

# 修 平 科 技 大 學

## 財務金融系

### 庫藏股實施期間的股價表現

指導老師：張呈徽

姓名：陳凱郁

學號：BL97014

姓名：魏君玲

學號：BL97028

姓名：沈琬貽

學號：BL97041

中 華 民 國 一 百 年 十 二 月

# 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：姓名：賴曉鈴 學號：BL95013

組員：姓名：陳凱郁 學號：BL97014

組員：姓名：魏君玲 學號：BL97028

組員：姓名：沈琬貽 學號：BL97041

所提報告 庫藏股實施期間的股價表現經

本委員會評審通過。

口試委員：\_\_\_\_\_

口試委員：\_\_\_\_\_

口試委員：\_\_\_\_\_

指導老師：\_\_\_\_\_

## 目錄

目錄	I
表目錄	II
摘要	III
第一章 前言	p5-p7
第二章 文獻回顧	p8-p16
第三章 實證結果	
第一節 全部樣本之分析	p17-p18
3-1.1 全部樣本之基本統計量	p19
3-1.2 全部樣本之假設檢定	p20-p21
3-1.3 實施期間的股價報酬的迴歸分析	p22
第二節 非電子股、電子股之分析	
3-2.1 非電子股、電子股之基本統計量	p23-p25
3-2.2 非電子股、電子股之假設檢定	p26-p28
3-2.3 實施期間的股票報酬的迴歸分析	p29-p30
第四章 結論	p31
參考文獻	p32

## 表目錄

- |    |               |
|----|---------------|
| 表一 | 全部樣本基本統計量     |
| 表二 | 全部樣本回歸結果      |
| 表三 | 非電子股、電子股基本統計量 |
| 表四 | 非電子股、電子股回歸    |

## 致謝辭

本研究得以順利完成，首先要感先的是我們的指導老師張呈徽老師，因為當我們遇到瓶頸的時候，他總是願意花很多時間並且不厭其煩的教導我們進入正確的研究方向。並且還要感謝兩位口試委員何亮君老師與葉京怡老師，於專題口試發表時給予本研究良好的建議，才能使本研究的整體內容臻於完善。

在這最後四年的學生生涯中，我們也很感謝幫助過我們的老師們，當我們遇到任何困難時，給予我們鼓勵與打氣。我們會永遠心存感謝。

## 摘要

本文將以 2002 年至 2008 年實施庫藏股上市公司為對象，探討有那些因素會影響到庫藏股的績效表現，除此之外，更將樣本區分成電子股、非電子股，進一步討論庫藏股的績效表現的因素，是否會受產業別的不同而有所差異。

電子股的實證結果顯示，影響實施期間股價報酬的因素有，實施期間大盤報酬率、三大法人買賣超、實施比率三個因素，其中實施期間大盤報酬率、三大法人買超愈大時、庫藏股的績效愈好，至於實施比率愈高，庫藏股的績效愈差。而非電子股的實證結果顯示，影響實施期間股價報酬的因素有，實施期間大盤報酬%、實施前一月大盤報酬%、三大法人買賣超、融資券增減合計、實施比率、買回平均價格等六個變數，其中實施期間大盤報酬率、實施前一月大盤報酬率、三大法人買超、融資券增減合計愈大時、庫藏股的績效愈好，至於實施比率、買回平均價格愈高，庫藏股的績效愈差。

## 第一章 前言

「庫藏股成爲護盤主力的商榷」這是 2011 年 8 月 27 日中時電子報的一篇社論，該文指出政府在面對股災的時後，一方面除了啓動國安基金、勞退基金護盤外，更以行政指導的方式，鼓勵上市公司董事會施行庫藏股。而政府高層也在許多的專訪中，頻繁提及企業執行庫藏股的家數與金額。庫藏股在這波股災護盤行動中，儼然成爲第一線的救火隊員。但該篇社論批評這種短線的作法，不僅會影響到證券市場的正常運作，並且讓經營不善、體質不佳的上市公司，可以藉著庫藏股掩護大股東出貨的意圖。像是 2011 年 10 月 23 日自由時報報導就指出，” 2011 年 8 月股災以來，主管機關及證交所積極鼓勵上市櫃公司投入庫藏股，結果截至 22 日爲止，共有 166 家公司宣布投入庫藏股，件數一共 176 件，但卻有 9 件買回的張數不到當初宣布的 2 成，更有一張都沒買回、口頭護盤的公司，甚至還有 2 家公司，經理人還反向賣出持股，可能面臨金管會開罰”。” 而摩根士丹利證券台股策略分析師陳建名表示，台股是亞太區 2011 年 11 月表現最差的市場之一，單月跌幅 9.01%、比南韓股市 2.8%與上海股市 2.3%還要重，而依過去經驗，此時應是企業實施庫藏股的高峰，但 11 月情況卻不是如此。陳建名統計，11 月僅有 41 家企業實施庫藏股，對照台股跌幅，11 月企業對實施庫藏股護盤的態度顯得「猶豫」許多。而針對大企業同心協力實施庫藏股護盤，是否真能支撐台股免於破底危機？答案不見得肯定，陳建名統計，過去 9 次企業實施庫藏股高峰(超過 70 家)當中，僅有 4 次指數曾重回前 3 個月之上。值得注意的是，過去曾有 4 次單月實施庫藏股家數超過 100 家(2008 年 7 月、2008 年 9 月、2008 年 10 月、2011 年 8 月)，但之後 3 個月指數卻仍進一步探底，顯示企業實施庫藏股，對台股影響還要視當時市場變化而定”<sup>1</sup>。因此，庫藏股是否能做爲公司宣示公司價

值被低估，達成護盤目標的工具，或僅是淪為坑殺散戶大眾的陷阱，就成爲一個相當爭議的課題。

國內許多學者則是針對有那些因素會影響庫藏股之後的股價表現，像是邱垂昌(2006)指出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。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。鄭桂蕙、林宛瑩、許崇源(2006)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爲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。陳振遠、張眾卓、王朝仕、莊博勝(2009)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情形，股價在短期內並無法完全回復至真實價值，另外在迴歸分析中，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。劉啓群、陳妮雲(2010)以2000年8月份至2005年12月底1,112件宣告買回庫藏股之上市公司爲樣本，利用事件研究法分析我國上市公司執行買回完畢公告執行率之市場反應，發現對於股價被低估或代理問題嚴重的公司，執行買回誠意較高，預期執行率較高，公司透過買回宣告使股價回漲至合理價位之可能性較低，當實際執行率大於預期時，有助於彰顯公司價值，對全體股東有利，相較於執行率接近或小於預期的公司，市場產生較正面的評價。



由以上的討論，我們可以了解影響庫藏股的實際效果，在學界與社會上都是一個相當重要的課題。因此本文將以2002年至2008年實施庫藏股上市公司為對象，探討有那些因素會影響到庫藏股的績效表現，除此之外，更將樣本區分成電子股、非電子股，進一步討論庫藏股的績效表現的因素，是否會受產業別的不同而有所差異。

以下第二章介紹文獻回顧。第三章則為本文之實證結果。最後一章為結論。

## 第二章 文獻回顧

### 1.劉明典(2009)

決定股票價格因素最爲人所熟知的是股利折現模式，以及常見的幾個總體經濟指標，諸如盈餘率、無風險利率、匯率等，Gabe (2008)提出一種新的證據也就是權益風險溢酬亦是一個重要的決定因素。股票風險溢酬包含在預期報酬率中，投資人對股票的預期報酬要求應會高於無風險利率，投資者才會願意投入資金。資金投入的程度是投資者對風險的態度，風險趨避者(Risk Averter)的投資對風險相當敏感，假如風險溢酬爲零或是負數，投資者將不願對此股票進行任何投資。理論上，股票總會有正風險溢酬以趨使風險規避的投資者，去買入市場中的股票，以取代將資產置放於無風險資產。投資者無論是基金資產管理公司、退休基金、保險公司等機構法人和投資大眾多投入於股市，即爲資金追求並獲取其風險溢酬。Gabe (2008)以澳大利亞、比利時、加拿大、德國、丹麥、法國、日本、荷蘭、奧地利、瑞士、英國和美國等 12 個股票市場爲研究對象，其實證結果顯示除了所熟知的總體經濟指標如整體市場益本比、無風險利率、匯率外，權益風險溢酬亦是重要的股價決定因素。將權益風險溢酬變數有無放進模型兩相比較，可發現到有把權益風險溢酬變數放進模型時，其調整後判定係數有較高的情形，在 12 個股票市場皆是如此。而近幾年來，亞洲經濟體的掘起，世界各國的資金紛紛湧入亞洲市場，顯示出全球經濟情況正在轉變，並不再是一味以歐美市場爲主。故本研究取中國、香港、印度、馬來西亞、新加坡、南韓、台灣和泰國這八個亞洲新興股市，進一步探討股價的決定因素。實證結果顯示在亞洲新興股市中，權益風險溢酬亦是重要的股價決定因素。因爲將權益風險溢酬變數放進模型，調整後判定係數有顯著升高的趨勢，八個國家的調整後判定係數平均值爲 0.44，未加入權益風險溢酬變數爲 0.13。

## 2.王怡文(2010)

股票市場可以看出國家的經濟發展的情況，由於影響股價因素很多，可分為基本面與技術面，其中又以基本面因素中之總體經濟因素分析對股價走勢有相當之影響，近年來隨著金融商品不斷的創新，加上國內金融機構積極發展財富管理業務，共同基金已是投資人儲蓄退休金及累積財富最熱門的理財方式之一。2008年下半年全球受到美國次級房貸引發金融風暴，投資環境嚴重萎靡，全球金融市場出現共同基金贖回潮，可見金融市場有景氣循環，股市的波動影響資金的流向，而總體經濟指標與金融市場的關聯性十分密切，共同基金績效除了透過基經理人的專業選股操作，亦受到總體經濟指標影響。本研究採用多元迴歸分析，以2003年1月至2009年12月之月資料，探討美元兌新台幣匯率、貨幣供給額、消費者物價指數、布蘭特原油期貨價、波羅的海綜合指數、外匯存底及工業生產指數等總體經濟指標對台灣加權股價指數與共同基金淨值變動之影響，本文實證結果分析，可歸納如下：

- 一、在股價指數報酬與基金報酬之間具有高度正相關之顯著影響。
- 二、貨幣供給變動率、波羅的海指數變動率與工業生產指數變動率同時對股價指數報酬及基金報酬率存在顯著的正向影響，而匯率變動率亦同時對股價報酬率及基金報酬率具有顯著負向影響。至於消費者物價指數、油價及外匯存底對股價指數報酬率及基金報酬率的影響並不顯著。

## 3.孫全輝(2003)

庫藏股制度自從民國89年8月實施至今即將屆滿四年，而在2001-2003年這段期間無論國內外均歷經了許多的事件，如911事件、波灣戰爭、SARS肆虐、以及國際經濟情勢的惡化，而此制度每每在這些突發狀況下，均被公司當成穩定其股價的重要利器，本文研究之目的主要在探討庫藏股制度宣告前、後的報酬效果及從產業別來探討其前因後果。

本研究是以台灣證券交易所公告之自民國八十九年八月實施庫藏股制度

以來至民國九十二年年底所有曾實施此制度之上市公司為樣本，將一些公司內部影響股價因素去除，採「事件研究法」來證明庫藏股制度之宣告效果外，也利用多元迴歸來分析此制度之宣告內容、公司宣告前期會計資訊是否會與宣告後之異常報酬、累計異常報酬及執行效果，也從產業別分析了其各自購買原因及未執行完畢之原因。

本次研究結果如下：

- 1.一般而言，宣告日的平均報酬為 1.149%，宣告後一日之累計異常報酬為 3.055%，就產業別而言，以金融服務業與傳統產業宣告之報酬為最高，反而實施次數最多的電子產業所帶來的異常報酬最低。
- 2.大多數的公司實施庫藏股制度前六十日至前二日的累積異常報酬均產生負向的累計異常報酬，股價有被市場低估之情形。
- 3.宣告股票買回對股價的影響在短期之內可能會有持續之效果。
- 4.宣告之內容對於報酬之相關性呈現不顯著之情形。

在最後結論，從實證分析結果來解釋其背後涵意以及對於未來此一制度在企業扮演何角色，以及其公司需在何種前提之下，宣告才會真正達成公司所要之目的給予一些建議。

#### 4.劉宛綺(2011)

一般影響股價的因素可分為經濟因素和非經濟因素，而非經濟因素又以重大性災難最為重要，這些災難事件通常對股市和經濟有很深的影響，使得國內股市變動，甚至可能連動影響其他國家。2011 年日本東北地區發生芮氏規模 9 的地震，造成投資者的恐慌，對台灣股市造成影響，由於日本一直是全球電子產業關鍵零組件生產與消費的國家，在半導體領域占據重要地位，因地震導致的產房毀損、限電等問題，勢必會有原物料供應之問題。故本研究利用事件研究法來探討日本大地震對台灣半導體業的股價影響，研究期間共 220 個交易日，65 個觀察值，

分析是否產生顯著異常報酬。研究結果顯示，日本大地震確實造成半導體業股票市場產生負異常報酬，且符合效率市場假說。

#### 5 詹世煌 (2004)

風險為投資人所最關心的兩個變數之一，股市的風險是否可以經由經濟變數來解釋？這不但是投資人所關心的課題，也是學術界急於探討的課題。本文的目的有二：(1) 探討股價波動性與實質生產風險、通貨膨脹風險、利率風險、資金風險及市場交易活絡程度(相對股價水準)間的關係，希冀瞭解股市造成波動性的原因；(2)希望知道崩盤前後經濟結構是否有明顯的改變。實證結果顯示：

(1)無論全期抑或崩盤前後，股價波動性皆會存在自身序列相關，且為正向關係。

(2)就全期而言，股價波動性會受到實質生產風險、通貨膨脹風險的正向影響。在崩盤之前，股價波動性會受到過去兩期以來通貨膨脹風險的正向影響，而且與資金面的風險成正相關；但在崩盤之後，股價波動性僅與當期的通貨膨脹風險、利率風險成正相關；顯示崩盤前後經濟結構有明顯的改變。

(3)就全期而言，股價波動性並不會受到市場活絡程度的影響；但若細分為崩盤前後，則股價波動性與市場活絡程度間成正相關。

#### 6 顏劭軒 (2011)

信號發射理論說明了投資者可以藉由企業所發出的信號，做為財務預測的依據，消除企業與投資者間資訊不對稱的情況，然而企業所放出的好消息，未必代表企業將來表現的會更好，但企業出現壞消息、產生危機時，則表示企業目前的表現確實是被高估的，公司股價有被下修的必要。財務型危機，損失容易計算，投資者可依據公司發佈的相關財報對該公司做出投資決策的調整；但發生非財務

型危機時，損失不易以金錢衡量，此時投資者資訊的來源來自媒體的相關報導。依據效率市場理論，在半強勢效率市場下，公司的股價會反應現有已公開資訊，即事件發生時，市場應立刻調整至最適價位，而DeBondt and Thaler（1985）提出的代表性（Representativeness）原則，指出投資者常常傾向於反應過度；Vijay Singal（2004）則提出了保守（conservation）的論點，發現投資者對於新資訊發生所做的調整速度非常緩慢，Andrew Lo and Craig Mackinlay（1988）的也認同上述的論點，其研究指出，一個好消息或壞消息不斷被宣告時，投資者無法認知到這眾多的資訊其實全是在描述同一件事情，使投資者在事件第一次宣告時，時常反應不完全，而且對之後的每一次宣告又再度做出回應，使市場股價的調整出現過度且緩慢慢反應的情況。而資訊的傳遞需要依靠媒體，當公司發生非財務型危機事件時，媒體大量的報導是否會造成投資者的過度反應，媒體對該事件的評價是否能左右股價的變動，這是本研究要探討的主題。

本研究利用事件研究法，研究台灣上市公司在發生非財務型危機時，是否會產生負向的異常報酬，而產生的異常報酬和新聞報紙的報導是否關。

研究結果發現，非財務型危機事件發生，在事件日當天和事發後一天皆會產生負向的異常報酬；而報紙報導篇數較多的事件，得到的負向異常報酬亦高於篇數較少的事件；報紙的負面評價亦會影響公司的股價，負面評價比例高的事件，負向異常報酬高於比例低的事件，表示當危機發生時，媒體的報導對公司股價變動確實會有影響。

## 7 邱煥堯（2001）

自民國八十六年的金融風暴以來，鑑於台灣股票市場非理性的股票下跌情況嚴重，財政部特別訂定了有關於庫藏股交易制度，希望藉由管理當局基於公司股價受到嚴重低估或是一些特定原因時，可以進場買回自家公司的股票，不受公司法的限制，並於民國八十六年八月九日正式在台灣股票市場上實施。本研究主要的目的有二：

- 一、 驗證台灣股票市場上是否存在著庫藏股行情，即管理當局買回自家公司股票時，應該能夠穩定公司的股價，甚致將股價拉抬至公司合理價位。
- 二、 探討何種變數對庫藏股行情有顯著的影響，即驗證不同變數間是否具有顯著差異。

本論文使用的研究方法為事件研究法，並採用 t 檢定、ANOVA 分析、DUNCAN 檢定及迴歸分析來驗證其顯著性。而研究結果發現：

- (1)台灣股票市場上是存在著庫藏股行情，在短短 15 天內，累積異常報酬率為即達 7.64%，特別是在事件日後的前三天更為明顯；
- (2)將實施庫藏股的公司樣本做一分組，以維護公司信用之動機來實施庫藏股其報酬率明顯高於其他動機；電子類股的效應明顯低於金融及其他類股；小規模公司的異常報酬明顯高於大規模公司；低市價淨值比的股票，其報酬會大於高市價淨值比的股票；庫藏股行情僅僅是一短期的熱潮。

## 8 李憲彥 (2005)

本研究用事件研究法來分析庫藏股購回宣告效應，另外以t檢定、Scheffe檢定、複迴歸分析來檢定各因子是否對庫藏股購回宣告效應有影響。台灣的庫藏股購回宣告效應是相當地顯著的，可以清楚的觀察到顯著的異常報酬與累積異常報酬，另外，在制度實施的第一年有明顯的新近效果，但在第二年後庫藏股購回宣告效應就已穩定。從觀察代理變數對累積異常報酬的影響可以了解資訊不對稱程度越高者，庫藏股購回宣告效應越明顯，除了研發費用率一項並沒有發現顯著外，資本小、無形資產比例高、AR標準差大者的庫藏股購回宣告效應較明顯，資訊不對稱假說成立。股價淨值比較低者的庫藏股購回宣告效應較大，驗證了價值低估假說，但前期累積異常跌幅較小者的持續效果反而較大，還有待以後研究者做進一步的探討。本研究中的兩個代理變數並沒有發現資金充裕程度對庫藏股購回宣告效應的影響，與其他研究的不同代理變數有相同結論，可見得台灣市場

不適用超額資金假說。 宣告目的三的庫藏股購回宣告效應大於宣告目的一，其中有趣的是宣告目的一的宣告前累積異常跌幅是大於宣告目的三的，和宣告目的本身成了對比。股價指數多空亦影響了庫藏股購回宣告效應，股價指數空頭時效應最大，要注意的是這應該是因為股價指數空頭時有較低的股價淨值比。最後，產業別並沒有對庫藏股購回宣告效應產生影響，此結果與其他研究不同。

## 9 楊季霖(2002)

本研究所欲探討的主題是當公司宣佈降價對公司股價的影響並以美國上市公司之股價資料為例。以公司股價來分析行銷事件績效這是較為客觀性且整體性的衡量指標，特別降價策略是廠商最常使用而且最能自由靈活運用的策略，用市場模式進行估計來衡量在公司宣告期間有無異常股價報酬的產生，以 t 檢定進行樣本分析。

因此本研究所欲加以分析的目的為：先從以前相關文獻中探討公司產品降價與股價之間的關係，再觀察當公司宣佈降價時公司股票價格會有何種反應，接著探討公司降價策略宣告效果會受到那些因素影響而產生不同結果，最後作為提供廠商實施降價策略的參考建議。

本研究所得結論如下：

- 一、公司宣告降價會使公司股價產生顯著負的異常股價報酬。
- 二、廠商主動性宣佈降價會造成顯著負的異常股價報酬。
- 三、有形商品廠商宣佈降價會發生顯著負的異常股價報酬。
- 四、非領導者廠商宣佈降價會發生顯著負的異常股價報酬。
- 五、廠商降價幅度介於 0% 至 15% 時會產生顯著負的異常股價報酬。
- 六、廠商宣佈降價頻率為 2 次以上會發生顯著負的異常股價報酬。
- 七、廠商降價累積次數第 1 次至第 2 次會產生顯著負的異常股價報酬。
- 八、廠商以非相對價格方式降價會帶來顯著負的異常股價報酬。



## 10 朱巧慧(2003)

台灣股票市場自 1962 年開始正式交易，近年來由於總體經濟情況的改變，與國際景氣的循環，以及個別產業的興衰，而使得國內股價波動劇烈。在文獻上有許多以股價為主的研究，其中，有部分文獻探討總體經濟變數與股價之間的關係，另外有些文獻討論現值模型在台灣股票市場中是否成立。

本文利用資產訂價模型討論股價如何決定，以貨幣供給成長率作為總體經濟變數，加入理論模型中求解，在不確定分析下，實質股價受到實質股利、貨幣供給成長率的影響。利用實質股價與實質股利、貨幣供給成長率的關係式作為實證研究的基礎，本研究選取四個產業進行實證分析：水泥窯製業、塑膠業、金融保險業、資訊電子業。以 ADF 檢定法與 PP 檢定法確認變數是否具有單根的性質；再以 Johansen 提出的最大概似估計法，對變數進行共整合分析，藉以了解各產業的實質股價與實質股利、貨幣供給成長率間是否具有長期均衡關係；此外，以向量誤差修正模型分析變數間的短期動態調整過程。

實證結果發現，在塑膠業的股價與股利、M2 成長率，金融保險業的股價與股利、M1B 成長率，資訊電子業的股價與股利、M2 成長率，這三組的變數間存在一個長期均衡關係，且股利與貨幣供給成長率對股價有一正向影響，與理論模型所呈現的關係式相符，顯示本研究作為基礎的資產訂價模型，確實能夠用來解釋台灣股價的決定。

## 11 黃維本(2002)

本研究利用事件研究法，探討選舉事件是否對股價指數造成影響。研究樣本國家包括澳大利亞、加拿大、智利、印尼、日本、韓國、馬來西亞、墨西哥、印度、紐西蘭、秘魯、菲律賓、新加坡、台灣、泰國、美國等十六個國家。以各國家總統或國會選舉為時點，探討選舉事件期間前後，股價指

數是否存在異常報酬的現象。此外對於各國家異常報酬程度不一的原因，引入選舉層級、國家地域性、經濟自由化程度、選舉時市場多空頭狀態等四項變數作為解釋。

因此，本研究參考 Christons ,David and Harry (2000) 的研究，但以日報酬的資料型態，選取 1980-2001 年各國家的總統及國會選舉，探討選舉期間市場是否產生異常報酬的現象。本文的實證結果顯示：

1. 總體而言，選舉前後皆存在正向的異常報酬，越接近選舉日前後的事件期，其異常報酬越為顯著。
2. 不同選舉層級造成不同的異常報酬型態，總統選舉時，選後出現明顯的正向異常報酬；國會選舉時，選前存在顯著的正向異常報酬。
3. 不同地域的選民，對於選舉的反映程度不盡相同，美洲國家在選舉時，市場上異常報酬程度較為顯著，其次為亞洲國家，澳洲國家則不甚顯著。
4. 經濟自由度較低的國家，其異常報酬程度，明顯大於經濟自由度高的國家。
5. 選舉時，當市場處於多頭市場，其異常報酬顯著大於市場處於空頭市場。但當市場處於空頭市場時，在選前，仍出現顯著的正向異常報酬，顯示政治選舉的影響，不因市場的下跌趨勢而消失。
6. 事件研究法的模型方面，本研究結果顯示，風險調整法較能忠實反映市場的變動，也較能真確的反應異常報酬的程度；統計檢定方法，以普通橫剖面法、標準化橫剖面法、符號檢定法較佳。

## 第三章 實證結果

### 第一節 全部樣本之分析

本文的資料主要取自於台灣經濟新報與證卷交易所公開資訊觀測站，研究對象為 2002 年至 2008 年之上市公司，資料筆數為 1850 筆。表一為本文所使用的各項變數之基本統計量。

#### 1.1 全部樣本之基本統計量

由表一可知，本文的資料中電子股的比率有 60.43%，顯見台灣的電子產業相較其他產業，更偏好實施庫藏股。可動用資金上限(千元)、預計買回股數平均為 55.6 億、2.03 萬張，不過標準差分別為 166.9 億、5.43 萬張，顯見各家公司實施庫藏股可動用資金上限及實施張數差異頗大。

其次，個股在實施前一個月、實施期間、實施後一個月的股票報酬之平均數分別為-8.75%，5.53%及 0.40%，由此結果可以發現公司之所以實施庫藏股其中應是為希望透過此一措施來拉抬股價，所以在實施前的股票往往是處於弱勢的情況下。而在實施之後，不僅可以發現的確庫藏股有發揮某種程度的拉抬股價的效果，因此在實施期間報酬有 5.53%，而且似乎庫藏股有傳遞公司股票價格被低估的現象，因此實施後的股票價格並不會因無人拉抬之後，而呈現出下降的趨勢。

第三，三大法人買賣超、融資券增減合計金額之平均數分別為-35.1 萬、-1989.5 張，表示在實施期間三大法人並未在公司實施庫藏股的訊息之下，跟進而買超，反而呈現賣超的現象，只不過賣超金額並不大。至於融資券的部份，則也是呈賣超的情況。

第四，觀察庫藏股實施前後一個月，公司現金及負債的情況，實施前的負債比為 37.09%，實施後的負債比則稍微上升為 37.41%。實施前的庫藏股佔現金比例為 364.71%，實施後的庫藏股佔現金比例則下降為 232.556%。

第五，庫藏股實施前後一個月，公司董監及經理的持股變動情況，其中董事會決議日前十個月的董監持股變動率為-0.04%，實施庫藏股迄日後一個月的董監持股變動率為 0.03%。而後董事會決議日前十個月的經理持股變動率為 -0.0002%，實施庫藏股迄日後一個月的董監持股變動率為 0.0130%。

最後，依證交法之規定「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，公告並向金管會申報買回股份之目的」，目的共分三種，其中本文令目的—為轉讓給員工，目的二為股權轉讓，目的三為維護股東權益，由本文的資料顯示申報目的—的比例有 58.54%，目的三的比例有 40.32%，比例最少的則是目的二。另外，統計公司實際買回庫藏股佔當初所申報買回股數的比例為 70.26%，顯見公司實際買回的數量與所宣示買回的股數間，其實存有相當的差距。買回的平均價格則是 21.03 元，此次買回股數佔公司發行股數的比例為 1.79%。

表 1 全部樣本基本統計量

變數名稱	平均數	標準差	樣本數
電子股	0.6043	0.4891	1850
可動用資金上限(千元)	5568420	16693400	1850
預計買回股數(千股)	20389.2	54347.8	1850
買回總價款(千元)	601631	2305350	1850
實施期間股價報酬%	5.5282	21.2388	1850
實施期間大盤報酬%	-0.4423	13.6926	1850
實施前一月股價報酬%	-8.7548	14.2194	1850
實施前一月大盤報酬%	-4.3880	8.5776	1850
結束後一月股價報酬%	-0.2220	14.0985	1850
結束後一月大盤報酬%	0.3969	8.4427	1850
三大法人買賣超(千元)	-351.793	55922.3	1850
融資券增減合計(千股)	-1989.5	20538.1	1850
實施前負債比%	37.0858	16.9732	1850
實施後負債比%	37.4103	17.1027	1850
庫藏股佔實施前現金比%	364.714	7148.87	1850
庫藏股佔實施後現金比%	232.556	3328.92	1850
實施前董監持股率變動%	-0.0468	1.2192	1850
實施後董監持股率變動%	0.0271	1.0391	1850
實施前經理持股率變動%	-0.0002	0.4012	1850
實施後經理持股率變動%	-0.0130	0.4815	1850
買回目的一	0.5854	0.4928	1850
買回目的三	0.4032	0.4907	1850
實施比率	70.2565	35.3514	1850
買回平均價格	21.0234	35.306	1850
本次買回佔公司發行的比例	1.7874	1.4850	1850

## 1.2 全部樣本之假設檢定

以下本文將針對全部樣本進行假設檢定，進一步分析庫藏股實施前後股票的報酬、董監及經理人持股比率、公司負債及現金的狀況...等等，是否有顯著的差異，為此本文將分成六個假說來加以探討：

**【假說一】**：實施當月股價報酬率和實施前一月股價報酬率是否有所差異。

由 T 檢定的結果，可以發現實施當月股價報酬率和實施前一月股價報酬率的相減顯著異於 0，係數值為 24.0356，代表實施當月股價報酬率的確會高於實施前一月股價報酬。

**【假說二】**：實施當月股價報酬率和實施後一月股價報酬率是否有所差異。

由 T 檢定的結果，可以發現實施當月股價報酬率和實施後一月股價報酬率的相減顯著異於 0，且係數值為 9.6850，代表實施後一月股價報酬率的確會高於實施前一月股價報酬。

**【假說三】**：實施後一月股價報酬率和實施前一月股價報酬率是否有所差異。

由 T 檢定的結果，可以發現實施後一月股價報酬率和實施前一月股價報酬率有所差異的相減顯著異於 0，係數值為 18.3501，代表實施後一月股價報酬率的確會高於實施前一月股價報酬。

**【假說四】**：實施前後公司負債比是否有所差異。

由 T 檢定的結果，可以發現實施前後負債比有所差異的相減不顯著異於 0，係數值為 0.5792，代表實施前後董監持股率變動率並無顯著改變

**【假說五】**：實施前後董監持股率變動率是否有所差異。

由 T 檢定的結果，可以發現實施前董監持股率變動率和實施後董監持股率變動率的相減不顯著異於 0，代表實施前後董監持股率變動率並無顯著改變

**【假說六】**:實施前後經理人持股率變動率是否有所差異。

由以上結果可以發現實施前經理人持股率變動率和實施後經理人持股率變動率的相減不顯著異於 0，係數值為-1.0297，代表實施前後經理人持股率變動率並無顯著改變、買回目的、實施比率、

### 1.3 實施期間的股票報酬的迴歸分析

此一部份我們將以迴歸分析，來探討影響庫藏股**實施期間的股票報酬率**的因素。而本文的應變數為**個股實施期間的股票報酬率**，解釋變數則有電子股、實施期間大盤報酬%、實施前一月個股股價報酬%、實施前一月大盤報酬%、三大法人買賣超、融資券增減合計、實施前負債比、庫藏股佔實施前現金比、實施前董監持股率變動、實施前經理持股率變動、買回目的、實施比率、買回平均價格等 11 個變數。

表 2 為以全體樣本進行迴歸分析的結果。可以發現電子股、實施前一月個股股價報酬%、實施前一月大盤報酬%、實施前負債比、庫藏股佔實施前現金比、實施前董監持股率變動、實施前經理持股率變動、買回目的、買回平均價格等變數均不顯著。顯著的變數只有實施期間大盤報酬%、三大法人買賣超、融資券增減合計、實施比率等四個變數。

表 2. 全部樣本迴歸結果

變數名稱	
CONSTANT	10.3068*** (7.6916)
電子股	0.6452 (0.7931)
實施期間大盤報酬%	0.9525*** (32.7951)
實施前一月股價報酬%	-0.0312 (-0.8841)
實施前一月大盤報酬%	0.0353 (0.6001)
三大法人買賣超(千元)	0.00004*** (5.6964)
融資券增減合計(千股)	0.00004** (2.0040)
實施前負債比%	-0.0070 (-0.3075)
庫藏股佔實施前現金比%	-0.000001 (-0.0273)
實施前董監持股率變動%	-0.2685 (-0.8752)
實施前經理持股率變動%	-0.7380 (-0.792)
買回目的—	-0.9315 (-1.1938)
實施比率	-0.0523*** (-4.8360)
買回平均價格	-0.0147 (-1.3630)



## 第二節 非電子股、電子股之分析

由表一可知，本文的資料中電子股的比率有 60.43%，顯見台灣的電子產業相較其他產業，更偏好實施庫藏股。為此本文將樣本區分成電子股與非電子股兩大部份，加以分析兩者是否存有差異之處。

### 2.1 非電子股、電子股之基本統計量

#### 【電子股】

由表三的基本統計可知，電子股平均可動用資金上限(千元)、預計買回股數分別為 62.35 億、1.8 萬張，標準差為 197.44 億、5.96 萬張，顯見電子股各家公司實施庫藏股可動用資金上限及實施張數差異頗大。

其次，個股在實施前一個月、實施期間、實施後一個月的股票報酬之平均數分別為-10.7045%，5.46%及-0.09%，由此結果可以發現公司之所以實施庫藏股其中應是為了希望透過此一措施來拉抬股價，所以在實施前的股票往往是處於弱勢的情況下。而在實施之後，不僅可以發現的確庫藏股有發揮某種程度的拉抬股價的效果，因此在實施期間報酬有 5.46%，不過電子股實施後的股票價格卻呈現出下降的趨勢。

第三，三大法人買賣超、融資券增減合計金額之平均數分別為 40.3 萬、-2430.66 張，表示在實施期間三大法人在公司實施庫藏股的訊息之下，呈現買超的情況，只不過買超金額並不大。至於融資券金額的部份，則是呈賣超的情況。

第四，觀察庫藏股實施前後一個月，公司現金及負債的情況，實施前的負債比為 34.90%，實施後的負債比則稍微上升為 35.07%。實施前的庫藏股佔現金比例為 71.47%，實施後的庫藏股佔現金比例則下降為 70.80%。

第五，庫藏股實施前後一個月，公司董監及經理的持股變動情況，其中董事會決議日前一個月的董監持股變動率為-0.05%，實施庫藏股迄日後一個月的董監持股變動率為 0.04%。而董事會決議日前一個月的經理持股變動率為 -0.0054%，實施庫藏股迄日後一個月的經理持股變動率為-0.0104%。

最後，由本文的資料顯示電子股申報目的的比例有 64.40%，目的三的比例有 34.53%，比例最少的則是目的二。另外，統計公司實際買回庫藏股佔當初所申報買回股數的比例為 72.37%，顯見公司實際買回的數量與所宣示買回的股數間，其實存有相當的差距。買回的平均價格則是 26.43 元，此次買回股數佔公司發行股數的比例為 1.84%。

### 【非電子股】

由表三的基本統計可知，非電子股平均可動用資金上限(千元)、預計買回股數分別為 45.35 億、2.3 萬張，標準差為 103.67 億、4.49 萬張，顯見非電子股各家公司實施庫藏股可動用資金上限及實施張數差異頗大。

其次，個股在實施前一個月、實施期間、實施後一個月的股票報酬之平均數分別為-5.78%，5.29%及-0.40%，由此結果可以發現公司之所以實施庫藏股其中應是爲了希望透過此一措施來拉抬股價，所以在實施前的股票往往是處於弱勢的情況下。而在實施之後，不僅可以發現的確庫藏股有發揮某種程度的拉抬股價的效果，因此在實施期間報酬有 5.29%，不過非電子股也在庫藏股實施後的股價呈現出下降的趨勢。

第三，三大法人買賣超、融資券增減合計金額之平均數分別為-150.56 萬、-1315.7 張，表示在實施期間三大法人在公司實施庫藏股的訊息之下，呈現賣超的情況。至於融資券金額的部份，則與電子股一樣呈現賣超的情況。

第四，觀察庫藏股實施前後一個月，公司現金及負債的情況，實施前的負債比為 40.41%，實施後的負債比則稍微上升為 40.98%。實施前的庫藏股佔現金比例為 812.60%，實施後的庫藏股佔現金比例則下降為 479.59%。

第五，庫藏股實施前後一個月，公司董監及經理的持股變動情況，其中董事會決議日前一個月的董監持股變動率為-0.03%，實施庫藏股迄日後一個月的董監持股變動率為 0.005%。而董事會決議日前一個月的經理持股變動率為 0.013%，實施庫藏股迄日後一個月的經理持股變動率為-0.017%。

最後，由本文的資料顯示電子股申報目的的比例有 49.59%，目的三的比例有 49.18%，比例最少的也是目的二。另外，統計公司實際買回庫藏股佔當初所申報買回股數的比例為 67.03%，顯見公司實際買回的數量與所宣示買回的股數間，其實存有相當的差距。買回的平均價格則是 12.76 元，此次買回股數佔公司發行股數的比例為 1.71%。

表 3 非電子股、電子股基本統計量

變數名稱	非電子股		電子股		T 檢定
	平均數	標準差	平均數	標準差	
可動用資金上限	4549942	10367096	6235260	19744048	-2.3941*
預計買回股數	23374.9	44991.63	18434.3	59623.13	2.0262*
買回總價款	457196	1180714	696198.9	2804015	-2.5282*
實施期間股價報酬%	5.6292	19.2334	5.4620	22.4633	0.1710
實施期間大盤報酬%	-0.1940	14.8588	-0.6049	12.8762	0.6125
實施前一月股價報酬%	-5.777	14.5000	-10.7045	13.6924	7.3056**
實施前一月大盤報酬%	-3.6443	8.9482	-4.8749	8.2939	2.9767**
結束後一月股價報酬%	-0.4027	13.3880	-0.0871	14.5495	-0.4027
結束後一月大盤報酬%	-0.0244	8.8246	0.6727	8.1753	-1.7100
三大法人買賣超(千元)	-1505.55	46665.2	403.6216	61238.42	-0.7589
融資券增減合計(千股)	-1315.7	22240.91	-2430.66	19339.83	1.1092
實施前負債比%	40.4127	20.4516	34.9076	13.8258	6.3893**
實施後負債比%	40.9752	20.2936	35.0762	14.1736	6.8468**
庫藏股佔實施前現金比%	812.5946	11352.22	71.4684	204.138	1.7661
庫藏股佔實施後現金比%	479.5936	5281.324	70.8097	154.8809	2.0936*
實施前董監持股率變動%	-0.0345	1.3625	-0.0513	1.1145	0.2776
實施後董監持股率變動%	0.0050	1.1076	0.0416	0.9919	-0.7246
實施前經理持股率變動%	0.0133	0.2398	-0.0054	0.4744	1.1148
實施後經理持股率變動%	-0.0169	0.4429	-0.0104	0.5054	-0.293
買回目的—	0.4959	0.5003	0.6440	0.4790	-6.3313**
買回目的三	0.4918	0.5003	0.3453	0.4756	6.2814**
實施比率	67.0332	38.4203	72.3669	33.0365	-3.083**
買回平均價格	12.7606	9.2198	26.4335	43.9741	-10.0641**
本次買回佔公司發行的比例	1.7114	1.5695	1.8372	1.4254	-1.7475

## 2.2 非電子股、電子股之假設檢定

### 【非電子股、電子股】

本文將先針對非電子股、電子股進行假設檢定，分析非電子股、電子股之間，庫藏股實施前後股票的報酬、董監及經理人持股比率、公司負債及現金的狀況...等等，是否存有顯著的差異。

表 3 為檢定的結果。在 5% 的顯著水準之下，顯著差異的變數有可動用資金的上限、預計買回股數、買回總價款、實施前一月股價報酬、實施前一月大盤報酬、實施前負債比、實施後負債比%、庫藏股佔實施後現金比%、買回目的一、買回目的三、實施比率、本次買回佔公司發行的比例。

### 【非電子股】

接下來本文將針對非電子股進行假設檢定，進一步分析庫藏股實施前後股票的報酬、董監及經理人持股比率、公司負債及現金的狀況...等等，是否有顯著的差異，為此本文將分成六個假說來加以探討：

**【假說一】**：實施期間股價報酬率和實施前一個月股價報酬率是否有所差異。

由 T 檢定的結果，可以發現實施當月股價報酬率和實施前一月股價報酬率的相減顯著異於 0，且係數值為 12.8121，代表實施期間股價報酬率和實施前一個月股價報酬率的確會高於實施後報酬率。

**【假說二】**：實施期間股價報酬率和實施後一個月股價報酬率是否有所差異。

由 T 檢定的結果，可以發現實施期間股價報酬率和實施後一個月股價報酬率的相減顯著異於 0，且係數值為 6.9641，代表實施期間股價報酬率和實施後一個月股價報酬率的確會高於實施後報酬率。

**【假說三】**：實施後一月股價報酬率和實施前一月股價報酬率是否有所差異。

由 T 檢定的結果，可以發現實施後一月股價報酬率和實施前一月股價報酬率的相減顯著異於 0，係數值為 7.3676，代表實施後一月股價報酬率和實施前一月

股價報酬率的確會高於實施後報酬率。

**【假說四】**:實施前後負債比有所差異。

由 T 檢定的結果，可以發現實施前負債比與實施後負債比的相減不顯著異於 0，係數值為 0.5282，代表實施前後負債比並無顯著改變。

**【假說五】**:實施前後董監持股率變動率有所差異。

由 T 檢定的結果，可以發現實施前董監持股率變動率與實施後董監持股率變動率的相減不顯著異於 0，係數值為 0.6086，代表實施前後董監持股率變動率並無顯著改變。

**【假說六】**:實施前後經理人持股率變動率有所差異。

由 T 檢定的結果，可以發現實施前經理人持股率變動率與實施後經理人持股率變動率的相減不顯著異於 0，係數值為-1.6212 代表實施前後經理人持股率變動率並無顯著改變。

## **【電子股】**

接下來本文將針對電子股進行假設檢定，進一步分析庫藏股實施前後股票的報酬、董監及經理人持股比率、公司負債及現金的狀況...等等，是否有顯著的差異，為此本文將分成六個假說來加以探討：

**【假說一】**:實施期間股價報酬率和實施前一個月股價報酬率是否有所差異。

由 T 檢定的結果，可以發現實施當月股價報酬率和實施前一月股價報酬率的相減顯著異於 0，且係數值為 20.5474，代表實施期間股價報酬率和實施前一個月股價報酬率的確會高於實施後報酬率。

**【假說二】**:實施期間股價報酬率和實施後一個月股價報酬率是否有所差異。

由 T 檢定的結果，可以發現實施期間股價報酬率和實施後一個月股價報酬率的相減顯著異於 0，且係數值為 6.9326，代表實施期間股價報酬率和實施後一個

月股價報酬率的确會高於實施後報酬率。

**【假說三】**:實施後一月股價報酬率和實施前一月股價報酬率是否有所差異。

由 T 檢定的結果,可以發現實施後一月股價報酬率和實施前一月股價報酬率的相減顯著異於 0,係數值為 17.7689,代表實施後一月股價報酬率和實施前一月股價報酬率的确會高於實施後報酬率。

**【假說四】**:實施前後負債比有所差異。

由 T 檢定的結果,可以發現實施前負債比與實施後負債比的相減不顯著異於 0,係數值為 0.2848,代表實施前後負債比並無顯著改變。

**【假說五】**:實施前後董監持股率變動率有所差異。

由 T 檢定的結果,可以發現實施後董監持股率變動率與實施前董監持股率變動率的相減顯著異於 0,係數值為 2.0816,代表實施後董監持股率變動率的确高於實施前董監持股率變動率。

**【假說六】**:實施前後經理人持股率變動率有所差異。

由 T 檢定的結果,可以發現實施前經理人持股率變動率與實施後經理人持股率變動率的相減不顯著異於 0,係數值為-0.2412 代表實施前後經理人持股率變動率並無顯著改變。

### 2.3 實施期間的股票報酬的迴歸分析

此一部份我們將以迴歸分析，來探討影響電子股、非電子股在庫藏股**實施期間**的股票報酬率的因素。而本文的應變數為**個股實施期間的股票報酬率**，解釋變數則有**電子股、實施期間大盤報酬%、實施前一月個股股價報酬%、實施前一月大盤報酬%、三大法人買賣超、融資券增減合計、實施前負債比、庫藏股佔實施前現金比、實施前董監持股率變動、實施前經理持股率變動、買回目的一、實施比率、買回平均價格**等 11 個變數。

表 4 為以全體樣本進行迴歸分析的結果。

#### 【電子股】

可以發現電子股的部份：**實施前一月個股股價報酬%、實施前一月大盤報酬%、融資券增減合計、實施前負債比、庫藏股佔實施前現金比、實施前董監持股率變動、實施前經理持股率變動、買回目的一、買回平均價格**等變數均不顯著。顯著的變數只有**實施期間大盤報酬%、三大法人買賣超、實施比率**等三個變數。

#### 【非電子股】

可以發現非電子股的部份：**實施前一月個股股價報酬%、融資券增減合計、實施前負債比、庫藏股佔實施前現金比、實施前董監持股率變動、實施前經理持股率變動、買回目的一**等變數均不顯著。顯著的變數只有**實施期間大盤報酬%、實施前一月大盤報酬%、三大法人買賣超、融資券增減合計、實施比率、買回平均價格**等六個變數。

表 4 非電子股、電子股迴歸

變數名稱	(非電子股)	(電子股)
CONSTANT	10.4015*** (5.6531)	11.5365*** (6.2944)
實施期間大盤報酬%	0.6395*** (15.0538)	1.2043*** (31.2513)
實施前一月股價報酬%	-0.0604 (-1.2101)	-0.0012 (-0.0258)
實施前一月大盤報酬%	0.1740** (2.0821)	-0.0534 (-0.6678)
三大法人買賣超(千元)	0.00005*** (4.0571)	0.00003*** (4.0794)
融資券增減合計(千股)	0.00005** (2.0109)	0.00004 (1.4962)
實施前負債比%	0.0175 (0.5941)	-0.0422 (-1.2332)
庫藏股佔實施前現金比%	0.000004 (0.0786)	0.0034 (1.4737)
實施前董監持股率變動%	-0.6780 (-1.5685)	-0.1178 (-0.2813)
實施前經理持股率變動%	-1.0388 (-0.4451)	-0.5153 (-0.5224)
買回目的一	-1.1018 (-0.9061)	-0.8493 (-0.8613)
實施比率	-0.0387** (-2.4964)	-0.0475*** (-3.2386)
買回平均價格	-0.1416** (-2.1907)	-0.0124 (-1.1713)



## 第四章 結論

本文將以 2002 年至 2008 年實施庫藏股上市公司為對象，探討有那些因素會影響到庫藏股的績效表現，除此之外，更將樣本區分成電子股、非電子股，進一步討論庫藏股的績效表現的因素，是否會受產業別的不同而有所差異。

電子股的實證結果顯示，影響實施期間股價報酬的因素有，實施期間大盤報酬率、三大法人買賣超、實施比率三個因素，其中實施期間大盤報酬率、三大法人買超愈大時、庫藏股的績效愈好，至於實施比率愈高，庫藏股的績效愈差。而非電子股的實證結果顯示，影響實施期間股價報酬的因素有，實施期間大盤報酬%、實施前一月大盤報酬%、三大法人買賣超、融資券增減合計、實施比率、買回平均價格等六個變數，其中實施期間大盤報酬率、實施前一月大盤報酬率、三大法人買超、融資券增減合計愈大時、庫藏股的績效愈好，至於實施比率、買回平均價格愈高，庫藏股的績效愈差。

## 參考文獻

- 1 劉明典 2009《影響股價因素之討論—以亞洲新興股市為例》 碩士論文 逢甲大學 國貿系
- 2 王怡文 2010《總體經濟指標對股市及共同基金相關性之研究—以台灣股市為例》 碩士論文 國立高雄應用科技大學 商務經營研究所
- 3 孫全輝 2003《庫藏股制度宣告前後期之報酬效果 -----以台灣上市公司為例》 碩士論文 國立成功大學 企業管理學系碩士班
- 4 劉宛錡 2011《非經濟因素對股價影響之研究-以日本大地震對台灣半導體業為例》 碩士論文 開南大學 會計學系
- 5 詹世煌 2004《股價波動性之影響因素》 國立成功大學 國際企業研究所碩博士班
- 6 顏劭軒 2011《非財務型危機對台灣上市公司股價的影響》 國立中央大學統計學研究所碩士論文
- 7 邱煥堯 2001《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
- 8 李憲彥 2005《台灣上市公司庫藏股購回宣告效應之研究》 國立中央大學企業管理研究所碩士論文
- 9 楊季霖 2002《公司宣告降價策略對股價之影響》 國立成功大學 國際企業研究所碩博士班
- 10 朱巧慧 2003《台灣股價與貨幣供給、股利之共整合關係》 淡江大學 經濟學系應用經濟學碩士班
- 11 黃維本 2002《選舉事件對股價指數之影響》 國立高雄第一科技科大學 金融營運所