

南華大學管理學院財務金融學系財務管理碩士班

碩士論文

Master Program in Financial Management

Department of Finance

College of Management

Nanhua University

Master Thesis

台灣股市庫藏股買回宣告對股票報酬的影響

The Influences of Stock Repurchase Announcement on Stock
Returns in Taiwan Stock Market

劉昇達

Sheng-Da Liu

指導教授：白宗民 博士

Advisor: Tzung-Min Pai, Ph.D.

中華民國 110 年 6 月

June 2021

南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

臺灣股市庫藏股買回宣告對股票報酬的影響

The Influences of Stock Repurchase Announcement on Stock

Returns in Taiwan Stock Market

研究生： 劉昇達

經考試合格特此證明

口試委員：

白宗民

廖永如

陳昇鴻

指導教授：白宗民

系主任(所長)：廖永如

口試日期：中華民國 110 年 6 月 9 日

謝辭

春意盎然的校園給我們創造了優美的學習環境，是我的學校。創校精神與尊重包容，讓我覺得來此學習是正確的選擇。

轉眼間，我已經在美麗的南華大學度過了二個年頭。我有幸能夠接觸到這些不僅傳授我知識、學問，而且從更高層次指導我的人生與價值追求的良師。他們使我堅定了學習的方向，獲得了追求的動力，留下了碩士班生活的美好回憶。在此，我真誠地向我尊敬的老師們和學校表達我深深的謝意！

這篇論文是在我的指導老師白宗民教授的多次指導下完成的。從論文的選題到結構安排，從內容到文字潤飾，都給我很多的啟發。在這篇論文的寫作過程中，白宗民老師不辭辛勞，多次與我就論文中許多核心問題作深入細緻地探討，給我提出切實可行的指導性建議，並細心全面地修改了我的論文。白老師這種一絲不苟的負責精神，使我深切感動。更重要的是白老師在指導我的論文的過程中，始終踐行著“授人以魚，不如授之以漁”的原則。他常教導我思維寬廣，恪守學術道德和學術規範，為往後的繼續深造打好堅實的基礎。在此，請允許我向尊敬的白宗民老師表達最真摯的謝意！

在這裡，還要特別感謝在碩士班二年學習過程中教導我的老師，在此，我要真誠的說聲：“謝謝各位指導老師！”

最後，再次感謝為我們默默地無私奉獻自己的各位老師，老師們辛苦了！

南華大學 財務金融研究所

劉昇達 謹至於

民國一一〇年六月

中文摘要

本研究旨在探討台灣股市庫藏股買回宣告對股票報酬的影響；研究期間為 2017 年 2020 年；以台灣上市公司為研究樣本，透過事件研究法來分析不同產業公司及不同買回目的之庫藏股買回宣告對其股價報酬率之影響。實證結果顯示，在平均異常報酬率方面，電子類股、生技醫療類股、傳統產業類股及不同買回目的在宣告日股價均具有正向之宣告效果，而在平均累計異常報酬方面，以維護公司信用及股東權益為買回目的之宣告效果大於以轉讓股份予員工為目的之宣告效果。



關鍵詞：庫藏股、異常報酬、事件研究法

Title of Thesis : The Influences of Stock Repurchase Announcement on Stock
Returns in Taiwan Stock Market

Name of Institute: Master Program in Financial Management, Department of Finance,
Nanhua University

Graduate date: June 2021

Degree Conferred: M.S.

Name of student: Sheng-Da Liu

Advisor: Tzung-Min Pai, Ph.D.

Abstract

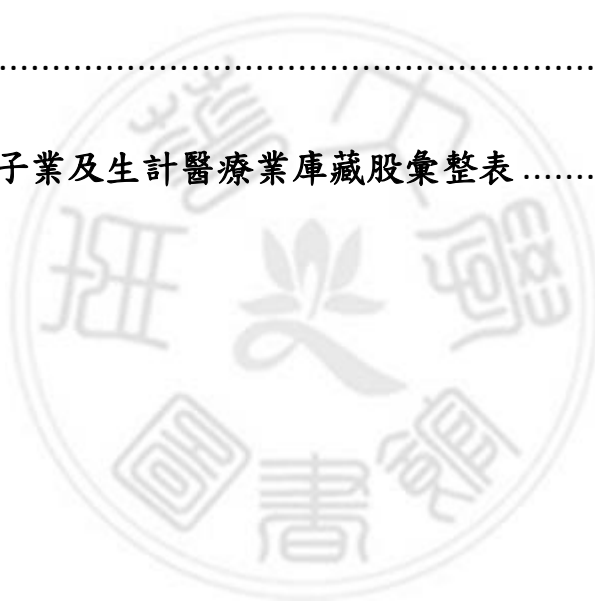
The purpose of this study is to explore the impact of the announcement of treasury stock buybacks in the Taiwan stock market on stock returns; the study period is from 2017 to 2020 the research samples of Taiwan listed companies are used to analyze the treasury of different industry companies and different buyback purposes about the effect of the announcement of share repurchase on its stock price return through the Event Study Method. The empirical results show that in terms of average abnormal returns, electronic stocks, biotech medical stocks, traditional industry stocks and different buyback purposes all have positive announcement effects on the announcement date. In terms of average cumulative abnormal returns, the effect of the announcement for the purpose of maintaining the company's credit and shareholders' equity is greater than the effect of the announcement for the purpose of transferring shares to employees.

Keywords: Stock repurchase, Abnormal Return, Event Study Methods

目錄

謝辭	I
中文摘要	II
Abstract.....	III
目錄.....	IV
圖目錄.....	VI
表目錄.....	VII
第一章 緒論	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的	2
第三節 研究架構	3
第二章 文獻探討	4
第一節 庫藏股的演進與定義	4
第二節 庫藏股與公司股價的相關議題.....	7
第三節 庫藏股資訊的揭露與股價的關聯性.....	9
第四節 庫藏股買回的相關議題	12
第五節 文獻評論	14
第三章 研究方法	15
第一節 資料來源與樣本分析	15
第二節 事件研究法.....	16
第三節 模型與變數分析.....	18
第四節 研究假設	20

第四章 實證結果與分析緒論	21
第一節 事件期宣告之平均異常報酬率.....	21
第二節 事件期宣告之平均累積異常報酬率.....	25
第三節 買回目的與異常報酬之關係.....	29
第五章 結論與建議	33
第一節 研究結論.....	33
第二節 研究貢獻.....	35
第三節 研究建議.....	36
參考文獻	37
附錄、傳產業、電子業及生計醫療業庫藏股彙整表	40



圖目錄

圖 4-1.1 電子產業庫藏股之平均異常報酬率圖	21
圖 4-1.2 生技醫療產業庫藏股之平均異常報酬率圖.....	22
圖 4-1.3 傳統產業庫藏股之平均異常報酬率圖	22
圖 4-2.1 電子產業庫藏股之平均累積異常報酬率	26
圖 4-2.2 生技醫療產業庫藏股之平均累積異常報酬率圖.....	26
圖 4-2.3 傳統產業庫藏股之平均累積異常報酬率圖.....	26
圖 4-3.1 買回目的與平均異常報酬-維護公司信用及股東權益	30
圖 4-3.2 買回目的與平均異常報酬-轉讓股份予員工.....	30



表目錄

表 4-1 電子、生技醫療、傳統產業平均異常報酬率.....	23
表 4-2 電子、生技醫療、傳統產業平均累積異常報酬率.....	27
表 4-3 買回目的與異常報酬率之關係.....	31



第一章 緒論

本章分為三節，第一節研究背景與動機、第二節研究目的，與第三節研究架構，其內容詳述如下。

第一節 研究背景與動機

1989 年股票市場經過上萬點的光榮歷史，卻在 2000 年也承受泡沫經濟；財政部證券暨期貨管理委員會於西元 2000 年 8 月公布「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」；上市櫃公司並開始向行政院金融監督管理委員會(金管會)開始申報買回自家公司股份；2008 年發生的全球金融風暴，造成股市大幅震盪，嚴重影響金融市場的波動，政府也因此開始重視並擬定補救措施具體討論庫藏股因應方案，西元 2008 年財政部酌參美國、英國、日本、德國實施庫藏股制度的經驗，以庫藏股為市場調節之機能；讓國內所有上市櫃企業可以適時購回股票來避免因金融風暴造成股價的崩跌所受的影響。

實施庫藏股可以經發行公司企業採購入或贈予等方式取得並有下列幾項優缺點：除了可將此當作股權移轉之用，還可回購並註銷該股份，除了維持好的資本結構對抗併購危機未來還可節省股東稅賦；然也有幾項風險，回購基金會使投資計畫改變例如收購或增建廠房等等；另外公司企業資金無法充分利用，因庫藏股的金額常超過公告有著潛在危機，也有部分收回庫藏股所獲得的利益常因再重新注入公司的營運或擴張等產生變數，就實務面而言還是利多於弊；公司透過市場揭露公司股價偏低，會因事件發生造成公司股價大跌，大股東質押銀行股票的價值過低亦影響借款，更利用宣告庫藏股買進股票，提升大股東自身的股權比例，並拉抬股價，避免外來的惡意併購，以上種種方式都能達到股價推升的作用。但庫藏股公告通常會伴隨著股價而上漲，但是這種上漲可能有時只是暫時的。此外，某些公司因庫藏股公告只會執行部分，有時利用宣告效果卻未真正執行回購公司股票，部分公司趁宣告期間幫特定人出清大部分的股票。

因此當庫藏股宣告產生股價異常報酬時會造成公司對庫藏股制度趨之若鶩，依據金管會的法源，讓實施庫藏股次數增加並成為股價管理的決策工具，同時許多公司的董

事會薪酬委員會經常將高級薪酬方案連接在一起，來管理每股盈餘目標。投資者需要警惕庫藏股公告，以確保股票的購回，是否能確實帶來公司價值性的長期提升及財務結構的改善，市場投資人應在各種因素考量下，才能做出任何符合有利於自身的投資決策期間對股價之影響為本研究之動機一。

何冠樟(2016)採取事研法針對公司庫藏股的買回於事件宣告日以前所得結論為顯著的負值；陳育良(2016)經過宣告日之後短期可以穩定公司的經營，因此本論文想要進一步探討的為股票的購回對於產業別股價所呈現的異常報酬是否為顯著及穩定公司短期股價此為本研究的動機二。

第二節 研究目的

承續研究動機，本研究以台灣地區上市公司作為研究對象，探討國內上市公司，依不同產業別不同宣告庫藏股對股價關聯性影響，以了解庫藏股和股價之間的關係及反應在股票的異常報酬。

基於前述的理由，本研究之目的可歸納如下：

- 一、檢驗上市電子產業股對於企業宣告庫藏股是否透露顯著的股價異常報酬率的產生？
- 二、檢驗上市生技產業股對於企業宣告庫藏股是否透露顯著的股價異常報酬率的產生？
- 三、檢驗傳統產業股對於企業宣告庫藏股是否透露顯著股價上是否有異常報酬率的產生？
- 四、公司宣告購回庫藏股因「維護公司信用及股東權益」及「轉讓股份予員工」買回目的是否具有異常報酬率？。

第三節 研究架構

本研究論文共分為五大章節，茲將各個章節內容分述如右：第一章為緒論，旨在說明研究之動機及目的，概要介紹研究流程與架構；第二章為文獻回顧與探討，研究相關文獻與理論基礎，進而延伸為本研究之假說發展；第三章為研究方法，根據研究目的所建立之假說，說明事件研究法、研究期間、樣本選取、資料蒐集等；第四章為實證結果與分析，將蒐集資料應用於研究設計中，並進行統計檢定分析、彙整實證結果；第五章為結論與建議，闡述本研究之結論及限制，並對後續研究提供建議。



第二章 文獻探討

本章可以反映股市企業及社會大眾的真實評論,對於相關的資訊的揭露常常是研究股價報酬變動表現文獻所探討。本章將進行本議題的回顧,第一節庫藏股的演進與定義、第二節庫藏股與公司股價的相關實證議題、第三節庫藏股資訊的揭露與股價的關聯性、第四節庫藏股買回的相關議題、第五節文獻評論。

第一節 庫藏股的演進與定義

依台灣證券交易所介紹:庫藏股指的是公司將已經在公開市場上發行的股票,重新在公開市場上買回而尚未註銷或重新售出或存放於公司,在西元 2000 年以前立法之初是完全禁止買回自己股份,直至 2000 年時因 1997 年開始的亞洲金融風暴,政府當局為挽救連續遭受重挫的股市,才借鑒於國外的公司庫藏股制度,財政部證券暨期貨市場發展基金會並於 2000 年 8 月 7 日公布上市、上櫃公司買回本公司股份辦法,並於 2000 年 8 月 9 日正式的實施庫藏股制度。

李怡亭(2011)主併公司融資決策與目標公司因應行為之探討。本文章探討主併公司融資使用來源與公司目標因應行為,研究對於併購績效影響,以 2000 年至 2010 年期間共 95 件美國併購案件為研究對象。融資來源包括內部自有資金、負債融資、權益融資與混合融資;目標公司因應行為有發放現金股利、庫藏股購回、舉債與資產出售。對於財務間變數對於主併公司融資決策順序是否有決定影響力。

劉威麟(2016)我國上市公司實施購回庫藏股之動機;指出探討庫藏股宣告後對於投資的變數影響,以及動機為何。經研究發現在英國市場與美國市場皆認為投資變數與庫藏股政策之間存在著負相關值,台灣市場則不存在;實施庫藏股之動機為公司預測的每股盈餘低於市場預估。將造成股價有向下的壓力,依前向文獻皆證實在庫藏股政策宣告前,會有累積負的異常報酬結果,經營者為減少此結果會增加實施庫藏股之動機,進而使每股盈餘達至市場預期。實施庫藏股政策給予外部投資人股價被低估之訊息,因而進場投資,而造成股價重回至原來水平或者更高,致使過去文獻皆證實

在股票購回宣告後，會有長期正數的累積異常報酬現象產生。

粘世杰(2008)股權結構與庫藏股宣告效果--以台灣股市為例：為探討股權的結構對公司實施庫藏股的宣告效果所產生影響。發現具投資價值的股票所釋放出的股價被市場低估訊息較來的強勢，因此價值型股票在短、長期所宣告效果呈現出高於成長型股票。資訊不對稱問題較為嚴重，大多出現於小公司及外資較少著墨的公司，其公司於市場價格及評價，且易產生不明確模糊的資訊，因此宣告公司股價被嚴重低估的訊息較為明顯，因此規模較小的公司在庫藏股實施長中短期，宣告效果均優於規模較大的公司，外資持有股數比例偏低，宣告的效果則大於持有股數比例高的。因此問題發生疑慮較股本小的公司，在庫藏股回購比較能取得投資人的認同，故庫藏股的宣告有長期而言為正向異常報酬，當宣告的公司董、監事持股佔公司持股一定比例，盈餘股份偏離比越高，董、監事會人數集中，且董事長具多元實質決策性時，對長期宣告的效果愈大。整體而言，股權結構比較小的公司及公司價值的宣告意義效果比較大。

黃竹靜(2015)本研究以2006年至2014年這段期間以Google Trends的搜尋數量作為主要篩選股數，依相關規定透過董事會決議日，將購回宣告日當事件日期，從TEJ台灣經濟新報中計算出累積異常報酬率，當做本次研究之樣本，藉此探討是否因為Google Trends搜尋量之變化，產生不同之異常報酬。研究結果發現，上市公司以全股數為樣本、法人持股、搜尋量、非電子類股、電子類股及市值來作條件，會產生異常報酬率。

游智雄(2017)作者認為諸多公司在股價被市場低估時，會執行庫藏股宣告，該策略將對宣告公司之股價，多數會有正向激勵的表現，但從實證角度來看，有部分績優公司股價表現優異，但仍會執行此項，此類型之股票相關是否會有不同差異性，因此研究所求探討之結果。本研究利用事件研究法，2000年8月至2016年6月間上市公司執行時，其宣告公司股價報酬，區分成贏家與輸家檢視其差異。實證發現，事件日當天贏家表現漲幅優於輸家，但事件日次日則為輸家表現較佳。

綜合上述文獻內容，本文將庫藏股定義為庫藏股制度於我國業已實施多年，制度漸臻

成熟。企業體有義務對其公司負責任並持續承諾以永續經營，公平行為提升其企業價值，並促進社會之經濟發展、社會企業認同、維護股東權益，且尊重投資人基本權利及平等機會。

由此得知，當公司股票價值被低估或管理階層對公司未來前景有較樂觀的預期展望時，管理階層可能透過購回公司庫藏股票來傳遞有利資訊給外界投資者，使市場投資人對公司價值得以精確衡量藉此投入資金。過去國外研究（Dann, 1981；Vermaelen, 1981；Asquith and Mullins, 1986；皆表示公司宣告從公開發行市場購回庫藏股票時會有正向的股價反應可以證明之。



第二節 庫藏股與公司股價的相關議題

庫藏股票買回宣告及買回目的對股價的影響，是相當重要的實務議題，也相當值得學術研究的探討。探討在不同產業中、不同的買回目的之間的驗證效果，包含利用閒置資金投資、財富移轉、財務槓桿、調整資本結構和個人稅賦等，來進一步瞭解宣告買回庫藏股票的異常效應。學者們對庫藏股票相關的議題提出一些相關的假說，歸納如下：

賴韋憲(2008)庫藏股購回的動機—生命週期理論之探討；作者依過去的文獻可得知「訊息宣告假說」和「閒置現金流量假說」是最主要被廣泛運用，學者有其不同的看法，因此認為公司購回庫藏股和其他因素應該共同時存在於市場。並認為可以在這些不同特質與情況的公司中找到共通點，並去區分出何種類型的公司購回自家股票是因為「訊息正面宣告」或是「釋放閒置現金流量」。該文認為，通常在不同生命週期階段的公司，其資金需求、成長性與投資計畫的多寡都有很明顯的差異，並運用不同生命週期階段會有不同之處的概念，區分公司買回的動機。本章結果發現，創新時期的公司，大多是因為想對市場釋放正面的訊號。相對的，在成熟期的公司，大都是因為要解決閒置資金的問題而買回。

陳昱州(2016)投資人關注與股票報酬的影響，學者探討投資大眾對股票報酬的影響，以及專業投資人是否具有相對資訊優勢。以 2010 年至 2014 年，金融以及生技醫療類股後共 666 家上市公司作為研究樣本。搜尋樣本資料作為投資人關注的衡量變數，並檢驗投資人關注態樣是否對於股價報酬具有一定影響，檢視機構投資人是否在投資人關注前期，已先行調整公司持股比例。實證顯示，投資人關注對於報酬具有正面影響，且機構投資人的持股增加，易吸引投資人關注，故可得知，機構投資人具有資訊優勢，並以優勢進行獲利。

廖亞妮(2010)金控公司之社會責任指標對營運績效與公司價值之影響；學者有鑑於理論與實務間提倡公司社會責任，各國並訂定企業社會責任標準，能夠鼓勵及落實社會責任，如著名的國際組織 OECD 和全球盟約等等，該文作者研究以道瓊永續指數

(Dow Jones Sustainability Indexes, DJSI)作為指標的架構，以社會企業責任指標分為三大構面，各別為經濟面、環境面和社會面，在探討社會企業責任對經營績效、公司價值以及股票報酬之關聯性研究影響，以金融控股集團為採樣，選取 2002 年至 2008 年的年資料。依學者實證發現企業社會責任對公司的營運績效有顯著之關聯性，顯示金控業其企業社會責任之履行有助於善盡企業公民的義務，並提升公司的經營績效，有顯著性之正相關，本研究發現企業社會責任對於公司的股價並無明顯性的影響，投資大眾感受較不深。

莊澄祥(2003), 作者以 89 至 91 年國內實施庫藏股之上市公司為對象，以事件研究法探討庫藏股宣告對市場反應，接著以「橫斷面與時間序列合併資料」(Panel data) 之迴歸模型探討庫藏股與員工間分紅配股的關係，是否影響公司實施庫藏股的相關因素進行實證。企業實施庫藏股是否會對投資支出而造成排擠效果。

邱鍵麟(2001)台灣上市公司實施庫藏股制度對股價影響之研究：分析當公司實施庫藏股對股價之影響及對訊號發射的強、弱效程度及持續性效果作分別剖析研究，當公司於宣告實施當日與後二日，均呈顯著的正向異常報酬表象。再實證分析發現，產生較大的正向異常報酬，市價淨值比相對來的高。其研究結果為企業投入資本在公開市場收回庫藏股，較有機會提升企業價格，並達到股價績效，有利建立其公司形象與投資人認同之市場價值，企業在其永續經營之社會認知之下，若善盡企業社會責任則可更加提高該企業之商譽。由於公司所擁有的內部資訊多於一般投資大眾，所以當公司認為股價被市場嚴重低估時，公司即會以宣告買回庫藏股。此有兩個目的：其一為對市場傳達公司股價低估之訊號；其二為於此時機點買回自家公司的股票，相對上投入資金成本較低。Dann (1981), Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen (1995) 等國外學者都相當支持此觀點，認為公司價值低估乃是公司購回股票的最重要動機。

第三節庫藏股資訊的揭露與股價的關聯性

吳玉雲(2004) 股份買回宣告之股價行為實證分析，本文以研究台灣股票市場之上市、上櫃公司為研究對象，研究期間自 2000 年 8 月 9 日至 2004 年 12 月 31 日止。擇取 1,240 個樣本，採市場模式計算樣本股數之股價異常報酬率，並利用事件研究法及多變量複迴歸分析模型，股份買回實際執行率之影響因素。經實證顯示，宣告後，呈顯著股價上漲的條件，可證買回宣告對股價報酬具有顯著正向的影響，並提高公司之市場價值。

陳育良(2016)買回股價與淨值比對企業股價影響之研究，該學者研究以 2009 年至 2014 年，台灣上市公司宣告買回庫藏股資料為樣本採集研究對象，分析企業股價淨值比高、低與宣告效應之間關聯性，以無母數統計符號檢定予以驗證。實證顯示企業股價淨值比高或低，台灣股票公開市場對於公司宣告買回的反應皆為正向評價，且對於穩定公司短期表現也確實存在顯著效果。又以公司特質為「股價淨值比小於 1」、「股本規模與資產規模較大者」，以及「買回實際執行率高者」，其穩定效果較顯著。大部分學者之研究與文獻相符，即公司可透過宣告買回以穩定公司短期股價的表現。

林士傑(2004) 國內上市公司宣告實施庫藏股對股價之影響：公司實施庫藏股宣告後，會有正向的股價累積異常報酬。在產業面之宣告效應，金融、傳產業之效應大於電子業；在買回目的因素下，買回目的的宣告效應，對於股東權益及公司信用之效應大於轉讓股份予員工；淨值比低的宣告效應大於高淨值；低週轉率的宣佈效應則勝於高週轉率。在多變數複迴歸分析中明顯，買回之週轉率、次數、執行率及股價淨值比與累計異常報酬則為顯著負相關；股東權益報酬率及預定買回比率與累計異常報酬呈現顯著正相關；而買回之目的、董監持股比率、產業別及 s 風險值，則與累計異常報酬無顯著相關。經分析研究顯示，於同時考量數個變數對累計異常報酬的影響時，欲得到較高的預期累計異常報酬，應選擇第一次買回庫藏股及股價淨值比、執行率與週轉率等愈低者，股東權益報酬率與預定買回比率愈高的公司。

廖志昌(2013)作者研究係以民國 2011 年至 2013 年臺灣上市公司為樣本股數，以

事件研究法驗證購回之宣告效果，以普通最小平方法(OLS)為模式參數的估計方法，再依照公司各項條件、執行力面因素及其他因素等，來探討各變數是否對之宣告效應產生影響。結果發現臺灣上市公司實施庫藏股購回公司股票，在宣告前確有被低估的情形；宣告後則有顯著的正向異常報酬。

田宜瑾(2019)董監事質押與公司股票漲跌存在關聯性，當市場因素造成股價波動，跌破原貸款要求的基準點時，原設質的股票價值縮水，持股之股東將面對質權銀行要求提供追加保證金額，其就有動機啟動回購計劃，將公司資源用於大股東利益，以保護董、監事等不受追加繳保證金。董監事可以發起庫藏股回購，以防止潛在的追繳保證金。研究發現公司自有現金流量對股票購回決策有正向的直接影響，股東質押比率高與公司決定是否執行庫藏股，直接具有正向關係，投資人對股票市場庫藏股宣佈購回的動因有相當決策能力，因此，累積異常報酬率與股東的質押呈現負相關。

王鑑豪(2011)作者以行為財務學觀點，觀察投資人的情緒對於公司實施庫藏股宣告後的股價表現。以台灣實施庫藏股之上市公司為樣本公司，2002年至2011年共10年為研究期間，採用事件研究法與迴歸模型檢視投資人情緒，對公司股票購回宣告之影響。顯示在股票購回宣告後，公司股價的異常報酬由負向轉正向，存在著正向宣告意義。深入發現投資人情緒將顯性影響庫藏股購回宣告後的異常報酬，短期則無顯著影響。進一步發現投資人情緒會對市值規模為中間之採樣數有顯著影響，市值規模為高與低投資人情緒影響不大。

江一鑫(2010)採用事件研究法及橫斷面複迴歸分析，探討在不同市場強弱狀態下因召開股東常會而暫停信用交易，對於高融資族群股票報酬之影響型態，研究樣本為1998至2009年，每年30檔於2月至4月暫停融資信用交易的上市高融資比率電子股，經實證顯示：其制度面的規定，而暫停信用交易相較於高融資電子股股票的報酬，所影響幅度大小與態樣，會受到市場技術面型態的影響產生不同差異。

在全球化競爭浪潮的競爭下，世界各國為使企業得以永續經營，仍然不斷推動企業研究發展，然而宣告企業實施庫藏股究竟能否提升公司之股價上漲表現，至今卻尚無一致性結論。本研究透過文獻回顧，彙整公司執行購回後，對於公司股價產生不同結果

之說明，經大多數專家學者研究均正向支持公司執行庫藏股能提升股價顯著之效應。Lee et al. (1992)認為，公司宣告庫藏股買回，目的在吸引股市的投資者，藉此關注公司股價是否偏低，讓投資者修正對於該公司未來發展的預期效果。Hertzel and Jain (1991)也指出，公司在宣告實施庫藏股買回後，市場分析師會發布向上修正公開資訊，發表對該公司未來獲利的預估。Liu and Ziebart (1997) 研究，公司宣告買回庫藏股，是對市場透露出正向的訊息，尤其是投資者在對買回宣告產生過於積極反應時，會產生較高的超額報酬。



第四節庫藏股買回的相關議題

詹閔閔（2008）台灣上市櫃公司實施庫藏股制度成效之研究：庫藏股因制度而有不同的效果，分析在不同買回日、資本額、資本額比率情形等等，對該股價的異常報酬及維護公司的價值。結果發現，資本額愈高，回購後異常報酬也愈高，達成政府在大環境不佳，用此方法達到穩定交易市場的立法意義。

謝易東（2008）宣告實施庫藏股制標藏股的股價異常報酬反應之探討：以事件研究法來分析庫藏股宣告與買回之效應，研究分析結果得知：庫藏股宣告的反應對台灣股市確實存有顯著正面效應；而在「股價淨值市價比愈高、公司市值規模相對較小」等公司條件特徵方面，及在「預計買回的比例愈大、重複實施的次數愈少、實際執行率愈高」等執行面的因素，及「股價指數在宣告日為空方市場」時，在實施庫藏股所產生異常報酬則相對明顯。

蔡欣哲（2003）台灣上市櫃公司買回庫藏股票對其股價影響之研究：對實施庫藏股之影響，規模與淨值市價比、採用累積異常報酬法(CAR)、買進持有異常報酬法(BHAR)、宣告次數別綜合，實證結果為第一次決議買回的庫藏股之效果較第二次為佳。

郭清霽（2008）台灣上市金融公司宣告買回庫藏股股價反應之研究：因金融業係為政府所特許的行業，其市場特殊性及相關法令的限制，在實施庫藏股時均比其他行業更受到嚴謹的法令規範及限制，採用事件研究法分析求證庫藏股所帶來的實質效應，並探討公司規模大小、現金流量佔公司的比重、淨值市價比、資本適足率和因產生的特殊相關法令，對金融業異常報酬累積所產生影響。研究發現金融業其宣告後，呈現明顯正向的異常報酬；公司淨值市價高，在股價的表現上相對較好，驗證了此一假說。大的公司股價表現較小公司佳，推測本國的市場投資人大型金融公司較偏好。資本適足率和自由現金流量兩項變數與累積異常報酬呈現明顯正相關。

林鎮在（2003）股價對應庫藏股買回之實證研究--以上市上櫃金融股為例：本章研究係以上市櫃公司的金融股作為採樣，採 Pearson 積差檢定相關各變數與股

價異常報酬率之間的連結性。研究分析發現：(1) 宣告買回較高股數，其異常報酬率相對較佳。(2) 被市場低估股價愈嚴重，相對買回庫藏股所產生的異常報酬率也愈高。(3) 公司自有資金愈多，則買回庫藏股會因異常報酬率產生變異性較大。

游朝旭(2001)庫藏股制度實施初期對於股價影響之探討：以事件研究法、迴歸模型來探討公司實施庫藏股及股票市場間的關聯性，對於不同買回目的、公司內部人持股比例、買回比例、產業以及不同、及收購溢價是否有無差異，其結果實證如下：(1)宣告實施日前，上市公司的股價比較有不合理性的下挫情況發生，而上櫃公司則此情形相對較少；而實施庫藏股後，上市、櫃公司皆呈現正向的宣告效果及價格穩定的安定作用。(2)宣告買回目的為維護公司股東權益及公司信用，顯著異常報酬大於其他買回目的者；而電子業、非電子業間的異常報酬累計差異性並無太大。(3)0-20日之累計買回比例、異常報酬與收購溢價間，有顯著的正向關係存在，至於內部人持股比例則無證據顯示在此期間有異常關係連結。

蔡哲宇(2020)學者研究目的在於調查庫藏股買回行為，以庫藏股買回作為變數，董監事股票質押比率及市價淨值比率作為自變數，以檢驗庫藏股買回之間是否具有負(正)向關係。由於公司特質可能會對造成庫曹股買回決策影響，故本研究以各項規模及產業分類作為公司代理變數及模型的調節變數，來檢驗這些公司特性變數其關係是否具有調節效果，實證結果顯示：依各項條件顯示庫藏股買回機率之間的正向關係，均具有增強的效果。本研究關於各產業之宣告效果比較，在宣告日前，不同產業均存有負的異常報酬現象，惟金融業不具顯著性。在宣告日後，不同產業均存在顯著的正向異常報酬。再者，就庫藏股買回目的言之，公司買回目的為維護公司信用及股東權益的宣告效果較目的為轉讓予員工強。

Lintner(1956)認為公司會比較喜歡穩定的股利發放，如果公司減少股利發放，對股價的表現會有顯著負面的效果。相對性而言，在公司買回庫藏股，也類似發放現金股利的顯性效果，並且更具吸引力，公司亦可以選擇在景氣好的時候買回庫藏股，維持平準的現金股利發放，如此一來，當大環境改變不佳時，公司則不需要降低現金股利。

第五節 文獻評論

綜合上述章節對於相關研究文獻之探討，可以得知已眾多學者分析研究庫藏股跟股價之關聯性的驗證分析，其獲得之分析結論與建議對於相關研究之正面影響與貢獻程度當然不容質疑。

惟過去文獻之研究者可能受限於時間、空間、背景等等因素，尚有幾項需補足疏缺部份，關於國內股價與企業社會責任資訊的揭露與之文獻尚存在以下幾點缺點：

- 一、過去國內的相關研究，多數受限於樣本年限不長，因而容易發生樣本數量不足或分佈不平均之現象，較欠缺長期完整變動的分析。因此，本研究以 2017 年起至 2020 年止，用 C Money 法人投資決策系統中資料補充 TEJ 資料讓資料完整更豐富故選取部分資料並參考；上市公司產業別為電子工業 199 股、生技醫療 17 股及傳統產業 206 股三大產業，共計 422 庫藏股的完整樣本來進行分析以為研究樣本，以補足過去文獻研究年限不足及樣本短缺等侷限。
- 二、企業資訊揭露與股價報酬相關研究議題，至今尚未獲得一致性結論。
- 三、針對企業資訊揭露對於電子類股、傳統產業類股及生技類股影響之實證研究文獻仍相當缺乏。
- 四、本研究不同在過去相關的研究是以同一產業為取樣檢驗，而是將所有產業以分類的方式進行研究驗證，來增強整體代表性。

上述四點在相關實務驗證文獻資料尚有疏缺之處，本研究之貢獻希冀可提供未來繼續以此議題進行研究者作為參考。

第三章 研究方法

本章分五節說明，第一節資料來源與樣本分析：說明研究樣本資料來源與分析方式。第二節事件研究法：說明事件研究法之架構流程及特性。第三節模型與變數分析：說明事件研究法之模型公式與變數分析。第四節研究架構與假設：說明研究架構與假設。第五節樣本分析：說明研究樣本之分析結果。

第一節 資料來源與樣本分析

一、樣本資料之來源

為了探討國內上市股票發行的企業廠商實施庫藏股之研究分析所產生之效果，本研究以事件研究法觀察事件宣告日之前後期間，前後 30 日為事件期間，以 2017 年至 2020 年作為事件宣告日估計期間為(-180,-31)，事件宣告日($t=0$)前 30 天至後 30 天，即事件期間為(-30,30)，來計算累積異常報酬率(CAR)亦即以 4 個不同時期事件點,分別討論庫藏股在宣布前後期間之變化，其是否會因而產生平均累計異常報酬 (CAR)。

二、本研究樣本公司之市場別、產業別等相關資料及研究所需之財務報告資料與股價交易資訊來源來自台灣經濟新報資料庫，台灣經濟新報 (TEJ) 於 1990 年開始建立金融財經資料庫，專門提供證券金融市場基本分析所需資訊，為國內現今最詳實之金融財經資料庫，該資料庫包含股價資訊、財務資料、資本形成與股利、公司相關資訊、總體經濟指標等，主要業務為提供模型設計、經濟分析與建構資料庫方面之諮詢服務 (台灣經濟新報，2020) 及 CMoney 法人投資決策系統中庫藏股系統資料取得。

三、樣本選取以 CMoney 法人投資決策系統中庫藏股系統資料選取上市公司產業別為電子工業、生技醫療及傳統產業(不含電子、生計)三大產業其中電子產業為 199 股、生技股 17 股、傳統產業 206 股共計 422 庫藏股。

第二節 事件研究法

事件研究法(Event Study)其目的係在市場效率假說之下，探討在某一期間因市場發生不可預期之事件，在公司宣告實施庫藏股對股價所造成的影響，進而產生異常報酬率，以估計平均異常報酬率(Abnormal Return, AR)及累積平均異常報酬率(Cumulative Abnormal Return, CAR)，檢視各變數對宣告效果之影響，以下為事件研究法步驟進行，其是否會引起股價之異常波動，亦即驗證事件發生是否會產生異常報酬(AR)，此類資訊可用於了解市場證券價格與特定事件是否有相當關聯性。

許榮峯(2007)。利用市場模式與事件研究法，研究事件是否產生超額報酬，及對股價造成的影響。研究結果顯示在取得交易資格效果，將導致公司產生正的超額報酬，以及正的累積超額報酬；。

一、訂定事件日：

針對事件研究法的首要步驟，需確定所要研究的事件與資訊，便能夠確定市場接收該事件訊息的時間點，能夠準確地認定採用事件研究法產生關鍵性影響。本研究以上市公司在董事會開會通過宣告購回庫藏股的決議日期為事件日($T=0$)為一個基準，例如事件日前一天交易日以「 $T=-1$ 」表示，後一天交易日以「 $T=+1$ 」表示，以此類推。

二、確定估計期：

根據目前現有文獻記錄資料可得知，大部分以日報酬率模式進行估計之模式設定約為 100 至 300 天；若是用週報酬率來進行估計模式設定期間大部分介於 50 至 120 週；若是以月報酬率來進行估計模式設定，期間大部分在 24 至 60 個月。估計期長短的設定並沒有絕對標準，大多是以研究者對於研究事件特性上的主觀判斷而決定，然而若是估計期設定太長，較易產生結構性變化，反之，若估計期設定太短，則可能破壞模式之預測能力。若研究事件的結果會造成預測模式在此結構上變動，估計期就可將設定在事件期後面，若不會造成預測模式在結構上的變動，估計期就可能設定在事件期之前面。

三、異常報酬率之檢定：

研究事件對股價之影響在某些情況下，可能會使股價上漲或下跌，研究者有時需依照研究目的，將樣本觀察值依某一個標準區分為二個或二個以上的子樣本，再來計算每個樣本的平均異常報酬率以及累計平均異常報酬率。股票報酬率的預期的模式主要分為三類

(一) 平均調整法 (Mean-Adjusted Returns Model)

假設此估計期所計算得到的平均報酬將直接被當作事件期每一期，在沒有所要研究的事件或資訊影響下的預期報酬。

(二) 市場指數調整法 (Market-Adjusted Returns Model)

假設個別證券在沒有所要研究事件的影響，事件期中某一期的預期報酬率即是同期之市場報酬率，在事件日用市場大盤的報酬率來代表各股之預期之報酬率。

(三) 風險調整法 (Risk-Adjusted Returns Model)

主要是用迴歸模式將個別的證券之系統風險作為報酬率之預測因子。

(2) 分析結果：

對於研究目的所有成立之各項假設進行統計顯著性檢定以及解釋。

第三節 模型與變數分析

本研究模型採取事件研究法的「市場模式(Market Model)」。

1. 市場模式係指假設個別證券的報酬率可以採用市場報酬率來解釋即彼此間存在一簡單線性關係可以利用普通最小平方法模式來建立如下迴歸模式

(1) 異常報酬率之衡量：

$$R_{it} = \hat{\alpha}_i + \beta_i Rm_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3-3-1)$$

R_{it} ：為事件公司 i 在估計期之實際報酬率

樣本估計期若為 120 日(t=120)

$\hat{\alpha}_i$ ：就是截距項估計值；第 i 事件公司迴歸模型估計值

β_i ：迴歸斜率或風險係數代表；代表此證券報酬率對市場指數之敏感度

ε_{it} ：誤差項為 i 事件公司在第 t 日的殘差額而且它必須符合 ε_{it} 在 $N(0, \sigma^2)$ 是獨立隨機變數跟 ε_{it} 及 Rm_{it} 彼此獨立的兩項假設

Rm_{it} ：市場投資組合在 i 事件公司 t 日的日報酬率(實際日)

本文採累積平均異常報酬率(Cumulative Abnormal Return, CAR)檢定異常報酬，以最小平方法來求出各事件的樣本用簡單的迴歸模型，估計所有庫藏股樣本公司在事件期的異常報酬率，進一步求出全體的樣本每期的平均異常報酬率和累積的平均異常報酬率，最後再利用事件期的實際日報酬率扣除預期報酬率就可算出異常報酬率 AR_{it} 。

\hat{R}_{it} ：第 i 事件公司第 t 日期之預期報酬率

AR_{it} ：第 i 事件公司在事件期 t 日所估計出的異常報酬率

計算之公式：

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (3-3-2)$$

(2) 報酬率統計檢定

本文採用標準化殘差法(SRM)及普通橫剖面法(OCSM)採取各自的優點予與混合將個別的股票異常報酬率加以標準化，再將全部樣本累積異常報酬率給予加總平均算出某一事件期 t ； N 代表各組的樣本數。這樣就可算出每期平均異常報酬($SAAR_t$)，

計算公式如下：

$$SAAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N SAR_{it}}{N} \quad (3-3-3)$$

將宣告事件期由 t_1 累積到 t_2 便可得到標準化累積平均異常報酬率(SCAR)公式如下：

$$SCAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} SAAR_t \quad (3-3-4)$$

檢驗標準化的累積平均異常報酬率及標準化的平均異常報酬率統計的顯著性；其中的 $S(SAAR)$ 是為標準化的平均異常報酬之標準差；本文將採用 t 統計量檢定；如下

$$t(SAAR_t) = \frac{SAAR_t}{S(SAAR)} \quad (3-3-5)$$

$$S(SAAR) = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (SAAR_{it} - \sum_{i=1}^N \frac{SAAR_{it}}{N})^2} \quad (3-3-6)$$

$$t(scar) = \frac{SCAR(t_1, t_2)}{S(SCAR(t_1, t_2))} \quad (3-3-7)$$

$$S(SCAR) = \sqrt{\frac{N}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (SCAR_i(t_1, t_2) - \sum_{i=1}^N \frac{SCAR_i(t_1, t_2)}{N})^2} \quad (3-3-8)$$

第四節 研究假設

- H₁：電子產業實施庫藏股是否會出現正的異常報酬率。
- H₂：生技醫療產業實施庫藏股是否會出現正的異常報酬率。
- H₃：傳統產業實施庫藏股是否會出現正的異常報酬率。
- H₄：買回目的與異常報酬之關係否會出現正的異常報酬率。



第四章實證結果與分析

第一節事件期宣告之平均異常報酬率

(一)本研究觀察電子股樣本宣告異常報酬率後，發現有顯著平均異常報酬(AR)的日期大致分佈在事件期 ($t=-30$ 、 $+30$)，因此，本文實證表格事件期 ($t=-30$ 、 $+30$) 之標準平均異常報酬，其餘將透過文中標示說明。由表 4-1.1 顯示庫藏股上市公司之平均異常報酬率，在庫藏股樣本上市公司宣告日事件期($t=-30,+30$)日中,具有顯著 AR 日期有 $t=-24,-19,-10,-3,-1,0,1,22$ 這 8 個日期；宣告日當天出現顯著異常報酬,具正值反應。

(二)生技醫療股樣本宣告異常報酬率後，發現有顯著平均異常報酬(AR)的日期大致分佈在事件期 ($t=-30$ 、 $+30$)，因此，本文實證表格事件期 ($t=-30$ 、 $+30$) 之標準平均異常報酬，其餘將透過文中標示說明。由表 4-2.1 顯示庫藏股上市公司之平均異常報酬率，在庫藏股樣本上市公司宣告日事件期($t=-30,+30$)日中,具有顯著 AR 日期有 $t=-28,-24,-11,-8,0,1,9,13,14,17$ 這 10 個日期；宣告日當天出現顯著異常報酬,具正值反應。

(三)傳統產業股樣本宣告異常報酬率後，發現有顯著平均異常報酬(AR)的日期大致分佈在事件期 ($t=-30$ 、 $+30$)，因此，本文實證表格事件期 ($t=-30$ 、 $+30$) 之標準平均異常報酬，其餘將透過文中標示說明。由表 4-3.1 顯示庫藏股上市公司之平均異常報酬率，在庫藏股樣本上市公司宣告日事件期($t=-30,+30$)日中,具有顯著 AR 日期有 $t=-30,-29,-28,-7,-6,-4,-3,-1,0,1,06,14,15,27$ 這 14 個日期；宣告日當天出現顯著異常報酬,具正值反應。

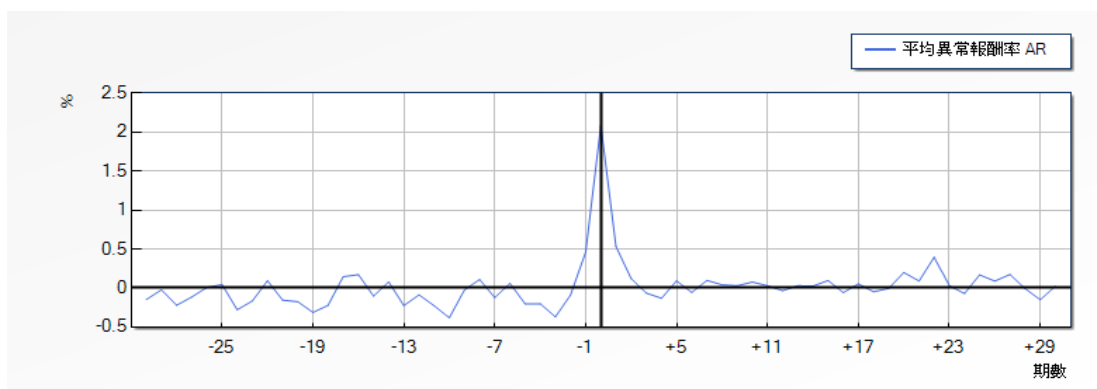


圖 4-1.1 電子產業庫藏股之平均異常報酬率圖

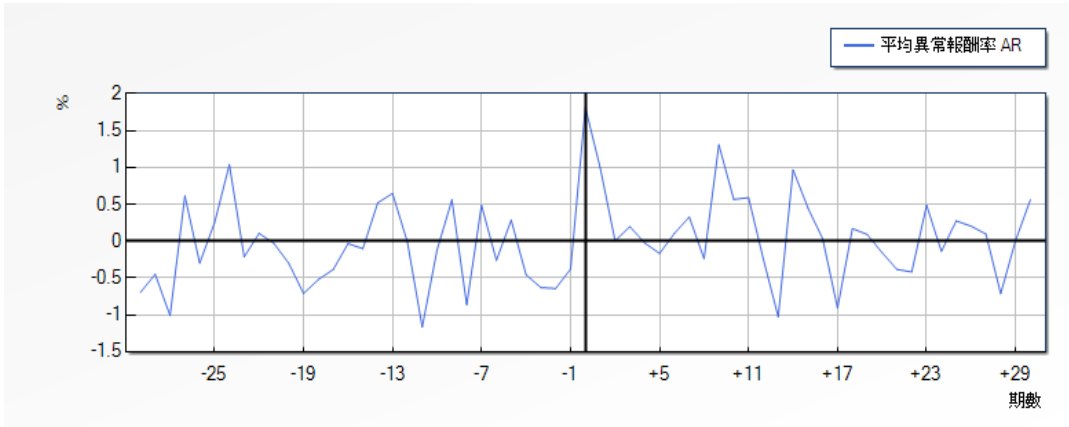


圖 4-1.2 生技醫療產業庫藏股之平均異常報酬率圖

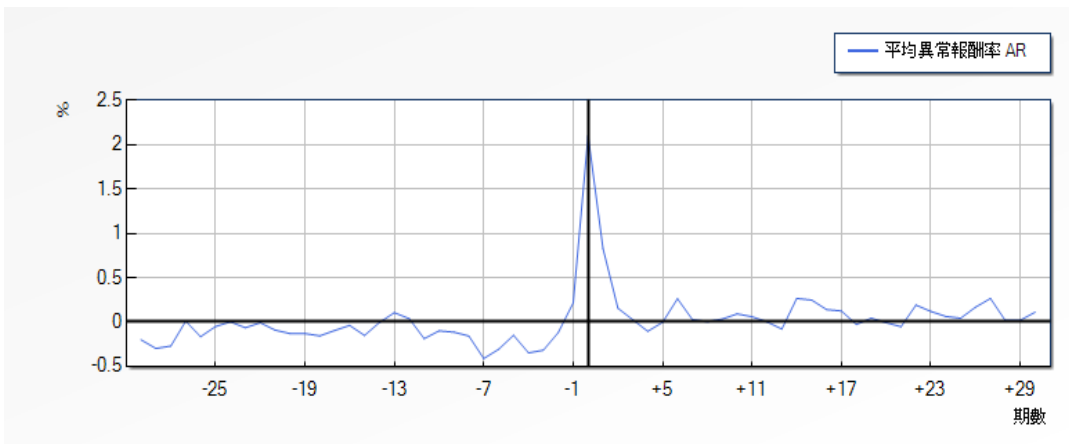


圖 4-1.3 傳統產業庫藏股之平均異常報酬率圖

4-1.1 表電子、生計醫療、傳統產業平均異常報酬率

Event Day	電子		生計醫療		傳統產業	
	AR	t-Value	AR	t-Value	AR	t-Value
-30	-0.147	-1.022	-0.6961	-1.4809	-0.2005	-1.7108 *
-29	-0.022	-0.155	-0.4499	-0.9572	-0.2982	-2.5442 ***
-28	-0.221	-1.536	-1.0092	-2.1471 **	-0.2712	-2.3134 ***
-27	-0.115	-0.800	0.6119	1.3017	0.0098	0.0835
-26	0.008	0.056	-0.2973	-0.6324	-0.1659	-1.4154
-25	0.044	0.308	0.2497	0.5311	-0.0507	-0.4328
-24	-0.278	-1.935 *	1.0359	2.2039 **	0.0022	0.0186
-23	-0.165	-1.147	-0.2134	-0.4540	-0.0645	-0.5503
-22	0.093	0.649	0.1052	0.2239	-0.0083	-0.0705
-21	-0.155	-1.077	-0.0295	-0.0628	-0.0915	-0.7810
-20	-0.175	-1.219	-0.3003	-0.6389	-0.1304	-1.1126
-19	-0.312	-2.167 **	-0.7101	-1.5108	-0.1303	-1.1121
-18	-0.222	-1.546	-0.5207	-1.1077	-0.1556	-1.3273
-17	0.146	1.014	-0.3851	-0.8193	-0.0949	-0.8097
-16	0.173	1.202	-0.0339	-0.0721	-0.0381	-0.3253
-15	-0.103	-0.714	-0.1026	-0.2184	-0.1516	-1.2937
-14	0.080	0.554	0.5196	1.1055	-0.0046	-0.0392
-13	-0.225	-1.563	0.6469	1.3763	0.1057	0.9016
-12	-0.087	-0.604	-0.0143	-0.0305	0.0375	0.3202
-11	-0.227	-1.580	-1.1660	-2.4807 **	-0.1879	-1.6027
-10	-0.381	-2.648 ***	-0.1215	-0.2584	-0.0996	-0.8498
-9	-0.023	-0.158	0.5596	1.1906	-0.1147	-0.9789
-8	0.110	0.762	-0.8619	-1.8336 *	-0.1585	-1.3525
-7	-0.122	-0.845	0.4857	1.0334	-0.4124	-3.5180 ***
-6	0.061	0.425	-0.2609	-0.5551	-0.3066	-2.6155 ***
-5	-0.202	-1.401	0.2848	0.6059	-0.1498	-1.2784
-4	-0.200	-1.391	-0.4583	-0.9750	-0.3487	-2.9750 ***
-3	-0.369	-2.566 **	-0.6306	-1.3416	-0.3170	-2.7044 ***
-2	-0.090	-0.626	-0.6425	-1.3669	-0.1189	-1.0144
-1	0.464	3.223 ***	-0.3790	-0.8064	0.2158	1.8410 *
0	2.086	14.500 ***	1.8122	3.8556 ***	2.1024	17.9370 ***
1	0.534	3.711 ***	0.9954	2.1178 **	0.8306	7.0864 ***
2	0.121	0.843	0.0041	0.0087	0.1549	1.3215
3	-0.065	-0.451	0.1971	0.4194	0.0258	0.2198
4	-0.131	-0.908	-0.0254	-0.0540	-0.1054	-0.8990

5	0.093	0.644	-0.1662	-0.3537	-0.0031	-0.0262
6	-0.056	-0.388	0.1035	0.2202	0.2626	2.2400 ***
7	0.098	0.680	0.3287	0.6993	0.0272	0.2318
8	0.042	0.289	-0.2378	-0.5059	0.0032	0.0272
9	0.030	0.208	1.3067	2.7800 ***	0.0335	0.2854
10	0.076	0.531	0.5666	1.2055	0.0920	0.7848
11	0.030	0.211	0.5891	1.2533	0.0599	0.5114
12	-0.034	-0.235	-0.2440	-0.5192	0.0021	0.0179
13	0.030	0.209	-1.0264	-2.1837 **	-0.0798	-0.6807
14	0.026	0.177	0.9661	2.0554 **	0.2659	2.2687 ***
15	0.097	0.674	0.4523	0.9623	0.2483	2.1187 ***
16	-0.058	-0.405	0.0279	0.0593	0.1402	1.1963
17	0.055	0.381	-0.9072	-1.9300 *	0.1246	1.0630
18	-0.048	-0.333	0.1689	0.3594	-0.0274	-0.2334
19	-0.005	-0.032	0.0903	0.1922	0.0430	0.3666
20	0.200	1.389	-0.1551	-0.3300	-0.0070	-0.0594
21	0.091	0.632	-0.3830	-0.8148	-0.0524	-0.4472
22	0.395	2.746 ***	-0.4178	-0.8889	0.1917	1.6353
23	0.030	0.208	0.4865	1.0351	0.1193	1.0180
24	-0.070	-0.489	-0.1398	-0.2974	0.0632	0.5389
25	0.169	1.176	0.2752	0.5854	0.0431	0.3679
26	0.089	0.619	0.2031	0.4322	0.1677	1.4306
27	0.175	1.217	0.0959	0.2041	0.2655	2.2649 ***
28	-0.006	-0.043	-0.7122	-1.5153	0.0162	0.1378
29	-0.149	-1.038	0.0081	0.0172	0.0189	0.1615
30	0.025	0.173	0.5614	1.1943	0.1107	0.9446

註*、**與***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

第二節事件期宣告之平均累計異常報酬率

(一)本研究觀察電子類股樣本宣告平均累積異常報酬率後，發現有顯著平均累積異常報酬(CAR)的日期大致分佈在事件期 ($t=-30$ 、 $+30$)，因此，本文實證表格事件 ($t=-30$ 、 $+30$) 之 CAR 將透過文中標示說明。由表 4-1.1 顯示庫藏股上市公司之平均累積異常報酬率，在庫藏股樣本上市公司宣告日事件期($t=-30,+30$)日中,具有顯著 CAR 日期有 $t=-27,-24,-23,-22,-21,-20,-19,-18,-17,-16,-15,-14,-13,-12,-11,-10,-9,-8,-7,-6,-5,-4,-3,-2,-1$ 這 25 個日期；宣告日當天呈現不顯著異常報酬具負向。

(二)生技醫療股樣本宣告平均累積異常報酬率後，發現有顯著平均累積異常報酬(CAR)的日期大致分佈在事件期 ($t=-30$ 、 $+30$)，因此，本文實證表格事件期 ($t=-30$ 、 $+30$) 之 CAR，其餘將透過文中標示說明。由表 4-1.1 顯示庫藏股上市公司之平均累積異常報酬率，在庫藏股樣本上市公司宣告日事件期($t=-30,+30$)日中,具有顯著 CAR 日期有 $t=-29,-28,-26,-2,-1$ 這 5 個日期；宣告日當天呈現不顯著異常報酬且具負值。

(三)傳統產業股樣本宣告平均累積異常報酬率後，發現有顯著異常報酬(CAR)的日期大致分佈在事件期 ($t=-30$ 、 $+30$)，因此，本文實證表格事件期 ($t=-30$ 、 $+30$) 之 CAR，其餘將透過文中標示說明。由表 4-1.1 顯示庫藏股上市公司之平均累積異常報酬率，在庫藏股樣本上市公司宣告日事件期($t=-30,+30$)日中,具有顯著 CAR 日期有 $t=-30,-29,-28,-27,-26,-25,-24,-23,-22,-21,-20,-19,-18,-17,-16,-15,-14,-13,-12,-11,-10,-9,-8,-7,-6,-5,-4,-3,-2,-1,0$ 這 31 個日期；宣告日當天呈現顯著具正向反應。

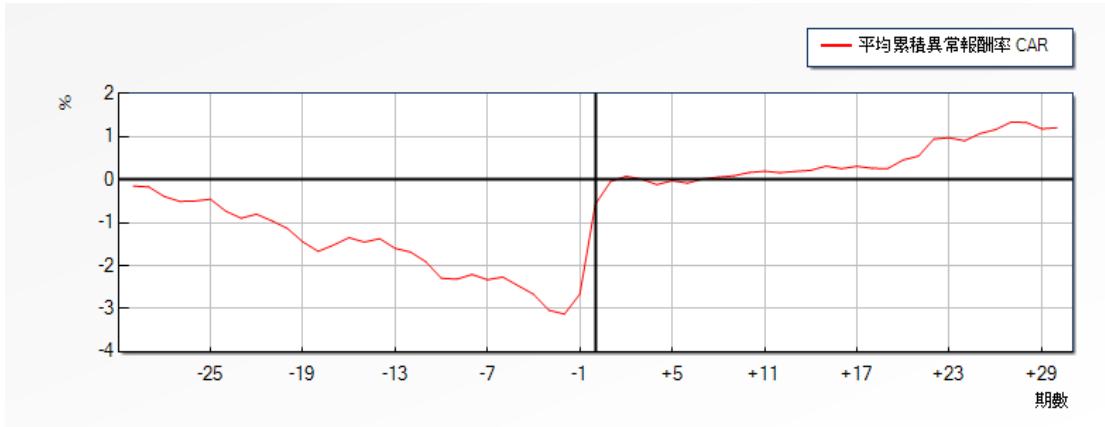


圖 4-2.1 電子產業庫藏股之平均累積異常報酬率圖

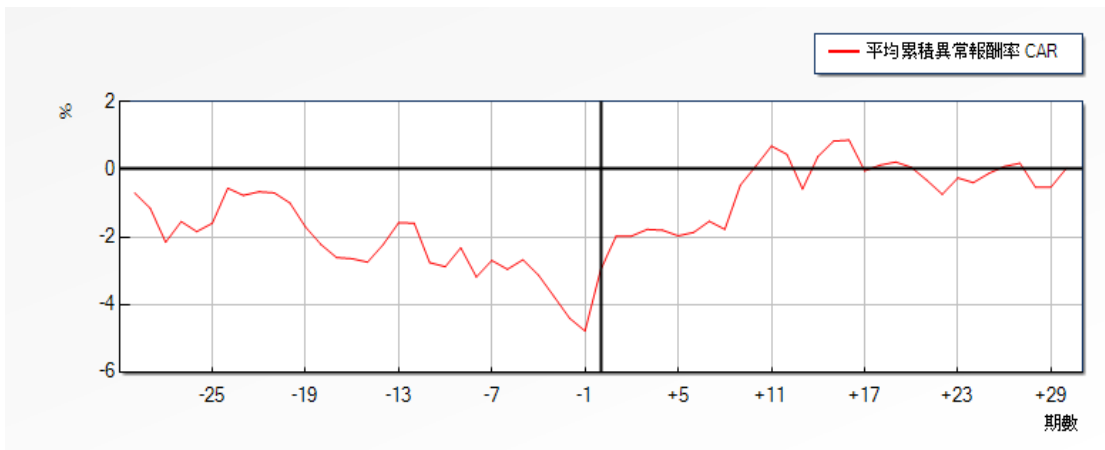


圖 4-2.2 生技醫療產業庫藏股之平均累積異常報酬率圖

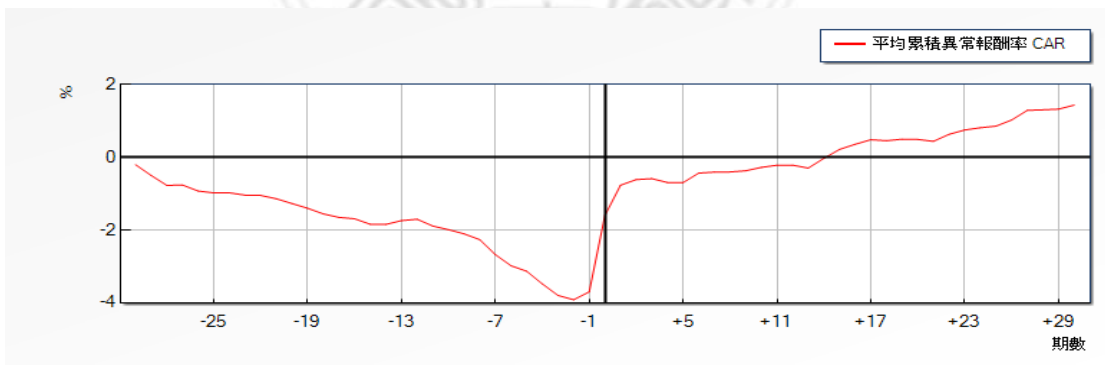


圖 4-2.3 傳統產業庫藏股之平均累積異常報酬率圖

4-2.2 電子、生計醫療、傳統產業平均累積異常報酬率

Event Day	電子		生計醫療		傳統產業	
	CAR	t-Value	CAR	t-Value	CAR	t-Value
-30	-0.147	-1.022	-0.696	-1.481	-0.201	-1.711 *
-29	-0.169	-0.833	-1.146	-1.724 *	-0.499	-3.009 ***
-28	-0.390	-1.567	-2.155	-2.647 ***	-0.770	-3.792 ***
-27	-0.505	-1.757 *	-1.543	-1.642	-0.760	-3.243 ***
-26	-0.497	-1.546	-1.841	-1.751 *	-0.926	-3.533 ***
-25	-0.453	-1.285	-1.591	-1.382	-0.977	-3.402 ***
-24	-0.731	-1.922 *	-0.555	-0.446	-0.975	-3.143 ***
-23	-0.896	-2.203 **	-0.768	-0.578	-1.039	-3.134 ***
-22	-0.803	-1.861 *	-0.663	-0.470	-1.047	-2.979 ***
-21	-0.958	-2.106 **	-0.693	-0.466	-1.139	-3.073 ***
-20	-1.133	-2.375 **	-0.993	-0.637	-1.269	-3.265 ***
-19	-1.445	-2.900 ***	-1.703	-1.046	-1.400	-3.447 ***
-18	-1.667	-3.215 ***	-2.224	-1.312	-1.555	-3.680 ***
-17	-1.521	-2.827 ***	-2.609	-1.483	-1.650	-3.763 ***
-16	-1.348	-2.421 **	-2.643	-1.452	-1.688	-3.719 ***
-15	-1.451	-2.522 **	-2.745	-1.460	-1.840	-3.924 ***
-14	-1.371	-2.312 **	-2.226	-1.149	-1.845	-3.817 ***
-13	-1.596	-2.616 ***	-1.579	-0.792	-1.739	-3.497 ***
-12	-1.683	-2.685 ***	-1.593	-0.778	-1.701	-3.330 ***
-11	-1.910	-2.970 ***	-2.759	-1.313	-1.889	-3.604 ***
-10	-2.291	-3.476 ***	-2.881	-1.337	-1.989	-3.703 ***
-9	-2.314	-3.430 ***	-2.321	-1.053	-2.104	-3.826 ***
-8	-2.204	-3.195 ***	-3.183	-1.412	-2.262	-4.024 ***
-7	-2.326	-3.301 ***	-2.697	-1.171	-2.674	-4.657 ***
-6	-2.265	-3.149 ***	-2.958	-1.259	-2.981	-5.086 ***
-5	-2.466	-3.362 ***	-2.673	-1.115	-3.131	-5.238 ***
-4	-2.666	-3.567 ***	-3.132	-1.282	-3.480	-5.713 ***
-3	-3.035	-3.988 ***	-3.762	-1.513	-3.797	-6.121 ***
-2	-3.125	-4.035 ***	-4.405	-1.740 *	-3.915	-6.203 ***
-1	-2.662	-3.379 ***	-4.784	-1.858 *	-3.700	-5.763 ***
0	-0.576	-0.719	-2.972	-1.136	-1.597	-2.447 **
1	-0.042	-0.052	-1.976	-0.743	-0.767	-1.156
2	0.079	0.096	-1.972	-0.730	-0.612	-0.908
3	0.014	0.017	-1.775	-0.648	-0.586	-0.857
4	-0.117	-0.137	-1.800	-0.647	-0.691	-0.997

5	-0.024	-0.028	-1.967	-0.697	-0.694	-0.987
6	-0.080	-0.091	-1.863	-0.652	-0.432	-0.606
7	0.018	0.020	-1.534	-0.530	-0.405	-0.560
8	0.060	0.066	-1.772	-0.604	-0.401	-0.548
9	0.089	0.098	-0.466	-0.157	-0.368	-0.496
10	0.166	0.180	0.101	0.034	-0.276	-0.368
11	0.196	0.210	0.690	0.227	-0.216	-0.284
12	0.162	0.172	0.446	0.145	-0.214	-0.278
13	0.193	0.202	-0.580	-0.186	-0.294	-0.378
14	0.218	0.226	0.386	0.122	-0.028	-0.035
15	0.315	0.323	0.838	0.263	0.221	0.277
16	0.257	0.260	0.866	0.269	0.361	0.449
17	0.311	0.312	-0.041	-0.013	0.485	0.598
18	0.263	0.262	0.128	0.039	0.458	0.558
19	0.259	0.255	0.218	0.066	0.501	0.604
20	0.459	0.447	0.063	0.019	0.494	0.590
21	0.550	0.530	-0.320	-0.094	0.442	0.522
22	0.944	0.902	-0.738	-0.216	0.633	0.742
23	0.974	0.922	-0.251	-0.073	0.753	0.874
24	0.904	0.848	-0.391	-0.112	0.816	0.938
25	1.073	0.997	-0.116	-0.033	0.859	0.979
26	1.162	1.070	0.087	0.025	1.027	1.160
27	1.337	1.221	0.183	0.051	1.292	1.447
28	1.331	1.205	-0.529	-0.147	1.308	1.453
29	1.182	1.061	-0.521	-0.143	1.327	1.462
30	1.207	1.074	0.041	0.011	1.438	1.571

*、**與***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

第三節 買回目的與異常報酬之關係

(一)買回目的維護公司信用及股東權益股樣本宣告異常報酬率後，發現有顯著平均異常報酬(AR)的日期大致分佈在事件期 ($t=-30$ 、 $+30$)，因此，本文實證表格事件期 ($t=-30$ 、 $+30$) 之標準平均異常報酬，其餘將透過文中標示說明。由表 4-3.1 顯示庫藏股上市公司之平均異常報酬率，在庫藏股樣本上市公司宣告日事件期($t=-30,+30$)日中，具有顯著 AR 日期有 $t=-28,-27,-20,-19,-18,-15,-11,-10,-9,-8,-7,-6,-5,-4,-3,-2,-1,0,1,3,13,14,16,17,18,20,21,27$ 這 28 個日期；宣告日當天出現顯著異常報酬,具正值反應。

(二)買回目的轉讓股份予員工股樣本宣告異常報酬率後，發現有顯著平均異常報酬(AR)的日期大致分佈在事件期 ($t=-30$ 、 $+30$)，因此，本文實證表格事件期 ($t=-30$ 、 $+30$) 之標準平均異常報酬，其餘將透過文中標示說明。由表 4-3.1 顯示庫藏股上市公司之平均異常報酬率，在庫藏股樣本上市公司宣告日事件期($t=-30,+30$)日中,具有顯著 AR 日期有 $t=-19,-11,-10,-7,-5,-4,-3,-1,0,1,6,15,22,27$ 這 14 個日期；宣告日當天出現顯著異常報酬,具正值反應。

(三)本研究觀察買回目的維護公司信用及股東權益股樣本宣告平均累積異常報酬率後，發現有顯著平均累積異常報酬(CAR)的日期大致分佈在事件期 ($t=-30$ 、 $+30$)，因此，本文實證表格事件期 ($t=-30$ 、 $+30$) 之 CAR 將透過文中標示說明。由表 4-3.1 顯示庫藏股上市公司之平均累積異常報酬率，在庫藏股樣本上市公司宣告日事件期($t=-30,+30$)日中,具有顯著 CAR 日期有 $t=-28,-27,-26,-25,-24,-23,-22,-21,-20,-19,-18,-17,-16,-15,-14,-13,-12,-11,-10,-9,-8,-7,-6,-5,-4,-3,-2,1,0,14,15,16,17,18,19,20,21,22,23,24,25,26,27,28,29,30$ 這 45 個日期；宣告日當天呈現顯著異常報酬，具正向。

(四)買回目的轉讓股份予員工股樣本宣告平均累積異常報酬率後，發現有顯著異常報酬(CAR)的日期大致分佈在事件期 ($t=-30$ 、 $+30$)，因此，本文實證表格事件期 ($t=-30$ 、 $+30$) 之 CAR 透過文中標示說明。由表 4-3.1 顯示庫藏股上市公司之平均累積異常

報酬率，在庫藏股樣本上市公司宣告日事件期($t=-30,+30$)日中，具有顯著 CAR 日期有 $t=-28,-24,-23,-22,-21,-20,-19,-18,-17,-16,-15,-14,-13,-12,-11,-10,-9,-8,-7,-6,-5,-4,-3,-2,-1,0,,22,23,24,25,26,27,28,29,30$ 這 35 個日期；宣告日當天呈現顯著具正向反應。

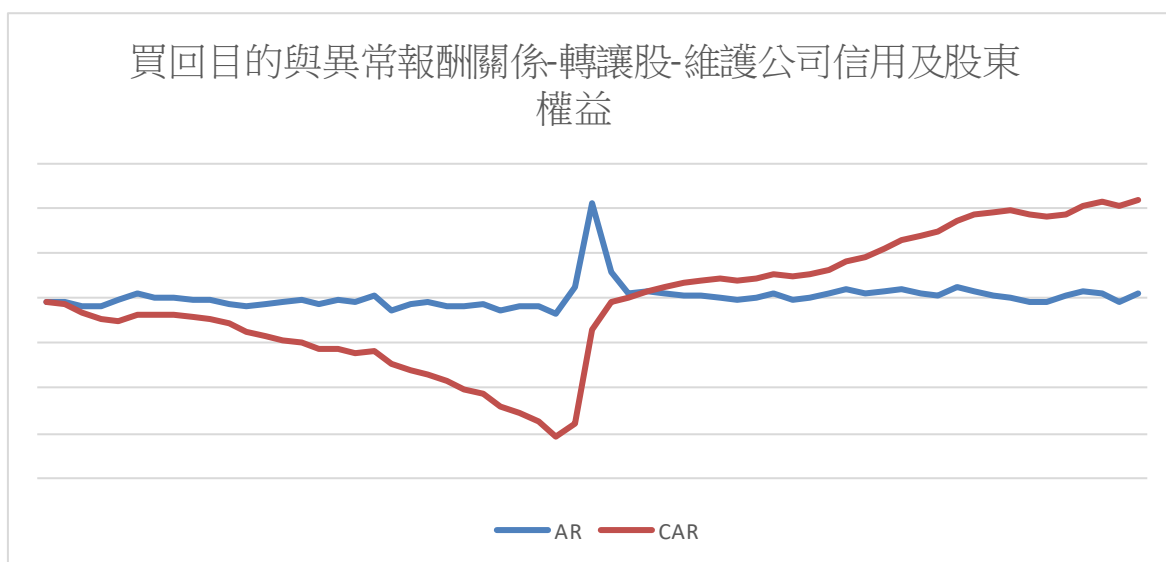


圖 4-3.1 買回目的與平均異常報酬-維護公司信用及股東權益

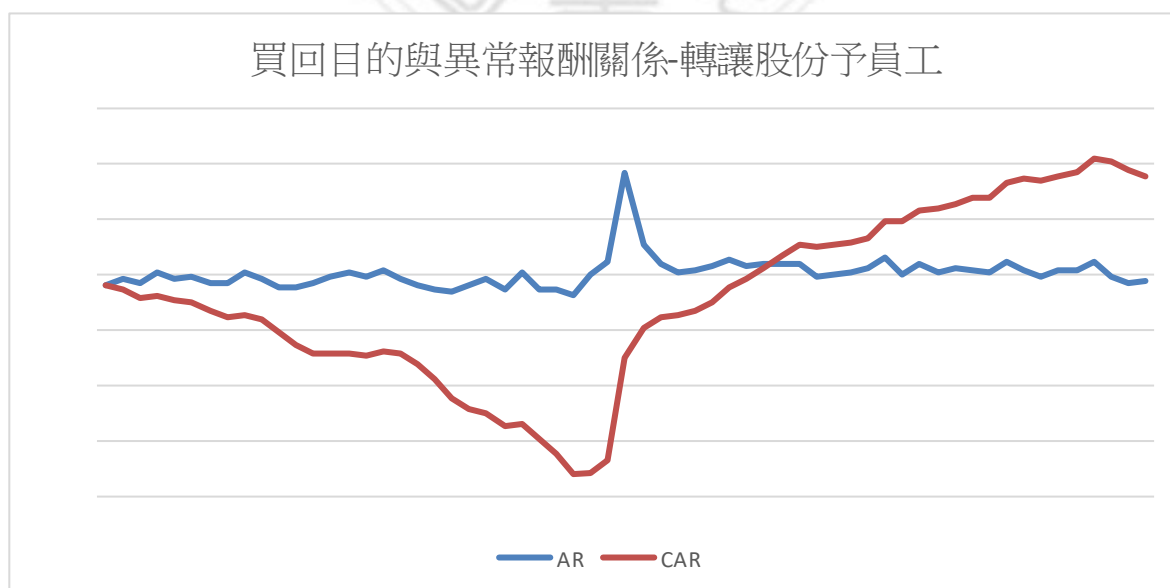


圖 4-3.2 買回目的與平均異常報酬-轉讓股份予員工

表 4-3 買回目的與異常報酬之關係

維護公司信用及股東權益					轉讓股份予員工			
Event Day	AR	t-Value	CAR	t-Value	AR	t-Value	CAR	t-Value
-30	-0.0814	-1.1286	-0.0814	-1.1286	-0.1904	-1.4367	-0.1904	-1.4367
-29	-0.0655	-0.9087	-0.1469	-1.4406	-0.0776	-0.5854	-0.2679	-1.4298
-28	-0.1493	-2.0702 **	-0.2962	-2.3714 **	-0.1621	-1.2234	-0.4301	-1.8738 *
-27	-0.1588	-2.2017 **	-0.4549	-3.1545 ***	0.0501	0.3778	-0.3800	-1.4338
-26	-0.0293	-0.4057	-0.4842	-3.0029 ***	-0.0630	-0.4752	-0.4430	-1.4950
-25	0.1026	1.4233	-0.3816	-2.1603 **	-0.0419	-0.3159	-0.4848	-1.4937
-24	0.0339	0.4707	-0.3476	-1.8221 *	-0.1604	-1.2103	-0.6452	-1.8403 *
-23	-0.0037	-0.0517	-0.3514	-1.7227 *	-0.1374	-1.0368	-0.7826	-2.0880 **
-22	-0.0517	-0.7174	-0.4031	-1.8633 *	0.0406	0.3065	-0.7420	-1.8665 *
-21	-0.0348	-0.4831	-0.4379	-1.9205 *	-0.0732	-0.5523	-0.8151	-1.9453 *
-20	-0.1192	-1.6532 *	-0.5571	-2.3296 **	-0.2172	-1.6389	-1.0323	-2.3489 **
-19	-0.1798	-2.4939 **	-0.7370	-2.9503 ***	-0.2284	-1.7238 *	-1.2607	-2.7466 **
-18	-0.1221	-1.6928 *	-0.8590	-3.3041 ***	-0.1505	-1.1355	-1.4112	-2.9537 **
-17	-0.0892	-1.2375	-0.9483	-3.5146 ***	-0.0223	-0.1681	-1.4335	-2.8912 **
-16	-0.0108	-0.1504	-0.9591	-3.4343 ***	0.0233	0.1759	-1.4102	-2.7478 **
-15	-0.1458	-2.0227 **	-1.1049	-3.8309 ***	-0.0433	-0.3271	-1.4535	-2.7423 **
-14	-0.0308	-0.4274	-1.1358	-3.8201 ***	0.0709	0.5353	-1.3826	-2.5306 **
-13	-0.0944	-1.3090	-1.2302	-4.0210 ***	-0.0561	-0.4236	-1.4387	-2.5591 **
-12	0.0494	0.6853	-1.1807	-3.7566 ***	-0.1716	-1.2948	-1.6103	-2.7879 **
-11	-0.2797	-3.8790 ***	-1.4604	-4.5288 ***	-0.2802	-2.1144 **	-1.8905	-3.1901 **
-10	-0.1229	-1.7039 *	-1.5833	-4.7915 ***	-0.3221	-2.4307 **	-2.2126	-3.6437 **
-9	-0.0848	-1.1767	-1.6681	-4.9322 ***	-0.2041	-1.5401	-2.4166	-3.8883 **
-8	-0.1598	-2.2155 **	-1.8279	-5.2857 ***	-0.0693	-0.5226	-2.4859	-3.9118 **
-7	-0.1746	-2.4214 **	-2.0025	-5.6687 ***	-0.2509	-1.8933 *	-2.7368	-4.2159 **
-6	-0.1194	-1.6562 *	-2.1219	-5.8854 ***	0.0488	0.3686	-2.6879	-4.0570 **
-5	-0.2644	-3.6667 ***	-2.3863	-6.4902 ***	-0.2622	-1.9785 **	-2.9501	-4.3662 **
-4	-0.1650	-2.2880 **	-2.5513	-6.8092 ***	-0.2762	-2.0842 **	-3.2263	-4.6857 **
-3	-0.1838	-2.5486 **	-2.7351	-7.1682 ***	-0.3683	-2.7795 ***	-3.5946	-5.1265 **
-2	-0.3395	-4.7085 ***	-3.0746	-7.9178 ***	0.0172	0.1300	-3.5774	-5.0132 **
-1	0.2714	3.7641 ***	-2.8032	-7.0975 ***	0.2484	1.8743 *	-3.3290	-4.5868 **
0	2.1225	29.4349 ***	-0.6807	-1.6954 *	1.8377	13.8682 ***	-1.4913	-2.0214 **
1	0.6020	8.3480 ***	-0.0787	-0.1930	0.5362	4.0465 ***	-0.9551	-1.2742
2	0.0968	1.3419	0.0180	0.0435	0.2050	1.5474	-0.7501	-0.9854
3	0.1551	2.1513 **	0.1732	0.4118	0.0256	0.1931	-0.7245	-0.9377
4	0.1013	1.4043	0.2744	0.6433	0.0883	0.6663	-0.6362	-0.8116
5	0.0797	1.1050	0.3541	0.8185	0.1452	1.0961	-0.4910	-0.6175
6	0.0570	0.7904	0.4111	0.9373	0.2588	1.9528 *	-0.2322	-0.2881
7	0.0189	0.2625	0.4300	0.9674	0.1763	1.3305	-0.0559	-0.0684

8	-0.0110	-0.1530	0.4190	0.9304	0.1894	1.4292	0.1335	0.1613
9	0.0185	0.2570	0.4375	0.9594	0.2077	1.5671	0.3411	0.4071
10	0.0948	1.3140	0.5323	1.1528	0.1926	1.4532	0.5337	0.6290
11	-0.0249	-0.3447	0.5074	1.0858	-0.0266	-0.2010	0.5071	0.5905
12	0.0209	0.2900	0.5283	1.1174	0.0185	0.1393	0.5255	0.6048
13	0.1195	1.6573 *	0.6478	1.3544	0.0386	0.2914	0.5641	0.6418
14	0.1895	2.6283 ***	0.8374	1.7311 *	0.1012	0.7640	0.6654	0.7485
15	0.0939	1.3018	0.9312	1.9041 *	0.2935	2.2146 **	0.9588	1.0669
16	0.1623	2.2506 **	1.0935	2.2120 **	-0.0002	-0.0015	0.9586	1.0553
17	0.1927	2.6726 ***	1.2862	2.5746 **	0.1856	1.4009	1.1443	1.2464
18	0.1271	1.7621 *	1.4133	2.8000 ***	0.0376	0.2836	1.1818	1.2741
19	0.0638	0.8851	1.4771	2.8970 ***	0.1059	0.7991	1.2877	1.3743
20	0.2384	3.3066 ***	1.7156	3.3315 ***	0.0894	0.6748	1.3771	1.4553
21	0.1434	1.9893 **	1.8590	3.5751 ***	0.0286	0.2157	1.4057	1.4712
22	0.0587	0.8144	1.9177	3.6531 ***	0.2408	1.8176 *	1.6466	1.7069 *
23	0.0335	0.4639	1.9512	3.6823 ***	0.0821	0.6196	1.7287	1.7753 *
24	-0.0717	-0.9944	1.8795	3.5146 ***	-0.0372	-0.2806	1.6915	1.7213 *
25	-0.0723	-1.0033	1.8071	3.3490 ***	0.0806	0.6083	1.7721	1.7871 *
26	0.0724	1.0034	1.8795	3.4524 ***	0.0945	0.7133	1.8666	1.8658 *
27	0.1612	2.2359 **	2.0407	3.7161 ***	0.2287	1.7262 *	2.0954	2.0764 **
28	0.1160	1.6080	2.1567	3.8938 ***	-0.0516	-0.3894	2.0438	2.0080 **
29	-0.0736	-1.0206	2.0831	3.7294 ***	-0.1531	-1.1553	1.8907	1.8420 *
30	0.1103	1.5295	2.1934	3.8946 ***	-0.1276	-0.9629	1.7631	1.7036 *

*、**與***分別代表 10%、5%、1%的顯著水準 CAR 平均累積異常報酬率

第五章 結論與建議

本研究主要探討庫藏股宣告日及其前後三十天對於上市上櫃公司股價異常報酬反應，樣本資料期間為四年，以 TEJ 及 Cmoney 自 2017 年至 2020 年採集樣本，實證研究除了針對公司於宣告期間之股價影響外，另亦分為電子類股、生技類股及傳統產業類股等進一步分析探討，可藉經由實證，了解企業庫藏股宣告實施期股價是否因此產生異常報酬之影響，。

本章旨在彙整本研究假說之實際驗證，結果資加以整合歸納分析，作成結論並進一步提出實務建議，可提供市場投資人在此宣告期間之投入思考方向與後續研究之建議來作為未來相關之研究的參考。

第一節 研究結論

本章節將研究結果綜合歸納成研究結論，說明如下，

(一) 上市電子類股宣告事件期對股價有正面的影響

本研究利用事件研究法，探討對於電子產業別的上市公司全體樣本之股價反應，實證結果發現，事件宣告日及前後三十天之全體股價在實施日當天 AR 有正向的顯著平均異常報酬率，而 CAR 在宣告日為負值無顯性表徵，可判別投資者有可能在宣告前已購買該公司之股票，反而在實施日無顯著異常報酬，投資人期待公司資金將投入自有股票，進而帶動股價上漲帶來的利潤，因此，可判別庫藏股實施有異常報酬率。

(二) 上市生技類股宣告事件期對股價有正面的影響

本研究利用事件研究法，探討對於生技產業別的上市公司全體樣本之股價反應，實證結果發現，事件宣告日及前後三十日之全體股價在實施日 AR 當天有正向的顯著平均異常報酬率，CAR 在實施日為負值無產生顯性之態樣，可判別投資者在實施日前已購入該公司之股票，並期待在實施日將投入公司資金買回自家股票而所帶來的上漲利潤，因此，可判別庫藏股實施有異常報酬率。

(三) 上市傳統產業類股宣告事件期對股價有正面的影響

本研究利用事件研究法，探討對於傳統產業別的上市公司全體樣本之股價反應，實證結果發現，事件宣告當日及前後三十日之全體股價在實施日 AR 當天為正向有顯著平均異常報酬率，而 CAR 在實施當日為負值，有顯著的平均累積異常報酬率產生，由此可說明投資者對於購入該公司股票有持續性的行為產生，並不會受到其市場環境是否有所影響而改變原先預期，並期待公司投入資金後購回所帶來的上漲利潤，因此，公司宣布庫藏股時有異常報酬率的產生。

(四) 買回目的之宣告事件期對股價有正面的影響

本研究利用事件研究法，探討對於公司實施庫藏股購回目的係因「維護公司的信用及股東權益」及「轉讓股份予員工」進行分析，實證結果發現，事件宣告日及前後三十日之全體股價在實施日當天 AR 有平均異常報酬率為顯著表現，而 CAR 在實施當日為負值，有顯著的平均累積異常報酬率產生，也就是說在公司宣布庫藏股時，兩者均有異常報酬率的產生。而以公司在購回目的中異常報酬率以「維護公司的信用及股東權益」相較於「轉讓股份予員工」來的顯著，因此，公司宣布庫藏股時有異常報酬率的產生。

。

第二節 研究貢獻

綜合上述研究結果，本論文提出的研究貢獻可分為下列三個面向，

一、學術方面

過去沒有針對電子類股、生技類股、傳統產業類股分類，本文是第一個提出；並採集本文資料從 2017 年到 2020 年具備完整性。藉以彌補過往多數研究期間略短之不足。

二、研究方面

本研究在進行評估公司庫藏股實施公佈日及前後 30 日對其股價之影響的假設，未針對取樣對象之產業類別，如：電子股、生技股及傳統產業股等不同而進行類別區分，藉以彌補部份研究文獻僅以某個產業為研究對象可能不足之處。

三、實務方面

本研究顯示出投資人對於公司宣告庫藏股等相關資訊之公佈或相關資訊揭露對於該企業未來之股價表現及可能隱含的獲利意義等，並沒有太多的重視，亦即投資人在評價是否購買該公司股票時，並不僅僅只是以其財務數字或消息面評斷是否有投資之價值，因此經營者或經理人應該在重視有形的獲益之外，亦應市場上投資人對參與買進意願增加，所產生的庫藏股實施能達到有效的期待值，讓投資人認同對公司未來經營發展釋放出一個很好的投資價值訊息。

第三節 研究建議

在後續相關研究方面，提出下列幾點作為未來衡量之參考建議，

- 一、本研究主要以台灣之上市公司為樣本對象，後續研究建議可以其他類股為研究樣本，例如上櫃公司，亦可以增加樣本採集，提高對股價之解釋能力，以期能進行更完整績效評估。
- 二、本研究僅針對公司實施庫藏股之正向資訊對於股價影響進行探討，建議未來以負向資訊報導作為事件日，觀察負面訊息揭露後對於股價市場之影響波動，或許其反應結果將可提供投資人另一參考方向。
- 三、雖然投資者目前取得相關財務報告書並能在公開觀測站獲取其相關資訊，因市場境或公司本身營運體質而延伸出多樣參考研究模式，並以提高相關資訊透明度可信度，降低投資人與企業之間資訊不對稱之現象。
- 四、近年來，國際情勢詭譎多變，各國之間因利益爭奪的衝突不斷上演，當前面臨諸多的經濟問題均歸咎於貿易對手以不公平的經濟制裁手段，從匯率操縱、廉價勞工與貨品傾銷等，造成各國貿易實質衝突！因此，造成投資人的信心較為薄弱。建議公司發布高品質之企業社會責任報告書，以提高相關資訊透明度及可信度，降低投資人與企業之間資訊不對稱之現象。

參考文獻

一、中文部分

王鑑豪(2011) 庫藏股宣告與投資人情緒:台灣股票市場之實證研究, 國立勤益科技大學工業工程與管理系未出版碩士論文。

田宜瑾(2019) 董、監事質押與公司股票漲跌存在關聯性, 輔仁大學企業管理學系未出版碩士論文。

江一鑫(2006), 因召開股東常會而暫停信用交易對股票報酬之影響—以台灣高電子股為例, 南華大學財務管理學系未出版碩士論文。

何冠樟(2016), 庫藏股宣告與股價異常報酬之實證研究, 國立臺灣大學國際企業學研究所碩士班未出版碩士論文。

李怡亭(2011), 主併公司融資決策與目標公司因應行為之探討。國立臺北商業技術學院, 國際商務系碩士班未出版碩士論文。

吳玉雲(2004), 股份買回宣告之股價行為實證分析: 逢甲大學商業及管理學門碩士班未出版碩士論文。

林鎮在(2003) 股價對應庫藏股買回之實證研究—以上市上櫃金融股為例: 大同大學事業經營研究所碩士在職專班未出版碩士論文。

林士傑(2004) 國內上市公司宣告實施庫藏股對股價之影響: 朝陽科技大學財務金融系碩士班未出版碩士論文。

林卓民、王凱立與吳宗保(2005) 台灣上市公司購回庫藏股目的決定因素以多元名義分數對模型之應用:

許榮峯(2007) 台股重新取得信用交易之效果研究, 朝陽科技大學財務金融系碩士班未出版碩士論文。

粘世杰(2008) 股權結構與庫藏股宣告效果—以台灣股市為例, 世新大學財務金融學研究所未出版碩士論文。

黃竹靜(2016), 庫藏股宣告之媒體效應研究, 國立雲林科技大學財務金融學系未

出版碩士論文。

邱鍵麟(2001)台灣上市公司實施庫藏股制度對股價影響之研究，長庚大學／企業管理研究所所未出版碩士論文。

詹閔閔(2008)台灣上市櫃公司實施庫藏股制度成效之研究，國文化大學會計研究所所未出版碩士論文。

莊澄祥(2003)，庫藏股與公司股價員工分紅配股及投資支出關聯性之研究，以台灣上市公司為例，中原大學企業管理學系未出版碩士論文。

游朝旭(2001)，庫藏股制度實施初期對於股價影響之探討，國立中山大學財務管理學系未出版碩士論文。

游智雄(2017)，贏家與輸家庫藏股宣告對股價之影響，國立宜蘭大學商業及管理學門未出版碩士論文。

郭清霽(2008)台灣上市金融公司宣告買回庫藏股股價反應之研究，國立交通大學管理學院碩士未出版碩士論文。

劉威麟(2016)我國上市公司實施購回庫藏股之動機，國立中正大學，財務金融系研究所碩士未出版碩士論文。

賴韋憲(2008)庫藏股購回的動機—生命週期理論之探討，賴韋憲(2008)元智大學，財務金融學系研究所碩士未出版碩士論文。

廖亞妮(2010)金控公司之社會責任指標對營運績效與公司價值之影響，國立高雄應用科技大學，商務經營研究所碩士未出版碩士論文。

廖志昌(2013)臺灣上市公司宣告實施庫藏股對股價異常報酬效應之探討，國立雲林科技大學財務金融學系未出版碩士論文。

陳昱州(2016)，投資人關注與股票報酬的影響，國立東華大學財務金融學系未出版碩士論文。

陳育良(2016)，庫藏股買回與股價淨值比對企業股價影響之研究，國立交通大學管理學院財務金融學程未出版碩士論文。

蔡欣哲(2003)台灣上市櫃公司買回庫藏股票對其股價影響之研究，中國文化大學會

計研究所未出版碩士論文。

蔡哲宇(2020)庫藏股買回之研究：公司特性的調節效果，國立高雄科技大學會計資訊系未出版碩士論文。

謝易東(2008)，宣告實施庫藏股制度與標的股價異常報酬反應之探討-以台灣上市公司為例，國立雲林科技大學財務金融學系未出版碩士論文。

二、英文部分

Asquith, P. and D. W. Mullins, Jr., 1986, “Signalling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues”

Dann, L. Y., 1981, “Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders,”

Ikenberry, D., J. Lakonishok and T. Vermalen, 1995, “Market underreaction to open market share repurchases,

Lintner, J., 1965, “The Valuation of Risk Assets and Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets,

Liu, Chao-Shin and D. A. Ziebart, 1997, “Stock Returns and Open-Market Stock Repurchase Announcements”

Lee, D. S., W. H. Mikkelson, and M. M. Partch., 1992, “Managers’ Trading around Stock Repurchases”

Vermaelen, T., 1981, “Common Stock Repurchases and Market Signaling”,
Journal of Financial Economics,

附錄、傳產業、電子業及生計醫療業庫藏股彙整表

206			199			17		
證券代碼	公司簡稱	事件日	證券代	公司簡稱	事件日	證券代碼	公司簡稱	事件日
1437	勤益控	20170807	2316	楠梓電	20170807	1598	岱宇	20171222
1598	岱宇	20171222	2323	中環	20170815	1707	葡萄王	20170104
1604	聲寶	20170811	2327	國巨	20170306	1733	五鼎	20170605
1626	艾美特-KY	20170306	2338	光罩	20170717	4737	華廣	20170314
1707	葡萄王	20170104	2365	昆盈	20170316	4737	華廣	20170403
1733	五鼎	20170605	2365	昆盈	20170511	4737	華廣	20170525
2008	高興昌	20171113	2365	昆盈	20170901	4155	訊映	20180921
2020	美亞	20170628	2461	光群雷	20170810	4164	承業醫	20180814
2020	美亞	20171227	2478	大毅	20170123	1736	喬山	20190726
2101	南港	20170111	3018	同開	20171017	1598	岱宇	20200224
2107	厚生	20170206	3038	全台	20170105	1598	岱宇	20200323
2107	厚生	20171225	3038	全台	20170220	1733	五鼎	20200320
2206	三陽工業	20170329	3041	揚智	20170320	1736	喬山	20200323
2206	三陽工業	20170527	3055	蔚華科	20170213	3164	景岳	20200420
2206	三陽工業	20170727	3060	銘異	20170123	3164	景岳	20200812
2236	百達-KY	20170818	3296	勝德	20170124	4106	雅博	20200501
2496	卓越	20170818	3321	同泰	20170329	4137	麗豐-KY	20200313
2504	國產	20170511	3518	柏騰	20170512			
2514	龍邦	20170309	3545	敦泰	20170515			
2636	台驊投控	20170113	3583	辛耘	20170515			
2841	台開	20170106	3661	世芯-KY	20170313			
2841	台開	20170222	5203	訊連	20170410			
2841	台開	20170421	5203	訊連	20171213			
2841	台開	20170621	6191	精成科	20170731			
2841	台開	20170823	6206	飛捷	20170927			
2841	台開	20171031	6269	台郡	20171102			
2841	台開	20171228	6414	樺漢	20170327			
3708	上緯投控	20170601	2303	聯電	20180308			
4306	炎洲	20171114	2303	聯電	20181106			
4414	如興	20170831	2312	金寶	20180321			
4737	華廣	20170314	2323	中環	20180921			
4737	華廣	20170403	2323	中環	20181115			
4737	華廣	20170525	2327	國巨	20180719			
6464	台數科	20170807	2362	藍天	20180209			
6464	台數科	20170927	2362	藍天	20180409			
6464	台數科	20171128	2362	藍天	20181115			
9802	鈺齊-KY	20170315	2363	矽統	20180511			
9919	康那香	20170123	2363	矽統	20181108			
1101	台泥	20180205	2365	昆盈	20180306			
1103	嘉泥	20181114	2385	群光	20180914			
1316	上曜	20180226	2387	精元	20181101			

1339	昭輝	20181112	2397	友通	20181120
1445	大宇	20181109	2408	南亞科	20181113
1447	力鵬	20180801	2408	南亞科	20181129
1454	台富	20181108	2419	仲琦	20181227
1473	台南	20180328	2425	承啟	20180117
1504	東元	20181224	2444	兆勁	20180423
1517	利奇	20181109	2444	兆勁	20180522
1587	吉茂	20180813	2455	全新	20180919
1587	吉茂	20181112	2459	敦吉	20181026
1589	永冠-KY	20180110	2461	光群雷	20180716
1589	永冠-KY	20181221	2461	光群雷	20181112
1626	艾美特-KY	20180103	2483	百容	20181221
1721	三晃	20181113	2492	華新科	20181102
2020	美亞	20180813	2495	普安	20181108
2020	美亞	20181030	3013	晟銘電	20181108
2107	厚生	20180910	3013	晟銘電	20181227
2107	厚生	20181112	3018	同開	20180822
2206	三陽工業	20180208	3021	鴻名	20181109
2233	宇隆	20180319	3032	偉訓	20181106
2236	百達-KY	20180118	3037	欣興	20181005
2239	英利-KY	20181114	3038	全台	20180302
2358	廷鑫	20181109	3038	全台	20180803
2496	卓越	20180817	3054	立萬利	20180112
2537	聯上發	20181108	3055	蔚華科	20181029
2610	華航	20180810	3058	立德	20180810
2630	亞航	20181108	3058	立德	20181112
2727	王品	20180919	3094	聯傑	20181212
2841	台開	20180222	3545	敦泰	20180727
2841	台開	20180426	3545	敦泰	20180824
2841	台開	20180531	3583	辛耘	20180919
2841	台開	20181220	3591	艾笛森	20181107
2911	麗嬰房	20180322	3661	世芯-KY	20180912
2911	麗嬰房	20181108	3679	新至陞	20180503
2929	淘帝-KY	20181112	4916	事欣科	20181030
2936	客思達-KY	20180326	4943	康控-KY	20181113
2939	凱羿-KY	20180711	4977	眾達-KY	20180504
2939	凱羿-KY	20181106	4977	眾達-KY	20181031
3708	上緯投控	20180206	5203	訊連	20181107
4155	訊映	20180921	5243	乙盛-KY	20181106
4164	承業醫	20180814	5388	中磊	20180912
4414	如興	20180511	5469	瀚宇博	20180731
4414	如興	20180723	6116	彩晶	20181108
4566	時碩工業	20181112	6197	佳必琪	20180323
4763	材料-KY	20181109	6197	佳必琪	20181005
5522	遠雄	20180928	6226	光鼎	20181109
6464	台數科	20180814	6269	台郡	20180612

6464 台數科	20181031	6412	群電	20180914
6625 必應	20181113	6416	瑞祺電通	20181008
8478 東哥遊艇	20180428	6426	統新	20181023
8478 東哥遊艇	20181119	6449	鈺邦	20181109
8499 鼎炫-KY	20180514	6456	GIS-KY	20180130
9934 成霖	20181009	6531	愛普	20181009
1101 台泥	20190513	6591	動力-KY	20180810
1528 恩德	20190626	8110	華東	20181210
1587 吉茂	20191112	8112	至上	20180221
1736 喬山	20190726	8213	志超	20180508
2020 美亞	20190125	2303	聯電	20190425
2611 志信	20190326	2362	藍天	20190619
2841 台開	20190125	2409	友達	20190910
2841 台開	20190327	2425	承啟	20191015
2841 台開	20190530	2436	偉詮電	20190807
2841 台開	20190731	2451	創見	20191108
2841 台開	20191031	2495	普安	20190903
2904 匯僑	20190125	3013	晟銘電	20191107
2908 特力	20190429	3031	佰鴻	20190812
2908 特力	20190805	3038	全台	20190108
2911 麗嬰房	20190903	3055	蔚華科	20190124
2911 麗嬰房	20191107	3058	立德	20190329
6464 台數科	20190612	3257	虹冠電	20191231
8374 羅昇	20190121	3481	群創	20190716
8473 山林水	20190522	3481	群創	20190821
8482 商億-KY	20190627	3530	晶相光	20190813
1101 台泥	20200323	3543	州巧	20190129
1103 嘉泥	20200326	4967	十銓	20191102
1219 福壽	20200408	4976	佳凌	20191106
1310 台苯	20200325	6451	訊芯-KY	20190109
1313 聯成	20200316	6531	愛普	20190515
1313 聯成	20200611	8110	華東	20191122
1313 聯成	20200807	8213	志超	20190322
1314 中石化	20200330	9912	偉聯	20190509
1445 大宇	20200323	9912	偉聯	20190808
1454 台富	20200323	2303	聯電	20200608
1455 集盛	20200323	2312	金寶	20200331
1455 集盛	20200819	2338	光罩	20200806
1455 集盛	20201116	2340	光磊	20201109
1517 利奇	20200326	2353	宏碁	20200313
1528 恩德	20200709	2362	藍天	20200302
1531 高林股	20200327	2365	昆盈	20200319
1532 勤美	20200513	2365	昆盈	20200521
1536 和大	20200327	2369	菱生	20200617
1558 伸興	20200327	2375	凱美	20200409
1587 吉茂	20200106	2402	毅嘉	20200728

1587	吉茂	20200323	2413	環科	20200326
1597	直得	20200323	2417	圓剛	20200325
1598	岱宇	20200224	2426	鼎元	20200327
1598	岱宇	20200323	2428	興勤	20200330
1605	華新	20200413	2454	聯發科	20200323
1605	華新	20200805	2455	全新	20200320
1709	和益	20200514	2459	敦吉	20200324
1718	中纖	20200323	2460	建通	20200812
1727	中華化	20200812	2460	建通	20201112
1733	五鼎	20200320	2461	光群雷	20200316
1736	喬山	20200323	2462	良得電	20200330
1817	凱撒衛	20200327	2472	立隆電	20200325
1905	華紙	20200515	2474	可成	20200318
2023	燁輝	20200316	2481	強茂	20200324
2030	彰源	20200316	2483	百容	20200324
2030	彰源	20200507	2495	普安	20200326
2031	新光鋼	20200320	2495	普安	20200508
2069	運錫	20200323	3013	晟銘電	20200313
2107	厚生	20200323	3015	全漢	20200320
2206	三陽工業	20200204	3021	鴻名	20200320
2206	三陽工業	20200323	3022	威強電	20200325
2206	三陽工業	20200525	3027	盛達	20201228
2206	三陽工業	20200731	3030	德律	20200323
2231	為升	20200325	3031	佰鴻	20200323
2496	卓越	20200423	3032	偉訓	20200319
2504	國產	20200318	3038	全台	20200324
2514	龍邦	20200317	3041	揚智	20200319
2524	京城	20200316	3058	立德	20200304
2524	京城	20200622	3058	立德	20200327
2547	日勝生	20200323	3059	華晶科	20200203
2601	益航	20200206	3059	華晶科	20200323
2611	志信	20200212	3094	聯傑	20200302
2611	志信	20201116	3231	緯創	20200325
2636	台驊投控	20200319	3257	虹冠電	20200312
2911	麗嬰房	20200210	3296	勝德	20200318
2929	淘帝-KY	20200813	3305	昇貿	20200320
2939	凱羿-KY	20200225	3543	州巧	20201012
2939	凱羿-KY	20200714	3591	艾笛森	20200401
3052	峯典	20200330	4906	正文	20200324
3164	景岳	20200420	4912	聯德控股-	20200326
3164	景岳	20200812	4961	天鈺	20200327
3708	上緯投控	20200324	4976	佳凌	20200319
4106	雅博	20200501	5203	訊連	20200325
4137	麗豐-KY	20200313	5203	訊連	20200813
4306	炎洲	20200311	5203	訊連	20201014
4306	炎洲	20200514	5203	訊連	20201228

4414 如興	20200326	5258	虹堡	20200327
4414 如興	20200923	5388	中磊	20200319
4439 冠星-KY	20200326	6116	彩晶	20200804
4532 瑞智	20200414	6141	柏承	20200313
4540 全球傳動	20200420	6191	精成科	20200324
4722 國精化	20200808	6205	詮欣	20200324
4739 康普	20200319	6226	光鼎	20200313
4763 材料-KY	20200318	6269	台郡	20200324
4764 雙鍵	20200513	6269	台郡	20200401
5283 禾聯碩	20200324	6283	淳安	20201224
5515 建國	20200330	6438	迅得	20200319
5522 遠雄	20200331	6442	光聖	20200121
5531 鄉林	20200319	6451	訊芯-KY	20200428
5706 鳳凰	20200324	8011	台通	20200320
6288 聯嘉	20200410	8103	瀚荃	20200430
6464 台數科	20200325	8104	鍊寶	20201104
6641 基士德-KY	20200331	8110	華東	20200325
6655 科定	20200318	8213	志超	20200324
6655 科定	20200715	8261	富鼎	20200430
8462 柏文	20200324	8271	宇瞻	20200326
8478 東哥遊艇	20200811			
8482 商億-KY	20200330			
9802 鈺齊-KY	20200323			
9939 宏全	20200324			
9943 好樂迪	20200320			
9946 三發地產	20200730			
9946 三發地產	20200924			
合計次數	206	合計次數	199	合計次數
				17