

公司 ESG 評比對股票購回市場反應之影響

The Impact of Corporate ESG Ratings on Market Reactions to Share Repurchases

王瑪如¹

國立高雄科技大學 財務管理系 教授

majuwang@nkust.edu.tw

許皓瑋^{2*}

國立高雄科技大學 財務管理系碩士班 研究生

F112126122@nkust.edu.tw

摘要

本研究以2017至2023年實施股票回購之台灣上市公司為樣本，採用事件研究法與橫斷面迴歸分析，並以董事會決議日作為事件日(t=0)。實證結果顯示，事件日前10日至前2日出現顯著負向異常報酬，事件日當天市場轉為正向，第1日平均異常報酬(AR)達2.541%；累積異常報酬(CAR)於事件日後17日至39日上升至4.2983%，呈現「事件前悲觀、事件後樂觀」的走勢。TESG分數對短期(CAR)與長期買進持有異常報酬(BHAR)皆具顯著正向影響，顯示市場對ESG表現優異企業之回購行為具較高信任。進一步分析發現，小型公司、高帳面市值比與高ROE者表現更為顯著。產業別方面，短期市場反應以非電子業較為顯著，長期則以電子業表現較佳。

關鍵字：ESG評比、股票購回、累積異常報酬、買進持有異常報酬

Keywords: ESG Ratings, Share Repurchase, CAR, BHAR

第一章 緒論

隨著近年來全球經濟快速發展，大規模的工業生產與城市化雖然帶動經濟成長，卻也伴隨著日益嚴重的環境問題，例如空氣污染、土壤液化及生物多樣性喪失等。此外，資源過度開採與能源消耗增加所引發的碳排放劇增，更進一步加速了全球氣候變遷，導致颱風、乾旱與洪水等極端氣候事件頻繁發生，對人類社會與經濟永續發展造成嚴重且不可逆的影響。這些嚴峻的挑戰促使社會重新檢視經濟成長與環境永續之間的平衡關係，也逐漸形成共識，即企業在追求利潤極大化的同時，必須將環境保護納入經營策略的重要考量。

為推動企業邁向永續發展，聯合國於2004年發布《在乎者最終成贏家(Who Cares Wins)》報告，首次明確提出將環境永續(Environmental)、社會責任(Social)與公司治理(Governance)，即ESG概念，融入企業營運與績效評估標準之中。自此之後，ESG逐步成為企業永續發展的重要議題，ESG評比分數也成為投資者與利害關係人評估企業營運品質與長期投資價值的重要指標。各國政府亦積極推動相關法規與政策，以回應全球永續發展的趨勢，例如台灣即訂定2050年達成淨零碳排放目標，充分顯示ESG議題已成為企業未來經營策略的重要方向。

另一方面，隨著金融市場日益發展成熟，股票購回(Share Repurchase)逐漸成為企業資本管理的重要策略之一。企業透過股票購回，能有效降低市場上流通的普通股數量，進而提高每股盈餘(EPS)，強化投資者對公司財務表現與未來前景的信心。此舉不僅可作為盈餘管理與資本結構調整的工具，也反映出企業對內部資源配置的主動性與彈性。尤其當企業認為自身股價被市場低估時，透過股票購回可釋放出公司價值未被充分反映的訊號，有助於股價回穩並提升股東對企業長期營運的信任感。

此外，股票購回亦有助於優化企業的資本結構。當公司以現金回購股份時，能夠適度降低權益資本的比例，提升財務槓桿，在不增加財務風險的情況下，進一步提高股東權益報酬率。對於擁有穩定現金流與健全資產負債結構的企業而言，此舉展現了靈活配置資源的能力，亦能有效將閒置資金回饋股東，提升資本使用效率。特別是在企業資金充沛、但缺乏具備正淨現值之投資機會，或當外部經濟環境不明朗、投資風險高時，股票購回可作為一種替

* 主要聯絡人

代性盈餘分配方式，與傳統現金股利相輔相成，有助於維持公司穩健的資本管理策略與良好的市場形象。

近年來，ESG議題已逐漸成為企業營運策略中的核心要素，進而使股票購回策略與企業永續發展之間產生緊密的連結。當企業在ESG評比中表現優異時，其股票購回行為往往被市場視為穩健經營與對股東負責的正面訊號，因此通常能引發較為正向的市場反應；相對地，若企業ESG表現不佳，市場可能對其購回行為存有疑慮，認為僅是藉由短期財務操作以提升股價的策略性行為。由此可見，在ESG框架下所進行之股票購回，是否能獲得市場正面認可，已成為兼具實務與學術價值的重要議題。

儘管過去已有諸多研究分別探討企業ESG表現與股票購回行為的個別面向，然而針對ESG評比與股票購回策略之間的關聯性，特別是其對市場反應所產生之影響，相關文獻仍相對稀少。因此，本研究想結合企業ESG評比與股票購回行為，深入探討企業在不同ESG表現水準下，市場對其購回決策所產生的反應是否有所差異。藉此，能豐富現有文獻之研究，並為企業經營者及投資人提供具體且具實務參考價值的決策依據。

第二章 文獻探討

第一節 公司ESG評比之介紹

本研究採用台灣經濟新報(TEJ)所提供之TESG分數作為企業ESG表現之衡量指標，ESG指標的編製方式多元，常見方法包括專家判斷、半專家判斷以及量化分析；其中，TESG分數係採取完全量化之評級方式，其指標設計仰賴龐大資料庫的支持，不僅強調資料來源的正確性與完整性，更注重衡量變數的代表性與一致性，以提升評級結果的準確性與實用性。

TESG永續發展評分架構是以國際通用之GRI(Global Reporting Initiative)準則為基礎，並結合台灣市場的實際資訊揭露情況，建構出涵蓋三大支柱與十六項主題的評估系統。該指標提供一套具備透明性、客觀性與可比較性的ESG評估基準，有助於全面了解企業在永續發展上的實際作為，亦為市場參與者與投資人提供具實務意義之決策參考依據。

第二節 庫藏股之介紹

庫藏股的起源來至於美國，主要指公司透過資金投入於公開市場買回自家的股票，這個過程稱為「股票購回」(Share Repurchase)，而回購回來的股票稱為「庫藏股」(Treasury Stock)。陳慈雅(2007)指出庫藏股需滿足曾經在市場上流通、由公司自行收回、購買或由股東捐贈以及未再次出售、轉讓、轉換或註銷。庫藏股的特性與未發行的股票相似，即不具備股東權利，無法享有投票權，也無法參與公司股利的分配。

第三節 公司ESG評比之相關文獻

近年來，ESG評比逐漸成為衡量企業市場表現與財務績效之重要指標。多項研究指出，企業若在ESG方面表現良好，將有助於提升其市場價值、股價表現與整體財務績效。這一正向關係主要透過降低經營風險、吸引長期資本及強化市場信任等機制實現。Eccles, Ioannou, and Serafeim(2014)研究發現，重視ESG發展的企業在資源運用效率與內部治理機制方面具備明顯優勢。尤其在面對法規變動與市場不確定性時，具備良好ESG制度的企業展現出更強的適應能力與營運穩定性，進而提升其整體市場表現。

此外，高ESG評級的企業通常能在市場中獲得較高的估值。這主要歸因於投資者對ESG議題的關注日益提升，並普遍將其視為企業長期穩定性與風險管理能力的重要指標。高ESG企業通常在降低營運風險、提升資源配置效率及吸引長期資本方面具備相對優勢，因此在資本市場上往往享有較高的評價(Giese et al., 2019)。蕭雨彤(2023)進一步指出，企業參與ESG的程度越高，市場對其價值的評估也越可能偏離實際基本面。此現象反映出市場情緒的影響，即當投資人對ESG議題高度關注時，往往對ESG表現優異的企業寄予過高期望，進而推升其估值。然而，無論市場情緒如何波動，ESG已逐漸成為投資策略中的核心參考依據。對企業而言，持續強化ESG表現不僅有助於塑造良好企業形象，亦能吸引更多資金進駐，進一步提升市場價值與整體競爭力。

在股價表現方面，ESG評比不僅有助於提升企業在市場中的整體價值，亦可在市場波動期間提供穩定性。Friede, Busch, and Bassen(2015)彙整超過2,000篇實證研究發現，自1990年代以來，企業ESG表現與股價之間普遍存在穩定的正向關聯，尤其在新興市場(如印度、巴西)及非股權性資產(如公司債券與綠色金融商品)中更為顯著。此外，Lins, Servaes and Tamayo(2017)在研究2008年金融危機期間的市場表現時指出，擁有高社會資本的公司亦即在員工、顧

客、社區與其他利害關係人之間建立高度信任與良好關係者，其股價跌幅明顯較低，顯示ESG表現良好的企業在面對市場壓力時具備更強的抗跌能力與韌性。

在財務績效方面，ESG評比不僅有助於提升企業價值與股價表現，亦能強化其整體財務績效。根據Jensen and Meckling(1976)所提出的代理理論(Agency Theory)，企業內部之股東與經理人可能因目標不一致而產生代理問題，進而導致資源配置效率降低與經營成本增加，形成所謂的「代理成本」。然而，若企業具備良好的公司治理機制，將有助於降低代理問題，提升資源分配效率，使資源得以投入至具實質效益之處，進而提升企業整體經營績效與財務表現。

Dhaliwal et al.(2011)實證指出，主動揭露ESG資訊的企業，能夠有效降低其權益資金成本。其背後原因在於，ESG揭露有助於提高資訊透明度，減少投資人對企業資訊不對稱的疑慮，進而吸引更多長期投資人進駐，強化企業在資本市場的聲譽與信任度。此研究結果支持企業若重視永續發展並積極進行ESG資訊揭露，不僅能提升市場形象，亦可具體反映於成本結構與財務績效之改善上。

此外，Friede, Busch, and Bassen (2015)指出，ESG表現良好的企業通常在資產報酬率(ROA)與股東權益報酬率(ROE)方面皆優於同業。這一現象主要來自於資源使用效率的提升。具備高ESG表現的企業往往採取更具責任感與永續導向的經營策略，不僅有助於降低營運成本，亦能提升整體營運效率。另一方面，ESG良好的企業亦展現出更強的風險管理能力。這些企業普遍在環境保護、員工福利與公司治理架構等方面投入更多資源，進而降低法規變動所帶來的風險，並提升對潛在危機的應變能力。

第四節 庫藏股之相關文獻

庫藏股在理論與實證上受到廣泛研究，特別是在對長短期股價以及財務績效的影響方面。在股價部分，Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen (1995)以美國市場為研究對象，發現市場對公開市場庫藏股的反應存在不足，特別是在價值型股票(高帳面市值比)中，回購後四年的累積異常報酬(CAR)高達45.3%，支持了市場低估假說和信號理論。

在香港市場中，Zhang(2005)的研究更進一步驗證了這一個結論。他指出，小型的公司和價值型公司在回購後三年的累積異常報酬(CAR)顯著提升，支持了良好投資假說，即管理層基於內部信息進行的回購行為是一種合理的投資決策，能有效提高股價並且促進市場效率。在台灣市場，Hsu, Fung, and Chang (2016)分析2000年至2013年間上市櫃公司的回購行為，發現高帳面市值比和小型公司在回購後的短期累積異常報酬顯著提升，進一步驗證了市場低估假說。他們也同時指出，回購行為的股價修正效應多來自於回購前股價疲弱的公司，表明回購行為可以被用來提振投資者信心的市場信號。

另外對於財務績效的研究，Jensen(1986)提出的自由現金流假說成為探討回購行為對財務績效影響的重要基礎。該假說指出，當企業缺乏高回報投資機會時，自由現金流可能被濫用於低效益投資或不必要支出，進而損害股東利益，但回購行為通過將多餘現金返還給股東，不僅減少了自由現金流濫用的風險，還提升了資金的使用效率，從而促進財務績效的改善。Grullon and Michaely(2004)的研究驗證了回購行為對財務績效的正向影響。他們指出，回購行為不僅能有效提高公司的財務槓桿比例，降低資本成本，還能改善股東權益報酬率(ROE)。特別是在成長放緩或盈利能力下降的公司中，回購行為為通常被用來提升公司財務績效的重要策略。

第三章 研究方法與樣本資料

第一節 事件研究法

事件研究法最早是由Fama et al. (1969)提出，主要用來檢視特定事件發生時，資本市場是否能夠迅速反映事件的資訊，以及事件對於股價是否會產生異常反應。此方法透過觀察事件發生前後一段時間內的股價表現，計算事件期間內的異常報酬(AR)與累積異常報酬(CAR)，以此來評估事件對於公司價值的影響程度。

另外，沈中華與李建然(2000)指出，事件研究法適合用來分析台灣資本市場中重大事件對於股價的影響，特別是公司治理事件、重大事件、庫藏股事件等，都能透過事件研究法檢視事件期間內是否存在異常報酬，並評估市場對於事件的資訊反應效率。因此，事件研究法已廣泛應用於財務、會計、公司治理等相關領域的實證研究當中。此外，部分研究也會延伸使用買進持有異常報酬(BHAR)，用來衡量事件後較長期間的股價表現。

一、確定事件及事件日(t=0)

事件日的設定，代表市場正式取得該事件的相關資訊，投資人將以此作為調整其投資決策的基礎。因此，本研究異常報酬之計算，以事件日(t=0)為基準，並觀察事件日前後股價是否出現異常反應，以評估市場對於該事件資訊的反應效率。

二、估計期與事件期設定

事件研究法中，為了評估特定事件對股價的影響，通常需設定估計期(Estimation Window)與事件期(Event Window)。

估計期：指事件發生前的一段時間範圍，主要用來觀察研究對象過去的股價行為與趨勢，並建立基準的模型。在這段期間內，研究者蒐集可能影響研究對象報酬率的各種市場因素，以排除特殊事件干擾，並為後續計算事件發生後的異常報酬提供比較基礎。

事件期：指包含事件發生日以及事件發生後的一段觀察期間，主要用來評估事件對研究對象的實際影響。在這段期間內，研究者觀察研究對象的股價變化，特別是事件發生前後幾日的市場反應，藉此分析市場對事件的資訊反應效率與程度。

三、研究模型與計算異常報酬

本研究使用市場模型(Market Model)進行探討。市場模型是事件研究法中最為簡單且廣泛應用的估計模型，主要用來描述個別股票報酬率與整體市場報酬率之間的線性關係。本研究以估計期的資料，運用最小平方方法(Ordinary Least Squares, OLS)建立模型表示如下：

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

在事件期中，使用OLS迴歸得到的 $\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$ ，帶入事件期每天的市場報酬率，來計算每天的預期報酬率：

$$E(R_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}, t \in W \quad (2)$$

異常報酬(Abnormal Return, AR)是事件研究法中最核心的觀察指標之一，用以衡量市場對特定事件的額外反應。若事件發生當日或事件期間的異常報酬為正，代表市場對事件解讀為正面訊息，反映投資人普遍認為事件對公司價值有提升效果；反之，若異常報酬為負，則表示市場認為事件對公司可能帶來負面影響，進而出現負面反應。異常報酬方式如下：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}), t \in W \quad (3)$$

累積異常報酬(Cumulative Abnormal Return, CAR)是事件研究法中的核心指標之一，用來衡量事件期間內，個股的整體異常報酬表現。CAR是透過事件期內每日異常報酬(AR)逐日加總而來，能用來觀察事件前後市場對該事件的整體累積反應，由於單日的異常報酬可能受到市場情緒或短期波動影響，因此CAR能更全面地評估事件帶來的資訊效果強度及持續時間。尤其對於庫藏股事件這類可能存在資訊提前揭露或事後逐步發酵的情況，CAR可作為評估事件整體市場反應的重要觀察指標。累積異常報酬公式如下：

$$CAR(T1, T2) = \sum_{t=T1}^{T2} AR_{i,t} \quad (4)$$

買進持有異常報酬(Buy-and-Hold Abnormal Return, BHAR)是觀察事件後中長期股價表現的常用指標，它模擬投資人在事件發生後買進該公司的股票，並持有一段期間，將該期間內個股實際報酬與市場整體報酬進行比較，以

衡量公司股價的超額報酬。買進持有異常報酬公式如下：

$$BHAR_i = \prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=1}^T (1 + R_{m,t}) \quad (5)$$

四、事件效果檢定

為了檢視庫藏股事件期間，市場是否對事件資訊產生顯著反應，本研究除了計算個股的異常報酬(AR)與累積異常報酬(CAR)，亦進一步計算樣本公司整體的平均異常報酬(AAR)與累積平均異常報酬(CAAR)，並進行統計檢定，以檢視整體市場是否存在顯著異常報酬。

平均異常報酬(Average Abnormal Return, AAR)為事件期內，每一日所有樣本公司異常報酬的平均值，用來衡量事件期內整體市場對事件資訊的平均反應。平均異常報酬公式如下：

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad , t \in W \quad (6)$$

累積平均異常報酬(Cumulative Average Abnormal Return, CAAR)為事件期內各日平均異常報酬的加總，用來衡量整個事件期內，樣本公司平均的累積市場反應，可作為評估事件整體效果的重要指標。累積平均異常報酬公式如下：

$$CAAR = \sum_{t=T1}^{T2} AAR_t \quad (7)$$

為檢驗事件期間內樣本公司是否產生顯著異常報酬，本研究針對平均異常報酬(AAR)與累積平均異常報酬(CAAR)進行統計檢定，採用單樣本t檢定(One-Sample t-test)，以檢視AAR與CAAR是否顯著於0，若檢定結果顯著，代表事件期間內樣本公司整體存在顯著異常報酬，市場對庫藏股事件存在顯著反應。針對AAR的t檢定公式如下：

$$t = \frac{AAR_t}{\frac{S}{\sqrt{N}}} \quad (8)$$

針對CAAR的t檢定公式如下：

$$t = \frac{CAAR}{\frac{S_{CAAR}}{\sqrt{N}}} \quad (9)$$

第二節 研究期間與樣本資料

一、研究期間

本研究針對台灣上市公司於2017年1月1日至2023年12月31日期間公告實施之庫藏股購回事件進行實證分析，採用事件研究法探討公司發布購回訊息後，市場是否產生異常報酬以及其反應程度與方向。

為具體分析市場對於庫藏股購回公告的即時反應與短期資訊消化效果，本研究將「董事會決議日」設為事件日(t=0)，亦即公司正式通過並公告實施庫藏股購回計畫之日期，作為事件研究法之分析基準日。透過觀察事件發生前後的股價異常報酬(AR)與累積異常報酬(CAR)變化，得以衡量市場對庫藏股購回資訊之反應效率，並檢視該事件是否產生顯著的正向或負向市場回應。本研究參考MacKinlay(1997)事件研究設計，設定如下之估計期與事件期：

估計期(Estimation Window)：為事件日前第180日至第31日(-180,-31)，用以建立市場模型，估計個別股票之正常報酬。

事件期(Event Window)：為事件日前30日至事件日後45日(-30,+45)，用以觀察事件資訊對股價的即時與短期影響。

二、樣本資料

本研究所有資料均來自TEJ台灣經濟新報資料庫，研究2017年1月1日至2023年12月31日期間，台灣上市公司事件實施庫藏股購回計畫之事件，總共取得519筆樣本資料。為進一步納入 TESG分數作為影響累積異常報酬的自變數，在抓取資料時，發現其中6筆樣本因為沒有TESG評分記錄而遭剔除¹。因此，最終納入513筆有效樣本進行分析，樣本涵蓋281家台灣上市公司，橫跨19個產業類別。從產業別分布來看，電子工業為樣本中最主要的產業，樣本數共計269筆，占整體樣本數之52.4%，顯示電子產業為台灣企業實施庫藏股最為頻繁的產業類別。

本研究依據台灣經濟新報(TEJ)所定義之產業分類，電子工業包含八大子類別，分別為：半導體、電腦及週邊設備、光電、通訊網路、電子零件、電子通路、資訊服務，以及其他電子產業。在本研究樣本中，電子工業中各子產業的分布情形分別為半導體產業共計32家公司，樣本數56筆；電腦及週邊設備產業共計19家公司，樣本數37筆；光電產業共計22家公司，樣本數38筆；通訊網路產業共計16家公司，樣本數26筆；電子零件產業共計39家公司，樣本數73筆；電子通路產業共計4家公司，樣本數8筆；資訊服務產業共計1家公司，樣本數4筆；其他電子產業共計13家公司，樣本數27筆。

表1：樣本產業類別分布

產業類別	家數	樣本數	占比
食品工業	1	1	0.2%
造紙工業	2	2	0.4%
玻璃陶瓷	2	2	0.4%
橡膠工業	2	7	1.4%
水泥工業	3	7	1.4%
觀光	4	7	1.4%
航運	4	8	1.6%
電器電纜	5	8	1.6%
塑膠工業	5	9	1.8%
貿易百貨	6	14	2.7%
紡織工業	7	14	2.7%
金融業	8	13	2.5%
鋼鐵工業	8	17	3.3%
汽車工業	8	18	3.5%
建材營造	13	22	4.3%
電機機械	18	25	4.8%
其他	16	30	5.8%
化學生技醫療	23	40	7.8%
電子工業	146	269	52.4%

¹ 上緯投控(股票代號：3708，事件日：2017年6月1日)、鼎炫-KY(股票代號：8499，事件日：2018年5月14日)、永邑-KY(股票代號：2939，事件日：2018年7月11日及2018年11月6日)、商億-KY(股票代號：8482，事件日：2019年6月27日)以及冠星-KY(股票代號：4439，事件日：2020年3月26日)

總共19項產業	281家	513筆	100%
---------	------	------	------

第三節 橫斷面迴歸分析

為了進一步探討庫藏股事件發生後，影響異常報酬的可能因素，本研究除了使用事件研究法檢視事件期間的異常報酬(AR)與累積異常報酬(CAR)外，也進一步採用橫斷面迴歸分析(Cross-Sectional Regression Analysis)，分析不同公司特性與事件期間異常報酬之間的關聯，藉此了解哪些因素可能影響市場對庫藏股事件的反應程度。

本研究的橫斷面迴歸分析，主要以事件期間累積異常報酬(CAR)以及買進持有異常報酬(BHAR)作為應變數，並以TESG分數，以及將TESG分數區分為50分(含)以上與50分以下的分組虛擬變數(TESG50)作為主要自變數，同時納入公司特性(包括：公司規模、帳面市值比、ROE、產業別以及負債比率)作為控制變數，透過多元線性迴歸模型，探討這些變數對累積異常報酬與買進持有異常報酬的影響。本研究設定橫斷面迴歸模型如下：

迴歸模型一：以TESG分數為主要自變數

$$CAR_i(T1, T2) = \beta_0 + \beta_1 TESG_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 B/M_{i,t-1} + \beta_4 ROE_{i,t-1} + \beta_5 DEBT\ RATIO_{i,t-1} + \beta_6 INDUSTRY_i + \varepsilon_i \quad (10)$$

$$BHAR_i = \beta_0 + \beta_1 TESG_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 B/M_{i,t-1} + \beta_4 ROE_{i,t-1} + \beta_5 DEBT\ RATIO_{i,t-1} + \beta_6 INDUSTRY_i + \varepsilon_i \quad (11)$$

迴歸模型二：以TESG50分組虛擬變數為主要自變數

$$CAR_i(T1, T2) = \beta_0 + \beta_1 TESG50_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 B/M_{i,t-1} + \beta_4 ROE_{i,t-1} + \beta_5 DEBT\ RATIO_{i,t-1} + \beta_6 INDUSTRY_i + \varepsilon_i \quad (12)$$

$$BHAR_i = \beta_0 + \beta_1 TESG50_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 B/M_{i,t-1} + \beta_4 ROE_{i,t-1} + \beta_5 DEBT\ RATIO_{i,t-1} + \beta_6 INDUSTRY_i + \varepsilon_i \quad (13)$$

第四節 敘述性統計

本研究針對2017年1月1日至2023年12月31日期間，台灣上市公司公告之庫藏股購回事件進行事件研究與長期績效評估，並針對異常報酬相關應變數進行敘述性統計分析，結果如表2所示。在短期累積異常報酬(CAR)部分，CAR(+1,+5)的平均值為3.2996%，最大值為26.3604%，最小值為-43.3214%；CAR(+1,+10)的平均值為4.3290%，最大值為32.1759%，最小值為-32.3072%；CAR(+1,+15)則具有最高的平均值5.1968%，最大值達38.5966%，最小值為-32.8308%。

在長期買進持有異常報酬(BHAR)部分，1BHAR的平均值為0.0482，最大值為0.5308，最小值為-0.3796；2BHAR平均值為0.0714，最大值1.2874，最小值-0.4635；而3BHAR則進一步提升至平均值0.0773，最大值1.3803，最小值-0.4345。隨持有期間增加，BHAR平均值持續上升，到了12BHAR的平均值為0.1176，最大值為4.1784，最小值為-1.2515，顯示部分公司在庫藏股實施後一年內股價表現亮眼，但也有虧損公司的存在。

表2：本研究庫藏股事件應變數之敘述性統計表

變數	N	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
CAR(+1,+5)	513	3.2996	2.8848	26.3604	-43.3214	6.3083
CAR(+1,+10)	513	4.3290	3.9000	32.1759	-32.3072	7.8109
CAR(+1,+15)	513	5.1968	4.7060	38.5966	-32.8308	8.8585
1BHAR	513	0.0482	0.0422	0.5308	-0.3796	0.1164

2BHAR	513	0.0714	0.0480	1.2874	-0.4635	0.1482
3BHAR	513	0.0773	0.0500	1.3803	-0.4345	0.1744
4BHAR	513	0.0700	0.0416	1.7976	-0.4744	0.1981
5BHAR	513	0.0725	0.0400	2.7666	-0.5374	0.2592
6BHAR	513	0.0728	0.0327	2.7999	-0.8190	0.2967
7BHAR	513	0.0874	0.0262	5.5730	-0.9220	0.4014
8BHAR	513	0.0993	0.0114	5.9758	-0.9828	0.4451
9BHAR	513	0.0990	0.0145	6.3886	-1.0884	0.4753
10BHAR	513	0.1033	0.0030	5.8147	-1.2048	0.4852
11BHAR	513	0.1105	0.0047	5.1703	-1.2196	0.5185
12BHAR	513	0.1176	0.0024	4.1784	-1.2515	0.5377

註: 1BHAR~12BHAR分別為買進持有1個月~12個月。

本研究針對2017年1月1日至2023年12月31日期間，台灣上市公司公告之庫藏股購回事件的自變數與控制變數進行敘述性統計分析，結果如表3所示。整體而言，樣本公司TESG分數平均為54.50分、中位數為54.56分，最高達80.01分、最低為35.55分；若以50分為界將樣本分為高低分組並設置虛擬變數，統計顯示高(含)50分以上的公司占比72.13%，顯示多數樣本公司的ESG整體表現位於中上水準。公司規模(以自然對數之總資產衡量)平均值約16.32，最高22.04，最低13.52。帳面市值比平均值約0.88，最高3.13，最低0.06。股東權益報酬率平均為7.35%，最高80.56%，最低-63.52%。負債比率平均值為44.17%，最高91.49%，最低1%。最後，就產業別而言，電子工業公司占比約52.43%，顯示電子工業為台灣上市公司中執行庫藏股購回較活躍的產業。

表3：本研究庫藏股事件自變數與控制變數之敘述性統計表

變數	N	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
TESG分數	513	54.4996	54.5600	80.0100	35.5500	7.3209
TESG分數分組	513	0.7213	1	1	0	0.4488
公司規模	513	16.3179	15.9181	22.0385	13.5207	1.4988
帳面市值比	513	0.8822	0.8130	3.1250	0.0559	0.4968
股東權益報酬率	513	7.3538	6.6000	80.5600	-63.5200	11.4232
負債比率	513	44.1683	44.0600	91.4900	1	17.5226
產業	513	0.5243	1	1	0	0.4997

註: TEGS分數分組為當TESG分數大於或等於50分設為1；低於50分設為0。產業為公司屬於電子工業，則設為1；若公司屬於非電子工業，則設為0。

第四章 實證研究結果

第一節 庫藏股事件平均異常報酬與累積異常報酬

一、庫藏股事件平均異常報酬結果

本研究採事件研究法分析台灣上市公司於公告庫藏股購回事件(以董事會決議日為事件日)前後之市場反應，事件觀察期間涵蓋76個交易日(-30日至+45日)，平均異常報酬結果如表4與圖1所示。在事件日前30日至前11日，市場平均異常報酬(AR)多在 $\pm 0.20\%$ 範圍內波動，且多數未達統計顯著水準，但從事件日前10日至前2日，市場開始呈現顯著負向異常報酬，顯示投資人對即將公告之購回決策產生負面預期，尤其事件日前3日(AR=-0.4392%)與前2日(AR=-0.4342%)顯著且幅度最大。

事件日當天，市場情緒明顯反轉，AR升至0.308%，顯示市場將庫藏股公告視為正面訊號。事件日後第1日AR

更大幅攀升至2.541%，為整個事件期最高，反映市場強烈正向反應，第2日也維持顯著正報酬，顯示短期內市場認可回購訊息。此結果與Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen(1995)所提出之「市場低估假說」一致，投資人傾向認為公司回購代表其認定股價被低估。事件後第3日至第45日，市場反應趨緩，異常報酬逐漸收斂至±0.30% 範圍內波動，顯示市場對回購訊息已充分消化，股價逐步回歸常態，整體反應符合「事件前悲觀、事件後樂觀」之預期模式。

表4：庫藏股事件日(-10,+10)之平均異常報酬率結果

事件日	平均異常報酬率	事件日	平均異常報酬率
-10	-0.2349*** (-2.7414)	1	2.541*** (29.6553)
-9	-0.3036*** (-3.543)	2	0.5999*** (7.0011)
-8	-0.1201 (-1.4018)	3	-0.0221 (-0.2574)
-7	-0.2726*** (-3.1811)	4	0.0592 (0.6904)
-6	-0.4081*** (-4.7629)	5	0.1216 (1.4187)
-5	-0.2825*** (-3.2975)	6	0.2532*** (2.9553)
-4	-0.2517*** (-2.9372)	7	0.1881** (2.1948)
-3	-0.4392*** (-5.1261)	8	0.3106*** (3.625)
-2	-0.4342*** (-5.0677)	9	0.0834 (0.9729)
-1	-0.1157 (-1.35)	10	0.1942** (2.266)
0	0.308*** (3.5951)		

註：表格中數字為平均異常報酬率，下方()為t值。***、**、*分別代表在1%、5%、10%的統計水準下顯著。

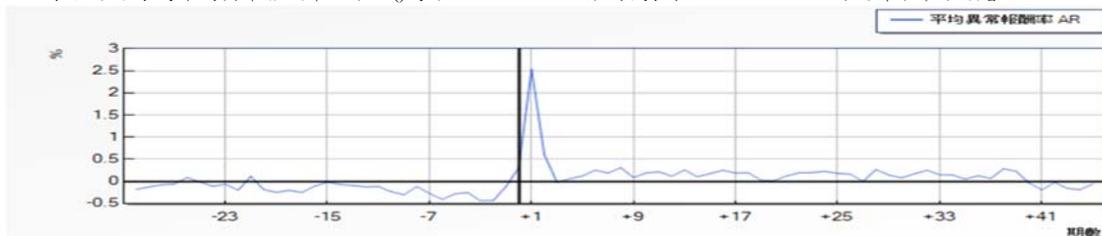


圖1：庫藏股事件日(-30,+45)之平均異常報酬率走勢圖

二、庫藏股事件平均累積異常報酬結果

本研究運用事件研究法探討台灣上市公司公告實施庫藏股購回事件前後市場之累積異常報酬(CAR)反應，結果如表5與圖2所示。事件日前CAR呈現明顯負向趨勢，自事件日前30日的-0.1818%降至前1日的-4.9157%，顯示市場對回購訊息抱持悲觀預期。事件日後市場情緒逐步修正，CAR自事件日當日-4.6077%回升至第6日的-1.0549%。接著在第17日至第39日期間，CAR轉為顯著正值，最高達4.2983%，顯示投資人認為回購為企業釋出股價被低估的正向訊號，進而帶動買盤進場。此結果與陳振遠與吳香蘭(2002)研究一致，證實庫藏股具正向資訊內涵。整體而言，市場反應呈現「事件前悲觀、事件日後修正、中期樂觀、最終穩定」的動態趨勢，突顯庫藏股事件對投資人情緒與股價形成具有階段性影響。

表5：庫藏股事件日(-10,+20)之平均累積異常報酬率結果

事件日	平均累積異常報酬率	事件日	平均累積異常報酬率
-10	-2.288*** (-5.827)	6	-1.0549** (-2.024)
-9	-2.5916*** (-6.4484)	7	-0.8668 (-1.6411)
-8	-2.7117*** (-6.599)	8	-0.5562 (-1.0395)
-7	-2.9843***	9	-0.4729

	(-7.1094)		(-0.8726)
-6	-3.3924***	10	-0.2787
	(-7.9183)		(-0.508)
-5	-3.6749***	11	-0.0663
	(-8.4112)		(-0.1193)
-4	-3.9266***	12	0.0499
	(-8.8193)		(0.0888)
-3	-4.3658***	13	0.3071
	(-9.6291)		(0.5403)
-2	-4.8***	14	0.4122
	(-10.4027)		(0.7171)
-1	-4.9157***	15	0.5891
	(-10.4743)		(1.0138)
0	-4.6077***	16	0.8389
	(-9.6583)		(1.4282)
1	-2.0667***	17	1.0284*
	(-4.2638)		(1.7324)
2	-1.4668***	18	1.2211**
	(-2.98)		(2.0358)
3	-1.4888***	19	1.2445**
	(-2.9799)		(2.054)
4	-1.4297***	20	1.2608**
	(-2.8204)		(2.0605)
5	-1.3081**		
	(-2.5445)		

註：表格中數字為平均累積異常報酬率，下方()為t值。***、**、*分別代表在1%、5%、10%的統計水準下顯著。



圖2：庫藏股事件日(-30,+45)之平均累積異常報酬率走勢圖

第二節 ESG評比對庫藏股事件長短期迴歸結果

一、ESG評比對庫藏股累積異常報酬(CAR)迴歸結果

本研究將台灣上市公司庫藏股事件日(董事會決議日)之累積異常報酬設定為應變數，並分別考量事件後不同期間，包括CAR(+1,+5)、CAR(+1,+10)、CAR(+1,+15)進行迴歸分析，並設定自變數為TESG分數，控制變數為公司規模、帳面市值比、股東權益報酬率、負債比率及產業，以分析ESG評比是否會影響庫藏股事件後的累積異常報酬，迴歸結果如表6所示。

在實證結果中發現，TESG分數在CAR(+1,+10)和CAR(+1,+15)期間呈現顯著正向影響，顯示ESG評比較高的公司在回購公告後的市場反應較佳，投資人對於高ESG企業的回購決策具有較高的信心。然而，在較短期CAR(+1,+5)期間，TESG分數則未達統計顯著水準。在控制變數方面，公司規模在CAR(+1,+10)和CAR(+1,+15)期間呈現顯著負相關，顯示規模較小的企業，其庫藏股公告對市場的影響反應較大。此結果與Zhang(2005)研究一致，他發現在香港市場，小型公司的股票購回後CAR顯著上升。

此外，帳面市值比在所有期間皆顯著為正，顯示帳面市值比較高的公司在回購後的累積異常報酬更佳。這與Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen (1995)研究結果一致，他們發現價值型股票(高帳面市值比)公司在庫藏股公告後，累積異常報酬較高，因為這類公司較容易被市場錯誤定價，投資人對其回購行為的市場反應更為正向。

股東權益報酬率(ROE)在所有期間皆呈現顯著正向影響，顯示ROE較高的公司，其回購訊息可能被市場解讀為管理層對公司成長與獲利能力具信心的象徵，因此帶來較佳市場反應。此發現與Vermaelen(1981)提出的「訊號理論」一致，該理論認為公司透過股票購回來向市場傳遞內部價值被低估的訊息，特別是對財務績效良好的企業，市場將更正向解讀此訊號，從而帶動股價上升。

另一方面，產業變數(電子工業)在所有迴歸模型中皆為顯著負相關，顯示非電子工業公司在回購事件後，市場反應相對較佳。此外，負債比率雖然在所有迴歸模型中均呈現負值，但未達統計顯著水準，顯示公司財務槓桿比率對市場反應的影響較為有限。

表6：庫藏股事件短期CAR之橫斷面迴歸結果

應變數	CAR(+1,+5)	CAR(+1,+10)	CAR(+1,+15)
截距	3.0555 (0.9471)	7.8149** (1.9783)	10.1225** (2.2326)
TESG分數	0.0685 (1.5867)	0.1328** (2.5109)	0.1024* (1.6867)
公司規模	-0.3697 (-1.4804)	-0.8892*** (-2.9082)	-0.7961** (-2.2684)
帳面市值比	2.9941*** (4.3839)	4.4814*** (5.3587)	3.8429*** (4.0035)
股東權益報酬率	0.0902*** (3.2744)	0.1164*** (3.4510)	0.0986** (2.5475)
負債比率	-0.0028 (-0.1516)	-0.0006 (-0.0275)	-0.0103 (-0.3995)
產業	-1.2105** (-2.1145)	-1.8834*** (-2.6868)	-2.2208*** (-2.7601)
N	513	513	513
調整R平方(%)	3.6	5.8	3.5
F值	4.2195***	6.2182***	4.0761***

註：表格中數字為迴歸係數，下方()為t值。產業為公司屬於電子工業，則設為1；若公司屬於非電子工業，則設為0。***、**、*分別代表在1%、5%、10%的統計水準下顯著。

二、ESG評比對庫藏股買進持有異常報酬(BHAR)迴歸結果

分析ESG評比對於短期累積異常報酬(CAR)的影響後，本研究進一步探討TESG分數對長期買進持有異常報酬(BHAR)的影響。以1BHAR~12BHAR作為應變數，分別對自變數TESG分數及控制變數進行迴歸分析，以評估ESG評比是否會影響庫藏股事件後的長期市場表現，迴歸結果如表7和表8所示。

根據本研究結果，TESG分數在買進持有異常報酬(BHAR)方面，於買進持有異常報酬1個月以及5個月~10個月的期間都呈現顯著正向影響，顯示ESG評比較高的企業在股票購回後的長期市場表現較佳，市場投資人對於高ESG企業的回購決策抱持較高信心。此外，公司規模除了買進持有異常報酬3個月與4個月不顯著外，其餘期間皆呈現顯著負相關，顯示規模較小的公司在回購事件後，市場表現較佳，進一步支持了市場對小型企業回購行為的正面解讀，因此小型企業的回購對市場而言是較強的回購訊號。

在帳面市值比方面，本研究發現除了買進持有異常報酬6個月不顯著外，其餘期間均呈現顯著正向影響，支持市場低估假說，即市場普遍認為高帳面市值比(價值型股票)的公司在回購事件後更具市場吸引力，投資人會將其回購行為解讀為股價被低估的訊號，進而推動股價上升。此發現與Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen (1995)的研究結果一致，他們發現在美國市場上，高帳面市值比(價值型)公司的回購後市場表現相對較好，並呈現長期累積異常報酬顯著上升。

在股東權益報酬率(ROE)方面，本研究發現僅在買進持有異常報酬1個月與4個月期間呈現顯著正向影響，顯示市場對於高ROE公司的回購行為在較短期BHAR中具有較強的正向市場反應。然而，在長期BHAR中，ROE未達顯著水準，可能表示投資人對於ROE的影響主要集中於事件後短期內，隨著時間推移，市場逐漸消化此一資訊，進而降低其對長期報酬的影響力。

本研究在買進持有異常報酬(BHAR)與短期累積異常報酬(CAR)的比較中發現了兩個關鍵不同之處：

在負債比率中，短期累積異常報酬(CAR)的迴歸結果均未達統計顯著水準，顯示市場在短期內對於負債比率較高的企業回購行為沒有特別的偏好。然而，在長期買進持有異常報酬(BHAR)中，本研究發現負債比率在買進持有異常報酬6到12個月期間皆呈現顯著正向影響，顯示市場在較長時間內逐漸接受了高負債比率企業的回購行為，並將其解讀為公司資本結構優化或財務策略調整的積極信號，進一步提升股價表現。此結果與Grullon and Michaely(2004)的研究一致，負債比率較高的公司回購股票後，市場報酬在長期內顯著提升，可能是因為市場認為這些公司正在改善其資本結構，以降低財務風險並提高資金使用效率。

在產業影響中，短期累積異常報酬(CAR)迴歸結果發現非電子工業的回購市場反應較為顯著，顯示投資人對於非電子工業的回購行為較為樂觀。然而，在長期持有異常報酬(BHAR)分析中，本研究發現電子工業在買進持有異常報酬3個月以及5至12個月期間呈現顯著正向影響，顯示市場在較長時間內更偏好電子工業的回購行為。這一結果與Zhang(2005)研究相似，他發現香港市場上高科技產業的回購行為在短期內市場反應不顯著，但在長期內則呈現穩定的股價上升趨勢。

表7：庫藏股事件長期BHAR(1到6個月)之橫斷面迴歸結果

應變數	1BHAR	2BHAR	3BHAR	4BHAR	5BHAR	6BHAR
截距	0.0763 (1.2737)	0.2181*** (3.7480)	0.0774 (1.2259)	0.0341 (0.5752)	0.0663 (0.4944)	0.0716 (0.4691)
TESG分數	0.0014* (1.7267)	0.0002 (0.2815)	0.0005 (0.6079)	0.0004 (0.4992)	0.0035* (1.9294)	0.005** (2.4432)
公司規模	-0.0109** (-2.3496)	-0.0118*** (-2.6381)	-0.0054 (-1.1091)	-0.0036 (-0.7776)	-0.0192* (-1.8543)	-0.0263** (-2.2288)
帳面市值比	0.0437*** (3.4462)	0.0339*** (2.7257)	0.0281** (2.0874)	0.0352*** (2.7943)	0.0493* (1.7364)	0.0469 (1.4526)
股東權益報酬率	0.0018*** (3.6094)	0.0007 (1.3824)	-6.88E-05 (-0.1252)	0.0016*** (2.8654)	0.0007 (0.5757)	0.0002 (0.1691)
負債比率	0.0005 (1.4378)	-0.0001 (-0.3272)	0.0002 (0.6154)	5.91E-05 (0.1727)	0.0011 (1.4273)	0.0015* (1.6852)
產業	0.0005 (0.0441)	-0.0013 (-0.1226)	0.0290** (2.5748)	0.0161 (1.5062)	0.0659*** (2.7706)	0.0962*** (3.5527)
N	513	513	513	513	513	513
調整R平方(%)	2.4	1.8	1.4	2.0	1.4	2.6
F值	3.0565***	2.5032**	2.1712**	2.4669**	2.1806**	3.2807***

註：表格中數字為迴歸係數，下方()為t值。1BHAR~6BHAR分別為買進持有1個月~6個月。產業為公司屬於電子工業，則設為1；若公司屬於非電子工業，則設為0。***、**、*分別代表在1%、5%、10%的統計水準下顯著。

表8：庫藏股事件長期BHAR(7到12個月)之橫斷面迴歸結果

應變數	7BHAR	8BHAR	9BHAR	10BHAR	11BHAR	12BHAR
截距	0.1361 (0.6576)	0.2026 (0.8839)	0.1866 (0.7611)	0.2790 (1.1169)	0.4481* (1.6747)	0.3579 (1.2928)
TESG分數	0.0064** (2.3114)	0.0075** (2.4474)	0.0073** (2.2165)	0.0069** (2.0739)	0.0048 (1.3484)	0.0048 (1.2847)
公司規模	-0.0386** (-2.4093)	-0.0497*** (-2.8042)	-0.0479** (-2.5256)	-0.0529*** (-2.7363)	-0.0564*** (-2.7222)	-0.0519** (-2.4199)
帳面市值比	0.079* (1.8046)	0.1064** (2.1921)	0.109** (2.0997)	0.1123** (2.123)	0.1117** (1.9716)	0.1124* (1.9184)
股東權益報酬率	0.0007 (0.3801)	0.0014 (0.7351)	0.0007 (0.3285)	-0.0001 (-0.0641)	0.0007 (0.3261)	-0.0005 (-0.2188)
負債比率	0.0022* (1.8852)	0.0030** (2.3247)	0.0031** (2.2021)	0.0033** (2.2891)	0.0033** (2.1478)	0.0038** (2.4131)
產業	0.1113*** (3.0317)	0.114*** (2.8017)	0.1144*** (2.6287)	0.1272*** (2.8694)	0.1324*** (2.7877)	0.1557*** (3.1695)
N	513	513	513	513	513	513
調整R平方(%)	2.1	2.3	1.9	2.4	1.9	2.3
F值	2.8195**	3.0208***	2.6741**	3.0655***	2.6415**	3.0284***

註：表格中數字為迴歸係數，下方()為t值。7BHAR~12BHAR分別為買進持有7個月~12個月。產業為公司屬於電子工業，則設為1；若公司屬於非電子工業，則設為0。***、**、*分別代表在1%、5%、10%的統計水準下顯著。

第三節 ESG評比分組對庫藏股事件長短期迴歸結果

一、ESG評比分組對庫藏股累積異常報酬(CAR)迴歸結果

在本節中，本研究透過將TESG分數進行分組，將TESG分數50分(含)以上定義為高ESG組，50分以下定義為低ESG組，進一步比較不同ESG評級的公司股票購回事件後短期與長期的市場反應。同時，與「未分組」的整體迴歸結果進行對照，以探討ESG評比是否影響股票購回的市場反應，並檢視高低ESG組之間是否存在顯著差異。

根據實證結果表9所示，TESG分數在短期CAR(+1,+5)、CAR(+1,+10)、CAR(+1,+15)期間皆呈現顯著正向影響，顯示高ESG組的企業在回購事件後能獲得更佳的市場反應，投資人對於高ESG企業的回購決策具有較高的信心。進一步與「未分組」的結果相比，CAR(+1,+5)在分組後轉為顯著正向，這表明ESG評比對於短期市場反應的影響可能在未分組的結果中被低估。亦即，當不區分ESG評比時，TESG分數對於短期異常報酬的影響可能不夠顯著，然而，透過分組分析後，可以發現高分組ESG的企業在回購事件後的短期市場表現顯著優於低分組ESG企業，顯示ESG評比確實對市場反應具有影響，並且這種影響在短期內更加明顯。

另外，控制變數的結果與未分組迴歸結果一致，公司規模呈現負相關，顯示規模較小的企業在回購事件後的市場反應較大，與Zhang(2005)的研究一致，他發現在香港市場，小型企業股票購回後CAR顯著提升。帳面市值比在各期間皆呈現正相關，顯示高帳面市值比(價值型股票)的公司在回購後的累積異常報酬表現更佳，符合Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen (1995)的「市場低估假說」，即價值型股票更容易因回購訊息獲得市場正向反應。股東權益報酬率均呈現顯著正相關，顯示ROE較高的公司，其回購決策可能被市場解讀為管理層對公司獲利能力具信心的象徵，進而帶來更佳的市場反應，此結果符合Vermaelen(1981)提出的「訊號理論」。產業別，在所有迴歸結果中皆為顯著負相關，顯示非電子工業公司的股票購回後，市場反應較為正向。負債比率，在所有迴歸模型中均呈現不顯著，顯示公司槓桿比率對股票購回短期市場反應的影響有限。

表9：庫藏股事件短期CAR與TESG分數分組之橫斷面迴歸結果

應變數	CAR(+1,+5)	CAR(+1,+10)	CAR(+1,+15)
截距	5.3267* (1.6784)	12.0629*** (3.1088)	13.7409*** (3.0862)
TESG分數分組	1.3797** (2.1398)	2.4799*** (3.1457)	2.3467*** (2.5943)
公司規模	-0.3346 (-1.4474)	-0.8001*** (-2.8308)	-0.7747** (-2.3889)
帳面市值比	2.9424*** (4.447)	4.3415*** (5.3666)	3.824*** (4.1196)
股東權益報酬率	0.0925*** (3.3624)	0.1198*** (3.561)	0.1037*** (2.6867)
負債比率	-0.0034 (-0.1835)	-0.0021 (-0.0914)	-0.0107 (-0.4169)
產業	-1.3065** (-2.283)	-2.0588*** (-2.9424)	-2.3798*** (-2.9642)
N	513	513	513
調整R平方(%)	4.0	6.4	4.2
F值	4.5785***	6.8528***	4.7511***

註：表格中數字為迴歸係數，下方()為t值。TESG分數分組為當TESG分數大於或等於50分設為1；低於50分設為0。產業為公司屬於電子工業，則設為1；若公司屬於非電子工業，則設為0。***、**、*分別代表在1%、5%、10%的統計水準下顯著。

二、ESG評比分組對庫藏股買進持有異常報酬(BHAR)迴歸結果

在長期買進持有異常報酬(BHAR)的部分，本研究同樣將TESG分數進行分組，將TESG分數50分(含)以上定義為高ESG組，50分以下定義為低ESG組，並進行長期BHAR(1~12個月)的迴歸分析。此外，本研究也將分組迴歸結果與「未分組」的迴歸結果進行比較，以進一步探討ESG評比是否影響股票購回後的長期市場反應，以及高低ESG組之間是否存在顯著差異。相關迴歸結果如表10、表11所示。

根據實證結果，TESG分數在買進持有異常報酬1到2個月以及6到8個月期間呈現顯著正向影響，顯示高ESG組的公司在這些月份內獲得較佳的市場反應。然而，與未分組的結果相比，買進持有異常報酬5個月以及9到10個月的TESG分數轉為不顯著，顯示在這些月份內，ESG評比對市場異常報酬的影響可能較為有限。

在公司規模方面，除了買進持有異常報酬3到5個月不顯著之外，其餘月份皆呈現顯著負向影響，顯示規模較小的公司在股票購回後，市場表現較佳。與未分組結果相比，買進持有異常報酬5個月的公司規模影響由顯著負向轉為不顯著。在帳面市值比方面，買進持有異常報酬1到4個月以及8到12個月皆呈現顯著正向影響，顯示市場對於價值型股票(高帳面市值比)的回購行為反應較為正面，支持「市場低估假說」。然而，與未分組結果相比，買進持有異常報酬5個月與7個月的影響力轉為不顯著。

在股東權益報酬率(ROE)方面，買進持有異常報酬1個月與4個月呈現顯著正向影響，與未分組結果相似，顯示市場對於高ROE企業的回購行為，在短期內仍維持正向評價，但在長期內影響可能逐漸減弱。在負債比率方面，買進持有異常報酬7個月至12個月期間皆呈現顯著正向影響，顯示市場在長期內認為高負債企業的回購行為代表財務結構調整，進而提升企業價值。然而，與未分組結果相比，買進持有異常報酬6個月的負債比率影響力轉為不顯著。在產業變數方面，買進持有異常報酬3個月以及5到12個月期間皆呈現顯著正向影響，與未分組結果一致，顯示電子工業的回購行為在長期內獲得較佳市場反應。

表10：庫藏股事件長期BHAR(1到6個月)與TESG分數分組之橫斷面迴歸結果

應變數	1BHAR	2BHAR	3BHAR	4BHAR	5BHAR	6BHAR
截距	0.1236** (2.098)	0.2438*** (4.2672)	0.0960 (1.5411)	0.0515 (0.8741)	0.1595 (1.2048)	0.2063 (1.369)
TESG分數分組	0.0296** (2.47)	0.0270** (2.2919)	0.0119 (0.9376)	0.0120 (0.9865)	0.0423 (1.574)	0.0616** (2.012)
公司規模	-0.0104** (-2.4175)	-0.0142*** (-3.4258)	-0.0053 (-1.1788)	-0.0039 (-0.9049)	-0.0145 (-1.5026)	-0.0195* (-1.7793)
帳面市值比	0.043*** (3.5035)	0.0380*** (3.1680)	0.0279** (2.1440)	0.0358*** (2.9330)	0.0411 (1.4882)	0.0352 (1.12)
股東權益報酬率	0.0019*** (3.7275)	0.0008 (1.6324)	-4.33E-05 (-0.0788)	0.0016*** (2.9450)	0.0006 (0.5413)	0.0002 (0.1293)
負債比率	0.0005 (1.4209)	-7.87E-05 (-0.2361)	0.0002 (0.6058)	5.71E-05 (0.1678)	0.001 (1.3325)	0.0014 (1.565)
產業	-0.0016 (-0.1471)	-0.0029 (-0.2781)	0.0282** (2.5007)	0.0153 (1.4277)	0.0626*** (2.6223)	0.0913*** (3.3613)
N	513	513	513	513	513	513
調整R平方(%)	2.9	2.9	1.5	2.1	1.1	2.2
F值	3.5921***	3.3923***	2.2584**	2.5917**	1.9693*	2.9519***

註：表格中數字為迴歸係數，下方()為t值。1BHAR~6BHAR分別為買進持有1個月~6個月。TESG分數分組為當TESG分數大於或等於50分設為1；低於50分設為0。產業為公司屬於電子工業，則設為1；若公司屬於非電子工業，則設為0。***、**、*分別代表在1%、5%、10%的統計水準下顯著。

表11：庫藏股事件長期BHAR(7到12個月)與TESG分數分組之橫斷面迴歸結果

應變數	7BHAR	8BHAR	9BHAR	10BHAR	11BHAR	12BHAR
截距	0.3057 (1.4961)	0.3943* (1.74)	0.3739 (1.5432)	0.4479* (1.8143)	0.5623** (2.129)	0.4738* (1.7346)
TESG分數分組	0.0751* (1.8078)	0.0787* (1.7105)	0.0782 (1.5889)	0.0625 (1.2453)	0.039 (0.7274)	0.0428 (0.7715)
公司規模	-0.0294** (-1.9777)	-0.038** (-2.3027)	-0.0368** (-2.0835)	-0.0409** (-2.2768)	-0.0476** (-2.4725)	-0.0436** (-2.193)
帳面市值比	0.0632 (1.4829)	0.0859* (1.8172)	0.0895* (1.7722)	0.0912* (1.7722)	0.0961* (1.7456)	0.098* (1.7202)
股東權益報酬率	0.0006 (0.3291)	0.0013 (0.6526)	0.0005 (0.2604)	-0.0003 (-0.1586)	0.0006 (0.2526)	-0.0007 (-0.2773)
負債比率	0.0021* (1.766)	0.0029** (2.1848)	0.0029** (2.0791)	0.0031** (2.1593)	0.0031** (2.0617)	0.0037** (2.3369)
產業	0.1053*** (2.8572)	0.1074*** (2.6284)	0.1079** (2.4706)	0.1217*** (2.7337)	0.1288*** (2.7045)	0.1519*** (3.0846)
N	513	513	513	513	513	513
調整R平方(%)	1.7	1.7	1.5	1.8	1.6	2.1
F值	0.0232**	2.4980**	2.2674**	2.5944**	2.4207**	2.8467***

註：表格中數字為迴歸係數，下方()為t值。7BHAR~12BHAR分別為買進持有7個月~12個月。TESG分數分組為當TESG分數大於或等於50分設為1；低於50分設為0。產業為公司屬於電子工業，則設為1；若公司屬於非電子工業，則設為0。***、**、*分別代表在1%、5%、10%的統計水準下顯著。

第五章 結論

本研究以台灣上市公司於2017年1月1日至2023年12月31日期間公告實施之股票購回事件為研究對象，採用事件研究法以董事會決議日為事件日($t=0$)，探討事件日前後是否產生平均異常報酬(AR)與平均累積異常報酬(CAR)。同時，透過橫斷面迴歸分析，以CAR與買進持有異常報酬(BHAR)為應變數，TESG分數為自變數，公司特性(公司規模、帳面市值比、ROE、產業別、負債比率)為控制變數，探討公司ESG評比對股票購回市場反應之影響。主要實證結果如下：

一、在平均異常報酬(AR)方面，事件日前30日至前11日期間市場波動輕微且多數不具統計顯著性，但在事件日前10日至前2日出現顯著負向異常報酬，尤其以事件日前3日及前2日跌幅最大，反映市場對即將公告事件的不確定性。而在事件日當天，市場情緒反轉，AR轉為正值，事件日後第1日異常報酬更達2.541%，顯示市場高度正面解讀庫藏股購回訊息。平均累積異常報酬(CAR)亦呈現事件日前持續下滑、事件日後回升的趨勢，自事件日後第17日至第39日轉為顯著正向並持續上升，最高達4.2983%。整體呈現「事件前悲觀、事件後樂觀」之變化趨勢。

二、根據迴歸結果顯示，TESG分數越高，公司在短期(CAR)與長期(BHAR)皆有較佳異常報酬。公司特性方面，小型公司、高帳面市值比(價值型股票)與高股東權益報酬率(ROE)的上市公司在股票購回後市場反應亦更為正向，支持市場低估假說與訊號理論。負債比率於短期無顯著影響，但於長期呈現正向效果，顯示市場逐漸接受高負債企業資本結構優化的訊號。產業別方面，短期內非電子工業回購反應較佳，長期則由電子工業公司反映顯著。

三、本研究將TESG分數進行分組後發現，高ESG組企業在庫藏股事件後，無論短期累積異常報酬(CAR)或長期買進持有異常報酬(BHAR)皆表現優於低ESG組企業，顯示ESG評比對市場反應具正向影響。控制變數方面，小型公司、高帳面市值比與高ROE上市公司反應較佳，負債比率於長期呈正向顯著，產業別方面，短期內非電子工業回購反應較佳，長期則由電子工業公司反映顯著。

本研究之貢獻在於結合ESG評比與股票購回事件之市場反應進行探討，深化對台灣市場中永續發展指標與企業資本行為間關聯性的理解。透過事件研究法與橫斷面迴歸分析，本研究不僅檢驗市場對股票購回事件的短期與長期反應，也深入分析ESG評比對市場異常報酬的影響。研究結果可作為企業在制定資本決策與永續經營策略時之參考，也有助於投資者於面對股票購回訊息時，將ESG評比納入投資的考量，以提升與股票購回相關之整體投資報酬表現。

參考文獻

一、中文文獻

1. 沈中華、李建然(2000)，事件研究法—財務與會計實證研究必備，台北：華泰文化事業公司。
2. 蕭雨彤(2023)，ESG對企業價值的影響，國立中山大學財務管理學系碩士論文。
3. 陳振遠、吳香蘭(2002)，台灣上市公司庫藏股購回宣告資訊內涵之研究，中山管理評論，3，461-492。

二、英文文獻

1. Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., and Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.
2. Eccles, R. G., Ioannou, I., and Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835-2857.
3. Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., and Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10(1), 1-21.
4. Friede, G., Busch, T., and Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.
5. Grullon, G., and Michaely, R. (2004). The information content of share repurchase programs. *Journal of Finance*, 59(2), 651-680.
6. Giese, G., Lee, L. E., Melas, D., Nagy, Z., and Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance. *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69-83.
7. Hsu, C. H., Fung, H. G., and Chang, Y. P. (2016). The performance of Taiwanese firms after a share repurchase announcement. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47(4), 1251-1269.
8. Ikenberry, D., Lakonishok, J., and Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39(2-3), 181-208.
9. Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
10. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
11. Lins, K. V., Servaes, H., and Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *Journal of Finance*, 72(4), 1785-1824.
12. MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
13. Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signaling: An empirical study. *Journal of Financial Economics*, 9(2), 139-183.
14. Zhang, H. (2005). Share price performance following actual share repurchases. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1887-1901.