

公司盈餘管理與庫藏股宣告行為之關聯性

張阜民* 王言** 賴淵聖***

摘要

公司會計資訊是一般大眾投資者所參考的依據，若公司管理者因為某些原因讓財務報表美化，採用各種財務技巧來操縱營收、淨利，透過發佈窗飾後的盈餘資訊企圖影響股價，可能誤導投資者的投資決策。此外公司另一項可能影響股價的決策為庫藏股宣告，然而對投資者而言公司實施庫藏股制度可以視為公司護盤的一項利器之一。以上兩種決策都可以影響公司股價，那麼他們之間是否會產生相互掩護的效果呢？也就是公司宣告實施庫藏股訊息時，其背後卻是在做其他公司決策，就如我們研究中所提的“盈餘管理”。Chan et al. (2007) 利用盈餘管理品質與美國市場有進行庫藏股宣告的公司做關聯分析，實證結果發現市場存在誤導現象。故本研究想探討盈餘管理與庫藏股宣告行為之間的關聯性，以 2008 年台灣證券市場有進行庫藏股宣告的上市櫃公司做實證分析，結果發現台灣市場也是存有誤導的現象。

關鍵字：庫藏股、盈餘管理、裁決性應計項目

* 朝陽科技大學財務金融系副教授

** 朝陽科技大學財務金融系副教授(連絡作者)

*** 朝陽科技大學財務金融系碩士



A Study of Relationship between Earnings Management and Shares Repurchases

Fu-Min Chang * Yale Wang ** Yuan-Sheng Lai ***

Abstract

Financial statement is a vehicle to help investors understand how companies perform financially. Share repurchase is also a signal of supporting stock price. “How will these two activities affect investors? ”, which is the most interesting topics to be explored. Chan et al. (2007) used discretionary accruals of earnings management to study the information of open-market repurchases announcements of U.S. stock market. The reason of choosing earning management was that firms might use accounting data to influence stock prices. The research found that some open market buybacks might be announced with the intent of manipulating investor opinion. Our study, therefore, tries to examine whether or not Taiwan’s stock market also exists the intent of manipulating investor’s opinion. The result shows that Taiwan’s market performs with the intent of manipulating investor’s opinion.

Keywords : Share Repurchase, Earnings Management, Discretionary Accruals.

* Associate Professor, Department of Finance, Chaoyang University of Technology

** Associate Professor, Department of Finance, Chaoyang University of Technology (Corresponding Author)

*** Master, Department of Finance, Chaoyang University of Technology



壹、緒論

公司會計資訊是一般大眾投資者所參考的依據，若公司管理者因為某些原因讓財務報表美化，就採用各種財務技巧來操縱營收、淨利，透過發佈窗飾後的盈餘資訊企圖去影響股價，可能會間接誤導投資者的投資決策。除了盈餘管理決策會影響股價外，股價之高低極可能是管理階層進行盈餘管理決策之考量因素之一。毛治文、卓世昇（2011）文中提到兩種可能性來闡述股價對盈餘管理之影響：第一為洗大澡（big-bath）-Healy（1985）發現若公司當年度的盈餘水準過低，不論如何操縱都無法提昇盈餘水準時，管理階層可能會將所有不利於未來損益之事件提前至本期發生，以提高未來盈餘。即公司刻意壓低績效較差的年度，將利得挪到下一年度實現，以達到下一年度盈餘大增的會計操縱手段。第二為本益比之高低-Barth et al.（1999）觀察盈餘成長持續五年或更久之公司，發現公司的盈餘呈現持續成長時，會有較高的本益比，隨著盈餘成長持續期間越久，本益比也會越高，但是當盈餘成長中斷，本益比則會立即的下降。故本研究推論公司會為了維持高本益比，公司進行正向的盈餘管理。

此外，公司另一項可能影響股價的決策為庫藏股宣告，庫藏股購回的目的主要分成三大項為轉讓股份予員工、配合認股權及可轉換證券發行的轉換之用途以及維護公司信用及股東權益，但我們主要是觀察訊息對股價的影響，對投資者而言公司實施庫藏股制度可以視為公司護盤的一項利器之一，這對於短線操作的投資者是賺取異常報酬的時機，因為在大家認知裡，公司願意購回自家股票的訊息等於宣告利多消息。但這訊號真的是一種好的投資買進的好時機嗎？除了會讓股價產生變化外，是否公司也會藉由此宣告行為來進行其他公司決策呢？

以上兩種決策都可以影響公司股價，那麼他們之間是否會產生相互掩護的效果呢？也就是公司宣告實施庫藏股訊息時，其背後卻是其他之決策考慮就如我們研究中所提的”盈餘管理”。Chan et al.（2007）利用盈餘管理品質與美國市場有進行庫藏股宣告的公司做關聯分析，利用裁決性應計項目為變數針對有進行宣告的公司做分類；其主要原因是公司可能透過在合理範圍可變動的會計科目，企圖來影響股價，間接的釋出誤導的訊息，實證結果發現是有存在誤導現象。

故本研究想探討盈餘管理與庫藏股宣告行為之間的關聯性，我們是用 Chan et al.（2007）以及毛治文、卓世昇（2011）的角度來進行深入研究。主要目的是釐清公司決策行為的意義為何？若台灣市場也存有誤導投資者現象時，也就是公司利用庫藏股宣告，但其背後卻是在



做盈餘管理，那麼投資者在進行決策時就必須審慎考慮。

本研究主要是探討盈餘管理與公司庫藏股宣告行為的關聯性，觀察公司是否會對公司帳面資料做一些改變，且企圖影響投資者的投資決策，還有公司決策之間是否會有關連性存在，也就是本研究所要探討的”誤導現象”。而我們利用盈餘管理之裁決性應計項目為變數，來與公司實際購回庫藏股行為做關聯分析，來判斷公司宣告行為的意義為何？假如公司的庫藏股宣告行為是與盈餘管理有關聯性的時候，那麼公司可能藉由庫藏股宣告訊息來掩護公司真正所執行的盈餘管理決策。所以當進行投資決策時，應避免裁決性應計數高的公司。

貳、文獻回顧

一、我國與其他國家庫藏股制度之比較

庫藏股制度在國外已經實行一段時間了，但台灣是在 2000 年正式引進且頒布實施，我們可以藉由表 1 來比較各國之間制度的不同。

表 1 我國與其他國家庫藏股制度之比較

	台灣	香港	中國	日本	美國
決議權限	董事會	股東大會授權	股東大會授權	股東大會授權	董事會
數量限制	(1)買回股數不得超過已發行股數的百分之十 (2)每日買回數量不得超過計劃之總買回數量三分之一，亦不得超過二十萬股	買回股數不得超過流通在外股數的百分之十	沒有限制	買回目的為轉讓予員工不可超過已發行股數之 3%	以公開市場買回，數量不得超過前四週之日平均交易量的四分之一
買回金額與來源之限制	以保留盈餘加上發行股份的溢價與資本公積範圍為限	(1)回購金額以公司股份上一個月在聯合交易所成交額的 25% 為上限 (2)年回購額不得超過已發行股份總額的 25%	沒有限制	允許企業使用準備金作為股票買回	各州法律規定不同，但以盈餘與資本公積範圍為限居多
取得方式	(1)公開市場買回 (2) 公開收購 (3)私下議價買回	(1)公開市場買回 (2)公開收購 (3)私人安排	(1)證券交易所集中競價方式 (2)要約方式 (3)中國證監會認可的其他方式	(1)公開市場買回 (2)公開收購	(1)公開市場買回 (2)公開收購 (3)特定人議價交易



可否作為庫藏股	可	不可	回購股份用於員工持股計劃可作為庫藏股，其他則不可	不可	可
持有可能之期間或處分方式	轉讓股份予員工或作為股權轉換之用為目的而買回者，應於買回之日起六個月內須辦理變更登記。並應於買回之日起三年內將其轉讓。	回購股份必須註銷	原則上回購股份必須註銷	(1)允許買回後須註銷股份 (2)轉讓給員工，否則須在六個月內註銷股份	原則上由董事會決議如何處分
備註	不得以現金增資的方式買回庫藏股	庫藏股買回不得於盈餘宣告前一週實施	(1)在年報與半年報揭露前，不得透過證券交易所集中競價方式回購 (2)回購股份時不得發行新股	無	無

資料來源：鄭又瑞(2006)

二、 我國庫藏股宣告相關文獻

國內自 2000 年 8 月才開始實施庫藏股制度，有關庫藏股買回之研究大多是探討其宣告效應及公司宣告動機為何。在購回庫藏股所傳遞的訊息中支持資訊或信號假說為最多，蔡曉琪（2000）表示在異常報酬持續力方面以宣告時異常報酬為正者較好；宣告時異常報酬為負者，因宣告後股價未回升而致異常報酬無顯著持續性。此外在影響宣告效果之因素方面，以公司宣告前兩年利潤愈高者，宣告時產生之異常報酬愈大。邱鍵麟（2001）表示在宣告當天有 1.69% 的異常報酬出現，林秀蓉（2001）發現宣告後 10 天內累積平均異常報酬達到 8.312% 水準。因國內庫藏股制度必須說明其買回目的，因此林玉成（2001）以目的分別探討不同宣告目的所造成之宣告效應，發現以維護股東權益市場之反應比將購回之股票轉讓予員工之宣告效應較大，該研究進一步研究何種因素影響市場對宣告資訊之反應時發現公司規模與異常報酬呈負相關，買回比例及淨值市價比與宣告後異常報酬呈正相關。

黃俊源（2001）亦表示宣告買回訊息後股價呈現上漲情勢，以及利用買回價格上限探討與宣告後累積異常報酬之間呈正向顯著關係，表示買回金額上限愈大，公司愈可能買回庫藏股。林良憲（2001）則提出在宣告當天至宣告後第一天之累積異常報酬與現金存量及資產市值比例呈正相關，市值帳面價值比及最適槓桿比率則與累積異常報酬沒有顯著關係。潘玉娟（2001）探討企業購回動機與買回溢價的決定因素，其實證發現購回規模最高組別對股價激勵效果最大，買回目的是維護公司信用與股東權益宣告效果較大；本益比較高公司宣告後股價



反應持續較長時間，實際完成比率對異常報酬並無顯著影響。在購回動機方面，該研究顯示公司購回股票動機在護盤、消化多餘資金與國外文獻提出公司價值被低估而買回的資訊或信號理論有所差異；內部人持股比例愈低，公司願意提供溢價愈高。黃世欣（2001）挑選的十一個庫藏股的立法時點事件，以庫藏股制度探討的第一個事件日與庫藏股法案通過的第九個事件日影響最大。上市公司在宣告買回自家股票後的三個交易日，皆有顯著正的異常報酬，但到宣告日後第四天，就變得不顯著。在上市產業方面，電子產業在宣告效果上，並沒有顯著超額報酬；在宣告日後的數個交易日內，金融業較傳統產業有較顯著正的股價拉抬效果，但是傳統產業的宣告效果較長。在上櫃公司方面，傳統產業的宣告效果明顯高於電子業與金融業，且股票價格在宣告日前就提前上升。

林繼平（2002）則將樣本只限於電子業進行探討，因在股市中以電子類股交易最為活絡，是投資人最主要投資標的。其實證結果支持資訊或信號假說，股價在宣告後購回上漲而影響累積異常報酬之因素則有市值淨值比、買回價格上、下限區間比率、宣告當日至第20天的累積異常報酬，其中以市值淨值比、買回價格下限區間比率及宣告當日至第20天的累積異常報酬呈負相關；與買回價格上限區間比率、實際執行價格高於宣告日價格呈正相關。吳綉華（2002）討論多次宣告買回庫藏股之效應，其實證結果表示上櫃公司之宣告效果比上市公司來得強；買回目的與其潘玉娟等人發現相同，以維護公司信及股東權益之宣告效果最強；對於多次宣告效應之檢視以第一次買回效應最為顯著，第五次及五次以上完全沒有宣告效果。在影響購回異常報酬因素方面有公司股價、買回金額區間、週轉率、宣告買回比率、公司個別風險及產業別等變數。

三、 盈餘管理相關文獻¹

公司會計資訊是一般大眾投資者投資時參考的依據，但有些公司管理者可能因為某些原因採用各種財務技巧來操縱營收、淨利，透過發佈窗飾後的盈餘資訊企圖去影響股價，間接誤導投資者的決策。Solan（1991）指出管理者可能會使用會計決策來膨脹公司的盈餘，其效力持續性只限於影響短期股價。Chan et al.（2006）研究中表示，公司是有企圖使用盈餘管理品質之應計項目來誤導投資者，其效果比公司實際經濟狀況還要強。假設公司做庫藏股宣告行為是無成本且投資大眾無法辨別出公司的一些企圖時，管理者就可能使用一些方法來誤導投資者或公司股價。

¹參考毛治文、卓世界（2011）對盈餘管理的描述



此外，管理階層也會透過裁決性應計數來操縱盈餘，達到特定目的，而影響股價可能是其中一個目的。Jones (1991) 的研究顯示管理者在上市、櫃前的安心調查 (relief investigations) 期間內會做出遞減的所得應計事項決策。Pfeiffer and Elgers (1999) 探討證券市場對盈餘中之營運現金流量、流動性應計項目及非流動性應計項目組成之評價，以 1981 年至 1992 年資料分析。實證結果顯示營業活動現金流量、流動性應計項目與非流動性應計項目具有增額資訊內涵。林嬋娟 (2001) 研究盈餘管理行為是否具有資訊內涵。實證結果發現，國內上市公司的盈餘分佈在零的附近確實存在不連續的情形，亦即操縱前盈餘愈接近零的公司，愈可能從事盈餘管理，使其從負變正。此外，盈餘的組成份子均具價值攸關性，其中把應計數分成裁決性與非裁決性應計數，發現兩者具資訊內涵。

除了盈餘管理會影響股價外，股價之高低極可能是管理階層進行盈餘管理之考量因素之一，毛治文、卓世昇 (2011) 文中提到兩種可能性來闡述股價對盈餘管理之影響：第一種為洗大澡 (big-bath) 。 Healy (1985) 發現若公司當年度的盈餘水準過低，不論如何操縱都無法提昇盈餘水準時，管理階層可能會將所有不利於未來損益之事件提前至本期發生，以提高未來盈餘。即公司刻意壓低績效較差的年度，將利得挪到下一年度實現，以達到下一年度盈餘大增的會計操縱手段。例如國巨管理階層依據會計準則第 35 號公報資產減損公布後，認列固定資產未達生產效能之損失，導致當年盈餘大減甚至虧損，在下一年度轉回之前的減損，使盈餘大幅成長。而公司實際經營狀況並未有實質改善。也就是說，當公司發生了虧損，就會讓它多虧一點。其實，洗大澡情況在公司管理層更換時也可能出現，例如泰谷光電 2011 年經營管理階層更換，新的管理層上任之後可能先洗大澡，將大量存貨提列呆滯損失，這樣公司虧損的責任就推給前任，而之後的盈餘改善就是自己的功勞。

第二種為本益比之高低。本益比係市場上較為常見的一項評價工具，係以股價除以每股盈餘。本益比高的公司為維持高本益比，會進行正向的盈餘管理，反之於高本益比(低本益比)之公司，亦應進行正向的盈餘管理，以提升股價。惟 Barth et al. (1999) 觀察盈餘成長持續五年或更久之公司，發現公司的盈餘呈現持續成長時，會有較高的本益比，隨著盈餘成長持續期間越久，本益比也會越高，但是當盈餘成長中斷，本益比則會立即的下降。故本研究推論公司會為了維持高本益比狀態，而採取正向的盈餘管理。



參、 研究方法

一、 資料來源、研究樣本與研究期間

本研究的資料來源為台灣經濟新報 (TEJ) 資料庫之上市櫃公司的庫藏股資訊、日股價、財務報表資料、大盤指數，以及公開資訊觀測站之上市櫃公司財務報表資料。本研究的研究期間為 2003 年至 2009 年。而我們以 2008 年有進行庫藏股宣告的上市、櫃公司為樣本資料。選用 2008 年是因為我們有將研究時間各年度進行庫藏股宣告家數做計算，以 2008 年最多，而 2008 年正當金融海嘯，這樣異常現象可能會對研究產生異常雜訊，但我們希望研究在不佳的大環境下，公司決策之間的是否會有關聯性，這樣才能避免投資上受到損害，這是我們研究最主要的目的。還有為了觀察公司進行宣告前一些變數的變化，需要較長的時間才比較的出其效果所在。此外，因為金融股所使用的相關法律較為複雜，我們排除金融相關股，還有排除財務報表不完整的公司。最後樣本公司總數為 281 家。

二、 實證模型

此小節包括了裁決性應計數 (DA) 之衡量、實際購回行為實證模型、異常報酬估計以及假設檢定。

(一) 裁決性應計數 (DA) 之衡量

本文是參考毛治文、卓世界 (2011)文中使用橫斷面 Jones Model (Jones (1991)) 來估計裁決性應計數。現金流量表之營業活動淨現金流量代表現金基礎下的公司盈餘，而損益表之營業淨利則代表應計基礎下的公司盈餘，兩者相減後為總應計數，即現金會計盈餘與應計會計盈餘的差異數，此差異數代表公司管理當局在現金會計外多認列之盈餘。總應計數又可分為裁決性應計數與非裁決性應計數，非裁決性應計數是管理當局無法操縱的部份，管理當局可以透過裁決性應計數達到盈餘管理的目的。Jones Model 是以總應計數減去非裁決性應計數，得出裁決性應計數以作為公司盈餘管理之衡量指標。以下是估計總應計數：

$$ACC_t = E_t - CFO_t \quad (1)$$



- ACC_t : 總應計數
 E_t : 損益表之營業淨利
 CFO_t : 營業活動淨現金流量
 t : 樣本期間

估計完總應計數後，將它帶入 Jones Model 來進行迴歸係數的估計，然後我們除上期初資產總額，目的是避免前瞻偏誤 (look-ahead biases)，因為財務報表可能會有 4 個月的落後資訊情形。然而使用橫斷面 Jones Model 如下：

$$\frac{ACC_t}{TA_{t-1}} = \alpha_0 \frac{1}{TA_{t-1}} + \alpha_1 \frac{\Delta REV_t}{TA_{t-1}} + \alpha_2 \frac{PPE_t}{TA_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (2)$$

- TA_{t-1} : 期初資產總額
 ΔREV_t : 銷貨收入之變動數
 PPE_t : 期末固定資產總額(財產、產房和設備)

進行迴歸式係數估算後，將係數帶入以下非裁決性應計數的公式求算出值：

$$NDA_t = \alpha_0 \frac{1}{TA_{t-1}} + \alpha_1 \frac{\Delta REV_t}{TA_{t-1}} + \alpha_2 \frac{PPE_t}{TA_{t-1}} \quad (3)$$

然後，再將個別公司的總應計數與非裁決性應計數相減，其差額即為總裁決性應數：

$$DA_t = \frac{ACC_t}{TA_{t-1}} - \left(\alpha_0 \frac{1}{TA_{t-1}} + \alpha_1 \frac{\Delta REV_t}{TA_{t-1}} + \alpha_2 \frac{PPE_t}{TA_{t-1}} \right) \quad (4)$$

DA_t : 總裁決性應計數

經過裁決性應計數計算完成後，我們將樣本依照計數高低排序後大約分成五組。而為什麼只分五組，由於本研究樣本數為 281 家，分成五組為最恰當，而我們是根據 Chan et al. (2007) 的分組情況做決定。此外，若分成太多組後，每一組樣本個數太少，怕影響研究結果。

(二) 實際購回行為實證模型

本研究是以庫藏股實際購回率當作依變數來進行做探討，而我們將變數做搭配，然後分成三組模型。模型 1 我們是探討報酬變數以外的變數加入探討；模型 2 是將報酬變數納入做探討，並排除模型 1 不顯著的變數；最後模型 3 排除前兩個模型不顯著的變數，但加入毛治文、卓世界 (2011) 文中提到可能影響 DA 值變數。

我們的模型除了探討與裁決性應計項目的關聯性外，也加入一些變數 (1) 現金流量變數 (Grullon and Michaely (2004)) 與財務槓桿變數 (Jolls (1998), Fenn and Liang (2001), Weisbenner



(2000))來探討，來檢驗庫藏股購回行為是否與現金流量假說或財務槓桿假說符合，觀察公司會因為現金流量多寡來進行購回行為，還是為了調整資本結構。(2) 60日以及100日累積異常報酬，探討購買行為與長期報酬的關聯性。(3) 公司市值，看是否因為公司市價偏低而進行購回行為。(4) 權益佔總資產比觀察公司是否藉由購回行為來調整資本結構。((3)和(4) 變數是參考毛治文、卓世昇 (2011))

綜上所述，本研究之實際購回行為實證模型如下所示：

$$\begin{aligned}
 RR_t = & \alpha_0 + \alpha_1 SR_t + \alpha_2 CAR2_t + \alpha_3 CAR60_t + \alpha_4 CAR100_t \\
 & + \alpha_5 CASH_t + \alpha_6 SIZE_t + \alpha_7 DA_t + \alpha_8 LEV_t + \alpha_9 P_t + \alpha_{10} E_t \\
 & + \alpha_{11} BM_t + \varepsilon_t
 \end{aligned} \tag{5}$$

- RR_t : 實際購回率
(實際買回庫藏股股數/公司宣告買回庫藏股股數)
- SR_t : 宣告購買回量 / 流通在外的總股數
- $CAR2_t$: 2日(-2,2)累積異常報酬，代表事件日、事件日前2交易日、事件日後2交易日，共5個交易日。
- $CAR60_t$: 60日(-60,60)累積異常報酬，代表事件日、事件日前60交易日、事件日後60交易日，共121個交易日。
- $CAR100_t$: 100日(-100,100)累積異常報酬，代表事件日、事件日前100交易日、事件日後100交易日，共201個交易日。
- $CASH_t$: (現金及約當現金+短期投資)/期初資產
- $SIZE_t$: 公司規模大小(期末資產總額取對數)
- DA_t : 2008年總裁決性應計數
- LEV_t : 第t期公司財務槓桿
- P_t : 第t期公司市值/期初資產
- E_t : 第t期公司權益佔總資產比例
- BM_t : 第t期公司淨值市價比(季)

(三) 異常報酬估計

本研究採 Sharpe (1994)發展出的市場模式，來計算上市、上櫃公司在事件期的異常報酬率。利用各上市公司在估計期的日報酬率與市場報酬率日資料，以最小平方法 (Ordinary Least Square Method) 求得事件期之期望報酬率(事件期之期望值報酬的起迄時間，為事件日前 t 日至事件日後 t 日，共(2t+1)日)。接著利用事件期之實際報酬率減去期望報酬率得到異常報酬率。



$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

R_{it} ：第 i 公司在第 t 期之報酬率

R_m ：市場報酬率

α_i ：迴歸式之截距項

β_i ：第 i 公司之 Beta 值及斜率

ε_{it} ：第 i 公司在第 t 期之誤差項

根據 Fama (1968) 之研究，關於市場模式的誤差項，假設期望值為零，獨立且同質：

$$E(\varepsilon_{it}) = 0, \quad Cov(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{it-1}) = 0, i \neq j$$

$$Cov(\varepsilon_{it}, R_{mt}) = 0, \quad Cov(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{it}) = \sigma^2$$

利用最小平方法 (Ordinary Least Square Method)，以估計期 201 個交易日計算預期報酬率，得到截距項及斜率之估計值。

$$E(R_i) = \hat{\alpha} + \hat{\beta} R_{mt} \quad (7)$$

第 i 公司在第 t 天之異常報酬率 (AR_{it}) 等於事件期中實際報酬率減去其估計值。

欲探討公司買回庫藏股對股價之影響，將各企業在第 t 天之異常報酬加總後，除以樣本個數得到在事件期第 t 天之平均異常報酬率 (Abnormal Average Return)；而累積一段期間之平均異常報酬率累加得到累積平均異常報酬率 (Cumulative Abnormal Average Return)：

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{it}}{N}, \quad CAR_t(t_1, t_2) = \sum_{t_1}^{t_2} AR_t$$

(四) 假設檢定

除了檢驗庫藏股實際購回行為與盈餘管理之間的關聯性外，本研究也檢驗現金流量假說以及財務槓桿假說，觀察是否符合先前學者的實證結果。本研究之假設檢定整理如下：

- H1: 當實施庫藏股購回公司現金越多時，其實際購買回量越大，亦即現金流量反應係數呈正向且越大，反之亦反。
- H2: 當實施庫藏股購回公司財務槓桿比越大時，其實際購買回量越大，亦即財務槓桿反應係數呈正向且越大，反之亦反。
- H3: 當宣告購回庫藏股量越多時，其實際購回量越大，亦即公司有執行購回行為，而不是掩護其它公司決策，反之亦反。



H4: 當實際購回量越大時，其公司裁決性應計數值越小，亦即表示裁決性應計數值小的公司，是會確實去做買回的動作，而不是做其它決策，反之亦反。

(五) 內部人持股分析

此小節，我們將所有公司組別分成五組進行觀察，探討公司買回庫藏股的動作，是拉抬公司股價？還是做資本結構的調整？還是兩種同時進行？

肆、 實證結果

實證結果分為敘述統計、迴歸式共線性分析、High DA 和 Low DA 比較、迴歸分析結果以及內部人持股分析，共為五小節。

一、 敘述統計

從表 2 敘述統計中可以看出 2 日 (-2,2) 的累積異常報酬在 2008 年平均為 0.16238%，其可以應證當公司宣告買回庫藏股時，短期內是以正的報酬產生，這也如大家所知的，庫藏股宣告短期內是有正報酬可以賺取的，但長期來看就轉為負報酬。而且在這區間內也出現 5.4382% 的異常報酬產生，因此在選擇購買進行庫藏股宣告公司股票時也要審慎的評估，並不一定每一支股票都是會如預期的漲，甚至也可能跌停。所以就要一些帳面資料來做分析，多一些評估再做出的投資決策，相對的損失風險也會比較小。

表 2 變數之敘述統計

	觀察值	平均數	變異數	最小值	最大值
RR	468	7.435719	.3402764	0	1
SR	468	.0284187	.0178264	0	.1
CAR2	468	.0016238	.0140983	-.0429259	.054382
CAR60	468	-.0001109	.0015009	-.0059576	.0039773
CAR100	468	-.0000192	.0002593	-.0036617	.0009379
CASH	281	.1960177	.1324743	.0262233	.7578865
SIZE	281	15.64271	1.342246	13.23962	20.14151



公司盈餘管理與庫藏股宣告行為之關聯性

DA	281	-.0626925	.0953411	-.5513427	.2306322
LEV	281	.4338204	.165777	.052809	.9804668
P	281	.5736711	.8016973	.0109119	6.975073
E	281	.5415192	.169185	.0205446	1.173806
BM	1123	1.192395	.7146785	.1432665	6.25

資料來源：本研究整理

<i>RR</i>	實際購回率
<i>SR</i>	宣告購買回量 / 流通在外的總股數
<i>CAR2</i>	2 日(-2,2)累積異常報酬，代表事件日、事件日前 2 交易日、事件日後 2 交易日，共 5 個交易日。
<i>CAR60</i>	60 日(-60,60)累積異常報酬，代表事件日、事件日前 60 交易日、事件日後 60 交易日，共 121 個交易日。
<i>CAR100</i>	100 日(-100,100)累積異常報酬，代表事件日、事件日前 100 交易日、事件日後 100 交易日，共 201 個交易日。
<i>CASH</i>	(現金及約當現金+短期投資)/期初資產
<i>SIZE</i>	公司規模大小(期末資產總額取對數)
<i>DA</i>	2008 年總裁決性應計數
<i>LEV</i>	公司財務槓桿
<i>P</i>	公司市值/期初資產
<i>E</i>	公司權益佔總資產比例
<i>BM</i>	淨值市價比(季)

特別說明一下，在此表中觀察值部分有 468、281、1123。在觀察值 468 部份，因為有些公司宣告次數不會剛好只有一次，有可能是多次，所以使得觀察值與樣本數不同。而在觀察值 1123 部份，則是因為本研究中，淨值市價比變數是採季的期間做基準，所以觀察值才會與樣本數不同。但無論如何，最後研究樣本的採計是以 281 為基準。



二、變數共線性檢定

在進行迴歸分析前，將變數做共線性檢定，此方法是避免變數間相關性太高，而使實證結果失真。變數共線性的檢驗，可以使用允差 (tolerance) 或變異數膨脹因素 (VIF) 這兩種方式。當允差值小於 0.01 時，即表示有線性重合的問題。而 VIF 值最大可接受值為 10，任何數字大於 10 時，表示有線性重合的問題。由表 3 得知，各自變數的允差皆大於 0.01 且 VIF 皆小於 10。故可知道，各自變數間，並無顯著的共線性。

表 3 迴歸式共線性分析

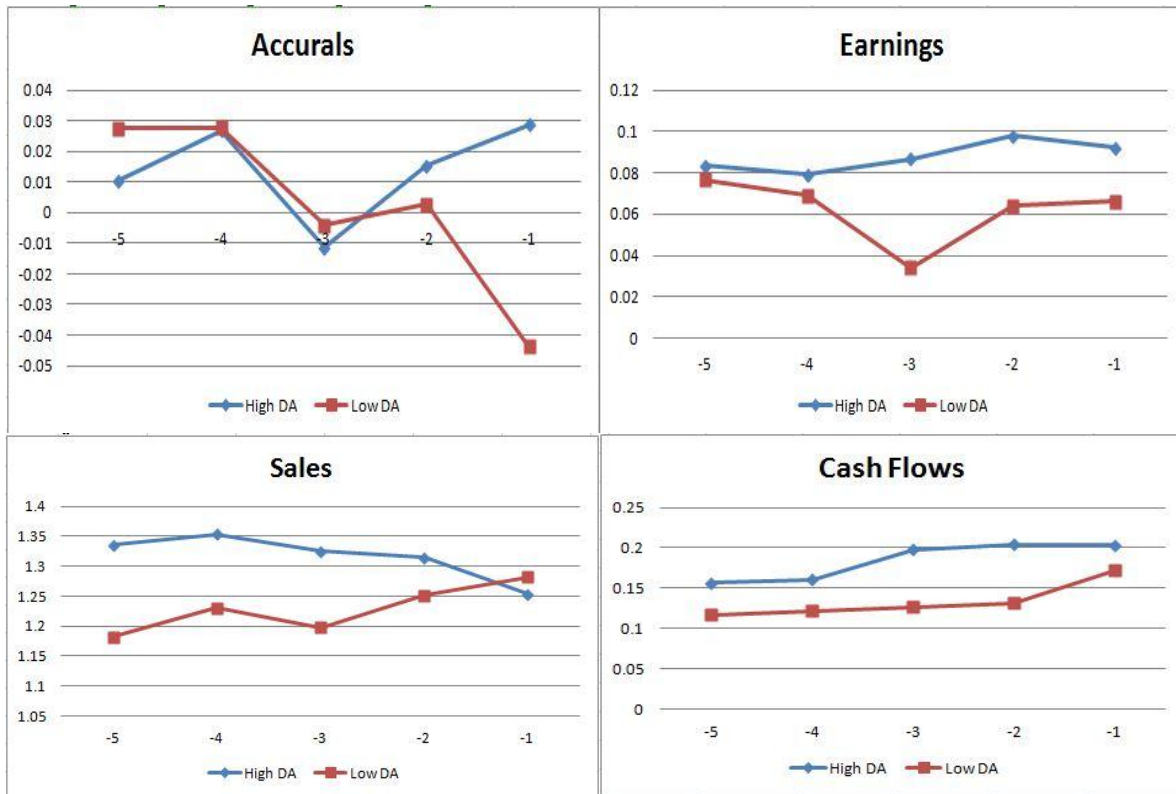
變數	允差	VIF
SR	.981	1.019
CAR2	.949	1.054
CAR60	.869	1.150
CAR100	.878	1.139
CASH	.691	1.447
SIZE	.793	1.261
DA	.858	1.165
LEV	.274	3.646
P	.878	1.139
E	.282	3.549
BM	.994	1.006

資料來源：本研究整理

三、裁決性應計數值高低組別的比較

此部分主要是針對裁決性應計數值高(High DA)的公司和裁決性應計數值低(Low DA) 公司分組，就裁決性應計數、盈餘、銷貨收入以及現金流量來做比較，觀察公司在做庫藏股宣告前四種變數的變化。裁決性應計數是要觀察公司計數是否會持續增加，若計數持續增加也就代表公司越有可能去操作盈餘；盈餘和銷貨收入是要一起觀察，若銷貨收入是減少的，但公司盈餘卻是增加的，這樣就可以合理懷疑公司是有可能對盈餘進行操縱；現金流量部分是觀察公司的營運狀況以及是否真的有閒置資金來進行公司決策。





(縱軸為數值，橫軸為期間)

圖 1 DA 值高低組別的比較 (資料來源：本研究整理)

圖1主要是觀察有進行庫藏股宣告公司裡 High DA 和 Low DA 組別在四種變數在宣告年度前變化，首先從裁決性應計項目來看，High DA 組別隨著時間接近研究年分是日益增加的，反觀 Non-High DA 卻是減少的，所以對於 High DA 組別做選股投資時，可能要考慮多一點層面，因為這些公司的一些資訊可能會產生誤導現象。接下來看的是盈餘跟銷售的部分，由於 Chan et al. (2007) 發現美國市場中，兩者變數是呈現相反的走勢，也就是銷售增加但盈餘卻是減少的。反觀台灣市場可以看出 High DA 組別都是下降的，其原因也可能與本研究選的研究年份有關，因為接近 2008 年金融海嘯，所以每家公司的盈餘多多少少都會遭受影響；但反觀 Low DA 卻是增加的，可能代表這些組別的公司體質相對之下是比較良好的，或是有使用好的措施來做應對。最後是現金流量的部分，Low DA 組別的確是增加的，而 High DA 相較下看似也是小幅增加，這可能因為 2008 年大環境下景氣是變差，公司面也不敢輕易做投資，相對保有現金部位是比較穩當的。在全部比較之下，Low DA 組別公司宣告購回庫藏股的訊息是似乎比較正確的，公司的體質相對 High DA 也會比較好，但還是要從其他面來做判斷，再對公司實際購回庫藏股行為變數做探討，找出最正確的影響變數來做觀察，之後再擬定最佳的投資決策。



四、迴歸分析結果

(一) 實際購回庫藏股行為迴歸分析

此小節如我們先前研究方法所提及的將變數之間做不同的搭配，藉由變數的搭配產生三種模型，而我們將變數做搭配除了要驗證我們所說的台灣市場是否也會產生誤導現象，也就是庫藏股實際購回行為變數與 DA 數值有關聯時，那就可能產生誤導現象，其誤導的現象為公司可能藉由庫藏股宣告訊息來掩護盈餘管理的決策；此外，我們加入財務槓桿變數以及現金流量變數來進行假說的驗證，最後我們也參考毛治文、卓世昇 (2011) 研究變數，如公司市價和公司權益佔總資產比。

表 4 實際購回庫藏股行為迴歸分析

$$RR = \alpha_0 + \alpha_1 SR_t + \alpha_2 CAR2_t + \alpha_3 CAR60_t + \alpha_4 CAR100_t + \alpha_5 CASH_t + \alpha_6 SIZE_t + \alpha_7 DA_t + \alpha_8 LEV_t + \alpha_9 P_t + \alpha_{10} E_t + \alpha_{11} BM_t + \epsilon_t$$

	1	2	3
intercept	.7929138** (2.49)	1.346243*** (5.62)	.9193421*** (2.92)
SR	-4.64082*** (-4.25)	-4.690845*** (-4.31)	-4.715393*** (-4.38)
CAR2		-1.320976 (-0.92)	
CAR60		-40.681413*** (-2.95)	-41.02653*** (-3.01)
CAR100		128.5479** (1.96)	129.8883** (2.01)
CASH	.2000628 (1.11)		
SIZE	-.0378747** (-2.29)	-.0162097*** (-2.76)	-.0408115*** (-2.50)
DA	-.3876374 (-1.73)	-.3723597 (-1.79)	-.4281775** (-1.99)
LEV	.6685096*** (2.94)	.3150895** (2.39)	.5753971*** (2.60)
P	.0282293 (1.08)		.0251375 (0.97)
E	.3098809 (1.41)		.296368 (1.38)
BM	.0502477 (1.91)		.0538418** (2.07)



R ²	0.1636	0.1731	0.2028
RR：實際購回率、SR：宣告購買回量 / 流通在外的總股數、 CAR2：2日(-2,2)累積異常報酬、CAR60：60日(-60,60)累積異常報酬、CAR100：100日 (-100,100)累積異常報酬、CASH：(現金及約當現金+短期投資)/期初資產、SIZE：公司 規模大小(期末資產總額取對數)、 DA：2008年總裁決性應計數、LEV：公司財務槓桿、P：公司市值/期初資產、 E：公司權益佔總資產比例、BM：淨值市價比(季)。			

***為達 1%顯著水準，**為達 5%顯著水準，*為達 10%顯著水準。()內為 t 值

資料來源：本研究整理

表 4 將不同變數做搭配，間接觀察變數對實際購回庫藏股行為的影響，若有相關，可以從變數來判斷公司宣告時，是什麼因素而有所動作，將變數搭配分為以下 3 種模型：

模型 1

模型 1 我們先探討庫藏股實際購回率與非報酬變數之間的關聯性，而我們可以觀察到，公司宣告預計買回的量與實際執行買回的量是呈現負向的顯著關聯，也就是宣告購回的數量多，但實際上買回的量卻是很少。因此，公司面可能會進行分批購回，而不會宣告一次就全部購回，那麼公司所發布的宣告買回訊息可能是想對自家股價拉抬或是一種掩護的效果。接下來觀察現金流量的部分，卻是不顯著的，這與先前文獻所說些許不同，可能原因是 2008 年金融海嘯的影響，公司雖然有閒置資金，也不會輕易來做庫藏股的購回的行為。然而公司規模大小與實際購回庫藏股行為呈現負向的顯著關聯，也代表大公司買回的量，不一定就是比較多的。此外本研究欲想探討的 DA 變數卻是不顯著的，之後加入其他變數後再觀察其變化及關聯性。最後，財務槓桿呈現正向的顯著關聯，這代表 2008 年台灣進行庫藏股宣告公司是符合財務槓桿假說，也表示公司進行庫藏股宣告可能是想調節公司資本結構。

模型 2

模型 2 我們將加入報酬變數做探討，但排除模型 1 不顯著的變數。我們可以看到公司預計宣告買回的量與實際購回量依舊呈現負向的顯著關聯。而 2 日 (-2,2) 累積異常報酬不顯著，也表發布公司宣告庫藏股訊息時，不一定會產生正的異常報酬。但 60 日 (-60,60) 和 100 日 (-100,100) 分別呈現負向和正向顯著關聯，也就是實際購回量越多的公司，短期內報酬是很低，但長期來說報酬是比較高的，可以看出報酬的高低也是要搭配一些公司基本訊息，若公司經營績效表現欠佳，但有庫藏股宣告，投資者也是會考慮是否值得投資；相反的，表現較佳的公司做宣告，那麼投資者購買的意願也會大大提升。因此，想藉由庫藏股宣告來做長期投資決策時，就要考慮多一點層面，就不能有一般既有的印象，如公司做宣告就會漲的想法。在公司規模大小和財務槓桿依然分別呈現負向和正向顯著關聯。



模型 3

模型 3 我們延續前兩模型的變數，並排除不顯著的變數，但我們加入毛治文、卓世昇 (2011) 研究變數做探討。預計宣告買回量、60 日 (-60,60) 累積異常報酬、100 日 (-100,100) 累積異常報酬、公司規模大小以及財務槓桿，分別都跟前兩個模型一樣呈現顯著關聯。此模型主要是關注在總應計數 (DA) 部分，再加入毛治文、卓世昇 (2011) 研究變數後，DA 呈現負向顯著相關，代表總應計數越高的公司做庫藏股宣告，所買回的量不一定是成正比的，也就是公司可能藉由宣告庫藏股訊息來對投資者產生誤導的訊息的可能性，就可能如我們研究動機所提到的，公司其實是在做盈餘管理的決策，只是把庫藏股宣告訊息來當作一種掩護，而不是公司所要執行的決策。此外，值得一提的是，淨值市價比則呈現正的顯著相關，當公司淨值市價比偏高時就可能會進行庫藏股宣告，也代表公司的市值偏低，這與一些先前研究相符合，公司可能因為股價被低估而進行買回庫藏股的宣告

(二) 累積異常報酬(2 日)迴歸分析

此小節，探討短期的累積異常報酬(2 日) 是與哪一些變數是有關聯的，當公司實施庫藏股時可以藉由這些變數來觀察，並做出最佳的投資決策，因為庫藏股宣告的訊息效果通常為短期，長期間由於資訊被大眾所知，所以異常報酬也漸漸回復到正常報酬。

表 5 日累積異常報酬迴歸分析

變數	Model 1	Model 2
Intercept	.0039161 (0.29)	.0007208 (0.07)
CAR60	1.231666** (2.13)	1.248643** (2.16)
CAR100	-6.261582** (-2.28)	-6.325955** (-2.30)
CASH	-.000224 (-0.03)	
SIZE	-.0003441 (-0.50)	-.0003493 (-0.50)
DA	-.0110248 (-1.18)	-.012027 (-1.38)
LEV	.0079678 (0.83)	.0109866** (1.98)
P	.0010654 (1.09)	.0010014 (0.92)



E	-0.0035061 (-0.38)	
BM	.0004607 (0.42)	.0004604 (0.42)

***為達 1%顯著水準，**為達 5%顯著水準，*為達 10%顯著水準。()內為 t 值

資料來源：本研究整理

表 5 是想探討哪些變數對 2 日 (-2,2) 累積異常報酬變數是有影響，若有相關可以從相關變數，就可以對有進行宣告公司做判斷，因此我們將變數搭配後產生以下 2 種模型：

模型 1

模型 1 我們將所有研究變數與 2 日累積異常報酬做關聯分析，可以觀察到只有報酬部分有呈現顯著關聯。60 日 (-60,60) 累積異常報酬與 2 日累積異常報酬呈現正向顯著關聯，這表示短期內可能有些資訊還沒被揭露，但看到 100 日 (-100,100) 累積異常報酬就呈現負向顯著關聯，這就顯示市場上一些消息漸漸的被公開了。

模型 2

模型 2 我們排除模型 1 不顯著的變數後繼續做變數之間的探討，其結果模型 1 差不多，但將現金流量變數與權益佔資產比變數排除後，財務槓桿卻呈現顯著相關，那麼可以看出，公司宣告庫藏股的行為可能主要是為了調整資本結構。

(三) 內部人持股分析

此小節，主是要觀察有實施庫藏股宣告公司前後內部人的持股比例，並搭配本研究所提出的裁決性應計數去做分組，探討公司是實際買回還是只是藉由庫藏股訊息做其他決策。

表 6 內部人持股分析

	2007 年	2008 年	2009 年
1 (High DA)	59% [50%] (14.146)	55% [51%] (17.369)	55% [47%] (16.903)
2	60% [56%] (18.042)	62% [61%] (18.808)	62% [60%] (18.365)
3	63% [61%] (21.038)	58% [58%] (16.977)	58% [56%] (20.171)
4	58% [49%] (16.822)	62% [61%] (18.348)	62% [58%] (19.286)



5 (Low DA)	61%	64%	65%
	[58%]	[28%]	[61%]
	(19.001)	(20.339)	(20.576)

上表為內部人持股平均數，[]為中位數，()為t值。

資料來源：本研究整理

表6主要是觀察內部人在庫藏股宣告年度前、後的持股比例，間接的解讀公司管理的宣告行為的意義。我們將所有公司依據裁決性應計數高至低分為五組，可以看到 High DA 部分從07年59%到08年和09年的55%，持股比例是遞減的，這表示 High DA 組別宣告庫藏股的行為主要是為了拉抬股票而不是調整內部資本結構，或者是利用宣告訊息來掩護其他公司決策，如本研究所提的盈餘管理。反觀 Low DA 部分，比例從07年61%增加至09年65%，這表示 Low DA 組別公司除了利用庫藏股宣告來拉抬股價外，間接的也對公司資本結構做調整。

伍、結論

盈餘管理是當公司發生一些問題時，管理者會對公司會計資訊做些修改動作，其行為可能會對公司股價造成影響，亦即公司股價高低也可能使管理者使用盈餘管理來做調節。而本研究發現台灣證券市場是存在誤導現象，也就是公司可能利用庫藏股宣告訊息，企圖誤導投資者的投資決策，其真正可能是利用庫藏股宣告訊息作為盈餘管理決策之掩護。其實證結果與 Chan et al. (2007) 針對美國證券市場研究是有相同結果。那麼當投資者以公司實施庫藏股做為投資決策的時候，應盡量避免高裁決性應計數的公司，避免受公司財務報表窗飾效果的風險。

此外，本研究也對現金流量假說和財務槓桿假說做驗證，其結果發現實際購回庫藏股行為是不符合現金流量假說，原因可能是由於庫藏股宣告樣本挑選時點為2008年，剛好時逢金融海嘯，在大環境經濟情況不佳下，公司為避免造成不必要風險產生，對於投資決策也會格外審慎，或把現金維持在手中。另外，研究結果是符合財務槓桿假說，也就是宣告進行庫藏股公司可能會利用庫藏股宣告來對公司資本結構進行做調整。

台灣證券市場是存在誤導現象，由於本研究所挑選的研究期間為2008年，適逢金融海嘯，可能造成一些偏誤，建議後續研究可以選定其他年限並拉長研究期間，觀察其誤導效果是否還是存在的，或者更加明顯。



參考文獻

一、 中文部分

1. 毛治文、卓世昇 (2011), 「盈餘管理與企業價值-聯立方程模型之應用」, 《會計審計叢論》, 第一卷, 第一期: 61-99 頁。
2. 方品堯 (2011), 「庫藏股宣告事件與投資人情緒關係之研究」, 碩士論文, 樹德科技大學金融與風險管理研究所。
3. 吳綉華 (2002), 「公司宣告實施庫藏股效應之再檢視」, 碩士論文, 朝陽科技大學財務金融系。
4. 李宗祥 (2001), 「上市公司買回本公司股份之研究」, 碩士論文, 台灣大學財務金融研究所。
5. 李忠泰 (2001), 「庫藏股的宣告效果」, 碩士論文, 朝陽科技大學財務金融系。
6. 林玉成 (2001), 「上市公司庫藏股宣告資訊內涵及操作策略之分析」, 碩士論文, 高雄第一科技大學財務管理研究所。
7. 林秀蓉 (2001), 「我國上市公司購回庫藏股宣告效果之實證研究」, 碩士論文, 台北大學企業管理研究所。
8. 林良憲 (2001), 「影響公司市場股票購回之因素與異常報酬分析」, 碩士論文, 政治大學企業管理研究所。
9. 林嬋娟 (2001), 「高科技產業之盈餘管理行為與資訊內涵之研究」, 行政院國家科學委員會補助專題研究計畫成果報告。
10. 林繼平 (2002), 「台灣上市電子公司實施庫藏股制度宣告效果之分析」, 碩士論文, 政治大學國際貿易研究所。
11. 邱鍵麟 (2001), 「台灣上市公司實施庫藏股制度對股價影響之研究」, 碩士論文, 長庚大學企業管理研究所。
12. 張文瀾 (2003), 「本益比變動與盈餘管理」, 《當代會計》, 第 4 卷, 第 1 期: 29-56。
13. 許琇雲 (2003), 「上市公司宣告實施庫藏股制度之效應」, 碩士論文, 朝陽科技大學財務金融系。
14. 黃世欣 (2001), 「庫藏股制度對台灣股票市場的影響」, 碩士論文, 淡江大學財務金融學系。



15. 黃俊源 (2001), 「我國上市公司實施庫藏股之資訊內涵與執行買回因素之實證研究」, 碩士論文, 東吳大學會計學研究所。
16. 楊琬婷 (2001), 「庫藏股制度對台灣股市的影響」, 碩士論文, 台灣大學財務金融研究所。
17. 蔡曉琪 (2001), 「我國上市櫃公司買回庫藏股票之研究」, 碩士論文, 台北大學會計學研究所。
18. 潘玉娟 (2001), 「台灣企業庫藏股購回動機與溢價決定因素綜合評析」, 碩士論文, 中山大學財務金融研究所。
19. 鄭又瑞 (2006), 「影響庫藏股宣告公司股價異常報酬因素的探討」, 碩士論文, 義守大學管理研究所。
20. 鄭桂蕙、林宛瑩、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, 第 1-26 頁。
21. 駱姿蓓 (2001), 「我國庫藏股制度與股價之實證研究-以上市公司為例」, 碩士論文, 中正大學企業管理研究所。

二、 英文部分

1. Barth, M. E., Elliott, J. A., & Finn, M. W. (1999), "Market rewards associated with patterns of increasing earnings," *Journal of Accounting Research*, 37 (2): 387-413.
2. Chan, K., Chan, L.K.C., Jegadeesh, N., & Lakonishok, J. (2006), "Earnings quality and stock returns," *Journal of Business* 79, 1041-1082.
3. Chan, K., Ikenberry, D., & Lee, I. (2004), "Economic sources of gain in share repurchases," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, 461-479.
4. Chan, K., Ikenberry, D. L., Lee, I., & Wang, Y. (2007), "Share Repurchases as a Tool to Mislead Investors: Evidence from Earnings Quality and Stock Performance," available from URL:
<http://financelab.nctu.edu.tw/FinMathStatConf/Paper/ShareRepurchase.pdf>.
5. Dittmar, A.K. (2000), "Why do firms repurchase stock?" *Journal of Business*, 73(3), 331-356.
6. Fenn, G.W., & Liang, N., (2001), "Corporate payout policy and managerial stock incentives." *Journal of Financial Economics*, 60, 45-72.
7. Grullon, G., & Michaely, R., (2004), "The information content of share repurchase



- programs,” *Journal of Finance*, 59, 651-680.
8. Healy, P. (1985), “The effect of bonus schemes on accounting decisions,” *Journal of Accounting and Economics*, 7 (1-3): 85-107.
 9. Hertz, M., & Jain, P. (1991), “Earnings and risk change around stock repurchase tender offers,” *Journal of Accounting Economics*, 14(3), 257-294.
 10. Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1995), “Market underreaction to open market share repurchases,” *Journal of Financial Economics*, 39, 181-208.
 11. Jones, J. J. (1991), “Earnings management during import relief investigations,” *Journal of Accounting Research*, 29 (2): 193-228.
 12. Jolls, C. (1998), “Stock repurchases and incentive compensation,” Working Paper, NBER.
 13. Pfeiffer, R. J., & Elgers, P. T. (1999), “Controlling for lagged stock price responses in pricing regressions: An application to the pricing of cash flows and accruals,” *Journal of Accounting Research*, 37 (1): 239-247.
 14. Sharpe, W. F. (1994). “The Sharpe Ratio,” *The Journal of Portfolio Management*, 21(1): 49-58.
 15. Sloan, R. G. (1996), “Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?,” *The Accounting Review*, 71 (3): 289-315.
 16. Weisbenner, S., (2000), “Corporate share repurchases in the 1990s: What role do stock options play?” Working paper, University of Illinois.

