

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

庫藏股正式立法通過主要在民國 89 年 7 月 19 日增訂證券交易法第 28 條之二有關庫藏股制度條文：該條文明訂對於股票已上市或上櫃之公司，在符合規定目的及需求情況下，得經董事會決議，於有價證券集中交易市場、證券商營業處所或以公開收購之方式，買回其股份。且 89 年 8 月 7 日證期會發布之「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」，為庫藏股之實施奠定健全基礎，證期會制定本辦法對庫藏股買回期間、數量及時間等限制，期以強化公開發行公司經營能立即財務體質，為健全股市發展建立一道防衛線。

在庫藏股制度尚未正式實施前，我國公司法規定在一定特殊情況下¹，公司可買回自己的股票，但範圍小且實施情況不普遍，因此許多公司乃利用旗下子公司²買回自己之股票，以投資之名行庫藏股之實，雖然交叉持股幫助企業從事多角化經營、穩定集團企業經營，但「水能載舟，亦能覆舟」，母子公司交叉持股常具有信用擴張、炒作

-
1. 庫藏股制度實施前公司法規定公司僅在特殊情況下才可買回自家股票，1 收回發行公司特別股（第 158 條） 2 抵償股東清算或受破產宣告前結欠公司債務（第 167 條） 3 股東對於公司重大決議有異議（第 186 條） 4 股東不同意公司與他公司合併（第 317 條）。
 2. 子公司係指下列由公司直接或間接控制之公司：（1）公司直接持有逾百分之五十已發行有表決股份之被投資公司。（2）公司由子公司持有逾百分之五十已發行有表決權之各被投資公司。（3）公司直接及經由子公司間接持有逾百分之五十已發行有表決權之各被投資公司。

股價、虛增資本及內線交易等經濟特徵，甚而被利用於挪用公司資產、掏空企業資產的工具³，使得企業經營者圖私利而禍延大眾，使得交叉持股問題引起了很大的爭議。

然而在庫藏股制度實施後，並未立即對子公司持有母公司股票交易情形予以嚴格規範或禁止交叉持股買回自家股票之行為⁴，計有一年餘的時間市場上存在庫藏股與交叉持股買回並行的雙軌制，雖然庫藏股制度使得公司在股價低迷時，可買回自家股票，有減輕市場賣壓或拉抬股價之效果，然而以交叉持股護盤下亦可達此目的，且庫藏股買回規範上如：事前公告買回目的、買回期間、買回數額等限制相對較交叉持股買回嚴格，如此將影響上市公司採用庫藏股制買回的意願及庫藏股實施後的執行成效，進而使得庫藏股票的制度可能無法發揮預期的功效，因此在這段雙軌制的期間內，公司買回策略選擇上的背後影響動因實值得深思、探討。

過去國內曾有許多期刊及論文研究分別針對交叉持股買回與庫藏股買回宣告市場反應進行分析；在國外文獻方面亦僅針對庫藏股買回行為及其宣告時市場反應進行分析。綜觀國內外研究並未針對公司

3.自 87 年 10 月至 89 年止近兩年的期間內，計有禾豐、安鋒、新據群、廣三、瑞聯、中精機及東隆等 20 個企業集團，由於交叉持股伴隨信用擴張造成企業沉重資金成本而發生財務週轉失靈。

4.公司法已於 90 年 11 月 12 日修正第 167 條第三項禁止交叉持股。

股票買回決策、買回策略及買回宣告市場反應做一較完整的分析。本論文乃針對國內雙軌制期間內，瞭解影響公司選擇買回決策的因素，並公司買回策略進行特徵分析，乃至全面性的針對買回事件宣告時效果相關市場面影響因素予以綜合性的探討分析。

第二節 研究目的

以台灣近年來的買回研究為例，皆將庫藏股買回與交叉持股買回分別進行實證性研究或法規探討，然而就經濟的實質層面而言，不論是庫藏股買回或是子公司買母公司股票兩者間均有相同的實質經濟意涵，因此本論文基於此經濟意涵對上市公司買回行為的市場現象進行分析。

研究中主要針對我國庫藏股制度實施後上市公司的買回行為進行分析瞭解，首先針對上市公司區分「有買回」與「無買回」公司，以比較「有買回」與「無買回」公司間差異；為進一步瞭解公司買回決策的影響因素，以「有買回」公司為樣本，分析解釋交叉持股買回與庫藏股買回公司策略影響因素，進而瞭解公司買回決策背後之策略性動因。

最後對買回事件宣告之市場反應進行分析，由於過去研究多顯示短期內市場會將公司之買回宣告視為好消息，在買回宣告事件宣告後予以顯著正面市場反應，而本研究期以透過買回事件宣告時釋放相關

訊息，分析市場對不同訊息釋放解讀後對市場股價累積異常報酬所可能產生之影響，以作為日後公司管理當局執行買回決策、投資人選擇投資標的及政府對相關買回制度建立更完善規範之參考。

第三節 研究架構

本研究共分五章，以下就主要內容說明摘要：

第一章：緒論。說明研究背景與動機、研究目的、研究架構及研究限制等，共計四節。

第二章：法規與文獻探討。首先將公司法修正前後庫藏股與交叉持股相關規範進行分析比較，再對國內外相關主題之文獻與研究整理介紹，共計三節。

第三章：研究設計與統計模型。詳述提出研究方法與流程、研究樣本、單變量及多變量測試等進行介紹，共計四節。

第四章：實證分析。進行樣本特性描述、對多變量分析中所使用各解釋變數的共線性嚴重程度檢測、分析「買回」與「無買回」公司間的差異及公司「買回策略」影響因素，最後再進行市場反應分析，呈現整個實證研究結果。

第五章：結論與建議。說明本研究經實證分析後整體結論及提出管理意涵，最後並對後續研究提供建議，共計三節。

第四節 研究限制

- 一、 研究範圍僅限於民國 89 年 8 月 7 日至 90 年間台灣之上市公司，因其所需估計期間需向前擷取 88 至 89 年之財務資料，許多於近年陸續上市的公司並無足夠歷史性財務資料⁴可供參照，研究並排除金融類股⁵；若再加以考慮市值對淨值計資料變數使用，則須排除無完整季報之航運類股⁶，因此在須考慮市值對淨值變數相關測試之樣本又進一步受到限制。
- 二、 我國上市上櫃公司買回庫藏股制度，自民國 89 年 8 月開始實行截至 90 年 12 月 31 日止，實施期間僅一年又五個月，使得買回樣本選取受到限制。
- 三、 本研究資料取自台灣證券交易所網站、台灣經濟新報資料庫及真相王公開發行公司財務報告資料庫，故相關資料之真實性完全取決於該資料來源。

4. 因財務資料需向前擷取三年因此新上市公司將產生資料缺失情形，如：瑞昱等公司。

5. 金融類股因行業性質特殊故予以排除，如負債程度較其他產業高。

6. 依證期會七十七年二月二十六日（七七）臺財證（一）第一七五號函規定，航運業免公告並申報第一、三季財務報告。

第二章 法規與文獻探討

第一節 法規及制度探討

我國對於相關買回法律規定，茲就公司法於 90 年 11 月 12 日公佈修正，修改前後相關規定分析比較說明。

一、公司法修改前有關買回規定

1. 在庫藏股買回方面係依據 89 年 7 月 19 日公佈「證券交易法第 28 條之二」，及 89 年 8 月 7 日發佈「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」，針對較重要之法條規訂做一彙總說明，詳如表 2-1 所示：

表 2-1：證交法第 28 條之 2 及上市上櫃公司買回本公司股份辦法彙總說明

項目	條文說明
決策程序	經董事會三分之二以上董事之出席及出席董事超過二分之一同意。
買回目的	(1) 轉讓股份予員工。 (2) 配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權證之發行，作為股權轉換之用。

	(3) 為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理 銷除股份者。
買回方式	於有價證券集中交易市場或證券商營業處所買回其 股份。
買回總金 額上限	不得逾保留盈餘加發行股份溢價及已實現資本公積 之金額。
買回數量 比例	不得超過該公司已發行股份總數百分之十。
買回期間	申報日起二月內執行完畢。
其他相關 規定	<ol style="list-style-type: none"> 1. 應於董事會決議之日起二日內公告，並向財政部證 券暨期貨管理委員會申報。 2. 為維護公司信用及股東權益所必要而買回者，應於 買回之日起六個月內辦理變更登記；為轉讓股份予 員工、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 為股權轉換之用者，應於買回之日起三年內將其轉 讓，逾期未轉讓者，視為公司未發行股份，並應辦 理變更登記。

	<p>3. 買回股份不得質押；未轉讓前不得享有股東權益。</p> <p>4. 關係企業或董事、監察人、經理人之本人及其配偶、未成年子女或利用他人名義所持有之股份，於該公司買回期間內不得賣出。</p> <p>5. 每日買回股份數量，不得超過計畫買回總數量之三分之一且不得逾開盤後三十分鐘內報價，並應委託任二家以下證券經紀商辦理。</p>
--	---

2. 在交叉持股買回方面，依據公司法第十三條規定，公司得在資本額的 40% 的範圍之內從事轉投資，除以投資為專業、公司章程另有規定或取得股東會決議者不受此限，且經濟部在 81 年以 81.10.16 商字第 226656 號函對公司法第 167 條做出較為寬鬆的解釋，容許子公司買入母公司的股票成為母公司的實質庫藏股。該函認為分別依據公司法成立之法人，各有其獨立人格，故公司轉投資之公司買回本公司之股份，並不是買回自己的股份，並不違反公司法第 167 條第 1 項公司買回自己股份相關規定。

對交叉持股唯一的限制，在公司法第 369 條之 10：「相互投資公司有相互投資之事實者，得行使表決權，不得超過被投資公司已發行有表決權股份總數或資本總額之三分之一。」

但以盈餘或公積增資配股所得之股份，仍得行使表決權。」

3. 茲將上述兩種買回之法源基礎、限制及權利等相關規定比較如

表 2-2 所示：

表 2-2：庫藏股買回與交叉持股相關規定比較

項目	庫藏股買回	交叉持股
法源基礎	證交法第二十八條之二	1. 公司法第十三條 2. 經濟部 81.10.16 商字第 226656 號函
買回數量上限	已發行股份總數 10%	未規定
買回金額上限	不得逾保留盈餘加發行股份溢價及已實現資本公積之金額	資本額 40%
公告	事前公告	事後公告
可否質押	否	是
買回條件	1. 轉讓員工 2. 股權轉換準備 3. 維護公司信用及股東權益	不限

表決權	無表決權	部分表決權
盈餘分配權	無	有
剩餘財產請求權	無	有
買賣交易限制	每日買回股份數量，不得超過計畫買回總數量之三分之一且不得逾開盤後三十分鐘內報價，並限制除持股 10% 以上大股東之內部人在買回期間賣出。	無限制
損益認列		認列出售損益

由表 2-2 即可清楚比較出兩種買回，「庫藏股門窄交叉門寬」的情況，這種前門窄後門寬的不合理現象，事實上利用子公司取得母公司股票還可能存在內線交易、操縱股價及圖利特定股東等情形。

二、公司法修改後有關買回規定

1. 在庫藏股買回方面，除原發布的證交法及上市上櫃公司買回本公司股份辦法規定外，並於九十年十一月十二日公佈公司法第

167 條之一：「公司除法律另有規定者外，得經董事會以董事三分之二以上之出席，出席董事過半數同意之決議，於不超過該公司已發行股份總數百分之五範圍內，收買其股份；收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加已實現資本公積之金額。」

2. 在交叉持股買回方面，依公司法第 167 條第三項：「被持有已發行有表決權之股份總數或資本總額超過半數之從屬公司，並得將控制公司之股份收買或收為質物。」第 167 條第四項：「控制公司及其從屬公司直接或間接持有他公司已發行股份總數或資本總額合計超過半數者，他公司亦不得將控制公司及其從屬公司之股份收買或收為質物。」明文禁止控制公司透過從屬公司或其轉投資公司交叉持股持有自己之股份。

綜合上述公司法修改後，僅允許公司以庫藏股方式買回，禁止交叉持股買回，但關於過去採交叉持股型式買回的股份處理方面，尚未予以更進一步的相關規範。

第二節 國內文獻探討

由於我國至 89 年 8 月庫藏股制度正式實施，在此之前國內相關研究均以子公司買母公司股票之實質庫藏股為樣本進行實證性研究，或以分析各國法規、問卷等方式研究以為國內立法參

考。在 89 年之後，國內才有學者對庫藏股制度施行成效進行研究，因此在國內相關文獻的部分主要劃分兩個時期探討。

一、庫藏股制度實施前

這個階段學者研究內容主要為庫藏股立法制度提出建言或以交叉持股之實質買回型式進行實證分析。

關於庫藏股立法制度面的研究有陳漢沖(民 87) 對各國庫藏股制度及相關文獻歸納整理以為庫藏股之立法建議，而沈永偉(民 87)採問卷訪談方式調查上市公司主管對庫藏股立法建議，並了解分析公司間相互投資動因。

在實證方面，國內研究買回主要以子公司買母公司股票為樣本進行研究實質庫藏股宣告效果，在毛治文(民 87)研究中發現實質庫藏股宣告實施後股價顯著上升，尤其是購回第一天的累積異常報酬最顯著，但翁世錦(民 89)卻發現子公司買母公司股票宣告日前股價即有正面反應，宣告日後有負面股價反映，這與毛治文(民 87)研究結果有所差異，結果顯示公告前消息已走漏導致股價事先反應，事件日後市場追價意願不足，由此顯見交叉持股規範並不周延，握有內線消息者將可獲得超額報酬。

關於實質庫藏股累積異常報酬影響分析方面，毛治文(民 87)研究指出雖然內部人持股比例大小與累積異常報酬關係並不顯

著，但卻發現公司實施買回前一個月內部人淨買進股數越多，宣告購回後第一天的累積異常報酬也會越大，在翁世錦(民 89)則發現產業別及買回時點對累積異常報酬存在顯著影響，如傳統產業買回宣告反應較電子業差；在結帳日前買回宣告因拉抬股價作帳行情累積異常報酬較無子公司買回樣本更為顯著。

過去研究結論均顯示出子公司買母公司之實質買回型式，存在諸如內線交易等弊端，在交叉持股的相關規範方面實屬不夠周延。

二、庫藏股制度施行後

庫藏股制度正式施行期間並不長，因此過去研究主要針對庫藏股的宣告效果反應進行研究，在王萬成、林憶樺及劉若蘭(民 90)、林玉成(民 90)、林秀蓉(民 90)之三份實證研究均發現宣告庫藏股購回後，股價會呈現顯著的正向異常報酬。若再進一步對異常報酬的反應大小進行解釋，王萬成、林憶樺及劉若蘭(民 90)的研究中指出宣告目的、宣告購回比例及買回價格區間宣告對於累積異常報酬均產生顯著影響；林玉成(民 90)研究發現公司規模與宣告庫藏股股價反應呈負相關但與公司價值被低估程度為正相關。

上述庫藏股研究資料蒐集樣本期間均不超過一年，因此僅在

庫藏股宣告購回異常報酬顯著性上有較大的一致性結果，但在庫藏股實施的累積異常報酬的解釋方面仍有較分歧的看法，實證研究上仍有所不足。

表 2-3：庫藏股之國內相關文獻彙整

作者	主題方向	研究模式 與方法	相關結論
毛治文 (民 87)	(實質)庫藏股宣告反應。	事件研究法分析、簡單線性迴歸。	1. (實質)庫藏股宣告實施後，股價顯著上升。 2. 購回(實質)庫藏股比例高低與內部人持股比例高低對購回後股價超額報酬無顯著關係。
沈永偉 (民 87)	庫藏股制度規範及相互投資探討。	問卷調查、敘述性統計分析及無母數統計分析。	1. 上市公司對其關係企業存在重大影響力，且多以控股公司的姿態存在。 2. 上市公司相互投資買進股票其主要目的乃在穩定股價。

			<p>3.上市公司相互轉投資的原因，主要係在於以此方式拓展經營範圍，但財務面的考量比業務面的考量重要。</p> <p>4.股票購回的動機並不因為產業不同而產生太大差異。</p> <p>5.公司購回股票動機中以訊息發佈假說較為管理者所重視，其次為再發行假說。</p>
翁世錦 (民 89)	實質庫藏 股事件發 生所隱含 資訊內涵 及股價反 應。	事件研究法分 析。	<p>1. 子公司買回母公司宣告前股價有正面反應，其資訊義涵為公告前消息已走漏導致股價事先反應。</p> <p>2. 子公司買回母公司宣告日後有負面的股價反</p>

			<p>應，義涵因事件日前消息已走漏。</p> <p>3. 電子業與傳統產業對公告子公司買回母公司產生顯著不同影響，電子業相較於傳統產業股價反應較好。</p> <p>4. 子公司買進母公司在第三季及年底存在顯著拉抬股價的作帳行情。</p>
王萬成、林憶樺、劉若蘭 (民 90)	探討企業對宣告庫藏股的反應。	事件研究法分析及複迴歸。	<p>1. 公司宣告購回庫藏股後前二十天累積異常報酬皆為正，支持投資人視公司買回自家股票為市場低估公司價值。</p> <p>2. 宣告買回目的為維護公司信用與股東權益</p>

			<p>的累積異常報酬顯著高於其他目的。</p> <p>3. 購回比例愈高公司累積異常報酬顯著高於比例較低者。</p> <p>4. 在買回價格區間方面，宣告購回庫藏股時股價如低於上限愈遠則累積異常報酬越高。</p>
林玉成 (民 90)	上市公司 實施庫藏 股效應。	事件研究法分 析及複迴歸。	<p>1. 上市公司宣告實施庫藏股時股價會有正向反應。</p> <p>2. 公司規模越大宣告庫藏股時股價反應越小。</p> <p>3. 公司價值被低估得越多時庫藏股宣告實施股價反應越大。</p>
林秀蓉 (民 90)	上市公司 宣告買回	事件研究法分 析	<p>1. 公司宣告購回庫藏股前，股價會有負的異常</p>

	庫藏股，其 宣告日前 後股價表 現與宣告 效果。		報酬；而宣告購回庫藏 股後，股價會有正的異 常報酬。 2. 財務體質的強弱對購 回庫藏股宣告其異常 報酬並無顯著差異。
--	--------------------------------------	--	--

第三節 國外文獻探討

國外的買回研究多針對庫藏股進行，關於交叉持股方面的研究極少，係法令制度規範所致，如：大陸法系的國家德國、法國及歐洲共同體多禁止或嚴格限制母子公司間交叉持股行為；英國及美國原則上雖不禁止相互間交叉持股，但相關配套規範較嚴密，如：限制子公司持有母公司股份不得行使表決權，以免破壞公司資本充實與不變原則及可能發生危害公司財產安全與助長投機之流弊。

國外庫藏股制度實行已久，因此過去研究多以實行庫藏股買回公司行為面進行分析或庫藏股買回宣告長期及短期效果進行研究，以下相關文獻探討亦以此兩大部分為主軸分析。

一、 買回公司行為特徵分析

Barth et al. (1999) 對實施庫藏股買回公司與未買回公司

兩者進行比較，發現具有無形資產高、閒置資金多、認股計畫及高股利支付率等特徵之公司較會進行買回，而與 Feen el, al. (2001)其相似的亦指出認股計畫與淨營運現金流量與股票購回行為存在正相關，除此外亦指出買回行為與資產市值對帳面值比例、負債比間呈現負相關。上述兩份研究均論及現金流量對購回行為的影響，但在 Jagannathan el, al. (2000)研究中，則進一步指出較高非營運現金流量的公司偏好採行股票購回，且基於公司理財彈性上之考量有時會以股票購回取代股利發放，同時亦發現在股市表現不佳的公司較會實行股票購回。

二、 購回宣告效果研究

Liu and Ziebart (1997)對庫藏股宣告時市場反應進行研究發現多數的購回宣告均被視為好消息²，而市場對於好消息存在反應過度的現象，市場上以小公司進行大規模購回者之宣告效果最佳。除上述短期內宣告效果研究，尚有 Tsetsekos(1993)分析指出財務體質差者，正向宣告效果較顯著，此乃因為公開市場買回宣告對公司遠景有正面的資訊效

2. 將庫藏股宣告前後兩日累積異常報酬大於零者視為好消息。

果。另一份研究 Barth et, al.(1999)對宣告效果則有清楚的解釋，他們發現具有高無形資產、低閒置資金、股價被低估情形嚴重者及認股計畫較少等特徵的公司購回宣告效果較佳。

在長期宣告效果研究中，Ikenberry et, al. (1995)對公司宣告自公開市場購回庫藏股之長期績效反應進行研究，但卻發現長期下市場對自公開市場買回庫藏股有反應不足的現象，更進一步分析長期下市場對買回庫藏股反應，發現對於被市場嚴重低估之公司其長期累積異常報酬較高。

由上述研究綜合發現，無論是長期或短期購回庫藏股的市場反應中，是否被市場嚴重低估將是影響購回庫藏股的宣告效果極重要之因素。

表 2-4：庫藏股之國外相關文獻彙整

作者	主題方向	研究模式 與方法	相關結論
Tsetsekos(1993)	公開市場買回庫藏股宣告對公司資訊效果及財務體質對宣	複迴歸模式。	公開市場買回庫藏股宣告對公司遠景有正面資訊效果，對於財務體質較佳的公司而言，其宣告效

	告效果之影響。		果不顯著；而財務體質較差者，正向宣告效果較顯著的。
Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen(1995)	長期下公司宣告自公開市場購回庫藏股績效	事件研究分析之市場模式。	長期下市場對自公開市場買回庫藏股反應不足，但對淨值對市價比率高的股票而言，長期下其平均異常報酬顯著較高。
Liu and Ziebart (1997)	價格對消息反應研究擴大庫藏股宣告	事件研究分析之市場模式及迴歸分析。	當市場視股票購回為好消息時，存在過度反應的現象；若市場視股票購回為壞消息，並沒有顯示有顯著反應不足或反應過度現象。
Barth and Kasznik (1999)	研究實施購回與未實施	邏吉斯(logit)迴歸及複迴歸模	顯示無形資產較多的公司較可能進行

	購回股票間公司差異，並對購回宣告之累積異常報酬來源予以進一步分析。	式。	購回宣告且與累積異常報酬亦較高；閒置資金與購回宣告間為正相關但與累積異常報酬呈負相關；在帳面價值對市值比上與購回宣告成不顯著正相關但與累積異常報酬有正相關。
Jagannathan, Stephens and Weisbach (2000)	探討美國公司基於理財彈性考量對於發放股利與股票購回間之選擇。	多元邏吉斯模式。	有較高非營運現金流量公司會選擇股票購回，購回股票公司通常有較靈活的現金流量與分配。在股市表現不佳的公司會實行股票購回。
Feen and Liang (2001)	針對管理者股票激勵計	複回歸模式。	股票購回與淨營運現金流量及資產規

	<p>畫對管理活動之影響擴大至代理問題。</p>		<p>模間呈正相關；股票購回與資產市價對帳面價值比及負債比間呈現負相關；股票購回與認股計畫間有強烈的正相關。</p>
--	--------------------------	--	--

第三章 研究設計與統計模型

本章第一節將詳細介紹研究設計之方法與流程，並於之後各節分述研究樣本、統計方法、研究模型及操作型定義。

第一節 研究方法與流程

本論文之實證研究設計首先針對所選取樣本區分「有買回」與「無買回」公司，以利兩者間進行單變量測試（t-test）之差異分析與邏吉斯迴歸分析；同時為了解一次與多次買回宣告公司是否存在差異，亦對其進行單變量測試（t-test）。

在買回決策分析中，以「有買回」公司為樣本進行多變量回歸分析（regression analysis）公司買回策略影響因素。最後亦採多變量回歸分析（regression analysis）瞭解買回事件宣告之市場反應。研究設計之步驟列示如下：

- 一、 除以單變量統計檢定「有買回」與「無買回」公司間特徵差異，並以邏吉斯迴歸分析影響公司買回決策變數。
- 二、 以單變量統計檢定「一次」與「多次」買回宣告公司間之特徵差異。
- 三、 針對「有買回」公司進行多變量統計分析「買回策略」影響因素。
- 四、 採多變量統計分析買回事件宣告之市場反應。

第二節 研究樣本

一、 資料蒐集來源

本研究運用之買回事件相關公告及財務資料等來源：

(一)買回事件公告相關資料及內部人持股資料取自台灣證券交易所網站及台灣經濟新報資料庫。

(二)財務資料取自真相王公開發行公司財務報告資料庫及台灣經濟新報資料庫。

二、 選樣程序

本研究係蒐集 89 年 8 月 7 日至 90 年底上市公司為研究樣本，詳細選樣標準如下：

(一)買回行為研究分析

此一階段分析中，首先將行業特殊的金融類股予以排除，再剔除財務資料不齊及特殊資料¹，經此篩選後樣本為 444 家上市公司，但此一樣本家數係用於不涉及市值對淨值比例變數時，若當考慮該變數時須再排除無完整季報之航運類股，則樣本家數為 432 家上市公司。

(二)市場反應研究

1.台積電於 89 年 8 月買回海外存託憑證，雖屬買回行為但因性質特殊，故將其自研究樣本中剔除。

以買回公司宣告庫藏股買回或交叉持股買回事件進行研究，但研究樣本中需剔除兩買回事件宣告日期接近者²，及宣告時研究所需相關資料不足者³，因此在第一階段市場反應分析全部買回事件共 507 件；第二階段分析係就第一階段中所選的樣本再進行刪選，剔除第一次庫藏股買回及交叉持股買回事件，和上次公告庫藏股執行期間尚未屆滿即再度公告庫藏股買回⁴事件，經過此一篩選後，第二階段市場反應分析之樣本事件為 137 件。

第三節 單變量測試

一、 目的與定義

在進行上市公司買回行為決策差異檢測前，首先須將全部樣本公司區分為「有買回」與「無買回」公司。所謂「有買回」公司係指證交法公告實施庫藏股買回後，依規定自行購回庫藏股或母公司透過子公司在公開市場買回母公司股票行為；而「無買回」公司乃樣本研究期間內未發生上述依規定自行購回庫藏股或母公司透過子公司在公開市場買回母公司股票行為。

-
2. 同時宣告子公司買回及庫藏股買回，及兩次子公司買回宣告事件研究期間重疊者，如：新光鋼在 2001/7/9 同時宣告子公司買回及庫藏股宣告；台硝於 2001/5/9 及 2001/5/11 分別宣告子公司買回公司股票。
 3. 庫藏股宣告買回目的有兩個以上，如：亞力 2000/11/4 庫藏股宣告買回目的有兩個，一為維護股東權益；另一目的未轉讓員工。
 4. 本次庫藏股宣告時上次庫藏股宣告尚未執行完畢者，而產生事件研究中變數資料不齊情形，如：達欣工在第二次庫藏股宣告時第一次庫藏股宣告尚未執行完畢，因此第二次庫藏股宣告不列入樣本事件中。

透過明確區分「有買回」與「無買回」公司之後，有助於續後更有效的檢測「有買回」與「無買回」公司間之差異。並對一次與多次庫藏股宣告公司進行差異分析。

二、 單變量分析之變數選用

Tsetsekos(1993)、 Barth et, al. (1999)、 Jagannathan et, al. (2000) 及 Feen et, al. (2001)針對購回與未實施股票購回股票公司考量進行分析，剖析公司無形資產、閒置資金、股市表現情況及淨營運現金流量等相關變數與購回股票公司間特徵連結。本研究依據過去文獻研究中之相關變數進行檢視，分別以「有買回」與「無買回」公司及「一次」與「多次」買回宣告公司為樣本進行差異分析，相關變數如下：

- 1.經營績效：Tsetsekos(1993)之研究顯示財務體質將影響買回宣告效果，既然財務體質存在對買回宣告效果有影響，本研究企圖用相關財務績效指標檢視過去公司經營績效在「有買回」與「無買回」公司是否存在差異，研究中以過去三年(87、88及89年)股東權益報酬率平均為代理變數衡量公司過去之經營績效表現。
- 2.負債比：Feen et, al.(2001)提出股票購回與負債比間呈現負相關，即負債比例越高的公司越不會採行股票購回。本研究乃以過去三年(87、88及89年)總負債除以總資產為變數，檢

測「有買回」與「無買回」公司負債程度上的差異。

3.閒置資金：Barth et, al. (1999)、Jagannathan et, al. (2000) 及 Feen et, al. (2001)研究中分別指出閒置資金、非營運現金及淨營運現金流量對於公司的購回行為有正向的影響。本研究以公司自營運活動產生淨現金流量加上投資活動淨現金流量減融資活動產生之淨現金流量，而上述融資活動須排除庫藏股及股利活動發生之現金流量，將此營運、投資及融資三項活動產生之淨閒置現金流量除以銷貨收入淨額，計算所得之閒置資金比率亦為過去三年(87、88及89年)之平均值，為變數進行閒置資金多寡衡量上的差異檢測。

$$CF_i = \frac{OCF_i + ICF_i - FCF_i + TCF_i + DCF_i}{SALES_i}$$

OCF_i：營運活動淨現金流量 ICF_i：投資活動淨現金流量

FCF_i：融資活動淨現金流量 TCF_i：庫藏股買回支出

DCF_i：現金股利支出 SALES_i：銷貨收入淨額

4.無形資產：Barth et, al (1999)研究結果顯示無形資產較多的公司較可能進行購回宣告。本研究以公司過去三年(87、88及89年)廣告費及研發支出佔營業費用比率平均為代理變數衡量公司帳面未計列無形資產高低的差異性檢測。

5. 市值對淨值比：Barth et, al. (1999)、Jagannathan et, al. (2000) 及 Feen et, al. (2001)等三份研究均指出股市表現不佳情況與購回行為具正向的相關性，亦即當市值對淨值比較低時，公司較可能發生購回行為。本研究由於考慮市價波動幅度較大之關係，此一變數在衡量時，採過去五季(89年第三季至90年第三季)市值對淨值比率平均值計算，對「有買回」與「無買回」公司進行差異分析。

三、 差異檢定

透過雙尾 T 檢定檢視兩群體中，其經營績效表現、負債程度、閒置資金、無形資產及被低估程度等變數是否具有顯著差異。在做 T 檢定之前，須先做兩母體的變異數 σ_1^2 與 σ_2^2 是否相等之 F 檢定。

1. F-Test

$$H_0: \sigma_{buy}^2 = \sigma_{non-buy}^2$$

$$H_1: \sigma_{buy}^2 \neq \sigma_{non-buy}^2$$

$$F = \frac{\frac{\hat{S}_{buy}^2}{\hat{d}_{buy}^2}}{\frac{\hat{S}_{non-buy}^2}{\hat{d}_{non-buy}^2}} = \frac{\hat{S}_{buy}^2}{\hat{S}_{non-buy}^2}$$

$$\hat{S}_{buy}^2 = \frac{\sum (VAR_i - \overline{VAR}_{buy})^2}{n_{buy} - 1}$$

$$\hat{S}_{non-buy}^2 = \frac{\sum (VAR_i - \overline{VAR}_{non-buy})^2}{n_{non-buy} - 1}$$

其中， σ_{buy}^2 為所測試變數買回公司變異數，

$s_{non-buy}^2$ 為所測試變數未買回公司變異數，

若其顯著水準為 α ，其決策法則為：

當 $F > F_{(1-\alpha/2, n_{buy}-1, n_{non-buy}-1)}$ 或 $F < F_{(\alpha/2, n_{buy}-1, n_{non-buy}-1)}$ 時，拒絕虛無假設

H_0 ，表示檢定結果 $s_{buy}^2 = s_{non-buy}^2$ ；反之，則無法拒絕虛無假設

H_0 ，即表示檢定結果 $s_{buy}^2 = s_{non-buy}^2$ 。

2. T-Test

(1)若前項檢定結果 $s_{buy}^2 = s_{non-buy}^2$ ，則 T 檢定為：

$$H_0: \overline{VAR}_{buy} = \overline{VAR}_{non-buy}$$

$$H_1: \overline{VAR}_{buy} \neq \overline{VAR}_{non-buy}$$

$$t(\overline{VAR}_{buy}, \overline{VAR}_{non-buy}) = \frac{\overline{VAR}_{buy} - \overline{VAR}_{non-buy}}{\sqrt{\hat{S}_p^2 \left(\frac{1}{n_{buy}} + \frac{1}{n_{non-buy}} \right)}}$$

$$\hat{S}_p^2 = \frac{(n_{buy} - 1)\hat{S}_{buy}^2 + (n_{non-buy} - 1)\hat{S}_{non-buy}^2}{n_{buy} + n_{non-buy} - 2}$$

其中， \overline{VAR}_{buy} 為所測試變數買回公司平均數，

$\overline{VAR}_{non-buy}$ 為所測試變數未買回公司平均數，

若其顯著水準為 α ，其決策法則為：

當 $t(\overline{VAR}_{buy}, \overline{VAR}_{non-buy}) > t_{(1-\alpha/2, n_{buy}-1, n_{non-buy}-1)}$ 或

$t(\overline{VAR}_{buy}, \overline{VAR}_{non-buy}) < t_{(\alpha/2, n_{buy}-1, n_{non-buy}-1)}$ 時，拒絕虛無假設 H_0 ，表示檢

定結果存在顯著差異；反之，則無法拒絕虛無假設 H_0 ，即表示

定結果不存在顯著差異。

(2)若前項檢定結果 \overline{VAR}_{buy}^2 $\overline{VAR}_{non-buy}^2$, 則 T 檢定為 :

$$H_0: \overline{VAR}_{buy} = \overline{VAR}_{non-buy}$$

$$H_1: \overline{VAR}_{buy} \neq \overline{VAR}_{non-buy}$$

$$t(\overline{VAR}_{buy}, \overline{VAR}_{non-buy}) = \frac{\overline{VAR}_{buy} - \overline{VAR}_{non-buy}}{\sqrt{\frac{\hat{S}_{buy}^2}{n_{buy}} + \frac{\hat{S}_{non-buy}^2}{n_{non-buy}}}}$$

$$\text{自由度 } v = \frac{\left(\frac{\hat{S}_{buy}^2}{n_{buy}} + \frac{\hat{S}_{non-buy}^2}{n_{non-buy}} \right)}{\frac{\left(\frac{\hat{S}_{buy}^2}{n_{buy}} \right)^2}{n_{buy} - 1} + \frac{\left(\frac{\hat{S}_{non-buy}^2}{n_{non-buy}} \right)^2}{n_{non-buy} - 1}}$$

若其顯著水準為 α , 其決策法則為 :

當 $t(\overline{VAR}_{buy}, \overline{VAR}_{non-buy}) > t_{(1-\alpha/2), v}$ 或 $t(\overline{VAR}_{buy}, \overline{VAR}_{non-buy}) < t_{\alpha/2, v}$ 時 ,

拒絕虛無假設 H_0 , 表示檢定結果存在顯著差異 ; 反之 , 則無法

拒絕虛無假設 H_0 , 即表示定結果不存在顯著差異。

第四節 多變量測試

一、公司「買回決策」分析

(一) 目的與定義

針對單變量測試中之「有買回」公司與「無買回」公司進行進一步採行羅吉斯回歸式進行分析 , 對公司買回決策予以分析解釋。

(二) 變數之設計與選用

應變數：(Decision)

以「有買回」公司為 1，而「無買回」公司為 0。

自變數：

因係對單變量中解釋「有買回」公司與「無買回」公司差異特徵進一步測試，因此變數設計上，均與單變量中所使用特徵差異變數相同。

(三) 建立邏吉斯迴歸模式與虛無假說

首先建立邏吉斯迴歸式，再依據迴歸式建立檢定所需之虛無假說。

Model：

$$\text{Decision}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{ROE}_i + \beta_2 \text{Liability Ratio}_i + \beta_3 \text{Cash Flow}_i + \beta_4 \text{Idle Cash}_i + \beta_5 \text{Market-Book Ratio}_i + \epsilon_i$$

β_0 、 β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4 、 β_5 與 ϵ_i 分別為迴歸模式之截距項、迴歸係數與殘差。

依據上述迴歸模式建立虛無假說如下：

1. $H_0: \beta_1 = 0$ ，當此一虛無假說成立，即表示公司經營績效表現對於是否公司買回並不產生顯著影響。
2. $H_0: \beta_2 = 0$ ，當此一虛無假說成立，即表示公司負債程度對於公司是否買回並不產生顯著影響。
3. $H_0: \beta_3 = 0$ ，當此一虛無假說成立，即表示公司閒置資金高低

對於公司是否買回並不產生顯著影響。

4. $H_0: \beta_4 = 0$ ，當此一虛無假說成立，即表示公司無形資產多寡對於公司是否買回並不產生顯著影響。
5. $H_0: \beta_5 = 0$ ，當此一虛無假說成立，即表示公司股價被低估情形對於公司是否買回並不產生顯著影響。

二、公司「買回策略」分析

(一) 目的與定義

自我國庫藏股正式公告實施後有長達一年餘的時間是「庫藏股買回」與「交叉持股買回」雙軌並行，為瞭解上市公司買回策略影響因素，針對此期間內「有買回」公司「買回策略」進行多變量迴歸分析。

「庫藏股買回」係指依證券交易法二十八條之二規定自公開市場購回自家流通在外股份；而「交叉持股買回」乃子公司買母公司股票為依證交法第三十六條第二項第二款及第三十八條規定辦理之買回。

(二) 變數之設計與選用

應變數：Strategy

由於買回樣本中有 51 家上市公司同時存在交叉買回及庫藏股宣告買回情形，若僅單獨對交叉持股買回或庫藏股買回進行分

析並無法深入瞭解影響公司「買回策略」因素，因此設計以交叉持股宣告買回股份合計占總買回股份數（宣告交叉持股買回數加上庫藏股買回數）比率計算，使應變數為由 1 至 0 之連續函數，以更明確描述公司特徵與「買回策略」間的關聯性。

自變數：

在經營績效、負債比、閒置資金、無形資產及市值對淨值比等五個變數之設計，均和「有買回」與「無買回」公司間差異分析中所使用變數設計相同。

控制變數：

過去毛治文(民 87)、沈永偉(民 87)針對交叉持股買回（實質庫藏股）研究中均將內部人持股與其研究交叉持股買回現象相聯結，因此本研究將公司過去宣告買回月份所公告之董監持股比率、經理人持股比率與大股東持股比率三者合計衡量股權結構中之內部人持股比例。

(三)建立迴歸模式與虛無假說

本研究企圖以經營績效表現、負債比例高低、閒置資金多寡、未列帳之無形資產、公司股價被低估程度及內部人持股情形等變數，解釋其對公司「買回策略」之影響。相關之公司「買回策略」迴歸模型建立如下：

$$\text{Strategy}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{ROE}_i + \beta_2 \text{Liability Ratio}_i + \beta_3 \text{Cash Flow}_i +$$

$$\beta_4 \text{Idle Cash}_i + \beta_5 \text{Market-Book Ratio}_i + \beta_6 \text{Ownership}_i + \epsilon_i$$

β_0 、 β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4 、 β_5 、 β_6 與 ϵ_i 分別為迴歸模式之截距項、迴歸係數與殘差。

依據上述迴歸模式建立虛無假說如下：

1. $H_0: \beta_1 = 0$ ，當此一虛無假說成立，即表示公司經營績效表現對於公司買回策略並不產生顯著影響。
2. $H_0: \beta_2 = 0$ ，當此一虛無假說成立，即表示公司負債程度對於公司買回策略並不產生顯著影響。
3. $H_0: \beta_3 = 0$ ，當此一虛無假說成立，即表示公司閒置資金高低對於公司買回策略並不產生顯著影響。
4. $H_0: \beta_4 = 0$ ，當此一虛無假說成立，即表示公司無形資產多寡對於公司買回策略並不產生顯著影響。
5. $H_0: \beta_5 = 0$ ，當此一虛無假說成立，即表示公司股價被低估情形對於公司買回策略並不產生顯著影響。
6. $H_0: \beta_6 = 0$ ，當此一虛無假說成立，即表示公司內部人持股高低對於公司買回策略並不產生顯著影響。

三、買回事件宣告市場反應分析

(一)測試目的

針對研究期間內樣本買回事件宣告市場反應進行多變量複迴歸分析，以瞭解公司於買回宣告時所釋放相關訊息，對於短期內市場反應可能形成之衝擊。

(二)變數之設計與選用

毛治文(民 87)、王萬成、林憶樺、劉若蘭、林玉成、林秀蓉(民 90)研究中均指出，公司宣告買回後短期內，會產生正向累積異常報酬，亦即市場視買回宣告為好消息，並以產業別、內部人持股比、公司規模及財務體質等變數進行短期內買回宣告市場反應分析。

應變數：CAR

根據累積異常報酬進行市場反應分析，累積異常報酬之計算係依據事件研究法中市場模式，該模式主要假設個別股票的報酬率與市場報酬率之間存有簡單的線性迴歸，研究中估計期設定為 100 天，以估計期之個別證券調整後日報酬率及市場調整後日報酬率為樣本觀察值，使用最小平方法(OLS)計算出市場模式參數，建立估計之迴歸模式，並以此迴歸模式估算出事件期個別股票之預期報酬率。

其數學式以下列公式表示：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

R_{it} : 第 i 種證券在第 t 期之報酬率

β_i : 迴歸係數

α_i : 第 i 種證券的系統風險

R_{mt} : 第 t 期市場報酬率

ϵ_{it} : 第 i 種證券在第 t 期之殘差項

市場模式尚須符合以下假設：

$\epsilon_{it} \rightarrow N(0, \sigma^2)$ 即表示公司間股票須獨立，且上述模型中的殘差項須符合常態分配。

利用估計期之資料，以最小評方法求算 α_i 及 β_i 之估計值 $\hat{\alpha}_i$ 及 $\hat{\beta}_i$ ，在將事件期之市場報酬率帶入估計之市場模式，可求算出證券的預期報酬率 $\hat{R}_{i,t}$ ，因買回宣告可能使投資人產生異常報酬，故比較事件期的實際報酬率與預期報酬率之差額，即可算出事件期之異常報酬 $AR_{i,t}$ 。數學式以下列公式表示：

$$\hat{R}_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}$$

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t}$$

$\hat{R}_{i,t}$ ：第 i 種證券在 t 日之預期報酬

$AR_{i,t}$ ：第 i 種證券在第 t 期平均異常報酬

加總第 t_1 至 t_2 期的個別證券其累積異常報酬率，即可得到個別券其事件期窗口 (t_1, t_2) 的累積異常報酬 $CAR_i(t_1, t_2)$ 。

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t}$$

$CAR_i(t_1, t_2)$ ：表第 i 種股票在第 t_1 至 t_2 期間之累積異常報酬

自變數：

自變數之設計以買回事件宣告時公司所釋放相關訊息進行設計，相關自變數設計如下：

1. 市值對淨值比：在 Barth et al. (1999)、Feen et al. (2001) 研究指出被低估情形較嚴重的公司較可能購回，因此本研究企圖以被低估程度對市場反應情形進行解釋，預期被低估情況越嚴重的公司將與宣告時產生累積異常越大。由於考慮市價波動幅度大之關係，為更真實衡量買回宣告時被市場低估情形與宣告買回市場反應間的關係，本研究以宣告日之上季末市值除以上季季報公告淨值所得比率計算衡量。
2. 買回型態：由於交叉持股買回與庫藏股買回規範上有相當差異，然而最明顯的大差異為交叉持股買回為事後宣告；庫藏股買回係事前公告，預期採行事前公告的庫藏股買回將與累積異常報酬呈現較明顯的相關性。透過此變數可瞭解不同型態買回宣告，對於市場反應是否造成差異，因此本研究設計當公司宣告交叉持股買回者為 1；當公司宣告庫藏股買回時此變數即為 0。

- 3.買回次數：為瞭解庫藏股制度實施後市場對於公司第一次買回宣告是否與多次(二次以上)買回宣告有差異性反應，預期第一次買回宣告將帶給市場較強烈的反應。因此本研究以公司在庫藏股公告實施後第一次宣告買回該變數為 1；若屬該公司二次以上買回事件宣告，此一變數則為 0。
- 4.買回目的：依證交法第 28 條之二規定為維護公司信用及股東權益所必要而買回之庫藏股，公司需辦理銷除股份；而其他目的的庫藏股買回宣告及交叉持股買回宣告，在買回宣告時並無銷除股份的疑慮，因此為了解當公司宣告買回股份將使公司發生減資行為時，市場是否對其有較其他目的買回宣告及交叉持股買回宣告具差異性反應，因此變數設計當公司宣告為維護公司信用及股東權益所必要而買回（須辦理註銷買回股數）時為 1；而宣告其他目的買回或買回型態屬交叉持股買回者，該變數皆設計為 0。
- 5.買回比率：此一變數以公司宣告買回股份數佔宣告當時公司發行流通在外股數的比率計算，以判斷市場是否會因為公司宣告買回規模較大，預期短期內公司流通在外股數將可能產生較大幅度減少，而引起較大的反應。
- 6.上次執行率：針對庫藏股買回事件，公司宣告買回數經常並非實際

執行買回數，因此設計此一變數以觀察市場對於上次公司公告庫藏股買回執行率是否存在記憶性，進而使上次庫藏股買回實際執行率對本次庫藏股買回宣告市場反應產生影響。本研究以上次執行買回數除上次公告買回數之比率為變數進行測試。

控制變數選用：

股權結構：毛治文(民 87)曾對交叉持股買回事件以內部人持股比例對買回宣告後股價反應進行解釋，發現買回前內部持股比例增加與買回後累積異常報酬呈現顯著正相關。本研究試圖再以內部人持股比解釋買回事件市場反應，而以公司公告買回當月公告之董監持股比率、經理人持股比率與大股東持股比率三者之合計數為變數進行測試。

(三)建立迴歸模式與虛無假設

在第一個迴歸模型中，針對所有買回事件為樣本分析市場反應，以市值對淨值比、買回型態、宣告次數、買回目的、本次宣告買回比例及內部人持股比例等變數，解釋對市場累積異常報酬之影響。

然而為進一步分析市場對於過去庫藏股宣告買回的執行情形是否存在記憶性，進而影響日後庫藏股宣告買回之市場

反應，因此設計了第二個迴歸式企圖對多次庫藏股買回宣告的市場反應有更進一步瞭解，在此一迴歸式中增加考慮上次執行比率的變數，但排除上一個迴歸模型中買回型態及宣告次數兩個自變數，因該迴歸式僅針對兩次以上庫藏股宣告買回市場反應進行分析。

Model 1：

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Market-Book Ratio}_{i-1} + \beta_2 \text{Strategy}_i + \beta_3 \text{Frequency}_i + \beta_4 \text{Object}_i + \beta_5 \text{Purchase-Announced}_i + \beta_6 \text{Ownership}_{i-1} + \epsilon_i$$

β_0 、 β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4 、 β_5 、 β_6 與 ϵ_i 分別為迴歸模式之截距項、迴歸係數與殘差。

關於上述模型一相關變數虛無假說建立如下：

1. $H_0: \beta_1 = 0$ ，當此一虛無假說成立，即表示股價被低估情形，不影響買回宣告事件期間內所產生累積異常報酬。
2. $H_0: \beta_2 = 0$ ，當此一虛無假說成立，即表示宣告買回型態，不影響買回宣告事件期間內所產生累積異常報酬。
3. $H_0: \beta_3 = 0$ ，當此一虛無假說成立，即表示是否為第一次買回宣告，不影響買回宣告事件期間內所產生累積異常報酬。
4. $H_0: \beta_4 = 0$ ，當此一虛無假說成立，即表示買回庫藏股是

否須於短期內註銷宣告，不影響買回宣告事件期間內所產生累積異常報酬。

5. $H_0: \beta_5 = 0$ ，當此一虛無假說成立，即表示宣告買回比率，不影響買回宣告事件期間內所產生累積異常報酬。
6. $H_0: \beta_6 = 0$ ，當此一虛無假說成立，即表示內部人持股高低，不影響買回宣告事件期間內所產生累積異常報酬。

Model 2 :

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Market-Book Ratio}_{i-1} + \beta_2 \text{Purchase-Actual}_i + \beta_3 \text{Object}_i + \beta_4 \text{Purchasr-Announced}_i + \beta_5 \text{Ownership}_i + \epsilon_i$$

β_0 、 β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4 、 β_5 、 β_6 與 ϵ_i 分別為迴歸模式之截距項、迴歸係數與殘差。

對於上述模型二相關變數虛無假說建立如下：

1. $H_0: \beta_1 = 0$ ，當此一虛無假說成立，即表示股價被低估情形，不影響二次以上庫藏股買回宣告事件期間內所產生累積異常報酬。
2. $H_0: \beta_2 = 0$ ，當此一虛無假說成立，即表示上次庫藏股買回執行情況，不影響二次以上庫藏股買回宣告事件期間內所產生累積異常報酬。

3. $H_0: \beta_3 = 0$, 當此一虛無假說成立, 即表示庫藏股買回股票是否於短期內註銷, 不影響二次以上庫藏股買回宣告事件期間內所產生累積異常報酬。
4. $H_0: \beta_4 = 0$, 當此一虛無假說成立, 即表示庫藏股宣告買回比率高低, 不影響二次以上庫藏股買回宣告事件期間內所產生累積異常報酬。
5. $H_0: \beta_5 = 0$, 當此一虛無假說成立, 即表示內部人持股情形, 不影響二次以上庫藏股買回宣告事件期間內所產生累積異常報酬。

第四章 實證分析

本章共分五節，第一節描述樣本特性並透過敘述性統計進一步說明樣本中相關變數；第二節透用共線性檢測對多變量分析中所使用各解釋變數的共線性程度予以分析探討；第三節以單變量分析「買回」與「無買回」公司間及一次與多次庫藏股宣告公司的差異分析；接著則以多變量迴歸分析公司「買回策略」影響因素；最後企圖以買回事務宣告時釋放相關訊息分析市場反應。

第一節 樣本資料描述

一、公司行為面研究樣本基本特徵描述

由表 4-1 研究樣本特性統計值可得知，上市公司間過去三年股東權益投資報酬率與負債比例差異較大，投資報酬率受到產業差異因素影響較深，過去電子業經營績效表現較傳統產業卓越；而負債比亦受到相當產業因素影響，一般而言，營建業平均負債融資比例較高，但觀察研究樣本中發現負債比例最高者竟出現在紡織類股，在如此傳統的產業中，管理當局卻大膽運用負債融資不禁令人對其財務融資決策可能存在過度使用槓桿操作的方式有所質疑。

在閒置性現金流量率、研發及廣告支出佔營業支出比例及市值對淨值等三變數間差異性明顯較小，較值得注意的是在研究期間內蒐集市值對淨值資料平均值近乎 1，且有過半數上市公司該係數比值小於

1，顯示多數公司於該期間內有股價表現不佳的現象，公司價值有被低估之可能。

表 4-1 研究上市公司樣本統計值

	樣本數	平均值	極大值	極小值	標準差
股東權益報酬率	444	0.036	0.49	-1.056	15.65
負債比例	444	0.41	0.83	0.62	14.78
閒置性現金流量率	444	-0.24	5.58	-2.7	0.58
研發及廣告支出佔營業支出比例	444	0.15	0.7	0	0.11
市值對淨值比例	432	1.05	2.36	0.11	0.85

在針對上市公司買回決策分析中(詳見附錄一)，有 215 家上市公司在過去一年多的時間內曾自公開市場買回自家股票，158 家上市公司曾經宣告庫藏股買回，但其中有 51 家上市公司不僅宣告庫藏股買回在研究期間內亦曾經宣告交叉持股買回，由於觀察到此一現象存在因此在研究中採複迴歸分析買回公司策略性決策偏好影響變數，以更清楚觀察分析不同公司型態對買回決策偏好程度可能影響變數；而不採取 T 檢定，僅對單純交叉持股買回與庫藏股買回公司進行差異分析

在全部的 507 件買回事件中，其中 227 件為交叉持股買回宣告，而在 280 件庫藏股買回宣告中，以轉讓給員工為目的的購回件數為最

高有 115 件，宣告將供可轉換公司債等轉換的事件僅有三件所佔比例亦最低。

表 4-2 上市公司庫藏股宣告買回目的分類統計表

庫藏股宣告買回目的	上市公司申請件數	比例
為維護公司信用及股東權益	115	41.07%
供可轉讓公司債等轉換用	3	1.07%
轉讓給員工	162	57.86%
件數合計	280	100.00 %

最後針對市場反應進行研究分析，由下頁圖 4-1 可明顯看出在買回宣告日五天的累積異常報酬為負數，但於買回宣告後第一天即出現正的累積異常報酬。圖中亦可明顯觀察到，在買回宣告日的前兩天累積異常報酬即出現開始回升的情形，這與庫藏股買回宣告須在董事回決議後兩日內公告，應有相當關聯性，顯示買回公司在宣告日前可能發生消息走漏的現象，使得市場提前反應公司買回宣告事件。下圖中亦透露出市場對於買回事件宣告在短期內會視為好消息，且在買回宣告後產生相當顯著的正向累積異常報酬。表 4-3 呈現宣告日前累積異常報酬顯著為負，在宣告後第三天開始產生顯著的正向累積異常報酬，一直至事件宣告日後的第十天亦均呈現相當顯著的正向累積異常報酬。

【圖 4-1】 全部買回事件之累積異常報酬

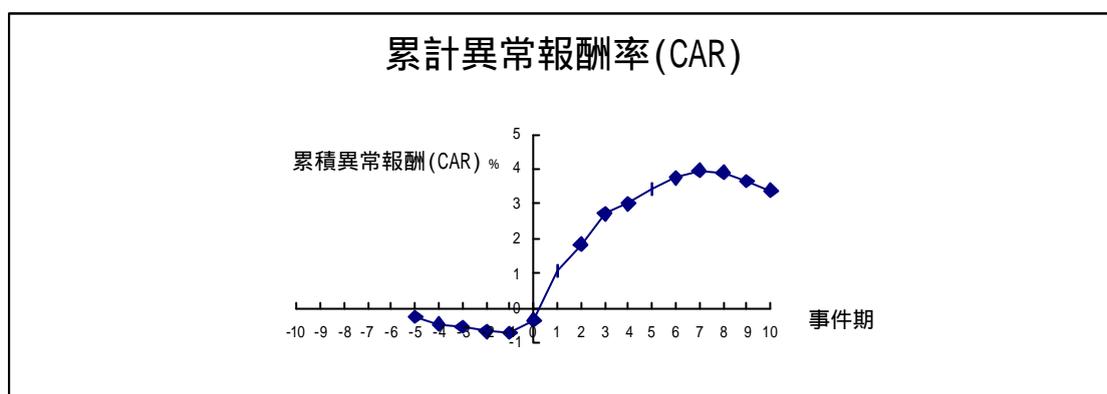


表 4-3 全部買回事件累積異常報酬顯著性檢測表

事件期	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
累積異常報酬率	-0.723	-0.936	-1.041	-0.942	-0.529	0.344	0.683	1.039	1.212	1.490	1.780	1.940	1.955	2.060	2.21
t 值	-1.875	-2.235	-2.336	-1.958	-1.062	0.670	1.277	1.871	2.098	2.471	2.818	3.004	2.927	2.971	3.08
P-value	0.061*	0.026**	0.020**	0.051*	0.289	0.503	0.202	0.062*	0.036**	0.014**	0.005***	0.003***	0.004***	0.003***	0.002

1. *表示顯著水準 $P < 0.1$; **表示顯著水準 $P < 0.05$; ***表示顯著水準 $P < 0.01$ 。

第二節 共線性分析結果

一、「買回決策」影響變數共線性檢測

針對「有買回」與「無買回」公司僅行邏吉斯迴歸線性分析所使用解釋變數進行共線性檢測，除以 Pearson 相關係數呈現各自變數彼此間的相關性，並計算各自變數之膨脹係數值 (variance inflational factor ; VIF)，以衡量自變數共線性嚴重程度，當膨脹係數值大於等於 10，即表該自變數與其他自變數存在嚴重共線性應予剔除，故由表 4-4 觀察可知各自變數之膨脹係數值均小於 2，因此推論「買回決策」邏吉斯迴歸模型中所

採用自變數均不存在高度共線性。

表 4-4 買回決策分析自變數共線性檢測

	ROE	Liability Ratio	Market-Book Ratio	Intangible Assets	Idle Cash	VIF
ROE	1					1.7536
Liability Ratio	-0.5248	1				1.3914
Market-Book Ratio	0.4794	-0.1959	1			1.4749
Intangible Assets	0.2905	-0.1395	0.4199	1		1.2379
Idle Cash	-0.0376	-0.0197	0.0099	-0.0743	1	1.0117

二、公司「買回策略」影響變數共線性檢測

在公司「買回策略」迴歸模型中所採解釋變數間共線性檢測結果，可由下頁表 4-5 觀察發現各自變數之膨脹係數值 (variance inflation factor ; VIF) 值均小於 2，故可以此推論「買回策略」迴歸模型中所採用自變數均不存在高度共線性。

表 4-5 買回策略分析自變數共線性檢測

	ROE	Liability Ratio	Idle Cash	Intangible Assets	Market-book Ratio	Ownership	VIF
ROE	1						1.824
Liability Ratio	-0.427	1					1.234
Idle Cash	0.023	-0.045	1				1.055
Intangible Assets	0.365	-0.114	-0.079	1			1.304
Market-Book Ratio	0.591	-0.281	0.022	0.441	1		1.702
Ownership	0.179	-0.043	0.211	-0.048	0.121	1	1.100

三、買回事件宣告之市場反應影響變數共線性檢測

研究中針對買回事件宣告的市場反應採用了兩個迴歸模型，分別

對全部買回事件宣告及二次以上庫藏股買回宣告進行市場反應分析，在 Model 1 係針對所有買回事件分析；而 Model 2 以二次以上庫藏股買回宣告進行市場反應分析。

進行共線性檢測時亦針對兩個市場反應迴歸模型進行，與「買回策略」迴歸模型共線性檢測相同，除計算各自變數間的 Pearson 相關係數以呈現各自變數間的相關性，並同時計算自變數的膨脹係數值 (variance inflational factor ; VIF) 以判斷自變數與其他變數間的共線性情形，市場反應分析第一個迴歸式所採自變數相關性測試結果呈現如表 4-6；而第二個迴歸式中所使用自變數相關性測試結果呈現如表 4-7，在表 4-6 及 4-7 清楚呈現各迴歸式所採用之自變數的膨脹係數值 (variance inflational factor ; VIF) 值均小於 1.5，遠小於存在嚴重共線性的剔除標準值 10，故可判斷各自變數並不存在嚴重共線性。

表 4-6 全部買回事件分析自變數共線性檢測

	Market-book				Purchase-		
	Ratio	Strategy	Frequency	Object	Announced	Ownership	VIF
Market-Book Ratio	1						1.125
Strategy	-0.012	1					1.426
Frequency	0.170	-0.223	1				1.09
Object	-0.228	-0.488	0.046	1			1.425
Purchase-Announced	-0.004	-0.115	0.077	0.122	1		1.024
Ownership	0.134	0.124	0.018	-0.069	-0.047	1	1.038

表 4-7 二次以上庫藏股宣告買回事件分析自變數共線性檢測

	Market-book Ratio	Purchase- Actual	Object	Purchase-Announced	Ownership	VIF
Market-Book Ratio	1					1.275
Purchase-Actual	-0.052	1				1.025
Object	-0.439	0.100	1			1.336
Purchase-Announced	0.054	-0.089	0.194	1		1.095
Ownership	0.037	-0.035	-0.003	-0.105	1	1.017

第三節 「有買回」與「無買回」公司分析

一、以單變量檢測「有買回」與「無買回」公司差異結果分析

針對「有買回」與「無買回」公司兩者間，經營績效表現、負債程度、閒置資金多寡、未列帳無形資產高低及被市場低估情形等變數進行差異測試結果分述如下：

(一) 經營績效表現

以股東權益報酬率為衡量上市公司經營績效之代理變數中，在表 4-8 可明顯看出「有買回」經營績效表現與「無買回」經營績效表現存有顯著差異，並呈現「有買回」經營績效表現優於「無買回」經營績效表現，此係上市公司因經營績效佳卻被市場低估，較會介入市場對自家股票進行買回行為。

(二) 負債程度

在負債程度上有相當高的證據力顯示「有買回」與「無買回」公司的負債比存在顯著差異，且「無買回」公司負債比例高於「有買回」公司，因公司在市場買回自家股票需耗用相當資金，對於過去慣用高負債融資政策公司而言，進一步實行買回對於公司資金吃緊的狀況無疑是「雪上加霜」。因此，面臨負債程度較高之上市公司較不會自公開市場買回自股票的說法受到相當高的驗證性。

(三) 閒置資金

針對閒置資金驗證後，雖「有買回」與「無買回」公司在該項指標上存在顯著差異，但實證結果卻顯示閒置資金較少的公司會自公開市場買回自家股票，對於這方面的解釋可能是因公司看好未來前景而有較多的投資，而預期將來有更好的獲利表現，但卻不甘心股價被市場低估的現象存在，因而介入公開市場買回自家股票。

(四) 未列帳無形資產

以研發及廣告支出佔營業費用比例為代理變數，衡量未列帳無形資產之高低，雖然顯示買回公司的無形資產高於未買回公司，但檢測後發現「有買回」與「無買回」公司兩者間之未列帳無形資產卻不存在顯著差異。

(五) 被低估之情形

以市值對淨值比衡量被低估情形，結果該變數上有相當高的證據力顯示出「有買回」與「無買回」公司兩者存在差異，「有買回」公司被低估情況較「無買回」公司嚴重，即意謂被低估情況較嚴重的公司較會買回自家股票。

表 4-8 「有買回」與「無買回」公司差異檢定

變數	買回與否	平均數	標準差	T 值	P 值
股東權益報酬率	有買回公司	0.0532	9.449	2.318**1	0.021
	無買回公司	0.0195	19.696		
負債比例	有買回公司	0.3876	13.163	-2.628***	0.0089
	無買回公司	0.4241	15.992		
閒置資金比例	有買回公司	-0.291	0.452	-1.86*	0.0637
	無買回公司	-0.1901	0.673		
研發及廣告佔營業費用比例	有買回公司	0.1535	0.165	0.474	0.6357
	無買回公司	0.1464	0.154		
市值對淨值比	有買回公司	0.9406	0.613	-2.701***	0.0072
	無買回公司	1.157	1.013		

1. *表示顯著水準 $P < 0.1$; **表示顯著水準 $P < 0.05$; ***表示顯著水準 $P < 0.01$ 。

二、採邏吉斯迴歸分析「有買回」與「無買回」公司結果

進一步針對「有買回」與「無買回」公司進行邏輯迴歸分析結果呈現如表 4-9。

關於股東權益報酬率及市值對淨值比兩個變數對於公司買回決策的影響再次得到驗證，經營績效表較佳或股價被低估的公司會採行買回決策。

股東權益報酬率對公司買回決策影響相當顯著，然而公司之股利發放政策受到過去經營績效表現影響，因此將買回公司過去股利發放情況呈現於附錄二供參考。經營績效表現佳之公司亦可能因過去支付高股票股利政策，使得資本過度膨脹而進行買回。

雖然負債比率及閒置資金情形對買回決策的影響不若單變量差異分析呈現較佳的顯著性結果，但這兩各變數皆有 11 % 左右的顯著水準，說明公司負債程度低或閒置資金少的公司會採行買回決策。

另一個值得關注的結果，即是無形資產變數在此一迴歸式分析中，顯著水準較單變量分析結果有所提升。

表 4-9 「有買回」與「無買回」公司邏輯迴歸分析

自變數	預期符號	回歸係數	P 值
常數		0.8913	0.0188 ^{***1}
ROE	+	0.0292	0.0053 ^{***}
Liability Ratio	-	-0.0128	0.1115
Intangible Assets	+	0.9759	0.1683
Idle Cash	+	-0.3307	0.1173
Market-Book Ratio	-	-0.7472	0.0000 ^{***}
Cox & Snell R 平方			0.0763
Nagelkerke R 平方			0.1018

1. ***表示顯著水準 $P < 0.01$ 。

第四節 「一次」與「多次」買回公司差異分析

針對一次與多次買回公司差異分析結果發現，這兩類公司在經營績效表現、負債程度、閒置資金多寡及無形資產高低等，過去歷史性財務資料上檢測顯示並無顯著差異；且股價被低估程度亦不影響公司買回宣告次數之多寡。

表 4-10 一次與多次買回公司差異分析

變數	買回事件公司	平均數	標準差	T 值	P 值
股東權益報酬率	一次買回宣告公司	0.048	112.560	-1.306	0.193
	多次買回宣告公司	0.064	51.198		
負債比例	一次買回宣告公司	0.388	201.130	0.366	0.715
	多次買回宣告公司	0.381	116.374		
閒置資金比例	一次買回宣告公司	-0.290	0.224	0.263	0.793
	多次買回宣告公司	-0.307	0.171		
無形資產	一次買回宣告公司	0.166	0.028	1.100	0.273
	多次買回宣告公司	0.140	0.026		
市值對淨值比	一次買回宣告公司	0.977	0.454	1.312	0.191
	多次買回宣告公司	0.872	0.228		

第五節 公司「買回策略」分析結果

關於經營績效之代理變數股東權益報酬率，在迴歸分析買回型式決策中呈現相當顯著的影響，結果為公司經營績效較佳者較少採行交叉持股買回，亦即偏好庫藏股買回。對於經營績效持續表現較佳的公司而言執行庫藏股宣告買回，對其未來股東權益報酬率及每股盈餘等經營績效評估指標將有進一步向上提升效果，況且透過事前公告的庫藏股買回，於買回前就召告市場參與者公司對未來前景看好，將使買回行為對目前公司股價在市場表現不佳的情況獲得較大改善，因而推論公司經營績效較佳者會偏好庫藏股宣告買回甚於交叉持股買回。

在迴歸分析中另一個值得注意的變數是市值對淨值比，當該比值越大時公司傾向採取交叉持股買回，亦即被低估情形較嚴重的公司傾向採取庫藏股買回，另一方面也可以解說為採取子買母的買回型式公司，價格被低估情形並不如庫藏股嚴重，因此自市場買回自家股票以提升股價的迫切性相對較低，自市場買回自家股票可能存在提升公司股價、維護股東權益以外其他動機。對於被嚴重低估的公司而言，自公開市場買回自家股票當然其主要目的是提升公司市場價值，因此採事前公告買回的庫藏股買回型態將使公司獲得較佳宣示性效果。

在買回型態偏好決策中多加考量的內部人持股比變數，實證

結果有相當接近 10% 的顯著水準，顯示偏好採取交叉持股型態買回的公司內部人持股比例也相對的較高，這與預期結果相同。由於交叉持股買回為事後公告，因而在公告前僅有少數的內部人知道信息，且在相關法令規範上較庫藏股買回規範寬鬆甚多，如此一來，極容易使得知道消息的內部人透過市場交易產生不當利得，因此這個結果相當值得重視。

其他變數如閒置資金及負債比，雖然在有買回與無買回公司分析中有顯著的差異，但是對於公司買回型式的決策這兩個變數則均不存在顯著的影響。而另一個關於無形資產衡量的代理變數廣告及研發佔營業支出比例，亦呈現出對公司買回型式偏好無顯著影響的結果，但卻可看出偏好庫藏股買回公司的無形資產高於偏好交叉持股買回公司。

表 4-11 買回決策公司影響變數複迴歸模型檢定值

自變數	預期符號	迴歸係數	P 值
截距項()		0.242	0.057 [*]
ROE	(-)	-2.280	0.000 ^{***}
Liability Ratio	(+)	-0.153	0.527
Cash Flow	(-)	0.005	0.939
Idle Cash	(-)	-0.141	0.473
Market-Book Ratio	(+)	0.253	0.000 ^{***}
Ownership	(+)	0.345	0.106
調整後 R (%)		13.60 %	

1. ^{*}表示顯著水準 $P < 0.1$; ^{***}表示顯著水準 $P < 0.01$ 。

第六節 買回事件宣告之市場反應分析結果

一、整體買回事件市場宣告效果

表 4-12 是針對全部買回事件宣告為樣本進行市場反應分析，在兩個事件期間中均可清楚看到，市值對淨值比及宣告買回方式及宣告次數這三個變數，均在事件期間內對市場反應呈現相當顯著影響。

關於市值對淨值比的變數，我們可以清楚的了解當被買回公司被低估的越嚴重，則市場上正向累積異常報酬越大。至於買回型態的影響亦相當顯著的呈現，庫藏股買回宣告的累積異常報酬表現較交叉持股買回累積異常報酬佳，這個結果亦可說明採事前公告庫藏股買回所引起市場反應效果較交叉持股買回好。

關於買回宣告次數研究結果呈現，在庫藏股制度後第一次宣

告買回，市場對其買回宣告於事件期內均呈現顯著正向反應，及意謂第一次買回宣告市場反應較二次以上買回宣告的市場反應佳。雖然在買回目的變數的測試中呈現不顯著的影響但卻透露出市場對於買回後註銷的股票會給予正向的反應。

在宣告買回比例變數的影響上，須放寬事件期窗口才可看出其對累積異常報酬產生顯著的正相關，即當公司宣告庫藏股買回比例越大時所產生累積異常報酬越大，而宣告庫藏股買回比例越高亦即意謂未來短時間內流通在外股數將可能有較大比例的減少，使得投資人對這類的宣告買回事件股票願支付較高金額購買。

在股權結構的相關變數內部人持股比例衡量方面，雖然看到內部人持股比例會對事件期內累積異常報酬間的關係呈現負相關，但是在兩段事件期間內均無法發現內部人持股比例的高低會對累積異常報酬間存有顯著的負面影響。

表 4-12 全部買回事件宣告市場反應分析

自變數 \ 事件期	(0,3)		(-2,5)	
	迴歸係數	P 值	迴歸係數	P 值
截距 ()	3.759	0.000*** ¹	5.151	0.000***
Market-Book Ratio	-1.372	0.003***	-2.278	0.001***
Strategy	-3.891	0.000***	-3.772	0.000***
Frequency	2.572	0.009***	2.079	0.024**
Object	1.312	0.124	0.525	0.667
Purchase-Announced	4.749	0.516	20.845	0.047**
Ownership	-0.313	0.891	-1.053	0.747
調整後 R ² (%)	0.154		0.082	

1. **表示顯著水準 P<0.05 ; ***表示顯著水準 P<0.01。

二、兩次以上庫藏股買回公告效果

在這個部分研究僅單純就二次以上庫藏股買回的 137 個樣本事件進行分析，由於庫藏股公告買回比例通常不會百分之百的執行，因此欲觀察瞭解本次庫藏股買回宣告市場反應是否受公司上次庫藏股公告買回執行比例影響。依據實證結果顯示事件期間內均無法清楚看出，上次庫藏股公告執行率對於本次庫藏股宣告市場反應的影響，因而推論市場上投資人並不在意公司過去庫藏股宣告後真正的執行買回情形，過去買回執行率的高低對目前庫藏股宣告所產生累積異常報酬並不存在顯著影響。

由表 4-13 可清楚看到在二次以上庫藏股公告市場反應研究中，僅市值對淨值比例對事件期間內累積異常報酬呈現極顯著的影響，結果呈現與第一階段針對所有買回事件宣告效果市場反應

結論相當一致，亦為被市場低估情況越嚴重的上市公司公告庫藏股買回會產生較大的累積異常報酬。投資人將被嚴重低估的上市公司公告庫藏股買回視為好消息，而給予較強烈的正面市場反應。

但在這個階段的研究中意外發現，市場對於二次以上庫藏股買回宣告時所釋放相關買回訊息並不重視，以致此階段測試所使用庫藏股買回宣告時所釋放相關買回訊息變數均呈現不顯著的影響。對於此一現象的解釋為，關於本次宣告買回比例變數，可能是市場上投資人了解到公司公告買回股數並不一定完全執行買回，因此投資人對該項訊息的宣告亦較不予以重視，以致該變數無法對累積異常報酬呈現顯著影響；至於另一個變數買回後是否註銷對買回宣告市場反應的影響，在此一迴歸式分析中並無法清楚看出其對累積異常報酬所產生影響究竟是正面還是負面影響，推測可能在多次庫藏股宣告事件後，投資人可能對於買回後將註銷的庫藏股買回宣告事件有不同的解讀方式，以致二次以上庫藏股宣告事件分析與所有買回事件分析有不同的結果。

表 4-13 二次以上庫藏股公告市場反應分析

自變數 \ 事件期	(0,3)		(-2,5)	
	迴歸係數	P 值	迴歸係數	P 值
截距 ()	5.546	0.039** ²	9.448	0.011***
Market-Book Ratio	-3.927	0.004***	-6.391	0.000***
Purchase-Actual	-0.741	0.682	0.011	0.997
Object	-0.684	0.628	-2.099	0.280
Purchase-Announced	19.408	0.580	27.100	0.574
Ownership	7.110	0.243	1.203	0.885
調整後 R ² (%)	0.0397		0.0497	

2. **表示顯著水準 $P < 0.05$; ***表示顯著水準 $P < 0.01$ 。

第五章 結論與建議

第一節 研究結論

本研究係對上市公司買回決策行為影響特徵進行分析探討，再進一步分析市場對於買回事件公告市場反應影響變數為何。以下就本實證結果彙整列示說明：

一、 上市公司買回決策影響特徵

1. 過去經營績效佳的公司較會進行買回宣告，且其宣告買回的型態偏好採取庫藏股買回。

由於過去公司經營績效表現好，而在市場股價表現未達應有水準，因此透過庫藏股買回將獲得較大宣示效果，而使公司股價表現在市價與其應有價值間有一較佳調適。

2. 買回公司的負債程度相對於未買回公司顯著較低，但負債程度對於買回型態偏好決策面上並無顯著影響。

負債比例較低的公司較會在公開市場買回，這是可以理解的，若是負債比例高的公司進行買回，無異於是令其資本結構進一步惡化，對於負債已相對偏高的公司而言，買回豈不使其資金吃緊情形更是呈現雪上加霜，財務情況將更加艱鉅。

3. 閒置資金較少的公司較會採取買回行動，但閒置資金對買回方式決策偏好上無顯著影響。

閒置資金方面的影響與預期結果不同，但可解釋為閒置資金少者可能擁有許多好的投資機會，預期將來獲利上將有更好的表現，而其價值卻被市場低估公司將會透過融資管道獲取資金在市場進行買回自家股票，使公司股價有更好的表現。

4. 被低估情形越嚴重的公司越會進行買回決策，且被嚴重低估的公司傾向採取庫藏股買回。

對於市價低於其淨值的上市公司而言，由於存在被低估的現象，公司會採取買回措施，然而偏好進行採取庫藏股買回的公司被低估的情況較嚴重，期以透過庫藏股買回宣告使得公司被嚴重低估的訊息獲得較大宣示性效果，讓公司股價有更大的反彈力量。

二、 買回事件公告市場反應

1. 買回公司股價被市場低估程度與買回宣告事件期間內累積異常報酬間存在相當顯著影響。

當宣告買回公司股價被市場低估時，市場上的投資人會視為好消息，因而在買回事件宣告後會產生相當顯著的正向累積異常報酬，且越是被嚴重低估之股價所產生之正向累積異常報酬將越大。

2. 庫藏股買回公告的股價反應較交叉持股買回公告佳。

市場投資人對於事前公開透明化的庫藏股買回宣告事件較交叉持股買回事件宣告願意給予正面積極態度支持，以致庫藏股買回公告產生市場反應較好。

3. 公司第一次買回宣告時市場會給予較正面的反應。

在公司第一次宣告買回時，市場對此一買回宣告訊息釋放會給予較明顯的正向股價回應。

4. 所有買回事件市場反應研究中，本次宣告買回比例越高，對於股價反映越大。

由於宣告買回比例較高，將使投資人預期未來流通在外股數較大幅度的減少，因而此類型買回宣告後，股價將會產生較高幅度的攀升。

5. 二次以上庫藏股公告中，買回市場對當次買回宣告時所釋放相關訊息及上次庫藏股買回執行結果並無顯著反應。

在二次以上庫藏股買回宣告事件研究中發現，市場對於庫藏股宣告買回目的及買回比例等訊息並無顯著反應，顯示庫藏股買回宣告時所釋放相關買回訊息已不再是市場參與者評估投資與否的重要依據。

第二節 管理意涵

本節綜合研究結論，以下針對公司、管理機關及投資人三方面，探討發現可能提供管理意涵與幫助：

一、對公司而言

雖然公司目前已無法透過交叉持股的方式買回自家股票，但是善加利用庫藏股制度買回自家股票，調整公司資本結構達一較佳狀態，這是現代經理人不得不正視的課題，過去經濟蓬勃發展，許多上市公司不斷透過現金增資或股票股利增資，使得資本過度膨脹，而庫藏股制度正是讓這些資本過度膨脹的公司有瘦身的機會。

但是根據目前研究顯示，採取庫藏股買回的上市公司多以公司市值偏低的問題為第一優先考量，但是正確的制定買回決策並不能僅是以公司目前市價為唯一出發點思考問題，買回決策涉及層面很廣，還必須顧及公司自由資金流量、資本結構調整與財務績效等問題作決策，才能真正的達到追求股東財富最大的目標。

二、對管理機關而言

目前公司法已禁止子公司買入母公司股票的投資行為，但這僅是消極式的做法，就長遠性健全資本市場發展而言，應是參考歐美先進國家對交叉持股的規範，對交叉持股的公司嚴加規範，以防過去由於交叉持股發生的操縱投票權、炒作股價或信用過度

擴張以致企業破產等現象發生。

三、對投資人而言

根據研究結果顯示投資人對於目前市值被低估者的買回宣告市場反應較佳，對於短線投資人而言，投資被市場嚴重低估的宣告買回公司將是有利可圖的，但應嚴防市場對於買回宣告事件有過度反應的現象；且就較長期的投資眼光而言，買回公司被低估情形應不是唯一的考量指標，投資人應判斷公司的買回行為是否可為股東利益極大化增加其邊際效益，因為買回行為可能存在許多負面影響，如：資本結構惡化、負債資金成本提高及自由資金使用受限等情形發生，將可能限制公司未來發展。

第三節 後續研究建議

目前國內對於庫藏股事件均僅限於短期內市場的反應，在公司經營理財面受庫藏股買回宣告的較長期性影響尚未有實證性的研究，相信公司在買回宣告後對公司本身營運資金及經營績效方面均受到相當影響，未來可針對公司宣告買回後，在營運資金使用及經營績效方面進行研究分析比較，並考量股利發放與庫藏股兩者間之關係進行分析探討。

在針對買回事件研究市場反應分析中，意外發現在二次以上庫藏股買回事件市場對於買回宣告時公司所釋放相關買回訊息較不

重視，未來學者可對多次庫藏股宣告市場反應，尋求以買回宣告時公司所釋放相關買回訊息以外其他變數進行分析瞭解影響股價變動的因素，以作為公司買回決策施行之參考。

關於交叉持股方面由於目前公司法限制子公司買回母公司股票交易，其實交叉持股策略運用得當將可使企業間經營產生相當綜效，僅是目前尚未能對交叉持股公司制定一較佳的法制規範，使得過去因交叉持股現象而產生不少弊端，未來學者亦可朝這方面努力研究對交叉持股公司作出一套較完善的規範建議，使得未來市場更健全且自由的進行交易。

參考文獻

一、 英文部分

1. Barth, M.E. and R. Kasznik, 1999. Share Repurchases and Intangible Assets , Journal of Accounting and Economics 28, 211-241.
2. Daniel, K., 2000. Buyback Baloney, Time, 105.
3. Fenn, G.W. and N. Liang, 2001. Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives, Journal of Financial Economics 60, 45-72.
4. Hertzzel, M. and P.C. Jain, , 1991. Earnings and Risk Changes around Stock Repurchase Tender Offer, Journal of Accounting and Economics 14, 253-274.
5. Hodrick, L.S., 1999. Dose Stock Price Elasticity Affect Corporate Financial Decisions? , Journal of Financial Economics 52, 225-256.
6. Ikenberry, D. and J. Lakonishok, T. Vermaelen, 1995. Marker Uderreaction to Open Market Share Repurchases, Journal of Financial Economics 39, 181-208.
7. Jagannathan, M. and C.P. Stephens, M.S. Weisbach, 2000. Financial Flexibility and The Choice Between Dividends and Stock Repurchases, Journal of Financial Economics 57, 355-384.
8. Liu, C.S. and D.A. Ziebart, 1997. Stock Returns and Open-Market Stock Repurchase Announcements, The Financial Review 32 , 709-728.
9. Nohel, T. and V. Tarhan, 1998. Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on The Agency Costs of Free Cash Flow, Journal of Financial Economics, 187-222.
10. Persons, J.C., 1997. Heterogeneous Shareholders and Signaling with Share Repurchase, Journal of corporate Finance 3, 221-249.
11. Oliver J.R., 2000. Corporate Share Buyback, The CPA Journal, 56-58.
12. Tsetsekos, G.P., 1993. Valuation Effects of Open Market Stock Repurchases for Financially Weak Firms, Review of Financial Economics 2, 29-42.

二、 中文部分

- 1.毛治文,「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聯性研究」,中國文化大學會計研究所未出版碩士論文,民國八十七年六月。
- 2.王祝三、陳若暉,「台灣企業交叉持股與股東利益相關性研究」,2002財務金融學術研討會。
- 3.王萬成、林憶樺、劉若蘭,「我國上市公司買回庫藏股宣告對股價影響之研究」,2001年財務金融學術暨實務研討會。
- 4.江文強,「上市上櫃公司實施庫藏股制度之概況與效益」,證交資料,第465期,頁10-19。
- 5.沈永偉,「企業相互轉投資以股票購回動機之研討」,國立政治大學財務管理研究所未出版碩士論文,民國八十七年六月。
- 6.邱秋芳,「庫藏股制度的利弊得失」,實用稅務,民國八十九年九月。
- 7.林玉成,「我國上市公司庫藏股宣告資訊內涵及操作策略之分析」,國立高雄第一科技大學財務管理研究所未出版碩士論文,民國九十年六月。
- 8.林秀蓉,「我國上市公司購回庫藏股宣告效果之實證研究」,國立台北大學企業管理研究所未出版碩士論文,民國九十年六月。
- 9.翁世錦,「我國上市公司實質庫藏股資訊內涵之研究」,國立政治大學會計研究所未出版碩士論文,民國八十九年六月。

10. 郭土木，「證交法對庫藏股制度之探討」，實用稅務，民國八十九年九月。
11. 陳美娥、羅吉台，「台灣上市公司交叉持股之經濟特徵與防範(上)」，會計研究月刊，第 181 期，頁 113-116，民國八十八年十二月。
12. 陳美娥、羅吉台，「台灣上市公司交叉持股之經濟特徵與防範(下)」，會計研究月刊，第 182 期，頁 68-71，民國八十九年一月。
13. 陳漢沖，「庫藏股制度之研究 證券交易法第二十八條之二草案之評析」，國立中興大學會計研究所未出版碩士論文，民國八十七年六月。
14. 許崇源，「我國庫藏股票制度之檢討與應用(上)」，會計研究月刊，第 181 期，頁 136-144，民國八十八年十二月。
15. 許崇源，「我國庫藏股票制度之檢討與應用(下)」，會計研究月刊，第 182 期，頁 120-125，民國八十九年一月。。
16. 黃進德，「防弊重於興利的庫藏股制度」，永昌證券季刊，第 39 期，頁 39-46，民國八十九年第四季。。
17. 廖大穎，「論交叉持股制度 另類財務操作與企業結合」，月旦法學雜誌，第 45 期，頁 89-97，民國八十八年二月。。
18. 董廣平；，「關係企業交叉持股之利害與因應」，會計研究月刊，第 159 期，頁 18-23，民國八十七年二月。。

19.鍾惠珍，「我國實施庫藏股票制度產官學專業公聽會報導」，會計研究月刊，第 177 期，頁 54-65，民國八十八年八月。

附錄一：買回公司宣告相關訊息統計表

公司	<u>庫藏股買回</u>			<u>交叉持股買回</u>		公司	<u>庫藏股買回</u>			<u>交叉持股買回</u>	
	宣告買回	執行買回	宣告	宣告買回	宣告		宣告買回	執行買回	宣告	宣告買回	宣告
	數(千股)	數(千股)	次數	數(千股)	次數		數(千股)	數(千股)	次數	數(千股)	次數
1102 亞泥	65000	50,296	2	-	-	1447 力鵬	20000	10,105	2	-	-
1103 嘉泥	4600	4600	1	30,787	6	1449 佳和	5,000	4,816	1	21,036	4
1104 環泥	81,789	66,590	2	-	-	1450 新藝	20,000	8,106	1	-	-
1110 東泥	-	-	-	25,267	2	1453 大將	-	-	-	13,658	3
1210 大成	10000	10000	1	41852	1	1454 台富	23,000	22,929	3	461	2
1212 中日	-	-	-	22,545	7	1456 怡華	-	-	-	5,004	2
1216 統一	334,765	5,671	1	-	-	1457 宜進	10,000	10,000	1	-	-
1220 台榮	2000	2000	1	-	-	1459 聯發	57,073	56,932	3	26,488	2
1225 福懋油脂	-	-	-	716	2	1460 宏遠	119,890	79,698	3	14,816	1
1231 聯華食品	-	-	-	3426	2	1463 強盛	10,000	4,741	1	3,120	1
1232 大統益	-	-	-	2677	6	1465 偉全	6,000	6,000	1	-	-
1235 興泰	-	-	-	46	2	1471 首利	3,000	2,945	1	-	-
1310 台苯	-	-	-	45,430	8	1472 三洋纖	10,600	5,172	6	2,300	1
1311 福聚	22000	7,320	2	-	-	1503 士電	25,000	443	1	39,011	7
1312 國喬	10000	10000	1	-	-	1504 東元	53,000	24,113	3	500	1
1313 聯成	12000	7,325	2	-	-	1513 中興電工	10000	8,921	1	-	-
1319 東陽	21,594	20,394	3	-	-	1514 亞力	20,000	16,482	3	6,388	1
1323 永裕	2000	1982	1	-	-	1518 傘典	19,900	19,900	4	-	-
1402 遠紡	75,000	53,496	3	-	-	1519 華城	10,000	9,217	3	3,737	1
1409 新纖	12,288	5,300	1	-	-	1520 復盛	45,000	21,828	3	2,254	1
1409 新纖	-	-	-	6881	6	1523 開億	2,941	2,941	1	328	1
1416 廣豐	5,232	3,474	1	-	-	1524 耿鼎	8228	3,572	2	547	3
1417 嘉裕	-	-	-	21,628	4	1528 恩德	4,000	2,000	1	-	-
1418 東華	-	-	-	9,495	2	1529 樂士	2,000	293	1	251	3
1422 民興	-	-	-	644	1	1530 亞崴	-	-	-	111	7
1432 大魯閣	-	-	-	7,610	4	1532 勤美	8,000	3,358	1	2021	3
1435 中福	-	-	-	34,072	10	1601 台光	-	-	-	200	1
1436 福益	19,440	19,440	2	-	-	1604 聲寶	-	-	-	8,241	2
1441 大東	10,569	10069	2	-	-	1605 華新	240,000	82,325	3	-	-
1443 立益	-	-	-	106	4	1606 歌林	16,000	6,331	1	12,672	2
1444 力麗	10,000	9,990	1	-	-	1609 大亞	41,000	40,605	4	16,153	5
1445 大宇	19300	17,216	2	1403	4	1611 中電	28,626	9,528	3	-	-

<u>庫藏股買回</u>	<u>交叉持股買回</u>	<u>庫藏股買回</u>	<u>交叉持股買回</u>
--------------	---------------	--------------	---------------

公司	宣告買回 數(千股)	執行買回 數(千股)	宣告 次數	宣告買回 數(千股)	宣告 次數	公司	宣告買回 數(千股)	執行買回 數(千股)	宣告 次數	宣告買回 數(千股)	宣告 次數
1612 宏泰	16000	6,621	2	-	-	2024 志聯	13000	5,267	2	-	-
1614 三洋	-	-	-	12,227	4	2025 千興	-	-	-	47,474	5
1616 億泰	10000	10000	1	-	-	2027 大成鋼	4200	3257	1	-	-
1617 榮星	-	-	-	2,907	3	2031 新光鋼	6000	5,130	3	685	3
1701 中化	-	-	-	118	1	2033 佳大	-	-	-	8644	1
1702 南僑	-	-	-	28,167	8	2201 裕隆	17000	17000	1	-	-
1704 榮化	30000	29558	2	-	-	2204 中華	13400	3164	1	-	-
1710 東聯	45,770	22,557	3	-	-	2301 光寶	10000	1575	1	-	-
1711 永光	13000	12,000	3	-	-	2302 麗正	3000	2,980	1	-	-
1712 興農	39,225	7,711	4	-	-	2303 聯電	930,000	166,460	3	-	-
1714 和桐	22,500	21,415	3	5,072	1	2304 誠洲	-	-	-	900	1
1715 亞化	10000	4,783	1	40,666	7	2306 宏電	-	-	-	2754	1
1718 中纖	-	-	-	20,816	1	2306 宏電	152,000	152000	2	-	-
1722 台肥	9000	9000	1	-	-	2310 旭麗	10000	2100	1	-	-
1723 中鋼碳素	-	-	-	5,802	2	2312 金寶	160,466	41,834	2	-	-
1724 台硝	-	-	-	165,727	8	2315 神達	38,460	190	1	7,890	1
1806 信益	-	-	-	11,383	1	2319 大眾	29000	27,402	2	23004	1
1809 中釉	-	-	-	553	1	2323 中環	75,000	53,447	6	-	-
1902 台紙	-	-	-	37,154	5	2324 仁寶	103920	51185	1	-	-
1904 正隆	40000	26074	2	-	-	2325 矽品	60000	32,412	2	18,552	1
1905 華紙	7600	4,800	1	-	-	2329 華泰	15000	10745	1	-	-
1909 榮成	41,468	37,388	6	5,991	2	2333 碧悠	-	-	-	11,409	1
2002 中鋼	150,000	150,000	1	40	1	2336 致伸	8000	6800	1	-	-
2006 東鋼	142,503	112,756	9	21,485	2	2337 旺宏	-	-	-	1,484	1
2008 高興昌	9,400	8,489	2	18,820	3	2338 光罩	18,000	6,243	3	-	-
2009 第一銅	-	-	-	603	2	2340 光磊	10000	10000	1	-	-
2010 春源	-	-	-	36,530	8	2344 華邦電子	40000	12,600	2	9,519	1
2014 燁隆	20,000	19,791	1	-	-	2346 源興	10000	8,800	1	14,597	2
2015 豐興	48,000	48,000	8	60	3	2347 聯強	10000	7051	1	-	-
2017 嘉益	4600	2367	1	-	-	2349 鍊德	-	-	-	4200	1
2022 聚亨	-	-	-	3000	1	2351 順德	3000	447	1	-	-
2023 燁輝	66,967	60,000	5	-	-	2352 明電	20000	20000	1	-	-

庫藏股買回

交叉持股買回

庫藏股買回

交叉持股買回

公司	宣告買回 數(千股)	執行買回 數(千股)	宣告 次數	宣告買回 數(千股)	宣告 次數	公司	宣告買回 數(千股)	執行買回 數(千股)	宣告 次數	宣告買回 數(千股)	宣告 次數
2355 敬鵬	-	-	-	2,029	1	2433 互盛電	8,000	5,720	1	-	-
2359 所羅門	30000	2,524	2	67,589	2	2435 台路	2000	2000	1	-	-
2360 致茂	7000	7000	1	70	2	2436 偉詮電	-	-	-	1350	1
2362 藍天	30000	13,608	3	2,228	1	2437 旺詮	3000	2236	1	-	-
2363 矽統	30000	10,689	1	-	-	2438 英誌	-	-	-	2,686	1
2364 倫飛	20000	14008	1	-	-	2501 國建	20,000	104,186	3	-	-
2365 昆盈	10000	4302	1	92,190	1	2504 國產	140000	35,341	2	-	-
2366 亞旭	14000	12,994	2	1,620	1	2506 太設	50000	699	1	-	-
2367 耀華	10000	6,086	2	-	-	2509 全坤	8500	3,879	2	-	-
2368 金像電子	-	-	-	8,155	2	2511 太子	-	-	-	39,846	3
2371 大同	140000	11,858	2	-	-	2512 寶建	-	-	-	48,780	4
2373 震旦行	45000	45000	2	8,947	1	2514 龍邦	45000	28,032	2	-	-
2374 佳能	10000	3954	1	-	-	2516 新建	15000	10,755	3	-	-
2378 鴻運電子	2000	2000	1	-	-	2520 冠德	35000	24,610	2	-	-
2381 華宇	115,642	102,415	3	-	-	2523 德寶	-	-	-	499	1
2385 群光	-	-	-	7534	5	2526 大陸	58,000	57,605	2	-	-
2387 精元	6000	6000	2	9,981	1	2527 宏璟	20000	5,503	2	-	-
2388 威盛	-	-	-	6,495	3	2530 華建	20000	13,385	1	-	-
2390 云辰	5000	5000	1	-	-	2534 宏盛	50000	7856	1	-	-
2391 合勤	-	-	-	425	1	2535 達欣工程	38,977	32,748	5	-	-
2393 億光	12000	1207	1	-	-	2540 林三號	43,500	5,535	2	-	-
2404 漢唐	20,000	16,067	3	-	-	2544 昌益	16,000	10,464	5	-	-
2405 浩鑫	12325	8,943	2	-	-	2545 皇翔	6000	5,989	1	-	-
2411 飛瑞	15000	8,629	1	7,683	2	2546 根基	6000	1593	2	-	-
2413 環科	5000	200	1	-	-	2605 新興	34,844	34,844	2	21,377	3
2414 精技	5000	3300	2	-	-	2606 裕民	92,000	81,061	3	-	-
2417 圓剛	5500	3223	2	-	-	2608 大榮	30000	25000	1	38,085	3
2418 雅新	10000	20	1	8,767	3	2610 華航	-	-	-	7115	1
2420 新巨	5000	3360	1	-	-	2611 志信	21,200	20,447	4	-	-
2421 建準	4000	2385	1	-	-	2613 中櫃	-	-	-	531	1
2425 承啟	5000	4000	2	7,857	1	2614 遠森科	50000	2509	1	-	-
2432 倚天	8,000	8,000	1	-	-	2616 山隆	4,500	1769	2	-	-

庫藏股買回

交叉持股買回

庫藏股買回

交叉持股買回

公司	宣告買回 數(千股)	執行買回 數(千股)	宣告 次數	宣告買回 數(千股)	宣告 次數	公司	宣告買回 數(千股)	執行買回 數(千股)	宣告 次數	宣告買回 數(千股)	宣告 次數
2617 台航	-	-	-	32,628	2	9908 大台北	37,000	14,442	4	-	-
2702 華園	6,470	645	6	-	-	9917 中保	30,000	30000	2	8,708	2
2704 國賓	-	-	-	24,144	2	9918 欣天然	-	-	-	523	8
2707 晶華	-	-	-	61,985	3	9919 康那香	5000	5000	1	-	-
2902 中信	-	-	-	718	4	9923 鼎營	5400	5400	1	8171	1
2903 遠百	35,582	27,944	3	-	-	9924 福興	7500	3400	2	-	-
2905 三商行	15,000	11,576	2	-	-	9925 新保	31,900	26,863	4	4,631	1
2906 高林實業	70,800	65,208	8	-	-	9926 新海	8000	2,163	2	-	-
2908 特力	16000	6533	2	2,729	3	9928 中視	3000	2884	1	-	-
2910 統領	-	-	-	31,936	1	9929 秋雨	3000	3000	1	6,984	2
9902 台火	-	-	-	257	1	9931 欣高油氣	630	0	1	-	-
9904 寶成	20000	20000	1	-	-	9936 欣錫	13400	11,291	2	47,764	5
9905 大華	10000	3010	1	-	-						

附錄二：買回公司 87 至 89 年股利發放統計表

公司	87	88	89	平均	公司	87	88	89	平均
----	----	----	----	----	----	----	----	----	----

	現金	股票	現金	股票	現金	股票	現金	股票		現金	股票	現金	股票	現金	股票	現金	股票
1102 亞泥	0.30	1.00	0.60	0.90	0.25	0.05	0.38	0.65	1447 力鵬	0.00	0.80	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.27
1103 嘉泥	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.07	0.00	1449 佳和	0.00	0.90	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.30
1104 環泥	0.40	0.00	0.35	0.00	0.09	0.00	0.28	0.00	1450 新藝	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1110 東泥	0.40	0.00	0.25	0.00	0.00	0.00	0.22	0.00	1453 大將	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1210 大成	0.40	0.30	0.65	0.00	0.44	0.44	0.50	0.25	1454 台富	0.00	1.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.37
1212 中日	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1456 怡華	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1216 統一	1.00	0.95	0.80	0.76	0.60	0.58	0.80	0.76	1457 宜進	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.17
1220 台榮	0.00	0.45	0.30	0.60	0.20	0.00	0.17	0.35	1459 聯發	0.00	0.40	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	0.17
1225 福懋油脂	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1460 宏遠	0.30	1.20	0.00	0.00	0.09	0.00	0.13	0.40
1231 聯華食品	0.50	1.00	1.00	0.50	0.60	0.30	0.70	0.60	1463 強盛	0.00	0.77	0.00	1.00	0.35	0.00	0.12	0.59
1232 大統益	0.00	0.80	0.60	0.00	1.30	0.00	0.63	0.27	1465 偉全	0.50	1.30	0.30	0.40	0.00	0.00	0.27	0.57
1235 興泰	0.00	0.80	0.50	0.50	1.00	0.00	0.50	0.43	1471 首利	0.00	1.00	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00	0.67
1310 台苯	0.00	0.00	0.50	0.70	0.50	0.50	0.33	0.40	1472 三洋纖	1.00	3.33	0.00	1.00	0.00	0.00	0.33	1.44
1311 福聚	0.70	0.20	1.40	0.40	0.20	0.05	0.77	0.22	1503 士電	0.40	0.80	0.40	0.00	0.60	0.00	0.47	0.27
1312 國喬	0.00	0.00	0.00	0.21	0.00	0.20	0.00	0.14	1504 東元	1.00	0.53	0.80	0.72	0.10	0.64	0.63	0.63
1313 聯成	0.12	0.35	0.20	0.80	0.00	0.30	0.11	0.48	1513 中興電工	0.00	0.00	0.00	0.65	0.99	0.00	0.33	0.22
1319 東陽	1.10	0.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.37	0.13	1514 亞力	0.00	0.70	0.00	0.80	0.55	0.23	0.18	0.58
1323 永裕	0.55	0.00	0.55	0.00	0.44	0.00	0.51	0.00	1518 峯典	0.00	0.00	0.00	0.20	0.00	0.00	0.00	0.07
1402 遠紡	0.16	0.00	0.30	0.30	0.20	0.00	0.22	0.10	1519 華城	0.00	1.30	0.00	1.25	0.49	0.39	0.16	0.98
1409 新纖	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1520 復盛	1.00	1.70	0.70	1.20	1.20	1.83	0.97	1.58
1416 廣豐	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1523 開億	0.60	0.00	0.70	0.00	0.00	0.00	0.43	0.00
1417 嘉裕	0.00	0.44	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.15	1524 耿鼎	0.00	1.14	0.50	1.20	0.00	0.00	0.17	0.78
1418 東華	0.00	0.00	0.00	0.00	0.30	0.00	0.10	0.00	1528 恩德	1.00	0.30	1.13	0.68	1.00	0.10	1.04	0.36
1422 民興	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1529 樂士	0.00	1.00	0.00	1.00	0.20	0.20	0.07	0.73
1432 大魯閣	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1530 亞歲	1.00	0.85	0.00	0.76	0.20	0.20	0.40	0.60
1434 福懋	0.40	0.40	0.60	0.50	0.60	0.60	0.53	0.50	1532 勤美	0.40	0.20	0.90	0.30	0.87	0.39	0.72	0.30
1435 中福	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1601 台光	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1436 福益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1604 聲寶	0.00	0.00	0.00	0.00	0.45	0.80	0.15	0.27
1441 大東	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1605 華新	0.34	0.00	0.45	0.00	0.20	1.38	0.33	0.46
1443 立益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1606 歌林	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1444 力麗	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1609 大亞	0.50	0.00	0.35	0.00	0.00	0.00	0.28	0.00
1445 大宇	0.00	1.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	1611 中電	0.50	0.27	0.63	0.90	0.33	0.22	0.49	0.46

公司	87		88		89		平均		公司	87		88		89		平均	
	現金	股票	現金	股票	現金	股票	現金	股票		現金	股票	現金	股票	現金	股票	現金	股票
1612 宏泰	0.35	0.50	0.50	0.50	0.49	0.49	0.45	0.50	2027 大成鋼	0.00	0.50	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00	0.33

1614 三洋	0.80	0.00	0.40	0.17	0.50	0.13	0.57	0.10	2031 新光鋼	0.00	0.00	0.00	0.80	0.20	0.08	0.07	0.29
1616 億泰	0.50	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00	0.33	0.00	2033 佳大	0.00	0.00	0.00	0.80	0.00	0.00	0.00	0.27
1617 榮星	0.50	0.00	0.50	1.00	0.80	0.70	0.60	0.57	2201 裕隆	2.00	1.00	0.50	0.50	0.73	0.52	1.08	0.67
1701 中化	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2204 中華	3.05	0.51	1.50	0.50	1.15	0.85	1.90	0.62
1702 南僑	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2301 光寶	0.50	2.00	0.50	1.40	0.00	0.20	0.33	1.20
1704 榮化	0.41	0.21	0.20	0.80	0.20	0.49	0.27	0.50	2302 麗正	0.30	1.00	0.35	0.41	0.00	0.00	0.22	0.47
1710 東聯	0.43	0.30	0.00	0.80	0.00	0.00	0.14	0.37	2303 聯電	0.00	0.50	0.00	1.36	0.00	1.50	0.00	1.12
1711 永光	0.00	1.00	0.00	0.60	0.00	0.34	0.00	0.65	2304 誠洲	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.17
1712 興農	0.00	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	2306 宏電	0.00	0.86	0.50	1.50	0.50	0.50	0.33	0.95
1714 和桐	0.00	1.60	0.40	1.10	0.00	0.48	0.13	1.06	2310 旭麗	1.00	2.00	1.00	2.00	0.50	1.49	0.83	1.83
1715 亞化	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.96	0.00	0.65	2312 金寶	0.00	2.00	0.50	2.50	0.50	1.50	0.33	2.00
1718 中纖	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2315 神達	0.54	2.17	0.50	1.50	0.50	1.00	0.51	1.56
1722 台肥	0.70	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.23	0.00	2319 大眾	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.17
1723 中鋼碳素	1.60	0.00	0.70	1.00	1.80	1.00	1.37	0.67	2323 中環	0.00	2.78	0.00	6.49	0.30	1.49	0.10	3.59
1724 台硝	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2324 仁寶	1.01	3.52	2.00	0.70	0.50	1.50	1.17	1.91
1806 信益	0.20	0.18	0.50	0.50	0.00	0.00	0.23	0.23	2325 矽品	0.00	1.49	0.00	1.10	0.00	1.45	0.00	1.35
1809 中軸	0.00	0.50	0.00	0.80	0.00	0.00	0.00	0.43	2329 華泰	0.00	1.00	0.00	0.96	0.00	0.00	0.00	0.65
1902 台紙	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2333 碧悠	0.20	0.50	0.00	0.50	0.50	0.50	0.23	0.50
1904 正隆	0.00	0.00	0.00	0.70	0.30	0.40	0.10	0.37	2336 致伸	0.00	1.50	0.00	0.00	0.44	0.66	0.15	0.72
1905 華紙	0.00	0.00	0.00	0.16	0.50	0.69	0.17	0.28	2337 旺宏	0.00	0.00	0.00	0.32	0.00	2.00	0.00	0.77
1909 榮成	0.00	0.00	0.00	0.20	0.00	0.00	0.00	0.07	2338 光罩	0.00	1.20	0.00	0.00	0.00	1.28	0.00	0.83
2002 中鋼	2.50	0.51	1.30	0.20	1.50	0.30	1.77	0.34	2340 光磊	0.00	2.00	0.00	1.00	0.00	1.50	0.00	1.50
2006 東鋼	0.00	0.00	0.00	0.00	0.16	0.00	0.05	0.00	2344 華邦電子	0.00	0.00	0.00	1.11	0.10	1.95	0.03	1.02
2008 高興昌	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2346 源興	0.00	0.00	0.00	0.90	0.49	2.46	0.16	1.12
2009 第一銅	0.00	0.40	0.20	0.05	0.00	0.00	0.07	0.15	2347 聯強	1.00	3.00	1.00	3.00	0.50	2.50	0.83	2.83
2010 春源	0.34	0.00	0.75	0.00	0.63	0.00	0.57	0.00	2349 鍊德	0.00	4.01	0.00	6.54	0.50	3.00	0.17	4.52
2014 燁隆	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2351 順德	0.00	1.00	0.00	0.60	0.00	0.00	0.00	0.53
2015 豐興	0.00	0.00	0.50	0.00	0.48	0.00	0.33	0.00	2352 明電	1.00	1.00	0.50	1.51	1.00	2.00	0.83	1.50
2017 嘉益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2355 敬鵬	0.50	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.67
2022 聚亨	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2359 所羅門	0.00	0.00	0.00	1.16	0.00	1.64	0.00	0.93
2023 燁輝	0.00	1.50	0.00	1.33	0.38	0.38	0.13	1.07	2360 致茂	0.00	2.50	0.00	2.50	0.50	1.20	0.17	2.07
2024 志聯	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2362 藍天	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.17
2025 千興	0.00	0.00	0.00	0.30	0.00	0.00	0.00	0.10	2363 矽統	0.00	2.40	0.00	2.59	0.00	0.00	0.00	1.66

公司	87		88		89		平均		公司	87		88		89		平均	
	現金	股票	現金	股票	現金	股票	現金	股票		現金	股票	現金	股票	現金	股票	現金	股票
2364 倫飛	0.00	1.60	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.53	2506 太設	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

2365 昆盈	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.99	0.00	0.33	2509 全坤	0.00	0.44	0.00	0.00	0.33	0.00	0.11	0.15
2366 亞旭	0.00	1.00	0.00	1.00	0.00	0.69	0.00	0.90	2511 太子	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.17
2367 耀華	1.00	1.20	0.00	0.60	0.29	0.00	0.43	0.60	2512 寶建	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2368 金像電子	0.00	3.00	0.00	1.50	0.00	1.40	0.00	1.97	2514 龍邦	0.00	1.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.34
2371 大同	0.00	0.00	0.40	0.30	0.20	0.40	0.20	0.23	2516 新建	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2373 震旦行	0.00	1.40	0.00	1.60	0.00	0.00	0.00	1.00	2520 冠德	0.00	1.20	0.50	1.00	1.96	0.00	0.82	0.73
2374 佳能	0.50	0.00	0.20	0.00	0.50	0.30	0.40	0.10	2523 德寶	0.50	0.00	0.50	0.00	1.00	0.00	0.67	0.00
2378 鴻運電子	0.00	1.90	0.00	2.34	0.00	0.00	0.00	1.41	2526 大陸	0.00	0.81	0.00	0.07	0.00	0.00	0.00	0.29
2381 華宇	0.00	7.50	0.00	4.00	1.00	1.50	0.33	4.33	2527 宏環	0.00	1.30	0.20	0.80	0.00	0.00	0.07	0.70
2385 群光	0.00	2.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.67	2530 華建	1.00	1.00	0.00	0.50	0.00	0.00	0.33	0.50
2387 精元	0.00	1.50	0.00	0.70	0.09	0.80	0.03	1.00	2534 宏盛	2.00	0.00	1.70	0.00	0.00	0.00	1.23	0.00
2388 威盛	0.00	5.70	0.00	4.00	1.00	6.00	0.33	5.23	2535 達欣工程	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.17
2390 云辰	1.00	1.50	0.00	2.50	0.30	1.35	0.43	1.78	2540 林三號	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2391 合勤	0.30	1.50	0.00	1.30	0.00	1.50	0.10	1.43	2544 昌益	0.00	3.80	1.00	1.50	1.00	1.30	0.67	2.20
2393 億光	0.00	1.60	0.00	1.31	0.00	1.00	0.00	1.30	2545 皇翔	0.00	2.00	0.50	0.80	0.57	0.00	0.36	0.93
2404 漢唐	2.80	0.00	0.40	2.00	1.37	0.69	1.52	0.90	2546 根基	0.00	1.50	0.40	1.10	0.59	0.00	0.33	0.87
2405 浩鑫	0.00	3.01	0.00	1.50	0.00	0.00	0.00	1.50	2605 新興	0.00	0.33	0.00	0.20	0.72	0.00	0.24	0.18
2411 飛瑞	1.20	1.30	1.00	2.00	1.50	0.50	1.23	1.27	2606 裕民	0.00	0.40	0.25	0.25	0.72	0.00	0.32	0.22
2413 環科	0.00	3.80	0.00	3.85	0.40	2.30	0.13	3.32	2608 大榮	0.30	0.00	0.10	0.00	0.10	0.00	0.17	0.00
2414 精技	0.00	1.50	0.00	1.50	0.00	0.90	0.00	1.30	2610 華航	0.00	0.00	0.00	1.00	0.30	0.70	0.10	0.57
2417 圓剛	0.00	0.60	0.00	2.31	0.00	1.47	0.00	1.46	2611 志信	0.00	1.20	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00	0.57
2418 雅新	0.00	1.80	0.00	2.00	0.00	3.00	0.00	2.27	2613 中樞	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2420 新巨	0.60	0.57	1.00	0.29	0.50	0.50	0.70	0.45	2614 遠森科	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2421 建準	0.00	2.29	0.00	1.90	0.00	1.27	0.00	1.82	2616 山隆	0.50	0.50	0.30	0.00	0.49	0.00	0.43	0.17
2425 承啟	0.00	0.60	0.00	1.50	0.20	0.55	0.07	0.88	2617 台航	0.00	0.00	0.00	0.00	0.26	0.00	0.09	0.00
2432 倚天	0.00	0.00	0.00	2.00	0.50	1.00	0.17	1.00	2702 華園	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2433 互盛電	0.00	2.50	0.00	2.50	0.48	1.92	0.16	2.31	2704 國寶	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2435 台路	0.00	1.00	0.00	0.90	0.00	0.99	0.00	0.96	2707 晶華	0.00	0.00	1.00	0.00	1.28	0.00	0.76	0.00
2436 偉詮電	0.00	1.00	0.00	2.50	0.80	2.80	0.27	2.10	2902 中信	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2437 旺詮	0.00	1.00	0.00	1.82	0.00	4.00	0.00	2.27	2903 遠百	0.20	0.55	0.20	0.90	0.20	0.62	0.20	0.69
2438 英誌	0.00	2.00	0.00	1.50	0.00	0.00	0.00	1.17	2905 三商行	0.50	0.50	1.00	1.00	0.00	0.00	0.50	0.50
2501 國建	0.50	0.30	0.50	0.00	0.48	0.00	0.49	0.10	2906 高林實業	0.50	1.00	0.49	0.00	0.16	0.00	0.38	0.33
2504 國產	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2908 特力	0.00	1.80	0.50	1.50	0.80	1.20	0.43	1.50

公司	87		88		89		平均	
	現金	股票	現金	股票	現金	股票	現金	股票
2910 統領	1.50	0.35	1.00	0.20	1.00	0.00	1.17	0.18

9902 台火	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
9904 寶成	0.00	3.00	0.00	3.07	0.00	0.00	0.00	2.02
9905 大華	1.00	0.00	1.50	0.00	1.00	0.00	1.17	0.00
9908 大台北	0.00	0.93	0.20	0.53	0.10	0.10	0.10	0.52
9917 中保	0.80	1.20	0.50	1.70	0.96	0.48	0.75	1.13
9918 欣天然	0.80	0.80	0.50	1.05	1.00	0.00	0.77	0.62
9919 康那香	0.00	1.06	0.40	0.40	0.39	0.15	0.26	0.54
9923 鼎營	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
9924 福興	0.60	1.20	0.80	0.00	0.78	0.00	0.73	0.40
9925 新保	0.00	2.20	0.00	2.00	0.46	1.11	0.15	1.77
9926 新海	0.00	1.50	0.30	0.90	0.30	0.70	0.20	1.03
9928 中視	2.00	0.30	1.20	1.20	0.50	0.50	1.23	0.67
9929 秋雨	0.00	1.41	0.00	1.16	0.00	1.10	0.00	1.22
9931 欣高油氣	1.50	0.00	0.40	0.40	0.30	0.20	0.73	0.20
9936 欣錫	0.00	3.72	0.49	0.00	0.00	0.00	0.16	1.24
平均	0.03	0.04	0.04	0.03	0.03	0.01	0.03	0.03

註：現金股利為當年宣告發放現金股利除以流通在外股數。

股票股利為當年宣告發放股票股利（以面額計之）除以流通在外股數。