

庫藏股制度對股票價格的宣告效果 —台灣上市公司的實證研究

THE ANNOUNCEMENT EFFECT OF STOCK REPURCHASE ON SHARE PRICES: AN EMPIRICAL ANALYSIS ON THE TAIWAN STOCK EXCHANGE

陳達新

淡江大學財務金融系

Dar-Hsin Chen

Department of Banking and Finance

Tamkang University

摘 要

本文的主要目的在研究庫藏股制度對台灣上市公司股票價格的宣告效果，第一個部分為相關庫藏股法案事件對整體股票上市產業的影響，而第二個部分則為庫藏股宣告效應的實證。實證結果發現庫藏股法案的事件的確對上市各產業產生影響，但不同產業所受到的影響也不同。本研究同時發現就宣告之前的股價表現來看，公司購回股票主要目的應該是在自家股票價格的穩定與維持上，並以電子業與傳統產業在此方面的效果較強烈。就庫藏股的宣告對股價的穩定效果方面，庫藏股的宣告可以使股價擺脫低迷走勢而有回升穩定的趨向，所以以庫藏股作為穩定股價的機制，其效果基本上是顯著且有效的。

關鍵詞：庫藏股、事件研究、多元迴歸模型、超額報酬

ABSTRACT

The main purpose of this paper is to investigate the announcement effects of stock repurchase on the share prices of firms listed on the Taiwan Stock Exchange. We empirically evaluate the price effects of a series of legal events leading to the passage of the Stock Repurchase Act in August 2000 and also examine the stock repurchase announcement effects across firms and different industries. We observe that those legislation events affect stock prices but the degree of influence is varied across industries. Also, based on the stock price performance,

we find that the stock repurchases are mostly motivated by the intention of stabilizing and maintaining firm's stock prices. This phenomenon is more apparent in the electrical and traditional industries. The stock repurchase announcement can boost the stock price as well and its function as a price stabilization mechanism is basically successful.

Key Words: Stock Repurchase, Event Study, Multivariate Regression Model, Abnormal Return

壹、前言

台灣的庫藏股制度自 89 年 6 月 30 日經立法院三讀通過證券交易法修正條文，並經總統於同年 7 月 19 日公佈之後，財政部證券暨期貨管理委員會立即於同年的 8 月 7 日公佈上市上櫃公司買回本公司股份辦法，並在 9 日正式實施生效。從此我國就正式的開始實行庫藏股制度，並且使得公司得以合法的在公開市場中買回自家公司的股票。截至 90 年 2 月 16 日止，在此短短的六個月期間，已向證期會申報買回本公司股份的案件者，即已經多達 364 件，其中上市公司有 247 件(168 家)，上櫃公司有 117 件(68 家)。在買回庫藏股之上市上櫃公司申報 364 件中，為轉讓股份予員工為目的者計 247 件，為股權轉換之目的者計 4 件，為維護公司信用及股東權益之用者計 113 件。¹

庫藏股制度的實行其實過程十分波折，早在民國 86 年亞洲金融危機剛爆發時，財政部便已開始討論庫藏股制度的建立，但由於當時社會上普遍對於此一制度可能產生的弊端質疑，且當初提出討論時相關的配套方案並不完備，因此該項法案遲遲無法在立法院三讀過關，

直到 89 年該項法案才在眾多主客觀因素配合之下順利通過。

雖然庫藏股實施的目的有主要三種，但是政府當初推動庫藏股制度的目的很明顯的在於護盤，亦即維持當時大幅下跌股票市場上的穩定，但是是否庫藏股的實行就真的會有護盤的效果呢？本研究將以實際的證據來驗證。在庫藏股實行後，台灣的上市上櫃公司紛紛宣告購回自家公司股票，用以捍衛自己公司的股價，維持公司的股票價格在應有的水準之上。依照國外所得的實證結果，公司於宣告購回庫藏股之後，對投資人而言等於是公司發出一項對未來樂觀的訊息，因此宣告公司的股價往往會有一波上漲的行情。而在本研究中我們所感興趣的是台灣的證券市場上是否也和國外的情形一樣，存在著庫藏股宣告的行情呢？且不同產業內的公司其宣告後股價的表現是否也會有所差異呢？這一些問題，我們將在本研究中深入探討之。

因此本研究的主要目的在於研究庫藏股制度對台灣上市公司股價的效果，庫藏股制度的實施對台灣而言是一個全新的經驗，雖然有國外的情況可以對照，但畢竟公司型態、市場組織、經濟

結構、法令等等都不同，國外之庫藏股規範與我國之買回辦法也存在顯著的差異，因此台灣的結果如何將是一個很重要的研究議題。本研究的結果不僅可以對庫藏股制度提供一個來自開發中市場的證據，更可以給我國政府與實務界評估庫藏股制度成果時的參考。我們將從庫藏股法案對不同產業的影響開始談起，再進一步的探討個別公司進行庫藏股宣告對其股價的影響。本研究除第一節前言外，其餘組織結構如下：第二節則為相關文獻討論，第三節說明本文使用之資料與處理方法，以及解釋兩種事件研究法的理論基礎。第四節則為實證結果與分析。第五節則總結本文。

貳、文獻回顧

首先股票購回的行為可以視為管理當局對公司價值被市場低估而所發出的訊息，藉由宣告股票購回的消息，可以讓投資人瞭解公司對於未來的盈餘與股價的表現是否深具信心，而使公司的股價能正確的反映在其應有的水準，此即所謂的信號發射假說。也就說在資訊不對稱的情況下，公司宣布買回自家的股票對市場而言是一個利多的消息。

學者的實證研究大多支持此一理論。如 Vermaelen (1981) 發現，不管是在公開市場中買回或者是以股票收購 (Tender Offer) 的方式購回庫藏股，買回自家股票的公司，在購回宣告後該公司的股價會有回升的現象，而股價上升最合理的解釋理由為資訊或訊號傳遞假說。比較股票收購與公開市場購回的兩

種購回方式，股票收購的方式能為宣告公司帶來的超額報酬顯著的高於公開市場購回的方式。Dann (1981) 指出公司宣告進行股票購回，確實可以傳達給投資人管理當局對未來經營前景看好的預期。宣告期間普通股股東大約可以獲得 15% 的報酬，可轉換公司債的持有人則大約有 3%。

Netter 與 Mitchell (1989) 同樣也支持庫藏股的購回宣告對股價有正面的影響，他們同時也發現宣告購回的公司，在宣告之前均有股價異常下跌的現象。Liu 與 Ziebart (1997) 則嘗試解釋公司宣告購回庫藏股造成公司股價的過度反應的原因。實證研究的樣本為 1984 年至 1989 年間宣告購回的 244 家公司，分別以宣告期間的後 10 日、30 日與 60 日的累積異常報酬為自變數，整體宣告期間的累積異常報酬為應變數，進行橫斷面的迴歸分析。實證的結果顯示，購回庫藏股的宣告使股價產生過度反應的上漲現象，而且在宣告反應期間上漲幅度越大的公司，其所得的結果就越為顯著。而宣告購回庫藏股股數越多且規模越小的公司，該公司股價上漲的幅度就越為顯著，但是卻沒有足夠的證據可以解釋此為規模效應。另外 Hertz (1991) 則討論同產業內之廠商，進行股票購回時對產業內之競爭對手股價之影響。結果指出，對宣告股票購回的個別公司而言，該項股票購回之宣告可以為宣告公司帶來顯著且為正的超額報酬 11.87%。而對競爭對手的股價影響方面，雖然這一些競爭公司儘管在宣告日前、宣告日、宣告日後都有負的超額報酬，但這一些數值在統計上並非顯著。儘管沒有得到公司的宣告對競爭對手會有顯著的負面影

響，但是亦沒有發現競爭對手的股價會隨宣告公司的股價而上升。

Lee、Mikkelson 與 Partch (1992) 主要研究管理當局於股票購回期間的交易行為，並比較不同方式的購回對管理者交易行為的影響。結果指出在以管理者的交易次數作為交易行為的衡量時，宣告日的前後六個月的區間中，交易次數有顯著不尋常的現象。若以買與賣的次數作為交易行為的指標，在宣告日的前一個六個月區間，宣告公司買的次數顯著的高於未宣告公司，而在宣告日後的各個區間，管理當局賣得次數顯著的低於比較的樣本。若以淨買入或淨賣出作為交易行為的衡量，發現在宣告日前一個區間，淨買入的公司顯著的多於比較樣本淨買入的公司數。至於不同購回方式對交易行為的影響，作者發現在固定價格的收購下，有 35% 的公司有淨買入現象，顯著的高於比較樣本的 24.6%。

Raad 與 Wu (1995) 探討內部交易人於庫藏股宣告期間其交易行為對股價的影響，採用 1982-1990 年宣告股票購回之 204 家公司進行實證分析。研究結果發現當公司宣告股票購回時，在宣告日的前一天與事件日當天，投資人分別可以獲得 1.94%，0.86% 的超額報酬。當管理當局所持有的股數越多時，宣告股票購回時，投資人所能夠獲得的超額報酬就越大。還有當購回的股數成數越大，則投資人的超額報酬也越大。

至於庫藏股相關的文獻中，由於台灣庫藏股的真正實行是在 89 年的 8 月，在此之前國內庫藏股相關的實證研究主要是介紹以子公司買回自家股票，作為變相實行庫藏股的方法。²毛治文(1999)

蒐集民國 86 至 87 年間上市公司透過子公司購回庫藏股之資訊，及上市公司內部關係人股權異動申報之資計，探討上市公司透過子公司購回股票是否產生異常報酬及購回前內部關係人申報股權異動之股數，以了解內部關係人於購回庫藏股前之股票交易行為。研究結果發現子公司購回母公司庫藏股後，股價會有顯著上升，尤其以購回後第一天最為顯著，此與信號發佈假說相符。此外異常報酬與購回庫藏股比例之關係並無顯著之關連性。

在庫藏股制度正式施行之後，許兆億 (2001) 研究實施庫藏股制度公司的股價績效及公司行為，討論庫藏股制度公司的資訊內涵及和公司特徵、預計買回股數、執行結果、買回頻率的決定因素。其主要實證結果同樣也發現於庫藏股宣告日之後，公司股價均有顯著的正向累積異常報酬。鄭桂蕙 (2002) 同樣的研究宣告買回庫藏股之市場反應及其影響因素，結果發現股價在庫藏股立法初期有正面顯著之回應，降低庫藏股操作困難度或解除指撥特別盈餘公積規定等等事件對股價有也正向的效果。另外宣告買回樣本之股票累積異常報酬顯著高於未宣告買回之樣本，維護股東權益買回目的者之股票累積異常報酬顯著高於轉讓與員工為目的者，宣告買回比率愈多市場反應愈佳。

參、研究資料與研究方法

本文主要在探討庫藏股制度對台灣上市公司股票價格的影響，並以兩種不

同的實證方式分別對一系列有關庫藏股法案的通過，與公司宣告實行庫藏股的宣告效果進行實證。因此在研究設計與研究方法上分為兩個部分，第一個部分的重點在於庫藏股法案施行對台灣股票上市產業所造成的影響，在這一部份的實證中，所使用的模型為 Zellner (1962) 的近似無相關多元迴歸模型 (Seemly Unrelated Regression, SUR) 而第二個部分的重點則是探討當個別公司宣告實行庫藏股制度時，是否會對該公司的股票價格存在著宣告效果，並比較不同產業的公司其宣告效果是不是有任何差異，在這一部份所使用的實證方法為 Brown 與 Warner (1980, 1985) 所使用之傳統事件研究法。

一、研究期間與資料說明

本篇研究主要針對兩個主題進行實證，第一個主題為庫藏股法案的通過對上市產業股價的影響，主要的研究期間為庫藏股開始正式討論日 (86 年 10 月 30 日) 到法案正式生效實行日 (89 年 8 月 9 日)，研究的樣本包含此期間產業類股與大盤的日報酬率。³

而在第二主題庫藏股宣告效果的實證上，實證期間為第一家宣告實行庫藏股的 89 年 8 月 9 日⁴ 到 89 年的 12 月 22 日⁵。在這一部份當中，由於我們的重點在於當公司第一次宣告行使庫藏股制度的宣告效果，因此排除在這一段時間中公司所進行的第二次或是第三次購回的宣告。在此一基礎下上市宣告公司計有 153 家，因此總共有 153 個宣告日樣本。實證資料種類有大盤日報酬率、類股日報酬率、和個股日報酬率，來源皆來自台灣經濟新報資料庫。

二、事件日選取標準

本研究主要使用的實證方法是事件研究法，而在事件研究法中最重要的便是事件日的定義。在第一部份庫藏股法案通過對台灣股票市場影響的實證中，其所選取的事件日來源主要為台灣的各大報紙刊物，並以行政院所發佈的各項公告與新聞稿作為新聞的佐證。在這一部份的事件日選取標準，我們以該項事件實際發生的時間當做為我們的事件日，而非以刊載於報章雜誌的時點作為事件日，目的在於避免實證上所造成的誤差。在此一基礎下我們選取了在 86 年至 89 年間較為重要的事件一共有 11 個 (見表 1)。

而在第二部分公司宣告實行庫藏股的事件日選取上，依照目前已經通過的上市上櫃公司買回本公司股份辦法規定，公司若欲買回自家公司的股票，其必須經過公司董事會決議通過並公告之。由於公司於決議到公告的這一段時間常常會有時間上的落差，為了充分瞭解股票市場對購回宣告的反應，在此一部份我們以公司董事會決議通過的日期作為該公司購回宣告的事件日。

三、多元迴歸模型之研究設計

依據學者的建議，如 Binder (1985)、Cornett 與 Tehranian (1990)、Sinkey (1999)，在討論法令改革對於股價所產生的衝擊影響時，採用 Zellner (1962) 的近似無相關多元迴歸模式 (Seemly Unrelated Regression, SUR) 作為研究事件影響的方法似乎是一項不錯的選擇，因為使用 SUR 好處有：

1. 將各個等式的異質性與分配的同步相

表 1 我國庫藏股法案重要的相關事件日

事件	日期	重點敘述
1	1997 年 10 月 30 日	因應金融危機，庫藏股制度正式在行政院會討論
2	1997 年 11 月 10 日	庫藏股法案在立法院遭在野的委員杯葛
3	1997 年 12 月 03 日	庫藏股法案在立法院完成一讀
4	1997 年 12 月 30 日	證期會對該庫藏股法案進行修正
5	1998 年 09 月 11 日	行政院將此庫藏股制度列為溝通立院本會期優先審查法案
6	1999 年 01 月 15 日	庫藏股法案再次列為立院將通過法案之一
7	1999 年 05 月 10 日	行政院舉行政務會談，討論公司法修正案，導入庫藏股制度
8	1999 年 11 月 29 日	公司法部分條文修正草案於行政院初審通過
9	2000 年 06 月 30 日	立法院三讀通過的證交法第二十八條之二有關庫藏股制度之規定
10	2000 年 07 月 12 日	庫藏股制度的買回股份辦法草案於證期會達成共識
11	2000 年 08 月 09 日	庫藏股制度正式生效實施

關融入假設檢定中，因此可以避免傳統事件研究法所可能會引發的一些問題。

2. 方便進行聯合檢定，以便研究某一事件對各個產業的相關影響。

在本研究中我們所關心的重點在於庫藏股法案的實行對台灣不同上市產業股價的影響，因此我們首先將上市公司按產業分類。但是依照 Binder (1985) 的研究指出，使用 SUR 模型時當等式超過 15 條時，檢定時檢定統計量便會產生偏誤。因此我們以紡織、營建、電線電纜、鋼鐵與電機機械作為傳統產業的代表，而將其他的產業例如水泥業和食品業忽略。因此多元迴歸模式即為下式(1)：

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_{i1}RM_{t-2} + \beta_{i2}RM_{t-1} + \beta_{i3}RM_t + \beta_{i4}RM_{t+1} + \beta_{i5}RM_{t+2} + \sum_{k=1}^{11} \gamma_{ik} D_{kt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中 R_{it} 為各個產業在 t 日的加權平均類股日報酬率 ($i=1$ 為電子股、2 為金融股、3 為紡織股、4 為營建股、5 為電線電纜股、6 為鋼鐵股、7 為電機機械股)；

RM_t 為在 t 日的台灣發行量加權股價指數日報酬率；

D_{kt} 為一虛擬變數，當某事件日 (共有 11 個) 發生時其值為 1，若非事件日其值為 0。

我們加入加權股價指數報酬率的落差項進入多元迴歸模式，此與 Binder (1985) 在探討多項法規改變對美國股市的影響時的方法有些不同。但是依照 Cornett 與 Tehranian (1990)、Sinkey (1999) 的建議，加入市場報酬的落差項作為解釋變數，可以改善迴歸模式中非同步交易 (Nonsynchronous Trading)

的影響。使用多元迴歸模式的最大好處在於方便進行聯合檢定，所以我們就利用多元迴歸模式來研究庫藏股法令的通過對台灣各個產業的影響，因此我們主要進行的假設檢定主要有下列三項：

假設檢定一：每一個產業其因庫藏股法案的變動的超額報酬全部為 0。

在此一假設檢定中，我們最主要是在於對 γ_{ik} ($i=1,2,\dots,7, k=1,2,3,\dots,11$) 進行檢定，因此我們的虛無假設為：

$$H_0: \gamma_{ik} = 0, \forall_{i,k}$$

假設檢定二：某一特定事件對所有產業的報酬影響皆為 0。

在本研究中我們選取了 11 個在法案通過的過程中影響較大的事件日，但是在這 11 個事件日中，究竟哪一個事件對於產業的影響較巨，我們將在此一假設檢定中探討。而在本項檢定中，我們所使用的虛無假設為：

$$H_0: \gamma_{ik} = 0, \forall_i$$

假設檢定三：庫藏股法案的改變對各個產業的影響都一致。

根據理論的解釋，庫藏股法案的通過對股價是有利的消息，在此我們所關心的是，究竟庫藏股制度對哪一種產業的影響較大。我們將比較電子產業、金融與一般所謂的傳統產業在各個事件日的反應是否一致，在此我們所使用的假設檢定為：

$$H_0: \sum_{k=1}^{11} \gamma_{ik} = \sum_{k=1}^{11} \gamma_{jk}, \forall_{i,j} (i \neq j)$$

四、傳統事件研究法之研究設計

本研究的第二個實證方法採用市場模式 (Market Model) 來估計股票在事件窗口 (Event Window) 期間的異常報酬率 (Abnormal Returns, AR)。首先我們以公司董事會決議通過購回庫藏股的當日作為事件日 ($t=0$)，並以宣告日的前 110 個交易日 ($t=-110$) 至宣告日的前 21 個 ($t=-21$) 交易日共 90 個交易日作為評估期間 (Estimation Period)，其目的在於評估樣本公司股票與市場投資組合報酬率之間的關係，其數學模式如式(2)：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad t=-110, \dots, -21 \quad (2)$$

其中：

R_{it} 代表 i 公司在第 t 天之報酬率，

R_{mt} 則代表市場投資組合在 t 天的日報酬率⁶，

α_i 代表截距項，

β_i 代表斜率，也就是公司的系統風險，

ε_{it} 則是 i 公司第 t 天的誤差項。

利用評估期間的個別證券報酬與市場指數的報酬進行普通最小平方迴歸分析後，可以分別求得 α_i 與 β_i 的最佳估計值 $\hat{\alpha}$ 與 $\hat{\beta}$ ，再以這兩個估計出來的參數值求出事件窗口期間的預期報酬率。至於異常報酬率則是利用事件窗口期間的實際股票日報酬率扣除估計出來的預期日報酬率而得，其計算方式如式(3)：

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt} \quad t=-20, \dots, +20 \quad (3)$$

由於事件研究法所關切的並不是每一個別證券的異常報酬，而是所有樣本公司股價對庫藏股宣告的反應。因此在求出每一證券的異常報酬率之後，再按照以宣告日為基準的相對時間順序將事件期間的異常報酬率予以加總，然後除以樣本數而求出平均異常報酬率：

$$\overline{AR}_i = \frac{\sum_{t=-20}^{+20} AR_{it}}{N} \quad t=-20, \dots, +20$$

為了瞭解某一特定期間的累積效果或異常報酬率的變化，我們將觀察期間內某一特定期間的平均異常報酬率予以累加以求得累積異常報酬率(Cumulative Abnormal Return, CAR)，其計算方式如下：

$$CAR = \sum_{t=p}^q \overline{AR}_i$$

其中 p 表示 CAR 計算的開始日，而 q 則表示計算 CAR 的終止日。

另外在統計檢定方面，首先必須計算 AR 與 CAR 的變異數，事件研究法中變異數的求算方法相當多，本研究採用普通橫斷面法 (Ordinary Cross-Sectional Method) 以及標準化橫斷面法 (Standardized Cross-Sectional Method)。Brown 與 Warner (1985) 就認為普通橫斷面法在的事件日增加變異的情況之下檢定力較佳，Boehmer、Musumeci 與 Poulsen (1991) 則認為標準化的橫斷面法在任何情況之下普遍而言有較佳的檢定力。因此本研究所使用的檢定統計量就是分別依照標準化橫斷面法所求得的 Z 值，與普通橫斷面法所求得的 T 值，作為檢定異常報酬與累積

異常報酬的檢定統計量。

肆、實證結果

實證的結果將分三個部分說明。第一部分為一系列有關庫藏股法案的審查通過對上市產業的影響，第二部分為上市公司實行庫藏股的價格宣告效果，第三部分為比較不同產業 (金融、電子、與傳統產業) 其公司股價對庫藏股宣告的股價反應是否存在差異。

一、庫藏股法案對上市產業的影響

(一) 假設檢定一與二的檢定結果

在前面我們所提到的假設檢定一中，我們所要瞭解的是在所選取的 11 個庫藏股法案相關的事件日中，其是否對上市公司 (共劃分為 7 種產業) 產生任何股價的影響。實證的結果指出，其檢定統計量 F 值為 6.8，在 99% 的信心水準下拒絕虛無假設，即 11 個庫藏股的相關事件對產業股價的波動是有實質影響的。

至於假設檢定二，其為特定事件日對各產業影響的檢定，我們藉由表 2 說明之。就電子業而言，在我們所列的 11 個事件日中，顯著的有第 1 (-4.19%， $t = -5.57$) 第 2 (1.78%， $t = 2.41$) 第 8 (-1.24%， $t = -1.68$) 與第 9 (-1.65%， $t = -2.24$) 個事件日。第 1 個事件日為 86 年 10 月 30 日，當時由於台灣股市連連重挫，政府為了拯救股市，行政院提出各種的護盤措施，而庫藏股制度亦在此時正式的受到討論，然而電子業在此一

表 2 股價對庫藏股事件的反應(F 統計量)

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_{i1}RM_{t-2} + \beta_{i2}RM_{t-1} + \beta_{i3}RM_t + \beta_{i4}RM_{t+1} + \beta_{i5}RM_{t+2} + \sum_{K=1}^{11} \gamma_{ik} D_{kt} + \varepsilon_{it}$$

事件	A.產業別							B.F-test
	電子	金融	紡織	營建	電線電纜	鋼鐵	電機機械	
1	-4.19479	3.14800	1.24252	1.70579	1.25940	-0.02188	0.94089	6.30***
	(-5.57)***	(4.00)***	(1.53)	(1.65)*	(1.17)	(-0.02)	(1.29)	
2	1.77745	-0.89279	-0.61237	-0.62470	-0.79890	-0.52220	0.17689	1.31
	(2.41)**	(-1.16)	(-0.77)	(-0.61)	(-0.76)	(-0.59)	(0.25)	
3	-0.21003	-0.75133	2.11168	0.73573	0.44978	1.95911	-0.43487	2.32**
	(-0.28)	(-0.97)	(2.64)***	(0.72)	(0.43)	(2.22)**	(-0.61)	
4	0.01973	-0.21695	-0.14374	0.88528	-0.26168	0.43867	0.10399	0.25
	(0.03)	(-0.28)	(-0.18)	(0.88)	(-0.25)	(0.50)	(0.15)	
5	0.26725	-0.99390	-0.64720	0.37071	0.09329	0.27057	-0.17008	0.69
	(0.36)	(-1.29)	(-0.82)	(0.37)	(0.09)	(0.31)	(-0.24)	
6	-0.96898	1.91948	-1.09289	0.10273	-0.98465	-0.01972	-0.05803	1.51
	(-1.32)	(2.49)**	(-1.37)	(0.10)	(-0.94)	(-0.02)	(-0.08)	
7	-0.25602	0.69263	-0.52541	0.03300	-0.61808	0.90067	-0.08748	0.43
	(-0.35)	(0.90)	(-0.66)	(0.03)	(-0.59)	(1.03)	(-0.12)	
8	-1.23884	2.13776	0.33246	2.60254	2.17582	1.08794	1.36942	2.70***
	(-1.68)*	(2.78)***	(0.42)	(2.57)**	(2.07)**	(1.24)	(1.92)*	
9	-1.64665	3.35805	2.75207	1.10625	3.11448	1.10199	1.46693	7.60***
	(-2.24)**	(4.36)***	(3.46)***	(1.09)	(2.96)***	(1.25)	(2.06)**	
10	0.59408	-1.33887	-1.08997	-1.88498	0.25721	-1.04841	0.01441	1.53
	(0.81)	(-1.74)*	(-1.37)	(-1.86)*	(0.24)	(-1.19)	(0.02)	
11	0.22525	-0.19245	-0.99114	-2.15316	-0.75752	-0.16324	-0.20353	0.97
	(0.31)	(-0.25)	(-1.25)	(-2.12)**	(-0.72)	(-0.19)	(-0.29)	

*表示 10%的顯著水準

**表示 5%的顯著水準

***表示 1%的顯著水準

事件日中，其股價相對於大盤的報酬卻為-4.19%的顯著異常報酬，在這 4 個顯著的事件日中，除了第 2 個事件日外，其它事件日相對於大盤的異常報酬都為負值。第 2 個事件日為 86 年 11 月 10 日，此時庫藏股法案在立法院遭到質疑，無法順利過關，連帶的使得各類股的股價受到影響。但由於電子業對庫藏股法案的疑慮尚未減低，因此當該法案受到杯葛時，電子類股的相對於大盤報酬便有正 1.78% 的異常報酬。

就金融業而言，在 11 個事件日中，我們發現一共有 5 個事件日對金融股而言是顯著的，其中第 1 (3.15%, $t = 4$) 第 8 (2.14%, $t = 2.78$) 與第 9 (3.36%, $t = 4.36$) 為在 1% 的顯著水準之下，而第 6 (1.92%, $t = 2.49$) 其顯著水準為 5%，第 10 (-1.34%, $t = -1.74$) 顯著水準為 10%。對金融股而言，庫藏股法制度的實行實為一大利多，依照庫藏股制度的規定，公司買回股票的資金來源以公司的保留盈餘及已實現的資本公積為上限，而在上市公司中保留盈餘加上資本公積數的超過 100 億的 31 公司中，金融類就有開發、國壽、一銀、彰銀、華銀、世華、中銀、農銀、交銀、新壽等 10 家⁷，因此金融類股股價對庫藏股法案的反應便應該是可以被預期的。至於紡織、營建、電線電纜、鋼鐵、電機機械等傳統產業的多元迴歸結果在表 2 (A 部分) 的 3 到 7 行，在這 5 個產業 55 個事件日中有 11 個事件日為顯著的，其中 9 個事件日呈現正的異常報酬，2 個事件日呈現負的異常報酬。

先就紡織業而言，其在第 3 (2.11%, $t = 2.64$) 第 9 (2.75%, $t = 3.46$) 事件日呈現顯著為正的異常報酬，雖然在其

他 9 個事件日中異常報酬亦有負的出現，但是其在統計上並不顯著，因此我們可以說，庫藏股法案的對紡織業而言，在我們的實證期間中其應該是具有正面效益的。就營建業而言，其顯著的事件日有 4 個，分別為第 1 (1.71%, $t = 1.65$) 第 8 (2.6%, $t = 2.57$) 第 10 (-1.88%, $t = -1.86$) 第 11 (-2.15%, $t = -2.12$) 個事件日，其中在第 10 個與第 11 個呈現負的異常報酬，在第 10 個事件日 89 年 7 月 12 日時之所以會呈現負的異常報酬的主要原因為整體房市買氣低迷，再加上東帝士、力霸集團財務又出現狀況，信義計畫區國有土地標案再度流標等利空消息的衝擊，並非完全是庫藏股法案的事件影響。至於第 11 個事件日 89 年 8 月 9 日營建產業主要遭受到宏總集團財務危機的連帶影響，因此此一事件日所產生的負的異常報酬亦非完全是庫藏股法案所造成的反應。

就電線電纜業而言，其在 11 個事件日中，共有兩個事件日為顯著的，分別為第 8 (2.17%, $t = 2.07$) 與第 9 (3.11%, $t = 2.96$) 個事件日，至於其他 9 個事件日，實證的結果皆為不顯著的。而以鋼鐵業而論，其在本次研究中的 11 個事件日，就僅有 1 個事件日在 5% 的顯著水準之下呈現顯著的正的異常報酬，其為第 3 個事件日異常報酬為 1.96%，檢定統計量的 t 值為 2.22。

而實證所選取的最後一個產業電機機械，其在 11 個事件日的多元迴歸的實證結果與電線電纜產業一致，分別在第 8 (1.37%, $t = 1.92$) 與第 9 (1.47%, $t = 2.06$) 個事件日呈現顯著為正的異常報酬，至於其他 9 個事件日，儘管異常報酬有正有負，但是在 t 值的統計檢定上都

為不顯著的。

另外在選取的 11 個事件日中，究竟哪幾個事件日對產業而言是比較具有顯著的影響的呢？透過表 2 (B 部分) 的 F 檢定統計量我們可以觀察到，在 11 個事件日中，有 4 個事件日對我們所列的 7 個產業分別有顯著的影響，這 4 個事件日分別為第 1 個事件日 (庫藏股制度正式在立法院討論)、第 3 個事件日 (在立法院完成一讀)、第 8 個事件日 (公司法修正條文行政院初審通過) 與第 9 個事件日 (在立法院完成三讀)。其中第 1 個事件日、第 8 個事件日與第 9 個事件日都在顯著水準為 1% 下顯著，而第 3 個事件日則是在顯著水準為 5% 下顯著。

至於為何其他事件無法發現顯著的影響，我們認為除了該事件對市場而言較不重要外，一個很重要的原因就是跟市場效率性有關。例如第 11 個事件為庫藏股制度正式實施，在直覺上應該也會有顯著的效果，但是我們卻無法的到實證上的支持。原因可能是庫藏股制度的正式實行日為市場的公開訊息，其對市場的影響早就被反映在價格上，因此反而在當天沒有異常的反應。

(二) 假設檢定三的檢定結果

在多元迴歸模型實證中我們所進行的假設檢定三為比較產業對庫藏股法案的事件日反應是否一致。當檢定的結果為拒絕虛無假設 H_0 ，則表示產業對 11 個庫藏股法案相關事件日的股價反應不一致，若為不拒絕虛無假設，則表示沒有足夠的證據證明此兩個產業在庫藏股法案的股價反應是不一致的。我們所採用的檢定統計量為 F 統計量，檢定的結

果列於表 3：

$$1. H_0 : \sum_{k=1}^{11} \gamma_{1k} = \sum_{k=1}^{11} \gamma_{2k}$$

(電子業 vs. 金融業)

檢定的結果 F 值為 7.3，拒絕虛無假設 H_0 ，表示電子業與金融業在庫藏股法案的反應上並不是一致的。實際上從我們上一個假設檢定中，我們便可以清楚的發現，電子業對庫藏股法案的反應明顯與金融業不同，電子業是呈負的異常報酬，而金融業則具有相當高的正的異常報酬。

$$2. H_0 : \sum_{k=1}^{11} \gamma_{1k} = \sum_{k=1}^{11} \gamma_{3k}$$

(電子業 vs. 紡織業)

檢定結果所得到的 F 值為 2.31，此一檢定的結果不拒絕虛無假設 H_0 ，即我們並沒有足夠的證據來說電子業與紡織業在庫藏股法案的超額報酬的反應上是不一致的。

$$3. H_0 : \sum_{k=1}^{11} \gamma_{1k} = \sum_{k=1}^{11} \gamma_{ik} \quad , \quad i=4,5,6,7$$

(電子業 vs. 其他的傳統產業)

我們分別比較電子業與營建、電線電纜、鋼鐵、及電機機械對於庫藏股法案的反應是否一致，其檢定結果的 F 值分別為 2.79 (電子業 vs. 營建)、3.51 (電子 vs. 電線電纜)、4.12 (電子業 vs. 鋼鐵) 與 4.62 (電子業 vs. 電機機械)，其分別在不同的顯著水準之下拒絕虛無假設 H_0 ，表示電子業與紡織以外的其他傳統產業對庫藏股法案的反應是不一致的。

表 3 各產業對 11 個庫藏股事件日的反應比較 (F 統計量)

$$\sum_{k=1}^{11} \gamma_{ik} = \sum_{k=1}^{11} \gamma_{jk}, \forall_{i,j} (i \neq j)$$

	電子	金融	紡織	營建	電線電纜	鋼鐵	電機機械
電子		7.30 ^{***}	2.31	2.79 [*]	3.51 [*]	4.12 ^{**}	4.62 ^{**}
金融	7.30 ^{***}		2.38	1.03	0.46	0.68	1.13
紡織	2.31	2.38		0.21	0.07	0.65	0.4
營建	2.79 [*]	1.03	0.21		0.53	0.09	0.01
電線電纜	3.51 [*]	0.46	0.07	0.53		0	0.06
鋼鐵	4.12 ^{**}	0.68	0.65	0.09	0		0.07
電機機械	4.62 ^{**}	1.13	0.4	0.01	0.06	0.07	

^{*}表示 10%的顯著水準

^{**}表示 5%的顯著水準

^{***}表示 1%的顯著水準

$$4. H_0 : \sum_{k=1}^{11} \gamma_{2k} = \sum_{k=1}^{11} \gamma_{ik}, \quad i=3,4,5,6,7$$

(金融業 vs. 傳統產業)

此一檢定在於檢定金融業與傳統產業對庫藏股法案的反應，檢定統計量 F 值分別為 2.38 (金融業 vs. 紡織)、1.03 (金融業 vs. 營建)、0.46 (金融業 vs. 電線電纜)、0.68 (金融業 vs. 鋼鐵)、1.13 (金融業 vs. 電機機械)，檢定結果為不拒絕虛無假設，即表示金融業與傳統產業在庫藏股法案的事件反應上是一致的。

$$5. H_0 : \sum_{k=1}^{11} \gamma_{ik} = \sum_{k=1}^{11} \gamma_{jk}, \forall_{i,j} (i \neq j)$$

$$i = 3,4,5,6,7 \quad j = 3,4,5,6,7$$

(傳統產業間的比較)

此一檢定分別對紡織、營建、電線電纜、鋼鐵與電機機械彼此間作比較，

其檢定的結果皆不拒絕虛無假設，即表示本研究所選取的 5 個傳統產業，其彼此對 11 個庫藏股法案的事件日，反應為一致的。

我們發現 7 個產業兩兩比較之下，F 值的檢定結果，幾乎所有產業和電子業的比較結果皆為不一致，唯有紡織業與電子業比較所得的結果為不拒絕虛無假設。

二、上市公司宣告效果

接著我們針對在庫藏股法案通過之後，上市公司宣告實行庫藏股對股價影響部分進行實證分析，所選取的樣本為公司在實行庫藏股制度所做的第一次宣告，在此基礎之下，本研究共選取了上市公司 153 家。至於實證的結果則在以下說明之。

庫藏股制度當初實行的最主要的目

的之一在於穩定公司股票波動，使公司得以在該公司股價遭受非經濟因素衝擊時，藉由自家股票的買進以維持股價穩定。從表 4 中我們可以發現在公司宣告實行庫藏股的事件日之前的 20 個交易日中，僅有一個交易日的異常報酬為正，且在 19 個為負的異常報酬交易日中，大多數的異常報酬都顯著，由此可見大部分上市公司實行庫藏股的主要的目的應該是在於穩定公司股價。

至於公司宣告實行庫藏股之後股價的表現，從表 4 中我們很清楚的可以發現，在公司於董事會決議通過購回自家股票時，其當日的平均異常報酬為 0.56%，在 10% 的顯著水準之下為顯著的。而在宣告日後的三個交易日，其所呈現的平均異常報酬分別為 1.81%、1.26%、0.82%，因此也是有顯著意義的。至於在宣告日的第 4 個交易日以後雖然說異常報酬大致皆為正，但在統計檢定上卻幾乎都為不顯著的。由上面對平均異常報酬的檢定中我們可以發現，在上市 153 家第一次宣告實行庫藏股的公司中，的確庫藏股的購回對穩定公司股價有相當的助益，且宣告效果可以為公司帶來 3 個交易日高於大盤的異常報酬，儘管此一宣告效果僅維持 3 個交易日，但卻可使公司之後股價的表現擺脫之前低迷的氣氛，維持在一個穩定的水準之上。平均異常報酬在估計期間的走勢圖請參見圖 1。

表 4 的第 5 行為上市宣告公司的累積異常報酬，而累積異常報酬的走勢為圖 2，從圖 2 可以看出在公司尚未進行庫藏股宣告的前 20 個交易日，其累積異常報酬一路下滑，且在統計檢定上不管是 T 值或者是 Z 值的檢定結果皆為顯著。但

是在公司進行購回宣告後，累積異常報酬一路上升，可見庫藏股宣告在穩定股價上有相當的成效。若以累積異常報酬的事件窗口來看，從表 5 中得知，在宣告的事件日前的各項窗口，其所累積的異常報酬皆顯著為負，宣告事件的前 20 個交易日所累積異常報酬高達 -10.61%，可見公司購回庫藏股的動機在於拉抬與穩定公司的股價的成份相當高，宣告日後 20 個交易日因庫藏股宣告效應所帶來的累積異常報酬則為 8.26%。比較事件窗口 (-3, +3) (-10, +10) (-20, +20) 的結果可以發現，宣告效應在前後 3 個交易日為最大，隨著時間拉長宣告效應便減弱。不過從圖 2 可以看出，在購回宣告日的事件日後公司累積的異常報酬一路走升，可見庫藏股宣告在穩定股價上的成效是相當顯著的。

三、各產業宣告效果的比較

前面我們已經對庫藏股宣告的整體效應作一番探討，現在我們要進行不同產業間的宣告效果比較。因此將上市宣告的 153 家公司分為電子業 30 家、金融業 34 家、與傳統產業 89 家，再分別比較此三種產業是否有不同的庫藏股宣告效果。關於此三個上市產業的平均異常報酬的檢定與分佈結果，請分別參見表 6 與圖 3。從表 6 中我們可以發現，在宣告日之前的 20 個交易日中，電子業一共有 18 個交易日其平均異常報酬為負的，而其中有 8 個交易日在 T 值與 Z 值的檢定之下皆呈現顯著的。而傳統產業亦有 18 個交易日平均異常報酬為負，8 個交易日呈現顯著，此一現象表示出對電子業與傳統產業而言，其之所以會宣告購回庫藏股的原因應該是著眼於維持與拉抬該

表 4 全體上市庫藏股宣告公司平均異常報酬檢定

Date	AR	T(AR) ^a	Z (AR) ^b	CAR	T (CAR) ^a	Z (CAR) ^b
-20	-0.59%	-2.22 [*]	-2.34 [*]	-0.59%	-2.22 [*]	-2.34 [*]
-19	-0.39%	-1.29	-1.79\$	-0.98%	-2.26 [*]	-2.67 ^{**}
-18	-0.77%	-2.90 ^{**}	-1.93 ^{**}	-1.75%	-3.29 ^{***}	-3.60 ^{***}
-17	-0.60%	-2.07 [*]	-2.08 [*]	-2.35%	-3.46 ^{***}	-3.78 ^{***}
-16	-0.54%	-1.86\$	-2.93 ^{**}	-2.89%	-3.81 ^{***}	-4.19 ^{***}
-15	-0.47%	-1.66\$	-1.89\$	-3.36%	-4.40 ^{***}	-4.48 ^{***}
-14	-0.76%	-2.59 ^{**}	-4.09 ^{***}	-4.12%	-4.93 ^{***}	-4.91 ^{***}
-13	-0.31%	-1.07	-0.54	-4.43%	-4.99 ^{***}	-4.88 ^{***}
-12	-0.74%	-2.63 ^{**}	-2.81 ^{**}	-5.17%	-5.76 ^{***}	-5.39 ^{***}
-11	-0.42%	-1.58	-1.39	-5.59%	-6.08 ^{***}	-5.75 ^{***}
-10	-0.67%	-2.41 [*]	-1.92\$	-6.26%	-6.40 ^{***}	-6.50 ^{***}
-9	0.17%	0.56	1.09	-6.09%	-5.81 ^{***}	-5.97 ^{***}
-8	-1.02%	-3.60 ^{***}	-3.10 ^{***}	-7.11%	-6.54 ^{***}	-6.63 ^{***}
-7	-0.19%	-0.64	-0.15	-7.30%	-6.24 ^{***}	-6.26 ^{***}
-6	-0.12%	-0.37	-1.83\$	-7.42%	-5.94 ^{***}	-6.10 ^{***}
-5	-0.74%	-2.46 [*]	-1.36\$	-8.16%	-6.15 ^{***}	-6.39 ^{***}
-4	-0.81%	-2.71 ^{**}	-1.65\$	-8.97%	-6.51 ^{***}	-6.72 ^{***}
-3	-0.75%	-2.37 [*]	-1.79\$	-9.72%	-6.82 ^{***}	-6.97 ^{***}
-2	-0.98%	-3.38 ^{***}	-3.78 ^{***}	-10.70%	-7.55 ^{***}	-7.46 ^{***}
-1	-0.48%	-1.59	-1.82\$	-11.18%	-7.53 ^{***}	-7.21 ^{***}
0	0.56%	1.79\$	1.69\$	-10.62%	-7.12 ^{***}	-6.75 ^{***}
1	1.81%	5.53 ^{***}	2.34 ^{**}	-8.81%	-5.89 ^{***}	-5.61 ^{***}
2	1.26%	3.94 ^{***}	2.79 ^{**}	-7.55%	-5.16 ^{***}	-5.00 ^{***}
3	0.82%	2.52 [*]	1.93\$	-6.73%	-4.64 ^{***}	-4.59 ^{***}
4	-0.06%	-0.21	-0.08	-6.79%	-4.44 ^{***}	-4.35 ^{***}
5	0.07%	0.24	0.93	-6.72%	-4.27 ^{***}	-4.28 ^{***}
6	0.13%	0.40	0.89	-6.59%	-4.04 ^{***}	-4.14 ^{***}
7	0.50%	1.62	1.09	-6.09%	-3.58 ^{***}	-3.77 ^{***}
8	0.54%	1.72\$	1.54	-5.55%	-3.15 ^{**}	-3.38 ^{***}
9	0.02%	0.08	0.81	-5.53%	-3.09 ^{**}	-3.37 ^{***}
10	0.36%	1.36	1.39	-5.17%	-3.27 ^{**}	-3.50 ^{***}
11	0.20%	0.74	1.92\$	-4.97%	-3.13 ^{**}	-3.38 ^{***}
12	0.21%	0.70	1.09	-4.76%	-3.04 ^{**}	-3.28 ^{**}

續表 4

續表 4

Date	AR	T(AR) ^a	Z (AR) ^b	CAR	T (CAR) ^a	Z (CAR) ^b
13	0.71 %	2.51 *	2.10 *	-4.05 %	-2.68 **	-2.89 **
14	0.48 %	1.84 \$	2.15 *	-3.57 %	-2.43 *	-2.69 **
15	0.43 %	1.67 \$	1.83 \$	-3.14 %	-2.67 **	-2.98 **
16	0.31 %	1.14	1.36	-2.83 %	-2.46 *	-2.80 **
17	0.19 %	0.67	0.65	-2.64 %	-2.30 *	-2.68 **
18	0.59 %	2.24 *	1.79 \$	-2.05 %	-1.91 *	-2.34 *
19	0.34 %	1.23	0.78	-1.71 %	-1.68 *	-2.16 *
20	0.42 %	1.68 \$	1.82 \$	-1.29 %	-1.42	-1.93 \$

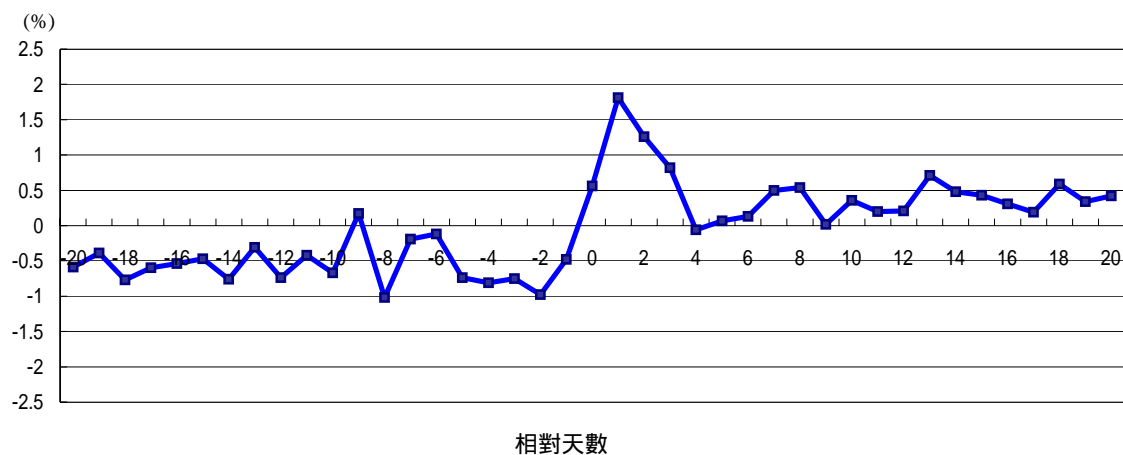


圖 1 全體上市公司平均宣告異常報酬

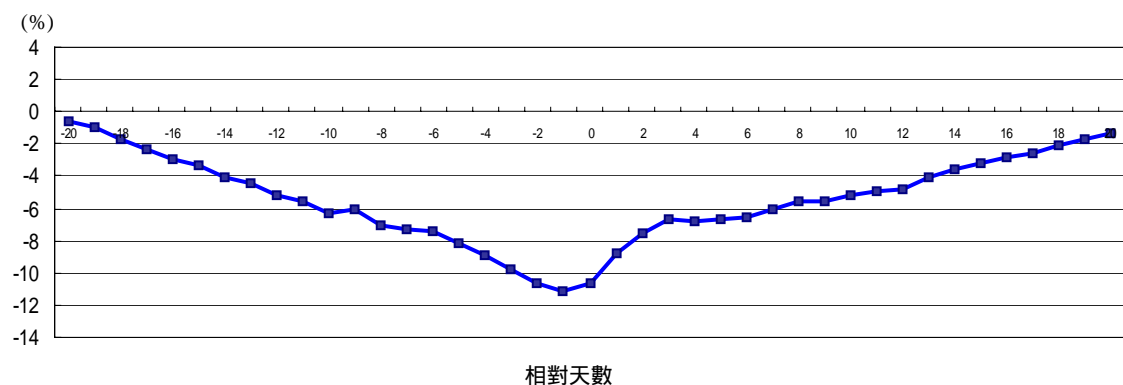


圖 2 全體上市公司累積宣告異常報酬

表 5 全體上市庫藏股宣告公司累積異常報酬事件窗口檢定

事件窗口	CAR	T (CAR) ^a	Z (CAR) ^b
(-20, 0)	-10.61 %	-7.12 ***	-6.75 ***
(-10, 0)	-5.02 %	-4.48 ***	-4.63 ***
(-5, 0)	-3.19 %	-3.47 ***	-3.41 ***
(-1, 0)	0.07 %	0.16	0.06
(0, +1)	2.37 %	4.77 ***	4.80 ***
(0, +5)	4.45 %	5.12 ***	5.38 ***
(0, +10)	5.23 %	4.63 ***	4.94 ***
(0, +20)	8.26 %	5.54 ***	5.55 ***
(-3, +3)	2.24 %	2.42 *	2.64 **
(-10, +10)	-0.34 %	0.22	-0.33
(-20, +20)	-2.91 %	-1.42	-1.93

說明：

*表示顯著水準 0.05, **表示顯著水準 0.01, ***表示顯著水準 0.001

a：以普通橫斷面法求算變異數所得的檢定統計量。

b：採用標準化橫斷面法求算變異數所得的檢定統計量。

公司的股價，因為此兩個產業在宣告之前的股價表現皆相當不理想。至於對金融業而言，在宣告日前的 20 個交易日中雖然說亦有 14 個交易日呈現負的平均異常報酬，但是在 T 值與 Z 的檢定之下，顯著的就只有 3 個交易日。因此我們可以說，金融業購回庫藏股的主要目的應該是不完全在於穩定與拉抬公司股價，其可能有其他的考量，如做為員工認股之用、調整資本結構、改善財務狀況等。

在庫藏股宣告效果的反應上，從圖 3 中我們可以清楚的比較出金融業股價對庫藏股的宣告效應明顯的高於傳統產業與電子業。而且從檢定結果來看，電子業的宣告效應的檢定結果皆為不顯著，此一結果與我們在前面所得到的庫藏股

法案通過對產業影響的結果一致，即庫藏股效應在電子業中並非有顯著的影響。

至於在宣告後的股價表現上，我們發現儘管說金融業在庫藏股的宣告效應最高，但若考慮宣告效應的維持上，金融業是在宣告日後的第 5 個交易日即出現負的平均異常報酬，而傳統產業卻是在宣告日後的第 10 個交易日才出現第 1 個負異常報酬。

表 7 提供累積異常報酬率的事件窗口檢定結果，從第一個事件窗口(-20, 0)的累積異常報酬率來看，電子業在事件前的 20 個交易日的異常報酬高達 -19.02%，傳統產業亦有 -9.59% 的水準，

表 6 上市產業平均異常報酬檢定表

Date	電子業			金融業			傳統產業		
	AR	T (AR) ^a	Z (AR) ^b	AR	T (AR) ^a	Z (AR) ^b	AR	T (AR) ^a	Z (AR) ^b
-20	-0.68%	-1.23	-1.23	-0.30%	-0.52	-0.55	-0.67%	-1.88\$	-2.08*
-19	0.27%	0.32	0.18	-1.29%	-2.01	-2.23*	-0.27%	-0.75	-1.02
-18	-1.82%	-3.35***	-3.53***	-0.94%	-1.62	-1.71\$	-0.36%	-1.02	-0.92
-17	-1.40%	-1.89\$	-1.90\$	0.19%	0.30	0.31	-0.64%	-1.78\$	-1.88\$
-16	-1.62%	-2.14*	-2.09*	0.37%	0.61	0.79	-0.53%	-1.48	-1.93\$
-15	-0.86%	-1.29	-0.96	-0.01%	-0.02	-0.12	-0.51%	-1.42	-1.59
-14	-1.11%	-1.38	-1.50	-0.45%	-0.82	-0.98	-0.77%	-2.02*	-2.51*
-13	-0.77%	-1.18	-0.98	0.49%	0.71	0.46	-0.46%	-1.28	-0.78
-12	-0.28%	-0.34	-0.45	-1.03%	-1.90\$	-2.00*	-0.78%	-2.32*	-2.41*
-11	0.19%	0.26	0.01	-0.31%	-0.61	-0.56	-0.66%	-2.00*	-2.20*
-10	-0.88%	-1.44	-1.52	0.04%	0.05	0.12	-0.87%	-2.46*	-1.78\$
-9	-0.17%	-0.21	-0.20	-0.17%	-0.29	-0.20	0.42%	1.09	0.60
-8	-1.61%	-2.12*	-2.35*	-1.58%	-2.57*	-2.74**	-0.60%	-1.78\$	-2.22*
-7	-1.64%	-2.39*	-2.51*	-0.56%	-0.86	-0.76	0.44%	1.18	1.25
-6	-0.20%	-0.25	-0.38	0.32%	0.51	0.38	-0.26%	-0.62	-0.77
-5	-2.09%	-3.04**	-3.32***	-0.01%	-0.01	-0.25	-0.56%	-1.52	-1.97*
-4	-1.98%	-3.35***	-3.51***	-0.60%	-0.95	-1.01	-0.50%	-1.24	-1.50
-3	-0.95%	-1.23	-1.00	-0.81%	-1.20	-1.10	-0.65%	-1.62	-1.68\$
-2	-0.78%	-1.02	-0.85	-0.41%	-0.58	-0.65	-1.26%	-3.82***	-3.65***
-1	-1.33%	-1.69\$	-1.69\$	0.57%	0.89	0.87	-0.60%	-1.62	-1.85\$
0	0.69%	0.87	0.92	0.62%	0.99	1.00	0.49%	1.22	1.36
1	0.89%	0.97	0.98	2.45%	3.44***	3.26***	1.88%	4.87***	4.98***
2	0.21%	0.30	0.24	2.01%	3.28***	3.24***	1.33%	3.05**	3.18***
3	0.86%	0.99	1.05	0.87%	1.33	1.29	0.78%	1.91\$	2.27*
4	-1.40%	-2.04*	-1.80\$	0.47%	0.73	0.77	0.19%	0.49	0.27
5	0.61%	0.79	0.65	-0.27%	-0.53	-0.52	0.01%	0.04	0.37
6	0.07%	0.08	0.03	-0.66%	-1.19	-0.99	0.45%	1.07	0.73
7	-0.35%	-0.47	-0.58	0.38%	0.63	0.68	0.84%	2.06*	1.87\$
8	-0.45%	-0.52	-0.61	0.61%	1.03	1.37	0.84%	2.18*	1.97\$
9	-0.84%	-0.99	-0.80	0.05%	0.09	0.23	0.23%	0.62	0.50
10	-0.12%	-0.19	0.01	0.25%	0.45	0.57	-0.67%	-2.00*	-2.10*
11	0.73%	1.09	1.23	-0.12%	-0.20	-0.23	0.15%	0.45	0.18
12	-0.26%	-0.31	-0.22	0.26%	0.41	-0.1	0.35%	0.96	1.04

續表 6

續表 6

Date	電子業			金融業			傳統產業		
	AR	T (AR) ^a	Z (AR) ^b	AR	T (AR) ^a	Z (AR) ^b	AR	T (AR) ^a	Z (AR) ^b
13	0.64%	0.96	1.07	0.34%	0.54	0.31	0.87%	2.41 [*]	2.42 [*]
14	1.04%	1.56	1.55	0.43%	0.76	0.61	0.31%	0.95	1.11
15	-0.84%	-1.14	-1.27	-0.10%	-0.20	-0.53	-0.42%	-1.33	-1.30
16	0.76%	0.95	0.89	-0.12%	-0.23	-0.29	0.32%	0.98	0.61
17	0.12%	0.17	0.14	0.44%	0.64	0.61	0.12%	0.35	0.24
18	0.01%	0.02	0.01	1.13%	1.95\$	1.80\$	0.58%	1.80\$	1.23
19	-0.74%	-0.91	-0.98	0.51%	0.92	1.00	0.65%	1.94\$	1.41
20	0.22%	0.36	0.27	0.06%	0.13	0.13	0.62%	1.90\$	1.56

說明：

\$表示顯著水準 0.1, *表示顯著水準 0.05, **表示顯著水準 0.01, ***表示顯著水準 0.001

a：以普通橫斷面法求算變異數所得的檢定統計量。

b：採用標準化橫斷面法求算變異數所得的檢定統計量。

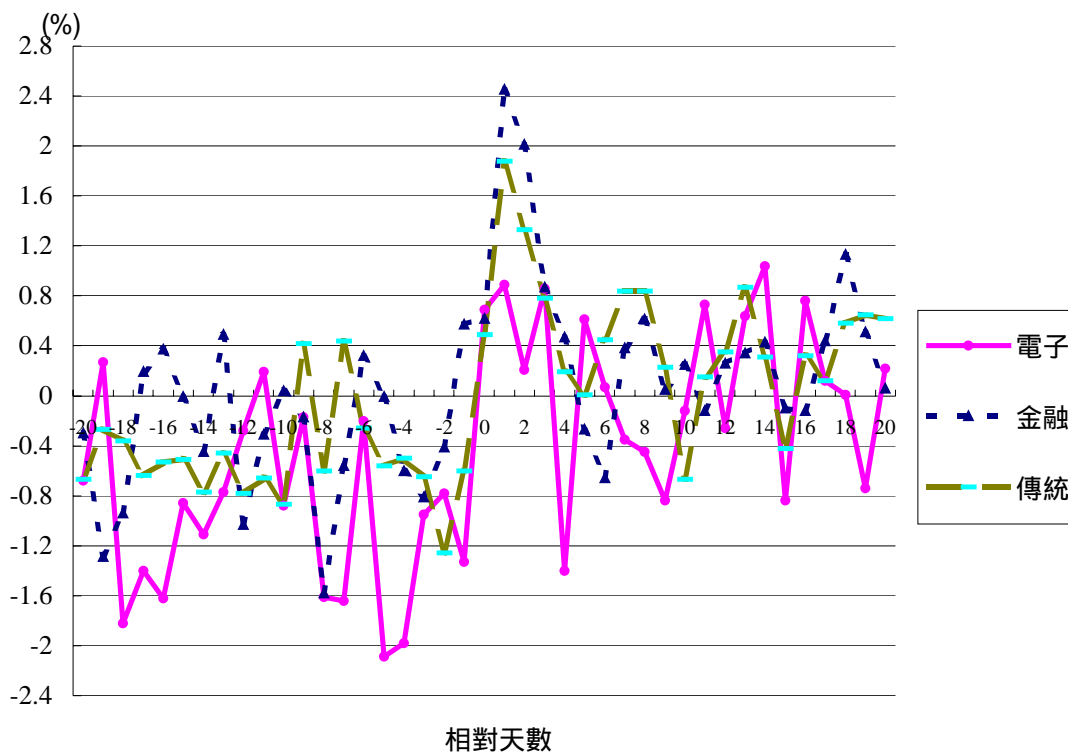


圖 3 上市公司各產業平均異常報酬之比較

且其在統計上皆為顯著的，此一結果與用平均異常報酬率分析所得的結果一致，表示電子業和傳統產業在宣告購回庫藏股之前，該公司股價確有非正常性下跌的行為。至於在金融業方面，其在 $(-20, 0)$ 期間下儘管亦有累積異常報酬-5.86%，但在統計檢定上卻是不顯著的，此一結果再一次的說明金融業購回庫藏股的目的應該是和電子業與傳統產業不相同的，因為股價在購回行動之前並沒有非正常性下挫的反應。

其次比較各行業宣告效應的反應，從表 7 中我們可以發現在宣告購回庫藏股之後，電子業在估計期間中並沒有因為購回宣告而有顯著為正的累積異常報酬，此一結果與平均異常報酬檢定的結果一致。接著我們比較金融業與傳統產業在宣告效應的反應，在前面的平均異常報酬檢定中，我們曾經提到，金融業對庫藏股宣告購回的反應較傳統產業強，但整體的宣告效應期間卻較傳統產業短，從表 7 的 $(0, 4)$ 、 $(0, 9)$ 兩個事件窗口的累積異常報酬我們便可以得到驗證，在宣告後的期間 $(0, 4)$ 下，金融業累積的異常報酬為 6.42%高於傳統產業的 4.66%，但若將期間拉長為 $(0, 9)$ ，則金融業的累積超額報酬 6.53%便低於傳統產業的 7.03%。

圖 4 為三個行業累積異常報酬的比較圖，我們發現以庫藏股作為穩定股價的工具，其效果是相當明顯的，因為從圖中我們可以看出，在公司宣告實行庫藏股後，累積異常報酬的走勢不是變成平穩，就是往上爬升，至

於效果的大小則以金融業與傳統產業較大，而電子業則較小。

伍、結論

本文的主要目的在研究庫藏股制度對台灣上市公司股票價格的影響，我們分成兩個部分探討，第一個部分為相關庫藏股法案事件對整體上市各產業的影響，而第二個部分則為庫藏股宣告效應的實證。在第一部份中我們發現庫藏股法案的相關事件立法討論的確對上市各產業的股價產生影響，在我們所選取的 11 個相關事件中，共有 4 個事件日產生顯著的影響，其中又以庫藏股制度正式討論的第 1 個事件日與庫藏股法案三讀通過的第 9 個事件日影響最大。另外庫藏股法案的通過對電子業而言並不是完全是個利多資訊，還有上市的金融業對庫藏股法案的反應最為激烈，傳統產業對庫藏股法案的股價反應基本上也是正面的。

在對上市公司的宣告效果實證部分，我們發現對上市宣告公司而言，其購回股票的主要動機應該是在自家股票價格的穩定與維持上，因為從股價的表現來看，實施庫藏股的上市公司，在股東會決議日之前的股價皆面臨到下跌的情況，其負的異常報酬非常顯著。若以產業來區分，以電子業與傳統產業在此方面的效果較強烈。就宣告後的股價效果來看，上市公司的宣告效果大致可以維持三個交易日，金融業在短期的宣告效果上最為

表 7 上市產業累積異常報酬事件窗口檢定

事件窗口	電子業		金融業		傳統產業	
	CAR	T(CAR)	CAR	T(CAR)	CAR	T(CAR)
(-20, 0)	-19.02 %	-4.60 ***	-5.86 %	-1.91	-9.59 %	-5.57 ***
(-9, 0)	-10.05 %	-3.66 ***	-2.62 %	-1.08	-3.08 %	-2.49 *
(-4, 0)	-4.34 %	-2.15 *	-0.62 %	-0.36	-2.52 %	-2.29 *
(0, 4)	1.24 %	0.64	6.42 %	4.14 ***	4.66 %	4.16 ***
(0, 9)	0.27 %	0.10	6.53 %	2.85 **	7.03 %	5.39 ***
(0, 20)	1.85 %	0.54	9.59 %	2.45 *	9.91 %	5.84 ***

說明：

*表示顯著水準 0.05，**表示顯著水準 0.01，***表示顯著水準 0.001

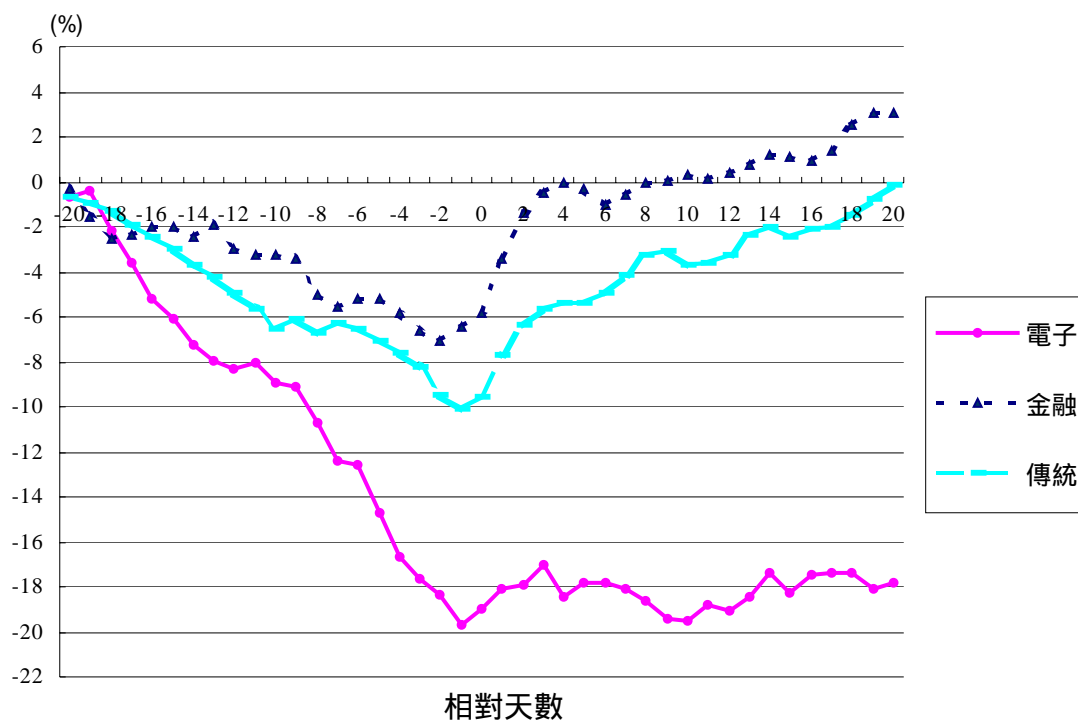


圖 4 上市公司各產業累積異常報酬比較圖

顯著，而上市電子業卻沒有顯著的宣告效果。

因此就庫藏股的宣告對於股價的穩定推升效果方面，則可以因為庫藏股的宣告而使公司股價擺脫低迷走勢，而有回升穩定的趨勢，所以以庫藏股作為穩定股價的機制，其效果基本上在短期內是顯著而且有效的。

註 釋

1. 資料來源為 90 年 2 月 16 日證期會所發布之新聞稿。在立法院修正證券交易法第二十八條條文之後，公司可以在規定的下列三種情形之下買回自己公司的股份：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證之發行，作為股權轉換之用。3.公司非由於本身財務或業務之因素，但因證券市場發生連續性暴跌情事，致股價非正常之下跌，為維護公司信用及股東權益所必要者。
2. 國內有關庫藏股的學術研究仍多為碩博士論文或實務論述，據作者了解尚未有已出版之學術實證文章出現。
3. 詳細產業名稱稍後將會詳述。
4. 上市公司-廣豐於 89 年 8 月 9 日董事會決議通過購回庫藏股。
5. 上市公司-聯電於 89 年 12 月 22 日董事會決議通過購回庫藏股，該公司為該年度最後一家進行宣告的公司。
6. 市場投資組合的日報酬率指的是台灣

發行量加權股價指數日報酬率。

7. 資料統計為 86 年 11 月。

參考文獻

一、中文部分

1. 毛治文(1999), 內部關係人持股比例及其變動與上市公司購回庫藏股之關連性研究, 中國文化大學會計研究所碩士論文。
2. 許兆億(2001), 我國上市公司實施庫藏股之研究, 國立成功大學會計學系碩士論文。
3. 鄭桂蕙(2002), 公司買回庫藏股之資訊內涵：投資人觀點, 國立政治大學會計學系博士論文。

二、英文部分

1. Binder, J. J. (1985). Measuring the effects of regulation with stock price data. Rand Journal of Economics, 16(2), 167-183.
2. Boehmer, E., Musumeci J., & Poulsen, A. B. (1991). Event-Study methodology under conditions of Event-Induced variance. Journal of Financial Economics, 30(2), 253-272.
3. Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. Journal of Financial Economics, 8, 205-258.
4. Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985),

- Using daily stock returns: The case of event studies. Journal of Financial Economics, 14(1), 3-31.
5. Cornett, M. M., & Tehranian, H. (1990). An examination of the impact of the Garn-St. Germain Depository Institutions Act of 1982 on Commercial Banks and Savings and Loans. Journal of Finance, 45(1), 95-111.
6. Dann, L. Y. (1981). Common stock repurchase : An analysis of returns to bondholders and stockholders. Journal of Financial Economics, 9(2), 113-138.
7. Hertzzel , M. G. (1991). The effects of stock repurchases on rival firms. Journal of Financem, 46(2), 707-716.
8. Lee, D. S., Mikkelson, W. H., & Partch, M. M. (1992). Managers' trading around stock repurchases. Journal of Finance, 47(5), 1947-1961.
9. Liu, C. S., & Ziebart, D. A. (1997). Stock returns and Open-Market stock repurchase announcements. Financial Review, 32(4), 709-727.
10. Netter, J. M., & Mitchell, L. M. (1989). Stock repurchase announcements and insider transaction after the October 1987 stock market crash. Financial Management, 18(3), 84-96.
11. Raad, E., & Wu, H. K. (1995). Insider trading effects on stock returns around Open-Market stock repurchase announcements: An empirical study. Journal Financial Research, 18(1), 45-57.
12. Sinkey, J. F. (1999). The reaction of bank stock prices to news of derivatives losses by corporate clients. Journal of Banking and Finance, 23(12), 1725-1743.
13. Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signalling: An empirical study. Journal of Financial Economics, 9(2), 139-183.
14. Zellner, Arnold, (1962). An efficient Method of estimating seemly unrelated regression and tests for aggregation bias. Journal of the American Statistical Association, 57(298), 348-368.

2002 年 12 月 31 日收稿

2003 年 01 月 18 日初審

2003 年 04 月 17 日複審

2003 年 05 月 22 日接受