

東海大學會計學系碩士班
碩士論文

實質盈餘管理與股票買回：
CEO 裁量權之影響

Real Earnings Management and Stock Repurchases:
The Impact of CEO Discretion

指導教授：林秀鳳 博士

研究生：周家卉 撰

中華民國 102 年 6 月 26 日

東海大學會計學系碩士班

周家卉 君 所撰碩士論文：

實質盈餘管理與股票買回：CEO 裁量權之影響

業經本委員會審議通過

碩士論文考試委員會委員

林秀鳳

許書偉

陳俊仁

指導教授

林秀鳳

系所主任

劉俊儒

中華民國 102 年 6 月 26 日

誌謝

時光荏苒，縱使初踏入東海校園的情景仍歷歷在目，此時研究所生涯隨著論文撰寫完成，也即將正式畫下句點。回首兩年時光，充滿著歡笑與淚水，期間的各種累積，將使我更臻於成熟，並化作未來繼續向前邁進的一大動力。一路走來，感受師長、同學與親友的教誨和支持，滿載的感謝之意，將時刻點滴於心中。

首先，最要感謝指導教授林秀鳳老師，於論文撰寫過程中悉心引導我的思維邏輯，耐心傾聽我的困惑並給予中肯的建言，用心聆聽我的想法並提點遺漏的思考盲點，期間老師的指導與鼓勵，促使我能有更周延的思考，與進一步的學習成長，也讓我更有勇氣面對所面臨的困難與挑戰，老師的用心良苦，學生將銘記於心，由老師身上所體會到嚴謹的研究態度與待人處事的智慧亦將受用無窮。同時也感謝口試委員陳俊合老師與許書偉老師撥冗詳閱論文，並提供許多寶貴意見，使本篇論文能更臻於完備，在此致上最誠摯的感謝。此外，感謝主任、班導師及其他系上老師，於研究所期間懇切用心的教導與關懷，為我開啟另外一道知識大門，也讓我感受到東海大家庭的溫暖。

充實且繁忙的研究所歲月中，感謝碩士班同學，於課業及生活上的幫助與陪伴。感謝同門政彥總不吝於分享對於論文的意見與看法，並傾聽我時常天外飛來一筆的提問。感謝琇婷與小曼總能帶給我正向力量，並與我分享不同的待人處事觀點。同學們一同出遊、為了課業與口試一起熬夜研討及練習等珍貴回憶，都為我的碩士生活添增了不一樣的色彩。此外，特別感謝岱君學姊從入學以來的照顧，讓我能儘快適應研究所生活，以及庭甄學妹口試期間貼心的加油打氣，與兩位的緣分，至今仍讓我嘖嘖稱奇。

最後，感謝家人一直以來的照顧與栽培，讓我能全心的完成學業，並感謝家人總能在我低潮時提供休息的港灣，給予我堅持到底的力量，度過艱辛的論文撰寫時光。謹將此論文獻給我最親愛的家人，謝謝你們！

周家卉 謹誌
於東海大學會計系
民國 102 年 06 月

實質盈餘管理與股票買回：CEO 裁量權之影響

中文摘要

指導教授：林秀鳳博士

研究生姓名：周家卉

研究生學號：G10043009

執行股票買回涉及公司流通在外股數與現金流量之變化，以往股票買回相關研究雖曾對公司以股票買回進行盈餘管理之可能進行探討，但卻僅考量流通在外股份對每股盈餘之影響，未將現金流量因素納入分析，且未意識到股票買回非為唯一之盈餘管理方式。公司裁減裁決性支出之實質盈餘管理行為亦涉及公司資金之變動與每股盈餘組成，然而以往研究甚少直接檢視兩者之關聯，故瞭解與分析實質盈餘管理與股票買回之關係為本研究之探討重點。此外，無論營業上的實質盈餘管理或是實際股票買回皆為公司高階經營團隊之決策結果，而經常被視為握有組織最高權力之 CEO，是否藉由該權利影響公司上述公司決策之執行結果，為本研究另一探討議題。

本研究以 2000 年 8 月 7 日至 2011 年 12 月 31 日曾進行股票買回宣告並已執行完畢之上市上櫃公司為研究對象，參考 Roychowdhury(2006)與 Cohen et al.(2008) 之作法估計實質盈餘管理綜合指標，衡量公司之實質盈餘管理程度，探討公司實質盈餘管理與股票買回行為之關係，並深入了解上述關係是否會受 CEO 支配力高低影響。

研究結果顯示，未具盈餘管理動機之低自由現金流量公司，會以實質盈餘管理提升持有資金，增加實際買回之股份；高自由現金流量公司面臨盈餘管理壓力時，存在策略性使用實質盈餘管理替代股票買回達到盈餘目標之情形。此外，當高自由現金流量公司面對盈餘管理壓力時，具有高股權支配力之 CEO 會有加重策略性使用實質盈餘管理與股票買回的情況；無盈餘管理壓力之低自由現金流量公司，其高結構支配力 CEO 與高股權支配力 CEO，均會加深使用實質管理提高資金水準，以增加實際買回之股份。進一步聚焦於電子產業，實質盈餘管理與股票買回之關係及具盈餘管理壓力下 CEO 支配力對此關係之影響亦與前述相同，而不具盈餘管理壓力之低自由現金流量公司，僅發現高結構支配力 CEO 會使運用實質盈餘管理提升買回股份之情形更明顯。另一方面，本研究亦發現未面臨盈餘管理壓力之低自由現金流量公司中，若 CEO 為家族成員，以實質盈餘管理提高實際買回股份之策略性買回情形將更為明顯。

關鍵詞：實質盈餘管理、股票買回、CEO 支配力

Real Earnings Management and Stock Repurchases:

The Impact of CEO Discretion

Abstract

Advisor: Dr. Hsiu-Feng Lin

Graduate Student Name: Chia-Hui Chou

Graduate Student No.: G10043009

Stock repurchases are related to changes in outstanding shares and cash flow of firms. Although investigating whether firms use stock repurchases to manage earnings, previous studies considered only influence of outstanding shares on earnings per share (EPS) and didn't take cash flow into consideration. Also, stock repurchases aren't the only way of earnings management. Real earnings management also affects cash flow and EPS of firms, but previous studies seldom investigate the direct relation between stock repurchases and real earnings management. Hence, I focused on whether real earnings management is related to stock repurchases. Furthermore, both real earnings management and stock repurchases are decisions made by top management team. Therefore, whether CEO, who always been regarded as the person holding the highest authority of organizations, affect the decision results of firms is another issue that I focused on.

Our sample includes Taiwan Stock Exchange (TSE) and Over-the-Counter (OTC) listed firms which have announced open-market stock repurchases and already finished the repurchases from August 7, 2000 to December 31, 2011. Using the real earnings management index referred to Roychowdhury(2006) and Cohen et al. (2008) to proxy for the magnitude of real earnings management, I investigate whether real earnings management is related to stock repurchases and the impact of CEO discretion to this relation.

Empirical results provide evidences that low free cash flow (FCF) firms without earnings management incentives tend to increase their cash by real earnings management to have more shares buyback from the open market; there is a strategic use of real earnings management to achieve earnings targets instead of stock

repurchases when high FCF firms face the earnings management pressure. Moreover, CEO with high ownership power will increase the strategic substitute use of real earnings management and stock repurchases as high FCF firms facing the earnings management pressure; for low FCF firms without earnings management pressure, CEO with either high structure power or high ownership power will deepen the use of real earnings management to increase the FCF for repurchasing more shares. Further focus on the electronic industry, the empirical results of the relation between real earnings management and stock repurchases and the effect of CEO power on this relation under the earnings management pressure are the same as described above. In low FCF firms of electronic industry without earnings management pressure, only CEO with high structure power will deepen the use of real earnings management to repurchase more shares. In addition, results also indicate that for low FCF firms with earnings management pressure, it would be more obvious that firms depend on real earnings management to repurchase more shares as their CEOs are family members.

Keywords: Real earnings management, Stock Repurchases, CEO power



目錄

第壹章 緒論	1
第一節 研究背景與動機	1
第二節 研究目的	3
第三節 研究架構及流程	4
第貳章 文獻探討	6
第一節 股票買回	6
第二節 實質盈餘管理	13
第三節 CEO 支配力與盈餘管理	17
第參章 研究設計	19
第一節 假說發展	19
第二節 具盈餘管理動機樣本	23
第三節 變數衡量	25
第四節 實證模型	30
第五節 樣本篩選與資料來源	33
第肆章 實證結果與分析	36
第一節 敘述性統計	36
第二節 迴歸結果分析	40
第三節 額外測試	48
第四節 敏感性測試	61
第伍章 結論與建議	71
第一節 研究結論	71
第二節 研究貢獻與管理意涵	73
第三節 研究限制與後續研究建議	74
參考文獻	75

圖目錄

圖 1-1 研究流程圖	5
圖 4-1 股票買回執行率與宣告買回比率季度(左)、年度(右)趨勢圖	50



表目錄

表 2-1 股票實際買回文獻彙總表.....	11
表 2-2 實質盈餘管理文獻彙總表.....	15
表 3-1 變數彙總表.....	32
表 3-2 樣本篩選過程.....	34
表 3-3 股票買回年度季分布.....	34
表 3-4 樣本產業分布.....	35
表 4-1 單變量檢定—股票買回總樣本區分盈餘管理動機.....	37
表 4-2 單變量檢定—具盈餘管理動機樣本區分自由現金流量.....	38
表 4-3 相關係數矩陣表.....	39
表 4-4 實質盈餘管理與股票買回之關係—總樣本.....	41
表 4-5 實質盈餘管理與股票買回之關係—區分盈餘管理動機樣本.....	43
表 4-6 CEO 對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響—總樣本區分自由現金流量樣本.....	46
表 4-7 CEO 對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響—區分盈餘管理動機與自由現金流量樣本.....	47
表 4-8 實質盈餘管理與股票買回執行率—具盈餘管理動機低自由現金流量樣本.....	50
表 4-9 家族 CEO 對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響—總樣本.....	52
表 4-10 家族 CEO 對實質盈餘管理與實際買回率間關係之影響—區分盈餘管理動機樣本.....	53
表 4-11 實質盈餘管理與股票買回之關係—電子產業總樣本.....	56
表 4-12 實質盈餘管理與實際買回率之關係—電子產業區分盈餘管理動機樣本.....	57
表 4-13 CEO 對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響—電子產業總樣本區分自由現金流量樣本.....	58
表 4-14 CEO 對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響—電子產業區分盈餘管理動機與自由現金流量樣本.....	59
表 4-15 假說檢測結果彙總.....	60
表 4-16 實質盈餘管理與股票買回之關係—winsorized 總樣本.....	62
表 4-17 實質盈餘管理與實際買回率之關係—winsorized 區分盈餘管理動機樣本.....	63
表 4-18 CEO 對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響—winsorized 總樣本區分自由現金流量樣本.....	64
表 4-19 CEO 對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響—winsorized 區分盈餘管理動機與自由現金流量樣本.....	65

表 4-20 實質盈餘管理與實際買回率之關係－總樣本(WACC).....	67
表 4-21 實質盈餘管理與實際買回率之關係－區分盈餘管理動機樣本(WACC)	68
表 4-22 CEO 對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響－總樣本區分自由現 金流量樣本(WACC).....	69
表 4-23 CEO 對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響－區分盈餘管理動機 與自由現金流量樣本(WACC).....	70



第壹章 緒論

第一節 研究背景與動機

我國公司法以往對於股票買回之相關規範較為嚴格，為因應亞洲金融風暴所導致的股、匯市重挫，並提供公司未來股價非理性下跌的因應方式，遂於 2000 年 7 月 19 日三讀通過證交法修訂案，增訂第二十八條之二，並於同年 8 月 7 日發布「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」，放寬股票買回的相關規範，待上市上櫃公司於符合證交法第二十八條之二所規定之買回目的¹時，便可施行其股票買回計畫。

過去研究多支持，公司進行股票買回宣告能有效降低公司與市場間的資訊不對稱(information asymmetry)，傳遞出公司股價低估或公司看好未來前景的訊息，並被市場有效反應(蔡柳卿與郭法雲 2004；Dann 1981；Vermaelen 1981；Comment and Jarrell 1991；Dann, Masulis, and Mayers 1991)。雖然公司可依市場對買回宣告的反應調整其實際買回決策，且我國現行法規並未明定公司須確實按宣告數實際買回，但過去股票買回狀況能被市場所察覺(李建然、許書偉與李現瑞 2010)，因而實際依宣告數買回股票買回除可增強訊號傳遞可靠性外，亦可為投資人判別宣告股票買回此經營決策執行成效的方式，若能避免宣告買回數與實際執行數落差過大的情形，將有助於提升公司資訊傳遞的有效性。過去研究即指出，投資人對股票買回執行率較高的公司給予較佳的股價反應(池祥萱 2003)。由於執行股票買回攸關股價反應及公司日後股票買回宣告之可信度，因此股票實際買回與否為管理者所重視。

鑒於公司係以現金支付方式執行股票買回，在資金較不寬裕的情形下，為提高實際買回之股份，公司管理階層有可能調整經濟行為，如限縮研發支出與資本支出等行為以充裕公司資金 (Bens, Nagar, and Wong 2002)。然而，近來研究發現，股票買回為達到特定盈餘門檻之可採行方式，另一方面，過去文獻亦發現限縮研發支出與資本支出行為可充當盈餘管理工具(陳慶隆 2009；Bens et al. 2002；Hribar, Jenkins, and Johnson 2006)，特別是此影響現金之實質交易行為藏身於公司之內部營運決策中，較不易受到主管機關或查核人員的注意，因此大多數經理人傾向利用其來對報導盈餘進行管理(Graham, Harvey, and Rajgopal 2005)。換言之，實質盈餘管理行為除可為公司買回股票充裕資金外，如為達

¹ 依據證交法第二十八條之二第一項，股票買回目的為下列三者：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。

成特定盈餘門檻，買回股票與實質盈餘管理行為則係公司管理盈餘策略運作上的結果，亦即股票買回非為實質盈餘管理行為之誘因，而同屬盈餘管理行為。

自公開發行市場中買回股票及實質盈餘管理的進行，決定權一般掌握於任職於最高位階的總經理(chief executive officer, CEO²)手中，然而 CEO 於組織內部受其他高階管理者的相互制衡，當 CEO 擁有較高支配力時才較能有效握有公司之決策權。此外，高支配力的 CEO 較能有效統合內部意見，使公司經營有效率(Daily and Dalton 1997)，另一方面，卻也可能因此使大眾因高支配力 CEO 之影響力，對公司的經營決策產生疑慮(Zald 1969; Fama and Jensen 1983)。因此 CEO 擁有之支配力高低，將會影響公司之策略執行與成效。

睽諸過去文獻，不乏對股票買回與盈餘管理關聯性之探討，但其內容多關注在股票買回前向下調整應計數(Gong, Louis, and Sun 2008)；另一方面，雖有文獻注意到公司會利用股票買回進行盈餘管理之可能性，並且檢視股票買回對每股盈餘之影響(陳慶隆 2009; Bens et al. 2002; Bens, Nagar, Skinner, and Wong 2003; Hribar et al. 2006; Burnett, Cripe, Martin, and McAllister 2012)，但卻忽略股票買回非達到盈餘門檻之唯一途徑。公司盈餘管理行為常因成本效益上的考量，存在策略性運用之情形。此外，股票買回係以支付現金之方式進行買回，但以往文獻卻鮮少對於股票買回與涉及現金之盈餘管理行為間關係進行探究。

據此，本研究聚焦於股票買回與實質盈餘管理兩者間之關係，特別關注公司現金流量之差異，並分析在公司面臨盈餘管理壓力時，其相互間替代或互補之關聯性，後續更深入探討 CEO 支配力高低對此關係的影響。希望研究結果可為股票買回究竟係盈餘管理誘因或是盈餘管理行為提供情境，藉由關係之澄清而有助於投資人決策之參考。此外，本研究以較具時效性之季資料進行檢視，將可提高研究結果之攸關程度，另一方面，研究結果亦可作為主管機關未來研議相關議題之參考。

² 本研究之 CEO 係指高階管理團隊中之最高領導者，國內對於 CEO 的中文稱謂依公司而有所不同，多稱為總經理、總裁或執行長。

第二節 研究目的

無論裁減裁決性支出或買回股份，均可作為公司的盈餘管理工具(陳慶隆 2009; Bens et al. 2002; Hribar et al. 2006; Burnett et al. 2012)，兩者對現金流量與每股盈餘組成之影響，可能使公司可能存在策略性運用實質盈餘管理與股票買回之現象，故本研究欲探討實質盈餘管理與執行股票買回之的關聯性。此外，調整裁決性支出之實質盈餘管理與執行股票買回，皆須經由公司高階主管決策實行，而 CEO 於公司的職位使一般大眾認為其於組織中具有最高決策地位，因此本研究將進一步分析高支配力的 CEO 是否會影響實質盈餘管理與股票買回間的關係。茲將本研究目的彙整如下：

- 一、探討股票買回是否與公司實質盈餘管理行為有關。
- 二、探討 CEO 支配力高低，是否會影響公司股票買回與實質盈餘管理間的關係。



第三節 研究架構及流程

本研究主要係探討實質盈餘管理與股票買回之關係，並深入了解 CEO 支配力高低對於實質盈餘管理與股票買回兩者間關係的影響。本研究之研究架構共分為五章節，研究流程圖如圖 1-1 所示，各章節內容簡述如下：

第壹章 緒論

說明本研究之背景與動機、研究目的與問題及論文架構。

第貳章 文獻探討

首先就國內股票買回相關規範進行介紹，再分別探討股票買回、實質盈餘管理、CEO 支配力與盈餘管理等相關文獻，並加以彙總。

第參章 研究設計

說明研究假說與變數之衡量，並依據研究假說建立實證模型，說明樣本資料的選取條件與來源。

第肆章 研究結果與分析

對敘述統計資料、實證結果進行歸納與分析。

第伍章 結論與建議

彙總本研究結果，說明研究限制，並提出對未來研究方向之建議。

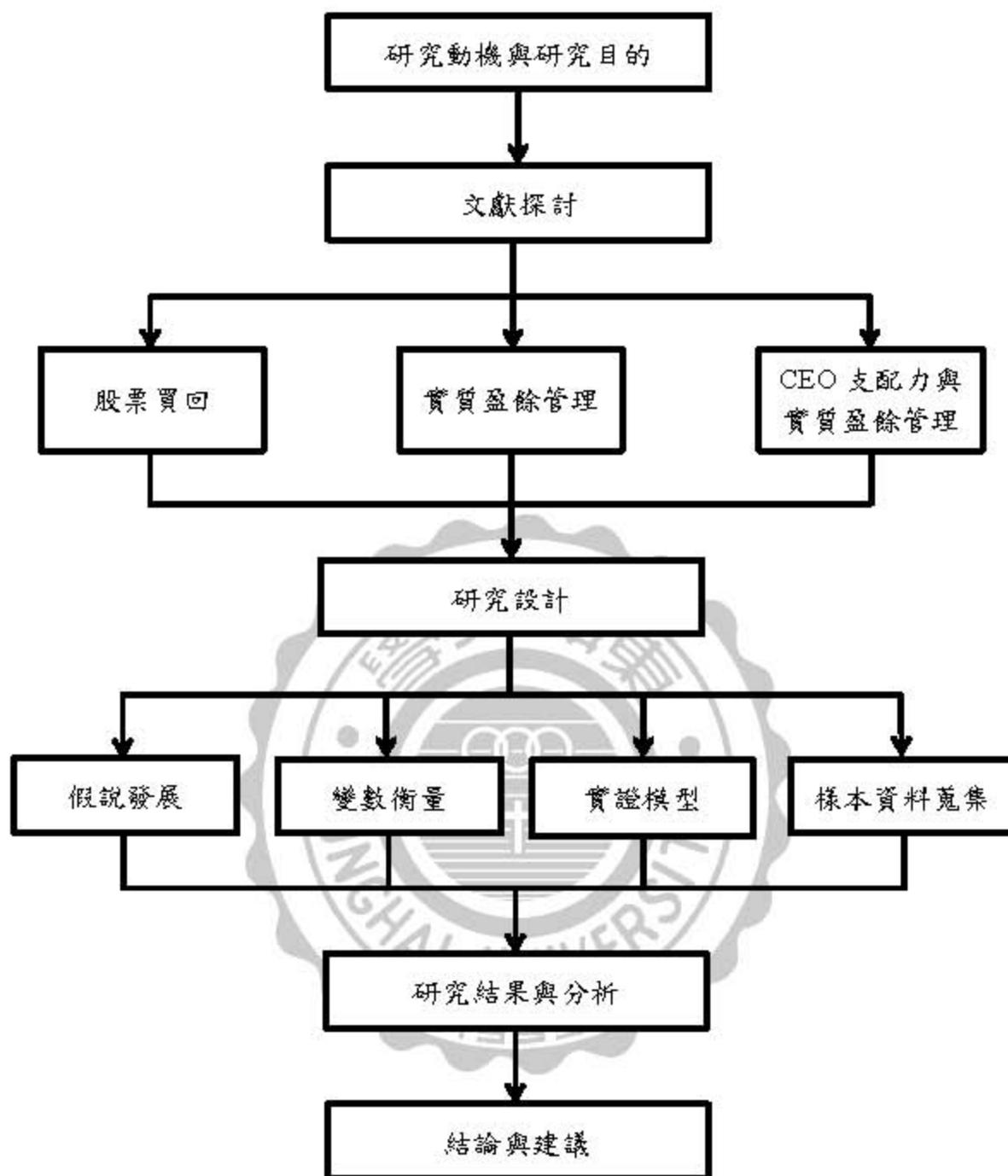


圖 1-1 研究流程圖

第貳章 文獻探討

第一節 股票買回

我國法律系統承襲日本、德國，屬於大陸法系(civil law)，在公司法中原則上禁止依公司法規定設立之公司買回自家股票，只能依相關例外規定進行股票買回。早期關於股票買回之相關規定主要分散於公司法中，但由於 1997 年間爆發的亞洲金融風暴，影響我國股市、股東及經濟活動甚鉅，為穩定我國股票市場，立法院遂提出證券交易法修正案，並於 2000 年三讀通過，增訂證券交易法第二十八條之二，發布「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」，放寬對公司股票買回的規範，從此確立上市上櫃公司買回股票之法規依據³。

一、我國股票買回相關規範

我國上市上櫃公司買回本公司股份辦法明訂證交法第二十八條之二之適用對象為上市上櫃公司，上市上櫃公司若符合下列買回情事之一便可進行股票買回：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。

股票買回方式包含公開市場買回(open-market repurchases)與公開收購(tender offer)。公開市場買回係指公司依「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」，於有價證券集中交易市場或證券商營業處所買回股份，且不得以鉅額交易、零股交易、標購、參與式拍賣、盤後定價交易或證券商營業處所進行議價交易的方式為之，此外，應於申報日起兩個月內執行完畢⁴；公開收購則指依據「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」對非特定人士為公開要約買回其有價證券，且執行前應先向主管機關申報並公告之。公開市場買回為我國較普遍的股票買回方式，故本研究將以公開市場買回為研究範疇進行探討。

公司進行股份買回前，應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，如遇董事會休會時，常務董事得代為行使該職權，並於下次

³ 於 2001 年增訂公司法第一百六十七條之一，據以作為非上市上櫃之公開發行公司與非公開發行公司股票買回之法源依據。

⁴ 參照金融管理監督委員會發佈之庫藏股疑義問答，公司擬於未來二個月內為不同目的買回股份，可合併申報，不過應分別訂定買回期間，且不得重疊。

董事會追認之，而於董事會決議日起二日內，公司須就規定事項進行公告，並向行政院金融監督管理委員會申報。此外，公司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、種類及價格公告並申報；於執行期間屆滿或執行完畢後五日內，應向主管機關申報並公告執行情形。

公司應以董事會決議前最近期依法公開經會計師出具無保留查核意見或標準核閱意見之財務報告⁵計算買回股份之金額，且該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，並減除已決議分派之盈餘與依公司法第四十一條第一項規定提列之特別盈餘公積。而買回股份之數量比例，不得超過已發行股份總數百分之十，公司於集中市場及櫃檯買賣市場買回者每日得買回股份數量，除公司每日買回股份不超過二十萬股者⁶及採公開收購買回者外，不得超過計劃買回總數量之三分之一。

買回區間價格係指公司在預定買回期間，執行股票買回所預定之最高及最低之買回價格。公司買回股份應於考量目前股價、股價波動等因素後，訂定買回價格之上下限，並辦理公告申報。買回區間價格以介於董事會決議前十個營業日及三十個營業日之平均收盤價較高者⁷之百分之一百五十與董事會決議當日收盤價之百分之七十間較為合適。當股價高於或低於經公司董事會決議之買回區間價格，公司應即停止買回公司股份，但公司於重新評估後，如認為原定買回期間仍有買回公司股份之必要時，公司得經董事會決議通過修正原訂定之買回區間價格，並重新辦理公告與申報，再按修正後之買回區間進行買回。

公司買回之股份不得質押，且於未轉讓前亦不得享有表決權、盈餘分配請求權及剩餘財產分配請求權等股東權利。另外，於集中交易市場或證券商營業處所買回其股份者，其關係企業或董事、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的股份，於買回期間內不得賣出。

⁵包含長期股權投資及其投資損益因依被投資公司未經會計師查核或核閱計算而為會計師保留之期中財務報告；此外，參照金融管理監督委員會發佈之庫藏股疑義問答，亦包含修正式無保留意見。

⁶參照金融管理監督委員會發佈之庫藏股疑義問答，買回數量不超過二十萬股者，以二十萬股計算之。

⁷若此時仍低於面額時，另可選擇淨值或面額孰低者為價格上限。參照金融管理監督委員會發佈之庫藏股疑義問答。

二、股票買回相關文獻

股票買回動機大致可區分為資訊傳遞假說(Signaling Hypothesis)、自由現金流量假說(Free Cash Flow Hypothesis)、財務槓桿假說(Optimal Leverage Ratio Hypothesis)、股利替代假說(Dividend Substitution Hypothesis)、財富移轉假說(Wealth Transfer Hypothesis)、防禦併購假說(Takeover Deterrence Hypothesis)與管理者誘因假說(Management Incentive Hypothesis)等因素。

於資訊傳遞假說方面，公司管理階層與外部股東間的代理關係，可能使雙方因存有資訊不對稱的問題，導致公司股價低估，此時公司便可藉由宣告買回作為向市場傳達低估訊息的一種方式，另外，公司亦可以股票買回宣告傳達對未來抱持樂觀態度的訊息(Dann 1981; Dittmar 2000)；自由現金流量假說認為公司所持有之資金於投入具效益之投資機會後，剩餘之閒置資金即為公司持有之自由現金流量，當後續無較佳投資機會時，可藉由買回股票將現金返還予股東，以降低潛在之代理成本，向市場傳達公司不會進行不當投資之訊息(Jensen 1986)；財務槓桿假說下，當低財務槓桿無法維持公司之最適資本結構時，公司可能以買回流通在外股份的方式，降低股東權益，以提高負債比率(Hovakimian, Opler, and Titman 2001)。

另外於股利替代假說下，公司由公開市場以現金支付方式向股東買回股票，取代原有之現金股利發放，給予公司較大的資金運用彈性，此外較所得稅低的資本利得稅率亦可為股東帶來節稅效果(Dittmar 2000)；財富移轉假說則認為公司可能以減少資產或增加負債之方式取得所需資金買回股票，但以隱含同時減少債權人於公司未來清算可請求之現金流量，此舉亦彷彿將債權人之剩餘資產請求順位置於股東之後，造成股東剝奪債權人財富之現象；防禦併購假說方面，公司可以買回自家股票的方式，降低流通在外股數，使併購方無法購足達到握有控制權所需的股數，降低公司被併購的可能，或以較高的價格買回股票，以提高併購方所需付出的成本，進而降低其購買意願 (Dittmar 2000)；最後，管理者誘因假說下，管理者買公司回股票，可能係為了因應員工行使認股權，因為員工認股權為公司激勵內部員工為公司創造價值的一項工具，對於持有公司選擇權的管理者而言，公司股價下降是其所不樂見的(Dittmar 2000)，而相對於發放股利，股票買回較不會產生每股價值稀釋，因而管理者執行認股權時所獲得的股票，大多是來自買回的公司股份 (Jolls 1998; Fern and Liang 2001)。

上述動機中，以資訊傳遞假說係較被廣泛分析，早期關於股票買回之研

究，多著重於公司宣告買回股份原因與宣告效果之探討(蔡柳卿與郭法雲 2004; Dann 1981; Vermaelen 1981; Dann et al. 1991; Dittmar 2000)。Dann(1981)探討股票買回對公司普通股、公司債與特別股價值的影響，進一步探討影響該價值變動的原因，研究結果顯示相較於可轉換公司債與可轉換特別股僅提升3%的報酬，股票買回宣告可為普通股帶來15%的正向報酬，顯示股票買回主要係影響普通股，且無論以供該市場買回或公開收購方式買回，均能為公司帶來正向之異常報酬。而資訊不對稱係公司進行股票買回的一項重要因素之一，當市場低估公司價值或公司看好未來前景時，可藉由股票買回降低雙方之資訊不對稱，如通常有較高代理問題的小規模公司，其宣告效果通常會較大規模公司為高(Vermaelen 1981)。Dittmar(2000)考量公司可能因單一或多數原因而進行股票買回，彙總過去研究所探討之買回動機進行研究，發現價值低估為公司買回股份的一項重要原因，顯示股票買宣告具有資訊傳遞效果(蔡柳卿與郭法雲 2004)，反映未來公司經營績效的提升(Dann et al. 1991)。

Lie(2005)探討股票買回與後續營運績效間的關聯，並採季資料進行研究，其研究結果顯示僅於當季股票買回宣告後實際進行買回之公司，未來營運績效顯示出具有顯著成長，表示當公司確實看好未來前景時，才會實際買回股份。李建然等(2010)認為股票買回屬於公司自願性揭露的一種方式，鑒於公司進行股票買回宣告後不一定會積極買回股份，如此將可能使自願性揭露資訊之接受者對該訊息產生疑慮，故該研究以過去股票買回執行紀錄之簡單平均或加權平均比捕捉公司股票買回計畫之可靠性，探討公司過去股票買回執行紀錄對後續股票買回宣告是否具有資訊內涵，研究結果顯示過去股票買回執行紀錄與短期、中長期之買回宣告異常報酬呈現顯著正相關，表示過去實際買回紀錄具有資訊內涵。雖然公司實際買回紀錄具有資訊內涵，但股票實際執行績效卻仍然不高，Stephens and Weisbach(1998)發現1981年至1990年間，美國於公開市場進行股票買回之公司的實際執行率僅大約74%~82%，顯示當公司實際買回股票係為提升受低估的股價，股價回升至可接受水準或股價低估在可接受範圍內時，便會減少實際買回數量，而實際執行情形也會視公司現金流量而進行策略性的調整⁸。

Gong et al. (2008)探討公開市場股票買回宣告下，長期營業績效與異常報酬間的關係，說明Lie(2005)研究結果之股票買回後的營運績效提升部分係由於公司於買回前向下調整應計數所致，其研究結果亦發現公司於股票買回宣告前有大量的負向應計數調整，此外，異常應計數與公司未來經營績效及股票績效

⁸我國池祥瑩(2003)亦發現公司有策略性買回公司股份之情形，但邱重昌(2006)之研究顯示公司於宣告前便已決定實際買回策略，不會有策略性調整情形，且公司持有之現金流量不會影響其實際買回決策。

呈顯負相關，而當控制股票買回前盈餘管理行為後，發現公司於買回後的績效成長不若控制前的表現，且亦未發現該績效表現與異常應計數間的重大關聯。但 Gong et al. (2008)之研究卻未考量股票買回亦為一種盈餘管理工具。

Bens et al. (2003)之研究發現公司會以股票買回來降低員工認股權對每股盈餘的潛在稀釋效果，而當年度盈餘無法達到過去每股盈餘成長率時，公司會以股票買回的方式降低流通在外股數，以維持每股盈餘的成長目標。此外，亦會以股票買回達到分析師每股盈餘預測(Hribar et al. 2006)。陳慶隆(2009)認為 Bens et al. (2003)主要聚焦於員工認股權稀釋每股盈餘的潛在影響，但我國之股票股利與現金增資皆相當普遍，且兩者對每股盈餘亦具實際影響，然而文獻鮮少對於上述兩情形所造成的每股盈餘稀釋進行探討，此外，Hribar et al. (2006)係以現金流量估計出實際買回股數，而非以實際股票買回數進行研究，在我國法令規定公司需揭露實際執行情形之下，以實際買回數較能捕捉股票買回對每股盈餘管理的影響，因此該研究從新發行股數與每股盈餘偏離兩方面，探討管理者是否會藉由股票買回進行每股盈餘管理，其研究結果顯示公司新股發行越多，股票買回量會越高，而當本期每股盈餘負向偏離前期每股盈餘程度較小時，公司會為了達到前一年的每股盈餘水準而買回較多股票，然而每股盈餘為正向偏離，股票買回較無助於公司達成盈餘平穩化的目的。Burnett et al. (2012)亦考量股票實際買回對每股盈餘分母組成之影響，以股票買回捕捉公司之實質盈餘管理行為，探討審計品質是否會影響企業於應計項目調整與股票買回兩者間的權衡運用，研究結果指出當公司同時具有達到或超越分析師預測誘因與高審計品質的特性，將減少使用受到高審計品質限制的應計項目調整，並轉以使用股票實際買回的方式取代之。

綜觀上述文獻，股票買回可分為宣告與實際買回兩期間，股票買回宣告對股價提升有一定效用，而實際買回卻也影響往後的宣告效果，然而按 Bens et al. (2002)之研究，公司之買回決策可能與裁減性支出裁減與否有關，另外，實際買回亦會影響公司之每股盈餘，而多數文獻僅針對股票實際買回數對每股盈餘之分母之影響作探討，但卻未考量股票買回可能同時影響其對分子與分母組成，因此本研究欲加以探討實質盈餘管理與股票買回兩者間之關聯。

表 2-1 股票實際買回文獻彙總表

作者	年度	研究主題	研究樣本	研究結論
增加現金進行實質交易調整				
Bens, Nagar, and Wong	2002	員工認股權、股票買回與實質投資的關聯。	1996 年至 1999 年間之美國 S&P 500 之上市公司。	企業認股權執行與股票買回呈正相關，且面臨大量員工認股權轉換時，較可能降低其研究發展費用與資本支出。此外，上述行為將導致公司往後年度的績效下降。
以股票買回進行實質盈餘管理				
Bens, Nagar, Skinner, and Wong	2003	企業的股票買回決策是否會受其管理稀釋每股盈餘的動機所影響。	1996 年至 1999 年間之美國 S&P 500 之上市公司。	公司會以股票買回來降低員工認股權對每股盈餘的潛在稀釋效果，而當年度盈餘無法達到過去每股盈餘成長率時，公司會以股票買回的方式降低流通在外股數，以維持每股盈餘的成長目標。
Hribar, Jenkins, and Johnson	2006	企業是否會利用股票買回達到或超越分析是每股盈餘預測。	1988 年至 2001 年間之美國季度股票買回金額大於 \$10,000 之 NYSE、AMEX、NASDAQ 上市公司。	股票買回前異常盈餘為小額負向偏離的企業，股票買回程度將較預期為高，以提升每股盈餘；買回股票前異常盈餘為小額正向偏離時，企業的股票買回程度將較預期為低，以避免每股盈餘下降。此外，以提升每股盈餘為目的之股票買回行為，常會使投資人對其所產生的異常盈餘大打折扣，尤其是在股票買回後達成或超越分析師預期的企業。而以股票買回達成或超越分析師預測，將有助於避免潛在的負向股價反應。

表 2-1 股票實際買回文獻彙總表(續)

作者	年度	研究主題	研究樣本	研究結論
以股票買回進行實質盈餘管理				
陳慶隆	2009	從新發行股數與每股盈餘 偏離兩方面，分別探討管 理者是否會藉由股票買回 進行每股盈餘管理。	2000 年 8 月 7 日至 2005 年 12 月 31 日間曾進行 股票買回宣告之上市櫃 公司。	公司之新發行股數與股票買回數呈顯著正相 關，而盈餘負向偏離樣本之盈餘偏離程度與股 票買回數呈顯著正相關，然而正向偏離樣本呈 正向關係，但未達顯著水準，與預期不符，研 究結果顯示公司新股發行越多，股票買回量會 越高，而當盈餘負向偏離程度較小時，公司會 為了達到前一年的每股盈餘水準而買回較多 股票，然而每股盈餘為正向偏離，股票買回較 無助於公司達成盈餘平穩化的目的。
Burnett, Cripe, Martin, and McAllister	2012	探討審計品質是否會影響 企業於應計項目調整與股 票買回兩者間的權衡運 用。	1987 年至 2008 年間有 動機調整每股盈餘，以 達到或超越分析師預期 之美國上市公司。	審計品質高的公司較會進行股票買回，並且減 少使用受到高審計品質限制的應計項目調整。

資料來源：本研究整理

第二節 實質盈餘管理

公司管理盈餘的方式除應計項目調整外，亦可經由實質盈餘管理調整報導盈餘(Dechow and Skinner 2000; Healy and Wahlen 1999)。Roychowdhury(2006)定義實質盈餘管理為管理者為達成特定盈餘門檻而採取背離一般經營活動的行為，誤導相關利害關係人相信公司在正常營運下已達成其財務報導目標之行為。

由於實質盈餘管理藏身於公司的經營決策行為中，查核人員與主管機關不易由財務報表中察覺管理者進行決策的動機，因此於 2002 年沙賓法案(Sarbanes-Oxley Act, SOX)頒布後，企業為避免潛在的訴訟風險，多偏好採用實質盈餘管理調整其盈餘(Graham et al. 2005; Cohen, Dey, and Lys 2008)。Graham et al. (2005)對 400 位財務長的問卷結果顯示多數的財務長較偏好以實質盈餘管理達成其盈餘目標，其中 80% 傾向降低研究發展、廣告與管理等裁決性支出，而 55.3% 會延遲實行新計畫，即使該實質盈餘管理行為會損及公司經濟價值。Cohen et al. (2008)研究亦發現 2002 年沙賓法案實行後，企業存在降低以應計項目調整盈餘，增加使用實質盈餘管理以達成盈餘門檻之情形。

公司主要係以處分公司長期資產、提供價格折扣、放寬信用條件、減少研究發展費用、廣告費用與銷售及管理費用等裁決性支出與過量生產等實質盈餘管理方式調整其報導盈餘(Roychowdhury 2006; Cohen et al. 2008; Cohen and Zarowin 2010; Gunny 2010; Chi, Lisic, and Pevzner 2011; Zang 2012)。多數探討實質盈餘管理的文獻多參考 Roychowdhury(2006)之研究衡量公司之實質盈餘管理行為(Cohen et al. 2008; Cohen and Zarowin 2010; Chi et al. 2011; Zang 2012)。Roychowdhury(2006)以異常低營業現金流量、異常高生產成本與異常低裁決性費用三個單一指標捕捉企業的實質盈餘管理行為，將實質管理限縮於管理者營業內活動的決策運用，探討公司是否藉實質盈餘管理達成盈餘門檻。然而公司可能於同一期間同時使用上述實質盈餘管理方式管理其盈餘，Cohen (2008)更對此加以考量，以實質盈餘管理綜合指標對公司之實質盈餘管理行為進行總體觀察。

後續研究多針對管理者權衡實質盈餘管理與應計項目調整兩者的運用進行探討(Cohen and Zarowin 2010; Chi et al. 2011; Zang 2012; Burnett et al. 2012)。無論現金增資(seasoned equity offerings, SEO)公司(Cohen and Zarowin 2010)或一般公司(Zang 2012)，於面臨較高訴訟風險時，多偏好使用實質盈餘管理，並減少利用應計項目調整，以提高自身盈餘。甚至審計品質高的公司，

更加會採行實質盈餘管理，一方面藉由高審計品質傳遞盈餘品質與公司治理良好的訊息，另一方面卻採用查核人員不易察覺之實質盈餘管理(Cohen and Zarowin 2010; Chi et al. 2011; Burnett et al. 2012)。Burnett et al. (2012)研究結果亦發現有動機達到或超越分析師預測的公司且審計品質高的公司，較會進行股票買回，並且減少使用受到高審計品質限制的應計項目調整。此外，實質盈餘管理可減低單獨使用應計項目調整的風險。若公司僅使用應計項目調整，當年度盈餘與目標盈餘落差大於年底可調整的應計項目金額時，便難以達成其盈餘調整目的，而公司於年度中若先以實質盈餘管理調整盈餘，便可避免該風險。Zang(2012)研究便顯示實質盈餘管理與應計項目調整兩者間具負向關聯，管理者偏好先使用實質盈餘管理，並於年底採用應計項目調整盈餘。

綜上所述，公司使用實質盈餘管理多為避免潛在訴訟風險，或藉以達成其盈餘目標，文獻常依據 Roychowdhury(2006)之研究衡量實質盈餘管理行為，對實質盈餘管理與應計項目調整進行探討，然而股票買回亦是一種實質盈餘管理方式(Burnett et al. 2012)，因此本研究亦將股票買回為實質盈餘管理行為納入考量，探討不同實質交易在盈餘管理上之替代或互補關係。



表 2-2 實質盈餘管理文獻彙總表

作者	年度	研究主題	研究樣本	研究結論
Roychowdhury	2006	將實質管理限縮於管理者營業內活動的決策運用，發展偵測企業實質盈餘行為的實證方法，並探討公司是否會利用實質盈餘管理跨越零盈餘門檻，及探討其他影響企業盈餘管理實行的因素。	1987 年至 2001 年間之美國上市公司。	企業會藉由提供價格折扣以增加銷貨收入、過度生產以降低銷貨成本、降低裁決性費用已提高邊際利潤，進而提升公司報導盈餘，以避免發生損失。另外，機構投資人持股與實質盈餘管理呈顯著負相關，持有負債、盈餘管理彈性及成長機會與實質盈餘管理具有正向顯著關係。此外，企業也可能為了避免年度盈餘與分析師預期產生負向偏離而進行實質盈餘管理。
Cohen, Dey, and Lys	2008	盈餘管理是否為沙賓法案頒布的主因，而實行沙賓法案後，是否能有效抑止企業的盈餘管理行為。	1987 年至 2005 年間之美國上市公司。	2002 年沙賓法案實行後，企業降低以應計項目調整盈餘，增加使用實質盈餘管理以達成盈餘門檻。
Cohen and Zarowin	2010	現金增資公司之應計項目調整與實質盈餘管理行為間之關聯。	1987 年至 2006 年間曾進行現金增資之美國上市公司。	企業在現金增資前會同時使用應計項目調整與實質盈餘管理；現金增資公司若處於訴訟風險較高的產業、由八大會計師事務所查核或會計師任期較長時，在現金增資前偏好使用實質盈餘管理，並減少利用應計項目調整提高其現金增資前的績效。此外，相對於使用應計項目調整，採行實質盈餘管理對現金增資公司之後續營運績效有較嚴重之負面影響。

表 2-2 實質盈餘管理文獻彙總表(續)

作者	年度	研究主題	研究樣本	研究結論
Gunny	2010	實質盈餘管理是否與存在避免虧損或盈餘負向成長誘因之公司有關，以及實質盈餘管理對其後續營運績效的影響程度。	1988 年至 2002 年間之美國上市公司。	存在避免虧損或盈餘負向成長誘因之公司，會採行實質盈餘管理調整報導盈餘；相對於未使用實質盈餘管理且非面臨盈餘門檻之公司，以實質盈餘管理達到盈餘門檻之公司具較高的後續營運績效，當中以降低研發支出與行銷管理費用作為實質盈餘管理工具之結果最為明顯。
Chi, Lisic, and Pevzner	2011	由高審計品質會計師所查核的公司，是否會因應計項目調整受限轉而採用實質盈餘管理。	2001 年至 2008 年間有動機向上調整盈餘之美國上市公司。	由地區產業專精會計師、審計公費較高、大型事務所或任期較長的會計師所查核的公司，較會採取實質盈餘管理進行盈餘操弄。
Zang	2012	企業進行盈餘管理時，是否會權衡實質盈餘管理與應計項目調整兩者間的使用程度。	1987 年至 2008 年間之美國上市公司。	企業的盈餘管理方式會受其成本與執行時點影響。多數公司於訴訟風險較大時，常減少操弄應計項目，增加使用實質盈餘管理，而實質盈餘管理與應計項目調整兩者間具負向關聯，管理者偏好先使用實質盈餘管理，並於年底採用應計項目調整盈餘。
Burnett, Cripe, Martin, and McAllister	2012	探討審計品質是否會影響企業於應計項目調整與股票買回兩者間的權衡運用。	1987 年至 2008 年間有動機調整每股盈餘，以達到或超越分析師預期之美國上市公司。	審計品質高的公司較會進行股票買回，並且減少使用受到高審計品質限制的應計項目調整。

資料來源：本研究整理

第三節 CEO 支配力與盈餘管理

代理理論認為隨著公司規模逐漸擴大，股東（主理人）本身的學識經驗無法滿足公司經營的需要，因此主理人會委託專業經理人（代理人）來為其經營公司，形成雙方的代理關係，但隨著所有權與經營權逐漸分離下，代理人基於個人效用極大化而產生投機性行為，導致公司資源配置偏離股東價值極大化的目標，因而產生代理成本。由於市場具理性預期，因代理問題而產生之代理成本，最終將由代理人自行承擔(Jensen and Meckling 1976)，而代理人為降低代理成本，將可能產生盈餘管理行為，即公司管理者利用其對於財務報導與交易操作之裁量權，調整財務報導結果，以誤導利害關係人對公司營運績效的理解，或避免違反與財務報導結果有關之契約內容(Healy and Wahlen 1999)。

公司的盈餘管理行為係依組織內部的策略選擇而定，而由 CEO 與其他高階管理者所組成之高階管理團隊的權力高低於其中具有關鍵地位(Child 1972)，該權力端視高階管理者處理組織內外不確定性的能力而定(Finkelstein 1992)，此外，Finkelstein(1992)認為雖然 CEO 通常是團隊中權力最高的管理者，但卻常存在與其他高階管理者分享權力的現象，只有在明確區別 CEO 與其他高階管理者權力關係後，方能確實了解高階管理團隊如何影響組織的決策方向。因此當 CEO 對權力具有較高支配力時，才代表 CEO 掌握處理不確定性的能力，以及對組織策略選擇與經營方向之影響力。

探討 CEO 支配力與盈餘管理關係之相關研究，可區分為對 CEO 支配力對應計項目調整的影響及對實質盈餘管理的影響。關於前者，楊朝旭與吳幸蓁(2003)探討在 CEO 薪酬績效敏感性較高及操縱前期盈餘未達績效門檻的情況下，CEO 是否會經由應計項目調整進行盈餘管理，以提高其薪酬水準，發現當總經理薪酬績效感高或面臨盈餘門檻，抑或同時面臨上述雙重誘因下，CEO 持股比率皆與裁決性應計數呈顯著正相關，顯示 CEO 會為其個人利益，以盈餘管理提高公司之盈餘。王元章、張椿柏(2012)更經由核心代理問題的角度，探討公司股權結構、董事會特性與盈餘管理之關係，結果顯示當總經理兼任董事長與盈餘管理呈顯著正相關，即當公司 CEO 兼任董事長，經營階層對董事會的影響力提高，將助長公司的盈餘管理行為，而核心代理較輕微之公司，亦有此一情形。

有關 CEO 支配力對實質盈餘管理影響之文獻，多以研究發展費用的角度進行探討。Dechow and Sloan(1991)研究結果顯示 CEO 持股與公司研究發展費用具顯著負相關。Ghosh, Moon, and Tandon(2007)檢視股權結構與公司價值間

之非線性關係，顯示 CEO 持股與研究發展費用具非線性關係，在 CEO 持股較高的情形下，公司在研究發展的投入與 CEO 持股為顯著負相關，高持股使 CEO 傾向避免高風險的投資，因而改以採行次佳之研究發展投資，而研究也顯示 CEO 持股與公司資本支出無明顯關係。而與劉盈伶(2009)之研究亦發現高持股 CEO 於考量個人利益與投資風險後，將降低公司研究發展費用的投入。

綜上所述，CEO 支配力高低對的盈餘管理行為確實具有影響力，然而以往對於探討 CEO 支配力與實質盈餘管理兩者關係之研究，多聚焦於 CEO 支配力對研究發展支出的影響上，因此本研究將擴大實質盈餘管理的範圍，考量其他實質盈餘管理方法，探討 CEO 支配力高低，對股票買回與實質盈餘管理間關係的影響。



第參章 研究設計

第一節 假說發展

實際買回記錄具有資訊內涵。Lie(2005)指出，當公司確實看好未來前景時，才會實際買回股票，該研究亦發現，宣告後實際進行股票買回之公司，其日後營運績效有顯著成長。此外，執行率較高的公司往往有較高的異常報酬(池祥萱 2003)，並且由於可提升公司日後股票買回宣告之可信度，使得再次宣告股票買回之異常報酬亦較高(李建然等 2010)。據此，公司可能因股票實際買回含有資訊傳遞效果而高度關注股票買回之執行成效。

公司係以現金支出的方式來買回自家股票，現金流量多寡將會影響股票的實際購回比例(Stephens and Weisbach 1998)。由於減少研發廣告裁決性費用或調整生產經營決策等行為可直接增加公司現金流量，且其為賦予經理人可裁量之內部營運決策，因此經理人可能加以利用來增加公司買回的股份。Bens et al. (2002)研究發現，公司認股權執行率與縮減研究發展費用和資本支出等實質盈餘管理行為呈現顯著正相關，且發現公司多未以新股執行認股權，而係買回股票因應。由此可合理推測，認股權執行率較高之公司，縮減研究發展費用與資本支出金額等行為與股票買回有關。

鑒於公司可藉由股票買回宣告向市場傳遞股價低估或看好未來前景的消息，但宣告後未實際買回非但不利於股價表現，同時亦將影響公司日後股票買回宣告之可信度。公司是否按宣告數執行買回為投資人評估公司決策執行優劣的一項重要資訊，因此為取得投資人的信任，公司可能以實質盈餘管理的方式增加其現金流量，提高實際買回股份，使投資人對實際買回之成效不致有太大之期望落差，即公司實質盈餘管理行為與執行股票買回有關，特別是自由現金流量不寬裕之公司，預期較可能為執行股票買回而進行實質盈餘管理行為。本研究建立假說如下：

H1: 低自由現金流量的公司，較會進行實質盈餘管理增加買回之股份。

雖然公司可能基於資金考量，進行實質盈餘管理以提高股票買回股份，但執行股票買回與實質盈餘管理行為兩者間不必然呈正相關。由於減少研發廣告費用或調整生產經營決策等行為關係著盈餘數字，利用其操弄盈餘既可增加現金，又因為公司之內部營運決策較不易受到主管機關或查核人員的注意，原本

即為經理人對報導盈餘進行管理(Graham et al. 2005)重要選項之一。另一方面，由於投資者評斷公司經營好壞，常以每股盈餘作為其觀察標的(Graham 2005)，而影響每股盈餘增減的因素包含公司盈餘與流通在外股數的變動。公司為達到一定的盈餘目標，除可藉由上述縮減研發廣告費用之裁量性費用或調整生產經營決策等增加現金之實質交易行為美化報導盈餘(Roychowdhury 2006)外，也可經由買回自家股票的方式，以減少流通在外股數，提升公司每股盈餘(陳慶隆 2009; Bens et al. 2002; Bens et al. 2003; Hribar et al. 2006; Burnett et al. 2012)。換言之，公司執行股票買回亦可為盈餘管理的工具，與其他實質盈餘管理行為可能同時併存，抑或具策略性替代關係，即當進行實質盈餘管理後已能達到特定盈餘目標，公司便可降低買回的股數。

考量實質盈餘管理行為與股票買回皆可做為管理每股盈餘工具，公司為了避免每股盈餘的稀釋問題，對兩者運用之結果可能產生策略性互補或替代之關係，即公司執行股票買回與實質盈餘管理行為可能呈現同向或反向變動。因此本研究認為具盈餘管理誘因情況下，公司執行股票買回與實質盈餘管理行為有關，但不作方向之預期。故建立假說如下：

H2: 欲提升每股盈餘之公司執行股票買回會受實質盈餘管理行為影響。

當公司持有大量自由現金流量時，管理者將有較高機會運用資金進行不利投資，此時藉由股票買回將剩餘資金返還於投資者，降低可運用的自由現金流量，將可有效降低潛在之代理成本(Jensen 1986)，即在代理理論下，高自由現金流量公司將可能買回較多股份。然而上述情形並未將公司是否存在盈餘管理壓力納入考量，Hribar et al. (2006)指出，投資人對以提升每股盈餘為目的之股票買回行為存在負面觀感，將減弱投資人對其股票買回之正面評價，意指投資人會因對公司可能利用股票買回進行盈餘管理有所疑慮，而削弱股票買回之訊號傳遞效果，尤其是對股票買回後達成或超越分析師預期的公司，投資人甚至給予負面評價。由於股票買回在有盈餘管理壓力時對股價造成不利的影響，可能折損公司以盈餘調節股價之初衷；另一方面 Chen and Wang (2012)指出，股票買回執行率欠佳之公司常是財務受限制之公司，因其自由現金流量不寬裕，進行股票買回會提高違約風險。意味著存在盈餘管理誘因之公司在同時持有大量自由現金流量情況下，進行股票買回將更加深投資人疑慮，因此本研究預期，低現金流量之公司若無盈餘管理壓力時，可能採取兼顧現金之實質盈餘管理行為以提高股票買回執行成效。然而，當存有盈餘管理壓力時，預期高現金流量之公司較不會選擇股票買回之方式管理盈餘，即面臨盈餘管理壓力之公司自由現金流量愈高，公司愈可能以實質盈餘管理行為替代股票買回，但相對於

高現金流量之公司，低現金流量之公司則有可能同時併用股票買回與實質盈餘管理行為，建立假說如下：

H3: 高自由現金流量的公司，較會以實質盈餘管理行為替代股票買回提高每股盈餘。

股票買回與實質盈餘管理之決策均須經由公司管理階層核准通過才得以進行，公司內部的決策力量攸關兩者的實行。高階管理團隊於組織的策略選擇中扮演著重要的角色(Child 1972)，團隊成員各自所擁有的支配力多寡將會影響策略的選擇，而作為高階管理團隊中的最高階的領導者，CEO 一般被視為組織內擁有最高支配力的管理者(Pearce and Robinson 1987)。然而在企業職能分工明確的情況下，高階管理團隊中成員各自職掌不同業務，對於 CEO 對權力所持有之支配力若僅以其餘公司內之位階予以認定，將有所偏誤。Finkelstein(1992)以 CEO 之結構支配力(structure power)、股權支配力(ownership power)、專家支配力(expert power)與聲望支配力(prestige power)四大構面觀察 CEO 所擁有的支配力。其中，結構支配力與股權支配力較常見於 CEO 支配力的衡量，林秀鳳與李建然(2008)以 CEO 持股比率及 CEO 兼董事長捕捉 CEO 支配力，發現於團隊中擁有高支配力之 CEO，公司績效越好，但若 CEO 同時為董事長時績效較差。兩者對組織運作與決策之影響較為直接。

當 CEO 握有高支配力時，可避免高階經理人或董事會成員因意見分歧而損及決策的訂定，增進公司的經營效率(Daily and Dalton 1997)，或更致力於公司價值之提升，於公司具備足夠資金時買回公司股份，並專注以公司經營提升盈餘，而不過度使用盈餘管理工具。然而，其他學者對此持有不一致的看法。高支配力賦予 CEO 之意見統合與決策力量，亦會造成投資大眾質疑公司內部之監督機制能否有效發揮(Fama and Jensen 1983)，甚至影響董事會成員之選任、削弱與其他高階經理人之相互制衡力量(Zald 1969)，進而左右公司經營決策方向，引發為私人利益或趨避風險之反功能決策(Dechow and Sloan 1991; Ghosh et al. 2007; 劉盈伶 2009)，在有股票買回需求時過度裁減裁決性支出，或倚賴實質盈餘管理與股票買回提升公司每股盈餘。

根據以上所述，CEO 因組織地位而擁有之公司內部最終決策權力，須視董事會監督能力與內部相互制衡力量而定。CEO 若具有高支配力，其對於經營方向的掌控、內部意見統合力量，有較高機會左右公司決策。由於實質盈餘管理的進行與股票實際買回與否，為公司內部決策結果，若高支配力 CEO 欲利用實質盈餘管理所帶來的現金流量增加實際買回的股份，將提升兩者間的正向關

係；反之，若高支配力 CEO 欲利用實質盈餘管理與股票實際買回提升每股盈餘，亦會加強兩者間的關聯，因此本研究不預期方向，建立假說如下：

H4: CEO 支配力越高，股票買回與實質盈餘管理的關係越明顯。



第二節 具盈餘管理動機樣本

具有動機向上管理盈餘之樣本，於實質盈餘管理方面，跨越盈餘門檻為重要之盈餘管理觀察指標，Roychowdhury(2006)首開先例，觀察公司之資產報酬率(return on asset, ROA)⁹，探討是否存在利用實質盈餘管理跨越零盈餘門檻之現象，結果發現於 ROA 大於等於 0% 且未跨越 0.5% 時確實存在該情形¹⁰。另一方面，ROA 之分子為盈餘，而盈餘受公司是否從事實質盈餘管理所影響，亦為影響公司每股盈餘之因素，因此本研究採用 ROA 作為觀察標的。然而，Roychowdhury(2006)係以美國之公司進行檢測，鑒於我國與美國之投資環境有所差別，Roychowdhury(2006)中之門檻恐不適用於國內可能進行實質盈餘管理樣本之篩選，故參考黃柏庭(2007)之研究，以 ROA¹¹ 代表公司之盈餘資料，觀察我國 2000 年 8 月 7 日至 2011 年 12 月 31 日上市櫃公司之季盈餘資料，認定 ROA 大於等於 0% 且未跨越 1% 之樣本為較可能進行實質盈餘管理之觀察值。

關於股票實際買回，公司實際買回股票對每股盈餘影響可區分為分子與分母兩方面。於分子方面，買回股票係以支付現金之方式進行，但該現金除買回股票外，亦可運用於其他用途，因此尚須考量公司支付現金買回股票時產生之機會成本(如現金運用於其他方面可獲得的報酬，或與該現金有關之資金成本)對公司盈餘之影響；在分母部分，買回股票將減少公司之流通在外股數，然而每股盈餘之分母一般是以加權平均流通在外股數表示，故尚須考量公司之股票買回時點所帶來之影響。本研究沿用 Bens et al. (2003) 及 Hribar et al. (2006) 對上述概念之解釋，其相關說明如下：

令股票買回前每股盈餘為 EPS_1 ，股票買回後每股盈餘為 EPS_2 ，並以式(1)表示如下：

$$EPS_1 = \frac{E}{S} \quad \text{and} \quad EPS_2 = \frac{(E - C)}{(S - \omega \Delta S)} \quad (1)$$

其中， E 為該期間買回股票前之盈餘； C 為現金之機會成本； S 為股票買回前之流通在股數； ω 為用以計算加權平均流通在外股數之期間權重，介於 0

⁹ 加計非常項目(extraordinary item)前之淨利平減總資產。

¹⁰ Gunny(2010)、Chi et al. (2011)與 Zang(2012)亦以 ROA 作為公司是否存在避免虧損誘因之觀察標的。

¹¹ 黃柏庭(2007)採用之 ROA 係常績性淨利除以總資產，本研究沿用其概念，以稅後息前折舊前常績性淨利除以平均資產總額計算出之 ROA 作為觀察標的。

與 1 之間； ΔS 為實際買回股數。

另外，假設股票買回之每股價格為 P ，買回股票所支付現金之稅後報酬率¹²為 r ，得機會成本 $C = \omega(\Delta SPr)$ ，再代入式(1)中後可知 $EPS_j/P > r$ ，亦即實際買回股票不一定可為公司提高每股盈餘，當本益比例數大於買回股票所支付現金之稅後報酬率時，公司實際買回股票才有助於每股盈餘的提升。故本研究認定本益比例數大於買回股票所支付現金之稅後報酬率之觀察值可能存在以股票買回進行盈餘管理之動機。



¹² Bens et al. (2003) 指出買回股票所支付之現金報酬率可以公司特有的加權平均資金成本 (weighted-average cost of capital, WACC) 與無風險利率 (risk-free rate) 做為衡量。考量以計算得出之 WACC 可能因計算過程中資料遺漏的問題成為遺漏樣本，使樣本數因此減少，故本研究以資料較為完整之台灣銀行一年期定期存款利率衡量買回股票所支付之現金報酬率，此外，以一銀二年期定期存款利率及一銀三年期定期存款利率加以衡量下，實證結果仍具相同結論。

第三節 變數衡量

本研究於控制其他變數的影響下，分析股票買回是否與實質盈餘管理有關，作為假說的驗證基礎，並進一步探討 CEO 支配力對兩者間關係之影響，相關變數衡量詳述如下。

一、應變數

本研究以實際買回率(*ACTBUY*)作為股票買回之代理變數，以實際買回股數除以前期流通在外股數衡量之，探討實質盈餘管理與股票買回間的關聯，及 CEO 支配力對此關係的調節作用，並同時捕捉股票實際買回降低流通在外股數之特性。

二、實驗變數

本研究依循 Roychowdhury(2006)之研究，站在公司會以控制交易時點、降低裁決性費用¹³與提高產能之營業活動進行公司盈餘調整的立場，以異常低營業現金流量(*ABCFO*)、異常高生產成本(*ABPROD*)與異常低裁決性費用(*ABDISEXP*)捕捉公司的實質盈餘管理行為。公司藉由提供價格折扣與放寬信用條件的方式控制交易時點，可增加執行當年度的銷售量，然而待次年度價格回復至正常水準時，將造成次年度銷售量下跌，此外，當年度的銷售量提升帶動盈餘上升，卻因提供價格折扣與放寬信用條件使當年度額外銷售量的邊際毛利下降，因而使營運活動現金流量下跌；公司減少裁決性費用將可提升當年度盈餘，而該費用涉及公司現金支出，因此也將減緩公司現金流量的下降幅度；當公司提高產能時，固定成本將可分攤至較多的產品上，藉由單位成本的降低間接使單位銷售成本下降，並帶動當年度盈餘提升，然而現金流量卻也因額外發生的生產成本與持有成本而降低。

參考 Roychowdhury(2006)與 Cohen et al. (2008)之研究，本研究藉由式(2)、(3)與(4)估計出正常營業活動現金流量、正常生產成本與正常裁決性費用，以實際營業活動現金流量、實際生產成本與實際裁決性費用減除上述正常數得出異常數，最後再標準化 *ABCFO*、*ABPROD* 與 *ABDISEXP*，並經考量三者與盈

¹³ Roychowdhury(2006)之研究將裁決性費用定義為研究發展費用(R&D)、廣告費用與銷售及管理費用(SG&A)的總和。

餘之方向性後，予以加總得實質盈餘管理綜合指標(RM)，以觀察三者所帶來的綜合影響。

$$\frac{CFO_{it}}{ASSET_{i,t-1}} = a_0 + a_1 \left(\frac{1}{ASSET_{i,t-1}} \right) + a_2 \left(\frac{SALES_{it}}{ASSET_{i,t-1}} \right) + a_3 \left(\frac{\Delta SALES_{it}}{ASSET_{i,t-1}} \right) + \sigma_{it} \quad (2)$$

其中， CFO_{it} 為第*i*家公司第*t*期之營業活動現金流量； $ASSET_{i,t-1}$ 為第*i*家公司第*t-1*期之期末總資產； $SALES_{it}$ 為第*i*家公司第*t*期之銷貨收入淨額； $\Delta SALES_{it}$ 為第*i*家公司第*t*期之銷貨收入淨額變動數。

$$\begin{aligned} \frac{PROD_{it}}{ASSET_{i,t-1}} = & b_0 + b_1 \left(\frac{1}{ASSET_{i,t-1}} \right) + b_2 \left(\frac{SALES_{it}}{ASSET_{i,t-1}} \right) + b_3 \left(\frac{\Delta SALES_{it}}{ASSET_{i,t-1}} \right) \\ & + b_4 \left(\frac{\Delta SALES_{i,t-1}}{ASSET_{i,t-1}} \right) + v_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

其中， $PROD_{it}$ 為第*i*家公司第*t*期之生產成本，以銷貨成本加上存貨變動數計算之； $\Delta SALES_{i,t-1}$ 為第*i*家公司第*t-1*期之銷貨收入淨額變動數。

$$\frac{DISEXP_{it}}{ASSET_{i,t-1}} = c_0 + c_1 \left(\frac{1}{ASSET_{i,t-1}} \right) + c_2 \left(\frac{SALES_{i,t-1}}{ASSET_{i,t-1}} \right) + \varphi_{it} \quad (4)$$

其中， $DISEXP_{it}$ 為第*i*家公司第*t*期之裁決性費用，以廣告費用、研究發展費用與銷管費用總和計算之。最後，根據 Cohen et al. (2008)將 $ABCFO$ 、 $ABPROD$ 與 $ABDISEXP$ 標準化後，考量公司可能同時利用三種方式管理其盈餘，但 $ABPROD$ 與公司盈餘正相關，而 $ABCFO$ 與 $ABDISEXP$ 與公司盈餘為負相關，因此將 $ABCFO$ 與 $ABDISEXP$ 兩者乘以(-1)，使三者對盈餘的影響方向一致，爾後予以加總，得到實質盈餘管理綜合指標(RM)捕捉三變數對盈餘的總影響。

$$RM = - \text{standardized } ABCFO + \text{standardized } ABPROD - \text{standardized } ABDISEXP \quad (5)$$

Finkelstein(1992)認為 CEO 在公司所擁有的職稱越多，其結構支配力越高，故本研究參考劉韻僊(2006)及林秀鳳與李建然(2008)之研究，以 CEO 是否同時擔任公司董事長設置虛擬變數，若 CEO 兼任董事長(*PDUAL*)為 1，否則為 0；而握有高股權的 CEO，相對於其他管理者將擁有較高的所有權支配力，因此依循 Finkelstein(1992)及林秀鳳與李建然(2008)之研究，以 CEO 股權佔其他高階主管股權相對比例衡量，並依中位數區分樣本，設置 CEO 持股之虛擬變數(*DPSHARE*)，若 CEO 持股高於中位數為 0，否則為 1。

公司由公開市場中取得自家股票，係以實際支付現金之方式進行，因此公司擁有的現金流量多寡將可能影響其實際買回決策，Dittmar(2000)研究指出公司的現金流量多寡會影響股票實際買回結果(Stephens and Weisbach 1998)；然而公司面臨盈餘管理壓力時，若所持有之現金流量越高，進行股票買回時，越可能使投資大眾對其執行股票買回之行動存疑，因此為避免上述情形發生，公司亦可能減少其實際買回之股份。本研究首先將營運活動現金流量減去投資活動現金流量後平減總資產，並依中位數區分樣本，設置自由現金流量比率¹⁴之虛擬變數(*DFCF*)，若自由現金流量比率高於中位數為 0，否則為 1，預期公司具盈餘管理動機時方向為正，不具盈餘管理動機時方向為負。

三、控制變數

小規模公司的資訊揭露程度通常不若大規模公司完善，因而使其具有較嚴重的資訊不對稱，所以相對於大規模公司，小規模公司有較大誘因進行買回，Dittmer (2000)便指出在 1982 年以前，規模小的公司較會進行股票買回，而我國陳慶隆(2009)研究結果顯示公司規模(*SIZE*)與股票買回執行率具負向顯著關係，然而 Dittmer (2000)卻也發現在 1982 年後，大規模公司股票買回金額卻較小規模公司大，表示大規模公司也可能為降低資訊不對稱，以股票買回的方式挽救被低估的股價，故本研究以總資產取自然對數衡量，但不作方向預期。

股票買回決策經董事會決議後，需向市場進行買回宣告，公司一般應依其宣告買回數進行後續之實際買回，邱垂昌(2006)研究結果指出公司宣告買回率(*ANCBUY*)與實際買回率具正向顯著關係。因此本研究以宣告買回股數佔流通在外股數比率衡量公司之宣告買回率，預期方向為正。

¹⁴ 自由現金流量為超過投資所需金額的多餘資金，可為公司自由運用，當公司有較高的自由現金流量，將有能力執行其買回政策。

當公司股東權益市值低於其帳面價值時，可能隱含公司之經營良窳與前景無法有效反映於股價上之現象，因而產生公司股價低估之情形，故當公司淨值市值比(BM)較高，較可能買回自家股票(陳慶隆 2009; Barth and Kasznik 1999)，本研究以普通股權益帳面價值除以普通股權益市值衡量淨值市值比，並預期方向為正。

公司股東與管理者間之代理關係，常造成雙方間的資訊不對稱，當公司董監事持有較高股份時，因其較易了解公司資訊，公司股價可能較能有效反映公司經營良窳，因而公司可能也較無須進行股票買回。然而鄭桂蕙、林宛瑩與許崇源(2006)研究結果顯示高董監事持股(OWN)的公司，於股價低估時較傾向買回公司股份，顯示雖然高董監事持股公司之股價可有效反映其經營狀況，但由於股價表現影響董監個人之財富甚鉅，故股價低估時，高董監事持股公司較可能進行股票買回，因此本研究以董監事持股數除以流通在外股數衡量董監事持股，並不作方向預期。

董監事質押比率($PLEDGE$)越高，董監事較可能實際買回公司股票，以避免因股價低估導致須進一步提補擔保品，或避免控制權降低的情形，陳妮雲(2008)研究便指出董監事質押比率與股票買回執行率具正向關係，故本研究以董監事質押股數占董監事持股數比例衡量董監事質押比率，並預期方向為正。

公司由公開市場買回股票將減少流通在外股數，改變公司現有財務結構，因此負債比率高的公司，較不會買回股票(洪榮華、陳怡珮與許凱婷 2010; Dittmar 2000)，以避免公司面臨該負債所帶來的違約風險，本研究以總負債除以總資產求衡量負債比率($DEBT$)，預期方向為負。

銷貨收入為公司之主要收入來源，當面對眾多有利的投資機會時，若公司多將其資金投入其中，將會擁有較高的銷貨收入成長率(SG)，反之，若其銷貨收入成長率低時，顯示公司較無機會進行有利投資，故此時較有能力買回公司股票(Barth and Kasznik 1999)，此外，銷貨收入下降亦可能降低市場對公司之信心，進而影響公司股票價格，陳慶隆(2009)研究顯示公司於銷貨收入成長率較高時，較不會以股票買回的方式提升其每股盈餘，因此本研究以銷貨收入淨額減去前期銷貨收入淨額，再平減前期銷貨收入淨額，得銷貨收入成長率，並預期方向為負。

公司股票買回與否須經董事會決議，當董事會獨立性($BOARDIND$)較高

時，較能以股東利益最大化為考量，對公司決策優劣進行客觀判斷，而當董事會獨立董事席次比率較高，較能有效增進董事會獨立性，減少反功能決策的發生，進而使公司有較好的經營績效(李建然、廖秀梅與廖益興 2003)，故本研究認為董事會獨立性較高時，公司較能依其決策結果進行實際買回動作，並以獨立董事席次捕捉董事會獨立性，以獨立董事席次占董事總席次比例衡量之，預期方向為正。

當公司執行期間股價提升不顯著，低於預期的股票報酬率表示買回成本也較低，此時公司可能進行策略性買回，以低買回成本實際買回更多股份(Stephens and Weisbach 1998)，故本研究納入執行期間報酬率(RIE)，並預期方向為負，計算方式如式(6)所示：

$$[(1 + R_{i,d1})(1 + R_{i,d2}) \dots (1 + R_{i,dn})] - 1 \quad (6)$$

其中， $R_{i,d1}$ 為第 i 家公司股票執行開始日之除權息調整後報酬率； $R_{i,dn}$ 為第 i 家公司股票執行結束日之除權息調整後報酬率。

我國電子業之股票買回次數相對高於其他產業，為避免買回行為過度集中於該產業，故設置產業別(IND)虛擬變數予以控制，若公司屬電子業為 1，屬其他產業則為 0。此外，為避免交易市場與季節因素對公司實際買回行為的影響，納入交易市場別(TSE)之虛擬變數，若公司屬於上市公司為 1，屬上櫃公司則為 0，並納入季度別(QTR)之虛擬變數，控制季度之固定效果。

第四節 實證模型

Tobit 迴歸模型適用於具有截堵(truncated)與受限(censored)性質之樣本。當樣本僅能於某一特定範圍中被觀察到，無法觀察範圍外之樣本時，即具有截堵性質；而當樣本大於或小於某一數值時，以該數值予以替代，表示樣本具受限特性。考量公司可能於宣告後未實際進行買回，採用普通最小平方法(ordinary least squares method, OLS)將可能導致參數估計值發生偏誤(biased)與不一致(inconsistent)的情形(Greene 1981)，故本研究以 Tobit 迴歸模型分析股票買回執行率與實質盈餘管理之關係，並同時列示 OLS 之結果以供比較。Tobit 迴歸模型之方程式如下：

$$y_i^* = \beta' x_i + u_i \quad (7)$$

其中， y^* 為潛伏變數(latent variable)，當本研究之樣本小於 0 或大於 1 之不可觀察範圍時，即以 0 或 1 替代之，並以 y 作為可觀察值。本研究 y 之定義如下：

$$y_{it} = \begin{cases} 1 & \text{if } y_{it}^* \geq 1 \\ y_{it}^* & \text{if } 0 < y_{it}^* < 1 \\ 0 & \text{if } y_{it}^* \leq 0 \end{cases} \quad (8)$$

根據以上論述，並考量實質盈餘管理涉及現金流量的增減變動之情形，將 RM 與 $DFCF$ 之交乘項($RM \times DFCF$)納入迴歸式中，以實證模型式(9)進行假說 H1、H2 與 H3 之驗證。假說 H1 方面，預期總樣本及區分盈餘管理動機下之係數和($\alpha_1 + \alpha_3$)為正向顯著，表示低自由現金流量公司，較會進行實質盈餘管理增加買回之股份；於具盈餘管理動機樣本下，預期 α_1 為負向顯著，係數和($\alpha_1 + \alpha_3$)顯著異於零，表示股票買回與實質盈餘管理有關(假說 H2)，也代表高自由現金流量公司，較會以實質盈餘管理行為替代股票買回(假說 H3)。

$$\begin{aligned} ACTBUY_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 RM_{it} + \alpha_2 DFCF_{i,t-1} + \alpha_3 RM_{it} \times DFCF_{i,t-1} + \alpha_4 SIZE_{i,t-1} \\ & + \alpha_5 ANCBUY_{it} + \alpha_6 BM_{i,t-1} + \alpha_7 OWN_{i,t-1} + \alpha_8 PLEDGE_{i,t-1} \\ & + \alpha_9 DEBT_{i,t-1} + \alpha_{10} SG_{i,t-1} + \alpha_{11} BOARDIND_{i,t-1} + \alpha_{12} TSE_{i,t-1} \\ & + \sum_{t=1}^3 \alpha_t QTR + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (9)$$

其次，假說 H4 納入 CEO 支配力觀點，探討 CEO 支配力高低是否會影響實質盈餘管理與股票買回間的關係。式(10)中以 CEO 雙重性(*PDUAL*)與 CEO 持股(*DPSHARE*)捕捉 CEO 支配力，將 *RM* 與 *PDUAL* 之交乘項(*RM*×*PDUAL*)、*RM* 與 *DPSHARE* 之交乘項(*RM*×*DPSHARE*)納入迴歸式中，承續式(9)自由現金流量之概念，進一步將觀察值依自由現金流量比率之中位數區分為高、低現金流量兩群次樣本，對假說 H4 進行檢測，預期係數和($\beta_1+\beta_4$)與($\beta_1+\beta_5$)顯著異於零，表示高支配力的 CEO，較可能使實質盈餘管理與股票買回的關係越明顯，且不作方向預期。式(10)之實證模型如下：

$$\begin{aligned}
 ACTBUY_{it} = & \beta_0 + \beta_1 RM_{it} + \beta_2 PDUAL_{i,t-1} + \beta_3 DPSHARE_{i,t-1} + \beta_4 RM_{i,t-1} \times PDUAL_{i,t-1} \\
 & + \beta_5 RM_{i,t-1} \times DPSHARE_{i,t-1} + \beta_6 SIZE_{i,t-1} + \beta_7 ANCBUY_{it} + \beta_8 BM_{i,t-1} \\
 & + \beta_9 OWN_{i,t-1} + \beta_{10} PLEDGE_{i,t-1} + \beta_{11} DEBT_{i,t-1} + \beta_{12} SG_{i,t-1} \\
 & + \beta_{13} BOARDIND_{i,t-1} + \beta_{14} TSE_{i,t-1} + \sum_{t=1}^3 \beta_t QTR + \omega_{it}
 \end{aligned} \tag{10}$$

茲將變數及其衡量方式彙總如表 3-1：

表 3-1 變數彙總表

變數名稱	變數定義	變數衡量	預期符號
應變數			
<i>ACTBUY</i>	實際買回率	實際買回股數除以前期流通在外股數。	
實驗變數			
<i>RM</i>	實質盈餘管理	考量標準化後之 <i>ABCFO</i> 、 <i>ABPROD</i> 及 <i>ABDISEXP</i> 與盈餘之方向性後予以加總。	?
<i>PDUAL</i>	CEO 雙重性	虛擬變數，若 CEO 兼董事長為 1，否則為 0。	?
<i>DPSHARE</i>	CEO 持股	CEO 股權除以高階管理團隊成員平均股權，並設置虛擬變數，若 CEO 持股高於中位數為 1，否則為 0。	?
<i>DFCF</i>	自由現金流量比率	營運活動現金流量減投資活動現金流量後平減總資產，並設置虛擬變數，若自由現金流量比率高於中位數為 0，否則為 1。	+/-
控制變數			
<i>SIZE</i>	公司規模	總資產取自然對數。	?
<i>ANCBUY</i>	宣告買回率	宣告買回股數佔流通在外股數比率。	+
<i>BM</i>	淨值市值比	普通股權益帳面價值除以普通股權益市值。	+
<i>OWN</i>	董監事持股	董監事持股數除以流通在外股數。	?
<i>PLEDGE</i>	董監事質押比率	董監事質押股數除以董監事持股數。	+
<i>DEBT</i>	負債比率	總負債除以總資產。	-
<i>SG</i>	銷貨收入成長率	銷貨收入淨額減前期銷貨收入淨額，再平減前期銷貨收入淨額。	-
<i>BOARDIND</i>	董事會獨立性	獨立董事席次占董事總席次比例。	+
<i>RIE</i>	執行期間報酬率	除權息調整後日報酬率之累積乘數。	-
<i>IND</i>	產業別	虛擬變數，若公司屬電子業為 1，否則為 0。	+
<i>TSE</i>	交易市場別	虛擬變數，若公司屬於上市公司為 1，屬上櫃公司則為 0。	+
<i>QTR</i>	季度別	季度別之虛擬變數。	?

第五節 樣本篩選與資料來源

我國於2000年7月19日增訂證交法第二十八條之二，同年8月7日發布「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」後，始確立上市上櫃公司買回股票之法源依據，為求研究樣本之完整性，研究期間為2000年8月7日至2011年12月31日，以季為期間衡量單位，研究樣本為期間內曾進行股票買回宣告並已執行完畢之上市上櫃公司，研究資料取自台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal, TEJ)與台灣證券交易所「公開資訊觀測站」。樣本排除產業性質特殊之金融業、保險業與證券業，刪除無法歸屬至其他特定產業之其他產業，有遺漏資料及產業-季未達8家之樣本亦予以剔除。

樣本篩選過程如表3-2所示，股票買回總樣本共計2,945筆公司/年觀察值。其中，ROA非介於0至0.01間且本益比例數小於買回股票所支付現金之稅後報酬率之不具盈餘管理動機樣本共1,164筆，具盈餘管理動機樣本為1,781筆。鑒於股票實際買回資料於買回結束時才可知曉，表3-3中列示股票買回結束之年度-季分佈，以了解公司實際買回結束之時間分佈，其中可看出樣本之股票買回多結束於第四季，當中以2008年第四季最為頻繁，可能係因為當年度金融海嘯爆發，公司為因應經濟環境動盪所帶來的後續影響之故。

此外，由表3-4之樣本產業分布中，可看出宣告買回次數近72%為電子產業，其平均實際買回率為1.92%，而產業中之塑膠工業、紡織工業與貿易百貨之平均實際買回率均高於2%，且亦高於電子產業，此外，橡膠工業、觀光與郵電燃氣之宣告次數均低於樣本產業之1%。

表 3-2 樣本篩選過程

項目	樣本數	合計
原始樣本	49,546	
減：金融、證券與保險業	(1,776)	
其他產業	(2,711)	
加：同季買回兩次以上	259	
減：非股票買回	(42,238)	
產業-季樣本小於 8 家與資料遺漏	(135)	
股票買回總樣本		2,945
區分盈餘管理動機次樣本		
不具盈餘管理動機之股票買回樣本*		1,164
具盈餘管理動機之股票買回樣本		1,781

*ROA 非介於 0 至 0.01 間且本益比例數小於買回股票所支付現金之稅後報酬率。

表 3-3 股票買回結束年度-季分布

年度	第一季	第二季	第三季	第四季	合計
2000	-	-	14	95	109
2001	83	23	41	71	218
2002	33	17	28	64	142
2003	48	60	35	43	186
2004	26	96	126	105	353
2005	76	38	48	103	265
2006	51	60	63	56	230
2007	17	12	13	61	103
2008	172	44	165	329	710
2009	84	40	26	13	163
2010	14	16	17	26	73
2011	30	54	62	160	306
2012	87	-	-	-	87
合計	721	460	638	1,126	2,945

表 3-4 樣本產業分布

產業	代碼	Q1	Q2	Q3	Q4	合計	%	平均實際買回率(%)
食品工業	12	10	5 ¹⁵	8	9	32	1.09	1.64
塑膠工業	13	8	8	11	22	49	1.66	2.26
紡織工業	14	33	14	28	49	124	4.21	2.65
電機機械	15	30	22	26	47	125	4.24	1.84
電器電纜	16	19	10	16	20	65	2.21	1.78
化學生技醫療	17	31	22	23	41	117	3.97	1.52
鋼鐵工業	20	18	6	14	31	69	2.34	1.67
橡膠工業	21	7	8	2	9	26	0.88	1.70
電子工業	23	509	338	467	812	2,126	72.19	1.92
建材營造	25	26	10	17	44	97	3.29	1.95
航運	26	9	4	7	12	32	1.09	1.77
觀光	27	1	2	3	5	11	0.37	1.24
貿易百貨	29	13	9	14	19	55	1.87	2.10
油電燃氣	97	7	2	2	6	17	0.58	1.43
合計		721	460	638	1,126	2,945	100	

¹⁵ 於計算實質盈餘管理綜合指標時，僅扣除計算所取用之相關資料產業-季樣本小於 8 家之觀察值，因此篩選股票買回總樣本時，扣除其他變數遺漏值後，產業-季分布未達八家之情形實屬合理。

第肆章 實證結果與分析

第一節 敘述性統計

本研究變數之敘述統計彙總於表 4-1 與表 4-2。表 4-1 以公司是否具有盈餘管理動機區分樣本進行單變量檢定，表 4-2 則進一步對具盈餘管理動機樣本區分自由現金流量加以分析。

觀察表 4-1 可看出，相對於不具盈餘管理動機的公司，具盈餘管理動機之公司，其淨值市值比(*BM*)通常較低，負債比(*DEBT*)率較高，顯示具盈餘管理動機之公司擁有較差的經營體質，另外，宣告買回數(*ANCBUY*)較多，銷貨收入成長率(*SG*)成長幅度較大，買回期間報酬率(*RIE*)較高，且多為上市公司。然而從中卻未發現公司是否具備盈餘管理動機，在實際買回率(*ACTBUY*)及實質盈餘管理(*RM*)程度會有所差異。由於單變量檢定並未加以考量控制變數可能帶來的影響，故本研究於後續將納入相關控制變數，深入以多元迴歸模型進行檢測。

考量當公司面臨盈餘管理壓力時，可能因持有之自由現金流量多寡而有不同的因應方式，因此進一步觀察具盈餘管理動機之高、低自由現金流量公司間的差異，並將結果列示於表 4-2。由表 4-2 中可發現高自由現金流量公司相較低自由現金流量公司，有較低的實際買回率與實質盈餘管理程度，隱含著公司可能考量所持有之可運用資金，而有不同的運用策略。此外，相對於低自由現金流量公司，高自由現金流量公司之淨值市值比、董監事質押比率(*PLEDGE*)與負債比率通常較低，存在較多 CEO 兼任董事長(*PDUAL*)的情形，CEO 持股(*PSHARE*)通常較高，但同時董事會獨立性(*BOARDIND*)也較高，且多屬於電子業、上櫃公司。至於公司規模(*SIZE*)、宣告買回比率、董監事持股(*OWN*)、銷貨收入成長率與執行期間報酬率則未發現明顯差異。

變數間之相關係數列示於表 4-3。由表 4-3 中可看出，所有自變數皆與 *ACTBUY* 呈顯著相關，且大部分自變數間之相關係數之絕對值未超過 0.4，最高僅 *SIZE* 與 *TSE* 之 -0.504(Pearson 相關係數)與 -0.545(Spearman 相關係數)，故整體而言，自變數間之共線性問題並不嚴重。

表 4-1 單變量檢定—股票買回總樣本區分盈餘管理動機

變數	不具盈餘管理動機 (n=1,164)		具盈餘管理動機 (n=1,781)		差異		
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數差異	t 值	z 值 ^b
<i>ACTBUY</i>	1.867	1.601	1.954	1.534	-0.087	-1.46	-1.373
<i>RM</i>	-0.173	0.154	-0.113	0.164	-0.060	-0.87	1.378
<i>PDUAL</i>	0.392	0	0.391	0	0.001	0.02	0.022
<i>PSHARE</i>	2.376	1.955	2.492	1.983	-0.116	-1.41	0.789
<i>FCF</i>	0.029	0.029	0.033	0.026	-0.004	-1.60	-1.200
<i>SIZE</i>	15.391	15.228	15.406	15.185	-0.015	-0.31	-0.943
<i>ANCBUY</i>	0.029	0.026	0.030	0.025	-0.001	-1.73 *	-0.980
<i>BM</i>	0.853	0.595	0.680	0.772	0.173	9.30 ***	9.311 ***
<i>OWN</i>	0.200	0.179	0.205	0.177	-0.005	-1.10	-0.730
<i>PLEDGE</i>	0.131	0.000	0.129	0.003	0.002	0.29	0.629
<i>DEBT</i>	0.350	0.363	0.362	0.351	-0.012	-2.33 **	-2.163 **
<i>SG</i>	-0.017	0.018	0.085	-0.040	-0.102	-3.03 ***	-7.870 ***
<i>BOARDIND</i>	0.127	0.000	0.131	0.000	-0.004	-0.71	-0.759
<i>RIE</i>	0.044	0.046	0.062	0.023	-0.018	-2.07 **	-2.830 ***
<i>IND</i>	0.718	1	0.724	1	-0.006	-0.36	-0.361
<i>TSE</i>	0.616	1	0.680	1	-0.064	-3.58 ***	-3.569 ***

a. *ACTBUY* 為實際買回股數除以前期流通在外股數(%)；*RM* 為考量標準化後之 *ABCFO*、*ABPROD* 及 *ABDISEXP* 與盈餘之方向性後予以加總；*PDUAL* 為虛擬變數，CEO 兼董事長為 1，否則為 0；*PSHARE* 為 CEO 股權除以高階管理團隊成員平均股權；*FCF* 為營運活動現金流量減投資活動現金流量後平減總資產；*SIZE* 為總資產取自然對數；*ANCBUY* 為宣告買回股數佔流通在外股數比率；*BM* 為普通股權益帳面價值除以普通股權益市值；*OWN* 為董監事持股數除以流通在外股數；*PLEDGE* 為董監事質押股數除以董監事持股數；*DEBT* 為總負債除以總資產；*SG* 為銷貨收入淨額減前期銷貨收入淨額，再平減前期銷貨收入淨額；*BOARDIND* 為獨立董事席次占董事總席次比例；*RIE* 為除權息調整後日報酬率之累積乘數；*IND* 為虛擬變數，若公司屬電子業為 1，否則為 0；*TSE* 為虛擬變數，若公司屬於上市公司為 1，屬上櫃公司則為 0。

b. 為無母數 Mann-Whitney 檢定之 z 值。

c. ***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

表 4-2 單變量檢定—具盈餘管理動機樣本區分自由現金流量

變數	高自由現金流量 (n=889)		低自由現金流量 (n=892)		差異		
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數差異	t 值	z 值 ^b
<i>ACTBUY</i>	1.869	1.490	2.039	1.726	-0.170	-2.22 **	-3.107 ***
<i>RM</i>	-0.284	0.150	0.057	0.158	-0.341	-4.45 ***	-2.348 **
<i>PDUAL</i>	0.411	0	0.371	0	0.040	1.72 *	1.718 *
<i>PSHARE</i>	2.624	1.950	2.360	1.955	0.264	2.36 ***	1.13
<i>SIZE</i>	15.419	15.201	15.393	15.268	0.026	0.45	-0.784
<i>ANCBUY</i>	0.030	0.025	0.031	0.027	-0.001	-0.84	-1.419
<i>BM</i>	0.631	0.535	0.730	0.660	-0.099	-4.57 ***	-5.745 ***
<i>OWN</i>	0.205	0.17925	0.205	0.178	0.000	0.03	0.019
<i>PLEDGE</i>	0.120	0.000	0.139	0.000	-0.019	-2.05 **	-1.723 *
<i>DEBT</i>	0.354	0.350	0.370	0.375	-0.016	-2.31 **	-2.581 ***
<i>SG</i>	0.058	0.010	0.112	0.025	-0.054	-1.02	-2.371 **
<i>BOARDIND</i>	0.142	0.000	0.121	0.000	0.021	2.78 ***	2.641 ***
<i>RIE</i>	0.063	0.046	0.060	0.045	0.003	0.29	-0.36
<i>IND</i>	0.781	1	0.668	1	0.113	5.38 ***	5.34 ***
<i>TSE</i>	0.653	1	0.707	1	-0.054	-2.46 **	-2.454 **

a. 變數定義請參見表 4-1。

b. 為無母數 Mann-Whitney 檢定之 z 值。

c. ***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

表 4-3 相關係數矩陣表^a

	<i>ACTBUY</i>	<i>RM</i>	<i>PDUAL</i>	<i>DPSHARE</i>	<i>DPCF</i>	<i>SIZE</i>	<i>ANCBUY</i>	<i>BM</i>	<i>OWN</i>	<i>PLEDGE</i>	<i>DEBT</i>	<i>SG</i>	<i>BOARDIND</i>	<i>RIE</i>	<i>IND</i>	<i>TSE</i>
<i>ACTBUY</i>		0.079 ***	-0.017 ***	-0.031 ***	0.043 ***	-0.214 ***	0.642 ***	0.076 ***	-0.013 ***	-0.002 **	-0.002 **	-0.014 ***	0.022 ***	-0.031 ***	-0.001 *	-0.076 ***
<i>RM</i>	0.145 ***		0.034 ***	-0.082 ***	0.098 ***	-0.409 ***	0.099 ***	0.113 ***	0.077 ***	0.002 **	0.018 ***	-0.002 **	-0.076 ***	0.024 ***	-0.061 ***	-0.119 ***
<i>PDUAL</i>	-0.014 ***	-0.007 ***		0.268 ***	-0.034 ***	-0.050 ***	-0.041 ***	-0.072 ***	-0.075 ***	-0.041 ***	-0.034 ***	-0.019 ***	0.044 ***	0.019 ***	0.159 ***	-0.022 ***
<i>DPSHARE</i>	-0.030 ***	-0.128 ***	0.268 ***		-0.003 ***	0.151 ***	-0.077 ***	-0.059 ***	-0.102 ***	0.031 ***	0.067 ***	0.013 ***	0.039 ***	0.006 ***	0.142 ***	0.055 ***
<i>DPCF</i>	0.055 ***	0.066 ***	-0.034 ***	-0.003 ***		-0.049 ***	0.022 ***	0.111 ***	-0.008 ***	0.047 ***	0.032 ***	0.018 ***	-0.065 ***	-0.013 ***	-0.116 ***	0.060 ***
<i>SIZE</i>	-0.234 ***	-0.524 ***	-0.048 ***	0.150 ***	-0.026 ***		-0.261 ***	-0.043 ***	-0.235 ***	0.242 ***	0.195 ***	0.012 ***	-0.234 ***	-0.046 ***	-0.111 ***	0.504 ***
<i>ANCBUY</i>	0.575 ***	0.177 ***	-0.031 ***	-0.078 ***	0.027 ***	-0.313 ***		0.063 ***	0.001 *	-0.041 ***	-0.028 ***	-0.005 ***	0.052 ***	0.097 ***	-0.013 ***	-0.105 ***
<i>BM</i>	0.086 ***	0.145 ***	-0.069 ***	-0.066 ***	0.133 ***	-0.048 ***	0.063 ***		0.014 **	0.157 ***	0.035 ***	0.038 ***	-0.277 ***	0.087 ***	-0.349 ***	0.077 ***
<i>OWN</i>	0.019 ***	0.161 ***	-0.040 ***	-0.099 ***	0.007 ***	-0.300 ***	0.029 ***	0.031 ***		-0.102 ***	-0.032 ***	0.011 ***	-0.005 ***	0.066 ***	0.001 *	-0.080 ***
<i>PLEDGE</i>	-0.050 ***	-0.167 ***	-0.039 ***	0.047 ***	0.037 ***	0.360 ***	-0.089 ***	0.134 ***	-0.160 ***		0.127 ***	-0.023 ***	-0.198 ***	-0.014 ***	-0.272 ***	0.231 ***
<i>DEBT</i>	0.000* *	-0.030 ***	-0.030 ***	0.071 ***	0.036 ***	0.245 ***	-0.014 ***	0.036 ***	-0.029 ***	0.104 ***		0.035 ***	-0.019 ***	-0.056 ***	-0.159 ***	0.045 ***
<i>SG</i>	0.006 ***	0.003 ***	-0.009 ***	0.021 ***	0.043 ***	0.028 ***	-0.012 ***	-0.081 ***	-0.017 ***	-0.003 ***	0.118 ***		-0.014 ***	0.023 ***	-0.033 ***	0.020 ***
<i>BOARDIND</i>	0.052 ***	0.091 ***	0.044 ***	0.040 ***	-0.062 ***	-0.280 ***	0.099 ***	-0.308 ***	0.001 *	-0.261 ***	-0.023 ***	0.002 **		-0.058 ***	0.340 ***	-0.277 ***
<i>RIE</i>	-0.048 ***	0.031 ***	0.016 ***	0.017 ***	0.000 ^d	-0.037 ***	0.103 ***	0.082 ***	0.064 ***	-0.004 ***	-0.071 ***	0.008 ***	-0.051 ***		-0.007 ***	0.009 ***
<i>IND</i>	0.019 ***	-0.021 ***	0.159 ***	0.142 ***	-0.116 ***	-0.158 ***	0.002 **	-0.351 ***	-0.006 ***	-0.281 ***	-0.159 ***	0.018 ***	0.339 ***	-0.023 ***		-0.194 ***
<i>TSE</i>	-0.093 ***	-0.277 ***	-0.022 ***	0.055 ***	0.060 ***	0.545 ***	-0.142 ***	0.056 ***	-0.103 ***	0.263 ***	0.049 ***	0.016 ***	-0.275 ***	0.019 ***	-0.194 ***	

a. 本表右上方為 Pearson 相關係數，左下方為 Spearman 相關係數。***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

b. *DPSHARE* 為 CEO 持股之虛擬變數，若 CEO 持股高於中位數為 1，否則為 0；*DPCF* 為自由現金流量比率之虛擬變數，若自由現金流量比率高於中位數為 0，否則為 1。其他變數定義請參見表 4-1。

c. *ACTBUY* 與 *DEBT* 之 spearman 相關係數 = -0.0003。

d. *DPCF* 與 *RIE* 之 spearman 相關係數 = 0.0001。

第二節 迴歸結果分析

一、股票買回總樣本之實證結果

本研究主要係探討實質盈餘管理與股票買回間的關係，並進一步探討 CEO 支配力對兩者間關係的影響。茲將實證結果彙整於表 4-4 至表 4-7。實質盈餘管理與股票買回之關係列示於表 4-4，後續表 4-5 為區分具盈餘管理動機之結果。有關區分自由現金流量後 CEO 支配力對實質盈餘管理與股票買回關係之影響則呈現於表 4-6 中，並於表 4-7 中進一步區分盈餘管理動機。整體而言，全體模型之整體解釋力皆達到 1% 之顯著水準。

觀察表 4-4 可發現，採用 Tobit 模式(一)時，實質盈餘管理(*RM*)與實際買回率(*ACTBUY*)具顯著負向關係(係數 = -0.0167, *p* 值 = 0.051)，而 *DFCF* 為正向顯著(係數 = 0.0586, *p* 值 = 0.100)，表示當高自由現金流量的公司增加運用實質盈餘管理時，將降低實際買回的股份。然而，交乘項 *RM* × *DFCF* 係數顯著為正(係數 = 0.1463, *p* 值 = 0.022)，表示自由現金流量的降低會增加 *RM* 對股票買回的正向影響。進一步使用 Wald test 檢測 *RM* 與交乘項 *RM* × *DFCF* 的係數和($a_1 + a_3$)，發現其值為正，且達 5% 顯著水準(係數 = 0.1296, *p* 值 = 0.038)，即低自由現金流量之公司，其股票買回與實質盈餘管理行為呈現正向關聯，意味著公司有策略性運用實質盈餘管理與股票買回，支持假說 H1 自由現金流量低之公司，較會進行實質盈餘管理增加買回之股份。鑒於模式(一)中 *ACTBUY* 截堵資料所佔比僅約 3%，故同時以 OLS 模式(二)進行迴歸檢測，分析結果亦能符合前述之結論。

控制變數方面，公司規模(*SIZE*)為負向顯著，意即公司訊息揭露較不完善之小規模公司，較會藉由實際買回股份之方式，消弭與市場間之資訊不對稱情形(陳慶隆 2009; Dittmer 2000)；宣告買回比率(*ANCBUY*)呈現顯著正相關，即公司能遵照其宣告買回數進行實際買回；淨值市值比(*BM*)為正向顯著，表示當股價無法有效反映公司經營現況與前景時，公司會藉由買回公司股份，以提升股東權益市值(陳慶隆 2009; Barth and Kasznik 1999)；董監事質押比率(*PLEDGE*)為正向顯著，意指高質押董監事會為避免自身控制權下降或因股價低估導致須提補擔保品而進行實際買回；執行期間報酬率(*RIE*)為負向顯著，表示當買回期間股價提升使得買回成本增加，將促使公司因此減少實際買回之股份。至於負債比率(*DEBT*)、董事會獨立性(*BOARDIND*)則不符合本研究之預期。*DEBT* 顯著為正，可能係由於低負債比率公司股價低估的情形較輕微，買回股份所帶來的效果較有限(Chan, Ikenberry, and Lee 2004)，因此較不會進行股

票買回; *BOARDIND* 呈現負向顯著, 雖與本研究之預期不符, 但與陳妮雲(2008)董事會獨立性綜合指標與買回執行率具負向關係之研究結果概念一致。

表 4-4 實質盈餘管理與股票買回之關係—總樣本(n=2,945)

變數 ^a	預期 ^b 符號	模式(一)Tobit			模式(二)OLS		
		係數	標準誤	p 值	係數	標準誤	p 值
<i>Constant</i>	?	1.3933 ***	0.4427	0.002	1.4904 ***	0.4337	0.001
<i>RM</i>	?	-0.0167 *	0.0085	0.051	-0.0178 **	0.0080	0.025
<i>DFCF</i>	—	0.0586 *	0.0456	0.100	0.0551	0.0447	0.109
<i>RM × DFCF</i>	+	0.1463 **	0.0725	0.022	0.1461 **	0.0709	0.020
<i>SIZE</i>	?	-0.0913 ***	0.0247	0.000	-0.0942 ***	0.0241	0.000
<i>ANCBUY</i>	+	52.5464 ***	3.1285	0.000	52.2127 ***	3.1247	0.000
<i>BM</i>	+	0.1442 ***	0.0514	0.003	0.1286 ***	0.0508	0.006
<i>OWN</i>	?	-0.2617	0.1964	0.183	-0.2826	0.1924	0.142
<i>PLEDGE</i>	+	0.2445 **	0.1406	0.041	0.2377 **	0.1388	0.044
<i>DEBT</i>	—	0.2789 **	0.1694	0.050	0.2750 **	0.1664	0.049
<i>SG</i>	—	-0.0127	0.0167	0.224	-0.0146	0.0160	0.181
<i>BOARDIND</i>	+	-0.2515 *	0.1637	0.063	-0.2514 *	0.1602	0.059
<i>R/E</i>	—	-0.7064 ***	0.1096	0.000	-0.6505 ***	0.1052	0.000
<i>IND</i>	+	0.1370 **	0.0613	0.013	0.1295 **	0.0600	0.016
<i>TSE</i>	+	0.0528	0.0563	0.174	0.0581	0.0548	0.145
Wald test($\alpha_1 + \alpha_3$)	+	0.1296 **	0.0731	0.038	0.1283 **	0.0715	0.037
Log likelihood		-4716.26					
F		44.26 ***			45.00 ***		
Pseudo R ²		0.15					
Adjusted R ²					0.43		

a. 變數定義請參見表 4-3。

b. 變數有預期符號者為單尾檢定, 否則為雙尾檢定。

c. ***, **與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

d. 本表結果省略年度別之虛擬變數。

二、區分盈餘管理動機次樣本之實證結果

鑒於公司之流通在外股數會受股票實際買回與否影響，而流通在外股數為每股盈餘組成項目之一，當公司具備盈餘管理意圖時，可能會觀察前期流通在外股數多寡進行買回，考量上述策略性運用情形可能肇因於公司之盈餘管理目的，本研究進一步以公司是否具有盈餘管理動機區分次樣本進行檢測。

觀察表 4-5 中區分盈餘管理動機之結果，可發現具盈餘管理次樣本中，無論交乘項 $RM \times DFCF$ 或係數和 (a_1+a_3) 均不具顯著性，意味著面對盈餘管理壓力時，低自由現金流量公司即使運用實質盈餘管理增加資金，也未發現會明顯增加買回之股份。然而 RM 與 $ACTBUY$ 顯著負相關，並達 5% 之顯著水準(係數 = -0.0250, p 值 = 0.021)，表示具盈餘管理動機之高自由現金流量公司，其實質盈餘管理與股票實際買回具替代關係，與假說 H3 高自由現金流量的公司，愈會以實質盈餘管理行為替代股票買回提升每股盈餘之預期一致。不過，從 $DFCF$ 係數顯著為正(係數 = 0.1057, p 值 = 0.076)來看，高自由現金流量公司非以其充足之自由現金流量買回股份而減少進行實質盈餘管理，反而在面對盈餘管理壓力時，是以實質盈餘管理替代股票買回。再者，本研究發現公司面臨盈餘管理壓力時，僅高自由現金流量公司發生策略性使用實質盈餘管理與股票買回之情形，至於低自由現金流量公司進行檢測之 Wald test 並不顯著，故假說 H2 獲實證部分支持。

另一方面，由表 4-5 不具盈餘管理動機次樣本發現， RM 之係數不具顯著性，顯示未發現高自由現金流量公司之實質盈餘管理與股票買回具關連性，意味著當公司未面臨盈餘管理壓力時，其買回行為可能僅單純係為買回流通在外股份，因而高自由現金流量公司可能由於其已具備充足資金買回股份，較無須為了買回股份進行實質盈餘管理。前述表 4-4 高自由現金流量公司策略性使用實質盈餘管理與股票買回之情形，主要係發生於公司面臨盈餘管理壓力之狀況下。反觀交乘項 $RM \times DFCF$ 係數顯著為正(係數 = 0.2538, p 值 = 0.017)，顯示 RM 對實際買回率之正向影響會隨著自由現金流量的降低而提升，而深入觀察 RM 與交乘項 $RM \times DFCF$ 的係數和 (a_1+a_3) 檢測結果亦呈現為正向顯著(係數 = 0.2480, p 值 = 0.011)，亦即當低自由現金流量公司無盈餘管理壓力時，會經由裁減裁決性支出提高自由現金流量，以增加實際買回之股份，也意味著前述低自由現金流量公司以實質盈餘管理提高買回股份之結果，並非導因於盈餘盈餘管理壓力，而係低現金流量公司純粹為提高實際買回股份之故，因此實證結果支持假說 H1。

表 4-5 實質盈餘管理與股票買回之關係—區分盈餘管理動機樣本

變數 ^a	預期 ^b 符號	具盈餘管理動機(n=1,781)			不具盈餘管理動機(n=1,164)		
		係數	標準誤	p 值	係數	標準誤	p 值
<i>Constant</i>	?	1.7183 ***	0.5798	0.003	1.0476 *	0.6239	0.093
<i>RM</i>	-/?	-0.0250 **	0.0123	0.021	-0.0058	0.0116	0.620
<i>DFCF</i>	?/—	0.1057 *	0.0594	0.076	0.0087	0.0711	0.452
<i>RM × DFCF</i>	+/?	0.0243	0.0933	0.398	0.2538 **	0.1062	0.017
<i>SIZE</i>	?	-0.1251 ***	0.0319	0.000	-0.0485	0.0371	0.192
<i>ANCBUY</i>	+	52.7565 ***	4.3550	0.000	51.8483 ***	3.3656	0.000
<i>BM</i>	+	0.1788 **	0.0818	0.015	0.1157 *	0.0713	0.053
<i>OWN</i>	?	-0.0640	0.2561	0.803	-0.6686 **	0.3104	0.031
<i>PLEDGE</i>	+	0.4330 **	0.2045	0.017	-0.0115	0.1605	0.472
<i>DEBT</i>	—	0.5246 **	0.2265	0.011	-0.0980	0.2687	0.358
<i>SG</i>	—	-0.0177	0.0142	0.107	0.0888	0.1438	0.269
<i>BOARDIND</i>	+	-0.2665	0.2136	0.106	-0.2086	0.2552	0.207
<i>RIE</i>	—	-0.8719 ***	0.1564	0.000	-0.5072 ***	0.1484	0.001
<i>IND</i>	+	0.1507 **	0.0785	0.028	0.1193 *	0.0912	0.096
<i>TSE</i>	+	0.0536	0.0726	0.231	0.0399	0.0904	0.330
Wald test($\alpha_1 + \alpha_3$)	?/+	-0.0007	0.0939	0.994	0.2480 **	0.1076	0.011
Log likelihood		-2866.14			-1837.86		
F		29.72 ***			22.15 ***		
Pseudo R ²		0.15			0.13		

a 變數定義請參見表 4-3。

b 變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

c ***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

d 本表結果省略率度別之虛擬變數。

三、CEO 支配力之調節效果

本研究假說 H4 預期 CEO 具有較高支配力時，會加深實質盈餘管理與股票買回間的關係，分別採用 CEO 雙重性(*PDUAL*)與 CEO 持股(*DPSHARE*)衡量 CEO 之結構支配力與股權支配力，並以 Wald test 加以檢視。觀察表 4-6 可看出，股票買回總樣本中，無論高、低自由現金流量公司，均未發現 CEO 結構支配力對該關係之影響，反觀低現金流公司之 *RM* 與交乘項 $RM \times DPSHARE$ 係數和 $(\beta_1 + \beta_5)$ 檢測結果為顯著正相關(係數=0.1268, *p* 值=0.063)，而在高現金流量公司部分，則為顯著負相關(係數= -0.0157, *p* 值=0.098)，隱含高持股 CEO 可能加重公司策略性運用實質盈餘管理與股票買回之情況。

進一步考量流通在外股數會因股票買回而減少且為每股盈餘之組成，使公司面臨盈餘管理壓力時，買回行動可能受前期流通在外股數影響，檢視表 4-7 深入分析具盈餘管理動機樣本之結果，亦可觀察到低自由現金流量公司之 $\beta_1 + \beta_4$ 與 $\beta_1 + \beta_5$ 不具顯著性，而高自由現金流量公司之係數和 $(\beta_1 + \beta_5)$ 為負向顯著(係數= -0.0262, *p* 值=0.024)，意味著在低現金流量公司部分沒有發現，可能是因為低現金流量公司高持股 CEO 使用實質盈餘管理與股票買回進行盈餘管理的彈性有限，因而降低其同時使用兩種方式的意願，而高自由現金流量公司之高資金水準能給予其較高的盈餘操弄彈性，當 CEO 持股較高時，對於內部意見統合與決策較具有影響力，加上 CEO 之高持股使其財富與公司經營成果相繫，因此高自由現金流量公司中，擁有高股權支配力之 CEO 於面對盈餘管理壓力時，會有加深策略性替代使用實質盈餘管理與股票買回之情形。

此外，觀察表 4-7 中不具盈餘管理動機之實證結果，反而高自由現金流量公司之 $\beta_1 + \beta_4$ 與 $\beta_1 + \beta_5$ 不具顯著性，即在無盈餘管理壓力之高現金流量公司中，可能係因為公司充足的資金便已足夠支應高支配力 CEO 實際買回更多股份，因此未發現 CEO 支配力高低對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響。反觀低自由現金流量公司之 $\beta_1 + \beta_4$ 與 $\beta_1 + \beta_5$ 均為正向顯著(係數=0.3691, *p* 值=0.063；係數=0.1842, *p* 值=0.071)，顯示低現金流量公司之高結構支配力 CEO 或高股權支配力 CEO，均會提高使用實質盈餘管理增加持有資金，以買回更多股份之程度，也意味著 CEO 同時兼任董事長時，為使實際買回數能接近宣告數宣告數，取信於投資大眾，可能利用董事會監督力量薄弱之便，使策略性買回的情形更明顯，而高持股 CEO 以可能為避免投資大眾降低對公司信任度，以其在組織內的決策影響力，加深以實質盈餘管理增加實際買回之股份。故於面臨盈餘管理壓力之高現金流量公司及無盈餘管理壓力之低現金流量公司下，實證結果部分支持假說 H4。

綜合 4.4 至表 4.7 之實證結果，不具盈餘管理壓力之低自由現金流量公司，會為了提高購回之流通在外股份進行實質盈餘管理；高自由現金流量公司於面臨盈餘管理壓力時，會策略性運用實質盈餘管理替代股票買回達到其盈餘目標。此外，當公司面對盈餘管理壓力時，高現金流量公司之高股權支配力 CEO，會加深策略性替代使用實質盈餘管理與股票買回的程度；無盈餘管理壓力之低現金流量公司，其高結構支配力 CEO 或高股權支配力 CEO，則會使運用實質盈餘管理提升實際買回股份之情形更明顯。因此，實證結果與假說 H3 一致，並部分支持假說 H1、假說 H2 與假說 H4。



表 4-6 CEO 對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響－總樣本區分自由現金流量樣本(n=2,945)

變數 ^a	預期 ^b 符號	低自由現金流量			高自由現金流量		
		係數	標準誤	p 值	係數	標準誤	p 值
<i>Constant</i>	?	2.0787 ***	0.6358	0.001	0.9394	0.6413	0.143
<i>RM</i>	+ / ?	0.2087 *	0.1607	0.097	-0.0029	0.0433	0.947
<i>PDUAL</i>	?	-0.0045	0.0667	0.947	-0.0080	0.0650	0.902
<i>PSHARE</i>	?	0.1087	0.0695	0.118	0.0670	0.0669	0.317
<i>RM × PDUAL</i>	?	-0.0391	0.1152	0.735	-0.0144	0.0329	0.662
<i>RM × PSHARE</i>	?	-0.0819	0.1667	0.623	-0.0128	0.0420	0.761
<i>SIZE</i>	?	-0.1227 ***	0.0381	0.001	-0.0726 **	0.0346	0.036
<i>ANCBUY</i>	+	50.0704 ***	3.0958	0.000	54.7166 ***	5.1591	0.000
<i>BM</i>	+	0.0977 *	0.0680	0.076	0.1840 ***	0.0774	0.009
<i>OWN</i>	?	-0.5825 **	0.2753	0.035	-0.0041	0.2735	0.988
<i>PLEDGE</i>	+	0.0734	0.1609	0.324	0.4066 **	0.2345	0.042
<i>DEBT</i>	-	0.1918	0.2361	0.209	0.3559 *	0.2424	0.071
<i>SG</i>	-	-0.0179	0.0141	0.102	0.0012	0.0803	0.494
<i>BOARDIND</i>	+	-0.3823 **	0.2298	0.048	-0.1445	0.2328	0.268
<i>RIE</i>	-	-0.4953 ***	0.1577	0.001	-0.8642 ***	0.1508	0.000
<i>IND</i>	+	0.1355 **	0.0818	0.049	0.1043	0.0946	0.135
<i>TSE</i>	+	0.1809 **	0.0811	0.013	-0.0607	0.0783	0.220
Wald test($\beta_1 + \beta_4$)	+ / ?	0.1696	0.1837	0.178	-0.0173	0.0258	0.501
Wald test($\beta_1 + \beta_5$)	+ / ?	0.1268 *	0.0826	0.063	-0.0157 *	0.0095	0.098
Log likelihood		-2353.14			-2351.15		
F		24.19 ***			22.57 ***		
Pseudo R ²		0.14			0.15		

a 變數定義請參見表 4-3。

b 變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

c ***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

d 本表結果省略率度別之虛擬變數。

表 4-7 CEO 對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響－區分盈餘管理動機與自由現金流量樣本

變數 ^a	預期 ^b 符號	具盈餘管理動機(n=1,781)				不具盈餘管理動機(n=1,164)			
		低自由現金流量		高自由現金流量		低自由現金流量		高自由現金流量	
		係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
<i>Constant</i>	?	2.2914 ***	0.004	1.3569	0.122	1.7184 *	0.092	0.8403	0.284
<i>RM</i>	?	-0.2045	0.256	-0.0014	0.489	0.4962 ***	0.008	-0.0151	0.826
<i>PDUAL</i>	?	0.0070	0.933	0.0692	0.403	0.0273	0.804	-0.1435	0.175
<i>PSHARE</i>	?	0.1050	0.213	-0.0720	0.395	-0.0230	0.841	0.2648 **	0.013
<i>RM×PDUAL</i>	?	0.2185	0.297	-0.0103	0.776	-0.1271	0.340	-0.0091	0.885
<i>RM×PSHARE</i>	?	0.2246	0.250	-0.0247	0.637	-0.3120	0.164	0.0096	0.886
<i>SIZE</i>	?	-0.1572 ***	0.001	-0.1024 **	0.029	-0.0716	0.242	-0.0549	0.247
<i>ANCBUY</i>	+	50.1483 ***	0.000	55.0719 ***	0.000	50.5314 ***	0.000	53.8739 ***	0.000
<i>BM</i>	+	0.2763 ***	0.005	0.1109	0.183	-0.0158	0.435	0.2317 **	0.012
<i>OWN</i>	?	-0.1786	0.587	-0.0076	0.983	-1.3702 ***	0.005	-0.2236	0.589
<i>PLEDGE</i>	+	0.1151	0.311	0.7415 **	0.014	-0.0005	0.499	-0.0897	0.365
<i>DEBT</i>	-	0.4339 *	0.083	0.6455 **	0.022	-0.1521	0.340	-0.0864	0.413
<i>SG</i>	-	-0.0288 ***	0.002	0.0150	0.428	0.1607	0.233	0.0359	0.422
<i>BOARDIND</i>	+	-0.5269 **	0.041	-0.0372	0.450	-0.1539	0.329	-0.2650	0.241
<i>RIE</i>	-	-0.5644 ***	0.006	-1.0991 ***	0.000	-0.4211 **	0.031	-0.5695 ***	0.002
<i>IND</i>	+	0.1821 **	0.039	0.1032	0.200	0.1050	0.222	0.0794	0.278
<i>TSE</i>	+	0.2303 **	0.015	-0.0865	0.192	0.0904	0.245	0.0290	0.411
Wald test($\beta_1+\beta_4$)	?	0.0140	0.953	-0.0117	0.393	0.3691 *	0.063	-0.0242	0.298
Wald test($\beta_1+\beta_5$)	?	0.0201	0.869	-0.0262 **	0.024	0.1842 *	0.071	-0.0056	0.686
Log likelihood		-1417.71		-1433.98		-921.90		-905.15	
F		15.62 ***		16.88 ***		12.25 ***		12.11 ***	
Pseudo R ²		0.15		0.17		0.14		0.14	

a. 變數定義請參見表 4-3。

b. 變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定，*RM* 以及 Wald test 預期符號為 ?/+/+/?。

c. ***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

d. 本表結果省略年度別之虛擬變數。

第三節 額外測試

一、以股票買回執行率作為應變數之實證結果

假說 H1 預期低自由現金流量的公司，較會進行實質盈餘管理執行股票買回，其立論點之一是認為公司關注股票買回之執行成效。實際檢測結果，並未發現具盈餘管理動機之低自由現金流量公司兩者顯著正相關，本研究推測與假說預期不符的主因為盈餘管理壓力因素。考量股票買回因減少公司流通在外股數而影響每股盈餘，而執行成效則係避免出現宣告買回數與實際買回數落差過大的情形，因此本研究變更應變數，改使用股票買回執行率(CR)重新進行檢測以釐清觀點，即應變數分母以宣告數替換流通在外股數，排除以股票買回進行盈餘管理的可能。假若公司對實際買回績效之重視程度遠高於來自盈餘管理之壓力，則公司面臨盈餘管理壓力時所採行之策略性行為，將可能仍採取以藉由實質盈餘管理提高自由現金流量水準，增加實際買回之股份以提升股票買回執行率，故預期 RM 係數應顯著為正。

面臨盈餘管理壓力之低現金流量公司同期估計樣本共計 891 筆， CR 平均數為 71%、中位數為 87%、最小值為 0%、最大值為 100%， RM 之中位數為 0.158，顯示多數公司有向上進行實質盈餘管理的情形。經由表 4-8 同期估計之檢測結果，可看出 RM 為不具顯著性，即未發現低現金流量公司面臨盈餘管理壓力時，存在以實質盈餘管理增加現金流量，藉此提升買回執行率之情形。

再者，公司可能於執行買回前，於前期便已事先進行實質盈餘管理提高其持有資金，以因應後續實際買回行動， RM 係數之不顯著可能係未將時間落差納入考慮，而非肇因於盈餘管理壓力問題。因此本研究進一步檢測前期 RM 與 CR 之關係。鑒於股票買回之執行期間僅兩個月，公司於當期使用前期實質盈餘管理所取得之現金實際買回股份之情形，最晚應僅發生至當季第二個月底，故亦刪除當季最後一個月之樣本，以有效捕捉低現金流量公司著重於達成執行成效之現象。前後期估計樣本共計 597 筆， CR 平均數為 70%、中位數為 86%、最小值為 0%、最大值為 100%， RM 之中位數為 0.210。

觀察表 4-8 前後期估計之實證結果可發現，面臨盈餘管理壓力之低現金流量公司 RM 與 CR 具負向顯著關係(係數 = -13.1445, p 值 = 0.036)，即未發現低現金流量公司於面臨盈餘管理壓力時會重視執行成效，進行實質盈餘管理執行股票買回，因此不能排除公司因盈餘管理壓力，致未於低現金流量情況，以實

質盈餘管理支應股票買回的可能性，意味著公司對股票買回執行成效之重視在公司面臨盈餘管理壓力時可能有所不同，因而僅不具盈餘動機之低自由現金流量公司呈現實質盈餘管理與股票買回顯著正相關。而分析結果亦能作為支持假說 H1、假說 H2 與假說 H3 檢測結論之證據。至於 *ANCBUY* 與本研究之預期相反，並呈現負向顯著之情形，根據圖 4-1 可看出相較於 *ANCBUY*，*CR* 有逐漸下降的趨勢，尤其 2008 年至 2009 年與 2011 年至 2012 第一季更為明顯，故本研究認為與預期相反之結果，可能係導因於實際買回數之成長率不及宣告買回數成長率之故。



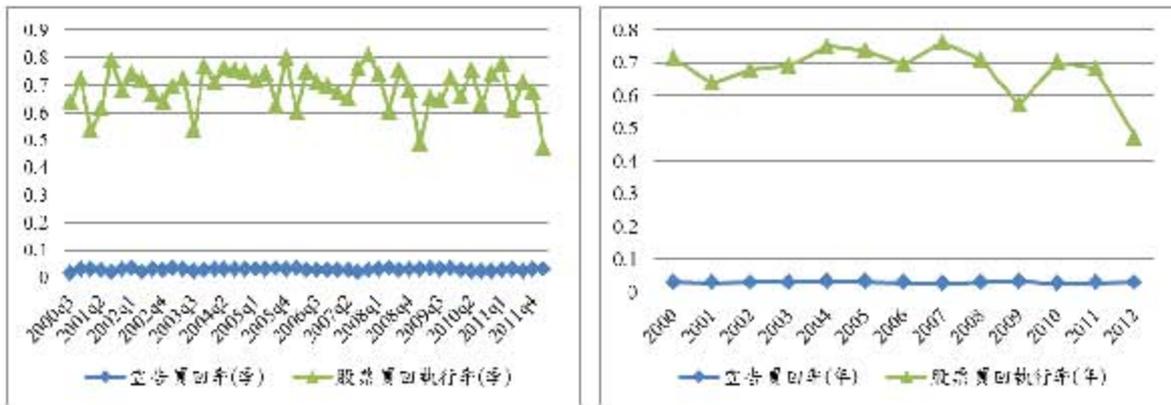


圖 4-1 股票買回執行率與宣告買回比率季度(左)、年度(右)趨勢圖

表 4-8 實質盈餘管理與股票買回執行率—具盈餘管理動機低自由現金流量樣本

變數 ^a	預期 ^b 符號	(一)同期估計(n=891)		(二)前後期估計(n=597)	
		係數	標準誤 p 值	係數	標準誤 p 值
<i>Constant</i>	?	143.6709 ***	36.3327 0.000	176.3870 ***	39.8529 0.000
<i>RM</i>	+	-0.4235	5.4343 0.469	-13.1445 **	7.2838 0.036
<i>SIZE</i>	?	-4.1834 *	2.2487 0.063	-6.0767 **	2.4576 0.014
<i>ANCBUY</i>	+	-652.4622 ***	87.9223 0.000	-733.6152 ***	103.7965 0.000
<i>BM</i>	+	11.9354 **	5.2288 0.012	11.8817 **	5.7180 0.019
<i>OWN</i>	?	-14.9398	16.9973 0.380	-11.7233	21.1315 0.579
<i>PLEDGE</i>	+	13.9906 *	10.5804 0.093	18.3114 *	11.8539 0.062
<i>DEBT</i>	-	10.7625	14.0230 0.222	14.2759	16.8458 0.199
<i>SG</i>	-	-1.6408 ***	0.3447 0.000	0.2764	4.9713 0.478
<i>BOARDIND</i>	+	-27.1600 **	13.7148 0.024	-37.3141 ***	15.6283 0.009
<i>RIE</i>	-	-33.6586 ***	10.4855 0.001	-53.8793 ***	13.1838 0.000
<i>IND</i>	+	15.0793 ***	4.5575 0.001	19.2877 ***	5.4442 0.000
<i>TSE</i>	+	7.9361 **	4.6848 0.046	5.2671	5.3799 0.164
Log likelihood		-2959.52		-2011.41	
F		8.64 ***		6.76 ***	
Pseudo R ²		0.01		0.02	

a. CR 為實際買回股數除以宣告買回股數(%)。其他變數定義請參見表 4.3。

b. 變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

c. ***, **與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

d. 本表結果省略季度別之虛擬變數。

二、家族 CEO 之調節效果

家族企業普遍存在於我國，其經營結構迥異於一般非家族企業，而家族成員掌控的股權多寡，將影響其日後董事席次選任與公司經營上所面臨的風險。洪榮華、陳怡珮與許凱婷(2010)研究發現家族企業控制權與現金流量權偏離程度與股票買回呈現先正後負的結果，惟非家族企業結果並不顯著，顯示相較於非家族企業，家族企業會為了鞏固控制權而買回股票，此外，家族企業之 CEO 多由家族成員擔任¹⁶，且家族 CEO 可能藉由同時握有公司之經營權與所有權所賦予之影響力，以買回股票提高對公司之控制權 (洪榮華、陳怡珮與許凱婷 2010)。故本研究將另外以 CEO 是否為家族成員衡量 CEO 支配力，對假說 H4 進行探討。

本研究參考林燁娟與張哲嘉(2009)及洪榮華、陳怡珮與許凱婷(2010)對於家族企業的定義，以最終控制者觀點衡量公司是否為家族企業，當最終控制者個人或其所控制之上市櫃公司、非上市櫃公司與財團法人所擔任之董事席次占董事總席次二分之一以上，且持股高於 10% 者，即認定為家族企業。當同時滿足公司為家族企業、CEO 為最終控制者兩條件時，則認定 CEO 為家族成員 (FM)，另設置虛擬變數，若屬於家族 CEO 為 1，否則為 0。延續式(10)之概念，納入 FM 及 RM 與 FM 之交乘項 (RM×FM) 於迴歸式中，以式(11)進行檢測，實證模型如下所示，並將相關 Wald test 檢測結果列示於表 4-9 與表 4-10。

$$\begin{aligned} ACTBUY_{it} = & \gamma_0 + \gamma_1 RM_{it} + \gamma_2 FM_{i,t-1} + \gamma_3 RM_{i,t-1} \times FM_{i,t-1} + \gamma_4 SIZE_{i,t-1} + \gamma_5 ANCBUY_{it} \\ & + \gamma_6 BM_{i,t-1} + \gamma_7 OWN_{i,t-1} + \gamma_8 PLEDGE_{i,t-1} + \gamma_9 DEBT_{i,t-1} + \gamma_{10} SG_{i,t-1} \\ & + \gamma_{11} BOARDIND_{i,t-1} + \gamma_{12} TSE_{i,t-1} + \sum_{t=1}^3 \gamma_t QTR + \omega_{it} \end{aligned} \quad (11)$$

觀察表 4-9，無論高、低自由現金流量，均未發現 CEO 是否為家族成員，會影響實質盈餘管理與股票買回之關係。然而，考量公司採用兩者提升每股盈餘之可能，由表 4-10 可看出，具盈餘管理動機樣本中，高、低自由現金流量之係數和 ($\gamma_1 + \gamma_3$) 均不具顯著性，意味著當面臨盈餘管理壓力時，CEO 是否為家族成員，並不會對實質盈餘管理與股票買回之關係造成影響，可能是因為家族 CEO 並非影響面臨盈餘管理壓力公司同時採用實質盈餘管理與股票買回的主

¹⁶根據洪榮華、陳怡珮與許凱婷(2010)之研究，上市櫃家族企業 2001 年至 2006 年間 75.64% 之 CEO 同時為家族成員。

要因素。不具盈餘管理動機部分，高自由現金流量公司 RM 與交乘項 $RM \times FM$ 係數和 $(\gamma_1 + \gamma_3)$ 不具顯著性，反觀低自由現金流量之係數和 $(\gamma_1 + \gamma_3)$ 則為正向顯著 (係數=0.3106, p 值=0.075)，顯示低自由現金流量公司之家族 CEO 為保有或提高對公司之控制權，於資金水準低的情況下，將可能憑藉著掌握所有權與經營權，以實質盈餘管理提升資金，增加買回股數，而高自由現金流量公司已具有充足資金進行買回，因此未發現 CEO 為家族成員與否之影響。當以家族 CEO 捕捉 CEO 支配力的情況下，僅無盈餘管理動機時之低自由現金流量公司，其家族 CEO 有明顯策略性藉由實質盈餘管理提高實際買回股份之情形，故實證結果部分支持假說 H4。

表 4-9 家族 CEO 對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響－總樣本(n=2,945)

變數 ^a	預期 ^b 符號	低自由現金流量			高自由現金流量		
		係數	標準誤	p 值	係數	標準誤	p 值
<i>Constant</i>	?	2.1221 ***	0.6156	0.001	0.9261	0.6265	0.140
<i>RM</i>	+/?	0.1485 **	0.0788	0.030	-0.0165 *	0.0092	0.071
<i>FM</i>	?	-0.0986	0.0852	0.247	0.0043	0.0822	0.958
<i>RM × FM</i>	?	-0.1287	0.2026	0.525	-0.0576	0.1173	0.623
<i>SIZE</i>	?	-0.1205 ***	0.0369	0.001	-0.0703 **	0.0335	0.036
<i>ANCBUY</i>	+	50.0419 ***	3.1190	0.000	54.5673 ***	5.1569	0.000
<i>BM</i>	+	0.0951 *	0.0683	0.082	0.1868 ***	0.0776	0.008
<i>OWN</i>	?	-0.6156 **	0.2755	0.026	-0.0201	0.2655	0.940
<i>PLEDGE</i>	+	0.0683	0.1615	0.336	0.4156 **	0.2255	0.033
<i>DEBT</i>	-	0.1983	0.2354	0.200	0.3713 *	0.2413	0.062
<i>SG</i>	-	-0.0168	0.0140	0.115	-0.0001	0.0802	0.500
<i>BOARDIND</i>	+	-0.4109 **	0.2284	0.036	-0.1360	0.2347	0.281
<i>RIE</i>	-	-0.4811 ***	0.1569	0.001	-0.8627 ***	0.1513	0.000
<i>IND</i>	+	0.1459 **	0.0801	0.035	0.1133	0.0930	0.112
<i>TSE</i>	+	0.1830 **	0.0810	0.012	-0.0602	0.0780	0.220
Wald test($\gamma_1 + \gamma_3$)	+/?	0.0199	0.1947	0.460	-0.0742	0.1182	0.531
Log likelihood		-2353.79			-2351.67		
F		26.49 ***			23.10 ***		
Pseudo R ²		0.14			0.15		

a 變數定義請參見表 4-3。

b 變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

c ***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

d 本表結果省略季度別之虛擬變數。

表 4-10 家族 CEO 對實質盈餘管理與實際買回率間關係之影響—區分盈餘管理動機樣本

變數 ^a	預期 ^b 符號	具盈餘管理動機(n=1,781)				不具盈餘管理動機(n=1,164)			
		低自由現金流量		高自由現金流量		低自由現金流量		高自由現金流量	
		係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
<i>Constant</i>	?	2.1618 ***	0.005	1.4337 *	0.088	1.8739 *	0.065	0.5977	0.466
<i>RM</i>	?	0.0428	0.676	-0.0232 **	0.034	0.2460 **	0.018	-0.0093	0.488
<i>FM</i>	?	-0.1087	0.300	0.0455	0.672	-0.1020	0.486	-0.0208	0.880
<i>RM×FM</i>	?	-0.2663	0.375	-0.1106	0.602	0.0646	0.770	0.0383	0.819
<i>SIZE</i>	?	-0.1446 ***	0.002	-0.1071 **	0.016	-0.0752	0.215	-0.0361	0.468
<i>ANCBUY</i>	+	50.2507 ***	0.000	55.1689 ***	0.000	49.9318 ***	0.000	53.5610 ***	0.000
<i>BM</i>	+	0.2561 ***	0.007	0.1110	0.182	-0.0319	0.371	0.2380 **	0.011
<i>OWN</i>	?	-0.1823	0.583	-0.0248	0.942	-1.4347 ***	0.003	-0.2396	0.557
<i>PLEDGE</i>	+	0.0934	0.343	0.7190 **	0.015	-0.0379	0.430	-0.0507	0.421
<i>DEBT</i>	-	0.4539 *	0.073	0.6306 **	0.024	-0.2050	0.290	-0.0321	0.468
<i>SG</i>	-	-0.0264 ***	0.005	0.0162	0.421	0.1464	0.253	0.0139	0.470
<i>BOARDIND</i>	+	-0.5259 **	0.042	-0.0213	0.472	-0.2604	0.225	-0.2521	0.254
<i>RIE</i>	-	-0.5255 ***	0.010	-1.0973 ***	0.000	-0.4023 **	0.035	-0.5833 ***	0.002
<i>IND</i>	+	0.1781 **	0.046	0.0929	0.224	0.1172	0.183	0.1157	0.187
<i>TSE</i>	+	0.2298 **	0.015	-0.0877	0.187	0.0951	0.232	0.0149	0.454
Wald test($\gamma_1+\gamma_2$)	?	-0.2236	0.437	-0.1338	0.265	0.3106 *	0.075	0.0290	0.865
Log likelihood		-1418.93		-1434.44		-923.75		-908.45	
F		17.10 ***		17.37 ***		12.95 ***		12.75 ***	
Pseudo R ²		0.14		0.17		0.14		0.13	

a. 變數定義請參見表 4.3。

b. 變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定，*RM* 以及 Wald test 預期符號為 ?/-/+/?。

c. ***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

d. 本表結果省略年度別之虛擬變數。

三、電子產業之實證結果

本研究原已於主測中加以控制產業之影響，考量本研究觀察值多為電子產業公司，其買回次數相對於其他產業高達約 72%，此外，相對於具盈餘管理動機之低自由現金流量公司，高自由現金流量公司亦多屬電子產業，因此進一步聚焦於電子產業進行分析，並將實證結果彙整於表 4-11 至表 4-14。

觀察表 4-11，無論 RM 或係數和 $(\alpha_1 + \alpha_3)$ 之檢測結果皆不具顯著性，即未發現高、低自由現金流量下，實質盈餘管理與股票買回存在關聯性，然而由 $DFCF$ 與 $ACTBUY$ 之顯著正相關(係數=0.0714, P 值=0.087)，可看出高自由現金流量公司實際買回較少股份，而交乘項 $RM \times DFCF$ 為正向顯著(係數=0.0813, P 值=0.096)，顯示隨著自由現金流量的降低， RM 對股票買回的正向影響也將隨之上升。由此可知實質盈餘管理與股票買回之關係可能受自由現金流量影響。

考量股票買回對流通在外股數及對每股盈餘之影響，上述高、低自由現金流量之不顯著關係，可能係由於同時包含存在盈餘管理動機與不具盈餘管理動機之樣本，因此本研究進一步以是否具有盈餘管理動機區分次樣本，分析結果如表 4-12 所示。由表 4-12 可看出， RM 與 $ACTBUY$ 存在負向顯著關聯(係數=-0.0210, P 值=0.048)，表示高自由現金流量公司提高實質盈餘管理程度時，將減少實際買回之股份，因此實證結果與假說 H3 之預期一致。然而低自由現金流量之 Wald test 檢測結果不具顯著性，故實證結果僅部分支持假說 H2。

此外，觀察表 4-12 中不具盈餘管理動機樣本之分析結果， RM 為不顯著，即未發現不具盈餘管理動機之高自由現金流量公司，實質盈餘管理與股票買回存在相關性。交乘項 $RM \times DFCF$ 為正向顯著(係數=0.1210, P 值=0.097)，顯示當自由現金流量下降，將提升實質盈餘管理與股票買回之正向關係，而係數和 $(\alpha_1 + \alpha_3)$ 為正向顯著(係數=0.1176, P 值=0.057)，表示低自由現金流量公司會運用實質盈餘管理增加買回之股份。故於低自由現金流量公司未面臨盈餘管理壓力的情況下，實證結果部分支持假說 H1。

進一步分析 CEO 支配力高低對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響，分析結果如表 4-13 與 4-14 所示。由表 4-13 中可看出，低自由現金流量公司之交乘項 $RM \times PSHARE$ 為負向顯著(係數=-0.3439, P 值=0.005)，而高結構支配力 CEO 之係數和 $(\beta_1 + \beta_4)$ 檢測結果呈現為顯著正相關(係數=0.3792, P 值=0.006)。進一步區分有、無盈餘管理動機之次樣本，觀察表 4-14 之檢測結果，

具盈餘管理動機之低自由現金流量公司，Wald test 檢測結果皆為不顯著，可能係由於低自由現金流量公司可進行盈餘管理的彈性有限所致，而高自由現金流量公司，係數和 $(\beta_1+\beta_5)$ 為顯著負相關(係數=-0.0285，P 值=0.022)，即高股權支配力 CEO 可能由於其財富受公司經營結果影響甚鉅，且對公司內部意見統合與決策具高度影響力，而造成公司增加實質盈餘管理，減少實際買回股份之情形更為明顯。

此外，不具盈餘管理動機之交乘項 $RM \times PSHARE$ 為顯著負相關(係數=-0.4109，P 值=0.001)，然而 RM 與交乘項 $RM \times PSHARE$ 之係數和 $(\beta_1+\beta_5)$ 卻不具顯著性，表示未發現高股權支配力 CEO 會有策略性使用實質盈餘管理與股票買回之情形，反觀 CEO 結構支配力之係數和 $(\beta_1+\beta_4)$ 為顯著正相關(係數=0.4167，P 值=0.003)，意味著高結構支配力 CEO 可能因同時兼任董事長，削弱公司之監督機制，加深以實質盈餘管理提高實際買回股份之程度，而高自由現金流量公司之 Wald test 檢測結果皆不具顯著性，可能係由於公司所持有之資金已足夠支應公司之實際買回行動，故假說 H4 僅獲部分支持。



表 4-11 實質盈餘管理與股票買回之關係－電子產業總樣本(n=2,126)

變數 ^a	預期符號 ^b	係數	標準誤	p 值
<i>Constant</i>	?	1.1334 **	0.4946	0.022
<i>RM</i>	?	-0.0128	0.0089	0.149
<i>DFCF</i>	—	0.0714 *	0.0523	0.087
<i>RM × DFCF</i>	+	0.0813 *	0.0622	0.096
<i>SIZE</i>	?	-0.0744 ***	0.0282	0.008
<i>ANCBUY</i>	+	53.5232 ***	4.0592	0.000
<i>BM</i>	+	0.1917 ***	0.0664	0.002
<i>OWN</i>	?	-0.0062	0.2202	0.978
<i>PLEDGE</i>	+	0.3422 **	0.1937	0.039
<i>DEBT</i>	—	0.1476	0.1922	0.222
<i>SG</i>	—	0.0754	0.1029	0.232
<i>BOARDIND</i>	+	-0.1441	0.1732	0.203
<i>RIE</i>	—	-0.7634 ***	0.1236	0.000
<i>TSE</i>	+	0.0845 *	0.0629	0.090
Wald test($\alpha_1 + \alpha_3$)	+	0.0685	0.0627	0.137
Log likelihood		-3354.51		
F		2126.00 ***		
Pseudo R ²		0.15		

a. 變數定義請參見表 4-3。

b. 變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

c. ***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

d. 本表結果省略年度別之虛擬變數。

表 4-12 實質盈餘管理與實際買回率之關係－電子產業區分盈餘管理動機樣本

變數 ^a	預期 ^b 符號	具盈餘管理動機(n=1,290)			不具盈餘管理動機(n=836)		
		係數	標準誤	p 值	係數	標準誤	p 值
<i>Constant</i>	?	1.4771 **	0.6461	0.022	0.8652	0.6587	0.189
<i>RM</i>	-/?	-0.0210 **	0.0126	0.048	-0.0034	0.0122	0.782
<i>DFCF</i>	?/—	0.1022	0.0707	0.148	0.0322	0.0777	0.340
<i>RM × DFCF</i>	+/?	0.0710	0.1061	0.252	0.1210 *	0.0729	0.097
<i>SIZE</i>	?	-0.1121 ***	0.0365	0.002	-0.0313	0.0404	0.437
<i>ANCBUY</i>	+	53.4550 ***	5.3034	0.000	53.1209 ***	4.1282	0.000
<i>BM</i>	+	0.2442 **	0.1109	0.014	0.1533 **	0.0879	0.041
<i>OWN</i>	?	-0.0008	0.2781	0.998	-0.1779	0.3576	0.619
<i>PLEDGE</i>	+	0.6654 ***	0.2844	0.010	-0.0644	0.2011	0.375
<i>DEBT</i>	—	0.5130 **	0.2636	0.026	-0.4058 *	0.2916	0.082
<i>SG</i>	—	0.0116	0.1159	0.460	0.1951	0.1773	0.136
<i>BOARDIND</i>	+	-0.0099	0.2270	0.483	-0.3467 *	0.2660	0.097
<i>RIE</i>	—	-0.8518 ***	0.1803	0.000	-0.6787 ***	0.1624	0.000
<i>TSE</i>	+	0.1000	0.0836	0.116	0.0474	0.0977	0.314
Wald test($\alpha_1 + \alpha_3$)	?/+	0.0500	0.1064	0.639	0.1176 *	0.0743	0.057
Log likelihood		-2068.14			-1273.54		
F		23.87 ***			17.08 ***		
Pseudo R ²		0.16			0.13		

a 變數定義請參見表 4-3。

b 變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

c ***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

d 本表結果省略年度別之虛擬變數。

表 4-13 CEO 對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響－電子產業總樣本區分
自由現金流量樣本(n=2,126)

變數 ^a	預期 ^b 符號	低自由現金流量			高自由現金流量		
		係數	標準誤	p 值	係數	標準誤	p 值
<i>Constant</i>	?	2.0066 ***	0.7395	0.007	0.6611	0.6976	0.344
<i>RM</i>	+/?	0.3474 ***	0.1137	0.001	-0.0019	0.0437	0.965
<i>PDUAL</i>	?	-0.0555	0.0755	0.463	0.0039	0.0732	0.957
<i>PSHARE</i>	?	0.1645 **	0.0798	0.040	0.0816	0.0752	0.278
<i>RM × PDUAL</i>	?	0.0318	0.1016	0.754	-0.0047	0.0316	0.882
<i>RM × PSHARE</i>	?	-0.3439 ***	0.1221	0.005	-0.0129	0.0424	0.762
<i>SIZE</i>	?	-0.1124 **	0.0459	0.015	-0.0613	0.0385	0.112
<i>ANCBUY</i>	+	49.6334 ***	3.6628	0.000	56.7436 ***	6.2429	0.000
<i>BM</i>	+	0.1413 **	0.0832	0.045	0.1854 **	0.1034	0.037
<i>OWN</i>	?	-0.4836	0.3250	0.137	0.3526	0.3049	0.248
<i>PLEDGE</i>	+	0.1223	0.2133	0.284	0.5232 *	0.3220	0.053
<i>DEBT</i>	-	-0.0650	0.2689	0.405	0.3696 *	0.2766	0.091
<i>SG</i>	-	0.1688	0.1600	0.146	-0.1326	0.1531	0.194
<i>BOARDIND</i>	+	-0.2337	0.2437	0.169	-0.1073	0.2453	0.331
<i>RIE</i>	-	-0.4356 ***	0.1775	0.007	-0.9767 ***	0.1659	0.000
<i>TSE</i>	+	0.1875 **	0.0921	0.021	0.0121	0.0873	0.445
Wald test($\beta_1 + \beta_4$)	+/?	0.3792 ***	0.1490	0.006	-0.0066	0.0265	0.804
Wald test($\beta_1 + \beta_5$)	+/?	0.0035	0.0576	0.476	-0.0148	0.0100	0.140
Log likelihood		-1523.52			-1811.62		
F		17.86 ***			18.94 ***		
Pseudo R ²		0.14			0.16		

a 變數定義請參見表 4-3。

b 變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

c ***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

d 本表結果省略率度別之虛擬變數。

表 4-14 CEO 對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響－電子產業區分盈餘管理動機與自由現金流量樣本

變數 ^a	預期 ^b 符號	具盈餘管理動機(n=1,290)				不具盈餘管理動機(n=836)			
		低自由現金流量		高自由現金流量		低自由現金流量		高自由現金流量	
		係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
<i>Constant</i>	?	1.7379 *	0.075	1.0514	0.262	1.8773 *	0.079	0.7221	0.395
<i>RM</i>	?	0.1250	0.560	-0.0109	0.419	0.4473 ***	0.000	-0.0022	0.975
<i>PDUAL</i>	?	-0.0167	0.868	0.0925	0.322	-0.0775	0.508	-0.1920	0.109
<i>PSHARE</i>	?	0.1127	0.276	-0.0633	0.508	0.1433	0.250	0.3573 ***	0.002
<i>RM×PDUAL</i>	?	0.2533	0.318	0.0100	0.748	-0.0305	0.705	-0.0225	0.728
<i>RM×PSHARE</i>	?	-0.1509	0.501	-0.0176	0.733	-0.4109 ***	0.001	-0.0003	0.996
<i>SIZE</i>	?	-0.1215 **	0.045	-0.0903 *	0.084	-0.0686	0.306	-0.0520	0.310
<i>ANCBUY</i>	+	48.7046 ***	0.000	57.1918 ***	0.000	52.3669 ***	0.000	55.5330 ***	0.000
<i>BM</i>	+	0.4019 ***	0.002	0.1249	0.237	0.0178	0.440	0.2329 **	0.031
<i>OWN</i>	?	-0.3000	0.428	0.2230	0.571	-1.0814 *	0.063	0.2732	0.556
<i>PLEDGE</i>	+	0.3222	0.157	0.9528 **	0.016	-0.0532	0.423	-0.2082	0.251
<i>DEBT</i>	-	0.3819	0.151	0.6936 **	0.031	-0.7969 **	0.021	-0.1586	0.354
<i>SG</i>	-	0.1519	0.193	-0.2655 *	0.090	0.2605	0.159	0.1411	0.271
<i>BOARDIND</i>	+	-0.0508	0.439	0.0333	0.458	-0.4273	0.120	-0.3124	0.213
<i>R/E</i>	-	-0.2804	0.126	-1.2070 ***	0.000	-0.6467 ***	0.008	-0.6882 ***	0.001
<i>TSE</i>	+	0.2861 **	0.011	-0.0245	0.412	0.0406	0.379	0.1197	0.190
Wald test($\beta_1+\beta_2$)	?	0.3783	0.146	-0.0009	0.492	0.4167 ***	0.003	-0.0247	0.283
Wald test($\beta_1+\beta_3$)	?	-0.0259	0.833	-0.0285 **	0.022	0.0363	0.303	-0.0026	0.860
Log likelihood		-930.63		-1119.65		-579.79		-679.30	
F		10.24 ***		15.08 ***		11.69 ***		9.81 ***	
Pseudo R ²		0.15		0.18		0.15		0.13	

a. 變數定義請參見表 4-3。

b. 變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定，*RM* 以及 Wald test 預期符號為?/-/+/?。

c. ***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

d. 本表結果省略年度別之虛擬變數。

表 4-15 假說檢測結果彙總

應變數：實質盈餘管理綜合指標 (RM)		預期符號			假說檢測					
		全樣本	具盈餘管理動機	不具盈餘管理動機	全樣本	具盈餘管理動機	不具盈餘管理動機			
H1	a_3^a	+	+	?	正相關	不顯著	正相關	部分支持		
	a_1+a_3	+	?	+	正相關	不顯著	正相關			
H2	a_1	?	-	?	負相關	負相關	不顯著	部分支持		
	a_3	+	+	?	正相關	不顯著	正相關			
	a_1+a_3	+	?	+	正相關	不顯著	正相關			
H3	a_1	?	-	?	負相關	負相關	不顯著	支持		
低自由現金流量										
H4	結構支配力	$\beta_1+\beta_4$	+	?	+	不顯著	不顯著	正相關	部分支持	
	股權支配力	$\beta_1+\beta_5$	+	?	+	正相關	不顯著	正相關		
	高自由現金流量									
	結構支配力	$\beta_1+\beta_4$?	-	?	不顯著	不顯著	不顯著		
	股權支配力	$\beta_1+\beta_5$?	-	?	負相關	負相關	不顯著		

a. a_1 表 RM 結果； a_3 表 RM 與 DFCF 交乘項結果； a_1+a_3 表 Wald test 結果； $\beta_1+\beta_4$ 表 RM 與 PDUAL 交乘項結果； $\beta_1+\beta_5$ 表 RM 與 DSHARE 交乘項結果。

第四節 敏感性測試

為提高研究結論之穩健性(robustness)，本研究遂透過 winsorize 研究樣本前後 1% 之極端值、以 WACC 衡量買回股票所支付現金之稅後報酬率，重新執行迴歸分析，進行敏感性測試。

一、winsorize 研究樣本前後 1% 之極端值

為避免存在極端值影響研究結果，本研究以 winsorize 樣本資料前後 1% 的極端值之方式，將連續變數前後 1% 之極端值以 1% 與 99% 之端點數值取代後，重新執行迴歸分析，並將結果彙總於表 4-16 至表 4-19。表 4-17 及表 4-19 與前述實證分析具相同結論，至於表 4-16 中 RM 為不顯著，可能是由於該樣本中包含有盈餘管理動機與不具盈餘管理動機之樣本，加上不具盈餘管理動機樣本之 RM 不具顯著性(係數=-0.0008, p 值=0.985)，因而弱化了具盈餘管理動機樣本中 RM 與 $ACTBUY$ 之負向關係(係數=-0.0595, p 值=0.016)，雖然如此，進一步觀察表 4-17 仍可得到與前述相同的結論。

表 4-18 股票買回總樣本下，高自由現金流量次樣本之係數和 $(\beta_1 + \beta_4)$ 經 Wald test 檢測呈現負向顯著(係數=-0.1073, p 值=0.097)，亦可能係因樣本中同時存在具盈餘管理動機樣本與不具盈餘管理動機樣本(係數=-0.1143, p 值=0.115；係數=-0.1052, p 值=0.139)，而係數和 $(\beta_1 + \beta_5)$ 顯示為不顯著，可能是具盈餘管理動機樣本之負向顯著關係(係數=-0.0643, p 值=0.013)受不具盈餘管理動機樣本之不顯著結果(係數=0.0159, p 值=0.763)影響所致，進一步分析後，結論仍與前述一致。整體而言，樣本資料於 winsorize 後之實證結論與前述結果大致相同，故本研究之結論並未受到極端值影響。

表 4-16 實質盈餘管理與股票買回之關係—winsorized 總樣本(n=2,945)

變數 ^a	預期符號 ^b	係數	標準誤	p 值
<i>Constant</i>	?	1.7721 ***	0.3976	0.000
<i>RM</i>	?	-0.0364	0.0240	0.129
<i>DFCF</i>	-	0.0617 *	0.0443	0.082
<i>RM × DFCF</i>	+	0.1513 **	0.0719	0.018
<i>SIZE</i>	?	-0.1094 ***	0.0243	0.000
<i>ANCBUY</i>	+	48.5425 ***	1.9596	0.000
<i>BM</i>	+	0.1767 ***	0.0523	0.001
<i>OWN</i>	?	-0.3701 **	0.1810	0.041
<i>PLEDGE</i>	+	0.1793 *	0.1118	0.055
<i>DEBT</i>	-	0.2916 **	0.1653	0.039
<i>SG</i>	-	0.0835	0.0930	0.185
<i>BOARDIND</i>	+	-0.1786	0.1596	0.132
<i>RIE</i>	-	-0.7280 ***	0.1099	0.000
<i>IND</i>	+	0.1215 **	0.0574	0.017
<i>TSE</i>	+	0.0545	0.0551	0.162
Wald test($\alpha_1 + \alpha_3$)	+	0.1149 *	0.0727	0.057
Log likelihood		-4613.88		
F		60.17 ***		
Pseudo R ²		0.14		

a 變數定義請參見表 4-3。

b 變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

c ***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

d 本表結果省略年度別之虛擬變數。

表 4-17 實質盈餘管理與實際買回率之關係—winsorized 區分盈餘管理動機樣本

變數 ^a	預期 ^b 符號	具盈餘管理動機(n=1,781)			不具盈餘管理動機(n=1,164)		
		係數	標準誤	p 值	係數	標準誤	p 值
<i>Constant</i>	?	2.3211 ***	0.4937	0.000	1.0932	0.6755	0.106
<i>RM</i>	-/?	-0.0595 **	0.0278	0.016	-0.0008	0.0450	0.985
<i>DFCF</i>	?/—	0.1228 **	0.0567	0.030	-0.0036	0.0703	0.480
<i>RM × DFCF</i>	+/?	0.0105	0.0996	0.458	0.2469 **	0.1058	0.020
<i>SIZE</i>	?	-0.1555 ***	0.0303	0.000	-0.0503	0.0409	0.219
<i>ANCBUY</i>	+	47.2694 ***	2.4672	0.000	50.5014 ***	3.1433	0.000
<i>BM</i>	+	0.2353 ***	0.0753	0.001	0.1273 ***	0.0765	0.000
<i>OWN</i>	?	-0.2514	0.2185	0.250	-0.6868 **	0.3141	0.049
<i>PLEDGE</i>	+	0.3065 **	0.1518	0.022	0.0144	0.1607	0.465
<i>DEBT</i>	—	0.5566 ***	0.2165	0.005	-0.1167	0.2687	0.332
<i>SG</i>	—	0.0573	0.1209	0.318	0.0989	0.1427	0.244
<i>BOARDIND</i>	+	-0.1960	0.2051	0.170	-0.1440	0.2546	0.286
<i>RIE</i>	—	-0.8796 ***	0.1491	0.000	-0.5495 ***	0.1647	0.001
<i>IND</i>	+	0.1356 **	0.0751	0.036	0.1270 *	0.0895	0.078
<i>TSE</i>	+	0.0553	0.0706	0.217	0.0407	0.0890	0.324
Wald test($\alpha_1 + \alpha_3$)	?/+	-0.0490	0.1008	0.627	0.2461 **	0.1066	0.011
Log likelihood		-2781.31			-1820.44		
F		40.15 ***			23.87 ***		
Pseudo R ²		0.14			0.13		

a 變數定義請參見表 4-3。

b 變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

c ***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

d 本表結果省略率度列之虛擬變數。

表 4-18 CEO 對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響—winsorized 總樣本區分
自由現金流量樣本(n=2,945)

變數 ^a	預期 ^b 符號	低自由現金流量			高自由現金流量		
		係數	標準誤	p 值	係數	標準誤	p 值
<i>Constant</i>	?	2.0981 ***	0.6215	0.001	1.7526 ***	0.5320	0.001
<i>RM</i>	+/?	0.2087 *	0.1603	0.097	-0.0483	0.0634	0.446
<i>PDUAL</i>	?	0.0064	0.0656	0.922	-0.0128	0.0647	0.843
<i>PSHARE</i>	?	0.0965	0.0675	0.153	0.0787	0.0653	0.228
<i>RM × PDUAL</i>	?	-0.0410	0.1136	0.718	-0.0591	0.0585	0.313
<i>RM × PSHARE</i>	?	-0.0897	0.1648	0.586	0.0157	0.0607	0.795
<i>SIZE</i>	?	-0.1233 ***	0.0374	0.001	-0.1144 ***	0.0331	0.001
<i>ANCBUY</i>	+	48.3208 ***	2.8303	0.000	48.5461 ***	2.6731	0.000
<i>BM</i>	+	0.1169 **	0.0705	0.049	0.2229 ***	0.0783	0.002
<i>OWN</i>	?	-0.6008 **	0.2756	0.029	-0.1573	0.2502	0.530
<i>PLEDGE</i>	+	0.1068	0.1593	0.252	0.2274 *	0.1608	0.079
<i>DEBT</i>	-	0.1878	0.2294	0.207	0.4281 **	0.2389	0.037
<i>SG</i>	-	0.1775 *	0.1296	0.086	-0.0380	0.1341	0.389
<i>BOARDIND</i>	+	-0.3375 *	0.2264	0.068	-0.0484	0.2243	0.415
<i>RIE</i>	-	-0.5671 ***	0.1615	0.000	-0.8425 ***	0.1478	0.000
<i>IND</i>	+	0.1456 **	0.0796	0.034	0.0530	0.0871	0.272
<i>TSE</i>	+	0.1733 **	0.0793	0.015	-0.0449	0.0769	0.280
Wald test($\beta_1 + \beta_4$)	+/?	0.1678	0.1820	0.179	-0.1073 *	0.0647	0.097
Wald test($\beta_1 + \beta_5$)	+/?	0.1191 *	0.0829	0.076	-0.0325	0.0259	0.210
Log likelihood		-2317.31			-2284.64		
F		27.10 ***			31.25 ***		
Pseudo R ²		0.14			0.14		

a 變數定義請參見表 4-3。

b 變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

c ***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

d 本表結果省略率度別之虛擬變數。

表 4-19 CEO 對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響—winsorized 區分盈餘管理動機與自由現金流量樣本

變數 ^a	預期 ^b 符號	具盈餘管理動機(n=1,781)				不具盈餘管理動機(n=1,164)			
		低自由現金流量		高自由現金流量		低自由現金流量		高自由現金流量	
		係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
<i>Constant</i>	?	2.2896 ***	0.003	2.5943 ***	0.000	1.8152 *	0.069	0.9619	0.299
<i>RM</i>	?	-0.2182	0.238	-0.0678	0.169	0.4955 ***	0.006	-0.0283	0.782
<i>PDUAL</i>	?	0.0147	0.859	0.0605	0.454	0.0396	0.713	-0.1503	0.162
<i>PSHARE</i>	?	0.1089	0.185	-0.0608	0.452	-0.0500	0.649	0.2733 ***	0.010
<i>RM×PDUAL</i>	?	0.2468	0.244	-0.0465	0.550	-0.1244	0.324	-0.0768	0.313
<i>RM×PSHARE</i>	?	0.1897	0.340	0.0035	0.961	-0.3136	0.146	0.0443	0.634
<i>SIZE</i>	?	-0.1585 ***	0.001	-0.1661 ***	0.000	-0.0758	0.204	-0.0630	0.273
<i>ANCBUY</i>	+	48.5724 ***	0.000	46.0892 ***	0.000	48.3704 ***	0.000	53.6147 ***	0.000
<i>BM</i>	+	0.3170 ***	0.002	0.1776 *	0.054	-0.0126	0.451	0.2504 **	0.017
<i>OWN</i>	?	-0.2111	0.520	-0.2346	0.431	-1.4209 ***	0.003	-0.2661	0.529
<i>PLEDGE</i>	+	0.1425	0.268	0.4542 **	0.013	0.0253	0.452	-0.0926	0.362
<i>DEBT</i>	-	0.4723 *	0.059	0.7135 ***	0.010	-0.1762	0.312	-0.0859	0.416
<i>SG</i>	-	0.1454	0.192	-0.0396	0.412	0.1621	0.219	0.0663	0.369
<i>BOARDIND</i>	+	-0.4821 *	0.051	0.0463	0.435	-0.1097	0.377	-0.1891	0.307
<i>RIE</i>	-	-0.6470 ***	0.002	-1.0280 ***	0.000	-0.4640 **	0.028	-0.6246 ***	0.003
<i>IND</i>	+	0.1958 **	0.027	0.0455	0.345	0.1274	0.168	0.0667	0.310
<i>TSE</i>	+	0.2271 **	0.014	-0.0701	0.232	0.0910	0.234	0.0422	0.371
Wald test($\beta_1+\beta_4$)	?	0.0285	0.904	-0.1143	0.115	0.3711 *	0.056	-0.1052	0.139
Wald test($\beta_1+\beta_5$)	?	-0.0285	0.831	-0.0643 **	0.013	0.1819 *	0.061	0.0159	0.763
Log likelihood		-1397.34		-1370.33		-905.42		-902.86	
F		17.35 ***		22.62 ***		13.16 ***		12.33 ***	
Pseudo R ²		0.15		0.15		0.14		0.14	

a. 變數定義請參見表 4-3。

b. 變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定，*RM* 以及 Wald test 預期符號為?/-/+/?。

c. ***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

d. 本表結果省略年度別之虛擬變數。

二、以 WACC 衡量買回股票所支付現金之稅後報酬率

本研究以 WACC 作為衡量，限縮具盈餘管理動機樣本之篩選範圍，重新進行迴歸分析，檢測結果彙總於表 4-20 至表 4-23。表 4-21 與表 4-23 皆與前述分析結果一致，而表 4-20 係數和 (a_1+a_3) 之檢測結果不具顯著性，可能是不具盈餘管理動機樣本係數和 (a_1+a_3) 之正向顯著關係(係數=0.7302, p 值=0.037)，受具盈餘管理動機樣本係數和 (a_1+a_3) 之負向不顯著(係數= -0.0403, p 值=0.698)影響所致，但進一步檢視表 4-21，實證結論仍與前述相同。

至於表 4-22 中無論高、低自由現金流量，股權支配力之係數和 $(\beta_1+\beta_2)$ 結果皆為不顯著，可能係樣本中同時包含存在盈餘管理動機與不具盈餘管理動機之樣本，且次樣本之樣本特性不同所致，例如於低自由現金流量沒有發現，可能是具盈餘管理動機樣本之不顯著(係數=-0.0998, p 值=0.565)弱化了不具盈餘管理動機時之正向顯著關係(係數=1.9939, p 值=0.011)，而高自由現金流量之具盈餘管理動機樣本之顯著負相關(係數=-0.0162, p 值=0.044)，可能係受到不具盈餘管理動機樣本之不顯著關係(係數=0.0191, p 值=0.612)影響，因而使總樣本之高現金流量樣本中沒有發現，但進一步分析後，皆能與前述得到相同結論。整體而言，以 WACC 衡量買回股票所支付現金之稅後報酬率，實證結論與前述結果一致。

表 4-20 實質盈餘管理與實際買回率之關係－總樣本(WACC)(n=1,348)

變數 ^a	預期符號 ^b	係數	標準誤	p 值
<i>Constant</i>	?	0.8205	0.5392	0.128
<i>RM</i>	?	-0.0194 **	0.0088	0.029
<i>DFCF</i>	—	0.1846 ***	0.0659	0.003
<i>RM × DFCF</i>	+	0.0949	0.0947	0.158
<i>SIZE</i>	?	-0.0513	0.0326	0.116
<i>ANCBUY</i>	+	53.0960 ***	2.9006	0.000
<i>BM</i>	+	0.2155 ***	0.0741	0.002
<i>OWN</i>	?	-0.3671	0.2612	0.160
<i>PLEDGE</i>	+	-0.2128 *	0.1577	0.089
<i>DEBT</i>	—	0.2574	0.2443	0.146
<i>SG</i>	—	0.0247	0.1113	0.413
<i>BOARDIND</i>	+	-0.3133 *	0.2318	0.089
<i>RIE</i>	—	-0.6911 ***	0.1684	0.000
<i>IND</i>	+	0.0706	0.0889	0.214
<i>TSE</i>	+	0.0010	0.0775	0.495
Wald test($\alpha_1 + \alpha_3$)	+	0.0756	0.0951	0.214
Log likelihood		-2095.84		
F		30.23 ***		
Pseudo R ²		0.15		

a. 變數定義請參見表 4-3。

b. 變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

c. ***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

d. 本表結果省略年度別之虛擬變數。

表 4-21 實質盈餘管理與實際買回率之關係—區分盈餘管理動機樣本(WACC)

變數 ^a	預期 ^b 符號	具盈餘管理動機(n=1,085)			不具盈餘管理動機(n=263)		
		係數	標準誤	p 值	係數	標準誤	p 值
<i>Constant</i>	?	1.7710 ***	0.5983	0.003	-2.7867 *	1.4346	0.053
<i>RM</i>	-/?	-0.0222 ***	0.0077	0.002	0.0162	0.0258	0.531
<i>DFCF</i>	?/—	0.1102	0.0707	0.119	0.2513 *	0.1748	0.076
<i>RM × DFCF</i>	+/?	-0.0182	0.1033	0.430	0.7140 *	0.4079	0.081
<i>SIZE</i>	?	-0.1098 ***	0.0361	0.002	0.1812 **	0.0858	0.036
<i>ANCBUY</i>	+	52.8645 ***	3.1864	0.000	53.9360 ***	7.2317	0.000
<i>BM</i>	+	0.2989 ***	0.0925	0.001	0.1655 *	0.1208	0.086
<i>OWN</i>	?	-0.5018 *	0.2913	0.085	0.1756	0.5458	0.748
<i>PLEDGE</i>	+	-0.0559	0.1670	0.369	-0.8550 **	0.4140	0.020
<i>DEBT</i>	—	0.2938	0.2700	0.139	0.0045	0.5968	0.497
<i>SG</i>	—	-0.0405	0.1075	0.354	0.1363	0.3090	0.330
<i>BOARDIND</i>	+	-0.3024	0.2466	0.111	-0.1155	0.6127	0.426
<i>RIE</i>	—	-0.6245 ***	0.1947	0.001	-1.0820 ***	0.3626	0.002
<i>IND</i>	+	0.0879	0.1022	0.195	0.0246	0.1974	0.451
<i>TSE</i>	+	0.0153	0.0829	0.427	-0.1113	0.2185	0.306
Wald test($\alpha_1 + \alpha_3$)	?/+	-0.0403	0.1041	0.698	0.7302 **	0.4072	0.037
Log likelihood		-1667.22			-414.49		
F		29.41 ***			5.78 ***		
Pseudo R ²		0.16			0.14		

a 變數定義請參見表 4-3。

b 變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

c ***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

d 本表結果省略率度別之虛擬變數。

表 4-22 CEO 對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響—總樣本區分自由現金
流量樣本(WACC)(n=1,348)

變數 ^a	預期 ^b 符號	低自由現金流量			高自由現金流量		
		係數	標準誤	p 值	係數	標準誤	p 值
<i>Constant</i>	?	1.3463	0.8914	0.131	1.0255	0.6543	0.118
<i>RM</i>	+/?	0.1630	0.1476	0.135	0.0339	0.1022	0.740
<i>PDUAL</i>	?	0.0679	0.0934	0.467	-0.0949	0.0948	0.317
<i>DPSHARE</i>	?	0.0114	0.0976	0.907	0.1284	0.0946	0.175
<i>RM × PDUAL</i>	?	-0.0241	0.1875	0.898	-0.0445	0.1028	0.665
<i>RM × DPSHARE</i>	?	-0.1358	0.2100	0.518	-0.0439	0.1015	0.666
<i>SIZE</i>	?	-0.0929 *	0.0544	0.088	-0.0491	0.0397	0.217
<i>ANCBUY</i>	+	59.3636 ***	3.6798	0.000	46.9533 ***	4.2948	0.000
<i>BM</i>	+	0.1782 *	0.1140	0.059	0.2097 **	0.1035	0.022
<i>OWN</i>	?	-0.7200 *	0.3693	0.052	-0.0780	0.3766	0.836
<i>PLEDGE</i>	+	-0.1096	0.2118	0.303	-0.2334	0.2476	0.173
<i>DEBT</i>	-	0.5309 *	0.3332	0.056	0.0363	0.3556	0.460
<i>SG</i>	-	0.0325	0.1359	0.406	-0.0311	0.1804	0.432
<i>BOARDIND</i>	+	-0.5465 **	0.3245	0.047	-0.0391	0.3341	0.454
<i>RIE</i>	-	-0.4195 **	0.2313	0.035	-0.9225 ***	0.2239	0.000
<i>IND</i>	+	0.1747 *	0.1233	0.079	-0.0722	0.1330	0.294
<i>TSE</i>	+	0.1305	0.1060	0.110	-0.0793	0.1125	0.241
Wald test($\beta_1 + \beta_4$)	+/?	0.1389	0.2105	0.255	-0.0106	0.0152	0.485
Wald test($\beta_1 + \beta_5$)	+/?	0.0272	0.1800	0.440	-0.0099	0.0113	0.378
Log likelihood		-1026.75			-1052.27		
F		20.93 ***			10.79 ***		
Pseudo R ²		0.19			0.13		

a 變數定義請參見表 4-3。

b 變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定。

c ***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

d 本表結果省略率度別之虛擬變數。

表 4-23 CEO 對實質盈餘管理與股票買回間關係之影響—區分盈餘管理動機與自由現金流量樣本(WACC)

變數 ^a	預期 ^b 符號	具盈餘管理動機(n=1,085)				不具盈餘管理動機(n=263)			
		低自由現金流量		高自由現金流量		低自由現金流量		高自由現金流量	
		係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值	係數	p 值
<i>Constant</i>	?	2.2750 **	0.027	1.7232 **	0.017	-3.8060 *	0.097	-1.9859	0.218
<i>RM</i>	?	0.0687	0.700	0.0859	0.313	-0.0525	0.468	0.1510	0.193
<i>PDUAL</i>	?	0.0484	0.614	0.0317	0.766	0.0593	0.857	-0.4481 **	0.039
<i>DPSHARE</i>	?	0.1103	0.289	0.1187	0.255	-0.5221 *	0.072	0.2525	0.249
<i>RM×PDUAL</i>	?	0.0133	0.943	0.0260	0.847	-1.1279	0.188	-0.1438	0.227
<i>RM×DPSHARE</i>	?	-0.1685	0.471	-0.1022	0.557	2.0464 **	0.034	-0.1319	0.293
<i>SIZE</i>	?	-0.1498 **	0.015	-0.1077 **	0.014	0.2483 *	0.074	0.1657 *	0.095
<i>ANCBUY</i>	+	56.7106 ***	0.000	49.9668 ***	0.000	69.9882 ***	0.000	39.5544 ***	0.000
<i>BM</i>	+	0.2654 **	0.021	0.2507 **	0.036	-0.0095	0.487	0.2804 **	0.016
<i>OWN</i>	?	-0.9188 **	0.023	-0.0542	0.896	0.8268	0.357	-0.7958	0.301
<i>PLEDGE</i>	+	0.1912	0.179	-0.2735	0.163	-1.5519 ***	0.005	0.0368	0.473
<i>DEBT</i>	-	0.3744	0.151	0.2871	0.237	0.2931	0.371	-0.1783	0.405
<i>SG</i>	-	-0.0158	0.449	-0.1003	0.322	0.3176	0.199	-0.0631	0.422
<i>BOARDIND</i>	+	-0.5977 **	0.045	-0.0363	0.459	0.8010	0.191	0.0535	0.477
<i>R/E</i>	-	-0.2742	0.141	-0.9440 ***	0.000	-1.4455 ***	0.001	-1.0345 **	0.017
<i>IND</i>	+	0.1568	0.135	0.0248	0.436	-0.0737	0.384	-0.0697	0.427
<i>TSE</i>	+	0.1686 *	0.067	-0.0826	0.249	0.0000	0.500	-0.2831	0.167
Wald test($\beta_1+\beta_4$)	?	0.0820	0.738	0.1119	0.238	-1.1804 *	0.088	0.0072	0.799
Wald test($\beta_1+\beta_5$)	?	-0.0998	0.565	-0.0162 **	0.044	1.9939 **	0.011	0.0191	0.612
Log likelihood		-805.98		-847.18		-209.35		-189.89	
F		17.90 ***		12.84 ***		6.90 ***		5.22 ***	
Pseudo R ²		0.19		0.15		0.18		0.12	

a. 變數定義請參見表 4.3。

b. 變數有預期符號者為單尾檢定，否則為雙尾檢定，*RM* 以及 Wald test 預期符號為 ?/-/+/?。

c. ***、**與*分別表示 1%、5%與 10% 的顯著水準。

d. 本表結果省略年度別之虛擬變數。

第五章 結論與建議

第一節 研究結論

股票買回係公司向投資大眾買回流通在外股份之行為，以往股票買回相關研究雖曾察覺執行股份買回降低流通在外股份對每股盈餘之影響，對公司以股票買回進行盈餘管理之可能進行探討，但卻常未將執行股票買回涉及現金支出之因素納入考量，此外，股票買回非為進行盈餘管理的唯一方式，實質盈餘管理亦涉及公司資金之變動與每股盈餘組成，且兩者對現金變動方向亦有所差異，然而卻少有研究直接探討實質盈餘管理與股票買回之關聯。此外，無論營業上的實質盈餘管理或是實際股票買回，皆須經由公司高階主管決策實行，其中 CEO 一般被視為組織中具有最高權力者，CEO 可能因握有主導上述公司決策的權力，影響公司之策略執行結果。

本研究以 2000 年 8 月 7 日至 2011 年 12 月 31 日曾進行股票買回宣告並已執行完畢之上市上櫃公司為研究對象，採用季資料進行檢視，並參考 Roychowdhury(2006)與 Cohen et al. (2008)之作法估計實質盈餘管理綜合指標，衡量公司之實質盈餘管理程度，探討公司實質盈餘管理與股票買回行為兩者間的關係，並深入了解兩者間的關係是否會受 CEO 支配力高低影響。

研究結果顯示，低自由現金流量公司中，僅發現未具盈餘管理動機之樣本實質盈餘管理與股票買回呈現顯著正相關，即未具盈餘管理動機之低自由現金流量公司，較會運用實質盈餘管理提升持有資金，以增加實際買回之股份。本研究另發現，具盈餘管理動機之樣本，僅高自由現金流量公司實質盈餘管理與股票買回顯著正相關，與假說 H3 的預期相符，即高自由現金流量公司欲提升每股盈餘時，會策略性運用實質盈餘管理替代股票買回達到盈餘目標。由於並未發現具盈餘管理動機之低自由現金流量公司執行股票買回會明顯受到實質盈餘管理行為影響，因此，假說 H1 與假說 H2 獲實證部分支持。此外，當高自由現金流量公司存在盈餘管理動機時，具有高股權支配力之 CEO 會有明顯策略性替代使用實質盈餘管理與股票買回的情形；無盈餘管理動機之低自由現金流量公司，其高結構支配力 CEO 與高股權支配力 CEO，均會加深使用實質管理提高資金水準，以增加實際買回之股份，因此假說 H4 僅獲部分支持。進一步聚焦於電子產業，實質盈餘管理與股票買回之關係及具盈餘管理壓力下 CEO 支配力對此關係之影響亦與前述相同，而不具盈餘管理壓力之低自由現金流量公司，僅發現高結構支配力 CEO 會使運用實質盈餘管理提升買回股份之情形更明顯。另一方面，本研究亦指出，當公司具有盈餘管理誘因時 CEO 是

否為家族成員並非影響實質盈餘管理與股票買回關係之因素，然而未面臨盈餘管理壓力之低自由現金流量公司中，若 CEO 為家族成員，以實質盈餘管理提高實際買回股份之策略性買回情形將更為明顯。



第二節 研究貢獻與管理意涵

本研究旨在探討公司與實質盈餘管理與股票買回間的關係，並深入了兩者間的關係是否會受 CEO 支配力高低影響。根據實證結果，可了解公司是否存在以實質盈餘管理增加持有之現金流量從而提高買回股份的情形，或是存在策略性運用實質盈餘管理與股票買回達成盈餘目標的現象，以及 CEO 支配力高低是否會加強或弱化此關係。本研究以較具時效性之季資料進行檢視，有效捕捉公司實質盈餘管理與股票買回之關係，研究結果將能提供投資大眾了解公司運用實質盈餘管理與股票買回之策略，藉此在觀察揭露資訊是否可靠之餘，尚能將公司策略執行納入考量，以做出更穩健之投資決策，此外，目前探討實質盈餘管理與股票買回關係之文獻甚少，本研究將可彌補相關文獻的不足，作為後續研究的參考依據，研究結果亦可作為主管機關未來研議相關議題之參考。最後，依據本研究之實證結果可獲得下列管理意涵：

- 一、高自由現金流量公司，由於持有的自由現金流量充足，無須為了買回股份進行實質盈餘管理，反而在存在盈餘管理動機時，會策略性以實質盈餘管理替代股票買回達到其盈餘目標，此時股票實際買回與否，將根據公司實行實質盈餘管理與股票買回的策略以及實際成效而定，然而低自由現金流量公司卻有不同的運用策略，當不存在盈餘管理目的時，將採取實質盈餘管理提升持有資金，以增加買回之公司股份。故投資人除了以股票買回揭露資訊評估公司可信度外，亦可能對公司策略性使用股票買回的可能加以考量，因而公司管理者於策略性運用實質盈餘管理與股票買回時，應謹慎考量對投資大眾與股東之後續影響，而無論公司內、外部監督機制，亦應考量該可能性，提高對該情事的注意。
- 二、當存在盈餘管理動機且公司具有高自由現金流量時，高股權支配力 CEO 會使策略性運用實質盈餘管理與股票買回的情形越嚴重，而無盈餘管理動機之低自由現金流量公司，其高結構支配力 CEO 與高股權支配力 CEO，均會加深使用實質管理，以增加實際買回之股份，故公司聘任高階管理團隊成員時，宜思考公司 CEO 是否有持股過高的情形及可能帶來的影響，或宜加強公司內部與外部之監理機制。
- 三、未面臨盈餘管理壓力之低現金流量公司 CEO 為家族成員，存在加深運用實質盈餘管理提高持有資金水準，以增加買回股份之現象，因此宜強化公司之外部監理機制。

第三節 研究限制與後續研究建議

本研究之樣本為樣本期間內曾進行股票買回宣告且執行完畢之上市上櫃公司，鑒於金融保險業產業性質特殊，股票買回相關規範也迥異於一般公司，本研究係以排除金融保險業之樣本資料進行檢測，故研究結果無法類推至金融保險業及其他未包含於研究期間之產業，並建議後續研究可針對金融保險業進行檢視。

另一方面，景氣的蕭條與繁榮亦可能影響公司股票買回的執行狀況，例如 2008 年金融海嘯漫延全球、經濟環境動盪不安之時，同年度亦存在公司大量進行股票買回之情形，本研究雖已控制時間因素的影響，仍建議後續研究可加以考量經濟環境的景氣變化，深入檢視實質盈餘管理與股票買回在不同景氣下之關係，使相關研究更為完備。



參考文獻

- 王元章與張椿柏，2012，核心代理問題對盈餘管理之影響，會計審計論叢，第2卷，第2期（12月）：69-113。
- 池祥萱，2003，公開市場股票再買回之研究，國立中央大學財務金融研究所博士論文。
- 李建然、許書偉與李現瑞，2010，過去買回紀錄對後續股票買回宣告股價反應之影響，財務金融學刊，第18卷，第4期（12月）：73-110。
- 李建然、廖秀梅與廖益興，2003，股權結構、董事獨立性與企業經營績效之研究，會計理論與實務研討會。
- 林秀鳳與李建然，2008，管理特質對企業績效之影響，中山管理評論，第16卷，第4期（12月）：703-742。
- 林煒娟與張哲嘉，2009，董監事異常變動、家族企業與企業舞弊之關聯性，會計評論，第48期（1月）：1-33。
- 邱垂昌，2006，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3卷，第2期（12月）：17-36。
- 洪榮華、陳怡珮與許凱婷，2010，從代理理論觀點探討家族企業之股票買回行為，臺大管理論叢，第21卷，第1期（12月）：171-204。
- 陳妮雲，2008，公司治理與公開市場買回關聯性之研究，國立台灣大學會計學研究所博士論文。
- 陳慶隆，2009，股票買回交易與每股盈餘管理之研究，績效與策略研究，第6卷，第1期（3月）：21-48。
- 黃柏庭，2007，真實營業活動相關之盈餘管理研究，國立政治大學會計學研究所碩士論文。
- 楊朝旭與吳幸蓁，2003，總經理薪酬績效敏感性、績效門檻與盈餘管理關聯性之研究，會計評論，第36期（1月）：55-87。
- 劉盈伶，2009，總經理持股比率對企業研發支出影響之實證研究—以國內上市櫃公司為例，淡江大學財務金融學系未出版碩士論文。
- 劉韻僖，2006，台灣高科技產業高階經營團隊及董事會權利與組織績效關係之研究，交大管理學報，第26卷，第1期，（6月）：173-200。

- 蔡柳卿與郭法雲，2004，我國庫藏股制度之實證研究：資訊效果與資訊傳遞動機，會計評論，第38期（1月）：81-112。
- 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期（9月）：1-26。
- Barth, M. E., and Kasznik. 1999. Share repurchases and intangible assets. *Journal of Accounting and Economics* 28: 211-241.
- Bens, D. A., V. Nagar, and M. H. F. Wong. 2002. The real investment implications of employee stock option exercises. *Journal of Accounting Research* 40(2): 359-393.
- Bens, D. A., V. Nagar, D. J. Skinner, and M. H. F. Wong. 2003. Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases. *Journal of Accounting and Economics* 36: 51-90.
- Burnett, B. M., B. M. Cripe, G. W. Martin, and B. P. McAllister. 2012. Audit quality and the trade-off between accretive stock repurchases and accrual-based earnings management. *The Accounting Review* 87(6): 1861-1844.
- Chan, K., D. Ikenberry, and I. Lee. 2004. Economic sources of gain in stock repurchases. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39(3): 461-479.
- Chen, S. S., and Y. Wang. 2012. Financial constraints and share repurchases. *Journal of Financial Economics* 105(2): 311-331.
- Chi, W., L. L. Lisic, and M. Pevzner. 2011. Is enhanced audit quality associated with greater real earnings management? *Accounting Horizons* 25(2): 315-335.
- Child, J. 1972. Organizational structure, environment, and performance: The role of strategic choice. *Sociology* 6(1): 1-22.
- Cohen, D. A., A. Dey, and T. Z. Lys. 2008. Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review* 83(3): 757-787.
- Cohen, D. A., and P. Zarowin. 2010. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics* 50(1): 2-19.
- Comment, R., and G. A. Jarrell. 1991. The relative signaling power of dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases. *Journal*

of Finance 46(4): 1243-1271.

- Daily, C. M., and D. R. Dalton. 1997. Separate, but not independent: Board leadership structure in large corporations. *Corporate Governance: An International Review* 5(3): 126-136.
- Dann, L. Y. 1981. Common stock repurchases: an analysis of returns to bondholders and stockholders. *Journal of Financial Economics* 9(2): 113-138.
- Dann, L. Y., R. W. Masulis, and D. Mayers. 1991. Repurchase tender offers and earnings information. *Journal of Accounting and Economics* 14(3): 217-251.
- Dechow, M. P., and R. G. Sloan. 1991. Executive incentives and the horizon problem: an empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 14(1): 51-89.
- Dechow, P. M., and D. J. Skinner. 2000. Earnings management reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons* 14(2): 235-250.
- Dittmar, A. 2000. Why do firms repurchase stock? *Journal of Business* 73 (3): 331-355.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. The separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26(2): 301-325.
- Fenn, G. W., and N. Liang. 2001. Corporate payout policy and managerial stock incentives. *Journal of Financial Economics* 60(1): 45-72.
- Finkelstein, S. 1992. Power in top management teams: dimensions, measurement, and Validation. *Academy of Management Journal* 35(3): 505-538.
- Ghosh, A., D. Moon, and K. Tandon. 2007. CEO Ownership and discretionary investments. *Journal of Business Finance and Accounting* 34(5-6): 819-839.
- Gong, G., H. Louis, and A. X. Sun. 2008. Earnings management and firm performance following open-market repurchases. *Journal of Finance* 63(2): 947-986.
- Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40(1-3): 3-73.
- Greene, W. H. 1981. On the asymptotic bias of the ordinary least squares estimator

of the tobit model. *Econometrica* 49(2): 505-513.

- Gunny, K. A. 2010. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research* 27(3): 855-888.
- Healy P. M., and J. M. Wahlen. 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons* 13(4): 365-383.
- Hovakimian, A., T. Opler, and S. Titman. 2001. The debt-equity choice. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36(1): 1-24.
- Hribar, P., N. T. Jenkins, and W. B. Johnson. 2006. Stock repurchases as an earnings management device. *Journal of Accounting and Economics* 41(1-2): 3-27.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76(2): 323-329.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- Jolls, C. 1998. Stock repurchases and incentive compensation. NBER Working Paper.
- Lie, E. 2005. Operating performance following open market share repurchase announcements. *Journal of Accounting and Economics* 39(2): 411-436.
- Pearce, J. A., and R. B. Robinson. 1987. A measure of CEO social power in strategic decision-making. *Strategic Management Journal* 8(3): 297-304.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42(3): 335-370.
- Stephens, C. P., and M. S. Weisbach. 1998. Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs. *Journal of Finance* 53(1): 313-333.
- Vermaelen, T. 1981. Common stock repurchases and market signaling: an empirical study. *Journal of Financial and Economics* 9(2): 139-183.
- Zald, M. N. 1969. The power and functions of boards of directors: a theoretical synthesis. *American Journal of Sociology* 75: 79-111.
- Zang, A. Y. 2012. Evidence of the trade-off between real activities manipulation and

accrual-based earnings management. *The Accounting Review* 87(2): 675-703.

