性實是值得深入研究的議題，本篇正是以這樣的關連性進行研究。本研究的主要目的在探討公司聲譽是否對企業股票買回產生影響，主要利用事件研究法對我國上市上櫃公司宣告股票買回之股價異常報酬進行

分析，檢視其效果為何，同時檢驗公司聲譽對於股票買回執行率的影響。



第二節 研究問題

本研究的核心問題為聲譽是否可以彌補股票買回的不確定性，進而加強股票買回的宣告效果。因此本研究藉由探討公司聲譽對於企業宣告股票買回的效果、宣告後買回執行率以及首次進行股票買回的影響延伸出進一步的研究。本研究之研究問題彙總如下：

1. 公司聲譽對股票買回宣告效果的影響為何？
2. 公司聲譽對股票買回執行率的影響為何？
3. 公司聲譽對首次宣告股票買回的宣告效果以及執行率的影響為何？



第三節 研究架構與流程

本研究內容簡述如下：

第壹章 前言

說明本研究之研究動機與目的、研究問題以及整體的研究架構和流程。

第貳章 文獻探討

本章分為三節，分別就股票買回之動機、股票買回之不確定性以及公司聲譽進行探討。

第參章 研究方法

本章分為四節，第一節根據過去的文獻推導出本研究之假說；第二節闡述樣本選取的方法以及資料的來源；第三節針對本研究模型所需之變數進行定義以及衡量；第四節則建立研究之模型。

第肆章 實證結果與分析

針對實證結果進行分析與解釋。

第伍章 研究結果與建議

對實證結果進行總結，並說明研究上的限制以及建議。

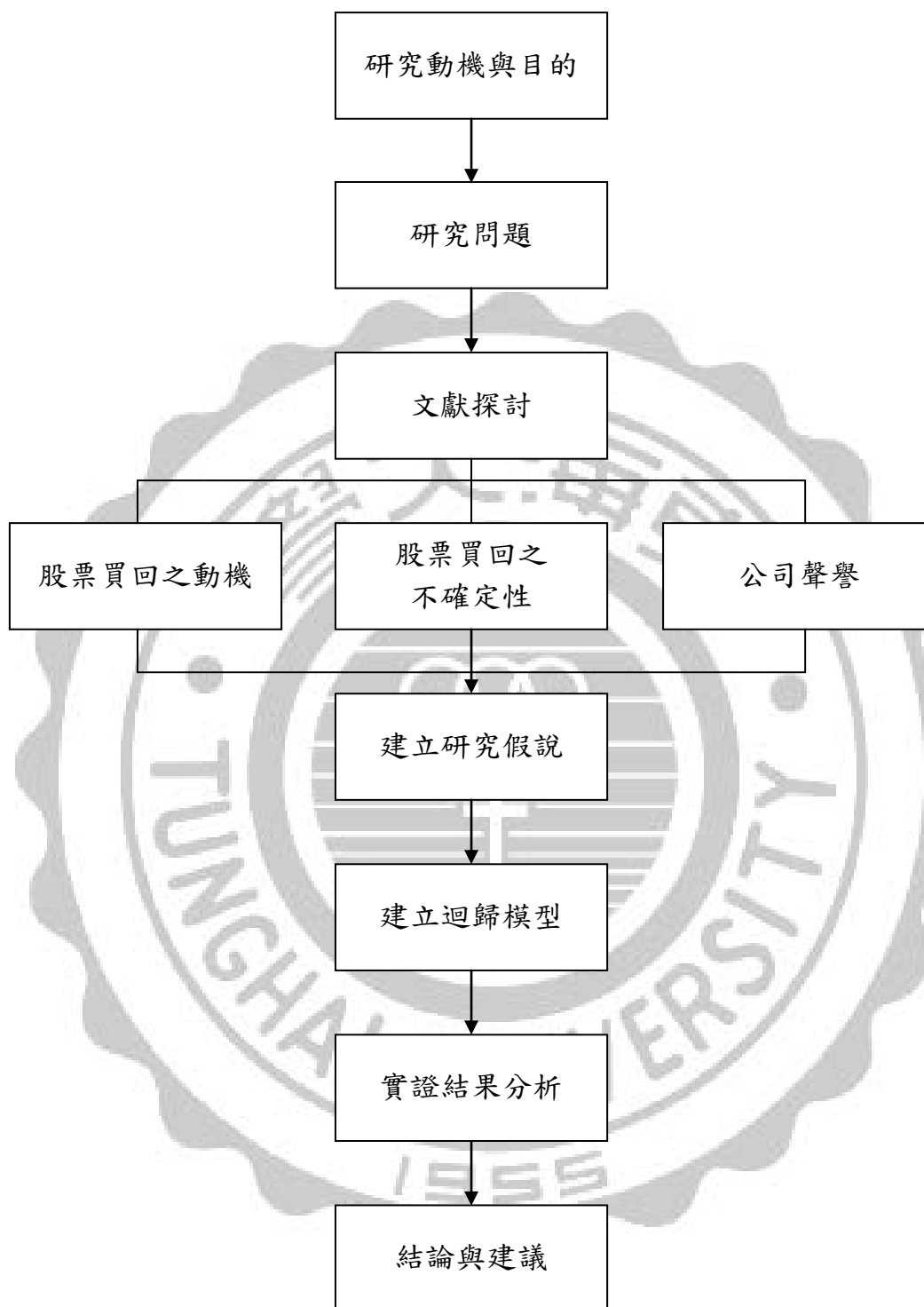


圖 1-1 研究架構圖

第貳章 文獻探討

本章分為三節，第一節為股票買回之動機，第二節為股票買回之不確定性，第三節為公司聲譽。

第一節 股票買回之動機

過去學者提出許多有關股票買回的動機，並針對這些動機進行實證分析以檢視哪裡因素促使管理當局進行股票買回計畫。本節將過去學者提出的假說及研究結果彙總如下：

1. 分配閒置資金假說(Excess Capital Hypothesis)

又名自由現金流量假說(Free Cash Flows Hypothesis)，也就是當公司擁有閒置資金時而沒有其他投資機會時，企業可以考慮將資金分配給投資人，像是利用股票買回或是發放現金股利的方式。Jensen(1986)指出當公司擁有較多自由現金流量時，可以選擇發放現金股利或是買回股票的方式將多餘現金還給股東，以防止經理人將現金浪費在不必要的投資上，藉以降低代理成本。Grullon and Ikenberry(2000)指出將閒置資金發還給投資人可以降低經理人把資金用在其他不必要地方的機會，因此宣告股票買回時會帶給市場正面的訊息。

一般來說企業傾向以股票買回的方式來發放閒置資金而非現金股利，因為如果未來減少發放現金股利，公司勢必背負著投資大眾的責難或是面臨相關的法律責任(Dittmar 2000)；因此股票買回相較於現金股利擁有較多策略運用的彈性。

2. 傳遞資訊假說(Undervaluation Hypothesis)

一般來說，企業管理當局與投資人之間存在資訊不對稱的問題，企業本身擁有較多的資訊優勢，對於企業的內在價值也相對瞭解，因此當公司認為其股票買遭到低估，或是對於未來有較樂觀的看法，他們可能藉由宣告股票買回的方式告知投資大眾。Healy and Palepu(1995)曾經透過 CUC 個案公司來探討企業與投資者溝通的問題，當時 CUC 公司所遭遇到的困難是它沒有辦法說服投資

大眾公司龐大的行銷費用支出對於未來獲利是有益的，導致股價一直處於被低估的狀態，因此他們採取一連串自願性揭露措施以解決股價低估的問題；其中一項措施就是實施股票買回計畫。研究結果發現當 CUC 宣告股票買回後，公司的股價上漲了 12%，表示這項自願性揭露帶給市場正向的訊息，接連著股價也會跟著反應。

Jagannathan and Stephens(2003)檢驗了經常股票買回公司以及不常股票買回公司其動機、公司特性、市場績效以及買回之後營運績效的差異。作者認為不常股票買回公司其進行股票買回動作是因為股價受到市場低估。而這些公司的特性為規模小、資本支出的程度較高、市價淨值比較低、機構投資人持股較低以及營業收入的波動較大等，因此不常股票買回的公司其資訊不對稱的情形較嚴重。實證結果顯示，不常股票買回公司比起經常股票買回公司於宣告買回時有更強烈的正向股價反應。

國內文獻的部分，蔡柳卿與郭法雲(2004)以我國上市公司為樣本資料，針對公司股票買回計畫的資訊效果以及資訊傳遞動機進行研究，其研究結果發現當公司宣告股票買回時，其股價呈現正向的反應，表示此項決策具有正向的資訊傳遞效果。另外作者發現當企業預期未來獲利能力有較好的表現時，其預定買回的數量會越多，表示公司對於未來前景的看好。蔡怡純、陳明吉與馬黛(2007)的研究有也類似的結果，其實證結果顯示在資訊不對稱的情況之下，傳遞資訊假說可以解釋公司實施股票買回的行為。

3. 財務槓桿假說(Optimal Leverage Ratio Hypothesis)

當公司使用股票買回來分配其閒置資金時，其股票權益將會降少，而財務槓桿比率將會增加；因此當公司目前財務槓桿比率低於目標之財務槓桿比率時，公司很有可能使用股票買回的方式增加比率。Dittmar(2000)針對美國企業於 1977 年至 1996 年之期間進行研究，其結果發現負債比率與實際股票買回金額呈顯著負相關。就我國文獻部分，張莉莉(2001)研究結果發現，財務槓桿比率越低的公司，為了達到公司的最佳財務槓桿比率，買回股票的次數越多。

4. 管理者誘因假說(Management Incentive Hypothesis)

我國證交法第二十八之二條規定，公司有下列理由可經董事會同意進行股

票買回：1.轉讓股份予員工；2.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；3.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。前兩項即與管理者誘因假說有關。Dittmar(2000)指出當經理人持有公司股票選擇權時，他們很有可能將現金股利替換成股票，因為發放現金股利會造成股價下跌，而股票買回卻不會。因此經理人為了有利執行選擇權可能藉由股票買回來維持股價。

5. 惡意收購假說(Takeover Deterrence Hypothesis)

由於股票買回可以提升股價，導致其他企業如果想進行惡意購併時，會增加其購買股權的成本。如此一來，當公司意識到可能成為購併的目標時，股票買回可能降低其被購併的風險(Bagwell 1991; Dittmar 2000)。Dittmar(2000)實證結果顯示，某些年度購併活動較為積極，而公司會利用股票買回的方式，降低被惡意收購的風險。此外，Vermaelen(1984)以及 Bagwell(1992)的研究結果都顯示，公司進行股票買回後，公司的股價上漲降低了外界投資人對於現任管理者經營權所造成的威脅。

綜合上述股票買回的動機，管理當局宣告股票買回的動機有許多，但這些動機並非彼此互斥；Dittmar(2000)曾就上述這些買回動機進行迴歸分析，實證結果顯示，公司買回股票的動機不單單只有一種原因，可能包含了多個動機導致公司進行股票買回計畫。普遍來說，公司進行股票買回的原因主要是想傳遞公司的股價受到市場的錯誤定價或是對於公司的前景抱持著信心所致。而這項自願性揭露是否能讓公司與投資人搭起可靠的溝通橋樑，進而降低資訊不對稱則是一個相當重要的問題；一旦股票買回所傳遞資訊的可信度不足，那麼這項自願性揭露的政策即形同虛設。

第二節 股票買回之不確定性

公司在制訂以及實施股票買回時，可以根據公司目前所面臨的情況調整買回的數量以及時間，而這些調整並不需要事先告知投資大眾或是相關的利害關係人，如此一來賦予管理當局相當程度的股票買回權利。Stephens and Weisbach(1988)指出公司不必向大眾承諾買回多少股票，因此股票買回有其運用的彈性，像是買回的時間點以及數量等；對於投資人以及主管機關而言，公司實際買回多少股票將是一個重要的問題。例如，美國華爾街日報(The Wall Street Journal)以及財富雜誌(Fortune)都曾對此作出評論，他們指出企業往往不是因為股價受到低估而進行股票買回，而是為了提升股價才進行買回。根據作者的研究統計，美國平均買回比率約介於 74% 至 82% 之間。

Grullon and Ikenberry(2000)研究指出美國由於沒有股票買回的揭露規定以及股票買回有其彈性（例如，宣告股票買回，但實際上卻沒有執行），所以經理人有潛在的動機藉由宣告買回股票來誤導投資大眾，因此股票買回的執行率受到關切。Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen(2000)針對加拿大股票買回之執行率進行研究，發現加拿大企業在 1989 年到 1997 年之間宣告買回後一年內(法律規定)有 28.6% 的執行率。從 Stephens et al.(1988)以及 Ikenberry et al. (2000) 之研究可以看出公司所宣告之股票買回數量並不一定會全數買回，有些企業甚至沒有買回任何一股。

李宗祥(2001)利用問卷的方式針對我國上市公司之股票買回進行分析，作者指出股票買回會受到許多外在因素以及管理當局本身的心態所影響，因此未必會全數買回宣告之股票；一旦公司實際買回股票的比例越大，傳遞給市場的正向訊息也就越強，股票也會跟著呈現正向的反應。實證結果顯示股票買回執行率較高的公司其宣告買回股票後的股價異常報酬更為顯著。

Lie(2005)檢視了美國企業自 1981 年到 2000 年 4729 次股票買回之宣告，欲探討宣告股票買回後公司的營運績效是否會有所改善。作者指出公司宣告股票買回後可能不會切實的去執行，一旦公司沒有實際進行股票買回的動作，將很難說服投資大眾其營運績效高於市場所預期，如此一來公司的績效將不會有所提升。實證結果顯示，切實執行股票買回計畫的公司，其後續之營運績效將有顯著的改善；反觀沒有實際進行股票買回動作的公司，其後續的營運績效並沒有顯著的改變。

陳妮雲(2008)說明股票買回的實際執行率可以用以衡量企業是否遵守買回的承諾，一旦企業的執行率偏低，投資大眾可能會認為公司有操縱盈餘的可能性，因此比較不會相信其宣告股票買回所傳遞的資訊。其研究針對公司治理是否會影響股票買回；實證結果顯示，公司治理與股票買回的執行率雖與預期符號相同，但卻沒有統計上的顯著支持。

李亮君、李顯儀、吳幸姬與李欣微(2010)指出，理論上而言，宣告買回股票比例較大的公司，投資人所接受到的正向資訊應該更為強烈，但實證結果並非如此；作者認為有些公司雖然宣告較大買回的數量，但實際買回的比例卻很少，短期來說，股價確實會上漲，但時間拉長來看，公司並沒有實際進行買回的動作，導致公司傳遞資訊的效果就被打了折扣。

李建然、許書偉與李現瑞(2010)指出宣告股票買回所傳遞的資訊有其不確定性，投資人無法判斷公司是否會實際進行股票買回或是買回的執行率有多少；另外主管機關並沒有對未依宣告買回數量實際進行的公司訂定相關處罰，這些原因皆導致投資人對股票買回有部分疑慮。作者指出投資人可能藉由公司過去的股票買回紀錄評估之後股票買回的可靠性，一旦過去公司股票買回的執行率過低，市場將會對其進行實質的處罰，導致往後股票買回的溝通效果受到影響。實證結果顯示公司過去買回的執行紀錄與宣告股票買回時的異常報酬呈現顯著正相關，代表公司過去的買回紀錄越好，其傳遞給市場的正向消息越強；反觀過去紀錄差的公司，其股票買回的資訊內涵受到了損害。

根據上述的文獻彙總可得知，股票買回計畫的彈性提供管理當局有策略上運用的空間，像是買回的時間點以及數量等。另外對於沒有實際買回宣告股票之公司，主管機關並沒有訂定相關的罰則。這些原因都讓管理當局透過股票買回與投資大眾溝通時出現了許多不確定性；投資人可能利用其他的管道評估股票買回的政策是否可信，間接導致股票買回的執行率受到投資人的關注，投資人可能透過過去公司的買回經驗評估未來股票買回的可靠性，避免遭受管理當局不實資訊的誤導。而公司是不是有其他的方式能可靠地傳遞股票買回的資訊內涵成為公司必需面臨的一項重要課題。

第三節 公司聲譽

Roberts and Dowling(2002)以美國公司為樣本資料，探討公司聲譽以及超常獲利持續性(persistence of superior profit)¹之間的關係。作者認為好的聲譽具有潛在的價值創造，同時對於公司存在許多的優勢，例如，聲譽可以傳遞公司的服務或產品具有一定品質的資訊，因此顧客願意對聲譽較好的公司支付較高的代價；以及，具備良好聲譽的公司可能擁有成本上的優勢。然而，公司外部利害關係人無法直接觀察到聲譽形成的所有過程，因此必需仰賴過去財務績效成果所傳遞的資訊，說明公司聲譽的好壞。研究結果顯示公司聲譽與超常獲利持續性呈正向顯著關係。

Weigelt and Camerer(1988)針對過去許多有關聲譽之研究進行分析，並利用實例說明聲譽的策略性應用。作者指出當市場存在較多資訊不對稱時，公司聲譽就會變得十分重要，像是市場潛在的競爭者會視市場領先者其聲譽的效果為何來決定是否進入這個市場；另外，利害關係人也會利用過往的經驗用以評估公司的聲譽，以決定傳遞的資訊是否可信，因此好的聲譽對於企業具有相當大的優勢，投資人可能因此信賴公司所發佈的資訊，銀行也可能藉由評斷一家公司聲譽的好壞決定是否給予貸款。

DeAngelo(1981)研究指出大型事務所(具有較高的聲譽)擁有較多的客戶，賺取較多客戶的準租，因此他們不會因為單一客戶而降低審計品質，因為一旦降低審計品質的行為被發現時，他們可能會失去其他受查客戶或是遭到其他客戶要求降低公費。因此大型事務所所有動機去維持他們的聲譽以賺取客戶未來之準租。

Watt and Zimmerman(1986)指出會計師要建立起聲譽必須花費相當大的成本，不過一旦建立了聲譽，審計服務的需求以及公費都會相應的增加，因此聲譽對於會計師而言，是一具有優勢的無形資產。反觀，會計師如果做出違反獨立性的事情，那麼會計師的聲譽即有可能受到損害，造成審計服務的價值下降。

林惠玲(2006)利用天下雜誌最佳聲望標竿企業之調查，檢視從 2000 年到 2004 年標竿企業之調查資料，進一步探討聲譽較好的公司其營運績效是否也會

¹ Roberts and Dowling(2002)利用超常獲利收斂至長期正常獲利水準的速度評估其持續性。

較佳。作者指出聲譽所傳遞的資訊可以讓社會大眾進一步瞭解公司的經營模式，而公司與社會大眾之間的溝通管道是聲譽賦予企業的一項重要無形資產，也因此社會大眾願意接受公司所提供的產品或是服務。同時，投資人也會因此放心將資金投入在公司身上，銀行也會評估公司的聲譽以決定是否進行貸款。實證結果顯示公司聲譽對於營運績效有正向的影響。

從上述的文獻可得知，聲譽是公司過去經驗所累積而成，它能让投資人對於公司未來行動有合理的預期並增加資訊的可信度，進而加強公司資訊傳遞的效果。此外，聲譽的建立須耗費許多的時間以及成本，一旦聲譽受到損壞，其復原成本將是公司難以承受的代價；因此公司有動機去維持他們的聲譽以賺取未來的獲利。



第參章 研究方法

本章分為四節，第一節根據過去的文獻推導出本研究之假說；第二節闡述樣本選取的方法以及資料的來源；第三節針對本研究模型所需之變數進行定義以及衡量；第四節則建立研究之模型。

第一節 研究假說

由於股票買回的彈性使得管理當局可以決定最終是否確實買回股票，更可以決何時進行買回計畫。反觀投資大眾屬於資訊弱勢者，他們無從得知管理當局制定股票買回計畫的意圖，只能從以往公司股票買回的經驗評估其可靠性。另外，股票買回是一種自願性的揭露，用以彌補強制性財務報表的不足(Healy and Palepu 2001)，而所謂的自願性揭露代表的是企業自發性的行為，因此其揭露的資訊勢必不若財務報表來的詳細完整。Stephens and Weisbach(1998)以及 Grullon and Ikenberry(2000)皆指出美國沒有股票買回揭露的相關規定，因此大多數美國企業並沒有定期提供股票買回的資訊予投資大眾。

而過往的經驗正是形成聲譽的一個重要因素。聲譽是公司過去一連串的行為所傳遞給投資大眾的一種印象表現，可以讓投資大眾對於公司未來行動有合理的預期(Fombrun 1996; Weigelt and Camerer 1988)，它不僅可以提升企業的財務績效，同時還可以傳遞公司之產品或服務具有一定品質的資訊(Roberts and Dowling 2002)。在資訊不對稱的環境下，外界並沒有辦法明確知道公司所有決策的細節，這個時候聲譽即扮演著重要的角色，它能可靠地傳遞資訊給利害關係人，讓他們可以合理預期企業未來的行動，進而做出對公司有利決策(Weigelt and Camerer 1988)。

雖然股票買回這項自願性揭露可以傳遞給市場正向的訊息，但因為股票買回的不確定性可能帶給投資人判斷上的困難；就過去的研究來看，公司宣告買回股票並不一定會百分之百實際買回，有些公司甚至沒有買回任何一股(Stephens and Weisbach 1988; Ikenberry et al. 2000; Grullon and Ikenberry 2000)；此外根據李建然等(2010)統計指出，國內之平均買回比率為 66%，代表許多公司並不會買回全部的股票。這些不確定性都會增加股票買回資訊傳遞上的障礙；然而，投資人並非沒有任何方法可以降低股票買回的不確定性，例如李建然等(2010)研究顯示投資人會利用公司過去的買回紀錄評估未來宣告股票買回的可靠性。除此之外，聲譽或許也能降低不確定的因素，因為聲譽能增加公司的可

信度(Roberts and Dowling 2002; Weigelt and Camerer 1988)，投資人可能藉此判斷公司進行股票買回計畫的可靠性，進而評估股票買回其中的資訊內涵。本研究預期當公司的聲譽越好，投資人較願意相信企業所提供的資訊，因此公司藉由股票買回所傳達的訊息越具可靠性，導致宣告股票買回時有較大股價反應。本研究假說 1 如下：

H1：聲譽較好的企業其宣告股票買回時有較高的異常報酬。

投資人雖然可以利用公司過去股票買回的經驗用以預測未來宣告股票買回的可靠性(李建然等 2010)，然而公司首次進行股票買回計畫時，並沒有過去的紀錄可供評估，投資人不知道公司藉由股票買回所傳遞的資訊是否可信，這個時候股票買回的不確定性對於投資人來說更為強烈。在沒有其他更可靠的評估方式之下，由於聲譽能提升資訊的可信度，因此公司聲譽可能成為投資人重要的評估工具；一旦聲譽成為投資人的判斷標準，投資人可能越信賴聲譽好的公司所傳遞的資訊，導致宣告股票買回時的股價相較於非首次宣告公司有更顯著的反應。本研究預期當公司首次進行股票買回時，聲譽越好的企業其傳遞的正面訊息越強，因此宣告股票買回時有較大的股價反應。假說 1-1 如下：

H1-1：在首次進行股票買回時，公司聲譽與股票買回異常報酬之間的正相關更為顯著。

我國主管機關並沒有強制要求公司必須全數買回宣告之股票，因此企業可能會有策略上以及實務上的考量導致宣告買回往往與實際買回不一致。Lie(2005)指出宣告股票買回只是管理當局口頭上的承諾，不必花費任何的費用，唯有實際買回股票才是真正的投入成本，才能傳遞正向的訊息予資本市場；因此投資人常將股票買回的執行率作為一評核的標準，用以檢視管理當局是否依據當初宣告的股數進行執行，進而反應在股價上面。陳妮雲(2008)比較了我國、美國、加拿大、英國、日本以及韓國其股票買回執行率的情形，發現除了加拿大以外，其他各國的執行率皆高於 70%，表示大多企業普遍買回多數的股份以維護其形象以及信用。

假使公司宣告股票買回卻沒有進行買回的動作或是買回很少，極有可能對公司未來股票買回的溝通效果造成影響。Lie(2005)研究發現當公司沒有切實的回買宣告之股票，其後續的營運績效並不會有所改善，實際買回股票的公司才會向市場傳遞正向的訊息進而改善績效。此外，如果公司欺騙投資大眾未來將

會買回股票卻沒有執行，那麼公司很有可能因為這樣的行為喪失現有的投資人，或付出相當程度的成本。另外如同 Watt and Zimmerman(1986)指出會計師聲譽減損的後果，一旦會計師的聲譽受到損害，其所提供的服務價值也會跟著下降。因此本研究預期當公司的聲譽越好，越可能達成其宣告買回之股數，以預防聲譽減損所帶來的後果。本研究假說 2 如下：

H2：聲譽較好的企業其股票買回的執行率較高。

如假說 1-1 所述，當公司首次進行股票買回計畫，投資人可能利用公司聲譽作為評估工具；然而如果公司股票買回的執行率低於投資人之預期，其後續股票買回的溝通效果將會受到損害(李建然等 2010)，進而使公司聲譽受到影響；本研究預期，首次股票買回的公司相較於非首次股票買回公司，其執行率對於公司聲譽與投資人之間溝通效果的影響更為重要；換言之，一旦一開始的股票買回宣告即失信於投資大眾，要再重新獲取投資人的信任將會是十分困難。因此本研究預期當公司首次進行股票買回，聲譽較好的企業有動機提高股票買回的執行率，以維護後續股票買回的溝通效果。假說 2-1 如下：

H2-1：在首次進行股票買回時，公司聲譽與股票買回執行率之間的正相關更為顯著。

第二節 樣本選取與資料來源

一、 研究期間

我國上市上櫃公司買回本公司股份辦法於 2000 年 8 月 7 日公布，並自發布日起施行，因此本研究以 2000 年 8 月 7 日至 2010 年 12 月 31 日作為樣本期間。

二、 研究對象

1. 樣本期間內曾於公開市場宣告買回股票之所有上市、上櫃公司。
2. 排除金融業、保險業等管制性產業。
3. 排除資料不完全者。
4. 排除極端值。

三、 樣本篩選

研究期間內股票買回總次數為 3425 次，本研究將公司半年內重覆宣告之樣本進行排除，共 797 筆；另外刪除金融保險等管制性產業 221 筆。其中聲譽較佳²的樣本為 159 筆，聲譽較差者為 2248 筆。

本研究進一步將聲譽較佳與聲譽較差之樣本利用資產總額近似值配對，其中 14 筆樣本配對失敗，並有 6 筆異常報酬估計期不足 100 天，刪除其相對應之實驗組以及對照組。在此限制之下，共計有 139 對樣本配對成功。

四、 資料來源

1. 股票買回之樣本資料主要來自於台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal Data Bank, TEJ)以及公開資訊觀測站。

² 除當年度出現於天下雜誌最佳聲望標竿企業之名單外，前後一年如出現於名單之中，皆視為聲譽較佳的公司。

2. 公司聲譽之相關資料來自天下雜誌最佳聲望標竿企業調查。
3. 其他財務資料以及公司治理變數取自台灣經濟新報資料庫。



第三節 變數衡量

一、應變數

1. 累積異常報酬(CAR)

本研究在衡量股票買回宣告之股價反應時是採用事件研究法(event study)來計算累積異常報酬，其中事件日為股票買回之宣告(公告)日；事件期為事件日前後共3個交易日作為事件期間；估計期為事件期前300個交易日作為估計期間(如不足300天，至少需有100天)。首先，利用市場模式(market model)估計公司宣告股票買回之預期報酬；市場模式是利用個股之估計期資料並以普通最小平方方法(Ordinary Least Square, OLS)建立迴歸模型以求出預期之報酬，模型如下：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中，

i ：代表 i 公司

t ：代表第 t 期

R_{it} ：代表 i 公司於第 t 期之報酬率

R_{mt} ：代表第 t 期之市場報酬率

α_i ：代表截距項

β_i ：代表系統風險係數

預期報酬為：

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (2)$$

其中，

$E(R_{it})$ ：代表 i 公司於第 t 期之預期報酬

其次將實際報酬減預期報酬，得出異常報酬：

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (3)$$

其中，

AR_{it} ：代表 i 公司於第 t 期之異常報酬

最後將所有的異常報酬加總，即可求出累積異常報酬：

$$CAR_i = \sum AR_{it} \quad (4)$$

2. 股票買回之執行率(EXECUTION)

假說二欲探討聲譽較好的企業其股票執行率是否較高，而本研究的股票買回執行率是指實際買回數量與宣告買回數量之比例。定義如下：

股票買回執行率(EXECUTION) = 公司於第 t 年實際買回股票之數量 / 公司於第 t 年宣告買回股票之數量

二、 實驗變數

Roberts and Dowling(2002)利用財富雜誌(Fortune)有關「美國最受尊崇企業」(America's Most Admired Corporations)之資訊作為公司聲譽之樣本資料，財富雜誌將企業分成八個構面來探討，並給予相對應的分數，Roberts and Dowling 即利用這些分數作為公司聲譽的代理變數。我國也有類似的調查，評比的方式與國際媒體大致相同，僅指標的內容有部分的差異。

我國天下雜誌自 1994 年起進行最佳聲望標竿企業的調查，主要針對當年度「1000 大調查」企業名單，排除形象受爭議的企業，篩選出各行業過去一年沒有出現虧損，並且營業收入排名在前面的企業。天下雜誌將企業分成十個指標，讓同業以及專家進行評估，每項指標最低為一分，最高十分，並依這十項指標的平均分數排名；這十項指標包含了「前瞻能力」、「顧客導向」、「營運績效」、「財務能力」、「人才培養」、「科技運用」、「長期投資」、「公民責任」、「跨國營運」以及「創新能力」等。

但是由於天下雜誌並沒針對我國所有上市上櫃公司進行調查，每年出現於天下雜誌最佳聲望標竿企業之名單中的企業約僅有 100 家，扣除非上市上櫃公司，約有 70 家公司。在此資料取得受限的情況之下，本研究採用除當年度，前後一年出現於名單之中的公司設為 1，其餘為 0 之虛擬變數作為公司聲譽之代理變數。

三、 控制變數

本研究模型參考過去之文獻後，列出相關控制變數如下：

1. 公司規模(SIZE)：Jagannathan and Stephens (2003)認為不常股票買回的公司其中一個特性是公司規模小，由於規模較小的公司受到市場關注的程度較低，股價遭到低估的可能性較高，因此可能藉由宣告股票買回來傳遞股票受到低估的資訊。Jagannathan et al.研究指出公司規模越小，其宣告股票買回的反應越強。本研究將公司規模定義如下：

公司規模(SIZE) = $\text{Log}(\text{公司之總資產帳面價值})$ 。

2. 現金比率(CASH)：公司會視其本身持有現金的狀況而決定是否進行股票買回計畫。換言之，當公司持有的現金數量越大時，越有可能進行股票買回計畫(Stephens and Weisbach 1998)。本研究定義現金如下：

現金比率(CASH) = $\text{宣告股票買回當年財務報表之現金} / \text{期初總資產}$ 。

3. 負債權益比(DE)：Dittmar(2000)指出公司可能利用買回股票調整資本結構，

以達到最適財務槓桿比率；換言之公司之負債權益比較低時，比較可能藉由股票買回使財務槓桿比率達到最適財務槓桿比率。本研究定義財務槓桿比率如下：

負債權益比(DE)=公司前一年之負債總額 / 公司前一年之股東權益總額。

4. 淨值市價比(BM)：淨值市價比越高公司股票受到低估的可能性就越高，因此宣告股票買回所帶來的反應越大(Dittmar 2000; Jagannathen and Stephens 2003)。本研究定義淨值市價比如下：

淨值市價比(BM)=公司宣告股票買回當季季初普通股權益之帳面價值 / 公司宣告股票買回當季季初普通股權益之市值。

5. 宣告預定買回數量(ANNOUNCEPUR)：根據資訊傳遞假說，宣告買回股票可以傳遞公司對於未來前景具有信心的資訊，因此當公司宣告買回數量越大時，其股價反應也會越大(Grullon and Ikenberry 2000)。本研究定義宣告預定買回數量如下：

宣告預定買回數量(ANNOUNCEPUR)=預定買回股數 / 公告日流通在外股數。

6. 內部關係人持股比例(INS PUR)：當內部關係人持股比例越高時，經理人越有誘因選擇股票買回計畫藉以提升公司股價(蔡怡純、陳明吉與馬黛 2007)。其中內部關係人包含董監事、經理人以及大股東。
7. 董監事質押比率(PLDGE)：當公司董監事質押比率較高時，一旦股價下跌，董監事必須補提擔保品，因此董監事有動機藉由股票買回來維持公司的股價，避免過大的波動(張莉莉 2001)。
8. 累積超額報酬(RET_EXCESS)：當公司宣告股票買回前的股價報酬越低時，管理當局可能認為公司股價受到低估的情形越嚴重，因此越有可能買回股票以提升股價。本研究以宣告股票買回前個股之實際報酬減去大盤，並往前累加三十天計算累積超額報酬。

下列將上述應變數、實驗變數以及控制變數之定義彙總成表 3-1：

表 3-1 變數定義彙整

| 變數 | 定義與說明 |
|-------------|--|
| CAR | 所有觀察值於宣告股票買回期間之累積平均異常報酬 |
| EXECUTION | 公司當年實際買回股票之數量除以公司當年宣告買回股票之數量 |
| REPUTATION | 虛擬變數，出現於天下雜誌最佳聲望標竿企業之名單為 1，其餘為 0 |
| FIRST | 首次宣告股票買回之虛擬變數，首次為 1，非首次為 0 |
| SIZE | 公司之總資產帳面價值取自然對數值 |
| CASH | 宣告股票買回當年財務報表之現金除以期初總資產 |
| DE | 公司前一年之負債總額除以公司前一年之股東權益總額 |
| BM | 公司宣告股票買回當季季初普通股權益之帳面價值除以公司宣告股票買回當季季初普通股權益之市值 |
| ANNOUNCEPUR | 預定買回股數除以公告日流通在外股數 |
| PLDGE | 董監事質押比率 |
| RET_EXCESS | 宣告股票買回前 30 天累積超額報酬 |
| INSPUR | 內部關係人持股比率 |

第四節 研究模型

一、 公司聲譽與宣告股票買回異常報酬之關係

前述假說 1 為聲譽較好的企業其宣告股票買回時有較高的異常報酬。本研究採用一般迴歸模型針對假說 1 進行檢視，主要在探討公司聲譽對於企業宣告股票買回時的效果。因此迴歸模型的實驗變數為公司聲譽，應變數為累積異常報酬。假說 1-1 將股票買回分為首次宣告股票買回以及非首次宣告股票買回兩部分，進一步探討首次進行股票買回計畫的公司其聲譽是否能加強資訊傳遞的效果，導致股價的反應相對於非首次宣告股票買回之公司更強烈。因此本研究設置首次進行股票買回的虛擬變數(FIRST)，首次買回為 1，非首次為 0。迴歸模型 3.1 建立如下：

$$\begin{aligned} CAR = & \beta_0 + \beta_1 REPUTATION + \beta_2 FIRST + \beta_3 REPUTATION * FIRST \quad (3.1) \\ & + \beta_4 SIZE + \beta_5 CASH + \beta_6 DE + \beta_7 BM + \beta_8 ANNOUNCEPUR \\ & + \beta_9 INSPUR + \beta_{10} PLDGE + \beta_{11} RET_EXCESS \end{aligned}$$

模型 3.1 之預期符號彙整如下：

表 3-2 模型 3.1 之預期符號

| 變數名稱 | 代號 | 預期符號 |
|---------------|--------------------|------|
| 公司聲譽 | REPUTATION | + |
| 公司聲譽*首次宣告股票買回 | REPUTATION * FIRST | + |
| 公司規模 | SIZE | - |
| 現金比率 | CASH | + |
| 負債權益比 | DE | - |
| 淨價市值比 | BM | + |
| 宣告預定買回數量 | ANNOUNCEPUR | + |
| 內部關係人持股比率 | INSPUR | + |
| 董監事質押比率 | PLDGE | + |
| 累積超額報酬 | RET_EXCESS | - |

二、 公司聲譽與股票買回執行率之關係

本研究假說 2 為聲譽較好的企業其股票買回的執行率較高，應變數為執行率代表實際買回與宣告買回之比率，其最小值為 0，不符合常態分配。因此假說 2 採用 Tobit 迴歸檢定聲譽對於股票買回執行率的影響。

假說 2-2 為公司聲譽與股票買回執行率之間的正相關在首次進行股票買回時更為顯著。如同模型 3.1，本研究將宣告股票買回分為首次以及非首次股票買回，進一步探討首次進行股票買回公司是否為了維持往後與投資人的溝通效果，而買回較多宣告之股票。模型 3.2 建立如下：

$$EXECUTION = \beta_0 + \beta_1 REPUTATION + \beta_2 FIRST + \beta_3 REPUTATION * FIRST \quad (3.2) \\ + \beta_4 SIZE + \beta_5 CASH + \beta_6 DE + \beta_7 BM + \beta_8 ANNOUNCEPUR \\ + \beta_9 INSPUR + \beta_{10} PLDGE$$

模型 3.2 之預期符號彙整如下：

表 3-2 模型 3.2 之預期符號

| 變數名稱 | 代號 | 預期符號 |
|---------------|--------------------|------|
| 公司聲譽 | REPUTATION | + |
| 公司聲譽*首次宣告股票買回 | REPUTATION * FIRST | + |
| 公司規模 | SIZE | - |
| 現金比率 | CASH | + |
| 負債權益比 | DE | - |
| 淨價市值比 | BM | + |
| 宣告預定買回數量 | ANNOUNCEPUR | ? |
| 董監質押比率 | PLDGE | + |
| 內部關係人持股比例 | INSPUR | ? |

第肆章 實證結果與分析

本章第一節將介紹各變數之敘述性統計量，第二節為相關係數分析，第三節為公司聲譽與股票買回宣告時股價反應，第四節為公司聲譽與股票買回執行率。

第一節 敘述性統計分析

本研究各變數之敘述性統計量彙整於表 4-1，並區分聲譽較佳以及聲譽較差之樣本。敘述性統計量包含了各變數之平均數、標準差、最小值、中位數以及最大值。

其中，觀察兩組樣本累積平均異常報酬(CAR)之平均數可以發現兩者之間有相當程度的差異，聲譽較好的公司其 CAR 的平均數為 0.019，而聲譽較差的公司為 0.001；表示聲譽較好的公司於宣告股票後可能有較大的正向股價反應。其次，兩組樣本之股票買回執行率(EXECUTION)的平均數約介於 65%至 66%之間，最小值為 0%，共 8 筆樣本，表示有些公司雖然宣告股票買回，但是事實上並未進行任何的買回動作；而全數買回的樣本(執行率 100%)共 101 筆。然而，出乎意料之外的是聲譽較差公司的執行率(66.79%)甚至高於聲譽較佳之公司(65.08%)，初步結果不支持假說 2，但由於樣本數較少，可能造成樣本未能完整表現出實際的情況。

控制變數的部分，公司規模、內部關係人持股以及累積超額報酬等變數主要針對傳遞資訊假說進行控制。公司規模(SIZE)的最小值為 13.25，出現在聲譽較差的樣本，而最大值為 20.27，出現在聲譽較好的公司；就兩組樣本的平均值而言，聲譽較好公司的規模(17.62)大於聲譽較差的公司(16.8)，一般而言上市公司相較上櫃公司其規模較大。內部關係人持股(INSPUR)的最小值為 7.83%，最大值為 78.01%，其兩組樣本的平均數約介於 32%至 35%。累積超額報酬(RET_EXCESS)的最小值為-39.75%出現在聲譽較差的樣本，最大值為 43.68%同樣出現在聲譽較差的樣本；就平均數而言，聲譽較佳(-3.44%)以及聲譽較差公司(-2.91%)的平均數皆為負數，表示宣告股票買回的公司其宣告買回之前的股票報酬普遍不佳。

現金比率(CASH)用於控制閒置資金假說，聲譽較佳公司的平均數為 18.2%，聲譽較差公司為 13.37%，表示聲譽較佳的公司普遍持有較多的現金。其他控制變數的部分，負債權益比(DE)的最小值為 0.10 出現於聲譽較差公司，最大值為 2.69 出現在聲譽較好的公司，表示負債總額 2.69 倍於股東權益總額。淨值市價比(BM)的最小值為 0.001，最大值為 0.99，兩組樣的平均數介於 0.34 至 0.43 之間。宣告預定買回數量(ANNOUNCEPUR)的最小值為 0.13%，最大值為 10%；就兩組樣本的平均數來看，聲譽較佳公司(2.74%)的預定買回數量大於聲譽較差公司(2.36%)。董監質押比率(PLDGE)的最小值為 0，最大值為 95.69%；而聲譽較差公司的董監質押比率(17.88%)平均數大於聲譽較佳公司(11.74%)，表示聲譽較差公司於股價下跌時可能需提撥更多的擔保品。

另外，由表 4-1 可以看出公司規模(SIZE)以及負債權益比(DE)的標準差較大，代表這些變數波動的幅度較大，可能會影響最終實證的結果。



表 4-1 敘述性統計

| 變數 ^a | 聲譽較好公司 ^b (N=139) | | | | | 聲譽較差公司 ^b (N=139) | | | | |
|-----------------|--------------------------------|--------|---------|---------|---------|--------------------------------|--------|---------|---------|---------|
| | 平均數 | 標準差 | 最小值 | 中位數 | 最大值 | 平均數 | 標準差 | 最小值 | 中位數 | 最大值 |
| CAR | 0.0192 | 0.0501 | -0.1106 | 0.0222 | 0.2117 | 0.0011 | 0.0508 | -0.1611 | 0.0086 | 0.0931 |
| EXECUTION | 0.6508 | 0.3422 | 0.0000 | 0.6745 | 1.0000 | 0.6679 | 0.3427 | 0.0000 | 0.8215 | 1.0000 |
| SIZE | 17.6202 | 1.3772 | 14.4170 | 17.5110 | 20.2730 | 16.8047 | 1.0943 | 13.2563 | 16.8123 | 19.3417 |
| CASH | 0.1820 | 0.1695 | 0.0034 | 0.1445 | 1.0772 | 0.1337 | 0.1015 | 0.0048 | 0.1044 | 0.4456 |
| DE | 0.9381 | 0.6010 | 0.1278 | 0.8222 | 2.6953 | 0.8564 | 0.5006 | 0.1017 | 0.8039 | 2.5268 |
| BM | 0.3484 | 0.2573 | 0.0011 | 0.2717 | 0.9904 | 0.4263 | 0.2842 | 0.0010 | 0.3937 | 0.9756 |
| INSPUR | 0.3532 | 0.1537 | 0.0904 | 0.3327 | 0.7801 | 0.3251 | 0.1266 | 0.0783 | 0.3038 | 0.6837 |
| ANNOUNCEPUR | 0.0274 | 0.0174 | 0.0013 | 0.0243 | 0.1000 | 0.0236 | 0.0180 | 0.0028 | 0.0180 | 0.0997 |
| PLDGE | 0.1174 | 0.1880 | 0.0000 | 0.0004 | 0.9569 | 0.1788 | 0.2084 | 0.0000 | 0.0971 | 0.8149 |
| RET_EXCESS | -0.0344 | 0.1040 | -0.3088 | -0.0465 | 0.3542 | -0.0291 | 0.1137 | -0.3975 | -0.0356 | 0.4368 |

^aCAR=宣告期間(-1,+1)之累積平均異常報酬；EXECUTION=股票買回執行率；SIZE=總資產取自然對數；CASH=現金比率；DE=負債權益比；BM=淨值市價比；INSPUR=內部關係人持股比率；ANNOUNCEPUR=宣告買回股數除以普通股流通在外股數；PLDGE=董監事質押比率；RET_EXCESS=股票買回宣告前三十天累積超額報酬。

^b公司聲譽為虛擬變數(聲譽較好公司為1，聲譽較差公司為0)。

第二節 相關係數檢定

表 4-2 為 Spearman 以及 Pearson 相關係數矩陣。由表 4-2 可得知累積平均異常報酬(CAR)與公司聲譽(REPUTATION)呈顯著正相關(係數為 0.177, p 值為 0.003); 控制變數的部分, 宣告預定買回比率(ANNOUNCEPUR)以及累積超額報酬(RET_EXCESS)與累積平均異常報酬(CAR)之間呈顯著相關(宣告預定買回比率: 係數為 0.1, p 值為 0.095; 累積超額報酬: 係數為 -0.125, p 值為 0.037)。

就自變數之間而言, 聲譽(reputation)與公司規模(SIZE)(係數為 0.313, p 值為 0.000)以及現金比率(CASH)與負債權益比(DE)(係數為 -0.255, p 值為 0.000)之相關係數較高, 為避免自變數之間共線性之問題, 分別計算各變數之膨脹係數。一般而言, 膨脹係數大於 10 時, 變數之間可能存在共線性的問題。根據計算, 各變數之膨脹係數皆低於 2, 表示各變數之間共線性的情形並不嚴重。



表 4-2 Pearson/Spearman 相關係數分析

| | CAR | REPUTATION | FIRST | SIZE | CASH | DE | BM | ANNOUNCEPUR | INSPUR | PLDGE | RET_EXCESS |
|-------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| CAR | 1 | 0.177 (0.003) | -0.051 (0.396) | 0.068 (0.260) | -0.014 (0.822) | -0.047 (0.439) | 0.068 (0.259) | 0.100 (0.095) | 0.035 (0.561) | -0.024 (0.691) | -0.125 (0.037) |
| REPUTATION | 0.156 (0.009) | 1 | 0.000 (1.000) | 0.313 (0.000) | 0.171 (0.004) | 0.074 (0.219) | -0.143 (0.017) | 0.106 (0.078) | 0.099 (0.098) | -0.153 (0.011) | -0.024 (0.687) |
| FIRST | -0.046 (0.443) | 0.000 (1.000) | 1 | -0.199 (0.001) | 0.148 (0.013) | -0.105 (0.080) | -0.137 (0.022) | 0.093 (0.123) | 0.193 (0.001) | -0.051 (0.395) | -0.092 (0.128) |
| SIZE | 0.071 (0.239) | 0.285 (0.000) | -0.193 (0.001) | 1 | 0.087 (0.149) | -0.096 (0.111) | -0.041 (0.496) | -0.191 (0.001) | -0.147 (0.014) | 0.033 (0.584) | -0.069 (0.249) |
| CASH | 0.041 (0.499) | 0.150 (0.012) | 0.085 (0.156) | 0.146 (0.015) | 1 | -0.255 (0.000) | -0.189 (0.002) | 0.033 (0.585) | -0.019 (0.757) | -0.164 (0.006) | -0.014 (0.823) |
| DE | -0.063 (0.296) | 0.041 (0.497) | -0.108 (0.072) | -0.086 (0.152) | -0.306 (0.000) | 1 | 0.062 (0.300) | -0.041 (0.498) | 0.062 (0.306) | 0.075 (0.216) | 0.058 (0.333) |
| BM | 0.039 (0.520) | -0.148 (0.014) | -0.132 (0.027) | -0.060 (0.316) | -0.078 (0.197) | 0.086 (0.155) | 1 | 0.162 (0.007) | -0.079 (0.188) | 0.141 (0.019) | 0.064 (0.290) |
| ANNOUNCEPUR | 0.087 (0.148) | 0.166 (0.006) | 0.080 (0.182) | -0.196 (0.001) | 0.093 (0.123) | -0.010 (0.875) | 0.154 (0.010) | 1 | -0.100 (0.098) | 0.011 (0.860) | 0.021 (0.730) |
| INSPUR | -0.021 (0.734) | 0.078 (0.197) | 0.196 (0.001) | -0.142 (0.018) | -0.099 (0.101) | 0.026 (0.661) | -0.086 (0.155) | -0.064 (0.288) | 1 | -0.100 (0.097) | -0.067 (0.268) |
| PLDGE | -0.061 (0.312) | -0.197 (0.001) | -0.141 (0.018) | 0.010 (0.868) | -0.224 (0.000) | 0.091 (0.130) | 0.228 (0.000) | 0.010 (0.874) | -0.196 (0.001) | 1 | 0.090 (0.136) |
| RET_EXCESS | -0.092 (0.128) | -0.031 (0.605) | -0.114 (0.058) | -0.029 (0.636) | -0.038 (0.528) | 0.074 (0.217) | 0.069 (0.249) | 0.011 (0.859) | -0.086 (0.152) | 0.017 (0.777) | 1 |

註：右上角為 Pearson 相關係數，左下角為 Spearman 相關係數，()內的數字為 p 值

第三節 公司聲譽與股票買回宣告之股價反應

1. 股票買回宣告前後之股價反應

本研究以事件研究法(event study)檢驗公司進行股票買回是否能傳遞資訊內涵，進而導致股票上漲。表 4-3 以及表 4-4 分別彙整了聲譽較佳與聲譽較差公司宣告股票買回前十天至後十天之平均異常報酬(AR)，另外將宣告股票買回前十天至後十天之累積平均異常報酬繪製成圖 4-1 以及圖 4-2。

由表 4-3 及表 4-4 可以得知，聲譽較佳以及聲譽較差公司於宣告前十天之平均異常報酬皆為負向顯著，表示宣告股票買回前公司的股價普遍呈現下跌的情況；而宣告後一天至後四天之平均異常報酬為正向顯著，表示公司宣告股票買回這項決策確實傳遞正向的資訊予資本市場，進而使公司的股價獲得改善。同時從這兩張表可以發現，宣告買回後一天的平均異常報酬最為顯著而非宣告當日，其可能原因為某些公司可能於股市收盤前公告，導致股價無法及時反應，遲至下一個交易日才造成股價上漲。因此本研究即以宣告買回前一天至後一天共三天之累積平均異常報酬作為假說 1 及假說 1-1 之應變數。

圖 4-1 及圖 4-2 為聲譽較佳與聲譽較差公司宣告股票買回前十天至後十天累積平均異常報酬之趨勢圖，從中可以發現宣告股票買回這個事件日以前的股價都呈現下跌的趨勢，但聲譽較差公司的跌幅較大。宣告股票買回後一天聲譽較佳以及聲譽較差公司的股價都呈現反彈的現象，尤其以聲譽較佳公司上漲的幅度最大。從這兩張圖來看，聲譽較佳公司其宣告股票買回所造成的股價反應較為強烈。從數據方面來看，聲譽較佳公司宣告前十天之累積平均異常報酬為-0.02%，到了宣告買回後第一天之累積平均異常報酬上升至 1.00%，差額達 1.02%；而聲譽較差公司宣告前十天之累積平均異常報酬為-0.27%，宣告買回後第一天之累積平均異常報酬上升至 0.64%，差額達 0.91%。

表 4-3 聲譽較佳公司宣告買回前後之異常報酬

| 事件日期 | AR(%) | p 值 | SAR(%) | p 值 | CAR(%) | p 值 | SCAR(%) | p 值 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| -10 | -0.364 | 0.035 | -0.364 | 0.035 | -0.206 | 0.015 | -0.206 | 0.015 |
| -9 | -0.213 | 0.218 | -0.576 | 0.018 | -0.093 | 0.273 | -0.300 | 0.013 |
| -8 | -0.168 | 0.331 | -0.744 | 0.013 | -0.043 | 0.614 | -0.343 | 0.020 |
| -7 | -0.205 | 0.234 | -0.949 | 0.006 | -0.115 | 0.178 | -0.457 | 0.007 |
| -6 | -0.106 | 0.541 | -1.054 | 0.006 | -0.021 | 0.807 | -0.478 | 0.012 |
| -5 | -0.205 | 0.235 | -1.259 | 0.003 | -0.095 | 0.263 | -0.573 | 0.006 |
| -4 | -0.385 | 0.025 | -1.645 | <0.001 | -0.203 | 0.017 | -0.776 | 0.001 |
| -3 | -0.291 | 0.091 | -1.936 | <0.001 | -0.101 | 0.235 | -0.877 | <0.001 |
| -2 | -0.486 | 0.005 | -2.422 | <0.001 | -0.198 | 0.020 | -1.075 | <0.001 |
| -1 | -0.147 | 0.393 | -2.569 | <0.001 | -0.019 | 0.828 | -1.094 | <0.001 |
| 0 | 0.240 | 0.164 | -2.329 | <0.001 | 0.089 | 0.297 | -1.005 | <0.001 |
| 1 | 1.823 | <0.001 | -0.507 | 0.396 | 1.002 | <0.001 | -0.003 | 0.992 |
| 2 | 0.689 | <0.001 | 0.182 | 0.770 | 0.365 | <0.001 | 0.362 | 0.238 |
| 3 | 0.007 | 0.968 | 0.189 | 0.770 | -0.003 | 0.970 | 0.359 | 0.260 |
| 4 | 0.122 | 0.479 | 0.311 | 0.642 | 0.024 | 0.781 | 0.382 | 0.246 |
| 5 | -0.138 | 0.423 | 0.173 | 0.802 | -0.069 | 0.419 | 0.314 | 0.357 |
| 6 | -0.069 | 0.691 | 0.104 | 0.884 | -0.044 | 0.607 | 0.270 | 0.442 |
| 7 | 0.037 | 0.829 | 0.141 | 0.847 | 0.036 | 0.673 | 0.306 | 0.397 |
| 8 | 0.308 | 0.074 | 0.450 | 0.550 | 0.127 | 0.135 | 0.433 | 0.243 |
| 9 | 0.025 | 0.887 | 0.474 | 0.539 | 0.015 | 0.863 | 0.448 | 0.240 |
| 10 | 0.015 | 0.931 | 0.489 | 0.536 | 0.028 | 0.745 | 0.475 | 0.223 |

表 4-4 聲譽較差公司宣告買回前後之異常報酬

| 事件日期 | AR(%) | p 值 | SAR(%) | p 值 | CAR(%) | p 值 | SCAR(%) | p 值 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| -10 | -0.282 | 0.157 | -0.282 | 0.157 | -0.128 | 0.134 | -0.128 | 0.134 |
| -9 | -0.396 | 0.047 | -0.678 | 0.016 | -0.205 | 0.016 | -0.333 | 0.006 |
| -8 | -0.611 | 0.002 | -1.289 | <0.001 | -0.261 | 0.002 | -0.595 | <0.001 |
| -7 | -0.376 | 0.059 | -1.665 | <0.001 | -0.146 | 0.088 | -0.740 | <0.001 |
| -6 | -0.696 | 0.001 | -2.361 | <0.001 | -0.306 | <0.001 | -1.046 | <0.001 |
| -5 | -0.731 | <0.001 | -3.092 | <0.001 | -0.357 | <0.001 | -1.403 | <0.001 |
| -4 | -0.331 | 0.097 | -3.423 | <0.001 | -0.132 | 0.123 | -1.535 | <0.001 |
| -3 | -0.641 | 0.001 | -4.063 | <0.001 | -0.293 | 0.001 | -1.828 | <0.001 |
| -2 | -0.327 | 0.100 | -4.391 | <0.001 | -0.113 | 0.187 | -1.941 | <0.001 |
| -1 | -0.617 | 0.002 | -5.008 | <0.001 | -0.272 | 0.002 | -2.213 | <0.001 |
| 0 | -0.521 | 0.009 | -5.529 | <0.001 | -0.186 | 0.029 | -2.399 | <0.001 |
| 1 | 1.333 | <0.001 | -4.196 | <0.001 | 0.635 | <0.001 | -1.763 | <0.001 |
| 2 | 0.074 | 0.711 | -4.123 | <0.001 | 0.042 | 0.625 | -1.722 | <0.001 |
| 3 | 0.422 | 0.034 | -3.701 | <0.001 | 0.181 | 0.035 | -1.541 | <0.001 |
| 4 | 0.449 | 0.024 | -3.252 | <0.001 | 0.216 | 0.012 | -1.326 | <0.001 |
| 5 | -0.165 | 0.408 | -3.417 | <0.001 | -0.070 | 0.412 | -1.396 | <0.001 |
| 6 | 0.162 | 0.416 | -3.255 | <0.001 | 0.031 | 0.720 | -1.365 | <0.001 |
| 7 | 0.312 | 0.118 | -2.943 | 0.001 | 0.135 | 0.114 | -1.230 | 0.001 |
| 8 | 0.155 | 0.435 | -2.788 | 0.001 | 0.098 | 0.250 | -1.132 | 0.002 |
| 9 | 0.249 | 0.212 | -2.539 | 0.004 | 0.145 | 0.090 | -0.987 | 0.010 |
| 10 | -0.143 | 0.474 | -2.682 | 0.003 | -0.056 | 0.509 | -1.043 | 0.008 |

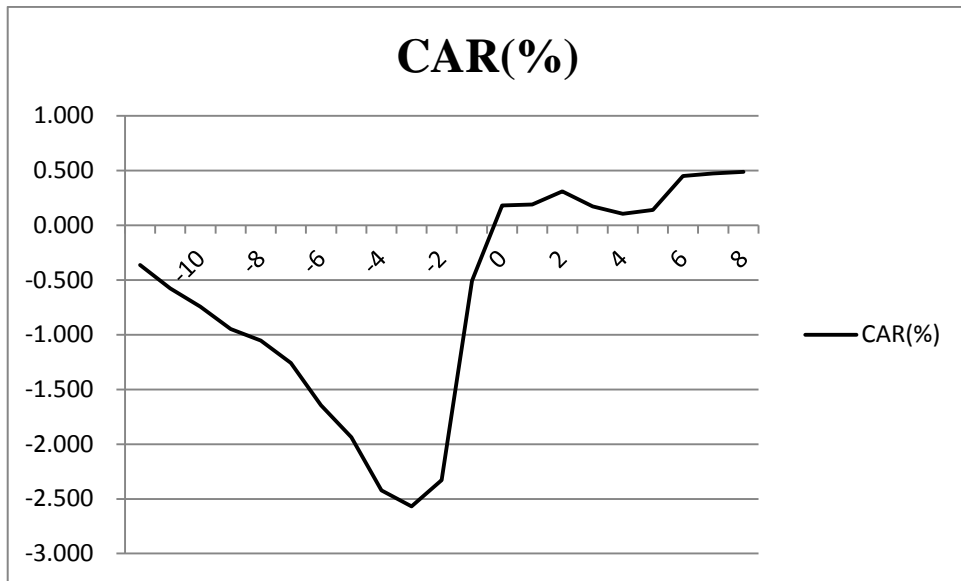


圖 4-1 聲譽較佳公司宣告買回前後之累積平均異常報酬(CAR)

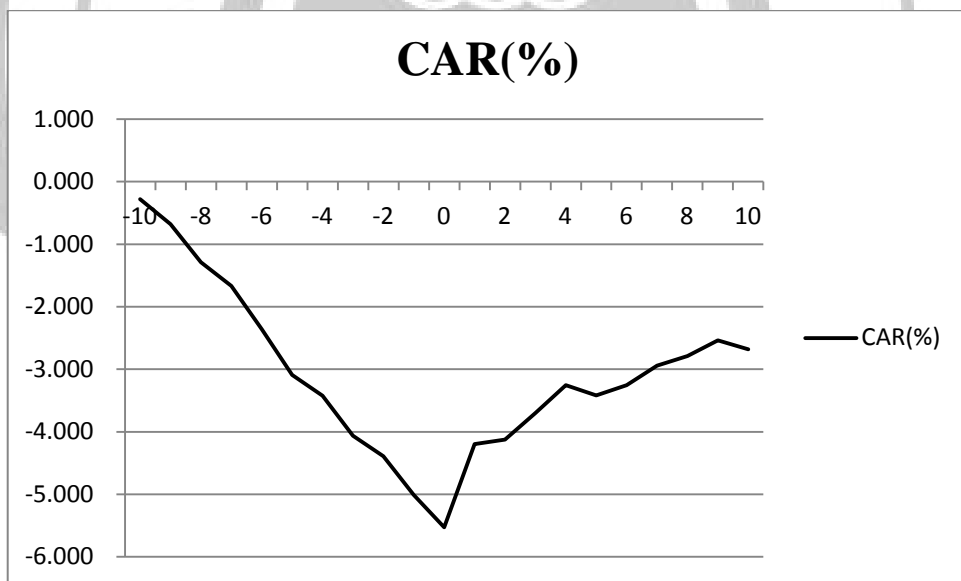


圖 4-2 聲譽較差公司宣告買回前後之累積平均異常報酬(CAR)

2. 單變量檢定

為檢定聲譽較佳公司與聲譽較差公司之累積平均異常報酬(CAR)是否存在顯著差異，因此本研究針對公司聲譽與 CAR 的平均數進行單變量檢定，其結果列示於表 4-5。由表 9 可得知，不論 CAR 的窗期為(-1,+1)或是(-1,+3)，聲譽較佳公司其 CAR 的平均數(CAR(-1,+1)為 0.019；CAR(-1,+3)為 0.026)明顯高於聲譽較差公司(CAR(-1,+1)為 0.001；CAR(-1,+3)為 0.006)，且平均數之差異皆達 1% 的顯著水準。其結果初步支持假說 1。

表 4-5 累積平均異常報酬平均數差異檢定

| 變數 ^a | 聲譽較佳公司 (N=139) | 聲譽較差公司 (N=139) | 聲譽較佳與 聲譽較差公司之差異 ^b |
|-----------------|-------------------|-------------------|---------------------------------|
| | 平均數 | 平均數 | 平均數 |
| CAR(-1,+1) | 0.019 | 0.001 | 0.018 *** |
| CAR(-1,+3) | 0.026 | 0.006 | 0.020 *** |

^a CAR(-1,+1)=宣告期間(-1,+1)之累積平均異常報酬；CAR(-1,+3)= 宣告期間(-1,+3)之累積平均異常報酬。

^b 兩組樣本公司(聲譽較佳公司與聲譽較差公司)之平均數差異是否達顯著之雙尾檢定結果。***、**、*分別代表雙尾檢定結果已達 1%、5%、10%之顯著水準。

3. 公司聲譽與宣告股票買回股價反應之複迴歸分析結果

為檢驗假說 1 及假說 1-1 之關係，本研究以累積平均異常報酬(CAR)對公司聲譽(REPUTATION)、首次宣告股票買回下聲譽的增額效果(FIRST*REPUTATION)以及其他會影響宣告股票買回股價反應之控制變數進行 OLS 迴歸分析，並將迴歸模型分為模型一以及模型二分別進行檢驗；本研究主要以模型二進行分析解釋，模型一則作為對照。迴歸結果列示於表 4-6，其整體迴歸模型之解釋力具顯著性(模型一之 F 值為 2.14，Adj.R-squared 為 0.0264；模型二之 F 值為 1.86，Adj.R-square 為 0.033)。

本研究假說 1 為聲譽較好的企業其宣告股票買回時有較高的異常報酬，換言之一旦投資者把公司聲譽當作股票買回的一項重要判斷標準，那公司聲譽與累積平均異常報酬之間應呈現正相關，因此本研究預期公司聲譽的係數顯著為正。表 4-6 的迴歸結果顯示，公司聲譽(REPUTATION)的係數顯著為正，並且達到 1% 的顯著水準(係數 0.017，t 值 2.25)，也就是說公司的聲譽越佳，其宣告股票買回的股價反應也會越大，實證結果支持本研究假說 1。此研究結果意味著投資者確實將公司聲譽納入對管理當局宣告股票買回決策評估之標準，而這標準也賦予了聲譽較佳公司其附加價值，也就是增加股票買回宣告所傳遞的資訊品質。

在控制變數方面，累積超額報酬(RET_EXCESS)之係數呈現負向顯著且與預期符號相同(係數-0.0596，t 值-2.11)表示當公司股價越不好，經理人越會利用宣告股票買回的方式傳達股價受到市場低估的訊息，進而提升股價以反應公司應有的價值。另外負債權益比(DE)、淨值市價比(BM)、預定宣告買回比率(ANNOUNCEPUR)、內部關係人持股(INSPUR)以及董監事質押比率(PLDGE)與預期方向相同但未達顯著水準。公司規模(SIZE)、現金比率(CASH)與預期方向相反的原因可能為公司規模可能不僅僅只代表公司受到低估的情形，還可能包括了公司成長等因素；而現金比率代表的是去年底公司所擁有的現金，但這些現金可能受限於當年度公司的政策導致現金越多並不一定代表買回的可能性越大。此外，首次宣告股票買回(FIRST)與預期符號相反，但未達顯著水準。

為了進一步檢視首次宣告股票買回的情況下，聲譽所帶來的股價反應是否更為正向顯著，模型二加入了公司聲譽與首次宣告股票買回的交乘項。在沒有過去的紀錄之下，投資人因為沒有過去的經驗可供判斷，因此聲譽可能成為重要的評估標準，本研究預期公司聲譽與首次宣告股票買回的交乘項應為正向顯

著。表 4-6 的迴歸結果顯示，公司聲譽與首次宣告股票買回交乘項之增額效果並未達顯著水準(係數 0.005，t 值 0.36)，顯示公司聲譽在第一次買回宣告時與後續買回宣告時對累積異常報酬的影響沒有不同，因此實證結果不支持假說 1-1。換言之，本研究之結果顯示公司在首次股票買回宣告時，投資人並沒有較非首次買回宣告時依賴更多的公司聲譽以降低股票買回之不確定性，反而以同樣的標準進行評估。此結果表示當公司首次宣告股票買回時，投資人在沒有過去股票買回的資訊之下，採用公司聲譽作為評估股票買回不確定性的工具；而且公司聲譽持續在後續買回宣告中扮演著相同的角色，並未因公司買回次數的增加而降低。所以這個結果代表著公司聲譽在股票買回宣告中扮演十分重要的角色，投資人並沒有因為擁有其他可能評估股票買回不確定性之工具而減少聲譽的重要性。

根據上述的結果，在控制了可能影響宣告買回股價反應的因素後，公司好的聲譽確實能增加投資者的信心，進而反映在股價上，與假說 1 的推論一致。另外公司於首次宣告股票時，公司聲譽並沒有增加股價反應的效果，此結果代表著投資者不僅僅對首次宣告依賴較多的聲譽，其後續的買回聲譽擁有同樣的重要性。

表 4-6 公司聲譽與宣告買回股價反應之迴歸結果

模型一：

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 REPUTATION + \beta_2 SIZE + \beta_3 CASH + \beta_4 DE + \beta_5 BM + \beta_6 ANNOUNCEPUR + \beta_7 INSPUR + \beta_8 PLDGE + \beta_9 RET_EXCESS$$

模型二：

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 REPUTATION + \beta_2 FIRST + \beta_3 REPUTATION * FIRST + \beta_4 SIZE + \beta_5 CASH + \beta_6 DE + \beta_7 BM + \beta_8 ANNOUNCEPUR + \beta_9 INSPUR + \beta_{10} PLDGE + \beta_{11} RET_EXCESS$$

| 變數 ^a | 模型一 | | | 模型二 | |
|--------------------|------|---------|------------------|---------|------------------|
| | 預期符號 | 係數 | t 值 ^b | 係數 | t 值 ^b |
| 截距項 | ? | -0.0234 | -0.48 | -0.0125 | -0.25 |
| REPUTATION | + | 0.0185 | 2.71 *** | 0.0173 | 2.25 ** |
| FIRST | + | - | - | -0.0102 | -1.01 |
| REPUTATION*FIRST | + | - | - | 0.0050 | 0.36 |
| SIZE | - | 0.0009 | 0.34 | 0.0004 | 0.13 |
| CASH | + | -0.0184 | -0.80 | -0.0163 | -0.7 |
| DE | - | -0.0063 | -1.09 | -0.0067 | -1.15 |
| BM | + | 0.0163 | 1.40 | 0.0149 | 1.28 |
| ANNOUNCEPUR | + | 0.2179 | 1.20 | 0.2267 | 1.23 |
| INSPUR | + | 0.0109 | 0.49 | 0.0147 | 0.65 |
| PLDGE | + | 0.0002 | 0.01 | -0.0002 | -0.01 |
| RET_EXCESS | - | -0.0568 | -2.03 ** | -0.0596 | -2.11 ** |
| N | | 278 | | 278 | |
| F value | | 2.14 ** | | 1.86 ** | |
| Adj.R ² | | 0.0264 | | 0.033 | |

^a CAR=宣告期間(-1,+1)之累積平均異常報酬；REPUTATION=公司聲譽，為虛擬變數(公司聲譽較佳為1，聲譽較差為0)；FIRST=首次宣告股票買回，為虛擬變數(首次宣告為1，非首次為0)；SIZE=總資產取自然對數；CASH=現金比率；DE=負債權益比；BM=淨值市價比；INSPUR=內部關係人持股比率；ANNOUNCEPUR=宣告買回股數除以普通股流通在外股數；PLDGE=董監事質押比率；RET_EXCESS=股票買回宣告前三十天累積超額報酬。

^b***、**、*分別代表雙尾檢定結果已達1%、5%、10%之顯著水準。

第四節 公司聲譽與股票買回執行率

為檢驗研究假說 2 以及假說 2-1 之間的關係，本研究以股票買回執行率 (EXECUTION)對公司聲譽(REPUTATION)、首次宣告股票買回下聲譽的增額效果(FIRST* REPUTATION)以及其他會影響股票買回執行率之控制變數進行 Tobit 迴歸分析，並將迴歸模型分為模型一以及模型二分別進行檢驗；本研究主要以模型二進行分析解釋，模型一則作為對照。迴歸結果列示於表 4-7，其整體迴歸解釋力具顯著性(模型一之 LR $\chi^2(8)$ 為 25.37，Pseudo- R^2 為 0.0562；模型二之 LR $\chi^2(8)$ 為 32.67，Pseudo- R^2 為 0.072)。

本研究假說 2 為聲譽較好的企業其股票買回的執行率較高，換言之聲譽較好的公司為維護往後的溝通效果，會維持一定水準以上的執行率，因此本研究預期公司聲譽與股票買回執行率之間應呈現顯著正相關。表 4-7 的實證結果顯示，雖然公司聲譽(REPUTATION)的係數為正，但未達顯著水準(係數 0.060，t 值 0.76)，代表公司聲譽並不影響公司買回計畫之執行，實證結果不支持假說 2。換言之，管理當局在執行股票買回計畫時，聲譽可能不是公司主要考量的因素。管理當局可能較在意原先宣告買回股票背後的原因是否已經透過買回宣告而達成，以及如何執行買回計畫才能達成原本設定的目標。

在控制變數方面，公司規模(SIZE)之係數呈現負向顯著且與預期符號相同(係數-0.069，t 值-2.53)，表示規模較小的公司股價遭到低估的可能性較高，因此會利買回較多的股票來傳遞股價遭到低估的資訊。宣告預定買回數量(ANNOUNCEPUR)之係數為負向顯著(係數-6.836，t 值-3.69)，由於沒有預期方向，因此本研究推測當公司宣告買回的數量越少時，越有可能因為容易達成預定買回的數量而造成股票買回的執行率較高。淨值市價比(BM)之係數為負向顯著(係數-0.248，t 值-2.08)，與預期方向相反，表示公司買回股票的多寡與其股價是否低估無關，而 BM 除了股價低估還可能代表著未來成長能力。另外，董監事質押比率(PLDGE)的係數呈現正向顯著且與預期符號相同(係數 0.274，t 值 1.71)，表示董監事質押比率較高的公司，其董監事為避免股價下跌必須補提擔保品，因此會買回較多的股票。

為進一步檢視首次宣告股票買回的情況下，聲譽後續的溝通效果是否可以令管理當局買回更多的股票，模型二加入了公司聲譽與首次宣告股票買回之交乘項，本研究預期兩者之間應呈現顯著正相關。表 4-7 迴歸結果顯示公司聲譽與首次宣告股票買回之交乘項與預期符號相反，但未達顯著水準(係數-0.027，

t 值-0.19)，顯示公司聲譽在第一次買回宣告時與後續買回宣告時對執行率的影響沒有不同，實證結果不支持假說 2-1。換言之，本研究之結果顯示公司在首次買回宣告時，管理當局並沒有較非首次買回宣告有更強烈的動機建立好首次與投資大眾溝通的管道藉以維護公司的聲譽，從表 4-7 可以發現，原先管理當局宣告股票買回的原因可能為股價低估或是考量到未來公司成長等因素。此結果表示，即使公司在首次宣告股票買回的情況下，管理當局仍舊沒有考慮到執行率低可能造成公司聲譽的減損，如此一來可能導致日後公司再次與投資大眾透過股票買回溝通時增加了許多不確定性。

總合上述之結果，在控制可能影響股票買回執行率之因素後，股票買回執行率並不會受到公司聲譽的影響，與假說 2 以及假說 2-1 不一致。造成不一致的原因除了管理當局可能較重視一開始制訂股票買回的理由是不是透過宣告買回後獲得解決，另外本研究公司聲譽是採取天下雜誌的評比，而天下雜誌每年僅列出 100 多家標竿企業，在經過樣本配對後，可能造成實際聲譽佳的公司被列為聲譽差的公司，造成結果出現偏誤。



表 4-7 公司聲譽與股票買回執行率之迴歸結果

模型一：

$$EXECUTION = \beta_0 + \beta_1 REPUTATION + \beta_2 SIZE + \beta_3 CASH + \beta_4 DE + \beta_5 BM + \beta_6 ANNOUNCEPUR + \beta_7 INSPUR + \beta_8 PLDGE + \beta_{10} RET_EXCESS$$

模型二：

$$EXECUTION = \beta_0 + \beta_1 REPUTATION + \beta_2 FIRST + \beta_3 REPUTATION * FIRST + \beta_4 SIZE + \beta_5 CASH + \beta_6 DE + \beta_7 BM + \beta_8 ANNOUNCEPUR + \beta_9 INSPUR + \beta_{10} PLDGE$$

| 變數 ^a | 模型一 | | | 模型二 | |
|-----------------------|------|-----------|------------------|-----------|------------------|
| | 預期符號 | 係數 | t 值 ^b | 係數 | t 值 ^b |
| 截距項 | ? | 2.002 | 3.98 *** | 2.217 | 4.36 *** |
| REPUTATION | + | 0.053 | 0.75 | 0.060 | 0.76 |
| FIRST | + | - | - | -0.186 | -1.83 * |
| REPUTATION*FIRST | + | - | - | -0.027 | -0.19 |
| SIZE | - | -0.057 | -2.10 ** | -0.069 | -2.53 ** |
| CASH | + | -0.191 | -0.80 | -0.107 | -0.45 |
| DE | - | 0.006 | 0.10 | -0.007 | -0.12 |
| BM | + | -0.204 | -1.70 * | -0.248 | -2.08 ** |
| ANNOUNCEPUR | ? | -7.360 | -3.97 *** | -6.836 | -3.69 *** |
| INSPUR | ? | -0.074 | -0.32 | 0.040 | 0.17 |
| PLDGE | + | 0.267 | 1.65 * | 0.274 | 1.71 * |
| N | | 278 | | 278 | |
| LR chi2(8) | | 25.37 *** | | 32.67 *** | |
| Log likelihood ratio | | -213.183 | | -209.533 | |
| Pseudo-R ² | | 0.056 | | 0.072 | |

^a EXECUTION=股票買回之執行率；REPUTATION=公司聲譽，為虛擬變數(公司聲譽較佳為 1，聲譽較差為 0)；FIRST=首次宣告股票買回，為虛擬變數(首次宣告為 1，非首次為 0)；SIZE=總資產取自然對數；CASH=現金比率；DE=負債權益比；BM=淨值市價比；INSPUR=內部關係人持股比率；ANNOUNCEPUR=宣告買回股數除以普通股流通在外股數；PLDGE=董監事質押比率。

^b ***、**、*分別代表雙尾檢定結果已達 1%、5%、10%之顯著水準。

第五章 結論與建議

本章歸納前述之研究結果，並在其後說明有關的研究限制以及後續的研究建議。

第一節 研究結論

本研究透過投資人以及管理當局的觀點探討公司聲譽對於股票買回的影響。公司宣告股票買回可以向市場透露其股價遭到低估或是對於未來前景看好等訊息，但這項自願性揭露是否可以獲得投資人的信賴卻端看投資人的評核標準。聲譽的良窳有助於投資大眾對資訊可信度的判斷，此外，公司也可能為維護企業的聲譽如實買回股票。因此，本研究以 2000 年至 2010 年為研究期間，將股票買回公司區分為聲譽較佳以及聲譽較差兩組樣本，以檢視公司聲譽對於股票買回的影響。

首先，從投資人的角度探討公司聲譽與宣告股票買回時股價反應之間的關係。研究結果顯示，公司的聲譽越佳，股票買回宣告時的股價反應越大；此一結果表示宣告股票買回時，聲譽較好的企業能可靠地提升資訊傳遞的可信度，有效的降低投資人與管理當局之間資訊不對稱的問題，因此投資人更容易接收到來自公司的正向消息，導致股價上升。

再者，從管理當局的角度探討公司聲譽與股票買回執行率之間的關係。研究結果顯示，聲譽與執行率之間並沒有存在顯著的相關性。造成此結果的原因為公司於宣告股票買回後其原先買回的原因已獲得改善，因此管理當局可能沒有強烈的動機買回宣告時的股票。然而，管理當局沒有意識到股票買回執行率過低可能造成往後公司與投資人溝通的管道受到損害，嚴重的話還可能導致公司的聲譽受損。

最後，本研究檢視首次宣告股票買回下，公司聲譽對於股價反應以及執行率的影響。研究結果發現，不論是股價反應或是執行率，公司聲譽對其都沒有顯著的相關性。此一結果表示，對投資人以及管理當局來說，宣告買回的次數並沒有影響公司聲譽在兩者決策中所扮演的角色。換言之，公司在第一次宣告股票買回的情況下，其股價的反應與後續宣告所傳達的資訊內涵並沒有不同。

第二節 研究限制

1. 本研究採用天下雜誌最佳聲望標竿企業的名單區分聲譽較佳以及聲譽較差之公司作為公司聲譽的代理變數。然而，天下雜誌所評比之標竿企業僅提供各產業排名前五的公司，並非所有上市上櫃企業。因此本研究以名單之企業作為聲譽較好的公司，其餘為聲譽較差公司；這樣的方式可能導致實際上聲譽較好的企業因為沒有排進標竿企業前五名而被列作聲譽較差公司，導致結果受到影響。
2. 本研究在衡量宣告時之股價反應，並沒有辦法排除其他可能事件的影響，因此無法精確衡量各股股票買回事件之股價反應。
3. 本研究採取配對法處理樣本，主要控制兩組樣本之期間、產業以及公司規模等影響，但除了上述因素之外，仍有其他無法正確控制的影響因素。

第三節 研究建議

1. 本研究除了將當年度列於天下雜誌最佳聲望標竿企業之買回股票公司視為聲譽較佳企業外，如果該公司前後一年進行股票買回，同樣視為聲譽較佳企業。但聲譽的影響並非僅有短短一兩年，因此後續研究可擴大聲譽之定義，例如除當年度外，前後兩年皆視為聲譽較佳企業。
2. 本研究假說一僅探討事件日前後一天之短期宣告效果，後續研究可針對長期股價反應進行探討。

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。
- 李宗祥，2001，上市公司買回本公司股份之研究，國立台灣大學財務金融學系未出版碩士論文。
- 李亮君、李顯儀、吳幸姬與李欣微，2010，上市公司買回庫藏股資訊傳遞效果之探討，東吳經濟商學學報，第 68 期：61-90。
- 李建然、許書偉與李現瑞，2010，過去買回紀錄對後續股票買回宣告股價反應之影響，財務金融學刊，第 18 卷第 4 期：73-110。
- 林惠玲，2006，企業聲望對於組織經營績效之影響探討，國立中央大學人力資源管理系未出版碩士論文。
- 張莉莉，2001，我國上市上櫃公司買回庫藏股意願及次數決定因素之研究，國立台北大學會計系未出版碩士論文。
- 陳妮雲，2008，公司治理與公司市場買回關聯性之研究，國立台灣大學管理學院會計系未出版博士論文。
- 蔡怡純、陳明吉與馬黛，2007，股票購回影響因素之理論與實證：資訊不對稱觀點分析，中山管理評論，第 15 卷第 1 期：175-195。
- 蔡柳卿與郭法雲，2004，我國庫藏股制度之實證研究：資訊效果與資訊傳遞動機，會計評論，第 38 期：81-112。
- Bagwell, L. S. 1991. Share repurchase and takeover deterrence. *Journal of Economics* 22:72-88.
- Bagwell, L. S. 1992. Dutch auction repurchases: an analysis of shareholder heterogeneity. *Journal of Finance* 47(1):71-105.
- DeAngelo, L. E. 1981. Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics* 3(December): 183-199.
- Dittmar, A. 2000. Why do firms repurchase stock? *Journal of Business* 73(July): 331-355.
- Grullon, G., and D. L. Ikenberry. 2000. What do we know about stock repurchases? *Journal of Applied Corporate Finance* 13(Spring): 31-51.
- Healy, P. M., and K. G. Palepu. 1995. The challenges of investor communication:

The case of CUC International, Inc. *Journal of Financial Economics* 38(June): 111-140.

Ikenberry, D., J. Lakonishok. and T. Vermaelen. 2000. Stock repurchases in Canada: performance and strategic trading. *Journal of Finance* 55(October): 2373-2397.

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

Jensen, M. C. 1986. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76(2): 323-329.

Lie, E. 2005. Operating performance following open market share repurchase announcements. *Journal of Accounting and Economics* 39(June): 411-436.

Roberts, P. W., and G. R. Dowling. 2002. Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal* 23(May): 1077-1093.

Stephens, C., and M. Wesbach. 1998. Actual share reacquisition in open-market repurchase programs. *Journal of Finance* 53(February): 313-333.

Vermaelen, T. 1984. Repurchase tender offers, signaling, and managerial incentives. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19:163-181.

Watts, R., and J. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.

Weigelt, K., and C. Camerer .1988. Reputation and corporate strategy: a review of recent theory and applications. *Strategic Management Journal* 9(September): 443-454.