

# 國立交通大學

管理學院碩士在職專班財務金融組

## 碩士論文

單一報表與合併財務報表的訊息內容之研究

Information Content on Stand-Alone and Consolidated

Financial Statements



指導教授：王淑芬 博士

研究生：曾筱鈞

中華民國九十九年十一月

單一報表與合併財務報表的訊息內容之研究

Information Content on Stand-Alone and

Consolidated Financial Statements

研究生：曾筱鈞

Student：Hsiao-Chun Tseng

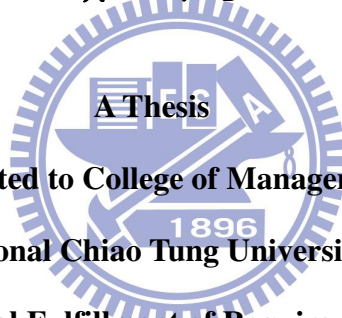
指導教授：王淑芬 博士

Advisor：Dr. Sue-Fung Wang

國立交通大學

管理學院碩士在職專班財務金融組

碩士論文



Submitted to College of Management

National Chiao Tung University

in Partial Fulfillment of Requirements

for the Degree of

Master

In

Finance

November 2010

Hsin-Chu, Taiwan, Republic of China

中華民國九十九年十一月

# 單一報表與合併財務報表的訊息內容之研究

研究生：曾筱鈞

指導教授：王淑芬 博士

國立交通大學管理學院碩士在職專班財務金融組

## 摘 要

本研究旨在探討單一財務報表與合併報表對於公司價值之關聯性，藉此瞭解投資人是否能藉由合併報表及母公司財務報表所揭露之資訊，辨別公司真實營運狀況。本研究以2005年至2009年台灣上市櫃公司為研究樣本，採用Tobin's Q作為研究模型中用來衡量公司價值的之應變數。以追蹤資料模型 (Panel Data)，透過公司規模、財務結構、經營能力等變數，探討單一報表與合併財務報表對於公司價值的影響及產業特性與重要財務報表資訊之差異與公司價值的關係。

實證結果發現：(1) 單一報表與合併報表之財務資訊均能反映公司價值，但單一報表資訊內涵稍較合併財務報表顯著<sup>13</sup>；(2) 以產業特性區分，高科技產業之財務報表資訊對於公司價值，比傳統產業更為顯著；(3) 合併財務報表資訊反映公司價值，且顯著性逐年增加，表示投資者對於合併財務報表愈發重視；(4) 比較單一報表與合併財務報表所揭露資訊之差異，對於公司價值，單一報表較合併財務報表具有顯著性。

**關鍵字：**單一財務報表、合併財務報表、杜賓 Q (Tobin's Q)

# **Information Content on Stand-Alone and Consolidated Financial Statements**

Student : Hsiao-Chun Tseng

Advisor : Dr. Sue-Fung Wang

Graduate Institute of Finance College of Management  
National Chiao Tung University

## **Abstract**

This study aims to explore the association of stand-alone financial statements and consolidated financial statements with the disclosure of firm value, so as to understand whether investors are able to identify the real operating conditions of a company through disclosed information in the financial statements of the parent company and consolidated statements. In this study listed companies from Taiwan stock market and over-the-counter are selected as our research samples covering the years 2005 to 2009, and Tobin's Q is applied as our research model to measure dependent variable of firm value. The panel data are tracked by company size, financial structure, management capacity and other variables to explore the effects of stand-alone financial statements and consolidated financial statements on the disclosure of firm values, and the effects of industry characteristics and important differences in financial statement information on the firm value.

Empirical results indicated that (1), regardless of stand-alone financial statements and consolidated statements, disclosed financial information from both financial statements reflects the firm value, but the information content in stand-alone financial statement is more meaningful than consolidated financial statement; (2) to distinguish industry characteristics, the information disclosed on financial statements of high-tech industry is more significant than the financial statements of traditional industries; (3) not only disclosed information from consolidated financial statements reflect company value, its significance increases by each year, indicating that investors have attached increasing importance to the consolidated financial statements; (4) to compare disclosed information between stand-alone financial statements and

consolidated financial statements, the disclosure of firm value is more significant from the single company financial statements than the consolidated financial statements.



Key Words : Stand-Alone Financial Statements, Consolidated Financial Statements,  
Tobin's Q

## 致 謝

研究所的求學生涯，隨著論文完成畫上了句點。首先誠摯的感謝指導教授王淑芬博士，在論文撰寫過程中，由題目的訂定、觀念架構、與研究分析，在過程中老師都能悉心指導直至口試完稿，在此向恩師致上最深摯的謝意。也感謝財金所上所有老師們認真的教學，讓學生獲益匪淺，老師們對學問的嚴謹更是我輩學習的典範。

在修業期間，同學們熱心幫忙與鼓勵，大家一起為目標奮鬥，感謝一路上有你們互相支持與陪伴。同時也感謝家人的關懷與長官們的體諒，在忙碌的工作之餘，得以完成學業，順利達成人生的願景與目標。謹在此獻上我深深的謝意，謝謝你們。



# 目 錄

頁次

中文摘要 .....	i
英文摘要 .....	ii
致 謝 .....	iv
目 錄 .....	v
圖表目錄 .....	vi
<b>第一章 緒論 .....</b>	<b>1</b>
1.1 研究背景與動機 .....	1
1.2 研究目的 .....	3
1.3 研究架構及流程 .....	3
<b>第二章 文獻探討 .....</b>	<b>5</b>
2.1 合併財務報表及相關規定 .....	5
2.2 合併財務報表相關實證文獻 .....	8
2.3 公司價值研究文獻 .....	15
<b>第三章 研究方法 .....</b>	<b>16</b>
3.1 研究樣本 .....	16
3.2 研究假說 .....	19
3.3 研究方法 .....	21
3.4 變數的定義與衡量 .....	23
3.5 實證模型 .....	30
<b>第四章 實證結果與分析 .....</b>	<b>33</b>
4.1 敘述統計分析與檢定 .....	33
4.2 基本檢定 .....	37
4.3 模型迴歸結果分析 .....	43
<b>第五章 研究結論與建議 .....</b>	<b>53</b>
5.1 研究結論 .....	53
5.2 研究建議 .....	54
<b>參考文獻 .....</b>	<b>55</b>

## 圖表目錄

頁次

圖 1	研究架構流程圖.....	4
表 1	第七號公報修訂前後主要差異比較表.....	6
表 2	探討合併報表細項，比較單一務報表與合併報表資訊攸關性.....	13
表 3	比較盈餘組成成分與公司股價報酬關聯度.....	14
表 4	新興產業項目表.....	17
表 5	台灣新報產業名類別對照表.....	18
表 6	變數定義彙總表.....	27
表 7	模型變數一覽表.....	32
表 8	迴歸模型之變數敘述統計資料表.....	35
表 9	單變量敘述統計分析與檢定表.....	37
表 10	迴歸模型變數之變異數膨脹係數表.....	38
表 11	迴歸模型變數之 Pearson 積差相關係數表.....	39
表 12	迴歸模型之 Durbin-Watson 統計量表.....	42
表 13	迴歸分析表【模型一】至【模型四】.....	43
表 14	迴歸分析表【模型五】.....	44
表 15	迴歸分析表【模型六】.....	45



# 第一章 緒論

本章緒論共分為三節，第一節說明本研究之研究背景與動機，第二節闡述本研究之研究目的，第三節說明本研究之基本研究架構與流程。

## 1.1 研究背景與動機

企業面對全球性市場競爭趨勢，利用全球各地區之經濟優勢，以股權投資與設立子公司達到上下游整合，進行產業鏈分工。企業國際化佈局之態勢，使得投資人難僅以母公司財報，而窺企業之全貌。在合併財務報表中，透過沖銷分錄，可避免母公司將貨銷往子公司，製造業績之假象。投資人亦可藉由比較合併資產負債表及合併損益表的主要項目變化了解長期投資績效，使合併財務報表成為投資人之重要參考資訊。民國 94 年之前，我國並未強制企業揭露合併財務報表，投資人亦多倚賴母公司財務報表做投資決策依據。許多企業為增加母公司財務報表營收數字，乃將過期或不良之存貨塞往子公司。以博達案為例：藉由母子公司交易，虛增應收帳款，藉此換得現金，美化財報。台灣會計準則公報與相關法令，僅規定每年編製一次合併財務報表及編著主體等相關規範，其與國際會計準則之間所存在的嚴重落差多有詬病。為提昇資訊透明度與健全企業公司治理之機制，主管機關乃決定逐步推動以合併財務報表為主體之單軌制，以期與國際會計準則接軌。

自民國 93 年 12 月 16 日金管會證期局函令上市（櫃）公司，規定民國 94 年度起，公告申報半年度財務報表時，應併同提出半年度合併財務報表。民國 94 年間，數度發佈函令擴大適用範圍，並於民國 96 年 7 月 9 日函令（金管證六字第 0960034217 號），要求上市（櫃）公司於民國 97 年度起，應依規定公開第一、三季合併財務報表。自此，上市（櫃）公司每季除公告申報母公司財務報表外，均須另外公告申報合併財務報表，有助於企業即時反應企業經營實況，提

供資訊透明度。有鑑於全球一致採用國際財務報導準則已成必然之趨勢，為降低國內企業海外籌資成本並吸引外資投資國內資本市場，提昇我國資本市場之國際競爭力，行政院金融監督管理委員會於民國 98 年 5 月 14 日正式宣布全面採用國際財務報導準則時程表，按其推動架構，其施行係按對象別分以下兩階段實施：

(1) 上市上櫃公司、興櫃公司及金管會主管之金融業（不含信用合作社、信用卡公司、保險經紀人及代理人）應自民國 102 年開始依國際財務報導準則編製財務報告。已發行或已申報發行海外有價證券，或總市值大於新台幣 100 億之公司，於報經金管會核准後，得自民國 101 年開始依國際財務報導準則編製合併財務報表，依規定無須編製合併財務報表者，得依國際財務報導準則編製個別財務報表。

(2) 非上市上櫃公司及興櫃之公開發行公司、信用合作社及信用卡公司應自民國 104 年開始依國際財務報導準則編製財務報告，亦得自民國 102 年開始提前適用。

由於國際財務報導準則係以合併財務報表為主體，母公司個別報表不再對列入編製合併財務報表子公司以權益法衡量，而回歸金融資產的會計處理，即個別以成本法或市價法來衡量。日後企業個體將僅存在合併財務報表，不會一個企業卻有兩個面貌，回歸公司真實經營實況。故在民國 102 年前，單一報表與合併財務報表兩表仍並存之情況下，在此特殊時空背景下，探討合併報表與公司價值之關聯性，藉此觀察投資者如何看待合併財務報表與單一財務報表：合併財務報表是否具有增額資訊、投資者是否能觀察此兩種報表的差異，與較重視單一或合併財務報表，此為本研究動機。

## 1.2 研究目的

本研究是以台灣上市櫃公司為研究對象，探究合併財務報表對於投資人是否有增額資訊，並探討何種報表提供投資大眾較足額之訊息內容。本研究研究目的列述如下：

- (1) 探討單一報表與合併財務報表，與公司價值之關聯性。
- (2) 探討產業特性對於單一報表與合併財務報表，與公司價值之關聯性。
- (3) 探討單一報表合併財務報表，其重要財務報表資訊之差異與公司價值的關係。

## 1.3 研究架構及流程

本論文研究流程內容述說如下：

第一章 緒論，說明研究背景與動機、研究目的、研究架構及流程。

第二章 文獻探討，介紹財務會計準則公報第七號「合併財務報表」法令背景與演變，並探討有關合併財務報表資訊攸關性之實證研究。

第三章 研究方法，說明研究樣本資料選取標準及資料來源、研究假說、研究方法、變數的定義與衡量、以及實證模型的建立。

第四章 實證結果與分析，根據研究方法之實證結論，以敘述統計與計量分析，概述樣本特性及分析本研究結果。

第五章 研究結論與建議，彙總實證結論，以作為投資人、管理者與後續研究者之參考。

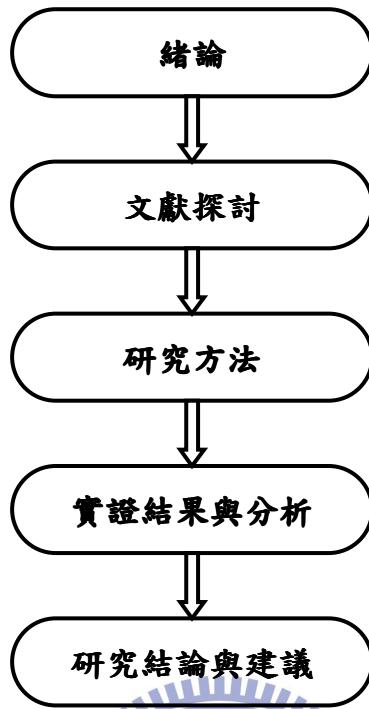


圖 1 研究架構流程圖



## 第二章 文獻探討

本章文獻探討共分為二節，第一節探討合併財務報表及相關規定，第二節探討合併財務報表相關實證文獻。

### 2.1 合併財務報表及相關規定

本節首先概述台灣合併財務報表會計準則的沿革與發展，進而彙整台灣財務會計準則公報第七號「合併財務報表」修正前、後之比較；其次說明台灣金管會規範企業編製合併財務報表的相關法令規範，以了解我國企業目前編製合併報表的情況。

#### 一、「合併財務報表」相關財會準則公報

合併財務報表之編製始自 1959 年，美國會計程序委員會發佈 ARB NO. 51，而我國則至民國 74 年才由會計研究發展基金會之財務會計準則委員會頒佈財務會計準則公報第七號「合併財務報表」。因近年來公司弊案頻傳，多係透過海內外子公司進行交叉掩護之手法，使得財務報表使用者無法瞭解企業真實之經營狀況，造成投資風險增加。並於民國 93 年完成第一次修訂，並導入之實質控制觀念，將使財務報表依據實質企業集團基礎予以編製，以反映經濟個體活動之全貌，增進財務資訊透明度及品質。以下茲就我國財會準則公報第七號「合併財務報表」修正規定之重要修正處及其影響作重點彙整，如表 1 所示：

表 1 第七號公報修訂前後主要差異比較表

主要項目	修 訂 後	修 訂 前
<b>編製範圍</b> --原則	不以持股控制為限，納入國際會計準則對控制能力的觀。具有實質控制力之子公司須併入合併財務報表，且需考慮潛在表決權	直接或間接持股超過 50% 之子公司
--例外	<p>同時符合下列條件者，<u>得不</u>編製合併財務報表：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 母公司係完全或部分被其他公司持有之子公司，而其他股東已被告知且不反對該母公司不編製合併財務報表。</li> <li>2. 母公司未公開發行。</li> <li>3. 母公司未因欲於公開市場發行任何形式之金融商品，而向證券管理機關或其他主管機關申報財務報表，或正處於申報之程序中。</li> <li>4. 其中間母公司或最終母公司已依 7 號公報編製供大眾使用之合併財務報表。</li> </ol>	<p>具有下列情形之一者，<u>得不</u>編入合併財務報表：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 股東權益已呈負數且母公司未擔保子公司債務者。</li> <li>2. 總資產及營業收入未達母公司各該項金額百分之十。</li> </ol>
<b>合併程序</b> -- 取得子公司年度	母公司應於取得子公司控制能力之日起，開始將子公司之收益與費損編入合併財務報表，即修訂前 (2) 之處理方式。	年度中取得子公司多數股權者，合併損益表中對子公司經營成果得以下列二種方式之一處理：(1) 視為期初取得子公司，在綜合損益總額下扣除取得多數股權日前子公司損益，

主要項目	修 訂 後	修 訂 前
		或(2)僅列示取得日後子公司之經營成果。
-- 喪失子公司年度	應自喪失子公司控制能力之日起終止將其損益編入合併財務報表，故喪失控制能力之年度仍應編合併損益表。	得不編製合併損益表。
-- 母子公司會計年度不同	除非實務上不可行，子公司應依母公司會計年度另行編製財務報表以供合併。	母子公司會計年度開始日如相距超過三個月時，子公司應依母公司會計年度另行編製財務報表以供合併。
第 5 號公報「長期股權投資會計處理準則」配合修訂部份	 <p>母公司按持股比例認列投資損失。</p>	<p>1. 規範投資公司對被投資公司具控制能力者，全額認列超過被投資公司股東權益之損失。</p> <p>2. 例外：依持股比例認列損失，少數股權有義務並能夠提有額外資金承擔此損失。</p>
<b>少數股權之表達</b>		
-- 資產負債表	業主權益項下	負債或業主權益項下
-- 損益表	合併總損益應歸屬於母公司業主（合併淨損益）及少數股權	綜合損益－少數股權損益 ＝合併損益

資料來源：參照張珣珮（民國97年），並經本研究修正



## 二、合併財務報表相關重要法令規範

我國過去公開發行公司僅需於年度公開合併財務報表，行政院金融監督管理委員會鑑於國內企業經營模式集團化及國際化趨勢，配合『財務會計準則公報第七號－合併財務報表』之修正，公開期中合併報告有其必要。惟為能給予公司調整及適應之時間，且避免影響層面過大，爰採取分階段改善公開頻率之方式，發布函令要求上市櫃公司自94年度財務報告起，應編製半年度合併財務報表，興櫃公司及未上市櫃之公開發行公司則自95年起公開半年度合併財務報表。96年7月9日函令（金管證六字第0960034217號）要求上市（櫃）公司於97年度起，應依規定公開第一、三季合併財務報表，未上市上櫃之公開發行公司應自95年起公開半年度合併財務報表。99年2月2日函令（金管證審字第0990004943號）上市上櫃公司及興櫃公司應自102年起依財團法人中華民國會計研究發展基金會翻譯並發布之IFRSs編製財務報告。

### 2.2 合併財務報表相關實證文獻

本節就國內外合併財務報表資訊內涵之相關研究，匯整說明如下：

Francis (1986) 因美國 SEC 於 1982 年發佈 ARS NO. 302，規定企業僅須編製合併財務報表，而不需提供母公司財務報表。作者以資訊理論(information theory)論證當企業個體與以合法整合或合併(aggregated or consolidated)將導致資訊遺失 (information loss)。樣本期間為 1981 年 77 家同時揭露母公司及合併財務報表公司。研究重點為債務報表，母公司幫子公司擔保相關負債時，其債務條款，是以合併個體為基礎或以母公司為基礎，意欲探討兩報表之的債務相關比率差異。研究發現兩報表之債務比率有顯著差異，證實若僅單看合併財務報表，易有資訊遺失現象。作者建議比照英、澳做法，兩報表並陳，以提供報表使用者完整資訊。



劉志明（1994）探討合併財務報表之編製是否提供投資人增額資訊內涵。研究對象為民國 79 年至 81 年台灣證券市場中之上市公司，以 Bamber（1987）交易量模式計算累積異常交易量，檢定未預期現金流量與異常交易量間之關係。樣本區分為編製與毋須編製合併財務報表公司，觀察財報公佈後異常交易量與未預期現金流量的變動關係。該研究以編製與毋須編製合併財務報表公司在累積異常交易量上的差異，作為合併財務報表具有增額資訊內涵的實證證據。實證結果顯示：年報宣告前後，未預期之現金流量對於異常交易量有正向反應；而在控制公司規模與異常現金流量下，編製合併財務報表公司異常交易量大於未編製者異常交易量變動大，顯示合併財務報表能為投資者帶來增額資訊。

張福星（1997）探討合併財務報表與母公司財務報表相對資訊內涵，主張合併財務報表在編制的基礎及個別細項分類較母公司報表完整，故投資者應較重視合併財務報表。研究對象為台灣證券市場中上市公司民國81年至84年222個編有合併財務報表公司，以隨機漫步模式作為未預期盈餘衡量之預期模式。實證結果顯示，當合併財務報表依功能性組成成份分解時，其對股價報酬之解釋力確實高於母公司報表；合併財務報表營業外損益項目之反應係數較母公司報表為小；且營業淨利與營業外損益反應係數間的差異，合併財務報表較母公司報表大，均符合研究預期；然以營運之現金流量與其他應計項目分類，兩報表差異並未獲得實證支持。

蘇煥文（2001）藉由盈餘組成成份與股價報酬的關聯性，比較關係企業合併財務報表、合併財務報表與母公司財務報表之資訊內涵。研究對象台灣證券市場中上市公司中同時編製關係企業合併財務報表、合併財務報表與母公司財務報表三套報表者為研究對象，研究期間為民國88年為共44個樣本觀察值。實證結果三種報表之盈餘組成成份對股價報酬之解釋能力均有增加，顯示此盈餘分解具有增額資訊內涵；而營業淨利與股價報酬呈現負相關但不具統計顯著性。再將營業淨利分解為三項盈餘組成成分：營業毛利、營業費用與使繼續營業部門淨利，對股

價報酬之解釋能力並未增加，實證結果顯示並不支持此盈餘分解具有增額資訊內涵。進一步以J<sub>1</sub>-test進行檢定時，實證結果顯示三種報表間並無相對較佳之資訊。有關營業外損益項目之係數方面，關係企業合併財務報表營業外損益項目之股價報酬反應係數較母公司報表小，合併財務報表營業外損益項目之股價報酬反應係數較母公司報表小；母公司報表營業外損益項目之股價反應係數均高於關係企業合併財務報表與合併財務報表營業外損益項，但統計上卻不具顯著水準。由於投資者甫接觸關係企業合併財務報表，尚未有效使用，且投資者對於合併財務報表亦不熟悉。實證結果顯示關係企業合併財務報表、合併財務報表與母公司財務報表間並無相對較佳之資訊，但投資者確實關心營業外損益之資訊。

Herrmann, D., T. Inoue, and W. B. Thomas (2001) 針對日本市場，探討子公司盈餘的增額資訊與未來的股價報酬之間關聯性。將盈餘拆分為母公司盈餘與子公司盈餘，研究增額資訊內涵與時間序列特質之關聯性。樣本期間為1985至1997年，實證顯示母公司盈餘與子公司盈餘在預測未來合併盈餘時，扮演同樣重要角色，然而股價通常只反應屬於母公司盈餘的部分。股票市場低估了子公司盈餘，股價對於子公司的盈餘變化在下一年度才会有顯著變化，故子公司盈餘與未來股價報酬在次年度時會不一致。擁有公司股票時，樣本期間的第12年時，當股票報酬為正數時，子公司盈餘變化為正數會造成年平均異常報酬為7.06%。總結而言，在日本，公司同時揭露單一與合併財務報表，但因日本特殊的經濟環境，以母公司報表來評估公司價值反而較為恰當。支持盈餘組成成分具有增額資訊內涵之主張，母公司盈餘組成成分未預期變動的報酬反應與各組成成份的持續性(persistence measure)成正相關。

王詩韻(2003)探討母公司報表是否有會計分類失當問題，藉由兩報表之盈餘及其組成成份與股價累積異常報酬之關聯性，比較母公司報表與合併財務報表之資訊內涵。該研究選取同時有編製母公司報表及合併財務報表之公司為樣本，研究期間自1996年至2001年。實證結果顯示，合併報表的營業淨利盈餘反應係數

較母公司報表者大，及其營業外損益的盈餘反應係數較母公司報表小，表示合併報表較母公司報表能減少會計分類不適當的問題，即合併報表相對於母公司報表更具有資訊內涵；將投資損益併入營業淨利後所得，母公司報表在調整後的盈餘組成成份對股價報酬之解釋力比未調整前還要來得高，意即報表使用者將因投資損益併入營業淨利中後，而會區分業內盈餘與業外盈餘的情況。

方偉廉（2005）探討母公司報表與合併財務報表之負債管理決策。研究樣本期間為1988年至2003年，實證結果顯示母公司之借款比率與子公司借款變數呈正相關，而母公司之營業淨利比率則與子公司借款變數呈負相關。因以母公司名義借款所產生之契約成本（違反債務契約對於借款比率之限制）及資訊成本（提供資本市場對於公司財務風險正確衡量之相關資訊）較高，故管理當局傾向以子公司名義借款，造成負債管理行為可能性增加。管理當局藉由操縱母公司借款比率及債務保障能力而得以降低資本市場對公司財務風險之評估，利用母子公司間內部交易達到虛飾報表，故可能受限於債務契約或其他的考量而不願以自己的名義向外借款，而利用旗下的子公司對外借款，降低負債數字的增加幅度。若報表使用人倚賴母公司報表進行財務評估，將無法分辨企業真實財務風險。

林家華（2006）分析母公司報表與合併財務報表之盈餘及其組成成份與股價累積異常報酬之關聯性，比較兩報表何者較具有資訊內容。樣本期間為民國94年，實證結果顯示，一般產業之半年度合併財務報表盈餘組成成分與股價報酬之關聯性，與母公司報表相較，合併報表較具顯著性，即合併報表具有增額資訊。金融業盈餘組成成份與股價報酬關聯性方面，半年度合併財務報表盈餘組成成分與股價報酬之關聯性，與母公司報表相較，未具統計顯著性，未獲得實證上支持。

陳瑩珊（2006）探討財務會計準則公報第七號「合併財務報表」首次進行修訂對於合併財務報表價值攸關性的影響，透過母公司報表與合併財務報表之盈餘及其組成成份與股價之關聯性，比較母公司報表與合併財務報表何者較具有資訊

內容。並進一步探討第七號公報修正之後，兩報表的價值攸關性比較，合併財務報表是否有提升的現象。實證結果顯示，合併財務報表所提供的會計資訊與股價之關連性並未明顯高於母公司報表，隨著子公司重要性愈高，合併財務報表的會計資訊對於股價的解釋能力較母公司報表高的現象亦就愈明顯。第七號公報修正之後，對於整體樣本及子公司重要性較高的分群樣本，其合併財務報表的相對優越程度有略為提升的現象；而子公司重要性較低的分群樣本，其合併財務報表的相對優越程度提升的現象更加不明顯。故報表使用者在評價轉投資愈重要之公司，不能僅單看母公司報表，會造成有資訊遺失現象。

李進宏（2008）探討合併財務報表及母公司財務報表的資訊之差異與股價累積異常報酬關聯性，藉此瞭解投資者能否觀察此兩表訊息，以分辨公司的真實經營狀況。樣本期間為2005年至2007年，以t 檢定及Wilcoxon Z 檢定，檢視投資人對母公司財務報表與合併財務報表之營收及營業利益差異之反應是否有顯著差異。實證結果顯示，投資者對母公司財務報表與合併財務報表之營收（營業利益）差異之反應並不顯著，甚至當母公司營收高於合併財務報表營收時，投資人反應較佳。深究其因，可能投資者仍較依賴母公司報表而忽略合併財務報表所提供的訊息。

Shin' ya Okuda and Atsushi Shiiba (2010) 針對日本市場，探討母公司報表與合併財務報表所揭露的資訊，採用變異數分解方法( the variance decomposition methodology)，衡量造成未預期報酬變異的盈餘組成成分因素，樣本期間為1990至2007年。以往的文獻在於比較母公司報表與合併財務報表的重要性。該篇在於檢驗兩報表並存對於投資者而言是否具有價值，並著重在於母公司與合併報表的盈餘組成成分。實證結果顯示，來自預期報酬資訊的變異，母公司與合併報公司的ROE如何解釋未預期的股價報酬上皆很重要。來自子公司ROE消息對於股價的影響高於母公司ROE消息。此外子公司表現相對於合併報表來說，愈發重要。投資人對於合併報表中的子公司ROE消息越來越重視，當合併損益為虧損時，投資人較不



關心子公司盈餘，此時母公司損益對於合併報表來說會比較重要。

本論文將國內外合併財務報表資訊內涵之相關研究，區分兩大主題：探討合併報表細項與比較盈餘組成成份，彙整於表 2 與表 3，如下所示：

表 2 探討合併報表細項，比較單一務報表與合併報表資訊攸關性

文獻	作者	文獻內容
Debt reporting by parent companies : parent-only versus consolidated statements	Francis ( 1986 )	作者以資訊理論(information theory)已論證當會計資料透過個別企業個體與以合法整合或合併(aggregated or consolidated) 將導致資訊遺失 (information loss)。
合併財務報表與企業融資之關聯性	方偉廉 (2005)	探討管理當局之負債管理決策，實證結果顯示母公司之借款比率及營業淨利比率特性與子公司借款變數呈顯顯著之關聯性。
合併財務報表與企業價值之攸關性—從第七號公報變革談起	張珮珮 (2008)	以 Ohlson 評價模式實證研究，探討合併財務報表資訊是否因為合併個體從形式上提升至實質控制權而增加其會計資訊的攸關性。
合併報表與母公司財務報表差異對投資人之影響	李進宏 (2008)	探討投資人對母公司財務報表與合併財務報表之營收及營業利益差異之反應，藉此瞭解投資人是否能藉由合併財務報表及母公司財務報表差異所揭露之資訊，辨別公司真實營運狀況。

表 3 比較盈餘組成成分與公司股價報酬關聯度

文獻	作者	文獻內容
交易量面之合併報表資訊內涵研究	劉志明 (1994)	以交易量之變化分析合併報表資訊內涵,實證結果顯示有編製合併之公司異常交易量顯著大於無編制者,故有增額資訊。
合併財務報表與母公司財務報表盈餘組成成分相對資訊內涵之研究	張福星 (1997)	合併財務報表依功能性組成成份分解時,其對股價報酬之解釋力確實高於母公司報表;合併財務報表營業外損益項目之反應係數較母公司報表為小;且營業淨利與營業外損益反應係數間的差異,合併財務報表較母公司報表大,均符合研究預期;然以來自營運之現金流量與其他應計項目分類,兩報表差異並未獲得實證支持。
關係企業合併報表、合併財務報表與母公司財務報表之盈餘組成成分資訊內涵研究	蘇煥文 (2001)	將盈餘成分進行拆解,實證結果顯示關係企業合併財務報表、合併財務報表與母公司財務報表間並無相對較佳之資訊,但投資者確實關心營業外損益之資訊。
以投資損益論合併報表與母公司報表之相對資訊內涵	王詩韻 (2003)	探討營業淨利、營業外損益及其組成成份中之投資損益項目與股價報酬之間的關係,以瞭解盈餘資訊的接受者如何看待業內及業外活動所產生的利益。
半年度合併財務報表資訊內涵之研究	林家華 (2006)	分析半年度母公司報表與合併財務報表之盈餘及其組成成份與股價累積異常報酬之關聯性。實證結果顯示：一般產業下,合併報表具有增額資訊;金融業未具統計顯著性。
企業合併報表地位對其價值攸關之影響	陳瑩珊 (2006)	探討財務會計準則公報第七號「合併財務報表」首次進行修訂對於合併財務報表價值攸關性的影響隨著子公司重要性愈高,合併財務報表的會計資訊對於股價的解釋能力較母公司報表高的現象亦就愈明顯。
The Relation Between Incremental Subsidiary Earnings and Future Stock Returns in Japan	Herrmann, D., T. Inoue, and W. B. Thomas (2001)	探討日本子公司盈餘的增額資訊與未來的股價報酬之間關聯性。實證顯示母公司盈餘與子公司盈餘在預測未來合併盈餘時,扮演同樣重要角色,然而股價通常只反應屬於母公司盈餘的部分。

文獻	作者	文獻內容
An Evaluation of the Relative Importance of Parent-Only and Subsidiary Earnings in Japan	Shin'ya Okuda and Atsushi Shiiba (2010)	探討母公司與合併報表的盈餘組成成分，採用變異數分解方法，因其合併損益為獲利或虧損時，投資者重視不同。

## 2.3 公司價值研究文獻

諾貝爾經濟學獎學者Tobin 與 Brainard (1968) 定義，Tobin's Q變數為企業資產的市值除以資產的重置成本，利用兩者之間的差異來當作衡量產業獨佔力。在Tobin (1968)的定義下，Tobin's Q值為公司市值與重置成本之比，計算上考慮資本折舊率、折現率和技術成長率等總體因素來求出市值與重置成本的估計值。Tobin主張如果資本財的市場評價高於重置成本，則公司會進行額外的投資增加公司的價值；如果資本財的市場評價小於重置成本，公司會在市場中賣掉公司的資產，追求公司價值的極大化。Tobin's Q值主要優點在於可以衡量公司無形資產的價值，它結合財務及會計上的資訊且考量了貨幣的時間價值，隱含了對市場預期。在Tobin提出Tobin's Q這個因子後，許多學者也使用Tobin's Q值在於相關的研究中，如：Morck et al. (1988)則認為Tobin's Q值將貨幣的時間價值考慮進去，所以是衡量公司未來現金流量折現值的良好指標。Jose et al.(1986)利用Tobin's Q 值當作衡量公司價值的指標，考慮多角化經營、促銷策略與R&D投入對公司價值的影響。McConnell and Servaes (1990)、Morck et al. (1988)利用Tobin's Q值來代表公司價值，探討公司所有權結構與公司價值的關係，Tobin's Q值已經成為廣為使用的工具指標之一。

$$\text{Tobin's Q} = \text{資產市值} / \text{資產的帳面價值}$$

## 第三章 研究方法

本章研究方法共分五節，第一節為研究樣本，第二節為研究假說之建立，第三節為研究方法，第四節為研究變數的定義與衡量，第五節為研究模型，其資料分述如下：

### 3.1 研究樣本

本研究為探討台灣上市、櫃公司，探討單一報表與合併財務報表對公司價值的訊息內容。本研究是採用台灣新報資料庫 (TEJ, Taiwan Economic Journal) 之產業分類及其公司財務歷史資料庫。本研究樣本選取、刪除之原則與相關定義如下：

- (一) 樣本期間：2005 年～2009 年，以年為單位，共計 5 年。
- (二) 樣本公司：按七號公報須揭露單一與合併財務報表的上市櫃公司，於研究期間持續營運之上市櫃集團公司。
- (三) 刪除對象：金融行業之公司、興櫃交易之公司，以及研究期間若有下市、下櫃或變更交易為全額交割股者。本研究所採用之變數，資料值若有遺漏者，則與以剔除。
- (四) 資料來源：與本研究樣本相關之財務資料來源，係取自 TEJ 之財務資料、股價資料庫，並輔以「台灣證券交易所-公開資訊觀測站」資料庫，檢驗其正確性。
- (五) 產業分類：高科技產業悉依據台灣新報產業”名 4”，對照工業局促進產業升級條例第十九條之二「新興產業」之範圍。



表 4 新興產業項目表

促進產業升級條例第 19 條之 2 及第 19 條之 3
所稱新興產業之範圍
一、 通訊產業
二、 資訊產業
三、 消費性電子產業
四、 航太產業
五、 醫療保健產業
六、 污染防治產業
七、 特用化學品與製藥產業
八、 半導體產業
九、 高級材料產業
十、精密器械與自動化產業
十一、生物技術農業
十二、數位內容產業
十三、再生能源及節約能源設備產業

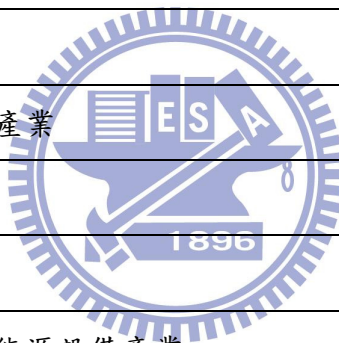


表 5 台灣新報產業名類別對照表

TEJ 名 4	分類	TEJ 名 4	分類
M1100 水泥工業	非高科技	M1722 生技醫療	高科技
M1200 食品工業	非高科技	M2324 半導體	高科技
M1300 塑膠工業	非高科技	M2325 電腦及週邊	高科技
M1400 紡織纖維	非高科技	M2326 光電業	高科技
M1500 電機機械	非高科技	M2327 通訊網路業	高科技
M1600 電器電纜	非高科技	M2329 電子通路業	高科技
M1721 化學工業	非高科技	M2330 資訊服務業	高科技
M1800 玻璃陶瓷	非高科技	M2331 其他電子業	高科技
M1900 造紙工業	非高科技		
M2000 鋼鐵工業	非高科技		
M2100 橡膠工業	非高科技		
M2200 汽車工業	非高科技		
M2500 建材營造	非高科技		
M2600 航運業	非高科技		
M2600 航運業	非高科技		
M2700 觀光事業	非高科技		
M2900 貿易百貨	非高科技		
M9700 油電燃氣業	非高科技		
M9900 其他	非高科技		

(六) 依上述之選樣標準，本研究之各年度有效樣本數如表共計選取 460 個公司  
樣本，2,300 筆(公司-年)資料

## 3.2 研究假說

本研究依據研究目的並參考合併財務報表資訊內涵相關文獻，對於投資者而言，單一財報與合併財務報表意味同一上市公司具有不同面貌。兩套報表與公司價值之關聯性，及投資者如何帶看此兩者報表差異，建立以下之假說：

### **假說一：就報表而言，財務報表數據對於公司價值具有攸關性，且合併財務報表相較單一財務報表對於公司價值更具顯著性**

對於投資者而言，單一報表與合併財務報表意味對同一企業具有不同的財務訊息內容。合併報表之目的是提供有關合併經濟個體有用資訊給使用者，將母公司資產負債表(損益表)上的投資子公司(營業外的投資收入)金額透過合併沖銷過程，還原子公司的資產及負債(營業收入及費用)金額。Niskanen, J., J. Kinnunen, and E. Kasanen. (1998). 研究顯示合併財務報表具有增額資訊，對於公司價值而言，我們預期合併財務報表較單一報表具有顯著性。

### **假說二：針對產業特性，高科技或是傳統產業，合併報表對於公司價值較單一報表具有顯著性**

姜義軒(2000)與朱博湧、彭火樹(2002)實證顯示高科技產業其公司價值高於傳統產業；洪榮華、陳香如、王玉珍(2005)高科技產業在負債比例、董監事酬勞、風險、過去績效與公司規模上都顯著高於傳統產業，顯示出不同的產業型態會有不同的績效表現。本研究進一步檢視產業特性對於公司價值而言，合併報表對於公司價值較具有顯著性。

### **假說三：合併財務報表對於公司價值的影響，其顯著性逐年增加之趨勢**

自民國 93 年完成第一次修訂，採實質控制觀念，將使財務報表依據實質企業集團基礎予以編製，以反映經濟個體活動之全貌，發佈法令需揭露半年度的合併報表資訊。進一步，在民國 96 年底，為增進財務資訊透明度及品質，必須每季揭

露合併報表。所謂學習效果是指隨著時間的增加，某人對於某個崗位、某項工作的熟悉程度、經驗累積乃至有力於改進工作方法，提供工作效率，更好、更合理完成相關工作。根據實做學習(learning-by-doing)假說，若將上序的學習效果延伸至此，投資人對於運用合併財務報表的投資經驗累積，無疑是投資人做出允當投資決策的一項寶貴資源。張珣珮(2008)實證顯示七號公報確實提高合併財務報表價值攸關性，該研究樣本期間僅至2006年，本研究把時間軸拉長至2009年，繼續追蹤合併財務報表與公司價值之逐年反應。

**假說四：比較單一報表與合併報表，其重要財務報表資訊之差異對於公司價值具有顯著解釋力。**

財務報表試圖傳達更多資訊給報表使用者，例如資產負債表由資產、負債與業主權益所組成，以表彰企業資金來源與所有資產。同時會計準則亦規定資產、負債不能相互抵銷，並依流動性及用途別做適當的分類。損益表則將經營結果區分為收入、費用、利得、損失外，另單獨表達繼續營業部門損益、停止營業部門損益、非常損益、會計原則變動累積之影響數。現金流量表則區分營業活動、投資活動及融資活動，完整表達企業資金流量。單一報表之單一科目「長期投資」並無法完整揭露子公司經營狀況，而合併報表能提供投資者額外資訊，對於報表使用者之決策有重大之影響。Francis(1986)研究顯示必須兩表並陳才不會有資訊遺漏；Shin'ya Okuda and Atsushi Shiiba(2010)探討母公司與合併報表的盈餘組成成分，實證顯示其合併損益為獲利時，投資者較注重子公司盈餘部分；當合併損益為虧損時，投資者較關注母公司盈餘，故兩報表之重要財務報表資訊差異對於公司價值確實有影響力。

### 3.3 研究方法

在本節將針對本研究使用之單變量敘述統計、單變量敘述統計與檢定與 panel data 模型加以陳述。

#### 3.3.1 單變量敘述統計

將針對本研究之研究變數，進行敘述性統計分析，分析內容包含平均數、標準差、中位數、最大值、及最小值，期能藉此數值資料，對各財務比率基本特性有著初步之瞭解。

#### 3.3.2 單變量敘述統計與檢定

在樣本選取上，分別按照全體樣本公司、針對總資產報酬率、負債比、流動比率、應收周轉率、存貨週轉率、投資損益佔營收比、資產規模、Tobin's Q 進行敘述統計，並比較出平均值與中位數之差異。並運用平均數 t 檢定法與無母數中位數檢定法檢定，單一報表與合併報表比率之平均數與中位數之相關顯著性。由此可以了解兩報表間之差異性。首先，本研究將針對複迴歸模型中，各變數間是否產生共線性、相關性以及殘差項的獨立性，進行基本假設檢定。

在迴歸分析模型中，若各變數間存在著共線性問題，則無法估計出其對應變數有多大影響，進而造成迴歸係數估計值產生誤差。本研究採變異數膨脹因子

(Variance Inflation Factor, VIF) 與皮爾森積差相關係數 (Pearson Product-Moment Correlation Coefficient)，檢視迴歸模型中，各變數間是否存在著相關性及共線性問題來檢迴歸模型中，茲說明如下：

一、變異數膨脹因子：

容忍值 (Tolerance) 等於 (1-自變數被其他變數所解釋的變異量)，數值多介

於 0~1 之間。一般而言，容忍值愈大愈好，其值愈大，代表該分析結果的共線性愈小。而容忍值的倒數，即為變異數膨脹因子，VIF 值愈小，代表該分析結果愈沒有共線性的問題存在；而當 VIF 值大於 10 時，代表著變數間存在著共線性問題。

## 二、Pearson 積差相關係數：

Pearson 積差相關係數，假設以  $r_{xy}$  來代表變數 X，Y 的相關係數，一般在判定  $r_{xy}$  時，常採用三級制，分述如下：

高度相關： $|r_{xy}| \geq 0.8$ ；

中度相關： $0.8 > |r_{xy}| \geq 0.4$ ；

低度相關： $|r_{xy}| \leq 0.4$ 。

## 三、殘差項獨立性檢定：

本研究將利用 1951 年 Durbin 與 Watson 發展的統計檢定 (Durbin-Watson Test)，來檢定相距一次的誤差自相關，DW 是對資料靜態 (STATIC) 檢定。一般而言，當 Durbin-Watson Test 值趨近於 2 時，表示無自身相關性存在；值趨近於 0 時，表示有正自我相關性；趨近於 4 時，則有負自我相關性。

### 3.3.3 Panel data 模型

傳統複迴歸模型 (Multiple regression model)，通常以最小平方法 (Ordinary Least Square, OLS) 建立線性模型，然而，此方法會造成資料偏誤，一方面因為最小平方法未包含公司間差異，亦即沒有考量橫斷面的問題；另一方面，也未同時考慮資料橫斷面與時間序列之影響，造成全體資料之分析結果與個別結果不同，進而扭曲各公司間應變數與自變數的關係。因此本研究選取追蹤資料 (Panel data) 模型

來控制變數在時間序列自我相關性與橫斷面個體間異質性的問題。

本研究將以追蹤資料模型，來驗證實證模型，並以判別係數 (adjusted  $R^2$ )，瞭解迴歸模型的解釋能力。



### 3.4 變數的定義與衡量

各模型之變數定義如下所述：

#### (一) 應變數(Tobin's Q，以下簡稱 Q)

- (1)  $Q_{i,t}$ ：指 i 公司在第 t 期末之公司價值。市場績效以市場效率指標 Tobin's Q 估算之。Tobin's Q 是由 1981 諾貝爾經濟學獎得主 James Tobin 所提出。其定義為公司的市場價值除以公司資產的重置價值(replacement value)，也就是資本市場對公司資產的評價相對於其重置成本的比率。Tobin's Q 被廣泛接受作為公司價值與績效的衡量，例如 Morck et al. (1988)以及 McConnell and Servaes (1990)使用 Tobin's Q 作為公司價值的代理變數，檢驗管理者所有權對公司價值的影響；Yermack (1996)利用 Q 來檢驗董事會規模與公司績效的關係；Lang and Stulz (1994)則是使用 Q 來分析公司分散(diversification)與公司績效的影響。

$$\text{Tobin's } Q_{i,t} = (\text{i 公司期末權益市值} + \text{i 公司負債帳面價值}) / \text{i 公司資產帳面價值}$$

$i = 1, \dots, n$  家公司

- (2)  $\Delta Q_{i,t}$ ：指 i 公司在第 t 期之合併財務報表比率與單一報表 Tobin's Q 差額。

#### (二) 自變數：

- (1)  $ROA_{i,t}$ ：指 i 公司在第 t 期之資產報酬率， $ROA = \text{稅後淨利} / \text{平均資產總額} \times 100\%$ 。資產報酬率意義在於衡量每一元的資產所賺得之稅後淨利，因此，本研究選用資產報酬率為其變數，在於分析經營能力的對公司價值的影響性。
- (2)  $Debt_{i,t}$ ：指 i 公司在第 t 期之負債比率， $Debt = \text{負債總額} / \text{資產總額} \times 100\%$ 。負債比率為衡量公司舉債資金占全部資金的比率，負債比率愈

大，代表公司的負債愈多，公司依賴外來資金的程度愈高，信用風險愈大。本研究選用負債比率為其變數之一，目的乃是用此檢視公司財務結構之償債能力，藉此了解負債比率與公司價值之關聯性。

- (3)  $AR_{i,t}$ : i 公司在第 t 期之應收帳款週轉率， $AR = (\text{營業收入} / \text{平均應收帳款}) \times 100\%$ 。用以檢驗帳款的回收速率，據以了解放款制度是否過於寬鬆。合併財務比率應與單一財務比率明顯不同，藉此瞭解應收帳款週轉率與公司價值之關聯性。
- (4)  $Inv_{i,t}$ : i 公司在第 t 期之存貨週轉率， $Inv = (\text{銷貨成本} / \text{平均存貨}) \times 100\%$ 。檢驗企業存貨出售速度的快慢及存貨額是否恰當、產品是否有滯銷之現象。週轉次數越高，表示經營效率越好，越能有效運用資產。合併財務比率應與單一財務比率明顯不同，藉此瞭解存貨週轉率與公司價值之關聯性。
- (5)  $Invest_{i,t}$ : i 公司在第 t 期之投資淨損益佔營收比率， $Invest = (\text{投資淨損益} / \text{營業收入}) \times 100\%$ 。在單一報表的投資淨損益，回歸合併財務報表將依原子公司所屬活動做適當分類，是故單一投資損益比率應明顯高於合併財務比率。
- (6)  $\Delta ROA_{i,t}$ : 指 i 公司在第 t 期之合併財務報表比率與單一報表資產報酬率比率差額。
- (7)  $\Delta Debt_{i,t}$ : 指 i 公司在第 t 期之合併財務報表比率與單一報表負債比率差額。
- (8)  $\Delta AR_{i,t}$ : 指 i 公司在第 t 期之合併財務報表比率與單一報表應收帳款週轉率差額。
- (9)  $\Delta Inv_{i,t}$ : 指 i 公司在第 t 期之合併財務報表比率與單一報表存貨週轉率差額。
- (10)  $\Delta Invest_{i,t}$ : 指 i 公司在第 t 期之合併財務報表比率與單一報表淨投資損益佔營收比率差額。



(三) 自變數：

(1)  $Size_{i,t}$ ：指  $i$  公司在第  $t$  期時總資產，取其總資產的自然對數，作為公司規模代理變數。企業的規模大小與企業經營績效有著密切的關係。公司規模較大之公司，其日常資訊量較為豐富，致使其財務報表所揭露之增額資訊相較於規模小的公司為少，故公司規模會影響投資人對於財報資訊反應。以往許多實證研究指出在不同公司規模下，投資人對會計盈餘資訊有不同反應；再者一般文獻內容，多選用營業額、資產總額、員工人數、以及資本額等資料，作為衡量企業的規模大小指標，本研究選用資產總額，作為公司衡量公司價值的變數，並根據研究模型所需，取其值之自然對數。

(2)  $Rm_{i,t}$ ：指  $i$  公司在第  $t$  期時股票市場股價指數年報酬率。本研究選用 Tobin's  $Q$  作為研究模型的應變數，故在控制變數上，加入股價指數報酬率，作為研究樣本在研究期間股價變動情況的相對指標，分析總體經濟對公司價值的影響程度。

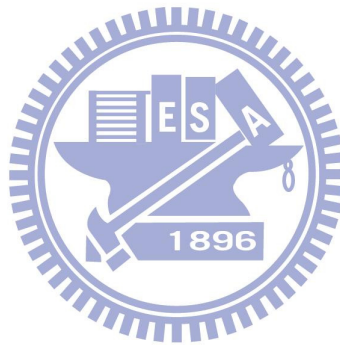
(3)  $Stev_{i,t}$ ：指  $i$  公司在第  $t$  期時個股月報酬率過去一年標準差，代表個股本身的風險特性。

(四) 公司治理變數：

(1)  $Holdings_{i,t}$ ：指  $i$  公司在第  $t$  期時法人持股比率。外資、投信、自營商持股比率，Hansen 及 Hill(1991)；Bushee(1998)；Wahal 及 McConnell(2000) 認為當機構法人持股比例愈高時，會透過監督的行為來抑制管理者短視行為，故法人持股比例愈高時，會加強監督與管理公司經營效果。

(五) 虛擬變數：

- (1)  $D1_{i,t}$ ：指  $i$  公司在第  $t$  期時的產業虛擬變數，高科技為 1，傳統產業為 0。探討產業屬性對於單一報表及合併報表，與公司價值之相關性。
- (2)  $D2_{i,t}$ ：指  $i$  公司在第  $t$  期時的報表虛擬變數，合併財務報表為 1，單一報表為 0。探討財務報表屬性，與公司價值之相關性。
- (3)  $\text{Year Dummy}_{i,t}$ ：針對各年  $i$  公司在第  $t$  期時的年度虛擬變數，各個年度設定年度虛擬變數，如  $Y=2005$  為 1，其餘研究期間為 0； $Y=2006$  為 1，其餘研究期間為 0，以此類推，共計五個年份。逐年檢定合併財務報表與公司價值關係之變化。



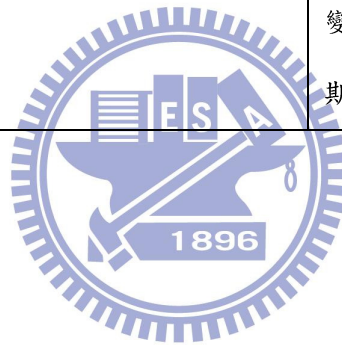
變數彙總資料如表 6 所示。

表 6 變數定義彙總表

屬性	變數	變數定義	選用目的	預期影響
應變數	$Q_{i,t}$	Tobin's Q。 指 i 公司在第 t 期末公司價值。	反應企業經營基本面因素與市場面對其該企業的評價。	+
	$\Delta Q_{i,t}$	指 i 公司在第 t 期之合併財務報表比率與單一報表公司價值差額	單一報表合併財務報表的重要財務報表資訊之變化	+
控制變數	$Size_{i,t}$	公司規模。 指 i 公司在第 t 期時總資產值，取其總資產值的自然對數，作為公司規模變數。	分析企業規模大小對公司價值的影響程度。	+
	$Rm_{i,t}$	股價指數報酬率。 指 i 公司在第 t 期時股票市場股價指數年報酬率。	瞭解研究樣本在研究期間股價變動情況的相對指標，分析總體經濟對公司價值的影響程度	+
	$Stev_{i,t}$	指 i 公司在第 t 期時個股月報酬率過去一年標準差	代表個股本身的風險特性。	-
公司治理變數	$Holdings_{i,t}$	法人持股比例	外資、投信、自營商持股比率。法人持股比例愈高時，會加強監督與管理公司經營效果。	+
獲利能力	$ROA_{i,t}$	指 i 公司在 t 期之(稅後淨利/ 平均資產總額) × 100%。	作為檢視公司經營能力變數。資產報酬率意義在於衡量每一元的資產所賺得之稅後淨利。本研究選用資產報酬率為其變數，在於分析經營能力的對公司價值的影響性。	+

屬性	變數	變數定義	選用目的	預期影響
獲利能力	$\Delta ROA_{i,t}$	指 i 公司在第 t 期之合併財務報表比率與單一報表資產報酬率比率差額。	單一報表合併財務報表的重要財務報表資訊之變化	+
償債能力	$Debt_{i,t}$	負債比率。 指 i 公司在第 t 期之（負債總額/資產總額） $\times 100\%$ 。	負債是企業的負擔，以負債比率檢視公司財務結構與公司價值關聯性。	-
	$\Delta Debt_{i,t}$	指 i 公司在第 t 期之合併財務報表比率與單一報表負債比率差額。	單一報表合併財務報表的重要財務報表資訊之變化。	-
經營能力	$AR_{i,t}$	應收帳款週轉率 指 i 公司在第 t 期之（營業收入/平均應收帳款） $\times 100\%$	檢視企業應收帳款收現速度，檢視企業是否利用母子公司間相互銷貨，美化母公司報表，造成單一與合併比率差異。	+
	$\Delta AR_{i,t}$	指 i 公司在第 t 期之合併財務報表比率與單一報表應收帳款週轉率差額。	單一報表合併財務報表的重要財務報表資訊之變化。	+
	$Inv_{i,t}$	存貨週轉率 指 i 公司在第 t 期之（銷貨成本/平均存貨） $\times 100\%$	檢視企業存貨出售速度的快慢，以檢視是否有皆塞貨給子公司，造成單一與合併比率差異。	+
	$\Delta Inv_{i,t}$	指 i 公司在第 t 期之合併財務報表比率與單一報表存貨週轉率差額。	單一報表合併財務報表的重要財務報表資訊之變化。	+

屬性	變數	變數定義	選用目的	預期影響
經營能力	$Invest_{i,t}$	指 i 公司在第 t 期之 (依權益法認列之投資淨損益 / 營業收入) $\times 100\%$ 。	檢視單一與合併兩表對於投資淨損益反應。	+
	$\Delta Invest_{i,t}$	指 i 公司在第 t 期之合併財務報表比率與單一報表投資損益佔營收比率差額。	單一報表合併財務報表的重要財務報表資訊之變化。	+
研究自變數	$D1_{i,t}$	產業虛擬變數	產業為非高科技=0，高科技=1	+
	$D2_{i,t}$	報表虛擬變數	單一報表=0，合併報表=1	+
	$Year Dummy_{i,t}$	年度虛擬變數	檢視逐年反應，針對各年度設虛擬變數，如 Year 2005=1，其餘研究期間=0	+



### 3.5 實證模型

本研究之主要目的，探究合併財務報表是否有增額資訊與何種報表提供較足額訊息內容，建立以下之模型：

- (一) 檢驗假說一：就報表而言，財務報表數據對於公司價值具有攸關性，且合併財務報表相較單一財務報表對於公司價值更具顯著性。本研究利用【模型一】與【模型二】，檢視兩表與公司價值關聯性，合併報表較具有顯著性。

**【模型一】針對所有樣本公司，探討單一報表與公司價值關聯性。**

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 Debt_{i,t} + \beta_3 AR_{i,t} + \beta_4 Inv_{i,t} + \beta_5 Invest_{i,t} \\ + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Rm_{i,t} + \beta_8 Stev_{i,t} + \beta_9 Holdings_{i,t} + \beta_{10} D1_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

**【模型二】針對所有樣本公司，探討合併財務報表與公司價值關聯性。**

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 Debt_{i,t} + \beta_3 AR_{i,t} + \beta_4 Inv_{i,t} + \beta_5 Invest_{i,t} \\ + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Rm_{i,t} + \beta_8 Stev_{i,t} + \beta_9 Holdings_{i,t} + \beta_{10} D1_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

- (二) 檢驗假說二：針對產業特性，高科技產業或是傳統產業，合併財務報表較單一具有顯著差異。本研究利用【模型三】與【模型四】，檢視高科技產業與傳統產業對於單一與合併財務報表的訊息內容的反應。

**【模型三】針對高科技公司，探討單一報表、合併報表與公司價值關聯性。**

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 Debt_{i,t} + \beta_3 AR_{i,t} + \beta_4 Inv_{i,t} + \beta_5 Invest_{i,t} \\ + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Rm_{i,t} + \beta_8 Stev_{i,t} + \beta_9 Holdings_{i,t} + \beta_{10} D2_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

**【模型四】針對傳統產業，探討單一報表、合併報表與公司價值關聯性。**

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 Debt_{i,t} + \beta_3 AR_{i,t} + \beta_4 Inv_{i,t} + \beta_5 Invest_{i,t} \\ + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Rm_{i,t} + \beta_8 Stev_{i,t} + \beta_9 Holdings_{i,t} + \beta_{10} D2_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(三) 檢驗假說三：合併財務報表對於公司價值的影響，其顯著性逐年增加之趨勢。

本研究利用【模型五】逐年迴歸，檢視合併財務報表對於公司價值的逐年解釋力，僅本模型採用 OLS。

**【模型五】合併財務報表對於公司價值的逐年變化，其顯著性逐年增加。**

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 Debt_{i,t} + \beta_3 AR_{i,t} + \beta_4 Inv_{i,t} + \beta_5 Invest_{i,t} \\ + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Rm_{i,t} + \beta_8 Stev_{i,t} + \beta_9 Holdings_{i,t} + \beta_{10} Year\ Dummy_{i,t} \text{ (註 1)} + \varepsilon_{i,t}$$

(四) 檢驗假說四：比較單一報表與合併財務報表，其重要財務報表資訊之變化對於公司價值具有顯著解釋力。本研究利用【模型六】檢驗公司價值對於兩表的重要財務報表資訊差異反應。

**【模型六】單一報表與合併報表，其重要財務報表資訊之差異對於公司價值之關聯性**

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta ROA_{i,t} + \beta_2 \Delta Debt_{i,t} + \beta_3 \Delta AR_{i,t} + \beta_4 \Delta Inv_{i,t} \\ + \beta_5 \Delta Invest_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Rm_{i,t} + \beta_8 Stev_{i,t} + \beta_9 Holdings_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\ \Delta Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta ROA_{i,t} + \beta_2 \Delta Debt_{i,t} + \beta_3 \Delta AR_{i,t} + \beta_4 \Delta Inv_{i,t} \\ + \beta_5 \Delta Invest_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Rm_{i,t} + \beta_8 Stev_{i,t} + \beta_9 Holdings_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

註 1: Year Dummy 為年度虛擬變數，本實證迴歸分別設 Year 2005=1，其餘研究期間=0;

Year 2006=1，其餘研究期間=0 等 5 條件，採 OLS 並分別作迴歸分析。

表 7 模型變數一覽表

模型 變數	模型一	模型二	模型三		模型四		模型五					模型六		
			單一 Q	合併 Q	單一 Q	合併 Q	Y=2005	Y=2006	Y=2007	Y=2008	Y=2009	單一 Q	合併 Q	Δ Q
D1	⊙	⊙												
D2			⊙	⊙										
Year dummy							⊙	⊙	⊙	⊙	⊙			
Size	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙
Holdings	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙
Stev	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙
Rm	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙
ROA	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙			
Debt	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙			
AR	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙			
Inv	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙			
Invest	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙	⊙			
ΔROA												⊙	⊙	⊙
ΔDebt												⊙	⊙	⊙
ΔAR												⊙	⊙	⊙
ΔInv												⊙	⊙	⊙
ΔInvest												⊙	⊙	⊙



## 第四章 實證結果與分析

本章依據前述之研究方法，茲將實證結果分述為三小節。第一節為敘述統計分析與檢定，內容為探討單一報表與合併財務報表，各項財務特性的差異。第二節為基本檢定，針對本研究之迴歸模型進行共線性分析、相關性分析與殘差項獨立性。第三節為迴歸模型結果分析，探討單一與合併財務報表訊息內容。

### 4.1 敘述統計分析與檢定

(一) 敘述統計分析：敘述統計資料整理如表 8 所示。依產業類型區分高科與傳統產業，Panel A 為高科技產業，Panel B 為傳統產業。

- (1) Q：高科技產業之單一報表與合併報表之平均數分別為 1.363 與 1.315，標準差分別為 0.668 與 0.623；傳統產業之單一報表與合併報表之平均數分別為 1.070 與 1.036，標準差為 0.396 與 0.357。皆顯示單一報表呈現比較高的公司價值，且高科技產業公司價值高於傳統產業，表示投資大眾給予高科技產業較高的評價，但高科技產業波動程度也較大。
- (2) 資產報酬率：高科技產業之單一報表與合併報表之平均數分別為 9.573 與 10.517，標準差分別為 9.340 與 8.714；傳統產業之單一報表與合併報表之平均數分別為 7.080 與 7.714，標準差為 7.138 與 6.644。皆顯示合併報表呈現較好的獲利能力，且高科技產業經營績效高於傳統產業，但其波動程度也較大。
- (3) 負債比率：高科技產業之單一報表與合併報表之平均數分別為 35.519 與 40.835，標準差分別為 14.691 與 15.901；傳統產業之單一報表與合併報表之平均數分別為 40.385 與 46.741，標準差為 15.953 與 16.301。皆顯示合併報表呈現較好的短期償債能力，且高科技產業償債能力優於傳統產業，但其波動程度也較大。

- (4) 應收週轉率：高科技產業之單一報表與合併報表之平均數分別為 5.254 與 5.834，標準差分別為 4.980 與 11.557；傳統產業之單一報表與合併報表之平均數分別為 12.231 與 10.819，標準差為 21.396 與 15.758。因產業不同，單一報表與合併報表結果不同；傳統產業經營能力較好，但其波動程度較大。
- (5) 存貨週轉率：高科技產業之單一報表與合併報表之平均數分別為 18.407 與 11.525，標準差分別為 44.107 與 120.763；傳統產業之單一報表與合併報表之平均數分別為 10.377 與 14.204，標準差分別為 24.960 與 149.240。因產業不同，單一報表與合併報表結果不同。
- (6) 投資淨損益佔營收比：高科技產業之單一報表與合併報表之平均數分別為 1.752 與 0.436，標準差分別為 11.068 與 2.503；傳統產業之單一報表與合併報表之平均數分別為 2.593 與 1.181，標準差分別為 10.964 與 3.268。皆顯示單一報表投資淨損益較大，且傳統產業比例較高，且其波動程度也較大。
- (7) 公司規模：高科技產業之單一報表與合併報表之平均數分別為 15.356 與 15.488，標準差分別為 1.387 與 1.436；傳統產業之單一報表與合併報表之平均數分別為 15.569 與 15.771，標準差分別為 1.242 與 1.348。皆顯示合併報表規模較大，且傳統產業規模大於高科技產業。
- (8) 法人持股比例：高科技產業平均數為 8.419，標準差分別為 13.202；傳統產業平均數為 6.010，標準差分別為 9.069。顯示法人對於高科技產業的持股比例較高。
- (9) 個股過去一年月報酬率標準差：高科技產業平均數為 13.140，標準差分別為 5.290；傳統產業平均數為 11.003，標準差分別為 5.595。顯示高科技產業風險較高。

表 8 迴歸模型之變數敘述統計資料表

Panel A：高科技產業 (N=1,230)										
變數	平均數		中位數		最大值		最小值		標準差	
	單一	合併	單一	合併	單一	合併	單一	合併	單一	合併
Q	1.363	1.315	1.170	1.127	4.902	4.824	0.526	0.532	0.668	0.623
ROA	9.573	10.517	9.270	10.270	55.190	45.470	-18.590	-23.120	9.340	8.714
Debt	35.519	40.835	34.855	40.955	81.820	84.500	7.810	5.410	14.691	15.901
AR	5.254	5.834	4.400	4.635	116.280	352.880	1.200	1.280	4.980	11.557
Inv	18.407	11.525	7.395	5.590	521.590	4222.660	0.000	0.000	44.107	120.763
Invest	1.752	0.436	0.355	0.050	116.770	70.820	-116.380	0.000	11.068	2.503
Size	15.356	15.488	15.098	15.220	20.543	20.745	12.726	12.735	1.387	1.436
Holdings	8.419		2.390		74.760		0.000		13.202	
Stev	13.140		12.355		37.448		2.416		5.290	
Panel B：傳統產業 (N=1,070)										
變數	平均數		中位數		最大值		最小值		標準差	
	單一	合併	單一	合併	單一	合併	單一	合併	單一	合併
Q	1.070	1.036	0.974	0.955	4.051	3.927	0.526	0.488	0.396	0.357
ROA	7.080	7.714	6.630	7.190	37.790	36.820	-18.010	-14.170	7.138	6.644
Debt	40.385	46.741	39.660	47.500	82.030	96.080	7.740	10.320	15.953	16.301
AR	12.231	10.819	6.740	7.090	202.920	180.260	0.000	0.110	21.396	15.758
Inv	10.377	14.204	5.060	4.490	483.060	3678.950	0.000	0.000	24.960	149.240
Invest	2.593	1.181	0.590	0.180	105.590	47.800	-94.420	0.000	10.964	3.268
Size	15.569	15.771	15.520	15.683	19.922	19.969	12.706	12.707	1.242	1.348
Holdings	6.010		1.720		52.400		0.000		9.069	
Stev	11.003		10.162		37.235		1.387		5.595	

(一) 單變量敘述分析與檢定：敘述統計資料整理如表 9 所示。

- (1) Q：單一報表之平均數、中位數分別為 1.228 與 1.062；合併報表之平均數、中位數分別為 1.186 與 1.025。平均數與中位數檢定結果皆呈現 1% 顯著性。統計顯著性表示單一與合併財務報表之平均公司價值有顯著性差異。

- (2) 資產報酬率：單一報表之平均數、中位數分別為 8.421 與 7.880；合併報表之平均數、中位數分別為 9.222 與 8.710。平均數與中位數檢定結果皆呈現 1% 顯著性。統計顯著性表示單一與合併財務報表之平均資產報酬有顯著性差異。
- (3) 負債比率：單一報表之平均數、中位數分別為 37.767 與 37.300；合併報表之平均數、中位數分別為 43.564 與 44.030。平均數與中位數檢定結果皆呈現 1% 顯著性。統計顯著性表示單一與合併財務報表之平均流動比率有顯著性差異。
- (4) 應收帳款週轉率：單一報表之平均數、中位數分別為 8.477 與 5.150；合併報表之平均數、中位數分別為 8.137 與 5.400。僅中位數檢定結果呈現 1% 顯著性，表示單一與合併財務報表之平均應收帳款週轉率無顯著差異。
- (5) 存貨週轉率：單一報表之平均數、中位數分別為 14.697 與 6.240；合併報表之平均數、中位數分別為 12.762 與 5.100。僅中位數檢定結果呈現 1% 顯著性，表示單一與合併財務報表之平均存貨週轉率無顯著差異。
- (6) 業外投資淨損益佔營收比：單一報表之平均數、中位數分別為 2.141 與 0.460；合併報表之平均數、中位數分別為 0.780 與 0.090。平均數與中位數檢定結果皆呈現 1% 顯著性。統計顯著性顯示單一與合併財務報表之平均業外淨損益佔營收比有顯著性差異。
- (7) 資產規模：單一報表之平均數、中位數分別為 15.454 與 15.313；合併報表之平均數、中位數分別為 15.619 與 15.436。平均數與中位數檢定結果皆呈現 1% 顯著性。統計顯著性顯示單一與合併財務報表之平均資產規模有顯著性差異。

表 9 單變量敘述統計分析與檢定表

變數	單一報表(1)			合併報表(2)			差異(2)-(1)	
	平均數	中位數	標準差	平均數	中位數	標準差	平均數	中位數
Q	1.228	1.062	0.578	1.186	1.025	0.536	-0.042***	-0.037***
ROA	8.421	7.880	8.484	9.222	8.710	7.948	0.801***	0.830***
DEBT	37.767	37.300	15.475	43.564	44.030	16.351	5.797***	6.730***
AR	8.477	5.150	15.389	8.137	5.400	13.880	-0.340	0.250***
Inv	14.697	6.240	36.742	12.762	5.100	134.645	-1.935	-1.140***
Invest	2.141	0.460	11.026	0.780	0.090	2.905	-1.361***	-0.370***
Size	15.454	15.313	1.326	15.619	15.436	1.403	0.165***	0.123***

註 1：\*\*\* $p < 1\%$ 、\*\* $p < 5\%$ 、\* $p < 10\%$ 之顯著水準。

註 2：平均數檢定：t 檢定，中位數檢定：Wilcoxon/Mann-Whitney

## 4.2 基本檢定

針對本研究複迴歸模型中，變數間是否產生共線性、殘差項的獨立性，檢定結果分述如下：

### (一) 變異數膨脹因子：

變異數膨脹因子檢定資料如表 10。如 3.3 研究方法所述，一般而言，變異數膨脹因子數值愈小，代表該分析結果愈沒有共線性的問題存在；而當變異數膨脹因子數值大於 10 時，代表著變數間存在著共線性問題。本研究檢定結果顯示均未大於 10，顯示本研究各變數間無共線性存在之問題。

表 10 迴歸模型變數之變異數膨脹係數表

變數	模型一	模型二	模型三		模型四		模型五					模型六		
			單一 Q	合併 Q	單一 Q	合併 Q	Y=2005	Y=2006	Y=2007	Y=2008	Y=2009	單一 Q	合併 Q	ΔQ
D1	1.213	1.191												
D2			1.560	1.056	1.075	1.061								
Year dummy							1.324	1.412	1.034	2.567	1.244			
Size	1.418	1.545	1.570	1.548	1.150	1.150	1.549	1.559	1.644	1.639	1.541	1.395	1.583	2.533
Holdings	1.444	1.440	1.233	1.464	1.415	1.406	1.623	1.493	1.480	1.475	1.438	1.330	1.333	1.034
Stev	1.154	1.147	1.175	1.094	1.600	1.166	1.120	1.095	1.052	1.064	1.186	1.074	1.074	1.056
RM	1.057	1.054	1.056	1.037	1.038	1.087	1.129	1.400	1.011	2.385	1.220	1.046	1.046	1.046
ROA	1.337	1.292	1.625	1.316	1.010	1.236	1.269	1.264	1.150	1.168	1.268			
Debt	1.158	1.307	1.572	1.255	1.480	1.215	1.295	1.294	1.867	1.867	1.306			
AR	1.086	1.044	1.288	1.006	1.433	1.050	1.009	1.009	1.009	1.009	1.009			
Inv	1.016	1.009	1.006	1.007	1.023	1.010	1.009	1.009	1.011	1.011	1.009			
Invest	1.158	1.057	1.007	1.081	1.068	1.115	1.042	1.043	1.046	1.046	1.043			
ΔROA												1.018	1.020	1.019
ΔDebt												1.137	2.716	2.705
ΔAR												1.012	1.013	1.007
ΔInv												1.016	1.016	1.006
ΔInvest												1.114	1.118	1.118

## (二) Pearson 積差相關係數

迴歸變數相關分析列示於表 11。迴歸模中自變數相係數小於 0.7，顯示無高度相關存在。部分相關係數雖接近於 0.7，但在後續迴歸分析中之調整後  $R^2$  可解釋度高，減少因共線性造成估計偏誤的憂慮，且因應研究之需要，仍將該變數列入迴歸模型中。

表 11 迴歸模型變數之 Pearson 積差相關係數表

### 迴歸【模型一】

變數	Q	D1	Size	Holdings	Stev	RM	ROA	Debt	AR	Inv	Invest
Q	1.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
D1	0.253	1.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Size	0.034	-0.080	1.000	-	-	-	-	-	-	-	-
Holdings	0.314	0.104	0.482	1.000	-	-	-	-	-	-	-
Stev	0.182	0.193	-0.130	-0.018	1.000	-	-	-	-	-	-
RM	0.188	0.042	-0.015	-0.079	-0.184	1.000	-	-	-	-	-
ROA	0.419	0.147	0.156	0.285	-0.161	0.015	1.000	-	-	-	-
Debt	-0.171	-0.157	0.108	-0.110	0.057	0.036	-0.281	1.000	-	-	-
AR	0.006	-0.226	0.112	0.035	-0.027	-0.007	0.032	0.077	1.000	-	-
Inv	0.034	0.109	0.014	0.052	0.003	-0.007	0.014	0.010	0.006	1.000	-
Invest	0.103	-0.038	0.152	0.165	-0.073	0.018	0.332	-0.136	-0.016	0.000	1.000

### 迴歸【模型二】

變數	Q	D1	Size	Holdings	Stev	RM	ROA	Debt	AR	Inv	Invest
Q	1.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
D1	0.260	1.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Size	-0.024	-0.101	1.000	-	-	-	-	-	-	-	-
Holdings	0.283	0.104	0.469	1.000	-	-	-	-	-	-	-
Stev	0.188	0.193	-0.129	-0.018	1.000	-	-	-	-	-	-
RM	0.180	0.042	-0.018	-0.079	-0.184	1.000	-	-	-	-	-
ROA	0.413	0.176	0.120	0.290	-0.156	0.009	1.000	-	-	-	-
Debt	-0.231	-0.180	0.272	-0.052	0.036	0.020	-0.309	1.000	-	-	-
AR	0.031	-0.179	0.059	0.014	-0.012	0.007	0.042	0.047	1.000	-	-
Inv	0.009	-0.010	0.085	0.023	-0.029	-0.019	0.013	0.030	0.016	1.000	-
Invest	-0.060	-0.128	0.102	0.016	0.018	-0.030	-0.075	-0.066	0.026	-0.001	1.000

(續下頁)



### 迴歸【模型三】

變數	Q	D2	Size	Holdings	Stev	RM	ROA	Debt	AR	Inv	Invest
Q	1.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
D2	0.000	1.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Size	0.054	0.047	1.000	-	-	-	-	-	-	-	-
Holdings	0.299	0.000	0.513	1.000	-	-	-	-	-	-	-
Stev	0.157	0.000	-0.188	-0.098	1.000	-	-	-	-	-	-
RM	0.225	0.000	-0.019	-0.061	-0.158	1.000	-	-	-	-	-
ROA	0.415	0.052	0.182	0.287	-0.179	-0.022	1.000	-	-	-	-
Debt	-0.234	0.171	0.218	-0.050	0.020	0.052	-0.287	1.000	-	-	-
AR	0.028	0.033	0.024	0.020	-0.030	-0.020	0.049	-0.016	1.000	-	-
Inv	0.000	-0.038	0.060	0.004	-0.026	0.009	0.021	0.001	0.006	1.000	-
Invest	0.087	-0.082	0.059	0.107	-0.059	-0.009	0.251	-0.076	-0.022	0.006	1.000

### 迴歸【模型四】

變數	Q	D2	Size	Holdings	Stev	RM	ROA	Debt	AR	Inv	Invest
Q	0.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
D2	0.040	1.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Size	0.301	0.078	1.000	-	-	-	-	-	-	-	-
Holdings	0.126	0.000	0.457	1.000	-	-	-	-	-	-	-
Stev	0.121	0.000	-0.027	0.054	1.000	-	-	-	-	-	-
RM	0.333	0.000	-0.005	-0.126	-0.236	1.000	-	-	-	-	-
ROA	-0.005	0.046	0.118	0.251	-0.225	-0.046	1.000	-	-	-	-
Debt	0.145	0.193	0.158	-0.087	0.143	0.016	-0.233	1.000	-	-	-
AR	0.025	-0.038	0.104	0.083	0.096	0.036	0.103	0.051	1.000	-	-
Inv	0.060	0.018	0.068	0.055	-0.019	-0.037	-0.007	0.045	0.019	1.000	-
Invest	0.000	-0.087	0.175	0.150	-0.014	0.030	0.196	-0.180	-0.015	-0.003	1.000

(續下頁)

迴歸【模型五】

變數	Q	Size	Holdings	Stev	RM	ROA	Debt	AR	Inv	Invest	Year Dummy
Q	1.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Size	-0.024	1.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Holdings	0.283	0.469	1.000	-	-	-	-	-	-	-	-
Stev	0.188	-0.129	-0.018	1.000	-	-	-	-	-	-	-
RM	0.180	-0.018	-0.079	-0.184	1.000	-	-	-	-	-	-
ROA	0.413	0.120	0.290	-0.156	0.009	1.000	-	-	-	-	-
Debt	-0.231	0.272	-0.052	0.036	0.020	-0.309	1.000	-	-	-	-
AR	0.031	0.059	0.014	-0.012	0.007	0.042	0.047	1.000	-	-	-
Inv	0.009	0.085	0.023	-0.029	-0.019	0.013	0.030	0.016	-0.001	-	-
Invest	-0.060	0.102	0.016	0.018	-0.030	-0.075	-0.066	0.026	0.016	1.000	-
Year Dummy	-0.110	-0.040	-0.339	-0.223	0.312	-0.022	0.078	0.026	-0.001	-0.016	1.000

迴歸【模型六】

變數	Q	Size	Holdings	Stev	RM	$\Delta$ ROA	$\Delta$ Debt	$\Delta$ AR	$\Delta$ Inv	$\Delta$ Invest
Q	1.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Size	-0.276	1.000	-	-	-	-	-	-	-	-
Holdings	-0.277	0.073	1.000	-	-	-	-	-	-	-
Stev	-0.044	-0.032	-0.018	1.000	-	-	-	-	-	-
RM	-0.112	-0.017	-0.079	-0.184	1.000	-	-	-	-	-
$\Delta$ ROA	0.089	-0.003	-0.050	0.056	-0.026	1.000	-	-	-	-
$\Delta$ Debt	-0.241	0.678	0.110	-0.037	-0.030	-0.033	1.000	-	-	-
$\Delta$ AR	0.011	-0.011	-0.032	-0.053	-0.001	0.025	-0.024	1.000	-	-
$\Delta$ Inv	0.044	-0.029	0.009	-0.029	-0.017	-0.015	-0.055	-0.006	1.000	-
$\Delta$ Invest	0.228	-0.174	-0.120	-0.084	0.003	-0.086	-0.272	-0.011	0.014	1.000

(三) 殘差項獨立性檢定：

殘差項獨立性檢定結果如表 12。本研究採 Durbin-Watson Test 來檢定相距一次的誤差自相關。當 DW 值趨近於 2 時，表示無自身相關性存在；DW 值趨近於 0 時，表示有正自我相關性；DW 值趨近於 4 時，則有負自我相關性。本研究針對各模型進行 DW 檢定，各模型 DW 數值均在 1.632 至 1.914 之間，顯示檢定結果尚符合獨立性之假設。

表 12 迴歸模型之 Durbin-Watson 統計量表

檢定		Durbin-Watson Test
模型		
模型一		1.855
模型二		1.870
模型三	單一 Q	1.761
	合併 Q	1.877
模型四	單一 Q	1.632
	合併 Q	1.722
模型五	Y=2005	1.861
	Y=2006	1.887
	Y=2007	1.904
	Y=2008	1.914
	Y=2009	1.910
模型六	單一 Q	1.793
	合併 Q	1.800
	$\Delta Q$	1.908

### 4.3 模型迴歸結果分析

本研究之模型迴歸分析整理結果如表 13 至表 15 所示。

表 13 迴歸分析表【模型一】至【模型四】

變數 \ 模型	模型一	模型二	模型三		模型四	
			單一 Q	合併 Q	單一 Q	合併 Q
截距	1.256*** (9.216)	1.288*** (10.681)	1.057*** (7.513)	1.253*** (9.510)	1.275*** (12.645)	1.238*** (13.305)
D1	0.107*** (5.038)	0.098*** (5.001)	- -	- -	- -	- -
D2	- -	- -	0.016*** (7.627)	0.035*** (17.565)	0.017*** (11.540)	0.017*** (12.392)
Size	-0.042*** (-5.109)	-0.045*** (-5.446)	-0.026*** (-2.867)	-0.037*** (-4.374)	-0.044*** (-6.635)	-0.040*** (-6.518)
Holdings	0.014*** (13.424)	0.012*** (12.085)	0.016*** (13.849)	0.012*** (13.269)	0.013*** (13.819)	0.008*** (10.106)
Stev	0.027*** (14.639)	0.025*** (14.606)	0.036*** (17.577)	0.034*** (17.749)	0.013*** (9.840)	0.012*** (9.710)
Rm	0.005*** (14.454)	0.004*** (13.899)	0.015*** (18.645)	0.013*** (18.103)	0.005*** (9.666)	0.004*** (8.789)
ROA	0.026*** (19.931)	0.024*** (18.342)	0.027*** (20.630)	0.026*** (21.894)	0.019*** (16.682)	0.018*** (17.207)
Debt	-0.022*** (-8.385)	-0.025*** (-4.061)	-0.005*** (-6.854)	-0.006*** (-7.947)	-0.022*** (-4.520)	-0.019*** (-4.265)
AR	0.006*** (3.464)	0.016*** (2.388)	0.008** (2.204)	0.010*** (3.345)	0.012*** (3.026)	0.010*** (3.061)
Inv	0.004*** (2.918)	0.007*** (3.714)	0.002* (1.954)	0.001 (0.800)	0.001 (1.440)	0.001 (1.408)
Invest	-0.021*** (-2.447)	0.015 (1.237)	-0.019** (-2.272)	-0.035*** (-2.681)	-0.006*** (-2.681)	-0.006*** (-2.970)
F 顯著值	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001
ADJ. R <sup>2</sup>	0.360	0.350	0.373	0.383	0.258	0.225
Sample	2,300	2,300	1,230	1,230	1,070	1,070

註：1. 表中數值為迴歸式中係數  $\beta$  值。2. 括弧內數值代表 t 值。

3. \*\*\*p < 1%、\*\* p < 5%、\* p < 10%之顯著水準。

表 14 迴歸分析表【模型五】

變數 \ 模型	模型五				
	Y=2005	Y=2006	Y=2007	Y=2008	Y=2009
截距	1.399*** (18.099)	1.471*** (19.159)	1.371*** (17.933)	1.445*** (20.732)	1.341*** (19.359)
Year Dummy	0.052*** (9.807)	0.102*** (10.052)	0.150*** (9.627)	-0.309*** (-5.165)	-0.191*** (-12.181)
Size	-0.056*** (-11.618)	-0.058*** (-12.113)	-0.053*** (-11.061)	-0.055*** (-12.611)	-0.051*** (-11.661)
Holdings	0.013*** (25.089)	0.014*** (26.112)	0.013*** (24.81)	0.014*** (27.547)	0.014*** (27.866)
Stev	0.016*** (16.643)	0.014*** (15.349)	0.016*** (17.418)	0.016*** (19.475)	0.019*** (22.053)
Rm	0.005*** (11.936)	0.005*** (13.248)	0.005*** (12.430)	0.002*** (4.104)	0.009*** (17.360)
ROA	0.025*** (19.324)	0.024*** (19.253)	0.024*** (19.259)	0.024*** (19.254)	0.025*** (19.611)
Debt	-0.029*** (-4.659)	-0.043*** (-4.571)	-0.041*** (-4.741)	-0.033*** (-5.065)	-0.032*** (-5.140)
AR	0.016*** (4.807)	0.016*** (4.816)	0.017*** (4.979)	0.016*** (3.418)	0.016*** (3.303)
Inv	0.094*** (2.563)	0.093*** (2.555)	0.098*** (2.702)	0.096*** (2.616)	0.093*** (2.546)
Invest	0.024 (1.354)	0.029 (1.656)	0.025 (1.450)	0.025 (0.315)	0.022 (0.206)
F 顯著值	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001	<0.0001
ADJ. $R^2$	0.292	0.296	0.301	0.294	0.306
Sample	2,300	2,300	2,300	2,300	2,300

註：1. 表中數值為迴歸式中係數  $\beta$  值。2. 括弧內數值代表 t 值。

3. \*\*\* $p < 1\%$ 、\*\* $p < 5\%$ 、\* $p < 10\%$ 之顯著水準。

表 15 迴歸分析表【模型六】

變數	模型六		
	單一	合併	$\Delta$
截距	1.567*** (11.970)	1.513*** (11.519)	0.034*** (8.299)
Size	0.010 (0.469)	-0.190*** (-8.62459)	-0.219*** (-44.5141)
Holdings	0.015*** (39.594)	0.012*** (35.551)	-0.002*** (-26.959)
Stev	0.010*** (17.037)	0.009*** (16.06)	-0.001*** (-6.722)
Rm	0.004*** (16.844)	0.004*** (15.301)	-0.005*** (-14.07)
$\Delta$ ROA	0.040*** (17.491)	0.032*** (15.206)	0.006*** (18.42)
$\Delta$ Debt	-0.007*** (-8.897)	-0.002*** (-3.051)	-0.004*** (-26.674)
$\Delta$ AR	0.001*** (2.414)	0.001*** (3.141)	0.001*** (0.285)
$\Delta$ Inv	0.001 (0.537)	0.002 (1.055)	0.001 (0.969)
$\Delta$ Invest	-0.002*** (-5.990)	-0.001** (-2.217)	0.001*** (23.496)
F 顯著值	<0.0001	<0.0001	<0.0001
ADJ. R <sup>2</sup>	0.242	0.229	0.178
Sample	2,300	2,300	2,300

註：1. 表中數值為迴歸式中係數  $\beta$  值。2. 括弧內數值代表 t 值。

3. \*\*\* $p < 1\%$ 、\*\*  $p < 5\%$ 、\*  $p < 10\%$ 之顯著水準。

依據表 13 至表 15 資料得知，各模型之 F 檢定結果均達顯著性，顯示本研究設計之各變數來衡量公司價值之模型均為有效假設模型。

而在調整後  $R^2$  方面， $R^2$  是用來解釋線性迴歸模型的適配度，即自變數解釋應變數的能力。當  $R^2 = 0$  時，代表應變數 (Y) 與自變數 ( $X_n$ ) 間無線性關係； $R^2 \neq 0$  時，代表應變數 (Y) 與自變數 ( $X_n$ ) 間所解釋的比率。研究結果顯示，本研究模型之調整後  $R^2$  值均在 17.8% 至 38.3% 之間。

在追蹤資料模型方法方面，本研究利用不同虛擬變數檢視兩表報表對公司價值的影響性，其結果分述如下：

**(一)【模型一】針對所有樣本公司，探討單一報表與公司價值關聯性。**

**【實證模型】** 
$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 Debt_{i,t} + \beta_3 AR_{i,t} + \beta_4 Inv_{i,t} + \beta_5 Invest_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Rm_{i,t} + \beta_8 Stev_{i,t} + \beta_9 Holdings_{i,t} + \beta_{10} D1_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

研究結果顯示，本研究模式達顯著性 ( $*p < 0.001$ )，顯示迴歸適合度在可接受範圍內；DW 值為 1.855，可知殘差項間並無自我相關現象存在；調整後  $R^2$  為 36.0%，顯示迴歸模型適配度亦在合理範圍內，表示單一財務資訊能反應公司價值，此與 Herrmann, D., T. Inoue, and W. B. Thomas (2001) 一致。

根據本研究資料顯示，資產規模係數為負且具顯著性，表示公司規模越大，並不代表一定提高公司價值。法人持股比例係數為正值且具有顯著性，表示法人持股比例越高，會加強監督與管理公司績效，此與文獻 Wahal 及 McConnell(2000) 結果一致。個股過去一個月報酬標準差與大盤股價指數年報酬率係數皆為正值且具顯著性，顯示其公司價值受到總體經濟與個股風險特性影響。

根據本研究資料顯示，資產週轉率為正值且具顯著性，顯示獲利能力公司價值有正向關係。負債比率與公司價值為負相關且具顯著性，此與文獻 Mansi and



Reeb (2002) 提出企業之負債比率越高價值減損幅度越大一致。

主要關心的應收帳款周轉率與存貨週轉率係數皆為正值且具顯著性，顯示公司經營能力與公司價值有正向關係。而業外投資淨損益係數與公司價值為負相關且具顯著性，顯示業外過多的投資會降低公司價值。產業的虛擬變數係數為正值且具顯著性，顯示公司價值會應其產業特性不同而呈現不同面貌。

## (二)【模型二】針對所有樣本公司，探討合併報表與公司價值關聯性。

$$\begin{aligned} \text{【實證模型】 } Q_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{i,t} + \beta_2 \text{Debt}_{i,t} + \beta_3 \text{AR}_{i,t} + \beta_4 \text{Inv}_{i,t} + \beta_5 \text{Invest}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{Size}_{i,t} + \beta_7 \text{Rm}_{i,t} + \beta_8 \text{Stev}_{i,t} + \beta_9 \text{Holdings}_{i,t} + \beta_{10} \text{D1}_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

研究結果顯示，本研究模式達顯著性 ( $*p < 0.001$ )，顯示迴歸適合度在可接受範圍內；DW 值為 1.870，可知殘差項間並無自我相關現象存在；調整後  $R^2$  為 35.0%，顯示迴歸模型適配度亦在合理範圍內，表示合併財務資訊能反應公司價值。此與【模型一】相較，調整後  $R^2$  較【模型一】低，顯示單一財務報表相對於合併財務報表而言，較具有顯著力，此與蘇敏賢 (2000) 結果一致。

根據本研究資料顯示，資產規模係數為負且具顯著性，表示公司規模越大，並不代表一定提高公司價值。法人持股比例係數為正值且具有顯著性，表示法人持股比例越高，會加強監督與管理公司績效，此與文獻 Wahal 及 McConnell (2000) 結果一致。個股過去一個月報酬標準差與大盤股價指數年報酬率係數皆為正值且具顯著性，顯示其公司價值受到總體經濟與個股風險特性影響。

根據本研究資料顯示，資產週轉率為正值且具顯著性，顯示獲利能力與公司價值有正向關係。負債比率與公司價值為負相關且具顯著性，此與文獻 Mansi and Reeb (2002) 提出企業之負債比率越高價值減損幅度越大一致。

主要關心的應收帳款周轉率與存貨週轉率係數皆為正值且具顯著性，顯示公司經

營能力與公司價值有正向關係。而業外投資淨損益係數與公司價值為正相關且不具顯著性，本研究解讀為因合併財務報表沖銷母子公司交易，還原公司其營運真實狀況，其業外投資淨損益已大幅降低，故企業進行相關業外投資並不會減損公司價值。產業的虛擬變數係數為正值且具顯著性，顯示公司價值會應其產業特性不同而不同。

整體而言，兩表之財務資訊對於公司價值具有顯著性，但單一報表呈現較多訊息內容，故拒絕假說一。其實證結果與蘇敏賢（2000）一致，但與 Niskanen, J., J. Kinnunen, and E. Kasanen, (1998). 不一致，可能因其國情不同，財務報表訊息內容呈現結果而有所不同。

### （三）【模型三】針對高科技公司，探討單一報表、合併報表與公司價值關聯性。

$$\begin{aligned} \text{【實證模型】 } Q_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 Debt_{i,t} + \beta_3 AR_{i,t} + \beta_4 Inv_{i,t} + \beta_5 Invest_{i,t} \\ & + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Rm_{i,t} + \beta_8 Stev_{i,t} + \beta_9 Holdings_{i,t} + \beta_{10} D2_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

研究結果顯示，本研究模式達顯著性（\* $p < 0.001$ ），顯示迴歸適合度在可接受範圍內；針對單一、合併公司價值，DW 值為 1.761 與 1.877，可知殘差項間並無自我相關現象存在；調整後  $R^2$  為 37.3% 與 38.3%，顯示迴歸模型適配度亦在合理範圍內，表示合併財務資訊能反應公司價值。此與【模型一】及【模型二】相較，調整後  $R^2$  最高，顯示在高科技產業，財務資訊對於公司價值具有顯著力。

根據本研究資料，針對高科技產業，資產規模係數為負且具顯著性，表示公司規模越大，並不代表一定提高公司價值。法人持股比例係數為正值且具有顯著性，表示法人持股比例越高，會加強監督與管理公司績效，此與文獻 Wahal 及 McConnell(2000)結果一致。個股過去一個月報酬標準差與大盤股價指數年報酬率係數皆為正值且具顯著性，顯示其公司價值受到總體經濟與個股風險特性影響。

根據本研究資料，針對高科技產業，資產週轉率為正值且具顯著性，顯示獲

利能力與公司價值有正向關係。負債比率與公司價值為負相關且具顯著性。

根據本研究資料，針對高科技產業，應收帳款周轉率與存貨週轉率係數皆為正值，顯示公司經營能力與公司價值有正向關係。而業外投資淨損益與公司價值為負相關且有顯著性，業外投資會減損公司價值。在變表虛擬變數呈現顯著正相關，表示合併財務報表能提供訊息內容。

#### (四)【模型四】針對傳統產業，探討單一報表、合併報表與公司價值關聯性。

$$\begin{aligned} \text{【實證模型】 } Q_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 Debt_{i,t} + \beta_3 AR_{i,t} + \beta_4 Inv_{i,t} + \beta_5 Invest_{i,t} \\ & + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Rm_{i,t} + \beta_8 Stev_{i,t} + \beta_9 Holdings_{i,t} + \beta_{10} D2_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

研究結果顯示，本研究模式達顯著性 ( $*p < 0.001$ )，顯示迴歸適合度在可接受範圍內；針對單一、合併公司價值，DW 值為 1.632 與 1.722，可知殘差項間並無自我相關現象存在；調整後  $R^2$  為 25.8% 與 22.5%，顯示迴歸模型適配度亦在合理範圍內，表示合併財務資訊能反應公司價值。此與【模型一】、【模型二】及【模型三】相較，調整後  $R^2$  最低，顯示在傳統產業，財務資訊對於公司價值的解釋能力較低。

根據本研究資料，針對傳統產業，資產規模係數為負且具顯著性，表示公司規模越大，並不代表一定提高公司價值。法人持股比例係數為正值且具有顯著性，表示法人持股比例越高，會加強監督與管理公司績效，此與文獻 Wahal 及 McConnell(2000)結果一致。個股過去一個月報酬標準差與大盤股價指數年報酬率係數皆為正值且具顯著性，顯示其公司價值受到總體經濟與個股風險特性影響。

根據本研究資料，針對高科技產業，資產週轉率為正值且具顯著性，顯示獲利能力與公司價值有正向關係。負債比率與公司價值為負相關且具顯著性。

根據本研究資料，針對傳統產業，應收帳款周轉率與存貨週轉率係數皆為正值，顯示公司經營能力與公司價值有正向關係。而業外投資淨損益與公司價值為

負相關且有顯著性，業外投資會減損公司價值。在變表虛擬變數呈現顯著正相關，表示合併財務報表能提供訊息內容。整體而言，公司價值因產業特性不同呈現不同面貌，高科技或是傳統產業，合併報表較單一報表顯著，與此與本研究假說結果相符。

**(五)【模型五】合併財務報表對於公司價值反應，其顯著性為逐年增加。**

$$\begin{aligned} \text{【實證模型】 } Q_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{i,t} + \beta_2 \text{Debt}_{i,t} + \beta_3 \text{AR}_{i,t} + \beta_4 \text{Inv}_{i,t} + \beta_5 \text{Invest}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{Size}_{i,t} + \beta_7 \text{Rm}_{i,t} + \beta_8 \text{Stev}_{i,t} + \beta_9 \text{Holdings}_{i,t} \\ & + \beta_{10} \text{Year Dummy}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

研究結果顯示，本研究模式達顯著性（ $p < 0.001$ ），顯示迴歸適合度在可接受範圍內；DW 值為 1.861 至 1.914，可知殘差項間並無自我相關現象存在；調整後  $R^2$  為 29.2% 逐年上升至 30.6%，顯示迴歸模型適配度亦在合理範圍內。

根據本研究資料顯示，資產規模係數為負且具顯著性，表示公司規模越大，並不代表一定提高公司價值。法人持股比例係數為正值且具有顯著性，表示法人持股比例越高，會加強監督與管理公司績效，與模型二一致，不再詳述。個股過去一個月報酬標準差與大盤股價指數年報酬率係數皆為正值且具顯著性，顯示其公司價值受到總體經濟與個股風險特性影響。

根據本研究資料顯示，資產週轉率係數為正值且具顯著性，顯示獲利能力與公司價值有正向關係。負債比率與公司價值為負相關且具顯著性，與模型二一致，不再詳述。

主要關心的應收帳款週轉率與存貨週轉率係數皆為正值且具顯著性，顯示公司經營能力與公司價值有正向關係。而業外投資淨損益與公司價值為正相關且不具顯著性，與模型二一致，不再詳述。

總體而言，表示合併財務資訊越能反應公司價值，此與張珮珮（2008）結論

一致，表示投資者越發重視合併報表，此與本研究假說結果相符。在年度虛擬變數呈現顯著正相關；然在 2008 年及 2009 對於公司價值呈現負相關，推論因金融海嘯，造成公司價值下降所致。

#### (六)【模型六】單一報表與合併報表重要的財務報表資訊之變化對於公司價值之關聯性

$$\begin{aligned}
 \text{【實證模型】 } Q_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 \Delta ROA_{i,t} + \beta_2 \Delta Debt_{i,t} + \beta_3 \Delta AR_{i,t} + \beta_4 \Delta Inv_{i,t} \\
 &+ \beta_5 \Delta Invest_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Rm_{i,t} + \beta_8 Stev_{i,t} \\
 &+ \beta_9 Holdings_{i,t} + \varepsilon_i, \\
 \Delta Q_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 \Delta ROA_{i,t} + \beta_2 \Delta Debt_{i,t} + \beta_3 \Delta AR_{i,t} + \beta_4 \Delta Inv_{i,t} \\
 &+ \beta_5 \Delta Invest_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Rm_{i,t} + \beta_8 Stev_{i,t} \\
 &+ \beta_9 Holdings_{i,t} + \varepsilon_i,
 \end{aligned}$$

研究結果顯示，本研究模式達顯著性（ $*p < 0.001$ ），顯示迴歸適合度在可接受範圍內；針對單一、合併與差額公司價值，DW 值分別為 1.793、1.800 及 1.908，可知殘差項間並無自我相關現象存在；針對單一、合併與差額公司價值，調整後  $R^2$  分別為 24.2%、22.9% 及 17.8%，顯示迴歸模型適配度亦在合理範圍內。

根據本研究資料顯示，資產規模係數為負且具顯著性，表示公司規模越大，並不代表一定提高公司價值。法人持股比例係數為正值且具有顯著性，此與前述模型結果皆相同，不再詳述。個股過去一個月報酬標準差與大盤股價指數年報酬率係數皆為正值且具顯著性，此與前述模型結果皆相同，不再詳述。

根據本研究資料，兩報表差異的資產週轉率係數為正值且具顯著性，顯示獲利能力公司價值有正向關係。兩報表差異的負債比率與公司價值為負相關且顯著，與前述模型結果一致，不再詳述。

根據本研究資料，應收帳款週轉率與存貨週轉率係數皆為正值，顯示公司經

營能力與公司價值有正向關係。而業外投資淨損益與公司價值為負相關且有顯著性，業外投資會減損公司價值。

整體而言，與蘇敏賢(2000)、Shin'ya Okuda and Atsushi Shiiba (2010)一致，單一報表與合併報表重要的財務報表資訊之差異對於公司價值具有顯著性，然以調整後  $R^2$  來看，單一報表仍較具有顯著性，此與 Herrmann, D., T. Inoue, and W. B. Thomas (2001) 一致。





## 第五章 研究結論與建議

本研究對係以 2005 年至 2009 年台灣上市上櫃公司為研究對象，以 Tobin's Q 作為衡量公司價值的應變數。針對樣本公司的基本面，如獲利能力、經營能力、公司規模、以及負債比率，進行實證之敘述統計資料分析、共線性檢定、相關性分析、殘差項檢定、以及複迴歸分析，藉以探討單一報表與合併財務報表對於公司價值的資訊內涵。本章節乃根據第四章之實證結果做結論彙整，並提出研究建議，其內容分述如下：

### 5.1 研究結論

**(一) 就報表而言，財務報表資訊對於公司價值具有攸關性，且合併財務報表相**

**較單一報表對於公司價值更具顯著性**

單一公司主體與集團化企業存在著代理問題，對於投資者而言，單一財報與合併財務報表意味對同一上市公司具有不同的財報資訊內容。母公司的轉投資在單一報表僅以長期股權投資表達，子公司資訊透明度不足，無法真正了解聯屬企業真實經營資訊。須透過合併財務報表之編製才能真正瞭解聯屬企業經濟實質。故預期合併財務報表對於公司價值應具有顯著性。然實證顯示確實具有顯著性，但其解釋能力相較於單一財務報表而言較低，投資人似乎較倚賴於單一財務報表。

**(二) 針對產業特性，高科技產業與或是傳統產業，合併財務報表對於公司價值**

**較單一報表具有顯著性**

財務資訊因產業特性所呈現之訊息會有不同。實證顯示高科技產業其公司價值高於傳統產業；高科技產業或是傳統產業皆重視單一與合併報表所代表之資訊內涵，且合併財務報表較具有顯著性。



### **(三) 合併財務報表對於公司價值反應，其顯著性為逐年增加。**

自民國93年完成第七號公報第一次修訂，採實質控制觀念。發佈法令需揭露半年度的合併報表資訊；進一步，在民國96年底，為增進財務資訊透明度及品質，必須每季揭露合併報表。實證顯示合併財務報表與企業價值之間，其顯著性逐年增加，表示投資者對於合併報表日愈重視，瞭解合併報表所代表的資訊意涵。

### **(四) 單一報表與合併報表的重要財務報表資訊之變化對於公司價值具有顯著解釋力**

財務報表試圖傳達更多資訊給報表使用者，單一報表將子公司之經營結果及財務狀況僅以單一科目「長期投資」表達，而合併報表分類較為恰當，將子公司之經營結果回歸原經濟活動，更能提供與投資者額外資訊，對於報表使用者之決策有重大之影響。實證顯示兩表的重要財務報表資訊差異變化對於公司價值確實有影響力，但就解釋能力，投資人似乎仍較倚賴單一財務報表。

## **5.2 研究建議**

本研究初步完成上述研究主題，但分析過程中仍不免有疏失及遺漏。因此，藉以提出本研究分析過程中之心得分享，作為後續研究著手進行未來研究的課題：

- (一) 繼續探討單一報表與合併財務報表的資訊內涵。在2013年IFRS以合併財務報表為主體，若將樣本時間拉長至2012年，將使其研究較具完整性，可窺見投資者逐年反應。
- (二) 本研究樣本排除金融產業，後續研究者可以針對金融產業其特殊性，探討單一報表與合併財務報表與公司關聯性。
- (三) 針對單一報表與合併報表之資訊內涵，可應用在不同方面，如未來盈餘之預測、信用評等、銀行授信等方面。

## 參考文獻

### 中文部分

- (1) 方偉廉，民94年，「合併財務報表與企業融資行為之關聯性」，國立台灣大學會計所學術論文。
- (2) 李進宏，民98年，「合併報表與母公司財務報表差異對投資人之影響」，國立中央大學財務金融研究所，碩士論文。
- (3) 劉志明，民83年，「交易量面之合併報表資訊內涵研究」，國立台灣大學會計研究所碩士論文。
- (4) 林家華，民95年，「半年度合併財務報表資訊內涵之研究」，國立東華大學企管研究所碩士論文。
- (5) 洪榮華、陳香如、王玉珍，民94，「公司內部治理機制與公司績效之關係——股權結構與董事會特性的觀點」，輔仁管理評論，第十二卷，第三期，23-40。
- (6) 朱博湧、彭火樹，民91年，「影響台灣產業托賓Q值差異的策略變數之探討」，行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告。
- (7) 中華民國會計研究發展基金會財務會計準則委員會，2005年修訂，財務會計準則公報第七號「合併財務報表」。
- (8) 中華民國會計研究發展基金會財務會計準則委員會，財務會計準則公報第二十號「部門別財務資訊之揭露」。
- (9) 張福星，民86年，「合併財務報表與母公司財務報表盈餘組成成分相對資訊內涵之研究」，國立政治大學會計研究所博士論文。
- (10) 張珮珮，民97年，「合併財務報表與企業價值之攸關性——從第七號公報變革談起」，國立台灣大學會計研究所碩士論文。

- (11)陳瑩珊，民95年，「企業合併報表地位對其價值攸關之影響」，國立成功大學會計研究所碩士論文。
- (12)蘇敏賢，民89年，「合併財務報表、母公司財務報表之比較及其與企業風險之關聯性」，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。
- (13)蘇煥文，民90年，「關係企業合併報表、合併財務報表與母公司財務報表
- (14)之盈餘組成成分資訊內涵研究」，東吳大學會計研究所碩士論文。
- (15)蘇心盈，民93年，「以財務比率預測未來盈餘及股價異常報酬之研究—比
- (16)較母公司財務報表與合併財務報表」，國立政治大學會計研究所碩士論文。
- (17)王貞懿，民97年，「合併報表編制對企業盈餘管理行為之影響」，國立中山大學企業管理研究所碩士論文。
- (18)王詩韻，民92年，「以投資損益論合併報表與母公司報表之相對資訊內涵」，國立成功大學會計研究所碩士論文。



英文部分

- (1) Anthon, H.J., and K. Ramesh, 1992, "Association between accounting performance measures and stock prices", *Journal of Accounting and Economics*, 15, pp.203-227.
- (2) Bushee, B. J. (1998), "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior." *Accounting Review*, 73, No. 3, pp.305-33.
- (3) Francis, J.R., 1986, "Debt reporting by parent companies : parent-only versus consolidated statements", *Journal of Business Finance and Accounting* 13(3) : 393-403
- (4) Hansen, G. C. and C. W. L. Hill (1991), "Are institutional investor myopic? A Time-Series Study of Four Technology-Driven Industry." *Strategic Management Journal*, 12, No. 1, pp. 1-16.
- (5) Herrmann, D., T. Inoue, and W. B. Thomas, 2001 , "The relation between incremental subsidiary earnings and future stock returns in Japan", *Journal of Business Finance & Accounting* 28: 1115-1139.
- (6) Jose, Manuel L, Len M Nichols, and Jerry L Stevens, 1986, "Valuation Impact of Strategic Investment Contributions of Diversification, Promotion, and R&D to the Value of Multiproduct Firms: A Tobin's q Approach. " *Financial Management (1986-1998)*. Tampa: Winter 1986. Vol. 15, Iss. 4; pg. 33
- (7) Lang, Larry H.P. and René M. Stulz, ( 1994 ) , "Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance," *Journal of Political Economy*, 102, 1248-1280.
- (8) Lowe, H., 1990, "Shortcomings of Japanese consolidated financial statements", *Accounting Horizons* (4), pp. 1-9.

- (9) Mansi, Sattar A, and David M Reeb, 2002, “Corporate Diversification: What gets discounted?”, *Journal of Finance*, 57. 2167-2183.
- (10) McConnell, John J., and Henri Servaes, 1990, “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics*. Amsterdam:. Vol. 27, Iss. 2; p. 595
- (11) Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1988, “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis ”,*Journal of Financial Economics*. Amsterdam: Jan/Mar 1988. Vol. 20, Iss. 1,2; p. 293
- (12) Niskanen, J., J. Kinnunen, and E. Kasanen, 1998, “A note on the information content of parent company versus consolidated earnings in Finland”, *European Accounting Review* 7: 31–40.
- (13) Shuto, A., 2005, Earnings management to avoid earnings decreases: “ A comparative analysis of consolidated earnings and parent-only earnings”. *Working paper*, Kobe University.
- (14) Tobin, J., and W. Brainard, 1968, “Pitfalls in financial model building”. *American Economic Review* 58 : 99-122
- (15) Wahal, S. and John J. McConnell (2000), “Do Institutional Investors Exacerbate Managerial Myopia?”*Journal of Corporate Finance*, 6, No. 3, pp.307-29.
- (16) Yermack, David, 1996, Higher market valuation of companies a small board of directors, *Journal of Financial Economics* 40, 185-202.