

國立臺灣大學管理學院

會計研究所碩士論文

Graduate Institute of Accounting

College of Management


National Taiwan University

Master Thesis

資產重估價與企業未來經營績效

及市場反應間關聯性之實證研究

An Empirical Study : the Relationship between
Asset Revaluations, Future Firm Performance
and Capital Market Reaction



張博淵

Chang, Bo-Yuan

指導教授：葉 疏 博士

Advisor: Yeh, Shu Ph.D.

中華民國 100 年 6 月

June, 2011

國立臺灣大學碩士學位論文
口試委員會審定書

資產重估價與企業未來經營績效
及市場反應間關聯性之實證研究

An Empirical Study: the Relationship between
Asset Revaluations, Future Firm Performance
And Capital Market Reaction

本論文係張博淵君 (R98722033)
在國立臺灣大學會計學系研究所完成之碩士學位論文
於民國 100 年 6 月 17 日承下列考試委員審查通過及口試及格
特此證明

指導教授： 葉 疏

口試委員：

王 道

劉淑萍

系主任：

林世銘

目 錄

第一章 緒論.....	1
第二章 研究背景與文獻探討.....	4
第一節 資產重估價之研究背景.....	4
第二節 各國實施資產重估價之比較.....	13
第三節 相關文獻探討.....	16
第三章 研究方法.....	39
第一節 研究假說.....	39
第二節 實證模型.....	45
第三節 研究期間與樣本蒐集.....	55
第四章 實證結果與分析.....	57
第五章 分析與結論.....	66
參考文獻.....	73

表 目 錄

表一 台灣地區躉售物價指數銜接表（1952 - 2010）	79
表二 我國各產業辦理資產重估概況.....	80
表三 我國企業辦理資產重估水準.....	80
表四 我國企業各年辦理資產重估之概況.....	81
表五 我國企業辦理重估增值與總體經濟相關性之檢測.....	81
表六 實證模型變數之敘述性統計.....	82
表七 資產重估對營業現金流量變化影響之統計結果.....	83
表八 資產重估對營業淨利變化影響之統計結果.....	84
表九 Price Model 之統計結果.....	85
表十 Return Model 之統計結果.....	86
表十一 負債/權益比率對於資產重估與企業績效關係之影響.....	87
表十二 負債/權益比率對於資產重估與市場反應關係之影響.....	88

謝 辭

家人
NTU
網路
林世銘主任
會計系
劉啟群老師
王瑄學姐
各位R98
會計系
葉疏老師
會計系
學長姐弟妹
前人文獻
朋友
家人

朋友
會計系
葉疏老師
劉啟群老師
朋友
NTU

前人文獻
家人
NTU
家人

葉疏老師
朋友
網路
前人文獻
朋友
家人

各位R98
會計系
葉疏老師
朋友
學長姐弟妹
網路
NTU
會計系
朋友

網路

摘要

過去關於資產重估價的研究，主要係側重於企業進行資產重估的動機，以及市場對於資產重估價的反應兩方面。其中市場反應相關研究方面，過去研究多以股價或股票報酬率等市場基礎做為檢定資產重估價資訊內涵的觀察值，惟市場基礎往往受到許多因素的干擾，以其與資產重估間的關係做為判定資產重估是否具有資訊內涵的研究方式，似乎不若以未來企業經營績效之變動來代理「因市場預期企業經營績效改變而造成的股價波動」，並檢定其與資產重估間的關係，如此的研究方式來的直接。該一概念由 Aboody (1999) 率先應用於資產重估增值資訊內涵的檢測上，並獲得支持該預期的實證結果。

我國現行規定下，資產重估價雖然並非全然為公允價值會計概念，而是偏向反映貨幣購買力的物價水準會計，然較之歷史成本亦應較接近企業帳面的公允價值，其中亦應含有若干資訊內涵。惟在此資產重估價時點、金額受限的環境下，其資訊內涵是否與國外企業相仿，乃至市場對其反應是否一致等問題，都仍待解答。本文參考 Aboody (1999) 之研究架構，對於資產重估價、企業未來經營績效、市場反應三者間之關聯性進行研究，並探討債務契約成本是否將影響三者間的關係。

研究結果顯示，資產重估確實有其資訊內涵，與企業未來經營績效及股價間皆有顯著正向關係，然由於其認列缺乏即時性，因此未能對當期股票報酬率有顯著解釋力。此外，本研究亦發現，雖然企業面臨債務契約成本的高低並不會影響其資產重估與未來績效間的關係，但市場對於面臨高債務契約成本之企業，會下修其評價。

關鍵詞：資產重估增值、資訊內涵、企業未來經營績效、公允價值會計、債務契約成本

Abstract

In Taiwan, prior researches on asset revaluations focused primarily on their motivation as well as on the association between asset revaluations and share prices and returns. For those researches on the association between asset revaluations and share prices and returns, the researchers usually take market-based indicators like “stock price” or “return” to examine the extent of information content of asset revaluations, but such market-based indicators could be influenced by many factors other than “the change of the expected performance.” From this viewpoint, market-based tests provide only indirect evidence about the extent of information content of asset revaluations, at least not as direct as examining the relationship between asset revaluations and future firm operating performances. This concept was first seen in Aboody et al. (1999) , with preliminarily supportive research results in the same article.

Under ROC GAAP, the accounting procedure for asset revaluations is not entirely fair value accounting, but price level accounting. After the adjustment, the book value of the asset won't be exactly the same as its fair value, but still closer to it than before. Therefore, information content in asset revaluation number under ROC GAAP should still exist. With the constraints such as timing or magnitude of asset revaluations, will the information content differ from asset revaluations under current value accounting? Will the capital markets react the same way? These are all questions to be addressed. This article refers to the research design of Aboody et al. (1999) , examining the relationship between asset revaluations, future firm operating performances and capital market reactions, with an additional analysis to further examine if debt contract costs will influence the former relationship.

The results indicate that asset revaluations are indeed informative, which are positively associated with realized future changes in firm operating performances and stock prices, but are not associated with returns because of the lack of timeliness of recognitions. Besides, although debt contract cost won't influence the relationship between asset revaluations and future firm operating performances, capital market would lower the valuations of firms with high debt contract costs.

Keywords: Asset Revaluations, Information Content, Future Firm Operating Performance, Fair Value Accounting, Debt Contract Cost.

第一章 緒論

調整固定資產帳面價值以反映市價的做法一向是極具爭議的議題。基於固定資產市價之認定難有客觀標準，及市價揭露資訊的價值攸關性考量，許多國家並不鼓勵或允許企業對其固定資產進行資產重估增值，美國會計準則委員會(APB)所出具的第6號意見書¹是為一例。對資產重估增值持反對意見者，多半源於其認定企業對於資產價值的估計不具可靠性，且將破壞以歷史成本為會計評價基礎的理論架構。然而隨著時代的演進，歷史成本會計之侷限性也逐漸顯現，以我國為例，我國早期物價波動劇烈，於民國四十一年起之短短十年間，其躉售物價指數之上揚幅度即高達102%，這使得以歷史成本為評價基礎的會計報表盈餘偏高，影響市場使用盈餘資訊評估企業價值之能力。為了緩解此一現象，財政部於民國四十三年起草擬「營利事業資產重估價條例草案」，經過數年研議後，終於民國四十九年頒布施行「營利事業資產重估價辦法」，是為現行營利事業資產重估價辦法之始。

資產價值之決定，取決於該資產未來可產生的現金流量之現值，因此當資產價值經向上重估時，其隱含之經濟意涵即為「企業未來現金流量之現值將增加」。由於傳統的財務評價模型，如現金流量折現模型、或現金股利折現模型，皆以未來現金流量之現值評估企業價值，在效率市場假設下，若資產重估確實反映經濟實質，則應可觀察到企業價值（股價）隨之上升的現象，因此過去研究多以市場基礎指標，如股價或股票報酬率，做為評定資產重估其傳遞的訊息是否「攸關」，亦即具「資訊內涵」的判定依據。然而影響股價的因素甚多，並不僅是投資人對公司未來經營績效的預期，其同時將受到企業的投資、理財決策、甚至是市場環境的影響，因此亦有學者提出，市場基礎指標可能不若企業未來經營績效，為可提供對判定資產重估價是否具資訊內涵之良好依據之看法。我國關於資產重估增

¹ APB Opinion No. 6 是回應 SEC ASR No. 4 中所說「財務報表必須有足夠的權威支持(substantial authoritative support)」，因此以此做為權威性意見的補充。在 APB Opinion No. 6 中，其對固定資產重估的權威性觀點為：固定資產不應調整帳面價值以反映市場價值。

值的相關規定，並非全然為公允價值會計之觀念，於時點、金額方面皆有諸多限制²，其本質上偏向物價水準會計³，雖然亦屬公允價值會計之一支，但其蘊含之資訊內涵應不及公允價值會計。在此「跛腳」的公允價值會計下，其會計資訊是否仍具資訊內涵，成為本研究探討的重點。

本研究除了延用傳統研究中，以市場基礎指標為判定依據之研究方法外，另參考 Aboody, Barth and Kasznik (1999) 之研究設計，輔以企業未來經營績效做為判定資產重估價是否具資訊內涵的判定指標，並於後進一步探討三者之間關係是否因企業進行資產重估動機不同而有所變化。

研究結果顯示，資產重估價與與股價及企業未來經營績效間皆存有顯著正向關係，這說明了，不論是以股價或企業未來經營績效的觀點來看，我國企業辦理之資產重估確有其資訊內涵，然而在資產重估價與股票報酬率間並未有顯著關係，顯示在我國現行規定下，其會計認列缺乏即時性，亦即經濟事件與該事件為會計認列之時點間存有若干程度的落差；此外，本研究亦發現，雖然企業面臨債務契約成本的高低並不會影響其資產重估與未來績效間的關係，但市場對於面臨高債務契約成本之企業，會下修其評價。

² 在土地類資產方面，於年度土地公告現值變動時，得就土地公告現值之水準內辦理資產重估價；而在折舊性資產方面，於躉售物價指數較該項資產取得年度或前次依法令辦理資產重估年度之物價指數上漲達百分之二十五以上時，得就低於躉售物價指數上揚之水準內辦理重估價。其中，不論「公告現值」或是「躉售物價指數」，其皆非「公允價值」。

³ 相對於英、澳關偏向「現時價值會計」的規定，詳見本文第二章第二節之說明。

本文的內容共分為五章，各章內容之摘要說明如下：

第一章 緒論

本章將簡介本研究的動機、方法、結果、及架構。

第二章 研究背景與文獻探討

- 一、簡介我國資產重估之發展沿革及其相關規定。
- 二、比較各國實施資產重估之規定與理由。
- 三、進行兩部分之相關文獻探討：公允價值會計、資產重估價。

第三章 研究方法

- 一、說明本研究之研究假說。
- 二、敘述實證模型建立的過程。
- 三、列示資料蒐集的方式、及本研究涵蓋期間。

第四章 實證結果與分析

本章說明樣本特性、實證結果、及對其之分析。

第五章 結論與建議

本章針對本篇研究結果做匯總性敘述，並就其研究發現做一延伸與推廣。

第二章 研究背景與文獻探討

第一節 資產重估價之研究背景

一、 我國資產重估價相關規定之沿革

資產重估，乃指「企業對資產之價值重新予以估計，並將該資產之帳面價值調整至該資產之估計價值」而言，其本質屬公允價值會計。我國關於資產重估之規定，最早並未以其方向性（向上、向下）區分其為資產重估或資產減損，之後才漸漸發展為今日樣貌，以下將略述其發展沿革。

營利事業資產重估價之規定，最早始於民國二十六年當時財政部所公布的「第一類營利事業所得稅徵收須知」，在折舊計算表附註第九條中的規定：『固定資產在經過相當年數使用後，其原價遇有增加或減少，就其增加或減少後價額，按照未使用年數之折舊率計算』，此一條文為我國實施資產重估價的開端。

隨後在民國三十三年全國各地因抗戰的緣故，物價大幅波動，國民政府遂訂定「公有營業機關資產重估價處理辦法」以利公營事業表示真實的財政狀況。民國三十六年政府公布「工礦運輸事業重估固定資產價值調整資本辦法」輔助工礦運輸事業營運資本之週轉。民國三十七年政府公布修正所得稅法，並檢發主計處公布之全國躉售物價總指數表，訂定資產可按物價重估提列「資產漲價準備」，惟當時物價上漲太過劇烈，法令推行效果不彰。民國三十八年，政府頒布「台灣省內各公營事業重估價資產調整資本辦法」，對象係當時接收之公營事業，並不適用一般的民營企業。

民國四十三年財政部有感於當時幣值跌落，物價上漲，認為有讓一般營利事業重估其資產的必要，於是草擬「營利事業資產重估價條例草案」，並於四十六年送立法院審議。經立法院以不同意草案中對增值課稅為由退回行政院後，財政

部於民國四十七年又提送一修正草案，但在立法院內仍有議論而遲遲未決。一直到了民國四十九年獎勵投資條例通過，才根據獎勵投資條例第十三條之規定訂定「營利事業資產重估價辦法」，於民國四十九年十二月二十三日頒布實施，是為現行營利事業資產重估價辦法之始。⁴

俟後歷經石油危機造成的世界性經濟蕭條，於民國六十四年修正通過民營事業全面實施資產重估，及民國七十四年對部分條文修正後，自此多年來我國資產重估之相關規定皆未更動。當時台灣經濟起飛，發展蓬勃，「營利事業資產重估價辦法」使得企業得藉以節省企業所得稅支出的現金流量，活用企業營運資本，對創造台灣經濟榮景可謂不無幫助。

民國九十五年五月，由於學界對於資產重估增值的性質深入探討，認為先前將其歸屬於資本公積項下之做法有其不妥，因此修正原商業會計法第 52 條第 1 項規定，改將其列於業主權益中之「其他項目」，此舉連帶使得資產重估增值喪失原先得以用作填補企業虧損之依據。上述商業會計法的修法，使得營利事業資產重估價辦法亦有加以修正之必要，乃於民國九十七年七月修訂營利事業資產重估價辦法中關於資產重估分類之規定，並禁止以其轉作資本，其經營利事業所得稅查核準則於民國九十八年九月之配合修正後，相關規定即延用至今（民國一百年六月）。

我國上市櫃公司即將於民國一零二年起全面與 IFRS 接軌，至今全球計有超過 115 個國家已要求或計劃要求當地企業直接採用國際會計準則編製財務報告，在其新規定下，我國關於資產重估的規定勢必又將有所改變。如 IFRS 40 號公報規定，企業名下之不動產，若非為營運自用，而以投資賺取租金或資本增值為目的，則可視為投資性不動產（土地或建物）。對此，公司可選擇採用成本法或公允價值法作投資性不動產價值的衡量，惟若選擇公允價值法後，以後的財報就要一體適用。該公報鼓勵企業使用獨立評價專家的評價作為投資性不動產公允

⁴ 參考楊和炳，台灣銀行季刊七十五年第二期。

價值的基礎，其公平市價與成本所產生的利益或損失將列入損益表的業外收入項下的投資性不動產增值，並且每年重估認列一次。若將來國內法令環境能與該新公報相配合，則我國資產重估之相關規定勢必將面臨大幅修正，可望朝向公允價值會計邁進一大步，其資訊內涵亦將隨之改變。

二、 我國現行資產重估價之規定

依照我國平均地權條例及所得稅法第 61 條的規定，資產重估價可分為兩類：一為折舊性固定資產按「營利事業資產重估價辦法」調整資產帳面價值；另一為土地依照公告現值重估價。

(一) 折舊性固定資產之重估

折舊性固定資產之重估價的法源訂於所得稅法第 61 條、商業會計法第 51 及 52 條。並訂定「營利事業資產重估價辦法」詳細規定適用的條件、對象、數量與申請程序等。

1. 適用條件

在臺灣地區經營的營利事業之固定資產、遞耗資產以及無形資產於當年度行政院主計處公布之臺灣地區躉售物價指數較該項資產取得年度或前次依法令辦理資產重估年度之物價指數上漲超過百分之二十五以上時，得向財政部申請辦理資產重估價。同一年度內取得之資產適用同一年度之躉售物價指數。資產其中一項之物價指數上揚達百分之二十五時，其他資產可一併辦理重估。資產取得年度以所有權取得年度為準，屬分期付款者，以資產入帳使用年度為準。

2. 適用對象

營利事業資產重估價辦法第 2 條規定，「固定資產」指所得稅法第五十條所

稱之固定資產，包括建築物、裝修附屬設備及船舶、機械、工具、器具等項，以及固定資產耐用年數表所列之細目；「遞耗資產」指所得稅法第五十九條所稱之遞耗資產，包括礦藏、森林、樹、油井等天然資源；「無形資產」則指所得稅法第六十條所稱之無形資產，包括營業權、商標權、著作權、專利權及各種特許權等項目。

3. 適用數量

以該營利事業在重估基準日（重估申請日之上一會計年度終了日）所有之資產的帳載數量為限，其認定有下列規定：

- I. 重估資產帳面價值認定以重估基準日包括原始部分及增添部分之取得價值減除折舊、耗竭或攤折累計之餘額為準。
- II. 營利事業重估之資產以其所有者為限，租用其他事業或個人資產、已出售但尚未交付之資產均不得重估。
- III. 帳載數量與實際所有數量有所差異時之認定，以少者認定之。
- IV. 資產價值在重估基準日以前年度所提列之折舊額經稽徵機關核減而未調整其折舊準備數額者，得以重估基準日前為準，調整帳面數額以為重估價之依據。
- V. 基準日前各年度中，原列為費用支出的資產取得成本，於計算所得額時調整為資本支出而未計載於資產帳戶者，可就重估基準日前之資產帳面金額進行調整，以調整後之資產帳面金額做為資產重估價依據。

4. 資產重估價之依據

營利事業資產重估價辦法第 2 條規定，營利事業各項資產重估價值，應按下列公式重估計算之：

I. 營利事業之資產，未於以往年度辦理重估價者：
(取得價值－累計折舊) * (重估年度物價指數 / 取得資產年度物價指數)

II. 營利事業之資產，曾於以往年度辦理重估價者：
(上次重估價值－上次重估後之累計折舊) *
(重估年度物價指數 / 上次重估年度物價指數)

5. 資產重估價程序

I. 申請：

營利事業辦理資產重估價，應於其會計年度終了後之第二個月一個月內，檢具資產重估價申請書，敘明營利事業設立日期、會計年度起訖日期及曾否辦理資產重估價，向該管稽徵機關申請辦理。財政部應自收到之日起一個月內，核定准否辦理；其未能於一個月內通知者，視為對於申請之核可。

II. 申報：

申請辦理資產重估價之營利事業，應自接到該管稽徵機關核准辦理重估通知書之日起六十日內，填具資產重估價申報書、重估資產總表及其明細表、重估前後比較資產負債表，並向該管稽徵機關辦理重估價申報。其逾六十日之期限者，得展期於三十日內申報之。

III. 調查與審定：

稽徵機關於接到重估價申報後，應即指定專人進行調查，與以必要更正後，稽徵機關應於接到重估申報書表之日起九十日內，發出资產重估價審定通知書。如因案情複雜，未能於上述期間內審定者，最多得延長九十日。

6. 會計處理

營利事業應根據審定資產重估價值，自重估年度終了日之次日起調整原資產帳戶，並將重估差價，記入業主權益項下之未實現重估增值帳戶。其會計分錄為：

借計：固定資產
貸計：未實現重估增值

(二) 土地之重估

土地重估的法源依據為土地稅法第 31 及 32 條、與平均地權條例第 14 至 16 條關於地價之規定。其規定如下：

1. 適用資格

不同於折舊性資產設有符合重估規定時須於年度終了日後第二個月起一個月內申請之規定，土地可於任何時點辦理重估。兩者一併辦理重估時，並不限需於同時辦理。

2. 資產重估價之依據

都市計畫範圍內土地根據「公告現值」計算重估價值，折舊性固定資產則根據行政院主計處公告之「台灣地區躉售物價指數」為計算資產重估調整所用之物價倍數。

3. 會計處理

土地與折舊性資產重估的會計處理均根據商業會計法第 51 及 52 條，但處理略為不同。根據該法，自用土地經依公告現值調整後而發生之增值，經減除估計之土地增值稅準備及其他法令規定應減除之準備後，列為業主權益項下之未實現重估增值。其會計分錄如下：

借計：固定資產
貸計：未實現重估增值
貸計：土地增值稅準備

(三) 未實現重估增值用途之規定

民國九十五年五月修正前之原商業會計法第 52 條第 1 項規定，「依前條辦理重估或調整之資產而發生之增值，應列為資本公積項下之資產重估增值準備，並得依法轉作資本，不作收益處理，減值部分應先沖減資產重估增值準備，不足時依法減資」。依修正前商業會計法規定，資產之重估增值（固定資產、遞耗資產、無形資產），應列於業主權益項下之資本公積項目，惟從財務會計之觀點觀之，資產重估增值在性質上，應屬「未實現之利得」，和資本公積屬「公司因股本交易而生之權益」不同，故於民國九十五年修正商業會計法第 52 條，修正後條文規定「依前條辦理重估或調整之資產而發生之增值，應列為業主權益項下之未實現重估增值」，依此，原帳列資本公積項下之「資產重估增值準備」予以重新分類，改列於業主權益中之「其他項目」（另參商業會計處理準則第 27 條）。商業會計法的此一修法，連帶使得資產重估依公司法彌補虧損的做法失其附麗。公司法第 239 條規定，「法定盈餘公積及資本公積，除填補公司虧損外，不得使用之」，按該條之規定，則資產重估於民國九十五年商業會計法修正後即不可以此彌補虧損。

隨後，營利事業資產重估價辦法亦於民國九十七年七月修訂，其中對於資產重估增值之會計處理及用途均有修正規定。修正前重估價辦法第 36 條、第 39 條及第 41 條規定，「營利事業因重估資產而發生之增值，應記入資產增值準備帳戶，亦即列為資本公積項下；資產重估增值準備得彌補虧損或轉作資本，不過營利事業如曾經以資產增值準備彌補虧損者，以後年度發生盈餘時，應先轉回資產增值準備，在原撥補數額未轉回前，盈餘不得分派股息及其他用途」。修正後重估價辦法第 36 條規定，「營利事業之資產重估增值，應記入業主權益項下之未實現重估增值帳戶。另辦理重估之資產，九十七年以後若發生轉讓、滅失或報廢情事者，應將未實現重估增值轉列為營業外收入申報（僅為稅報帳上處理）；另外，修正後重估價辦法已將第 39 條至 42 條之規定刪除，因此，資產重估增值準備不

可轉作資本或彌補虧損，只能於帳上認列為未實現重估增值」。營利事業如曾以重估增值準備彌補虧損者，九十七年度以後如有盈餘者，可免轉回資產增值準備，得逕依公司法規定分派。

三、 資產重估價對財務報表的影響

根據我國營利事業資產重估價辦法第 37 條，「營利事業按照前條第一項之規定調整原資產帳戶後，應就其重估價值自調整年度起依所得稅法之規定提列折舊、耗竭或攤折額，列為計算所得額之損費」，及我國所得稅法 52 條，「固定資產經過相當年數使用後，實際成本遇有增減時，按照增減後之價額，以其未使用年數作為耐用年數，依規定折舊率計算折舊」，可知資產重估後具有提高攤折費用，抵銷課稅所得，進而減免所得稅現金支出之功用。

此外依民國九十七年七月修正發布之營利事業資產重估價辦法第 36 條規定，「營利事業應根據審定資產重估價值，自重估年度終了日之次日起調整原資產帳戶，並將重估差價記入業主權益項下之『未實現重估增值』帳戶。該項未實現重估增值，免予計入所得課徵營利事業所得稅，但該資產於重估後發生轉讓、減失或報廢情事者，應於轉讓、減失或報廢年度，轉列為營業外收入或損失」。因此，營利事業所得稅查核準則第 109 條於民國九十八年九月亦配合修正為，「營利事業依資產重估價辦法辦理資產重估之未實現重估增值免予計入所得課徵營利事業所得稅。但該資產於重估後發生轉讓、減失或報廢情事者，應於轉讓、減失或報廢年度，轉列為營業外收入」。若重估資產發生轉讓、減失或報廢情事，則將增加課稅所得，提高企業現金流出。

綜合資產重估相關規定，若企業其對企業之影響可分為四點：

(一) 對現金流量之影響

企業辦理資產重估時，可於持有年度藉增加攤折費用；或可於轉讓、減失或

報廢年度將未實現重估增值轉列為營業外收入，影響課稅所得，進而改變現金流量。

（二）對損益表之影響

於重估資產持有期間內，企業辦理資產重估將導致攤折費用增加；於處分重估資產時點，其處分利益將降低。

（三）對資產負債表之影響

於重估資產持有期間內，總資產及和股東權益皆會增加。

（四）對財務比率之影響

部分財務比率將受到資產重估的影響而有所變動。如股東權益、資產報酬率皆受分子減少及分母增加影響而降低；負債對資產、權益比率則受分母增加影響而降低。

第二節 各國實施資產重估價之比較

資產重估價的會計處理，於各國會計準則中，屬分歧較大的項目之一。有些國家堅守歷史成本原則及客觀性、可驗證性的堅持，不允許企業辦理資產重估增值，甚或禁止企業以附註方式揭露資產的現值資訊，美國是為其中之一；至於允許企業辦理資產重估價的國家，其立法目的不脫「歷史成本會計有其侷限，會計帳面記錄將隨幣值變化而逐漸失實，導致整個成本及損益計算亦隨之失真，造成財務報表無法真實表達企業之財務狀況」之考量。實施資產重估價的國家中較具代表性的有德國、日本、法國、台灣，及屬於大英國協的英國、澳洲、紐西蘭等，雖然其本質屬公允價值會計，然由於各國對資產重估相關規定之不同，其中可以再區分為兩大類，即：偏向現時價值會計之資產重估、與偏向物價水準會計之資產重估。

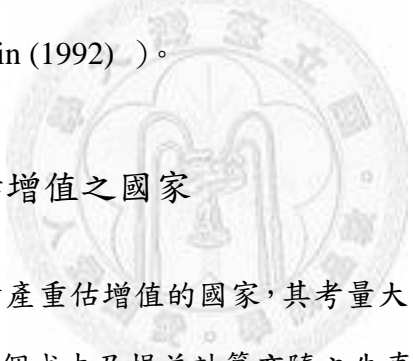
一、 禁止資產重估增值之國家

禁止資產重估增值的國家中，最具代表性的當推美國。美國一向對於強調以歷史成本為評價基礎之會計理論架構，對於非採歷史成本會計之會計資訊（如重置成本會計（replacement cost accounting / ASR 190, SFAS No.33）、儲備認列會計（reserve recognition accounting / ASR 253, SFAS No.69）等），主要以揭露的方式呈現，基本上不允許企業入帳。至於其對資產重估增值的態度，美國可說是自始持反對之立場，這從 APB Opinion No. 6 反對資產重估增值的規定、SEC 不允許其註冊企業辦理資產重估增值、或提供固定資產公允價值的補充資訊中，即可窺知一二。這一系列的法令與動作也改變了美國的實務運作，僅管於 1930 年前固定資產重估增值在美國實務界甚為普遍，但至 1940 年後，基本上資產重估增值已於美國實務界絕跡。

美國的會計準則制訂者和其他相關人士，之所以反對企業辦理固定資產重

估增值，主要是基於當局對企業進行資產重估增值之不信賴、以及此舉將破壞以歷史成本為會計評價基礎的會計理論架構。

當局對資產（特別是無形資產及缺乏中間市場的有形資產（Barth and Clinch (1998) ）」重估之不信賴，係源於其估計方式之缺乏可靠性，以及其規定無異於賦予企業管理當局於符合重估條件時決定是否辦理重估的裁量權，使管理當局可以投機性的決定辦理資產重估增值的時點⁵。這些因素都讓美國當局擔心，開放企業辦理資產重估增值，將降低企業發布的財務報表之品質。

此外，於歷史成本會計之理論架構下，固定資產本質上屬於預付費用，應以成本入帳，若導入資產重估增值，無異於使用雙重（歷史成本基礎與公允價值）評價基礎，此舉將造成財務報表基礎的混亂，破壞歷史成本會計之理論架構（Henderson and Goodwin (1992) ）。

二、 允許資產重估增值之國家

至於允許企業進行資產重估增值的國家，其考量大多基於會計帳面記錄會隨著幣值變化失實，導致整個成本及損益計算亦隨之失真，致使財務報表無法真實表現企業之財務狀況，認為企業辦理資產重估增值應可緩解該一情況。其實施國家中，較具代表性的有德國、日本、法國、台灣，及屬於大英國協的英國、澳洲、紐西蘭等。綜合比較各國之相關規定，大英國協國家及德國會計準則規定下的資產重估增值，較偏向「現時價值會計」的觀念；而法國、日本、我國則較偏向「物價水準會計」，其雖亦屬公允價值會計之一種，然較之現時價值會計，其規定對於資產重估增值之時點、調整金額等皆有較嚴格之限制，為較不完整的公允價值會計。上述兩種資產重估規定之著眼點有所不同：現時價值會計強調資產因持有

⁵ 由於辦理資產重估有其成本考量，如：辦理固定資產重估價需要負擔的成本包括辦理折舊性資產重估時，向財政部或稅捐稽徵機關申請、申報等程序所耗費的有形、無形成本、以及相關的帳務處理成本與可能因此增加的審計成本部分等，若資產重估之效益小於成本時，管理當局將延後其重估時點。

而增值（未來現金流量之現值）的部分，而物價水準會計則著重於反映貨幣購買力之差異，兩者的變動通常並不一致。

採現時價值會計概念資產重估增值之國家，有德國、大英國協國家等。德國自 1948 年起，為改善戰後德國幣值劇貶的窘況，因此配合德國戰後通貨改革，通過資產重估增值相關法令，允許企業採評估價值或重置價值為基礎，對資產辦理資產重估增值；英國公司法亦允許企業辦理資產重估增值，其自 1948 年以來及規定企業董事應判斷以何種頻率、程度、基礎來進行以向股東報告為目的的固定資產重估增值，此一規定直到了 1999 年財務報導準則 FRS15「有形固定資產」發布後都未發生實質的改變，此外，SSAP12 也鼓勵企業進行有形固定資產之重估，認為資產重估增值提供了對會計使用者有用及攸關的資訊 (Lin and Peasenell (2000))，其他大英國協國家之規定也大同小異，實務界對資產進行重估的現象也相當普遍，以三年一次的重估頻率最為常見 (Easton, Eddy and Harris (1993))。

至於採物價水準會計概念之國家，有日本、法國、台灣等。日本曾多次辦理資產重估增值，目的在於謀求各企業帳載資產能合理計算折舊金額，其重估採物價指數調整，其增值部分進入企業損益，並對其課稅；法國自 1945 年開始實施資產重估增值，同樣採物價指數調整，但僅針對資產重估轉增資及分配股利時課稅；我國規定對於重估資產類別不同，有不同的規定：對土地類資產，企業得於年度土地公告現值變動時，就土地公告現值之水準內辦理資產重估增值。對折舊性資產，則得於躉售物價指數較該項資產取得年度或前次依法令辦理資產重估年度之物價指數上漲達百分之二十五以上時，就低於躉售物價指數上揚之水準內辦理重估價。由我國相關規定即可發現，我國對於企業進行資產重估增值之時點、金額，有較嚴格的規範，為較不完整的公允價值會計。

第三節 相關文獻探討

一、 公允價值會計

會計的主要目的在於提供有用的財務資訊予管理當局、股東、債權人及其他有關團體或個人，藉以評估企業經營績效及制訂經濟性決策，至今，「決策攸關性」已成為各國制定會計準則的重要理論原則。自 1970 年後公允價值會計觀念興起後，在會計基礎制度的選用中，歷史成本與公允價值何者更適合做為會計評價基礎，一直是頗具爭議性的議題。歷史成本一度被認為是「企業會計最合乎邏輯的評價基礎」(A. C. Littleton (1989))，其根本原因即在於歷史成本具有的客觀性及可驗證性，多年來被視為會計評價基礎的唯一考量。然而，隨著社會經濟生活的不斷演變，歷史成本的侷限性也逐步暴露出來，如 1970 年美國面臨劇烈的通貨膨脹時，以歷史成本為評價基礎的財務報表嚴重失真、歷史成本嚴重脫離市價，進而使其所提供的會計資訊失去決策的攸關性等。在這種情況下，以公允價值做為評價基礎的公允價值會計亦開始受到人們的關注。關於公允價值會計的相關研究可大致分為「公允價值會計之可靠性研究」及「公允價值會計的資訊內涵研究」兩方面，其中以資訊內涵的相關研究為多，本研究所探討的主題亦落於此範圍內。

(一) 公允價值會計之可靠性研究

公允價值會計可靠性之相關研究，主要起源於學術界對公允價值評價可靠性的不信賴，自公允價值會計興起後，各國會計準則均大量要求企業採用公允價值，其企業之估計是否「可靠」，即成為學者關注的議題。較早探討公允價值估計誤差的研究首見於 Barth (1991)。有鑑於美國財務會計委員會(Financial Accounting Standards Board, FASB)對退休金訊息揭露的重視，FASB 推出了一系列相關的公報以為規範，如 SFAS No. 87 (1985.12)、SFAS No. 88 (1985.12)、SFAS No. 106

(1990.12)、及 SFAS No. 132 (2003.12)等，Barth 即率先針對 SFAS No. 87 進行研究。SFAS No. 87 要求企業針對三種退休金資產（退休金資產價值 / PLNA、帳列退休金資產 / BVPA、最低退休金資產 / FASA）及五種退休金負債（累積給付義務 / ABO、既得給付義務 / VBO、預計給付義務 / PBO、帳列退休金負債 / BVPL、最低退休金負債 / FASL）之相關資訊進行揭露，Barth 即以美國 1985 至 1987 年間之企業之相關資訊為樣本，探討企業依 SFAS No. 87 規定之衡量方法所為之退休金估計，與市場評價間是否存有差異。研究結果顯示，雖然各退休金項目皆對其公允價值具顯著解釋能力，然各項目之解釋力(可靠性)並不一致。其中，以退休金資產價值 (PLNA) 及累積給付義務 (ABO) 對其公允價值之解釋力最高。由於市場在評估退休金負債之公允價值時，多將未來薪資增額的因素納入考量，此與公報規定中用以計算帳列項目 (BVPA、BVPL) 之預計給付義務 (PBO) 概念相同，但出人意料的，研究結果卻顯示其解釋能力低於累積給付義務 (ABO)。對此作者認為，市場對於企業未來薪資增額 (PBO 與 ABO 之差異) 的估計不具信心，因此較傾向使用累積給付義務做為評價企業退休金負債之依據，這也可以解釋為，市場對退休金的揭露項目較帳列項目具信心。該研究結果說明，雖然市場對企業各資產負債「可靠性」的認定上並不一致，但大體而言，企業對資產負債公允價值之估計仍具一定程度的可靠性。

類似的結果也見於 Aboody, Barth and Kasznik (1999) 中，作者以 1983 至 1995 年的英國公司為研究樣本，試圖以英國企業之企業未來經營績效，做為判斷企業所提列之固定資產重估價是否可靠的觀測值，對其進行驗證。對資產進行向上重估，意謂企業預期該資產未來產生之現金流量之折現值 (獲利能力) 增加，由於固定資產之耐用年限很長，即使企業對資產認列之重估增值不為即時，辦理後仍應觀測到一部分的獲利能力增加的現象。在此研究中，作者即以「企業未來經營績效之變動」做為獲利能力變化的代理值，以為判定企業提列資產重估是否可靠之評判標準。研究結果顯示，英國企業對於固定資產重估價的改變與企業未來經

營績效的改變方向為顯著一致的，作者認為這表示企業對固定資產公允價值之估計具一定程度可靠性。

其他尚有許多支持公允價值估計可靠性的研究，如 Barth and McNichols (1994) 針對美國企業對環境負債公允價值之估計、Dietrich, Harris and Muller III (2000) 針對英國企業對投資性不動產公允價值之估計等，探討的會計項目繁多，雖然其結果難免有其不一致之處，然整體來說，在公允價值會計可靠性之相關研究結果方面，其研究證據大致支持企業評估其資產之公允價值為可靠。

(二) 公允價值會計的資訊內涵研究

由於國外資本市場發達，輔以資料取得之便，探討公允價值會計資訊內涵議題之相關研究，多以資訊與股價或股票報酬率之相關性做為判定其是否「有用」之依據。關於會計資訊是否具資訊內涵的研究，其先河當屬 Ball and Brown (1968)。由於公允價值會計之概念於 1970 年後才逐漸為人重視，因此 Ball et al. 於研究中仍以歷史成本會計中所重視之損益表資訊（盈餘）⁶為研究標的，在市場效率的前提假設下，驗證年度盈餘變動與股票報酬率間之關連性。盈餘資訊內涵之研究建立在資訊理論的架構下，若一訊息能改變訊息接受者對相關變數之機率分配之預期時，則稱該訊息傳遞了某種資訊。若訊息接受者對某變數的預期改變，會導致其決策或行為之改變，則導致行為改變之訊息即為「有用」，亦即具「資訊內涵」。Ball et al. 以 NYSE 之 261 家公司，1957 年至 1965 年之每月資料為研究標的，採用三種盈餘期望模型進行盈餘預測，再與實際盈餘比較，以求得未預期盈餘的變動，並依變動方向之不同，將樣本分為正、負兩組，以市場模型分別計算兩組投資組合之異常報酬率，進行年度盈餘資訊發布時異常報酬率之變動情形、異常報酬率對盈餘之反應期間、年度財務報表是否具資訊內涵等主題之研究。研

⁶ 推崇歷史成本會計的人對公允價值會計常有衡量的不準確（可靠）、及資產負債表有許多未入帳的會計項目等。對於「資產負債表有許多未入帳的會計項目」這個問題，在歷史成本會計下可能影響有限，因為兩個時點資產負債表上漏未入帳的資產負債將於損益表中被抵銷，即使有未入帳的增額商譽，其亦應將於經營績效中反映，進而顯示於盈餘中。

究結果顯示，未預期盈餘變動與異常報酬率間有顯著之關聯性，首次提出了會計資訊（歷史成本盈餘資訊）具資訊內涵之實證依據。在此之後，上述的研究方式多為會計學者所採用，用以檢測各種會計資訊之資訊內涵。在以會計盈餘資訊為探討主題的相關研究方面，有 Beaver, Lambert and Morse (1980)、Beaver, Lambert and Ryan (1987)、及 Beaver, McAnally and Stinson (1997)等，分別以不同的盈餘預測模型計算未預期盈餘，並驗證其與異常報酬率間的關係。上述研究之結果皆與 Ball and Brown (1968) 的發現相仿，顯示未預期盈餘變動與股價變動確具關聯性。

儘管過去文獻多有支持盈餘數字具有資訊內涵之證據，但仍有學者持企業現金流量、或現金股利之折現值可能較適合用以評估企業價值的看法。對此 Penman and Sougiannis (1998) 運用事後 (ex post) 已實現盈餘做為預測盈餘的代理變數，分別代入現金流量折現模型、現金股利折現模型、及應計基礎之盈餘折現模型中，欲探討在僅能估計有限期間下之預測資訊時，何種評價模型之評價與企業公允價值（股價）較為接近。其研究結果顯示，應計基礎之盈餘對於股價之解釋能力最高，其主因為，應計基礎下的盈餘得以使投資所帶來之現金流量與其成本相配合。這說明了，雖然現金流量折現模型、現金股利折現模型為企業評價的基本財務模型，但於有限期間的限制下，應計基礎之盈餘可能較現金流量或現金股利為更重要之參考指標。上述研究結果，亦提供了支持會計資訊（歷史成本盈餘資訊）具資訊內涵之實證證據。

由於歷史成本會計對於損益表資訊之重視程度遠大於資產負債表資訊，因此早期對於會計資訊內涵之研究，大多以盈餘為研究主題，這種研究偏好也影響了學者對於當時方興起的公允價值相關議題的研究方法。1973年，美國尼克森總統時代，以阿戰爭爆發導致阿拉伯實施石油禁運，使得美國國內整體物價陡升，於短短十年間全美通膨率高達 15%，這也使得以歷史成本為評價基礎的會計報表產生程度不一的扭曲。面對歷史成本會計所面臨的種種限制，美國 SEC 及 FASB

等試圖引進公允價值會計概念以為緩解，先後制訂若干關於重置成本（公允價值之一種）資訊揭露之公報，這一系列的規定也成為學者關注的重點，探討其所揭露的公允價值資訊，是否能於現存之歷史成本會計外提供增額資訊內涵。

在 Beaver, Griffin and Landsman (1982) 中提到，對於一間實質獲利能力不變的企業而言，若其以歷史成本為會計評價基礎，其收益與許多費用皆會隨通貨膨脹而上漲，但有一些費用（如折舊）則不會，如此該企業之財務報表將顯示該企業之獲利率之增加超過通貨膨脹率。由於企業未來之股利發放能力並未改變，如此可能使得企業報導盈餘與其未來股利發放能力脫節。因此，為確保盈餘資訊具備資訊內涵（以使其與股價之變動更為一致），重置成本盈餘（pre-holding gain net income，或稱 sustainable income）的概念即應蘊而生，然為了不破壞以歷史成本為主的會計評價精神，任何以其他評價基礎的會計資訊將以「補充揭露」的方式為主。這種想法落實於 SEC 於 1976 年發布的 ASR 第 190 號、以及 FASB 在 1979 年跟進發布的 33 號準則上，其要求美國上市企業應補充揭露企業資產重置成本變動所造成的影響，並規定企業應揭露通貨膨脹下的「定值」(constant dollar) 資訊⁷。

最早期的研究，如 Beaver, Christie and Griffin (1980)、Ghevara and Boatsman (1980)、Ro (1980) 等，皆發現「企業股價於企業揭露重置成本資訊時並未有顯著反應」，由於上述結果有可能導因於研究方法的瑕疵，因此，較後期的研究，如 Beaver, Griffin and Landsman (1982)、Beaver and Ryan (1985) 等，皆以改良後的研究方法探討重置成本的資訊內涵。Beaver, Griffin and Landsman (1982) 以 ASR 190 為探討主題，針對美國 1976 年至 1978 年間 313 家企業的資料，探討以重置成本揭露資訊設算出的重置成本盈餘⁸與歷史成本盈餘何者較具資訊內涵。初步

⁷ 隨著美國通貨膨脹受到控制，通貨膨脹不再成為學界業界關注的焦點，1986 年 FASB 發布了 89 號準則替代 33 號準則，不再強制而只是鼓勵揭露資產重置成本變動之相關資訊。

⁸ 於 Beaver, Christie and Griffin (1980) 中，其對重置成本盈餘的定義為：歷史成本盈餘 +（歷史成本下的銷貨成本 - 重置成本下的銷貨成本） +（歷史成本下的折舊 - 重置成本下的折舊）。

研究結果顯示：股票報酬率與歷史成本盈餘之相關係數（0.37）顯著大於與重置成本盈餘之相關係數（0.30）。如此的發現固然與先前研究結果一致，然而此種將不同評價基礎下的盈餘與股票報酬率跑相關性的研究方法，雖然直觀，但其卻可能與資訊觀點的理論相悖。在資訊觀點下，資訊與資訊間的關係並非「互斥」，亦即，市場並非在歷史成本盈餘與重置成本盈餘資訊間「擇一」使用，而是同時使用多個資訊。為了解決上述研究方法所隱含的「資訊互斥」假設，Beaver et al. 採用「兩階段迴歸模型」（two-step regression model），分別驗證歷史成本盈餘與重置成本盈餘，是否能在另一項資訊已知的情況下，對股價報酬率提供增額解釋力。雖然經過研究方法的改良，但其研究結果並未與先前結論有所不同，其研究顯示，在歷史成本盈餘已知的情況下，重置成本盈餘並未提供對股票報酬率之增額解釋能力；然而在重置成本盈餘已知的情況下，歷史成本盈餘卻提供了對股票報酬率之增額解釋能力。對此作者認為，至少由股票報酬率的解釋力角度來看，重置成本盈餘只是「經過斷章取義後的歷史成本盈餘」，似乎不具增額資訊內涵。

相對於 Beaver, Griffin and Landsman (1982) 以 ASR 190 為研究標的，Beaver and Ryan (1985) 進一步檢視 1979 年至 1982 年，1,137 家依 SFAS No.33 規定揭露重置成本資訊之企業，其重置成本會計是否具有增額資訊內涵。SFAS No.33 與 ASR 190 的規定十分相似，但由於其規定揭露的資訊較為詳盡，因此在進行相關研究時，可利用其資訊定義出更多「擬制盈餘」⁹，以分別探討其資訊內涵。在相同的研究方法下，該研究之結果與前述研究結果相同，並沒有得出支持重置成本盈餘具增額資訊內涵之研究證據。

於該議題的研究中，仍有部分研究結果支持重置成本盈餘具有若干增額資訊內涵，如：Easman, Falkenstein and Weil (1979)、Bublitz, Frecka and McKeown (1985)、Murdoch (1986)、Haw and Lustgarten (1988) 等。這些研究之所以與前述

⁹ 若不含現金流量盈餘及歷史成本盈餘，Beaver, Griffin and Landsman (1982) 中僅設算了兩種擬制盈餘，而 Beaver and Ryan (1985) 中則設算了六種擬制盈餘。

研究結果互異，或導因於模型選用不同（如 time series）、或對擬制盈餘之定義差異，雖然能在技術層面上找出其結論差異之原因，但是其根本之原因仍是莫衷一是，這也使得學術界對於重置成本的這一系列會計規範的成果多有保留。由於該系列的規定並未得到學術界的支持，卻使企業承受巨大成本，這也使得 FASB 於 1986 年發布新公報，不再強制要求企業揭露相關重置成本資訊。

對於公允價值盈餘是否可提供增額資訊內涵該議題上，無法得到支持性的研究結果，可能並不令人意外，因為不同於歷史成本會計，公允價值會計所偏重的會計資訊為資產負債表資訊，僅以盈餘觀點判定公允價值會計與歷史成本會計資訊內涵的高低，似乎有所不足。此外，在歷史成本盈餘資訊的研究結果上，雖然大致證明了會計資訊具資訊內涵，然其整體解釋力並不高，其調整後之判定係數（ R^2 ）通常只介於 3% 至 10% 之間（Lev (1989)）。這些結果使得學者對盈餘資訊外的其他資訊益發重視（Easton and Harris (1991)、Ohlson (1995)、Collins, Maydew and Weiss (1997) 等），而 Ohlson (1995) 及 Feltham and Ohlson (1995) 以衡量觀點（measurement perspective）提出的會計基礎評價模型，即提供該一想法得以落實的理論基礎。

Ohlson 模型將會計盈餘和淨資產同時納入評價模型中，成為股權價值的決定因素。在該模型下，股價只要在未來永續預期股利之折現值（present value of expected dividends, PVED）、乾淨盈餘關係（clean surplus relation, CSR）、線性資訊動態（linear information dynamics, LID）等三大假設下，即可「直接」以損益表之盈餘及資產負債表之帳面價值作為評價的基礎。Ohlson 模型的出現，使得關於會計資訊內涵的研究範疇得以擴大至資產負債表項目。為了比較盈餘與帳面價值對股價解釋力之消長，Collins, Maydew and Weiss (1997) 採用 Easton (1985) 的分解法，將總解釋力分為：盈餘之增額解釋力、帳面價值之增額解釋力、及盈餘與帳面價值共同解釋能力等三部分，並將上述之判定係數與時間趨勢進行迴歸分析。研究結果顯示：隨著時間的經過，盈餘與帳面價值共同解釋能力些微上升、

盈餘之增額解釋力逐年下降、及帳面價值之增額解釋力逐年上升。對於上述發現，Collins et al. 參考了過去研究，並分析經濟狀況，列出四種可能的原因，即：服務及科技企業等無形資產密集的產業興起、企業財報中非經常性項目出現的頻率及規模的增加、負盈餘的發生、及小型公司數量的增加等，並於後續研究結果中得到支持以上所有可能原因的證據，表示上述四原因可充分解釋，Ohlson 模型中盈餘及帳面價值其評價能力之消長。該研究結果，不但支持會計資訊具資訊內涵，且亦提出了資產負債表資訊其重要性的實證依據。

此後，運用 Ohlson 模型概念用以檢驗資公允價值會計的研究漸多，逐漸成為公允價值會計是否具資訊內涵研究的主流研究方法，其中亦包含了本研究的研究主題－資產重估價的相關研究。

二、 資產重估價

關於資產重估價的研究，大致可以分成兩個方面：一、探討企業從事資產重估價的動機，二、與市場對於資產重估價資訊揭露的反應。由於各國對於資產重估價之規定互異，即使是規定十分相近的國家（如英、澳），其實務重估特性亦各自呈現出不同的性質¹⁰，因此不論是國內外相關研究，皆多以單一地區企業為研究樣本。

（一）資產重估價之動機研究與理論

早期財務理論援用 CAPM 理論無交易成本、無資訊成本的假設，認為會計方法之改變與公司價值並不攸關，然而此與實際情況不符，因此發展出實證會計

¹⁰ 如英、澳關於資產重估價的規定十分類似，但其實務界關於資產重估的特性並不相同，如：(1) 澳洲企業重估無形資產與長期投資的頻率與固定資產的頻率相仿，但英國實務上對無形資產進行重估的比率不高。(2) 澳洲企業進行重估的頻率較規律，多為三年一次，英國企業相較下則較無固定的重估週期。(3) 英澳關於資產重估價相關規定的其中一個差異，在於英國允許企業對單一資產各別進行重估，而澳洲則是要求同類資產必須全體進行重估，這也造成兩地重估金額的差異。(Barth and Clinch (1998)、 Easton et al. (1993))。

理論，進行預測、解釋會計選擇的相關研究。而在與會計選擇相關的實證研究文獻中，其動機假說最常被討論的有：為契約成本假說、成長機會假說、經營績效假說等。

1. 契約成本假說

契約成本假說為最多會計實證研究所採用的假說，其以契約觀點著眼，將契約分為債務契約、獎酬契約、政治運作過程相關契約三種。

I. 債務契約假說：

企業管理當局為追求成長機會、營運之有效運作以及發揮財務槓桿之效用等因素，常會向外舉債，而債權人為減少資金風險，多以會計資訊（如負債比率）做為評估企業財務狀況、預估公司償債能力之指標。負債比率越高之企業財務彈性較差，故其儲備的舉債能力越低，為保有較好之債信條件，企業將可能進行盈餘管理以降低其訂定債務契約之成本，此時進行資產重估將能有效改善公司之財務彈性。相關文獻多採「負債比率做為債務契約條款的寬鬆程度」、「股利發放限制條款存在與否」、「利息保障倍數」做為債務契約對影響公司會計方法選擇的替代變數。

II. 獎酬契約假說：

經理人獎酬計畫通常允許經理人分享超過盈餘目標的紅利，而盈餘目標通常為會計淨利或企業資產帳面值之報酬率。若企業有以會計數字為評估基礎的獎酬計畫，經理人在自利動機的前提下，將極大化企業目前的報導盈餘，以增加其所可獲得的紅利。相關文獻多採「盈餘為基礎的獎酬計畫存在與否」做為獎酬契約對影響企業會計方法選擇的替代變數。

III. 政治運作過程相關契約：

就經濟理論的觀點，政治可視為財富移轉的角逐過程。企業的財報數字間接反映了消費者、員工、工會、政客及主管機關等，對其支持、或抨擊的程度。

政客藉由轉讓大眾觀感較差公司的部分稅捐以補貼大眾觀感佳的企業，而政治注目度高的公司極容易引起大眾的注目，因此該類企業多傾向降低自己的財富以避免政治壓力，因而偏好採用可降低企業淨利或規模的會計方法。相關文獻多採「企業規模」、「風險」、「資本密集度」、「市場集中度」做為政治契約對影響企業會計方法選擇的替代變數。¹¹

企業辦理資產重估增值與否，將影響上述契約成本，在企業追求成本最小的假設下，可以其解釋與預測企業之會計選擇。

2. 成長機會假說

成長機會假說認為，投資人及債權人較喜歡投資於成長機會較高之企業，因此若企業之成長機會高，將擁有較好的債信條件，較不會有資金不足、乏人借貸之困難，也較沒有動機去進行資產重估來修飾財務報表。

3. 經營績效假說

經營績效假說與成長機會假說類似，認為若企業經營績效佳，將對市場釋放有利訊號，募資容易，較無進行資產重估，以修飾財務報表之動機。相反，若經營績效差，公司之保留盈餘將會較低，此時企業將可能辦理資產重估以增加股東權益，拉高公司之股東權益總額，以彌補虧損或提升股東權益金額。

本段之國外研究方面，Brown, Izan and Loh (1992) 以澳洲 1974 至 1986 年企業為研究樣本，以契約成本假說為基礎，探討於澳洲法令規定下，重估並不會直接影響現金流量的情況下，企業為何仍有動機從事資產重估的研究。該研究的樣本期間劃分為 1974 至 1977 年的高通膨期間，及 1984 至 1986 年的低通膨期間兩

¹¹ 彭馨儀(1992)於研究中指出，台灣於民國八十一年前並無類似反托拉斯法之規範（八十一年公平交易法始施行），制裁公司賺取壟斷利益或超額利潤的行為。當時國內大規模公司可透過強大的經濟權力扭曲市場價格機能來獲得更多超額利潤，甚至挾其財力將經濟權力轉為政治權力，取得優渥的待遇與地位。因此作者認為，在當時環境下，政治注目程度高未必對企業不利，因此假設公司規模（以資本額為代理變數）越大的公司越傾向辦理重估增值，且實證結果顯著。

段研究期間。研究樣本排除公用事業與金融業，隨機自澳洲證券交易所上市的公司中抽取，兩段期間分別得到 816 及 607 個企業年度樣本。作者採用經濟性動機較易確認的固定資產重估做為研究對象，並提出契約成本、政治成本、財務彈性成本、免稅的股票股利準備等假說做為企業從事資產重估的理論基礎，並依此擬定十四組假說進行檢定。實證結果顯示負債比率較高（債務成本假說）、公司規模較大（政治成本假說）、擁有較多固定資產（財務彈性假說）、擁有較少股票股利準備以及面臨被收購威脅之公司，較傾向辦理資產重估增值。作者在結論中表示，雖然提出的解釋變數具有統計上的顯著性，但是模型的解釋能力偏低，顯示其理論模型中提出的解釋變數並不完整，其變數代理之適切度亦可能存有問題。

同年 Whittred and Chan (1992) 嘗試以不同的角度探討企業進行資產重估價的動機，認為企業辦理資產重估價可能是為解決企業投資不足的問題。Myers (1977) 於研究中觀察到，企業投資方案所產生的價值將由股東與債權人共享，若該企業負債風險提高，債權人將要求較大的風險貼水，使得股東享有的利益降低，當其投資方案報酬率低於股東要求的報酬率時，即使該項投資方案就公司整體而言有正的淨現值，公司仍會放棄該一方案，進而造成企業之投資不足。由於澳洲企業之債務契約多有限制負債比率之上限，以保障債務人之求償權及公司不當發放股利之問題，然而這亦將造成公司因投資不足而增加的損失。此時若公司進行資產重估，則可降低公司之負債比率，增加公司之舉債能力，緩解企業投資不足之問題。作者指出，絕大部分的澳洲公司所面臨的負債條款，多以負債比率做為限制條件，以減輕債務人對於公司增發新債時造成的求償權稀釋、及公司不當發放股利的問題。由於此種債權條款可能影響公司的投資機會，進而造成投資不足的損失，此時企業可能視資產重估為一低成本的工具，減緩此一問題。作者便以此觀點切入，以 1980 至 1984 年間於澳洲證券交易所上市的公司抽取 200 家企業，共計 656 個企業年度樣本為研究標的，建立對公司進行資產重估之動機與負債條款之存在、財務槓桿、成長機會及現金保留比率相關的研究假設，並對

其進行檢定。研究結果顯示，受到債務條款約束之公司、負債比率較高之公司、現金保留比率較低之公司以及成長機會較高之公司，較傾向辦理資產重估增值。雖然其研究對澳洲公司進行資產重估價的動機提供了若干證據，但其仍無法解釋為何澳洲許多沒有受到債務條約限制的公司仍會辦理重估增值。

有鑑於前述研究（特別針對債務契約成本假說）對於實務現象解釋之不足，Cotter and Zimmer (1995) 認為其可能是由於「傳統研究中對債務契約成本的替代變數過於狹隘」所致。債權人為減少資金風險，多以會計資訊做為評估公司財務狀況、預估公司償債能力之指標，因此債務契約的確多以企業財務比率做為限制標的。然財務比率並非評估企業所面臨債務契約成本的唯一指標，企業未來之償債能力亦同樣受到債權人的重視，而其可能亦將受資產重估價之影響（Clemens and Dyer (1977)）。如，設定抵押品之價值可能為企業償債能力的良好衡量指標之一，而抵押品的價值可藉由辦理（向上）資產重估價提高。作者從 Whitted and Chan (1992) 的研究企業樣本中隨機抽取 100 家，以更多替代變數，如抵押貸款之增減、營業活動之現金流量等，建立 5 組假說，以更深入探討債務契約成本與資產重估增值間的關係。研究結果顯示，當公司來自營業活動之現金流量減少、負債比率較高之公司以及公司抵押貸款增加時，較傾向辦理資產重估增值，提供了額外支持債務契約成本假說的研究證據。

相對於 Cotter and Zimmer (1995) 針對同一時間企業面臨的債務契約成本探討替代變數的適切性，Cotter (1999) 於研究中更進一步的觀察到，隨著時間的推移，企業舉債偏好的改變，也可能造成企業債務契約成本的原因一併改變。因此，若要探討債務契約成本是否為企業辦理資產重估之因，勢必將對其新的債務關係做一了解。作者於研究中觀察到，澳洲企業偏好之舉債方式，從原先由不特定大眾募集之公司債，逐漸轉為與私人銀行間之借貸關係。由於債權對象不同，其債務之償債風險與債務契約約束亦將隨之改變，面對新的債務關係，Cotter 以較新年度（1993 至 1995 年）澳洲製造業、零售業和運輸服務業中，能取得其銀行貸

款契約的上市公司為樣本，檢視樣本企業的債務契約，並加以總結出認為適宜衡量新債務關係中其債務契約成本的替代變數，並用以驗證其與公司進行資產重估動機間的關係。研究結果顯示，履行負債契約狀況較差之公司確實較傾向進行資產重估，而公司之負債比率與資產重估僅達邊際顯著，且現金保留、成長機會以及公司規模與資產重估間均無顯著關係存在。對於企業不再以辦理資產重估方式為降低債務契約成本之原因，經作者與樣本企業訪談了解後指出，在新的債務關係中（企業與私人銀行間），企業得以較辦理資產重估成本較低的方式，如附註揭露，即可達成降低債務契約成本的目的。該一研究結果也顯示，企業進行資產重估之動機會隨時間環境改變。

從上述研究中不難發現債務契約成本假說受資產重估動機研究學者的注目程度，也累積了不少支持該假說的研究證據，這與 Easton, Eddy and Harris (1993) 於研究中直接對澳洲 1981 至 1990 年期間曾進行資產重估企業之財務長進行問卷調查（而非經由實證結果推論）的結果相符。問卷調查結果顯示：企業進行資產重估之首要動機是為了揭露真實且公允的資訊，而次要動機則是為了解除債務契約限制。由於澳洲公司明白要求企業應揭露真實且公允的資訊，容易成為企業辦理資產重估的冠冕堂皇的藉口，此時其次要動機之可信度似乎較高。

在英國研究部分，專門探討資產重估動機的研究較少，但仍有不少研究在探討資產重估價資訊內涵之餘，針對企業辦理資產重估動機是否影響資產重估與市場反應間關係進行探討。Aboody, Barth and Kasznik (1999) 以 1983 至 1995 年的英國公司為研究樣本，在驗證資產重估、企業未來經營績效、與市場反應三者間關係後，亦就企業負債比率高低是否影響三者關係進行分析。該分析背後的理論依據為，重估增值若真實反映了企業資產價值的增加，則應可於企業未來的經營績效中觀察到因資產獲利力增加而出現的上揚；反之，如企業僅視資產重估為一降低債務契約成本之工具，則其與企業未來經營績效變動間的關係將減弱。作者以負債/權益比做為企業債務契約成本的代理值，並預期債務契約成本越大之企

業，其資產重估與企業未來經營績效變化間的相關性將越低，亦即其進行資產重估之動機乃為降低債務契約成本。研究結果發現，低負債/權益比組之企業選擇固定資產重估的動機是為了向公眾傳遞更真實更公允的財務報表資訊；而高負債/權益比之企業則是選擇資產重估作為緩解債務契約限制的一種會計政策。

此外，1970年間英國通貨膨脹現象劇烈，造成企業資產帳面價值與公允價值的差異日益擴大。基於資訊攸關性的考量，英國於1980年發布SSAP16「公允成本會計準則」，要求公司提供基於公允價值的補充財務資訊，自此企業面臨資產價值變化時，可選擇以資產重估價的方式調整帳面價值，或僅予以揭露。

Lin and Peasnell (2000) 對1983年英國公司是採用資產重估還是遵循SSAP16的動機進行研究。其研究發現，資產重估與公司規模、違反契約限制的接近程度和企業前兩年是否進行資產重估正相關；遵循SSAP16與公司規模、利潤率、固定資產集中度，與違反契約限制的接近程度負相關。

國內於此亦有不少類似的研究。彭馨儀(1992)有鑑於我國上市公司辦理資產重估之年度主要集中於民國六十三年及民國六十九年，將研究期間分為兩段事件期間：民國六十二至六十七年、與民國六十八至七十六年，探討上市公司辦理折舊性固定資產重估之公司特質。由於企業具有是否辦理資產重估的選擇權，因此資產重估屬於會計方法的選擇，作者以契約成本假說為主，選擇了四個代理變數：企業稅負（企業每一單位資產所承擔的稅負）、資本密集度（每一單位的銷貨所支付的資金成本）、財務結構（負債比率）、與公司規模（資產總額），以對企業進行資產重估的動機進行分析。經以兩研究期間企業年度樣本之實證結果發現，公司規模為引發上市公司辦理資產重估的主要動機（規模越大越傾向辦理資產重估）；而財務結構的解釋能力，於民國六十二至六十七年期間顯著，而於民國六十八至七十六年期間未見顯著。由於民國六十二年正值第一次石油危機，各國遭受普遍性的通貨膨脹，國內經濟亦深受國際經濟風暴的衝擊，物價漲幅飆高，因此作者將此結果解釋為，財務結構的解釋能力受物價水準波動趨勢的影響；至

於在稅負效果與資本密集度方面，則可能因為樣本期間缺乏明細資料、或其代理變數適切性不佳，於解釋資產重估動機上未有顯著結果。

阮瓊華(1994)以彭馨儀(1992)研究中未涵蓋的期間期間，民國七十一年至八十一年間，曾辦理資產重估價之上市企業為研究標的，進行動機研究。作者共提出多個代理變數：負債假說(負債比率(2¹²))、財務彈性假說(土地建物比例、現金有價證券比、成長機會變數(3))、政治成本假說(公司規模(2)、資本密集度、股東權益報酬率)、稅負假說(公司稅負(2))、資本公積假說(資本公積比例(3))及市場假說(股票流通量、系統風險、非系統風險)，分別進行分析。實證結果顯示，負債假說、政治成本假說、資本公積假說及市場假說在塑膠、紡織、造紙及百貨業得到顯著結果；公司規模假說則在食品、電子、觀光及其他產業得到顯著的結果；資本公積假說在金融業及其他產業測試結果顯著；至於財務彈性假說及稅負假說，則在各項分析中均未出現顯著結果。

黃士真(1997)以民國七十一至八十四年之上市公司為研究標的，於排除了金融業後，共取得了3,808個原始企業年度樣本，並將固定資產區分為土地與折舊性資產兩大類，以分別探討影響資產重估的因素。經扣除不具重估資格及無法判斷是否辦理重估企業年度樣本後，在土地方面，共有3,502個有效企業年度樣本，包括132個辦理重估之企業年度樣本及3,370個未辦理重估之企業年度樣本；在折舊性資產方面，共有2,081個有效企業年度樣本，包括18個辦理重估之企業年度樣本及2,063個未辦理重估之企業年度樣本。作者以財務彈性假說(負債比率、土地或建物比率、現金與短期投資比率、來自營業活動淨現金流入增加率、成長機會)、稅負假說(重估前年之有效稅率)、獲利能力假說(每股盈餘、每股盈餘成長率、保留盈餘與資本公積比率)、公司存續時間假說(公司存續年度)建立相關假說，以進行檢定。其研究結果顯示：在土地方面，實證結果顯示，公司的財務彈性狀況、獲利能力及存續時間是影響上市公司辦理土地重估價之因素。

¹² 括號中的數字表示該研究中此假說選用代理變數之數量，後同。

意即上市公司在其財務彈性狀況惡化時，會傾向辦理土地重估價以增進公司的舉債能力；而當獲利能力不佳時，公司亦傾向藉著土地重估之辦理，增加資本公積，以因應其彌補虧損之需求¹³；另外，存續時間越長的公司，則可能因為土地帳面價值偏離市價較多，而傾向辦理重估價。在折舊性資產方面，僅有公司存續時間假說的實證結果具有顯著性，因此推論存續時間之長短是影響上市公司辦理折舊性資產重估價之因素，即，存續時間越長的公司，越傾向辦理折舊性資產重估價。

顏信輝，丁緯(2004) 於研究中指出，我國企業辦理資產重估之比例低，研究上勢必遭遇重估企業之樣本數明顯的較無重估企業為少之現象，且國內進行重估之企業多集中在紡織、食品及橡膠等傳統產業股，反之，在電子類股中較少企業辦理重估，如此一來，在有重估企業的樣本群中，將以傳統產業股為主，而無重估公司之樣本群中，則將會以電子類股為主，恐將導致研究結果包含產業因素的雜訊。對此，作者認為可以配對研究法，依市場別（上市或上櫃）、產業別、普通股股本及總資產做為配對標準，於無重估企業樣本中選取相近樣本相比較，以更細緻的探討公司進行資產重估之動機。作者以民國八十七至九十一年排除了金融業的上市上櫃公司為研究標的，對契約成本假說（負債比率）、成長機會假說（市價/帳面價值比、總資產成長率）、經營績效假說（來自營業現金流入增加率）、庫藏股假說（庫藏股佔股東權益比率），以 Logistic 迴歸分析探討公司管理當局進行資產重估之意圖。研究結果顯示，負債比率較高之公司、成長機會較低之公司（總資產成長率較低）以及經營績效較差的公司擁有較多庫藏股之公司較傾向辦理資產重估。

綜覽國內外研究結果，雖然歷來被選為資產重估動機的因數不在少數，但債務契約成本假說受到的研究關注度相對來的高，且於國內外研究中亦有不少的支持結果，因此，在探討公司辦理資產重估的資訊內涵時，實有將此一影響變數作適當處理之必要。

¹³ 修法後資產重估應列為業主權益下，且不得用於彌補虧損。

(二) 資產重估價資訊內涵之研究與理論

資產重估價的另一大研究方向為探討資產重估價資訊揭露對股價及股票報酬率的影響，也就是探討資產重估價的資訊內涵。早期的研究（如國外 Sharp and Walker (1975)、Standish and Ung (1982)、Emanuel (1989)，國內翁春風(1985)、吳火生(1990)等）接續了 Ball and Brown (1968)、Beaver (1968) 引進財務實證方法於會計領域的研究方法，以資訊觀點著手，分單期與多期，以異常報酬率及累積異常報酬率為觀察值，探討資產重估資訊宣告時之股價反應。然而財務報表發布時傳遞出的資訊十分紛雜，使得研究者難以針對特定項目進行觀察與研究，造成解釋上的困難，因此近期的研究多借 Ohlson 模型，直接驗證特定會計科目與股價間的關係。若企業辦理之重估增值具資訊內涵且即時，則經重估增值後之企業資產帳面價值，對於股價應有較強的解釋力；其增額重估增值，亦應對股票報酬率有其解釋力。為了將研究焦點置於資產重估價，歷來研究多將 Ohlson 模型稍做修改，形成了近期研究（如國外 Easton, Eddy and Harris (1993)、Barth and Clinch (1996)、Aboody, Barth and Kasznik (1999)，國內莊璧華(1995)、顏信輝，丁緯(2004)等）常用的 P/B 模型、Price 模型、Return 模型等。

於國外研究中，因各國對於資產重估的相關規定與企業實務皆不相同，於本段的研究結果頗為分歧。如，英國研究大體上來說並未取得一致性關於資產重估價與股價、股票報酬率間具明確關係之證據；澳洲相關研究結果則大致支持重估增值的資訊攸關性（Aboody, Barth and Kasznik (1999)）。首先於該領域展開研究的當推 Sharp and Walker (1975)，作者因觀察到當時澳洲併購盛行，在面臨併購的被收購企業中，有對其資產價值提出新資訊與未對其資產價值提出新資訊的企業，於併購條件提出的前後三個月的股價變動存在明顯差異，引起作者探討資產重估宣告對股價影響的興趣。作者採用 Market 模型，對 1960 年代面臨收購的澳洲企業，以月報酬為基礎，運用 CAPM 估計平均異常報酬與累積異常報酬，並以此做為判斷市場對會計資訊反應的觀察值。研究結果顯示，資產重估資訊的發

布會造成股價的向上調整，且該一效果將維持十二個月。因資產重估資訊的發布常伴隨其他財務、甚至非財務資訊，因此作者進一步分析該項結果是否與同時發布的盈餘變動或股利發放的變動有關，發現資產重估價資訊的確有其獨立對股價的影響力。本篇主要的發現有：

1. 調整過盈餘和股利的影響後，結果顯示市場將資產重估資訊視為一項重要的資訊，對股價有其影響力。
2. 市場對資產重估資訊的反應相當迅速，但於資訊發布後，股價反應將持續一段期間（即所謂 post - announcement drift）。
3. 經排除其他可能影響股價的財務資訊對股價的影響後，其實支持資產重估資訊會系統性的影響異常股票報酬率的證據相當薄弱。

Standish and Ung (1982) 接續 Sharp and Walker (1975) 的研究，選取英國 1964 至 1973 年進行資產重估的 232 公司做為樣本，以相同的研究方法探討資產重估價資訊對股票報酬率影響。作者就自願性固定資產重估的價值提出兩項假說：一是認為資產重估價提供資產的市價資訊有助於股東評估企業的財務狀況及管理人員對未來的盈餘預期，進而影響股價，因此假設股價變動幅度與資產重估幅度相關；另一項假說認為，在效率市場下，市場可即時於企業資產價值發生變動時得知，不需藉由財報中資產重估價得知該資訊，因此資產重估價資訊的發布並不會影響股價。耐人尋味的是，這兩個假說皆未獲實證結果的支持，因此作者認為重估增值並非為一可「單獨」傳遞訊息之資訊，而是一組資訊中的組成部分，需與其他資訊配合解讀，方能對股價產生解釋力，若資產重估增值並未伴隨其他有利資訊，則股價不會對其反應；反之，則會有明顯的股價反應。作者因此認為，英國企業可能視自願性固定資產重估制度為一影響市場對公司預期的工具，而市場也了解此種「操弄」手法，因此對資產重估的資訊價值相當中性，必須在輔以其他，相對於資產重估可靠的有利訊息的情況下，方具資訊內涵。這與 Brown and

Finn (1980) 的研究結果類似，其研究並未對資產重估資訊的經濟意義提供支持性的證據。

對於資產重估價資訊對股價不具影響力的原因，Emanuel (1989) 指出可能有三個原因：

1. 根據資訊觀點，財務報表並非市場取得對企業形成評價資訊的唯一管道，這對「事件研究」相當不利，使得研究者難以得知市場首次得知資訊的時點，因此也無法針對該時點的企業股價進行觀察。
2. 企業進行資產重估增值常有其一定的「頻率」，如 Easton, Eddy and Harris (1993) 於其研究中即發現澳洲企業常見以三年一次的頻率對其資產進行重估，因此市場可能對企業進行資產重估之頻率及水準早有預期，並將其預期反應於股價中，致使企業實際進行重估時未能於股價上觀察到顯著反應。
3. 企業進行重估增值可能基於不同的動機，市場對這些基於不同理由而辦理的重估增值應該亦存有不同評價，若僅將其視為單一科目，傳遞單一訊息，則可能削弱、干擾其於股價方面的影響力。

基於早期研究始終未能獲得正面的實證依據，學者開始試圖採用不同的研究方法以探討資產重估的資訊內涵。Easton, Eddy and Harris (1993) 針對過去以未預期盈餘去解釋異常報酬的研究方法中，存有的未預期盈餘衡量誤差的研究限制，提出以當期盈餘水準做為解釋股票報酬的解釋變數的研究方向。作者借用 Ohlson 模型，選取澳洲 1981 至 1990 期間之 100 家企業為研究標的，以股票市價做為公司某個時點真實價值的指標 (P/B 模型)，股票報酬率做為公司一段時間的財務狀況匯總指標 (Return 模型)，評估資產重估事件的解釋能力。研究結果顯示，資產重估對股價有顯著解釋力，表示資產重估可縮短帳面價值與企業市值 (以股價代理) 間的差距；此外，增額資產重估對股票報酬率則不具顯著解釋力，表示

澳洲資產重估非為即時。在 Return 模型的分析方面，以一年或更短的股票報酬率計算期間進行研究，的確可避免預測的結果受到其他雜訊的影響，但是以往的研究結果都遭遇到短期間的盈餘解釋能力偏低的問題。Easton et al. 於參考了歷來文獻的建議後，認為應回歸會計基本屬性。由於會計具有的穩健性質，一企業之經濟事件與會計認列之時點間常存有落差，是為造成會計資訊對股票報酬率解釋能力偏低的主要原因。若拉長研究期間，則多數經濟事件的影響將反映於會計盈餘中，因此盈餘變數的解釋能力應隨之增加，在長期間的 Return 模型研究結果中，作者發現模型之解釋能力確有提升，從一年期的 6% 增加至十年期的 63%；但就帳面價值來說，隨著研究期間的拉長，資產重估亦會進入會計盈餘，故於其對股票報酬率的解釋能力上，預期將先增後減，這項預期也得到本研究結果的支持。

對於上述採用市場基礎做為判定資產重估是否具資訊內涵的觀察值的研究方法，有學者認為其僅對「資產重估價是否具資訊內涵」該疑問提供間接的證據。Bernard (1993) 於研究中指出，股價或股票報酬率所反映的不只是投資人對公司未來經營績效的預期，其同時也反映了企業的投資、理財決策、甚至市場環境的影響等。對此 Aboody, Barth and Kasznik (1999) 以 1983 至 1995 年的英國公司為樣本，於傳統的市場研究外，另行設計了績效分析，納入企業未來經營績效，取代傳統的股價、股票報酬率，做為資產重估價資訊內涵的觀察值。績效分析的理論基礎為，資產重估應能捕捉若干程度企業資產價值提升的經濟事件，而資產價值的提升應於企業未來經營績效（以「營業現金流量」與「營業利潤」衡量）中顯現。因此，若企業資產重估認列具一定程度的即時性，則其與重估後企業未來經營績效間應存有一正向關係。研究結果顯示，不論於績效分析或市場分析中，其資產重估皆對應變數（於績效分析則為企業未來經營績效變化、於市場分析則為股價及股票報酬率）有顯著解釋力。作者於上述分析外，另外亦針對其他議題進行額外的分析探討。其中，作者觀察到，於作者之前的英國的相關研究中，多

有以跨國（英國企業於美）上市企業為樣本，探討於兩地準則下，其會計資訊內涵的研究（如 Amir, Harris and Venuti (1993)、Barth and Clinch (1996)等）。由於美國基本禁止資產重估價，資產重估自然也成為此類研究的研究標的，英國先前的研究結果顯示，跨國上市企業其重估增值與股價、股票報酬率間呈現負相關。對此作者復將研究樣本中資產重估科目，依有無跨國上市分為兩類，分別進行績效及市場分析。結果顯示，在績效分析方面，跨國企業與非跨國企業結果一致¹⁴，得出增額資產重估與企業未來經營績效的變化間存有顯著正向關係的結果；在市場分析方面，非跨國企業資產重估與股價的關係與績效分析一致，呈現正向關係，而跨國企業則剛好相反，兩者呈現負相關。對此作者將其視為「企業未來經營績效較之股價或股票報酬率，在檢驗資產重估價是否具資訊內涵上，為較佳之觀測值」之支持證據。至於跨國企業在資產重估價與企業未來經營績效正相關的情況下，其為何與股價呈現負相關？作者於文中提出可能的解釋：「由於企業營業淨利可為會計應計項目操弄，因此投資人可能將資產重估僅與『營業淨利變化』正相關解讀為企業當局之損益操弄行為，而給予較低的股價評價」。

國內研究方面，翁春風(1985) 與吳火生(1990) 接續了以 Market 模型計算累積異常報酬的研究方法，研究國內市場對資產重估資訊發布的反應。翁春風(1985) 針對資產重估增值轉增資事件對股票報酬率影響進行研究，樣本期間由民國六十八年至七十三年，共蒐集到 25 家上市公司共 38 個資產重估企業年度樣本。研究結果顯示，短期而言，現金股利發放與否是一項重要的影響變數，發放現金股利的公司股價的上漲期間較不發放者為短，但是不論發放與否股價在公告增資日的前後三週均會上漲；中長期而言，在公告增資配股約半年後，累計異常報酬逐漸回趨於零，顯示中長期的投資人並不能獲取超額報酬。

吳火生(1990) 以由民國六十九年至七十七年期間，28 家公司累計 35 個企業

¹⁴ 在績效研究中，跨國上市公司之資產重估價，僅與「營業淨利的變化」代理值呈現顯著，而與「營業現金流量變化」代理值無顯著關係；非跨國上市公司之資產重估價則與上述兩代理值皆呈現顯著正相關。

年度研究樣本。累計異常報酬的計算範圍為資產重估基準日前後各 20 和 30 週報酬。研究結果顯示，短期而言，資產重估價的確會造成股價波動，尤其在資產重估日前後，由於市場對資產重估事件的影響看法不一，股價波動由其劇烈。股價對資產重估事件的反應，大約是從重估基準日前十五週開始，直到事件日後十五週才停止繼續上漲。但作者於其研究中，並未觀察到中長期累計異常報酬回歸至零的現象。

莊璧華(1995) 以民國六十九至八十三年期間，國內上市公司為研究標的，參考 Easton, Eddy and Harris (1993) 的研究方法，以 P/B 模型、Return 模型驗證資產重估對於股價、股票報酬率間的關係。其中，P/B 模型旨在探討資產重估、及增額資產重估是否將使公司帳面價值趨於公平價值；至於 Return 模型則是在探討盈餘、增額資產重估是否對企業股票報酬率具解釋力，依 Easton, Eddy and Harris (1993) 的研究做法，分別以單期及長期的方式進行分析。研究結果顯示：於 P/B 模型方面，資產重估與增額資產重估皆對縮小股價與帳面價值差異上有顯著解釋力；至於在 Return 模型方面，僅於長期模型（3、15 年）中，累積各期盈餘與累積各期增額資產重估方對長期股票報酬率具顯著的解釋力。其中 15 年期的 Return 模型中累積盈餘及累積增額資產重估對累積股票報酬率之解釋力高達 96.73%，顯示兩項變數可以構成解釋長期股票報酬率的完整解釋變數組合。

顏信輝, 丁緯(2004) 針對民國八十七至九十一年期間，排除了金融業的上市櫃公司為研究標的，在配對研究法下以 P/B 模型對企業年度樣本進行檢測。其研究結論與莊璧華(1995) 相似，發現公司進行資產重估後，將縮短公司帳面與市值間的差距。此外，研究亦發現，在盈餘變數中，有辦理重估企業之盈餘變數係數顯著大於無辦理重估企業之盈餘變數係數，作者對此解釋為，「有重估公司增加公司之固定資產總額，因年度提列的折舊費用提高造成公司淨利降低。因為採用較接近真實市價之基準計算折舊費用，故此時淨利較具攸關性，更為投資人所信賴。反應在股價上，每一單位之每股盈餘投資人願意以更高之價格購買」，

但其對於此發現是否可以解讀為「投資人視企業資產重估為改善財務報表品質之訊號」則持保留態度。

郭瑞基, 周維亮(2002) 則參考 Aboody, Barth and Kasznik (1999) 的研究方法, 以台灣 1986 至 1996 年曾辦理資產重估價之企業為樣本, 在股價及股票報酬率之餘, 納入企業未來經營績效做為資產重估價資訊內涵研究的觀察值, 以迴歸分析方法探討台灣上市公司資產重估價與企業未來經營績效間之關聯性。與 Aboody et al. 不同, 作者僅針對績效分析之部分, 探討增額資產重估與重估後企業未來一、二、三期的累積經營績效變化間的關係。研究顯示: 不論是以「營業現金流量變化」或「營業淨利的變化」做為企業未來經營績效的代理值, 皆只有未來三期之企業未來經營績效變化與資產重估呈現顯著正相關, 其餘未來一期、二期之企業未來經營績效變化與資產重估間的關係皆不顯著。對於前兩期企業未來經營績效變化與資產重估間關係的不顯著, 作者的解釋為「企業於符合資產重估的條件時, 管理當局基於企業投資及理財決策的考量, 投機性地行使裁量權, 以致未能適時認列資產價值變動, 進而導致『資產重估』與『未來經營績效變化』之關係並未如預期呈現顯著正相關」; 至於針對未來三期企業未來經營績效變化與資產重估間的關係的顯著正相關, 作者亦提出解釋, 認為「資產重估後, 其對企業未來經營績效之影響可能需要三年時間才得以顯現」。

第三章 研究方法

本章介紹本研究之研究方法。首先就本研究假說之建立加以說明，再就實證模型之推導進行闡述，最後說明如何應用台灣地區，排除金融產業的上市櫃公司之實際資料，進行假說驗證。

第一節 研究假說

資產重估增值乃指「企業對資產之價值重新予以估計，並將該資產之帳面價值調整至該資產之估計價值」的動作而言，其目的在於使財務報表數字能表達企業當時真實的財務狀況及經營結果。如前所述，我國資產重估偏向「物價水準會計」，相較於如英、澳等地實施之「現時價值會計」，為一較不完整的公允價值會計，因此其資訊內涵應不及現時價值會計下之資產重估增值。

造成資產公允價值高於帳面價值的原因，大致有以下四點：一、幣值變動所引起物價劇烈波動。二、財貨的自然增值。即因社會經濟繁榮、交通便利、文化交流、國際貿易等因素交互造成的資產增值。三、在原有的資產帳載價值外，發現其蘊藏之另一種特殊價值，如於農田之中發現有石油蘊藏。四、誤提折舊。指低估資產使用年限所導致的歷年折舊高估，資產帳面未折減餘額低估¹⁵。於上述所列之原由中，除了第四種原因應以會計估計變動處理外，為提供資本市場更攸關的資訊，企業似應對其餘三種原因所造成的價值偏離，對其固定資產帳面價值重新進行估計調整。此種會計政策下所產生的會計科目—未實現重估增值，究竟是否為資本市場所使用，即其是否具資訊內涵一議題，歷來國內外研究對此多有探討，其研究結果大致支持資產重估價具資訊內涵。

在閱覽了國內外多篇相關研究後，本研究將以企業未來經營績效、及市場反應做為檢定基礎，以更新的資料、更長的研究期間，檢定資產重估與股價、股票

¹⁵ 參考楊和炳，台灣銀行季刊七十五年第二期。

報酬率間之關係，以期對資產重估之資訊內涵做更深入、多面向的探討。此外，於國內外資產重估價動機的文獻回顧方面，由於「債務契約成本假說」為相關研究探討的次數為最多，亦有眾多研究結果的支持，似有在本研究中將負債/權益比率納為控制變數之必要，以進一步分析其動機影響之向度。綜上所述，本研究將分為四個部分，即：基本分析、績效分析、市場分析、動機分析。

一、基本分析

本段乃針對蒐集而來的資產重估增值做初步的分析，包括我國各產業辦理資產重估的概況、企業進行資產重估之週期、資產重估於觀察期間的分布狀態與趨勢、其與經濟環境變動之相依性、及台灣企業對各類資產¹⁶辦理資產重估的偏好等。除此之外，本段亦將附錄本研究中出現的應變數與自變數的敘述性統計資料。

二、績效分析

股價或股票報酬率所反映的，不僅是投資人對公司資產價值的評定或對公司未來經營績效的預期，亦將受企業投資及理財決策影響。此外，經濟的成長、景氣的循環變動、物價的波動、利率的升降、產業生命週期的變化等因素，都會對股價或股票報酬率造成相當程度的衝擊。在市場環境變動日益劇烈的今日，單以股價或股票報酬率來論斷資產重估價是否具資訊內涵，似乎略嫌不足。因此，本研究在此參照 Aboody, Barth and Kasznik (1999) 的研究方法，直接探討資產重估價與企業未來經營績效變化間之關係，期能對資產重估價相關的經濟含意有更深入的了解。

於本段的分析中，有關未來經營績效的變化，是以「來自營業之現金流量的

¹⁶ 根據「營利事業資產重估價辦法」第5條：營利事業重估資產之範圍，限於所得稅法第五十條、第五十九條及第六十條所稱之固定資產、遞耗資產與無形資產三類。在台灣經濟新報社之財務資料庫中，將其重估增值分為四類：土地、房屋及建築、機器設備、其他設備。

變化」(ΔCFO)及「營業淨利的變化」(ΔOPINC)來衡量。其中，增額資產重估之係數為本段分析的重點，如果資產重估能反映出在營運方面之資產價值變動，重估就會和未來的績效呈現正相關。然而，固定資產的估計價值有主觀的成分存在，並且容易產生估計誤差。因此，這項檢定也可以顯示出管理當局在固定資產符合重估條件時，是否適當地使用了他們的裁量權來重估固定資產價值，以認列反映資產價值變動金額的總數。如果管理當局適時地認列資產價值的變動金額，則預期將在重估和未來績效的變化上，觀察到正向的關係；反之，若管理當局若在某些程度上投機性地行使他們的裁量權，則我們可能將無法觀察到重估與未來績效上的正向關係。

三、 市場分析

在一個有效率的市場下，企業的股票市價能代表公司的真實價值，當公司持有的資產價值上揚時，股票市價會反映公司價值的增加，與此同時，會計帳面價值在歷史成本制度的限制下，則可能維持不變。在此情況下，公司真實價值的代表（股價）和財務報表上的帳面價值差距將擴大。因此，若公司將資產的帳面價值往上調升，則公司重估基準日的會計帳面價值應較接近該時點之真實價值。關於此一「企業於特定時點，其真實價值和帳面價值關係」之探討，歷來研究多以 P/B 模型為之。該模型亦可調整為 Price 模型，即可針對「企業於特定期間內，其資產重估對公司價值關係」進行探討。在此模型下，若資產重估具資訊內涵，則我們可預期其係數為正。此外，根據 Ohlson 模型，由於重估增值與其他淨資產同屬企業帳面價值，若市場無法分辨兩者，則兩者係數應相同。藉由比較兩者係數，亦能提供我們市場對於各帳面價值組成項目其評價權重之訊息。

此外股票報酬率為持有證券一段時間的利潤，當所持有的證券其資產價值增加時，於效率市場下，證券價格應會即時反應該增值，進而提升持有者之報酬率。關於此一「企業於一定期間內，其增額資產重估對公司價值變動率關係」之探討，

歷來研究則多以 Return 模型為之。根據此模型，我們可以進一步了解，於當前法令規範下會計數字是否能即時認列該一資產之價值增加。若會計認列為即時，則增額資產重估與股票報酬率間，應存在正向關係。最後，根據 Ohlson 模型，由於增額重估增值與淨利同屬乾淨盈餘，若市場無法分辨兩者，則兩者係數應相同。藉由比較兩者係數，亦能提供我們市場對於各盈餘組成項目其評價權重之訊息。

四、 動機分析

國內外歷來文獻對公司辦理資產重估價動機，於債務契約成本方面多有探討，並得到若干支持性證據如下。

國外部分：

1. Brown, Izan and Loh (1992) 澳洲：
負債比率較高之企業較傾向辦理資產重估增值。
2. Whittred and Chan (1992) 澳洲：
受到債務條款約束、現金保留比率較低、負債比率較高之企業，較傾向辦理資產重估增值。
3. Cotter and Zimmer (1995) 澳洲：
來自營業活動之現金流量減少、負債比率較高、抵押貸款增加之企業較傾向辦理資產重估增值。
4. Aboody, Barth and Kasznik (1999) 英國：
低負債/權益比率企業選擇重估增值的動機是為了提供更真實公允的財務報表；高負債/權益比率企業選擇重估增值的動機則是降低負債/權益比率，解除債務契約限制。

5. Cotter (1999) 澳洲：

履行負債契約狀況較差、負債比率較高之企業較傾向進行資產重估。

6. Lin and Peasnell (2000) 英國：

資產重估與企業與違反契約限制的接近程度正相關。

國內部分：

1. 彭馨儀 (1992)：

財務結構的解釋能力受物價水準波動趨勢的左右。

2. 阮瓊華 (1994)：

塑膠、紡織、造紙及百貨業中，債務契約成本假說成立。

3. 黃士真 (1997)：

土地資產方面，企業在其財務彈性惡化時，較傾向於辦理土地重估價。

4. 顏信輝,丁緯 (2004)：

負債比率較高之企業較傾向辦理資產重估。

5. 林有志 (2005)：

負債比率、成長性、公司年齡等自變數間之交互影響對資產重估價之決策具有重大之影響力。

高負債比的公司辦理資產重估，其目的有可能是為了規避債務條款限制所衍生的債務契約成本。在債務契約中，常見要求企業維持一定水準之財務比例的約束，因此歷來研究多以負債比率或負債/權益比率做為檢定債務契約成本假說的代理值，在此本研究將延用過去多數研究所採用之研究方式，以負債/權益比率做為債務契約成本的代理值。若企業辦理資產重估的動機，非為揭露企業資產之公允價值，而僅為規避債務契約成本，則其重估數字將無法允當反映公司資產價

值的變化，而其與未來經營績效變化的關聯性將被削弱，致使其與股價的關係連帶降低。因此，在動機分析中本研究欲藉此探討，在績效觀點與市場觀點下，企業於面臨強大動機（在此為降低債務契約成本之動機）時，其認列資產重估之資訊內涵是否受到影響。在績效觀點下，本研究預期有強烈降低債務契約成本動機之企業，其資產重估之資訊內涵（即增額資產重估對未來經營績效變化量之解釋力）將降低；而在市場觀點下，本研究則不對資產重估之資訊內涵（即資產重估對股價的解釋力）的增減做方向性的預期。這主要是因為，股價反映了許多紛雜的訊息，即使市場識破企業因欲規避債務契約成本，而進行不具經濟實值的資產重估，而下修對資產重估之評價；但同時，其亦可能因企業提列資產重估而使其違約風險下降而上修其評價。在一正一負之間，彼此可能相互抵消，而使得其不具穩定之方向性。



第二節 實證模型

因基本分析僅針對資料做敘述性統計，並無涉及實證模型，因此將於後章實證結果與分析中敘明其發現，在此僅針對績效分析、市場分析、動機分析加以說明。

一、 績效分析

於本段的分析中，有關未來經營績效的變化，是以「來自營業之現金流量的變化」(ΔCFO)及「營業淨利的變化」($\Delta OPINC$)來衡量。其中，營業現金流量變化與增額資產重估間關係的實證模型如下：

$$\Delta CFO_{t+\tau,i} = \sum \alpha_{0Y} YR_{Yti} + \alpha_1 REV_{ti} + \alpha_2 \Delta CFO_{ti} + \alpha_3 MB_{ti} + \alpha_4 ASSET_{ti} + \alpha_5 \Delta WC_{ti} + \varepsilon_{ti} \dots\dots\dots (1)$$

- $\Delta CFO_{t+\tau,i}$: i公司在t年至t+ τ 年中，個別三年營業現金流量的變化，而 $\tau=1,2,3$ 。也就是t+ τ 年的營業現金流量減t年的營業現金流量，平減t年初之市價權益。
- YR_{Yti} : 是一虛擬變數，當觀察值是年度Y時，為1，反之為0。
- REV_{ti} : i公司在t年度因為固定資產重估增值，而使重估準備增加的部分，平減t年初之市價權益。
- ΔCFO_{ti} : i公司在t-1年度至t年度營業現金流量之變化，平減t年初之市價權益。
- MB_{ti} : i公司t年底之股價淨值比率。
- $ASSET_{ti}$: i公司t年底總資產取對數值，但不包括固定資產重估增值部分。
- ΔWC_{ti} : i公司在t年度至t-1年度中，營運資金之變化，平減t年初之市價權益。
- ε_{ti} : 誤差項。

上式分別代表從t年至t+ τ 年中，個別三年營業現金流量的變化，而 $\tau=1,2,3$ 。因此 $\Delta CFO_{t+\tau,i}$ 是i企業於t+ τ 年的營業現金流量減去其在t年的營業現金流量後之餘額。將研究的年度侷限於未來的三年，除了係受到資料蒐集的限制外，也考量到時間愈長則干擾的因素亦愈多，對於實證研究的干擾亦將增加之故。因此，本研究以呈現未來三年每一年的實證結果，將可適當地觀察到資產重估對於未來經營績效的影響。

REV_{ti} 係指i公司在t年度由於資產重估價，所造成之增額資產重估的部分。該自變數的估計係數 α_1 為本研究的觀察重點，若資產重估能適當反映營運資產

之價值變動，則重估將與未來的績效呈現正相關；反之，若管理當局在某些程度上投機性地行使他們的裁量權，視重估增值為管理工具，則可能將無法觀察到重估與未來績效上的正向關係。

在控制變數方面， ΔCFO_{it} 代表 i 公司來自營業現金流量的變化，其納入可控制影響未來營業淨利之時間序列性質； MB_{it} 代表 i 公司在 t 年底之股價淨值比率，它控制了風險和成長的潛在影響（Fama and French (1992)）； $ASSET_{it}$ 是 i 公司在 t 年底之總資產取對數值，但不包括固定資產重估增值部分，其控制了規模的潛在影響； ΔWC_{it} 是 i 公司從 t-1 年至 t 年間營運資金的變化，將其納入模型，乃基於先前於研究中曾發現營業現金流量和落後的營運資金應計項目間有顯著的關係存在（Dechow (1994)），因此藉此變數將其影響加以控制。

此外，為了控制時間相關的總體經濟影響，例如整體市場的財產價值變化，因而允許迴歸式的截距隨著年度而改變。 YRY_{it} 是一虛擬變數，如果觀察值屬 Y 年度，則 YRY_{it} 為 1，否則為 0；最後，本實證模型參考 Aboody, Barth and Kasznik (1999) 的做法，將 CFO、REV、WC 平減 t 年初之市價權益，以控制各家公司規模不同所造成的影響。

營業淨利變化與增額資產重估間關係的實證模型如下：

$$\Delta OPINC_{t+\tau, i} = \sum \alpha_{0Y} YRY_{it} + \alpha_1 REV_{it} + \alpha_2 \Delta OPINC_{it} + \alpha_3 MB_{it} + \alpha_4 ASSET_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (2)$$

- $\Delta OPINC_{t+\tau, i}$: i 公司在 t 年至 t+ τ 年中，個別三年營業淨利的變化，而 $\tau=1,2,3$ 。也就是 t+ τ 年的營業淨利減 t 年的營業淨利，平減 t 年初之市價權益。
- YRY_{it} : 是一虛擬變數，當觀察值是年度 Y 時，為 1，反之為 0。
- REV_{it} : i 公司在 t 年度因為固定資產重估增值，而使重估準備增加的部分，平減 t 年初之市價權益。
- $\Delta OPINC_{it}$: i 公司 t-1 年度至 t 年度營業淨利之變化，平減 t 年初之市價權益。
- MB_{it} : i 公司 t 年底之股價淨值比率。
- $ASSET_{it}$: i 公司 t 年底總資產取對數值，但不包括固定資產重估增值部分。
- ε_{it} : 誤差項。

該模型與上述模型(1)基本上是相同的，除了 OCF 以 OPINC 取代外，在模型(2)中亦將 WC 控制變數剔除，其餘變數定義皆相同。 $\Delta OPINC_{t+\tau,i}$ 是 i 公司在 t+ τ 年的營業淨利減去其在 t 年的營業淨利後之餘額。營業淨利係指扣除利息、所得稅、折舊、折耗費用及處分資產淨利得前之淨利。排除利息和所得稅費用，乃欲將探討的焦點放在公司的營運績效；而排除折舊、折耗費用和處分資產淨利得等項目，主要是因為資產重估將對其產生若干影響，若不將其排除恐將扭曲企業經營績效的衡量。

本研究著眼於重估後數年間企業經營績效的變化，乃因長期性固定資產價值變動對於營運的影響，極可能於企業資產價值變動後之數年間持續發生。假設企業未來經營績效穩定，若其資產重估之會計能即時補捉此一企業資產價值上揚之經濟實質，在其他條件不變的情況下，則應可觀察到其增額重估與企業經營績效變化間的正向關係。

二、 市場分析

於本段的分析中，可分為 Price 模型、Return 模型兩部分。這兩個模型都是基於 Ohlson (1995) 利用公司價值為未來永續預期股利之折現值 (present value of expected dividends, PVED)、乾淨盈餘關係 (clean surplus relation, CSR)、線性資訊動態 (linear information dynamics, LID) 三大假設推導出，以會計數字用來預測公司價值之線性評價模型。該評價模型經國外研究應證該一模型評價於解釋及預測企業價值的合理性後，以其為基礎所衍伸出的眾多實證模型即被用以驗證會計資訊的研究所採用。

1. 未來永續預期股利之折現值假設

假設企業之市場價值應為預期未來股利的期望值之現值。若以公式表達則為： $P_t = \sum ((E_t [d_{t+i}]) / (1 + r_i))$ ，其中 P_t 為企業第 t 期的權益市價、 d_t 為企業第 t 期

的股利給付、 r 為折現率 / 權益資金成本、 $E_t[\bullet]$ 為第 t 期的期望條件值。此模型必須符合永續經營、及無限期發放現金股利之假設，並以股東要求報酬率為折現率。

2. 乾淨盈餘關係假設

Fairfield P.M. (1994) 對乾淨盈餘關係的解釋為：「在本關係假設下，意謂著以盈餘及帳面價值替代傳統現金股利折現模型中的股利」，若以公式表達則為： $b_t = b_{t-1} + \chi_t - d_t$ ，其中 b_t 為企業第 t 期的股東權益淨帳面值、 χ_t 為企業第 t 期的會計盈餘。Ohlson 在拓展乾淨盈餘關係的基礎後，得到了剩餘盈餘的決定因素關係式，假設當期超額盈餘 (abnormal earnings) 為當期盈餘減期初資本投資的正常報酬，即 $\chi_t^a = \chi_t - r * b_{t-1}$ ，其中 χ_t^a 為企業第 t 期的超額盈餘、 $r * b_{t-1}$ 為市場要求企業第 $t-1$ 期的平均收益。

上述二假設之數學式經過整理後可得： $P_t = b_t + \sum (\chi_{t+i}^a / (1+r)^i)$ ，該式表示了企業股利貼現值、帳面價值與剩餘盈餘之間的關係，即企業價值為帳面價值加上預期未來超額盈餘之折現值。

3. 線性資訊動態假設

由於上述模型並未考慮超額盈餘、帳面價值及其他攸關會計資訊之時間序列特性或可預測性，因此為更進一步了解會計資訊於企業評價中所扮演的角色，Ohlson 建構了以下兩個資訊動態的假設： $\chi_{t+1}^a = \omega * \chi_t^a + v_t + \epsilon_{t+1}$ ，其中 v_t 為企業於第 t 期市場已知訊息，但未反應於個別企業之當期超額盈餘之其他資訊、 ω 為前期超額盈餘之持續性， $0 < \omega < 1$ ，該式表示超額盈餘呈現修正自我迴歸過程 (modified autoregressive)；及 $v_{t+1} = Y * v_t + \eta_{t+1}$ ，其中 Y 為前期其他資訊支持續性， $0 < Y < 1$ ，該式表示其他資訊呈現常規自我迴歸過程 (regular autoregressive)。上式中的其他資訊 v 為不影響當期財務報表的其他資訊，但最終仍將影響到後期

的財務報表，由於 Ohlson (1995) 並未對其作明確的定義，故歷來研究中多利用財報資訊另行計算出非會計資訊。

對於上述 Ohlson 模型的使用，本研究參考 Easton and Harris (1991) 與 Easton, Harris and Ohlson (1992) 的研究，以較符合直覺的方式對 Ohlson 模型加以解釋推導。公司的資產大致可區分為：以帳面價值作為評價基礎者、及以盈餘為評價基礎者兩類，由於大部分的公司都擁有兩種資產，因此公司的價值可以用這兩類資產評價基礎的加權函數表示：

$$PRICE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BVPS_{it}^* + \alpha_2 EPS_{it}^* + \zeta_{it}$$

- PRICE_{it} : 代表 i 公司在 t 時點的每股股價。
 BV_{it}^{*} : 代表 i 公司在 t 時點的每股淨資產。
 EPS_{it}^{*} : 代表 i 公司從 t-1 時點至 t 時點的每股淨資產的變化。
 ε_{it} : 股價未被解釋的部分。

在資產重估制度的存在下，我們可以將帳載的 BVPS* 進一步拆解為資產重估 (REV_BAL) 與其他淨資產 (BVPS)，以數學式表示則為：

$$BVPS_{it}^* = BVPS_{it} + REV_BALPS_{it}$$

- BVPS_{it} : 代表 i 公司在 t 時點類似歷史成本制度下的每股淨值。
 REV_BALPS_{it} : 代表 i 公司在 t 時點的每股資產重估增值。

此外，在財務報表可以表達本研究關心的兩種盈餘衡量數，一為損益表上的每股盈餘，一為連續兩年資產負債表每股淨資產的差額，以下兩種盈餘的關係可以下式表示：

$$EPS_{it}^* = \Delta BVPS_{it}^* = EPS_{it} - d_{it} + DSPS_{it}$$

- EPS_{it} : 代表 i 公司在 t 時點損益表所報導的每股盈餘。
 d_{it} : 代表 i 公司在 t 時點所發放的每股盈餘股利。
 DSPS_{it} : 代表 i 公司在 t 時點每股帳面淨資產變動扣除每股盈餘股利的部分。

DSPS_{it} 就是每股 dirty surplus，於台灣當前的會計準則規定下，其中應包含了外幣兌換損益、前期損益調整、會計原則變動累計調整數、及本次研究的主題重估增值等。以公式表達如下：

$$DSPS_{it} = REVPS_{it} + OPS_{it}$$

REVPS_{it}：代表 i 公司從 t-1 時點至 t 時點的當年每股增額資產重估。

OPS_{it}：代表 i 公司從 t-1 時點至 t 時點每股 dirty surplus 中扣除 REVPS_{it} 的部分。

經整理可得：

$$\begin{aligned} PRICE_{it} &= \alpha_0 + \alpha_1(BVPS_{it} + REV_BALPS_{it}) + \alpha_2(EPS_{it} - d_{it} + REVPS_{it} + OPS_{it}) + \zeta_{it} \\ &= \alpha_0 + \alpha_1(BVPS_{it} + REV_BALPS_{it}) + \alpha_2(EPS_{it} + REVPS_{it}) + \alpha_3(OPS_{it} - d_{it}) + \zeta_{it} \\ &= \alpha_0 + \alpha_1(BVPS_{it} + REV_BALPS_{it}) + \alpha_2(EPS_{it} + REVPS_{it}) + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

調整後導出本段分析所採用的 Price 模型：

$$PRICE_{it} = \sum \alpha_{0Y} YR_{Yit} + \sum \alpha_1 FIRM_{Fti} + \alpha_2 REV_BALPS_{it} + \alpha_3 BVPS_{it} + \alpha_4 EPS_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (3)$$

- PRICE_{it} : i 公司在 t 年底後 3 個月的每股股價。
- YR_{Yit} : 是一虛擬變數，當觀察值是年度 Y 時，為 1，反之為 0。
- FIRM_{Fti} : 是一虛擬變數，當觀察值是公司 F 時，為 1，反之為 0。
- REV_BALPS_{it} : i 公司在 t 年底之每股重估增值的數額。
- BVPS_{it} : i 公司 t 年底之每股帳面價值淨額扣除資產重估部分。
- EPS_{it} : i 公司 t 年底之每股繼續經營淨利。
- ε_{it} : 誤差項。

在本模型中，除了與績效模型相同的加入了 YR_{Yit} 虛擬變數外，尚加入了 FIRM_{Fti} 虛擬變數。加入 FIRM_{Fti} 虛擬變數的考量在於，本模型的研究樣本為所有企業，並不限有辦理資產重估者，因此為排除企業水準(Firm Specific Factors)的影響，本實證模型納入該虛擬變數，期能吸收各別企業間差異的影響。

此外，若干國外文獻指出規模效果¹⁷可能影響自變數對應變數之解釋力(R²)，因此在此本分析採用 Kothari and Zimmerman (1995) 的做法，以每股作為各變數之基礎，藉此降低規模效果對本研究結果之干擾。

在此模型下，若資產重估具資訊內涵，應可預期 REV_BALPS_{it} 之係數為正。此外，根據 Ohlson 模型，由於重估增值與其他淨資產同屬企業帳面價值，若市場無法分辨兩者，則兩者係數應相同。藉由比較兩者係數，亦能提供我們市場對

¹⁷ 所謂規模效果 (scale effect) 指，研究樣本因規模不一致，影響其對 Y 解釋力的現象而言。公司隨著時間改變規模，或進行股票分割、發行股票股利，都會造成規模效果。

於各帳面價值組成項目其評價權重之訊息。

在 Price 模型的研究方法下，研究者得以驗證資產重估是否對股價有解釋力，但無法提供會計準則是否即時認列資產價值變動的證據，因此在此以各變數變動數平減期初股價，整理出本分析使用的 Return 模型。

$$RETURN_{it} = \sum \alpha_{0Y} YR_{Yit} + \alpha_1 REV_{it} + \alpha_2 NI_{it} + \alpha_3 \Delta NI_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (4)$$

$RETURN_{it}$: i 公司在 t-1 至 t 年底後 3 個月的市價權益變動，平減 t 年初之市價權益。

YR_{Yit} : 是一虛擬變數，當觀察值是年度 Y 時，為 1，反之為 0。

REV_{it} : i 公司在 t 年度因為固定資產重估增值，而使重估準備增加的部分，平減 t 年初之市價權益。

NI_{it} : i 公司 t 年底之淨利，平減 t 年初之市價權益。

ΔNI_{it} : i 公司 t-1 至 t 年度之淨利變動數，平減 t 年初之市價權益。

ε_{it} : 誤差項。

此模型與上述模型(3)相似，但於研究上探討的重點略有不同。在模型(3)的 Price 模型中，分析解釋股價與每股調整後股東權益比率的重點，在衡量企業於辦理資產重估後其股東權益與市價的接近程度，但卻無法對國內財務會計準則是否即時認列資產價值變動該疑問進行驗證。

資產的價值，即效率市場假說下之股價，為其未來現金流量的折現值，其資產價值調升之經濟意義可視為資產於該年度其未來價值增加的折現值。會計的資產重估規定將導致企業資產帳面價值的調升，雖然其時點(較慢)或數量(較少)皆與其經濟實質有所出入，然其中應尚保有若干程度的實質。在 Price 模型中，我們可藉此探討，企業財報中資產重估之「累計數量」是否對「企業股價」(為資產價值的代理值)具解釋力，但仍無法針對其認列時點的即時性做一驗證。此時，若改以單期的股票報酬率(企業股價之變動)為標的，探討企業單期增額資產重估(資產重估累計數量之變動)的解釋力，應可借以做為評價企業於認列資產重估時是否具即時性之依據。若具解釋力，表示其會計認列具即時性；若否，則其會計認列不具即時性。

考量我國對重估時點嚴格限制的規定，加以企業可選擇延後重估時點，在效

率市場假說下，股價應早於資產價值發生上揚時即時反應，因此預期我國企業其單期股票報酬率將不會反映增額重估增值的影響，意即，經由資產重估使帳面價值接近公允價格的過程，可能和資產真正改變價值而在股價中反應的期間不同，因此預期 α_1 不顯著。

此外，根據 Ohlson 模型，由於增額重估增值與淨利同屬乾淨盈餘，若市場無法分辨兩者，則兩者係數應相同。藉由比較兩者係數，亦能提供我們市場對於各盈餘組成項目其評價權重之訊息。

三、 動機分析

由於國內於重估增值動機研究方面，於債務契約成本假說上發現若干支持的證據，應可視為影響國內企業決定是否辦理資產重估的重要考量，因此在此將其納入研究範圍，探討其是否將影響上述分析對於資產重估是否具有資訊內涵的結論，由於上述分析包含了「績效分析」與「市場分析」，因此以下將分績效觀點與市場觀點敘述。歷來用以檢定債務契約成本假說所用的代理值眾多，此處本研究參考 Aboody, Barth and Kasznik (1999) 的研究方法，以「負債/權益比率」代理之，並將其加入前分析所用之實證模型中。

資產重估之動機是否影響前述績效分析的結果？此疑問將藉以下「動機分析—績效觀點模型」來探討，其模型如下：

$$\Delta CFO_{t+\tau,i} = \sum \alpha_{0Y} YR_{Yt} + \alpha_1 REV_{it} + \alpha_2 \Delta CFO_{it} + \alpha_3 MB_{it} + \alpha_4 ASSET_{it} + \alpha_5 \Delta WC_{it} + \alpha_6 REV_{it} * DE_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (5)$$

$$\Delta OPINC_{t+\tau,i} = \sum \alpha_{0Y} YR_{Yt} + \alpha_1 REV_{it} + \alpha_2 \Delta OPINC_{it} + \alpha_3 MB_{it} + \alpha_4 ASSET_{it} + \alpha_5 REV_{it} * DE_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (6)$$

- $\Delta CFO_{t+\tau,i}$: i 公司在 t 年至 t+ τ 年中，個別三年營業現金流量的變化，而 $\tau=1,2,3$ 。也就是 t+ τ 年的營業現金流量減 t 年的營業現金流量，平減 t 年初之市價權益。
- YR_{Yt} : 是一虛擬變數，當觀察值是年度 Y 時，為 1，反之為 0。
- REV_{it} : i 公司在 t 年度因為固定資產重估增值，而使重估準備增加的部分，平減 t 年初之市價權益。
- ΔCFO_{it} : i 公司在 t-1 年度至 t 年度營業現金流量之變化，平減 t 年初之市價權益。
- MB_{it} : i 公司 t 年底之股價淨值比率。
- $ASSET_{it}$: i 公司 t 年底總資產取對數值，但不包括固定資產重估增值部分。
- ΔWC_{it} : i 公司在 t 年度至 t-1 年度中，營運資金之變化，平減 t 年初之市價權益。
- ε_{it} : 誤差項。
- $\Delta OPINC_{t+\tau,i}$: i 公司在 t 年至 t+ τ 年中，個別三年營業淨利的變化，而 $\tau=1,2,3$ 。也就是 t+ τ 年的營業淨利減 t 年的營業淨利，平減 t 年初之市價權益。
- $\Delta OPINC_{it}$: i 公司 t-1 年度至 t 年度營業淨利之變化，平減 t 年初之市價權益。
- DE_{it} : i 公司 t 年底之債務權益比率。
- $REV_{it} * DE_{it}$: REV_{it} 和 DE_{it} 的交互作用變數。

其中， $REV_{it} * DE_{it}$ 代表 REV_{it} 和 DE_{it} 的交互作用變數，其餘變數之定義從前。由於預期高負債/權益比公司辦理資產重估，其主要目的係為了規避債務條款限制所衍生的契約成本，並無法即時反映企業未來經營績效的改善，是以將減弱「資產重估價」與「未來經營績效變化」間的正向關係，因此預期 $REV_{it} * DE_{it}$ 係數之方向性為負。

至於資產重估之動機對前述市場分析結果之影響，將藉「動機分析－績效觀點模型」來探討，其模型如下：

$$PRICE_{it} = \sum \alpha_{0Y} YR_{Yit} + \sum \alpha_1 FIRM_{Fit} + \alpha_2 REV_BALPS_{it} + \alpha_3 BVPS_{it} + \alpha_4 EPS_{it} + \alpha_5 REV_BALPS_{it} * DE_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (7)$$

$$RETURN_{it} = \sum \alpha_{0Y} YR_{Yit} + \alpha_1 REV_{it} + \alpha_2 NI_{it} + \alpha_3 \Delta NI_{it} + \alpha_4 REV_{it} * DE_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (8)$$

- PRICE_{it} : i 公司在 t 年底後 3 個月的每股股價。
- YR_{Yit} : 是一虛擬變數，當觀察值是年度 Y 時，為 1，反之為 0。
- FIRM_{Fit} : 是一虛擬變數，當觀察值是公司 F 時，為 1，反之為 0。
- REV_BALPS_{it} : i 公司在 t 年底之每股重估增值的數額。
- BVPS_{it} : i 公司 t 年底之每股帳面價值淨額扣除資產重估部分。
- EPS_{it} : i 公司 t 年底之每股繼續經營淨利。
- ε_{it} : 誤差項。
- RETURN_{it} : i 公司在 t-1 至 t 年底後 3 個月的市價權益變動，平減 t 年初之市價權益。
- REV_{it} : i 公司在 t 年度因為固定資產重估增值，而使重估準備增加的部分，平減 t 年初之市價權益。
- NI_{it} : i 公司 t 年度之淨利，平減 t 年初之市價權益。
- ΔNI_{it} : i 公司 t-1 至 t 年度之淨利變動數，平減 t 年初之市價權益。
- ε_{it} : 誤差項。
- REV_BALPS_{it}* : REV_BALPS_{it} 和 DE_{it} 的交互作用變數。
- DE_{it} : i 公司 t 年底之每股帳面價值淨額扣除資產重估部分。
- REV_{it}*DE_{it} : REV_{it} 和 DE_{it} 的交互作用變數。

如同績效研究，在此我們關注的重點仍是負債/權益比與資產重估之交乘變數係數。如前所述，由於股價相較於未來績效反映了較紛雜的資訊，故在此我們對於負債/權益比與資產重估之交乘變數，不作方向性的預測。

第三節 研究期間與樣本蒐集

一、 研究期間與資料來源

我國固定資產重估價辦法於民國五十年訂定，至民國六十二年躉售物價指數始超過民國五十年躉售物價指數之百分之二十五以上，故此後才陸續有公司辦理折舊性資產重估；至於土地資產之重估，則是自民國六十六年全面實施平均地權並訂定「平均地權條例」起，始有較多企業辦理。由於本研究中將包含多項分析，涉及眾多變數，由於台灣經濟新報社之財務資料庫自民國七十五年始有建檔，其中若干資料僅能取自台灣經濟新報社資料庫。除了金融業因行業性質特殊將之排除於研究樣本外，本研究將以民國七十五年至民國九十九年間台灣地區所有股票上市公司及店頭市場之上櫃公司作為研究對象。此外為免各分析採不同樣本進行檢定，於本研究中將刪除樣本中資料不全者。

二、 研究樣本

為了確保資料來源的完整性與可靠性，同時顧及產業的普遍性，避免抽樣偏差，基本上以全部的上市櫃公司為樣本。在樣本的處理上，雖然折舊性資產與土地的重估標準不儘相同，惟因民國七十五年後辦理折舊性資產重估的樣本取得有限，是以本研究將「折舊性資產重估」及「土地重估」兩組樣本併同處理，進行資料的蒐集與分析。

在折舊性資產重估方面，由於受限於「重估年度物價指數，須達資產取得年度或前次重估年度物價指數百分之二十五」之規定，因此需要根據財政部公佈之「台灣地區躉售物價指數及資產重估用物價倍數表」（見【表一】），並配合年報中有關各公司之成立年度，分別判斷每家公司在各年度是否具備辦理資產重估之資格。不過，我國實務中鮮有折舊性資產重估的案例，多為土地資產的重估價。

於我國現行法令下，土地重估價並不像折舊性資產有重估資格之限制，其只要按公告現值調整，即可依土地法及實施都市平均地權條例之規定辦理。且，若與折舊性資產同時進行重估¹⁸，不限於與折舊性資產採相同的重估基準日。

※ 在此插入【表一 - 台灣地區躉售物價指數銜接表（1952 - 2010）】



¹⁸ 關於折舊性資產申請重估時間，我國規定公司必須於會計年度結束後的第二個月始能申請。

第四章 實證結果與分析

一、基本分析

(一) 我國各產業辦理資產重估的概況

整體來說，台灣企業辦理資產重估增值的比例仍不高，以企業有無辦理過資產重估來看，約 26% 之企業曾辦理重估增值；以企業年度來看，則僅辦理資產重估年度僅佔所有樣本約 4%。

【表二】欄(1)、(2)顯示，重估企業佔該產業企業家數比率最高者為水泥、食品、橡膠業（75%），最低者為電子工業（約 10%）；而若以同表欄(3)、(4)、(8)視之，其重估企業年度佔該產業企業年度樣本，比率最高者為汽車工業（18.13%），最低者為油電燃氣（約 0.75%）。該結果與產業特性（如產業為資本密集或勞力密集）及企業存續期間（存續期間長則資產帳面價值與市值的差距可能較大）等有關，但大體上可得出我國資產重估於傳統產業中較為盛行的結論。

其次，於同表欄(5)、(6)中，在各產業中我們都可以觀察到土地資產重估的次數較折舊性資產為多的現象，這可能與我國對於折舊性資產重估的法令有關。在本國相關法令規範下，折舊性資產的重估增值時點受到嚴格限制。若企業自民國五十年資產重估適用後，完全遵守規定，於符合資產重估條件時即行辦理，至今（民國一百年）止，亦只能於民國六十二年、六十三年、六十九年三次辦理資產重估價。

另外，從欄(4)「重估企業年度樣本」小於欄(5)「土地資產重估」與欄(6)「折舊性固定資產重估」該一發現中，亦可推論，雖然我國現行法令對於土地及折舊性資產規定不一，且二者重估不限於同時辦理，但企業可能因辦理資產重估時之成本考量，仍傾向將二者一併辦理。

最後，欄(9)資料顯示，台灣地區企業平均辦理資產重估之週期約為七年，較 Aboody et al. 以英國公司為研究標的的研究中，所發現的英國公司平均每 4.6 年即重估一次為長，這可能與二國法律對於重估增值的規定不同有關。雖然英國法規並未規定企業應以何種頻率、程度、基礎來進行固定資產重估增值，但對於欲辦理資產重估價之企業亦未加以限制；反觀我國，對企業進行資產重估的時點常會加以限制。

※ 在此插入【表二 - 我國各產業辦理資產重估之概況】

(二) 我國企業辦理資產重估規模比較

此處我們以當年度有辦理重估之企業為分析標的，探討企業於土地、折舊性資產間重估水準的差異。從中可發現，企業辦理土地資產重估的金額較折舊性資產重估的金額為大；而在增額資產重估方面，雖然折舊性增額資產重估的平均數小於土地增額資產重估，然若以其佔各類資產重估的比例觀察，則折舊性增額資產重估比例將較大，符合先前所觀察到的「企業對折舊性資產辦理資產重估之頻率較低」的現象。

本研究之研究樣本選自研究期間內各年度資產重估科目發生變動的企業，而在民國九十七年營利事業資產重估價辦法修法前，於我國規定下，企業可以「未實現重估增值」彌補虧損或發放股票股利，因此在許多年度樣本中，其增額資產重估為負，導致其中位數偏小。但，不論是在土地資產或折舊性資產方面，由【表三】中皆可以觀察到平均數大於中位數的現象，這表示企業間進行資產重估的金額差距很大，少數企業有辦理遠大於平均值的資產重估。

※ 在此插入【表三 - 我國企業辦理資產重估水準】

(三) 企業辦理資產重估的趨勢

自【表四】可發現，自民國八十四年企業辦理資產重估之比例到達高峰後，其辦理資產重估之數量即一路下跌，至民國九十五年後的五年間，其重估企業年度樣本皆未達當年企業年度總樣本百分之一之水準。其原因除了主觀的，我國物價水準成長逐漸平緩外，其他的原因可能包括了：我國對未實現重估增值用途之規定日益嚴格、資訊發達，企業有比帳上認列資產重估增值更成本低廉且迅速的傳遞資訊予市場之方法、及我國產業自八零年代起面臨轉型，電子產業興起等。

※ 在此插入【表四 -我國企業各年辦理資產重估之概況】

於 Aboody et al. 的研究中，亦觀察到企業辦理資產重估的趨勢，因此以總體經濟指標（研究中以 Financial Times UK real estate index 為代理值）對企業辦理資產重估的趨勢進行相關性檢定，但最後並未得到支持性的統計結果。Aboody 將其解讀為「重估增值並未單純反映因市場因素引起的資產價值改變」，並認為其可能原因為「企業進行資產重估受企業水準因素(如接近債務約束契約的程度、個別資產的使用價值等)影響較大」。本研究亦擷取若干總體經濟指標，並以其檢視其與台灣企業辦理資產重估間的關係，結果發現台灣企業辦理資產重估與躉售物價指數、消費者物價指數、房屋租金價格指數顯著相關，如【表五】所示。

※ 在此插入【表五 -我國企業辦理重估增值與總體經濟相關性之檢測】

躉售物價指數為台灣資產重估規定中判斷企業是否得以進行資產重估的其中一個指標，因此企業辦理資產重估之時點與其相關，頗符合預期。至於其他二指標，經相關性檢定後，發現其與躉售物價指數皆為顯著相關¹⁹。此似可視為我國企業多按規定辦理資產重估，每於符合辦理資產重估資格時逕行辦理；或企業

¹⁹ 躉售物價指數對消費者物價指數的顯著性 (P 值) 為 0.000，對房屋租金價格指數的顯著性為 0.048。又因檢定僅以 24 年資料為之，若以無母數再次檢定，在 Spearman's 檢定下兩者與躉售物價指數依舊顯著相關，但在 Kendall's 檢定下房屋租金價格指數與躉售物價指數無顯著相關。

資產之價值與總體經濟指標關聯性高。不論是上述哪一種情形，皆可能削弱其資產重估與企業未來經營績效及股價間的正向關係。

(四) 模型變數的敘述性統計資料

由【表六】我們再次發現，對於有辦理資產重估的企業來說，其對財報的影響可謂重要。資產重估及增額資產重估分別佔不含資產重估的總資產的 3.28% 及 9.64%。同樣的，我們亦在增額資產重估及資產重估中觀察到平均數遠大於中位數的現象，表示企業間進行資產重估的水準差距頗大，少數企業有辦理巨額的資產重估。

我國辦理資產重估之企業，似乎具有獲利性及成長性的特質，這可由【表六】中，每股盈餘之平均數（中位數）為 1.40（1.12）、淨利變化之平均數與中位數皆為正中觀察而知。雖然在淨利平均數方面為負，然而其中位數卻為正，表示有少數企業出現巨額淨損，大部分的企業其損益仍為正。此外，在企業未來經營績效（ ΔOCF 、 ΔOI ）方面，於未來三期變化方面，皆呈現正面訊號，亦支持辦理資產重估企業具獲利性及成長性的說法。

在市價/帳面價值比率方面，我們發現平均數（中位數）為 4.07（1.94），相對於 Aboody et al. 於研究所得的 2.12（1.08）為大，暗示台灣帳面價值與市價中的差距較英國為大。由於台灣關於資產重估價的相關規定靠近物價水準會計而非公允價值會計，加上重估時點受到法令的限制，致使其資產重估與市價差異加大，上述發現應屬合理。此外，於國外許多研究中，皆發現資產重估與盈餘間存有顯著的相關性，而在【表六】中，由於其顯示-1 期至 0 期間企業過往經營績效（營業活動現金流量及營業淨利）的變動皆正，亦可援引做為國內企業辦理資產重估與盈餘間相關性的支持性證據。

※ 在此插入【表六 -實證模型變數之敘述性統計】

二、 績效分析

本研究參考 Aboody, Barth and Kasznik (1999) 所建立的實證模型，以迴歸分析方法探討台灣上市公司資產重估價與未來經營績效間之關聯性。在上一節所建立的研究假說基礎下，本段實證研究之目的在於檢定資產重估增值是否與已實現之公司未來經營績效呈現正相關。本研究中關於公司未來經營績效之評估，是以「來自營業之現金流量的變化」和「營業淨利的變化」來衡量，將分別以實證模型 (1)、(2) 來檢驗資產重估事件對於公司來自營業現金流量的變化及未來營業淨利的變化之影響情形。其中變數 REV 的估計係數為本研究觀察的重點，若資產重估能適時反映出在營運方面之資產價值的變動，則資產重估應與未來經營績效呈現正相關，REV 的估計係數亦應為正。

實證結果顯示，企業於辦理資產重估後，個別三年之來自營業之現金流量及營業淨利之變化與其增額資產重估皆呈正相關，與預期符號一致，惟在「增額資產重估與未來三期營業淨利變化」分析方面，未達顯著水準。該結果與 Aboody, Barth and Kasznik (1999) 的結果基本一致，可視為支持資產重估與企業未來經營績效正相關的證據。

理論上來說，由於重估資產的效益將於未來一段期間內逐漸反映於企業績效上，因此增額重估對較長期間的績效變化應有較高的解釋力。若以統計結果表示，則我們應可觀察到 REV 係數隨觀察期間的拉長而逐漸增加。上開的研究結果顯示，REV 係數大致上呈現逐期上升的趨勢。以「營業現金流量變化」結果為例，REV 係數自 0.175 增加至 0.333，這可以解讀為，於企業辦理資產重估後之一年內，約有 17.5% 的資產重估「實現」了，而在重估後三年內，其實現的比率由 17.5% 增至 33.3%。

最後，隨著觀察期間的延展，其蒐集而來的資訊必然漸趨紛雜，直覺上來說，當期資產重估（或其他資訊）應對近期的企業經營績效有最強的解釋力，因此隨

著研究期間的展延，本模型自變數的解釋能力 (R^2) 應逐漸下降，這與【表七】、【表八】之發現一致。

※ 在此插入【表七 - 資產重估對營業現金流量變化影響之統計結果】

※ 在此插入【表八 - 資產重估對營業淨利變化影響之統計結果】

三、 市場分析

接續績效分析，本研究將繼續進行市場分析。在一效率市場，企業的股票市價應能反映公司的真實價值，當公司持有的資產價值上揚時，股票市價會反映公司價值的增加，此時若企業辦理資產重估具資訊內涵，則應可觀察到其帳面價值與市值間差異縮小的現象。這在統計上，我們預期將可觀察到每股資產重估 (REV_BALPS) 與股價 (PRICE) 間正向的關係。

此外，若企業辦理資產重估為即時，即企業經由辦理資產重估使帳面價值接近公允價格的過程，與資產真正改變價值而在股價中反應的期間屬同期時，則增額資產重估 (REV) 與股價 (以股票報酬率表示，RETURN) 間應亦存有正向關係。對此本段將以 Price 模型及 Return 模型檢驗之。

於【表九】Price 模型的統計結果中，顯示資產重估與股價具顯著正相關，且 BVPS 係數顯著大於 REV_BALPS 係數，與 Aboody et al. 的研究結果相似。由於資產重估常須依賴企業當局的判斷和估計，且企業又有行資產重估之動機，因此常被認為企業帳面價值中可靠性較低的組成成份。Aboody et al. 將此視為「市場對於資產重估，相較於其他帳面資產較不具信心」的支持證據，本研究在此亦沿用其解釋。

至於在【表十】Return 模型中，於單期研究方面，則未能發現增額資產重估與股票報酬率間的關係，這與 Aboody et al. 的研究結果不同，但卻與莊璧華(1995)的研究結果相仿，說明了在現行關於資產重估的法令規範下，其會計認列是缺少

時效性的。此外，在 Ohlson 模型中，增額重估增值與淨利同屬乾淨盈餘，但根據【表十】的結果可發現市場對於兩者評價方式差異甚鉅。這或許可解釋為，市場對於淨利捕捉企業價值變動的能力較具信心。由於在我國現行法令下，並無乾淨盈餘的適用，長期以來市場習於以我國法令規定下損益表之盈餘數字評定企業價值，因此此處發現的增額資產重估對於股票報酬率變化之解釋力低於淨利，亦符預期。

※ 在此插入【表九 - Price 模型之統計結果】

※ 在此插入【表十 - Return 模型之統計結果】

四、 動機分析

本段研究重點在於探討債務契約成本（以負債/權益比率做為代理值）是否影響資產重估、企業績效、市場反應三者間的關係。其檢定結果如下：

（一）動機是否改變績效觀點下的資訊內涵

本段預期，高負債/權益比率企業因面臨較高債權違約風險，可能將資產重估視為緩解違約風險之工具，而不考慮其認列是否具資訊內涵，因此將與企業未來經營績效有較不明顯的關係。本分析為探究負債/權益比率是否影響資產重估與企業未來經營績效間的關係，因此在原本績效分析的實證模型中，納入了負債/權益比率與增額資產重估的交乘項，並預期為負。

在有辦理資產重估增值的企業年度樣本中，負債/權益比率的平均值為 130.90%，中位數為 98.94%，標準差為 113.23%，顯示不同公司間的財務槓桿運用差異頗大。

實證結果與上述績效分析結果雷同，在負債/權益比率與增額資產重估的交乘項吸收了部分影響後，在增額資產重估變數方面，與個別三年之來自營業之現

金流量及營業淨利之變化與其增額資產重估皆呈顯著正相關，且其係數呈現逐期上升的趨勢。

在本段的觀察重點，負債/權益比率與增額資產重估的交乘項變數方面，其係數方向並不一致，亦不顯著，顯示債務契約成本（若負債/權益比率能適當代理該企業違約風險）並未顯著且一致的改變資產重估與企業未來經營績效間的關係，這與郭瑞基，周維亮(2002)的發現部分相似。在郭瑞基等的研究中，其在「來自營業活動的現金流量變化」分析中，亦得到負債/權益比率與增額資產重估的交乘項變數係數不顯著的結果；然於「營業淨利變化」分析中卻得到顯著的結果，惟不同期間其相關方向並不一致。

由於 Aboody et al. 視績效觀點為較判定資產重估資訊內涵之較直接（相對於市場觀點）之證據，上述發現與債務契約假設的理論有若干衝突。債務契約假說建立在「企業辦理資產重估增值之目的乃為降低債務契約成本」，其隱含意義為，若企業面臨很高的降低債務契約成本之動機，其認列的資產重估增值之資訊內涵將會降低，但在上述的績效分析中並未觀察到該一現象。其是否代表過去動機分析研究於解釋「資產重估與負債/權益比率間的高相關性」時存有瑕疵？關於此一問題將於本研究結論分析中探討其可能原因。

※ 在此插入【表十一 - 負債/權益比率對於資產重估與企業績效關係之影響】

（二）動機是否改變市場觀點下的資訊內涵

本段分析為探究負債/權益比率是否影響資產重估與股價及股票報酬率間的關係，因此在原本績效分析的實證模型中，納入了負債/權益比率與資產重估（增額資產重估）的交乘項。因重估增值與負債/權益比率之交乘項於市場分析模型中的方向性較難以評估，因此在此不做方向上的預測。

在所有企業年度樣本中，負債/權益比率的平均值為 127.82%，中位數為

79.22%，標準差為 473.96%。與有行資產重估增值的企業年度中其負債/權益比率的數值相比，其差異更大，標準差上漲至原先四倍的水準。

實證結果與上述市場分析結果相似，在負債/權益比率與資產重估（增額資產重估）的交乘項吸收了部分影響後，於 Price 模型中，資產重估變數係數為正且顯著；於 Return 模型中，增額資產重估變數係數則為正但不顯著。此外，於 Price 模型中，雖然 REV_BALPS 係數受到 REV_BALPS*DE 係數影響，較先前市場分析時為大，但仍略小於 BVPS 係數，與先前市場分析時的結果一致，說明市場對資產重估科目傳遞的資訊內涵較不具信心。

在本段的觀察重點，負債/權益比率與資產重估（增額資產重估）的交乘項變數方面，不管是在 Price 模型或 Return 模型中，其係數皆為負，但僅於 Price 模型中顯著。這表示，企業面臨債務契約成本時，將改變其資產重估與股價間的關係，其面臨債務契約成本越大，資產重估與股價間的反向關係將越明顯。

※ 在此插入【表十二 - 負債/權益比率對於資產重估與市場反應關係之影響】

綜合上述研究，我們發現，債務契約成本並不會改變資產重估與企業未來經營績效間的關係，卻會負向改變其與股價間的關係。這可能是由於，雖然企業面臨債務契約成本之高低不會影響資產重估於未來績效方面的資訊內涵（意即，企業面臨債務契約成本之高低不會影響其資產重估與未來經營績效間的關係），但由於企業負債風險增加，債權人將要求較大的風險貼水，使得股東享有的利益降低，造成股東對於相同經營績效、但面臨不同債務契約成本的企業，將給予低債務契約成本企業較低的評價（Myers (1977)）。

第五章 分析與結論

國內有關資產重估價的研究，主要係側重於企業進行資產重估的動機，以及資產重估價的資訊揭露對於股票價格與報酬的影響。惟誠如 Bernard (1993) 所指出，市場基礎的檢定只能對資產重估價與未來經營績效間的關係提供間接的證據。股價反映了許多紛雜的資訊，並不單純僅為市場對企業未來經營績效的預期，其同時也將反映企業投資及理財決策等的影響。資產重估增值的經濟意義，乃為企業資產價值變動之部分，或企業未來現金流量折現值的變化量，相較於其與企業股價之間的關係，其與企業未來經營績效之關係可能更為直接。因此，本研究參考 Aboody, Barth and Kasznik (1999) 的研究方法，於傳統以市場基礎為主的「市場分析」外，另進行「績效分析」，直接對資產重估價與企業未來經營績效間之關係進行檢定，嘗試以不同面向來討論企業辦理資產重估之資訊內涵。

此外，Brown and Finn (1980)、Emanuel (1989) 於其研究中皆有提及，企業基於不同動機所辦理之資產重估，應有不同意涵，若僅將其資產重估視為單一科目，對其進行研究，可能會混淆基於不同動機所辦理之資產重估所釋放的訊號。基於上述建議，本研究經檢視歷來國內外研究後，選出最廣為探討，並得到實證結果支持的假說「債務契約成本假說」，以負債/權益比率為代理值，探討該一動機是否將改變資產重估與企業未來經營績效及市場反應間的關係。

一、基本分析方面結論

在我國各產業辦理資產重估的概況方面，我國企業辦理資產重估增值的比例仍不高，其中約有約 26% 之企業曾辦理過資產重估增值，於企業年度樣本中約佔 6%，而在辦理資產重估增值得企業中，多數集中在傳統產業，如水泥、食品、橡膠業等。

在重估標的方面，依我國法令可將資產分為土地及折舊性資產兩大類，而於

我國實務界中，企業辦理資產重估之標的通常為土地性資產。這可能與我國對於兩大類固定資產重估之規定不同有關，在本國相關法令規範下，折舊性資產之重估時點限於於距資產取得年度或上次重估年度躉售物價指數上揚達 25% 時；而土地資產則無此限制。企業在辦理兩類資產重估時，可以分開辦理，亦可合併辦理，而我國企業可能因辦理資產重估時之成本考量，故在實務上多見合併辦理之做法。

另，本研究結果亦指出，台灣地區企業平均辦理資產重估之週期約為七年，較國外研究（以英、澳為主）為長，這可能與前述我國對企業辦理資產重估的相關規定有關。

在我國企業辦理資產重估規模方面，研究結果發現，企業辦理土地資產重估的金額較折舊性資產重估的金額為大；而在增額資產重估方面，雖然折舊性增額資產重估的平均數小於土地增額資產重估，然若以其佔各類資產重估的比例觀察，則折舊性增額資產重估比例則較大。且不論是在土地資產或折舊性資產方面，統計結果皆顯示其平均數大於中位數，這表示企業間進行資產重估的金額差距很大，且少數企業有辦理遠大於平均值的巨額資產重估。

若以企業辦理資產重估的趨勢方面切入，我們可發現，我國企業辦理資產重估的數量自民國八十四年到達高峰後即一路下跌，這可能是由於我國物價水準成長逐漸平緩外、對未實現重估增值用途之規定日益嚴格、資訊發達、及我國產業轉型等原因所導致。經擷取若干台灣地區總體經濟指標，並以其檢視其與台灣企業辦理資產重估間的關係後，發現台灣企業辦理資產重估與躉售物價指數、消費者物價指數、房屋租金價格指數顯著相關。由於經檢定發現消費者物價指數及房屋租金價格指數皆與躉售物價指數顯著相關，

躉售物價指數為台灣資產重估規定中判斷企業是否得以進行資產重估的其中一個指標，因此企業辦理資產重估之時點與其相關，頗符合預期。至於其他二

指標，經相關性檢定後，發現其與躉售物價指數皆為顯著相關，此或可解釋為「我國企業多按規定辦理資產重估，每於符合辦理資產重估資格時逕行辦理」，或「企業資產之價值與總體經濟指標關聯性高」。

在辦理資產重估企業之特性方面，我們發現其似乎普遍性具有獲利性及成長性等特質，與許多國外研究中所發現資產重估與盈餘間存有相關性相符。另外，台灣企業市價/帳面價值比率遠大於國外研究（以英、澳為主），暗示台灣企業帳面價值與市價的差距較國外企業為大，其會計體系似乎較趨近歷史成本會計。

二、 績效分析方面結論

在績效分析中，我們發現「增額資產重估」與「企業未來經營績效變化」間存在相當程度之正相關，這似乎暗示著公司辦理資產重估之事件，的確在某些程度上反映了公司營業資產價值的變化，進而影響到未來經營績效的改變。

由於在我國法令下，資產重估的時點被嚴格限制，其認列不太可能為即時（這與市場分析中，Return 模型的結果相符），因此在資產重估後三年間仍可觀察到未來經營績效的改變，也代表企業進行重估之資產其效益期間很長。以本研究結果中所觀察到，資產重估對未來三年間績效變動是解釋程度大約介於 16.3% 至 33.3% 之間，可推測其平均資產效益至少為 10 年以上。

三、 市場分析方面結論

在市場分析中，我們發現「資產重估」與「股價」間存在某種程度之正相關，但於「增額資產重估」與「股票報酬率」間卻未發現有顯著關係。這與預期相符，顯示資產重估有其資訊內涵，可縮短企業帳面價值與市價中的差距，但由於其認列並非即時，因此未能對當期股票報酬率有顯著解釋力。

此外，於 Price 模型中，BVPS 係數顯著大於 REV_BALPS 係數，暗示市場

對於須依賴企業當局判斷和估計的資產重估，較不具信心；在 Return 模型中也有類似的現象，市場對於同屬乾淨盈餘的增額重估增值與淨利，其評價權重亦有不同，導致增額資產重估對股票報酬率未有顯著解釋力。

四、 動機分析方面結論

鑑於過去有關資產重估動機的研究中，債務契約成本常被視為是影響公司進行資產重估的一項重要動機，因此本研究參考 Aboody, Barth and Kasznik (1999) 的研究方法，以負債/權益比率為代理值，將此一變數納入實證模式中，分析其對「資產重估」、「未來經營績效」、「市場反應」三者間關係之影響。

(一) 績效觀點

在本段的觀察重點，負債/權益比率與增額資產重估的交乘項變數方面，其係數方向並不一致，亦不顯著，顯示債務契約成本（若負債/權益比率能適當代理該企業違約風險）並未顯著且一致的改變資產重估與企業未來經營績效間的關係。

(二) 市場觀點

在 Price 模型分析方面，其研究結果顯示，債務契約成本大小會反向改變「資產重估」與「股價」間的關係，意即，企業面臨債務契約成本越高，則其資產重估與股價間的負相關性則越強。

五、 總結

綜合上述的發現，雖然台灣對於資產重估價相關規定，非為公允價值會計概念，傾向物價水準會計，但不論是以企業未來經營績效或市場反應觀察，皆能發現其具有若干程度的資訊內涵。前面已經簡單的列述研究的發現，下面將就其中

若干發現做進一步分析探討。

(一) 資產重估認列之即時性

Aboody, Barth and Kasznik (1999) 於研究中發現英國企業提列資產重估具有若干程度的即時性，因此對當期股票報酬率具有一定程度的解釋力，這與本研究中的研究結果不符。於該一差異的解釋上，或可訴諸於兩地法令的差異。

英國公司法長期以來允許公司定期重估固定資產，且於 SSAP12 中亦鼓勵企業對有形固定資產進行重估，認為其可提供對會計使用者有用和相關的資訊(Lin and Peasenell (2000))，因此雖然不存在強制企業重估之法令，英國業界仍多見對其資產進行重估增值；反觀台灣規定，對於折舊性資產而言，其重估時點限於距資產取得年度或上次重估年度躉售物價指數上揚達 25% 時，方得就躉售物價指數上揚之水準內辦理重估增值；而在土地資產方面，雖然無重估時點之規定，但卻訂有重估金額之上限，限於土地公告現值之水準內辦理重估增值，與公允價格仍有差距。法律及環境的差異，或可解釋兩地資產重估增值實務特性的差異。

(二) 資產重估增值是否具有資訊內涵

關於我國資產重估是否具有資訊內涵，於本研究的績效分析與市場分析中，並未有一致性的發現，由於兩種分析方法下是以不同的角度在觀察資產重估資訊的特性，因此並無何者為真的問題。在績效觀點下，其觀察角度乃在於資產重估增值是否「可靠」，亦即企業認列的資產重估增值是否真的具有「價值增加」的經濟意涵；至於市場觀點，則是以市場反應的角度在看待其對辦理資產重估企業（而不是僅對資產重估科目）的評價。因此，本研究對於上述發現的解讀為：負債權益比之高低不會影響企業認列資產重估的可靠性，但市場卻會對面對高負債權益比之企業所提列之資產重估，下修其評價。其原因或可以「企業面臨債務契約成本之高低將影響債權人所要求之風險貼水，進而影響股東享有的利益，致使

股東面臨相同經營績效、但面臨不同債務契約成本的企業，給予不同之評價」、解釋。

(三) 負債/權益比率對資產重估資訊內涵之影響

本研究以「負債/權益比率」做為「債務契約成本假說」的代理值，由於發現其與資產重估之高度相關性，即，高負債/權益比率之企業常辦理資產重估，基於債務契約成本的理論，過往研究多將此發現解釋為「企業進行資產重估增值是為降低債務契約成本」的支持證據，這暗示著「以降低債務契約成本為動機的企業所辦理之資產重估較不具資訊內涵」，與本研究於動機分析—績效觀點的發現有若干衝突之處。對於過往研究結果與本研究的衝突，本研究在此試圖提出滿足可能符合兩者研究發現的解釋方法。

其實本研究之所與過往動機研究相衝突之處，並非動機研究的直接性發現，及負債/權益比率與資產重估間的高度正相關性方面，而是在其對於該發現的解釋。由於負債/權益比率中的負債指的乃為長期負債，但台灣許多企業（尤其是早期的傳統產業）的借款方式，都採用向銀行行短期借款，並於到期前展延還款期限，因此負債權益比率可能未能完全代理企業所面臨的債務契約成本。在面對「負債/權益比率與資產重估高度正相關」的解讀上，將之視為企業藉辦理資產重估降低債務契約成本的支持證據，可能與實務狀況有所偏離。對於此發現，或許可將其解釋為「由於某種企業特性的存在，同時給予企業辦理資產重估、及提高營運槓桿（負債/權益比率）之動機」。這裡所謂的「某種特性」，指的是能讓企業同時具有辦理資產重估、及提高營運槓桿動機的情境，這些特質可能為存續時間長（較可能符合物價水準上揚超過 25% 的規定；經營穩定，債權人可能給予較好的債信條件）、固定資產多（能適用資產重估的標的多；能提供的抵押品多）、公司規模大（原因同前）等。擁有這些特質的企業，由於其帳面價值與市值的差距較其他企業為大，因此資產價值普遍低估，導致一經舉債，其對財務報表將造

成較大的影響，可能劇烈影響其財務比率，因此於統計上顯示出「企業辦理資產重估與其面臨之債務契約成本有顯著關聯性」的結果。

Easton, Eddy and Harris (1993) 曾於研究中直接對澳洲 1981 至 1990 年期間曾進行資產重估企業之財務長進行問卷調查，對於我國企業辦理資產重估其動機是否為規避債務契約成本，由於實證結果互有出入，對企業直接進行問卷調查似乎不失為一個好方法。

綜合全篇結果推論，本研究結果對於我國企業辦理資產重估的狀況，或可作以下之解讀及描述：

「我國企業對於資產重估相關法令規定，對於重估時點、金額等都具有較嚴格之規範，企業多半於符合辦理重估資格時進行資產重估，其重估週期約為七年，較國外企業為長。由於我國法令對重估的諸多規範，導致企業普遍不以辦理資產重估做為放寬債務限制的管理工具、或行其他的操弄工具，因此我國資產重估多半具一定程度的可靠性，本研究之實證結果（不論以績效觀點或市場觀點）亦支持其具資訊內涵。對於擁有某些特性，如：存續時間長、擁有大量固定資產、規模大等，之企業，由於其違約風險小，因此面臨之債務契約成本亦小，使其有提高營運槓桿之動機；同時，因為其帳面價值與市價差異較大，亦有辦理資產重估之動機。此種企業因其資產普遍低估，該類企業於募資時可能對其財務報表造成巨大影響，使得債務/權益比與資產重估呈現高度正相關。」

參考文獻

中文部分

1. A·C Littleton，民國七十八年，〈會計理論結構〉，北京：中國商業出版社。
2. 王月玲，民國八十三年，〈會計資訊內涵之研究－報酬預測模式與盈餘組成分子之關聯性〉，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
3. 王瑄，民國九十七年，〈資產減損提列與未來股價報酬之關連性研究〉，國立台灣大學會計學研究所未出版博士論文。
4. 王輝，王茜，民國九十六年，〈國外財務報告目的資產重估研究綜述〉，證券市場導報，第11期，pp. 51-54。
5. 吳火生，民國七十九年，〈資產重估價對股價影響之實證研究〉，私立淡江大學金融研究所未出版碩士論文。
6. 李坤池，民國九十一年，〈上市建設公司盈餘、淨值與公司價值關係之探討〉，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
7. 阮瓊華，民國八十三年，〈上市公司經理人員辦理固定資產重估價動機之研究〉，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
8. 林有志，民國九十四年，〈資產重估價經濟決定性因素之研究〉，績效與策略研究，第二卷第一期，pp. 1-18。
9. 林宜潔，民國九十七年，〈財務報表重編對盈餘資訊內涵之影響〉，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
10. 徐馨蔓，民國九十八年，〈減損與價值攸關性、盈餘管理與未來營運績效之關聯性〉，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
11. 翁春風，民國七十四年，〈資產重估價轉增資對股價影響之實證研究〉，國立交通大學管理科學研究所未出版碩士論文。
12. 張君漢，民國八十四年，〈我國上市公司資產重估價之財物屬性暨動機之研究〉，國立政治大學會計學研究所未出版碩士論文。
13. 張燁，胡倩，民國九十六年，〈資產公允價值的資訊含量及其計量－來自香港金融類上市公司的經驗資料〉，證券市場導報，pp. 29-35。
14. 莊璧華，民國八十四年，〈上市公司固定資產重估價之研究〉，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
15. 郭瑞基，周維亮，民國九十一年，〈固定資產重估價與未來經營績效之關係－台灣上市公司之實證研究〉，台灣財務金融學會2002年財務金融學術研討會，台中－國立中興大學。

16. 彭馨儀，民國八十一年，〈上市公司資產重估動機之研究〉，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
17. 黃士真，民國八十六年，〈影響上市公司辦理固定資產重估價之因素〉，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
18. 黃詩菡，民國九十八年，〈公司治理與會計資訊價值攸關性〉，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
19. 楊和炳，民國七十五年，〈台灣地區營利事業資產重估價之研究〉，台灣銀行季刊，第三十七卷第二期，pp. 25-42。
20. 劉浩，孫錚，民國九十七年，〈公允價值的實證理論分析與中國的研究機遇〉，財經研究，34卷第1期，pp. 83-93。
21. 顏信輝，丁緯，民國九十三年，〈我國企業辦理資產重估之動機與股票評價關聯性之研究〉，淡江人文社會學刊，pp. 104-128。



英文部分

1. Aboody, D., M.E. Barth and Kasznik, 1999, "Revaluated of Fixed Assets and Future Performance: Evidence from the UK," *Journal of Accounting and Economics* 26, pp. 149-178.
2. Amir, E., T.S. Harris and E.K. Venuti, 1993, "A Comparison of US Versus Non-US GAAP Accounting Measures Using Form 20-Freconciliations," *Journal of Accounting Research* 31, pp. 230-275.
3. Ball, R. and P. Brown , 1968, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research* 6, pp. 159-178.
4. Barth, M.E., 1991, "Relative Measurement Errors Among Alternative Pension Asset and Liability Measures," *The Accounting Review*, Vol. 66 No.3, pp.433-463.
5. Barth, M.E., 1994, "Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks," *The Accounting Review*, Vol. 69 No.1, pp.1-25.
6. Barth, M.E., Clinch, G., 1996, "International Accounting Differences and Their Relation to Share Prices: Evidence from U.K. Australian, and Canadian Firms," *Contemporary Accounting Research* 13, pp. 135-170.
7. Barth, M.E., G. Clinch, 1998, "Revalued Financial, Tangible Assets: Associations with Share Prices and Non Market-Based Estimates," *Journal of Accounting Research* 36, pp. 199-233.
8. Beaver, W. and S. Ryan, 1985, "How Well Do Statement No. 33 Earnings Explain Stock Returns?," *Financial Analysts Journal*, September, pp. 66-71.
9. Beaver, W. H., Christie A. A., Griffin P. A., 1980, "The Information Content of SEC Accounting Series Release No. 190," *Journal of Accounting and Economics*, August, pp.127-157.
10. Beaver, W. H., Griffin P. A., Landsman W R., 1982, "The Incremental Information Content of Replacement Cost Earnings," *Journal of Accounting and Economics* 4, pp. 15-39.
11. Beaver, W., M. McAnally and C. Stinson, 1997, "The Information Content of Earnings and Prices: A Simultaneous Equations Approach," *Journal of Accounting and Economics* 23, pp. 53-81.
12. Beaver, W., R. Lambert and D. Morse, 1980, "The Information Content of Security Prices," *Journal of Accounting and Economics*, June, pp. 3-28.
13. Beaver, W., R. Lambert and S. Ryan, 1987, "The Information Content of Security

- Prices: A Second Look,” *Journal of Accounting and Economics*, July, pp. 139-157.
14. Beaver, W.H., 1968, “The Information Content of Annual Earnings Announcements,” *Journal of Accounting Research* 6, pp. 67-92.
 15. Bernard, M.L., 1993, “Discussion of An Investigation of Revaluations of Tangible Long-Lived Assets,” *Journal of Accounting Research* 31, pp. 39-45.
 16. Brown, P., H. Y. Izan and L.L. Alfred, 1992, “Fixed Asset Revaluations and Managerial Incentives,” *Abacus* 28(1), pp. 36-57.
 17. Brown, P. and F. Finn., 1980, “Asset Revaluations and Stock Prices: Alternative Interpretations of a Study by Sharpe and Walker,” *Share Markets and portfolio Theory*.
 18. Bublitz, B., T.J. Frecka and J.C. McKeown, 1985, “Market Association Test and FASB Statement No. 33 Disclosures: A Reexamination,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 23, pp. 1-23.
 19. Clemens and Dyer ,1977, “Balance Sheets and the Lending Banker: An Assessment of Accounting Statements and Their Interpretation in Relation to Bank Advances,” 5th edition.
 20. Collins, D.W., E.L. Maydew and I.S. Weiss, 1997, “Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years,” *Journal of Accounting and Economics* , pp. 39-67.
 21. Cotter, J. and Zimmer, 1995, “Asset Revaluations and Assessment of Borrowing Capacity,” *Abacus* 31(2), pp. 136-151.
 22. Cotter, J., 1999, “Asset Revaluations and Debt Contracting,” *Abacus* 35(3), pp. 268-285.
 23. Dechow, P.N., 1994, “Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals,” *Journal of Accounting and Economics* 18, pp. 3-42.
 24. Dietrich, J.R., M.S. Harris and K.A. Muller III, 2000, “The Reliability of Investment Property Fair Value Estimates,” *Journal of Accounting and Economics* 30, pp. 125-158.
 25. Easman, W., A. Falkenstein and R. Weil, 1979, “The Correlation Between Sustainable Income and Stock Returns,” *Financial Analysts Journal*, pp. 213-310.
 26. Easton, P.D. and T.S. Harris, 1991, “Earnings as an Explanatory Variable for Returns,” *Journal of Accounting Research* 29, pp. 19-36.

27. Easton, P.D., 1985, "Accounting Earnings and Security Valuation: Empirical Evidence of the Fundamental Links," *Journal of Accounting Research* 34, pp. 54-77.
28. Easton, P.D., P. H. Eddey, T.S. Harris, 1993, "An Investigation of Revaluations of Tangible Long- Lived Assets," *Journal of Accounting Research* 31, pp. 1-38.
29. Easton, P.D., T.S. Harris, 1991, "Earnings as an Explanatory Variable for Returns," *Journal of Accounting Research* 29, pp. 19-36 .
30. Easton, P.D., T.S. Harris, J.A. Ohlson, 1992, "Aggregate Accountings Earnings Can Explain Most of Security Returns: The Case of Long Term Intervals," *Journal of Accounting and Economics*, pp. 119-142.
31. Emanuel, D., 1989, "Asset Revaluation and Share Price Revisions," *Journal of Business and Accounting*, Spring, pp. 213-227.
32. Fairfield, P.M., 1994, "P/E, P/B and the Present Value of Future Dividends," *Financial Analysts Journal* 50, No. 4, pp. 23-31.
33. Fama, E.F., French, K.R., 1992, "The Cross-Section of Expected Stock Return," *Journal of Finance* 47, pp. 427-465.
34. Feitham, G. and J. Ohlson, 1995, "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities," *Contemporary Accounting Research* 11(2), pp. 689-731.
35. Gheyara, K. and J. Boatsman, 1980, "Market Reaction to the 1976 Replacement Cost Disclosures," *Journal of Accounting and Economics*, August, pp.107-125.
36. Haw, I. and S. Lustgarten, 1988, "Evidence on Income Measurement Properties of ASR 190 and SFAS 33 Data," *Journal of Accounting Research* 26, pp. 331-352.
37. Henderson and Goodwin ,1992 , "The Case Against Asset Revaluations," *Abacus* 28(1), pp. 75- 87.
38. Kothari, S.P. and J.L. Zimmerman, 1995, "Price and Return Models," *Journal of Accounting and Economics* 20, pp. 155-192.
39. Lev, B., 1989, "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Directions from Two Decades of Empirical Research," *Journal of Accounting Research* 27, pp. 153-201.
40. Lin Y.C. and K.V. Peasnell, 2000, "Asset Revaluation and Current Cost Accounting: UK Corporate Disclosure Decision in 1983," *Journal of Business Finance and Accounting* 27 (3), 359-394.
41. Murdoch, B., 1986, "The Information Content of FAS 33 Returns on Equity,"

- The Accounting Review*, April, pp. 273-287.
42. Myers, S.C., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, No. 2., pp. 147-175
 43. Ohlson, J.A., 1995, "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research* 11(2), pp. 661-687.
 44. Penman, S.H. and T. Sougiannis, 1998, "A Comparison of Dividend, Cash Flows, and Earnings Approaches to Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research* 15(3), 343-383.
 45. Ro, B. T., 1980, "The Adjustment of Security Returns to the Disclosure of Replacement Cost Accounting Information," *Journal of Economics and Accounting*, August, pp. 159-189.
 46. Sharpe, I.G., Walker, R.G., 1975, "Asset Revaluations and Stock Market Prices," *Journal of Accounting Research* 13, pp. 293-310.
 47. Standish, P. and S. Ung, 1982, "Corporate Signaling, Asset Revaluations and the Stock Prices of British Companies," *The Accounting Review* 62, pp. 817-838.
 48. Walker, R.G., 1982, "The SEC Ban on Upward Asset Revaluations and the Disclosure of Current Values," *Abacus*, pp. 58-73.
 49. Whittred, G. and Y. K. Chan, 1992, "Asset Revaluations and the Mitigation of Underinvestment," *Abacus* 28, pp. 58-73.

表一 台灣地區躉售物價指數銜接表（1952 - 2010）

資料來源：中華民國統計資訊網

年份	年指數	年份	年指數	年份	年指數
1952	14.24	1972	35.39	1992	80.21
1953	15.50	1973	43.48	1993	82.22
1954	15.84	1974	61.12	1994	84.01
1955	18.12	1975	58.03	1995	90.20
1956	20.39	1976	59.63	1996	89.30
1957	21.85	1977	61.28	1997	88.89
1958	22.16	1978	63.45	1998	89.42
1959	24.43	1979	72.22	1999	85.35
1960	27.89	1980	87.77	2000	86.91
1961	28.79	1981	94.47	2001	85.74
1962	29.67	1982	94.30	2002	85.78
1963	31.58	1983	93.19	2003	87.91
1964	32.36	1984	93.63	2004	94.09
1965	30.86	1985	91.20	2005	94.67
1966	31.32	1986	88.15	2006	100.00
1967	32.10	1987	85.28	2007	106.47
1968	33.05	1988	83.95	2008	111.95
1969	32.98	1989	83.63	2009	102.17
1970	33.87	1990	83.13	2010	107.75
1971	33.88	1991	83.26		

表二 我國各產業辦理資產重估概況

(全體企業樣本)

	(1) 產業企 業樣本	(2) 產業重 估企業 樣本	(3) 產業企 業年度 樣本	(4) 重估企 業年度 樣本	(5) 土地資 產重估	(6) 折舊性 固定資 產重估	(7) 產業/市場 企業年度 樣本比(%)	(8) 重估/產業 年度樣本 比(%)	(9) 平均重 估週期 (年)
水泥工業	8	6	188	13	10	7	0.7	6.91	7.89
食品工業	36	27	771	86	83	16	3.0	11.15	5.36
塑膠工業	32	15	691	30	22	12	2.7	4.34	8.54
紡織工業	71	47	1513	114	99	25	5.9	7.53	7.04
電機機械	69	32	1316	56	52	7	5.1	4.26	9.76
電器電纜	18	13	389	45	35	16	1.5	11.57	4.93
化學生 技醫療 ^{註1}	93	33	1595	53	46	10	6.2	3.32	10.63
玻璃陶瓷	8	6	182	17	16	5	0.7	9.34	6.03
造紙工業	8	7	190	23	21	4	0.7	12.11	5.20
鋼鐵工業	53	29	1073	59	54	8	4.2	5.50	8.39
橡膠工業	12	9	253	36	34	5	1.0	14.23	4.26
汽車工業	14	7	171	31	26	11	0.7	18.13	3.86
電子工 業 ^{註2}	859	86	12981	178	168	20	50.2	1.37	8.25
建材營造	83	14	1590	29	23	8	6.2	1.82	8.24
航運	27	9	574	40	39	2	2.2	6.97	3.84
觀光	14	7	272	13	13	0	1.1	4.78	9.20
貿易百貨	22	12	437	34	28	7	1.7	7.78	6.03
油電燃氣	12	2	265	2	2	0	1.0	0.75	17.08
其他	74	32	1385	55	49	11	5.4	3.97	9.94
總計	1513	393	25836	914	820	174	100	3.53	7.34

註1：化學生技業於2007/7 拆分為化學工業與生技醫療兩類。

註2：電子工業於2007/7 拆分為半導體等八類。

表三 我國企業辦理資產重估水準

(資產重估企業樣本)

		平均數	中位數
土地 資產	RR / BV	0.2481	0.1264
	RRI / BV	0.1231	0.0003
	RR / BV ^{*註}	0.2679	0.1365
	RRI / BV [*]	0.1329	0.0004
折舊性 資產	RR / BV	0.1281	0.0891
	RRI / BV	0.0891	0.0001
	RR / BV [*]	0.1281	0.0962
	RRI / BV [*]	0.0891	0.0002

註：此處的淨資產值未包含資產重估增值。

表四 我國企業各年辦理資產重估之概況

(全體企業樣本)

	(1) 企業 年度	(2) 重估企 業年度	(3) 當年重估企業 年度比率(%)	(4) 重估企業年度佔 總樣本比率(%)
75	319	64	20.1	7.0
76	433	46	10.6	5.0
77	517	54	10.4	5.9
78	546	48	8.8	5.2
79	609	50	8.2	5.4
80	657	43	6.5	4.7
81	756	49	6.5	5.4
82	861	63	7.3	6.9
83	969	70	7.2	7.7
84	1070	73	6.8	8.0
85	1139	67	5.9	7.3
86	1228	55	4.5	6.0
87	1313	46	3.5	5.0
88	1353	33	2.4	3.6
89	1375	26	1.9	2.8
90	1393	21	1.5	2.3
91	1408	18	1.3	1.9
92	1413	19	1.3	2.1
93	1404	17	1.2	1.8
94	1385	17	1.2	1.9
95	1360	9	0.7	1.0
96	1346	10	0.7	1.1
97	1330	7	0.5	0.8
98	1321	7	0.5	0.8
99	331	2	0.6	0.2
總計	25836	914	3.5	100

表五 我國企業辦理重估增值與總體經濟相關性之檢測

(資產重估企業樣本)

	P 值
躉售物價指數	0.027 ^{**}
消費者物價指數	0.020 ^{**}
房屋租金價格指數	0.036 ^{**}

*** : 達 1% 之顯著水準。

** : 達 5% 之顯著水準。

* : 達 10% 之顯著水準。

表六 實證模型變數之敘述性統計

(資產重估企業樣本)

	平均數	中位數	標準差
應變數			
ΔOCF_1	66,175.85	13,501.00	2,429,757
ΔOCF_2	13,501.00	134.00	2,206,546
ΔOCF_3	157,648.76	19,176	2,429,757
ΔOI_1	(28,556.58)	6,669.00	2,110,263
ΔOI_2	(136,687.84)	9,777.50	2,773,344
ΔOI_3	29,628.37	4,936.00	1,705,564
PRICE	32.74	23.80	33.059
RETURN	0.10	(0.02)	0.757
自變數			
ΔOCF_0	100,060	5,858	1,528,558
ΔOI_0	30,943.12	8,559.00	1,284,775
ΔWC	30,790.86	19169.50	2,347,018
MB	4.07	1.94	35.266
REV	493,767.88	78,334.00	1,958,191
REV_BAL	1,428,557.53	303,560.00	3,437,697
BVPS	11.0420	12.1917	12.3900
EPS	1.40	1.12	2.460
NI	(136,687.84)	9,777.50	2,773,344
ΔNI	29,628.37	4,936.00	1,705,564
MB	3.17	1.94	20.600
ASSET	15,547,168	4,202,617.50	41,650,083

表七 資產重估對營業現金流量變化影響之統計結果

(資產重估企業樣本)

自變數	預期	未來一期		未來二期		未來三期	
		係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
REV	+	0.175	0.011**	0.266	0.000***	0.333	0.000***
ΔOCF_0	?	(0.566)	0.000***	(0.264)	0.000***	(0.279)	0.000***
ΔWC	?	(13.483)	0.602	59.879	0.022**	(29.450)	0.377
MB	?	0.000	0.829	0.000	0.880	0.000	0.773
ASSET	?	0.025	0.138	0.055	0.001***	0.063	0.002***
Adj. R ²		0.264		0.147		0.122	

*** : 達 1% 之顯著水準。
 ** : 達 5% 之顯著水準。
 * : 達 10% 之顯著水準。

$$\Delta CFO_{t+\tau,i} = \sum \alpha_{0Y} YR_{Yi} + \alpha_1 REV_{it} + \alpha_2 \Delta CFO_{it} + \alpha_3 MB_{it} + \alpha_4 ASSET_{it} + \alpha_5 \Delta WC_{it} + \varepsilon_i$$

- $\Delta CFO_{t+\tau,i}$: i 公司在 t 年至 t+ τ 年中，個別三年營業現金流量的變化，而 $\tau=1,2,3$ 。也就是 t+ τ 年的營業現金流量減 t 年的營業現金流量，平減 t 年初之市價權益。
- YR_{Yi} : 是一虛擬變數，當觀察值是年度 Y 時，為 1，反之為 0。
- REV_{it} : i 公司在 t 年度因為固定資產重估增值，而使重估準備增加的部分，平減 t 年初之市價權益。
- ΔCFO_{it} : i 公司在 t-1 年度至 t 年度營業現金流量之變化，平減 t 年初之市價權益。
- MB_{it} : i 公司 t 年底之股價淨值比率。
- $ASSET_{it}$: i 公司 t 年底總資產取對數值，但不包括固定資產重估增值部分。
- ΔWC_{it} : i 公司在 t 年度至 t-1 年度中，營運資金之變化，平減 t 年初之市價權益。
- ε_i : 誤差項。

表八 資產重估對營業淨利變化影響之統計結果

(資產重估企業樣本)

自變數	預期	未來一期		未來二期		未來三期	
		係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
REV	+	0.084	0.005***	0.181	0.000***	0.041	0.243
ΔOI_0	?	(0.646)	0.000***	(0.740)	0.000***	(0.192)	0.000***
MB	?	0.000	0.957	0.000	0.870	0.000	0.629
ASSET	?	(0.012)	0.097*	(0.018)	0.053*	0.001	0.942
Adj. R ²		0.490		0.452		0.109	

- *** : 達 1% 之顯著水準。
 ** : 達 5% 之顯著水準。
 * : 達 10% 之顯著水準。



$$\Delta OPINC_{t+\tau,i} = \sum \alpha_{0Y} YR_{Yi} + \alpha_1 REV_{ti} + \alpha_2 \Delta OPINC_{ti} + \alpha_3 MB_{ti} + \alpha_4 ASSET_{ti} + \varepsilon_{ti}$$

- $\Delta OPINC_{t+\tau,i}$: i 公司在 t 年至 t+ τ 年中，個別三年營業淨利的變化，而 $\tau=1,2,3$ 。也就是 t+ τ 年的營業淨利減 t 年的營業淨利，平減 t 年初之市價權益。
 YR_{Yi} : 是一虛擬變數，當觀察值是年度 Y 時，為 1，反之為 0。
 REV_{ti} : i 公司在 t 年度因為固定資產重估增值，而使重估準備增加的部分，平減 t 年初之市價權益。
 $\Delta OPINC_{ti}$: i 公司 t-1 年度至 t 年度營業淨利之變化，平減 t 年初之市價權益。
 MB_{ti} : i 公司 t 年底之股價淨值比率。
 $ASSET_{ti}$: i 公司 t 年底總資產取對數值，但不包括固定資產重估增值部分。
 ε_{ti} : 誤差項。

表九 Price 模型之統計結果

(全體企業樣本)

自變數	預期	係數	P 值
REV_BALPS	+	0.635	0.000***
BVPS	+	0.721	0.000***
EPS	+	7.462	0.000***
Adj. R ²		0.586	

- *** : 達 1% 之顯著水準。
 ** : 達 5% 之顯著水準。
 * : 達 10% 之顯著水準。

$$PRICE_{it} = \sum \alpha_0 YR_{Yit} + \sum \alpha_1 FIRM_{Fit} + \alpha_2 REV_BALPS_{it} + \alpha_3 BVPS_{it} + \alpha_4 EPS_{it} + \varepsilon_{it}$$

- PRICE_{it} : i 公司在 t 年底後 3 個月的每股股價。
 YR_{Yit} : 是一虛擬變數，當觀察值是年度 Y 時，為 1，反之為 0。
 FIRM_{Fit} : 是一虛擬變數，當觀察值是公司 F 時，為 1，反之為 0。
 REV_BALP
 S_{it} : i 公司在 t 年底之每股重估增值的數額。
 BVPS_{it} : i 公司 t 年底之每股帳面價值淨額扣除資產重估部分。
 EPS_{it} : i 公司 t 年底之每股繼續經營淨利。
 ε_{it} : 誤差項。

表十 Return 模型之統計結果

(全體企業樣本)

自變數	預期	係數	P 值
REV	+	(0.117)	0.348
NI	+	0.297	0.000***
Δ NI	+	0.804	0.000***
Adj. R ²		0.120	

*** : 達 1% 之顯著水準。

** : 達 5% 之顯著水準。

* : 達 10% 之顯著水準。

$$RETURN_{it} = \sum a_{0Y} YR_{Yit} + a_1 REV_{it} + a_2 NI_{it} + a_3 \Delta NI_{it} + \varepsilon_{it}$$

$RETURN_{it}$: i 公司在 t-1 至 t 年底後 3 個月的市價權益變動，平減 t 年初之市價權益。

YR_{Yit} : 是一虛擬變數，當觀察值是年度 Y 時，為 1，反之為 0。

REV_{it} : i 公司在 t 年度因為固定資產重估增值，而使重估準備增加的部分，平減 t 年初之市價權益。

NI_{it} : i 公司 t 年底之淨利，平減 t 年初之市價權益。

ΔNI_{it} : i 公司 t-1 至 t 年度之淨利變動數，平減 t 年初之市價權益。

ε_{it} : 誤差項。

表十一 負債/權益比率對於資產重估與企業績效關係之影響

(重估增值企業樣本)

來自營業活動之現金流量變化							
自變數	預期	未來一期		未來二期		未來三期	
		係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
REV	+	0.179	0.002***	0.1960	0.000***	0.265	0.001***
ΔOCF_0	?	(0.532)	0.000***	(0.275)	0.000***	(0.285)	0.000***
ΔWC	?	(54.427)	0.001***	(16.067)	0.916	(54.201)	0.012**
MB	?	0.000	0.827	0.000	0.849	0.000	0.797
ASSET	?	0.017	0.276	0.045	0.002***	0.068	0.001***
REV* DE	-	(0.004)	0.306	0.001	0.925	(0.002)	0.688
Adj. R ²		0.258		0.157		0.094	

$$\Delta CFO_{t+\tau,i} = \sum \alpha_{0Y} YR_{Yti} + \alpha_1 REV_{ti} + \alpha_2 \Delta CFO_{ti} + \alpha_3 MB_{ti} + \alpha_4 ASSET_{ti} + \alpha_5 \Delta WC_{ti} + \alpha_6 REV_{ti} * DE_{ti} + \varepsilon_{ti}$$

營業淨利變化							
自變數	預期	未來一期		未來二期		未來三期	
		係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
REV	+	0.061	0.024**	0.116	0.001***	0.163	0.039**
ΔOI_0	?	(0.660)	0.000***	(0.769)	0.000***	0.015	0.871
MB	?	0.000	0.947	0.000	0.870	0.000	0.811
ASSET	?	(0.002)	0.783	(0.005)	0.551	0.071	0.001***
REV* DE	-	0.001	0.922	0.002	0.678	(0.002)	0.770
Adj. R ²		0.458		0.443		0.040	

$$\Delta OPINC_{t+\tau,i} = \sum \alpha_{0Y} YR_{Yti} + \alpha_1 REV_{ti} + \alpha_2 \Delta OPINC_{ti} + \alpha_3 MB_{ti} + \alpha_4 ASSET_{ti} + \alpha_5 REV_{ti} * DE_{ti} + \varepsilon_{ti}$$

- *** : 達 1% 之顯著水準。
 ** : 達 5% 之顯著水準。
 * : 達 10% 之顯著水準。

表十二 負債/權益比率對於資產重估與市場反應關係之影響

(全體企業樣本)

Price 模型			
自變數	預期	係數	P 值
REV_BALPS	+	0.853	0.000***
BVPS	+	0.876	0.000***
EPS	+	5.362	0.000***
REV_BALPS*DE	?	(0.152)	0.000***
Adj. R ²		0.499	

$$PRICE_{it} = \sum \alpha_{0Y} YR_{Yit} + \sum \alpha_1 FIRM_{Fit} + \alpha_2 REV_BALPS_{it} + \alpha_3 BVPS_{it} + \alpha_4 EPS_{it} + \alpha_5 REV_BALPS_{it} * DE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Return 模型			
自變數	預期	係數	P 值
REV	+	0.108	0.587
NI	+	0.762	0.000***
ΔNI	+	0.913	0.000***
REV*DE	?	(0.064)	0.205
Adj. R ²		0.206	

$$RETURN_{it} = \sum \alpha_{0Y} YR_{Yit} + \alpha_1 REV_{it} + \alpha_2 NI_{it} + \alpha_3 \Delta NI_{it} + \alpha_4 REV_{it} * DE_{it} + \varepsilon_{it}$$

- *** : 達 1% 之顯著水準。
 ** : 達 5% 之顯著水準。
 * : 達 10% 之顯著水準。