

修平技術學院

財務金融系

月營收資訊內涵與 營收動能策略績效之研究

指導老師：鄭雅云

姓名:鄒永聖 學號: BL96005

姓名:賴懿君 學號: BL96006

姓名:張伯銘 學號: BL96020

姓名:沈聖洋 學號: BL96022

中華民國九十九年十二月

目 錄

目錄	I
表目錄	II
圖目錄	III
誌謝	IV
摘要	V
第壹章 緒論	
1-1 研究動機與研究問題(台灣特有月營收公告制度)	1
1-2 研究目的	2
第貳章 相關文獻回顧及理論探討	
2-1 營收資訊內涵	3
2-2 動能策略相關文獻	5
第參章 研究方法	
3-1 事件研究法	8
3-2 營收動能策略	9
3-3 研究步驟	11
3-4 樣本資料分析	12
第肆章 實證結果分析	
4-1 事件研究法實證結果	13
4-2 營收動能策略實證結果	17
第伍章 結論與建議	
5-1 結論與建議	22
5-2 研究限制	24
5-3 後續研究	24
第陸章 參考文獻	25

表目錄

表 4-1	事件期之平均標準化異常報酬彙總-不同年度	13
表 4-2	事件期之平均標準化累計異常報酬(SCAR)彙總-不同年度	14
表 4-3	事件期之平均標準化累計異常報酬(SCAR)彙總-2009 年不同月份	15
表 4-4	2009 年連續三個月營收變化表(SAR)	16
表 4-5	2009 年連續三月營收變動一覽表	18
表 4-6	2010 年連續三月營收變動一覽表	19
表 4-7	營收動能報酬率_持有期 1 個月	20
表 4-8	營收動能報酬率_持有期 3 個月	21

圖目錄

圖 3-1	營收動能策略投資組合期間	10
圖 3-2	重複選取營收動能投資組合	11
圖 3-3	研究步驟	12
圖 4-1	年度平均標準化累計異常報酬走勢圖-不同年度	14
圖 4-2	年度平均標準化累計異常報酬(SCAR)走勢圖-2009 年不同月份	16
圖 4-3	2009 年連續三個月營收變化走勢圖(SCAR)	17

誌 謝

專題能夠順利完成，首先我們衷心感謝指導老師鄭雅云老師，對學生的熱忱教誨與殷切關愛，老師不厭其煩在課務及學校行政事務繁忙之際，耐心指導學生在研究的內容與操作的技巧上，不論是資料的蒐集到內容的撰寫技巧、修改與付梓，都給予適當的叮嚀與教導，才使得專題能夠在規定的時間內，順利的完成。

在此我們要感謝在專題口試這段期間，班級導師張呈徽老師、張千雲主任以及何亮君老師的諄諄教誨，並且更加感謝業界評委，張博勛襄理，與各位口試老師對本專題的意見與指導，讓我們的專題內容更為紮實、更加完善。

也要謝謝我們組長以及組員，在專題寫作的過程中的互相支持與鼓勵，以及資料上的分享和協助，使得專題報告得以更加周全，如果沒有過去的團結，就不會有今天的成果，在此由衷感謝大家的鼓勵與包容。

最後還是要對我們的指導老師鄭雅云老師，口試委員張千雲主任、何亮君老師與業界評委張博勛襄理致上最真誠的謝意。

學生：沈聖洋

鄒永聖

賴懿君

張伯銘

謹致於 民國 100 年 1 月 6

中文摘要

資訊之有用性向來為投資人及證券分析師關注的焦點，過去研究多在探討盈餘資訊是否具有資訊內涵，鮮少探討台灣獨有之月營收發佈之資訊內涵；或有則是藉由因果關係時間序列模型，觀察月營收與股價報酬之序列關聯性。本文由事件研究法檢測月營收的資訊內涵，並利用此一營收資訊，產生動能交易策略的投資組合，評估此一策略的績效，以更進一步了解營收的資訊內涵、以及投資人對此一訊息的反應。

本研究係以台灣股票市場上市公司為研究對象，研究期間涵括 2006 年至 2010 年，共計 5 年，先以事件研究法分析公司事件期(月營收宣告期間)的累積異常報酬，是否具有資訊效果，再並進一步以相關營收指標，篩選營收動能策略的投資組合，觀察投資人對於營收資訊是否存在反應不足的情況。

針對 2009 景氣復甦的一年，探討不同月份所提供的月營收資訊是否有不同的資訊內涵。結果顯示在季盈餘宣告的前一個月份，營收宣告相對於其他月份(季盈餘宣告當月、次月)更有明顯的資訊效果。進一步依照三種月營收指標進行分類，再次進行事件研究法，結果亦顯示月營收指標屬於好消息的公司，在事件期中交易將產生正的累積異常報酬；壞消息的公司則顯著的有負的累積異常報酬。

第壹章 緒論

1.1 研究動機與研究問題(台灣特有月營收公告制度)

綜觀國內外會計學者對於會計資訊內涵之研究，其研究標的多侷限於季盈餘或年盈餘與股市之關係。惟盈餘數據為一加總性項目，在其加總之過程中可能喪失某些有用的資訊。且盈餘宣告所涵蓋的期間甚長，若異常報酬之估計與盈餘宣告期間配合而採長窗期(long window)，則可能無法釐清會計資訊與其他資訊之效果；反之，若異常報酬之估計期間採短窗期(short window)，則可能因有其他會計資訊在盈餘宣告之前即已藉由其他管道外溢至市場，而使市場在盈餘宣告前即已反應，造成無法由盈餘宣告與股價報酬之關係正確反應會計資訊內涵。

就國外而言，有許多研究採長窗期，觀察股價變動與未預期盈餘之方向或幅度的關連性(association)，如 Ball & Brown (1968), Foster (1977), Beaver, Clarke, and Wright (1979), Beaver, Lambert, and Morse (1980)。亦有許多學者採短窗期，藉由異常報酬率的均值、異常報酬率之變異數或交易量等之衡量，以觀察在盈餘宣告時，股市之反應，如 Patell & Wolfson (1981), Beaver (1968)等。無論其係採長窗期抑或採短窗期之研究，均可支持盈餘可反映影響股價之因素的假說(Watts & Zimmerman, 1986)。另就國內而言，多數研究均採長窗期，觀察股價變動與未預期盈餘的關連性，唯有少數研究著重於盈餘宣告與季營收時股市反應之探討(Jegadeesh and Livnat, 2004; Ghosh, Gu and Jain, 2005; Jegadeesh and Livnat, 2006a; Jegadeesh and Livnat, 2006b)。但此類短窗期之研究，其結果多無法支持盈餘公告具有資訊內涵之假說。因台灣尚有其他會計資訊來源，其揭露時點較盈餘公告早，導致盈餘公告前，市場已獲得相關資訊並做調整。

我國證券交易法規定公開發行公司需於每月十日以前申報並公告上月份之營業額，此一法令提供市場另一獲得會計資訊的管道，且此資訊遠較季報及年報更具時效性。而此資訊來源可能是以往國內盈餘股價反應研究無法支持盈餘具資訊內涵假說的原因(劉毅馨、蔡彥卿，2006)，亦即：月營收具資訊內涵，故每當月營收公告時，股市即已對之做出反應，所以宣告時點具有較大時間落差的盈餘宣告，其能傳遞的增額資訊有限，致使市場對盈餘宣告的反應不明顯，以致無法得到盈餘具資訊內涵的結

論。月營收之宣告雖非盈餘之直接資訊，但公司收入與成本比率短期間內變化不大，所以月營收之宣告應能有效預測盈餘。

有鑑於國內特殊的交易制度，對於月營收資訊發佈的強制規定，提供了一個對於營收資訊內涵的研究環境。近年來也有許多文獻著眼於探討：以股票市場反應不足(underreaction)為研究基礎而形成的動能投資策略(momentum strategy)、以股票市場過度反應(overreaction)為基礎而形成的反向策略(contrarian strategy)，這些研究目的皆在驗證股票報酬是否具有可預測性，以及股價是否已經充分反映了所有的訊息。因此本研究藉由事件研究法檢測月營收的資訊內涵，了解股票市場對於介於各季盈餘發佈期間，公司所釋放出來的高頻率期中資訊，反應狀況為何，股票市場上的參與者是否能夠了解其資訊意涵？倘若月營收資訊果真具有資訊內涵，股票市場參與者能否確實因掌握該資訊進而獲利？Cohen, Gompers, and Vuolteenaho (2002)指出美國股票市場對現金流量訊息存在反應不足的現象，DeLong et al. (1990)也提出追求趨勢會引起股價動能(momentum)，若月營收的資訊提供投資者對公司未來現金流量的估計基礎，而股票報酬的確會受到營收所隱含的現金流量訊息所驅使，因此可連結投資人追求趨勢和股價動能間的關係，進一步分析投資人是否對這類的訊息有反應不足的情形？亦即本研究將探討下列問題：

(一)探討我國股票市場中月營收資訊的宣告效果。

(二)直接考慮以月營收發佈訊息，作為動能投資策略之決策依據時，其績效如何？是否能獲得超額報酬？藉以了解台灣股市投資人對月營收的資訊是否有過度反應或是反應不足的現象。

1.2 研究目的

(一)探討我國股票市場中月營收資訊的宣告效果。

(二)直接考慮以月營收發佈訊息，作為動能投資策略之決策依據時，其績效如何？是否能獲得超額報酬？藉以了解台灣股市投資人對月營收的資訊是否有過度反應或是反應不足的現象。

第貳章 文獻回顧與探討

2.1 營收資訊內涵

國外研究

在財務學上營收所傳遞的資訊內涵可被視為未來現金流量和盈餘的先行指標，營收可視為公司當前營運績效良窳的訊號，在股票市場上，投資人可視為對股票買進或賣出的訊號。Swaminathan and Weintrop (1991)利用 Value Line 的預測盈餘、營收與費用當作代理變數，檢測季營收與費用的資訊內涵，結果發現未預期的營收和風險調整後的報酬呈現顯著的相關，意味著營收具有資訊內涵，並會影響股價的報酬。Jegadeesh and Livnat (2006)檢驗股票報酬與季營收宣告的關係，發現有較大非預期營收(revenue surprise)的公司，會有較大的異常報酬，並證實營收宣告(post-revenue)具有資訊內涵。他們的研究中發現價格對過去的營收的反應為正相關，同時也發現分析師會擷取 6 個月的資訊並入他們對於非預期營收的預測中，使得市場產生低估的情形。

Ertimur et al. (2003)將未預期之盈餘(earnings surprise)分解成營收和費用，藉以檢驗投資者對於盈餘初步宣告時的反應，結果顯示投資者對於營收的評價會大於對費用的評價，顯示營收的確具有資訊內涵。

國內研究

相較於國外類似研究，因台灣尚有其他會計資訊來源，其揭露時點較盈餘公告早，導致盈餘公告前，市場已獲得相關資訊並做調整。江明南(2002)探討前後期為預期營收間彼此關聯的特性，並研究該特性與股票報酬率的關係，研究結果顯示民國 77 年至民國 90 年間股票上市公司前後期為預期營收間彼此相關，而相隔越多期關聯性越小；同時投資人了解此一特性並融入投資決策中。

吳幸姬、李顯儀(2006)利用向量自我迴歸(VAR)模式分別檢測台灣全體產業、製造業、服務業、電子業與金融業的上市公司之月營收變化率，是否對股價報酬具有預測的功能。實證結果發現，僅金融業的產業月營收變化率，能對其產業的股價報酬具有預測功能。研究結果隱含產業月營收的訊息是容易被投資人所預期的，使得月營收變化率無法對股價報酬產生預測的功能。

陳嘉偉(2008)擴展上述研究的方法，利用向量自我迴歸(VAR)個別檢測不同月營收指標，包括「月營收增率」、「累積年增率」、「平均營收」以及「去年同期營收成長率」等，與股價報酬關聯性，探討變數間的關係和相互影響的程度。結果則顯示出股價報酬反映在不同的月營收指標上，具有顯著的關係，隱含投資人可利用不同月營收的資訊獲取相關的報酬。

王朝正(2007)利用多元迴歸模型及 t 檢定，驗證母公司月營收及合併月營收對於股價之關係，結果顯示母公司月營收與合併月營收對於股價皆呈現正向且顯著之反應，亦即母公司月營收與合併月營收之未預期報酬皆會重大影響股價；然而，母公司月營收與合併月營收之間並無相對較佳之資訊，因此，投資人於決策時必須同時參照兩者之資訊。

除了月營收資訊與股票報酬關聯性的探討外，透過事件研究法探討盈餘資訊內涵的研究架構，也應用國內月營收資訊的相關研究上。朱建州(1999)即應用事件研究法探討機構投資人與月營收宣告的關聯性。該研究以民國 85 年 10 月至民國 87 年 10 月兩年，第二季到第四季，共積 17 個月作為研究期間，以機構投資人持股比例作為其對於上市公司關注程度之代理變數，探討其與累積異常報酬率 (CAR) 之關係。其結果顯示電子類股月營收宣告並不具有規模效應，且機構投資人於平時並無蒐集到包含於月營收中之資訊內涵。

林則江(2002)以具有相同規模、屬於相同產業與經營相同業務，但在多角化經營上有極大差異的台積電與聯電為研究樣本，應用四種實證模型-事件研究法、共整合分析、因果關係檢定與 OLS 迴歸模型，分別探討其月營收公告是否具資訊內涵、月營收與股價之長期均衡關係與彼此之因果關係，並進一步檢視、推論企業多角化（轉投資）對股價反映營收之影響。研究結果顯示，台積電與聯電其月營收金額與股價之間存在長期穩定之均衡關係，朝同一方向趨勢一致移動。在營收公告日前，呈現股價領先月營收金額的狀況，而在營收公告後 3、4 日內月營收金額與股價間則呈現回饋之因果關係。具有高轉投資比例的聯電，其月營收對股價之解釋力較台積電低，顯見企業多角化（轉投資）對股價反映營收具負面之影響。

近年來資訊宣告的資訊內涵研究(影響資訊宣告公司本身)，亦有轉而透過研究資

訊移轉效果(影響非資訊宣告公司)，國內研究包括：利浩廷(2001)探討資訊電子業月營收宣告的資訊移轉效果，結果顯示月營收資訊的宣告在整個資訊電子業、IC 製造、印刷電路板、主機板及筆記型電腦產業皆有正向的資訊移轉效果。陳國龍(民 98)以我國電子業供應鏈關聯產業，2003 年至 2007 年國內電子類股上市櫃公司為樣本進行研究，探討月營收宣告之資訊移轉現象。實證結果顯示：在電子業上下游公司間的確存在資訊移轉的現象，包括下游公司事件期的累積異常報酬、未預期盈餘對上游公司的累積異常報酬都有顯著正相關，而下游公司事件期的累積異常報酬在資訊移轉的現象較為顯著，解釋能力也較高。

過去研究大多集中在季盈餘資訊的宣告效果，藉以解釋資本市場中的各種異常現象，對於營收資訊內涵的探討，近年來雖有日漸重視的趨勢，但是對於台灣股市特有的月營收訊息，更是值得進一步研究。就現有文獻的初探，多採用長窗期的時間序列模式分析營收變數與股價報酬的互動關聯性，了解營收資訊對股價的預測能力為何；間或以事件研究法討論短窗期中，營收宣告的產業資訊移轉效果等等，然而這些研究一則其結果對於月營收解釋股價的能力並沒有一致的看法，一則並未能突顯相對於季盈餘宣告，這些較高公告頻率的月營收訊息釋放，對股價報酬是否有增額的資訊內涵，股市投資人如何看待這些介於各季報公佈的營運數字？同一季度內不同月份月營收效果是否有所差異？月營收的宣告是否強化或是削弱月份效應的股市異常現象？這些問題都值得深入推敲討論。

2.2 動能策略相關文獻

動能策略 (momentum strategy) 係以過去股價表現好壞作為投資之主要參考指標，是指當過去股價報酬率呈相對強勢狀態則買進，而呈相對弱勢狀態則加以賣出，並依此原理來模擬投資組合。

早期，在 Levy(1967)的實證研究指出，以當期之股價及前二十六週之平均股價比值(C/26A)為指標就兩百支樣本股票排序，之後再找出當期之股價與四週後股價之比(4/C)以及當期股價與二十六週後股價之比(26/C)進行排序，之後分別比較當期之股價及前二十六週之平均股價比(C/26A)與當期之股價與四週後股價之比(4/C)及當期之股價及前二十六週之平均股價比(C/26A)與當期股價與二十六週後股價之比(26/C)之排

序結果間之相關程度。若相關程度高，則認為前一段期間個別股票之相對強度(relative strength)對未來之股票相對績效有預測能力。實證結果發現過去之股價表現與未來短期股價無明顯相關。但過去的股價表現與未來二十六週之股價確實有明顯正相關(相關係數達 0.92)。C/26A 值最高之一組證券之年度累積平均報酬率達 20.1%，而所有股票之年度平均累積報酬率則為 12.8%，且在扣除手續費用後其報酬仍高於隨機選取之證券組合。

Jegadeesh and Titman(1993)以股價動能策略對市場效率進行再檢定。其結果顯示：「動能策略」在 3 至 12 個月之持有期有顯著之正報酬。但後續兩年則為負報酬，但無顯著水準。檢視輸家組合與贏家組合於季盈餘宣告前三日之報酬的結果則顯示：贏家組合有較輸家組合顯著為高的報酬，故可能是股價對於個別公司資訊反應幅度上之偏誤所致。據此策略形成的零成本投資組合在組合形成後的一年中除了第一個月外在每個月都有超額報酬，只是第一年的超額報酬在第二、三年中又吐回一半。類似地，在盈餘宣佈後的贏家組合在短期中之報酬亦明顯高過輸家組合。作者並將獲利拆解成不同來源，包括有公司規模、系統風險、領先落後關係，並檢定來源之相對重要性，結果顯示獲利成因並非由於投資策略之系統偏誤，亦非股價反應總體經濟因素變數有領先落後關係之結果。而由相對強勢投資組合的短期超額報酬及一年後報酬反轉之特性可知，一般以股價之過度反應解釋價格反轉現象或是反應不足解釋報酬之持續性其實是過於簡化之邏輯，作者認為短期內報酬之持續性是由於投資人追漲殺跌之習性導致短期短期之股價超漲超跌偏離長期合理格，或是由於股價對公司特性之資訊反應落後才是獲利原因。但是作者僅個別從過去股價或盈餘反應角度探討股價的漲跌，並未考慮到兩者之間的相互關係。

Asness(1997)以過去股價來檢測動能投資策略，發現與 Jegadeesh and Titman(1993)有相同的結論。而 Daniel, Hirshleifer, and Subrahmanyam(1998); Barberies, Shleifer, and Vishny(1998); Hong and Stein(1999)則認為由於大部份投資人對於公司個別消息持續且非理性的延遲反應，造成一些理性投資者可藉此獲得異常報酬。

因有眾多實證研究支持若隨持有期不同，而能適時調整投資策略，便可獲取超額報酬，且月營收資訊具有相當程度的資訊內涵，因此本研究將延續月營收資訊內涵的

研究結果，透過動能投資策略的投資組合進行績效分析，進一步驗證月營收資訊內涵。

黃怡姿(2009)的研究中，即試圖建構營收動能指標。該研究以台灣證券交易所上市及中華民國證券櫃檯買賣中心上櫃之普通股為研究對象，以個股標準化未預期營收(standardized unexpected sales, SUS)為建構投資策略之依據，針對1993年7月至2008年6月間，股票之每月營收及每月報酬資料進行分析。研究結果顯示，使用全部樣本之營收動能策略，可形成使投資人獲利之贏家組合及動能組合，其中以單月營收(1M)建構之動能策略，較能得到穩定且顯著大於零之平均報酬。另外，經由敏感度分析發現，市場別(上市及上櫃樣本)及產業別(電子股及非電子股樣本)皆存在動能效應，且獲利之來源主要為贏家投資組合，故動能效應對其皆不具敏感度。但若將樣本期間分割為前半段及後半段，則營收動能效應似乎會受到期間不同之影響。另外，不論將樣本分割及期間分割之動能組合之平均報酬，皆隨著持有期間(K)越長，呈現逐漸遞減的趨勢。此外，為探討動能平均報酬存在可能之因，透過Jensen's α 績效指標，發現風險似乎無法解釋為何存在營收動能效應。另外，以行為財務理論角度來看，發現投資人的反應不足是導致營收動能效應的主要原因。最後，考慮市場摩擦後，台灣股市仍存在可獲利之營收動能效應。

甯正宇(2009)即延伸傳統動能策略的概念，以三種當月營收成長率做為篩選投資組合的條件，進而形成營收動能策略(sales momentum strategy)，以確認此策略於台灣股市之有效性，並同時印證『強者恆強』與『漲時重勢、跌時重質』觀念是否適用。

該研究實證分析的結果顯示，營收動能策略於台灣股市確實具有其效果，亦即台灣股市的投資人對於營收成長率訊息普遍存在反應不足現象，且印證營收宣告存在資訊內涵。各種投資組合績效將因篩選條件與持有期不同而產生差異。其中，尤以當月營收年增率為篩選條件，所建構之營收動能策略投資組合可獲得最佳的績效表現，且獲利並非來自於承擔市場系統性風險。此外，營收動能策略投資組合之元月效應並不明顯，而『強者恆強』與『漲時重勢、跌時重質』的觀念，則的確存在一定的參考價值。本研究將延展此類的動能策略分析，納入本研究前一階段月營收宣告效果的實證結果，考量不同月份宣告的增額資訊效果，作為營收動能策略的投資組合考量指標，進行的分析探討。

第叁章 研究方法及步驟

本研究之研究期間自 2006 年~2009 年，期間橫跨次貸風暴、金融海嘯等景氣衰退的時期。營收宣告公司為台灣股市上市公司，且須在每月 1 日的前 5 日至後 8 日宣告上月月營收。

3.1 事件研究法

根據標準的事件研究法分析步驟，決定事件日(月營收宣告日)後，決定事件日及事件日前後三個交易日，共計七個交易日作為事件期。估計期以事件日前第 4 個交易日至事件日前第 123 個交易日，共 120 個交易日為估積期。本研究採 a.2006 年~2009 年年份的差異將不同年份月營收的資訊效果 b.為了減少長期下景氣循環的效果，本研究針對 2009 年度進行事件研究法探討不同月份間月營收的資訊效果 c.探討研究事件在宣佈前是否有資訊洩露或是事件日有不確性的問題而想要檢定事件期中，某兩個時間(而非某一期)平均標準化異常報酬率(CAR)或平均標準化累積異常報酬率 SCAR)是否顯著異於 0。

累積平均宣告效果之計算方法如下：

1. 各公司某日宣告效果：

平均調整模式，每一期之異常報酬率如下：

$$\text{平均調整模式：} AR_{iE} = R_{iE} - \frac{1}{T_i} \sum_{t=t_1}^{t_2} R_{it} \quad E \in W = [t_3, t_4] \quad (\text{公式 3.1})$$

$$AR_{iE} = \widehat{R}_{iE} - E(R_{iE}), \quad E \in W = [t_2, t_3] \quad (\text{公式 3.2})$$

式中

AR_{iE} ：為 i 公司在事件期 E 期之異常報酬，

R_{iE} ：為 i 公司在事件期 E 期之實際報酬，

$E(\widehat{R}_{iE})$ ：為 i 公司在事件期 E 期之預期報酬。

2. 累積平均異常報酬

$$CAR(\tau_1, \tau_2) = \sum_{E=\tau_1}^{\tau_2} AR_E = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{E=\tau_1}^{\tau_2} (AR_{iE}), [\tau_1, \tau_2] \subset [t_3, t_4] \quad (\text{公式 3.3})$$

3. 平均標準化異常報酬率

$$SAR_{iE} = \frac{AR_{iE}}{\sqrt{\hat{S}_i \left(1 + \frac{1}{T_i} + \frac{(R_{mE} - \bar{R}_{mi})^2}{\sum_{\tau=t_1}^{t_2} (R_{m\tau} - \bar{R}_{mi})^2} \right)}} \sim t(T_i - 2) \quad (\text{公式 3.4})$$

4. 平均標準化累積異常報酬率

$$SCAR(\tau_1, \tau_2) = \sum_{E=\tau_1}^{\tau_2} SAR_E \quad (\text{公式 3.5})$$

本研究針對2009年1月~12月交易股票，依據選定之月營收指標進行分組，來探討月營收資訊最明顯來選定月營收指標納入營收動能策略之組合，月營收指標包含下列：

- (1) 月營收成長率，分為兩種，正成長及負成長
- (2) 月營收成長比率分為±50%、±40%、±30%、±20%和±10%共 10 種
- (3) 月營收連續三個月月營收變化，共分為 2 組：連續三個月為正、連續三個月為負

3.2 營收動能策略

本研究預積擴展甯正宇(2009)的研究，組成動能策略投資組合。該研究投資組合建構之方式為，於每月11日，上市公司月營收全數公佈，並可自TEJ資料庫取得完整資料時，依照當月營收月增率、當月營收年增率及當月累積營收年增率等三項篩選條件，分別將所有上市公司進行排序，排序方式則區分為十等分(10%)及五等分(20%)兩種。其中，成長率排名前10%或20%的群體稱為贏家組合，排名後10%或20%的群體則稱為輸家組合。當贏、輸家組合篩選完成後，買入贏家組合，同時賣出輸家組合，即可產生一個零成本營收動能策略投資組合。

本研究使用之月報酬計算方式如下：

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (\text{公式3.6})$$

$P_{i,t}$ 代表第i股票第t月的股票價格，

$P_{i,t-1}$ 代表第i股票第t-1月的股票價格，

$R_{i,t}$ 代表第i股票第t月的月報酬。

據此，本研究則以2010年1月~7月作為策略交易期，根據以下列方法組成動能策略：

1. 每月10日，營收發佈日作為基準，作為其篩選指標。
2. 將月營收為連續三個月正成長列為贏家組合；將連續三個月負成長列為輸家組合，同時買入贏家賣出輸家為其營收動能策略。
3. 在月營收發佈日前提前持有，預測將獲得超額報酬。

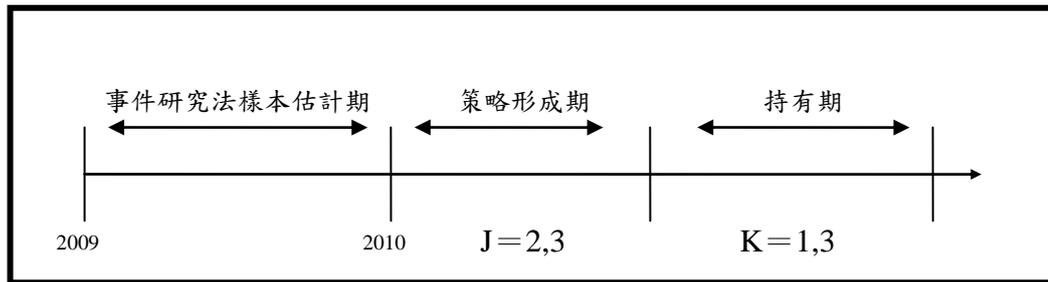


圖 3-1 營收動能策略投資組合期間

本研究利用不同的策略形成期(J)以及不同的持有期(K)形成的4組不同期間的營收動能策略，J分為2個月，3個月，K分為1個月，3個月，例如：J=2與K=1、J=3與K=1以此類推。並且操作模擬營收動能策略是否可以獲得超額報酬，而且我們重複持有樣本來計算營收動能策略組合的報酬。圖3-2為本研究重複選取營收動能投資之組合。

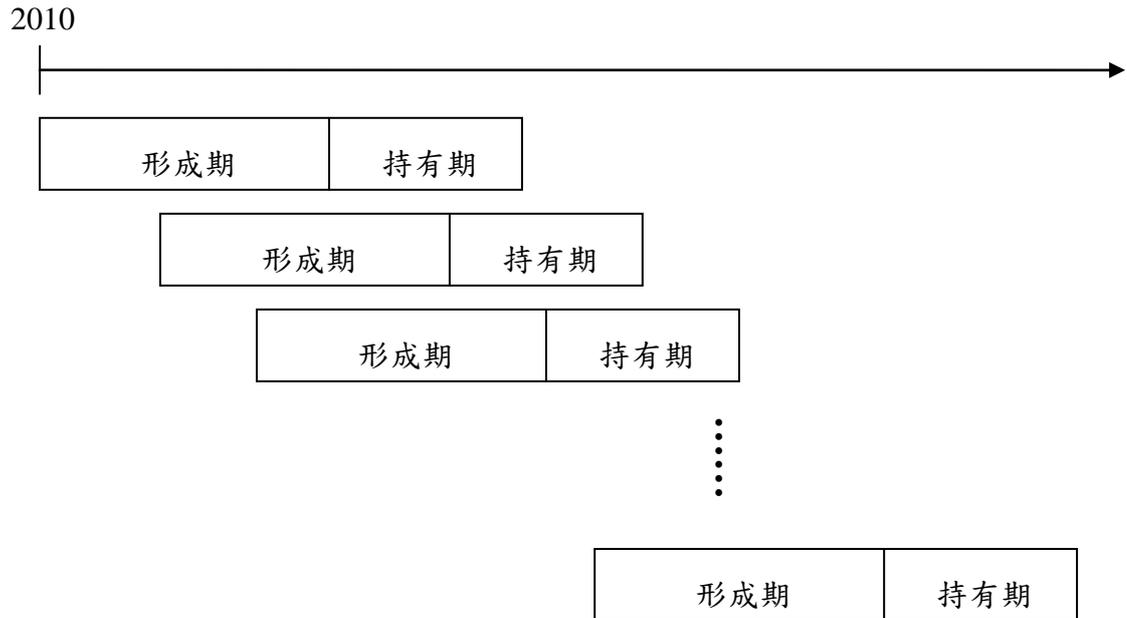


圖3-2 重複選取營收動能投資組合

3.3 樣本資料

2006~2008 年因有些資料樣本不足而不列入考量，本研究以 2009 年每月營收發佈日為基礎，在電子資料庫 TEJ 台灣經濟新報資料庫系統中擷取營收股價與報酬等資料，並去除金融業之股票，樣本不足資訊為樣本資料。

3.4 研究步驟

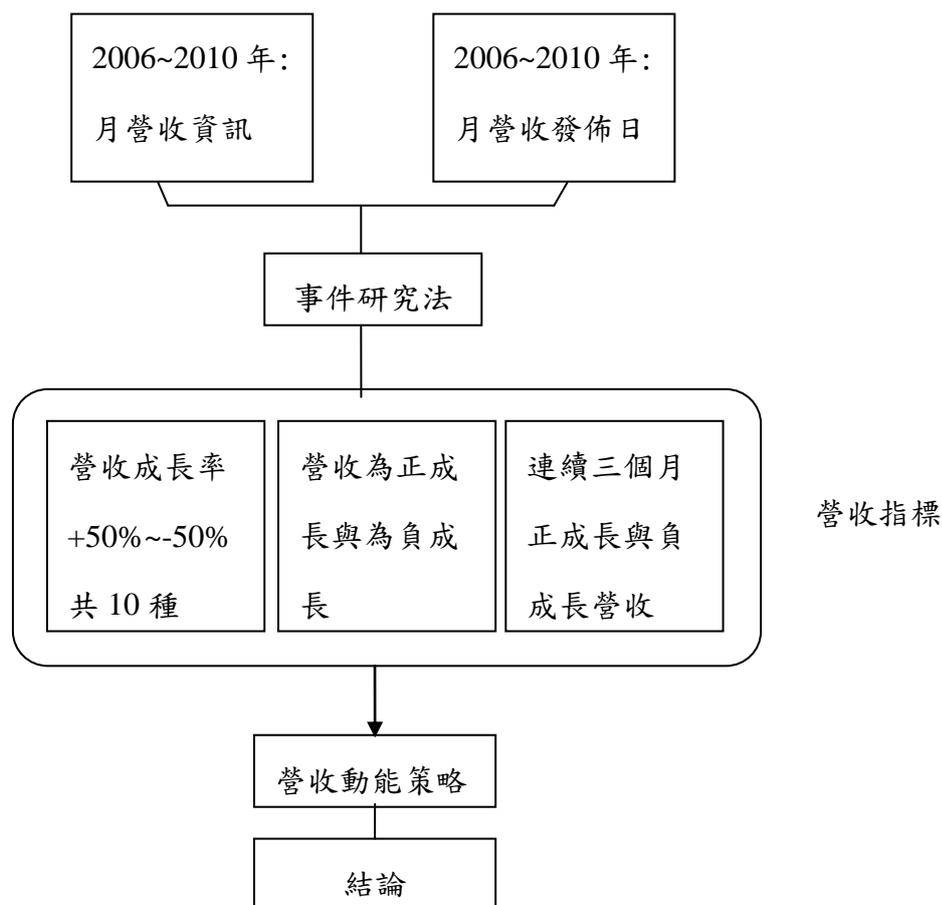


圖 3-3 研究步驟

本研究欲探討下列兩個關於台灣股市月營收資訊的議題：(1)探討我國股票市場中月營收資訊的宣告效果。(2)直接考慮以月營收發佈訊息，作為動能投資策略之決策依據時，其績效如何？是否能獲得超額報酬？藉以了解台灣股市投資人對月營收的資訊是否有過度反應或是反應不足的現象。

預期藉由事件研究法累積異常報酬的檢定，檢測月營收資訊的宣告效果，透過研究樣本的分組與設積，將分離出不同月份、距離季盈餘宣告日的遠近，所產生的資訊內涵將有所差異，研究結果一方面可以對照股市中所存在的月份效應，一方面也可以了解月營收資訊相較於季盈餘資訊存在的增額資訊價值。此外藉由營收資訊，組成營收動能策略，並檢測此一交易策略的績效，也能夠提供關於月營收具有資訊內涵的實證證據，並進一步觀察股市投資人對此一資訊的反應。

第肆章 實證結果與分析

4.1 事件研究法實證結果

表 4-1 以 2006 年~2009 年事件期之平均標準化異常報酬(SAR)彙總。觀察 2006 年，該年度 8123 筆樣本顯示，月營收平均發佈前 3 日(交易日=-3)，SAR 為-0.035，P 值為 0.0018，顯示於 1%的顯著水準下，SAR 顯著異於 0；2006 年月營收平均發佈前 1 日(交易日=-1)之 SAR 為-0.0474，P 值趨近於 0，顯示在 1%的顯著水準下，亦顯著異於 0。顯示 2006 年期間，企業發佈月營收資訊之前三天，市場即已開始提前反應。

雖然 2006 年月營收發佈當日(交易日=0)，SAR 並不顯著(SAR=0.0155；P 值為 0.1667)，但該年度之月營收平均發佈後 1 至 3 日(交易日=1、2、3)之間，SAR 在 5%的顯著水準下均顯著異於 0(SAR 分別為-0.0862、-0.0252、0.036)，顯示資訊發佈後，市場仍持續反應。

表 4-1 中顯示，2007 年~2009 年各年度事件窗口期間(交易日=-3 ~+3)，SAR 的顯著情況類似於 2006 年，在月營收宣告前 3 天市場即開始反應，反應至少持續到宣告後 3 日。特別的是此事件窗口期間異常報酬的表現，於 2006、2007 年期間，無論是宣告前或是宣告後，多呈現負值，但到了 2008、2009 年，對於月營收宣告前後，市場則多給予正向的反應。

表 4-1 事件期之平均標準化異常報酬彙總-不同年度

交易日 年度	-3	-2	-1	0	1	2	3	樣本 數
2006	-0.035 (0.0018)***	0.0104 (0.3547)	-0.0474 (0)***	0.0155 (0.1667)	-0.0862 (0)***	-0.0252 (0.0246)**	0.036 (0.0014)***	8123
2007	-0.0355 (0.0014)***	0.0208 (0.0619)*	-0.0008 (0.9393)	-0.0469 (0)***	-0.0617 (0)***	0.0097 (0.3815)	-0.0573 (0)***	8257
2008	0.0299 (0.0066)***	0.0712 (0)***	-0.0385 (0.0005)***	0.0771 (0)***	0.0447 (0)***	0.0524 (0)***	-0.075 (0)***	8472
2009	0.1096 (0)***	0.0444 (0)***	0.0222 (0.0409)**	0.0788 (0)***	0.1072 (0)***	-0.0118 (0.2773)	0.0743 (0)***	8650

註 Prob. Value 值：***表示係數值達到 1%的顯著水準下，SAR 顯著異於 0。

** 表示係數值達到 5%的顯著水準下，SAR 顯著異於 0。

* 表示係數值達到 10%的顯著水準下，SAR 顯著異於 0。

表 4-2 事件期之平均標準化累積異常報酬彙總-不同年度

交易日 年度	-3	-2	-1	0	1	2	3	樣本數
2006	-0.035 (0.0018)***	-0.0246 (0.1215)	-0.072 (0.0002)***	-0.0565 (0.0119)**	-0.1427 (0)***	-0.1679 (0)***	-0.1319 (0)***	8123
2007	-0.0355 (0.0014)***	-0.0147 (0.3496)	-0.0156 (0.4193)	-0.0625 (0.005)***	-0.1242 (0)***	-0.1144 (0)***	-0.1717 (0)***	8257
2008	0.0299 (0.0066)***	0.101 (0)***	0.0625 (0.001)***	0.1397 (0)***	0.1844 (0)***	0.2368 (0)***	0.1618 (0)***	8472
2009	0.1096 (0)***	0.1541 (0)***	0.1763 (0)***	0.2551 (0)***	0.3623 (0)***	0.3505 (0)***	0.4248 (0)***	8650

註 Prob. Value 值：***表示係數值達到 1%的顯著水準下，SCAR 顯著異於 0。

** 表示係數值達到 5%的顯著水準下，SCAR 顯著異於 0。

* 表示係數值達到 10%的顯著水準下，SCAR 顯著異於 0。

由表 4-1、4-2 中可看出 2006~2009 年間月營收宣告公司在事件期內，宣告日前三日的平均標準化累積異常報酬(SCAR)均具顯著水準，以年度來看，2006 年~2007 年月營收宣告的平均標準化累積異常報酬(SCAR)有顯著為負的效果，而 2008 年~2009 年則顯著為正的效果，從圖 4-1 年度平均標準化累積異常報酬(SCAR)走勢圖-不同年度亦可顯見此一趨勢。

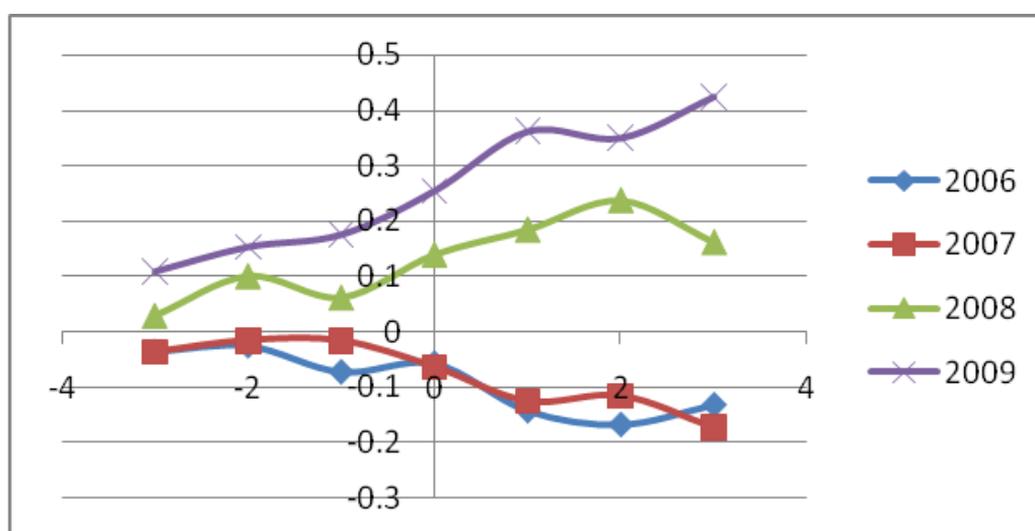


圖 4-1 年度平均標準化累積異常報酬(SCAR)走勢圖-不同年度

由圖 4-1 可看出 2006 年~2009 年景氣劇烈的波動，從 2006 年和 2007 年市場投資人對月營收資訊發佈可看出有明顯負向反應，而 2008 年和 2009 年市場投資人對月營收資訊發佈可看出有明顯的正向反應，可顯示市場對於景氣循環的敏感度也表現在

月營收資訊的反應上。

表 4-3 為 2009 年不同月份事件期之平均標準化累積異常報酬(SCAR)彙總，以 2009 當年度之各月份，每月的月營收發佈日當天(0)為準，取前三日(-3、-2、-1)至後三日(1、2、3)共七天的股價資訊為樣本，分析出各年度之平均標準化異常報酬率(SAR)及平均標準化累積異常報酬率(SCAR)檢示出事件期的 SAR 及 SCAR 是否顯著異於 0。

表 4-3 事件期之平均標準化累積異常報酬(SCAR)彙總- 2009 年不同月份

交易日 月份	-3	-2	-1	0	1	2	3	樣 本 數
01	0.2206 (0)***	0.5738 (0)***	0.8052 (0)***	1.0835 (0)***	1.2824 (0)***	1.2947 (0)***	1.6621 (0)***	713
02	0.3786 (0)***	0.6594 (0)***	1.0335 (0)***	1.4819 (0)***	1.8604 (0)***	2.135 (0)***	2.5897 (0)***	714
03	0.3682 (0)***	0.2996 (0)***	0.6552 (0)***	1.0971 (0)***	1.6288 (0)***	1.9351 (0)***	2.1206 (0)***	715
04	-0.003 (0.9362)	0.5242 (0)***	0.8702 (0)***	1.0159 (0)***	1.1078 (0)***	0.5192 (0)***	0.5066 (0)***	715
05	0.0803 (0.0335)**	-0.2719 (0)***	-1.1202 (0)***	-1.7412 (0)***	-1.9602 (0)***	-2.1688 (0)***	-2.9415 (0)***	718
06	0.172 (0)***	0.1302 (0.0147)**	0.2357 (0.0003)***	0.1968 (0.0091)***	-0.2533 (0.0027)***	-0.4389 (0)***	-0.389 (0.0001)***	719
07	-0.458 (0)***	-1.2263 (0)***	-1.5119 (0)***	-1.558 (0)***	-1.5629 (0)***	-1.5107 (0)***	-1.2199 (0)***	721
08	0.1904 (0)***	0.401 (0)***	0.4353 (0)***	0.3755 (0)***	0.3208 (0.0001)***	0.2084 (0.0236)**	0.2133 (0.0319)**	726
09	0.1817 (0)***	0.3875 (0)***	0.3036 (0)***	0.4787 (0)***	0.7129 (0)***	0.7099 (0)***	0.8728 (0)***	726
10	0.0786 (0.0363)**	0.1383 (0.0092)***	0.2568 (0.0001)***	0.3818 (0)***	0.496 (0)***	0.6393 (0)***	0.7433 (0)***	725
11	0.1584 (0.0471)**	0.2272 (0.0441)**	0.3188 (0.0211)**	0.3917 (0.0141)**	0.5063 (0.0045)***	0.4335 (0.0266)**	0.3707 (0.0792)*	728
12	-0.1494 (0.0001)***	-0.2108 (0.0001)***	-0.5021 (0)***	-0.3042 (0)***	-0.0966 (0.2493)	-0.1538 (0.0939)*	-0.2083 (0.0357)**	729

註 Prob. Value 值：***表示係數值達到 1%的顯著水準下，SCAR 顯著異於 0。

**表示係數值達到 5%的顯著水準下，SCAR 顯著異於 0。

*表示係數值達到 10%的顯著水準下，SCAR 顯著異於 0。

由表 4-3 彙整出 2009 年度較顯著的 4 個月份，從圖 4-2 顯示：

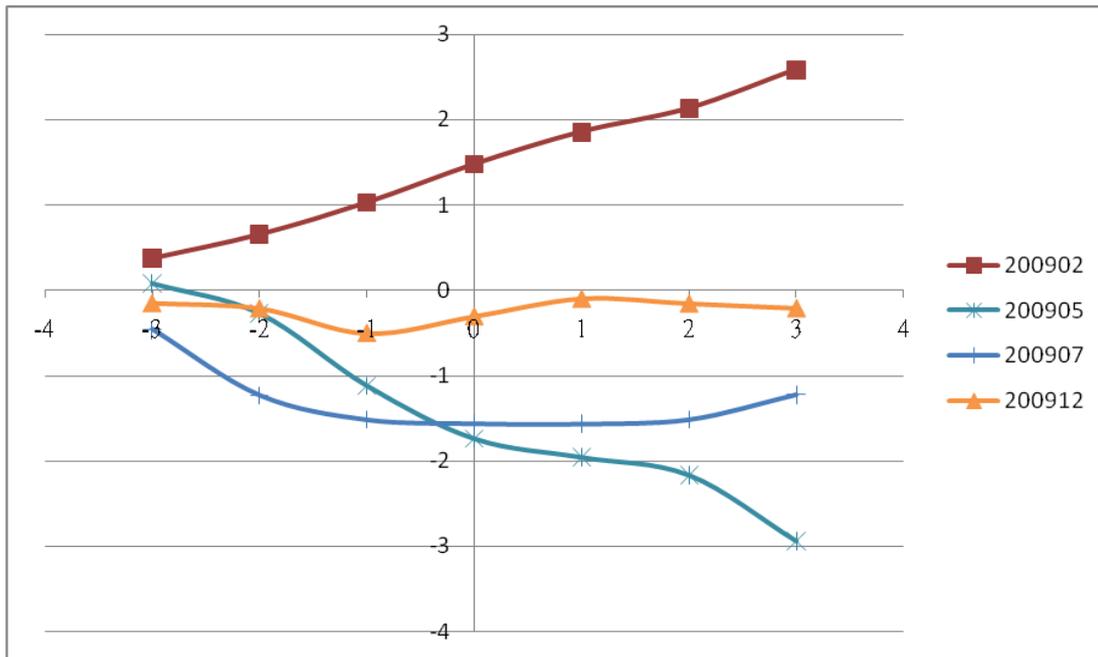


圖 4-2 年度平均標準化累積異常報酬(SCAR)走勢圖-2009 年不同月份

圖 4-2 看出較顯著的 4 個月份，投資人以月營收指標作為投資的參考指標。2009 年二月份(發佈日為三月份)，在沒有季報表、半年報表以及年報表可參考的情況下，月營收發佈就顯的很具參考價值；相對的 2009 年五月份離季報發佈只差了一個月或許對投資人的影響並不大；2009 年七月份(發佈日為八月份)發佈月營收資訊與半年報相近(八月底發佈)，投資人對月營收資訊並不會有太大的影響，只會關心半年報的表現。

除了分析各月份外，本文還研究了營收成長是否影響其效果，故將 2009 年之營收分為連續三個月營收正成長、負成長，探討其效果是否顯著。

表 4-4 2009 年連續三個月營收變化表(SAR)

交易日 \ 投資組合	-3	-2	-1	0	1	2	3
連三月營收正成長	-0.0828 (0)***	-0.0626 (0)***	-0.0042 (0.7875)	0.1371 (0)***	0.1576 (0)***	0.0165 (0.2833)	0.1171 (0)***
連三月營收負成長	0.0683 (0)***	-0.0169 (0.3118)	-0.0319 (0.0569)*	0.006 (0.7209)	-0.0133 (0.4276)	-0.0691 (0)***	0.0259 (0.1218)

註：***表示係數值達到 1% 的顯著水準下，SAR 顯著異於 0。

** 表示係數值達到 5% 的顯著水準下，SAR 顯著異於 0。

* 表示係數值達到 10% 的顯著水準下，SAR 顯著異於 0。

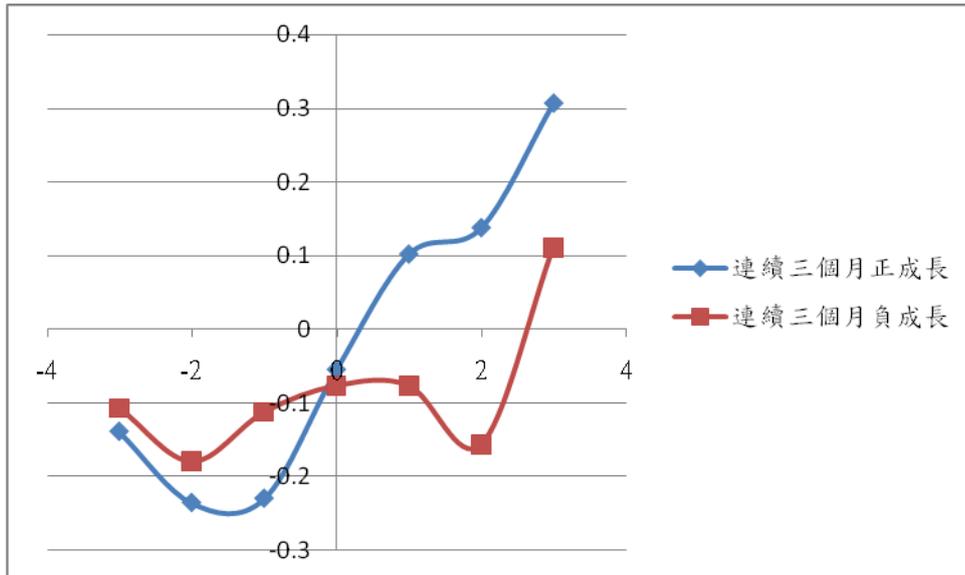


圖 4-3 2009 年連續三個月營收變化走勢圖(SAR)

表 4-4 顯示，2009 年期間，無論是好消息(連續三個月營收正成長)，或是壞消息(連續三個月營收負成長)的組別，在月營收發佈日之前三天就有資訊內涵產生(SAR 顯著異於 0)。特別的是，對於宣告好消息的公司，在月營收發佈日之前，市場預先反應的情況多為負面的反應(-3~-2 前兩個交易日之 SAR 分別為:-0.828、-0.626)，而至營收宣告日之後，市場上才逐日呈現正向的反應(交易日=0, 1 之 SAR 分別為 0.1371、0.1576，在 1% 下均顯著異於零)。

月營收的資訊效果也可以由圖 4-3 的標準化累積異常報酬圖形顯示。圖中連續三個月負成長的公司，宣告月營收的壞消息之後 3 天，累積異常報酬呈現非負的清況，顯見 2009 年景氣復甦其間，市場對於整體經濟狀仍然抱持正向看法，對於月營收連續三個月負成長的公司，可能有過度反應的現象。

4.2 營收動能策略實證結果

第一階段，根據事件研究法的實證結果，本研究發現樣本期間(2009 年)月營收資訊具有資訊內涵，可以預測採月營收動能策略將能獲得超額報酬，並且以 2009 年連續三個月營收變化作為指標，進行觀察。

表 4-5 2009 年 連續三月營收變動一覽表

營收成長狀況		2009 年月份									
		Panel A 3~7 月									
		3		4		5		6		7	
(連續)	(次月)	家數	比率	家數	比率	家數	比率	家數	比率	家數	比率
++	+	46	42.20%	78	78.79%	72	12.08%	83	14.55%	83	60.14%
++	-	63	57.80%	21	21.21%	27	4.53%	55	4.73%	55	39.86%
--	+	17	3.79%	69	14.17%	41	8.25%	30	6.76%	18	4.41%
--	-	431	96.21%	418	85.83%	456	91.75%	414	93.24%	390	95.59%

營收成長狀況		2009 年月份									
		Panel B 8~12 月									
		8		9		10		11		12	
(連續)	(次月)	家數	比率	家數	比率	家數	比率	家數	比率	家數	比率
++	+	114	73.55%	129	72.88%	149	75.63%	207	70.41%	265	64.48%
++	-	41	26.45%	48	27.12%	48	24.37%	87	29.59%	146	35.52%
--	+	46	11.27%	31	8.68%	46	12.37%	27	14.06%	20	16.39%
--	-	362	88.73%	326	91.32%	326	87.63%	165	85.49%	102	83.61%

由表 4-5 以看出，在連續兩個月為正(++), 第三個月也為正(+++)的比率約為 56.47%(加總之平均); 在連續兩個月為負(--), 第三個月也為負(---)的比率約 89.94%(加總之平均), 從此得知在月營收發佈日前提前持有, 也有超額報酬的可能, 故本研究將以月營收發佈日當天(均以每月 10 日處理)進行策略交易, 及每月 1 日提前進行策略交易來作為研究主軸。

為驗證此樣本營收數字的資訊內涵, 本研究第二階段實證將自模擬期間(2010 年上半年), 根據月營收的相關指標, 作為投資模擬的交易策略, 進行營收動能策略的實證分析。

表 4-6 2010 年 連續三月營收變動一覽表

營收成長狀況 (連續) (次月)		2010 年月份									
		3		4		5		6		7	
		家數	比率	家數	比率	家數	比率	家數	比率	家數	比率
++	+	408	94.23%	410	80.08%	472	90.60%	458	93.47%	434	94.14%
++	-	25	5.77%	102	19.92%	49	9.40%	32	6.53%	27	5.86%
--	+	57	60.00%	15	19.74%	21	27.63%	26	30.23%	43	40.19%
--	-	38	40.00%	61	80.26%	55	72.37%	60	69.77%	64	59.81%

資料來源:本研究整理

本研究所採取的營收動能投資組合策略的形成方式為：以 2010/01 為起點，將每家公司前幾個月月營收宣告期間作為形成期(J=2、3，表示形成期為前 2 個月、前 3 個月)，以當月宣告的月營收增加率，作為本階段營收動能策略的選股指標，而持有期以形成期之後數個月(K=1、3，表示投資組合形成後持有 1 個月、或是持有 3 個月)來觀察報酬率之交易策略。

由表 4-6 可以看出，在連續兩個月為正(++)，第三個月也為正(+++)的比率約為 90%(加總之平均)；在連續兩個月為負(--)，第三個月也為負(---)的比率約 64%(加總之平均)，從此得知在月營收發佈日前提前持有，也有超額報酬的可能，故本研究將以月營收發佈日當天(均以每月 10 日處理)進行策略交易，及每月 1 日提前進行策略交易來作為研究主軸。

依據本研究第一階段事件研究法所得到之結論，有以下三種月營收指標具有資訊內涵：

- (1) 營收成長率分為兩組，正成長以及負成長
- (2) 月營收成長比率分為±50%、±40%、±30%、±20%和±10%共 10 組
- (3) 連續三個月月營收變化，共分為兩組：連續三個月正成長，連續三個月負成長

其中以(3)資訊效果最明顯，所以選擇其指標為基準，計算虛擬交易的投資組合報酬比較各交易策略績效。

首先，將 2010 年 1 月~3 月營收宣告發佈連續三個月正成長的股票，納入贏家組合；反之連續三個月負成長的股票，納入輸家組合。

我們的營收動能策略為同時持有贏家組合以及輸家組合，持有一段時間後將其平倉，計算其報酬率，是否能夠獲得超額報酬，首先從持有期一個月的資料來觀察，資料彙整如下：

表 4-7 營收動能報酬率_持有期：1 個月

Panel A. 形成期：3 個月			
交易時點	4 月	5 月	6 月
買入贏家 (股數)	-4.475% (401)	-6.424% (402)	6.441% (463)
賣出輸家 (股數)	9.382% (35)	6.033% (59)	-4.231% (53)
營收動能策略 大盤	4.907% -5.58%	-0.391% -6.30%	2.21% 6.37%
Panel B. 形成期：2 個月			
交易時點	4 月	5 月	6 月
買入贏家 (股數)	1.301% (400)	-8.593% (401)	-0.004% (466)
賣出輸家 (股數)	1.728% (35)	10.094% (59)	1.012% (53)
營收動能策略 大盤	3.029% -0.76%	1.501% -8.34%	1.008% -0.48%

資料來源:本研究整理

從表 4-7 可看出：

在 4 月 10 日買入贏家組合共 401 檔股票，持有一個月後平倉，其報酬率為 -4.475%，並且同時賣出輸家組合共 35 檔股票，持有一個月後平倉，其報酬率為 9.382%。其營收動能策略報酬率為 4.907% 優於大盤。由此可以看出我們的營收動能策略將能獲得超額報酬。

觀察完持有期 1 個月的表現後，我們將持有期間拉長至 3 個月，為本研究之營收動能策略，計算其平均月報酬率總和。並且比較持有期 1 個月以及持有期 3 個月的營收動能策略報酬率之差別，將持有期 3 個月的資料彙整如下：

表 4-8 營收動能報酬率_持有期：3 個月

Panel A. 形成期：3 個月						
交易時間	4 月		5 月		6 月	
	持有期間 報酬率	平均月報 酬率	持有期間 報酬率	平均月報 酬率	持有期間 報酬率	平均月報 酬率
買入贏家 (股數)	-5.077% (401)	-1.692%	3.191% (402)	1.064%	11.080% (463)	3.693%
賣出輸家 (股數)	7.783% (35)	2.594%	-3.681% (59)	-1.227%	-3.312% (53)	-1.104%
營收動能策略 大盤		0.902% -1.860%		-0.163% -2.100%		2.589% 2.123%

Panel B. 形成期：2 個月						
交易時間	4 月		5 月		6 月	
	持有期間 報酬率	平均月報 酬率	持有期間 報酬率	平均月報 酬率	持有期間 報酬率	平均月報 酬率
買入贏家 (股數)	-7.372% (400)	-2.457%	-0.503% (401)	-0.168%	5.727% (466)	1.909%
賣出輸家 (股數)	9.518% (35)	3.173%	2.775% (59)	0.925%	-1.069% (53)	-0.356%
營收動能策略 大盤		0.716% -2.927%		0.757% 2.847%		1.553% 1.903%

資料來源:本研究整理

從表 4-8 可看出:

在 4 月 10 日買入贏家組合共 401 檔股票，持有三個月後平倉，其報酬率為 -5.077%，平均每個月的報酬率為 -1.692%；持有三個月後平倉，其報酬率為 7.783%，平均每個月的報酬率為 2.594%，而營收動能策略報酬率為 0.902% 優於大盤。由此可以看出我們的營收動能策略將能獲得超額報酬。

由持有期 1 個月(表 4-8)及持有期 3 個月(表 4-9)觀察到一個共同點，Panel A 顯示 3 個月形成期的營收動能策略雖然無法完全的獲得正超額報酬，但就其整體來看優於大盤；Panel B 中 2 個月形成期組成的營收動能策略都優於大盤，但整體報酬率卻沒有 Panel A 中 3 個月形成期來的高。整體看來，2 個月形成期，並沒有比 3 個月形成期獲得較好的超額報酬，也就是說，以連續營收正成長、負成長的營收指標進行動能策略時，提前持有的績效並不突出。

第五章 結論與建議

5.1 結論與建議

月營收資訊為台灣特有之強制性揭露規定，依證券交易法第三十六條的規定，各上市公司須於每月十日前，公告並申報上月份營運情形，可見證期局對月營收資訊的公告亦很重視。而在投資者使用公司發佈的財務資訊中，以月營收資訊最具有即時性，藉由分析公司發佈的月營收資訊，投資大眾不但可得知此公司的營運狀況，更可以藉此推測盈餘的數字。因此，本研究探討月營收宣告是否具有資訊內涵。本研究係以台灣股票市場上市公司為研究對象，研究期間涵括 2006 年至 2010 年，共計 5 年，先以事件研究法分析公司事件期(月營收宣告期間)的累積異常報酬，是否具有資訊效果，再並進一步以相關營收指標，篩選營收動能策略的投資組合，觀察投資人對於營收資訊是否存在反應不足的情況。

事件研究結果顯示，在整體而言 2006、2007 年市場投資人對月營收資訊發佈，予以負向的反應；而 2008、2009 年市場投資人對公司月營收資訊發佈，則有正向的反應，顯示市場對於景氣循環的敏感度也表現在月營收資訊的反應上。針對 2009 景氣復甦的一年，探討不同月份所提供的月營收資訊是否有不同的資訊內涵。結果顯示在季盈餘宣告的前一個月份，營收宣告相對於其他月份(季盈餘宣告當月、次月)更有明顯的資訊效果。進一步依照三種月營收指標進行分類，再次進行事件研究法，結果亦顯示月營收指標屬於好消息的公司，在事件期中交易將產生正的累積異常報酬；壞消息的公司則顯著的有負的累積異常報酬。

Chordia and Shivakumar(2002)以理性預期觀點分析，認為景氣循環可能是動能報酬產生的主要原因，其研究指出動能策略僅適用於景氣擴張期。本研究據此將 2009 年後景氣復甦時期納為主要的研究期間，進行進一步的營收動能策略分析，研究結果亦顯示在景氣復甦時期具有營收動能報酬的現象。

Jegadeesh and Titman (1993) 提出動能策略，並進行實證研究，提出解釋說明實證結果異常報酬的現象，並非因為系統風險或股價對一般因素的延遲反映，而是投資人對公司特有資訊延遲反應造成，也就是短期間投資人對公司特有資訊反應不足，但

長期又過度反應所呈現的結果。Chan, Jegadeesh and Lakonishok (1996)則認為動能策略獲利的來源來自於投資人對公司盈餘資訊與總體經濟資訊兩者總合的反應不足，所以藉由範圍較小的盈餘資訊來探查投資人反應不足的效果。其研究結果顯示，相較於以過去報酬率為基礎組成的(價格)動能策略，以其他三種營於指標組成的盈餘動能策略，僅能獲取較低的報酬率。這說明了以盈餘為基礎的動能策略的確足以獲取報酬，投資人對於盈餘資訊也會有反應不足的情況，盈餘動能解釋了部分(價格)動能的現象。

行為財務學派就反應不足的解釋是，動能策略產生異常報酬是因為投資者對於資訊的解讀存在偏誤所造成，當市場有新的訊息時，投資者在短期內會延遲反應資訊，證券的價格無法及時且完全的反應到期應有的價值，進而使股價經一段時間的無不反應調整後，才達到其基本的價值，因此會出現強者恆強，弱者恆弱的情況，造成異常報酬的存在。本研究為了探討營收動能策略，了解在季盈餘資訊之外，每月發佈的月營收訊息，是否足以提供給投資人有所參考價值，實證步驟雖未能完全複製 Jegadeesh and Titman (1993)與 Chan, Jegadeesh and Lakonishok (1996)的實證步驟，依序建立重複篩選投資組合，然在月營收指標篩選下的投資組合的簡單平均報酬，也能獲得超越大盤的績效。此一結果亦能呈現投資人對於月營收資訊反應不足的現象，營收動能或能提供(價格)動能的部分解釋。本研究結果對月營收動能策略績效之初探，結果與黃怡姿(2009)、甯正宇(2009)的實證結果一致，顯示以單月營收建構之動能策略，較能得到穩定且顯著較佳之報酬，亦即台灣股市的投資人對於營收成長率訊息普遍存在反應不足現象。

本研究兩階段的研究結果發現月營收的確具有資訊內涵，上市櫃公司目前每月都要公佈上月營收數字，投資人可以不用等到季報出爐，即可取得足以據以預測盈餘的資訊，因為比季報更具有時效性，因此就監管單位而言，維持每月公告不用驗證的營收數字的政策，確有其必要，但仍然要注意其資訊品質的好壞，以保障投資人。

5.2 研究限制

本研究探討月營收的資訊內涵，為了避免資訊叢聚的效果，不假設每月 10 日為事件日，而蒐集所有公司的實際營收發佈日，進行事件研究分析，是本研究與其他少數探討台灣月營收資訊效果之相關研究的主要突破之處。為了控制景氣循環的效果，本研究並無法取得長時間的足夠資料，僅能大致區分不同時期，分析景氣復甦時期的月營收資訊內涵，觀察月營收動能策略的投資績效。未能有足夠的樣本數量進行績效的統積檢定，實為本研究的限制。

5.3 後續研究

然未來研究實可進一步審慎規劃，拉長研究期間，納入景氣循環的控制變數、納入次一季盈餘宣告相對月份數的延就變數，蒐集足夠的研究樣本數，進行迴歸分析，探討月營收宣高之資訊內涵的主要成因；在營收動能策略的績效探討上，也能夠完整複製過去主要研究的投資組合形成方法，考量持有成本的限制，組成零和的投資組合，以區辨出月營收動能策略足以解釋(價格)動能策略的程度。

第陸章 參考文獻

一、中文文獻

- 1.朱建州(1999)，機構投資人與月營收資訊內涵之關聯性研究—以台灣股市為例，國立中正大學會計學研究所未出版碩士論文。
- 2.利浩廷(2001)，月營收宣告資訊移轉效果之研究—以資訊電子業為例，國立政治大學會積學研究所未出版碩士論文。
- 3.江明南(2002)，前後期末預期月營收關連性之探討，國立台灣大學會積學研究所未出版碩士論文。
- 4.林則江(2002)，企業多角化對股價反映營收之影響：台積電與聯電之實證研究，國立成功大學會積學研究所未出版碩士論文。
- 5.吳幸姬、李顯儀(2006)，產業月營收變化與股價報酬的關聯性之研究，管理科學研究 vol.3,No.2, 第 61-74 頁。
- 6.陳嘉偉(2008)，不同月營收的指標與股價報酬之關聯性，國立高雄第一科技大學財務管理所未出版碩士論文。
- 7.劉毅馨、蔡彥卿(2006)，月營收宣告期間私有資訊之探究，管理與系統第 13 卷第 1 期，第 47-76 頁。
- 8.王朝正(2007)，母公司月營收與合併月營收之資訊內涵與盈餘預測能力之比較，國立台北大學會積學研究所未出版碩士論文。
- 9.陳國龍(2009)，關聯產業月營收宣告之資訊移轉研究—以電子業供應鏈為例，南台科技大學會積學研究所未出版碩士論文。
- 10.黃怡姿(2009)，營收動能策略：以台灣股市為例，淡江大學財務金融學系未出版碩士論文。
- 11.甯正宇(2009)，台灣股市營收動能策略之實證研究，國立政治大學經營管理碩士學程(EMBA)未出版碩士論文。

二、英文文獻

1. Asness, C., 1997. The interaction of value and momentum strategies. *Financial Analysts Journal* 53, 29-36.
2. Ball, R. and Brown, P., 1968, An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, Vol.6, Autumn, pp. 159-178.
3. Beaver, W. H., 1968, "The Information Content of Annual Earnings Announcements," *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.
4. Beaver, W., R. Clarke, and W. Wright, (1979), "The Association Between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors," *Journal of Accounting Research*, pp.316-340
5. Beaver, W. H., Lambert, R. A., & Morse, D. 1980. The information content of annual.
6. Daniel, K., D. Hirshleifer, and A. Subrahmanyam, 1998, Investor psychology and security market under- and overreactions, *Journal of Finance* 56, 921-965.
7. Ertimur, Y., J. Livnat, and M. Martikainen (2003) "Differential market reactions to revenue and expense surprises." *Review of Accounting Studies*, 8(2-3), 185-211.
8. Foster, G. 1977. Quarterly Accounting Date: time-series properties and predictive-ability results. *The Accounting Review* 52:1-21.
9. Ghosh, A., Z. Gu, and P. Jain. 2005. Sustained Earnings and Revenue Growth, Earnings Quality, and Earnings Response Coefficients. *Review of Accounting Studies* 10 (1): 33-57.
10. Hong, Harrison, and Jeremy C. Stein, 1999, A unified theory of underreaction, momentum trading, and overreaction in asset markets, *The Journal of Finance* 54, 2143-2184.
11. Jegadeesh, N., and Titman, S., 1993. Returns to buying winners and selling losers: Implications for market efficiency. *Journal of Finance*, 48, 65-91.
12. Jegadeesh, N., and J. Livnat. 2004. "Revenue surprises and stock returns." Working Paper.
13. Jegadeesh, N. and J. Livnat (2006a) "Post-earnings-announcement drift: The role of revenue surprises," *Financial Analysts Journal*, 62(2), 22-34.
14. Jegadeesh, N. and J. Livnat (2006b) "Revenue surprises and stock returns," *Journal of Accounting and Economics*, 41(1), 147-171.
15. Levy, Robert A., "Random Walks : Reality or Myth", *Financial Analysts Journal*, Vol.23, 1967, Nov - Dec, p 69-77.
16. Patell, J. M. and M.A. Wolfson (1981) The ex ante and ex post price effects of quarterly earnings announcements reflected in option and stock prices. *Journal of Accounting Research* 19, 434-458.
17. Swaminathan, S., and J. Weintrop. 1991. The Information Content of

Earnings, Revenues, and Expenses, Journal of Accounting Research,
(Autumn):418-427.

18. Watts. R.L. & Zimmerman. J.L., (1986), Positive Accounting Theory, Prentice-Hall,
London.