

編製合併報表被銷除關係人銷貨交易 與股票買回決策之關係

THE ELIMINATED RELATED PARTY SALES AND SHARE REPURCHASES

陳慶隆

國立雲林科技大學會計系教授

宋雅婷

雲林縣政府財政處專員

張志盟

雲林縣政府財政處副處長

林煜陞*

國立雲林科技大學會計系博士生

Ching-Lung Chen

*Professor, Department of Accounting,
National Yunlin University of Science and Technology*

Ya-Ting Song

*Specialist, Finance Department,
Yunlin County Government*

Jyh-Meng Jang

*Deputy Commissioner, Finance Department,
Yunlin County Government*

Yu-Shen Lin

*Ph. D. Student, Department of Accounting,
National Yunlin University of Science and Technology*

*通訊作者，地址：雲林縣斗六市大學路三段 123 號，電話：(05)534-2601
E-mail：d11225001@yuntech.edu.tw

摘要

本研究以 1999 年至 2021 年之我國上市櫃公司為研究對象，檢測公司在編製合併報表過程中，被銷除的關係人銷貨交易與股票買回決策之關係，進而檢測家族控制公司在兩者間所扮演之角色。實證結果顯示：編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與公司股票買回決策呈現正向關係，意味此類型關係人銷貨交易係屬於公司效率契約安排，然在編製合併報表時被銷除，不影響公司報導盈餘，導致公司股價容易被低估，進而提高公司從事股票買回交易之可能性。進一步測試顯示，編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與公司股票買回決策的正向關係，在非家族控制公司次樣本較為顯著；顯示家族控制公司著重公司中長期利益及永續發展，比較不會以股票買回方式影響公司股價。本研究進行若干敏感性測試，實證結果具備穩固性。

關鍵字：關係人銷貨交易、股票買回、家族控制公司、效率契約

ABSTRACT

This study uses the listed firms in Taiwan stock market during 1999-2021 to examine the relationship between related party sales that are eliminated in the preparation of consolidated financial statements (denoted as ERPTs) and share repurchases. We further explore whether family-controlled characteristics play a role in relationship between ERPTs and share repurchases. Empirical results document that ERPTs are positively associated with the firm's share repurchases. This result suggests that some of the ERPTs are attributed to firms' efficient contracting arrangement. However, this type of related party transactions does not affect the firm's reported earnings, thereby causing stock price to be undervalued and thus increasing the possibility to share repurchases. Further evidence documents that the positive relationship between ERPTs and share repurchases is more pronounced in the subsample of non-family-controlled firms. It suggests that family-controlled firms focus on the long-term benefits and sustainability of the firms, thereby are less likely using share repurchases to influence their stock price. The empirical results are robust to several diagnostic tests in the analysis.

Keywords: Related Party Sales, Share Repurchases, Family-Controlled Firms, Efficient Contracting

壹、緒論

我國證券發行人財務報告編製準則規定，發行人應依該準則及國際財務報導準則第十號規定編製公司合併財務報告，並應依該準則第四章規定編製年度個體（母公司）財務報告。此機制讓本研究有機會將報導個體（母公司）財務報表揭露之關係人銷貨交易區分為兩種類型：一為報導個體（母公司）與其有控制力須編製合併報表之子公司間的關係人銷貨交易，此類型關係人銷貨交易於編製合併報表時被銷除（簡稱編製合併報表被銷除之關係人銷貨交易（RPT should be eliminated, ERPT）），對公司報導之當期合併損益，原則上不會產生影響；另一為報導個體（母公司）與其無控制力之關聯企業間所產生的關係人銷貨交易，此類型關係人銷貨交易因合併報表編製時未被全部銷除（簡稱編製合併報表未被銷除之關係人銷貨交易（RPT should not be eliminated）），對報導當期合併損益會產生影響（翁佩瑜、陳慶隆、陳欣怡、王翰屏，2023）。雖然文獻顯示關係人交易動機存在效率契約安排及投機性交易安排兩種觀點，效率契約安排認為關係人交易能有助於分配資源及消除交易成本（Coase, 1937；Williamson, 1975；Gordon, Henry, & Palia, 2004；Bansal & Singh, 2023），並具有資訊傳遞功能（Chang & Hong, 2000；Khanna & Palepu, 2000；Hwang, Chiou, & Wang, 2013）；投機性交易安排則認為藉由關係人交易安排，剝削外部股東利益，使得不當利益輸送或移轉公司資源導管工具，藉此操縱損益對公司績效產生負面影響（Chang & Hong, 2000；Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 2000；Cheung, Rau, & Stouraitis, 2006；Kohlbeck & Mayhew, 2017）。因編製合併報表時被銷除關係人銷貨交易（ERPT），並未影響公司報導當期合併盈餘，本研究認為此類型關係人銷貨交易應非公司投機性交易安排。倘若編製合併報表被銷除之關係人銷貨交易有助於公司分配資源及降低交易成本，預期將提高公司價值，然公司當期盈餘報導並未反應此效率性契約安排，可能導致公司股價被低估。因此，本研究臆測編製合併報表被銷除之關係人銷貨交易，將與公司股票買回的決策產生某種程度正向連結。

公司買回股票之訊號傳遞假說（Hung & Chen, 2010；Chatterjee & Dutta, 2015；Hsu & Krause, 2016）認為公司管理者與資本市場參與者間存在資訊不對稱，當公司股價被低估時，公司管理者有動機透過宣告股票買回方式，向資本市場傳遞公司股價被低估或未來前景樂觀看法，使市場對於公司價值產生正面反應。Boudry, Kallberg, and Liu（2013）即發現當公司管理者認為股票價值被低估時，傾向買回公司股票。我國證券交易法第 28 條之 2 第一款規定，上市櫃公司得為維護公司信用及股東權益，進行股票買回交易，並辦理銷除股份。倘若編製合併報表被銷除關係人銷貨交易，可歸類為公司效率契約的安排，可以發揮綜效，提高公司價值；然因公司當期合併盈餘未反映

此類型的關係人銷貨交易，容易導致公司的股價被低估，預期公司管理者從事股票買回之可能性提高。因此，本研究檢測公司在編製合併報表被銷除的關係人銷貨交易越高時，是否有顯著較高的股票買回行為。此外，家族控制企業所有權與經營權結合的程度較高，倘若家族控制公司較注重長期績效及企業永續發展（Anderson & Reeb, 2003；Fama & Jensen, 1983；Stein, 1989），相對於非家族控制公司，預期其對短期股票波動敏感性較低，透過股票買回決策傳遞公司股價低估的誘因較低。較少文獻檢測家族／非家族控制公司的股票買回行為，僅 VanDalsem（2019）發現家族公司有較低的股票買回，且倘若家族公司從事股票買回時，亦較不會刪減資本或研發投資支出。本研究則檢測編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與公司股票買回的正向關係，是否在非家族控制公司較為明顯。截止目前文獻，並無檢測編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與公司股票買回決策之關係者，本研究的檢測將可釐清編製合併報表被銷除關係人銷貨交易是否會影響股票買回決策，實證發現將有助於資本市場參與者或管制機關，對公司的合併報表編製與股票買回決策的瞭解。

實證結果顯示：編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與股票買回決策呈現顯著正向關係，此結果支持公司當期合併盈餘因未反映被銷除關係人銷貨交易的影響，導致公司股價容易被低估，公司管理者有顯著較高的股票買回。進一步將樣本區分為家族控制與非家族控制公司進行檢測，顯示編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與股票買回決策呈現顯著正向關係，僅在非家族控制公司次樣本獲得實證支持；在家族控制公司次樣本檢測，兩者並無顯著關係。此實證發現某種程度支持家族控制公司注重中長期經營績效及企業永續發展，透過股票買回決策傳遞公司股價低估的誘因低。本研究有以下特色，首先，國內外文獻顯示關係人交易動機同時存在效率契約安排及投機性交易安排兩種競爭性觀點，然因無法直接觀察公司進行關係人銷貨交易的動機為何，關係人交易安排的效果或管理意涵的實證結果並不一致。藉由我國特別規定公司須編製個體財務報表及合併財務報表的特殊機制，本研究能取得公司編製合併報表時被銷除關係人銷貨交易資訊，此關係人交易因不影響公司報導的當期合併盈餘，在某種程度可以排除投機性關係人交易安排的可能性。本研究發現公司被銷除關係人銷貨交易與股票買回決策呈現正向關係，除提供間接證據支持公司從事效率契約關係人銷貨交易安排，亦可豐富關係人交易與股票買回決策等領域之研究。其次，本研究發現編製合併報表時被銷除關係人銷貨交易與公司股票買回之正向關連性，僅在非家族控制公司次樣本的檢測獲得實證支持，此實證發現支持非家族控制公司有較強動機透過股票買回決策傳遞公司股價低估，維繫公司股價。此結果擴展 VanDalsem（2019）發現家族公司有較低的股票買回行為的實證發現至關係人銷貨交易安排的情境，特別是效率契約安排的關係人銷貨交易，實證發現可提供資本市場參與者與管制機關制定決策之參考。

本研究節次安排如下：首先為緒論，其次為文獻探討及研究假說，第參節為研究設計，第肆節為實證結果分析與解釋，第伍節為敏感性測試，最後為結論與限制。

貳、文獻探討與研究假說

一、文獻探討

公司間關係人交易存有兩種競爭性觀點：效率契約假說及投機性假說（Gordon et al., 2004）。效率契約假說主張公司可透過關係人交易來降低關聯企業間之交易成本，促進資源有效分配；且存在資訊傳遞及共享資源功能，有較低資訊不對稱程度（Coase, 1937；Williamson, 1975；Chang & Hong, 2000；Khanna & Palepu, 2000；Hwang et al., 2013）。在效率契約觀點的相關實證研究中，Chang and Hong（2000）發現韓國集團內企業會透過彼此分享相關資源，從中獲得效益，提高集團的整體價值。國內研究中，Chen, Chen, and Weng（2020）發現公司關係人銷貨交易與盈餘資訊性呈現正向關係，某種程度亦支持效率契約的關係人交易觀點。就公司評價角度，Wong, Kim, and Lo（2015）以中國資本市場的資料進行檢測，發現中國投資者對公司安排關係人銷貨交易，給予正面評價；Bansal and Singh（2023）以印度市場為研究對象，顯示在競爭激烈市場中，公司從事關係人交易與公司價值呈現正相關；且當集團公司進行更多關係人交易，能有效維持公司間業務關係。Ryngaert and Thomas（2012）則發現成為關係人之前的交易安排與公司價值呈現正向關係，但當成為關係人之後，關係人交易安排則與公司獲利呈現負向關係，甚至使股價下跌。另一方面，投機性假說觀點認為公司管理者透過關係人交易來剝削外部股東利益、操縱損益等不良行為，進而對公司價值產生負面影響（Chang & Hong, 2000；Johnson et al., 2000；Cheung et al., 2006；Kohlbeck & Mayhew, 2017）。譬如：Jian and Wong（2010）發現中國的集團企業有達到盈餘目標動機時，顯著提高異常的關係人銷貨交易。Kohlbeck and Mayhew（2010）發現關係人交易對公司經營績效及股價有負面影響。晚近，Bhandari, Kohlbeck, and Mayhew（2022）檢測關係人交易與投資敏感性之關聯，顯示投機性假說下之關係人交易安排，會降低Tobin Q與增加現金流量對投資支出的敏感性。因此，關係人交易安排對公司價值或經營績效的影響，應該是一個實證的議題。

我國於 2004 年修訂財務會計準則第 7 號「合併報表」(以下稱 TSFAS 7)，在 IAS 27 的架構下，TSFAS 7 將控制能力之定義由公司股權控制 (50%) 變更為可主導及監管其它個體之「實質控制能力」作為判斷基礎。主管機關更於 2011 年增訂「證券發行人財務報告編製準則」第 7 條，規範我國上市櫃公司，應按國際會計準則編製合併財務報表，然應同時編製報導個體 (母公司) 財務報表，以符合相關法規之規範。後續為配合上市櫃公司自 2013 年起強制採用國際財務報導準則 (IFRS)，主管機關於 2014 年增修訂「證券發行人財務報告編製準則」第 7 條，規範我國上市櫃公司應按 IFRS 10 編製合併財務報表，且應同時編製依權益法評價之報導個體 (母公司) 財務報表。因此，在公報編製規範與相關法規要求下，我國上市櫃公司應同時提供合併財務報表與報導個體 (母公司) 單獨財務報表兩種財務報告，在此財務報表編製特殊規範下，可將公司的關係人銷貨交易區分為：在編製合併財務報表過程中，被銷除與未被銷除的關係人銷貨交易。因報導個體 (母公司) 與有控制力之子公司之間所產生的關係人銷貨交易，將因合併報表的編製而被銷除，原則上，對公司當期合併損益不會產生影響。預期此類型關係人銷貨交易應該為公司考量效率契約之決策，為發揮綜效之聯屬企業間之交易安排，有助於提高公司價值 (翁佩瑜等，2023)。然而，亦因此類型關係人銷貨交易在合併報表的編製過程會被銷除，不影響公司報導當期合併損益，導致投資者可能低估此效率契約安排下，公司的潛在獲利能力或價值。我國證券交易法第 28 條之 2 第一款規定，上市櫃公司為維護公司信用及股東權益，得從事必要之股票買回，並辦理銷除買回之股份。倘若編製合併財務報表過程中，被銷除關係人銷貨交易導致公司股價被低估，證券交易法的規範下維護公司信用及股東權益的買回股票，在某種程度將與公司被銷除關係人銷貨交易產生連結。

訊號傳遞之股票買回觀點 (Vermaelen, 1981; Asquith & Mullins, 1986; Ikenberry, Lakonishok, & Vermaelen, 1995; Isagawa, 2002; Hung & Chen, 2010; Chatterjee & Dutta, 2015; Hsu & Krause, 2016) 主張，因公司管理者與外部資本市場投資者存在資訊不對稱情形，當公司股價被低估時，管理者會透過宣告股票買回方式，向外部資本市場傳遞公司股價被低估或公司未來前景樂觀看法，期望市場賦予公司股票合理的評價，或促使公司股票價格上漲。譬如：Boudry et al. (2013) 認為當公司認為股票價值被低估時，傾向將股票買回，且股票選擇權 (投資機會) 的增加，將導致更多 (降低) 公司的股票買回活動。Ota, Kawase, and Lau (2019) 以公司過去買回完成率作為「買回聲譽」衡量指標，探討股票市場在評估公開宣布股票買回時，是否會考慮公司過去預測獲利預測所建立的「預測聲譽」。Cook and Zhang (2022) 發現當 CEO 選擇權對股價的敏感度較高時，會增加股票買回及減少現金股利。且當公司股票價格被低估時，選擇權對股票買回的影響更加明顯。晚近，Lee, Park, and Wang (2023) 發現當市場效率越高時，公司管理者和外部投資者的資訊不對稱程度越低，顯著減少股票買回後的超

額報酬。此外，文獻亦發現公司利用股票買回作為支付股利的替代工具（Barclay & Smith Jr, 1988）；作為公司防禦被併購威脅的工具（Bagwell, 1991）；當公司有現金而無其他投資機會時，會傾向買回公司股票返還現金予股東以降低代理成本（Vafeas & Joy, 1995；Wang, Strong, Tung, & Lin, 2009；Feng, Pukthuanthong, Thiengtham, Turtle, & Walker, 2013）。Hovakimian, Opler, and Titman（2001）則認為若公司負債比率與最適資本結構呈現負向偏離時，則可藉由股票買回交易作為調整的方式。截止目前文獻，並未發現有檢測關係人銷貨交易與公司股票買回決策之關係者。

家族控制公司是常見的經營組織型態（Burkart, Panunzi, & Shleifer, 2003）。由於家族控制公司之所有權及經營權通常較為集中，Fama and Jensen（1983）認為家族企業更需謹慎經營，追求永續發展。Anderson and Reeb（2003）發現家族企業的經營績效比非家族企業表現佳，認為家族控制是一種有效的組織型態。國內有關家族企業實證研究中，陳慶隆、劉癸蘭、張慧貞與王翰屏（2019）發現家族控制公司存在較低的財稅差異及異常的財稅差異。Chen, Weng, and Fan（2023）發現在控制權與盈餘分配權偏離的情況下，家族控制企業比非家族控制企業更有可能從事實質盈餘管理，進而導致後續經營績效不佳。至於家族公司與股票買回決策之相關研究，僅 VanDalsem（2019）發現家族控制企業比非家族控制企業較少從事股票買回，且研發支出投資與股票買回的負向關係，在家族控制公司亦可獲得緩解。此發現意味股票買回導致現金不足，進而降低投資研發支出的現象，在家族控制公司較不明顯，此結果在某種程度支持 Fama and Jensen（1983）認為家族企業追求永續發展的觀點。

二、研究假說

Coase（1937）及 Williamson（1975）認為公司管理當局可透過關聯企業交易，將公司外部成本內部化，降低交易成本，使資源分配效率最大化。藉由關係人交易安排亦可有效減少談判、訂約等直（間）接成本，整合資源促進關聯個體間資源流通，此關係人交易效率契約安排觀點在不同資本市場研究中，亦獲得實證支持（Chang & Hong, 2000；Khanna & Palepu, 2000；Gordon, Henry, Louwers, & Reed, 2007；Balsam, Gifford, & Puthenpurackal, 2017；Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 2008；Kohlbeck & Mayhew, 2017；Wang, Cho, & Lin, 2019）。倘若關係人銷貨交易係傳遞集團內部整合的中長期契約關係（Kukharskyy, 2016；Del Prete & Rungi, 2017），預期對公司價值有正向影響。國內的研究中，Chen et al.（2020）與翁佩瑜等（2023）發現台灣上市櫃公司的關係人銷貨交易安排，是集團內垂直整合的一部份，公司進行關係人銷貨交易，某種程度係反映公司在資本與資源整合，促使經營績效提升或管控經營風險，支持編製合併報表被銷除關係人銷貨交易係效率契約安排的觀點。倘若編製合併

報表被銷除關係人銷貨交易係集團內部整合的中長期契約關係(Kukharskyy, 2016; Del Prete & Rungi, 2017)，雖然被銷除，然對公司未來獲利能力與價值有潛在正向影響。就財務報導觀點，Hsu, Jung, and Pourjalali (2015) 指出我國實施國際會計準則第 27 號後，由於在編製合併報表情形下，依據權益法銷除報導個體及關聯企業間逆流及順流交易產生之損益份額，利於提高盈餘資訊準確性，且抑制管理者透過關係人交易進行盈餘管理。本研究預期編製合併報表被銷除關係人銷貨交易，因不影響公司當期盈餘報導，應歸類為公司效率契約的安排，可以發揮綜效，提高公司價值。然而，因公司盈餘未反映此編製合併報表被銷除關係人銷貨交易，容易導致公司的股價被低估，公司管理者從事股票買回之可能性提高。本研究之第一個研究假說設定如下：

H1：其他條件不變，編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與公司股票買回決策呈現正向關係。

家族企業所有權與經營權結合的程度較高，Stein (1989) 表示家族企業對其公司的持股係長期投資，著重於長期規劃，將監督抑制管理當局的短期操弄。Anderson and Reeb (2003) 亦指出家族企業經營公司較著重於中長期的營運成效，較不會有短視近利之行為。Fama and Jensen (1983) 指出，因家族掌握企業之所有權，更需謹慎經營，以追求企業永續發展，提升公司價值。相對的，非家族控制公司的自利動機，因此進行股票買回決策之誘因較高，藉以反應股票價格。VanDalsem (2019) 即發現家族公司重視企業永續發展，進行股票買回以反應股票價格的動機較低，故有較少的股票買回；而且，雖然資金存在排擠作用，倘若家族公司從事股票買回時，亦較不會刪減資本或研發投資支出。倘若編製合併報表被銷除關係人銷貨交易係效率契約安排，然未反映於公司股價，進而影響公司股票買回決策，本研究預期編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與公司股票買回決策的正向關係，在非家族控制公司將較為顯著。因此，本研究之第二個假說說明如下：

H2：其他條件不變，非家族控制公司編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與公司股票買回決策所呈現的正向關係比家族企業更加強烈。

參、研究設計

一、研究期間與樣本篩選

本研究所使用之主要解釋變數－編製合併報表被銷除關係人銷貨交易資料，及其餘迴歸模型中之相關變數資料，皆取自於台灣經濟新報資料庫（Taiwan Economic Journal, TEJ）之公司治理資料庫及一般產業財務模組資料庫。

本研究之對象採用我國上市櫃公司為樣本，以 1999 至 2021 年為研究期間。惟本研究之應變數股票買回變數係採落後一期之觀察值，股票買回資料期間係 $t+1$ 年，即為 2000 至 2022 年。樣本篩選過程與年度分布狀況，如表 1。本研究考量特殊產業如銀行、租賃、產險、壽險、金融控股、票券、證券及期貨等之財務資料結構，及其會計實務、法令適用與其他產業差異甚大，容易導致實證結果之解釋偏誤，因此，將這些相關產業排除於研究範圍。故本研究之原始樣本共 42,399 筆，扣除遺漏股票買回資料之樣本（6,650 筆）、控制變數遺漏數（9,558 筆）及欠缺家族控制公司資料（6 筆）之樣本後，實證樣本為 26,185 筆。樣本篩選如表 1 之 Panel A 所示。

由表 1 之 Panel A 顯示，實證樣本中，從事股票買回樣本數計 1,255 筆，佔全部實證樣本數 4.79%；家族控制公司樣本數為 10,189，佔全部實證樣本數 38.91%。將樣本資料按 TEJ 產業別進行分類，各產業的分布情形如 Panel B 所示，其中，樣本數最高者為電子工業，共 12,901 筆，占整體樣本之 49.27%，其餘產業皆未超過總樣本數之 10%，又以玻璃陶瓷業為最低，僅 118 筆，占總樣本數之 0.45%。

二、變數定義

（一）應變數－股票買回之虛擬變數（Stock Repurchases, REPUR）

依據證券交易法對公司股票買回之規定，股票買回之動機可分為轉讓股份予員工、作為股權轉換之用、維護公司信用及股東權益所必要而買回。本研究係探討可能因資本市場未納入編製合併報表被銷除關係人銷貨交易，股票價格可能被低估對股票買回之決策影響。因此，本研究排除轉讓股份予員工、作為股權轉換之用等股票買回動機。依 TEJ 庫藏股資料篩選股票買回目的為維護公司信用及股東權益，所必要而買回股票註銷之上市櫃公司，買回公司股票者，設為 1，其餘設為 0。

表 1 樣本篩選過程與分布

Panel A 樣本篩選過程			
			樣本數
TEJ 資料庫上市（櫃）公司原始樣本數（1999-2021 年） （排除本國銀行、租賃、產險、壽險、金融控股、票券、證券及期貨）			42,399
減：			
無股票買回資料之樣本			6,650
控制變數遺漏數之樣本			9,558
欠缺家族控制公司資料之樣本			6
最後實證樣本數			26,185
股票買回樣本數			1,255
未從事股票買回樣本數			24,930
家族控制公司樣本數			10,189
非家族控制公司樣本數			15,996
Panel B 研究樣本產業分布			
產業代碼	產業名稱	產業樣本數	產業占總樣本%
11	水泥工業	234	0.89%
12	食品工業	582	2.22%
13	塑膠工業	700	2.67%
14	紡織纖維	1,177	4.49%
15	電機機械	1,838	7.02%
16	電器電纜	222	0.85%
17	化學生技醫療	2,112	8.07%
18	玻璃陶瓷	118	0.45%
19	造紙工業	137	0.52%
20	鋼鐵工業	1,031	3.94%
21	橡膠工業	227	0.87%
22	汽車工業	248	0.95%
23	電子工業	12,901	49.27%
25	建材營建	1,890	7.22%
26	航運業	515	1.97%
27	觀光事業	532	2.03%
29	貿易百貨	424	1.62%
99	其他	1,297	4.95%
合計		26,185	100.00%

(二)主要解釋變數

1.編製合併報表被銷除關係人銷貨交易 (Eliminated Related Party Sales, ERPT)

本研究由母公司個體財務報表揭露之關係人銷貨交易，減合併報表中所揭露之關係人銷貨交易，作為公司編製合併報表被銷除關係人銷貨交易的衡量指標，再以期末總銷貨加以平減。在簡單母子公司結構（譬如：母公司與單一子公司、或母公司與多個子公司），且無排除適用 IFRS10 的合併報表編製下，母公司個體財務報表揭露之關係人銷貨交易，應大於合併報表中所揭露之關係人銷貨交易，因此，編製合併報表被銷除關係人銷貨交易 (ERPT) 最小值應為 0。本研究將編製合併報表被銷除關係人銷貨交易 (ERPT) 為負數者，以 0 加以取代。

2.家族控制公司的虛擬變數 (Family-controlled Firms, FM)

本研究樣本採用林嬋娟、張哲嘉（2009）的處理方式，以家族型態、最終控制者持股達 10%以上，且個人或其控制公司與財團法人等擔任董監事達 50%以上之席次，同時符合三個條件者，作為家族控制公司衡量指標。家族控制公司設為 1，其餘為 0。

(三)控制變數

本研究之控制變數有公司規模 (SIZE)、負債比例 (LEV)、四大會計師事務所簽證 (BIG4)、自由現金流量對總資產比例 (CFCTA)、董監事質押比例 (PLEDGE)、資產報酬率 (ROA)、Tobin's Q 及機構投資者持股比率 (INST)，分別說明如下：

1. 公司規模 (SIZE)

將公司期末資產總額取自然對數加以衡量。

2. 負債比率 (LEV)

為期末總負債除以期末總資產加以衡量。

3. 四大會計師事務所簽證的虛擬變數 (BIG4)

樣本公司由四大會計師事務所簽證者，設為 1，其餘設為 0。

4. 自由現金流量對總資產之比例 (CFCTA)

本研究以自由現金流量對期末總資產之比例加以衡量。

5. 董監事質押比例 (PLEDGE)

係以樣本公司之期末董監事質押股數除以期末董監事持股數加以衡量。

6. 資產報酬率 (ROA)

以稅後息前淨利除以期末總資產加以衡量。

7. 公司市場價值對其資產重置成本的比率 (TOBIN)

本研究以 Tobin's Q 衡量公司市場價值對其資產重置成本的關係，為權益市值加計負債帳面價值，除以期末總資產帳面價值。

8. 機構投資者持股比率 (INST)

以國外、國內金融機構及投資信託基金等機構投資者之每年持股合計數為計算基礎。以公司之期末機構投資者持有之總股數，除以期末流通在外股數加以衡量。

三、實證模型

為檢測研究假說，被解釋變數公司是否從事股票買回的虛擬變數，因此本研究以 Logit 模式建構實證模型。研究模型如下：

$$REPUR_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 ERPT_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 BIG4_{i,t} + \beta_5 CFCTA_{i,t} + \beta_6 PLEDGE_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 TOBIN_{i,t} + \beta_9 INST_{i,t} + Industry Effect + Year Effect + \varepsilon_{i,t+1} \quad (1)$$

其中， i 為公司， t 為年度，變數衡量說明如下：

- REPUR _{$i,t+1$} : 股票買回之虛擬變數，在 $t+1$ 年股票買回者設為 1，其餘設為 0。
- ERPT _{i,t} : 為母公司單獨財務報表揭露關係人銷貨交易減合併報表中所揭露之關係人銷貨交易，再以期末總銷貨平減。
- SIZE _{i,t} : 公司規模，以公司期末資產總額取自然對數衡量。
- LEV _{i,t} : 負債比率，以期末總負債除以期末總資產加以衡量。
- BIG4 _{i,t} : 審計品質的衡量變數，四大會計師事務所簽證者設為 1，其餘設為 0。

$CFCTA_{i,t}$	:	以自由現金流量除以期末總資產的比率加以衡量。
$PLEDGE_{i,t}$	:	董監事股票質押比率，為董監事質押股數除以董監事持股數比率。
$ROA_{i,t}$	:	資產報酬率，以稅後息前淨利除以期末總資產衡量。
$TOBIN_{i,t}$	:	Tobin's Q 比率，為公司股票市值加負債帳面價值，除以期末資產總額的比率。
$INST_{i,t}$	:	機構投資者持股比率，以公司之期末機構投資者持有之總股數，除以期末流通在外股數加以衡量。
IndustryEffect	:	控制產業特性之虛擬變數。
Year Effect	:	控制年度之虛擬變數。
$\varepsilon_{i,t+1}$	:	殘差項。

肆、實證結果分析

一、敘述性統計

表 2 為本研究各變數之敘述性統計表，樣本總數為 26,185 筆，針對連續變數進行 winsorize 調整觀察值前後 1%之資料處理，以避免資料極端值影響實證結果。從表 2 中可知，被解釋變數股票買回之虛擬變數（REPUR）的平均值為 0.048，亦即在樣本中，有 4.8%的觀測值有為維護公司信用及股東權益所必要而宣告股票買回。主要解釋變數編製合併報表被銷除關係人銷貨交易（ERPT）平均值為 0.086。

控制變數中，公司規模（SIZE）平均值為 15.255（最大值 19.723；最小值 12.483），負債比率（LEV）之平均數為 0.419（最大值 0.841；最小值 0.060），四大會計師事務所簽證（BIG4）平均數為 0.860（最大值 1.000；最小值 0.000），自由現金流量對總資產比例（CFCTA）之平均數為 0.009（最大值 0.272；最小值-0.421），董監事質押比例（PLEDGE）之平均數為 0.080（最大值 0.790；最小值 0.000），資產報酬率（ROA）之平均數為 0.044（最大值 0.282；最小值-0.257），Tobin's Q 比率（TOBIN）之平均數為 1.177（最大值 5.130；最小值 0.350），機構投資者持股比率（INST）之平均數為 0.063（最大值 0.512；最小值 0.000）。

表 2 變數敘述性統計表 (N=26,185)

變數	平均值	標準差	第一四分位	中位數	第三四分位	最小值	最大值
REPUR	0.048	0.214	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
ERPT	0.086	0.169	0.000	0.003	0.083	0.000	0.828
SIZE	15.255	1.432	14.247	15.070	16.052	12.483	19.723
LEV	0.419	0.177	0.284	0.422	0.546	0.060	0.841
BIG4	0.860	0.349	1.000	1.000	1.000	0.000	1.000
CFCTA	0.009	0.106	-0.028	0.021	0.065	-0.421	0.272
PLEDGE	0.080	0.161	0.000	0.000	0.080	0.000	0.790
ROA	0.044	0.084	0.009	0.044	0.086	-0.257	0.282
TOBIN	1.177	0.793	0.710	0.930	1.350	0.350	5.130
INST	0.063	0.100	0.000	0.018	0.082	0.000	0.512

註：

1. 各變數定義：

- REPUR : 股票買回之虛擬變數，在 $t+1$ 年買回者設為 1，無設為 0。
- ERPT : 母公司單獨財務報表揭露關係人銷貨交易減掉合併報表中所揭露之關係人銷貨交易，以期末總銷貨平減。
- SIZE : 公司規模，以公司期末資產總額取自然對數衡量。
- LEV : 負債比例，以期末總負債除以期末總資產加以衡量。
- BIG4 : 為四大會計師事務所簽證設為 1，其餘設為 0。
- CFCTA : 自由現金流量對總資產比例。
- PLEDGE : 董監事質押比例，為董監事質押股數除以董監事持股數比率。
- ROA : 資產報酬率，以稅後息前淨利除以期末總資產加以衡量。
- TOBIN : Tobin's Q 比率，為公司股票市值加負債帳面價值除以期末資產總額的比率。
- INST : 機構投資者持股比率，以公司之期末機構投資者持有之總股數，除以期末流通在外股數加以衡量。

2. 所有變數皆以觀察值前後 1%處理極端值，進行 winsorize 調整。

表 3 為各變數之相關係數統計分析，在 Pearson 相關係數矩陣中，被解釋變數股票買回之虛擬變數（REPUR）與主要解釋變數編製合併報表被銷除關係人銷貨交易（ERPT）呈顯著正相關，達 1%統計顯著水準。控制變數除負債比率（LEV）及 Tobin's Q 比率（TOBIN）呈現顯著負相關外，公司規模（SIZE）、自由現金流量對總資產比例（CFCTA）、董監事質押比例（PLEDGE）皆呈現顯著正相關。在 Spearman 相關係數矩陣中，亦呈現類似結果。

二、迴歸實證結果

表 4 係以 Logit 迴歸模式檢測編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與股票買回決策關聯性的實證結果，本研究分別以全樣本、家族控制公司次樣本及非家族控制公司次樣本加以呈現。實證結果發現全樣本模式之主要解釋變數，編製合併報表被銷除關係人銷貨交易（ERPT）變數的迴歸係數為 0.383（ $z=2.34$ ），係數符號為正，且達 5%的統計顯著水準，表示編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與股票買回決策呈正向關係，H1 獲得實證支持。

在家族控制公司模式（FAM=1）下，ERPT 變數之迴歸係數為 0.316（ $z=1.07$ ），惟未達顯著水準；另在非家族控制公司模式下，ERPT 變數之迴歸係數為 0.406（ $z=2.03$ ），達 5%的統計顯著水準，顯示非家族控制公司較著重在短期，會透過股票的買回，來調整股價，因此從事股票買回誘因較高，H2 獲得實證支持。

此外，在控制變數方面，區分為全樣本模式、家族控制公司模式及非家族控制公司模式之下，公司規模（SIZE）的迴歸係數分別為 0.328（ $z=13.20$ ）、0.315（ $z=7.52$ ）及 0.367（ $z=11.57$ ），係數皆為正，皆達 1%的統計顯著水準。自由現金流量對總資產比率（CFCTA）的迴歸係數分別為 0.449（ $z=1.25$ ）、0.399（ $z=0.68$ ）及 0.525（ $z=1.15$ ），皆未達統計顯著水準。董監事質押比率（PLEDGE）的迴歸係數分別為 1.567（ $z=10.51$ ）、1.735（ $z=8.28$ ）及 1.447（ $z=6.67$ ），達 1%的統計顯著水準，意味著公司董監事質押比率提高，從事股票買回的可能性越高。資產報酬率（ROA）的迴歸係數分別為 0.758（ $z=1.80$ ）、1.344（ $z=1.97$ ）及 0.422（ $z=0.78$ ），係數皆為正，惟在非家族控制公司模式下，未達統計顯著水準。負債比率（LEV）的迴歸係數分別為-2.640（ $z=-14.19$ ）、-2.757（ $z=-9.23$ ）及-2.522（ $z=-10.54$ ），達 1%的統計顯著水準，顯示高負債比率將降低公司從事股票買回的可能性。Tobin's Q 比率（TOBIN）的迴歸係數分別為-0.761（ $z=-8.82$ ）、-0.831（ $z=-5.54$ ）及-0.737（ $z=-6.93$ ），係數符號皆為負，皆達 1%的統計顯著水準，意味著高投資機會之公司，有較低之股票買回之決策。另機構投資者持股比率（INST）的迴歸係數分別為-1.927（ $z=-4.90$ ）、-1.976（ $z=-2.77$ ）

表 3 相關係數矩陣

	REPUR	ERPT	SIZE	LEV	BIG4	CFCTA	PLEDGE	ROA	TOBIN	INST
REPUR		0.017***	0.072***	-0.029***	0.002	0.014**	0.076***	-0.001	-0.069***	0.001
ERPT	0.023***		0.104***	0.012*	0.053***	0.030***	0.001	0.031***	0.009	0.105***
SIZE	0.081***	0.151***		0.295***	0.157***	0.126***	0.199***	0.136***	-0.127***	0.494***
LEV	-0.026***	0.057***	0.301***		-0.027***	-0.130***	0.161***	-0.211***	-0.278***	0.024***
BIG4	0.002	0.077***	0.152***	-0.022***		0.088***	-0.043***	0.148***	0.058***	0.130***
CFCTA	0.003	0.032***	0.081***	-0.196***	0.087***		-0.014**	0.317***	0.024***	0.140***
PLEDGE	0.081***	0.029***	0.309***	0.156***	-0.013**	-0.014**		-0.090***	-0.088***	0.020***
ROA	-0.018***	0.037***	0.099***	-0.221***	0.144***	0.297***	-0.079***		0.345***	0.212***
TOBIN	-0.086***	-0.025***	-0.152***	-0.263***	0.058***	0.118***	-0.089***	0.453***		0.161***
INST	0.035***	0.154***	0.537***	-0.005	0.141***	0.158***	0.133***	0.212***	0.144***	

註：

1. 右上角為 Pearson 相關係數，左下角為 Spearman 相關係數。
2. 各變數定義如表 2。
3. 「***」表示達 1%顯著水準，「**」表示達 5%顯著水準，「*」表示達 10%顯著水準。(雙尾)

表 4 編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與股票買回決策之實證結果

應變數：股票買回虛擬變數（REPUR）			
變數名稱	全樣本 係數（z 值）	家族控制公司 （FAM=1） 係數（z 值）	非家族控制公司 （FAM=0） 係數（z 值）
Intercept	-6.891*** (-16.39)	-5.869*** (-8.56)	-8.438*** (-14.59)
ERPT	0.383** (2.34)	0.316 (1.07)	0.406** (2.03)
SIZE	0.328*** (13.20)	0.315*** (7.52)	0.367*** (11.57)
LEV	-2.640*** (-14.19)	-2.757*** (-9.23)	-2.522*** (-10.54)
BIG4	-0.022 (-0.25)	-0.195 (-1.52)	0.139 (1.07)
CFCTA	0.449 (1.25)	0.399 (0.68)	0.525 (1.15)
PLEDGE	1.567*** (10.51)	1.735*** (8.28)	1.447*** (6.67)
ROA	0.758* (1.80)	1.344** (1.97)	0.422 (0.78)
TOBIN	-0.761*** (-8.82)	-0.831*** (-5.54)	-0.737*** (-6.93)
INST	-1.927*** (-4.90)	-1.976*** (-2.77)	-2.114*** (-4.43)
Industry Effect	Included	Included	Included
Year Effect	Included	Included	Included
N	26,185	10,189	15,996
McFadden R ²	11.28%	11.53%	12.95%

註：

1. 各變數定義如表 2。
2. 「***」表示達 1%顯著水準，「**」表示達 5%顯著水準，「*」表示達 10%顯著水準。
(雙尾)
3. 方程式來源：

$$\text{REPUR}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{ERPT}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{BIG4}_{i,t} + \beta_5 \text{CFCTA}_{i,t} + \beta_6 \text{PLEDGE}_{i,t} \\ + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{TOBIN}_{i,t} + \beta_9 \text{INST}_{i,t} + \text{Industry Effect} + \text{Year Effect} + \varepsilon_{i,t+1}$$

及-2.114 ($z=-4.43$)，達 1%的統計顯著水準，表示高機構投資者持股比率，降低股票買回的可能性。

伍、敏感性測試

一、股票買回次數及納入其他股票買回目的之測試

因部分公司在某一會計年度從事超過一次的股票買回交易，本研究亦檢測編製合併報表被銷除關係人銷貨交易對公司從事股票買回次數影響，本研究改以 OLS (Ordinary Least Square regression) 模式進行此額外測試，實證結果如表 5 所呈現。

依據表 5 所呈現，迴歸模型之解釋程度分別為 4.26% ($F=31.67$)、4.42% ($F=13.39$) 及 4.62% ($F=21.40$)，皆達 1%統計顯著水準，表示實證模型均具備適當配適度。表 5 結果發現，主要解釋變數編製合併報表被銷除關係人銷貨交易變數 (ERPT) 在全樣本模式之迴歸係數為 0.025 ($t=1.81$)，達到 10%的統計顯著水準，係數為正，顯示編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與股票買回次數決策呈正向關係。另在家族控制公司模式 ($FAM=1$) 下之迴歸係數為 0.014 ($t=0.59$)，未達統計顯著水準。在非家族控制公司模式 ($FAM=0$) 下之迴歸係數為 0.032 ($t=1.93$)，達到 10%的統計顯著水準，意味著非家族控制公司因編製合併報表被銷除之關係人銷貨交易，將提高股票買回次數之誘因。此結果與 Logit 的實證發現雷同。

表 5 之控制變數中，區分為全樣本、家族控制公司及非家族控制公司模式之下，公司規模 (SIZE) 之迴歸係數分別為 0.026 ($t=5.71$)、0.023 ($t=4.60$) 及 0.030 ($t=5.59$)，係數皆為正，皆達 1%的統計顯著水準。負債比率 (LEV) 之迴歸係數分別為-0.181 ($t=-5.28$)、-0.197 ($t=-4.22$) 及-0.171 ($t=-5.56$)，係數皆為負，皆達 1%的統計顯著水準，顯示負債比率將降低公司進行股票買回次數。董監事質押比例 (PLEDGE) 之迴歸係數分別為 0.165 ($t=5.94$)、0.199 ($t=5.28$) 及 0.134 ($t=5.50$)，皆達 1%的統計顯著水準，意味著公司董監事質押比例提高，從事股票買回次數將越高。Tobin's Q 比率 (TOBIN) 之迴歸係數分別為-0.026 ($t=-3.90$)、-0.027 ($t=-3.66$) 及-0.025 ($t=-3.67$)，皆達 1%的統計顯著水準，意味著高投資機會將降低公司股票買回次數。另機構投資者持股比率 (INST) 之迴歸係數分別為-0.152 ($t=-4.87$)、-0.140 ($t=-3.16$) 及-0.170 ($t=-4.80$)，達 1%的統計顯著水準，顯示高機構投資人持股比率，則會降低股票買回次數。

表 5 編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與股票買回次數之實證結果

應變數：股票買回次數（REPUR）			
變數名稱	全樣本 係數（t 值）	家族控制公司 （FAM=1） 係數（t 值）	非家族控制公司 （FAM=0） 係數（t 值）
Intercept	-0.242*** (-4.39)	-0.146** (-2.05)	-0.337*** (-5.20)
ERPT	0.025* (1.81)	0.014 (0.59)	0.032* (1.93)
SIZE	0.026*** (5.71)	0.023*** (4.60)	0.030*** (5.59)
LEV	-0.181*** (-5.28)	-0.197*** (-4.22)	-0.171*** (-5.56)
BIG4	-0.005 (-0.76)	-0.022 (-1.47)	0.011* (1.66)
CFCTA	0.039 (1.51)	0.058* (1.79)	0.032 (0.99)
PLEDGE	0.165*** (5.94)	0.199*** (5.28)	0.134*** (5.50)
ROA	-0.056* (-1.72)	-0.048 (-1.07)	-0.077** (-2.31)
TOBIN	-0.026*** (-3.90)	-0.027*** (-3.66)	-0.025*** (-3.67)
INST	-0.152*** (-4.87)	-0.140*** (-3.16)	-0.170*** (-4.80)
Industry Effect	Included	Included	Included
Year Effect	Included	Included	Included
N	26,185	10,189	15,996
Adj. R ²	4.26%	4.42%	4.62%
F 值	31.67***	13.39***	21.40***

註：

1. 各變數定義：REPUR，股票買回之次數，在 t+1 年買回次數；其餘變數如表 2。
2. 「***」表示達 1%顯著水準，「**」表示達 5%顯著水準，「*」表示達 10%顯著水準。（雙尾）
3. 方程式來源：

$$\text{REPUR}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{ERPT}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{BIG4}_{i,t} + \beta_5 \text{CFCTA}_{i,t} + \beta_6 \text{PLEDGE}_{i,t} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{TOBIN}_{i,t} + \beta_9 \text{INST}_{i,t} + \text{Industry Effect} + \text{Year Effect} + \varepsilon_{i,t+1}$$

此外，本研究亦納入轉讓股份予員工、股權轉換等買回之用途，重新定義股票買回決策，此時，股票買回目的除為維護公司信用及股東權益，進行股票買回交易，並辦理銷除股份外，尚包括轉讓員工、轉讓可轉債、股權轉讓、合併受讓及其他用途之上市／上櫃公司者，有從事前述任一股票買回者設為 1，其餘為 0。納入其他股票買回目的之檢測結果如表 6 所示。表 6 結果發現，主要解釋變數編製合併報表被銷除關係人銷貨交易（ERPT）在全樣本模式之迴歸係數為 0.635（ $z=6.00$ ），係數符號為正，且達 1% 的統計顯著水準。在家族控制公司模式下之迴歸係數為 0.470（ $z=2.52$ ），係數符號為正，達 5% 的統計顯著水準，意味著因編製合併報表被銷除關係人銷貨交易，將提高全部股票買回目的之可能性。此實證結果略有不同。本研究推測原因係轉讓股份予員工、股權轉換等股票買回之動機，與公司股價低估所進行股票買回無關。此外，倘若編製合併報表被銷除關係人銷貨交易係集團內部整合的中長期契約關係（Kukharsky, 2016；Del Prete & Rungi, 2017；翁佩瑜等，2023），對公司未來獲利能力與價值有潛在正向影響，亦會提高家族控制公司員工執行認購股票權利可能性，債權人透過股權轉換成為家族控制公司股東的動機亦提高；此時，編製合併報表被銷除關係人銷貨交易將強化家族控制公司買回決策的正向影響。另在非家族控制公司模式下之迴歸係數為 0.742（ $z=5.64$ ），係數符號為正，達 1% 的統計顯著水準，顯示因編製合併報表被銷除關係人銷貨交易，亦將提高納入其他股票買回目的之決策動機，此部分實證結果與原實證發現雷同。而控制變數的實證結果亦大致雷同。

二、排除 COVID-19 影響之年度

自 2019 年底開始爆發 COVID-19 事件，對全球整體經濟及產業造成相當程度的衝擊，故本研究將 COVID-19 影響的年度排除，將原本的研究期間由 1999 年至 2021 年，調整為 1999 年至 2019 年，原始樣本數由原本的 26,185 筆，扣除 2020 年至 2021 年之樣本數（計 3,167 筆），共計以 23,018 筆樣本數，進行額外測試，其實證結果顯示如表 7。

實證結果發現，主要解釋變數編製合併報表被銷除關係人銷貨交易（ERPT）在全樣本模式及非家族控制公司模式下，其迴歸係數分別為 0.385（ $z=2.31$ ）及 0.429（ $z=2.11$ ），係數符號為正，達 5% 統計顯著水準。另在家族控制公司模式下，其迴歸係數為 0.247（ $z=0.81$ ），未達到統計顯著水準。此實證結果與原實證發現大致雷同，亦即在研究期間，倘若排除疫情影響，發現編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與股票買回決策呈正向關係，且此正向關係在非家族控制公司樣本較為明顯，結果支持 H1 及 H2 之觀點。亦即實證的結果並未因排除 COVID-19 影響之年度，而有所差異。控制變數的實證結果亦大致雷同，不再贅述。

表 6 編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與股票買回之實證結果—
納入其他股票買回目的之測試

應變數：股票買回虛擬變數（REPUR）			
變數名稱	全樣本 係數（z 值）	家族控制公司 （FAM=1） 係數（z 值）	非家族控制公司 （FAM=0） 係數（z 值）
Intercept	-5.354*** (-19.21)	-4.944*** (-11.06)	-6.247*** (-15.92)
ERPT	0.635*** (6.00)	0.470** (2.52)	0.742*** (5.64)
SIZE	0.202*** (11.66)	0.246*** (8.72)	0.190*** (8.34)
LEV	-1.516*** (-11.96)	-1.256*** (-5.94)	-1.671*** (-10.35)
BIG4	0.287*** (4.40)	0.176* (1.87)	0.375*** (4.05)
CFCTA	-0.262 (-1.21)	-0.188 (-0.50)	-0.271 (-1.01)
PLEDGE	1.375*** (12.28)	1.263*** (8.02)	1.430*** (8.93)
ROA	0.749*** (2.73)	1.431*** (3.19)	0.434 (1.24)
TOBIN	-0.222*** (-6.29)	-0.388*** (-5.50)	-0.168*** (-4.03)
INST	-1.309*** (-5.17)	-2.150*** (-4.27)	-0.958*** (-3.26)
Industry Effect	Included	Included	Included
Year Effect	Included	Included	Included
N	26,185	10,189	15,996
Mcfadden R ²	10.04%	9.90%	11.71%

註：

1. 各變數定義：REPUR，股票買回之虛擬變數，買回用途除了買回註銷外，倘若有轉讓可轉債、轉讓員工、股權轉讓、合併受讓及其他等用途，設為 1，無則設為 0；其餘變數如表 2。
2. 「***」表示達 1%顯著水準，「**」表示達 5%顯著水準，「*」表示達 10%顯著水準。（雙尾）
3. 方程式來源：

$$\text{REPUR}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{ERPT}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{BIG4}_{i,t} + \beta_5 \text{CFCTA}_{i,t} + \beta_6 \text{PLEDGE}_{i,t} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{TOBIN}_{i,t} + \beta_9 \text{INST}_{i,t} + \text{Industry Effect} + \text{Year Effect} + \varepsilon_{i,t+1}$$

表 7 被銷除關係人銷貨交易與股票買回決策之實證結果－排除 COVID-19 影響

變數名稱	應變數：股票買回虛擬變數（REPUR）		
	全樣本 迴歸係數（z 值）	家族控制公司 （FAM=1） 迴歸係數（z 值）	非家族控制公司 （FAM=0） 迴歸係數（z 值）
Intercept	-5.898*** (-15.14)	-5.598*** (-8.82)	-6.678*** (-13.00)
ERPT	0.385** (2.31)	0.247 (0.81)	0.429** (2.11)
SIZE	0.339*** (13.67)	0.341*** (8.41)	0.372*** (11.49)
LEV	-2.660*** (-13.90)	-2.803*** (-9.07)	-2.545*** (-10.42)
BIG4	-0.03 (-0.34)	-0.221* (-1.71)	0.145 (1.11)
CFCTA	0.480 (1.33)	0.361 (0.62)	0.617 (1.33)
PLEDGE	1.485*** (9.86)	1.651*** (7.77)	1.395*** (6.33)
ROA	0.879** (2.08)	1.603** (2.34)	0.485 (0.89)
TOBIN	-0.772*** (-8.84)	-0.825*** (-5.46)	-0.767*** (-7.06)
INST	-2.135*** (-5.42)	-2.222*** (-3.20)	-2.325*** (-4.80)
Industry Effect	Included	Included	Included
Year Effect	Included	Included	Included
N	23,018	9,423	13,595
McFadden R2	10.79%	11.90%	11.60%

註：

1. 各變數定義如表 2。
2. 「***」表示達 1%顯著水準，「**」表示達 5%顯著水準，「*」表示達 10%顯著水準。（雙尾）
3. 方程式來源：

$$\text{REPUR}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{ERPT}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{BIG4}_{i,t} + \beta_5 \text{CFCTA}_{i,t} + \beta_6 \text{PLEDGE}_{i,t} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{TOBIN}_{i,t} + \beta_9 \text{INST}_{i,t} + \text{Industry Effect} + \text{Year Effect} + \varepsilon_{i,t+1}$$

三、不同家族控制公司衡量指標之測試

本研究改變家族企業之定義，進行測試。依林嬋娟、張哲嘉（2009）之另一個家族控制公司的衡量指標，亦即符合家族經營型態，最終控制者個人或其控制公司與財團法人等擔任董事達 50% 以上之席次，符合此兩個條件者，設定為家族控制公司，其餘為非家族控制公司，實證結果如表 8。由表 8 實證結果發現，家族控制公司次樣本，主要解釋變數編製合併報表被銷除關係人銷貨交易（ERPT）迴歸係數為 0.180（ $z=0.62$ ），係數符號為正，未達顯著水準。另在非家族控制公司次樣本，其迴歸係數為 0.483（ $z=2.39$ ），係數符號為正，達 5% 的統計顯著水準，H2 獲得實證支持。

四、配對樣本之測試

因研究樣本中，僅約 4.8% 的觀測值有為維護公司信用及股東權益所必要而宣告股票買回，進行股票買回之樣本數相對較少。為避免樣本結構差異所導致實證結果之推論偏誤，本研究另以樣本配對模式，取得有股票買回公司之配對未宣告股票買回樣本後，重新進行測試。其配對模式如下：

$$REPUR_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t} + \beta_2 MB_{i,t} + \beta_3 TOBIN_{i,t} + Industry\ Effect + \varepsilon_{i,t+1} \quad (2)$$

$SIZE_{i,t}$: 公司規模變數，以公司期末總市值總額取自然對數衡量。

$MB_{i,t}$: 市值淨值比，以期末總市值除以期末權益帳面金額衡量。

其餘變數定義如模式（1）。

其中，配對模式有股票買回之樣本數為 1,253 筆，以 0.05 的相符容差進行 1:1 之配對，最終取得實證樣本數為 2,506 筆。配對樣本的實證結果如表 9 所呈現。由表 9 之實證結果發現，主要解釋變數編製合併報表被銷除關係人銷貨交易（ERPT）在全樣本、家族控制公司次樣本及非家族控制公司次樣本之迴歸係數分別為 2.380（ $z=4.33$ ）、1.156（ $z=1.32$ ）及 2.834（ $z=3.75$ ），僅家族控制公司次樣本未達統計顯著水準。此結果與主結果的測試雷同，顯示以配對後之樣本進行測試，研究假說亦可獲得實證支持。

表 8 被銷除關係人銷貨交易與股票買回決策之實證結果－不同家族控制公司定義

應變數：股票買回虛擬變數（REPUR）		
變數名稱	家族控制公司（FAM=1） 迴歸係數（z 值）	非家族控制公司（FAM=0） 迴歸係數（z 值）
Intercept	-6.151*** (-9.47)	-8.370*** (-13.92)
ERPT	0.180 (0.62)	0.483** (2.39)
SIZE	0.331*** (8.34)	0.357*** (10.86)
LEV	-2.706*** (-9.40)	-2.555*** (-10.41)
BIG4	-0.130 (-1.05)	0.107 (0.82)
CFCTA	0.526 (0.92)	0.416 (0.89)
PLEDGE	1.677*** (8.28)	1.463*** (6.45)
ROA	1.464** (2.20)	0.264 (0.48)
TOBIN	-0.815*** (-5.88)	-0.733*** (-6.69)
INST	-2.305*** (-3.41)	-1.879*** (-3.86)
Industry Effect	Included	Included
Year Effect	Included	Included
N	10,650	15,535
McFadden R2	11.41%	12.71%

註：

1. 各變數定義如表 2。
2. 「***」表示達 1%顯著水準，「**」表示達 5%顯著水準，「*」表示達 10%顯著水準。（雙尾）
3. 方程式來源：

$$\text{REPUR}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{ERPT}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{BIG4}_{i,t} + \beta_5 \text{CFCTA}_{i,t} + \beta_6 \text{PLEDGE}_{i,t} \\ + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{TOBIN}_{i,t} + \beta_9 \text{INST}_{i,t} + \text{Industry Effect} + \text{Year Effect} + \varepsilon_{i,t+1}$$

表 9 被銷除關係人銷貨交易與股票買回決策之實證結果－配對樣本測試

應變數：股票買回虛擬變數（REPUR）			
變數名稱	全樣本 迴歸係數（z 值）	家族控制公司 （FAM=1） 迴歸係數（z 值）	非家族控制公司 （FAM=0） 迴歸係數（z 值）
Intercept	6.862*** (6.95)	7.684*** (5.92)	3.787** (2.03)
ERPT	2.380*** (4.33)	1.156 (1.32)	2.834*** (3.75)
SIZE	-0.411*** (-6.62)	-0.472*** (-5.85)	-0.165 (-1.41)
LEV	1.540*** (3.62)	2.527*** (4.52)	0.817 (1.10)
BIG4	-0.246 (-1.42)	-0.458** (-2.06)	-1.499*** (-3.34)
CFCTA	0.935 (1.15)	1.456 (1.30)	1.105 (0.76)
PLEDGE	-0.400 (-1.27)	-0.533 (-1.44)	1.337* (1.77)
ROA	4.943*** (3.82)	9.280*** (4.91)	0.508 (0.24)
TOBIN	0.241 (1.44)	0.108 (0.34)	0.443* (1.76)
INST	-0.805 (-0.92)	-1.100 (-0.92)	-0.980 (-0.62)
Industry Effect	Included	Included	Included
Year Effect	Included	Included	Included
N	2,506	1,438	1,068
Mcfadden R^2	50.17%	48.57%	53.23%

註：

1. 各變數定義如表 2。
2. 「***」表示達 1%顯著水準，「**」表示達 5%顯著水準，「*」表示達 10%顯著水準。
(雙尾)
3. 方程式來源：

$$\text{REPUR}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{ERPT}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{BIG4}_{i,t} + \beta_5 \text{CFCTA}_{i,t} + \beta_6 \text{PLEDGE}_{i,t} \\ + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{TOBIN}_{i,t} + \beta_9 \text{INST}_{i,t} + \text{Industry Effect} + \text{Year Effect} + \varepsilon_{i,t+1}$$

陸、結論

本研究以我國上市櫃公司為研究對象，探討編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與股票買回決策之關係，並納入家族控制公司角色進行檢測。實證結果顯示：(1)編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與公司股票買回決策呈現正向關係；(2)非家族控制公司編製合併報表被銷除關係人銷貨交易與公司股票買回決策呈現正向關係。此實證結果支持被銷除關係人銷貨交易係公司效率契約安排，然在編製合併報表時被銷除，導致公司股價容易被低估，進而提高公司從事股票買回之可能性。亦顯示家族控制公司著重公司中長期利益及永續發展，比較不會以股票買回方式，進行公司股價的調整。本研究亦進行若干敏感性測試，顯示實證結果具相當程度穩固性。

我國主管機關規範上市櫃公司除應同時編製合併財務報表與依權益法評價之報導個體（母公司）財務報表，此一強制揭露可提供非合併報表之使用股東權益，亦可提供非合併報表所提供的額外資訊。此強制性規範可提高資訊的透明度，協助投資者解讀財務報表資訊。本研究的實證結果支持被銷除關係人銷貨交易影響公司股票買回之決策，亦發現家族控制及非家族控制公司，在編製合併報表被銷除關係人銷貨交易對股票買回的決策動機之間所扮演角色有差異。此研究發現某種程度可以豐富股票買回決策動機之相關研究，並可為管制機關及資本市場參與者對公司關係人交易安排的動機有所瞭解，及法規要求額外提供母公司個體報表的規範，提供實證證據的支持。其次，公司從事股票買回決策動機不同，本研究於敏感性測試納入其他買回決策檢測，發現在納入轉讓股份予員工、股權轉換等股票買回之動機後，家族控制公司之實證結果略有差異。本研究推測編製合併報表被銷除關係人銷貨交易，對公司未來獲利能力與價值有潛在正向影響，進而提高家族控制公司員工執行認購股票權利可能性，債權人透過股權轉換成為家族控制公司股東的動機亦提高；因此，強化家族控制公司買回決策的正向影響。此發現意味公司編製合併報表被銷除關係人銷貨交易，對家族控制公司不同類型的股票買回決策之影響有差異，故本研究之實證發現不宜類推至家族控制公司為維護公司信用及股東權益，所必要而買回股票註銷之外的其他股票買回決策。最後，集團內公司間存在不同的股權結構（譬如母子公司間交叉持股、金字塔結構及子公司間交叉持股等），集團內公司間的銷貨交易安排相當複雜，本研究以母公司單獨財務報表之關係人銷貨交易，減合併報表之關係人銷貨交易，作為公司編製合併報表被銷除關係人銷貨交易的衡量指標，解釋實證結果時，應注意此衡量指標可能存在衡量誤差對實證結果產生影響。此外，本研究排除金融、保險、證券、投資投信等產業樣本，實證結果不宜類推至此受排除產業。

致謝

感謝兩位審稿教授的寶貴意見與建議，惟一切文責皆為作者責任。

參考文獻

一、中文部分

1. 林嬋娟、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，48，1-33。
Lin, C. J., & Chang, C. C. (2009). Abnormal change of board members, family firms and fraud. Journal of Accounting Review, 48, 1-33.
2. 陳慶隆、劉癸蘭、張慧貞、王翰屏(2019)，家族控制公司與財稅差異關係之檢測，商管科技季刊，20(4)，337-370。
Chen, C. L., Liu, K. L., Chang, H. C., & Wang, H. P. (2019). Family-controlled firms and book-tax differences. Commerce & Management Quarterly, 20(4), 337-370.
3. 翁佩瑜、陳慶隆、陳欣怡、王翰屏(2023)，關係人銷貨交易在編製報導個體財務報表規範下對會計資訊相對價值攸關性之影響，當代會計，24(2)，297-335。
Weng, P. Y., Chen, C. L., Chen, H. Y., & Wang, H. P. (2023). Impacts of disclosure of related-party sales in parent company only financial statements on the relative value-relevance of accounting numbers. Journal of Contemporary Accounting, 24(2), 297-335.

二、英文部分

1. Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. The Journal of Finance, 58(3), 1301-1328.
2. Asquith, P., & Mullins, Jr. D. W. (1986). Signalling with dividends, stock repurchases, and equity issues. Financial Management, 15(3), 27-44.
3. Bagwell, L. S. (1991). Share repurchase and takeover deterrence. The Rand Journal of Economics, 22(1), 72-88.

4. Balsam, S., Gifford, R. H., & Puthenpurackal, J. (2017). Related party transactions, corporate governance and CEO compensation. Journal of Business Finance & Accounting, 44(5-6), 854-894.
5. Bansal, S., & Singh, H. (2023). Does market competition foster related party transactions? Evidence from emerging market. Pacific-Basin Finance Journal, 77, 101909.
6. Barclay, M. J., & Smith Jr, C. W. (1988). Corporate payout policy: Cash dividends versus open-market repurchases. Journal of Financial Economics, 22(1), 61-82.
7. Bhandari, A., Kohlbeck, M., & Mayhew, B. (2022). Association of related party transactions with sensitivity of investments and external financing. Journal of Corporate Finance, 72, 102146.
8. Boudry, W. I., Kallberg, J. G., & Liu, C. H. (2013). Investment opportunities and share repurchases. Journal of Corporate Finance, 23, 28-38.
9. Burkart, M., Panunzi, F., & Shleifer, A. (2003). Family firms. The Journal of Finance, 58(5), 2167-2201.
10. Chang, S. J., & Hong, J. (2000). Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transactions. Academy of Management Journal, 43(3), 429-448.
11. Chatterjee, C., & Dutta, P. (2015). Anomalous price behaviour around open market stock repurchase announcements in India. Vikalpa the Journal for Decision Makers, 40(4), 435-443.
12. Chen, C. L., Chen, C. Y., & Weng, P. Y. (2020). Do related party transactions always deteriorate earnings informativeness? The North American Journal of Economics and Finance, 54, 101270.
13. Chen, C. L., Weng, P. Y., & Fan, H. S. (2023). Exploring the role of excess control rights on real earnings management in family-controlled firms. Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, 50, 100526.
14. Cheung, Y. L., Rau, P. R., & Stouraitis, A. (2006). Tunneling, propping, and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong. Journal of Financial Economics, 82(2), 343-386.

15. Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. Economica, 4(16), 386-405.
16. Cook, D. O., & Zhang, W. (2022). CEO option incentives and corporate share repurchases. International Review of Economics & Finance, 78, 355-376.
17. Del Prete, D., & Rungi, A. (2017). Organizing the global value chain: A firm-level test. Journal of International Economics, 109, 16-30.
18. Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. Journal of Financial Economics, 88(3), 430-465.
19. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. Journal of Law and Economics, 26(2), 301-325.
20. Feng, L., Pukthuanthong, K., Thiengtham, D., Turtle, H. J., & Walker, T. J. (2013). The effects of cash, debt, and insiders on open market share repurchases. Journal of Applied Corporate Finance, 25(1), 55-63.
21. Gordon, E. A., Henry, E., Louwers, T. J., & Reed, B. J. (2007). Auditing related party transactions: A literature overview and research synthesis. Accounting Horizons, 21(1), 81-102.
22. Gordon, E. A., Henry, E., & Palia, D. (2004). Related party transactions and corporate governance. Advances in Financial Economics, 9, 1-27.
23. Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt-equity choice. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 36(1), 1-24.
24. Hsu, A. W. H., Jung, B., & Pourjalali, H. (2015). Does international accounting standard no. 27 improve investment efficiency? Journal of Accounting, Auditing and Finance, 30(4), 484-508.
25. Hsu, C. C., & Krause, A. (2016). The optimal timing of open market stock repurchases. Emerging Markets Finance and Trade, 52(4), 776-785.
26. Hung, J. H., & Chen, Y. P. (2010). Equity undervaluation and signaling power of share repurchases with legal restrictions. Emerging Markets Finance and Trade, 46(2), 101-115.

27. Hwang, N. C. R., Chiou, J. R., & Wang, Y. C. (2013). Effect of disclosure regulation on earnings management through related-party transactions: Evidence from Taiwanese firms operating in China. Journal of Accounting and Public Policy, 32(4), 292-313.
28. Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market share repurchases. Journal of Financial Economics, 39(2-3), 181-208.
29. Isagawa, N. (2002). Open-market repurchase announcements and stock price behavior in inefficient markets. Financial Management, 31(3), 5-20.
30. Jian, M., & Wong, T. J. (2010). Propping through related party transactions. Review of Accounting Studies, 15(1), 70-105.
31. Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. American Economic Review, 90(2), 22-27.
32. Khanna, T., & Palepu, K. (2000). Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. The Journal of Finance, 55(2), 867-891.
33. Kohlbeck, M., & Mayhew, B. W. (2010). Valuation of firms that disclose related party transactions. Journal of Accounting and Public Policy, 29(2), 115-137.
34. Kohlbeck, M., & Mayhew, B. W. (2017). Are related party transactions red flags? Contemporary Accounting Research, 34(2), 900-928.
35. Kukharsky, B. (2016). Relational contracts and global sourcing. Journal of International Economics, 101, 123-147.
36. Lee, C. C., Park, B., & Wang, C. W. (2023). The effect of asymmetric information disappears: Evidence in share repurchases and market efficiency. Finance Research Letters, 56, 104091.
37. Ota, K., Kawase, H., & Lau, D. (2019). Does reputation matter? Evidence from share repurchases. Journal of Corporate Finance, 58, 287-306.
38. Ryngaert, M., & Thomas, S. (2012). Not all related party transactions (RPTs) are the same: Ex-ante vs. ex-post RPTs. Journal of Accounting Research, 50(3), 845-882.
39. Stein, J. C. (1989). Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior. The Quarterly Journal of Economics, 104(4), 655-669.

40. Vafeas, N., & Joy, O. M. (1995). Open market share repurchases and the free cash flow hypothesis G35. Economics Letters, 48(3-4), 405-410.
41. VanDalsem, S. A. (2019). Sacrificing corporate investment for stock repurchases: Are family firms different? Journal of Economics and Business, 104, 105837.
42. Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signalling: An empirical study. Journal of Financial Economics, 9(2), 139-183.
43. Wang, H. D., Cho, C. C., & Lin, C. J. (2019). Related party transactions, business relatedness, and firm performance. Journal of Business Research, 101, 411-425.
44. Wang, C. S., Strong, N., Tung, S., & Lin, S. (2009). Share repurchases, the clustering problem, and the free cash flow hypothesis. Financial Management, 38(3), 487-505.
45. Williamson, O. E. (1975). Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization. New York, NY: Free Press.
46. Wong, R. M., Kim, J. B., & Lo, A. W. (2015). Are related-party sales value-adding or value-destroying? Evidence from China. Journal of International Financial Management & Accounting, 26(1), 1-38.

113 年 09 月 23 日收稿

113 年 10 月 25 日初審

113 年 11 月 18 日複審

113 年 11 月 19 日接受

作者介紹

Author's Introduction

姓名	陳慶隆
Name	Ching-Lung Chen
服務單位	國立雲林科技大學會計系教授
Department	Professor, Department of Accounting, National Yunlin University of Science and Technology
聯絡地址	雲林縣斗六市大學路三段 123 號
Address	No.123, Sec. 3, University Rd., Douliu City, Yunlin County, Taiwan
E-mail	clchen@yuntech.edu.tw
專長	財務會計與審計實證研究
Specialty	Financial Accounting and Auditing Empirical Research

姓名	宋雅婷
Name	Ya-Ting Song
服務單位	雲林縣政府財政處專員
Department	Specialist, Finance Department, Yunlin County Government
聯絡地址	雲林縣斗六市雲林路二段 515 號
Address	No.515, Sec. 2, Yunlin Rd., Douliu City, Yunlin County, Taiwan
E-mail	ylhg16111@mail.yunlin.gov.tw
專長	政府會計、財政學
Specialty	Government Accounting, Public Finance

姓名	張志盟
Name	Jyh-Meng Jang
服務單位	雲林縣政府財政處副處長
Department	Deputy Commissioner, Finance Department, Yunlin County Government
聯絡地址	雲林縣斗六市雲林路二段 515 號
Address	No.515, Sec. 2, Yunlin Rd., Douliu City, Yunlin County, Taiwan
E-mail	ylhg19113@mail.yunlin.gov.tw
專長	政府會計、財政學
Specialty	Government Accounting, Public Finance
姓名	林煜陞
Name	Yu-Shen Lin
服務單位	國立雲林科技大學會計系博士生
Department	Ph. D. Student, Department of Accounting, National Yunlin University of Science and Technology
聯絡地址	雲林縣斗六市大學路三段 123 號
Address	No.123, Sec. 3, University Rd., Douliu City, Yunlin County, Taiwan
E-mail	d11225001@yuntech.edu.tw
專長	財務會計實證研究
Specialty	Financial Accounting Empirical Research