

家族企業對庫藏股宣告異常報酬影響之研究

The Effect of Family Firms on the Abnormal Returns of Stock Repurchases

翁鶯娟

國立高雄應用科技大學企業管理系 助理教授

Email Address : yjwong@kuas.edu.tw

林建宗

國立高雄應用科技大學企業管理系 研究生

Email Address : william.lin.246@gmail.com

摘要

文獻指出台灣普遍存在家族企業且有控制權與所有權偏離的情況，由於家族企業資訊不對稱程度較高，因此利用股票買回的方式向市場傳遞公司價值被低估的資訊，本研究探討關於公司在宣告股票買回時異常報酬的反應，是否會因公司為家族企業而非家族企業而有顯著不同；資訊揭露品質高是否具有正向干擾；品質更動為調升或調降是否具有正向和負向之干擾調節作用。實證結果得知相較於非家族企業，家族企業庫藏股異常報酬會比較低；資訊揭露品質高的公司其累積異常報酬高於資訊揭露低的公司，亦表示公司願意與投資人分享資訊，進而降低核心代理問題；資訊揭露程度調降對庫藏股異常報酬是負向干擾，而資訊揭露品質調升對庫藏股宣告異常報酬之實證結果則呈不顯著。

關鍵字：家族企業,庫藏股,資訊揭露品質

1. 緒論

1.1 研究背景與動機

企業之源起多數由具有家族色彩的相關成員所組成，即使公司在上市之後依然保有家族企業之組成型態與其特質，公司內部之管理高層仍然由具家族色彩的成員所控制，且掌握董事會一定比例的投票權。以家族企業為主的經營型態是一種普遍存在於經濟體系內的企業組織型態，共通的特點為家族成員握有企業決定策略之較高的投票權比例，家族企業所展現的高度凝聚力、富彈性與效率的特點，是台灣創造經濟奇蹟中不可磨滅的要件與貢獻者。

Bushman, Chen, Engel, and Smith (2004)發現家族業主會積極參與企業的營運管理，在他們和經理人之間有著較低的資訊不對稱；且由於直接監督和公開揭露之間具替代關係，家族企業比非家族企業對資訊的需求度相對較低，主動揭露企業營運相關資訊的透明度並不高，也因此對公開市場中未接觸企業實際營運的投資人間是存在某種程度上的資訊不對稱，導致家族控制公司在實施庫藏股的訊息發射意圖無法充分被市場所反應，造成在異常報酬的表現會有所差異。公司宣告從公開市場購回庫藏股票時會有正向的股價反應，並推測此一反應可能是投資人將股票買回的意圖和行為當作公司績效優於預期的發射訊號。

Diamond and Verrecchia (1991)在實證中指出，提高資訊揭露品質可減輕內部人與投資者間資訊不對稱的情形。因此高資訊揭露品質之訊號發射效果，是否對家族企業庫藏股宣告具有強化投資人交易信心和降低存在於家族企業因資訊不對稱所帶來的負向資訊內涵而增強正向的庫

藏股異常報酬。

從過去探討家族企業實施庫藏股的相關文獻中可以發現，股權集中度較高是家族控制企業的共通特性，在公司治理方面雖然存在較小的代理成本問題，但股東擁有較高的股權並且掌控公司董事會高比例投票權的情況之下，控制股東是否會有自利行為而隱匿該揭露而未揭露之相關資訊，導致控制股東與小股東之間產生核心代理問題(La Porta et al. 1999)，因而降低投資者對家族控制公司實施庫藏股事件上所欲傳達之訊息的信任程度；並影響參與投資的意願。資訊不對稱和宣告購回率皆是影響家族企業實施庫藏股之異常報酬的重要因素。

1.2 研究目的

家族企業是企業組織中最為普遍的一種組織型態，其有別於非家族企業；多具有股權及控制權集中之特性，易讓投資者認為是存有極大資訊不對稱的企業體，但若有良好的治理制度，促使公司資訊揭露品質更加透明而降低內部經營者與投資者間之資訊不對稱的情形，將可提升企業整體之評等與價值。故本文之研究目的在於檢測家族企業進行庫藏股宣告對股價的影響；資訊揭露品質高低和透明(調升)亦或不透明(調降)是否會對股價異常報酬產生不同的結果。本研究主要目的如下：

- 一、探討家族企業與非家族企業宣告購回庫藏股之平均累計異常報酬率的關係。
- 二、探討庫藏股宣告效應對家族企業實施股票買回之平均累計異常報酬率的關係。
- 三、探討家族企業資訊揭露品質、品質更動對公司宣告購回庫藏股之平均累計異常報酬率的關係。

2. 文獻探討

2.1 家族企業與庫藏股

家族企業之股票買回異常報酬除受到市場對於庫藏股宣告的反應及公司會計變數的影響外，庫藏股購回動機之策略性買回亦為影響的條件之一。在不同的時空背景下，企業實施庫藏股的動機和目的各有不同，針對以往學者相關研究結論：Jensen(1986)的研究結果認為公司宣告實施股票買回是為了去化剩餘報酬(Excess Capital Returns)，在Stephens & Weisbach(1998)的研究中則發現，庫藏股實施前股價的異常報酬呈現負相關的結果，顯示尚未宣告實施庫藏股前的股價有被低估之情事，同年Bagwell & Shoven(1988)認為增加財務槓桿的比率是實施庫藏股的主要原因。Dittmar(2000)以財務觀點為研究主軸，針對庫藏股實施的動機提出五點假說：股價低估(訊號)假說、自由現金流量假說、最適槓桿比率假說、管理動機假說、防禦併購假說。

家族控制公司乃盛行於全世界的企業組織型態，蘇妮伊(2007)研究中將家族定義採用TEJ中將家族持股之四個部份—家族個人持股、家族未上市持股、家族基金會持股、家族上市公司持股並利用La Porta等人(1999)的定義，最大股東為可掌握20%投票權為判定標準，將上述家族持股四個部份持股比例加總後，超過判定標準20%者表示家族持股對企業經營有舉足輕重的影響，因此家族持股大於等於20%者設為家族企業，小於20%者設為非家族企業。

股權集中度越高的企業其國家所制定之庫藏股相關法令對投資人的保護能力相對弱化，控制股東與小股東間的代理問題嚴重(La Porta et al. 1999；2000)，依照Ginglinger and L'her(2006)的實證中表示，家族企業實施庫藏股的事件研究中，其宣告訊息若讓投資人認為目的僅止於獲取私人利益，而非傳達公司價值被低估、亦或看好未來營運績效之情事，則在公開市場中對股價會有較低的反應。家族控制的公司價值變化主因在於控制權與所有權偏離程度過大時，投資人對公司

運作和所做的決策較不具信心；家族公司宣告庫藏股買回在公開市場的反應程度不如非家族而弱化了股票買回的真正行為意圖。翁郁庭(2010)研究家族企業與股票買回中提及，公司宣告實施庫藏股對異常報酬的反應會因是否為家族企業或非家族企業而有所不同。

故本研究假設H1:家族企業實施庫藏股之異常報酬會低於非家族企業。

2.2庫藏股宣告效應

當家族控制公司實施股票購回計劃時，其宣告購回率高低的資訊會在公開市場上造成投資者心態上某種程度的預期效果，Vermaelen (1981) 指出企業宣告庫藏股買回時預測性宣告股票買回的數量越多，則對投資市場來說是傳遞出一種正向的訊號。公司執行庫藏股前除須經董事會表決通過，另需在公開市場上宣告其實施庫藏股所預計買回的股數占公司已發行在外流通股數的比例，從過去的研究發現，家族企業宣告實施庫藏股計劃後，市場隨即產生正向的異常報酬反應，邱垂昌 (2006)宣告購回率越高則公司股票的異常報酬值會有更顯著的表現。

另從供需的角度觀察公司宣告購回股票的行為，Davidson(1996)發現公司買回自家的股票會使股價短期的需求曲線上升，由於股票的價格高低是由市場的供需力量決定，公司決定購回庫藏股會使得股票的暫時需求變大，這樣暫時性的需求增加的同時亦造成的股價推升效果，其背後可能無基本面的支撐，亦即庫藏股宣告效果對股價具有正向影響性。家族企業內部管理人與投資者間有著較高的訊息傳遞落差，家族控制公司實施庫藏股購回時須以較高的宣告購回率向市場傳達公司股價被嚴重低估或管理者本身對公司未來營運績效看好的訊號，增加公開市場對此訊息之認同度與提高股票的流通性為動機。

故本研究之假設：H2: 庫藏股宣告購回股票比例越高,家族企業庫藏股宣告的正向異常報酬越強。

2.3 資訊揭露品質與家族企業

家族與非家族企業之股權組成型態的區隔，會影響企業對外公布之營運資訊的揭露程度，並影響投資人取自公開市場之資訊的信任程度及其投資涉入的意願；家族企業在公司治理等相關資訊揭露品質的高低程度，亦會影響實施庫藏股時投資人對該事件的反應程度。Healy and Palepu(2001)認為公司年報表與資訊揭露的需求乃是起因於內部管理者與外部投資人間存在資訊不對稱，為了解決這個題，要求管理者提供完全資訊，減少投資人錯誤評價的機會，另外一種潛在的解決方法是透過法規制定要求公司盡完全資訊揭露的義務。

般鑑於美國安隆案(Enron)的啟發與歷經博達案之後，我國於2003年大舉修正年報應揭露的相關事項，其中包含公司董監持股、公司財務及員工分紅和董監酬勞等資訊。台灣證券交易所及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心委託證基會建置「資訊揭露評鑑系統」，其目的在於藉由獨立、公正、專業的第三者對全體上市櫃公司之資訊揭露透明度作系統性量化評鑑。以外部機制來要求企業遵循相關法規外，非強迫性的加強其對企業資訊的揭露、增加企業運透明度、降低企業間因資訊揭露品質不佳所產生的資訊不對稱性，以強化投資人對公開市場的交易信心。

Amihud and Mendelson (1986) 指出股票買賣價間之差異是因為交易雙方存有資訊不對稱及不確定性所導致，係屬交易成本之補償，而經由資訊揭露可縮小買賣價之差距以增進公開市場之股票流通性。Diamond and Verrecchia (1991) 研究證明資訊揭露可減輕資訊不對稱的情形，增加企業股票流動性並使企業股票的需求增加。意即家族企業提高資訊揭露程度可降低資訊不對稱情形，並提高投資人在公司實施庫藏股的參與程度，增益股票之流通性與異常報酬。從Ali(2009)的研究中指出，家族企業實施庫藏股與企業內部資訊的揭露程度有顯著的負向關係，意即表是家族控制的企業內部與公開市場間存在著資訊不對稱的情況。家族企業相較於非家族企業而言，公開揭露公司內部資訊的意願並不高。周芮君(2009) 探討資訊揭露程度對於企業股價風險之影響，從資訊揭露評鑑系統2005年至2007年間之資料，顯示企業資訊揭露程度提高時，其股價風險顯著下降；說明了公司會隨著資訊評鑑結果的上升，使該公司股價風險降低。亦即當家族企業宣告實施庫藏股的同時，若資訊品質更動為調升的情況下，其對家族企業庫藏股宣告的異常報酬值具正向干擾；且若資訊品質更動為調降的情況下，對家族公司實施庫藏股的異常報酬值有著負向的調節作用。

故本研究假設：

H3-1: 資訊揭露品質評價越高，家族企業庫藏股宣告的異常報酬會越大。

H3-2: 資訊評鑑品質更動為調升，家族企業庫藏宣告的異常報酬會越高。

H3-3: 資訊評鑑品質更動為調降，家族企業庫藏宣告的異常報酬會越低。

3. 研究設計與方法

3.1 研究架構

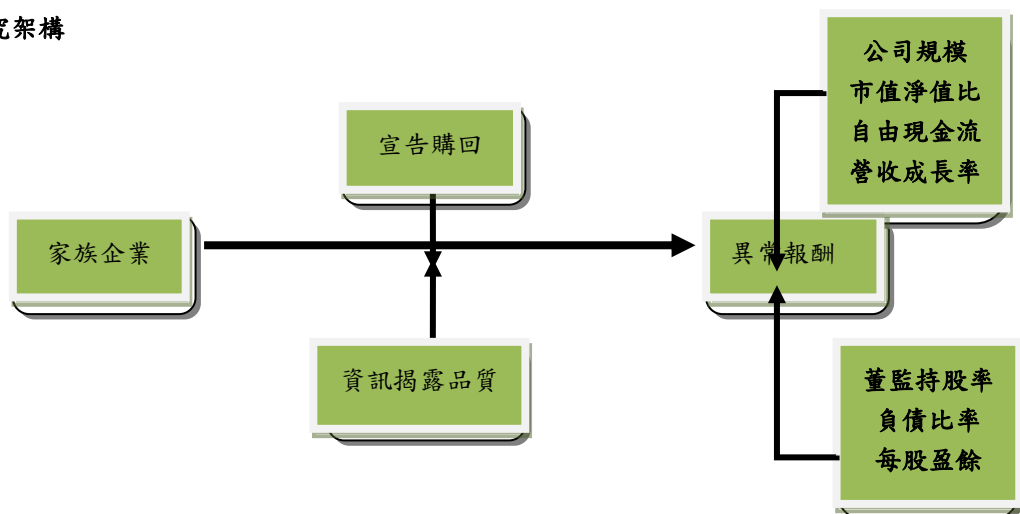


圖3-1 研究架構圖

本架構圖旨在描繪家族企業實施庫藏股之過程，是否因為宣告購回率高低和資訊品質評價、資訊品質更動為調升或調降對異常報酬具干擾調節效果。本研究是以資訊或訊號發射假說 (Information or Signaling Hypothesis) 作為探討之動因，在以往的相關研究文獻也示列諸多影響實施庫藏股異常報酬之要項，故於模型分析過程亦加入具相關性或文獻曾提及的影響因子做為控制變，降低迴歸模型中之不可解釋變異

3.2 研究樣本之來源與限制

3.2.1 樣本選取標準

本研究蒐集之樣本從2005年至2012年，以台灣上市公司實施股票購回宣告為研究對象，樣本選取限制如下：

1. 因變更交易方法、停止買賣、終止上市櫃、董事長及總經理因違反相關法律或違反誠信之罪，經法院判決(以最近法院判決為依據)有期徒刑以上之罪者(但該情事超過三個評鑑年度者，不在此限)、財務報告經會計師出具繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見或經評鑑委員會認定有資訊揭露重大缺失、爭議或其他有特殊事由者等因素予以剔除。
2. 於庫藏股宣告時之上市未滿兩年的上市公司，不列入股票購回之樣本中。
3. 樣本公司的股價、交易相關資料，在研究觀察期間都必須有完整且無遺漏任一營業日之資訊為基準。

3.2.2 資料來源

有關本研究所述各項研究變數的資料來源，說明如下：

1. 樣本公司之規模、自由現金流、淨值市值比、董監持股比率、營收成長率、負債比、每股盈餘及累積異常報酬，取自於台灣經濟新報社資料庫。
2. 董事會決議日期、預定購回股數等資訊則取自台灣證券交易所公開資訊觀測站之庫藏股查詢系統所公告資料。
3. 資訊揭露品質評價取自臺灣證券交易所證券暨期貨市場發展基金會之上市櫃公司資訊揭露評鑑系統。

3.2.3 事件內涵之定義

事件研究法之研究事件確立後，關於事件日、估計期及事件期須予以定義：

1. 事件日

以公司董事會宣告實施庫股之決議日為事件日(宣告日)。事件日定義為第0期($t=0$)，事件日的前一期定義為 $t=-1$ ；事件日的後一期定義為 $t=+1$ ，以此類推。

2. 估計期

估計期的資料長度並沒有特殊的限制與標準，由三位學者Wilson, William R., and Robert A. Peterson(1989)的研究中指出，若估計期的長度太短可能影響預期模式的預測能力；估計期長度過長則可能造成資料模型結構性的改變而出現模式不穩定的情況。若是以日資料為例，Peterson認為估計期的最適長度為100日~300日，因此本研究之估計期設定為120日。

3. 事件期

事件期長度之設定與研究者其實證目的具高度相關性，設定長度間距範圍越大越能得到事件對股價影響的相關資訊；但過長的事件期易受其它因素所干擾而影響實證結果，導致降低事件研究法對異常報酬的偵測能力。本研究之目的在於取得觀察事件之股價異常報酬的變化，故設置事件窗口(0,+10)為探討異常報酬之依據。

本研究定義之觀察期內的時間變數乃以宣告日為基準日：估計期間為-120日~-1日；事件取樣期為第0日~第10日；事件研究之觀察期為-120日~+10日。有關本研究所設計之估計期、事件期及觀察期之關係如圖3-2 所示：

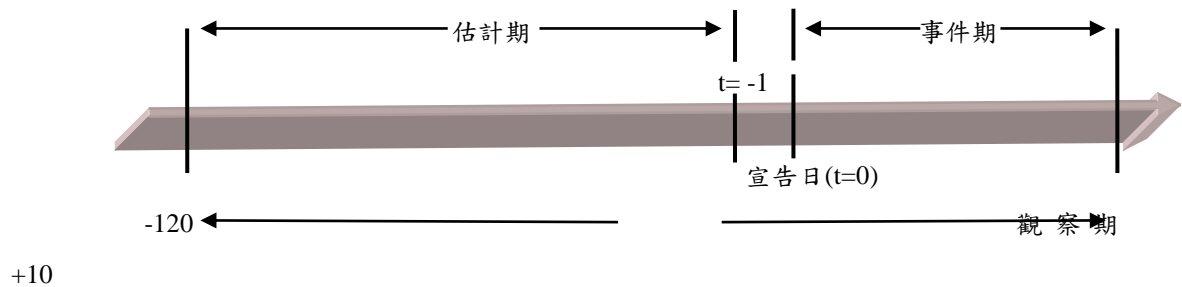


圖3-2 事件期及估計期之關係圖

3.3 研究方法

本研究採取事件研究法(Event Study Methodology)所得之異常報酬,探討家族公司庫藏股宣告(以董事會決議日期作為事件的宣告日)之宣告購回率高低、資訊揭露品質高低與品質揭露更動為提調升亦或調降對家族企業實施庫藏股之異常報酬是否有干擾調節之效果。

3.3.1 庫藏股累計異常報酬(CAR)之 衡量

根據 Brenner (1979) 的研究風險調整模式中,最簡單的市場模型與其他較複雜的模型一樣好,故在此我們引用風險調整法 (Risk-Adjusted Return Model 下之市場模式 (Market Model) 報酬率方法作為預期報酬率的模式,以最小平方方法(OLS) 計算出市場模式之參數,把估計期資料以最小平方方法導出 α_i 及 β_i 之估計值 $\hat{\alpha}_i$ 及 $\hat{\beta}_i$; 則即可求出預期報酬率 R^i_{t} , 將事件期之市場報酬率代入估計之市場模式。在正常情況下投資人可獲得預期之市場報酬 R^i_{t} , 但實情況亦可能會因庫藏股之宣告而產生異常報酬,故將事件期間實際報酬率與預期報酬率之差額予以比較,即可由相關的迴歸模型算出事件期之異常報酬率 $AR_{i,t}$ 值:

事件之實際報酬率(R_{it})與預估報酬率(R^i_{t})和異常報酬率(AR_{it})

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3.1 \text{ 式})$$

$$R^i_{t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (3.2 \text{ 式})$$

$$AR_{it} = R_{it} - R^i_{t} \quad (3.3 \text{ 式})$$

R_{it} : 證券 i 在第 t 日的報酬率

R_{mt} : 市場投資組合 m 在第 t 日的實際報酬率

R^i_{t} : 市場投資組合 m 在第 t 日的預估報酬率

AR_{it} : 事件之異常報酬率

α_i, β_i : 迴歸係數, β 表證券 i 的系統風險衡量指標

ε_{it} : 證券 i 在第 t 日的殘差項

市場模式尚需符合右式之條件 $\varepsilon_{i,t} \rightarrow N(0, \sigma^2)$

事件窗口(t_1, t_2)的累積異常報酬率 $CAR(t_1, t_2)$

事件窗口(t_1, t_2)的累積異常報酬率 $CAR(t_1, t_2)$ (Cumulative Abnormal Return) 可由加總第 t_1 至 t_2 期的異常報酬率 AR_{it} , 即可得到。而累積平均異常報酬率($CAR(t_1, t_2)$)(Cumulative Abnormal Average Return) 可由所有樣本之累積異常報酬率加總除樣本數。

3.3.2 變數類別代號及定義彙整

表 3-1 變數類別代號及定義彙整

變數類別	變數名稱	變數代號	定義
應變數	累積異常報酬	CAR	將事件期間實際報酬率與預期報酬率之差額予以比較
自變數	家族非家族	FF-NON	最大股東為持有20%投票權標準為判定標準
干擾變數	宣告購回率	ANN-BUY	購回總股數除以該公司流通在外普通股總數之比率
	資訊品質	LEVEL	資訊揭露評鑑系統的評鑑等級
	評鑑調降	DLEVEL	事件期往前兩年的評鑑結果更動為調降

	評鑑調升	ULEVEL	事件期往前兩年的評鑑結果更動為調升
控制變數	公司規模	SIZE	事件期之前年度的公司總資產之帳面價值取log
	淨值市值比	BTMV	公司淨值/市值 的比值
	自由現金流	FCF	扣除折舊費用前之營業利益再減除所得稅費用、利息費用與特別股與普通股之現金股利，以期初總資產標準化
	營收成長率	FG	銷貨收入淨額之變動數除以前期銷貨收入淨額
	董監持股率	OWN	董監事持股比率作為經理人持股比率之代理變數，並預期其係數為正
	負債比例	LR	負債總額/資產總額
	每股盈餘	EPS	盈餘/流通在外股數

3.3.3 實證模型

實證模型乃用以驗證本研究建立之研究假說，瞭解家族企業對庫藏股宣告異常報酬之影響。檢驗家族企業與非家族企業庫藏股宣告之異常報酬的反應程度、高的宣告購回率是否符合家族企業的訊號發射動機而對異常報酬有正向干擾、資訊揭露品質較高是否對家族企業庫藏股宣告具正向干擾作用、資訊揭露評鑑更動為調升亦或調降是否對異常報酬有正負向調節效果。

假說一模型中之預測變數(自變數)為家族非家族企業(FF-NON)，依變數為異常報酬值(CAR)，控制變數為公司規模(SIZE)、淨值市值比(BTMV)、自由現金流(FCF)、營收成長率(FG)、董監持股率(OWN)、負債比(LR)、每股盈餘(EPS)，用以求證家族與非家族企業庫藏股宣告在公開市場上的反應情況。預期庫藏股宣告之家族企業的庫藏股異常報酬值會低於非家族企業。

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FF-NON + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 BTMV + \alpha_4 FCF + \alpha_5 FG + \alpha_6 OWN + \alpha_7 LR + \alpha_8 EPS + \varepsilon$$

(3.4式)

假說二模型中之預測變數(自變數)為家族企業(FF-NON)、宣告購回股票比例(ANN-BUY)、FF-NON*ANN-BUY，依變數為異常報酬值(CAR)，控制變數為公司規模(SIZE)、淨值市值比(BTMV)、自由現金流(FCF)、營收成長率(FG)、董監持股率(OWN)、負債比(LR)、每股盈餘(EPS)，用以求證家族企業在庫藏股宣告購回股票比例的高低對異常報酬之影響性分析。預期庫藏股宣告購回比例高會影響家族企業庫藏股宣告的異常報酬且具正向干擾，亦即FF-NON*BUY的係數為正。

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FF-NON + \alpha_2 ANN-BUY + \alpha_3 FF-NON*BUY + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 BTMV + \alpha_6 FCF + \alpha_7 FG + \alpha_8 OWN$$

$$+ \alpha_9 LR + \alpha_{10} EPS + \varepsilon$$

(3.5式)

假說三模型中之預測變數(自變數)為家族非家族企業(FF-NON)、資訊揭露品質(LEVEL)、FF-NON*LEVEL，依變數為異常報酬值(CAR)，控制變數為公司規模(SIZE)、淨值市值比(BTMV)、自由現金流(FCF)、營收成長率(FG)、董監持股率(OWN)、負債比(LR)、每股盈餘(EPS)，用以求證家族企業庫藏股宣告在揭露品質較高的情況下對異常報酬的影響性分析，預期資訊揭露品質(LEVEL)高對家族企業庫藏股宣告之異常報酬具正向影響關係，且FF-NON*LEVEL之係數為正具正向干擾作用。

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FF\text{-}NON + \alpha_2 LEVEL + \alpha_3 FF\text{-}NON * LEVEL + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 BTMV + \alpha_6 FCF + \alpha_7 FG + \alpha_8 OWN + \alpha_9 LR + \alpha_{10} EPS + \varepsilon$$

(3.6式)

假說四和五模型中之預測變數(自變數)為家族非家族企業(FF-NON)、品質更動為調升(ULEVEL)或更動為調降(DLEVEL)、FF-NON* ULEVEL或FF-NON* DLEVEL，依變數為異常報酬值(CAR)，控制變數為公司規模(SIZE)、淨值市值比(BTMV)、自由現金流(FCF)、營收成長率(FG)、董監持股率(OWN)、負債比(LR)、每股盈餘(EPS)，用以求證家族企業在揭露品質評鑑為調升亦或調降的過程中對庫藏股異常報酬的影響性。在本研究兩個假設中預期資訊揭露品質評鑑調升(調降)的同時，對家族企業庫藏宣告股之異常報酬會越高(低)，亦即FF-NON*ULEVEL的係數為正數具正向干擾而FF-NON*DLEVEL係數為負數具負向干擾。

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FF\text{-}NON + \alpha_2 ULEVEL + \alpha_3 FF\text{-}NON * ULEVEL + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 BTMV + \alpha_6 FCF + \alpha_7 FG + \alpha_8 OWN + \alpha_9 LR + \alpha_{10} EPS + \varepsilon$$

(3.7式)

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FF\text{-}NON + \alpha_2 DLEVEL + \alpha_3 FF\text{-}NON * DLEVEL + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 BTMV + \alpha_6 FCF + \alpha_7 FG + \alpha_8 OWN + \alpha_9 LR + \alpha_{10} EPS + \varepsilon$$

(3.8式)

4.實證分析

過去有關探討庫藏股的研究文獻中,大都以事件研究法探討企業實施庫藏股宣告在公開市場中股價之反應,實證結果大多顯示庫藏股宣告具有正向異常報酬。本章結針對第三章所設立之研究假設予以實證,並依據蒐集之樣本資料進行分析探討。採用TEJ事件研究法所得之累積異常報酬,區分為下列要點予以導證並解析:1.全體樣本區分為家族企業與非家族企業,依研究假設實證兩者異常報酬之關係。2.公司經董事會通過並執行庫藏股,其宣告購回率是否影響(干擾)家族亦或非家族之累積異常報酬。3.資訊揭露品質高低、品質更動調升、品質更動調降等三種模式對家族企業實施庫藏股在異常報酬的影響性。

4.1 敘述統計

4.1.1庫藏股樣本組成分配

本研究以西元2003年至2012年實施庫藏股之上市公司為觀察對象,茲因研究變數之資訊品質更動需取宣告事件日前兩年度資訊評鑑等級的移動水準,做為資訊品質更動為調升或資訊品質更動為調降的判定標準,實則本研究之樣本收集區間為西元2005年至2012年。經由公開觀測站統計,在區間內共取得340家上市公司公告實施庫藏股作為研究樣本,宣告事件數共有958件,其中平均宣告率為各產業類別庫藏股宣告件數之宣告購回率的平均數。

彙整各產業庫藏股宣告事件次數分配如表4-1-1示列,以電子業類實施庫藏股的次數最多,共有212家宣告實施庫藏股,宣告事件的次數為618次,產業類別之平均宣告購回率為2.713%則接近於整體樣本平均宣告率(2.719%);而平均宣告率最高的產業是紡織纖維類的4.122%。整體宣告樣本中家族企業佔176家,非家族企業佔164家,家族企業宣告頻率(471/176)為2.767次;非家族企業宣告頻率(487/164)為2.970次,非家族企業實施庫藏股其宣告件數和宣告頻率皆大於家族企業。其中家族企業宣告家數佔比為51.76%(176/340),宣告件數佔比為49.16%(471/958);非家族企業宣告家數佔比為48.24%(164/340),宣告件數佔比為50.84%(487/958)。

表 4-1-1 各產業庫藏股宣告事件次數分配

產業名稱	研究樣本	宣告家數歸類						
		宣告家數	宣告家數歸類		平均宣告率(%)	宣告件數	宣告件數歸類	
			家族企業	非家族企業			家族企業	非家族企業
電子業	212	95	117	2.713	618	247	371	
金融保險	19	11	8	1.76	53	22	31	
紡織纖維	17	14	3	4.122	50	46	4	
電機機械	11	6	5	2.826	33	21	12	
建材營造	11	10	1	2.83	20	19	1	
鋼鐵工業	9	5	4	2.658	26	17	9	
其他	6	4	2	2.875	15	11	4	
塑化工業	17	10	7	2.869	45	28	17	
貿易百貨	8	4	4	3.015	19	13	6	
橡膠工業	4	2	2	3.552	18	14	4	
電器電纜	7	4	3	1.904	20	5	15	
造紙工業	4	2	2	1.532	16	14	2	

水泥工業	4	2	2	1.949	8	4	4
生技醫療	0	0	0	0	0	0	0
航運業	4	1	3	2.233	9	3	6
食品工業	3	2	1	1.945	3	2	1
玻璃陶瓷	2	2	0	1.904	3	3	0
觀光事業	0	0	0	0	0	0	0
汽車工業	2	2	0	2.852	2	2	0
全體樣本	340(家)	176(家)	164(家)	2.719(%)	958(件)	471(件)	487(件)

註:平均宣告率為各產業類別庫藏股宣告件數之宣告購回率的平均數

4.1.2敘述統計量

表4-2家族企業與非家族企業對異常報酬敘述統計量之差異，示列本研究變數之敘述統計量與兩組樣本之差異，全體研究樣本件數為958筆，其中家族企業為471件；非家族企業為487件。家族企業與非家族企業累積異常報酬(CAR)的平均數差異為-1.0874，顯示兩組樣本確實存在差異；且家族企業實施庫藏股的異常報酬會小於非家族企業，控制變數中，公司規模(SIZE)平均數差異為-0.1689，即表示在上市公司中家族企業整體規模會小於非家族企業。董監持股(OWN) 平均數差異為10.1則符合家族企業股權集中性之特質。

表 4-1-2 家族企業與非家族企業對 CAR 之敘述統計量差異(N=958)

變數 ^b	家族企業(N=471)				非家族企業(N=487)				家族與非家族 ^c
	平均數	標準差	最小值	最大值	平均數	標準差	最小值	最大值	差異
依變數									
CAR	4.2079	6.8612	-23.6812	45.9805	5.2953	6.1052	-20.0337	31.3391	-1.0874
預測變數									
ANN-BUY	2.7157	1.8252	0.06	10	2.7220	1.8321	0	10	-0.0063
LEVEL	0.6497	0.4776	0	1	0.6674	0.4716	0	1	-0.0177
ULEVEL	0.3907	0.4884	0	1	0.3655	0.4821	0	1	0.0252
DLEVEL	0.2208	0.4152	0	1	0.2053	0.4044	0	1	0.0155
控制變數									
SIZE	6.7679	0.5349	5.6527	8.7678	6.9369	0.6208	5.6096	9.2144	-0.1689
BTMV	1.0159	0.5569	0.1014	3.7043	0.9776	0.6171	0.0116	5.4571	0.0383
FCF	0.0090	0.1081	-0.6313	0.6626	0.0205	0.1107	-0.3301	0.9271	-0.0115
FG	10.5298	28.1265	-96.0700	171.2700	16.7407	39.8380	-63.6800	334.4400	-6.2109
OWN	22.8969	12.4529	2.4200	67.9800	12.7969	6.4510	2.9900	36.6300	10.1000
LR	0.7657	2.0736	-10.4472	12.6744	1.7261	4.9980	-12.1527	49.5897	-0.9604
EPS	1.4990	2.3365	-3.2800	33.2600	2.1340	5.0842	-3.4800	50.4800	-0.6349

註:^a個人持股、家未上市持股、基金會持股、上市公司持股等四個部份持股比例加總達20%以上者表示

家族持股對企業經營有舉足輕重者為家族企業

^b 依變數CAR為事件窗口(0, +10)的累積異常報酬；預測變數之宣告構回率(ANN-BUY)為宣告購回股數/總流通股數

^c 平均數差異為家族公司與非家族公司各類變數平均數之差。差異數檢定:*表示10%的顯著水準，

表示5%的顯著水準，*表示1%的顯著水準

4.1.3 相關分析

表4-3為實證模型的相關係數，對異常報酬(CAR)而言:家族非家族(FF-NON)係數為-0.0836達5%顯著相關，即表是在相同條件水準之下，家族企業實施庫藏股的異常報酬有低於非家族企業的相關存在，符合假設之預期方向。宣告購回率(ANN-BUY)係數為0.3031達1%顯著相關水準，對提高異常報酬而言，宣告率越高則家族企業實施庫藏股越具正向相關性，此結果吻合假設之預期方向。資訊評鑑品質高對異常報酬為正向相關，係數為0.1854達1%顯著水準，資訊品質更動調降達10%顯著負向水準相關性符合假設之預期。

4-1-3 各變數之平均數、標準差及相關性分析

變數	平均數	標準差	CAR	FF-NON	ANN-BUY	LEVEL	ULEVEL	DLEVEL
CAR	4.2079	6.8612	1	0.0836**	0.3031***	0.1854***	0.1384***	-0.1929***
FF-NON	0.4916	0.5002		1	-0.0017	-0.0186	0.0259	-0.0189
ANN-BUY	2.7157	1.8252			1	0.0998***	0.0154	-0.1098***
LEVEL	0.6497	0.4776				1	0.0389	0.0679**
ULEVEL	0.3907	0.4884					1	-0.2949***
DLEVEL	0.2208	0.4152						1

*表示10%的顯著水準，**表示5%的顯著水準，***表示1%的顯著水準

4.2 單變量檢定分析

利用差異性檢定方法，檢視家族企業與非家族企業實施庫藏股對異常報酬平均數是否存在顯著差異性；並比較事件窗口(0,+10)的累積異常報酬中之家族企業與非家族企業其宣告購回率高、資訊評鑑品質高、品質更動為調升和品質更動為調降之平均數差異顯著性是否具干擾調節效應。如表4-2-1為事件研究法取樣窗口(0,+10)之異常報酬與累計異常報酬的相關數值，在事件窗口內無論家族企業或非家族企業的累積異常報酬皆呈正的顯著反應，且家族企業的累積異常報酬(4.2079%)小於非家族企業的累積異常報酬(5.2953%)。

表 4-2-1 家族企業與非家族企業之異常報酬(0,+10)

家族企業(N=471)				非家族企業(N=487)					
事件期	AR(%)	p 值	CAR(%)	p 值	事件期	AR(%)	p 值	CAR(%)	p 值
0	-0.1760	0.0394	-0.1760	0.0394	0	0.0419	0.6159	0.0419	0.6159
1	2.0651	0	1.8890	0	1	2.1468	0	2.1887	0
2	0.6700	0	2.5590	0	2	0.5791	0	2.7678	0
3	0.3719	0	2.9310	0	3	0.4409	0	3.2087	0
4	0.2650	0.0019	3.1960	0	4	0.4157	0	3.6244	0
5	0.2855	0.0008	3.4815	0	5	0.3476	0	3.9719	0
6	0.1078	0.2071	3.5893	0	6	0.4059	0	4.3778	0
7	0.1870	0.0286	3.7764	0	7	0.2822	0.0007	4.6599	0
8	0.2391	0.0052	4.0155	0	8	0.2632	0.0016	4.9232	0
9	0.0280	0.7434	4.0434	0	9	0.2174	0.0092	5.1405	0
10	0.1644	0.0544	4.2079	0	10	0.1548	0.0637	5.2953	0

資料來源：TEJ資料庫

4.2.1 家族企業與非家族企業在異常報酬之差異性檢定

表4-5家族企業與非家族企業在異常報酬之差異性檢定，示列兩群體間的平均累計異常報酬之差異。在平均數的檢定中，家族企業實施庫藏股之平均累積異常報酬為4.2079%，非家族企業的平均累積異常報酬5.2953%，兩群體平均數相差達-1.0874%，於差異檢定中 $p=0.010$ 達1%顯著水準，而 t 值為 $-2.588 < 0$ ，以左尾檢定亦可得差異檢定達顯著水準，上市公司宣告實施庫藏股若歸類為家族企業，兩群體差異檢定結果顯示其平均累積異常報酬會小於非家族企業。假說H1得到初步實證支持。

表 4-2-2 家族企業與非家族企業異常報酬之差異分析(N=958)

Panel. 家族與非家族全體樣本分析		
家族企業(FF)	非家族企業(NON-FF)	Difference test
Mean CAR= 4.2079	Mean CAR= 5.2953	-1.0874
		(-2.588)**

註:依變數為 CAR(0,+10)，括符內數值為差異數之 t 值

*表示10%的顯著水準，**表示5%的顯著水準，***表示1%的顯著水準

4.2.2 差異性檢定宣告購回率高對庫藏股異常報酬之干擾效果

就家族企業與非家族企業宣告率高低之差異檢定結果，家族企業宣告購回率高與低的平均數差異為4.5249達1%正向顯著水準(t=7.0077)；非家族企業宣告購回率高與低的平均數差異為1.9865亦達1%正向顯著水準(t=3.5101)。高宣告購回率與低宣告購回率之異常報酬平均數差異對家族企業與非家族企業而言，家族企業高回購比低回購AR上升程度(4.5249)較非家族企業高回購比低回購AR上升程度(1.9865)高，所以回購率具干擾效果。故本研究假說H2: 庫藏股宣告購回股票比例越高，家族企業庫藏股宣告的正向異常報酬越強，獲得初步實證支持。

表 4-2-3 宣告率對異常報酬之單變量分析

Panel. 家族企業與非家族企業宣告購回率之樣本分析			
	ANN-BUY(high)	ANN-BUY(low)	Difference test
家族企業	Mean CAR= 6.8690	Mean CAR= 2.3441	4.5249
(FF)	N=194	N=277	(7.0077)***
非家族企業	Mean CAR= 6.5435	Mean CAR= 4.5570	1.9865
(NON-FF)	N=181	N=306	(3.5101)***

註:依變數為 CAR(0,+10)，括符內數值為差異數之 t 值

*表示10%的顯著水準，**表示5%的顯著水準，***表示1%的顯著水準

4.2.3 差異性檢定資訊品質高、品質更動為調升(調降)對庫藏股異常報酬之干擾效果

本研究假說H3-1: 資訊揭露品質評價越高，家族企業庫藏股宣告的正向異常報酬會越大。關於營運相關資訊的傳遞，家族控制公司具有股權集中度高的特性，從相關研究文獻中指出，家族企業主動揭露公司資訊的意願並不高，Ali(2009)家族企業對企業內部資訊的揭露有顯著的負向關係，意即家族企業內部人與小股東之間存在著資訊不對稱的情況會高於非家族企業。因此家族企業若於資訊揭露評鑑系統得到高的資訊揭露品質，所代表的意涵則為家族企業內部人與公小股東之間會降低資訊不對稱的情況，實施庫藏股會提升公開市場投資者在相關訊息的認同，增加參與程度進而產生較高的異常報酬。

如表4-2-4示列 Panel A，就家族企業與非家族企業資訊揭露品質高低之差異檢定結果，家族企業揭露品質高與低的平均數差異為3.3579達1%正向顯著水準(t=5.3973)；非家族企業揭露品質高與低的平均數差異為1.7167亦達1%向顯著水準(t=3.0732)。高揭露品質與低揭露品質對家族企業

與非家族企業而言，家族企業高資訊揭露比低資訊揭露AR上升程度(3.3579)較非家族企業高資訊揭露比低資訊揭露AR上升程度(1.7167)高,所以高的資訊揭露品質具正向干擾效果，顯示家族企業實施庫藏股若存在較高的資訊品質對累積異常報酬是正向的訊號發射，會增加異常報酬，具釋疑大股東或管理者自利行為之效果。故本研究假說H3-1: 資訊揭露品質評價越高，家族企業庫藏股宣告的正向異常報酬會越大，獲得初步實證支持。

如表4-2-4示列 Panel B，家族企業資訊品質有更動為調升與沒有更動為調升的平均數差異為 2.3434達 1%正向顯著水準($t=3.6639$)；非家族企業資訊品質有更動為調升與沒有更動為透明的平均數差異為 1.4326達 5%向顯著水準($t=2.5071$)。資訊品質有更動為調升與沒有更動為調升對家族企業與非家族企業而言，家族企業資訊品質有更動為調升比沒有更動為調升之AR上升程度(2.3434)較非家族企業有更動為調升比沒有更動為調升之AR上升程度(1.4326)高,所以有更動為調升具干擾效果，顯示有更動為調升的訊息發射對企業實施庫藏股之異常報酬具正向調節效果。故本研究假說H3-2: 資訊評鑑品質更動為調升，家族企業庫藏宣告的正向異常報酬會越高，獲得初步實證支持。

如表4-2-4示列 Panel C，家族企業揭露品質有更動為調降與沒有更動為調降的平均數差異為-4.1189達 1%負向顯著水準($t=-4.6361$)；非家族企業揭露品質有更動為調降和沒有更動為調降的平均數差異為-1.9409達1%向顯著水準($t=-2.8546$)。資訊揭露品質有更動為調降與沒有更動為調降對家族企業與非家族企業而言，家族企業資訊品質有更動為調降比沒有更動為調降之AR下降程度(-4.1189)較非家族企業有更動為調降比沒有更動為調降之AR下降程度(-1.9409)低，顯示有更動為調降的訊息發射效果對企業實施庫藏股之異常報酬更具負向調節效應，且家族企業反應負面資訊的程度會大於非家族企業。

故本研究假說H3-3: 資訊評鑑品質更動為調降，家族企業庫藏宣告的異常報酬會越低，獲得初步實證支持。

表 4-2-4 資訊品質與品質更動對異常報酬(CAR)之單變量分析

Panel A. 家族企業與非家族企業資訊品質高低之樣本分析			
	LEVEL(high)	LEVEL(low)	Difference test
家族企業 (FF)	Mean CAR= 5.3767 N=306	Mean CAR= 2.0404 N=165	3.3579 (5.3973)***
非家族企業 (NON-FF)	Mean CAR= 5.8664 N=325	Mean CAR= 4.1497 N=162	1.7167 (3.0732)***
Panel B. 家族企業與非家族企業品質更動為調升之樣本分析			
	ULEVEL(high)	ULEVEL(low)	Difference test
家族企業 (FF)	Mean CAR= 5.6358 N=184	Mean CAR= 3.2924 N=287	2.3434 (3.6639)***
非家族企業 (NON-FF)	Mean CAR= 6.2043 N=178	Mean CAR= 4.7717 N=309	1.4326 (2.5071)**

Panel C. 家族企業與非家族企業品質更動為調降之樣本分析

	DLEVEL(high)	DLEVEL(low)	Difference test
家族企業	Mean CAR= 0.9985	Mean CAR= 5.1174	-4.1189
(FF)	N=104	N=367	(-4.6361)***
非家族企業	Mean CAR= 3.7530	Mean CAR= 5.6939	-1.9409
(NON-FF)	N=100	N=387	(-2.8546)***

註:依變數為 CAR(0,+10), 括符內數值為差異數之 t 值

*表示10%的顯著水準, **表示5%的顯著水準, ***表示1%的顯著水準

4.3 模型驗證與分析

雖然單變量檢定的結果符合本研究之預期假設，因檢定方式並未加入亦或控制存在於影響異常報酬(CAR)的其它相關變數，故本研究採線性迴歸分析將所有相關之變數加入迴歸模型中進行階層檢測，用以觀察預測變數(自變數)和控制變數對依變數的關係是否符合差異檢定和本研究的假說預測。實證結果如表4-3 研究假說驗證之彙整。

4.3.1 家族與非家族企業之庫藏股異常報酬

依據蘇佩伊(2007)和La Porta (1999) 等人對家族企業的定義，將研究樣本歸類家族企業(1)與非家族企業(0)，利用模型3.7式檢驗假說H1:家族企業之庫藏股異常報酬會低於非家族企業。以最小平方方法(OLS) 計算出市場模式之參數，正負值代表正向及反向的影響關係。本模型之預測變數(自變數)為家族與非家族企業(FN-NON)、依變數為累積異常報酬(CAR)，控制變數為公司規模(SIZE)、淨值市價比(BTMV)、自由現金流(FCF)、營收成長率(FG)、董監持股率(OWN)、負債比(LR)、每股盈餘(EPS)，用以求證家族與非家族企業實施庫藏股在公開市場上的反應情況。

表4-3 家族企業與非家族企業對累計異常報酬之迴歸分析示列，本研究總體樣本數為958筆，各變數之VIF(Variance Inflation Factor) 皆<5，所以在迴歸模型中的共線性問題並不會對分析造成困擾。

表 4-3 研究假說驗證之彙整(N=958)

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
Constant	13.392*** (4.4152)	5.0327*** (1.6106)	8.7905*** (2.7959)	12.9410*** (4.2556)	13.8581*** (4.6595)
SIZE(規模)	-1.1796*** (-2.8693)	-0.2477 (-0.6092)	-0.6984* (-1.6849)	-1.1730*** (-2.8680)	-1.1563*** (-2.8663)
BTMV(淨值市價比)	-0.2720 (-0.6885)	-0.1141 (-0.3039)	-0.1081 (-0.2771)	-0.2700 (-0.6901)	-0.3337 (-0.8614)
FCF(自由現金流)	0.0093 (0.0046)	0.1925 0.1009	0.7533 (0.3797)	0.3515 (0.1765)	0.1984 (0.1002)
FG(營收成長率)	0.0204 (1.6060)	0.0229* (1.8873)	0.0226* (1.7962)	0.0216* (1.7086)	0.0220* (1.7589)
OWN(董監持股率)	0.0331 (1.4879)	0.0414* (1.9571)	0.0403* (1.8306)	0.0272 (1.2309)	0.0226 (1.0310)
LR(負債比率)	-0.1591 (-1.4093)	-0.1919* (-1.7861)	-0.1738 (-0.1190)	-0.1522 (-1.3605)	-0.1824 (-1.6432)
EPS(每股盈餘)	0.0021 (0.0347)	0.0118 (0.2096)	0.0097 (0.8685)	0.0138 (0.2340)	0.0230 (0.3944)
FN-NON(家族非家族)	-1.5864*** (-3.3679)	-4.0241*** (-5.3617)	-2.6554*** (-3.5315)	-1.9222*** (-3.4235)	-0.9806* (-1.9147)
ANN-BUY(宣告率)		0.6039*** (3.8246)			

表 4-3 研究假說驗證之彙整(N=958)

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
FF-NON*ANN-BUY		0.9271*** (4.2473)			
LEVEL(資訊品質)			1.5170** (2.4330)		
FF-NON*LEVEL			1.6909* (1.9411)		
ULEVEL(品質調升)				1.4825** (2.4269)	
FF-NON*ULEVEL				0.8545 (0.0518)	
DLEVEL(品質調降)					-1.9765*** (-2.7498)
FF-NON*DLEVEL					-2.0860** (-2.0684)
Adj-R ²	0.0156	0.1139	0.0454	0.0347	0.0540
F 值	2.8911***	13.3009***	5.5512***	4.4398***	6.4677***
VIF	<5	<5	<5	<5	<5

註:依變數為 CAR(0,+10)，括符內數值為 t 值

*表示10%的顯著水準，**表示5%的顯著水準，***表示1%的顯著水準

Model 1之F = 2.8911，P值達顯著水準，本模型配適度良好，在模型中FF-NON迴歸係數為-1.5864、t= -3.3679達 1%負向顯著水準，由此得知家族企業與非家族企業實施庫藏股購回自家公司股票的確會產生異常報酬，且家族企業實施庫藏股之異常報酬會小於非家族企業實施庫藏股之異常報酬。故本研究假說H1:家族企業實施庫藏股之異常報酬會低於非家族企業成立，符合假說之預期。

4.3.2 宣告購回率對庫藏股異常報酬的干擾效果

Model2之F = 13.3009，P值達顯著水準表示模型配適度良好，調整後的Adj-R²=0.1139表示模型解釋力佳。FF-NON之迴歸係數仍然維持負數為 -4.0241、t= -5.3617達 1%負向顯著水準，顯示上市公司實施庫藏股會有異常報酬值且家族企業異常報酬會小於非家族企業之異常報酬；ANN-BUY之迴歸係數為 0.6039、t= 3.8246達 1%正向顯著水準，顯示ANN-BUY(宣告購回率)會影響實施庫藏股之異常報酬。

在Model2中FF-NON*ANN-BUY交乘效果之迴歸係數為0.9271、t=4.2473 達1%正向顯著水準，可得知宣告購回率對家族企業實施庫藏股之異常報酬具正向干擾作用，高宣告購回率提升家族企業實施庫藏股的異常報酬。本研究假說H2: 庫藏股宣告購回股票比例越高,家族企業庫藏股宣告的正向異常報酬越強，符合假說之預期。

4.3.3 資訊揭露品質對異常報酬的干擾效果

在Model3中FF-NON之迴歸係數仍維持負數為 -2.6554、t= -3.5315達 1%負向顯著水準；資

訊揭露品質(LEVEL)之迴歸係數為 1.5170、 $t=2.4330$ 達 5% 正向顯著水準，顯示資訊揭露品質(LEVEL)會影響家族企業實施庫藏股之異常報酬，且資訊揭露品質(LEVEL)評價高具正向影響性；FF-NON*LEVEL 交乘效果之迴歸係數為 1.6909、 $t=1.9411$ 達 10% 正向顯著水準，可得知資訊揭露品質評價高對家族企業實施庫藏股之異常報酬具正向干擾作用。本研究假說 H3-1: 資訊揭露品質評價越高，家族企業庫藏股宣告的正向異常報酬會越大，符合假說之預期。

Modle4之 $F=4.4398$ ，P 值達顯著水準，即表示模型配適度良好，調整後的Adj-R2=0.0347表示模型具解釋力，FF-NON之迴歸係數為 -1.9222； $t=-3.4235$ 達 1% 負向顯著水準，資訊品質更動為調升(ULEVEL)之迴歸係數為 1.4825， $t=2.4269$ 達 5% 正向顯著水準，故資訊品質更動為調升(ULEVEL)會影響家族企業庫藏股宣告之異常報酬；但FF-NON* ULEVEL的交乘項未達顯著水準，沒有調節效果不具干擾。故本研究假說 H3-2: 資訊評鑑品質更動為調升，家族企業庫藏宣告的正向異常報酬會越高不成立，不符合假說之預期。

Modle5之 $F=2.4677$ ，P 值達顯著水準則表示模型配適度良好，調整後的Adj-R2=0.0540表示模型解釋力佳；FF-NON之迴歸係數為 -0.9806、 $t=-1.9147$ 達 10% 負向顯著水準；品質更動調降(DLEVEL)之迴歸係數為 -1.9765、 $t=-2.9748$ 達 1% 負向顯著水準，顯示品質更動調降(DLEVEL)會影響實施庫藏股之異常報酬，且資訊品質更動為調降(DLEVEL)具負向影響性。在Modle 5中FF-NON*DLEVEL交乘效果之迴歸係數為 -2.0860、 $t=-2.0684$ 達 5% 負向顯著水準，故可得知資訊揭露品質更動為調降對家族企業庫藏股宣告之異常報酬具有負向干擾作用，其資訊內涵主要來自於內部人與外部人因資訊不對稱所造成資訊傳遞落差，家族企業相較於非家族企業，不論好消息或壞消息較少主動發佈，若以資訊品質更動調降(DLEVEL)做為家族企業與非家族企業實施庫藏股的調節因子，其效果則呈現家族企業會大於非家族企業的顯著負向干擾。本研究假說 H3-3: 資訊評鑑品質更動為調降，家族企業庫藏宣告的異常報酬會越低成立，符合假說之預期。

5.研究結論與建議

由於家族企業之公司股權及控制權的特殊組成型態，在營運策略的訂定及資訊的需求度皆異同於非家族企業，內部人無論好消息或壞消息都傾向不主動發佈予外部人，自願揭露企業營運相關資訊的意願並不高，也因此與外部人間存在一定程度上的資訊不對稱。家族企業實施庫藏股的同時需強化訊息發射意圖的內涵給予外部人，才能降低因資訊不對稱所帶來的負向影響而減弱對異常報酬得正向干擾效果。

5.1研究結論

本研究係以台灣證券交易所實施庫藏股之上市公司為樣本收集對象，期間為西元2005年1月1日至2012年12月31日共橫跨 8個年度，主要進行探討家族企業實施庫藏股對異常報酬的關聯性，依據Spence(1973)；Dittmar(2000)；Asquith and Mullins(1986)；Comment and Jarrell(1991) 資訊或訊號發射假說，認為存在於內部關係人與市場投資者間存在資訊不對稱的關係下，當公司管理者認為公司價值被低估時，可能會藉由買回庫藏股來散發訊息至公開市場上。關於資訊的傳遞內涵如何引發該事件產生異常報酬，本研究加入宣告購回率及資訊揭露品質兩預測變項，用以檢測對家族企業實施庫藏股是否具正向或反向之調節效果。

本研究假說之一：家族企業實施庫藏股之異常報酬會低於非家族企業，成立。經差異檢定及模型驗證之結果，家族企業實施庫藏股之異常報酬顯著低於非家族企業實施庫藏股之異常報酬。研究內涵符合相關文獻之通識，家族控制公司內部運作決策較不具透明化，容易透過內部管

理機制管控營運相關資訊的發佈，此結果與翁郁庭(2010)研究結論一致，該文獻指出家族企業股權組成之型態異同於非家族企業，資訊不對稱程度較高，實施庫藏股之異常報酬低於非家族企業。

本研究假說之二：庫藏股宣告購回股票比例高對家族企業庫藏的正向股異常報酬越強，成立。家族企業內部人與外部人(投資者)間有著較高的訊息傳遞落差，實施庫藏股購回時須以較高的宣告購回率向市場傳達管理者本身對公司未來營運績效看好的訊號或實施庫藏股購的訊息發射內涵具降低核心代理問題(La Porta et al. 1999; 2000)，增加公開市場對此訊息之認同而反應在異常報酬之上，家族企業實施庫藏股的資訊內涵若源自較高的宣告購回率則宣告效應具正向顯著性。本研究結果與Vermaelen(1981)研究結論類同，提出實施庫藏股預計購回股數越高，對市場來說是釋放一正向的訊號，可解釋為宣告購回率愈高則向外界傳達股價被低估亦或公司對未來績效看好的發射訊號愈為強烈，所得之異常報酬相對較高。

本研究假說之三：揭露資訊品質評價較高，家族企業庫藏股宣告的正向異常報酬越大，成立。高資訊揭露品質的內涵主要來自資訊評鑑系統內的五大指標：相關法規遵循情形、資訊揭露時效性、預測性財務資訊之揭露、年報之資訊揭露、企業網站之資訊揭露，以公開透明的方式向市場傳達企業內部營運動態，因而降低資訊不對稱對家族企業實施庫藏股的負向影響，故高資訊揭露品質確會產生較高的異常報酬。此結果與王佩珍(2005)研究結論一致，檢定資訊揭露評鑑結果是否具有資訊內涵，實證研究中發現：公司被列為資訊透明度較高的公司，Tobin's Q 較高，也就是市場給與的津貼較大，公司市場價值較高，對實施庫藏股是正向訊息。

本研究假說之四、五：資訊揭露評鑑結果更動為調升(調降)，家族公司庫藏股宣告的正向異常報酬越高(異常報酬越低)，假說之四不成立而假說之五成立。資訊品質更動為調升(ULEVEL)的部份資訊內涵可能反應自高資訊揭露品質(LEVEL)的相關訊息，導致投資人忽略家族企業實施庫藏股之訊品質更動為調升的相關性，致使品質更動為調升對高資訊揭露品質的相依程度較高而導致研究結果呈現不顯著；資訊揭露品質更動為調降的資訊內涵主要來自於內部人與外部人因資訊不對稱所造成資訊傳遞落差，家族企業相較於非家族企業，不論好消息或壞消息較少主動發佈，若以資訊品質更動為調降(DLEVEL)做為家族企業與非家族企業實施庫藏股的調節因子，其效果則呈現家族企業會大於非家族企業的顯著負向干擾。此結果與周苕君(2009)研究結論部份一致，其探討資訊揭露程度對於企業股價風險之影響，顯示企業資訊揭露程度提高時其股價風險顯著下降；說明了公司會隨著資訊評鑑結果的上升，使該公司股價風險降低。亦即當家族企業宣告實施庫藏股的同時，若資訊評鑑更動結果為上升(透明)的情況下，其對股票買回的異常報酬值具正向影響效果；且若資訊評鑑更替結果為調降(不透明)的情況下，對家族公司實施庫藏股的異常報酬值具負向的影響效應。

5.2 研究貢獻

肯錫(McKinsey & Company)公司以及里昂信貸皆曾經調查研究，關於投資有價證券的涉入人，願意支付較高的溢價從事購買公司治理較健全的股票。資訊揭露品質(disclosure and transparency)即是公司治理架構中相當重要的一環。以家族企業為主的經營型態是一種普遍存在於台灣經濟體系內的企業組織型態，共通的特點為家族成員握有企業決定策略之較高的投票權比例，由於直接監督和公開揭露之間具替代關係，如何消彌核心代理問題一直是家族內部人對企業實施庫藏股所必須嚴正面對的問題之一。

本研究貢獻之一:從過去相關研究文獻中得知,探討家族企業實施庫藏股的宣告效應鮮少將研究樣本區分為家族和非家族兩群體,利用宣告率高低對家族與非家族企業進行實施庫藏股異常報酬的驗證分析,檢測家族企業實施庫藏股高宣告率的發射訊號,是否具有減抵訊息不對稱的負向因素而提升異常報酬,實證結果支持本研究假說:家族企業實施庫藏股之高宣告率對異常報酬具正向影響的調節效應。

本研究貢獻之二:資訊評鑑系統的資訊內涵對家族企業實施庫藏股之異常報酬是否會有正向調節效果,經實證結果得知高資訊品質具正向訊號發射效果;品質更動為調降具反向的訊號發射效果。資訊評鑑系統內的五大指標:相關法規遵循情形、資訊揭露時效性、預測性財務資訊之揭露、年報之資訊揭露、企業網站之資訊揭露,內部人以公開透明的方式向市場傳達企業營運動態,增加訊息發射強度確可減弱資訊不對稱的影響而提高調節效果;資訊評鑑更動為調降則表示資訊發射強度減弱,負向干擾程度增強,資訊揭露評鑑系統之資訊內涵具參考價值。

5.3 研究限制與建議

臺灣證券交易所證券暨期貨市場發展基金會之資訊揭露評鑑系統的評鑑方法皆以評鑑指標為依據,惟受限於法令權限,系統僅參考國際慣例之相關規定,未能驗證各評鑑指標內容之正確性,亦未求證上市公司提供評鑑之資料是否有虛偽不實之情形,評鑑結果僅能顯示該公司所揭露受評的相關資訊在系統中透明度的相對參考價值,並不表示對該公司之資訊品質作出全面評估,資訊揭露評鑑系統的評鑑結果,其資訊內涵之訊息發射效果具理論驗證與參考之價值,若供為投資策略之制定,應須參閱其他更真確的公司治理訊息,才合於投資報酬之利潤極大化的原則。

參考文獻

一、中文部分:

1. 王佩珍(2005), 資訊揭露評鑑制度對股價影響之研究, 中原大學會計研究所碩士論文。
2. 周苜君(2009), 家族企業、會計師事務所客戶依存度與規模對資訊揭露透明度投資風險之相關性, 國防大學管理學院財務管理學系出版碩士論文。
3. 邱垂昌(2006), 宣告及實際買回庫藏股與異常報酬, 會計與公司治理, 3(2), 17-36。
4. 翁郁庭(2010), 家族企業與股票買回, 東海大學會計研究所出版碩士論文。
5. 蘇嫻伊(2006), 家族控股企業之多角化經營決策:以台灣上市公司為例, 朝陽科技大學財務金融研究所出版碩士論文。

二、英文部分:

1. Amihud, Y. and H. Mendelson(1986), "Asset pricing and the bid-ask spread", *Journal of Financial Economics* 17: 223-249.
2. Ali.C.Y.Chen and S.Radhankrishnan.(2007),Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics* 44(September)238-286.
3. Asquith, P., and D. Mullins(1986), "Signalling with dividends, stock repurchases and equity issues," *Financial Management* 15, 27-44.
4. Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., & Smith, A. (2004). Financial accounting information, organizational complexity, and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics*, 37(2), 167-201.
5. Bagwell, L.S. and Shoven, J.B. (1988). Share Repurchases and acquisitions: An Analysis of

Which Firms Participate. *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, 191-220.

6. Comment, R., and G. Jarrell(1991), "The relative signalling power of Dutch-auction and fix-price self-tender offers and open-market share repurchases," *Journal of Finance* 46 , September, pp.1243-1271.
7. Davidson, W.N., Chhachhi, I. and Glascock, J.L. (1996), "A Test for Price Pressure Effects in Tender Offer Stock Repurchases", *Financial Review*, 31, 25-49.
8. Diamond, D. and R. Verrechia(1991), "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Equity Capital", *The Journal of Finance* (September): 1325-1360.
9. Diamond, D. and R. Verrechia(1991), "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Equity Capital", *The Journal of Finance* (September): 1325-1360.
10. Dittmar, A.K. (2000). Why Do Firms Repurchase Stock? *Journal of Business*, 73 (3),331-355.
11. Ginglinger , E. , L'her . J. Francois.(2006), Ownership structure and open market stock repurchases in France. *The European Journal of Finances* 12,77-94.
12. Healy, Paul M., Krishna G. Palepu(2001), Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets : A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting and Economics* 31, 405-440.
13. Jensen, M.C., and R.S. Ruback(1983), "The Market for Coporate Conrtol: Empirical Evidence," *Journal of Finance Economics* 11, 24-29.
14. LaPorta, R. , F. Lopez-De-Silanes , and A . Shleifer(1999), Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 ,471-517.
15. Stephens, C.P. and Weibach, M.S. (1998). Actual Share Reacquisitions in Open-Market Repurchase Programs. *Journal of Finance*, 53 (1), 313-333.
16. Vermaelen, Theo(1981), "Common stock repurchases and market signaling: An empirical study," *Journal of Financial Economics* 9, 139-183.
17. Wilson, William R., and Robert A. Peterson(1989) , "Some limits on the potency of word-of-mouth information." *Advances in Consumer Research* 16(1) ,23-29.