

庫藏股買回與企業權益價值錯價之關聯性

The Correlation between the Treasury Stock and the Misprice of Equity Value

呂珮珊(Pei-Shan Lu)

朝陽科技大學會計系 助理教授

Assistant Professor, Department of Accounting, Chaoyang University of Technology

江品濤(Pin-Hao Jiang)

朝陽科技大學會計系 碩士生

Graduate Student, Department of Accounting, Chaoyang University of Technology

摘要

庫藏股為企業公司作為調節流通在外股數或股價的策略之一，當公司認為自己股價偏低或是為了刺激股票的交易量與股價，可藉由買回庫藏股策略與宣告傳遞投資者股價低估之訊息，然而市場企業買回庫藏股行為的反應是否會因為企業價值錯價而有所不同，亦或受到企業買回庫藏股目的而有不同的股價反應，實證結果顯示，公司宣告實施買回庫藏股時，前期企業之權益錯價高估情形對宣告日後 10 日之累積異常報酬呈顯著負向影響，電子產業相較於其他產業的宣告效果較高，企業買回目的為轉讓股份予員工較其他目的對於股票的宣告效果較大。本研究結果支持訊號發射假說，顯示企業會於價值低估時宣告庫藏股買回，以維持其價值。

關鍵詞：庫藏股; 權益價值錯價; 事件研究法

Abstract

Treasury stocks are one of the strategies used by corporate companies to adjust the number of shares or stock prices in circulation. When the company believes that its stock price is low or in order to stimulate the trading volume and stock price of stocks, it can pass investors information through announcements of buying back treasury stocks. However, will the response of market investors regarding the message of announcing stocks repurchase be different due to the misprice of the enterprise value or due to repurchasing purposes? The empirical results show that the company with over-mispriced equity in a previous year has a significant negative accumulated abnormal return after the days of announcing stock repurchase. Moreover, the announcement effect of the electronics industry is higher than that of other industries. The repurchase purpose of company is to transfer shares to employees has a greater effect on the days after announcement than with other purposes the results of this research support the signaling hypothesis, which shows that companies will announce treasury stocks buying back when the equity values are underestimated.

Keywords: Treasury Stocks; Misprice of Equity Value; Event Study

壹、研究動機與背景

2020 年全球爆發 COVID-19 疫情初期，因疫情不明導致全球各企業經營風險增加，各國股市震盪波動，我國股市也無法置身度外，在此環境下促使許多公司為了維持自家股價而宣布實施庫藏股制度。根據公開資訊觀測站數據指出，2020 年上市、櫃公司就有將近 275 家左右實施庫藏股，主要目的是以轉讓股份為多數，其次則為維護公司信用與股東權益。

我國從原則禁止企業買回庫藏股轉變為放寬企業可買回庫藏股的制度，每年皆有企業實施庫藏股買回，雖然過去研究曾探討企業買回庫藏股之動機並支持企業藉由買回傳遞股價低估之訊號，然而企業價值被低估是否確實能被市場投資者接收到並反應在股價報酬上，有深入探討之必要。

本研究係在探討企業實施庫藏股買回與公司權益價值錯價之關係，本研究使用事件研究法獲取企業庫藏股宣告日前後之累積異常報酬，除瞭解該事件宣告對其股價之異常報酬情形，並探討企業權益錯價情況與庫藏股宣告事件之股價之異常報酬情形之關聯，探討企業價值被低估是否確實能被市場投資者接收到並反映在股價報酬。

貳、文獻探討

一、庫藏股制度

(一)、庫藏股實施與目的

庫藏股(Treasury stock)指的是公司將自己已發行流通在外的股票重新買回，並存放於公司且尚未註銷或再出售，是作為特定用途的一種公司經營行為，然而企業買回庫藏股係受到政府相關法令之規範。

企業根據證券交易法規定，庫藏股買回的方式為公開收購亦或是公開市場買回，而買回目的只能以轉讓股份予員工、配合轉換權或附認股權等有價證券之發行、維護公司信用及股東權益這三項用途，且數量不得超過股份已發行總數之 10%。又依「每日得買回股份數量上限」規定，每日買回股份不超過二十萬股者，以二十萬股計。然而買回庫藏股應於申報日之即日起算二個月內執行買回完畢，並於期限屆滿或執行完後五日內申報，若逾期未執行完畢，或需再買回時，應重新提經董事會決議。上述之相關資訊亦應輸入至公開資訊觀測站之資訊系統以供查詢。

再者，公司是否買回本公司已發行的股票，過去研究提出不同假說，以探討企業買回庫藏股買回之動機，主要假說彙整如表一：

二、企業買回庫藏股對股價之影響

對於初次新上市的公開發行公司，投資人總先以看好的眼光來評價，使得買進新股產生超額需求，雖說這是對公司的一種肯定，但若處在不知情的情況，反倒變成過度高估的情形。Aggarwal and Rivoli (1990)研究就指出，當投資人對新上市股票產生一時的投資風潮而有過度樂觀，都將使公司初期有超常報酬，直到往後資訊持續不足，市場進行調整價格而產生反轉的效果。然而經理人會因為自利行為盡可能維持公司權益市值高估的情形，像是透過高風險投資或併購以及盈餘操縱等等以好鞏固自己的職位 (Jensen, 2004)。

反之，當市場股價被低估時，往往是因為公司帳面看起來很穩健，實際卻只是窗飾報表而已，使得市場對公司抱有遲疑而導致低估的情形。但公司若看好自家股價未來發展，就會選擇實施買回庫藏股來護盤，以維護股東權益使股東損失減少。汪瑞芝 (2008) 研究指出，市場若低估真實價值，公司將透過買回庫藏股以降低流通在外股數使股價提高，且此舉動不僅能讓股東對公司增加信心，也能使公司內部轉換募集資金的方式，進而達到資本結構調整的目的。

表一 庫藏股買回動機

訊號發射假說	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 當公司內部擁有較市場投資人完整的資訊下，雙方擁有的資訊量就會形成落差，進而造成資訊不對稱。 ➤ Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen (1995) 研究顯示，公司在公開市場回購股票最常見的原因就是股價被低估及希望表達公司的良好績效，因此公司發現股價被低估時，企業可以透過宣告買回庫藏股，藉以傳遞股價低估訊息給投資大眾。
自由現金流量假說	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Dittmar (2000) 認為公司持有越多現金流量，管理者會將多餘資金用來買回股票的意願就越高。 ➤ 不論是降低代理問題或是買回庫藏股的方式，自由現金流量假說探究企業買回庫藏股動機，最終都是希望讓資金能更有效率的運用，讓公司管理人與股東之間利益達到平衡。
股利避稅假說	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 購買庫藏股或發放現金股利對於投資人的財富將有不同的影響，企業買回庫藏股的資金不像發放股利一樣，投資者必需支付所得稅。 ➤ 相較之下買回庫藏股之股東所承擔的稅賦就會降低，企業若有多餘之資金可透過公開市場買回庫藏股的方式來達到現金股利平穩政策的目的 (Vermaelen, 1981; Netter and Mitchell, 1989; Erik and Heidi, 1999)。
防禦併購假說	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 公司從市場購回庫藏股，以防止企業被惡意購併，買回庫藏股將使流通在外股數下降且致使股價上升，減少其購併的意願。 ➤ Persons (1994) 及 Dittmar (2000) 研究亦指出，公司購回庫藏股的方式較能有效防禦購併。
財務槓桿假說	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 當槓桿比率低於公司最適值，公司會利用舉債融資方式購回庫藏股，以調整槓桿比率至最適值。 ➤ Hovakimian, Opler and Titman (2001) 認為買回庫藏股是調整槓桿一個可行的方法。

三、權益價值錯誤評價

當公司經營權與所有權分離時，會導致股東與管理當局間產生資訊不對稱，而資訊不對稱亦可能產生道德風險及逆選擇問題。若投資人預期情況皆有發生的可能，為了補償代理風險而會要求較高的風險溢酬來做承擔，進而增加公司的權益資金成本(施倫閔、張椿柏、林明正, 2015)。不管權益市值高估或低估，只要外部投資人認為公司所採取的行為是合適的，則此行為造成的資訊不對稱就稱作權益價值錯誤評價。

不論權益市值高估或低估皆顯示出公司無法證實合理的價值，導致影響公司調整目標槓桿(Target leverage)的速度(Warr, Elliott, Koëter-Kant and Öztekin, 2012)。若要解決這些情況，公司始終需要建立出一套良好的治理系統，而不能產生偏見行為，但實際上卻難以實行，因為所獲取之市場數據及分析往往與公司基本價值不符，然而公司為了避免權益市值被高估或低估的狀態，還會利用資本結構及股利政策作為訊號，傳達公司未來的營運前景，以利投資人參考，使股價能穩健成長(高惠松、蔡純真, 2014)。本研究目的在於探討權益錯價與庫藏股買回之關連性，故擬參考 Rhodes-Kropf, Robinson and Viswanathan (2005) (簡稱 RKR V 法)來衡量錯誤評價與真實價值。

參、研究設計

本研究設計主要根據研究動機和目的，參考過去文獻評估權益市值高估及低估之方式，建立出以下研究假說、模型變數及研究方法。

一、研究假說

權益市值高估顯示當企業股價過高，將傳遞出經理人為符合市場預期維持高權益價值之壓力，而基於自利原則，進行購併、高風險之投資計畫亦或是積極進行盈餘管理來維持高權益市值 (Jensen, 2004; 孫梓銘, 2016)。相反的，當權益市值低估連帶股價過低，可能因為某種原因未能反應出市場之真實價值或潛在價值時，公司會選擇延後發行股票，或其他企業可能將其購併，亦或自家公司透過庫藏股買回的方式，降低流通在外的股數以提高股價，同時透過流通在外股數的減少而提高每股盈餘，且避免股權稀釋。此舉動可讓股東對公司產生信心，而使股價回升，藉此達到調整資本結構的目的(汪瑞芝, 2008)。故本研究建立以下之假說：

假說一：企業宣告庫藏股買回，其事件日之平均異常報酬為正。

假說二：企業權益錯價情形對公司宣告購回庫藏股之累積異常報酬為負向影響。

二、研究期間、樣本及資料來源

本研究對象為 2008 年到 2019 年間，國內有買回庫藏股之企業為樣本，且所有樣本皆取自於台灣經濟新報資料庫(TEJ)。其中資料有不齊全者，予以排除。

三、研究方法

(一)、事件研究法

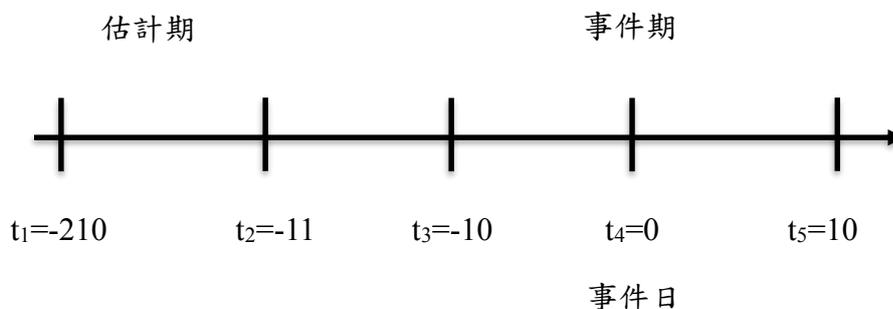
1. 事件日

事件日為市場所接收到資訊之時點，未必等同於事件實際發生之日。而本研究之事件日為買回庫藏股之「宣告日」(董事會決議日)，以「 $t=0$ 」表示。

2. 估計期與事件期

估計期之設定在目前文獻皆無一定的客觀標準，估計期若設定太短可能

影響預測能力，設定太長則可能在期間內資料發生結構性改變。事件期與估計期之設定並無一定的客觀標準，雖然期間越長事件對股價的影響越能掌握，但也容易因其他因素而受到干擾。一般而言，日報酬率事件期間為 2 天至 120 天；月報酬率事件期間為 12 個月至 24 個月。本研究之估計期設為事件日發生前 210 天至前 11 天。事件期採用日報酬率，期間設為事件日發生前後 10 天。



圖一 事件研究法估計期與事件期

3. 報酬之預期模式

(1) 股票報酬率預期模式

本研究所採用之預期模式為應用較為廣泛的市場模式(Market Model)。此模式是利用普通最小平方法(Ordinary Least Squares, OLS)建立迴歸式：

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

$i=1,2,3,\dots,N$

$R_{i,t}$ ：i 公司於估計期第 t 期樣本之報酬率

$R_{m,t}$ ：估計期第 t 日市場之報酬率

α_i ：估計截距項

β_i ：線性關係的斜率

(2) 異常報酬

異常報酬之計算方法，是以實際報酬率減預期報酬率，計算方法如下：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (2)$$

$AR_{i,t}$ ：i 公司在事件期第 t 日之異常報酬率

$R_{i,t}$ ：i 公司在事件期第 t 日之實際報酬率

$E(R_{i,t})$ ：i 公司在事件期第 t 日之預期報酬率

4. 異常報酬之檢定

檢定的目的在於判斷某一事件對於股價產生異常報酬的影響，故建立起異常報酬率之估計模型後，必將事件期間之異常報酬率予以平均及累積，檢定出平均異常報酬率(Average Abnormal Return, AAR)或累積平均異常報酬率(Cumulative Average Abnormal Return, CAAR)是否達顯著水準。計算方式如下：

(1) 平均異常報酬率(AAR)

$$ARR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (3)$$

AAR_t ：所有樣本於事件期第 t 日之平均異常報酬率

$AR_{i,t}$ ： i 家公司在事件期第 t 日之異常報酬率

N ：研究樣本數

(2) 累積平均異常報酬率(CAAR)

$$CAAR_{(t_1,t_2)} = \sum_{t=1}^N AAR_{i,t} \quad (4)$$

$CAAR_{(t_1,t_2)}$ ：所有樣本於事件期 t_1 至 t_2 日之累積平均異常報酬

$AAR_{i,t}$ ： i 家公司於事件期第 t 日之平均異常報酬

(二)、變數說明及迴歸模型

本研究以迴歸模型 (5) 驗證假說二，並考量企業規模及負債程度作為控制變數，迴歸模式之相關變數說明彙整如表二。

$$CAAR(0,10) = \beta_0 + \beta_1 MISV_{i,t-1} + \beta_2 TSIV_{i,t} + \beta_3 PCODE_{i,t} + \beta_4 INS_{i,t} + \beta_5 MISV \times PCODE_{i,t-1} + \beta_6 MISV \times INS_{i,t-1} + \beta_7 SIZE_{i,t-1} + \beta_8 ROA_{i,t-1} + \beta_9 LEV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

表二 變數衡量

變數名稱	變數衡量
應變數	
累積平均異常報酬 (CAAR)	所有樣本於事件期 $t=0$ 至 $t=+10$ 日之累積平均異常報酬為探討某一事件對於股價的變化，本研究參考沈中華與李建然 (2000) 之研究方法。
自變數	
權益價值錯價 (MISV)	本研究採用 Rhodes-Kropf, Robinson and Viswanathan (2005) 的方法。另加入其他變數來衡量，並逐年按產業別估計： $m_{i,t} = \alpha_{0jt} + \alpha_{1jt} \ln(TE)_{i,t} + \alpha_{2jt} \ln NI _{i,t} + \alpha_{3jt} \ln NI _{i,t} \times I(NI < 0)_{i,t} + \alpha_{4jt} LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$ m ：為權益市值取自然對數； $\ln(TE)$ ：為權益總額取自然對數； $\ln NI $ ：為常續性稅後淨利的絕對值取自然對數； $I(NI < 0)$ ：為指標變數，常續性稅後淨利為負值設為 1，正值設為 0； LEV ：為負債比率(總負債/總資產)； ε ：為殘差項。
買回次數 (TSIV)	申請買回的次數。
買回用途 (PCODE)	用途若為轉讓股份予員工，其值設為 1；若為股權轉換及買回註銷，其值皆設為 0。

電子業 (INS)	此為虛擬變數，企業若為電子業其值設為 1；其餘產業皆設為 0。
控制變數	
公司規模 (SIZE)	ln(年底總資產)
資產報酬率 (ROA)	稅後息前折舊前 / 總資產
負債比率 (LEV)	總負債 / 總資產

肆、實證結果

一、異常報酬檢定

表三為異常報酬檢定表，分析結果顯示，事件日宣告後當天 ($t=0$) 及之後到第 10 天 ($t=10$) 之平均異常報酬率皆為正且具統計顯著，顯示企業宣告庫藏股買回對於股價呈顯著正向影響，而在宣告日前十日 ($t=-1 \sim -10$) 之平均異常報酬率皆為顯著負數。

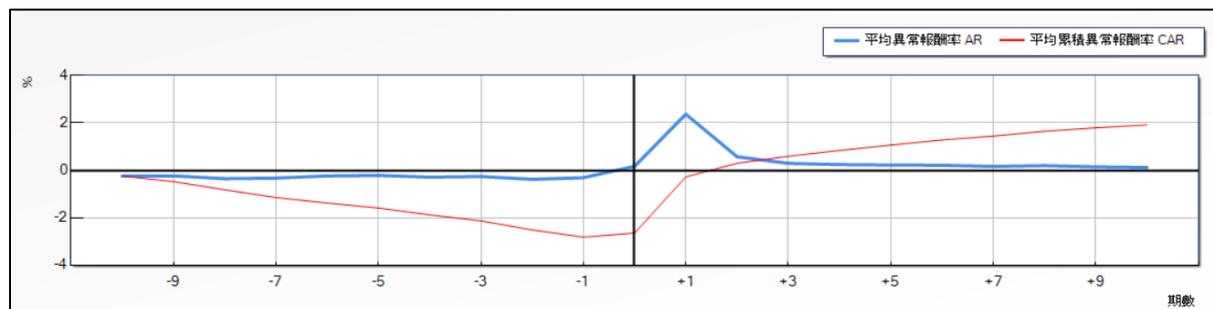
表三 異常報酬檢定表

(樣本數=2,097)				
事件期	AR	t 值 (Prob. Value)	CAR	t 值(Prob. Value)
-10	-0.2409	-5.9836(0.0000***)	-0.2409	-5.9836(0.0000***)
-9	-0.2318	-5.7587(0.0000***)	-0.4727	-8.3031(0.0000***)
-8	-0.3472	-8.6238(0.0000***)	-0.8199	-11.7584(0.0000***)
-7	-0.3236	-8.0372(0.0000***)	-1.1435	-14.2016(0.0000***)
-6	-0.2342	-5.8177(0.0000***)	-1.3777	-15.3041(0.0000***)
-5	-0.2115	-5.2544(0.0000***)	-1.5892	-16.1158(0.0000***)
-4	-0.2858	-7.098(0.0000***)	-1.875	-17.6031(0.0000***)
-3	-0.2568	-6.3788(0.0000***)	-2.1318	-18.7214(0.0000***)
-2	-0.377	-9.364(0.0000***)	-2.5088	-20.7721(0.0000***)
-1	-0.3082	-7.6558(0.0000***)	-2.817	-22.1271(0.0000***)
0	0.1723	4.2804(0.0000***)	-2.6447	-19.8068(0.0000***)
1	2.37	58.8681(0.0000***)	-0.2747	-1.9698(0.0489**)
2	0.5744	14.2678(0.0000***)	0.2997	2.0647(0.0390**)
3	0.2955	7.339(0.0000***)	0.5952	3.951(0.0001***)
4	0.2453	6.092(0.0000***)	0.8404	5.39(0.0000***)
5	0.2266	5.6284(0.0000***)	1.067	6.6259(0.0000***)
6	0.2174	5.4006(0.0000***)	1.2844	7.7379(0.0000***)
7	0.1631	4.0505(0.0001***)	1.4475	8.4746(0.0000***)
8	0.2016	5.0087(0.0000***)	1.6491	9.3977(0.0000***)

9	0.1472	3.6568(0.0003***)	1.7964	9.9774(0.0000***)
10	0.1212	3.0108(0.0026***)	1.9176	10.394(0.0000***)

註：***表示達 1%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；*表示達 10%顯著水準

圖二為事件宣告日前後之平均異常報酬與平均累積異常報酬的趨勢圖，根據圖二，企業實施庫藏股後對於股價具有顯著正向影響，實施前之累積異常報酬均為顯著負值，而實施後則均為顯著正值。根據以上的平均異常報酬之結果，本研究結果支持過去提出的庫藏股買回之訊號發射假說，亦即企業實施庫藏股買回以傳遞市場股價被低估之訊息。



圖二 事件期正負 10 日平均異常報酬與平均累積異常報酬

二、敘述性統計

由表四敘述性統計分析得知，前一年度之權益價值錯價($MISV_{i,t-1}$)的平均數為-0.0383。買回次數($TSIV_{i,t}$)的平均數為 6.406。公司規模($SIZE_{i,t-1}$)的平均數為 15.6661。負債比率($LEV_{i,t-1}$)的平均數為 41.2286。

表四 敘述性統計

	最小值	最大值	平均數	標準差	變異數
$MISV_{i,t-1}$	-3.08	1.92	-0.0383	0.50346	0.253
$TSIV_{i,t}$	0.1	52.0	6.406	6.0798	36.964
$PCODE_{i,t}$	0	1	0.55	0.497	0.247
$INS_{i,t}$	0.00	1.00	0.6298	0.48293	0.233
$MISV \times PCODE_{i,t-1}$	-3.08	1.92	0.0152	0.36958	0.137
$MISV \times INS_{i,t-1}$	-1.40	1.86	-0.0247	0.36678	0.135
$SIZE_{i,t-1}$	12.42	21.96	15.6661	1.44428	2.086
$ROA_{i,t-1}$	-70.99	44.65	5.8115	6.48683	42.079
$LEV_{i,t-1}$	0.61	96.70	41.2286	17.75960	315.403

註：變數定義如下述：

MISP：權益錯誤評價，計算方法詳前述。

TSIV：買回次數，即申請買回的次數。

PCODE：買回用途，此為虛擬變數，用途若為轉讓股份予員工，其值設為 1；若為股權轉換及買回註銷，其值設為 0。

INS：電子業，此為虛擬變數，企業若為電子業其值設為 1；其餘產業皆設為 0。

$MISP \times PCODE$ ：權益錯誤評價及買回用途之交叉乘項。

$MISP \times INS$ ：權益錯誤評價及電子業之交叉乘項。

SIZE：公司規模，即年底總資產取自然對數。

ROA：資產報酬率，即稅後息前折舊前除以總資產。

LEV：負債比率，即總負債除以總資產。

三、迴歸分析

表五為平均累積異常報酬與權益價值錯價之迴歸分析結果。結果顯示，累積異常報酬與前期權益價值錯價之間呈顯著負向影響(係數=-3.599，t 值=-5.272)。當公司宣告庫藏股買回時，若企業存在價值錯價為高估時，公司宣告庫藏股買回後之累積異常報酬(CAAR(0,10))愈低；反之，當企業過去價值錯價之低估情況愈大，則企業宣告買回庫藏股之事件日後，其股票正的累積異常報酬則愈大，結果支持本研究假說二，並支持訊號發射假說，隱含著當企業認為其企業價值被低估時，會透過宣告買回庫藏股作為維持股價之手段，且市場投資者亦會根據此訊息宣告而視為正面消息，並反映於股價上。其他變數方面，買回次數(TSIV_{i,t})、公司規模(SIZE_{i,t-1})之係數為負值且達到 1%顯著水準，表示當企業買回次數越多、前期資產規模越大，宣告日後 10 日之平均累積異常報酬愈低；而電子產業(INS_{i,t})之係數為正值且達 5%顯著水準，亦即當企業宣告庫藏股買回時，電子產業相較於其他產業的宣告效果較高。企業買回目的對宣告效果的影響為正顯著影響，轉讓股份予員工較其他目的對於股票的宣告效果較大。但研究顯示變數交叉乘項部分 MISV x PCODE_{i,t-1} 及 MISV x INS_{i,t-1} 之係數分為 1.877 及 1.046，t 值分為 2.648 及 1.529，未呈現統計上的顯著性，無法驗證錯價愈大且不同買回目的對於宣告效果有不同的影響。

表五 累積異常報酬之迴歸結果

$$CAAR(0,10) = \beta_0 + \beta_1 MISV_{i,t-1} + \beta_2 TSIV_{i,t} + \beta_3 PCODE_{i,t} + \beta_4 INS_{i,t} + \beta_5 MISV \times PCODE_{i,t-1} + \beta_6 MISV \times INS_{i,t-1} + \beta_7 SIZE_{i,t-1} + \beta_8 ROA_{i,t-1} + \beta_9 LEV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

	係數	t 值
MISV _{i,t-1}	-3.599***	-5.272
TSIV _{i,t}	-0.088***	-3.015
PCODE _{i,t}	-0.717**	-2.031
INS _{i,t}	0.764**	2.078
MISV×PCODE _{i,t-1}	1.877	2.648
MISV×INS _{i,t-1}	1.046	1.529
SIZE _{i,t-1}	-0.583***	-3.822
ROA _{i,t-1}	0.017	0.607
LEV _{i,t-1}	0.015	1.265
樣本數	2,097	
調整後 R 平方	0.032	F 值 8.677***

註：***表示達 1%顯著水準；**表示達 5%顯著水準；*表示達 10%顯著水準

伍、結論與建議

我國開放企業買回庫藏股制度至今，每年皆有不少企業買回自家股票，且庫藏股作為企業公司調節流通在外股數或股價的策略之一，當企業價值錯價時，投資者能否確切

接收並反映於股價報酬上產生護盤效果。實證結果顯示，企業宣布買回庫藏股之事件日第 0 天至第 10 天皆為顯著正的異常報酬，與先前學者研究一致，且宣告前為負的異常報酬，顯示企業透過宣告買回庫藏股傳遞股價低估之訊息，因此本研究支持訊號發射假說。

另外，本研究希望探討企業權益價值錯價是否亦會影響庫藏股買回之宣告效果，結果顯示，電子業宣告庫藏股買回後相較於非電子業，對於宣告事件日後 10 天 ($t=0\sim+10$) 之累積異常為正的顯著影響。另外，企業前期權益價值錯價高估對於其宣告庫藏股買回後 10 天 ($t=0\sim+10$) 之累積異常報酬呈顯著負相關，亦即當企業前期權益價值低估，則當企業宣布買回庫藏股時，其宣告日後之累積異常報酬愈高，代表企業存在價值低估時，其實施庫藏股買回後確實會有價值反彈之效果。本研究結果支持企業會於企業價值被低估時實施庫藏股買回以維持其價值，且研究結果也有助於實務上對於庫藏股買回行為之現象與可能動機之瞭解。

針對後續之研究建議，本研究建議未來亦可結合不同庫藏股買回的績效變數進行衡量，近一步瞭解不同績效變數對企業庫藏股買回之行為產生的錯價以及股價報酬率是否會得出不同之效果。

參考文獻

1. 吳瑞萱、林岳祥與徐福慶(2011)，「價值股與成長股之美國實證再檢視：市場錯價與長期成長機會」，《證券市場發展季刊》，第 22 卷第 4 期，79-122。
2. 沈中華與李建然(2000)，「事件研究法-財務與會計實證研究必備」，台北：華泰文化。
3. 汪瑞芝(2008)，「庫藏股買回對公司績效之影響」，《中華管理評論國際學報》，第 11 卷第 1 期。
4. 施倫閔、張椿柏與林明正(2015)，「資訊透明度對於權益資金成本之影響」，《財金論文叢刊》，第 23 卷，27-45。
5. 孫梓銘(2016)，「審計委員會的設置對權益價值高估與實質盈餘管理間關聯性的影響」，碩士論文，國立台北大學會計學系。
6. 高惠松與蔡純真(2014)，「資本結構、股利政策對公司價值之影響：訊號理論觀點」，《會計與公司治理》，第 9 卷第 1 期，29-62。
7. 溫玲玉與葉芷吟(2018)，「公司治理、環境績效、環境會計資訊揭露與權益價值之關聯性研究-以高污染潛勢工業區為例」，《企業管理學報》，第 119 卷，59-101。
8. 鄭桂蕙、林宛瑩與許崇源(2006)，「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》，第 54 卷，1-26。
9. 顧哲維(2015)，「由評價誤差與成長機會比較可轉債與現金增資發行動機、宣告效果及資金運用」，碩士論文，國立政治大學財務管理研究所。
10. Aggarwal, R., & P. Rivoli. (1990), "Fads in the Initial Public Offering Market?" *Financial Management*, Vol. 19, No. 4, 45-57.
11. Armen Hovakimian, Tim Opler & Sheridan Titman. (2001), "The Debt-Equity Choice." *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36, No. 1, 1-24.
12. Baker, M.P. & Wurgler, J. (2002), "Market timing and capital structure." *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 1, 1-32.

13. Chi, J., & M. Gupta. (2009), "Overvaluation and Earnings Management." *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33 No. 9, 1652-1663.
14. Dittmar, A. K. (2000), "Why do firms repurchase stock." *The Journal of Business*, Vol. 73 No. 3, 331-355.
15. Erik Lie & Heidi J. Lie. (1999), "The role of personal taxes in corporate decisions: An empirical analysis of share repurchases and dividends." *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 34 No. 4, 533-552.
16. Hovakimian, A., Opler, T. & Titman, S. (2001), "The debt-equity choice." *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36 No. 1, 1-24.
17. Ikenberry, D., Lakonishok, J. and Vermaelen, T. (1995), "Market underreaction to open market share repurchases." *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, 181-208.
18. Jensen, M. C. (2004), "The agency costs of overvalued equity and the current state of corporate finance." *European Financial Management*, Vol. 10 No. 4, 549-565.
19. Loughran, T. & Ritter, J. (1995), "The new issues puzzle." *The Journal of Finance*, Vol. 50 No. 1, 23-51.
20. Netter, J. M., & Mitchell, M. L. (1989), "Stock-repurchase announcements and insider transactions after the October 1987 stock market crash." *Financial Management (Autumn)*, Vol. 18 No. 3, 84-96.
21. Prasad V. Medury, Linda E. Bowyer & Venkat Srinivasan. (1992), "Stock Repurchases: A Multivariate Analysis of Repurchasing Firms." *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 31 No. 1, 21-44.
22. Persons, J. C. (1994), "Signaling and takeover deterrence with stock repurchases: Dutch auctions versus fixed price tender offers." *The Journal of Financial*, Vol. 49 No. 4, 1373-1402.
23. Rhodes-Kropf, M., Robinason, D.T. & Viswanathan, S. (2005), "Valuation waves and merger activity: The empirical evidence." *Journal of Financial Economics*, Vol. 77 No. 3, 561-603.
24. Vermaelen, Theo, (1981), "Common stock repurchases and market signalling: An empirical study." *Journal of Financial Economics* Vol. 9, 139-183.
25. Warr, R., W. Elliott, J. Koëter-Kant, and Ö.Öztekin. (2012), "Equity mispricing and leverage adjustment costs." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47 No. 3, 589-616.