

## 第十八號財務會計準則公報 之股價效應研究

Stock Market Response to the Statement of  
Financial Accounting Standard No. 18 :  
Accounting for Pensions

林嬪娟 *Chan-Jane Lin\**

國立台灣大學

National Taiwan University

張文貞 *Wen-Chen Chang*

行政院主計處

Directorate General of Budget Accounting and Statistics

### 摘要

我國過去有關退休金會計處理方式大都以稅法為準，然而此種作法很難真正衡量企業的財務狀況，亦缺乏對員工退休的保障。在證管會的支持下，財團法人會計研究發展基金會財務會計準則委員會乃以美國 SFAS No. 87 為藍圖，制訂第十八號公報「退休金會計處理準則」。該公報於民國八十年十二月十九日公佈，並於民國八十四年開始適用。

本研究主要目的在試圖了解第十八號公報之制訂對資本市場可能產生的影響。本文分為二部份，第一部份是以事件研究方式，利用異常報酬及累積異常報酬，測試退休金公報訂定過程中各重要事件對股價是否產生影響。第二部份

\* 作者感謝兩位評審委員之寶貴意見，文中若有任何疏漏當由作者負責。

則依公司特質：成立年數、員工人數、平均年齡、服務年資及提撥率將樣本分組，並藉由複迴歸分析檢定特質不同之公司受公報影響程度是否有所差異。

本研究利用下列三個事件日來檢視公報所造成之股價效應：財務會計準則委員會將退休金公報列入工作計劃日、退休金公報草案發佈日及公報發佈日。實證結果顯示，前二個事件日股價有負面反應，然而在退休金公報發佈日則出現正的異常報酬。揣測其因，可能是公報適用日期延後，對市場而言是一項有利消息。在公司特性影響方面，研究結果僅部份支持假說，此可能是由於變數衡量存在誤差，使得公報對特定公司的影響無法充分顯示出來。

**關鍵字：**退休金公報、資本市場研究、事件研究、會計準則制訂

## Abstract

In December 1991, the standard setter in Taiwan issued Statement of Financial Accounting Standard No. 18 “Accounting for Pensions” in order to enhance the disclosure of pension liabilities. The statement, effective in the end of 1995, requires companies record adequate pension costs based on actuarial estimation. Since pension costs of many domestic companies were underfunded, the new accounting rule would have significant impact on the amount of pension liabilities reported in the financial statements.

The purpose of this study is to examine the stock price effect of the standard setting process. Three specific event dates used to analyze the market reaction are (1) the date when the pension project was first added to the agenda; (2) the date when the exposure draft was issued; and (3) the date when the statement was formally issued.

The first part of the empirical analysis uses AR (Abnormal Return) and CAR (Cumulative Abnormal Return) to examine the capital market reaction to three specific events associated with the statement deliberation process. The empirical results for the first two event dates show that the stock market had significantly negative reaction. However, the results from the third event date indicate the significant positive reaction.

The second part of the empirical analysis attempts to investigate whether firm characteristics affect the extent of stock market reaction. Company age, number of employees, average age of the employees, average years of employment and funding ratio were used as proxies for degree of underfunded liabilities. The results only weakly support the propositions.

**Key words:** accounting for pensions, capital market study, event study, accounting standards setting

## 壹、緒論

我國有關退休金會計處理問題，於七十三年勞基法通過後，逐漸受到各方重視，勞基法雖規定退休金金額的多寡、提撥金額及提撥的基金如何管理等問題，卻未規範相關的會計處理應為何，使得企業間有關退休金的會計處理一直相當分歧，然而大部分企業，不論是否適用勞基法，都以稅法相關規定為依歸，亦即僅在提撥或實際支付退休金時，才認列退休金費用，或依稅法規定在限額內提退休金準備，但是此種作法不但無法真正衡量企業的財務狀況，更遑論對員工的保障。

受到美國通過 SFAS No. 87 的影響，各界對一套完整的退休金會計制度的需求日殷。在證管會的支持下，財團法人會計研究發展基金會財務會計準則委員會（簡稱財會會）乃以美國 SFAS No. 87 為藍圖，制訂第十八號公報「退休金會計處理準則」。該公報制訂過程中即備受爭議，在歷經多次公聽會之後，於民國八十年十二月十九日公佈，並於民國八十四年開始適用，有關退休金會計處理終於有規則可循。

第十八號公報發佈之後，已成為歷年來最具爭議性，引起最多討論的公報。由該公報自公佈到實施，長達三年的緩衝期，可以了解到其特殊之處。該公報使企業真實退休金成本及退休金負債攤在陽光底下，對長期低列退休金相關成本的企業而言，造成不小的衝擊。至於退休金會計處理公報是否適用於國內企業以及公報可能造成的影響究竟如何，曾經是各報章雜誌討論的熱門話題，亦引發本研究的動機。

國內有關退休金的研究，早自民國六十年代開始，隨後亦不乏學者提出相關論文，這類研究大致可區分為幾個方向。首先是有關退休金的會計處理，大

部分研究偏重會計處理方式的討論，如丁玉山（1977）、曾季國（1986）及黃美惠（1993）等。其次是研究退休金提撥辦法及其考慮因素，如許鶯珍（1980）、蔡桂紅（1987）、王錦祥（1987）及於懋玲（1991）等。第三類是有關退休金對企業造成之影響，如陳錦慧（1985）與朱炳坤（1988）的研究。

國外，有不少學者曾探討強制性會計方法變動的市場影響，例如 Ziebart 與 Kim（1987）研究美國財務會計準則外幣換算公報 SFAS No.8 及 No.52，其制訂過程中十個事件日之股價效應，Lev（1979）研究探勘成本會計處理（SFAS No.19）草案發佈日的股價效應，Leftwich（1981）探討合併會計處理公報 APB No.16 及 No.17 制訂過程中 21 個事件之市場效應等。退休金公報方面，則有 Gopalakrishnan 與 Sugrue（1992），測試退休金公報的規定對債務契約及股價的影響。

本研究旨在了解國內退休金會計處理公報的制訂過程中，各重要事件日訊息的發佈對上市公司股價有何影響，並希望根據企業的特性加以分類，以檢定不同特性的企業對該公報是否有不同的反應。國內準則的制訂過程相較於美國而言，較不受公司及其他相關團體之重視，僅有退休金公報的制訂引起的震撼最大，因此本研究擬在實是性會計研究（positive accounting research）的架構下，探討退休金公報如何影響企業之現金流量，進而影響股價效應<sup>1</sup>。

本研究採用事件研究方法，檢視與退休金公報制訂過程有關的三個事件日：財會會依證管會建議將退休金公報列入議程、公報草案發佈及公報發佈日，來分析退休金公報制訂所造成的資本市場效應。實證結果指出，前二個事件日對股價有負面的影響，第三個事件日則出現正的異常報酬。在公司特性影響方面，研究結果僅部份支持假說。

以下第二節將介紹公報發佈前之退休金會計處理實務及退休金公報制訂過程相關重要事件，第三節將說明研究假說，第四節為實證設計及樣本選取。實證結果列於第五節，最後為本文之結論。

<sup>1</sup> 過去曾有陳雲儀（1987）與王韶濱（1993）探討會計方法變動與股價效應，惟均以證管會某項規定為研究對象，本研究則是國內首篇探討會計公報制訂過程之市場效應的文章，不但有助於瞭解國內企業受新公報的影響情形，亦有助於檢視國內證券市場的效率性。而以爭議最大的主題作為研究對象，可增加測試的效果。

## 貳、退休金會計處理實務及退休金公報制訂過程

### 一、公報發佈前之會計實務

過去我國企業的退休金會計處理及財務報表甚為簡略，大抵是以稅法規定為準。實務上作法可分為下列幾種：

- (一) 提撥退休準備金之企業，依所得稅法規定於每年薪資總額百分之八或百分之十五（適用勞基法的營利事業）限額內提撥，僅以提撥數額做為費用，列入損益表中。財務報表中僅附註揭露退休準備金期末餘額。
- (二) 未提撥退休準備金之企業，大都依稅法規定，按薪資總額百分之四的限額內認列退休金費用及退休金負債（退休金準備）。
- (三) 於員工退休實際支付退休金時，始認列費用。

總而言之，公報適用前退休金會計實務有下列缺失（徐景亮，1993）：(1)造成不同企業間之財務報表無從比較；(2)造成同一企業不同期間財務報表難以比較；(3)造成盈餘虛列、負債少列，影響勞工及新進股東之權益。

### 二、退休金會計處理公報制訂過程

民國七十四年四月二十五日，財務會計準則委員會將退休金會計處理公報列入七十四年的工作計劃中，該提案並於同年五月九日會議中通過。惟直至七十八年三月二日，財會會才指定工作小組負責研究。

該會在經過兩年研議之後，於民國八十年三月二十一日發佈「退休金會計處理準則」草案，草案內容基本上是以 SFAS No. 87 為藍圖，其中要點包括：退休金之精算、延遲認列損益、退休金成本的組成項目等，草案中原則決定該公報將適用於會計年度結束日在八十二年十二月三十一日（含）以後的財務報表。

草案一發佈立即引起熱烈討論，基金會於是召開三次公聽會，分別與精算師協會、政府相關機關、上市公司、會計師事務所、承銷商等商討精算報告與退休金會計處理問題。在綜合各界相關意見之後，於民國八十年十二月十九日公佈財務會計準則公報第十八號「退休金會計處理準則」，規定會計年度結束日在民國八十四年十二月三十一日（含）以後的財務報表適用十八號公報，

但亦得提前適用。

民國八十二年中，證管會曾發函所有公開發行、上市公司進行全面性的問卷調查，了解各界有關十八號公報之意見。翌年，證管會與基金會亦邀集學者專家、會計師公會、精算學會以及有關單位研商第十八號公報適用之相關問題。民國八十四年一月二十日證管會決議將第十八號公報採階段性實施。第一階段適用對象為上市（櫃）公司及八十五年擬上市（櫃）之公司，以八十四年十二月底為衡量日完成精算，並於該年底資產負債表中揭露。第二階段適用對象為非上市（櫃）公開發行公司，以八十五年十二月底為衡量日完成精算，於該年度資產負債表中揭露。

民國八十四年二月二十八日，證管會規定，對已適用公報之公司，其長期投資採權益法評價之被投資公司及編製合併報表之被合併公司，若對母公司財務報表有重大影響，應與母公司一起適用本公報。

在八十四年五月有關退休金公報的爭論在各大媒體及雜誌上頻頻出現<sup>2</sup>。部分企業界人士將此號公報比喻為繼全民健保後的第二顆原子彈，認為將美國SFAS No. 87套用於國內企業，易造成水土不服現象，且國內企業普遍提撥不足，一旦公報適用，會使企業出現大量負債，影響盈餘及配股能力，對企業經營造成威脅。惟證管會及勞委會則基於反映真實財務狀況及保護勞工權益之立場，重申實施到底的決心。

有關退休金會計處理準則制訂過程的重要事件，彙總於附表1。

## 參、研究假說

第十八號公報實施後，適用公司必須在報表中認列為數不少的負債，且必須按公報規定增加相關的揭露事項，對公司的資產負債表與主要財務比率有相當大的影響；過去提撥不足的數額，亦須逐年攤銷為費用，使盈餘降低。由於提撥不足數額將反應在負債上，公司若不願負債大幅增加，勢必逐年提撥足額，對資金

2 例如：工商時報，民國八十四年五月二十二日，二版  
經濟日報，民國八十四年五月二十四日，二版  
經濟日報，民國八十四年五月二十五日，十七版  
工商時報，民國八十四年五月二十五日，二版  
經濟日報，民國八十四年五月二十六日，十一版  
馬秀如，民國八十四年六月，會計研究月刊，第117期

調度及現金流量將會造成影響。除此之外，其他可能之影響尚包括：

- (1)盈餘減少的結果可能使得配股能力下降<sup>3</sup>；
- (2)由於盈餘減少可能使公司遭致降類的處分；
- (3)每年帳務處理成本大幅提高，如委請精算師之費用；
- (4)財務報表上揭露退休金相關資訊，可能影響公司借款能力；退休金負債的認列，可能增加違約風險，導致財務困難<sup>4</sup>。

基於上述原因，本研究預期第十八號公報的制訂，對股價有負的效應，由此建立第一個假說：

**假說一：退休金公報的制訂對股價有負面效應。**

根據 Fama (1970)，若證券價格能充分反映所有可用的資訊，則市場是有效率的。而 Jensen (1978) 認為，若利用某一資訊組合  $\theta_t$  中的訊息進行股票交易，而無法獲得經濟利潤，則市場對此一資訊集合是有效率的。因此，若市場具有效率，在公報制訂過程中，若各事件傳遞同樣的訊息，則應只有在相關訊息第一次為市場知悉時會有顯著的異常股價反應。

由於第十八號公報要求公司在退休基金資產公平價值低於累積給付義務時，應認列一最低退休金負債，過去提撥不足的數額，必須逐年攤銷為費用，削弱公司盈餘，甚而使公司必須改變提撥政策，對現金流量及資金調度產生影響。因此第十八號公報的發佈，對提撥不足的公司影響最大，提撥不足程度愈高者，必須於財務報表上認列的負債愈高，所受影響愈深，所面臨的成本增加、認列負債的財務壓力愈大，因十八號公報的發佈所產生的資本市場負面效應亦應愈大，因此建立本研究的第二個假說<sup>5</sup>：

<sup>3</sup> 國內過去研究顯示（例如：李存修，1991；王雪花，1994）股利發放有資訊內涵。因此，本研究推測配股能力的降低，對股價有負面的影響。

<sup>4</sup> 這部份之推論主要係建立在契約理論的基礎下，亦即，當公司有貸款合約時，退休金公報的實施將使得違約成本增加，進而減少現金流量，此與 Gopalakrishnan and Sugrue (1992), Leftwich (1981) 及 Lev (1979) 之觀點一致。

<sup>5</sup> 假說二乃假說一之延伸，與 Leftwich (1981) 及 Gopalakrishnan and Sugrue (1992) 等之研究推論一致。亦即，嘗試檢定股市受新公報影響之程度與公司特質有無關聯。以 Gopalakrishnan and Sugrue (1992) 為例，其檢視在 SFAS No.87 下，股價的反應幅度是否與負債權益比的增加數有關。囿於無法推算國內樣本之負債變動額，本文變數操作與該文有異，惟欲測試之假說精神上是一致的。

假說二：股價反應幅度與提撥不足的數額成正比。

但由於第十八號公報適用前，各公司有關退休金計劃的各項揭露皆相當缺乏，使得提撥不足數額的衡量不易，本研究遂以公司成立年數、員工人數、員工平均年齡、平均服務年資及退休金提撥率等公司特性作為變數，來衡量不同公司受影響的程度。

歷史悠久的公司，若長期退休金提撥不足，則在多年累積之後，相關退休金負債必定相當可觀，一旦公報適用，必須認列大量負債，盈餘、現金流量皆受到重大影響。員工平均年齡大的公司，支付員工退休金的機率較高，對應的退休金負債亦較高，公報適用後，由於提撥不足所必須認列的負債應較高。而員工人數較多的公司，將來必須支付的退休金數額較多，受公報發佈的影響也大。員工服務年資增加，依退休辦法規定，可請領退休金的機率亦提高，使公司受到的衝擊也增大。而退休金提撥率愈低，愈可能發生提撥不足的情況。綜而言之，成立較久、員工平均年齡較大、人數較多、服務年資較長、退休金提撥率較低的公司，產生的股價負面反應可能較大。

以下分兩部份檢定本節所述的二個假說，第一部份是由退休金公報制訂過程中，選定三個可能影響市場預期的事件日，觀察累積異常報酬。第二部份則以第一部份研究的事件日為準，測試股價反應是否受公司特性的影響。

## 肆、研究設計

### 一、事件日及樣本選取

由於國內的公報制訂過程並未充分公開，在事件日的選取上較困難，因此本研究以十八號公報制訂過程中可能對股價較有影響者，選取了三個事件日，分別為：(1) 七十八年三月二日，財會會將退休金會計問題列入工作計劃，此事件日首次公開傳達退休金公報將訂定的消息；(2) 八十年三月二十一日，公報草案發佈，此事件日進一步確定公報的具體內容；(3) 八十年十二月十九日，公報發佈，由於此公報延長了草案中規定的適用日期，對市場可能是一項新資訊，因此列入研究事件。

鑑於以上事件日，大都並非在事件日當時即對外公開，因此實證分析使用的事件日，以所能取得，最早在媒體上公開的日期為準，分別為：(1) 七十八

年六月二十三日；(2) 八十年四月十日；(3) 八十一年二月十日。

有關樣本選取標準，說明如下：

- (1) 必須是台灣證券交易所公開上市之普通股，且於民國七十七年六月二十三日前已上市者。
- (2) 在事件期間，未有股利發放宣告、盈餘宣告，或對該公司股價有重大影響的消息，如合併，重整者<sup>6</sup>。
- (3) 排除非曆年制之公司<sup>7</sup>。
- (4) 排除全額交割股與金融股<sup>8</sup>。
- (5) 排除無法自台灣經濟新報社資料庫取得完整報酬率資料者。
- (6) 排除缺乏成立年數、員工人數、員工平均年齡、服務年資、提撥率等公司特性資料者。

最後樣本家數為事件日一：100家，事件日二：79家，事件日三：67家<sup>9</sup>。

股票報酬率、公司設立日期與盈餘宣告取自台灣經濟新報社日報酬資料庫，現金股利與股票股利之資料係取自台灣證券交易所發行的「上市證券概況」，公司特性資料取自各公司公開說明書或各公司之年報。相關報章雜誌的報導係取自「財經記事」的「中文報刊暨論文索引」與財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會附設圖書館之剪報資料。

## 二、退休金公報的股價效應

在研究方法上，先利用市場模型估計如下：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

<sup>6</sup> 事件研究必須盡量排除干擾因素 (confounding factors) 的影響，由過去的研究顯示，股利發放、盈餘宣告、合併、重整等有股價效應，因此為凸顯資本市場對新公報的反應，本研究刪除事件期間有這些消息釋出的樣本。

<sup>7</sup> 在樣本期間 (78-80)，非曆年制上市公司僅有中鋼、彰銀、一銀與華南銀行四家公營企業。鑑於這些企業與一般民營公司性質不同，受到影響程度有異，因此未列入樣本。

<sup>8</sup> 全額交割股因性質特殊不宜一起分析，金融股亦排除於樣本之外，主要因其為被管制產業。本研究亦嘗試包含金融股的分析，惟結果不變。

<sup>9</sup> 由於在選樣時，第二及第三事件日有較多的盈餘宣告等其他事件，將發生這些事件的公司刪除後，造成各事件日樣本家數差異較大。本研究亦嘗試用相同的樣本公司 (67家) 分析三事件日的股價效應，結論並無不同。

$R_{it}$ ：第  $i$  種證券在第  $t$  期調整過股票股利及現金股利後之報酬率，  
 $i = 1, 2, 3, \dots, n$

$R_{mt}$ ：第  $t$  期市場報酬率

$\alpha_i$ ：截距

$\beta_i$ ：斜率

$\varepsilon_{it}$ ：殘差項

將市場模型估計出之參數  $\hat{\alpha}$ 、 $\hat{\beta}$ ，與事件期間市場報酬率一同代入，即可求出未預期之報酬， $e_{it}$ 。

$$e_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt})$$

將所有樣本公司在第  $t$  期的  $e_{it}$  加總平均後，代表樣本在第  $t$  期的平均異常報酬  $AR_t$ ：

$$AR_t = \frac{\sum_{i=1}^n e_{it}}{n}$$

$t$  為事件期間， $n$  為樣本數

累積異常報酬計算如下：

$$CAR_T = \sum_{t=1}^T AR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T e_{it}$$

$CAR_T$  表示由事件期第一天累加至第  $T$  天的異常報酬。

市場模型的估計期間為事件日前 6 天至前 205 天，事件期則為事件日前後各 5 天共 11 天，用以計算累積異常報酬。

### 三、公司特性的影響

#### (一) 分組平均數檢定

分組平均數分析，係依成立年數、員工人數、員工平均年齡、服務年資、提撥率等變數，將樣本公司，由大到小分成三組，為凸顯各變數的影響，取第一組與第三組，進行累積異常報酬平均數檢定。本研究分別採用二組獨立樣本之  $t$  檢定及無母數 Wilcoxon Rank Sum 檢定。

五個公司特性的變數定義如下：

- (1)成立年數：公司設立日期至七十八年十二月三十一日止的期間。
- (2)員工人數：樣本公司七十八年員工人數<sup>10</sup>。
- (3)員工年齡：樣本公司七十八年員工平均年齡。
- (4)服務年資：樣本公司七十八年度員工平均服務年資。
- (5)提撥率：樣本公司七十八年財務報表上所揭露的退休金提撥率，以年薪資總額百分比衡量之<sup>11</sup>。

## (二) 複迴歸分析

除了分組檢定外，本研究並進行複迴歸分析，以了解累積異常報酬與各項特性間之關係，相關模型如下：

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 YEAR_i + \beta_2 EM_i + \beta_3 AGE_i + \beta_4 SER_i + \beta_5 FUND_i + \varepsilon_i$$

$CAR_i$ ：第  $i$  公司累積異常報酬

$YEAR_i$ ：成立年數

$EM_i$ ：員工人數

$AGE_i$ ：員工平均年齡

$SER_i$ ：員工平均服務年資

$FUND_i$ ：退休金提撥率

$\beta_i$ ：截距項與迴歸係數

$\varepsilon_i$ ：殘差項

<sup>10</sup> 因員工人數、員工年齡、服務年資與提撥率在各年度變化不大，故以七十八年資料為準。

<sup>11</sup> 基於資料限制，提撥率的衡量可能有誤差。由於公報規範前各公司應提撥數未知，因此提撥率變數僅代表企業已提撥的比率，其可能無法確切衡量「提撥不足」數，例如，提撥率低者未必「提撥不足」額大。

## 伍、實證結果與分析

### 一、市場效應之檢定

有關三事件日的  $AR$  、  $CAR$  值及  $t$  檢定結果分別列於表 1 至表 3 。結果分析如下：

#### (一) 財會會接受證管會建議將退休金會計處理列入工作計劃

由表 1 可知，事件日前之異常報酬有正有負，但在事件日當天有負向反應出現，  $AR$  為  $-0.33034\%$  ，在 5% 的顯著水準下顯著異於零，整個事件期間的累積異常報酬為  $-1.33508\%$  ，同樣在 5% 的顯著水準下異於零，此顯示退休金會計處理帶給資本市場負面影響。

**表 1 事件日 (一) ( 列入財會會工作計劃 ) 之實證結果**

DAY	DATE	$AR$ (%)	$t$ ( $AR$ )	$CAR$ (%)	$t$ ( $CAR$ )
-5	78/06/17	0.07658	0.39518	0.07658	0.39518
-4	78/06/19	0.98138	5.58152***	1.05797	3.94364***
-3	78/06/20	-0.70800	-3.14961***	0.34997	1.08005
-2	78/06/21	-0.18479	-0.87677	0.16517	0.39258
-1	78/06/22	-0.57511	-2.60704***	-0.40993	-0.82360
0	78/06/23	-0.33034	-1.79472**	-0.74028	-1.29147*
1	78/06/24	-0.15869	-0.80779	-0.89896	-1.34087*
2	78/06/26	-0.03783	-0.42217	-0.93679	-1.35016*
3	78/06/27	-1.63094	-6.41456***	-2.56773	-3.09204***
4	78/06/28	0.39940	2.06906**	-2.16833	-2.68806***
5	78/06/29	0.83325	3.31910**	-1.33508	-1.80023**

註：由於預期退休金公報會產生負的股價效應，故採單尾檢定。

$CAR$  : 累積異常報酬

$AR$  : 異常報酬

$t$  ( $AR$ ) : 異常報酬的  $t$  檢定值

$t$  ( $CAR$ ) : 累積異常報酬的  $t$  檢定值

\* 表 10% 顯著水準，\*\* 表 5% 顯著水準，\*\*\* 表 1% 顯著水準

## (二) 草案發佈

如表 2 所示，在事件日前的異常報酬雖有負值，但並不顯著，而在事件日當天  $AR$  為  $-0.84539\%$ ，顯著水準達  $1\%$ ，在事件日之後第二至第四日，市場上的反應幾乎皆為負面，且都具顯著性，此顯示草案發佈對股價有負面效應。

列入工作計畫與草案發佈兩事件均造成負的股價效應，後者在事件期間累積的異常報酬更高達  $-6\%$ ，可能的解釋是退休金公報從列入工作計畫至草案公布達兩年的時間，這期間由於制訂過程較不公開，市場缺乏相關訊息之傳遞，草案的發佈代表退休金會計處理的規範已成定局，投資人遂有較強烈的反應。

表 2 事件日 (二)( 草案發佈 ) 之實證結果

DAY	DATE	$AR (\%)$	$t(AR)$	$CAR (\%)$	$t(CAR)$
-5	80/04/01	1.48982	5.16333***	0.18339	5.16333***
-4	80/04/02	-1.30642	-2.90935***	0.18339	0.34744
-3	80/04/03	0.34737	1.70358**	0.53076	0.99439
-2	80/04/08	-0.04505	-0.13075	0.48571	0.87107
-1	80/04/09	0.20589	0.74407	0.69160	1.18577
0	80/04/10	-0.84539	-2.89404***	-0.15379	-0.24511
1	80/04/11	0.09399	0.32181	-0.05980	-0.08043
2	80/04/12	-1.97701	-7.43037***	-2.03681	-2.70848***
3	80/04/13	-0.70265	-2.95250***	-2.73945	-3.56854***
4	80/04/15	-1.58121	-4.26373***	-4.32067	-6.11844***
5	80/04/16	0.14420	0.77803	-4.17646	-5.97004***

註：見表 1 附註

\*\*表  $5\%$  顯著水準，\*\*\*表  $1\%$  顯著水準

## (三) 公報發佈

如表 3 所示，事件窗期的前二天 ( $t = -5$  及  $-4$ ) 之  $AR$  為負值， $t = -4$  日時  $AR$  在  $1\%$  的水準下顯著異於零，但之後的異常報酬皆為正值，事件日當天的  $AR$  在  $5\%$  的水準下顯著為正，但在事件日後兩天 ( $t = 1$  及  $t = 2$ )  $AR$  又顯著為負值，整個事件期間的累積異常報酬則為顯著的正值。

上述結果可能的解釋是，草案發佈時，規定適用日期為民國八十二年底，

但在公報正式發佈時，適用日期延後為民國八十四年底，使公報對上市公司財務報表影響的時間延後，市場將此解釋為有利的資訊，股價因而有正面的反應<sup>12</sup>。國外有關公報訂定的市場效應研究，如 Leftwich (1981) 針對企業合併會計處理公報 APB No. 16 & 17 之實證，亦有類似的發現。

綜合以上事件研究的結果，第一及第二個事件日顯示第十八號公報的制訂，對股價有負面影響。而第三個事件日出現正的累積異常報酬，可能是因為公報適用日期延後，對市場而言是一項有利消息，使得股價出現正面的反應。

表 3 事件日 (三)( 第十八號公報發佈 ) 之實證結果

DAY	DATE	AR (%)	T (AR)	CAR (%)	t (CAR)
-5	81/01/28	-0.25270	-1.14804	-0.25270	-1.14804
-4	81/01/29	-1.07287	-4.14309***	-1.32557	-4.35531***
-3	81/01/30	0.74365	2.50656***	-0.58192	-1.39032*
-2	81/02/07	2.03259	5.46418***	1.45067	2.19682**
-1	81/02/08	1.73557	1.10883***	3.18624	4.00875***
0	81/02/10	0.52317	2.04139**	3.70941	4.24604***
1	81/02/11	-1.00284	-3.31304***	2.70657	3.61660***
2	81/02/12	-0.76450	-2.35069**	1.94207	3.15294***
3	81/02/13	0.43369	1.95147**	2.37576	3.91455***
4	81/02/14	-0.48492	-2.91403***	1.89084	3.34889***
5	81/02/15	0.57118	2.80830***	2.46202	3.86855***

註：見表 1 附註

\*表 10 % 顯著水準，\*\*表 5 % 顯著水準，\*\*\*表 1 % 顯著水準

## 二、分組平均數檢定<sup>13</sup>

分組變數的敘述性統計列於表 4。三個事件日累積異常報酬分組平均數檢定結果列於表 5 至表 7。分組檢定結果顯示，只有以員工平均年齡分組時，結果與假說相符，顯示員工平均年齡較高的公司受到公報的影響較大，出現較大

<sup>12</sup> 值得注意的是，和一般事件研究一樣，本研究結果亦可能受限於事件期間其他干擾因素的影響。

<sup>13</sup> 由於第三個事件日資訊內涵檢定結果為正向，與其他二個事件日不同，因此分析時以第一及第二個事件日為主，第三個事件日實證結果僅供參考。

的負面效應<sup>14</sup>。此外，其他變數分組檢定的結果似乎並不支持假說<sup>15</sup>，揣測其原因，可能是各變數未充分反應提撥不足的程度，或變數間有交互影響的情形。

表 4 分組變數敘述性統計

	平均值	標準差	極大值	中位數	極小值
成立年數	25.97	8.27	43.67	25.02	9.61
員工人數	1656.92	2828.50	21346	700	44
平均年齡	34.15	4.58	45.92	34	22
服務年資	7.53	3.39	17.87	7	2.10
提撥率	5.09	3.75	15	4	2

表 5 事件日（一）之分組檢定結果

		成立年數	員工人數	平均年齡	服務年資	提撥率
Group 1	CAR 平均數% (標準差)% 樣本數	-1.2094 (7.5028) 34	1.5518 (7.0890) 33	-2.6264 (7.3869) 33	-1.3532 (7.2590) 33	0.3053 (8.6436) 32
Group 2	CAR 平均數% (標準差)% 樣本數	-0.1756 (6.6172) 33	-3.5606 (7.6841) 33	1.2796 (7.2534) 33	-1.3064 (7.674) 31	-1.3841 (7.2722) 30
統計量	t 值	-0.5975	2.8162***	-2.1674**	-0.0251	0.8299
	Prob> t	0.5523	0.0065	0.0339	0.9801	0.4099
	Z 值	0.8465	2.7444***	-2.013**	-0.1477	-0.5423
	Prob> Z	0.3973	0.0061	0.0441	0.8825	0.5876

註：Group 1－成立較久、員工較多、平均年齡較高、服務年資較長及提撥率較低的公司。

Group 2－成立不久、員工較少、平均年齡較低、服務年資較短長及提撥率較高的公司。

t 值－二組樣本累積異常報酬平均數是否相等之 t 檢定值（單尾檢定）。

Z 值－二組樣本累積異常報酬中位數是否相等之 Z 檢定值（單尾檢定）。

\*\*表 5% 的顯著水準，\*\*\*表 1% 的顯著水準

<sup>14</sup> 本研究進一步以平均年齡與成立年數及提撥率混合分組時，結果與預期相符。即員工平均年齡較高的公司中，成立較久的公司所受影響大於成立較短的公司，而提撥率較低者，相較於有較高提撥率的公司，二者累積異常報酬平均數有顯著差異，提撥率低者所受不利影響較大。

<sup>15</sup> 本研究另將公司依個別特性分為二組進行累積異常報酬平均數檢定，結果與分為三組時大致相同惟較不顯著，五個變數中僅員工平均年齡變數與預期相符，其餘變數並不支持假說。

表 6 事件日 (二) 之分組檢定結果

		成立年數	員工人數	平均年齡	服務年資	提撥率	
Group 1	CAR 平均數% ( 標準差 ) % 樣本數	-1.8560 ( 5.6907 ) 26	-2.5170 ( 6.1511 ) 26	-3.9616 ( 5.8869 ) 26	-4.2886 ( 6.1184 ) 26	-3.7666 ( 8.1112 ) 24	
	CAR 平均數% ( 標準差 ) % 樣本數	-4.6285 ( 6.8169 ) 26	-5.0767 ( 6.1229 ) 26	-3.5945 ( 5.9218 ) 26	-4.6609 ( 6.4714 ) 25	-3.4926 ( 5.3589 ) 26	
	統計量	t 值	1.5920*	1.5038*	-0.2242	0.2112	-0.1397
		Prob >   t	0.1177	0.1389	0.8235	0.8336	0.8896
		Z 值	1.6929**	1.0523	-0.1921	-0.1790	-0.4369
		Prob >   z	0.0905	0.2927	0.8476	0.8579	0.6622

註：見表 5 附註

\*表 10% 顯著水準，\*\*表 5% 顯著水準

表 7 事件日 (三) 之分組檢定結果

	z	成立年數	員工人數	平均年齡	服務年資	提撥率	
Group 1	CAR 平均數% ( 標準差 ) % 樣本數	2.6790 ( 5.5305 ) 22	1.6917 ( 3.6434 ) 22	1.3436 ( 5.0068 ) 20	1.9332 ( 5.7277 ) 21	4.6654 ( 4.8118 ) 21	
	CAR 平均數% ( 標準差 ) % 樣本數	2.0695 ( 4.7864 ) 22	2.9439 ( 5.9561 ) 22	2.2328 ( 5.7536 ) 21	3.9162 ( 5.7267 ) 21	0.9334 ( 5.8134 ) 20	
	統計量	t 值	0.3909	-0.8412	-0.5268	-1.1219	2.2378**
		Prob >   t	0.6979	0.4060	0.6013	0.2686	0.031
		Z 值	0.0587	-0.4342	-0.7172	-1.1823	-2.3604
		Prob >   Z	0.9532	0.6641	0.4732	0.2371	0.0183***

註：見表 5 附註

\*\*表 5% 顯著水準，\*\*\*表 1% 顯著水準

### 三、迴歸分析

在進行複迴歸分析時，本研究以特徵值與條件數字檢視共線性問題，結果並未發現顯著共線情形。有關事件日 (一)、(二) 及 (三) 的迴歸分析結果列於表 8。

表 8 回歸分析結果與分組平均數檢定結果相似，僅部份支持假說。就前二個事件日來說，成立年數與平均年齡的係數在事件日 (一) 具有預期的方向，

且達 1% 的顯著水準，在事件日（二）的迴歸係數雖與預期不同，但不顯著。

在服務年資方面，事件日（一）的係數為正，且達 1% 的顯著水準，與預期不一致，而事件日（二）的結果卻相反，係數為負值，達 5% 的顯著水準。在提撥率變數方面，事件日（一）與事件日（二）的提撥率係數均為顯著水準 10%，前者為負，後者為正。

有關員工人數的迴歸係數，在二個事件日中皆為正值，與預期結果相反，而 *t* 統計量達到 10% 顯著水準。

在迴歸式的整體解釋能力上，二個迴歸式的調整後的  $R^2$  分別為 0.1307 及 0.0219，而 *F* 統計量則分別為 3.766 與 1.328，事件日（二）的 *F* 統計量並不顯著，事件日（一）的 *F* 統計量則達到 1% 的顯著水準。就整體而言，以事件日（一）最具解釋力，事件日（二）的整體解釋能力較弱。在殘差的自我相關檢定方面，係利用 Durbin-Watson 的 *d* 值來檢定，二個迴歸式的 *d* 值分別為 1.768 與 1.822，並無明顯的殘差自我相關問題。

表 8 回歸分析結果

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 YEAR_i + \beta_2 EM_i + \beta_3 AGE_i + \beta_4 SER_i + \beta_5 FUND_i + \varepsilon_i$$

	事件日（一）	事件日（二）	事件日（三）
變數 (預期方向)	迴歸係數 (t 值)	迴歸係數 (t 值)	迴歸係數 (t 值)
常數	19.8499 (2.450) ***	-11.5595 (-1.453) *	0.1435 (0.022)
YEAR (-)	-0.2675 (-2.463) ***	0.1321 (1.263)	0.0977 (1.052)
EM (-)	0.000408 (1.422) *	0.000393 (1.343) *	-0.004 (-1.789) **
AGE (-)	-0.6671 (-2.451) ***	0.1820 (0.683)	0.1059 (0.481)
SER (-)	1.2993 (3.288) ***	-0.6601 (-1.682) **	-0.1103 (-0.351)
FUND (+)	-0.3166 (-1.335) *	0.3640 (1.549) *	-0.4965 (-2.305) **
Adj <i>R</i> <sup>2</sup>	0.1307	0.0219	0.0719
<i>F</i>	3.766***	1.328	1.929

註：\*表 10% 顯著水準，\*\*表 5% 顯著水準，\*\*\*表 1% 的顯著水準

括號內代表迴歸係數的 *t* 檢定值（單尾檢定）。

事件日（三）則僅有員工人數與預期相同，調整後的  $R^2$  為 0.0719 而 F 統計量則為 1.929，d 值為 1.865。

本研究亦嘗試（1）將總資產變數取對數加入迴歸模式中作為控制變數；（2）將公司特性變數極端值刪除；（3）利用較短的事件期（-3 至 +3）進行分組平均數檢定及迴歸分析，結果與前述並無太大的差異<sup>16</sup>。

## 結論

本研究以退休金公報制訂過程中的三個事件日：退休金公報列入工作計劃、公報草案發佈及公報發佈為研究對象。本研究分為二部份，第一部份針對此三個事件日，利用事件研究的方法，了解公報制訂對股價之影響。第二部份則分別利用成立年數、員工人數、員工年齡、服務年資及提撥率五個變數，進行分組平均數檢定及複迴歸分析，以了解累積異常報酬與上述變數間之關聯，檢定提撥不足的公司所受到的負面影響是否較大。

在資訊內涵檢定方面，就前二個事件日看來，退休金公報的制訂，對股價有負面效應。第三個事件日出現正的異常報酬，可能是因為公報適用日期延後，對市場而言是一項有利消息。

有關公司特性的分組檢定結果顯示，員工平均年齡較高之公司，受公報之影響較大。迴歸分析結果亦僅有部份支持本研究之假說。在事件日（一）及事件日（二），成立年數與員工平均年齡大致與假說相符。而迴歸模式在服務年資及退休金提撥率上並無一致性的結論，員工人數則與預期方向相反。簡言之，員工平均年齡與成立年數似乎是提撥不足程度的較佳替代變數。

本研究雖然嘗試在退休金公報制訂過程中找出可能影響投資人預期的重要事件，惟因國內公報制訂過程並未充分公開，相關訊息為市場獲知的時點不易掌握，僅能找出相關事件初次披露於市場的時間，但仍恐有遺漏之處。此外，提撥不足程度之衡量，也因資料限制，無法找到最理想的替代變數。

<sup>16</sup> 與國外的研究比較，Gopalakrishnan 與 Sugrue (1992) 探討 SFAS No.87 的經濟後果，其實證結果並未發現受公報影響較大的公司，即負債權益比因而增加較多之公司股價有顯著的負反應。本研究和該研究不同的是，先檢測公報制訂過程重要事件的異常報酬，此部份前兩事件實證結果獲負的效應，惟在迴歸分析中，僅少部份支持假說。由於研究方法不盡相似，難作對應比較分析，然而，兩國資本市場結構與效率性不同，以及提撥不足的衡量可能有誤差，或許可部份解釋研究結果的差異。

後續研究者可嘗試以其他事件日或事件期間來研究公報所造成之市場效應。此外，亦可研究公報適用後相關退休金資訊於財務報表揭露後，資本市場的反應為何。

## 參考文獻

- 丁玉山，1977，退休金成本之會計處理，東吳大學會計研究所碩士論文。
- 王雪花，1994，股票股利與股價關聯性之研究，台灣大學會計研究所碩士論文。
- 王韶濱，1993，強制性會計方法變動與資本市場反應之研究-財務預測資訊之實證研究，台灣大學會計研究所碩士論文。
- 王錦祥，1987，退休金提撥問題之探討，東吳大學會計研究所碩士論文。
- 朱炳坤，1988，勞基法退休金有關規定對企業影響之初步探討，私立逢甲大學經濟研究所碩士論文。
- 李存修，「股票股利及現金增資之除權與股價行為：理論與實證」，台大管理論叢，第2卷第1期，1991，頁1-40.
- 於懋玲，1991，退休金費用決定因素之實證研究——以設立固定給付退休辦法之我國企業為研究對象，國立政治大學會計學研究所碩士論文。
- 馬秀如，「委屈的十八號公報再探」，會計研究月刊，第117期，1995，頁20-36。
- 財務會計準則公報第十八號，1991，「退休金會計處理準則」，中華民國會計研究發展基金會財務會計準則委員會。
- 徐景亮，1993，「我國退休金會計處理之現況與展望」，證券管理，頁13-24。
- 陳雲儀，1987，會計變動對市場股價之影響——長期投資會計變動之實證研究，政治大學會計學研究所碩士論文。
- 陳錦慧，1985，我國職工退休金制度之研究——勞動基準法之影響及其退休問題探討，逢甲大學保險研究所碩士論文。
- 
- 許鶯珍，1980，民營企業退休金管理之研究，國立政治大學會計研究所碩士論文。
- 曾季國，1986，退休金會計處理之研究，政治大學會計學研究所碩士論文。
- 黃美惠，1993，退休金計劃會計處理之研究，國立政治大學保險研究所碩士論文。

蔡桂紅，1987，我國勞動基準法退休金提撥及管理之研究，逢甲大學保險研究所碩士論文。

Fama, E. F, May 1970, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, pp. 383-417.

Gopalakrishnan, V. and T. F. Sugrue, September 1992, "Economic Consequences of Pension Policy Deliberation (SFAS No.87): An Empirical Assessment of Debt-Covenant Hypothesis," *Journal of Business Finance and Accounting*, pp.751-775.

Jensen, M. C., July-Sept. 1978, "Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency," *Journal of Financial Economics*, pp. 95-102.

Leftwich, R, March 1981, "Evidence of the Impact of Mandatory Changes in Accounting Principles on Corporate Loan Agreements", *Journal of Accounting and Economics*, pp.3-36.

Lev, B, July 1979, "The Impact of Accounting Regulation on the Stock Market: the Case of Oil and Gas Companies", *The Accounting Review*, pp. 485-503.

Ziebart, D. A. and D.H. Kim, April 1987, "An Examination of Market Reactions Associated with SFAS No.52," *The Accounting Review*, pp. 343-357.

附表 1 退休金會計處理準則制訂過程重要事件一覽表

日期	事件別	概要內容	備註
74.4.25	有關公報制訂的初次提案	財務會計準則委員會會議中，證管會代表提議將退休金會計處理公報列入 74 年工作計劃	會計師會訊 47 期 (74.05)
74.5.9		通過上述提案	同上
78.3.2	證管會委託會計基金會制訂準則，財會會將公報列入工作計劃	證管會建議會計研究發展基金會制訂退休金公報，財會會將公報正式列入工作計劃	財會會委員會會議記錄，78.06.23 財星，經濟日報 78.11.17，第六版。
80.3.21	退休金會計處理準則草案發佈	會計年度結束日在 82 年 12 月 31 日（含）之財務報表適用之	財會會第三屆第 21 次委員會會議記錄，會計研究月刊第 67 期，80.04.10
80.7.11	公聽會（一）	由財會會邀集精算協會討論草案	財會會 80.7.11 「研商如何適用財務會計準則公報第十八號公報問題」公聽會會議記錄
80.8.15	公聽會（二）	由財會會與政府相關機關討論退休金會計處理準則公報施行問題	財會會 80.8.15 「研商如何適用財務會計準則公報第十八號公報問題」公聽會會議記錄
80.9.12	公聽會（三）	與上市公司、會計師事務所及承銷商討論退休金會計處理事宜	財會會 80.9.12 「研商如何適用財務會計準則公報第十八號公報問題」公聽會會議記錄
80.12.19	發佈財務會計準則公報第十八號「退休金會計處理準則」	重大修正包括： 1.澄清既得給付及既得給付義務之主義，並增加揭露既得給付之規定。 2.增加精算現值之定義。 3.會計年度結束日在中華民國 84 年 12 月 31 日（含）以後之財務報表應適用第十八號公報，但亦得提前適用。	會計研究月刊第 77 期，81.02.10

日期	事件別	概要內容	備 註
82.4.14	(82) 台財證 (六) 第 00774 號函	為利推動十八號公報，證管會針對所有公開發行、上市公司進行全面性問卷調查	
83.6.9 、 6.23	公聽會	財會會邀集各界研商如何適用公報之相關問題	財會會公聽會會議記錄
83.7.21	(83) 台財證 (一) 第 01262 號函	證管會邀集學者專家、會計師公會、精算學會以及有關單位研商第十八號公報適用之相關問題	工商時報 83.7.10 第十版， 83.7.22 第二十五版
83.12.9 、 12.30	(83) 台財證 (六) 第 02386 號函	證管會邀集賦稅署、會計研究發展基金會、會計師公會、精算學會、上市公司及學者專家研商第十八號公報適用之相關問題	
84.1.20	(84) 台財證 (六) 第 00142 號函	證管會宣佈第十八號公報將分階段實施	
84.2.28	(84) 台財證 (六) 第 00439 號函	補充有關 (84) 台財證 (六) 第 00142 號函，已適用公報之公司，其長期投資採權益法評價之被投資公司及編製合併報表之各被合併公司，若對母公司財務報表有重大影響，應與母公司一起適用本公報。	