

修平科技大學

財務金融系

台灣庫藏股的介紹

指導教授:張呈徽 老師

姓名：杜建明	學號：BL96008
姓名：陳俊璋	學號：BL96023
姓名：許凱盛	學號：BL96024
姓名：賴欣宏	學號：BL96044

中華民國一百年七月二十七日

修平科技大學

財務金融系

實務專題報告審定書

本系四技部

組員：學號 BL96008 姓名：杜建明

組員：學號 BL96023 姓名：陳俊璋

組員：學號 BL96024 姓名：許凱盛

組員：學號 BL96044 姓名：賴欣宏

所提報告

台灣庫藏股的介紹

經本委員會評審通過。

口試委員： _____

指導老師： _____

中華民國一百年七月二十七日

目 錄

第一章 前	
言.....	
.....	1
第二章 庫藏股介	
紹.....	3
第三章 文獻回	
顧.....	
.....	10
第四章 庫藏股的實施狀	
況.....	19
參考文	
獻.....	
.....	23

第一章 前言

根據工商時報 2011 年 7 月 20 日的報導指出，目前有 21 家上市、12 家上櫃合計 33 家正實施庫藏股護盤。目前台股受制於年線壓力呈現多空拉鋸，但有多檔個股有庫藏股護盤題材助威，激勵股價止跌彈升走勢，像德宏 7 月 15 日才創波段低點 12.1 元，但 18 日盤後宣布買回 5,000 張庫藏股，19 日股價就以 13.95 元漲停開高，尾盤仍收漲停，成為庫藏股最強勢個股。19 日 IML 雖然大半場跌勢震盪，尾盤股價翻紅收高 105 元、上漲 2.44%，IML 目前正進行 7,500 張庫藏股買回。聯發科、宏達電、義隆電、環科等也持續在庫藏股護盤加持，支撐股價震盪收漲，聯發科收在 259.5 元，較近期低點 244 元已反彈達 6.35%。宏達電周二股價強攻收上 893 元、漲幅 2.53%，較周一盤中所創 848 元低點也彈升到 5.3%，宏達電今日除權息交易，預期仍將有庫藏股護盤動作。義隆電收 27.95 元也較近期 24.95 元低點反彈有 12% 幅度；環科周二股價震盪收高 13.75 元，也有低點彈升 6.58%。

但筆電品牌宏碁實施庫藏股的結果就不像前述報導有如此好的表現。主要的原因在於宏碁發現泛歐地區有過高的通路庫存，及潛在的應收帳款問題，為了加快組織改造速度，因此決議將額外提供泛歐通路 1.5 億美元的銷貨折讓，總計需認列 1.5 億美元(約新台幣 43 億元)的營運損失，並將裁員 300 人。此一動作衝擊市場及法人信心，而宏碁內部也意識到利空將再衝擊股價走勢，1 日公告將再執行庫藏股買回，買回期間為 6/2-8/1，買回股份占整體發行比重約 1 % 左右，預計買回 2.7 萬張股票，買回區間價 55-80 元間，不過 2 日股價賣壓沉重，早盤直接打入跌停並跌破庫藏股最低買回價格，盤中雖未跌停鎖住，不過仍在 6 % 以上跌幅游

走，50 元整數支撐關卡岌岌可危。外界也推測，由於宏碁利空一波接一波，利空分批釋出，顯然公司對內部營運狀況掌握度仍不高，即使有庫藏股的支撐，股價仍有下修風險，短線仍觀望為主。

從以上的報導可以看到，庫藏股的實施對股價的拉抬並非是萬靈丹，因此，本研究將就台灣庫藏股制度作一簡單說明，回顧相關文獻，並就台灣實施庫藏股作一介紹。

第二章 庫藏股介紹

一、定義

簡單來說，就是公司把已經發行出去的股票，再從市場中買回來，然後放在公司，而還沒有出售或是註銷。它的特性和未發行的股票類似，沒有投票權或是分配股利的權利，而公司解散時也不能變現。

庫藏股在會計上之定義：是指公司所持有自己股票(1)曾經發行在外(2)再收回及(3)尚未註銷者。而一般股票市場所稱之「庫藏股」之定義，詳見證券交易法第 28-2 條規定。即指基於以下三種原因買回股份，而不受公司法 167 條第一項不得收買自己股票之限制：

- (1)轉讓股份予員工。
- (2)配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權憑證之發行，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。

二、優缺點

由申報資料中可知，上市櫃公司買回庫藏股多半基於第一、轉讓予員工及第三、維護公司信用及股東權益之原因。如此可以了解庫藏股制度的優缺點如下：

1. 優點

- (1) 因應 97 年開始實施的員工分紅費用化，彈性運用庫藏股辦法，於價格低廉時買入股票轉讓予員工，使員工有共同成長之歸屬感，願意為

未來企業成長與創造股票的價值而努力，公司與員工雙方共蒙其利。

- (2) 當公司股價遭遇低估時，公司可以透過買入庫藏股穩定股東信心與市場價格，亦即透過市場股票需求現象，產生護盤之效果。
- (3) 當公司股價遭遇低估時，以低於股票價值的價格買入庫藏股並註銷股份，除了使流通在外股數減少，以低價成本達到每股價值提升目的，這就是巴菲特認為企業購回自家股票的兩項優點：第一、可以大幅提高內在企業價值。第二、股東將預期企業未來的投資報酬，進而提升股價至符合內在價值。

2. 缺點

- (1) 雖可以彈性運用轉讓予員工，惟因為員工分紅費用化，造成報表盈餘稀釋，以及員工稅負增加問題，使得共蒙其利不成，反而使公司股價造成不利影響，員工福利與股票分紅想像空間大不如前。
- (2) 透過庫藏股雖可以有護盤穩定股價之用，然亦容易淪為大股東假借護盤之名，卻行出脫股票之惡劣行徑（將股票倒給公司或投資人），有時失去護盤美意，流於炒股工具。
- (3) 巴菲特認為企業購回自家股票的兩項優點，主要立基在一項前提，即當股價與價值出現嚴重背離時，也就是價格出現嚴重低估時。問題是公司買入庫藏股所營造出的低估氛圍果為真實嗎？當企業未來營運遭受衝擊時，股價也將無情的往下修正，降低經濟或營運導致的風險，實為擇股的考驗。

三、庫藏股的法規

- (1) 實施庫藏股的法源在公司法第 167 條之一

第 167-1 條 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及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之範圍內，收買其股份；收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加已實現之資本公積之金額。

前項公司收買之股份，應於三年內轉讓於員工，屆期未轉讓者，視為公司未發行股份，並為變更登記。

公司依第一項規定收買之股份，不得享有股東權利。若為上市上櫃公司，其法源則在證交法第二十八條之二

第 28-2 條 股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司，有左列情事之一者，得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，於有價證券集中交易市場或證券商營業處所或依第四十三條之一第二項規定買回其股份，不受公司法第一百六十七條第一項規定之限制：

- 一 轉讓股份予員工。
- 二 配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權憑證之發行，作為股權轉換之用。
- 三 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。

前項公司買回股份之數量比例，不得超過該公司已發行股份總數百分之十；收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加發行股份溢價及已實現之資本公積之金額。

公司依第一項規定買回其股份之程序、價格、數量、方式、轉讓方法及應申報公告事項，由主管機關以命令定之。

公司依第一項規定買回之股份，除第三款部分應於買回之日起六個月內辦理變更登記外，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。

公司依第一項規定買回之股份，不得質押；於未轉讓前，不得享有股東權利。公司於有價證券集中交易市場或證券商營業處所買回其股份者，該公司其依公司法第三百六十九條之一規定之關係企業或董事、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，於該公司買回之期間內不得賣出。

第一項董事會之決議及執行情形，應於最近一次之股東會報告；其因故未買回股份者，亦同。

(2)上市上櫃公司買回本公司股份辦法（民國 91 年 07 月 30 日 修正

第 1 條 本辦法依證券交易法（以下簡稱本法）第二十八條之二第三項規定訂定之。

第 2 條 公司於有價證券集中交易市場或證券商營業處所買回其股份者，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（以下簡稱本會）申報下列事項：

- 一 買回股份之目的。
- 二 買回股份之種類。
- 三 買回股份之總金額上限。
- 四 預定買回之期間與數量。
- 五 買回之區間價格。
- 六 買回之方式。
- 七 申報時已持有本公司股份之數量。
- 八 申報前三年內買回本公司股份之情形。

九 已申報買回但未執行完畢之情形。

一〇 董事會決議買回股份之會議紀錄。

一一 本辦法第十條規定之轉讓辦法。

一二 本辦法第十一條規定之轉換或認股辦法。

一三 董事會已考慮公司財務狀況，不影響公司資本維持之聲明。

一四 會計師或證券承銷商對買回股份價格之合理性評估意見。

一五 其他本會所規定之事項。

公司於申報預定買回本公司股份期間屆滿之日起二個月內，得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，向本會申報變更原買回股份之目的。

第 2-1 條 公司應依前條所申報之買回數量與價格，確實執行買回本公司股份。

第 3 條 公司非依第二條規定辦理公告及申報後，不得於有價證券集中交易市場或證券商營業處所買回股份。其買回股份之數量每累積達公司已發行股份總數百分之二或金額達新臺幣三億元以上者，應於二日內將買回之日期、數量、種類及價格公告並向本會申報。

第 4 條 公司依本法第四十三條之一第二項規定之方式買回股份者，應依公開收購公開發行公司有價證券管理辦法向本會申報並公告。

第 5 條 公司買回股份，應於依第二條申報日起二個月內執行完畢，並應於上述期間屆滿或執行完畢後五日內向本會申報並公告執行情形；逾期未執行完畢者，如須再行買回，應重行提經董事會決議。

第 6 條 公司買回股份，應將第二條、第三條及前條規定之訊息內容，輸入公開資訊觀測站資訊系統。

公司買回股份，已依前項規定將訊息輸入公開資訊觀測站資訊系統者，第二條第一項、第三條及前條之公告得免登載於報紙。

第 7 條 公司買回股份，除依本法第四十三條之一第二項規定買回者外，其每日買回股份之數量，不得超過計畫買回總數量之三分之一且不得於開盤後三十分鐘內報價，並應委任二家以下證券經紀商辦理。

公司每日買回股份之數量不超過二十萬股者，得不受前項有關買回數量之限制。

第 8 條 公司依本法第二十八條之二第一項第一款至第三款之事由買回其股份之總金額，不得超過保留盈餘及下列已實現之資本公積之金額：

一 尚未轉列為保留盈餘之處分資產之溢價收入。

二 公司法第二百四十一條所列之超過票面金額發行股票所得之溢額及受領贈與之所得。但受領者為本公司股票，於未再出售前不予計入。前項保留盈餘包括法定盈餘公積、特別盈餘公積及未分配盈餘，但應減除下列項目：

一 公司董事會或股東會已決議分派之盈餘。

二 公司依本法第四十一條第一項規定提列之特別盈餘公積；但證券商依證券商管理規則第十四條第一項規定提列者，不在此限。

公司得買回股份之數量及金額，其計算以董事會決議前最近期依法公開經會計師查核或核閱之財務報告為準；該財務報告應經會計師出具無保留查核意見或標準核閱意見；但期中財務報告如因長期股權投資及其投資損益之衡量係依被投資公司未經會計師查核或核閱之財務報告核算，而經會計師保留者，不在此限。

第 9 條 公司買回股份，除本辦法另有規定外，應於證券集中交易市場或證券商營業處所為之，並不得以鉅額交易、標購或參與拍賣之方式買回其股份。

第 10 條 公司依本法第二十八條之二第一項第一款情事買回股份轉讓予員工者，應事先訂定轉讓辦法。前項轉讓辦法至少應載明下列事項：

- 一 轉讓股份之種類、權利內容及權利受限情形。
- 二 轉讓期間。
- 三 受讓人之資格。
- 四 轉讓之程序。
- 五 約定之每股轉讓價格。但其價格不得低於訂定轉換辦法當日該股票之收盤價格。
- 六 轉讓後之權利義務。
- 七 其他有關公司與員工權利義務事項。

第 11 條 公司依本法第二十八條之二第一項第二款情事買回股份，作為股權轉換之用者，應於轉換或認股辦法中明定之。

第 12 條 公司董事會決議買回股份，其董事、監察人、經理人、持有公司股份超過百分之十之股東及其他相關人員，違反本法第一百五十七條之一之規定者，仍應依本法規定處罰。

第三章 文獻回顧

1. 林育志、藍麗慧、郭照榮(民 97)

本文以庫藏股計劃宣告為研究對象，首次同時涵蓋債券、股票與公司價值三層面分析發現，庫藏股研究中的著名理論如信號發射與財富移轉兩種假說，並未適用於有債券資料樣本的臺灣庫藏股事件之中，其預期報酬方向完全相反。特別的發現是，幾乎國內外實證文獻均指出庫藏股計劃對公司是正面的好消息，然而一旦只觀察具有債券資料樣本時，卻出現了股票負向與債券正向的異常報酬，形成前所未有的庫藏股特殊現象。最後在特性變數分析方面，同樣出現有無債券資料樣本時結論為相反現象，顯示出分析公司任何財務決策效果時，納計債券報酬的重要性，否則可能作出有失偏頗的預期。

2. 陳振遠、張眾卓、王朝仕、莊博勝(民 98)

本研究以公司特徵變數、庫藏股購回資訊變數、內部人交易變數、會計資訊變數及公司治理變數等，探討其與庫藏股購回宣告後長期報酬間之關聯性。實證結果發現，庫藏股購回宣告後存在顯著的長期異常報酬，市場對庫藏股購回宣告的訊號確實存在反應不足的情形，股價在短期內並無法完全回復至真實價值。在迴歸分析中，淨值市價比、庫藏股購回目的、內部人淨買入、營收成長率、資本支出比率與股份控制權與現金流量權偏離程度，皆對庫藏股購回宣告後之長期報酬具有顯著的影響。此外，高淨值市價比與小規模公司之庫藏股購回傳遞股價低估的訊號較強烈。

3. 徐清俊、林惠敏(民93)

民國89年6月證券交易法第28條之2修正條文通過，允許上市、櫃公司於特定條件下得自公開市場上買回自家股票，庫藏股制度應運而生。本研究採事件研究法(Event study)探討庫藏股法令制度與其修正後之相關事件的市場反應，研究結果發現不論上市或上櫃公司對於庫藏股購回宣告均具顯著正向異常報酬；而在宣告日當天二者之累積異常報酬率呈現向上攀升現象，即宣告日當天市場方對宣告資訊產生反應，此外，區分購回目的之結果顯示，以維護公司信用及股東權益為目的之宣告較轉讓股份予員工之宣告，有較顯著之整體異常報酬，亦即投資大眾對其有較大之偏好與反應。

4. 蕭文姪 林懋民(民93)

本研究旨在利用事件研究法，來探討國內於庫藏股制度實施以後，上市上櫃公司就執行庫藏股買回之宣告效果做相關之實證研究。研究樣本以於民國89年8月7日至民國90年12月31日期間，宣告庫藏股買回之上市上櫃公司為研究對象。實證結果發現，1. 上市上櫃公司不論為第幾次宣告庫藏股買回，在宣告日之前，普遍均存在有負的異常報酬率之現象，顯示公司之價值在宣告庫藏股買回之前，有被市場投資者低估之情形。而在宣告日之後，普遍均存在有正的異常報酬率之現象，顯示公司之價值在宣告庫藏股買回之後，公司價值被市場投資者低估之情形有明顯改善，顯示確實存在有宣告效果之情事，此也符合資訊信號假說之論點。2. 上市公司宣告實施庫藏股買回之次數與異常報酬率之間，存在有反向之遞減關係。3. 股票上櫃公司在實施第一次與第二次庫藏股買回之宣告效果上，是有比上市公司表現為佳之情形，但在統計檢定上並不顯著。

5. 謝淑貞、林繼平(民92)

本研究選取台灣上市電子公司為樣本，探討其實施庫藏股制度之宣告效果。財務的實證分析大多以事件研究法來進行分析。而事件研究法中，我們必須找到一個類比的對象，才能判別公司的股價的報酬率在事件發生之後，和類比的對象的股價報酬率之間有沒有顯著的差別。若以控制組來當做類比的對象的模式來分析，研究結果發現不到25%的上市電子公司實施庫藏股制度時，有顯著的效果，這是本研究跟其他研究最大的不同。一般關於公司實施庫藏股制度時的實證研究結果，都支持有顯著的宣告效果，但本研究卻得到不同的結論。

6. 陳瓊伶、吳俊欽(民92)

公司管理者對公司生產力與未來遠景資訊的了解程度，遠比外部投資人清楚，故當公司股價被低估了或是對公司未來獲利有較樂觀的預期時，管理者會藉由宣告買回自家股份的方式，向市場透露有利的私有資訊，這就是所謂的訊號發佈假說，此一假說已在大多數的實證上獲得支持，例如Masulis(1980)、Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen(1995)、毛治文(1999)與李宗祥(2001)。公司訊息的發佈可能使得投資者重新評估競爭對手未來的獲利，因為這個資訊，可能代表著未來整體產業的前景看好，也可能是宣告公司會在未來的市場中較同行業有競爭優勢，故管理者所做的買回宣告，可能會對競爭對手的股價有所影響。

故本文以台灣上市公司的買回宣告為樣本，期間為民國89年8月10日至91年8月30日，探討宣告實施庫藏股對同行業的影響，並對在不同情況下，研究宣告效果對競爭對手的影響。宣告效果實證結果為：公司經理人買回自家股份的宣告，除了使自家公司股票有正的累積異常報酬率外，此宣告對於競爭對手的股票報酬也有正向影響。在不同情況下的外溢效果實證結果為：宣告的外溢效果除了與市場競爭程度的衡量變數(即市

場內廠商數目)有顯著負相關，與宣告公司宣告日前後2天的累積異常報酬率呈現正相關外，其餘因素對於宣告的外溢效果的影響皆不顯著，換句話說，當所處的市場中競爭程度越小或宣告公司宣告日前後2天的累積異常報酬率越大，傳染效果就會越大；市場中競爭程度越大或宣告公司宣告日前後2天的累積異常報酬率越小，傳染效果就會較小。

7. 汪瑞芝(民97)

我國自 2000 年開始實施庫藏股買回制度，迄今已五年了，相關研究多著墨於該制度實施對股市效應的影響，顯少探討庫藏股實施後對公司績效的改善。本研究以公司實施後的財務資料驗證公司在實施庫藏股之後，其營運績效抑或是非營運績效是否獲得改善。

由實證結果得知，當市場低估公司真實價值時，公司可以透過庫藏股買回的方式，藉由降低流通在外的股數以提高股價外，尚可因流通在外的股數降低而提高每股盈餘以避免盈餘的稀釋，進而增進公司營運績效。再者，公司若以維護股東的利益而買回庫藏股，在買回庫藏股之後，公司股價上漲，股東對於公司的信心大增，公司資金的募集將以募股取代舉債較為有利，進而達到調整資本結構之目的。最後，在現金股利替代假說之下，因在台灣股利所得稅率高於資本利得稅率，公司買回庫藏股相較於現金股利，是較有效分配現金給股東的方式，可使得股東稅後所得提高。

由以上分析可知，在庫藏股制度實施後，其公司績效的確明顯改善，除了助長股價的攀升之外，提高公司的每股盈餘，並有效改善公司資本結構以及考量股東稅負效果而取代現金股利的發放；且在公司買回目的為維護股東權益以及非電子產業之下，其績效改善較顯著。

8. 賴鈺城、蔡嘉惠(民93)

民國89年8月9日，我國庫藏股制度開始實施，迄今已有三年多的時間，截至92年10月25日，申請實施庫藏股家數占總上市家數的43.13%。依股票買回目的來看，轉讓股份予員工占65.23%、股權轉換占1.64%、維護公司信用及股東權益占33.13%。國內外許多實證研究認為：企業經營者為調整公司資本結構、降低資金成本、提高員工生產力，實施庫藏股有其正面效益，惟前題必須遵守法律規範。

由於中華電信公司目前正積極推動實施庫藏股，故本文先以SWOT分析來瞭解中華電信在產業中未來市場的競爭優勢，並且發現民營化是其改善劣勢與威脅的方法，再配合財務分析來探討其以舉債的方式購買庫藏股的可行性及效益。

依財務分析顯示，中電信負債比率偏低，尚有財務操作的空間，以目前利率2%來看，認為中華電信舉債500億元註銷庫藏股所付出的成本，相對低於其所付出的股利，對中華電信的財務確實較為有利。

9. 李亮君、李顯儀、吳幸姬、李欣微(民99)

本文之研究目的有二，一在探討公司買回庫藏股，是否會增加投資人的注意，使得資訊傳遞反應會領先沒有買回庫藏股的公司？其次，探討買回庫藏股比例較大的公司，是否愈能吸引投資人的關注，使得資訊傳遞反應會領先買回比例較小的公司？實證結果發現有與無買回庫藏股的投資組合，對資訊傳遞反應並無顯著差異，但有實際買回庫藏股且比例較大的投資組合對訊息的反應是領先無買回庫藏股的投資組合。此外，發現宣告買回比例較大與宣告買回比例較小的投資組合間對資訊傳遞反應並無顯著差異；但實際買回比例較大的投資組合對資訊傳遞反應卻是領先實際買回比例較小的投資組合。此結果隱含著實際買回庫藏股比例之多寡，應會影響投資人之關注程度。

10. 吳俊欽(民 92)

公司經理人向市場發佈重要訊息，是因為投資人與公司處在資訊不對稱的情形，故本章先對資訊不對稱假說作一簡單介紹。公司向投資大眾發佈實施庫藏股的宣告，在宣告日附近時，宣告公司的股價是否會有相對應的調整，屬於半強式效率市場的檢定，因此本章接著說明效率資本市場學說的概念。有了這些理論基礎後，本章再分別介紹外國與本國宣告實施庫藏股的相關實證研究，這些研究主題主要為公司經理人決定實施庫藏股因素討論、宣告效果影響因素與公司宣告實施庫藏股是否存在外溢效果。

11. 鄭桂蕙·林宛瑩·許崇源(民95)

本研究之主要目的在利用市場資料，將2000年8月至2003年6月間所有上市櫃公司篩選符合買回資格者（區分為宣告與未宣告買回兩組樣本），根據相關文獻，依據我國之制度規範與環境、專家實務之看法，探討宣告買回庫藏股之誘因，並進一步實證探討公司董監事持股高低對宣告買回庫藏股誘因之影響。

本文主要實證結果發現企業價值低估、股價效應、自由現金流量、資本結構、內部人自利誘因及公司規模為企業宣告買回庫藏股之重要影響因素。其中股價跌幅較深、每股股價較低、自由現金流量較大、負債比率低、董監質押比率高、規模較大之公司，有較強之動機宣告買回庫藏股。在檢測股價效應及資本結構假說之發現，符合實務專家對每股股價較低與負債比率低者宜買回庫藏股之看法。至於公司董監事持股高低對買回庫藏股決策之影響，我們發現公司董監事持股高低影響宣告買回庫藏股之決策行為。董監事持股較多的公司因股價低估、股價效應、自由現金流量與調整資本結構等正面經濟誘因而買回者顯著高於董監事持股較少的公司。本研究有關庫藏股買回動機及董監事持股高低對買回正負面動機影響之實證發現，一方面可以幫助瞭解董監持股對董事會決策與股東權益保障的可能

影響，協助投資人判斷公司決議支出重大現金流量，執行庫藏股買回之決策適當性，以進一步作成相關投資決策，另方面亦可供主管機關從事或評估庫藏股相關政策之參考。

12. 羅庚辛·邱煥堯(民90)

本研究探討董監事在決議公司買回流在外股票之日開始，市場上對此資訊的反應與信賴度的反應。研究主要是以市場模式(market model)及事件研究法，並考慮各種可能的影響變數，來研究台灣目前所實施的庫藏股制度以及其內含的可能變數，如產業別、實施藏股之目的、多空頭行情、及規模效應等對台灣上市公司股票異常報酬率之影響。

13. 邱垂昌(民95)

本研究旨在探討公司宣告買回庫藏股佔其流通在外股數比例大小與市場反應（股價績效）大小之關係，以及公司實際購回佔其宣告買回之比例與其股價被低估程度及公司現金流量水準之關係。實證結果顯示公司宣告買回庫藏股比例與宣告期間平均異常報酬有顯著正向相關，但實際購回比例卻與宣告期間平均異常報酬無顯著相關；此結果顯示台灣市場反應庫藏股實施之資訊內涵係來自宣告買回而非實際買回。實證結果亦顯示庫藏股宣告購回比例及前次宣告之實際購回比例皆與當次宣告之實際購回比例呈顯著正向相關，但宣告前一個月之平均異常報酬、宣告期間之平均異常報酬（亦即股價被低估之程度）及宣告前一季之現金流量水準皆對實際購回比例無顯著影響。

14. 林佑蓮(民91)

台灣的庫藏股制度於民國 89 年8 月7 日正式實施，該項制度讓上市上櫃公司能夠透過庫藏股辦法在公開市場上買回自家公司的股票。政府當

初推動庫藏股制度的目的在於維持股票市場的穩定，然而庫藏股的實施是否真能產生護盤效應？一般而言，公司在宣告購回庫藏股之後，對於投資人而言等於是公司發出一項對未來前景樂觀的訊息，因此該宣告公司的股價通常會有一波上漲的情勢。本文的主要目的在研究庫藏股制度對台灣電子產業股價的影響，研究期間為1999年7月至2002年4月，採用事件研究法(event study)，去驗證台灣電子產業股價對庫藏股宣告效應的反應，結果發現，公司購回庫藏股之宣告對於電子業是一項利多的消息；而電子產業的購回動機不是為了穩定或拉抬公司股價，而是做為員工認股之用、調整資本結構或是改善財務狀況等。

15. 林卓民 吳宗保(民93)

本研究首次採用多元名義分對數模型(Multinomial Logit Model, MNLM)實證分析2000年至2003年我國上市公司購回庫藏股目的的影響因子。實証結果發現，不論就間距改變或差異比率分析皆顯示影響台灣地區上市公司購回庫藏股目的的關鍵因素為市價與淨值比率、負債比率及產業別。而無論是金融業或電子業其購回庫藏股的目的主要為轉讓股份予員工，因此，上市公司購回庫藏股是以維護最適資本結構為主，而非以護盤為主。

16. 蔡柳卿 郭法雲(民90)

由於我國甫於89年8月7日公告實施庫藏股計畫，其背後涵意及影響等議題已廣泛受到實務界及學術界高度重視與熱烈討論，故本研究的目的，係探討我國上市公司實施庫藏股計畫之資訊效果與資訊傳遞動機。在分析資訊效果時，主要係檢定宣告日的市場反應、宣告日前後期間股價績效之比較，以及宣告日市場反應的橫斷面差異分析；其次分析公司宣告購回庫藏股的動機時，係檢定公司在決定宣告購回的時點及額度上，除了庫

藏股制度規範的因素外，是否考量到公司未來盈餘績效及股價低估程度，其中股價低估程度係以過去股價績效及淨值市價比率來衡量。在資訊效果的測試上，本研究有以下發現：（1）當公司宣告購回庫藏股時，市場反應顯著為正，顯示投資人將此一宣告視為發射公司股價低估的好消息；（2）以事件期間（-2, +2）前後30天的股價績效進行比較，發現宣告後的累積異常報酬顯著高於宣告前的，故表示宣告日後續期間的股價績效更趨於真實價值或低估程度已減緩；（3）測試影響宣告日市場反應之因素時，發現公司過去股價績效愈差與淨值市價比率愈高，則公司宣告時市場反應愈高，此結果意味著當公司特質顯示其股價低估程度愈大時，則投資人對此一宣告愈持正面看法，其正向反應愈大，然而預定購回股數雖與市場反應成正向關係，惟並不顯著。測試公司之庫藏股決策的影響因素時，本研究發現：在控制是否重覆購回公司股票以及自由現金流量後，預定購回股數之決策和公司當季盈餘變動數及淨值市價比率（衡量成長程度）成正相關，並和宣告前的股價績效成負相關。此一證據顯示：當管理者預期未來盈餘績效愈佳，及公司股價低估程度愈大時，公司會宣告預定購回較多股數，來傳遞較強烈的訊號。

17. 林岳喬 周昭宇(民 97)

本研究係針對我國實施庫藏股買回之上市公司進行研究，探討庫藏股買回前之負向盈餘管理行為是否與庫藏股買回目的有關？更進一步探討在消除盈餘管理之效果後，庫藏股買回後實質營運績效改善之現象是否因庫藏股買回目的之不同而有所差異？最後探討宣告買回本公司股份前之負向盈餘管理行為之影響因素。本研究將證券交易法第二十八條之二規定之買回目的「轉讓股份於員工」、「作為股權轉換之用」定義為「滿足流動性需求」之目的；而將「為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理消除股份者」定義為與訊號假說相符之「促進資本市場效率」目的。

第四章 庫藏股的實施狀況

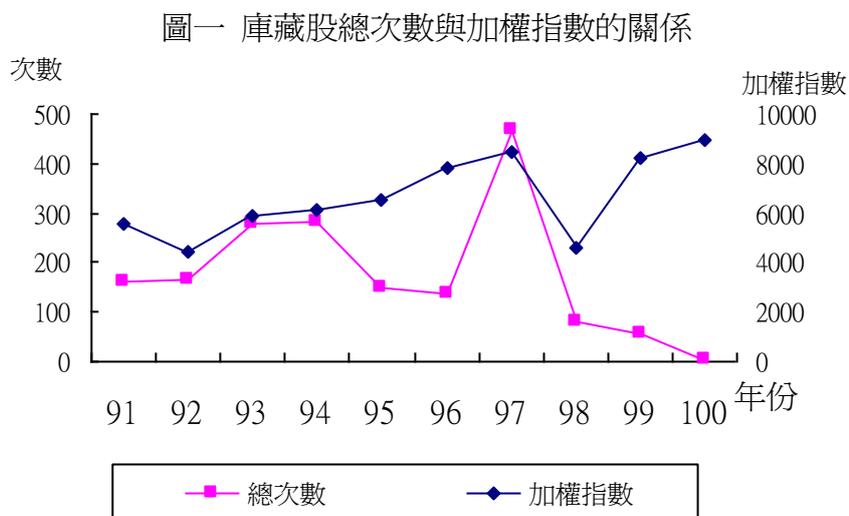
年份	實施總次數	買回目的(次數)			買回 比率	買回 比率	加權指數
		轉讓員工	股權轉換	股東權益	平均值	標準差	
91	163	91	7	65	65.99178	35.12509	5551.24
92	167	100	2	65	70.65252	48.41468	4452.45
93	280	180	2	98	72.39654	32.99828	5890.69
94	282	182	2	98	73.09124	33.33437	6139.69
95	151	94	0	57	71.60507	34.16516	6548.34
96	136	96	2	38	77.06412	27.95946	7823.72
97	469	233	1	235	69.25506	34.26653	8506.28
98	79	26	2	51	55.24089	38.0802	4591.22
99	57	31	1	25	71.00917	35.08652	8188.11
100	3	0	1	2	80.01	34.6237	8972.5
合計	1787	1033	20	734	70.631		

1. 合計

從91年到100年總共有1787次實施庫藏股，其中買賣目的為轉讓員工的有1033次，股權轉讓的有20次，維護股東權益的有734次，由此可知，公司為何實施庫藏股，其最主要的目的為轉讓員工，其次為，維護股東權益，次數最少的是股權轉讓。

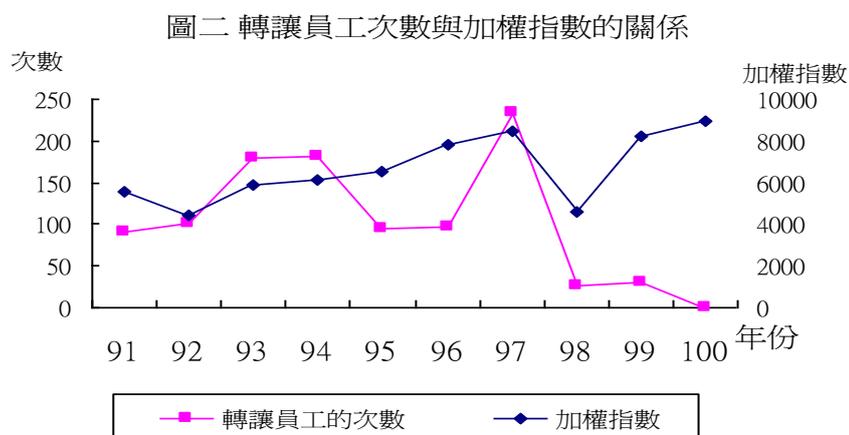
另外，從買回比率的平均值來看為70.631%來看，顯現公司宣稱要實施庫藏股，但實際上買回的股數往往遠低於所宣稱欲買回的股數。

2. 不同年度庫藏股總次數與加權指數的關係



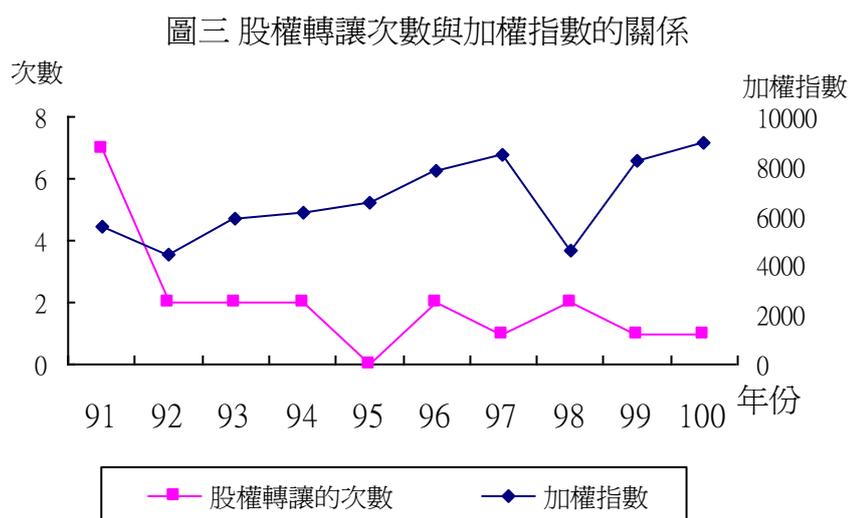
從表一可以發現91年庫藏股剛開始實施的時候只有163件，之後許多公司開始利用庫藏股對股價進行護盤而逐年遞增，到94年的時候已達282次，但95年之後加權指數逐漸攀高，庫藏股次數也隨之下降，顯現當股價上升時，以庫藏股來護盤的必要性也隨之下降。隨後，2008年全球發生金融海嘯，全球股市動盪，因此許多公司皆預先採取庫藏股來護盤，加上當年度由於台灣正值總統大選，許多有利股市的訊息加持，致使台灣股市的加權指數能維持在高點之上，但隨後隨總統大選的結束，台灣加權指數仍不敵全球景氣的衰退，也隨之下跌，這似乎意味庫藏股的實施對股價的影響，似乎是只有短期的效果。

3.



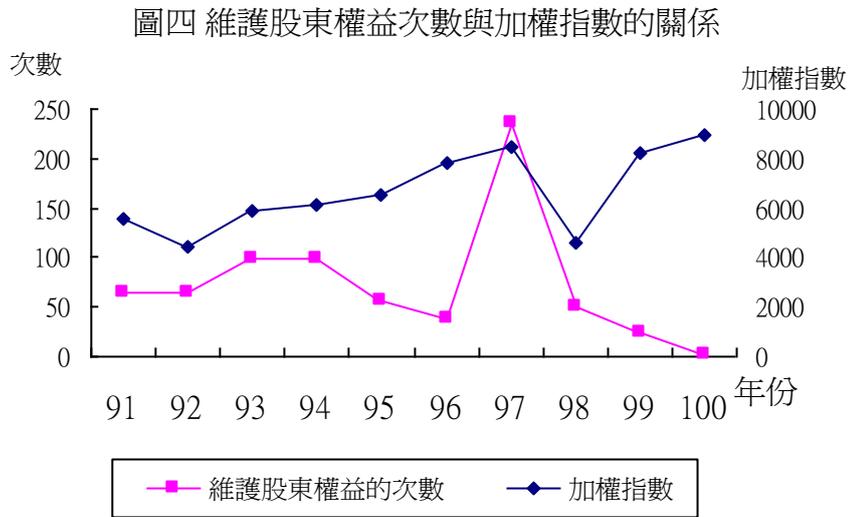
從圖二可以發現91年轉讓有91次，之後許多公司因開始利用庫藏股對股價進行護盤，所以轉讓的次數也明顯的上升，但95年之後加權指數逐漸上升，庫藏股次數降低，轉讓員工次數相對的也下降。2008年正值總統大選，全球發生金融海嘯，全球股市動盪，許多公司預先採取庫藏股來護盤，使加權指數維持在高點，相對的對員工的轉讓次數也向上增加，但總統大選後，加權指數能敵全球景氣衰退，公司仍繼續增加庫藏股次數護盤，但轉讓的次數卻降低了。

4.



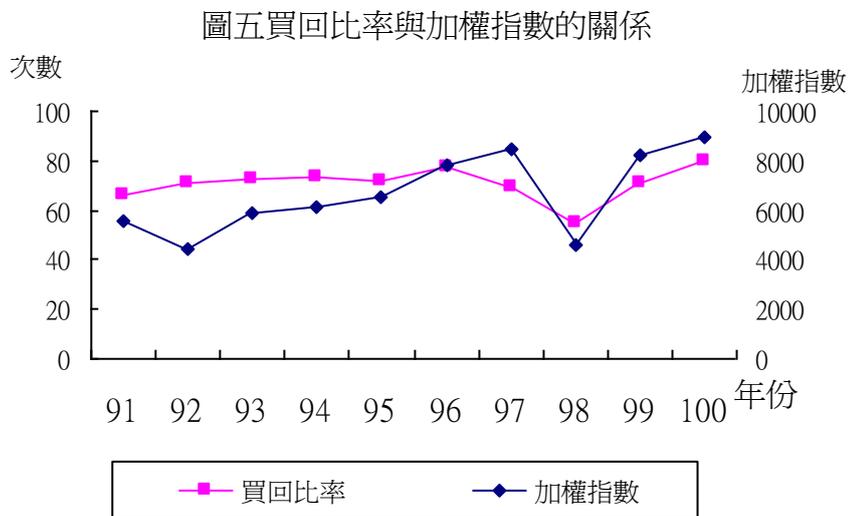
從圖三可以知道，股權轉讓的次數並不多。

5.



從圖四發現，維護股東權益次數、股權轉讓與加權指數的型態是相當類似。

6.



從圖五可以發現，當加權指數沒有大幅度的動盪買回的比率較無動靜，但2008年發生的金融海嘯，加權指數大幅度下降，買回比率相對下降的也較明顯。

參考文獻

1. 陳振遠·張眾卓·王朝仕·莊博勝，『庫藏股購回宣告後長期績效與影響因素之研究』，輔仁管理評論，(民國98年)。
2. 徐清俊·林惠敏，『台灣上市櫃公司庫藏股宣告異常報酬之研究』，遠東學報二十一卷第二期，(民國93年)。
3. 蕭文姪·林懋民，『多次實施庫藏股買回宣告效果之研究』，管理思維與實務學術研討會論文集，(民國97年)。
4. 謝淑貞·林繼平，『台灣實施庫藏股制度之宣告效果』，中華管理評論國際學報，(民國98年)。
5. 吳俊欽，『庫藏股實施的宣告對股票報酬的影響－以臺灣股票市場為例』逢甲大學經濟學系碩士班，碩士論文，(民國92年)。
6. 林育志·藍麗惠·郭照榮，『庫藏股宣告對股票持有者與債券持有者之財富互動變化』，台灣管理學刊，(民國97年)。
7. 汪瑞芝，『庫藏股買回對公司績效之影響』，中華管理評論國際學報，(民國97年)。
8. 賴鈺城·蔡嘉惠，『實施庫藏股之可行性研究—以中華電信公司例』，台灣經濟論衡，(民國93年)。
9. 謝文琦，『庫藏股宣告效應的影響因素研究』，Financial Corner，。
10. 李亮君，李顯儀，吳幸姬，李欣微，『上市公司買回庫藏股資訊傳遞效果之探討』，東吳經濟商學學報，(民國99年)。
11. 鄭桂蕙·林宛瑩·許崇源，『董監事持股高低對庫藏股買回誘因之影響』，東吳經濟商學學報，(民國95年)。
12. 羅庚辛·邱煥堯，『台灣股票市場庫藏股行情之實證研究』，國立中央大學企業管理研究所碩士論文，(民國90年)。
13. 邱垂昌，『宣告及實際買回庫藏股與異常報酬－管理者之策略性應

- 用』，會計與公司治理第三卷，(民國95年)。
14. 林佑蓮，『庫藏股制度對台灣電子產業股價之影響』，(民國 91 年)。
 15. 林卓民 吳宗保，『台灣上市公司購回庫藏股目的決定因素— 多元名義分對數模型之應用』，第五屆全國實證經濟學論文研討會，(民國 93 年)。
 16. 蔡柳卿 郭法雲，『我國庫藏股制度之實證研究：資訊效果與資訊傳遞動機』，會計理論與實務研討會，(民國90年)。
 17. 林岳喬 周昭宇，『庫藏股買回目的、盈餘管理與後續績效之關聯性研究』，中正大學會計與資訊科技學系，(民國 97 年)。