臺大管理論叢 2009/9
第19卷 第S2期 99-126

子公司負債對母公司評價之攸關性研究

The Valuation Implications of Subsidiary's Debt to Parent Company Shareholders

葉疏／國立臺灣大學會計學系暨研究所教授
Shu Yeh, Professor, Department and Graduate Institute of Accounting, National Taiwan University

方偉廉／銘傳大學會計學系助理教授
Wei-Lian Fang, Assistant Professor, Accounting Department, Ming Chuan University

Received 2007/7, Final revision received 2008/6

摘要

本研究利用 Ohlson 評價模型探討子公司負債對於投資人之評價意義，並檢視其評價意義是否受到 2005 年我國財務會計準則擴大合併財務報表編製範圍之影響。樣本來自 TEJ 資料庫樣本公司共 227 家，研究期間為 2001 至 2006 年。實證結果顯示：1. 子公司借款與企業評價具有負向之關聯性，且母子公司借款之評價係數並無顯著差異；2. 2005 年後合併財務報表編製範圍之擴大，並未降低子公司借款與企業評價之關聯性。其意義在於：對投資人而言，子公司與母公司借款同為企業負債之一部分。再者以實質控制力為編製基礎之合併財務報表可完整表達企業之財務狀況，而有助於提升經濟個體財務資訊之透明度。

【關鍵字】子公司、經濟個體、合併財務報表

Abstract

This study uses Ohlson valuation model to address the valuation implications of subsidiary's debt to investors and the effect of consolidation scope change mandated by ROC FASB in 2005 on the value relevance of subsidiary's debt. The sample is from TEJ database and consists of 227 firms, ranging from 2001 to 2006. Our findings are: (1) the Subsidiaries' debt is negatively associated with the valuation of parent company. Besides, the valuation coefficient of subsidiaries' debt is statistically insignificantly different that of parent's debt. (2) 2005 consolidation scope change does not decrease the relevance of subsidiary's debt. These findings imply that from the point of view of investors, the debt of subsidiaries and the debt of parent are both the liabilities of consolidated entity. Furthermore, consolidated financial statements, prepared on the basis of substantial control power, could fully present the financial condition of the economic entity and enhances the transparency of financial information.

【Keywords】subsidiary, economic entity, consolidated financial statement

臺灣大學學術期刊資料庫

壹、緒論

企業 (經濟個體) 常受各種經營條件之約束，而會利用不同的法律個體 (如母子公司) 以達成整體之目的。以影響企業繼續經營能力甚大之負債而言，若考慮母公司對子公司擁有之「控制」能力，其有可能透過子公司或其他更下層的子公司進行借款。當這樣的安排存在時，母公司本身可能無需 (或減少) 借款，卻同樣能達到融資舉債之目的。在會計報導上，若基於法律上之有限責任觀點，母公司對於子公司之責任僅以投資金額為限，由於母公司並無清償子公司負債之義務 (背書保證除外)，因此在母公司單獨之資產負債表中僅列示其本身之負債而不列示子公司負債；然而，若從子公司融資決策也是由母公司控制之角度來看，以不同公司名義所借入之債務同為企業所用，因此將子公司負債與母公司負債合併表達，係基於合併財務報表能完整反映企業經濟實質之假設上。我國目前兼有兩種個體觀點之母公司單獨報表與合併財務報表。但就投資人而言，在母公司債務之法律責任外，子公司負債是否如企業經濟個體觀點所主張具有負債意義則是一個尚待探究的實證問題。

其次，在國際上雖多已接受以合併財務報表之揭露方式表達母公司對子公司控制的概念，但對於會計報導所應涵蓋之控制個體範圍及執行細節卻仍有爭議。如因為安隆案所引起有關「特殊目的個體 (Special Purpose Entity；SPE)」之討論，而有 Financial Accounting Standards Board (FASB) 於 2003 年發布 Fianacial Accounting Series No. 46 (FIN 46)，界定「變動利益個體 (Variable Interest Entity；VIE)」，將財務支援、剩餘利益與風險之承擔等項目納入考量合併表達之範圍。此外，International Accounting Standards Board (IASB) 與 FASB 目前亦尚在溝通與研議是否要將所有之從屬個體，包括 SPE 與 Statement of financial Accounting Standards No. 140 (SFAS 140) (FASB, 2000) 所定義之 Qualified Special Purpose Entity (QSPE)，納入合併財務報表中。國內亦有控制範圍界定的類似問題：我國之第七號公報 2005 年跟隨 International Accounting Standards No. 27 (IASB, 2003) 之規範將控制能力之定義由股權控制變更為可主導及監管其他個體財務、營運及人事方針之實質控制。原有得不編入合併報表之除外規定取消，而母公司必須在喪失對子公司之控制能力時方可將其排除於合併財務報表之編製外 (註[1])。修正後的第七號公報擴大了納入合併財務報表之子公司範圍，但此種揭露要求卻引起執行上之頗多爭論。譬如，當子公司股東權益已為負數

註[1] 在控制能力之判斷上，即使股權超過百分之五十但有反證不具控制能力時亦可排除於合併財務報表之編製外。對董事會的控制與因其他方式而具有控制能力者亦在範圍內；喪失控制能力則未必是由於持股狀況改變所致。當子公司受政府、法院、管理人、其他個體控制或合約限制時亦有可能。此外刪除原條文中得不編入合併報表之子公司除外規定包括：營業性質不同、已宣告破產或裁定重整、受外匯管制股利無法匯回、股東權益已為負數，以及總資產及營業收入未達母公司各該金額百分之十者。

臺灣博碩士論文知識加值系統

時，其對母公司而言已無剩餘之股權價值。原條文中允許在此情況下子公司無需編入合併財務報表中。而在新修正之規定中，當母公司尚未喪失 (或無法放棄) (註[2]) 對子公司之控制時都必須繼續合併。但關鍵在於，繼續合併是否將降低合併財務報表中子公司資訊 (負債) 之攸關性。

本研究之研究動機有二：首先是檢驗市場是否將子公司負債當成是企業整體負債之一部分；其次則測試合併財務報表範圍擴大是否影響子公司負債對股權評價之攸關性。利用我國之合併財務報表與母公司單獨報表資訊，可將合併總借款分離為母公司與子公司部分。在 Ohlson (Ohlson, 1995, 1999; Feltham & Ohlson, 1995) 評價模型中，分別估計並比較母公司與子公司借款對企業評價之關聯性，並進而檢視 2005 年前後子公司借款之資訊攸關性是否有所改變。樣本取自台灣經濟新報社，研究期間為 2001 至 2006 年，共 227 家編製有合併財務報表公司之財務與股價資料。若投資人將子公司看做一獨立個體，則其負債將不會在評價方程式中計價；反之若投資人將母子公司視為一體，則子公司負債將有如同母公司負債之評價。我們發現子公司借款與母公司評價具有負向之關聯性，且子公司與母公司借款有類似的評價關聯性；另一方面 2005 年後合併財務報表範圍之擴大並未降低子公司借款之評價關聯性。

其意義在於：母公司除法律上對於子公司投資之有限責任外，合併經濟個體因企業融資活動所產生之負債，並不因是以子公司名義借款即與母公司本身之負債有所差異。換言之，投資人認同將子公司包括在合併財務報表中之經濟個體觀點，其評價則反映了與子公司負債相關之清償責任。其次，由於子公司借款之評價關聯性並未受到第七號公報修正之影響，故可提供證據以回應將所有子公司納入合併個體所引發之疑慮，並呼應國際會計準則以控制力為合併報導基礎之準則規範趨勢。

本研究其他部分組織如下：第二節討論合併財務報表對於子公司負債報導之文獻與背景；第三節介紹研究設計 (實證分析方法介紹與變數衡量)；第四節為樣本之蒐集；第五節為與實證結果 (包括敘述性統計、模型估計與敏感性分析)；第六節為結論與建議。

貳、背景

當母公司透過受控制之子公司或其他個體名義借款時，可避免將負債留在本身之資產負債表上，卻同樣能達到舉債之目的。由於此種利用資產負債表外融資方式之盛行，故有必須將子公司負債與母公司負債合併表達之主張 (Benis, 1979; Mohr, 1988;

註[2] 若子公司並未聲請破產或法院否准其請。如明基 (現為佳世達) 併購德國西門子手機部門營造品牌形象，但失敗後向法院申請破產重整，而引發工會反對、德國政府與媒體批判之例。

臺灣大學學術期刊資料庫

Heian & Thies, 1989) (註[3])。正如同我國財務準則公報第七號第四段所述：

「會計資訊之提供應著重經濟實質，而不拘泥於法律形式。企業之經營常因法律上、經濟上或其他因素之考慮，而使一個經濟個體透過兩個以上之法律個體 (如母子公司) 運作，在此情況下，若僅閱讀單一法律個體之財務報表，自難瞭解整個經濟個體活動之全貌。因此會計報導應以編製合併財務報表之方式，表達整個經濟個體之實質。」

在此立場上，美國Securities and Exchange Commission (SEC) 於 1982 年發布 Accounting Series Release (ASR) No. 302，廢除母公司單獨財務報表之申報全面改採合併財務報表，且 SFAS 94 (FASB, 1987) 之發布更增加合併財務報表之報導範圍 (包括業務與母公司不同之財務子公司)。然而，這種企業合併個體觀點之報導方式卻仍有爭議；基於法律個體觀點，母公司對於子公司之責任僅以投資金額為限。母公司除另提供財務支援(如背書保證)，並不承擔子公司負債之清償責任，因此當負債非以合併個體名義取得或母公司未保證子公司負債時，合併財務報表將無法呈現此資訊。故有研究認為母公司單獨報表所揭露之負債，對母公司之投資人與債權人反較具有資訊攸關性 (Walker, 1976; Pendlebury, 1980; Francis, 1986)。此外 Mian 與 Smith (1990) 檢視 SFAS 94 (FASB, 1987) 實施前之樣本，發現未編製合併財務報表之企業並未利用營業租賃或未提撥退休金負債等資產負債表外融資之可能選項；該文指出企業應按母子公司間營運、財務及資訊之關聯性緊密與否，自行考量提供攸關之財務報表資訊。

因此對於財務報表使用者而言，母公司單獨報表或合併財務報表何者能提供較為攸關之資訊仍是一個尚待探究的實證問題。由於美國獨採合併財務報表故難以蒐集樣本資料研究其差異；相對的我國目前採行合併財務報表與母公司單獨報表並行制度 (母公司單獨財務報表之編製頻率為每季一次，合併財務報表則為每半年一次)，因而得以利用兩表之資訊進行比較與分析。

過去國內之研究指出：合併財務報表由於減少了會計分類不適當之情況 (相對於母公司損益表將子公司投資收益置於營業外項目，合併損益表將之歸為營業項目較符合合併個體假設) 其盈餘資訊對企業異常盈餘之解釋力，較母公司單獨報表為佳 (張福星，1997; 蘇煥文，2001; 王詩韻，2003)；但兩種報表在對系統風險之解釋能力、預測異常報酬與盈餘變動之表現上，則並未呈現出顯著之差異 (蘇仁偉，1998; 蘇敏賢，2000; 蘇心盈，2003)。前述研究之共同處在於直接比較合併財務報表與母公司單獨報表之各項餘額或所構成之財務比率，而葉疏、蔡彥卿與方偉廉 (2006) 則是以合併個體

註[3] Benis (1979) 認為報表中若未併入財務性子公司，將影響投資人對於企業未來現金流量之評估；Mohr (1988) 發現母公司報表並未充分揭露有關子公司應收款、母子公司關係及對子公司債務承擔之資訊；Heian 與 Thies (1989) 指出在 SFAS 94 (FASB, 1987) 適用前，由於財務子公司並未納入合併財務報表編製範圍，故將使得企業財務風險被低估。

臺灣大學學術期刊資料庫

中之母子公司為探討對象。該研究將合併總負債拆解為母公司負債與子公司負債，並發現母公司之財務狀況 (資本結構、流動性與獲利能力) 與子公司借款間具有關聯性。其意義在於母公司可能運用控制力以子公司之名義進行借款，故合併財務報表將母子公司借款加總之表達方式有助於母公司利害關係人瞭解企業融資決策之全貌。

另一方面，儘管國際上多已接受合併經濟個體之控制概念，但對於如何界定經濟個體之控制範圍則尚未有定論。因 SPE 之合併問題，使得會計準則對於如何界定合併個體之控制範圍有了更廣泛之討論。如 FASB (2003) 推出 FIN 46 將 VIE 列入合併表達。VIE 之判斷條件主要有三點：1. 該個體非能自主經營，2. 他個體對之除有限之股權投資外尚有其他利益 (如財務支援) 存在，3. 他個體為主要之受益人。換言之，企業透過 VIE 承擔了SPE 資產負債價值變動之剩餘利益與風險。但 FIN 46 (FASB, 2003) 卻並未完整處理 SPE 之合併問題，因其將金融資產移轉中，企業是否已經放棄控制權之判定交給 SFAS 140 (FASB, 2000) 對 QSPE 之規範 (註[4])。相對的，IASB 之立場則較為全面。IAS 27 (IASB, 2003) 之原則是所有受控之從屬個體 (包括子公司與 SPE (註[5])) 都應合併表達，其規範指出所謂控制之意義是掌握企業融資與營運決策進而由其活動中獲益之權利。目前 IASB 尚與 FASB 協調並試圖朝向提供更為嚴謹之控制能力定義 (註[6])。

我國為與國際會計接軌，乃於 2005 年跟隨 IAS 27 (IASB, 2003) 之規範修正第七號公報，將控制能力之定義由股權控制變更為可主導及監管其他個體財務、營運及人事方針之實質控制。此外將原有得不編入合併財務報表之除外規定取消，而母公司必須在喪失對子公司之控制能力時方可將其排除。此修正雖有助於財務報表透明度之提升，然而值得探究之問題是當合併財務報表納入所有子公司時 (包括一些營業性質不同、已宣告破產或裁定重整、受外匯管制股利無法匯回、股東權益已為負數者)，是否反而增加投資人解讀財務資訊之難度進而降低其攸關性。

註[4] 如果資產之移轉同時滿足以下三個條件，則視為放棄金融資產之有效控制，受讓方為 QSPE：1. 資產與移轉方分離，即資產已在移轉方控制範圍之外；2. 受讓方可無條件將金融資產抵押或再移轉；3. 移轉方不再透過契約方式而有義務贖回移轉資產以保持對其之有效控制。

註[5] IASB 對 SPE 之控制概念規範在 SIC 12 (IASB, 1998) 中，包括：1. SPE 之活動係為符合企業個體之特殊需要；2. 企業個體擁有策略決定權利已獲取 SPE 活動之多數利益；3. 企業個體可透過自動導航機制獲取 SPE 活動之多數利益；4. 企業個體暴露在 SPE 之企業風險中；5. 企業個體擁有 SPE 之多數剩餘利益。而針對金融資產移轉之規範部分，IAS 39 (IASB, 2004) 亦基於 IAS 27 (IASB, 2003) 之合併原則修正，並採用後續涉入概念作為判斷金融資產除列與否之最終條件。

註[6] 包括：1. 權利標準：決定他個體策略融資及經營決策之權；2. 獲利標準：取得獲利之能力；3. 增進、保護或限制獲利減少風險之力量。

臺灣大學學術期刊資料庫

參、研究設計

子公司負債是否具有評價攸關性，與退休金及資產證券化等與資產負債表外活動有關之交易有類似問題。易言之，關鍵在於資產負債之報酬與風險是否已經由企業移轉至員工 (退休金) 與 SPE (證券資產化)。在退休金問題上，Landsman (1986) 與 Barth (1991)，探討報表中未認列之退休基金資產負債評價意涵，將所估算應增列之相關資產與負債帶入模型，以估計其與股權價值間是否有顯著之關聯性。但在 Ohlson (1995) 與 Feltham 與 Ohlson (1995) 建構企業價值與股東權益帳面價值與未來異常盈餘之關係式前，股權評價與會計資訊間之關係並不清楚，Ohlson 模型的發展使股價與會計數字間之關聯有了明確之依據。Landsman、Peasnell 與 Shakespeare (2006) 即採用評價模型，檢視在證券資產化交易中，投資人是否將 SPE 所持有之證券化資產與相關負債視為發起企業之資產負債。

一、母公司方程組

Landsman et al. (2006) 將股東權益帳面價值拆解為資產與負債，並且再加入證券化後之資產與負債一起估計。本研究循其設計，在評價模型中先將股權權益帳面價值拆解成母公司之資產與負債 (註[7])。但我們將負債定義為具有融資性質之借款，而將一般營業性質之負債列為計算淨資產之減項。加上異常盈餘後，建構之方程組如下列：

$$AE\text{ARN}_{it} = \omega_0 + \sum_{t=2002}^{2005} Y_t + \sum_{j=1}^{20} i_j + \omega_1 BV_{i,t-1} + \omega_2 AE\text{ARN}_{i,t-1} + \varepsilon_{it}^{A} \tag{1a}$$

$$\begin{aligned} MVE_{it} = {} & \alpha_0 + \sum_{t=2002}^{2005} Y_t + \sum_{j=1}^{20} i_j + \alpha_1 P_Asset_{it} + \alpha_2 P_Debt_{it} + \alpha_3 AE\text{ARN}_{it} \\ & + \alpha_4 S_Debt_{it} + \varepsilon_{it}^{M} \end{aligned} \tag{1b}$$

於評價模型外加入異常盈餘之預測模型 (1a) (Barth, Beaver, Hand, & Landsman, 1999; Bell, Landsman, Miller, & Yeh, 2002)，Ohlson (1999) 說明其意涵在於，當本期異常盈餘細項對未來異常盈餘越具有預測能力時，則其在評價模型中將更為重要。*AEARN* 為異常盈餘，等於，$NI_t - rBV_{t-1}$ 其中 NI_t 代表繼續營業部門淨利 (註[8])，BV_{t-1} 為

註[7] Feltham 與 Ohlson (1995) 將資產分為營運資產與財務資產，成為兩個可以分別估計之會計項目，而公司之借款即為一負數之財務資產。有關營運資產與財務資產在財務報表分析與在評價模型中之意涵與用途，可參見 Penman (2006)。

註[8] Barth et al. (1999)，Dechow、Hutton 與 Sloan (1999)，及 Bell et al. (2002) 等均採用此定義。雖此定義違反 Clean Surplus Relation (CSR)，但 Ohlson (1999) 指出，因一次性或暫時性項目並不具預測能力，是以在實證研究中是可行的。

臺灣大學學術期刊資料庫

股東權益帳面價值 (前期)，r 則為資金成本：依 Barth et al.(1999)，Dechow et al. (1999)，及 Bell et al. (2002) 等之研究將設為 12% (註[9])。Barth et al. (1999) 指出，預測模型中異常盈餘之計算，其資金成本是設定的，而所乘之前後期股東權益帳面價值具相關性，此將造成前後期之異常盈餘序列相關，加入前期股東權益帳面價值則可舒減此情況。按理論推測，若前期異常盈餘具有預測未來異常盈餘之能力，則其係數 $\omega_2 > 0$。

先將股東權益帳面價值拆解成母公司資產及借款，以瞭解模型之設定是否符合理論預測，並可作為合併個體方程組各組成項係數之比較標準。為公司年底之股權市值；*P_Asset* 為母公司資產 (扣除營運負債後之淨資產) (註[10])；*P_Debt* 則為母公司借款 (包括長短期借款在內，但不包括非付息之營運負債)。股東權益帳面價值在評價模型中之係數為正，而資產與借款係股東權益帳面價值之加減項目，因此 $\alpha_1 > 0$ 而 $\alpha_2 < 0$；而異常盈餘之係數 α_3 則應與 ω_2 一樣，同為正。

此外我們在 (1b) 中加入子公司借款 *S_Debt* (定義為合併借款減母公司借款)，作為模型中之其他資訊，並檢驗其對於企業評價是否具有資訊意涵。若其係數值 $\alpha_4 < 0$，代表對投資人而言，除母公司本身之負債外，子公司借款亦具有增額之負向評價意義。但在母公司評價模型中，子公司借款一項並非由股東權益帳面價值拆解出來，因此無法與母公司借款在同一基礎上進行負債意義之比較。然而此處之測試結果卻能增強本研究對子公司借款負債意義之檢驗。

方程組中，i 與 t 分別代表公司與年度；ω_0 與 α_0 為兩式之截距項；ε_{it}^{A} 與 ε_{ti}^{M} 則為兩式之殘差項，可代表隨機誤差加上評價模型中所稱之其他資訊；此外，加入年度虛擬變數 (Y_t) 及產業虛擬變數 (i_j) 以捕捉其固定效果。對於方程組之估計，採用 Seemingly Unrelated Regression (SUR)，允許殘差項跨式相關。除跨年度樣本之迴歸外，再估計分年度之橫斷面迴歸以排除樣本公司在年度間之相關性問題。

二、合併個體方程組

(一) 子公司負債之股權評價關聯性

不論是合併財務報表或母公司單獨報表，屬於母公司股東之股東權益帳面價值是相同的。但於合併財務報表中，股東權益帳面價值則可分解為合併資產 (母子公司總資產) 減除母公司負債、子公司負債及少數股權。因此，在合併個體方程組之評價

註[9] 本研究另將資金成本設為 10%，其實證結果，在係數之估計值、顯著程度及模型解釋力等各方面均無差異。

註[10] 由於本研究之重點是在負債之檢驗上，是以並未再將營運資產與財務資產分離表達。若以 *OA* 代表營運資產，*OL* 為營運負債，*FA* 為財務資產，*FL* 為借款而 *BV* 為股東權益帳面價值。則 $BV=[(OA-OL)+FA]-FL$；$=[(OA-OL)+FA]$ 而 $=FL$。

臺灣大學學術期刊資料庫

模型中，子公司借款是否具有評價上之攸關性，將反映投資人對子公司負債所採取之觀點。而檢視子公司與母公司借款之估計係數，則可比較其負債意義異同。方程組建構如下：

$$AE\text{ARN}_{it} = \omega_0 + \sum_{t=2002}^{2005} Y_t + \sum_{j=1}^{20} i_j + \omega_1 BV_{i,t-1} + \omega_2 AE\text{ARN}_{i,t-1} + \varepsilon_{it}^{A} \tag{2a}$$

$$MVE_{it} = \alpha_0 + \sum_{t=2002}^{2005} Y_t + \sum_{j=1}^{20} i_j + \alpha_1 C_Asset_{it} + \alpha_2 P_Debt_{it} + \alpha_3 S_Debt_{it} + \alpha_4 MI + \alpha_5 AE\text{ARN}_{it} + \varepsilon_{it}^{M} \tag{2b}$$

異常盈餘模型中，由於合併財務報表之表達方式並不改變獲利能力與股東權益帳面價值，故其設定與母公司單獨報表者相同；評價模型部分，除異常盈餘 *AEARN* 與母公司借款 *P_Debt* 與母公司單獨報表相同外；*C_Asset* 為合併資產 (合併資產扣除營運負債)，*MI* 則為少數股權 (註[11])。依據評價模型之推測，合併資產之係數 $\alpha_1 > 0$，母公司借款之係數 $\alpha_2 < 0$，至於少數股權，因其股權價值不屬於合併個體，若按會計等式推測，其係數 $\alpha_4 < 0$。

而對於在子公司借款 *S_Debt* ，若母公司股東認同法律觀點：母公司對子公司之責任以投資金額為限，並不直接負有清償子公司借款之義務。則在評價模型中，子公司借款將不具有評價上之關聯性，因此其係數 $\alpha_3 = 0$。

但另一方面，若母公司股東基於母公司對子公司之財務或營運運作之承諾與控制，而將子公司視為合併個體之一部分時，則子公司債務一如母公司負債係供企業整體之用。如 Comiskey、McEwen 與 Mulford (1987) 指出：母公司對子公司之債務承擔未必係透過債務保證。當母子公司間存在業務整合關係，而有類似財務保證之營運承諾時，母公司實際上是以子公司債務供整體營運之用，在此情況下合併負債才能完成表達合併個體之財務狀況。若投資人持此合併個體觀點，將子公司借款視為合併個體應承擔之財務風險與責任，則其係數 $\alpha_3 < 0$。再者，子公司借款若視為合併借款之一部分，合併個體對其義務與對母公司借款者並無二致，在此基礎上，母公司與子公司借款對企業評價之影響亦應相同，故其係數之差將無顯著差異，亦即 $\alpha_2 - \alpha_3 = 0$。

註[11] 以 *OA* 代表營運資產，*OL* 為營運負債，*FA* 為財務資產，*FL* 為借款，*BV* 為股東權益帳面價值而 *MI* 為少數股權，則按照會計恆等式 *BV*+*MI*=[(*OA*-*OL*)+*FA*]-*FL*；若再將資產負債拆解成母公司 (*_P*) 與子公司 (*_S*) 兩者，將 *MI* 移至等式右邊則可進一步寫為 *BV*=[(*OA_P*-*OL_P*)+*FA_P*]-*FL_P*+[(*OA_S*-*OL_S*)+*FA_S*]-*FL_S*-*MI*，底線部分為子公司資產減子公司借款與少數股權，其值為 0。再將母子公司資產加總為合併資產，即 *BV*=[(*OA*-*OL*)+*FA*]-*FL_P*-*FL_S*-*MI*。=[(*OA*-*OL*)+*FA*]，與為 *FL_P* 與 *FL_S*。

臺灣大學學術期刊資料庫

根據上述分析，本研究建立兩項假說如下：

$H1_0$：子公司借款與母公司評價無關聯性。

$H1_a$：子公司借款與母公司評價呈負相關。

$H2_0$：母子公司借款對母公司評價之關聯性無差異。

$H2_a$：母子公司借款對母公司評價之關聯性不同。

(二) 合併財務報表報導範圍擴大之影響

另一方面，於 2005 年我國之財務會計準則第七號「合併財務報表」擴大了合併財務報表適用範圍與報導。要點包括：1. 從過半數股權控制修擴張至對其他個體財務、營運及人事方針能加以主導及監管之實質控制力；2. 編製合併財務報表時，應將所有子公司納入，而不再有除外規定之適用。本次修正依循 IAS 27 (IASB, 2003) 之規範與國際接軌，並呼應以控制基礎做為企業個體界線之方向。然而，此變革是否造成子公司負債之衡量誤差增加，從而降低了合併財務報表中有關子公司負債之揭露品質？本文乃進一步測試：子公司負債與企業評價之關聯性是否受到影響。我們於原方程組之評價模型 (2b) 中加入一虛擬變數 *S_Debt*1，其值於 2005 年之前為 0 於 2005 年之後則為*S_Debt*。因此 2005 年後子公司借款之係數為 $\alpha_3 + \gamma_1$，比較其與 α_3 之大小則可檢驗準則改變前後，投資人對子公司負債之信賴程度是否下降。

$$AE\text{ARN}_{it} = \omega_0 + \sum_{t=2002}^{2005} Y_t + \sum_{j=1}^{20} i_j + \omega_1 BV_{i,t-1} + \omega_2 AE\text{ARN}_{i,t-1} + \varepsilon_{it}^{A} \tag{3a}$$

$$\begin{aligned} MVE_{it} = {} & \alpha_0 + \sum_{t=2002}^{2005} Y_t + \sum_{j=1}^{20} i_j + \alpha_1 C_Asset_{it} + \alpha_2 P_Debt_{it} + \alpha_3 S_Debt_{it} \\ & + \gamma_1 S_Debt1_{it} + \alpha_4 MI + \alpha_5 AE\text{ARN}_{it} + \varepsilon_{it}^{M} \end{aligned} \tag{3b}$$

因此，本研究之假說三建立如下：

$H3_0$：2005 年前後子公司借款之母公司股權評價關聯性無差異。

$H3_a$：2005 年後子公司借款之母公司股權評價關聯性下降。

肆、樣本組成

樣本公司財務資料取自台灣經濟新報社財務資料庫之一般產業財務資料 (已排除證券金融產業) 及合併財務報表資料模組，股價資料則取自權益資料庫 (除權除息調整)，選樣公司為編製有合併財務報表之上市及上櫃公司 (排除發行特別股之公司)

臺灣人文學術期刊資料庫

(註[12])。其他蒐集與選取過程如下：

1. 研究期間為 2001 年至 2006 年，財務資料蒐集起自 1999 年。
2. 於 2000 年至 2006 年，列報之繼續營業部門淨利均必須為正數。
3. 為避免錯誤值與極端值之影響，將納入異常盈餘預測模型及評價模型分析之變數，刪除上下各 1% 之觀察值。

第二項程序循 Bell et al. (2002) 之研究：其發現盈餘為負值時，對於市價之關聯性係數亦為負，顯示負盈餘在模型中可能代理了其他資訊。因此，將負盈餘樣本排除以避免對異常盈餘係數估計之影響。而第三項篩選程序係循 Kothari 與 Zimmerman (1995)，Collins、Maydew 與 Weiss (1997)，Barth et al. (1999)，及 Bell et al. (2002) 等之研究。最後之樣本為 227 家 (2001 至 2006 跨年總樣本數為 1,362 個)，樣本資料之篩選及產業分配情形詳如表 1。

如表 1 所示，紡織、電機機械、電器電纜與建材營造等傳統行業，樣本公司超過 10 家以上 (分別為 15、11、12 及 11 家)。而占樣本最多者則為電子業，共 101 家。

表 1 樣本組成

Panel A：樣本篩選

一般產業公司 (於樣本期間 1999-2006 有完整之財務及股權資料)	913
無合併財務報表資料之公司	(542)
發行特別股之公司	(7)
樣本期間中有負盈餘之公司	(86)
上下 1% 極端值	(51)
篩選後之樣本公司數	227

Panel B：各產業之分配表

產業別	觀察值個數	佔總樣本數 %
水泥	7	2.96
食品	8	3.53
塑膠	9	4.09
紡織	15	6.83
電機機械	11	4.85
電器電纜	4	1.61
化學生技醫療	12	5.29

臺灣大學學術期刊資料庫

註[12] 發行特別股之公司，其資本結構中，股東權益帳面價值部分將包括特別股在內。由於要將特別股所占之部分自股東權益中排除較為複雜，因此捨棄該種樣本公司。

Panel B：各產業之分配表

產業別	觀察值個數	佔總樣本數 %
玻璃陶瓷	2	1.06
造紙	4	1.58
鋼鐵	5	2.32
橡膠	5	2.29
汽車	2	0.77
建材營造	11	5.03
航運	5	2.13
觀光	2	0.68
貿易百貨	6	2.51
通訊網路	0	0.00
軟體	0	0.00
綜合及其他	18	7.94
電子	101	44.54
合計	227	100.00

伍、實證結果

一、敘述性統計與相關性分析

敘述性統計與相關分析之變數包括：股權市值 *MVE*、股東權益帳面價值 *BV*、合併資產 *C_Asset*、母公司借款 *P_Debt*、子公司借款 *S_Debt*、母公司保證或有負債 *P_GDebt*、少數股權 *MI* 以及異常盈餘 *AEARN*。為具有財務比率分析上之意涵，本研究將各項變數 (包括年度虛擬變數及產業虛擬變數)俱以平均股東權益帳面價值平減 (註[13])；另為檢視 2005 年合併財務報表編製準則之改變，對於各項變數是否有顯著影響，再按 2005 年為界分為兩個子表。

敘述性統計跨年 (2001 至 2006 年) 總觀察值總數為 1,362 個，其極小值、P10、Q1、平均數、中位數、Q3、P90、極大值及標準差如表 2 所示。*MVE* 代表市值相對於平均股東權益帳面價值之比例，其平均數 (中位數)為 1.77 (1.47)；合併資產

註[13] 本研究以平均股東權益帳面價值平減之設計，乃與另一相關論文 (葉疏等人，2006) 之變數設定互相參照。該文為使財務風險變數具有財務比率之意涵而採用平均股東權益帳面價值平減。另一方面為維持方程式中，各項自變數係在同一之基礎上進行估計，循 Barth et al. (1999) 及 Bell et al. (2002) 等之研究，將各項虛擬變數 (年度與產業) 亦以平均股東權益帳面價值平減。此外，Barth 與 Kallapur (1996) 指出，當用以平減之變數並非真正之規模變數時，平減將產生係數估計之偏誤或加深異質性變異之問題。因此，本研究除以平均股東權益平減外，亦以年底之發行股數平減 (循 Bell et al., 2002; Landsman et al., 2006 等研究)，並且再用未平減之原始變數驗證。其分別之實證結果，在係數之估計值、顯著程度及模型解釋力等各方面均無明顯差異。

C_Asset，之平均數 (中位數) 則為 1.62 (1.50)；借款部分，母公司借款 *P_Debt* 之平均數 (中位數) 0.34 (0.26) 倍於子公司借款 *S_Debt* 之 0.17 (0.07)；少數股權 *MI* 之比例甚小，平均數 (中位數) 為 0.05 (0.001)，但標準差卻達到 0.12，顯示出企業外部股權多寡之差異性；至於異常盈餘，因係以繼續營業部門淨利率減除 12% 之資金成本率，其平均數僅為 0.02，中位數甚至為 0。此外比較 2005 年前後之差異：股權市值略有減少 (中位數由 1.49 降到 1.44)；合併資產之增減較不明顯 (平均數自 1.60 增加到 1.65，但中位數則由1.51 降到 1.49) 借款部分，母公司借款之減少幅度較大 (中位數由 0.29 降到 0.21)，相對的子公司借款卻呈現出增加 (中位數由 0.07 到 0.10)；至於少數股權則亦有增幅 (中位數由0.00 到0.02)。

積差相關係數如表 3 所示。首先，*MVE* 對 *BV* 及 *AEARN* 有較高度之正相關，其係數分別為 0.55 與 0.75 (跨年樣本；2005 年前後之樣本亦呈現出類似模式)，此與評價模型之預期相符；而 *AEARN* 與 *BV* 彼此間亦有中度正相關 (0.65)，此可能由於 *BV* 中含有本期尚未發放之盈餘所致；其次，跨年樣本中 *P_Debt* 與 *C_Asset* 之正相關為 0.63，但與 *S_Debt* 之正相關卻分別只達到 0.17 (2005 年後之樣本則表現出較高之相關性，係數分別為 0.26) (註[14])；最後，*MVE* 對 *C_Asset* 之相關係數為負值 (-0.02)，則可能是由於資產中負債資金來源之負相關影響，因此其單獨之關聯性必須在評價模型中進一步檢視。

表 2 敘述性統計

Panel A：跨年 (n=1,362)

變數	極小值	P10	Q1	平均數	中位數	Q3	P90	極大值	標準差
MVE	0.24	0.73	0.99	1.77	1.47	2.17	3.17	11.39	1.13
BV	0.68	0.99	1.01	1.05	1.04	1.08	1.14	1.85	0.07
P_Asset	0.77	1.10	1.21	1.36	1.30	1.54	1.75	6.56	0.35
C_Asset	0.85	1.13	1.23	1.62	1.50	1.85	2.25	7.94	0.64
P_Debt	0.00	0.00	0.06	0.34	0.26	0.50	0.74	3.55	0.35
S_Debt	-0.09	0.00	0.01	0.17	0.07	0.23	0.45	3.89	0.27
MI	0.00	0.00	0.00	0.05	0.01	0.06	0.14	1.00	0.12
AEARN	-0.15	-0.09	-0.05	0.02	0.00	0.07	0.14	0.58	0.10

註[14] *P_Debt* 與 *S_Debt* 間之積差相關係數，與葉疏等人 (2006) 之發現(跨年度樣本為 0.45) 相較為低。此差異可能來自本研究選取之樣本為正盈餘公司，此類公司較容易取得借款 (獲利情況為一主要之授信條件)，安排以子公司名義取得借款之需要較少。因此母子公司借款間之正向關聯性較低。

臺灣大學學術期刊資料庫

Panel B：2004年前 (n=908)

變數	極小值	P10	Q1	平均數	中位數	Q3	P90	極大值	標準差
MVE	0.24	0.71	0.97	1.78	1.49	2.16	3.31	11.39	1.20
BV	0.68	0.98	1.01	1.05	1.03	1.07	1.14	1.85	0.08
P_Asset	0.77	1.08	1.17	1.31	1.21	1.53	1.69	6.31	0.37
C_Asset	0.89	1.11	1.24	1.60	1.51	1.82	2.18	7.56	0.67
P_Debt	0.00	0.00	0.08	0.35	0.29	0.52	0.76	3.55	0.35
S_Debt	-0.06	0.00	0.00	0.15	0.07	0.20	0.39	3.89	0.25
MI	0.00	0.00	0.00	0.04	0.00	0.04	0.12	1.00	0.10
AEARN	-0.13	-0.09	-0.06	0.01	-0.01	0.06	0.14	0.58	0.10

Panel C：2005 年後 (n=454)

變數	極小值	P10	Q1	平均數	中位數	Q3	P90	極大值	標準差
VE	0.38	0.80	1.02	1.75	1.44	2.18	3.07	7.01	0.99
BV	0.77	1.00	1.02	1.06	1.05	1.09	1.13	1.36	0.07
P_Asset	0.81	1.10	1.21	1.37	1.30	1.54	1.77	6.56	0.35
C_Asset	0.85	1.13	1.26	1.65	1.49	1.96	2.43	7.94	0.60
P_Debt	0.00	0.00	0.04	0.31	0.21	0.46	0.72	3.41	0.37
S_Debt	-0.09	0.00	0.01	0.21	0.10	0.29	0.57	2.06	0.30
MI	0.00	0.00	0.00	0.07	0.02	0.09	0.20	0.99	0.14
AEARN	-0.15	-0.09	-0.05	0.02	0.01	0.07	0.14	0.43	0.09

變數定義：

MVE：股權市值 (公司股權市值/平均股東權益帳面價值)

BV：股東權益帳面價值 (母公司股東權益帳面價值/平均股東權益帳面價值)

P_Asset：母公司資產 ([母公司資產－母公司營運負債]/平均股東權益帳面價值)

C_Asset：合併資產 ([合併總資產－合併營運負債]/平均股東權益帳面價值)

P_Debt：母公司借款 (母公司借款/平均股東權益帳面價值)

S_Debt：子公司借款 ([合併借款－母公司借款]/平均股東權益帳面價值)

MI：少數股權 (少數股權淨值/平均股東權益帳面價值)

AEARN：異常盈餘 ([繼續營業部門淨利 -12%* 母公司股東權益帳面價值]/平均股東權益帳面價值)

臺灣大學學術期刊資料庫

表 3 相關矩陣 (積差相關係數)

變數	*MVE*	*BV*	*P_Asset*	*C_Asset*	*P_Debt*	*S_Debt*	*MI*	*AEARN*
跨年 (n=1,362)								
MVE	1.00							
BV	0.55	1.00						
P_Asset	-0.17	0.03	1.00					
C_Asset	-0.02	0.11	0.85	1.00				
P_Debt	-0.09	0.01	0.98	0.63	1.00			
S_Debt	-0.10	-0.02	0.21	0.75	0.17	1.00		
MI	0.02	0.01	0.07	0.49	0.04	0.47	1.00	
AEARN	0.75	0.65	-0.16	0.01	-0.06	-0.05	-0.01	1.00
2004 前 (n=908)								
MVE	1.00							
BV	0.59	1.00						
P_Asset	-0.12	0.06	1.00					
C_Asset	-0.01	0.08	0.86	1.00				
P_Debt	-0.12	-0.06	0.99	0.57	1.00			
S_Debt	-0.08	-0.03	0.21	0.74	0.13	1.00		
MI	0.05	0.04	0.07	0.46	0.02	0.39	1.00	
AEARN	0.77	0.67	-0.20	-0.01	-0.14	-0.04	0.04	1.00
2005 後 (n=454)								
MVE	1.00							
BV	0.44	1.00						
P_Asset	-0.22	-0.09	1.00					
C_Asset	-0.05	0.19	0.85	1.00				
P_Debt	-0.10	0.17	1.00	0.67	1.00			
S_Debt	-0.13	-0.02	0.24	0.77	0.26	1.00		
MI	-0.04	-0.05	0.05	0.55	0.08	0.56	1.00	
AEARN	0.71	0.61	-0.09	0.07	0.10	-0.07	-0.09	1.00

變數定義：

MVE：股權市值 (公司股權市值/平均股東權益帳面價值)

BV：股東權益帳面價值 (母公司股東權益帳面價值/平均股東權益帳面價值)

P_Asset：母公司資產 ([母公司資產－母公司營運負債]/平均股東權益帳面價值)

C_Asset：合併資產 ([合併總資產－合併營運負債]/平均股東權益帳面價值)

P_Debt：母公司借款 (母公司借款/平均股東權益帳面價值)

S_Debt：子公司借款 ([合併借款－母公司借款]/平均股東權益帳面價值)

MI：少數股權 (少數股權淨值/平均股東權益帳面價值)

AEARN：異常盈餘 ([繼續營業部門淨利 -12%* 母公司股東權益帳面價值]/平均股東權益帳面價值)

臺灣大學學術期刊資料庫

二、方程組之估計結果與假說檢驗

(一) 母公司方程組 (比較標準)

母公司方程組之迴歸結果如表 4 所示。異常盈餘預測式 (Panel A) 中，模型之 *Adj* R^2 於跨年樣本 (分年樣本範圍) 為 0.455 (0.429 至 0.513)；前期異常盈餘對當期異常盈餘之係數 ω_2 顯著為正，跨年樣本為 0.69 (t 值＝30.35)，分年樣本之係數則為 0.49 至 0.76 (t 值範圍在 7.70 至 18.51)，此結果與過去之研究 (Barth et al., 1999; Bell et al., 2002) 一致；但股東權益帳面價值 *BV* 之係數 ω_1 則正負互見並無一穩定之模式，以跨年樣本為例，係數為 -0.0 3 (t 值＝-3.16)。

而在評價模型 (Panel B) 中，模型之 *Adj* R^2 於跨年樣本 (分年樣本範圍) 為 0.896 (0.890 至 0.923)；異常盈餘之係數 α_3 顯著為正，跨年樣本為 8.24 (t 值＝51.46)，分年樣本之係數則從 7.05 至 10.60 (t 值範圍在 13.13 至 27.96)，亦與過去之文獻相符；另本研究將股東權益帳面價值拆為母公司資產 *P_Asset* 與母公司借款 *P_Debt* 兩項，在評價模型中分別估計之。以跨年度樣本為例 (分年樣本之模式，其估計值與顯著性與跨年樣本相似)，母公司資產 *P_Asset* 之係數為 1.23 (t 值＝25.95)，而母公司借款 *P_Debt* 則與資產反方向，其係數為 -1.27 (t 值＝-18.38)，兩者與預期之方向均相符。

表 4 母公司評價模型方程組

Panel A：異常盈餘預測模型

$$AE\text{ARN}_{it} = \omega_0 + \sum_{t=2002}^{2005} Y_t + \sum_{j=1}^{20} i_j + \omega_1 BV_{i,t-1} + \omega_2 AE\text{ARN}_{i,t-1} + \varepsilon_{it}^{A} \quad (1a)$$

年度	樣本數	*BV*		*AEARN*		*Adj* R^2
		係數	t 值	係數	t 值	
Pooled	1,362	-0.03	-3.16	0.69	30.35	0.455
2001	227	-0.03	-4.84	0.49	7.70	0.443
2002	227	-0.01	-1.96	0.60	11.68	0.441
2003	227	0.00	0.62	0.76	17.45	0.513
2004	227	0.02	3.42	0.67	15.88	0.429
2005	227	-0.01	-1.86	0.62	18.51	0.448
2006	227	0.02	2.05	0.72	20.55	0.502

臺灣大學學術期刊資料庫

Panel B：評價模型

$$MVE_{it} = \alpha_0 + \sum_{t=2002}^{2005} Y_t + \sum_{j=1}^{20} i_j + \alpha_1 P_Asset_{it} + \alpha_2 P_Debt_{it} + \alpha_3 AEARN_{it} + \alpha_4 S_Debt_{it} + \varepsilon_{it}^{M} \quad (1b)$$

年度	樣本數	P_Asset		P_Debt		AEARN		S_Debt		Adj R^2
		係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	
Pooled	1,362	1.23	25.92	-1.27	-18.38	8.24	51.46	-0.31	-3.20	0.896
2001	227	1.45	16.00	-1.38	-6.86	10.60	16.09	-0.23	-2.37	0.895
2002	227	1.66	29.79	-1.69	-13.23	10.12	26.14	-0.19	-1.78	0.921
2003	227	1.59	30.38	-1.50	-13.41	9.32	27.96	-0.16	-1.58	0.923
2004	227	1.42	30.77	-1.44	-13.91	7.05	27.25	-0.26	-2.85	0.916
2005	227	1.38	26.83	-1.53	-13.68	7.18	22.31	-0.22	-2.10	0.890
2006	227	1.52	29.24	-1.45	-12.77	8.02	24.35	-0.29	-3.13	0.905

a ω_0、α_0代表估計式截距，產業虛擬變數 (i_j) 及年度虛擬變數 (跨年迴歸時 Y_t)，其係數均省略。

b 其他變數定義：

MVE：股權市值 (公司股權市值/平均股東權益帳面價值)

BV：股東權益帳面價值 (母公司股東權益帳面價值/平均股東權益帳面價值)

P_Asset：母公司資產 ([母公司資產－母公司營運負債]/平均股東權益帳面價值)

P_Debt：母公司借款 (母公司借款/平均股東權益帳面價值)

AEARN：異常盈餘 ([繼續營業部門淨利 -12%* 母公司股東權益帳面價值]/平均股東權益帳面價值)

S_Debt：子公司借款 ([合併借款－母公司借款]/平均股東權益帳面價值)

ε_A, ε_M：殘差項，代表方程組之隨機誤差與其他資訊

此外子公司借款 *S_Debt* 在評價模型中之係數估計值均為負向。以跨年度樣本而言為 -0.31 (t 值則為 -3.20)；分年樣本之估計值亦均為負值 (範圍由 -0.16 至 -0.29，除 2002 與 2003 年外餘均達到顯著標準)。因此對投資人而言，除母公司本身之負債外，子公司借款亦具有增額之負向評價意義。

(二) 合併個體方程組 (假說檢驗)

1. 子公司負債之股權評價關聯性

由於測試期間較長 (從 2001 至 2006 共計 6 年)，為檢視樣本於年度間是否有所差異，故除了跨年樣本 (年度以虛擬變數控制) 外，並按年度分別進行測試，實證結果彙整如表 5 所示。異常盈餘預測式 (2a)中，模型之解釋力部分 *Adj* R^2 於跨年樣本 (分年樣本範圍) 為 0.455 (0.442 至 0.524)；前期異常盈餘之係數 ω_2 均顯著為正，跨年樣本為 0.69 (t 值=31.24)，分年樣本之係數則為 0.49 至 0.77 (t 值範圍在 7.72 至 18.37) 此

臺灣大學學術期刊資料庫

結果與過去之研究 (Barth et al., 1999; Bell et al., 2002) 一致；但股東權益帳面價值 *BV* 之係數 ω_1 則正負互見並無一穩定之模式，以跨年樣本為例，係數為 0.01 (t 值＝2.05)。

在評價模型 (2b) 中，模型之 *Adj* R^2 於跨年樣本 (分年樣本範圍) 為 0.894 (0.891 至 0.930)。係數估計部分，異常盈餘之係數 α_5 顯著為正，跨年樣本為 8.10 (t 值＝40.45)，分年樣本之係數則從 6.42 至 10.01 (t 值範圍介於 11.68 至 27.17)；而將股東權益帳面價值拆為合併資產 *C_Asset*、母公司借款 *P_Debt*、子公司借款 *S_Debt* 與少數股權 *MI* 等四項之估計結果：合併資產 *C_Asset* 之係數 α_1 在跨年 (1.28，t 值＝22.49) 或分年樣本 (1.34 至 1.57，t 值範圍為 14.25 至 30.50) 均為正值；而母公司借款 *P_Debt* 之係數 α_2 顯著為負，跨年樣本為 -1.25 (t 值＝-12.93)，分年樣本之係數則自 -1.36 至 -1.62 (t 值範圍在 -6.85 至 -14.47)。因此，合併資產與母公司借款之估計結果與預期方向相符。

合併個體中之子公司借款 *S_Debt* 則為本研究之檢視重點：其係數為 α_3，在跨年樣本中，估計值為 -1.42 (t 值＝-15.94) (註[15])；分年樣本之係數低於 1 者為 2001 年之 -0.90 (t 值＝-3.00)，其餘各年估計值介於 -1.51 與 -1.72 (t 值範圍在 -8.59 至 -10.65) 尚大於母公司借款 *P_Debt* 之係數 α_2。因此，實證結果顯示，子公司借款與企業評價具有負向之關聯性 ($\alpha_3 < 0$)；再以母公司借款 *P_Debt* 之係數 α_2 與子公司借款 *S_Debt* 之係數 α_3 做比較 Wald Test 之 χ^2 統計量 (p 值) 顯示，跨年樣本部分為 0.81 (0.37)；而分年樣本部分，除 2001 年之 χ^2 =2.33 (p 值 =0.13) 稍接近 10％ 之顯著水準外，其餘 χ^2 統計量 (p 值) 介於 0.05 與 1.09 (0.30 與 0.82)，與拒絕虛無假設有相當之差距，因此，整體而言，母公司與子公司借款在對企業評價之負向關聯性上並無顯著分別。

註[15] 依據評價模型，子公司借款 (財務淨負資產) 係數之理論值為 -1。以跨年樣本而言，p value 為 0.11，尚未達到拒絕之顯著水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 5 合併個體方程組

Panel A：異常盈餘預測模型

$$AE\text{ARN}_{it} = \omega_0 + \sum_{t=2002}^{2005} Y_t + \sum_{j=1}^{20} i_j + \omega_1 BV_{i,t-1} + \omega_2 AE\text{ARN}_{i,t-1} + \varepsilon_{it}^{A} \quad (2a)$$

年度	樣本數	*BV*		*AEARN*		*Adj* R^2
		係數	t 值	係數	t 值	
跨年	1,362	0.01	2.05	0.69	31.24	0.455
2001	227	-0.03	-4.55	0.49	7.72	0.442
2002	227	-0.02	-2.40	0.60	11.78	0.444
2003	227	-0.00	-0.54	0.77	17.67	0.519
2004	227	0.01	2.43	0.67	15.90	0.448
2005	227	-0.00	-0.90	0.62	18.37	0.449
2006	227	0.01	2.90	0.69	15.42	0.524

Panel B：評價模型

$$MVE_{it} = \alpha_0 + \sum_{t=2002}^{2005} Y_t + \sum_{j=1}^{20} i_j + \alpha_1 C_Asset_{it} + \alpha_2 P_Debt_{it} + \alpha_3 S_Debt_{it} + \alpha_4 MI + \alpha_5 AE\text{ARN}_{it} + \varepsilon_{it}^{M} \quad (2b)$$

年度	樣本數	*C_Asset*		*P_Debt*		*S_Debt*		*MI*		*AEARN*		*Adj* R^2	Wald Test $\alpha_2=\alpha_3$ χ^2(p 值)
		係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值		
跨年	1,362	1.28	22.49	-1.25	-12.93	-1.42	-15.94	-0.87	-3.34	8.10	40.45	0.894	0.81 (0.37)
2001	227	1.35	14.42	-1.36	-6.85	-0.90	-3.00	-1.37	-2.14	10.01	15.53	0.897	2.33 (0.13)
2002	227	1.55	26.05	-1.55	-12.08	-1.69	-8.59	-0.74	-1.71	9.11	23.22	0.919	0.40 (0.53)
2003	227	1.57	30.50	-1.54	-14.47	-1.72	-9.57	-1.46	-3.42	8.64	27.17	0.930	0.05 (0.82)
2004	227	1.40	29.27	-1.45	-13.90	-1.61	-10.65	-1.25	-3.11	6.42	24.63	0.916	1.09 (0.30)
2005	227	1.34	25.92	-1.51	-13.90	-1.65	-10.07	-0.52	-1.47	6.64	20.98	0.898	0.66 (0.42)
2006	227	1.43	27.39	-1.62	-10.47	-1.57	-9.26	-1.16	-2.84	8.16	16.32	0.891	0.19 (0.67)

a ω_0、α_0代表估計式截距，產業虛擬變數 (i_j) 及年度虛擬變數 (跨年迴歸時 Y_t)，其係數均省略。

b 其他變數定義：

MVE：股權市值 (公司股權市值/平均股東權益帳面價值)

BV：股東權益帳面價值 (股東權益帳面價值/平均股東權益帳面價值)

C_Asset：合併資產 ([合併總資產－合併營運負債]/平均股東權益帳面價值)

P_Debt：母公司借款 (母公司借款/平均股東權益帳面價值)

S_Debt：子公司借款 ([合併借款－母公司借款]/平均股東權益帳面價值)

MI：少數股權 (少數股權淨值/平均股東權益帳面價值)

AEARN：異常盈餘 ([繼續營業部門淨利 -12%* 股東權益帳面價值]/平均股東權益帳面價值)

ε_A, ε_M：殘差項，代表方程組之隨機誤差與其他資訊

臺灣大學學術期刊資料庫

少數股權 *MI* 為另一可觀察之變數：其跨年樣本之估計係數為 -0.87 (以 -1 檢驗之，p 值為 0.24)，代表少數股權對企業評價具有類似負債之反向性質；但另將之與母子公司借款之係數比較 (α_2 vs. α_4；以及 α_3 vs. α_4)，以跨年樣本而言， χ^2 統計量 (p 值) 則分別為 3.55 (0.06) 與 4.21 (0.04)，則顯示其與企業借款之評價意義有所差異。

2. 合併財務報表報導範圍擴大之影響

為檢驗 2005 年擴大子公司納入範圍之規範後，是否會造成合併財務報表之子公司借款衡量誤差增加，乃加入一虛擬變數 *S_Debt1*，以捕捉政策變動之效果：其係數與 *S_Debt* 之係數相加 ($\alpha_3+\gamma_1$) 代表 2005 年後子公司借款之評價關聯性。2004 年前之子公司借款評價係數 (α_3) 與之相較則代表合併財務報表中子公司借款之會計資訊品質變化。

表 6 2005 年前後子公司借款關聯性之檢驗

Panel A：異常盈餘預測模型

$$AE\text{ARN}_{it} = \omega_0 + \sum_{t=2002}^{2005} Y_t + \sum_{j=1}^{20} i_j + \omega_1 BV_{i,t-1} + \omega_2 AE\text{ARN}_{i,t-1} + \varepsilon_{it}^{A} \quad (3a)$$

樣本數	*BV*		*AEARN*	
	係數	t 值	係數	t 值
1,362	-0.01	-4.51	0.66	28.87
Adj R^2 =0.427				

Panel B：評價模型

$$MVE_{it} = \alpha_0 + \sum_{t=2002}^{2005} Y_t + \sum_{j=1}^{20} i_j + \alpha_1 C_Asset_{it} + \alpha_2 P_Debt_{it} + \alpha_3 S_Debt_{it} + \gamma_1 S_Debt1_{it} + \alpha_4 MI + \alpha_5 AE\text{ARN}_{it} + \varepsilon_{it}^{M} \quad (3b)$$

樣本數	*C_Asset*		*P_Debt*		*S_Debt*		*S_Debt1*		*MI*		*AEARN*	
	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
1,362	1.02	28.62	-1.23	-18.54	-1.46	-12.57	-0.18	-1.22	-0.81	-4.21	7.76	47.78
Adj R^2 = 0.907												
Wald Test：$\alpha_2 \neq \alpha_3$： χ^2(p 值) = 0.71 (0.40)												

a ω_0、α_0代表估計式截距，產業虛擬變數 (i_j) 及年度虛擬變數。

b 其他變數定義：

臺灣大學學術期刊資料庫

MVE：股權市值 (公司股權市值/平均股東權益帳面價值)
BV：股東權益帳面價值(股東權益帳面價值/平均股東權益帳面價值)
C_Asset：合併資產 ([合併總資產－合併營運負債]/平均股東權益帳面價值)
P_Debt：母公司借款 ((母公司借款/平均股東權益帳面價值))
S_Debt：子公司借款 ([合併借款－母公司借款]/平均股東權益帳面價值)
S_Debt1：虛擬變數。2005 年後為 S_Debt；2004 年以前則 0。
MI：少數股權 (少數股權淨值/平均股東權益帳面價值)
AEARN：異常盈餘 ([繼續營業部門淨利 -12%* 股東權益帳面價值]/平均股東權益帳面價值)
$\varepsilon_A, \varepsilon_M$：殘差項，代表方程組之隨機誤差與其他資訊

實證結果如表 6 所示。異常盈餘預測模型之結果與 (2a) 類似不再贅述；在評價模型 (3b) 中，模型之 *Adj* R^2 為 0.907。係數估計部分，異常盈餘之係數顯著為正，跨年樣本為 7.76 (t 值＝47.78)。合併資產 *C_Asset* 之係數為 1.02 (t 值＝28.62)，母公司借款 *P_Debt* 之係數為 -1.23 (t 值＝-18.54)，子公司借款 *S_Debt* 係數估計值為 -1.46 (t 值＝-12.57)。母子公司借款差異之檢驗，Wald Test 之 χ^2 統計量 (p 值) 為 0.71 (0.40)。因此，母公司與子公司借款在對企業評價之負向關聯性上並無顯著分別。至於少數股權 *MI* 之估計係數 (t 值) 則為 -0.81 (-4.21)。

重點在於 *S_Debt1* 之估計結果。若其值顯著為正，將減少子公司借款對評價之係數絕對值，代表合併個體範圍之擴大或因衡量誤差之增加而影響了子公司借款之揭露品質；然而，係數估計值 (t 值) 為 -0.18 (-1.22)，故表示 2005 年後子公司借款與評價之攸關性並未因合併財務報表編製準則擴大企業個體界線而有所下降。

三、研究限制及敏感性分析

(一) 將合併資產畫分為母公司與子公司單獨資產

於合併個體方程組中，子公司資產係直接併入合併資產 (*C_Asset*) (母子公司營運資產總額)，搭配子公司借款 (*S_Debt*) 進行估計。在此模型設定方式下，子公司資產並未單獨估計，而是與母公司資產共用一估計係數。此限制使得子公司資產必須與母公司資產有同等之評價反應，而子公司借款係數則可能僅是在估計式中被迫反應與子公司資產相反之效果，因此具有與負向之係數。

為檢驗此種可能性，本研究將合併資產再拆解為母公司單獨資產 (*P_Asset_A*) 與子公司單獨資產 (*S_Asset_A*)，在模型中分別估計其係數。其中，子公司單獨資產 (*S_Asset_A*) 之計算，除以合併資產減去母公司資產之金額外，尚應加回在合併過程中沖銷掉之母公司對子公司長期投資，此部分我們以母公司長期投資減合併長期投資估算之。但由於合併長期投資中已加入子公司本身之轉投資，故此計算方式與正確之子公司投資淨值間將有所誤差；母公司單獨資產 (*P_Asset_A*) 則計算為合併資產減除子

臺灣大學學術典藏

公司單獨資產。將合併資產拆解後之方程組如下：

$$AE\text{ARN}_{it} = \omega_0 + \sum_{t=2002}^{2005} Y_t + \sum_{j=1}^{20} i_j + \omega_1 BV_{i,t-1} + \omega_2 AE\text{ARN}_{i,t-1} + \varepsilon_{it}^{A} \tag{4a}$$

$$\begin{aligned} MVE_{it} = {} & \alpha_0 + \sum_{t=2002}^{2005} Y_t + \sum_{j=1}^{20} i_j + \alpha_1 P_Asset_A_{it} + \alpha_2 S_Asset_A_{it} + \alpha_3 P_Debt_{it} \\ & + \alpha_4 S_Debt_{it} + \gamma_1 S_Debt1_{it} + \alpha_5 MI + \alpha_6 AE\text{ARN}_{it} + \varepsilon_{it}^{M} \end{aligned} \tag{4b}$$

實證結果如表 7 所示。評價模型 (4b) 之 *Adj* R^2 為 0.901。將合併資產拆為母公司單獨資產 (*P_Asset_A*) 與子公司單獨資產 (*S_Asset_A*) 後，其係數 (t 值) 各為 1.32 (19.57) 與 1.07 (8.77)。而母公司借款 (*P_Debt*) 與子公司借款 (*S_Debt*) 之係數 (t 值) 則各為 -1.22 (-15.89) 及 -1.51 (-11.41)；其他各項變數之係數與顯著性則與文中之主要結果類似。

此外在母子公司借款差異之檢驗部分，Wald Test 之 χ^2 統計量 (p值) 為 2.40 (0.12)。因此，母公司與子公司借款在對企業評價之負向關聯性上亦並未呈現顯著分別。上述結果顯示子公司借款係數之估計並未因模型設定之不同而改變。但將子公司單獨資產與子公司借款同時納入模型時，因彼此間之高度相關性 (兩者間之積差相關係數為 0.94) 將有共線性問題存在。然而此並不影響係數之估計值，僅降低其顯著性，是以將更能支持拒絕虛無假說之結果。

表 7 母子公司單獨資產分別估計之檢驗

Panel A：異常盈餘預測模型

$$AE\text{ARN}_{it} = \omega_0 + \sum_{t=2002}^{2005} Y_t + \sum_{j=1}^{20} i_j + \omega_1 BV_{i,t-1} + \omega_2 AE\text{ARN}_{i,t-1} + \varepsilon_{it}^{A} \tag{4a}$$

樣本數	*BV*		*AEARN*		*Adj* R^2
	係數	t 值	係數	t 值	
1,362	-0.01	-3.21	0.681	28.52	0.450

臺灣大學學術期刊資料庫

Panel B：評價模型

$$MVE_{it} = \alpha_0 + \sum_{t=2002}^{2005} Y_t + \sum_{j=1}^{20} i_j + \alpha_1 P_Asset_A_{it} + \alpha_2 S_Asset_A_{it} + \alpha_3 P_Debt_{it} + \alpha_4 S_Debt_{it} + \gamma_1 S_Debt1_{it} + \alpha_5 MI + \alpha_6 AEARN_{it} + \varepsilon_{it}^{M} \quad (4b)$$

	P_Asset_A		*S_Asset_A*		*P_Debt*		*S_Debt*		*S_Debt1*		*MI*		*AEARN*	
樣本數	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
1,362	1.32	19.57	1.07	8.77	-1.22	-15.89	-1.51	-11.41	-0.09	-0.51	-0.74	-3.21	8.32	40.51

Adj R^2=0.901

Wald Test：$\alpha_2 \neq \alpha_3$：χ^2(p 值)=2.40 (0.12)

a ω_0、α_0代表估計式截距，產業虛擬變數 (i_j) 及年度虛擬變數 (跨年迴歸時 Y_t)，其係數均省略。

b 其他變數定義：

MVE：股權市值 (母公司股權市值/平均股東權益帳面價值)

BV：股東權益帳面價值 (股東權益帳面價值/平均股東權益帳面價值)

P_Asset_A：母公司單獨資產 (【[母公司資產－母公司營運負債]－[母公司長期投資－合併長期投資]】/平均股東權益帳面價值)

S_Asset_A：子公司單獨資產 (【[合併總資產－合併營運負債]－[母公司資產－母公司營運負債]+[母公司長期投資－合併長期投資]】/平均股東權益帳面價值)

P_Debt：母公司借款 (母公司借款/平均股東權益帳面價值)

S_Debt：子公司借款 ([合併借款－母公司借款]/平均股東權益帳面價值)

S_Debt1：虛擬變數。2005 年後為 S_Debt；2004 年以前則 0

MI：少數股權 (少數股權淨值/平均股東權益帳面價值)

AEARN：異常盈餘 ([繼續營業部門淨利 -12%* 股東權益帳面價值]/平均股東權益帳面價值)

ε_A, ε_M：殘差項，代表方程組之隨機誤差與其他資訊

(二) 排除同一資金成本率所造成之異常盈餘估計問題

Ohlson 模型之股權價值，係建構在股東權益帳面價值與未來異常盈餘之理論關係上。然而，在實證研究上，對於異常盈餘之估計卻並未有明確之指導。本文將資金成本率設為 12% (另以 10% 驗證)，並循文獻在異常盈餘之估計式中加入股東權益帳面價值，以減輕異常盈餘因設定固定資金成本所造成之估計問題。但各公司視產業、企業生命週期與資本結構等之不同本有相異之資金成本率，迫使其相同將使得異常盈餘之計算及係數估計不準確：例如，當公司負債比率較高時，其資金成本率可能被低估，因此計算出較高之異常盈餘。在評價式中，異常盈餘之高估將使得殘差項被低估，進而造成負債項與殘差項間之負相關並影響係數估計之正確性。

因此，本研究循 Landsman (1986) 於驗證未認列退休金資產負債是否具有評價攸關性之設計，於估計式中僅列入相關之資產負債項目，而將異常盈餘項排除。因無需

臺灣大學學術期刊資料庫

進行異常盈餘之預測，故由合併個體方程組退化為評價模型一式 (5)。此模型避免了異常盈餘因資金成本率之不同所衍生之估計問題，其各項資產負債項目之估計結果則可與前述對母子公司借款在股權評價上之結果進行比較 (註[16])。

$$MVE_{it} = \alpha_0 + \sum_{t=2002}^{2005} Y_t + \sum_{j=1}^{20} i_j + \alpha_1 C_Asset_{it} + \alpha_2 P_Debt_{it} + \alpha_3 S_Debt_{it} + \gamma_1 S_Debt1_{it} + \alpha_4 MI + \varepsilon_{it}^{M} \quad (5)$$

表 8 資產負債模型

$$MVE_{it} = \alpha_0 + \sum_{t=2002}^{2005} Y_t + \sum_{j=1}^{20} i_j + \alpha_1 C_Asset_{it} + \alpha_2 P_Debt_{it} + \alpha_3 S_Debt_{it} + \gamma_1 S_Debt1_{it} + \alpha_4 MI + \varepsilon_{it}^{M} \quad (5)$$

	C_Asset		*P_Debt*		*S_Debt*		*S_Debt1*		*MI*	
樣本數	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
1,362	1.52	21.39	-1.41	-20.42	-1.56	-15.73	0.08	0.89	-0.92	-7.75

Adj R^2=0.863

Wald Test： $\alpha_2 \neq \alpha_3$： χ^2(p 值)=1.35 (0.25)

a α_0代表估計式截距，產業虛擬變數 (i_j) 及年度虛擬變數 (跨年迴歸時Y_t)，其係數均省略。

b 變數定義：

MVE：股權市值 (公司股權市值/平均股東權益帳面價值)

C_Asset：合併資產 ([合併總資產－合併營運負債]/平均股東權益帳面價值)

P_Debt：母公司借款 (母公司借款/平均股東權益帳面價值)

S_Debt：子公司借款 ([合併借款－母公司借款]/平均股東權益帳面價值)

S_Debt1：虛擬變數。2005 年後為 S_Debt；2004年以前則 0

MI：少數股權 (少數股權淨值/平均股東權益帳面價值)

ε_M：殘差項，代表方程組之隨機誤差與其他資訊

c t 值按 White (1980) 計算；因有方向之假設，故適用單尾檢定。

實證結果如表 8 所示，*Adj* R^2 為 0.863。各項資產負債之係數估計：合併資產 *C_Asset*、母公司借款 *P_Debt*、子公司借款 *S_Debt* 與少數股權 *MI* 等四項之估計值 (t 值) 分別為 1.52 (21.39)、-1.41 (-20.42)、-1.56 (-15.73) 及 -0.92 (-7.75)。另 *P_GDebt* 之估計值 (t 值) 為 -0.21 (-3.27) 達到負向之顯著水準，而 *S_Debt1* 之係數雖為正數 0.08 但並不顯著 (t 值為 0.89)。另一方面在母子公司借款對企業評價之差異性測試上，χ^2

註[16] 若將此模型與 Ohlson 模型比較，則隱含了樣本公司之異常盈餘為 0 之假設在內。

臺灣大學學術期刊資料庫

統計量為 1.35 (p 值 0.25)，並未拒絕虛無假說，顯示子公司借款與母公司借款對企業評價之關聯性無顯著之差異。因此整體而言，以資產負債模型排除異常盈餘估計問題之方式，其各項變數之估計結果可與合併個體方程組互為參照，而母公司與子公司借款對於企業評價均具有顯著之負相關且彼此之差異不顯著，則佐證了本文之主要結果。

陸、結論與建議

將子公司負債與母公司負債合併表達，乃基於合併財務報表能完整反映企業經濟實質之假設上。但對於投資人而言，子公司負債是否如同經濟個體觀點所主張具有負債意義則是一個實證問題。除此之外，我國依循 IAS 27 (IASB, 2003) 之規範，於 2005 年將控制能力之定義由股權控制修正為實質控制，而擴大了合併財務報表中納入子公司之範圍。此控制範圍的變化引起了實務界對於執行細節上的爭議。關鍵在於，合併財務報表中子公司資訊 (負債) 之攸關性是否因此降低。

本研究基於投資人角度，一方面檢視子公司之借款是否構成企業整體借款之一環而具有評價之關聯性，再者則提供合併財務報表編製範圍擴大是否影響資訊攸關性之證據。利用我國之合併財務報表與母公司單獨報表資訊，可將合併總借款分離為母公司與子公司部分。在 Ohlson 評價模型中，分別估計並比較母子公司負債與企業評價之攸關性。實證結果顯示：母公司本身借款以外之子公司借款具有企業評價上之負向關聯性，且母子公司借款之係數並無顯著差異。其次，合併財務報表編製範圍之擴大，並未降低子公司借款對企業評價之攸關性。

其意義在於：母公司除法律上對於子公司投資之有限責任外，合併經濟個體因企業融資活動所產生之負債，並不因是以子公司名義借款即與母公司本身之負債有所差異，未列入母公司單獨報表上之子公司借款，對於投資人而言亦為企業整體財務風險與評價之一部份。因此相對於僅列示本身借款金額之母公司單獨報表，合併財務報表整合母子公司借款之表達方式，將有助於財務報表使用人瞭解企業整體融資活動之全貌。

另一方面第七號公報之修正雖擴大了合併經濟個體之界線，並未影響其所揭露資訊之攸關性。此結果可為我國將所有子公司納入合併個體範圍以提升財務資訊透明度，以及國際會計準則以控制力為合併報導基礎之準則規範趨勢提供實證證據。而對於編製與查核成本之增加，證券與準則制訂機關宜加強宣導合併財務報表之編製理念與用途，以促進企業與財務報表使用人對其資訊有用性之充分瞭解。

臺灣大學學術期刊資料庫

參考文獻

王詩韻，2003，以投資損益論合併報表與母公司報表之相對資訊內涵，國立成功大學會計學研究所未出版之碩士論文。

張福星，1997，合併財務報表與母公司財務報表盈餘組成成份相對資訊之研究，國立政治大學會計學研究所未出版之博士論文。

葉疏、蔡彥卿、方偉廉，2006，合併財務報表有用性之研究：企業融資活動觀點，討論稿，國立臺灣大學。

蘇心盈，2003，以財務比率預測未來盈餘及股價異常報酬之研究：比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未出版之碩士論文。

蘇仁偉，1998，財務比率對股票超常報酬預測能力之研究：母公司財務報表與合併財務報表之比較，國立成功大學會計學研究所未出版之碩士論文。

蘇敏賢，2000，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，國立臺灣大學會計學研究所未出版之碩士論文。

蘇煥文，2001，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盈餘組成成份資訊內涵研究，東吳大學會計學研究所未出版之碩士論文。

Barth, M. 1991. Relative measurement errors among alternative pension asset and liability measures. ***The Accounting Review***, 66 (3): 433-463.

Barth, M., Beaver, W., Hand, J., & Landsman, W. 1999. Accruals, cash flows, and equity values. ***Review of Accounting Studies***, 4 (4): 205-229.

Barth, M., & Kallapur, S. 1996. Effects of cross-sectional scale differences on regression results in empirical accounting research. ***Contemporary Accounting Research***, 13 (2): 527-567.

Bell, T., Landsman, W., Miller, B., & Yeh, S. 2002. The valuation implications of employee stock option accounting for profitable computer software firms. ***The Accounting Review***, 77 (4): 971-996.

Benis, M. 1979. The non-consolidated finance company subsidiary. ***The Accounting Review***, 54 (4): 808-814.

Collins, D., Maydew, E., & Weiss, I. 1997. Changes in the value-relevance of earings and equity book values over the past forty years. ***Journal of Accounting and Economics***, 24 (2): 39-67.

Comiskey, E., McEwen, R., & Mulford, C. 1987. A test of proforma consolidation of finance subsidiaries. ***Financial Management***, 16 (3): 45-50.

Dechow, P., Hutton, A., & Sloan, R. 1999. An empirical assessment of the residual income valuation model. ***Journal of Accounting and Economics***, 26 (1): 1-34.

臺灣大學學術期刊資料庫

Feltham, G., & Ohlson, J. 1995. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. ***Contemporary Accounting Research***, 11 (2): 689-731.

Financial Accounting Standards Board. 1987. ***SFAS 94: Consolidation of an majority-owned subsidiaries***. Norwalk, CT: FASB.

_____ . 2000. ***SFAS 140: Accounting for transfers and servicing of financial assets and extinguishments of liabilities: A replacement of FASB Statement No. 125***. Norwalk, CT: FASB.

_____ . 2003. ***FIN 46 (Revised): Consolidation of variable interest entities: An interpretation of ARB No. 51***. Norwalk, CT: FASB.

Francis, J. 1986. Debt reporting by parent companies: Parent-only versus consolidated statement. ***Journal of Business Finance and Accounting***, 13 (3): 393-403.

Heian, J., & Thies, J. 1989. Consolidation of finance subsidiaries: $230 billion in off-balance-sheet financing comes home to roost. ***Accounting Horizons***, 3 (1): 1-9.

International Accounting Standards Board. 1998. ***SIC 12: Consolidation-Special purpose entities***. London, UK: IASB.

_____ . 2003. ***IAS 27: Consolidated financial statements***. London, UK: IASB.

_____ . 2004. ***IAS 39: Financial instruments: Recognition and measurement***. London, UK: IASB.

Kothari, S., & Zimmerman, J. 1995. Price and return models. ***Journal of Accounting and Economics***, 20 (2): 155-192.

Landsman, W. 1986. An empirical investigation of pension fund property rights. ***The Accounting Review***, 61 (4): 662-691.

Landsman, W., Peasnell, K., & Shakespeare, C. 2006. ***Are asset securitization sales or loans***? Working paper, University of North Carolina.

Mian, S., & Smith, C. 1990. Incentives for unconsolidated financial reporting. ***Journal of Accounting and Economics***, 12 (1): 141-171.

Mohr, R. 1988. Unconsolidated finance subsidiaries: Characteristics and debt/equity effects. ***Accounting Horizons***, 2 (1): 1-9.

Ohlson, J. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. ***Contemporary Accounting Research***, 11 (4): 661-687.

_____ . 1999. On transitory earnings. ***Review of Accounting Studies***, 3 (4): 145-162.

Pendlebury, M. 1980. The application of information theory to accounting for groups of companies. ***Journal of Business Finance and Accounting***, 7 (1): 105-117.

Penman, S. 2006. ***Financial statement analysis and security valuation*** (3rd ed.). New York,

臺灣大學學術期刊資料庫

NY: McGraw-Hill.

Securities and Exchange Commission. 1982. ***Accounting series release No. 302: Separate financial statements required by regulation S-X***. Washigton, DC: SEC.

Walker, R. 1976. An evaluation of information conveyed by consolidated statements. ***Abacus***, 12 (2): 77-115.

White, H. 1980. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. ***Econometrica***, 48 (4): 817-838.

臺灣大學學術期刊資料庫

作者簡介

葉 疏

美國加州大學洛杉磯分校會計學博士，目前任職於國立臺灣大學會計學系暨研究所專任教授，主要研究領域與議題為資本市場研究、財務會計、稅務規劃。

方偉廉

國立臺灣大學會計學研究所博士，目前任職銘傳大學會計學系助理教授，主要研究領域與議題為財務會計、資本市場研究。

臺灣大學學術期刊資料庫