

國立臺灣大學管理學院財務金融學系

碩士論文

Department of Finance

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis

現金股利與庫藏股間的決策關係

Relationship between Cash Dividends
and Share Repurchases



Shu-Fen Hsiao

指導教授：陳業寧 博士

Advisor: Yehning Chen, Ph.D.

蕭樹芬

撰

98
6

中華民國 98 年 6 月

June, 2009

國立臺灣大學
財務金融系

碩士論文

現金股利與庫藏股間的
決策關係

誌謝

首先誠摯的感謝指導教授陳業寧博士，老師從我起初選定題目開始，即給予許多幫忙與建議，其悉心的教導使我得以一窺財務研究領域的深奧，不時的討論並指點我正確的方向，使我在這段過程中獲益匪淺。老師對學問的嚴謹更是我輩學習的典範。

本論文的完成另外亦得感謝口試委員台大財金系的胡星陽教授，及淡江產業經濟學系的陳明園副教授。因為有您們的體諒與幫忙，使得本論文能夠更完整而嚴謹。兩年裡的日子，研究生生活的生活點滴，與同儕間學術上的討論、言不及義的閒扯、噓寒問暖的關心、趕論文的革命情感、或是不順心時心情發洩，感謝各位好夥伴們的共同砥礪，你們的陪伴讓兩年的研究生活變得絢麗多彩。

感謝彥行學長不厭其煩的指導論文研究方法、統計軟體之使用與程式之撰寫，並在我迷惘時為我解惑。也感謝同門洪旻郁、蔡苾瑋以及張婷婷的幫忙與支持、互相交流教授近況與互相督促論文進度，使我得以順利完成論文及研究所學業。其他族繁不及備載之諸多親朋好友，你們的關心與協助讓我銘感於心。

最後，我摯愛的雙親與妹妹等親人，更是給予我無窮關懷、體諒與支持，謹以此文獻給您們！

中文摘要

本研究以多元迴規模型分析，探討現金股利與買回庫藏股這兩種現金盈餘分配方式間的關係。從公司買回庫藏股後，是否會影響現金股利之發放，有無排擠效應；及現金股利發放率的改變是否會影響公司採取庫藏股買回程度雙方面來探討。並分別採用全體上市櫃公司、與宣告實施庫藏股以維護股東權益之公司兩種樣本，再分別探究時間序列與跨公司的效果。實證結果發現，庫藏股買回對現金股利發放並不具有替代關係，而現金股利發放率差異亦不影響庫藏股買回。在決策現金股利發放率時，庫藏股買回可能是考慮因素之一，抑或是實施庫藏股買回的公司傾向發放較高現金股利率；而在制定庫藏股買回決策時，現金股利發放率之改變並不是公司憑藉的因素。在已宣告實施庫藏股買回的公司中，現金股利發放率之高低取決於自由現金流量之高低，而庫藏股買回比率高低取決於非營業淨利比率之高低。



關鍵詞：現金股利、庫藏股、盈餘分配

English Summary

This paper investigates the relationship between the two methods to payout cash earnings to shareholders, cash dividends and stock repurchases, using multi-regression analysis. Is there any substitution effect that cash dividends payout ratio get influenced after stock repurchasing? Or do differences between cash dividends payout ratios affect the level that corporate might buy back the stocks? This paper tries to find the relationship in two ways, using two kinds of samples, all listing companies and companies that announce to buy back their stocks, then analyses both cross sectional and time series effect. The results show that there is no substitution effect between stock repurchases and cash dividends, and the differences between the cash dividends payout ratio do not affect share repurchases. When companies plan to payout cash dividends, the extent that companies repurchased stocks might be one of the factors to consider. Or companies intend to have higher cash dividend ratios will intend to do larger repurchases. When companies set up the repurchase policy, the changes of the cash dividend payout ratio might not be contemplated. Among the companies that announce to do share repurchases, if free cashflow is higher, the cash dividend payout ratio is higher; and if non-operating income is higher, the share buyback ratio is higher.

Key words: cash dividends, share repurchases, earnings payout

目 錄

誌謝.....	i
中文摘要.....	ii
英文摘要.....	iii
第一章 研究目的	1
第二章 文獻回顧	5
第三章 研究設計	9
第四章 實證結果與分析.....	14
第五章 文獻回顧	23
參考文獻	25



壹、研究目的

Miller 和 Modigliani 在 1963 年提出的股利無關論，假設在沒有代理成本、沒有稅的存在、沒有股票發行成本或交易成本存在的完全資訊世界中，若公司的投資及融資政策與股利政策彼此獨立，則公司價值並非取決於公司盈餘分配之方式，而是公司的投資機會與成效，因此盈餘支付方式對於公司價值不具攸關性(irrelevance)。公司分配現金盈餘於股東的方式，主要有發放現金股利與買回庫藏股兩種，在 Miller and Modigliani 的假設下，不論是管理者選擇哪一種現金發放方式，對股東的效益應是無差異的。

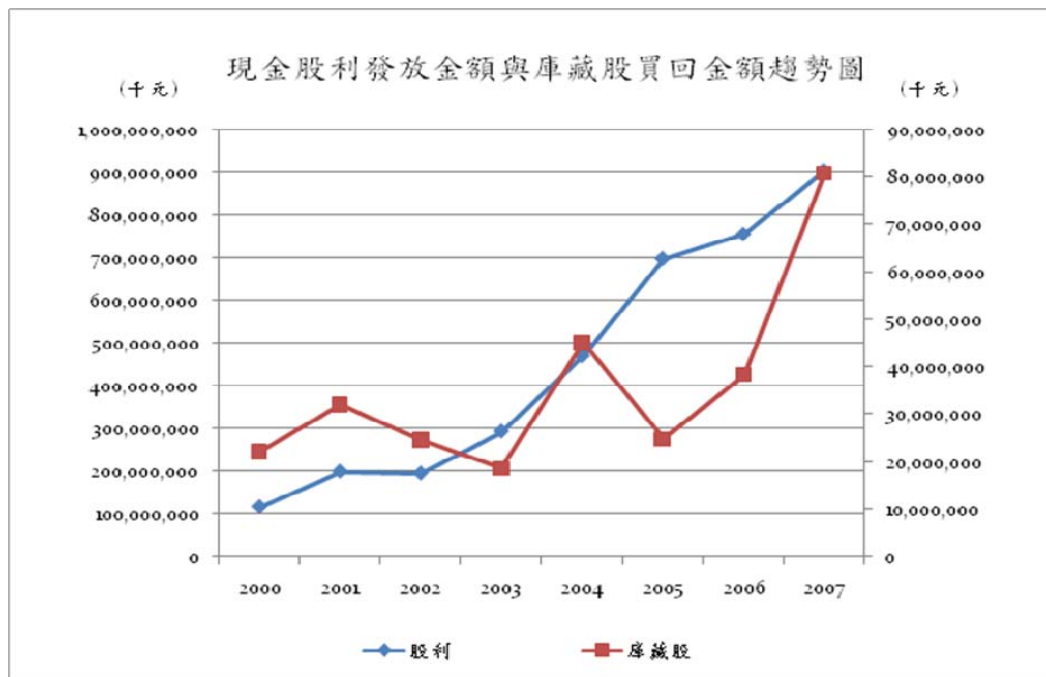
但現實世界中，股東或債權人與公司係處於資訊不對稱，存在代理問題，且在稅制條件下，股東面對之資本利得與股利所得稅負承擔並不同，從稅率角度而言，股東所獲得之現金股利按照一般所得稅率課稅；而公司買回庫藏股若使得股價上升，股東出售股票之資本利得免稅，因此理論上公司以買回庫藏股的方式替代現金股利分配，將使股東獲得節稅的效果。

我國庫藏股之實施在 2000 年「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」法源之建立後開放執行，在以下三種目的：(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；以及(3)維護股東權益並在兩個月內執行並註銷股份，可實施股票購回。而台灣上市櫃公司也在這八年來漸漸熟悉運用庫藏股，尤其 2008 年台股震盪激烈，從近萬點不到半年就腰斬，根據公開資訊觀測站的資料顯示，2008 年實施庫藏股的上市櫃公司高達 481 家，佔全體公司的 38%，金額更高達 1,099 億元，數據創有史以來新高。從圖一也可看到，庫藏股買回金額從 2005 年來巨幅增加，而現金股利發放金額則是從 2005 年來增加速度趨緩。

台灣上市櫃公司執行庫藏股買回之頻率增加，但買回自家公司股票或發放現金股利均仰賴現金支付，在公司資金有限的狀況下，股利政策、投資與融資決策都會彼此牽動，因此公司在制定分配股東現金政策之決策時，理應會考慮

現金股利與股票購回之間的關係。畢竟現金盈餘有限，現金股利與股票購回皆為分配現金盈餘方式，兩者可能呈現替代或排擠關係。

圖一 現金股利發放金額(左坐標軸)與庫藏股買回金額(右坐標軸)趨勢圖



從公司角度來說，庫藏股政策執行具彈性，若其效果可取代現金股利，對公司是一大利器，也因此多數公司在法說會時，確實將庫藏股視為股利政策之一環。但也因為庫藏股買回之彈性，以及公司可因三種目的而實施庫藏股，從股東立場而言，當從媒體等來源得知公司將執行股票購回的，其所透露的資訊亦較現金股利複雜。從過去經驗來看，兩種情況下，公司才值得買回自家公司的股票，一種是有穩定收益的公司，在現金較多，投資機會較少，於評估再投資報酬率較低時，不如用營運收回來的資金，買回自家的股份，把股本收回，以提高每股報酬；另一種是公司股票價格非理性下跌，公司瞭解自己股票的實質價值，把股票買回來，以維持合理的股價。

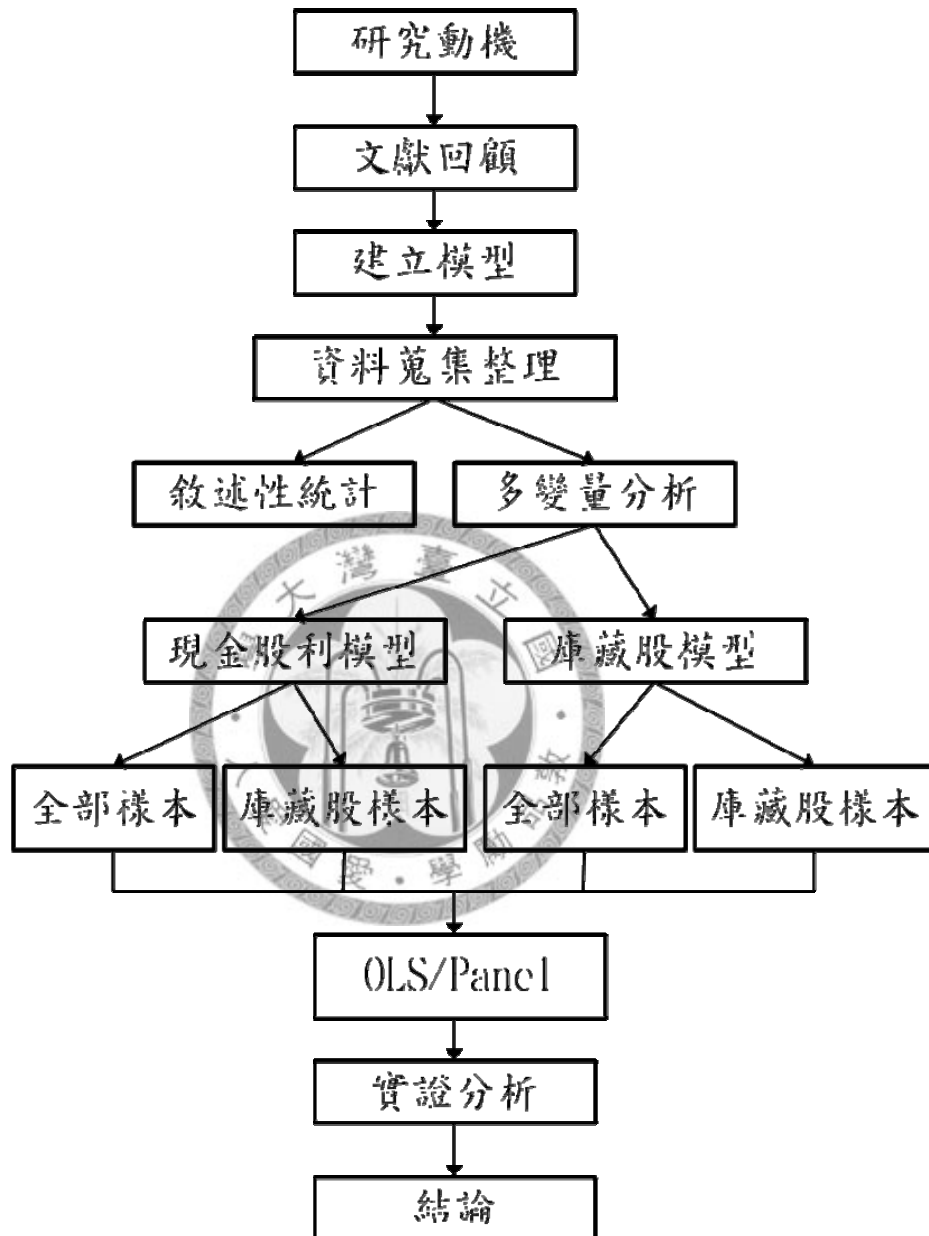
但是實務上，許多企業主常利用庫藏股的機會，進行圖利自己的行為。最常見的是，公司在宣布實施庫藏股、造成股價上漲後，企業主就偷偷的倒貨，

把個人的股票賣出，造成公司一邊用公司的資金買庫藏股，以拉抬股價，而老闆卻偷偷趁機賣出自己的股票。又或是，公司並非真正有意買庫藏股，只是表態一下而已，買回的動作毫不積極，這種作法，一方面是誠意不足，一方面是對自己的公司前景信心不足，對股東口惠而實不至，。其他例如為了拉抬股價以維護董監事質押股票之價值、或是已負債累累毫無現金實力，仍舉債來執行股票購回等狀況，對公司長期經營亦毫無助益，反而不比現金股利發放率提高所隱含之盈餘成長來得直接。

考慮台灣股利習慣、稅率制度、以及現金股利與庫藏股政策個別特性後，公司是否利用會利用股票購回來替代現金股利發放，實施庫藏股買回後，現金股利之發放是否受到排擠的影響。或是由於其特性與習慣之不同，現金股利發放與庫藏股買回為公司不同時機、不同目的之行為，在考慮是否執行庫藏股買回時，並非以取代現金股利為考量因素。這些現金股利發放與庫藏股買回之間的決策關係乃本篇論文所欲探討的問題。

本研究後續章節依次包括文獻回顧，探討國內外過去關於庫藏股買回對現金股利發放的影響以及兩者間的關係；接著介紹實證模式、變數定義與樣本來源；最後是實證結果，包含敘述性統計與多變量統計分析與結論，解釋本研究統計分析結果與發現及說明本研究之結論。

圖二 本文研究架構流程圖



貳、文獻回顧

關於公司盈餘發放理由探討的理論，大致上可分為兩種，一是資訊(訊號發射)假說(The Information / Signaling Hypothesis)，如 Miller and Rock (1985)。公司現金發放的決策主要是管理階層對未來盈餘獲利，在一定成本下特別向股東所釋放出的訊息。二是自由現金流量假說(The Free Cash-Flow Hypothesis)，如 Grossman and Hart (1982), Easterbrook (1984), and Jensen (1986)。現金發放能降低代理問題，避免管理者將自由現金從事會降低公司價值的投資。

而企業實施庫藏股的原因，Dittmar (2000)在"Why Do Firms Repurchase Stock?"做了很詳細的整理，主要因素如下：

1. 剩餘資本假說(Excess Capital Hypothesis): 買回庫藏股是擁有節稅效果的一個較具彈性的分配資本方式。
2. 價值低估假說(Undervaluation Hypothesis): 企業通常在股價被低估的時候買回自己公司的股票。
3. 最適資本結構假說 (Optimal Leverage Ratio Hypothesis): 公司較可能在槓桿比率低於目標水準時採行庫藏股買回，因此公司的資本結構也會影響是否買回庫藏股的決策。
4. 管理誘因假說 (Management Incentive Hypothesis): 買回公司股票能在每股股票價值不被稀釋的情況下分配現金，保障管理者所持有的股票選擇權的價值。
5. 阻退併購假說 (Takeover Deference Hypothesis): 在公開市場買回公司股票能避免被敵意併購的風險。

在現金股利與庫藏股買回這兩種盈餘發放方式的關係比較方面，我們可以看到近年來，由於較具有彈性，實施庫藏股買回的公司逐漸增加，而相較下現金股利發放是否受影響，則有不同論點。Fama and French (2001)研究美國上市公司在 1926-1999 年間現金股利分配的行為，發現整體美國上市公司在 1978

年後支付現金股利的傾向降低了，上市公司中分配現金股利的家數比例不但逐年下降，1978 年後上市的年輕公司，尤其是較高成長機會、獲利率較低、規模較小的公司，更是傾向不支付現金股利。

Jagnannathan, Stephens, and Weisbach (2000)則是指出股票購回較具有景氣循環的特性，而股利卻是隨著時間而穩定增加。現金股利是在公司有較高的恆常營運現金流量所分配，庫藏股則是在公司具有較高短暫非營運現金流量時所使用，因此進行股票購回的公司通常有較不穩定的現金流量。由於庫藏股較具有彈性的特質，股票購回常作為現金股利替代之使用。

Grullon and Michaely (2002)從 1972-2000 的美國上市公司資料中發現股票購回有逐漸取代股利的趨勢，企業將過去用來增加股利的現金實施股票購回，尤其是年輕的公司。即使發展較完備的大公司並未直接減少現金股利，也顯示越來越高的傾向於採用庫藏股來發放現金。利用有股票購回的公司減少股利時，股價下跌的程度顯著地比沒有股票購回的公司小之實證結果，表示以資訊信號放射效果而言，現金股利與股票購回之間有替代效果。

Brav, Graham, and Harvey (2005)透過和 384 間企業的財務主管的問卷調查與其中 23 家的實際面談，探討 21 世紀初財務主管決定股利及庫藏股政策的因素，發現現在許多經理人偏好使用股票購回，因為相較股利更有彈性，既可瞄準股票被低估的時機，又可增加每股盈餘。經理人避免股利減少，而股利增加與否必須在投資與流動性考量後所考慮。經理人確信股利與股票購回決策能向投資人傳遞訊息，但沒有證據顯示盈餘發放被用來當作改變投資人組成比例的工具，即使經理人們認為股利對散戶較具吸引力，而股利或庫藏股對機構投資人是同樣偏好程度。租稅考量亦非企業決定支付與增加股利、或是股票購回與現金股利之間的取捨的主要決定因素。

DeAngelo, DeAngelo, and Skinner (2004)發現股利發放的公司有逐漸增加的集中程度，反映盈餘亦有逐漸集中的趨勢。因此雖然如 Fama and French (2001)

中所指出股利發放的公司已減少了超過 50%，但過去二十年中所支付的總實質股利是增加的。股利發放公司所減少的部分主要分布於本來就發放很低股利的公司中，而股利發放程度高的公司所增加的實質股利高於這些低股利發放公司所減少的股利，且總股票購回金額亦隨總實質股利而增加。及公司自由資金充裕下，一方面實施庫藏股買回，另一方面繼續維持穩定之股利政策。

在國內的文獻方面，鄭桂蕙(2005)以單變量及多元迴歸分析之實證結果發現，在 2000-2003 年上市櫃公司實施庫藏股買回的 317 個樣本中，庫藏股買回比率越高，現金股利發放率越高，兩者之間呈顯著正相關，而其與股票股利呈顯著負相關，顯示公司執行庫藏股策略與現金股利政策並不衝突，呈現互補效應。

吳佩真(2005)發現買回庫藏股以「轉讓股份與員工」之目的下，現金股利發放與股票購回之間存在互補關係，若公司當年度有股票購回之決策時，則現金股利與股票股利二者之間亦為互補關係。

陳韻茹(2007)則將樣本分割成多頭市場及空頭市場兩個子樣本，分別探討庫藏股買回與現金股利之替代與互補性及公司特性對庫藏股買回的影響。實證結果指出多頭市場中，庫藏股買回比率與現金股利發放率呈正向關係，隱含互補效果但不具統計上的顯著水準，亦不受庫藏股買回目的之影響。當公司價值被低估、持有大量的自由現金流量、公司規模愈小，愈可能購回公司股票。在空頭市場中，庫藏股買回比率與現金股利發放率呈負向關係，隱含替代效果但不具統計上的顯著水準，亦不受庫藏股買回目的之影響。當公司規模愈小愈可能購回公司股票。

而王錦瑩,陳隆麒,劉玉珍(2006)從探討股票購回是否會影響股利政策變動的宣告效果，以了解股票購回是否為現金股利的替代政策。研究結果發現，股票購回會增強股利增發的正面宣告效果，並緩和股利減發的負面宣告效果，因此股票購回可以視為現金股利的替代政策。

王象康(2005)則指出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。

從國外及國內文獻可歸納出，國外大部分研究支持庫藏股買回可作為現金股利的替代政策，而公司管理者確實傾向以庫藏股買回取代現金股利發放；但亦有研究指出現金股利發放的減少，為發放公司集中之趨勢，實際現金股利發放金額卻是增加的。而國內大部分研究結果顯示，庫藏股買回與現金股利發放呈現正向顯著關係，並無庫藏股取代現金股利發放的跡象。儘管王錦瑩,陳隆麒,劉玉珍(2006)的研究指出股票購回可減緩現金股利減少的負向效果，以效果而言確實可作為現金股利的替代方案。

過去國內研究庫藏股與現金股利間關係之文獻主要集中於從庫藏股買回比率高低對現金股利發放率之影響的角度來探討，本研究為了解庫藏股買回與現金股利決策間雙向關係，加入研究現金股利發放率之改變是否會影響庫藏股買回之模型，兩方面來探討公司制定現金盈餘分配政策之考量因素。此外，本研究樣本分別採用全體台灣上市櫃公司以及為維護股東利益而宣告實施買回庫藏股之公司兩種樣本，不僅研究全體上市櫃公司之股利政策決策，亦探討宣告實施庫藏股以維護股東利益之公司，其現金股利發放率與庫藏股買回比率相互間的影響。最後，本研究在每組模型與樣本中，分別採用 Panel regression 與 OLS regression 來探究時間序列(time series)與跨公司(cross-sections)的不同結果，以提供過去文獻所沒有涉及之研究角度。

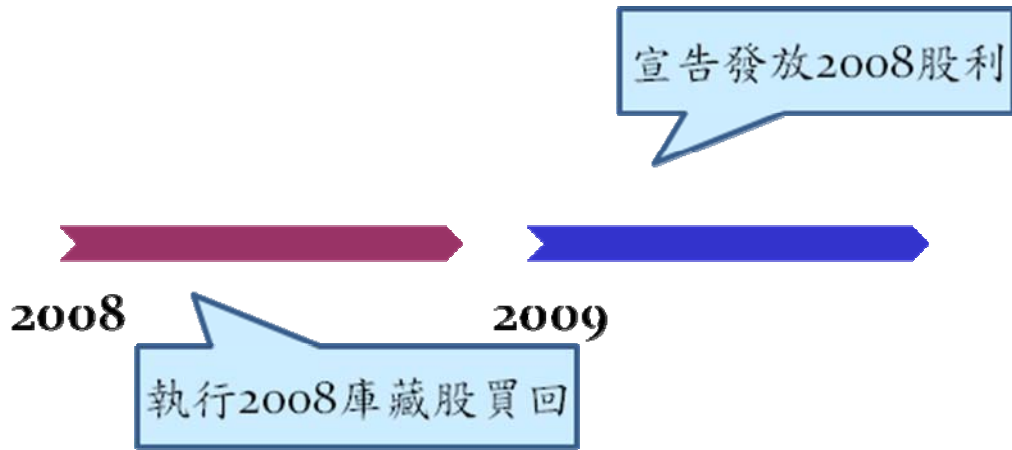
參、研究設計

一、實證模型

本研究主要在檢驗當公司採取發放現金股利與買回庫藏股這兩種不同的分配方式將現金分配給股東時，若公司執行了庫藏股買回的動作後，是否會影響現金股利之發放，有無排擠效應；並且從另外一方面，從現金股利發放率的改變是否會影響公司採取股票購回程度，也就是公司在決策庫藏股執行政策時，是否將其作為現金股利替代方案。從雙方面探討現金股利與庫藏股買回之間的關係，究竟股票購回是否因為較具彈性，而逐漸成為國內上市櫃公司管理者取代現金股利的一種盈餘分配方式；亦或如同過去國內大部分文獻研究結果所指出，庫藏股買回比率與現金股利發放率呈現正向關係，即公司執行庫藏股策略與現金股利政策並不衝突，呈現互補效應；亦或是公司是分別做現金股利發放與庫藏股買回之決策，決定時間與目的皆不同，因此兩者並無顯著關係？

國內上市、上櫃公司通常一年發放一次股利，而且是在該營業年度結束後的下一營業年度中才會宣告現金股利與股票股利的金額比例，舉例來說，公司 2008 年的年度財務報告、股利政策宣告都是在 2009 年公布，雖然國內財務慣例稱 2009 年發放之股利為 2009 年之股利，但本研究為清楚分析影響該股利政策之公司財務狀況是受 2008 年之營業表現影響，並非 2009 年之營運狀況，因此將該 2009 年發放之股利改稱 2008 年營運年度之股利，以會計方式表達其實質特性。而股票購回通常是該營業年度中任何時機通過董事會決議後下一個營業日開始執行，兩個月後結束。因此，公司在決定股票購回決策時，當時所具備的完整財務資訊乃前一營業年度的資料，公司的股票購回決策早於該營業年度現金股利發放率之決策，因此股票購回應不會受到該年度現金股利發放之高低所影響，如果股票購回會依現金股利發放程度而改變，也僅會受到前一年度股利發放率的影響；但該年度的現金股利發放率卻可能會受到該年度期間曾執行庫藏股買回所影響，因為現金股利金額的宣告日較晚。

圖三 庫藏股買回與股利發放時點分析圖



由於這個決策時間差異的特性，本研究並沒有使用系統的方式來同時探討現金股利發放與買回庫藏股兩者間的關係，只能利用個別的多元迴歸分析，來分別探討。執行庫藏股買回對現金股利發放比率的影响如下(1)式，因變數為現金股利發放率，而該營業年度執行庫藏股買回為自變數之一：

$$(1). \text{CASH DIVIDEND}_t = \alpha_C + \beta_{1C} \text{CASHFLOW}_t + \beta_{2C} \text{CASH}_t + \beta_{3C} \text{SIZE}_t + \beta_{4C} \text{LEVERAGE}_t + \beta_{5C} \text{MB}_t + \beta_{6C} \text{CASH DIVIDEND}_{t-1} + \beta_{7C} \text{REPURCHASE}_t + \beta_{8C} \text{STOCKDIV}_t + \beta_{9C} \text{HOLDER}_t$$

現金股利發放率的改變對庫藏股買回的影響如下列(2)式，庫藏股買回為因變數，而當年度現金股利發放率與前一年度現金股利發放率的差異為自變數之一：

$$(2). \text{REPURCHASE}_t = \alpha + \beta_1 \text{CASHFLOW}_{t-1} + \beta_2 \text{CASH}_{t-1} + \beta_3 \text{SIZE}_{t-1} + \beta_4 \text{LEVERAGE}_{t-1} + \beta_5 \text{MB}_{t-1} + \beta_6 \text{STOCKRETURN}_t + \beta_7 \text{NONOPER}_{t-1} + \beta_8 \text{CASHDIVDIF}_t + \beta_9 \text{DIRECTOR}_t$$

二、變數定義

上述(1)式之變數定義如下：

1. 現金股利發放率 (CASHDIVIDEND)：以營業年度結束後公布之每股現金股利除以該年度稅後每股盈餘來衡量。

2. 自由現金流量 (CASHFLOW)：以現金股利營運年度或實施庫藏股前一年年底稅前營業淨利加上折舊與遞延資產之變化量後除以資產總值為代理變數。

3. 現金 (CASH)：以現金股利年度或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代理變數。

4. 公司規模 (SIZE)：以資產總值取對數衡量公司規模。

5. 槓桿比率 (LEVERAGE)：以現金股利年度或實施庫藏股前一年年底之負債總額除以資產總額為代理變數。

6. 市值對帳面價值比 (MB)：以現金股利年度或實施庫藏股前一年年底之公司市值除以公司帳面價值來衡量。

7. 庫藏股買回 (REPURCHASE)：為虛擬變數。由於本研究所欲探討主題為分配股東現金之政策間之關係，庫藏股資料僅採用實施目的為維護公司信用及股東權益所必要之買回。公司宣告實施庫藏股之三種原因中，以維護股東權益最為嚴格，必須在兩個月內執行，且買回之股份必須予以註銷，因此採用為維護公司信用與股東權益為目的之庫藏股買回資料，最能夠做為公司回饋股東之表示。本研究中，首先在全體公司樣本中，若該公司於該年度期間曾通過董事會，為了維護股東權益為目的，宣告實施庫藏股而進行買回者，庫藏股買回變數為1，其他為0。而在宣告實施庫藏股買回之樣本中，由於所有樣本公司接宣告進

行買回，因此改用庫藏股買回比率，即為實際買回金額除以當年底可分配盈餘之比例，作為庫藏股買回變數。

8. 股票股利率 (STOCKDIVIDEND)：以每股盈餘配股股票股利加上每股公積配股股票股利後除以稅後每股盈餘來衡量。

9. 大股東持股比率 (HOLDER)：證交所公布以及年報揭露之主要股東持股數，以及該年排名前十名之主要股東持股數，除以總在外流通股數。

上述(2)式之變數定義如下

1. 現金股利發放率差異 (CASHDIVDIF)：為該年度結束後之現金股利發放率減去前一年度之現金股利發放率。

2. 股價報酬率 (STOCKRETURN)：以公司股價在該年年初到年底之股價報酬率作為代理變數。

3. 董監事質押比率 (DIRECTOR)：為董監質押股數除以董監持股股數。

4. 非營業淨利 (NONOPER_t)：以庫藏股買回變數年度之非營業淨利除以稅後淨利作為非穩定性現金流量之代理變數。過去研究指出，非營業淨利比率高，較易以買回庫藏股方式來分配這種非常續性之淨利。

5. 其他：REPURCHASE、CASHFLOW_{t-1}、CASH_{t-1}等變數定義皆與現金股利發放之迴歸(1)式相同，惟本式採用庫藏股買回年度之前一年度之資料，因買回庫藏股之時點，該年度尚未結束，財務報告尚未完成，因此在制定庫藏股買回決策時，無法做為決策的參考依據。

三、研究期間及資料來源

本研究之現金股利與庫藏股買回等相關變數之財務資料來源由「台灣經濟新報」(Taiwan Economic Journal, TEJ)資料庫取得。

研究期間從通過實施「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」後第一家董事會決議庫藏股買回之 2000 年 8 月 9 日開始至 2007 年 12 月 31 日。

樣本選取對象先採取所有台灣上市上櫃公司，扣除公司財務變數有遺漏之樣本，並因使用 panel regression 控制時間與公司變數，若同一間公司僅有單一年度資料亦予以刪除，樣本總數達 1461 家公司，6647 筆樣本數。使用所有上市櫃公司樣本在現金股利為因變數的迴歸式中，不僅能觀察庫藏股買回比率高低對現金股利發放率之影響，亦能觀察有無買回庫藏股對現金股利發放的影響；同理，所有樣本在因變數為庫藏股買回之迴歸式亦有相同效果。

此外，本研究再從公司為了維護股東利益而宣告買回庫藏股的公司樣本中來探討庫藏股買回比率高低，是否影響這些公司的現金股利發放；以及在宣告買回庫藏股的公司裡，現金股利發放率的改變，是否影響其庫藏股買回比率高低。這時樣本選取股票購回目的為維護股東利益而宣告買回庫藏股的台灣上市上櫃公司，扣除公司財務變數缺漏者，以及刪除同一間公司在研究期間內僅有單一年度宣告買回庫藏股者，樣本數為 113 間公司，302 筆樣本。

肆、實證結果與分析

一、敘述統計分析

表一 全部樣本與執行庫藏股樣本之敘述統計值與平均數差異檢定

公司/年度	全部樣本 (6647)		庫藏股樣本 (302)		Z value
	平均數	標準差	平均數	標準差	
	1461 家/8 年		113 家/8 年		
CASHDIVIDEND	0.3745	0.8036	0.4820	0.5621	-3.2451 ***
CASHFLOW	0.0493	0.0741	0.0313	0.0441	6.6651 ***
CASH	0.0815	0.0912	0.0727	0.0797	1.8997 *
MB	1.2796	1.9064	0.7178	0.3949	17.2734 ***
SIZE	22.1170	1.3152	22.5421	1.3178	-5.4821 ***
LEVERAGE	0.3935	0.1614	0.3448	0.1376	6.0002 ***
STOCKDIVIDEND	0.1884	0.5800	0.0869	0.2156	7.1139 ***
HOLDER	0.1701	0.1133	0.1514	0.1005	3.2215 ***
REPURCHASE	0.0529	1.3433	1.1450	6.1594	-3.0946 ***
CASHDIVDIF	0.0298	1.0772	0.0143	1.5125	0.1771
DIRECTOR	0.1017	0.1899	0.1797	0.2221	-6.0618 ***
NONOPER	1.5746	17.6790	3.2261	26.5011	-1.0819
STOCKRETURN	0.1843	0.7460	0.0413	0.4224	5.5138 ***

表一分別為全部樣本與曾宣告買回庫藏股樣本之公司特性。先從全部樣本來看，市值帳面價值比(MB)、規模(SIZE)、庫藏股買回比率(REPURCHASE)以及非營業淨利(NONOPER)的差異較大(標準差分別為 1.90、1.31、1.34 以及 17.68)，而自由現金流量(CASHFLOW)與現金(CASH)的差異較小。

而將庫藏股樣本與全部樣本的公司特性來比較可看到，庫藏股樣本中，現金股利發放率(CASHDIVIDEND)平均數較高、標準差也較小，可看到宣告發放庫藏股之公司，通常也是現金股利發放率較高的公司。而自由現金流量與現金卻是庫藏股樣本中的平均數較低。在庫藏股樣本的市值帳面價值比顯著較全部

樣本低，標準差也低很多，可觀察到會宣告買回庫藏股的公司相較全部公司而言，市值帳面價值比低，公司股價較有被低估的可能性。另外庫藏股樣本較全部樣本，規模平均數較高、槓桿比率(LEVERAGE)較低、大股東持股比率(HOLDER)也較低、而董監質押比率(DIRECTOR)較高。

在股票股利(STOCKDIVIDEND)部分，庫藏股樣本的平均數低於全部樣本相當顯著，標準差也較小。顯示庫藏股買回公司之股票股利發放率較低。而股價報酬率(STOCKRETURN)方面，庫藏股樣本之股價報酬平均數顯著低於全體樣本之股價報酬平均數，標準差也較全部樣本小，由此可看出，宣告買回庫藏股買回公司的股價相較全部公司之股價被低估可能性高，過去一年來的股價報酬率為負報酬。

二、多變量迴歸分析

(一)現金股利發放率為因變數之迴歸

本研究採用多元迴歸模型檢測包含庫藏股發放率在內之多項自變數，對現金股利發放率的影響效果，並分別利用 Panel regression 控制公司和年度特性來探究整體樣本中公司時間序列(time series)的變化；以及利用一般 OLS regression 來探討整體樣本中跨公司(cross sections)的效果。

由下表的迴歸分析實證結果可得之，在全部樣本中，不論是一般 OLS regression 或 Panel regression 的結果，庫藏股買回迴歸係數顯著為正向，現金股利發放率與庫藏股買回並未存在替代效果，顯示國內上市上櫃公司在該年度實施庫藏股買回，並不會排擠到現金股利之發放。反而會選擇實施股票購回且買回比率較高的公司，其本身特性可能即是現金股利發放率較高的公司。而股票股利發放率迴歸係數顯著為正，因此在股票股利發放率方面亦有類似的效果，股票股利與現金股利間亦不是替代關係，股票股利發放率並不會排擠現金股利發放率，反而股票股利發放率較高的公司，現金股利發放率也較高。

在前期現金股利發放率部分，panel regression 迴歸係數顯著為負，可看出台灣上市上櫃公司發放現金股利並未受到易升難降的壓力，反而可能在前一年度多發現金股利後，今年度現金股利則少發。但採用普通 OLS 多元迴歸分析時，前期現金股利發放率迴歸係數卻顯著為正，顯示若不就單一公司內部而就整體樣本跨公司的特性來看，前期現金股利發放率較高，則本期現金股利發放率亦傾向較高的水準，表示就整體而言，傾向發放高現金股利之公司會維持較高的現金股利發放率。

另外公司規模迴歸係數顯著為正，可看出當公司規模較大，以及同一公司在規模較大的年度中，現金股利發放率會較高。而自由現金流量、大股東持股比例迴歸係數顯著為正，顯示自由現金流量、大股東持股比例較高的公司，現金股利發放率越高，這些都跟過去文獻與本研究之預期相符。而普通 OLS 迴歸中槓桿比率迴歸係數顯著為負，表示舉債程度較高之公司，可能受到債務契約等盈餘分配之限制，現金股利發放率較低。

而從庫藏股樣本的多元迴歸分析結果來看，在為了維持股東權益而執行庫藏股買回的公司樣本中，現金流量迴歸係數顯著為正，顯示在執行庫藏股買回的公司中，自由現金流量越高的公司，或是公司在自由現金流量較高的年度，現金股利發放率越高。而公司規模迴歸係數顯著為正，表示在股票購回公司中，當公司規模越大，現金股利發放率則越高。

但在股票股利發放率方面，庫藏股買回樣本的結果與全部樣本之結果不同，迴歸係數顯著為負，因此對執行庫藏股買回的公司而言，股票股利發放與現金股利發放似乎呈替代關係，若股票股利發放較多，則現金股利發放較少。

而在庫藏股樣本中，我們可看到庫藏股買回比率之迴歸係數不顯著為負，表示對已宣告買回庫藏股的公司而言，庫藏股買回比率之高低，並不會顯著影響現金股利發放率之高低。

表二(A) 庫藏股買回對現金股利發放影響之迴歸分析實證結果

OLS	全部樣本		預期 方向	實際 方向	Panel	全部樣本		預期 方向	實際 方向
	Estimate	t value				Estimate	t value		
Intercept	-0.26324	-1.55			Intercept	-2.35982	-2.67		
CASHFLOW _t	1.33932	9.55 ***	+	+	CASHFLOW _t	0.242692	1.08	+	+
CASH _t	-0.05939	-0.52	+	-	CASH _t	0.262403	1.39	+	+
MB _t	-0.00991	-1.93 *	-	-	MB _t	-0.0038	-0.6	-	-
SIZE _t	0.02465	3.3 ***	+	+	SIZE _t	0.127125	3.47 ***	+	+
LEVERAGE _t	-0.12071	-3.37 ***	-	-	LEVERAGE _t	0.070267	1.31	-	+
CASHDIVIDEND _{t-1}	0.08529	7.01 ***	+	+	CASHDIVIDEND _{t-1}	-0.18675	-14.23 ***	+	-
STOCKDIVIDEND _t	0.09236	5.5 ***	+/-	+	STOCKDIVIDEND _t	0.119435	6.81 ***	+/-	+
HOLDER _t	0.21981	2.6 ***	+	+	HOLDER _t	0.128335	0.96	+	+
REPURCHASE _t	0.12014	3.01 ***	-	+	REPURCHASE _t	0.124339	2.74 ***	-	+

$CASH DIVIDEND_t = \alpha_c + \beta_{1c} CASHFLOW_t + \beta_{2c} CASH_t + \beta_{3c} SIZE_t + \beta_{4c} LEVERAGE_t + \beta_{5c} MB_t + \beta_{6c} CASH DIVIDEND_{t-1} + \beta_{7c} REPURCHASE_t + \beta_{8c} STOCKDIV_t + \beta_{9c} HOLDER_t$ 。現金股利發放率(CASHDIVIDEND)：每股現金股利/稅後每股盈餘。自由現金流量(CASHFLOW)：(稅前營業淨利+折舊與遞延資產之變化量)/資產總值。現金(CASH)：(現金+約當現金)/資產總值。公司規模(SIZE)：ln(資產總值)。槓桿比率(LEVERAGE)：負債總額/資產總額。市值對帳面價值比(MB)：市值/帳面價值。庫藏股買回(REPURCHASE)：宣告實施庫藏股而進行買回者，庫藏股買回變數為1，其他為0。股票股利率(STOCKDIVIDEND)：(每股盈餘配股股票股利+每股公積配股股票股利)/稅後每股盈餘。大股東持股比率(HOLDER)：主要股東持股數/在外流通股數。

表二(B) 庫藏股買回對現金股利發放影響之迴歸分析實證結果

OLS	庫藏股樣本		預期 方向	實際 方向	Panel	庫藏股樣本		預期 方向	實際 方向
	Estimate	t value				Estimate	t value		
Intercept	0.01243	0.02			Intercept	-18.1004	-2.33		
CASHFLOW _t	3.1823	4.17 ***	+	+	CASHFLOW _t	4.856417	3.15 ***	+	+
CASH _t	0.1432	0.32	+	+	CASH _t	-0.53952	-0.74	+	-
MB _t	-0.14754	-1.65	-	-	MB _t	-0.24617	-1.22	-	-
SIZE _t	0.02324	0.9	+	+	SIZE _t	0.81175	2.37 **	+	+
LEVERAGE _t	0.08467	0.36	-	+	LEVERAGE _t	0.110698	0.16	-	+
CASHDIVIDEND _{t-1}	0.00559	0.25	+	+	CASHDIVIDEND _{t-1}	-0.29849	-3.46 ***	+	-
STOCKDIVIDEND _t	-0.41741	-2.79 ***	+/-	-	STOCKDIVIDEND _t	-0.3424	-1.78 *	+/-	-
HOLDER _t	-0.25858	-0.82	+	-	HOLDER _t	0.389862	0.6	+	+
REPURCHASE _t	-0.00616	-1.2	-	-	REPURCHASE _t	-0.00167	-0.3	-	-

$CASH\ DIVIDEND_t = \alpha_c + \beta_{1c} CASHFLOW_t + \beta_{2c} CASH_t + \beta_{3c} SIZE_t + \beta_{4c} LEVERAGE_t + \beta_{5c} MB_t + \beta_{6c} CASH\ DIVIDEND_{t-1} + \beta_{7c} REPURCHASE_t + \beta_{8c} STOCKDIV_t + \beta_{9c} HOLDER_t$ 。現金股利發放率(CASHDIVIDEND)：每股現金股利/稅後每股盈餘。自由現金流量(CASHFLOW)：(稅前營業淨利+折舊與遞延資產之變化量)/資產總值。現金(CASH)：(現金+約當現金)/資產總值。公司規模(SIZE)：ln(資產總值)。槓桿比率(LEVERAGE)：負債總額/資產總額。市值對帳面價值比(MB)：市值/帳面價值。庫藏股買回(REPURCHASE)：宣告實施庫藏股實際買回金額/當年底可分配盈餘。股票股利率(STOCKDIVIDEND)：(每股盈餘配股股票股利+每股公積配股股票股利)/稅後每股盈餘。大股東持股比率(HOLDER)：主要股東持股數/在外流通股數。

(二)庫藏股買回為因變數之迴歸

本研究採用多元迴歸模型檢測包含現金股利發放率差異在內之多項自變數，對庫藏股買回變數的影響，並分別利用 Panel regression 控制公司和年度特性來探究整體樣本中公司時間序列(time series)的變化；以及利用一般 OLS regression 來探討整體樣本中跨公司(cross sections)的效果。

從表三的多元迴歸分析結果可看到，不論在全部樣本或買回庫藏股的樣本中，現金股利發放率差異之迴歸係數皆不顯著，儘管迴歸係數為負，隱含現金股利發放與庫藏股買回可能會有替代效果，但沒有統計的顯著性。也就是即使當年度現金股利發放率低於前一年度現金股利發放率，庫藏股買回可能增加，但並沒有統計的顯著效果。

在全部樣本的公司前期規模迴歸係數顯著為正，前期槓桿比率迴歸係數顯著為負，結果類似於現金股利迴歸式，表示公司規模越大，越可能宣告執行庫藏股買回。而公司舉債程度越高，宣告股票購回機率較低且買回比率可能較少。

全部樣本公司中，股價報酬迴歸係數、市價對淨值比率迴歸係數(panel)顯著為負，顯示過去一年股價報酬越低、以及市價對淨值比率越低的公司，其股價被低估之可能性較高，因此買回庫藏股之機會越大。而董監質押比率迴歸係數顯著為正，顯示在董監質押股數占其所持有股數比率大時，由於董監事為維護其質押股市的價值，避免股價過低使擔保價值過低，需要補擔保品，因此買回庫藏股以捍衛股價的機率越高。

而在執行庫藏股買回公司樣本中，當期非營業淨利迴歸係數顯著為正，而過去許多研究亦多支持非營業淨利之多寡與股票買回呈正相關；因為在國外文獻中，公司現金股利一旦調升，若未來降低會對其股價有非常不利的影響，因此對於像非營業淨利這種非長期持續性的獲利，公司傾向使用彈性較佳的庫藏股買回來分配給股東。在台灣雖然沒有如同國外般嚴格的現金股利發放率承諾，本研究結果顯示在已宣告執行庫藏股買回的公司中，當非營業淨利較高，

其庫藏股買回比率較高。

一般來說自由現金流量較高，較有資金採取庫藏股買回策略且買回能力較高，但在全部樣本中，自由現金流量迴歸係數顯著為負，這個結果和一般認知與其他研究結果不同且難以解釋，唯全部樣本的 panel regression 現金迴歸係數顯著為正，可看出個別公司在持有現金程度較高之年度，相較其他年度更會採取庫藏股買回政策。



表三(A) 現金股利發放率改變對庫藏股買回影響之迴歸分析實證結果

OLS	全部樣本		預期 方向	實際 方向	Panel	全部樣本		預期 方向	實際 方向
	Estimate	t value				Estimate	t value		
Intercept	-0.15678	-2.98 ***			Intercept	-0.59519	-2.49		
CASHDIVDIF _t	-0.00025	-0.09	-	-	CASHDIVDIF _t	-0.00039	-0.15	-	-
CASHFLOW _{t-1}	-0.15187	-3.6 ***	+	-	CASHFLOW _{t-1}	-0.17654	-2.71 ***	+	-
CASH _{t-1}	0.03792	1.04	+	+	CASH _{t-1}	0.1004	1.77 *	+	+
SIZE _{t-1}	0.01244	5.36 ***	+	+	SIZE _{t-1}	0.02982	3.04 ***	+	+
LEVERAGE _{t-1}	-0.12581	-6.53 ***	-	-	LEVERAGE _{t-1}	-0.09375	-2.71 ***	-	-
MB _{t-1}	-0.00357	-2.58 ***	-	-	MB _{t-1}	-0.00116	-0.67	-	-
NONOPER _t	0.00019	1.14	+	+	NONOPER _t	1.2E-05	0.07	+	+
DIRECTOR _t	0.10471	7.04 ***	+	+	DIRECTOR _t	0.11444	4.69 ***	+	+
HOLDER _t	-0.01721	-0.7	+	-	HOLDER _t	0.01831	0.48	+	+
STOCKRETURN _t	-0.01249	-3.2 ***	-	-	STOCKRETURN _t	-0.0099	-2.28 **	-	-

$REPURCHASE_t = \alpha + \beta_1 CASHFLOW_{t-1} + \beta_2 CASH_{t-1} + \beta_3 SIZE_{t-1} + \beta_4 LEVERAGE_{t-1} + \beta_5 MB_{t-1} + \beta_6 STOCKRETURN_t + \beta_7 NONOPER_{t-1} + \beta_8 CASHDIVDIF_t + \beta_9 DIRECTOR_t$ 。現金股利發放率差異(CASHDIVDIF)：現金股利發放率-前一年度現金股利發放率。股價報酬率(STOCKRETURN)：年初股價/年底股價-1。董監事質押比率(DIRECTOR)：董監質押股數/董監持股股數。非營業淨利(NONOPER_t)：非營業淨利/稅後淨利。現金股利發放率(CASHDIVIDEND)：每股現金股利/稅後每股盈餘。自由現金流量(CASHFLOW)：(稅前營業淨利+折舊與遞延資產之變化量)/資產總值。現金(CASH)：(現金+約當現金)/資產總值。公司規模(SIZE)：ln(資產總值)。槓桿比率(LEVERAGE)：負債總額/資產總額。市值對帳面價值比(MB)：市值/帳面價值。庫藏股買回(REPURCHASE)：宣告實施庫藏股而進行買回者，庫藏股買回變數為1，其他為0。股票股利率(STOCKDIVIDEND)：(每股盈餘配股股票股利+每股公積配股股票股利)/稅後每股盈餘。大股東持股比率(HOLDER)：主要股東持股數/在外流通股數。

表三(B) 現金股利發放率改變對庫藏股買回影響之迴歸分析實證結果

OLS	庫藏股樣本		預期 方向	實際 方向	Panel	庫藏股樣本		預期 方向	實際 方向
	Estimate	t value				Estimate	t value		
Intercept	3.56594	0.69			Intercept	-21.7594	-0.42		
CASHDIVDIF _t	-0.0025	-0.01	-	-	CASHDIVDIF _t	-0.03263	-0.06	-	-
CASHFLOW _{t-1}	0.10222	0.01	+	+	CASHFLOW _{t-1}	4.182514	0.29	+	+
CASH _{t-1}	-2.15687	-0.54	+	-	CASH _{t-1}	2.129085	0.28	+	+
SIZE _{t-1}	-0.05597	-0.25	+	-	SIZE _{t-1}	1.068138	0.47	+	+
LEVERAGE _{t-1}	-2.7892	-1.31	-	-	LEVERAGE _{t-1}	-12.5235	-1.89	*	-
MB _{t-1}	-0.80924	-0.98	-	-	MB _{t-1}	-1.15695	-0.52	-	-
NONOPER _t	0.17201	14.69	***	+	NONOPER _t	0.181775	9.91	***	+
DIRECTOR _t	-0.14191	-0.11	+	-	DIRECTOR _t	1.681926	0.48	+	+
HOLDER _t	0.50009	0.18	+	+	HOLDER _t	-7.63439	-1.09	+	-
STOCKRETURN _t	-1.06789	-1.54	-	-	STOCKRETURN _t	-0.42613	-0.35	-	-

$REPURCHASE_t = \alpha + \beta_1 CASHFLOW_{t-1} + \beta_2 CASH_{t-1} + \beta_3 SIZE_{t-1} + \beta_4 LEVERAGE_{t-1} + \beta_5 MB_{t-1} + \beta_6 STOCKRETURN_t + \beta_7 NONOPER_{t-1} + \beta_8 CASHDIVDIF_t + \beta_9 DIRECTOR_t$ 。
 現金股利發放率差異(CASHDIVDIF)：現金股利發放率-前一年度現金股利發放率。股價報酬率(STOCKRETURN)：年初股價/年底股價-1。董監事質押比率(DIRECTOR)：董監質押股數/董監持股股數。非營業淨利(NONOPER_t)：非營業淨利/稅後淨利。現金股利發放率(CASHDIVIDEND)：每股現金股利/稅後每股盈餘。自由現金流量(CASHFLOW)：(稅前營業淨利+折舊與遞延資產之變化量)/資產總值。現金(CASH)：(現金+約當現金)/資產總值。公司規模(SIZE)：ln(資產總值)。槓桿比率(LEVERAGE)：負債總額/資產總額。市值對帳面價值比(MB)：市值/帳面價值。庫藏股買回(REPURCHASE)：宣告實施庫藏股實際買回金額/當年底可分配盈餘。股票股利率(STOCKDIVIDEND)：(每股盈餘配股股票股利+每股公積配股股票股利)/稅後每股盈餘。大股東持股比率(HOLDER)：主要股東持股數/在外流通股數。

伍、結論

分配盈餘給股東的方式不只有現金股利及股票股利，還有庫藏股買回。由於公司現金有限，在稅制存在下，考慮投資與融資決策後，現金股利發放與庫藏股買回政策間是否會相互受到排擠、存在替代關係。同樣是分配現金，現金股利發放與庫藏股買回的決策時點差異甚大，現金股利發放是在營業年度結束後，公司財務報告出爐，通過年度股東會時宣告並發放。而庫藏股買回則是在營業年度期間任一時點，通過董事會決議後即可在兩個月間進行買回。儘管國外出現相當多篇支持庫藏股逐漸取代現金股利政策的文獻，但台灣上市櫃公司的現金股利發放習慣並沒有如國外般嚴格的發放率承諾，且庫藏股政策從 2000 年才開放、仍在普及過程中，顯示台灣現金盈餘分配方式的取決可能有異於國外情境。因此本研究透過多元迴歸分析，探討庫藏股買回是否會影響現金股利發放率，以及現金股利發放率之改變是否影響庫藏股買回，並分別就全部樣本及庫藏股買回之公司樣本，來探究現金股利與庫藏股買回政策間決策在全體上市櫃公司及宣告買回庫藏股之公司間有何差異。

本篇實證結果顯示，宣告發放庫藏股之公司，通常也是現金股利發放率較高的公司，但股票股利發放率較低。且迴歸分析結果顯示現金股利發放率與庫藏股買回並未存在替代效果，國內上市上櫃公司在該年度實施庫藏股買回，並不會排擠到現金股利之發放。反而會選擇實施庫藏股買回政策且買回比率較高的公司，其本身特性可能即是現金股利發放率較高的公司。因此庫藏股買回與現金股利發放率呈正向顯著關係，此結果和過去國內文獻一致。

而在已宣告執行買回庫藏股的公司中，庫藏股買回比率的高低，並不影響現金股利發放率的高低，而是自由現金流量的多寡，才是考慮現金股率發放率的因素。

在股票股利發放率方面，全體上市櫃公司樣本中，股票股利發放率越高的公司，其現金股利發放率亦越高；但在庫藏股買回公司樣本中，股票股利發放率越低，其現金股利發放率越高。

從現金股利發放率改變是否影響庫藏股買回的角度而言，實證結果顯示不論是在全體上市櫃公司，抑或是執行庫藏股買回之公司中，是否執行庫藏股買回並不會受到現金股利發放率改變的影響。當年度現金股利發放率低於前一年度現金股利發放率，並不代表會先利用庫藏股買回來替代現金股利發放。這個結果證實了在庫藏股決策時點，該年度現金股利發放率尚未確認公布，因此該年度現金股利發放率之改變並不是當時公司經理人制定庫藏股買回決策時的考慮因素。

從本研究結果來看，台灣上市櫃公司是否執行庫藏股買回政策之決定因素，取決於該公司股價是否有被低估的可能，也就是一年來之股價報酬、及市值對帳面價值比是否過低，讓公司經營者為維護股東權益執行庫藏股買回而捍衛股價。若公司董監事名下持有股數質押比率越高，為維護其作為質押擔保品之價值，也越可能透過股票購回以拉抬股價。而在已宣告買回庫藏股的公司中，庫藏股買回比率之高低，則是受到非營業淨利比率高低之影響，當非營業淨利比率越高，庫藏股買回比率越高。

而公司規模越大，不論在全體公司樣本或是庫藏股買回公司樣本中，現金股利發放率皆越高，也越易宣告執行庫藏股買回。公司舉債程度越高，在全體公司樣本中，現金股利發放率越低，也越不易宣告執行庫藏股買回。

本研究實證結果證實庫藏股買回對現金股利發放並不具有替代關係，而現金股利發放率差異亦不影響庫藏股買回。顯示在決策現金股利發放率時，庫藏股買回可能是考慮因素之一，抑或是庫藏股買回的公司傾向發放較高現金股利率；而在制定庫藏股買回決策時，現金股利發放率之改變並不是公司憑藉的因素。在已宣告實施庫藏股買回的公司中，現金股利發放率之高低取決於自由現金流量之高低，而庫藏股買回比率高低取決於非營業淨利比率之高低。但前期自由現金流量為何與庫藏股買回呈現負向顯著關係，在本篇研究中無法找出適當的原因加以解釋，有待後續研究者作進一步分析研究。

參考文獻

- Brown, J., N. Liang, and S. Weisbenner, 2007, “Executive Financial Incentives and Payout Policy: Firm Responses to the 2003 Dividend Tax Cut,” *Journal of Finance* 62, 1935-1965
- Baker, M. and J. Wurgler, 2004, “A Catering Theory of Dividends,” *Journal of Finance* 59, 1125-1165
- Baker, M. and J. Wurgler, 2004, “Appearing and Disappearing Dividends: The Link to Catering Incentives,” *Journal of Financial Economics* 73, 271-288
- Brav, A., J. Graham, C. Harvey, and R. Michaely 2005, “Payout Policy in the 21st Century,” *Journal of Financial Economics* 77, 483-527
- DeAngelo, H. and L. DeAngelo, 2006, “The Irrelevance of the MM Dividend Irrelevance Theorem,” *Journal of Financial Economics* 79, 293-315
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and D. Skinner, 2000, “Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling,” *Journal of Financial Economics* 57, 309-354
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and D. Skinner, 2004, “Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings,” *Journal of Financial*

Economics 72, 425-456

Fama, E. and K. French, 2001, “Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay,” Journal of Financial Economics 60, 3-43

Grullon, G. and R. Michaely, 2002, “Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis,” Journal of Finance 62, 1649-1684

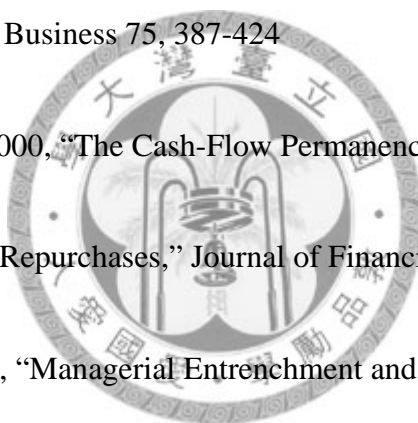
Grullon, G., R. Michaely, and B. Swaminathan, 2002, “Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?” Journal of Business 75, 387-424

Guay, W. and J. Harford, 2000, “The Cash-Flow Permanence and Information Content of Dividend Increases Versus Repurchases,” Journal of Financial Economics 57, 385-415

Hu, A. and P. Kumar, 2004, “Managerial Entrenchment and Payout Policy,” Journal of Financial and Quantitative Analysis 39, 759-790

Jagannathan, M., C. Stephens, and M. Weisbach, 2000, “Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases,” Journal of Financial Economics 57, 355-384

Koch, A. and A. Sun, 2004, “Dividend Changes and the Persistence of Past Earnings Changes,” Journal of Finance 59, 2093-2116



La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 2000, "Agency Problems and Dividend Policy around the World," *Journal of Finance* 55, 1-33

Lie, E., 2005, "Financial Flexibility, Performance, and the Corporate Payout Choice," *Journal of Business* 78, 2179-2201

Massa, M., Z. Rehman, and T. Vermaelen, 2007, "Mimicking Repurchases," *Journal of Financial Economics* 84, 624-666

王象康，2005，臺灣上市公司現金股利與庫藏股政策之探討，國立交通大學財務金融研究所碩士論文

王錦瑩，陳隆麒，劉玉珍，2006，股票購回對股利政策變動宣告效果之影響，*管理評論*，第 25 卷，第三期，93-117

吳佩真，2005，庫藏股買回目的對股利發放之情境影響，國立中正大學會計所碩士論文

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研究所碩士論文

陳韻茹，2007，台灣上市公司庫藏股及現金股利替代性之探討，嶺東科技大學財務金融研究所碩士論文

鄭桂蕙，2005，庫藏股買回對股利發放之影響，會計評論，第 41 期，77-101

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

財務管理研究所碩士論文

唐瑋澤，2002，台灣上市櫃公司實施庫藏股動機與實施績效之探討，國立中興大

學企業管理學系研究所碩士論文

