

庫藏股買回決策與資金成本相關變數之研究

游智惠

上海財經大學金融學院

博士生

摘要

2008 年金融海嘯後，Blundell-Wignall & Rouletz 發現包括美國聯准、歐洲央行(ECB)以及英國銀行均實施低利率證策以低利政策引導企業從事於較長期之投資計畫,可惜部分公司卻將此取得之資金用於金融商品市場,甚至大量借入低利資金,再以發放現金股利或買回股票之方式,退還現金給股東。Blundell 等人乃據此以 MSCI 將近 5,000 家上市公司為樣本,對上市櫃公司之負債資金成本、權益資金成本之漲跌,是否會對公司股票買回決策造成影響進行研究。筆者則以臺灣地區上市公司為例,探討金融海嘯前後權益資金與負債資金成本等因數對股票買回決策之影響,以便與美國與歐洲樣本得到之股票買回結論作為對照。

本研究並提出有關金融海嘯增額測試假說,以與前述研究假說相互呼應,接續進入本研究實證驗證分析,實證結論確實以臺灣上市公司樣本得到之檢定結果與 Blundel -Wignall & Roulet(2013)的研究發現在負債成本產生的影響確有所不同。

關鍵詞：股票買回、權益資金成本、自由現金流量

Research On The Correlation Between Treasury Stock Buyback Strategy And Fund Of Capital Related

Mishe Yu

School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics
Doctoral Student

Abstract

Referred to the article of Blundell- Wignall & Roulet published in OECD Journal 2013, their empirical evidence proved the variety of cost of equity and debt will have influence on the strategy of capital expenditure and stock repurchase when take nearly 5000 companies as example among MSCI & USA etc. According to their empirical evidence shown the growth rate of GDP did not rise as the money supply increased.

This study try to focus on the stock buyback issue, and the motivation in this essay followed the infrastructure of Blundell's, and take the stock-listed companies in Taiwan as the samples to search the relation and influence caused by cost of equity and cost of debt etc. to stock buyback. It's the Research's innovation and contribution as well.

Empirical samples comprised of all stock-listed companies from 2001 to 2014, we gathered all necessary data from the data base to check its completeness, then go to proceed to do the verification. Owing to the phenomena of increasing enlarge of residual variance, we revised and use yearly dummy variables to control the testing. From the literatures and essay, there has many bias incurred when inferring the statistic results and conclusion, therefore, panel data regression model was used in research the cross-sectional and time series data in the statistic model, to reveal estimation more efficiently.

This study is based on the relevant articles and reviews finally then implement a empirical test by data collecting and data mining, to gather the results and discussion.

Keywords: *Stock Repurchase, Cost of Equity, Free Cash Flow*

壹、前言

公司營運上三大主要財務管理重點一向不出融資政策、投資政策及股利政策等三項。其中尤以投融資政策更是企業經營之命脈。2008 年金融海嘯後，包括美國聯準、歐洲央行(ECB)以及英國銀行均實施低利率政策來挽救經濟不振之現象，企圖以低利政策引導企業從事於較長期之投資計畫，可惜事與願違，部分投資人卻將此取得之資金用於高風險的金融商品市場，甚至更多公司大量借入資金，再以發放現金股利或買回股票(庫藏股)之方式，退還現金給股東。Blundell-Wignall & Roulet(2013)乃據此以 MSCI 將近 5,000 家上市公司為樣本，對上市櫃公司之負債資金成本、權益資金成本之漲跌，是否會對公司庫藏股決策造成影響進行研究，結果發現由歐洲及美國樣本得到之結論，與亞洲的香港、新加坡、澳洲等抽樣得到之結論不同，確實有許多公司以低利率融資取得之資金用於買回股票。另因臺灣資本市場有其獨特性，尤其上市公司規模大多較其他國家為小，且行業業態較其他國家為多、資料庫較完整，因此選樣較容易，最重要的是實施庫藏股期間夠長(自 2000 年起)，是以筆者乃決定以臺灣上市公司為例，探討金融海嘯前後權益資金與負債資金成本等引數對股票買回決策之影響。本研究乃由資訊不對稱理論發想，另參考 Blundell - Wignall & Roulet(2013)之研究發現，再以臺灣上市公司為樣本作實證，以便與美國與歐洲樣本得到之庫藏股結論作為對照。

根據研究發現，許多上市公司為護盤公司股價、保障股東權益，實施買回自家股票之動作。甚至 2014 媒體報導，蘋果公司(Apple)於 2013 約花 560 億美元在買回自家股票，堪稱美國企業去年庫藏股實施之冠。南韓大廠三星電子(Samsung)，也宣佈三個月買回 2.2 兆韓元(19.9 億美元)自家特別股及普通股。現代汽車集團(Hyundai Motor Group)旗下公司也有計劃性的實施庫藏股計畫。到底「庫藏股」對企業有什麼驚奇魔力？

2008 金融海嘯後，各國採取寬鬆貨幣政策，債務融資利率下跌，公司長期資金供給增加，但公司資本投資未明顯增加，國民所得 GDP 亦未顯著成長，導致此種現象之因素為何呢？如不考慮代理問題，依資訊傳遞理論推論係因各國借款利率相對於權益資金成本而言處於低檔，公司融資取得較為容易，而公司為傳達給投資人公司股價有低估之訊息，故進行股票買回，並以此融資所得之資金作為股票買回之財源所致。以 2015 臺灣地區為例，上市櫃公司面對全球股災風暴，展開搶救股價大作戰，紛紛祭出庫藏股護盤，

當年 8 月共 120 家公司實施庫藏股，創 2008 年金融海嘯以來新高，唯此金額與美國的買回規模比較起來，仍是微不足道的。1990 年代開始，買回庫藏

股在美國銀行業的股利政策中，重要性急劇增加。尤其美國公司偏愛運用美國聯邦儲備系統(Federal Reserve System，簡稱 FED，美聯儲)(FED)提供的便宜資金減少在外流通股數、將錢還給投資人。雖然調查顯示，基金經理人希望公司能增加資本支出，但透過庫藏股計畫、配發股息將現金還給股東的公司，股價的表現卻更優異。其背後代表之意涵為何？是以本文乃由此發想...

貳、研究動機與目的

本研究經由大量的文獻探討知悉影響公司融資決策的因素很多，故擬由眾多的因素中選定以庫藏股買回為探討核心。過去國內外許多文獻探討不乏研究庫藏股買回之動機及庫藏股宣告前後之經營績效，但鮮少有研究資金成本、董監事持股比例、董監事持股質押比例、自由現金流量等引數與庫藏股買回決策之關係，暨探討前述因數於金融海嘯前後對庫藏股之影響，本研究乃擬以此為研究之框架，取臺灣上市公司為例，探討權益及負債資金成本等因數之異動，對庫藏股決策之影響。此亦為本研究之創新處與貢獻之一。

本研究首先提出四項研究目的與研究問題為主軸，其後於研究架構與設計時提出本研究四項假說及一項有關金融海嘯增額測試假說，前述研究假說與四項研究目的與問題相互呼應，接續進入本研究實證階段之實證驗證分析，並進行研究假說檢定與說明。

本研究基於前述研究背景與動機提出如下研究目的：

- 一、探討臺灣負債及權益資金成本之變動，對上市公司買回股票決策之影響。
- 二、公司董監事持股情形，對庫藏股買回決策影響關係之比較。
- 三、公司之自由現金流量率高低，是否對庫藏股買回決策有影響。
- 四、公司之每股現金股利率高低，是否對庫藏股買回決策有影響。

研究實證部分，本研究採用邏輯檢定(LOGIT model)統計檢定方法，探討研究模型於 2001-2014 年暨 2008 年金融海嘯後權益資金成本及負債資金成本等因數之變化，會不會因此而影響該等公司於進行庫藏股決策，且期望更深入瞭解臺灣資本市場對於庫藏股法規之反應，作為日後政府主管機關評估相關法規修正或公司決策之參考。

參、文獻探討簡述

本研究之目的，主要係研究資金成本、董監事持股比例、董監事持股質押比例、自由現金流量等因數與庫藏股買回決策之關係，暨探討前述因數於金融海嘯前後對庫藏股之影響。因此，本節將針對國內庫藏股制度、買回庫藏股之國內外相關文獻進行探討。

世界各國關於公司可否買回自家股票之規定多不相同，林慧琦曾於 2012 研究報告中彙整世界各國對於公司可否買回自家股票之規定，其中可發現有多處不相同，若以臺灣地區關於庫藏股之立法精神，係採原則禁止例外同意的方式，此與日本因英國德國相同，與美國採原則允許，其他另有規定者例外不同觀察此法令之通過主要是提供一個穩定股價之工具。臺灣係於 2000 年正式修法可買回自家股票，依證券交易法第二十八條之二係規定上市、上櫃公司買回本公司之股份，雖然當時於證券交易法中規範公司得買回自己股份的立法方式，世界各國法制中罕見其例，且觀諸法案中立法理由與規範內容仍蘊含若干缺失，例如有關內線交易之處理仍存在若干爭議等，惟仍不失其為穩定股市力量之一。

依證券交易法第二十八條之二，其適用目的可分為下列三類：

- 一、轉讓給員工，以激勵員工士氣並留任優秀人才。
- 二、作為附認股權公司債、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轉換時所需之股票來源等。
- 三、為維護公司信用及股東權益，亦得以買回並銷除股份。

另，根據國外相關文獻，實施庫藏股之動機與相關理論大致包括(1) 訊號假說(Signaling Hypothesis)、(2) 自由現金流量假說(Free Cash Flow Hypothesis)、(3) 防禦購併假說(Takeover Deterrence Hypothesis)、(4) 最適財務槓桿假說(Optimal Leverage Ratio Hypothesis)、(5) 經理人誘因假說(Management Incentive Hypothesis)等，另有多位學者對於買回庫藏股是基於公司價值低估假說之觀點，亦即其論述主要在於公司與投資人間存有資訊不對稱現象，管理當局因擁有多較正確、較全面之訊息，且相對更有能力評估公司未來之現金流量，乃傳達公司股價被低估之訊息於市場上。這些理論於本研究中均扮演重要理論依據。

肆、研究設計與實證結論

本論文研究設計之實證模型如下：

$$\text{BUYBACK}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{KE}_{it} + \beta_2 \text{KD}_{it} + \beta_3 \text{MVBV}_t + \beta_4 \text{OWN}_{it} + \beta_5 \text{PLEDGE}_{it} + \beta_6 \text{DEBT}_{it} + \beta_7 \text{Inasset}_{it} + \beta_8 \text{FCASH}_{it} + \beta_9 \text{CASHDIV}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4-1)$$

KE=權益資金成本，KD=負債資金成本；MVBV=市場價值與帳面淨值比之成長率；MVBV=市場價值與帳面淨值比之成長率；公司規模=ln(Assets)。OWN= 董監事持有比例，PLEDGE=董監事持股質押比例，FCASH=自由現金流量比例，CASHDIV=每股現金股利率。

本論文資料期間為 2001 至 2014 年之臺灣地區上市公司，篩選過後樣本共有 8289 筆。分別為 2001-2014 原 11,023 筆及篩選後 8289 筆觀察值，比較其股票買回于引數權益資金成本(KE)、負債資金成本(KD)、董監事持股比例、董監事持股質押比率、自由現金流量比率及每股現金股利，及在控制變數 GDP 成長率、公司市帳比(MVBV)、及公司規模下之影響。

本研究主要探討影響臺灣地區上市公司執行股票買回決策之相關因素，由統計表中報導樣本變數之平均數及標準差與最大最小值，以整體樣本而言，可發現此期間內經濟成長起伏極大，GDP 由 2009 最低點(1.57%)至 2010 最高點達 10.63%，2008 年發生舉世震驚之金融海嘯，其中 GDP 之成長率最低發生在 2009，因系受 2008 年金融海嘯之影響，而最高成長率發生在 2010，推論應該是基期較低的因素，因為 2009 跌幅甚深，故只要 2010 經濟狀況維持相當水準，其成長率即可相當驚人。故本論文亦嘗試分析金融海嘯前後之經濟大變動，是否會對本論文探討之股票買回決策造成何種影響。

就董監事持股比例及董監事質押比例而言，其中董監事持股比例中位數在 19.17%，平均數為 22.4%，而最高持股比例居然達 95.33%，經查該公司系屬通信網路業，董監持股比例 30%，負債比亦 24%左右，不算太高；董監事持股質押比例平均數為 11.7%，而最高持股質押比例 100%，經查有兩家企業，分別為塑膠工業及光電業，自由現金流量比例均在 1 以下，然其自由現金流量為負值 故其實際狀況得再另案研究。

自由現金流量的定義是...『衡量在支付所有必要支出後，可供公司任意使用的現金』，換言之，就是在不減少企業價值的前提下，企業所有者可以自由運用的現金流量。即，企業自營運活動中產生的現金流量，扣除為維持目前的營運成長而需投入的資本支出，所剩餘之現金。自由現金流量越高，就公司管

理當局而言資金壓力當然較小,若公司正好沒有中意的有利的投資計畫,在代理理論之下,經理人可能就會做一些對短期績效有利但傷害股東權益的決策。樣本統計結果自由現金流量比例中位數在 38.8%, 平均數為 30.4%, 而最大值为 113.81%。

另在各變數間之共線性診斷方面:常見的指標為容忍度(tolerance, 小於 0.1 有共線性問題), 本研究已執行變異數膨脹因素(Variance inflation factor, VIF)之檢定, 因實證結果本研究之各變數均小於 10, 故無共線性問題。此由 Omnibus 檢定, 視其卡方值及其顯著性, 亦可得到相同結論。

模型檢定過程中, 為了控制總體經濟環境的影響, 同時降低因不同年度資料因受到其他非個體因素衝擊而可能產生的估計偏誤, 故加入年度控制虛擬變數進行控制。

研究實證部分, 本研究採用邏輯檢定(LOGIT model)統計檢定方法, 探討研究模型於 2001-2014 年暨 2008 年金融海嘯後權益資金成本及負債資金成本等因數之變化, 本研究之樣本範圍係 2001-2014 年間臺灣所有上市公司, 抽樣條件係研究期間具備完整之財務資料, 包含具有負債比、庫藏股買回公司市價比(MVBV)等連續性及橫斷面之 Panel data 進行檢定。這是一種不平衡之連續資料狀態(unbalanced panel data), 本研究實證檢定過程中, 為了控制總體經濟環境的影響, 同時降低不同年度資料因受到其他非個體因素衝擊而可能產生的估計偏誤, 另加入年度控制虛擬變數進行控制, 以解決估計偏誤的問題。

此研究共分析 8289 筆樣本, 實際上較偏向橫斷面資料, 致資料間有殘差異質性, 而產生統計檢定的 t 值不顯著之現象, 但為解決殘差異值性, 本研究之依變數、因變數及控制變數皆已經過標準化處理, 並加入年度等虛擬變數, 實證分析結果顯示, 因變數多已經達到顯著水準, 符合學理預期。

本研究經詳細的文獻探討得出之觀點或研究結論, 擬出五項假說再透過統計模型驗證資金成本等因素對庫藏股之影響, 得到本研究結論。

表一 本研究所得之實證結果彙整

題項	子項	假說內容	檢定結果
假說一	1a	當負債資金成本下降，公司越有誘因執行庫藏股	無法支持
	1b	權益資金成本下降，則公司越有誘因執行庫藏股	支持
假說二	2a	當董監事持股比例下降時，公司越有誘因執行庫藏股	支持
	2b	當董監事持股質押比例增加時，公司越有誘因執行庫藏股	支持
假說三	3a	當自由現金流量比率增加時，公司越有誘因執行庫藏股	支持
假說四		當每股現金股利率增加時，公司越無誘因執行庫藏股	支持
假說五 (金融海嘯)	5a	當負債資金成本下降，公司越有誘因執行庫藏股	無法支持
	5b	當權益資金成本下降，公司越有誘因執行庫藏股	支持
	5c	當董監事持股比例下降時，公司越有誘因執行庫藏股	支持
	5d	當董監事持股質押比例增加時，公司越有誘因執行庫藏股	支持
	5e	當自由現金流量比率增加時，公司越有誘因執行庫藏股	支持
	5f	當每股現金股利率增加時，公司越無誘因執行庫藏股	支持

總結本研究問題及結論如下：

一、臺灣負債及權益資金成本之變動，對上市公司買回庫藏股決策有何影響？

本研究發現，當負債資金成本降低，對公司買回庫藏股決策並無顯著影響，表示公司在評估是否實施庫藏股買回時考慮的因素時，非僅考慮資金成本，而是多面向思考對公司股東權益最佳之方案；至權益資金成本降低，公司買回庫藏股意願提高，係成反向關係，支持假說。推論此係因當權益資金成本(KE)越高，表示股價波動度大，投資風險高，是以上市公司反而傾向不買回庫藏股，這隱含公司做決策時不一定全部從資金本來考慮，甚至當股價與市場背離時，更是不會只看市場上股價表現。

二、公司董監事持股比例及董監事持股質押比例，是否影響買回庫藏股決策？

本研究發現，董監事持股比例對庫藏股買回決策呈反向影響，表示當公司董監事持股比例下降時，因董監事成員與公司經營損益共擔程度越低，故庫藏股買回意願越高，至於當董監事持股質押比例增加，買回庫藏股意願亦越高，呈正向影響，推論此與董監事財務壓力較大有關。

三、公司所持有之自由現金流量高低，是否影響買回庫藏股決策？

本研究發現，實證結果自由現金流量高低與公司庫藏股買回決策呈正向關係，因當公司自由現金流量增加時，基於代理理論緣故，經理人有誘因去宣告公司將實施庫藏股買回，以便提高當期的每股盈餘。

四、當公司每股現金股利率增加時，是否對買回庫藏股決策有影響？

本研究發現，股利可以有效降低管理當局與股東間的代理成本，因為支付股利可降低經理人可支配之現金，迫使公司有必要對外募集資金時，面臨更高資金成本，或須通過資本市場對增資資金之檢驗，而降低經理人隨便選擇次佳投資方案之可能性。再者，股利資訊之發佈，某種程度上可視為公司管理階層對未來現金流量樂觀的展現，故實證結果當公司每股現金股利率增加時，越無誘因進行庫藏股買回。

五、2008 金融海嘯前後，資金成本、董監持股比例、董監持股質押比例、自由現金流量及每股現金股利率等引數，對買回庫藏股決策是否分別有影響？

本研究藉由平穩性檢定結果發現，2008 金融海嘯前後之回歸模型具差異，亦即實證結果，除負債資金成本降低，公司越有誘因執行買回庫藏股之假說無法獲得支持外，其餘因數均對庫藏股買回之決策有顯著影響。並與金融海嘯前

全體樣本假說測試之結果極為相近，可推論金融海嘯前後，回歸模型已發生結構性變動，是以實證結果除負債資金成本在金融海嘯發生前後，對買回庫藏股影響不顯著外，其餘權益資金成本、董監事持股比例高低等變數，均支持本研究假設，顯著影響公司買回庫藏股決策。

伍、實證結果之理論意涵

本論文是少數嘗試將資金成本高低、董監事持股高低、董監事持股質押比例高低、自由現金流量增減暨每股股利發放率等對股票買回決策有影響之綜合變數一起考慮，並以 2001 至 2014 年間臺灣地區上市公司進行回歸統計，探討渠等對股票買回決策影響之研究，透過統計模型驗證資金成本等變數，對股票買回決策之影響得出實證結論。

實證結論除呼應文獻探討中關鍵理論—代理理論外，另行為金融理論則是從人的角度來解釋市場行為，充分考慮市場參與者的心理因素，也注重投資者決策心理的多樣性，突破了現代金融理論只注重最優決策模型，使人們對金融市場投資者行為的研究由“應該怎麼做決策”轉變到重視“實際是如何做決策”，使研究更接近實際。尤其其中心思想的期望理論，傳達公司在研議資本決策時，實係反映出該公司經理人及管理當局的價值觀與決策態度。該理論認為投資者對收益的效用函數是凹函數，對損失的效用函數是凸函數，因此投資者在投資帳面值損失時通常會表現出更加厭惡風險，而在投資帳面值盈利時，隨著收益的增加，其滿足程度速度減緩。故當公司獲利狀況良好時，資金成本對資本支出決策即無重大影響。是以，即便代理理論先天有一些重要議題待解決，亦即當其激勵體制尚未能與經理人和股東的利益有效結合時，他們往往會做出較不利股東的經營決策，而導致損害其他股東的利益，但由於有限理性、有限自制力和有限自利的存在，人們不完全會像主流理論所假設的那樣，在每一種情境下都清楚地計算得失和風險概率，人們的選擇往往還受到個人偏好、社會規範等的影響，因而未來的決策存在著不確定性，所以行為金融理論提出的理論框架仍有許多有興趣的學者繼續研究中。

另若探究影響庫藏股買回決策是否只受到假說中所提及的，資金成本、董監事持股比例、自由現金流量高低等因素而已？又庫藏股買回執行後是否對公司營運效率有實質幫助？

其實現代金融理論認為市場是有效率的，投資人也是理性的，CAPM 及 EMH 也都是建構在理性的分析假設之下，但實際上投資人並非都是在理性的前提下決策，因此市場上的價格往往未如預期。以資訊不對稱理論來看，市場賣方本來就比買方擁有更多有關商品資訊，掌握更多資訊的一方，即可以透過向

資訊貧乏的一方傳遞資訊而在市場中獲益；因此信息不對稱是市場經濟的弊病，市場中的參與者因獲得資訊管道之不同、信息量的多寡而承擔的不同風險和利益。該理論揭露了市場體系中的缺陷，也指出完全的市場經濟並不是自然合理的，不一定會給市場經濟帶來最佳效果，還是得靠自由市場機制。尤其處於這樣一個充滿不確定性、高利潤與高風險並存、快速多變的“風險經濟”的時代，市場經濟中的資訊不對稱現象比比皆是，問題關鍵是各行各業的決策者怎樣努力掌握與瞭解比較充分的資訊，研究藉由生產力發展的規律和趨勢，把握住經濟、技術和社會的發展動向。只有及時掌握比較充分的資訊，才能讓不確定化為確定或削減不確定的力度，認准方向，加快企業發展的脚步。

另本研究涵蓋樣本期間 2014 年 4 月曾意外發現有某股票因遭到國外機構以財報不實大舉調降目標價，當時股價最低來到 59.3 元，祭出買回庫藏股訊息 5 天後，股價衝高至 77.4 元，短線漲幅高達 30%，顯見庫藏股買回對短線護盤奏效。只是不久後的股東會上，股利卻從原本每股 5 元調降到 3.5 元，股價隨後也再度回到 60 元以下。所以，庫藏股買回執行後是否對公司營運效率有實質幫助？其實是很明顯的。

陸、結論

本研究係針對研究背景提出四大問題暨擬訂四大目標，並因臺灣資本市場之特性，包括大多上市公司規模遠較其他國家為小，行業業態較其他國家為多、資料庫較完整，選樣較容易，更重要的是實施庫藏股買回期間較其他各國為早（自 2000 年起），是以乃決定以臺灣上市公司為例，藉由 2001-2014 年間 14 年 8289 筆符合各項樣本條件之樣本，並以資金成本、董監事持股比例、自由現金流量等因數進行回歸分析得出如前述之資料及研究結論，相信可協助投資者判斷公司關於重大現金流量決策適當性，進一步做成投資決策或提供投資者于日後投資時評估被投資公司體質及風險之依據。

另，觀察近期全球股市不振，臺灣上市櫃公司執行庫藏股買回之情況，發現上市公司中約有 10.6%、上櫃公司則約有 12.8 % 執行庫藏股買回，又上市公司中公告之買回目的有 57.8% 表示係為轉讓給員工，上櫃公司亦約有 68.3% 表示係為轉讓給員工，形式上這些訊息傳達公司是為激勵員工士氣並留任優秀人才，以配合公司在此變化迅速的環境中轉型增加企業競爭力，達成穩定股價之目的。惟庫藏股買回後轉讓予員工時，轉讓資格與轉讓價格等辦法屬公司自治事項，由公司董事會決定即可，小股東們無從置喙，可能會出現相當的套利空間。所以為避免

利害關係人受損而圖利特定族群，或許相關單位對庫藏股買回案件目的為轉讓給員工時，不僅要尊重公司自治，亦應適度訂定規範；另一方面，前述執行庫藏股買回之公司比例及買回目的分析結果，相較於本研究期間截止時之 2014 年之統計結果，上市公司中約有 7.3%、上櫃公司則約有 10% 執行庫藏股買回，其中又分別有 46.1%、55.2% 之上市櫃公司公告買回目的係為轉讓給員工之比例來得高，差異原因為何？

股神巴菲特曾說如果公司是在適當的時機買回庫藏股，將可提升公司的內在價值，股價所追隨的就是內在價值。雖然短期股價可能委屈公司內在價值；但長期之下，市場總是會還給它公道」。這暗示他對有良好發展但股價被低估的公司，於適當時機執行庫藏股賦予正面評價。到底投資人應如何來檢視這些資訊？筆者將以這些觀察所得到之心得作為後續研究之主題，也希望可提供政府主管機關於修訂庫藏股買回方面議題研提建議之參考。

參考文獻

- 鄭桂蕙，2002，〈公司買回庫藏股之資訊內涵，投資人觀點〉，國立政治大學會計研究所博士論文。
- 廖秀梅、李建然、吳祥華，2004，〈董事會結構特性與公司績效關係之研究-兼論台灣家族企業因素之影響〉，國立台北大學會計研究所博士論文。
- 鄭桂蕙、林宛瑩、許崇源，2006，〈董監事持股比例高低對庫藏股買回誘因之影響〉，《東吳經濟商學報》，第 54 期。
- 宋曉梅，2009，《資本結構理論》，上海：上海財經大學出版社。
- 劉星、彭程，2009，〈負債融資與企業投資決策：破產風險視角的互動關係研究〉，《管理工程學報》，2009 年（1 期）。
- 林慧琦，2016，〈庫藏股制度之探討〉，《台灣會計師公會季刊》，第 266 期：20-31 頁。
- 陳國莉，2013，〈負債融資對於投資支出影響的研究〉，山東財經大學碩士論文。
- 王育偉、鄭揚耀，2013，〈公司治理、資本支出決策與公司價值〉，《管理與系統》，第 20 卷（4 期）。

- 林佳蕙，2013，〈聯立方程式模型在財務決策上的兩篇研究〉，國立高雄大學財務金融研究所博士論文。
- 林建輔、吳孟道，2013，〈兩岸四地資本市場競爭力之比較—資本市場國際化指標之建構與應用〉，《兩岸金融季刊》，第1卷（1期）。
- 王儷容、沈中華、李紹璋，2014，〈臺灣利率自由化利成語成效—美日台三國利率自由化之比較〉，《兩岸金融月刊》，第2卷（1期）。
- 沈中華，2012，〈從臺灣的經驗看，利率市場化可能給金融體系和經濟運行帶來的風險及應對〉，《臺灣金融自由化之背景與衝擊》，福建寧德：大陸國務院金融研究所。
- 李述德，2014，《四大目標八大面向營造優質市場環境》，證交專論，第634期，台北：臺灣證卷交易所出版。
- 李述德，2015，《證交所105年業務展望—推展資本市場似大方向》，證交專論，第645期，台北：臺灣證卷交易所出版。
- 臺灣證卷交易所，2015，〈臺灣資本市場概況－歡迎外資來台投資〉，取自：<https://www.twse.com.tw/zh/page/investor/foreign/01.html>。
- Adrian B. W. and C. Roulet. 2013. Long-term investment, the cost of capital and the dividend and buyback puzzle. *OECD Journal: Finance Market Trends* Is 2013(1)
- Esterbrook F.,1984. Two-agency-cost explanations of dividends. *American Economics Review* 74: 650-659.
- Gustavo G., R. Michaely. 2002. The information content of share repurchase programs. *The Journal of Finance* 59: 651-680.
- Harris, M. and Ravvi, A. 1998. Capital budgeting and delegation. *Journal of Finance and Economics* .50(3): 259-288
- Howe, K. M., J.He, and G.M. Kao, 1992. One time cash flow announcement and free cash flow theory: Share Repurchases and Special Dividends. *The Journal of Finance* 47(5): 1962-75.
- Jensen,M.C., W.H. Meckling. 1976. Theory of the firm: managerial behavior.

agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*.
October(4): 305-360.

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

Narayanan. 1988. Debt versus equity under asymmetric information. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 23(1): 39-51.

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(2): 187-222.

W, J.W., Lane, W.R. and Sarkar. 1989. Management view of share repurchases and tender premiums. *Financial Management* 18: 97-110.

Wang, Y. 2012. Financial constraints and share repurchases. *Journal of Financial Economics* 105(2): 311-331.