

南華大學管理學院財務金融學系財務管理碩士班

碩士論文

Master Program in Financial Management

Department of Finance

College of Management

Nanhua University

Master Thesis

探討影響公司營收宣告後股價報酬持續性的因素：

投資人情緒和動能策略的角色

Factors Influencing Stock Returns Persistence after Company's

Revenue Announcement: The Role of Investor Sentiment and

Momentum Strategy

林淑禎

Shu-Chen Lin

指導教授：陳昇鴻 博士

張瑞真 博士

Advisor: Sheng-Hung Chen, Ph.D.

Jui-Chen Chang, Ph.D.

中華民國 108 年 6 月

June 2019

南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

探討影響公司營收宣告後股價報酬持續性的因素：

投資人情緒和動能策略的角色

**Factors Influencing Stock Returns Persistence after Company's
Revenue Announcement: The Role of Investor Sentiment and
Momentum Strategy**

研究生：林泳禎

經考試合格特此證明

口試委員：費心怡

陳昇鴻

白宗民

指導教授：陳昇鴻
張瑞真

系主任(所長)：邱永宏

口試日期：中華民國 108 年 5 月 12 日

謝辭

蟬聲還沒響起前，鳳凰花已經等不及的開了，而夏季午後的一場雨或能稍解躁熱的天氣。在這樣的溫度這樣的時候，我們也已經為畢業這件事展開序曲。

兩年前的這個時候，還在猶豫是否有時間和能力進入南華財管所？現在卻已經著手寫下謝辭。在寫謝辭的此刻，心中充滿感謝。首先要感謝的是兩年來一直耐心指導我的陳昇鴻老師，論文從開始到最後得以完成，昇鴻老師是最大的推手。每次討論時的提點和解惑，總讓我茅塞頓開，受益良多。此外，還要感謝兩年來在財管所的師長們，廖永熙教授、白宗民教授、張瑞真教授、賴丞坡教授、吳依正教授和李怡慧教授，謝謝您們對學生在專業知識上的教導，因為您們的無私，學生才能充實財經知識的基礎。在此同時也要感謝口試委員白宗民教授、黃心怡教授與陳昇鴻教授細心的審閱論文並提出專業的意見，學生的論文因此可以有進足之處。

接著，要感謝論文小組的好友金能和惠蘭賢伉儷還有珍瓊，兩年來彼此提攜，互相鼓勵，才能一次一次完成學習功課，也才能堅持到論文完成的此刻。另要感謝這兩年有緣分一起走在學習路上的洪羽、美娟、宗祐、阿宗、彥廷、天穎、心宜、承駿、妙玫和姿吟，無論是大家在課堂裡分享的知識，成熟或不成熟的討論，還有生活裡的相互關心，都增添了我在財管所裡學習的美好回憶。

最後，更要謝謝我親愛的家人，特別是溫暖的老公承擔了好多事，還有和媽媽同時努力著的三個孩子，深夜裡的你們，在那一頭寫著專題也沒忘了為媽媽鼓勵，準備著學測也沒忘了替媽媽喊聲加油，提醒我不要太晚睡，有你們的支持，我才能如願的完成這次的學習，謝謝你們。

研究生 林淑禎 謹致
中華民國一百零八年六月

南華大學財務金融學系財務管理碩士班

107 學年度第 2 學期碩士論文摘要

論文題目：探討影響公司營收宣告後股價報酬持續性的因素：
投資人情緒和動能策略的角色

研究生：林淑禎

指導教授：陳昇鴻 博士

張瑞真 博士

中文摘要

本論文以 2013 年 2 月到 2018 年 11 月台灣證券交易所上市普通股為研究對象，以事件法計算公司月營收宣告後的股價異常報酬率，實證探討投資人情緒及動能投資策略對上市公司營收宣告後累積報酬率的影響。主要的研究發現為：第一，投資人情緒對公司月營收宣告後股價報酬表現出顯著且持續性的影響性；第二，投資人情緒的高低狀態對月營收宣告後股價報酬表現出顯著且持續性的影響性；第三，短期的動能策略對公司月營收宣告後股價報酬存在顯著的影響。

關鍵詞：營收宣告、投資者情緒、動能策略、股價報酬持續性

Title of Thesis : Factors Influencing Stock Returns Persistence after
Company's Revenue Announcement: The Role of Investor Sentiment and
Momentum Strategy

Name of Institute: Master Program in Financial Management, Department of Finance,
Nanhua University

Graduate date: June 2019

Degree Conferred: M.S.

Name of student: Shu-Chen Lin

Advisor: Sheng-Hung Chen, Ph.D.
Jui-Chen Chang, Ph.D.

Abstract

This thesis focuses on the common stocks listed on the Taiwan Stock Exchange from February 2013 to November 2018, and uses the event study method to calculate the abnormal returns of the stock post the company's monthly revenues announcement, and empirically investigates the impacts of investor's sentiment and momentum investment strategy for the returns persistence. The main findings are as follows: First, the investor's sentiment has a significant and maintains impacts on the stock price persistence after the revenues announcement. Second, the investor's sentiment level shows the stock returns persistence after the revenue announcement. Third, the short-term momentum strategy has a significant impact on returns persistence post revenues announcement.

Keywords: Investor Sentiment, Post Revenue Announcement Drift, Stock Returns Persistence, Momentum Strategy

目錄

謝辭.....	i
中文摘要.....	ii
Abstract.....	iii
目錄.....	iv
圖目錄.....	vi
表目錄.....	ix
第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機.....	1
第二節 研究目的.....	5
第二章文獻探討.....	7
第一節 投資人情緒的相關文獻分析整理.....	7
第二節 動能策略的相關文獻分析整理.....	12
第三章研究方法.....	15
第一節 研究期間樣本選取和資料來源.....	15
第二節 研究設計.....	16
第四章實證結果和分析.....	21
第一節 樣本的敘述統計.....	21

第二節 情緒指標分析.....	23
第三節 不同的投資人情緒在營收宣告後的累積異常報酬.....	29
第四節 在不同的投資人情緒以動能報酬高低所形成的投資 組合分析營收宣告後的累積異常報酬率.....	53
第五節 迴歸的實證分析.....	69
第五章結論與建議.....	77
參考文獻.....	80
一、中文文獻.....	80
二、英文文獻.....	82
附錄一.....	86
一、不同產業代表的個別公司 AR、CAR 和 SAR、SCAR 圖.....	86

圖目錄

圖 1-1、台灣股票市場中投資人類別交易比重的時間趨勢變化.....	2
圖 1-2、研究流程.....	6
圖 3-1、實證模型流程圖.....	15
圖 4-1、個別公司股票報酬.....	23
圖 4-2、個別公司交易量.....	24
圖 4-3、個別公司心理線不同年度於季別下的離散程度.....	24
圖 4-4、風險偏好指數.....	25
圖 4-5、台灣痛苦指數圖.....	25
圖 4-6、台灣消費者信心指數圖.....	26
圖 4-7、消費者信心-未來投資時機指數.....	26
圖 4-8、台灣 OTC 股價指數日報酬率(%).....	27
圖 4-9、台灣發行人加權股價指數報酬報酬率(%).....	27
圖 4-10、整合性投資人情緒代表指標(SI)指數.....	28
圖 4-11、不同的投資人情緒在月營收金額高低分成 5 組投資組合的 累積異常報酬率.....	31
圖 4-12、不同的投資人情緒在月營收金額高低分成 10 組投資組合的 累積異常報酬率.....	34

圖 4-13、不同的投資人情緒在月營收成長率高低分成 5 組投資組合的累積異常報酬率.....	37
圖 4-14、不同的投資人情緒在月營收成長率高低分成 10 組投資組合的累積異常報酬率.....	40
圖 4-15、不同的投資人情緒在月營收 SUE(一年平均數)高低分成 5 組投資組合的累積異常報酬率.....	43
圖 4-16、不同的投資人情緒在月營收 SUE(一年平均數)高低分成 10 組投資組合的累積異常報酬率.....	46
圖 4-17、不同的投資人情緒在月營收 SUE(二年平均數)高低分成 5 組投資組合的累積異常報酬率.....	48
圖 4-18、不同的投資人情緒在月營收 SUE(二年平均數)高低分成 10 組投資組合的累積異常報酬率.....	51
圖 4-19、投資人情緒最悲觀減去投資人情緒最樂觀五組時的累積異常報酬率.....	52
圖 4-20、投資人情緒最悲觀減去投資人情緒最樂觀十組時的累積異常報酬率.....	52
圖 4-21、不同的投資人情緒在營收宣告日前三天動能報酬高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率.....	54

圖 4-22、不同的投資人情緒在營收宣告日前三天動能報酬高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率.....	57
圖 4-23、不同的投資人情緒在營收宣告日前五天動能報酬高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率.....	59
圖 4-24、不同的投資人情緒在營收宣告日前五天動能報酬高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率.....	62
圖 4-25、不同的投資人情緒在營收宣告日前十天動能報酬高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率.....	64
圖 4-26、不同的投資人情緒在營收宣告日前十天動能報酬高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率.....	67
圖 4-27、五組分序時不同天期下投資人的最悲觀情緒和最樂觀情緒之間的差距.....	68
圖 4-28、十組分序時不同天期下投資人的最悲觀情緒和最樂觀情緒之間的差距.....	68

表目錄

表 1-1、台灣股票市場有價證券交易金額和比重.....	2
表 3-1、投資人情緒變數定義和估計方式.....	17
表 4-1、研究變數的敘述統計量.....	22
表 4-2、不同的投資人情緒在當月營收金額高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率.....	30
表 4-3、不同的投資人情緒在當月營收金額高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬.....	33
表 4-4、不同的投資人情緒在月營收成長率(%)高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率.....	36
表 4-5、不同的投資人情緒在月營收成長率(%)高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率.....	38
表 4-6、不同的投資人情緒在月營收 SUE(一年平均數)高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率.....	41
表 4-7、不同的投資人情緒在月營收 SUE(一年平均數)高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率.....	44
表 4-8、不同的投資人情緒在月營收 SUE(兩年平均數)高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率.....	47

表 4-9、不同的投資人情緒在月營收 SUE(兩年平均數)高低所形成	
10 個分位數投資組合之累積異常報酬率.....	49
表 4-10、不同的投資人情緒在營收宣告日前三天動能報酬高低所形	
成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率.....	53
表 4-11、不同的投資人情緒在營收宣告日前三天動能報酬高低所形	
成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率.....	55
表 4-12、不同的投資人情緒在營收宣告日前五天動能報酬高低所形	
成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率.....	58
表 4-13、不同的投資人情緒在營收宣告日前五天動能報酬高低所形	
成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率.....	60
表 4-14、不同的投資人情緒在營收宣告日前十天動能報酬高低所形	
成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率.....	63
表 4-15、不同的投資人情緒在營收宣告日前十天動能報酬高低所形	
成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率.....	65
表 4-16、整合性的投資人情緒指標在投資組合以公司月營收金額高低	
五等分排序之累積異常報酬率.....	69
表 4-17、整合性的投資人情緒指標在投資組合以公司月營收成長率	
高低五等分排序之累積異常報酬率.....	70

表 4-18、整合性的投資人情緒指標在投資組合以 SUE 前一年高低 五等分排序之累積異常報酬率.....	71
表 4-19、整合性的投資人情緒指標在投資組合以 SUE 前二年高低 五等分排序之累積異常報酬率.....	72
表 4-20、整合性的投資人情緒指標在投資組合以營收宣日前三天平均 價格動能高低五等分排序之累積異常報酬率.....	73
表 4-21、整合性的投資人情緒指標在投資組合以營收宣告日前五天平 均價格動能高低五等分排序之累積異常報酬率.....	74
表 4-22、整合性的投資人情緒指標在投資組合以營收宣告日前十天平 均價格動能高低五等分排序之累積異常報酬率.....	75
表 4-23、同時觀察投資組合排序和整合性投資人情緒的顯著整理.....	76

第一章 緒論

第一節 研究動機

台灣在經濟快速發展下，各項投資工具應運而生，投資理財的概念和規劃越來越受到重視。從股票、債券到基金、憑證，股票的比重不可謂不多(如表 1-1)，而股票市場的變化更是投資者觀察經濟變化狀況的來源之一，因此股票是一個值得探討的投資標的。在股票市場上，一般投資人所佔的比率雖然逐年趨減，但依據資料顯示歷年來的比例仍高於 50%(如圖 1-1)。究竟一般投資人要如何在股票市場上獲得預期的利益，就是本研究想要探討的。因此，本研究從資訊的獲得、投資人情緒和動能策略三個面向來著手，提供一般投資人可以參考的方向。

在資訊獲得部分，本研究以公開的報表作為討論的對象。不同於季報、半年報和年報，台灣月營收宣告的時效性是國外所沒有的特性，此公司訊息能讓台灣股市投資人，藉由月營收宣告觀察公司在短期內的營運成果來形成投資策略。簡雪芳(1998)與何秀芳(2000)指出每月營業收入也可以看成是年度盈餘的前期指標，一般投資人可以將它和該公司股票的成长或衰退形成思考的連結，進而影響決定投資行為。再者，金成隆(1995)、簡雪芳(1998)與蔡醒亞(1999)皆發現月營收變動和股價有正向變動關係，因此支持營收宣告具有相當的資訊內涵。這也是本研究選擇以月營收宣告後股價報酬持續性做為探討的第一個原因。其次，台灣股票市場裡的一般投資人，相較於機構投資人缺乏專業，對於公司獲得市場資訊的搜集能力不若機構投資人，解讀資訊的能力同樣比機構投資人不足，而讓股價偏離基本價值產生異常報酬的一個重要原因為雜訊交易(DeLong, Shleifer, Summers, and Waldmann (DSSW, 1990)，張宮熊(2000)證實三大法人買賣超較一般投資人買賣超行為領先。

表 1-1 台灣股票市場有價證券交易金額和比重

年	股票	認購權證	存託憑證	ETF	受益證券	封閉式基金	債券
1996	0.98212	-	-	-	-	0.017111674	0.00076343
1997	0.98617	5.18977E-05	-	-	-	0.013254123	0.00052422
1998	0.99395	0.000438555	0.001221429	-	-	0.003019012	0.00137321
1999	0.99222	0.002194425	0.002395149	-	-	0.001350156	0.00183722
2000	0.99058	0.005265388	0.001574856	-	-	0.000911055	0.00166393
2001	0.99640	0.001543865	0.000472636	-	-	0.000282271	0.00130485
2002	0.99510	0.003387775	0.000456513	-	-	0.000182764	0.00087172
2003	0.99128	0.005769284	0.000701479	0.00166337	-	0.000106645	0.00048389
2004	0.98749	0.008592604	0.00040782	0.00328014	-	6.37303E-05	0.0001646
2005	0.98663	0.007463916	0.00100807	0.00416479	0.0006432488	6.22974E-05	2.5039E-05
2006	0.98740	0.007232713	0.001200298	0.00310724	0.0010320843	2.31661E-05	4.0433E-06
2007	0.98558	0.007551349	0.002741824	0.00373938	0.0003673402	2.47085E-05	0
2008	0.97935	0.010343275	0.001072929	0.00870164	0.0005029488	3.32347E-05	0
2009	0.98545	0.003533529	0.004266078	0.00656858	0.0001664626	1.69912E-05	0
2010	0.97675	0.007093895	0.009065516	0.00690807	0.0001734784	7.68513E-06	0
2011	0.97041	0.010545175	0.005266819	0.01336343	0.0003941557	1.85378E-05	0
2012	0.97347	0.011126409	0.00169238	0.01295049	0.0007387186	1.79957E-05	0
2013	0.96621	0.017344676	0.001415354	0.01440299	0.0005927411	3.4168E-05	0
2014	0.95032	0.029459582	0.000979616	0.0188022	0.0004298527	6.86339E-06	0
2015	0.89720	0.028658491	0.000987217	0.07262442	0.0005337075	-	0
2016	0.88663	0.022496836	0.000234053	0.0902639	0.0003760449	-	0
2017	0.92920	0.022654661	0.000239629	0.04774371	0.0001651885	-	0

資料來源：研究整理自台灣證券交易所

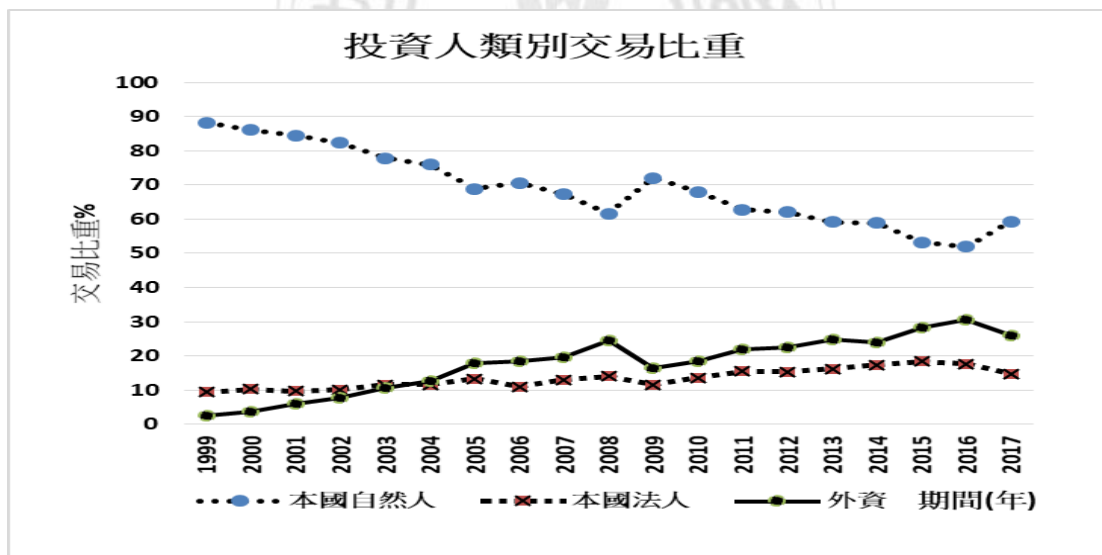


圖 1-1、台灣股票市場中投資人類別交易比重的時間趨勢變化

資料來源：研究整理自台灣證券交易所

蘇玄啟、羅仙法、袁正達、楊俊彬(2016)研究發現三大法人的平均持股比率和台灣整體股市流動性呈現正向關係。相對於大型股票流動性，小型股票流動性的增減幅度容易受到三大法人進出市場影響。證券交易法第三十六條要求各上市(櫃)公司須於每月 10

日前，公告並申報上個月的營運狀況，這讓投資者能透過公開管道了解公司的營收動態。本研究認為每月固定公開的營收宣告是一個一般投資人能穩定而持續性獲得公司資訊的來源。第三個原因是一般投資人對於股票的投資容易產生群聚現象(DeBondt, 1993; Brown and Cliff, 2004)，追漲殺跌造成個別投資的股票持有期短，週轉率高。顧廣平(2017)首次獲得支持台灣投資人存在代表性偏誤之有力證據。因此，相對於年度的盈餘宣告，每個月的營收宣告更適合以短期投資的台灣投資者。第四個以營收宣告後股價報酬持續性探討的原因是動能效果，根據顧廣平(2011)研究發現營收資訊可以彌補盈餘資訊的空窗期，傳遞未來盈餘成長持續性的訊息，有助於預測未來盈餘的變化，凸顯了營收動能在動能效應中的角色。另外，營收不像盈餘會受到會計制度影響，更可預測和具有穩定性(Fisher, 1984; 顧廣平, 2017)。最後一個原因是，相對於多數學者長期研究的盈餘宣告，營收宣告近年來日益受到重視。因此，本研究將以營收宣告後股價報酬持續性探討作為研究的主题。

投資是一種人類行為，完全理性的成分有多大呢？事實上，就如 2017 年諾貝爾經濟學獎 Richard Thaler 教授得獎的原因，他探索了人類的有限理性、社會偏好及缺乏自我管理，而受到這些因素的影響，個人做出的投資決定進而決定了市場。Kahneman and Tversky(1972)所提出的「代表性捷思」，說明了人們在評估不確定事件時或樣本主觀機率時，常依據事件或母體本身的類似程度，或事件時或樣本發生時所產生的顯著特徵程度來決定策略。Shefrin(2002)認為「捷思驅動偏誤」的產生是因為有限理性使人無法以最佳方法來評估，而傾向使用自己的經驗法則。許銘傑(2002)研究顯示短期股價不只受到基本面影響，市場情緒也有相當的影響力。Charoenrook(2003)實證顯示，與經濟循環無關的投資人情緒變動可以預測未來一個月及一年的股市超額報酬。池祥萱、周賓凰、周冠男和龔怡霖(2002)則認為股價的變動也反應了投資人因個人因素(心理情緒)改變對公司的評價。因此，本文選擇以投資人情緒做為營收宣告後股價報酬持續性探討的因素之一。本研究認為存在於投資人身上的經驗法則，其實來自長期多方資訊影響下集合而成的投資心理，也就是投資人情緒。同時認為複雜的

投資者情緒並不能只用一、兩種指標做為代表，也不能偏頗於個體情緒指標或總體情緒指標，丁碧惠和曾家齊(2005)發現過度反應理論與總體經濟風險因素均可解釋台灣中短期動能策略報酬。因此本文參考了 Brown and Cliff (2004)、古今尚(2003)、周聖哲(2007)的指標和方法，建立了多項投資人情緒指標，其中最大的不同的是在總體投資人情緒指標選擇上，不以國外總體經濟指標為情緒指標，改用台灣的總體經濟指標為情緒指標，希望藉此更貼近台灣股市投資者。

早期，Jegadeeh and Titman(1993)提出動能策略(momentum investing strategy) 也稱追漲殺跌或動量策略可獲得顯著超常報酬論點以來，引起了相當多的財務金融學者的討論。無論從總體經濟指標面發現總體經濟變數可以解釋動能策略報酬，而且前一期的景氣循環因子可以完全解釋當期動能策略報酬(Chordia and Shivakumar, 2002)，或是從台灣股市的實質研究裡發現，在台灣股票市場有關動能投資超額報酬的因素中，認為淨值市值比相較於市場的系統風險及公司規模對超額報酬更具解釋力(洪茂蔚、林宜勉和劉志諒, 2007)，顧廣平(2011) 推論台灣股票市場採取“短期”動能策略可賺取較高之正向利潤。不同的學者從股票的價值性、景氣的擴張和緊縮、未預期營收等因素，以不同的角度使用動能策略來討論報酬率或動能利潤的持續性。在動能策略已成為重要研究的趨勢下，本文也選擇將動能策略納入營收宣告後股價持續性現象探討的因素之一，並配合一般投資人短期持有股票的特性，研究動能策略的角色和投資人情緒探討營收宣告後股價異常變動的現象。本研究完全以台灣投資人的個別情緒和總體情緒建立投資人情緒指標，並建立動能策略來探討日益受重視的營收宣告後股價報酬的持續性。

第二節 研究目的

本研究以投資人情緒和動能策略探討公司營收宣告後股價報酬持續性的關係，目的是期望以台灣股票市場為討論對象，貼切地反映出營收宣告後投資者情緒和動能策略如何影響股價報酬的持續性，提供投資人投資的參考。依據上述的研究動機，本文的研究目的分述如下：

- 一、探討公司投資人情緒對營收宣告後股價報酬持續性的影響。
- 二、探討短期動能策略對營收宣告後股價報酬持續性的影響。

本論文研究架構共分為五章，分述如下：第一章為緒論，說明本研究的動機與目的，並簡述全文的架構與內容。第二章為文獻探討，彙整國內外相關的期刊和論文，並將進行扼要說明。第三章為研究方法，說明本研究所使用的樣本資訊、變數定義和根據文獻所提出的研究模型。第四章為實證結果與分析，根據研究模型產生的結果加以分析。第五章是結論與建議，最後則為參考文獻。

研究流程

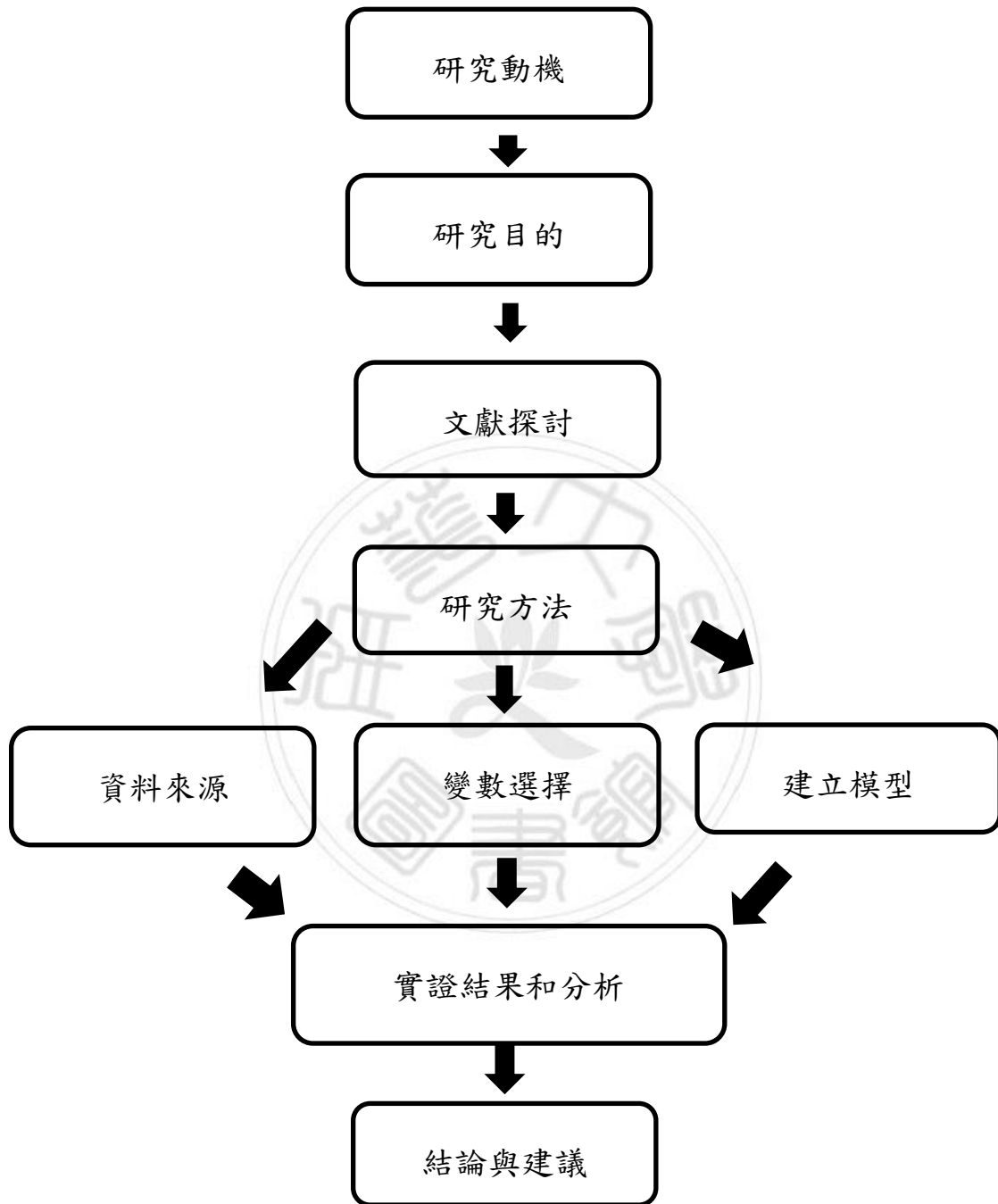


圖 1-2、研究流程

第二章 文獻探討

本章將投資人情緒、動能策略和營收宣告的相關文獻分類並加以探討。在投資人情緒部分以投資人行為模式和價格持續性、投資人情緒指標加以分析，動能策略則以價格動能、營收動能和盈餘動能的相關文獻來討論。

第一節 投資人情緒的相關文獻分析整理

一、投資人行為模式和價格持續性的相關文獻

財務行為學在近年日益受到重視，而雜訊交易會讓股票偏離基本價值產生異常報酬(DSSW,1990)，Kahneman and Tversky(1972)所提出的「代表性捷思」說明了人們在評估不確定事件時或樣本主觀機率時，常依據事件或母體本身的類似程度，或事件時或樣本發生時所產生的顯著特徵程度來決定策略。在股票市場，代表性偏誤可能會促使投資人過度反應，Shleifer (2000, p.128-129)提出重要的實例：「當一家公司過去幾年盈餘持續成長，再加上熱烈報導其突出的產品與經營能力。此時投資人可能認為這樣的歷史紀錄是一個盈餘具成長潛力公司的典型代表，儘管持續高成長型態只不過是隨機抽樣的少數幸運公司，但是投資者誤視為『亂中有序』並推論這樣的公司是屬於一個盈餘持續成長公司之獨特小母體。而使用代表性捷思的投資者無視高盈餘成長的紀錄不太可能重演的事實，高估公司的價值，以致未來盈餘成長未能實現而感到失望，這當然就是所謂的過度反應。」這樣的實例隱喻了代表性偏誤使投資者過度延伸過去的績效表現，造成股價的高估或低估。這種常誤認小樣本

適用大數法則(law of large number) 的謬誤即為小數法則(law of small number)，Rabin(2002)依據小數法則證明了股票報酬的延續和反轉，股價變動和投資人情緒具有相關性。Shefrin (2002)認為「捷思驅動偏誤」的產生是因為有限理性使人無法以最佳方法來評估，而傾向使用自己的經驗法則。由丹尼爾·卡尼曼(Daniel Kahneman)與艾默斯·塔佛斯基(Amos Tversky)共同發展出來的展望理論中說明損失趨避偏誤(Loss Aversion Bias)概念，那就是投資人避免損失的衝動遠大於賺取利益 (Daniel Kahneman and Amos Tversky,1979)，實驗已經成功驗證這樣的概念，並且發現這樣的傾向在為了避免損失的機率(冒險)，必須賺取約兩倍的利益才能接受。

Baberis,Shleifer and Vishny(1998)認為盈餘宣告反應不足的情況和投資者的保守性格有關。Shleifer(2000)，顧廣平(2017)代表性偏誤可能會促使投資人過度反應，造成高估或低估，導致價格產生反轉。台灣投資人存在著代表性偏誤。Dainel, Hirshleifer and Subrahmanyam(1998)的模式過度自信和自我歸因這兩種偏誤。過度自信是投資人最不利的行為偏誤之一，原因是投資者會低估其投資組合的未來風險，以追求飆漲股的方法來投資市場，加上投資組合的集中，不利於風險的分散。這些行為模式在預期上皆認為期初價格有延續性但後期會出現價格反轉。解釋上 Baberis et al(1998)認為期初的價格延續是對資訊反應不足而產生，Daniel et al(1998)則不同，認為是對資訊過度反應才造成，相同的是對於後期價格反轉都認為是過度反應或過度反應需被修正而導致。而群聚現象不只以個股討論，張宮熊 (2000) 則證實三大法人買賣超較一般投資人買賣超行為領先。個別投資人也常參考法人的動向，思考其投資策略。

在林哲鵬、李春安和葉志丞(2012)的研究發現，動能策略報酬和輸家組合的情緒有關，正向策略和輸家組合的低情緒有關，相反的，反向策略和輸家組合的高情緒有關。李春安、葉志丞(2012)也發現當投資人情緒和市場報酬有正向關係時，對未來的市場報酬具有持續性影響。而 Potter(1999) 的投資人信心波動說明在不同的景氣循環階段和循環規模和頻率具有相關性，能解釋動能策略追漲殺跌的特性，並

且認為和總體經濟景氣循環有關。此外，Karlsson,Loewenstein and Seppi(2005)提出的鴛鴦效應，說明投資者對股票的關注度多在多頭市場。

二、投資人情緒指標的相關文獻

一直以來有不少文獻用不同的面相討論投資人情緒指標，許銘傑(2002)研究顯示短期股價不只受到基本面影響，市場情緒也有相當的影響力。Baker and Wurgler(2006)探討投資人情緒與股票報酬之間的關係，實證結果得出，當投資人情緒低落時，小型股、新上市、高波動、高成長與高危機以及不發放股利的公司股票，其報酬會增加；反之，當投資人情緒高昂時，報酬會減少。Honcoop and Lehnert(2007)證明市場情緒對股票收益具有預測功能，當市場情緒樂觀時，成長股、小型股、高槓桿股以及績優股能夠顯著獲得超額收益。池祥萱、周賓凰、周冠男和龔怡霖(2002)則認為公司本身的價值改變(反應經濟環境的變動)可能影響股價變動外，股價的變動也反應了投資人因個人(心理情緒)因素改變對公司的評價。Chordia et al. (2001) 發現在GDP 成長率與失業率訊息發布前，股票流動性與每日交易量與交易頻率都呈現增加，到了宣告日就回復正常狀態。Chordia et al. (2001)認為，在總體經濟資訊宣布前，落後訊息的投資人(uninformed traders) 看法不同(differences of opinion) 的擴大而使交易量與交易頻率活動增加。隨著訊息日的到來，股票市場上領先訊息投資人(informed traders)持續增加，降低了資訊不對稱，提高市場流動性。許鈺珮和廖彥豪(2005) 探討三大法人每日買賣超交易金額與臺灣加權股價指數漲跌之相互關聯性，其研究發現自營商與外資皆領先股價指數，而投信買賣超與加權股價指數間呈現雙向因果關係。蘇玄啟、羅仙法、袁正達和楊俊彬(2016)研究發現總體景氣衰退時，投信法人逐漸減少持有小型股票，且同時逐漸增加持有大型股票。因此可知，影響投資人情緒的面向涵蓋了個人情緒和總體的經濟情緒。

以下就本文採用的投資人情緒指標的文獻做一探討，首先是個別情緒指標，De

Bondt(1993)發現投資者會根據過去股票市場的報酬來預測股價走勢，而產生預測股價報的持續性。也就是說，當股價長時間持續某一趨勢，投資人可能持續往既有的趨勢期待，因此持續性趨勢的時間長短，會影響著投資者情緒。De Bondt(1998)、Shefrin (2002)認為一般散戶和專業經理人的偏誤方向正好是相反的，專家認為持續性效果將預測其反轉，而一般投資者則會有延續的想法，Rabin(2002)則認為股價的延續和反轉的依據來自小數法則。在交易量部分，Lee and Swaminathan (2000) 實證證明市場成交量和交易動能與價格策略具有高度相關，當過去週轉率越高（低）將使其未來報酬越低（高）。Baker and Stein(2004)認為交易量具有流動性，可當投資人情緒指標。所謂流動性增加即意涵著週轉率，周賓鳳、張宇志和林美珍(2007)以市場週轉率當情緒指標發現其具有預測力，投資情緒和次期市場報酬具有負向關係。而Jones(2001)則發現高週轉率會產生較低的股票報酬，在Baker and Wurgler(2003)和李春安、羅進水和蘇永裕(2006)，也將週轉率列入代理投資人情緒的指標，而顧廣平(2016)也參考學者Hou et al.(2009)的研究，將其列為投資者關注指標，周聖哲(2007)也以交易量當成代理變數之一。接著說明的是心理線，心理線是基於投資人心理因素來測試市場未來漲或跌的趨勢(徐俊明,2000)，心理線(PSY)意即某一時段內，投資人根據得到的資料影響情緒的方向，是一種建立在研究投資人心理趨向基礎上，將某期間內大部分投資者趨向買方或是賣方的心理與事實，轉化為數值形成指標，做為投資股票市場的參數。值得注意的是市場趨勢和投資人預期到達可能性的高點時，可能發生價格反轉的情形，也因此PSY和價格持續性產生時間長短的連結。周聖哲(2007)以個別公司心理線、S&P500心理線分別作為個別情緒和總體情緒指標成份之一。Persaud(1996)認為在短期內外匯市場上投資者的風險態度是影響收益的最重要因素，風險偏好指數(RAI)可以用於衡量外匯市場的情緒指數，以股價和匯率比呈現，也可以反映股票實質價值，減少匯率的風險。在總體投資人情緒指標方面， Charoenrook(2003)將消費者信心指數調整GDP成長及消費成長後的殘差做為投資人的情緒變數。張偉諒(2007)認為消費者信心指數在研究期間內可以預測佔大

盤權值較重的產業股價報酬率。由1970年代亞瑟·奧肯發表的痛苦指數(Misery index)，代表令人不愉快甚至痛苦的經濟狀況，它代表了通貨膨脹與失業率之總和，也隱約能反映出當前的利率狀態。國際上對痛苦指數之衡量並無一致性規範，將失業率及消費者物價指數(CPI)年增率二者加總，稱為痛苦指數。失業率和消費者物價指數(CPI)能適度反映當前的經濟發展狀況，對於大眾心理層面的影響也很直接。而Chen(2011); Akhtar, Eaff, Oliver and Subrahmanyam(2011); Chung, Hung, and Yeh(2012)也以消費者信心指數衡量投資人情緒的代理變數。本文也將以台灣的痛苦指數和消費者信心指數做觀察。

台灣股價市場的指數報酬常受美國股價指數影響，Brown and Cliff(2004)在市場變數中，以S&P500股價指數視為大型股票市場情緒變數，Russell 2000視為小型股票市場情緒變數，本文嘗試以臺灣加權股價指數來代替美國指數做為總體情緒指標之一。林楚雄、劉維琪和吳欽杉(2000)實證結果發現OTC股價的變動有條件異質性，而且條件波動呈現高度的持續性，顯示目前的波動資訊可以預測未來的波動，也就是投資者可以由過去的變動資訊來預測未來變動，本文也嘗試將台灣OTC股價指數視為總體投資人情緒指標。

投資人情緒的重要性從 2007 年美國次貸危機到 2008 年全球金融海嘯及 2010 年和 2015 年的歐洲主權債務危機及 2018 美國領導人實施對中國的關稅政策蔓延的全球經濟不確定性的信心不穩來看，投資人的恐慌情緒與悲觀預期心理，將造成報酬的波動加劇，這也代表著股票報酬會隨著投資人情緒變化而波動，讓短期價格偏離了實際的價值 (De Bondt and Thaler, 1987; Brown and Cliff, 2004)。

第二節 動能策略的相關文獻分析整理

動能投資策略(momentum investment strategy)是行為財務學者常使用的一種投資方法，此策略使用過去投資報酬率為基準，在股價相對優勢時買進，而相對弱勢時賣出來建構投資組合，以形成期和持有期的長短來觀察股價的持續性與股價的變動方向。Jegadeesh(1990)的研究裡說明個股動能投資策略在一個月的期間會產生負報酬率，而杜幸樺(1998)指出台灣股票市場存在的動能投資效應持續期間約為一到六個月，之後長期持有股價報酬率有反轉的情形。Gutierrez and Kelly(2008)探討短期的動能投資策略，他們研究的反轉現象發現，使用前一週平均報酬率為排序基準，進行短期的動能投資策略，反轉的情況相當明顯，但是在持有期一年時，報酬率會顯著優於短期進出所累積的反轉報酬率。張巧宜、余慈瑋(2011)發現在形成期和持有期 2-4 週時，投資人可賺取正向策略報酬。在目前對於動能策略討論，都存在不管短期持有是否有超額報酬，長期下皆會趨於反轉的實證，也因此有學者討論價格反轉後的投資策略。動能效應來自動能的驅動力，主要是投資者持續的過度反應或反應不足(Daniel et al.,1998)。而動能策略是否在某些狀況才有獲利的空間？Chordia and Shivakumar(2002)指出動能策略只有在景氣繁榮時會有顯著的利潤，Jiang, Lee and Zhang(2005)和 Zhang(2006)實證發現以公司規模、報酬波動、現金流量波動等為代理變數的資訊不確定較高的公司會產生較大的動能利潤，而這些改變的重要原因是驅動供需改變的資訊。本研究使用相較於上述眾多不確定資訊下，每月穩定公布的月營收宣告為訊息來源，以動能策略為手段探討報酬的持續性，接著將整理分析動能策略文獻。

以股票市場是否存在價格動能利潤來看，Rouwenhorst (1999)發現 11 個歐洲國家和 6 個新興國家的股票市場有顯著價格動能利潤，Griffin et al. (2003)也對包含美國在內的 40 個國家做研究，其中 32 個國家有正的價格動能平均報酬。一向被認為

是弱勢效率市場的台灣是否像其他國家是否存在價格動能利潤呢？國內學者李春安、羅進水和蘇永裕(2006)與洪茂蔚、林宜勉和劉志諒(2007)發現台灣上市股票存在可獲利之價格動能策略。徐中琦和王似尹(2008)發現投資人在持有期為3到12個月時，可以獲取顯著的正報酬；但也有其它不同的研究看法，有的認為台股股市動能利潤應該是長期現象(陳正佑、徐守德和王毓敏,2002;韓千山,2009)，朱榕屏、王明昌、謝企榮、郭照榮和莊建富(2003)實證發現台灣股票市場存在數月之短期動能效果。蕭朝興、尤靜華和簡靖萱(2008)研究不同期間與樣本未發現台灣股市存在價格動能效應。Hameed and Kusnadi (2002)認為台灣股票市場並無動能利潤。

以風險的角度來看，Fama and French (1996)使用市場、規模與淨值市價比的三因子模型來探討卻無法解釋價格動能效應。洪茂蔚、林宜勉和劉志諒(2007)則認為在台灣股票市場上，淨值市值比比市場的系統風險及公司規模對超額報酬更具解釋力。而顧廣平(2005)則發現公司規模、淨值市價比並不如預期顯著，對動能投資策略報酬具有顯著的解釋能力是成交量、營收市值比和前7到12月平均報酬等因子。而翁霓、劉維琪和陳隆麒(1995)同意公司規模對動能利潤的重要性。張巧宜和余慈瑋(2011)以日資料形成極短期的週動能策略，發現市值淨值比和市場大小對於獲取更高的動能策略報酬是有幫助的。不少學者認為公司規模對動能利潤最具有解釋能力，小規模公司的動能投資策略報酬高於大規模公司，而且在一年內具有價格持續效果，更發現公司規模與動能報酬之間存在著顯著負相關，規模愈小，動能報酬愈大 (Garza-Gomez, Hodoshima, and Kunimura, 1998; Rouwenhorst, 1998; Moskowitz and Grinblatt, 1999; Hong, Lim, and Stein 2000; Ding, Chua, and Fetherston, 2005; Wong, Tan, and Liu, 2006)。文獻對於構成台灣股市的動能利潤因素和短期、中期、長期的動能策略並沒有一致性的看法，這也顯示存在影響股票市場的因素多而複雜，無法齊一說之。

繼 Ball and Brown (1968)首先發現盈餘宣告後股價持續反應後，Bernard and Thomas (1989)和 Foster, Olsen and Shevlin (1984)進一步證實盈餘宣告後的價格延續現象，發現在60天內存在著「同時買入未預期盈餘較佳的股票與賣出未預期盈餘較差的股票」的策略存在獲利現象，也就是股市存在著盈餘動能效果。Scott et al. (2003)發現盈餘動能存在於世界主要股市之中，Griffin et al. (2005)研究發現具有盈餘動能的27個國家中包括了台灣。Hou et al. (2009)以成交量週轉率和市場狀態衡量投資

者關注程度來檢驗價格動能和盈餘動能績效上所扮演之角色，發現高週轉率股票和在多頭市場，存在較高價格動能效果；相反的，低週轉率股票和在空頭市場時，存在較高盈餘動能績效。Lee and Zumwalt(1981)認為盈餘和營收都是決定股票價格的重要訊息。Ertimur, Livnat and Martikainen(2003)發現以未預期營收和未預期費用兩者相較，未預期營收的反應強烈。Jegadeesh and Livnat (2006b)在討論盈餘宣告效果時同時發布營業收入，發現在控制未預期盈餘後，具有較高的未預期營收的投資組合在宣告後出現顯著的平均異常報酬。尤其是兩者在相同方向趨勢時，出現比平常強烈之盈餘宣告後股價持續的反應，這說明著營收動能與盈餘動能兩者存在關聯。顧廣平(2010)首次使用台灣上市櫃公司的營業收入建構動能策略，實證發現營收動能報酬來源並不是價格動能，研究結果顯示營收動能組合的平均累積報酬在持有期的後期，有顯著的價格反轉現象，此研究無法支持營收動能組合的策略績效和總體經濟風險有關。顧廣平(2011)研究顯示投資人可以利用標準化未預期盈餘和標準化未預期營收形成獲利的動能策略，同時也發現因子模式無法解釋期研究的動能效應，並認為投資人偏誤是價格延續現象的主要因素。顧廣平(2016)使用 Lee and Swaminathan (2000)的價格動能生命週期模式研究所得的價格延續與價格反轉的交互關係，發現此模式有助於解釋週轉率與營收動能的動態關係，同時也利用台灣股市價格動能與營收動能，檢定 Hou et al. (2009)所提出之投資者關注假說，結果顯示營收動能檢定結果近似價格動能。本研究參考文獻，以台灣的各项資料或指標，來建立包含個體經濟面和總體經濟面的投資人情緒指標，用台灣特有的月營收宣告為基礎，以投資人情緒、動能效果來探討月營收宣告後股票價格的延續現象。

第三章 研究方法

本章為研究方法，包含了樣本資料選取、各項指標和公式定義，最後則是實證模型。

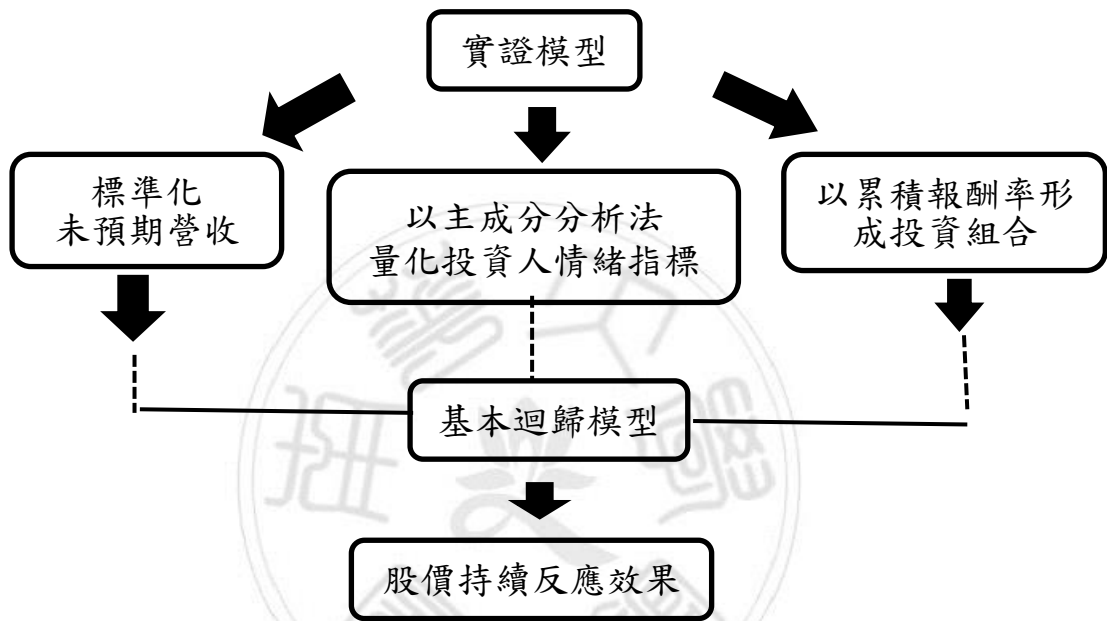


圖 3-1、實證模型流程圖

第一節 研究期間樣本選取和資料來源

本研究以 2013 年 2 月到 2018 年 11 月，計 70 個月的台灣證券交易所上市普通股為研究對象，資料來源取自於「台灣經濟新報(TEJ)資料庫」，資料內容包含 1.單月營收、近 3 月累計營收、近 12 月累計營收和累計營收等四項資料。2.情緒指標中的個體和總體指標的經濟資料。

第二節 研究設計

一、投資人情緒指標和定義

股票價格表現的內容除了它本身具有的內在價值外，同時也會受到投資人的外顯特性的影響(Statman,1999)。在股票市場上，過去曾有許多文獻提出隨著時間變異的變數作為投資人情緒的代理變數，不過，事實上沒有一種變數可以完全代表投資人情緒，每個代理變數各有其考慮的面向和優缺點(Baker and Wurgler, 2003)。投資人情緒的代理變數一般可採用直接或間接獲調整後的經濟指標。本研究從 Brown and Cliff(2004)、古今尚(2003)、周聖哲(2007)的個別投資者情緒代理變數中選取包含個別公司股票報酬、個別公司交易量和個別公司心理線三個較具代表性的代理變數外，同時也選由 Persaud(1996)提出，用於描述市場上投資者對風險的態度的指數 Risk Appetite Index (RAI)，這個指數主要用於衡量外匯市場的情緒指數。Persaud(1996)認為在短期內外匯市場上投資者的風險態度是影響收益的最重要因素。公司心理線是基於投資人心理因素來測試市場未來漲或跌的趨勢(徐俊明,2000)，意即某一時段內，投資人根據得到的資料影響情緒的方向。周聖哲(2007)以個別公司心理線、S&P500 心理線分別作為個別和總體情緒續指標成份之一。Charoenrook(2003)將消費者信心指數調整 GDP 成長及消費成長後的殘差後做為投資人的情緒變數。張偉諒(2007)以消費者信心指數在研究期間內可以預測佔大盤權值較重的產業股價報酬率。台灣消費者信心指數也因此被納入本文總體情緒指標之一。Brown and Cliff (2004)在市場變數中，以 Russell 2000 看成小型股票市場情緒變數，S&P500 股價指數則當作大型股票市場情緒變數。本研究嘗試以臺灣加權股價指數來代替美國指數做總體情緒指標之一。林楚雄、劉維琪和吳欽杉(2000)實證結果發現 OTC 股價的變動有條件異質性，而且條件波動呈現高度的持續性，顯示目前的波動資訊可以預測未來的波動，也就是投資者可

以由過去的價格資訊來預測未來股價變動的方向，本研究也嘗試將台灣 OTC 股價指數視為總體投資人情緒指標。在總體投資人情緒指標代理變數中，本文以台灣消費者信心指數、台灣痛苦指數、台灣-OTC 股價指數、台灣發行量加權股價指數報酬共四項情緒指標來代理總體情緒指標並和個別情緒指標進行因素分析。本文採用 Brown and Cliff(2004)、周聖哲(2007)利用因素分析法(Factor Analysis Approach)中主成份分析(Principle Component Analysis, PCA)將各個投資情緒指標量化成一組代表性指標(SI)，茲將上述投資人情緒變數定義和估計方式整理如表(3-1)

表 3-1、投資人情緒變數定義和估計方式

面向	變數定義	變數代稱	估計方式
個別面投資人情緒	個別公司股票報酬	Ri	Ln(Pt/Pt-1)
	個別公司交易量	CVo	Ln(CVo)
	個別公司心理線	PSY	個股於各季上漲天數/總交易天數
	風險偏好指數	RAI	Δ股價/Δ匯率
總體面投資人情緒	台灣消費者信心指數	CCI	中央大學台灣經濟發展研究中心(調查數據)
	台灣痛苦指數	MI	行政院主計總處(調查數據)
	台灣 OTC 股價指數報酬	OTC	Ln (Pt/Pt-1)
	台灣發行量加權股價指數報酬	IVWS	Ln (Pt/Pt-1)

二、標準化未預期營收

本研究參考了 Jegadeesh and Livnat (2006)、Kama(2009)、顧廣平(2010,2011,2017)等相關文獻標準化未預期營收。並採用 Foster(1977)和 Foster et al.(1984) 提出的預測季營收的時間序列模式，經顧廣平(2010)修改後，適用於月營收之估計預期營收中有漂移項的季節性隨機漫步模式：

$$E(S_{k,t}) = \mu_{k,t} + S_{k,t-12} \quad (1)$$

其中， $S_{k,t}$ 與 $S_{k,t-12}$ 分別為第 k 個股票在第 t 個月、第 t-12 個月的營收； $E(S_{k,t})$ 為第

k 個股票在第 t 個月的預期營收； $\mu_{k,t}$ 為漂移項。利用(1)式的預期營收的估計值，計算出第 k 個股票，第 t 個月的標準化未預期營收如下：

$$SUE_{k,t} = \frac{S_{k,t} - S_{k,t-12} - \mu_{k,t}}{\sigma_{k,t}} \quad (2)$$

其中， $\mu_{k,t}$ 為第 k 個股票前 24 個月營收變動值($S_{k,t} - S_{k,t-12}$) 的平均數； $\sigma_{k,t}$ 為第 k 個股票前 24 個月營收變動值($S_{k,t} - S_{k,t-12}$) 的標準差，以 SUE 為標準化未預期營收的代號。

三、動能策略和定義

本研究裡短期動能策略的方法是參考張巧宜和余慈瑋(2011)以日資料(5 天、10 天、20 天)檢驗短期動能效果，將研究期分形成期和持有期兩個子期，用日資料形成投資期間，本研究的形成期為 F，F=3，5，10 天。以及持有期為 H，H=3 天、5 天、10 天。為加強檢定的能力，採重複期間架構形成期 F 和持有期 H，投資組合(F,H)則有以下九種組合，分別為(3,3)、(3,5)、(3,10)、(5,3)、(5,5)、(5,10)、(10,3)、(10,5)、(10,10)。以計算營收宣告日 t 為事件日前的 F 個交易日形成期的累積日報酬率， FR_F 公式如下：

$$FR_F = \sum_{n=1}^p R_n \quad n=3,5,10 \quad (3)$$

R_n 是第 k 個股票第 n 個交易日的報酬率。

再將 FR_F 大到小依序分成五組，每組為總股票樣本的 20%，並以均等的權重來

建構，最高的 20% 為贏家投資組合 $W_{F,H}$ ，最低的 20% 為輸家投資組合 $L_{F,H}$ ，計算持有

H 個交易日的投資報酬率贏家組合 WR_F 和投資報酬率輸家組合 LR_F 分別為公式(4)(5)：

$$WR_F = \sum_{n=1}^p R_n^w \quad n=3,5,10 \quad (4)$$

$$LR_F = \sum_{n=1}^p R_n^L \quad n=3,5,10 \quad (5)$$

並用計算 WR_F 和 LR_F 的差距 DR ，如下列公式

$$DR = WR_F - LR_F \quad (6)$$

其中， R_n^w 和 R_n^L 分別為贏家組合和輸家組合在第 n 個交易日的報酬率。

四、累積異常報酬率

所謂異常報酬率(AR)是指實際報酬率與沒有事件時的期望報酬率的差，目的是在探討每個樣本股票是否因為事件而產生異常報酬。本文參考顧廣平(2017)以事件期累積異常報酬，估計期為事件日前 200 日到前 51 日，事件期為事件日前 50 日到事件日後 50 日。設定的觀察事件期為：宣告日(事件日)到第 1、2、3、5、7、15 和 30 個交易日止，也就是 $t=0\sim 1$ 、 $t=0\sim 2$ 、 $t=0\sim 3$ 、 $t=0\sim 5$ 、 $t=0\sim 7$ 、 $t=0\sim 15$ 和 $t=0\sim 30$ 。並以 CAR 表示事件期累積的異常報酬，來衡量股價對月營收的宣告效果。計算第 k 個股票在第 t 期的月營收宣告事件期內的累積異常報酬如下：

$$AR_{k,d} = R_{k,d} - E(R_{k,d}) \quad (7)$$

$$CAR_{k,t}(a,b) = \sum_{d=a}^b AR_{k,d} \quad (8)$$

其中， $AR_{k,d}$ 是第 k 個股票在第 d 日的異常報酬； $R_{k,d}$ 是第 k 個股票在第 d 日的報酬； $E(R_{k,d})$ 是第 k 個股票在第 d 日的基準報酬； $CAR_{k,t}(a,b)$ 是事件期 a 到 b 的累積異常報酬率。

五、實證模型

(一) 迴歸分析

分別以 CAR 來看營收宣告後的股價持續反應效果，其基本迴歸模型如下：

$$CAR_{k,t}(a,b) = \alpha + \beta_1 \times SI_{k,t} + \beta_2 \times DR + \beta_3 \times SUE_{k,t} + \varepsilon_{k,t}, \quad t=1,2,3\dots T \quad (9)$$

其中， $CAR_{k,t}(a,b)$ 為第 k 個股票在第 t 期月營收宣告事件期內，從 a 到 b 的累積異常報酬； $SI_{k,t}$ 為第 k 個股票在 t 期的投資人情緒指標； DR 是動能組合策略的報酬； $SUE_{k,t}$ 為第 k 個股票在 t 期的標準化未預期營收；迴歸係數 β_1 、 β_2 、 β_3 分別為投資人情緒、動能組合和營收的反應係數； T 為樣本日數。

第四章 實證結果和分析

第一節 樣本的敘述統計

一、研究變數的敘述統計量

表 4-1 為研究年度內含月營收、月營收宣告當日股價報酬率(%)、SUE(過去 12 月平均)和 SUE(過去 24 月平均)研究變數的敘述統計，包括樣本數、平均數、標準差、最小值、25%分量、75%分量和最大值。在樣本數部分，本研究用台灣新報資料庫(TEJ)提供的資料並採事件法中以 GARCH(1,1)模型，在月營收宣告日為事件日的方式，得到以下樣本數。在月營收部分可以看到 2013 年到 2017 年間，平均數增減互見，到 2018 年有較成長的平均數。而月營收最大值和最小值差異最大的年份是 2016 年，差異最小的年份是 2013 年。從月營收宣告當日股價報酬率(%)中的平均數可見宣告當日報酬率不佳，甚有負數。標準化未營收 SUE 部分，過去 24 月平均的平均數優於過去 12 月平均數。投資人情緒的平均數在 2013 年最低，隨後升高到 2016 年又降到 69.09，2017 年和 2018 年來到了 90 以上。本文內所述除了整合性投資人情緒外，稱呼投資人情緒即為台灣消費者信心指數-未來半年投資股票時機月指數，並依其最低到最高的前 30%為悲觀情緒，40%為中立情緒，最高的 30%為樂觀情緒。

表 4-1、研究變數的敘述統計量

研究變數	年	樣本數	平均數	標準差	最小值	25%分量	75%分量	最大值
月營收	2013	8,290	2,606,636	13,191,317	-211,909	170,889	1,298,985	382,620,610
	2014	8,489	2,891,043	14,528,303	0	184,733	1,420,704	490,931,771
	2015	6,656	2,864,771	15,210,502	-137,197	177,655	1,383,850	502,963,649
	2016	9,878	2,742,967	14,968,569	-12,213	173,889	1,283,997	517,519,561
	2017	9,895	2,735,555	14,609,119	0	171,063	1,272,341	485,457,987
	2018	7,734	2,968,651	16,823,938	0	181,213	1,380,158	675,141,430
月營收宣告當日股價報酬率(%)	2013	8,305	-0.0634	1.8422	-8.2128	-0.8799	0.6146	16.7241
	2014	8,489	-0.0919	1.8302	-10.6847	-0.9086	0.5893	11.7896
	2015	6,656	0.0551	2.2976	-10.7331	-0.952	0.9947	11.1195
	2016	9,878	0.0123	2.0323	-21.2187	-0.8599	0.705	13.3775
	2017	9,895	-0.0626	1.7952	-11.925	-0.7952	0.4995	11.0994
	2018	7,734	-0.1872	2.1431	-11.1499	-0.9554	0.6004	11.3436
SUE (過去12月平均)	2013	8,278	0.0111	0.9636	-1.8654	-0.5209	0.0661	3.1754
	2014	8,489	0.0007	0.9622	-1.6256	-0.5249	0.0473	3.1753
	2015	6,656	-0.0037	0.9555	-1.5295	-0.4963	-0.0376	3.1754
	2016	9,878	0.0031	0.9644	-2.2476	-0.4979	-0.0079	3.1753
	2017	9,895	0.0023	0.9611	-1.4377	-0.4964	-0.0103	3.1753
	2018	7,734	0.0016	0.9635	-1.7305	-0.4901	-0.0199	3.1754
SUE24 (過去24月平均)	2013	8,281	0.0529	1.9696	-4.6154	-1.4423	1.6212	4.6949
	2014	8,478	0.0765	0.9149	-4.1854	-0.6408	0.7705	4.6925
	2015	6,653	-0.0235	1.0829	-4.6259	-0.7052	0.6651	4.688
	2016	9,878	-0.1073	1.1209	-3.8457	-0.8576	0.6154	4.6949
	2017	9,895	0.114	1.105	-4.4213	-0.6716	0.8683	4.6869
	2018	7,730	0.2625	1.1939	-4.1563	-0.5609	1.122	4.6836
投資人情緒*	2013	12	63.98	5.77	52.7	60	69.55	71.6
	2014	12	85.8	6.34	78.2	81.2	89.8	97.2
	2015	12	86.63	14.34	70.4	72.85	98.7	109.7
	2016	12	69.09	3.22	61.2	67.7	71.45	73.1
	2017	12	91.6	9.89	66.5	89.05	96.95	105.2
	2018	10	98.17	7.35	85.3	93.3	105.5	107

*台灣消費者信心指數-未來半年投資股票時機月指數。

二、個別公司分析

(一)個別公司 AR 和 CAR 分析

在個別公司部分，本文使用事件法計算以月營收宣告日為事件日的結果，將個別公司的一般化異常報酬(AR)、一般化累積異常報酬(CAR)和標準化異常報酬(SAR)標準化累積異常報酬(SCAR)，以標準化 AR 和 CAR 與否分觀察其趨勢變化，大致如下：

1.趨勢的一致性

(1)明顯同向持續向上或向下，如附錄(一)(圖 A 式)

(2)明顯同向，但高低波起伏的狀態較無法看出趨勢，如附錄(一)(圖 B 式)

2.趨勢的不一致性

(1)趨勢的不一致性有不同的圖形表徵，無法再行分類，如附錄(一)(圖 C 式)

這說明著，以月營收宣告日為事件日對公司的累積異常報酬趨勢會在標準化未營收後有所差異。

第二節 情緒指標分析

一、個體經濟指標分析

本文以日資料研究，用季別來看個整體的個別公司股票報酬的統計資料(如圖 4-1)，報酬波幅在-4 和 4 之間，波幅最大的季別為 2015 第三季和 2018 的第四季，個別公司股票報酬平均數幾乎都落在各季中間。

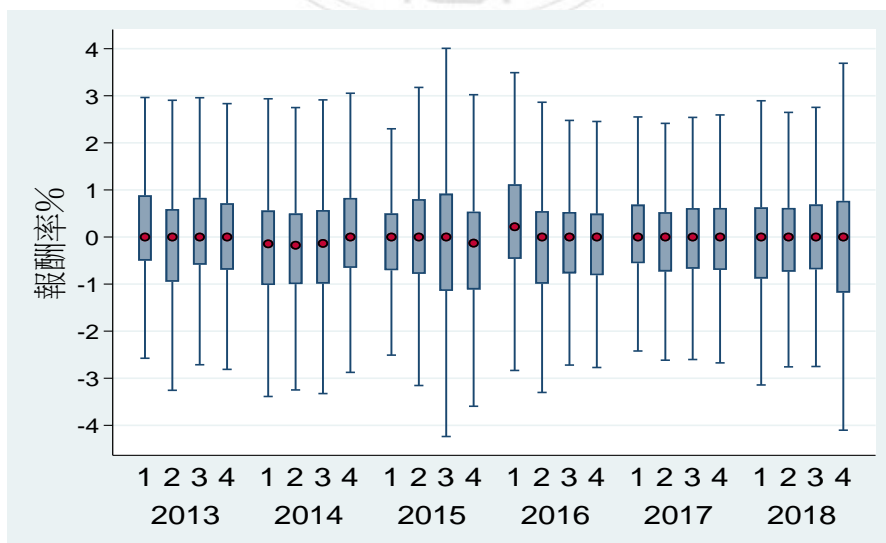


圖 4-1、個別公司股票報酬

相同的以季別來看整體的個別公司交易量的統計資料(圖 4-2)平均值偏低，顯示出個別公司交易量偏少，交易集中在比較少數的公司，顯示投資人對某族群的公司較有投資信心。

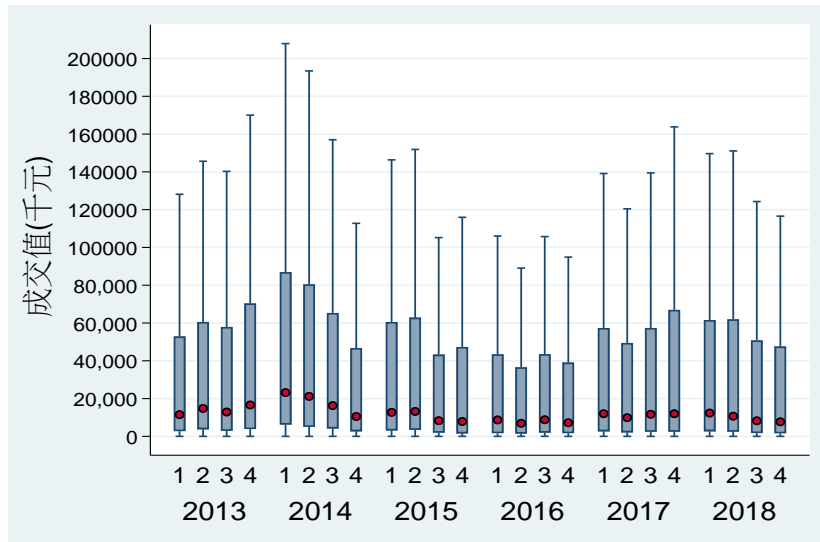


圖 4-2 、個別公司交易量

圖 4-3：個別公司心理線不同年度於季別下的離散程度可以看到在各年度的第一季出現相當明顯的情緒高漲現象，原因除了和產業淡旺季有關外，應該還和本季是台灣傳統的春節常見有封關行情，加上現金持有增多有關。

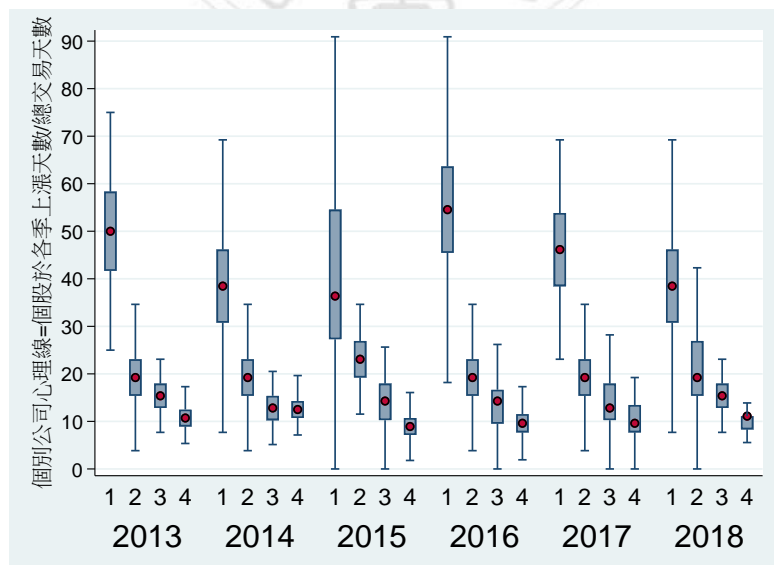


圖 4-3、個別公司心理線不同年度於季別下的離散程度

在圖 4-4：風險偏好指數部分，可以發現 2014 年 10 月前波動較大，之後的波動性較小，投資人在 2014 年 10 月前對風險的接受度較高，之後心態轉趨保守，波動幅度小。

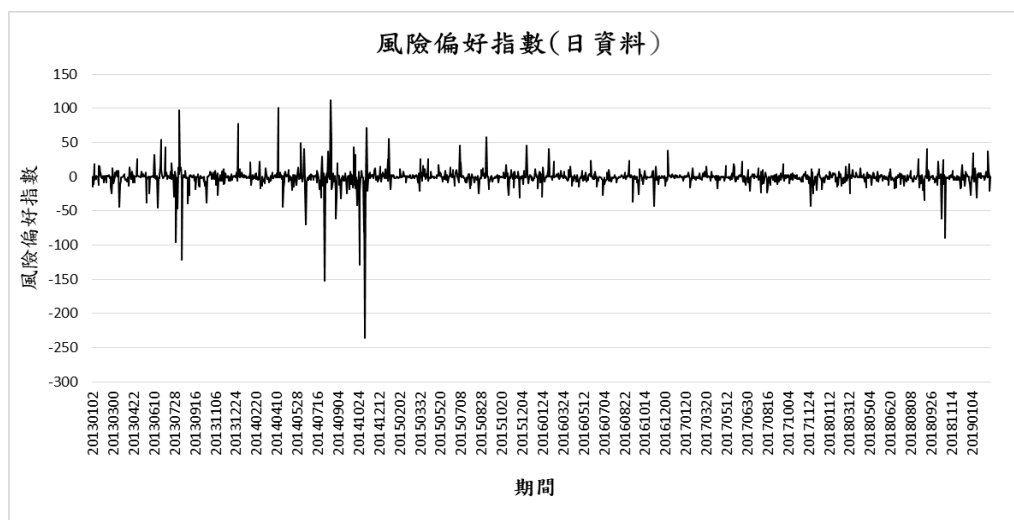


圖 4-4、風險偏好指數

二、總體經濟指標分析

在總體經濟指標部分，以圖 4-5 台灣的痛苦指數和圖 4-6 消費者信心指數來看，可以發現和楊明昌(2013) 藉由向量誤差修正模型的實證結果相仿，消費者信心與消費者物價指數存在長期均衡關係，消費者物價總指數對消費者信心有負向關係。



4-5、台灣痛苦指數圖

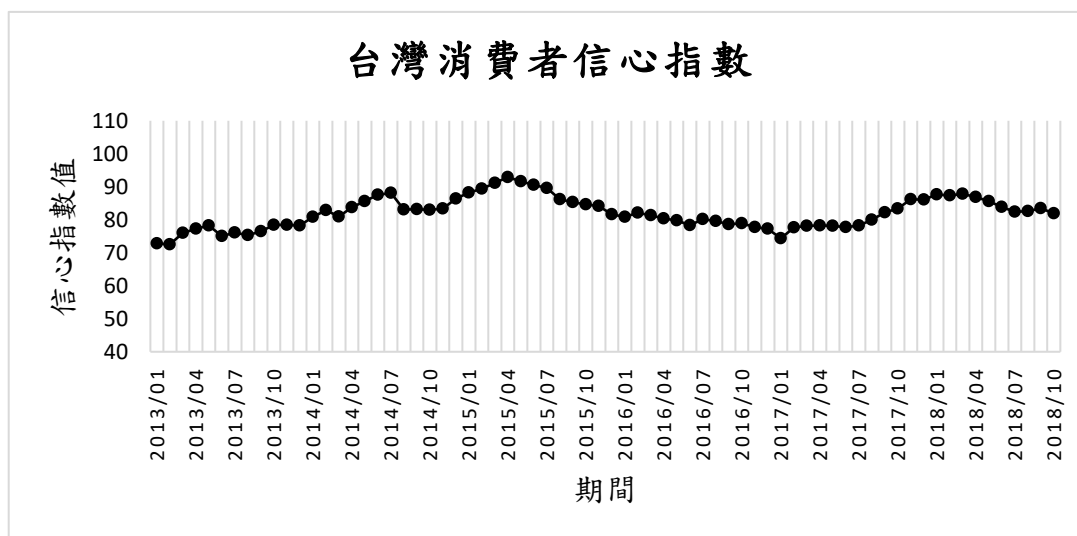


圖4-6、台灣消費者信心指數圖

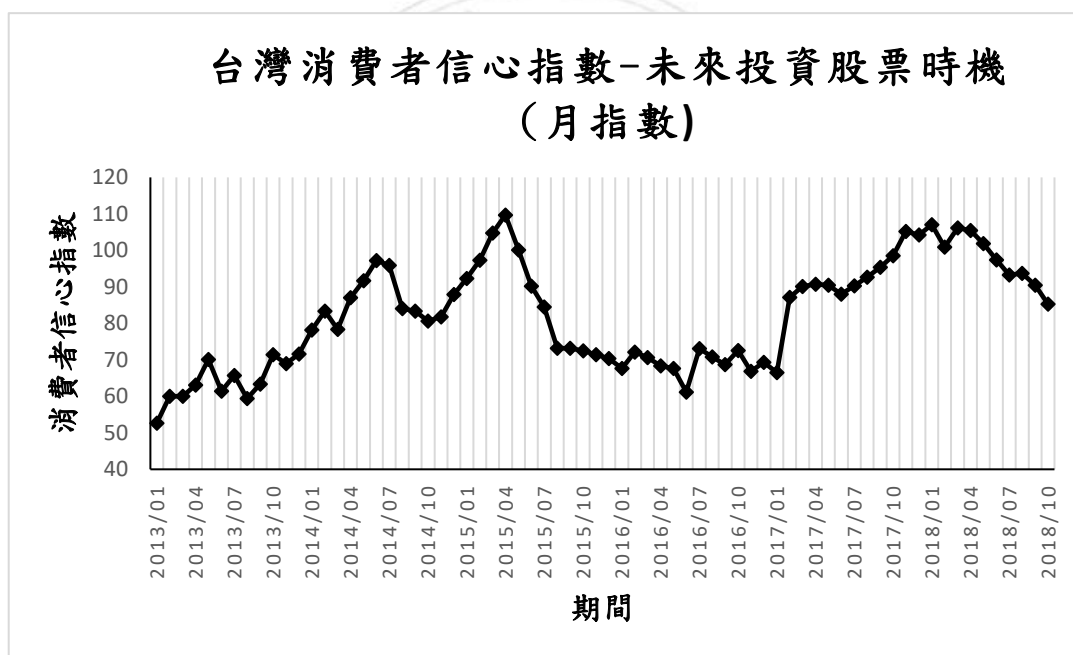


圖 4-7、消費者信心-未來投資時機指數

圖 4-7 顯示出消費者信心和未來投資股票時機有相關的趨勢。一般認為 OTC 指數是大盤指數趨勢的先行指標，大盤指數趨勢下跌時要能止跌，OTC 的股票要能先抗跌；相反的，在大盤指數趨勢上升時候再要往下，OTC 的股票也是先改方向的，因此觀察台灣 OTC 股價指數報酬也能影響股市投資人的情緒。以圖 4-8 台灣 OTC 股價指數報酬率來看，在 2015 年 8 月和 2018 年 8 月前後出現較低的日報酬率。

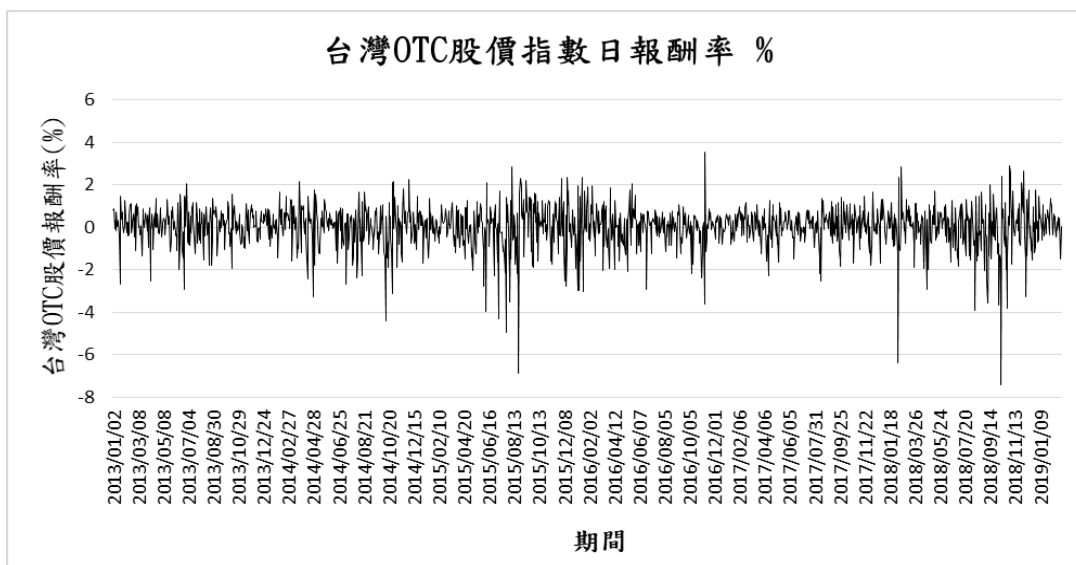


圖 4-8、台灣 OTC 股價指數日報酬率(%)

最後一個分析的情緒指標是台灣發行量加權股價指數報酬率如圖 4-9，把它和圖 4-8 同時來看的話，可以發現其高震盪波幅的時間是有其相關性的。

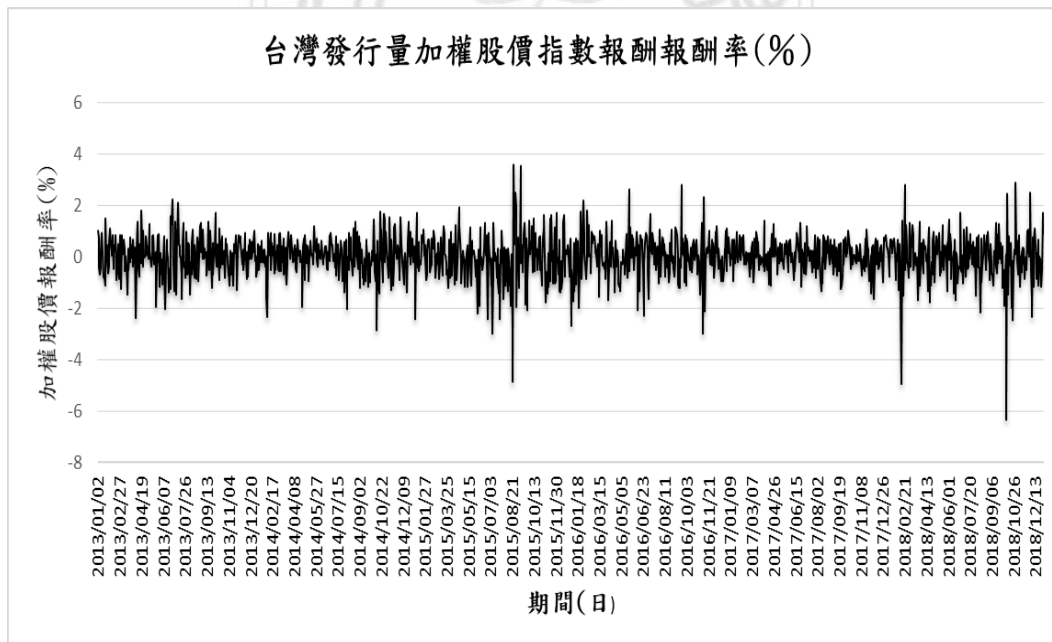


圖 4-9、台灣發行量加權股價指數報酬率(%)

三、整合性投資人情緒代表指標(SI)指數分析

以圖 4-10：整合性投資人情緒指標(SI)指數來看，2008 年次貸風暴的金融海嘯期的情緒指標最低，次低位置在 2012 年的亞洲金融危機，之後 2013 開始逐漸有向上的趨勢到 2015 年 5、6 月左右，再次因歐債危機呈現向下的走勢，2015 年中後期投資人情緒指標的低下現象來到 2016 年並沒出現好轉，直至 2107 年 1 月出現最低點(-0.6319)後，開始轉而向上，雖然不少經濟專家稱 2018 恐怕也會產生金融危機，依圖 4-10 來看，即使在美國川普總統啟動對中國的貿易政策，讓對中國中間財出口占 GDP 比重較高的台灣產生影響，但是投資人情緒指標雖有起伏卻仍維持在正值，表示台灣投資人或有擔心但卻仍具有信心。本研究期間為 2013 年到 2018 年，期間的投資人情緒指標高低互見。



圖 4-10、整合性投資人情緒代表指標(SI)指數

第三節 不同的投資人情緒在營收宣告後的累積異常報酬

接著分別用當月營收金額高低、月營收成長率(%)高低、一年標準化未預期營收月營收 SUE(%)高低和二年標準化未預期營收月營收 SUE(%)高低所形成的投資組合(5 組和 10 組)，同時加入投資人情緒狀態，計算其累積異常報酬率，分析投資組合的意義性。同時觀察在不同的投資人情緒下，累積異常報酬率的表現是否存在差異。文中所稱 T0 即為事件日 t 的代稱，月營收成長率(%)指的是和前一個月的差異。

一、當月營收金額高低所形成的投資組合之累積異常報酬率

(一) 以當月營收金額高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率

從表 4-2 可以看到，在 PanelA 全部樣本期間，累積異常報酬率的顯著性除了第 5 組沒有顯著效果外，其他各組在觀察期都有顯著。最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，在觀察期 T0~T+1、T0~T+2、T0~T+3、T0~T+5、T0~T+7 都具顯著性，且都為正，表示投資組合具有意義。在 T0~T+2 時累積異常報酬率最高為 0.223%，之後逐漸下降，到 T0~T+15 時開始出現負值。

在 PanelB 投資人情緒悲觀樣本期間，累積異常報酬率顯著性第 5 組顯著效果仍然不佳，其他各組在觀察期都有程度不一的顯著。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，在觀察期 T0~T+2、T0~T+3 都具顯著性，且都為正，在 T0~T+2 時累積異常報酬率最高為 0.208%，之後逐漸下降，到 T0~T+7 時開始出現反轉，而負報酬率在 T0~T+15 出現顯著性。

在 PanelC 投資人情緒中立樣本期間，累積異常報酬率顯著性第 5 組顯著效果仍然不佳。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，在觀察期 T0~T+1、T0~T+2、T0~T+3、T0~T+5、T0~T+7 都具顯著性，且都為正，表示投資組合具有意義。全期累積異常報酬率皆為正值。

在 PanelD 投資人情緒樂觀樣本期間，特別的是第 5 組在 T0~T+5、T0~T+7 和 T0~T+15 的累積異常報酬出現正顯著性。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，在事件日當天就出現顯著性，在觀察期 T0~T+1、T0~T+2、T0~T+3、T0~T+5、T0~T+7 都具顯著性，且都為正，表示投資組合具有意義。在 T0~T+5 時累積異常報酬率最高為 0.372%，為本表中最高，PanelD 的投資組合的累積異常報酬率最好。

表 4-2、不同的投資人情緒在當月營收金額高低所形成 5 個分位數投資組合之
累積異常報酬率

5 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel A:全部樣本期間								
1(最低)	-0.036** (-2.309)	-0.138*** (-5.921)	-0.217*** (-7.750)	-0.216*** (-6.941)	-0.216*** (-5.650)	-0.131*** (-3.060)	0.131** (2.113)	0.105 (1.220)
2	-0.038*** (-2.727)	-0.169*** (-7.636)	-0.285*** (-10.830)	-0.285*** (-9.445)	-0.314*** (-8.853)	-0.222*** (-5.585)	-0.100* (-1.782)	-0.054 (-0.674)
3	-0.067*** (-5.011)	-0.174*** (-8.356)	-0.258*** (-10.282)	-0.272*** (-9.499)	-0.312*** (-8.877)	-0.246*** (-6.875)	-0.184*** (-3.501)	-0.237*** (-2.934)
4	-0.040*** (-3.187)	-0.137*** (-7.004)	-0.194*** (-8.287)	-0.205*** (-7.630)	-0.191*** (-5.824)	-0.103*** (-2.801)	-0.065 (-1.246)	-0.047 (-0.622)
5(最高)	-0.009 (-0.768)	-0.010 (-0.572)	0.006 (0.260)	-0.004 (-0.151)	-0.014 (-0.480)	-0.002 (-0.045)	0.054 (1.132)	-0.011 (-0.153)
5(最高)- 1(最低)	0.027 (1.375)	0.128*** (4.365)	0.223*** (6.315)	0.212*** (5.363)	0.202*** (4.171)	0.130** (2.365)	-0.077 (-0.989)	-0.115 (-1.035)
Panel B:投資人情緒悲觀樣本期間								
1(最低)	-0.025 (-0.913)	-0.093** (-2.294)	-0.238*** (-4.901)	-0.206*** (-3.832)	-0.156** (-2.366)	0.053 (0.712)	0.378*** (3.509)	0.791*** (5.243)
2	-0.014 (-0.566)	-0.085** (-2.199)	-0.273*** (-5.899)	-0.223*** (-4.233)	-0.252*** (-4.043)	-0.030 (-0.433)	0.260*** (2.650)	0.588*** (4.165)
3	-0.024 (-1.072)	-0.116*** (-3.267)	-0.215*** (-5.023)	-0.227*** (-4.657)	-0.222*** (-3.738)	-0.058 (-0.867)	0.129 (1.341)	0.292** (2.126)
4	-0.021 (-0.952)	-0.116*** (-3.462)	-0.175*** (-4.366)	-0.192*** (-4.156)	-0.173*** (-3.068)	0.025 (0.399)	0.113 (1.247)	0.338*** (2.579)
5(最高)	-0.058*** (-2.806)	-0.034 (-1.100)	-0.026 (-0.703)	-0.032 (-0.764)	-0.096* (-1.865)	-0.035 (-0.584)	0.057 (0.684)	0.175 (1.413)
5(最高)- 1(最低)	-0.033 (-0.975)	0.057 (1.126)	0.208*** (3.389)	0.170** (2.474)	0.059 (0.703)	-0.086 (-0.904)	-0.321** (-2.370)	-0.602*** (-3.118)

表 4-2、不同的投資人情緒在當月營收金額高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率(續)

5 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel C:投資人情緒中立樣本期間								
1(最低)	0.013 (0.495)	-0.092** (-2.288)	-0.172*** (-3.517)	-0.162*** (-2.993)	-0.235*** (-3.534)	-0.281*** (-3.757)	-0.181* (-1.678)	-0.246 (-1.626)
2	0.003 (0.145)	-0.169*** (-4.433)	-0.231*** (-5.108)	-0.283*** (-5.465)	-0.350*** (-5.718)	-0.363*** (-5.304)	-0.393*** (-4.068)	-0.244* (-1.762)
3	-0.042* (-1.785)	-0.154*** (-4.232)	-0.243*** (-5.548)	-0.244*** (-4.880)	-0.339*** (-5.539)	-0.362*** (-5.217)	-0.424*** (-4.272)	-0.411*** (-2.890)
4	-0.040* (-1.804)	-0.119*** (-3.482)	-0.173*** (-4.237)	-0.176*** (-3.764)	-0.149*** (-2.624)	-0.191*** (-2.971)	-0.287*** (-3.153)	-0.159 (-1.209)
5(最高)	0.056*** (2.750)	0.024 (0.776)	0.018 (0.489)	-0.023 (-0.541)	-0.060 (-1.182)	-0.089 (-1.507)	-0.119 (-1.443)	-0.262** (-2.128)
5(最高)-1(最低)	0.043 (1.264)	0.113** (2.242)	0.187*** (3.040)	0.136** (1.977)	0.171** (2.035)	0.194** (2.039)	0.068 (0.502)	0.008 (0.042)
Panel D:投資人情緒樂觀樣本期間								
1(最低)	-0.097*** (-3.589)	-0.229*** (-5.636)	-0.238*** (-4.884)	-0.277*** (-5.145)	-0.259*** (-3.895)	-0.166** (-2.225)	0.193* (1.781)	-0.217 (-1.429)
2	-0.109*** (-4.429)	-0.263*** (-6.789)	-0.364*** (-7.887)	-0.356*** (-6.755)	-0.344*** (-5.608)	-0.271*** (-3.919)	-0.161 (-1.636)	-0.502*** (-3.567)
3	-0.139*** (-5.932)	-0.262*** (-7.073)	-0.323*** (-7.282)	-0.353*** (-6.982)	-0.385*** (-6.187)	-0.330*** (-4.778)	-0.309*** (-6.440)	-0.617*** (-4.278)
4	-0.062*** (-2.789)	-0.176*** (-5.154)	-0.236*** (-5.775)	-0.253*** (-5.374)	-0.252*** (-4.421)	-0.157** (-2.429)	-0.035 (-0.384)	-0.352*** (-2.646)
5(最高)	-0.026 (-1.273)	-0.021 (-0.666)	0.025 (0.673)	0.044 (1.044)	0.114** (2.220)	0.118** (1.993)	0.222*** (2.684)	0.042 (0.342)
5(最高)-1(最低)	0.071** (2.083)	0.206*** (4.026)	0.257*** (4.154)	0.318*** (4.604)	0.372*** (4.408)	0.281*** (2.951)	0.025 (0.183)	0.241 (1.244)

[說明]:***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性

以當月營收金額高低所形成的投資組合分成 5 組來看當投資人情緒不同時的累積異常報酬率圖 4-11，可以看到投資人樂觀情緒的累積異常報酬率相對高於投資人悲觀情緒的累積異常報酬率。

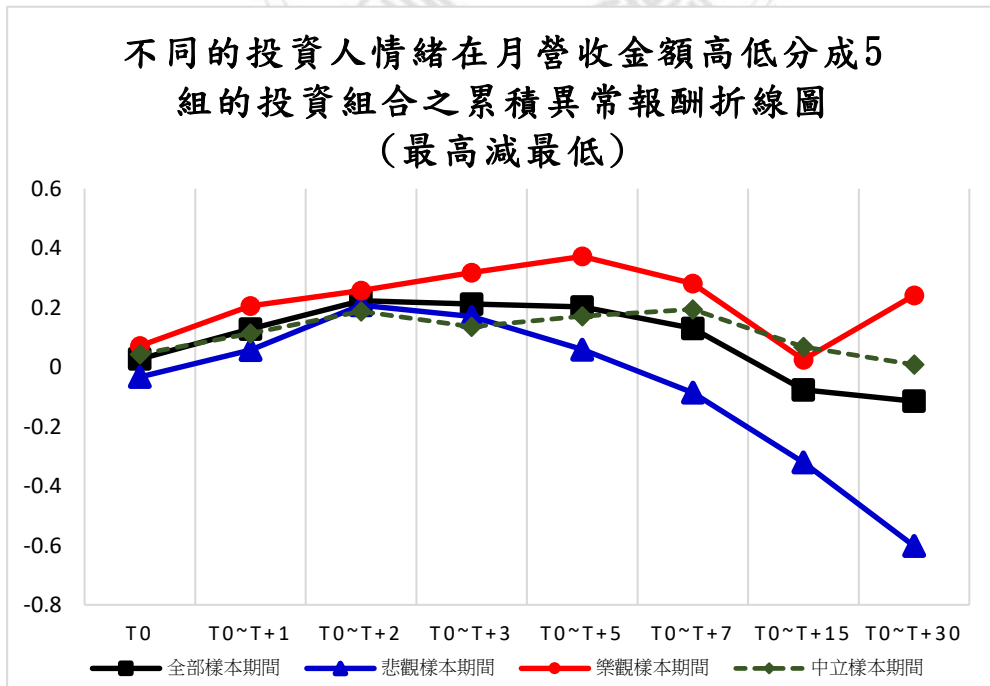


圖 4-11、不同的投資人情緒在月營收金額高低分成 5 組投資組合的累積異常報酬率

(二) 以當月營收金額高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率

從表 4-3 可以看到，在 PanelA 全部樣本期間，累積異常報酬率顯著性各有不同窗期的效果外，最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，在事件日當天就出現顯著性，在觀察期 T0~T+1、T0~T+2、T0~T+3、T0~T+5、T0~T+7 也都具顯著性，且都為正，表示投資組合具有意義。在 T0~T+2 時累積異常報酬率最高為 0.295%到 T0~T+15 時開始出現負值。

在 PanelB 投資人情緒悲觀樣本期間，累積異常報酬率顯著性第 10 組沒有顯著效果，其他各組在觀察期都有程度不一的顯著。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，在觀察期 T0~T+1、T0~T+2 和 T0~T+3 具顯著性，且都為正，在 T0~T+2 時累積異常報酬率最高為 0.297%，之後逐漸下降，到 T0~T+7 時開始出現負值，且負報酬率在 T0~T+15 出現顯著性，T0~T+30 甚至達-0.635%。

在 PanelC 投資人情緒中立樣本期間，各組的累積異常報酬率顯著性各有不同的效果。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，在觀察期 T0~T+1、T0~T+2、T0~T+3、T0~T+5、T0~T+7 都具顯著性，且都為正，表示投資組合具有意義。在 T0~T+2 時累積異常報酬率最高為 0.323%。

在 PanelD 投資人情緒樂觀樣本期間，在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，和分成 5 組一樣，在事件日當天就出現顯著性，並在觀察期 T0~T+1、T0~T+2、T0~T+3、T0~T+5、T0~T+7 都具顯著性，且都為正，表示投資組合具有意義。在 T0~T+5 時累積異常報酬率最高為 0.474%，為本表中最高，PanelD 的投資組合的累積異常報酬率最好，這部分也和分成前述分成 5 組時相同。

表 4-3、不同的投資人情緒在當月營收金額高低所形成 10 個分位數投資組合之
累積異常報酬率

10 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+1	T0~T+30
Panel A:全部樣本期間								
1(最低)	-0.043*	-0.148***	-0.219***	-0.199***	-0.217***	-0.100*	0.173**	0.132
	(-1.930)	(-4.708)	(-5.664)	(-4.697)	(-4.147)	(-1.695)	(1.993)	(1.110)
2	-0.029	-0.125***	-0.216***	-0.235***	-0.214***	-0.165***	0.089	0.078
	(-1.340)	(-3.616)	(-5.283)	(-5.144)	(-3.833)	(-2.658)	(1.000)	(0.626)
3	-0.013	-0.156***	-0.258***	-0.293***	-0.309***	-0.244***	-0.082	0.034
	(-0.638)	(-4.899)	(-6.847)	(-6.869)	(-6.187)	(-4.345)	(-1.044)	(0.299)
4	-0.062***	-0.184***	-0.313***	-0.278***	-0.320***	-0.199***	-0.118	-0.140
	(-3.172)	(-5.928)	(-8.459)	(-6.493)	(-6.337)	(-3.549)	(-1.480)	(-1.253)
5	-0.088***	-0.217***	-0.288***	-0.304***	-0.332***	-0.283***	-	-0.377***
	(-4.497)	(-7.038)	(-7.906)	(-7.286)	(-6.469)	(-5.769)	(-8.129)	(-3.240)
6	-0.049***	-0.138***	-0.232***	-0.244***	-0.294***	-0.199***	-0.058	-0.107
	(-2.655)	(-4.876)	(-6.693)	(-6.185)	(-6.106)	(-3.619)	(-0.743)	(-0.955)
7	-0.052***	-0.175***	-0.257***	-0.288***	-0.207***	-0.129**	-0.128*	-0.176*
	(-2.940)	(-6.164)	(-7.563)	(-7.400)	(-4.432)	(-2.474)	(-1.745)	(-1.667)
8	-0.028	-0.103***	-0.138***	-0.132***	-0.177***	-0.079	-0.001	0.084
	(-1.554)	(-3.780)	(-4.273)	(-3.543)	(-3.836)	(-1.502)	(-0.014)	(0.789)
9	-0.033**	-0.081***	-0.066**	-0.096***	-0.098**	-0.076	0.006	-0.075
	(-1.977)	(-3.279)	(-2.190)	(-2.824)	(-2.325)	(-1.590)	(0.094)	(-0.760)
10(最高)	0.016	0.064**	0.077**	0.093***	0.067	0.075	0.101	0.056
	(0.926)	(2.536)	(2.483)	(2.620)	(1.594)	(1.538)	(1.495)	(0.553)
10(最高)-1(最低)	0.059**	0.212***	0.295***	0.291***	0.284***	0.176**	-0.073	-0.077
	(2.100)	(5.253)	(5.971)	(5.281)	(4.235)	(2.289)	(-0.663)	(-0.495)
Panel B:投資人情緒悲觀樣本期間								
1(最低)	-0.082**	-0.119**	-0.266***	-0.199***	-0.131	0.059	0.425***	0.701***
	(-2.097)	(-2.151)	(-3.941)	(-2.688)	(-1.438)	(0.566)	(2.791)	(3.357)
2	0.028	-0.062	-0.208***	-0.216***	-0.184*	0.047	0.333**	0.885***
	(0.750)	(-1.038)	(-2.957)	(-2.739)	(-1.917)	(0.439)	(2.181)	(4.069)
3	0.012	-0.009	-0.192***	-0.180**	-0.182**	0.009	0.314**	0.765***
	(0.336)	(-0.158)	(-2.933)	(-2.445)	(-2.094)	(0.092)	(2.286)	(3.861)
4	-0.039	-0.161***	-0.352***	-0.268***	-0.323***	-0.069	0.203	0.403**
	(-1.131)	(-2.922)	(-5.369)	(-3.547)	(-3.620)	(-0.694)	(1.442)	(1.999)
5	-0.024	-0.157***	-0.204***	-0.212***	-0.148*	-0.000	0.187	0.408**
	(-0.708)	(-3.020)	(-3.305)	(-3.015)	(-1.711)	(-0.001)	(1.364)	(2.081)
6	-0.025	-0.080*	-0.226***	-0.243***	-0.292***	-0.115	0.069	0.176
	(-0.797)	(-1.650)	(-3.804)	(-3.583)	(-3.560)	(-1.225)	(0.512)	(0.915)
7	-0.091***	-0.215***	-0.337***	-0.409***	-0.304***	-0.133	-0.131	0.050
	(-2.962)	(-4.379)	(-5.700)	(-6.024)	(-3.747)	(-1.462)	(-1.015)	(0.267)
8	0.049	-0.029	-0.037	-0.008	-0.051	0.178**	0.346***	0.620***
	(1.590)	(-0.624)	(-0.675)	(-0.125)	(-0.655)	(1.999)	(2.725)	(3.371)
9	-0.066**	-0.090**	-0.081	-0.106*	-0.145**	-0.063	0.116	0.290*
	(-2.318)	(-2.083)	(-1.568)	(-1.806)	(-1.988)	(-0.763)	(0.998)	(1.675)
10(最高)	-0.048	0.028	0.031	0.047	-0.046	-0.008	-0.009	0.053
	(-1.614)	(0.626)	(0.571)	(0.756)	(-0.625)	(-0.095)	(-0.079)	(0.297)
10(最高)-1(最低)	0.033	0.145**	0.297***	0.245**	0.085	-0.057	-0.429**	-0.635**
	(0.676)	(2.046)	(3.418)	(2.525)	(0.725)	(-0.424)	(-2.232)	(-2.338)
Panel C:投資人情緒中立樣本期間								
1(最低)	0.042	-0.084	-0.178***	-0.141*	-0.254***	-0.228**	-0.163	-0.277
	(1.098)	(-1.535)	(-2.643)	(-1.925)	(-2.791)	(-2.204)	(-1.083)	(-1.336)
2	-0.015	-0.102*	-0.165**	-0.185**	-0.214**	-0.339***	-0.201	-0.217
	(-0.406)	(-1.685)	(-2.308)	(-2.321)	(-2.185)	(-3.119)	(-1.290)	(-0.981)
3	0.025	-0.159***	-0.190***	-0.296***	-0.353***	-0.419***	-0.312**	-0.151
	(0.709)	(-2.911)	(-2.941)	(-4.047)	(-4.116)	(-4.329)	(-2.290)	(-0.768)
4	-0.017	-0.178***	-0.271***	-0.270***	-0.346***	-0.306***	-	-0.334*
	(-0.497)	(-3.346)	(-4.250)	(-3.671)	(-3.962)	(-3.167)	(-3.473)	(-1.711)
5	-0.087**	-0.203***	-0.316***	-0.296***	-0.438***	-0.518***	-	-0.595***
	(-2.552)	(-3.796)	(-4.961)	(-4.083)	(-4.894)	(-5.151)	(-4.558)	(-2.897)
6	-0.001	-0.112**	-0.178***	-0.197***	-0.254***	-0.223**	-0.212	-0.243
	(-0.038)	(-2.257)	(-2.948)	(-2.852)	(-3.032)	(-2.327)	(-1.537)	(-1.232)
7	-0.006	-0.105**	-0.170***	-0.175***	-0.083	-0.151*	-0.262**	-0.215
	(-0.182)	(-2.177)	(-2.932)	(-2.642)	(-1.047)	(-1.691)	(-2.075)	(-1.173)
8	-0.078**	-0.134***	-0.177***	-0.181***	-0.218***	-0.235**	-0.312**	-0.100
	(-2.438)	(-2.782)	(-3.096)	(-2.743)	(-2.664)	(-2.528)	(-2.383)	(-0.527)
9	0.014	-0.064	-0.099*	-0.155***	-0.164**	-0.190**	-0.278**	-0.469***
	(0.497)	(-1.496)	(-1.944)	(-2.685)	(-2.281)	(-2.328)	(-2.393)	(-2.721)
10(最高)	0.102***	0.115***	0.143***	0.125**	0.040	0.023	0.046	-0.037
	(3.438)	(2.623)	(2.672)	(2.028)	(0.548)	(0.268)	(0.390)	(-0.208)
10(最高)-1(最低)	0.060	0.200***	0.323***	0.265***	0.292**	0.257*	0.217	0.270
	(1.244)	(2.849)	(3.742)	(2.754)	(2.495)	(1.920)	(1.143)	(1.004)

表 4-3、不同的投資人情緒在當月營收金額高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率(續)

10 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel D:投資人情緒樂觀樣本期間								
1(最低)	-0.092** (-2.377)	-0.241*** (-4.368)	-0.209*** (-3.112)	-0.255*** (-3.474)	-0.270*** (-2.952)	-0.127 (-1.227)	0.263* (1.743)	-0.019 (-0.093)
2	-0.102*** (-2.686)	-0.216*** (-3.560)	-0.272*** (-3.819)	-0.304*** (-3.820)	-0.246** (-2.540)	-0.212* (-1.956)	0.120 (0.767)	-0.434** (-1.961)
3	-0.082** (-2.250)	-0.312*** (-5.571)	-0.409*** (-6.171)	-0.411*** (-5.511)	-0.390*** (-4.500)	-0.314*** (-3.218)	-0.258* (-1.866)	-0.533*** (-2.670)
4	-0.134*** (-3.969)	-0.222*** (-4.124)	-0.327*** (-5.071)	-0.302*** (-4.064)	-0.298*** (-4.500)	-0.226** (-2.309)	-0.062 (-0.445)	-0.469** (-2.365)
5	-0.161*** (-4.660)	-0.303*** (-5.471)	-0.357*** (-5.494)	-0.419*** (-5.609)	-0.435*** (-4.756)	-0.401*** (-4.015)	-	-1.021*** (-4.855)
6	-0.121*** (-3.781)	-0.229*** (-4.607)	-0.295*** (-4.849)	-0.297*** (-4.331)	-0.341*** (-4.024)	-0.265*** (-2.727)	-0.042 (-0.306)	-0.257 (-1.299)
7	-0.062** (-1.993)	-0.207*** (-4.151)	-0.274*** (-4.573)	-0.293*** (-4.273)	-0.238*** (-2.894)	-0.105 (-1.138)	0.007 (0.052)	-0.410** (-2.151)
8	-0.061** (-1.966)	-0.149*** (-3.147)	-0.207*** (-3.687)	-0.220*** (-3.395)	-0.267*** (-3.368)	-0.205** (-2.278)	-0.067 (-0.527)	-0.291 (-1.565)
9	-0.047 (-1.596)	-0.092** (-2.101)	-0.012 (-0.227)	-0.022 (-0.360)	0.016 (0.215)	0.026 (0.304)	0.179 (1.511)	-0.070 (-0.398)
10(最高)	-0.007 (-0.240)	0.048 (1.091)	0.055 (1.040)	0.105* (1.736)	0.204*** (2.824)	0.208** (2.468)	0.260** (2.239)	0.145 (0.827)
-1(最低)	0.087* (1.785)	0.288*** (4.080)	0.259*** (3.007)	0.356*** (3.712)	0.474*** (4.055)	0.328** (2.476)	0.000 (0.002)	0.151 (0.566)

[說明]：***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性

以當月營收金額高低所形成的投資組合分成 10 組來看當投資人情緒不同時的累積異常報酬率的圖 4-12 可以看到投資人樂觀情緒的累積異常報酬率相對高於投資人悲觀情緒的累積異常報酬率。

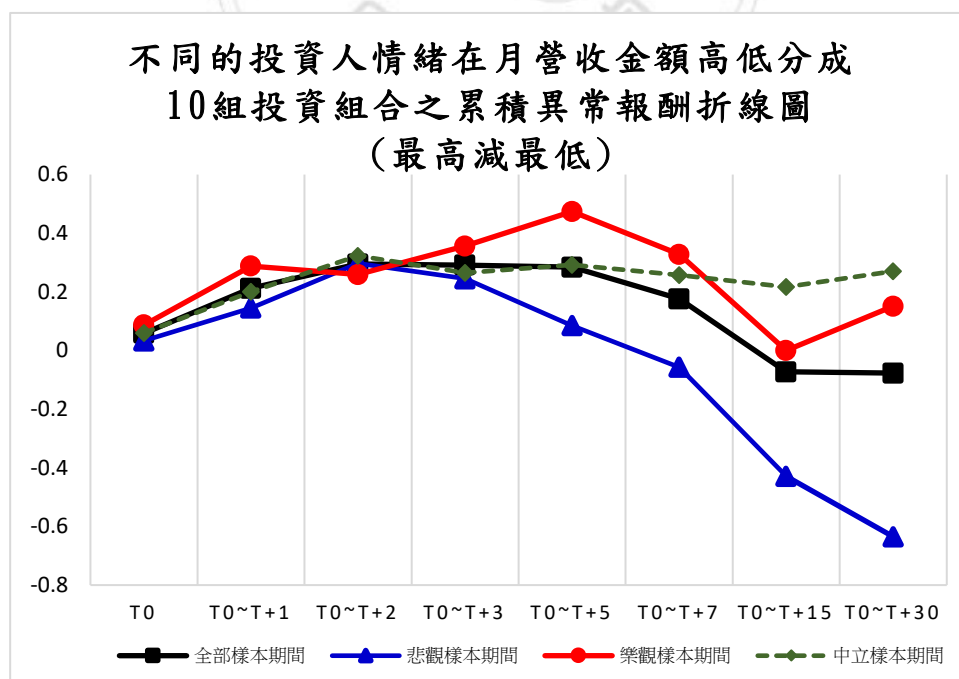


圖 4-12 不同的投資人情緒在月營收金額高低分成 10 組投資組合的累積異常報酬率

二、月營收成長率(%)高低所形成的投資組合之累積異常報酬率

(一) 以月營收成長率(%)高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率

以月營收成長率(%)高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率的表 4-4 可以看到，在 PanelA 全部樣本期間，累積異常報酬率顯著性在各組觀察期都有不同的顯著效果。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，在事件日當日就出現顯著，觀察期 $T_0\sim T+1$ 、 $T_0\sim T+2$ 、 $T_0\sim T+3$ 和 $T_0\sim T+5$ 都具顯著性，且都為正，表示投資組合具有意義。在 $T_0\sim T+1$ 時累積異常報酬率最高為 0.263%，到 $T_0\sim T+15$ 時開始出現顯著的負顯著。

在 PanelB 投資人情緒悲觀樣本期間，各組在各觀察期都有程度不一的顯著。但在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，只在觀察期 $T_0\sim T+1$ 、 $T_0\sim T+2$ 具顯著性。在 $T_0\sim T+1$ 時累積異常報酬率最高為 0.231%，到 $T_0\sim T+15$ 時開始出現負顯著。

在 PanelC 投資人情緒中立樣本期間，在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，在觀察期 $T_0\sim T+1$ 、 $T_0\sim T+2$ 和 $T_0\sim T+3$ 都具顯著性，且都為正，表示投資組合具有意義。在 $T_0\sim T+1$ 時累積異常報酬率最高為 0.314%，到 $T_0\sim T+15$ 時開始出現負報酬並具顯著性。

在 PanelD 投資人情緒樂觀樣本期間，在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，在觀察期 $T_0\sim T+1$ 、 $T_0\sim T+2$ 、 $T_0\sim T+3$ 、和 $T_0\sim T+7$ 都具顯著性，且都為正，表示投資組合具有意義。在 $T_0\sim T+1$ 時累積異常報酬率最高為 0.232%，在 $T_0\sim T+30$ 開時出現負報酬。

表 4-4、不同的投資人情緒在月營收成長率(%)高低所形成 5 個分位數投資組合之
累積異常報酬率

5 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel A:全部樣本期間								
1(最低)	-0.060*** (-4.075)	-0.272*** (-11.942)	-0.320*** (-11.785)	-0.337*** (-10.890)	-0.320*** (-8.529)	-0.235*** (-9.602)	0.114* (1.889)	0.087 (1.002)
2	-0.028** (-2.134)	-0.177*** (-9.033)	-0.232*** (-9.812)	-0.216*** (-8.058)	-0.214*** (-6.610)	-0.143*** (-3.908)	0.006 (0.116)	0.072 (0.967)
3	-0.049*** (-3.990)	-0.104*** (-5.581)	-0.160*** (-7.169)	-0.153*** (-5.981)	-0.150*** (-4.835)	-0.116*** (-3.315)	-0.035 (-0.710)	-0.045 (-0.632)
4	-0.027** (-2.099)	-0.030 (-1.537)	-0.065*** (-2.741)	-0.066** (-2.451)	-0.098*** (-3.003)	-0.051 (-1.385)	0.036 (0.701)	-0.032 (-0.423)
5(最高)	-0.020 (-1.380)	-0.008 (-0.340)	-0.120*** (-4.388)	-0.173*** (-5.596)	-0.229*** (-6.146)	-0.160*** (-3.800)	-0.296*** (-4.964)	-0.385*** (-4.459)
5(最高)- 1(最低)	0.040* (1.923)	0.263*** (8.196)	0.200*** (5.190)	0.164*** (3.743)	0.091* (1.725)	0.074 (1.519)	-0.410*** (-4.831)	-0.471*** (-3.840)
Panel B:投資人情緒悲觀樣本期間								
1(最低)	-0.046* (-1.812)	-0.212*** (-5.384)	-0.285*** (-6.042)	-0.275*** (-5.112)	-0.224*** (-3.453)	0.025 (0.340)	0.451*** (4.290)	0.882*** (5.843)
2	-0.028 (-1.231)	-0.148*** (-4.331)	-0.242*** (-5.864)	-0.188*** (-4.016)	-0.203*** (-3.587)	-0.066 (-1.022)	0.097 (1.063)	0.420*** (3.216)
3	-0.041* (-1.925)	-0.087*** (-2.695)	-0.158*** (-4.066)	-0.139*** (-3.135)	-0.171*** (-3.157)	-0.055 (-0.900)	0.071 (0.817)	0.269** (2.144)
4	-0.017 (-0.757)	-0.013 (-0.400)	-0.080** (-1.971)	-0.079* (-1.726)	-0.075 (-1.348)	0.075 (1.187)	0.324*** (3.641)	0.462*** (3.569)
5(最高)	-0.020 (-0.820)	0.021 (0.553)	-0.123*** (-2.656)	-0.190*** (-3.621)	-0.232*** (-3.663)	-0.045 (-0.621)	-0.096 (-0.941)	0.042 (0.282)
5(最高)- 1(最低)	0.026 (0.736)	0.231*** (4.208)	0.159** (2.413)	0.081 (1.079)	-0.010 (-0.110)	-0.073 (-0.708)	-0.546*** (-3.747)	-0.857*** (-4.086)
Panel C:投資人情緒中立樣本期間								
1(最低)	-0.019 (-0.764)	-0.278*** (-7.019)	-0.331*** (-7.017)	-0.364*** (-6.765)	-0.344*** (-5.290)	-0.312*** (-4.213)	-0.072 (-0.676)	-0.158 (-1.035)
2	0.020 (0.912)	-0.158*** (-4.627)	-0.201*** (-4.852)	-0.209*** (-4.455)	-0.231*** (-4.073)	-0.259*** (-4.006)	-0.128 (-1.405)	-0.010 (-0.073)
3	-0.030 (-1.416)	-0.113*** (-3.511)	-0.180*** (-4.650)	-0.193*** (-4.396)	-0.214*** (-3.987)	-0.283*** (-4.667)	-0.295*** (-3.422)	-0.311** (-2.513)
4	0.004 (0.186)	0.034 (1.017)	0.007 (0.162)	0.000 (0.003)	-0.094* (-1.687)	-0.120* (-1.897)	-0.286*** (-3.213)	-0.222* (-1.718)
5(最高)	0.030 (1.190)	0.040 (1.022)	-0.051 (-1.088)	-0.092* (-1.720)	-0.205*** (-3.170)	-0.272*** (-3.705)	-0.606*** (-5.822)	-0.684*** (-4.523)
5(最高)- 1(最低)	0.050 (1.411)	0.314*** (5.649)	0.277*** (4.147)	0.269*** (3.553)	0.140 (1.525)	0.042 (0.402)	-0.535*** (-3.612)	-0.507** (-2.384)
Panel D:投資人情緒樂觀樣本期間								
1(最低)	-0.115*** (-4.478)	-0.329*** (-8.288)	-0.349*** (-7.399)	-0.377*** (-7.037)	-0.398*** (-6.079)	-0.350*** (-4.860)	-0.247*** (-4.230)	-0.473*** (-3.101)
2	-0.075*** (-3.370)	-0.224*** (-6.691)	-0.254*** (-6.288)	-0.249*** (-5.469)	-0.207*** (-3.751)	-0.108* (-1.734)	0.033 (0.373)	-0.219* (-1.722)
3	-0.079*** (-3.707)	-0.115*** (-3.527)	-0.143*** (-3.650)	-0.126*** (-2.808)	-0.068 (-1.270)	-0.016 (-0.259)	0.119 (1.373)	-0.083 (-0.659)
4	-0.070*** (-3.096)	-0.117*** (-3.339)	-0.125*** (-2.970)	-0.123** (-2.576)	-0.129** (-2.223)	-0.114* (-1.721)	0.070 (0.758)	-0.359*** (-2.660)
5(最高)	-0.073*** (-2.838)	-0.093** (-2.293)	-0.189*** (-3.909)	-0.241*** (-4.394)	-0.253*** (-3.835)	-0.177** (-2.353)	-0.197* (-1.859)	-0.539*** (-3.487)
5(最高)- 1(最低)	0.041 (1.138)	0.232*** (4.096)	0.157** (2.331)	0.134* (1.752)	0.144 (1.544)	0.174* (1.666)	0.053 (0.443)	-0.063 (-0.294)

[說明]:***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性

以月營收成長率高低所形成的投資組合分成 5 組的圖 4-13 來看當投資人情緒不同時的累積異常報酬率，可以看到投資人樂觀情緒的累積異常報酬率相對高於投資人悲觀情緒的累積異常報酬率。

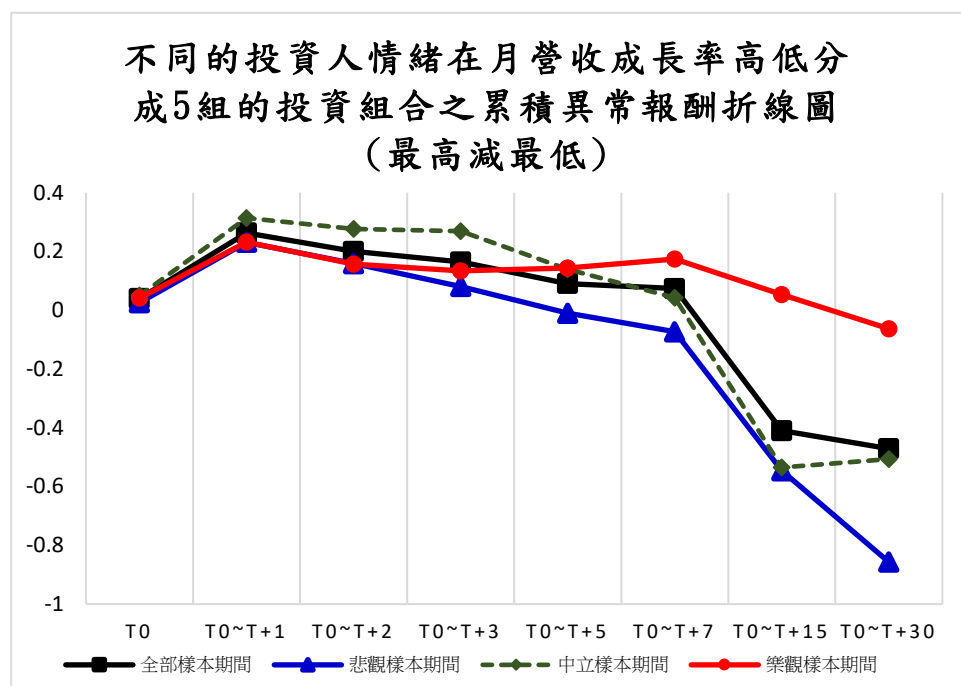


圖 4-13 不同的投資人情緒在月營收成長率高低分成 5 組投資組合的累積異常報酬率

(二) 以月營收成長率(%)高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率

從表 4-5 可以看到，在 PanelA 全部樣本期間，累積異常報酬率顯著性在各組觀察期都有不同的顯著效果。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，在事件日當日就出現顯著，觀察期 T0~T+1、T0~T+2、T0~T+3 都具顯著性，且都為正，表示投資組合具有意義。在 T0~T+1 時累積異常報酬率最高為 0.302%，到 T0~T+15 時開始出現顯著的負顯著報酬。

在 PanelB 投資人情緒悲觀樣本期間，第 1 到 5 組的觀察期比較有程度不一的顯著，在第 6 到 10 組的顯著效果差。但在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，

在事件日當日和 T0~T+1 具正顯著性。在 T0~T+1 時累積異常報酬率最高為 0.277%，T0~T+5 時開始出現負報酬，T0~T+7 時負報酬開始呈現顯著。

在 PanelC 投資人情緒中立樣本期間，累積異常報酬率顯著性在各組觀察期都有不同的顯著效果。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，觀察期 T0~T+1、T0~T+2 和 T0~T+3 都具顯著性，且都為正，表示投資組合具有意義。在 T0~T+2 時累積異常報酬率最高為 0.292%，到 T0~T+15 時開始出現負報酬並具顯著性。

在 PanelD 投資人情緒樂觀樣本期間，累積異常報酬率顯著性在各組觀察期都有不同的顯著效果。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，觀察期 T0~T+1、T0~T+2 和 T0~T+7 具有顯著性，且都為正，在 T0~T+1 時累積異常報酬率最高為 0.344%。

表 4-5、不同的投資人情緒在月營收成長率(%)高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率

10 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel A:全部樣本期間								
1(最低)	-0.065*** (-2.994)	-0.283*** (-8.283)	-0.339*** (-8.368)	-0.345*** (-7.488)	-0.330*** (-5.913)	-0.243*** (-3.820)	0.090 (0.981)	0.089 (0.676)
2	-0.055*** (-2.748)	-0.263*** (-8.619)	-0.305*** (-8.353)	-0.333*** (-7.953)	-0.314*** (-6.190)	-0.246*** (-452.466)	0.129 (1.606)	0.085 (0.730)
3	-0.047** (-2.531)	-0.246*** (-8.697)	-0.298*** (-8.713)	-0.293*** (-7.578)	-0.302*** (-6.464)	-0.253*** (-4.756)	-0.086 (-1.155)	-0.072 (-0.673)
4	-0.010 (-0.570)	-0.112*** (-4.144)	-0.172*** (-5.245)	-0.145*** (-3.902)	-0.133*** (-2.963)	-0.045 (-0.889)	0.089 (1.242)	0.198* (1.921)
5	-0.066*** (-3.793)	-0.140*** (-5.287)	-0.199*** (-6.258)	-0.200*** (-5.511)	-0.194*** (-4.409)	-0.144*** (-2.891)	0.006 (0.079)	0.039 (0.385)
6	-0.032* (-1.862)	-0.070*** (-2.663)	-0.122*** (-3.873)	-0.105*** (-2.930)	-0.108** (-2.469)	-0.090* (-1.829)	-0.074 (-1.061)	-0.127 (-1.275)
7	-0.021 (-1.214)	-0.038 (-1.396)	-0.054* (-1.664)	-0.056 (-1.530)	-0.101** (-2.251)	-0.050 (-0.995)	0.047 (0.654)	-0.013 (-0.126)
8	-0.032* (-1.708)	-0.022 (-0.782)	-0.077** (-2.242)	-0.076* (-1.955)	-0.092* (-1.926)	-0.048 (-0.890)	0.025 (0.338)	-0.046 (-0.422)
9	-0.044** (-2.208)	-0.032 (-1.035)	-0.105*** (-2.830)	-0.123*** (-2.921)	-0.156*** (-3.082)	-0.092 (-1.602)	-0.212*** (-2.644)	-0.238** (-2.049)
10(最高)	0.007 (0.334)	0.020 (0.585)	-0.137*** (-3.422)	-0.232*** (-5.094)	-0.314*** (-5.713)	-0.240*** (-3.863)	-0.401*** (-4.482)	-0.562*** (-4.360)
10(最高)-1(最低)	0.073** (2.369)	0.302*** (6.313)	0.201*** (3.522)	0.113* (1.739)	0.016 (0.201)	0.003 (0.030)	-0.489*** (-3.819)	-0.649*** (-3.523)

表 4-5、不同的投資人情緒在月營收成長率(%)高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率(續)

10 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel B: 投資人情緒悲觀樣本期間								
1(最低)	-0.104*** (-2.829)	-0.211*** (-3.617)	-0.261*** (-3.774)	-0.257*** (-3.254)	-0.166* (-1.750)	0.075 (0.695)	0.456*** (2.940)	0.898*** (4.029)
2	0.008 (0.238)	-0.213*** (-3.983)	-0.306*** (-4.749)	-0.291*** (-3.969)	-0.276*** (-3.108)	-0.019 (-0.193)	0.447*** (3.130)	0.871*** (4.243)
3	-0.014 (-0.427)	-0.156*** (-3.173)	-0.221*** (-3.696)	-0.210*** (-3.111)	-0.221*** (-2.705)	-0.111 (-1.200)	0.148 (1.130)	0.471** (2.522)
4	-0.041 (-1.302)	-0.141*** (-2.958)	-0.263*** (-4.592)	-0.168*** (-2.586)	-0.188** (-2.384)	-0.025 (-0.275)	0.049 (0.383)	0.372** (2.038)
5	-0.081*** (-2.636)	-0.171*** (-3.702)	-0.224*** (-4.021)	-0.225*** (-3.539)	-0.267*** (-3.421)	-0.146* (-1.663)	0.055 (0.439)	0.326* (1.815)
6	-0.003 (-0.087)	-0.005 (-0.116)	-0.094* (-1.731)	-0.057 (-0.918)	-0.082 (-1.099)	0.030 (0.354)	0.090 (0.744)	0.223 (1.269)
7	0.007 (0.219)	-0.021 (-0.466)	-0.085 (-1.565)	-0.047 (-0.762)	-0.068 (-0.905)	0.080 (0.939)	0.339*** (2.805)	0.514*** (2.937)
8	-0.047 (-1.418)	-0.005 (-0.106)	-0.075 (-1.248)	-0.119* (-1.738)	-0.085 (-1.030)	0.066 (0.702)	0.302** (2.297)	0.394** (2.052)
9	-0.028 (-0.825)	-0.016 (-0.313)	-0.098 (-1.556)	-0.145** (-2.046)	-0.131 (-1.542)	0.090 (0.923)	0.029 (0.216)	0.319 (1.600)
10(最高)	-0.011 (-0.295)	0.068 (1.177)	-0.153** (-2.219)	-0.242*** (-3.111)	-0.354*** (-3.740)	-0.205* (-1.930)	-0.254* (-1.654)	-0.301 (-1.356)
10(最高)-1(最低)	0.094* (1.817)	0.277*** (3.390)	0.107 (1.103)	0.010 (0.090)	-0.193 (-1.441)	-0.289* (-1.908)	-0.713*** (-3.273)	-1.216*** (-3.891)
Panel C: 投資人情緒中立樣本期間								
1(最低)	0.030 (0.794)	-0.257*** (-4.343)	-0.354*** (-5.011)	-0.364*** (-4.537)	-0.341*** (-4.537)	-0.344*** (-3.109)	-0.048 (-0.303)	0.054 (0.234)
2	-0.060* (-1.752)	-0.294*** (-5.529)	-0.312*** (-4.920)	-0.365*** (-5.022)	-0.348*** (-3.959)	-0.286*** (-2.872)	-0.090 (-0.634)	-0.321 (-1.575)
3	-0.035 (-1.091)	-0.251*** (-5.077)	-0.317*** (-5.296)	-0.374*** (-5.518)	-0.399*** (-4.860)	-0.458*** (-4.894)	-0.286** (-2.167)	-0.120 (-0.629)
4	0.074** (2.368)	-0.073 (-1.541)	-0.094* (-1.646)	-0.057 (-0.878)	-0.077 (-0.984)	-0.077 (-0.866)	0.019 (0.150)	0.092 (0.503)
5	-0.061** (-2.010)	-0.161*** (-3.502)	-0.245*** (-4.405)	-0.274*** (-4.323)	-0.310*** (-4.040)	-0.359*** (-4.148)	-0.284** (-2.301)	-0.347** (-1.961)
6	0.000 (0.012)	-0.067 (-1.492)	-0.119** (-2.227)	-0.120** (-1.965)	-0.122 (-1.622)	-0.210** (-2.480)	-0.309** (-2.566)	-0.284* (-1.646)
7	-0.004 (-0.134)	0.012 (0.256)	-0.011 (-0.187)	-0.025 (-0.397)	-0.107 (-1.374)	-0.138 (-1.570)	-0.241* (-1.937)	-0.140 (-0.775)
8	0.011 (0.353)	0.056 (1.163)	0.025 (0.440)	0.029 (0.443)	-0.081 (-1.016)	-0.100 (-1.105)	-0.330*** (-2.586)	-0.306* (-1.653)
9	-0.006 (-0.167)	0.049 (0.910)	-0.045 (-0.700)	-0.048 (-0.662)	-0.151* (-1.703)	-0.236** (-2.360)	-0.571*** (-4.069)	-0.689*** (-3.373)
10(最高)	0.069* (1.883)	0.029 (0.501)	-0.058 (-0.832)	-0.142* (-1.801)	-0.266*** (-2.802)	-0.313*** (-2.909)	-0.646*** (-4.166)	-0.672*** (-2.984)
10(最高)-1(最低)	0.042 (0.800)	0.283*** (3.443)	0.292*** (2.968)	0.221** (1.970)	0.075 (0.555)	0.032 (0.210)	-0.606*** (-2.736)	-0.733** (-2.296)
Panel D: 投資人情緒樂觀樣本期間								
1(最低)	-0.122*** (-3.107)	-0.388*** (-6.401)	-0.408*** (-5.705)	-0.419*** (-5.187)	-0.496*** (-5.028)	-0.487*** (-4.355)	-0.173 (-1.063)	-0.775*** (-3.277)
2	-0.110*** (-3.240)	-0.284*** (-5.414)	-0.302*** (-4.819)	-0.342*** (-4.792)	-0.317*** (-3.632)	-0.251*** (-2.820)	-0.018 (-0.149)	-0.258 (-1.292)
3	-0.095*** (-2.947)	-0.332*** (-6.853)	-0.359*** (-6.146)	-0.297*** (-4.520)	-0.291*** (-3.646)	-0.198** (-2.196)	-0.138 (-1.076)	-0.588*** (-3.199)
4	-0.059* (-1.940)	-0.126*** (-2.717)	-0.158*** (-2.829)	-0.202*** (-3.203)	-0.130* (-1.715)	-0.028 (-0.327)	0.193 (1.560)	0.121 (0.681)
5	-0.062** (-2.071)	-0.089** (-1.971)	-0.129** (-2.370)	-0.109* (-1.752)	-0.019 (-0.251)	0.057 (0.659)	0.230* (1.894)	0.152 (0.863)
6	-0.097*** (-3.168)	-0.145*** (-3.096)	-0.161*** (-2.852)	-0.150** (-2.333)	-0.122 (-1.574)	-0.092 (-1.056)	0.008 (0.064)	-0.322* (-1.783)
7	-0.074** (-2.382)	-0.101** (-2.104)	-0.056 (-0.960)	-0.090 (-1.367)	-0.138* (-1.721)	-0.112 (-1.236)	0.005 (0.037)	-0.517*** (-2.771)
8	-0.064* (-1.941)	-0.133*** (-2.624)	-0.201*** (-3.276)	-0.156** (-2.244)	-0.120 (-1.412)	-0.116 (-1.203)	0.128 (0.957)	-0.198 (-1.015)
9	-0.101*** (-2.867)	-0.139** (-2.514)	-0.177*** (-2.690)	-0.176** (-2.353)	-0.189** (-2.097)	-0.151 (-1.468)	-0.113 (-0.797)	-0.384* (-1.844)
10(最高)	-0.043 (-1.116)	-0.043 (-0.720)	-0.205*** (-2.887)	-0.318*** (-3.937)	-0.326*** (-3.373)	-0.208* (-1.878)	-0.302* (-1.908)	-0.725*** (-3.153)
10(最高)-1(最低)	0.079 (1.450)	0.344*** (4.043)	0.201** (1.996)	0.104 (0.908)	0.170 (1.234)	0.286* (1.822)	-0.128 (-0.564)	0.041 (0.126)

[說明]：***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性

以月營收成長率高低所形成的投資組合分成 10 組來看當投資人情緒不同時的累積異常報酬率圖 4-14，可以看到投資人樂觀情緒的累積異常報酬率相對高於投資人悲觀情緒的累積異常報酬率。

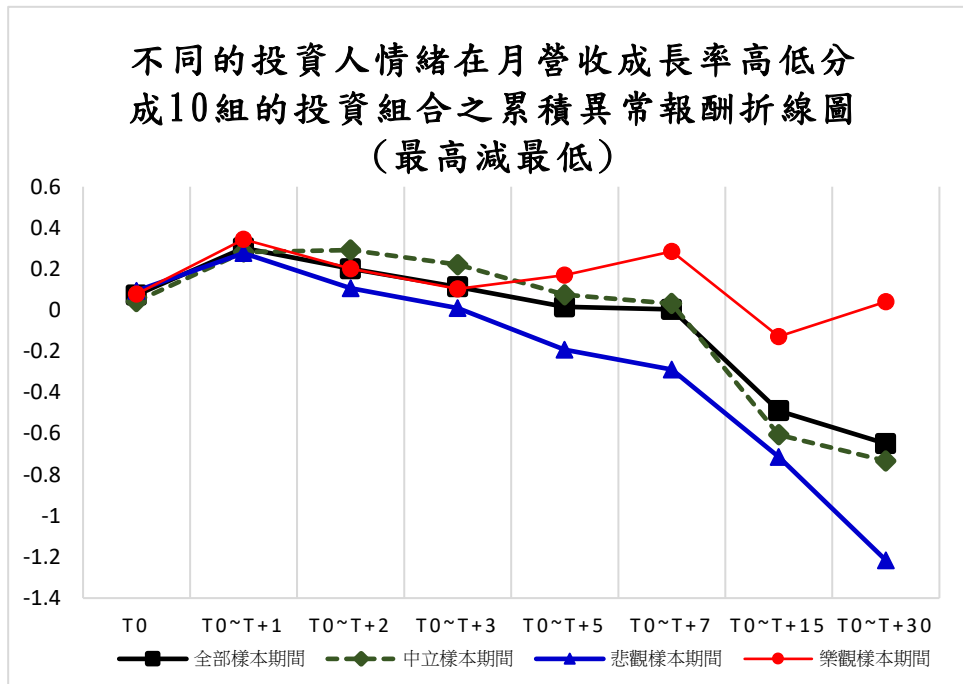


圖 4-14、不同的投資人情緒在月營收成長率高低分成 10 組投資組合的累積異常報酬率

三、標準化未預期營收月營收 SUE(%) 高低所形成的投資組合之累積異常報酬率

(一) 月營收 SUE(一年平均數) 高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率

從表 4-6 可以看到，在 PanelA 全部樣本期間，累積異常報酬率顯著性在各組觀察期都有不同的顯著效果。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，從觀察期 T0~T+1 到 T0~T+7 具有正顯著性，表示投資組合具有意義。在 T0~T+3 時累積異常報酬率最高為 0.213%，全觀察期無負報酬。

在 PanelB 投資人情緒悲觀樣本期間，各組的觀察期比較有程度不一的顯著，在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，在 T0~T+2、T0~T+3 和 T0~T+5 具有正顯著性，表示投資組合具有意義。在 T0~T+2 時累積異常報酬率最高為 0.257%。

在 PanelC 投資人情緒中立樣本期間，除了第 5 組沒有顯著的累積異常報酬率外，其他各組觀察期都有不同的顯著效果。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率中，只有觀察期 T0~T+2 具顯著性。

PanelD 投資人情緒樂觀樣本期間，累積異常報酬率顯著性在各組觀察期都有不同的顯著效果。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，事件日當天就出現正的顯著報酬，從觀察期 T0~T+1 到 T0~T+7 具有顯著性，且都為正，表示投資組合具有意義。在 T0~T+3 時累積異常報酬率最高為 0.322%，全觀察期間皆為正報酬。

表 4-6、不同的投資人情緒在月營收 SUE(一年平均數)高低所形成 5 個分位數
投資組合之累積異常報酬率

5 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel A:全部樣本期間								
1(最低)	-0.050*** (-3.308)	-0.155*** (-6.748)	-0.244*** (-8.861)	-0.257*** (-8.297)	-0.256*** (-6.796)	-0.188*** (-4.452)	-0.009 (-0.148)	-0.029 (-0.340)
2	-0.047*** (-3.327)	-0.157*** (-7.164)	-0.247*** (-9.380)	-0.255*** (-8.517)	-0.291*** (-8.047)	-0.208*** (-5.120)	-0.164*** (-2.847)	-0.171** (-2.090)
3	-0.047*** (-3.466)	-0.166*** (-7.870)	-0.248*** (-9.798)	-0.242*** (-8.417)	-0.249*** (-7.152)	-0.134*** (-3.418)	-0.014 (-0.254)	-0.015 (-0.187)
4	-0.028** (-2.191)	-0.098*** (-5.051)	-0.154*** (-6.661)	-0.171*** (-6.447)	-0.174*** (-5.371)	-0.214*** (-10.665)	-0.047 (-0.921)	-0.135* (-1.800)
5(最高)	-0.023* (-1.924)	-0.044** (-2.462)	-0.042* (-1.913)	-0.043* (-1.731)	-0.063** (-2.105)	-0.028 (-0.826)	0.051 (1.057)	0.069 (0.977)
5(最高)-1(最低)	0.027 (1.398)	0.110*** (3.766)	0.201*** (5.737)	0.213*** (5.371)	0.192*** (3.996)	0.159*** (2.921)	0.060 (0.775)	0.098 (0.887)
Panel B:投資人情緒悲觀樣本期間								
1(最低)	-0.024 (-0.916)	-0.092** (-2.312)	-0.276*** (-5.798)	-0.240*** (-4.491)	-0.229*** (-3.509)	-0.029 (-0.401)	0.195* (1.874)	0.536*** (3.655)
2	-0.008 (-0.325)	-0.087** (-2.265)	-0.218*** (-4.738)	-0.209*** (-3.979)	-0.167*** (-2.631)	0.017 (0.233)	0.161 (1.590)	0.484*** (3.337)
3	-0.059** (-2.535)	-0.187*** (-5.151)	-0.299*** (-6.856)	-0.283*** (-5.711)	-0.274*** (-4.577)	-0.014 (-0.201)	0.264*** (2.749)	0.585*** (4.228)
4	-0.034 (-1.578)	-0.055* (-1.659)	-0.130*** (-3.225)	-0.151*** (-3.308)	-0.179*** (-3.193)	-0.061 (-0.957)	0.052 (0.575)	0.169 (1.291)
5(最高)	-0.026 (-1.282)	-0.036 (-1.158)	-0.018 (-0.487)	-0.015 (-0.346)	-0.066 (-1.298)	0.024 (0.408)	0.187** (2.240)	0.347*** (2.821)
5(最高)-1(最低)	-0.002 (-0.062)	0.054 (1.078)	0.257*** (4.258)	0.224*** (3.280)	0.162** (1.960)	0.056 (0.602)	-0.010 (-0.075)	-0.178 (-0.942)

表 4-6、不同的投資人情緒在月營收 SUE(一年平均數)高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率(續)

5 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel C: 投資人情緒中立樣本期間								
1(最低)	0.006 (0.240)	-0.086** (-2.214)	-0.118** (-2.522)	-0.132** (-2.499)	-0.167*** (-2.591)	-0.229*** (-3.183)	-0.255** (-2.481)	-0.279* (-1.921)
2	-0.037 (-1.477)	-0.180*** (-4.679)	-0.292*** (-6.339)	-0.305*** (-5.836)	-0.388*** (-6.164)	-0.390*** (-5.504)	-0.488*** (-4.842)	-0.379*** (-2.625)
3	0.008 (0.352)	-0.091** (-2.482)	-0.174*** (-3.951)	-0.170*** (-3.400)	-0.266*** (-4.393)	-0.308*** (-4.517)	-0.374*** (-3.869)	-0.398*** (-2.866)
4	0.017 (0.778)	-0.113*** (-3.335)	-0.189*** (-4.668)	-0.230*** (-4.967)	-0.235*** (-4.143)	-0.262*** (-4.065)	-0.191** (-2.083)	-0.252* (-1.894)
5(最高)	-0.001 (-0.029)	-0.020 (-0.647)	-0.008 (-0.222)	-0.033 (-0.762)	-0.061 (-1.169)	-0.084 (-1.404)	-0.129 (-1.548)	-0.076 (-0.618)
5(最高)-1(最低)	-0.006 (-0.189)	0.064 (1.299)	0.107* (1.782)	0.095 (1.407)	0.105 (1.267)	0.148 (1.590)	0.125 (0.953)	0.198 (1.053)
Panel D: 投資人情緒樂觀樣本期間								
1(最低)	-0.138*** (-5.180)	-0.301*** (-7.313)	-0.347*** (-7.067)	-0.413*** (-7.490)	-0.380*** (-5.714)	-0.307*** (-4.089)	0.039 (0.368)	-0.363** (-2.405)
2	-0.096*** (-3.962)	-0.208*** (-5.547)	-0.237*** (-5.226)	-0.256*** (-4.987)	-0.319*** (-5.150)	-0.251*** (-3.601)	-0.169* (-1.703)	-0.595*** (-4.186)
3	-0.092*** (-3.830)	-0.224*** (-6.029)	-0.273*** (-6.158)	-0.276*** (-5.475)	-0.211*** (-3.464)	-0.089 (-1.298)	0.063 (0.646)	-0.245* (-1.750)
4	-0.066*** (-3.004)	-0.127*** (-3.778)	-0.149*** (-3.717)	-0.138*** (-3.013)	-0.115** (-2.053)	-0.161*** (-3.269)	-0.068 (-0.852)	-0.345*** (-2.618)
5(最高)	-0.043** (-2.052)	-0.079** (-2.478)	-0.100*** (-2.621)	-0.082* (-1.883)	-0.063 (-1.185)	-0.029 (-0.474)	0.096 (1.122)	-0.075 (-0.592)
5(最高)-1(最低)	0.095*** (2.797)	0.219*** (4.207)	0.237*** (3.795)	0.322*** (4.587)	0.314*** (3.698)	0.278*** (2.884)	0.059 (0.432)	0.287 (1.469)

[說明]: ***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性

月營收 SUE(一年平均數)高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率來看當投資人情緒不同時的累積異常報酬率(如圖 4-15)，可以看到投資人樂觀情緒和悲觀情緒的累積異常報酬率在 T0~T+2 時接近重疊，但隨後樂觀情緒的折線都在 0 的上方，悲觀情緒的折線則明顯往下。

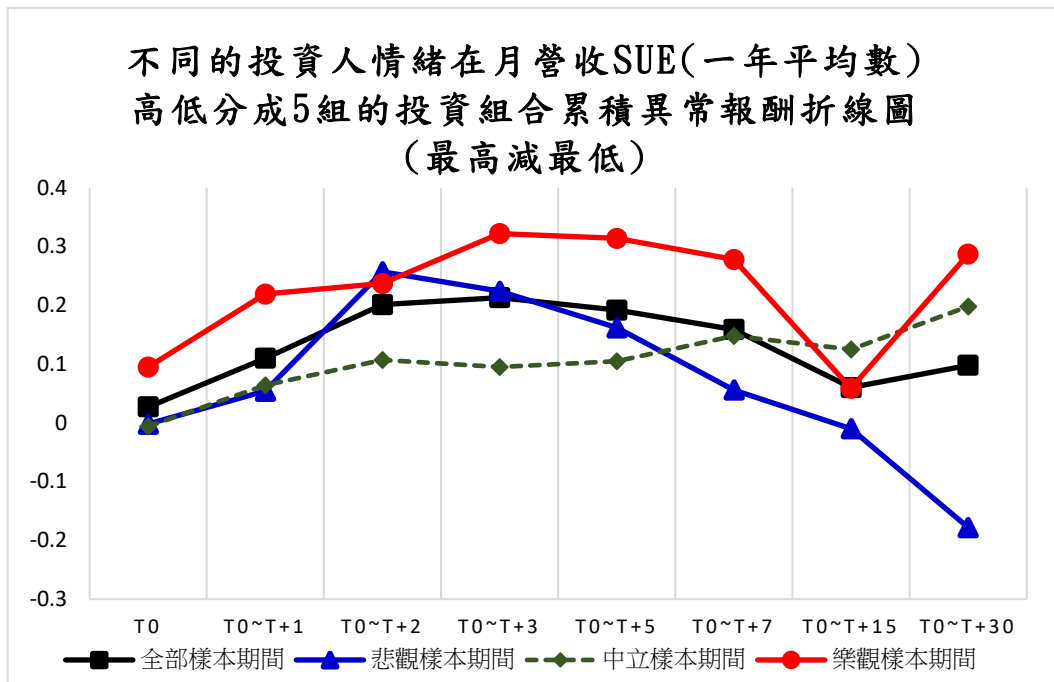


圖 4-15、不同的投資人情緒在月營收 SUE(一年平均數)高低分成 5 組投資組合的累積異常報酬率

(二) 月營收 SUE(一年平均數)高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率

從表 4-7 月營收 SUE(一年平均數)高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率可以看到，在 PanelA 全部樣本期間，累積異常報酬率顯著性除了在第 10 組沒有顯著性外，其他各組在觀察期都有不同的顯著效果。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，從觀察期 T0~T+1 到 T0~T+7 具有正顯著性，表示投資組合具有意義。在 T0~T+5 時累積異常報酬率最高為 0.228%。

在 PanelB 投資人情緒悲觀樣本期間，從第 1 組到第 10 組的顯著越來越少，第 10 組完全沒有顯著。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，在 T0~T+2 和 T0~T+3 具有正顯著性，T0~T+2 時累積異常報酬率最高為 0.243%。

在 PanelC 投資人情緒中立樣本期間，只有第 10 組的沒有顯著的累積異常報酬率，其他各組觀察期都有不同的顯著效果。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率中，只有觀察期 T0~T+2 具顯著性。

在 PanelD 投資人情緒樂觀樣本期間，累積異常報酬率顯著性在各組觀察期都有不同的顯著效果。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，從觀察期 T0~T+1 到 T0~T+7 具有顯著性，且都為正，表示投資組合具有意義。在 T0~T+5 時累積異常報酬率最高為 0.425%，且全觀察期間報酬皆為正數。

表 4-7、不同的投資人情緒在月營收 SUE(一年平均數)高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率

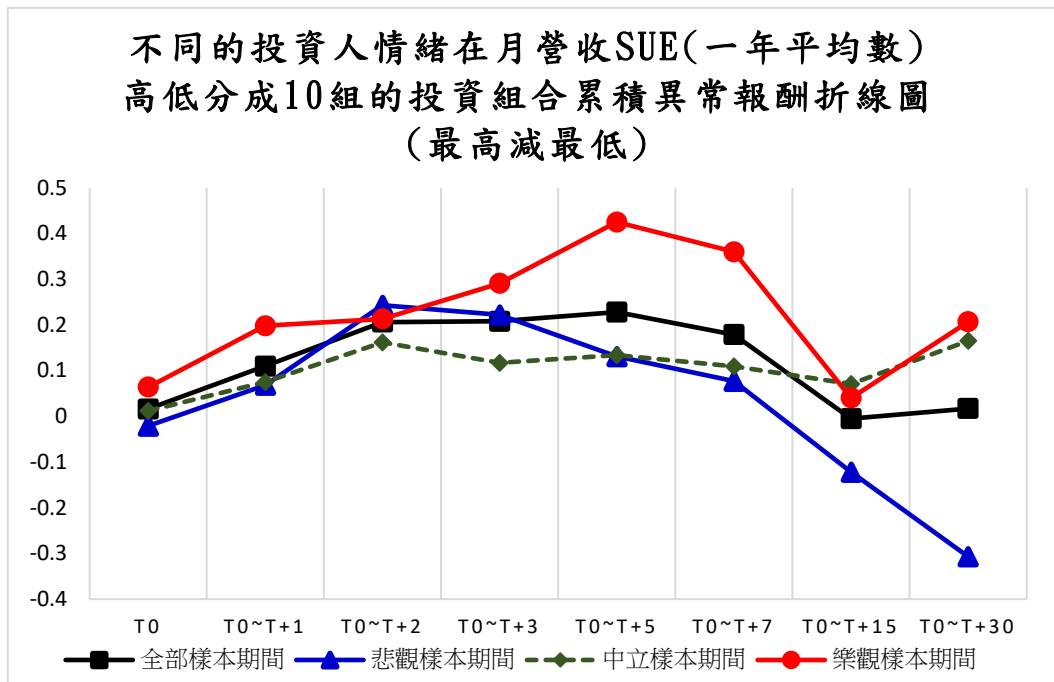
10 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel A:全部樣本期間								
1(最低)	-0.024	-0.127***	-0.204***	-0.186***	-0.209***	-0.132**	0.124	0.124
	(-1.084)	(-3.872)	(-5.188)	(-4.227)	(-3.879)	(-2.180)	(1.435)	(1.034)
2	-0.074***	-0.182***	-0.283***	-0.327***	-0.300***	-0.241***	-0.133	-0.178
	(-3.548)	(-5.669)	(-7.332)	(-7.506)	(-5.709)	(-4.086)	(-1.592)	(-1.499)
3	-0.039*	-0.143***	-0.287***	-0.286***	-0.326***	-0.251***	-0.096	-0.061
	(-1.946)	(-4.563)	(-7.652)	(-6.720)	(-6.372)	(-4.369)	(-1.181)	(-0.524)
4	-0.055***	-0.172***	-0.210***	-0.226***	-0.257***	-0.165***	-0.230***	-0.278**
	(-2.750)	(-5.573)	(-5.636)	(-5.345)	(-5.015)	(-2.869)	(-2.830)	(-2.409)
5	-0.046**	-0.174***	-0.256***	-0.252***	-0.275***	-0.127**	-0.001	0.005
	(-2.372)	(-5.780)	(-7.119)	(-6.134)	(-5.557)	(-2.282)	(-0.019)	(0.046)
6	-0.049**	-0.160***	-0.241***	-0.235***	-0.225***	-0.141**	-0.027	-0.035
	(-2.544)	(-5.367)	(-6.766)	(-5.794)	(-4.574)	(-2.561)	(-0.346)	(-0.317)
7	-0.036**	-0.124***	-0.222***	-0.223***	-0.221***	-0.196***	-0.083	-0.108
	(-1.984)	(-4.432)	(-6.624)	(-5.820)	(-4.719)	(-3.708)	(-1.108)	(-0.998)
8	-0.020	-0.073***	-0.092***	-0.122***	-0.130***	-0.132***	-0.007	-0.160
	(-1.128)	(-2.740)	(-2.869)	(-3.337)	(-2.897)	(-3.114)	(-0.096)	(-1.541)
9	-0.038**	-0.075***	-0.090***	-0.114***	-0.156***	-0.114**	-0.027	-0.010
	(-2.265)	(-2.867)	(-2.880)	(-3.188)	(-3.546)	(-2.265)	(-0.382)	(-0.097)
10(最高)	-0.008	-0.016	0.004	0.024	0.019	0.047	0.119*	0.141
	(-0.465)	(-0.635)	(0.134)	(0.693)	(0.466)	(1.003)	(1.802)	(1.435)
10(最高)-1(最低)	0.016	0.110***	0.206***	0.208***	0.228***	0.179**	-0.005	0.017
	(0.579)	(2.670)	(4.161)	(3.735)	(3.370)	(2.327)	(-0.044)	(0.108)
Panel B:投資人情緒悲觀樣本期間								
1(最低)	-0.000	-0.085	-0.238***	-0.195**	-0.187**	-0.047	0.247*	0.548***
	(-0.002)	(-1.507)	(-3.505)	(-2.564)	(-2.008)	(-0.454)	(1.669)	(2.653)
2	-0.046	-0.100*	-0.316***	-0.288***	-0.270***	-0.013	0.145	0.528**
	(-1.274)	(-1.785)	(-4.711)	(-3.816)	(-2.951)	(-0.131)	(0.989)	(2.533)
3	-0.009	-0.065	-0.252***	-0.220***	-0.130	-0.024	0.333**	0.804***
	(-0.264)	(-1.163)	(-3.779)	(-2.910)	(-1.428)	(-0.236)	(2.290)	(3.846)
4	-0.006	-0.108**	-0.189***	-0.199***	-0.204**	0.054	0.000	0.190
	(-0.187)	(-2.039)	(-2.955)	(-2.720)	(-2.295)	(0.538)	(0.003)	(0.943)
5	-0.051	-0.209***	-0.312***	-0.283***	-0.260***	0.035	0.297**	0.634***
	(-1.541)	(-4.068)	(-5.038)	(-4.045)	(-3.072)	(0.362)	(2.189)	(3.253)
6	-0.068**	-0.165***	-0.288***	-0.285***	-0.291***	-0.063	0.231*	0.539***
	(-2.063)	(-3.220)	(-4.668)	(-4.041)	(-3.430)	(-0.662)	(1.695)	(2.738)
7	-0.050	-0.014	-0.158***	-0.210***	-0.243***	-0.109	0.049	0.265
	(-1.570)	(-0.295)	(-2.674)	(-3.113)	(-2.956)	(-1.175)	(0.376)	(1.392)
8	-0.020	-0.090**	-0.104*	-0.100	-0.121	-0.015	0.056	0.081
	(-0.668)	(-1.975)	(-1.901)	(-1.609)	(-1.577)	(-0.177)	(0.455)	(0.448)
9	-0.029	-0.059	-0.045	-0.065	-0.083	0.016	0.255**	0.483***
	(-0.998)	(-1.321)	(-0.828)	(-1.049)	(-1.095)	(0.186)	(2.075)	(2.692)
10(最高)	-0.024	-0.014	0.006	0.030	-0.051	0.031	0.125	0.226
	(-0.824)	(-0.332)	(0.113)	(0.520)	(-0.738)	(0.386)	(1.108)	(1.340)
10(最高)-1(最低)	-0.021	0.068	0.243***	0.222**	0.131	0.077	-0.122	-0.307
	(-0.451)	(0.964)	(2.852)	(2.317)	(1.128)	(0.588)	(-0.658)	(-1.166)

表 4-7、不同的投資人情緒在月營收 SUE(一年平均數)高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率(續)

10 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel C:投資人情緒中立樣本期間								
1(最低)	0.014 (0.386)	-0.069 (-1.256)	-0.126* (-1.901)	-0.096 (-1.296)	-0.140 (-1.535)	-0.158 (-1.537)	-0.123 (-0.837)	-0.182 (-0.881)
2	-0.001 (-0.026)	-0.102* (-1.868)	-0.109* (-1.645)	-0.166** (-2.213)	-0.193** (-2.131)	-0.297*** (-2.935)	-0.378*** (-2.630)	-0.372* (-1.817)
3	-0.010 (-0.298)	-0.206*** (-3.774)	-0.346*** (-5.335)	-0.392*** (-5.308)	-0.501*** (-5.665)	-0.483*** (-4.844)	-0.445*** (-3.136)	-0.364* (-1.794)
4	-0.063* (-1.793)	-0.155*** (-2.835)	-0.239*** (-3.635)	-0.218*** (-2.941)	-0.271*** (-3.027)	-0.296*** (-2.937)	-0.534*** (-3.724)	-0.396* (-1.929)
5	-0.024 (-0.715)	-0.086 (-1.622)	-0.167*** (-2.636)	-0.170** (-2.348)	-0.289*** (-3.322)	-0.270*** (-2.756)	-0.268* (-1.942)	-0.228 (-1.155)
6	0.039 (1.188)	-0.097* (-1.895)	-0.181*** (-2.971)	-0.171** (-2.484)	-0.245*** (-2.901)	-0.345*** (-3.622)	-0.476*** (-3.515)	-0.561*** (-2.874)
7	0.052 (1.627)	-0.134*** (-2.717)	-0.261*** (-4.419)	-0.240*** (-3.575)	-0.208** (-2.520)	-0.291*** (-3.124)	-0.238* (-1.795)	-0.209 (-1.089)
8	-0.015 (-0.491)	-0.094** (-2.012)	-0.125** (-2.242)	-0.220*** (-3.447)	-0.259*** (-3.316)	-0.233*** (-2.614)	-0.147 (-1.155)	-0.290 (-1.571)
9	-0.028 (-0.969)	-0.050 (-1.115)	-0.055 (-1.021)	-0.091 (-1.465)	-0.125 (-1.641)	-0.120 (-1.371)	-0.210* (-1.727)	-0.130 (-0.732)
10(最高)	0.027 (0.919)	0.008 (0.195)	0.036 (0.689)	0.022 (0.367)	-0.003 (-0.043)	-0.051 (-0.621)	-0.056 (-0.489)	-0.022 (-0.129)
10(最高)-1(最低)	0.012 (0.262)	0.075 (1.083)	0.162* (1.930)	0.117 (1.235)	0.134 (1.159)	0.109 (0.835)	0.071 (0.382)	0.165 (0.621)
Panel D:投資人情緒樂觀樣本期間								
1(最低)	-0.091** (-2.326)	-0.245*** (-4.078)	-0.256*** (-3.598)	-0.280*** (-3.527)	-0.312*** (-3.238)	-0.196* (-1.799)	0.255* (1.651)	0.001 (0.006)
2	-0.181*** (-4.937)	-0.353*** (-6.219)	-0.432*** (-6.363)	-0.537*** (-7.025)	-0.443*** (-4.811)	-0.409*** (-3.936)	-0.156 (-1.061)	-0.709*** (-3.361)
3	-0.096*** (-2.811)	-0.158*** (-2.989)	-0.266*** (-4.182)	-0.250*** (-3.470)	-0.341*** (-3.928)	-0.244** (-2.490)	-0.163 (-1.167)	-0.560*** (-2.793)
4	-0.095*** (-2.790)	-0.261*** (-4.870)	-0.208*** (-3.228)	-0.265*** (-3.616)	-0.299*** (-3.363)	-0.261*** (-2.615)	-0.179 (-1.268)	-0.635*** (-3.144)
5	-0.063* (-1.862)	-0.227*** (-4.333)	-0.293*** (-4.679)	-0.303*** (-4.239)	-0.281*** (-3.274)	-0.159 (-1.633)	-0.051 (-0.370)	-0.420** (-2.115)
6	-0.121*** (-3.578)	-0.222*** (-4.202)	-0.257*** (-4.070)	-0.252*** (-3.528)	-0.140 (-1.624)	-0.020 (-0.203)	0.177 (1.285)	-0.073 (-0.367)
7	-0.105*** (-3.405)	-0.219*** (-4.600)	-0.251*** (-4.402)	-0.229*** (-3.514)	-0.218*** (-2.752)	-0.199** (-2.220)	-0.089 (-0.687)	-0.394** (-2.105)
8	-0.026 (-0.837)	-0.036 (-0.754)	-0.049 (-0.870)	-0.050 (-0.771)	-0.012 (-0.150)	-0.157*** (-2.860)	0.032 (0.281)	-0.306* (-1.646)
9	-0.059** (-1.978)	-0.116** (-2.529)	-0.171*** (-3.109)	-0.187*** (-2.988)	-0.264*** (-3.426)	-0.241*** (-2.744)	-0.124 (-1.001)	-0.383** (-2.108)
10(最高)	-0.028 (-0.950)	-0.042 (-0.956)	-0.032 (-0.590)	0.019 (0.314)	0.119 (1.635)	0.168** (1.989)	0.295** (2.507)	0.216 (1.228)
10(最高)-1(最低)	0.064 (1.304)	0.198*** (2.663)	0.213** (2.393)	0.291*** (2.902)	0.425*** (3.528)	0.360*** (2.625)	0.040 (0.207)	0.207 (0.750)

[說明]:***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性

營收 SUE(一年平均數)高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率來看當投資人情緒不同時的累積異常報酬率如圖 4-16，可以看到投資人樂觀情緒和悲觀情緒的累積異常報酬率在 T0~T+2 時接近，但樂觀情緒的折線雖有高低起伏，但都在 0 的上方，悲觀情緒的折線則明顯往下。



4-16、不同的投資人情緒在月營收 SUE(一年平均數)高低分成 10 組投資組合的累積異常報酬率

(三) 月營收 SUE(二年平均數)高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率

從表 4-8 可以看到，在 PanelA 全部樣本期間，累積異常報酬率顯著性在各組觀察期都有不同的顯著效果。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，卻只在觀察期 T0~T+1 具有正顯著性，在 T0~T+7 時累積異常報酬率出現負數，在 T0~T+15 時出現顯著的負報酬。在 PanelB 投資人情緒悲觀樣本期間，各組的觀察期比較有程度不一的顯著，在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，除了 T0~T+1 不具顯著性外，其他都具負顯著性。在 PanelC 投資人情緒中立樣本期間，累積異常報酬率顯著性在各組觀察期都有不同的顯著效果。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率中，觀察期 T0~T+1、T0~T+2 和 T0~T+3 都具顯著性，且都為正，在 T0~T+1 時累積異常報酬率最高為 0.176%，到 T0~T+15 時出現負報酬並具顯著性。

在 PanelD 投資人情緒樂觀樣本期間，累積異常報酬率顯著性在各組觀察期都有不同的顯著效果。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，在觀察期 T0~T+1、T0~T+2 和 T0~T+3 具有顯著性，且都為正，在 T0~T+1 時累積異常報酬率最高為 0.212%，在 T0~T+15 時開始出現負報酬。

表 4-8、不同的投資人情緒在月營收 SUE(二年平均數)高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率

5 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel A:全部樣本期間								
1(最低)	-0.031** (-2.221)	-0.158*** (-7.513)	-0.199*** (-7.833)	-0.193*** (-6.689)	-0.241*** (-6.959)	-0.160*** (-4.082)	0.020 (0.361)	0.038 (0.475)
2	-0.039*** (-2.960)	-0.152*** (-7.519)	-0.217*** (-8.911)	-0.219*** (-7.958)	-0.195*** (-5.847)	-0.121*** (-3.327)	0.084 (1.571)	0.156** (2.024)
3	-0.042*** (-3.255)	-0.138*** (-6.846)	-0.184*** (-7.566)	-0.197*** (-7.124)	-0.188*** (-5.590)	-0.111*** (-2.932)	0.007 (0.133)	-0.009 (-0.117)
4	-0.043*** (-3.288)	-0.079*** (-3.935)	-0.139*** (-5.812)	-0.126*** (-4.591)	-0.132*** (-3.964)	-0.088** (-2.337)	-0.038 (-0.721)	-0.046 (-0.609)
5(最高)	-0.028** (-2.059)	-0.056*** (-2.692)	-0.144*** (-5.740)	-0.182*** (-6.355)	-0.226*** (-6.497)	-0.194*** (-4.922)	-0.223*** (-4.041)	-0.403*** (-5.036)
5(最高)- 1(最低)	0.003 (0.132)	0.101*** (3.410)	0.054 (1.515)	0.010 (0.251)	0.015 (0.308)	-0.034 (-0.605)	-0.242*** (-3.081)	-0.439*** (-3.897)
Panel B:投資人情緒悲觀樣本期間								
1(最低)	0.030 (1.293)	-0.013 (-0.373)	-0.071* (-1.660)	-0.054 (-1.104)	-0.112* (-1.913)	0.036 (0.538)	0.257*** (2.717)	0.679*** (5.023)
2	-0.031 (-1.333)	-0.131*** (-3.693)	-0.203*** (-4.760)	-0.170*** (-3.546)	-0.160*** (-2.744)	0.051 (0.771)	0.360*** (3.814)	0.834*** (6.102)
3	-0.055** (-2.453)	-0.115*** (-3.299)	-0.203*** (-4.799)	-0.204*** (-4.250)	-0.168*** (-2.890)	0.036 (0.540)	0.250*** (2.656)	0.488*** (3.599)
4	-0.056** (-2.526)	-0.083** (-2.407)	-0.167*** (-4.065)	-0.123*** (-2.613)	-0.137** (-2.399)	-0.024 (-0.365)	0.053 (0.584)	0.140 (1.063)
5(最高)	-0.035 (-1.463)	-0.086** (-2.349)	-0.226*** (-5.144)	-0.297*** (-5.918)	-0.307*** (-5.020)	-0.166** (-2.399)	-0.083 (-0.856)	-0.110 (-0.774)
5(最高)- 1(最低)	-0.065** (-1.966)	-0.071 (-1.406)	-0.155** (-2.536)	-0.244*** (-3.494)	-0.196** (-2.319)	-0.202** (-2.115)	-0.344** (-2.549)	-0.803*** (-4.144)
Panel C:投資人情緒中立樣本期間								
1(最低)	-0.026 (-1.099)	-0.205*** (-5.593)	-0.228*** (-5.123)	-0.233*** (-4.601)	-0.316*** (-5.200)	-0.291*** (-4.245)	-0.240** (-2.452)	-0.325** (-2.309)
2	-0.012 (-0.500)	-0.139*** (-3.925)	-0.206*** (-4.843)	-0.252*** (-5.267)	-0.237*** (-4.070)	-0.276*** (-4.177)	-0.172* (-1.816)	-0.080 (-0.584)
3	0.022 (0.987)	-0.066* (-1.907)	-0.109*** (-2.604)	-0.122*** (-2.580)	-0.168*** (-2.915)	-0.187*** (-2.868)	-0.240*** (-2.579)	-0.230* (-1.716)
4	0.011 (0.479)	-0.034 (-0.984)	-0.116*** (-2.795)	-0.139*** (-2.943)	-0.168*** (-2.903)	-0.212*** (-3.245)	-0.226** (-2.452)	-0.086 (-0.642)
5(最高)	-0.002 (-0.088)	-0.029 (-0.815)	-0.094** (-2.171)	-0.094* (-1.897)	-0.187*** (-3.112)	-0.264*** (-3.878)	-0.497*** (-5.191)	-0.611*** (-4.388)
5(最高)- 1(最低)	0.025 (0.740)	0.176*** (3.436)	0.134** (2.172)	0.141** (1.996)	0.130 (1.531)	0.031 (0.322)	-0.257* (-1.890)	-0.270 (-1.387)
Panel D:投資人情緒樂觀樣本期間								
1(最低)	-0.103*** (-4.185)	-0.269*** (-7.155)	-0.311*** (-6.889)	-0.306*** (-6.012)	-0.311*** (-5.049)	-0.244*** (-3.502)	0.025 (0.244)	-0.315** (-2.184)
2	-0.076*** (-3.347)	-0.189*** (-5.436)	-0.243*** (-5.821)	-0.236*** (-4.998)	-0.191*** (-3.354)	-0.150*** (-2.700)	0.007 (0.087)	-0.265** (-1.974)
3	-0.097*** (-4.219)	-0.237*** (-6.668)	-0.241*** (-5.673)	-0.268*** (-5.543)	-0.229*** (-3.877)	-0.183*** (-2.737)	0.015 (0.157)	-0.280** (-2.052)
4	-0.084*** (-3.683)	-0.123*** (-3.490)	-0.135*** (-3.169)	-0.117** (-2.428)	-0.095 (-1.611)	-0.034 (-0.512)	0.043 (0.459)	-0.213 (-1.570)
5(最高)	-0.048** (-2.049)	-0.057 (-1.568)	-0.118*** (-2.698)	-0.163*** (-3.270)	-0.191*** (-3.189)	-0.158** (-2.318)	-0.085 (-0.892)	-0.484*** (-3.456)
5(最高)- 1(最低)	0.056 (1.637)	0.212*** (4.074)	0.194*** (3.099)	0.144** (2.019)	0.121 (1.407)	0.085 (0.876)	-0.113 (-0.817)	-0.177 (-0.892)

[說明]:***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性

如圖 4-17 營收 SUE(二年平均數)高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率來看當投資人情緒不同時的累積異常報酬率，可以看到投資人樂觀情緒和悲觀情緒的累積異常報酬率趨勢接近同向，但樂觀情緒的折線始終保持在悲觀情緒折線的上方。

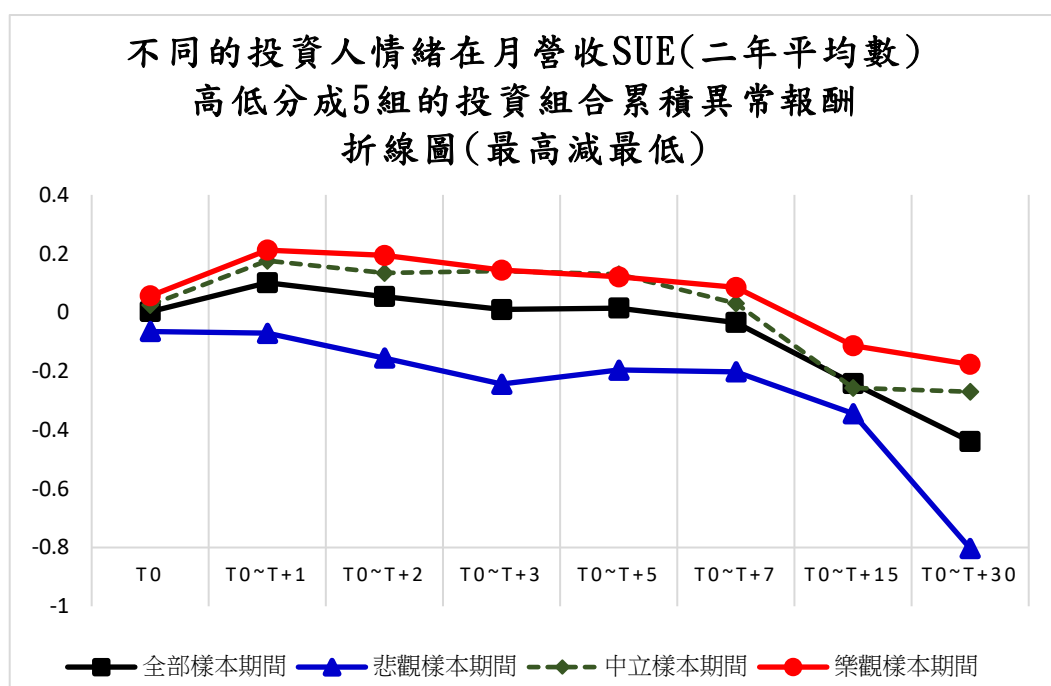


圖 4-17、不同的投資人情緒在月營收 SUE(二年平均數)高低分成 5 組投資組合的累積異常報酬率

(四) 月營收 SUE(二年平均數)高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率

從表 4-9 可以看到，在 PanelA 全部樣本期間，累積異常報酬率顯著性在各組觀察期多是負的顯著效果。在最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，在觀察期 T0~T+1 到 T0~T+3 時具有正顯著性的累積異常報酬率，最高為 T0~T+1 的 0.155%，表示投資組合具有意義，而觀察期在 T0~T+15 時出現負顯著-0.202%。

在 PanelB 投資人情緒悲觀樣本期間各組的觀察期都有程度不一的顯著，而最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率，在觀察期 T0~T+3 和 T0~T+30 時出現負顯著性外，其他都無顯著性，且報酬率為負值。

PanelC 投資人情緒中立樣本期間，累積異常報酬率顯著性在最高(5)減最低(1)的投資組合中，T0~T+1 和 T0~T+3 都具顯著性且都為正。T0~T+3 時累積異常報酬率最高為 0.200%，T0~T+15 時出現具顯著性的負報酬。

在 PanelD 投資人情緒樂觀樣本期間，最高(5)減最低(1)的投資組合累積異常報酬率中，事件日就出現正的顯著報酬，觀察期 T0~T+1 到 T+7 具有顯著性，且都為正，表示投資組合具有意義。在 T0~T+3 時累積異常報酬率最高為 0.347%，全觀察期間報酬皆為正數。

表 4-9、不同的投資人情緒在月營收 SUE(二年平均數)高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率

10 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel A:全部樣本期間								
1(最低)	-0.056*** (-2.888)	-0.179*** (-6.026)	-0.204*** (-5.697)	-0.216*** (-5.288)	-0.270*** (-5.497)	-0.170*** (-3.065)	-0.025 (-0.320)	-0.016 (-0.140)
2	-0.005 (-0.245)	-0.137*** (-4.602)	-0.193*** (-5.380)	-0.170*** (-4.172)	-0.212*** (-4.348)	-0.150*** (-2.708)	0.067 (0.844)	0.094 (0.832)
3	-0.042** (-2.229)	-0.140*** (-4.909)	-0.214*** (-6.243)	-0.202*** (-5.200)	-0.212*** (-4.502)	-0.148*** (-3.026)	0.031 (0.410)	0.043 (0.394)
4	-0.037** (-1.982)	-0.164*** (-5.722)	-0.219*** (-6.361)	-0.235*** (-6.058)	-0.177*** (-3.758)	-0.093* (-1.737)	0.135* (1.764)	0.267** (2.437)
5	-0.043** (-2.334)	-0.142*** (-4.993)	-0.183*** (-5.338)	-0.203*** (-5.220)	-0.172*** (-3.640)	-0.092* (-1.713)	0.058 (0.768)	0.007 (0.069)
6	-0.042** (-2.277)	-0.134*** (-4.686)	-0.185*** (-5.361)	-0.190*** (-4.849)	-0.204*** (-4.273)	-0.131** (-2.432)	-0.045 (-0.588)	-0.026 (-0.236)
7	-0.031* (-1.645)	-0.099*** (-3.449)	-0.155*** (-4.479)	-0.153*** (-3.857)	-0.167*** (-3.473)	-0.094* (-1.725)	-0.037 (-0.483)	0.009 (0.080)
8	-0.054*** (-2.993)	-0.060** (-2.147)	-0.125*** (-3.761)	-0.101*** (-2.661)	-0.100** (-2.163)	-0.083 (-1.584)	-0.040 (-0.543)	-0.097 (-0.917)
9	-0.037* (-1.956)	-0.085*** (-2.956)	-0.189*** (-5.460)	-0.254*** (-6.402)	-0.284*** (-5.906)	-0.245*** (-4.510)	-0.218*** (-3.773)	-0.416*** (-3.773)
10(最高)	-0.018 (-0.924)	-0.024 (-0.794)	-0.094*** (-2.589)	-0.103** (-2.490)	-0.162*** (-3.219)	-0.137** (-2.401)	-0.228*** (-2.856)	-0.390*** (-3.351)
10(最高)- 1(最低)	0.038 (1.362)	0.155*** (3.642)	0.109** (2.142)	0.113* (1.941)	0.108 (1.530)	0.033 (0.410)	-0.202* (-1.795)	-0.369** (-2.280)
Panel B:投資人情緒悲觀樣本期間								
1(最低)	0.016 (0.479)	-0.039 (-0.772)	-0.072 (-1.187)	-0.096 (-1.381)	-0.124 (-1.504)	0.032 (0.338)	0.178 (1.345)	0.568*** (2.999)
2	0.044 (1.352)	0.013 (0.265)	-0.071 (-1.165)	-0.013 (-0.194)	-0.099 (-1.198)	0.039 (0.416)	0.339** (2.519)	0.795*** (4.114)
3	-0.028 (-0.861)	-0.117** (-2.373)	-0.207*** (-3.482)	-0.178*** (-2.678)	-0.195** (-2.393)	0.006 (0.067)	0.247* (1.868)	0.827*** (4.349)
4	-0.035 (-1.034)	-0.146*** (-2.846)	-0.199*** (-3.250)	-0.162** (-2.354)	-0.125 (-1.491)	0.097 (1.022)	0.477*** (3.534)	0.837*** (4.258)
5	-0.054* (-1.656)	-0.133*** (-2.678)	-0.215*** (-3.575)	-0.230*** (-3.395)	-0.214** (-2.574)	0.004 (0.040)	0.322** (2.377)	0.476** (2.429)
6	-0.057* (-1.824)	-0.097** (-1.979)	-0.192*** (-3.216)	-0.176*** (-2.599)	-0.123 (-1.503)	0.067 (0.723)	0.183 (1.395)	0.505*** (2.684)
7	-0.026 (-0.815)	-0.060 (-1.227)	-0.179*** (-3.071)	-0.201*** (-3.010)	-0.223*** (-2.744)	-0.099 (-1.075)	-0.038 (-0.293)	0.135 (0.717)
8	-0.087*** (-2.745)	-0.105** (-2.173)	-0.156*** (-2.687)	-0.046 (-0.695)	-0.054 (-0.668)	0.049 (0.542)	0.141 (1.105)	0.150 (0.806)
9	-0.038 (-1.153)	-0.079 (-1.563)	-0.246*** (-4.061)	-0.298*** (-4.307)	-0.315*** (-3.738)	-0.236** (-2.481)	-0.033 (-0.249)	-0.051 (-0.259)
10(最高)	-0.032 (-0.912)	-0.094* (-1.759)	-0.203*** (-3.187)	-0.294*** (-4.042)	-0.298*** (-3.349)	-0.089 (-0.883)	-0.136 (-0.964)	-0.172 (-0.832)
10(最高)- 1(最低)	-0.048 (-1.009)	-0.055 (-0.750)	-0.131 (-1.499)	-0.200** (-1.996)	-0.174 (-1.439)	-0.123 (-0.900)	-0.309 (-1.606)	-0.727*** (-2.632)

表 4-9、不同的投資人情緒在月營收 SUE(二年平均數)高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率(續)

10 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel C: 投資人情緒中立樣本								
最低)	-0.048 (-1.429)	-0.199*** (-3.816)	-0.209*** (-3.323)	-0.206*** (-2.867)	-0.309*** (-3.586)	-0.231** (-2.375)	-0.081 (-0.587)	-0.137 (-0.687)
2	-0.004 (-0.120)	-0.211*** (-4.081)	-0.246*** (-3.915)	-0.259*** (-3.631)	-0.322*** (-3.764)	-0.350*** (-3.616)	-0.400*** (-2.883)	-0.517*** (-2.597)
3	-0.029 (-0.890)	-0.155*** (-3.017)	-0.237*** (-3.872)	-0.251*** (-3.613)	-0.296*** (-3.526)	-0.335*** (-3.520)	-0.277** (-2.035)	-0.331* (-1.693)
4	0.005 (0.146)	-0.124** (-2.530)	-0.176*** (-2.984)	-0.252*** (-3.813)	-0.181** (-2.250)	-0.221** (-2.409)	-0.072 (-0.551)	0.157 (0.826)
5	-0.021 (-0.673)	-0.061 (-1.254)	-0.122** (-2.064)	-0.108 (-1.611)	-0.056 (-0.699)	-0.105 (-1.142)	-0.148 (-1.132)	-0.161 (-0.854)
6	0.065** (2.046)	-0.072 (-1.465)	-0.096 (-1.622)	-0.137** (-2.045)	-0.283*** (-3.444)	-0.270*** (-2.907)	-0.336** (-2.536)	-0.302 (-1.581)
7	0.020 (0.601)	-0.090* (-1.753)	-0.130** (-2.124)	-0.132* (-1.882)	-0.167* (-1.956)	-0.126 (-1.309)	-0.150 (-1.099)	0.123 (0.623)
8	0.003 (0.091)	0.012 (0.250)	-0.105* (-1.868)	-0.148** (-2.299)	-0.170** (-2.157)	-0.287*** (-3.225)	-0.291** (-2.331)	-0.265 (-1.459)
9	-0.015 (-0.475)	-0.043 (-0.868)	-0.111* (-1.855)	-0.170** (-2.493)	-0.240*** (-2.882)	-0.265*** (-2.825)	-0.470*** (-3.567)	-0.610*** (-3.181)
10(最高)	0.013 (0.396)	-0.014 (-0.263)	-0.075 (-1.192)	-0.009 (-0.127)	-0.128 (-1.470)	-0.262*** (-2.646)	-0.527*** (-3.780)	-0.608*** (-2.996)
10(最高)- 1(最低)	0.062 (1.301)	0.188** (2.551)	0.136 (1.533)	0.200** (1.972)	0.184 (1.503)	-0.029 (-0.211)	-0.448** (-2.301)	-0.451 (-1.612)
Panel D: 投資人情緒樂觀樣本期間								
1(最低)	-0.146*** (-4.191)	-0.315*** (-5.911)	-0.347*** (-5.423)	-0.359*** (-4.988)	-0.395*** (-4.509)	-0.342*** (-3.451)	-0.214 (-1.491)	-0.607*** (-2.945)
2	-0.060* (-1.715)	-0.223*** (-4.204)	-0.276*** (-4.319)	-0.252*** (-3.501)	-0.229*** (-2.640)	-0.148 (-1.508)	0.261* (1.836)	-0.024 (-0.117)
3	-0.068** (-2.110)	-0.154*** (-3.168)	-0.204*** (-3.492)	-0.184*** (-2.771)	-0.156* (-1.944)	-0.225*** (-1.944)	-0.049 (-0.468)	-0.360* (-1.914)
4	-0.085*** (-2.643)	-0.225*** (-4.533)	-0.282*** (-4.748)	-0.289*** (-4.314)	-0.229*** (-2.804)	-0.151 (-1.626)	0.013 (0.097)	-0.169 (-0.880)
5	-0.056* (-1.757)	-0.234*** (-4.706)	-0.211*** (-3.553)	-0.274*** (-4.037)	-0.253*** (-3.057)	-0.173* (-1.856)	0.013 (0.101)	-0.243 (-1.272)
6	-0.140*** (-4.258)	-0.240*** (-4.722)	-0.273*** (-4.483)	-0.263*** (-3.809)	-0.205** (-2.433)	-0.195** (-2.030)	0.014 (0.103)	-0.320 (-1.635)
7	-0.085*** (-2.594)	-0.155*** (-3.065)	-0.153** (-2.517)	-0.125* (-1.808)	-0.111 (-1.315)	-0.063 (-0.662)	0.065 (0.489)	-0.223 (-1.149)
8	-0.084*** (-2.610)	-0.092* (-1.854)	-0.116* (-1.954)	-0.110 (-1.625)	-0.079 (-0.963)	-0.006 (-0.059)	0.022 (0.166)	-0.204 (-1.073)
9	-0.058* (-1.785)	-0.136*** (-2.719)	-0.216*** (-3.568)	-0.300*** (-4.342)	-0.303*** (-3.639)	-0.238** (-2.518)	-0.134 (-1.014)	-0.550*** (-2.842)
10(最高)	-0.037 (-1.095)	0.031 (0.597)	-0.010 (-0.157)	-0.015 (-0.210)	-0.071 (-0.818)	-0.071 (-0.723)	-0.034 (-0.245)	-0.417** (-2.050)
10(最高)- 1(最低)	0.108** (2.242)	0.346*** (4.639)	0.338*** (3.770)	0.347*** (3.418)	0.327*** (2.659)	0.274** (1.969)	0.179 (0.910)	0.188 (0.657)

[說明]: ***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性

如圖 4-18 營收 SUE(二年平均數)高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率來看當投資人情緒不同時的累積異常報酬率，可以看到投資人樂觀情緒的累積異常報酬率幾乎在 0.2%以上，而悲觀情緒的累積異常報酬率幾乎都在 0 以下。

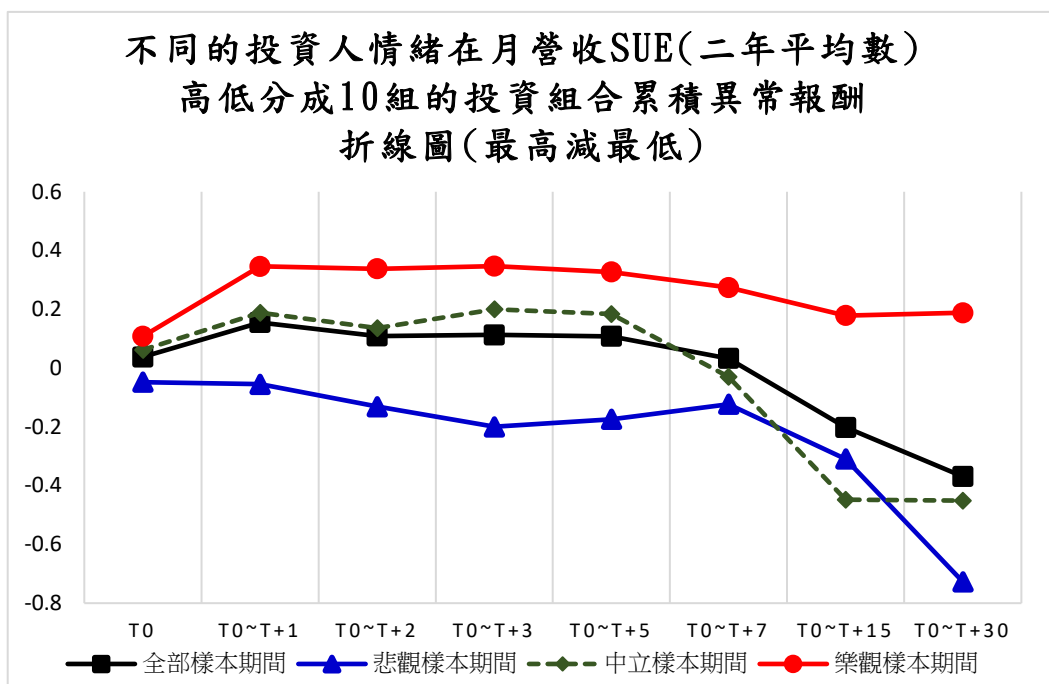


圖 4-18、不同的投資人情緒在月營收 SUE(二年平均數)高低分成 10 組投資組合的累積異常報酬率

經由上述實證分析的各圖表可以發現，在營收宣告後的投資組合(最高減最低)在前期具有正向報酬，後期除投資人樂觀情緒期間外幾乎都會出現負值反轉現象。在投資人樂觀情緒的時候，其投資組合的累積異常報酬率優於悲觀情緒時候的投資組合，且投資組合的報酬率為正，表示投資組合具有意義。

為了清楚當日月營收金額、營收成長率(%)、SUE(一年平均數)和 SUE(二年平均數)四類的營收刺激強度，我們使用了投資人情緒最悲觀減去投資人情緒最樂觀的累積異常報酬率來觀察如圖 4-19 和圖 4-20。從圖中可以看到，不管在五組或是十組的分序下，以營收成長率(%)和 SUE(二年平均數)的刺激強度都優於當日月營收金額和 SUE(一年平均數)。

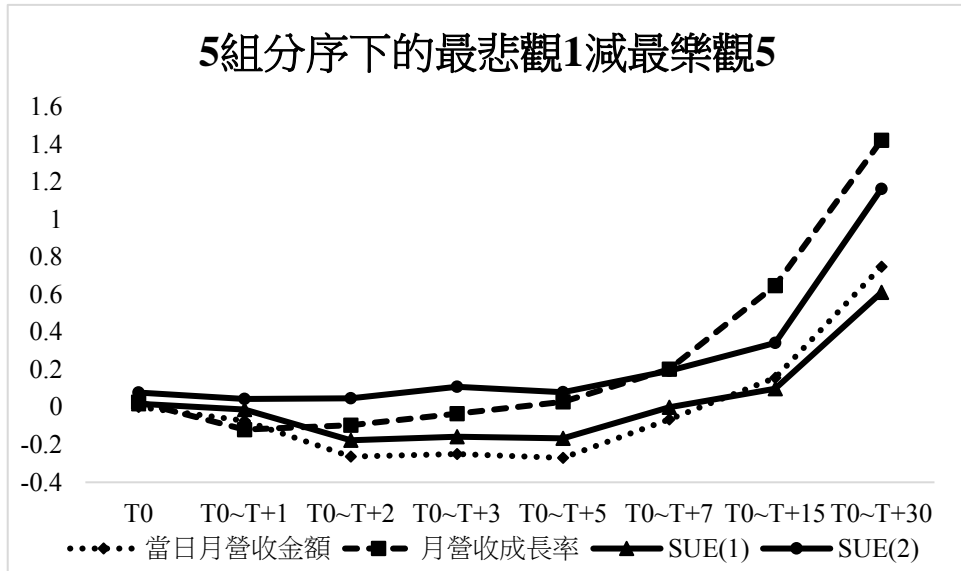


圖 4-19 投資人情緒最悲觀減去投資人情緒最樂觀五組時的累積異常報酬率

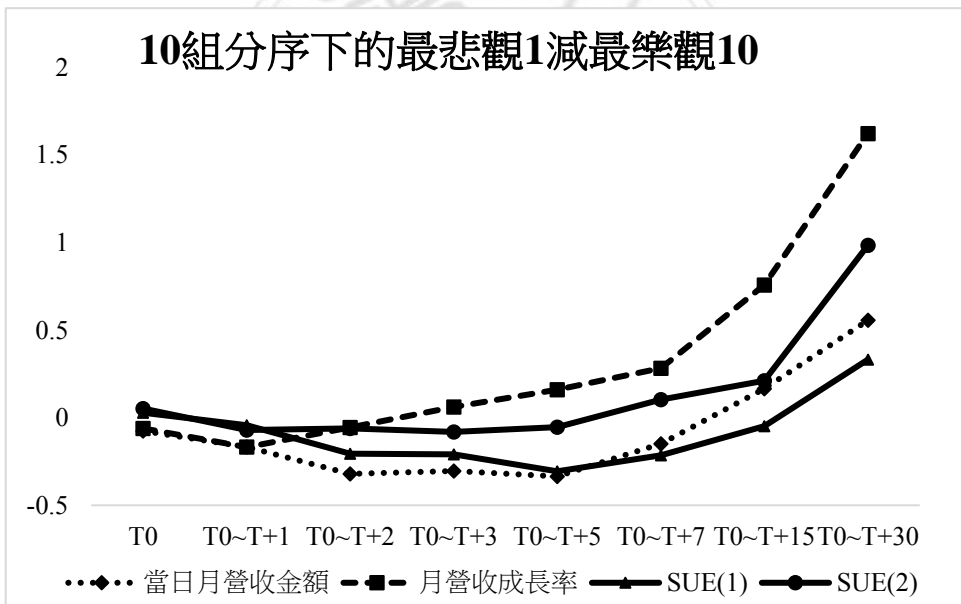


圖 4-20 投資人情緒最悲觀減去投資人情緒最樂觀十組時的累積異常報酬率

第四節 在不同的投資人情緒以動能報酬高低所形成的投資

組合分析營收宣告後的累積異常報酬率

一、以營收宣告日前三天動能報酬高低之累積異常報酬率

(一)分成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率

從表 4-10 分成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率可以看到，不管在全樣本期間、投資人情緒悲觀樣本期間、投資人情緒中立樣本期間和投資人情緒樂觀樣本期間，投資組合最高減最低的報酬率的顯著明顯，但都是負的顯著，同時以圖 4-21 來看，投資人情緒樂觀樣本期間的報酬率仍高於投資人情緒悲觀情緒期間，投資人情緒中立樣本期間在 T0~T+15 以後的走勢和其他三者不同。

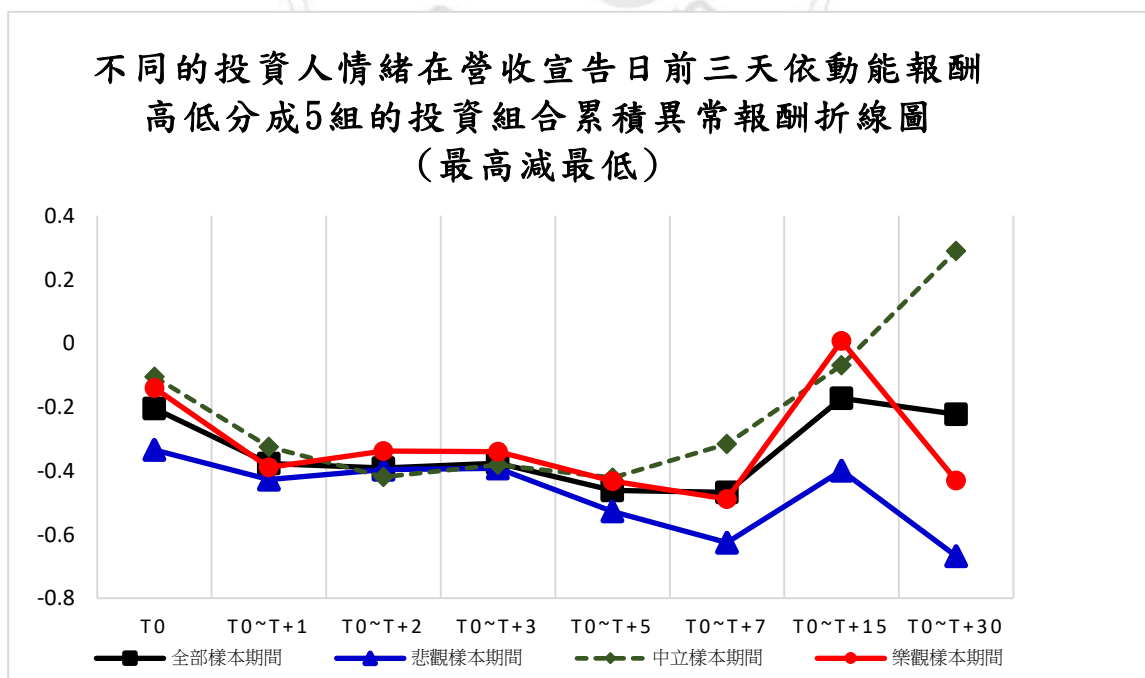
表 4-10、不同的投資人情緒在營收宣告日前三天動能報酬高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率

5 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel A:全部樣本期間								
1(最低)	0.049*** (2.850)	-0.052* (-1.942)	-0.185*** (-5.773)	-0.220*** (-6.043)	-0.237*** (-5.381)	-0.141*** (-2.819)	-0.198*** (-2.752)	-0.192* (-1.863)
2	-0.014 (-1.075)	-0.072*** (-3.551)	-0.112*** (-4.539)	-0.116*** (-4.130)	-0.151*** (-4.438)	-0.120*** (-3.107)	0.012 (0.218)	-0.004 (-0.053)
3	-0.023* (-1.850)	-0.053*** (-2.834)	-0.094*** (-4.146)	-0.093*** (-3.588)	-0.117*** (-3.698)	-0.061* (-1.699)	0.059 (1.147)	0.189*** (2.580)
4	-0.045*** (-3.462)	-0.116*** (-5.724)	-0.155*** (-6.347)	-0.164*** (-5.873)	-0.186*** (-5.537)	-0.127*** (-3.342)	0.068 (1.237)	0.186** (2.378)
5(最高)	-0.156*** (-9.350)	-0.430*** (-16.538)	-0.577*** (-18.416)	-0.597*** (-16.739)	-0.698*** (-16.203)	-0.609*** (-12.436)	-0.370*** (-5.280)	-0.415*** (-4.101)
5(最高)- 1(最低)	-0.205*** (-8.570)	-0.378*** (-10.173)	-0.392*** (-8.748)	-0.377*** (-7.396)	-0.462*** (-7.496)	-0.468*** (-6.687)	-0.173* (-1.726)	-0.223 (-1.546)
Panel B:投資人情緒悲觀樣本期間								
1(最低)	0.132*** (4.776)	0.048 (1.108)	-0.136*** (-2.624)	-0.165*** (-2.811)	-0.082 (-1.155)	0.168** (2.071)	0.240** (2.079)	0.639*** (3.828)
2	-0.027 (-1.274)	-0.070** (-2.107)	-0.120*** (-2.973)	-0.111** (-2.442)	-0.197*** (-3.558)	-0.048 (-0.754)	0.235*** (2.583)	0.446*** (3.413)
3	-0.029 (-1.470)	-0.048 (-1.568)	-0.091** (-2.472)	-0.059 (-1.424)	-0.085* (-1.691)	0.105* (1.839)	0.209** (2.538)	0.472*** (3.987)
4	-0.041** (-2.007)	-0.055* (-1.766)	-0.123*** (-3.239)	-0.115*** (-2.626)	-0.101* (-1.919)	-0.003 (-0.045)	0.217** (2.525)	0.450*** (3.641)
5(最高)	-0.204*** (-7.766)	-0.382*** (-9.473)	-0.532*** (-10.943)	-0.558*** (-10.057)	-0.610*** (-9.078)	-0.462*** (-6.032)	-0.167 (-1.526)	-0.030 (-0.191)
5(最高)- 1(最低)	-0.335*** (-8.805)	-0.428*** (-7.253)	-0.397*** (-5.580)	-0.393*** (-4.852)	-0.528*** (-5.379)	-0.626*** (-5.618)	-0.400** (-2.520)	-0.668*** (-2.920)

表 4-10 不同的投資人情緒在營收宣告日前三天動能報酬高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率(續)

5 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel C:投資人情緒中立樣本期間								
1(最低)	0.037 (1.343)	-0.051 (-1.211)	-0.116** (-2.283)	-0.154*** (-2.678)	-0.232*** (-3.322)	-0.308*** (-3.882)	-0.556*** (-4.881)	-0.798*** (-4.871)
2	0.013 (0.600)	-0.011 (-0.344)	-0.052 (-1.310)	-0.044 (-0.979)	-0.054 (-0.985)	-0.109* (-1.747)	-0.188** (-2.081)	-0.234* (-1.812)
3	-0.006 (-0.290)	-0.004 (-0.135)	-0.047 (-1.277)	-0.068 (-1.603)	-0.105** (-2.032)	-0.192*** (-3.289)	-0.192** (-2.280)	-0.061 (-0.508)
4	-0.007 (-0.337)	-0.094*** (-2.808)	-0.112*** (-2.771)	-0.131*** (-2.858)	-0.163*** (-2.949)	-0.141** (-2.250)	-0.139 (-1.550)	0.088 (0.678)
5(最高)	-0.069** (-2.532)	-0.377*** (-8.843)	-0.536*** (-10.367)	-0.537*** (-9.182)	-0.653*** (-9.230)	-0.622*** (-7.760)	-0.617*** (-5.364)	-0.511*** (-3.073)
5(最高)-1(最低)	-0.105*** (-2.721)	-0.325*** (-5.404)	-0.420*** (-5.797)	-0.382*** (-4.637)	-0.422*** (-4.244)	-0.316*** (-2.808)	-0.069 (-0.426)	0.289 (1.240)
Panel D:投資人情緒樂觀樣本期間								
1(最低)	-0.081** (-2.194)	-0.236*** (-4.138)	-0.408*** (-5.895)	-0.449*** (-5.706)	-0.532*** (-5.629)	-0.388*** (-3.635)	-0.332** (-2.135)	-0.603*** (-2.708)
2	-0.039 (-1.423)	-0.168*** (-3.950)	-0.206*** (-3.971)	-0.252*** (-4.282)	-0.248*** (-3.476)	-0.270*** (-3.305)	-0.026 (-0.225)	-0.345** (-2.036)
3	-0.041 (-1.590)	-0.148*** (-3.769)	-0.178*** (-3.733)	-0.197*** (-3.600)	-0.198*** (-2.993)	-0.135* (-1.799)	0.204* (1.915)	0.121 (0.785)
4	-0.118*** (-4.168)	-0.266*** (-6.092)	-0.289*** (-5.472)	-0.314*** (-5.244)	-0.388*** (-5.371)	-0.335*** (-4.101)	0.144 (1.216)	-0.129 (-0.765)
5(最高)	-0.221*** (-6.164)	-0.624*** (-11.032)	-0.744*** (-10.980)	-0.786*** (-10.206)	-0.962*** (-10.346)	-0.881*** (-8.279)	-0.327** (-2.153)	-1.002*** (-4.544)
5(最高)-1(最低)	-0.141*** (-2.735)	-0.390*** (-4.860)	-0.338*** (-3.488)	-0.340*** (-3.087)	-0.433*** (-3.267)	-0.489*** (-3.242)	0.007 (0.031)	-0.431 (-1.379)

[說明]: ***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性



(二)分成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率

從表 4-11 可以看到，在全樣本期間、投資人情緒悲觀樣本期間、投資人情緒中立樣本期間和投資人情緒樂觀樣本期間，投資組合最高減最低的報酬率都是負的顯著。同時以圖 4-22 來看，投資人情緒樂觀樣本期間的報酬率表現最好，投資人情緒中立樣本期間和圖 4-19 一樣，在 T0~T+15 以後的走勢和其他三者不同。

表 4-11、不同的投資人情緒在營收宣告日前三天動能報酬高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率

10 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel A:全部樣本期間								
1(最低)	0.114*** (4.210)	0.033 (0.787)	-0.152*** (-3.005)	-0.185*** (-3.219)	-0.245*** (-3.539)	-0.116 (-1.464)	-0.211* (-1.877)	-0.253 (-1.561)
2	0.004 (0.187)	-0.108*** (-3.152)	-0.206*** (-4.981)	-0.242*** (-5.151)	-0.231*** (-4.062)	-0.155** (-2.421)	-0.187** (-2.002)	-0.149 (-1.111)
3	-0.010 (-0.536)	-0.084*** (-2.855)	-0.150*** (-4.091)	-0.162*** (-3.899)	-0.172*** (-3.400)	-0.117** (-2.026)	-0.055 (-0.663)	-0.142 (-1.200)
4	-0.017 (-0.945)	-0.063** (-2.287)	-0.080** (-2.412)	-0.077** (-2.041)	-0.134*** (-2.916)	-0.125** (-2.392)	0.068 (0.889)	0.111 (1.026)
5	-0.004 (-0.214)	-0.048* (-1.823)	-0.080** (-2.508)	-0.102*** (-2.780)	-0.103** (-2.313)	-0.071 (-1.414)	0.038 (0.527)	0.175* (1.698)
6	-0.042** (-2.387)	-0.056** (-2.130)	-0.109*** (-3.357)	-0.085** (-2.294)	-0.131*** (-2.923)	-0.051 (-1.004)	0.083 (1.133)	0.207** (1.994)
7	-0.050*** (-2.787)	-0.121*** (-4.356)	-0.149*** (-4.428)	-0.139*** (-3.625)	-0.180*** (-3.881)	-0.104** (-1.996)	0.093 (1.237)	0.338*** (3.160)
8	-0.039** (-2.077)	-0.110*** (-3.731)	-0.162*** (-4.545)	-0.192*** (-4.714)	-0.195*** (-3.972)	-0.155*** (-2.770)	0.040 (0.493)	0.013 (0.117)
9	-0.116*** (-5.382)	-0.321*** (-9.616)	-0.407*** (-10.155)	-0.429*** (-9.412)	-0.495*** (-8.986)	-0.463*** (-7.417)	-0.267*** (-2.962)	-0.216* (-1.673)
10(最高)	-0.218*** (-8.215)	-0.598*** (-14.455)	-0.841*** (-16.815)	-0.858*** (-15.037)	-1.014*** (-14.700)	-0.834*** (-10.587)	-0.525*** (-4.685)	-0.721*** (-4.435)
10(最高)- 1(最低)	-0.332*** (-8.759)	-0.631*** (-10.684)	-0.689*** (-9.684)	-0.672*** (-8.284)	-0.768*** (-7.848)	-0.717*** (-6.405)	-0.313** (-1.970)	-0.467** (-2.031)
Panel B:投資人情緒悲觀樣本期間								
1(最低)	0.226*** (5.301)	0.124* (1.841)	-0.139* (-1.712)	-0.143 (-1.555)	-0.140 (-1.266)	0.138 (1.086)	0.228 (1.283)	0.556** (2.155)
2	0.065* (1.792)	-0.004 (-0.070)	-0.131* (-1.950)	-0.178** (-2.340)	-0.042 (-0.454)	0.191* (1.818)	0.253* (1.666)	0.698*** (3.184)
3	0.023 (0.725)	-0.017 (-0.354)	-0.174*** (-2.915)	-0.178*** (-2.644)	-0.219*** (-2.691)	-0.077 (-0.834)	0.166 (1.247)	0.335* (1.748)
4	-0.070** (-2.396)	-0.114** (-2.532)	-0.071 (-1.305)	-0.052 (-0.848)	-0.175** (-2.330)	-0.020 (-0.233)	0.295** (2.366)	0.544*** (3.048)
5	-0.002 (-0.072)	-0.022 (-0.511)	-0.049 (-0.939)	-0.061 (-1.029)	-0.096 (-1.344)	0.074 (0.912)	0.160 (1.372)	0.360** (2.155)
6	-0.056** (-2.021)	-0.073* (-1.693)	-0.132** (-2.538)	-0.057 (-0.970)	-0.072 (-1.015)	0.138* (1.706)	0.264** (2.250)	0.587*** (3.500)
7	-0.059** (-2.109)	-0.105** (-2.463)	-0.195*** (-3.728)	-0.150** (-2.510)	-0.204*** (-2.819)	-0.105 (-1.287)	0.090 (0.769)	0.436*** (2.600)
8	-0.020 (-0.669)	0.003 (0.069)	-0.041 (-0.734)	-0.071 (-1.119)	0.016 (0.207)	0.118 (1.338)	0.370*** (2.911)	0.473*** (2.577)
9	-0.143*** (-4.248)	-0.259*** (-5.027)	-0.369*** (-5.982)	-0.383*** (-5.434)	-0.417*** (-4.886)	-0.294*** (-3.020)	-0.075 (-0.538)	0.278 (1.389)
10(最高)	-0.299*** (-7.146)	-0.575*** (-8.903)	-0.792*** (-10.109)	-0.837*** (-9.339)	-0.925*** (-8.501)	-0.726*** (-5.870)	-0.306* (-1.737)	-0.517** (-2.024)
10(最高)- 1(最低)	-0.526*** (-8.788)	-0.692*** (-7.408)	-0.650*** (-5.753)	-0.690*** (-5.360)	-0.780*** (-5.019)	-0.855*** (-4.817)	-0.529** (-2.115)	-1.068*** (-2.945)

表 4-11、不同的投資人情緒在營收宣告日前三天動能報酬高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率(續)

10 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
表 Panel C:投資人情緒中立樣本期間								
1(最低)	0.119*** (2.740)	0.131* (1.942)	0.062 (0.760)	-0.010 (-0.104)	-0.097 (-0.874)	-0.087 (-0.683)	-0.480*** (-2.663)	-0.662** (-2.541)
2	-0.018 (-0.518)	-0.168*** (-3.119)	-0.233*** (-3.590)	-0.249*** (-3.376)	-0.322*** (-3.603)	-0.452*** (-4.435)	-0.610*** (-4.147)	-0.887*** (-4.209)
3	-0.009 (-0.294)	-0.067 (-1.402)	-0.065 (-1.112)	-0.054 (-0.818)	-0.058 (-0.715)	-0.086 (-0.937)	-0.242* (-1.820)	-0.378** (-1.989)
4	0.033 (1.118)	0.037 (0.835)	-0.041 (-0.754)	-0.037 (-0.601)	-0.052 (-0.694)	-0.129 (-1.524)	-0.141 (-1.142)	-0.113 (-0.642)
5	0.008 (0.293)	-0.042 (-0.977)	-0.083 (-1.619)	-0.112* (-1.900)	-0.132* (-1.818)	-0.270*** (-3.295)	-0.251** (-2.106)	-0.068 (-0.397)
6	-0.020 (-0.694)	0.035 (0.795)	-0.009 (-0.176)	-0.023 (-0.378)	-0.078 (-1.068)	-0.114 (-1.365)	-0.135 (-1.123)	-0.055 (-0.320)
7	0.007 (0.247)	-0.050 (-1.098)	-0.048 (-0.865)	-0.092 (-1.471)	-0.144* (-1.902)	-0.111 (-1.300)	-0.092 (-0.742)	0.277 (1.557)
8	-0.022 (-0.704)	-0.143*** (-2.926)	-0.185*** (-3.146)	-0.176*** (-2.628)	-0.185** (-2.296)	-0.179* (-1.940)	-0.194 (-1.479)	-0.125 (-0.657)
9	-0.045 (-1.263)	-0.271*** (-4.915)	-0.317*** (-4.758)	-0.347*** (-4.606)	-0.438*** (-4.801)	-0.511*** (-4.976)	-0.480*** (-3.244)	-0.453** (-2.115)
10(最高)	-0.105** (-2.434)	-0.535*** (-7.960)	-0.860*** (-10.552)	-0.823*** (-8.881)	-0.975*** (-8.720)	-0.781*** (-6.110)	-0.804*** (-4.396)	-0.590** (-2.228)
10(最高)	-	-0.664***	-0.921***	-0.812***	-0.884***	-0.702***	-0.325	0.082
-1(最低)	(-3.631)	(-6.951)	(-7.997)	(-6.200)	(-5.591)	(-3.893)	(-1.265)	(0.220)
Panel D:投資人情緒樂觀樣本期間								
1(最低)	-0.107* (-1.828)	-0.306*** (-3.416)	-0.553*** (-5.139)	-0.578*** (-4.691)	-0.713*** (-4.803)	-0.639*** (-3.738)	-0.579** (-2.348)	-1.095*** (-3.144)
2	-0.065 (-1.373)	-0.189** (-2.567)	-0.302*** (-3.353)	-0.356*** (-3.490)	-0.407*** (-3.325)	-0.220 (-1.616)	-0.172 (-0.861)	-0.257 (-0.889)
3	-0.071* (-1.716)	-0.202*** (-3.167)	-0.264*** (-3.388)	-0.328*** (-3.718)	-0.303*** (-2.796)	-0.263** (-2.113)	-0.112 (-0.635)	-0.540** (-2.103)
4	-0.013 (-0.347)	-0.142** (-2.493)	-0.162** (-2.342)	-0.193** (-2.451)	-0.207** (-2.177)	-0.284*** (-2.625)	0.032 (0.202)	-0.194 (-0.860)
5	-0.024 (-0.671)	-0.093* (-1.684)	-0.117* (-1.747)	-0.141* (-1.844)	-0.066 (-0.715)	0.012 (0.112)	0.308** (2.030)	0.297 (1.367)
6	-0.057 (-1.568)	-0.205*** (-3.646)	-0.238*** (-3.511)	-0.251*** (-3.233)	-0.332*** (-3.532)	-0.287*** (-2.690)	0.104 (0.688)	-0.060 (-0.275)
7	-	-0.262*** (-4.346)	-0.227*** (-3.118)	-0.192** (-2.332)	-0.189* (-1.895)	-0.076 (-0.677)	0.431*** (2.614)	0.274 (1.176)
8	-0.104** (-2.557)	-0.270*** (-4.271)	-0.357*** (-4.669)	-0.449*** (-5.168)	-0.602*** (-5.754)	-0.619*** (-5.203)	-0.159 (-0.928)	-0.582** (-2.378)
9	- (-4.057)	-0.535*** (-7.354)	-0.640*** (-7.357)	-0.669*** (-6.761)	-0.764*** (-6.396)	-0.710*** (-5.193)	-0.238 (-1.214)	-0.760*** (-2.676)
10(最高)	- (-4.817)	-0.762*** (-8.490)	-0.910*** (-8.454)	-0.975*** (-7.956)	-1.264*** (-8.533)	-1.143*** (-6.731)	-0.459* (-1.916)	-1.370*** (-3.918)
10(最高)	-0.171**	-0.453***	-0.350**	-0.392**	-0.554***	-0.503**	0.115	-0.333
-1(最低)	(-2.083)	(-3.563)	(-2.299)	(-2.251)	(-2.639)	(-2.083)	(0.335)	(-0.674)

[說明]:***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性

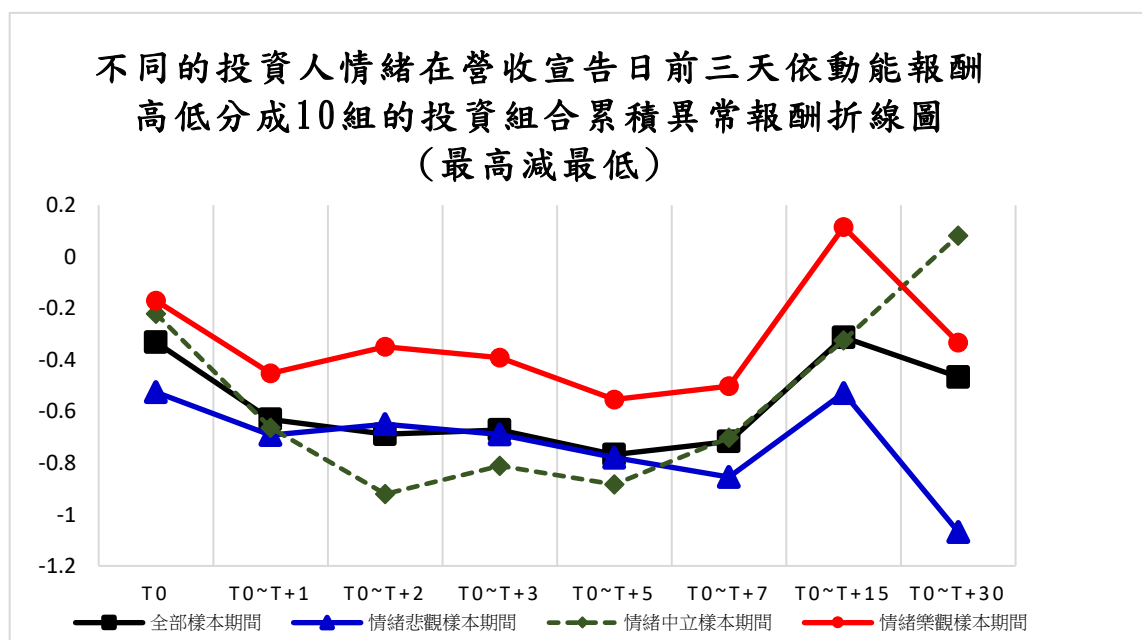


圖 4-22、不同的投資人情緒在營收宣告日前三天動能報酬高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率

二、以營收宣告日前五天動能報酬高低之累積異常報酬率

(一)分成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬

從表 4-12 可以看到，不管在全樣本期間、投資人情緒悲觀樣本期間、投資人情緒中立樣本期間和投資人情緒樂觀樣本期間，投資組合最高減最低的報酬率的顯著明顯，但都是負的顯著。同時以圖 4-23 來看，投資人情緒悲觀樣本期間的報酬率高於投資人情緒樂觀情緒期間，此情形在 T0~T+7 後產生變化，而投資人情緒中立樣本期間的表現最好。

表 4-12、不同的投資人情緒在營收宣告日前五個分位數
投資組合之累積異常報酬率

5 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel A:全部樣本期間								
1(最低)	0.046*** (2.735)	-0.039 (-1.486)	-0.148*** (-4.718)	-0.192*** (-5.370)	-0.249*** (-5.770)	-0.201*** (-4.084)	-0.184*** (-2.602)	-0.153 (-1.504)
2	0.001 (0.109)	-0.039* (-1.899)	-0.081*** (-3.309)	-0.101*** (-3.647)	-0.120*** (-3.561)	-0.059 (-1.534)	0.033 (0.596)	0.126 (1.606)
3	-0.039*** (-3.187)	-0.078*** (-4.160)	-0.104*** (-4.524)	-0.098*** (-3.740)	-0.128*** (-4.036)	-0.071** (-1.989)	0.117** (2.286)	0.168** (2.298)
4	-0.048*** (-3.585)	-0.136*** (-6.597)	-0.215*** (-8.666)	-0.210*** (-7.408)	-0.238*** (-6.971)	-0.215*** (-5.567)	-0.027 (-0.492)	0.102 (1.287)
5(最高)	-0.150*** (-8.957)	-0.433*** (-16.536)	-0.567*** (-17.948)	-0.579*** (-16.116)	-0.642*** (-14.788)	-0.500*** (-10.072)	-0.377*** (-5.316)	-0.495*** (-4.844)
5(最高)-1(最低)	-0.197*** (-8.255)	-0.395*** (-10.696)	-0.419*** (-9.400)	-0.387*** (-7.634)	-0.394*** (-6.432)	-0.299*** (-4.279)	-0.193* (-1.923)	-0.341** (-2.370)
Panel B:投資人情緒悲觀樣本期間								
1(最低)	0.091*** (3.311)	0.023 (0.530)	-0.144*** (-2.798)	-0.187*** (-3.210)	-0.126* (-1.785)	0.081 (1.005)	0.300*** (2.611)	0.676*** (4.078)
2	-0.026 (-1.210)	-0.024 (-0.733)	-0.107*** (-2.668)	-0.100** (-2.212)	-0.087 (-1.578)	0.119* (1.894)	0.264*** (2.932)	0.501*** (3.872)
3	-0.041** (-2.075)	-0.050 (-1.640)	-0.065* (-1.775)	-0.049 (-1.163)	-0.107** (-2.115)	0.030 (0.526)	0.186** (2.260)	0.384*** (3.259)
4	-0.046** (-2.207)	-0.090*** (-2.810)	-0.165*** (-4.295)	-0.139*** (-3.164)	-0.167*** (-3.123)	-0.049 (-0.807)	0.186** (2.139)	0.506*** (4.065)
5(最高)	-0.139*** (-5.314)	-0.373*** (-9.243)	-0.524*** (-10.743)	-0.528*** (-9.543)	-0.593*** (-8.831)	-0.423*** (-5.517)	-0.175 (-1.591)	-0.100 (-0.631)
5(最高)-1(最低)	-0.230*** (-6.064)	-0.393*** (-6.682)	-0.377*** (-5.308)	-0.339*** (-4.202)	-0.463*** (-4.753)	-0.497*** (-4.477)	-0.468*** (-2.948)	-0.777*** (-3.392)
Panel C:投資人情緒中立樣本期間								
1(最低)	0.060** (2.261)	-0.023 (-0.574)	-0.078 (-1.594)	-0.098* (-1.756)	-0.224*** (-3.303)	-0.313*** (-4.051)	-0.495*** (-4.453)	-0.479*** (-2.996)
2	0.025 (1.212)	-0.018 (-0.572)	-0.035 (-0.889)	-0.064 (-1.438)	-0.114** (-2.131)	-0.137** (-2.232)	-0.218** (-2.475)	-0.195 (-1.543)
3	-0.011 (-0.543)	-0.045 (-1.445)	-0.089** (-2.376)	-0.096** (-2.240)	-0.118** (-2.270)	-0.187** (-3.179)	-0.167** (-1.964)	-0.169 (-1.390)
4	-0.005 (-0.253)	-0.099*** (-2.920)	-0.165*** (-4.017)	-0.162*** (-3.480)	-0.191*** (-3.404)	-0.276*** (-4.332)	-0.200** (-2.198)	-0.034 (-0.259)
5(最高)	-0.116*** (-4.206)	-0.332*** (-7.668)	-0.468*** (-8.925)	-0.486*** (-8.147)	-0.503*** (-6.966)	-0.375*** (-4.546)	-0.573*** (-4.860)	-0.502*** (-2.958)
5(最高)-1(最低)	-0.176*** (-4.587)	-0.310*** (-5.192)	-0.388*** (-5.391)	-0.388*** (-4.734)	-0.281*** (-2.840)	-0.060 (-0.530)	-0.077 (-0.479)	-0.015 (-0.066)
Panel D:投資人情緒樂觀樣本期間								
1(最低)	-0.059 (-1.613)	-0.169*** (-3.059)	-0.286*** (-4.224)	-0.378*** (-4.904)	-0.519*** (-5.614)	-0.482*** (-4.575)	-0.452*** (-2.960)	-1.012*** (-4.619)
2	0.006 (0.217)	-0.099** (-2.311)	-0.122** (-2.379)	-0.175*** (-2.981)	-0.195*** (-2.741)	-0.226*** (-2.797)	0.081 (0.692)	0.087 (0.520)
3	-0.083*** (-3.351)	-0.177*** (-4.518)	-0.195*** (-4.084)	-0.187*** (-3.448)	-0.186*** (-2.825)	-0.066 (-0.887)	0.450*** (4.229)	0.337** (2.191)
4	-0.125*** (-4.330)	-0.290*** (-6.504)	-0.394*** (-7.316)	-0.426*** (-6.968)	-0.460*** (-6.242)	-0.414*** (-4.965)	-0.125 (-1.038)	-0.407** (-2.360)
5(最高)	-0.233*** (-6.449)	-0.733*** (-12.911)	-0.827*** (-12.147)	-0.848*** (-10.927)	-0.990*** (-10.597)	-0.879*** (-8.253)	-0.439*** (-2.896)	-1.273*** (-5.820)
5(最高)-1(最低)	-0.174*** (-3.389)	-0.564*** (-7.128)	-0.540*** (-5.626)	-0.470*** (-4.294)	-0.472*** (-3.593)	-0.390*** (-2.599)	0.009 (0.041)	-0.280 (-0.907)

[說明]:***、**及*分別表示在1%、5%和10%水準下具有統計上的顯著性

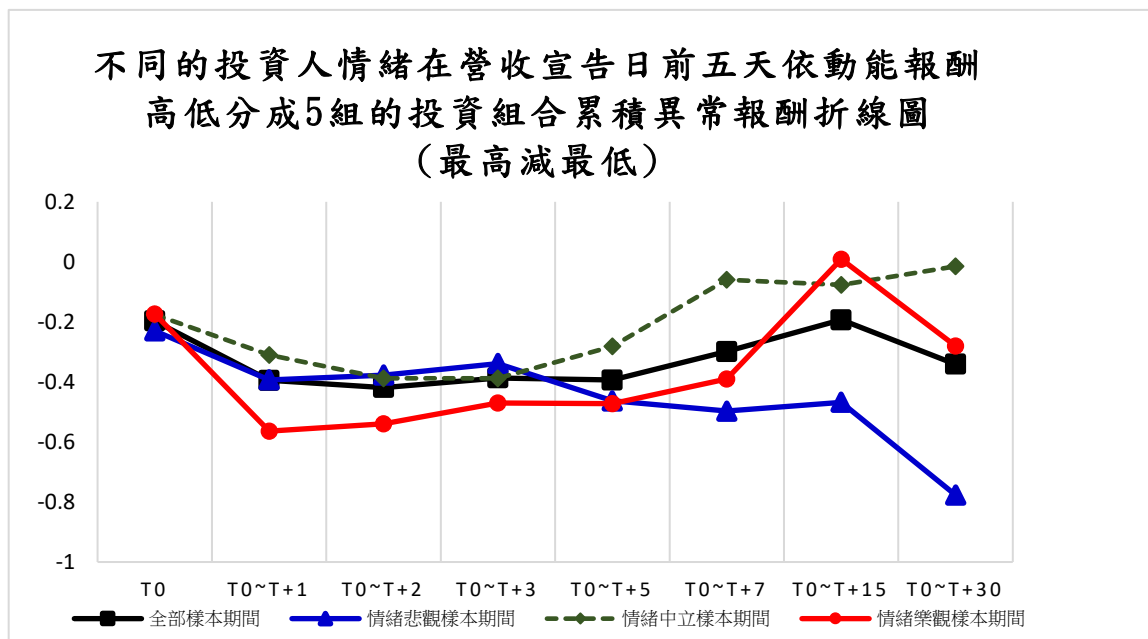


圖 4-23、不同的投資人情緒在營收宣告日前五天動能報酬高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率

(二)分成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬

從表 4-13 可以看到，不管在全樣本期間、投資人情緒悲觀樣本期間、投資人情緒中立樣本期間和投資人情緒樂觀樣本期間，投資組合最高減最低的報酬率的顯著明顯，但都是負的。同時以圖 4-24 來看，投資人情緒樂觀樣本期間的報酬率高於投資人情緒悲觀情緒期間，投資人情緒中立樣本期間的表现最好。

表 4-13、不同的投資人情緒在營收宣告日前五個動能報酬高低所形成 10 個分位數
投資組合之累積異常報酬率

10 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel A:全部樣本期間								
1(最低)	0.076*** (2.849)	-0.024 (-0.580)	-0.177*** (-3.576)	-0.219*** (-3.889)	-0.295*** (-4.349)	-0.254*** (-3.283)	-0.307*** (-2.773)	-0.365** (-2.292)
2	0.026 (1.201)	-0.048 (-1.443)	-0.128*** (-3.150)	-0.174*** (-3.753)	-0.219*** (-3.919)	-0.168*** (-2.629)	-0.099 (-1.076)	-0.007 (-0.052)
3	0.046** (2.366)	-0.003 (-0.107)	-0.040 (-1.111)	-0.045 (-1.106)	-0.065 (-1.325)	0.012 (0.211)	0.052 (0.636)	0.038 (0.328)
4	-0.037** (-2.053)	-0.069** (-2.477)	-0.115*** (-3.458)	-0.148*** (-3.915)	-0.168*** (-3.647)	-0.119** (-2.284)	0.017 (0.221)	0.202* (1.885)
5	-0.031* (-1.788)	-0.081*** (-3.094)	-0.101*** (-3.141)	-0.113*** (-3.067)	-0.123*** (-2.754)	-0.037 (-0.726)	0.098 (1.357)	0.188* (1.813)
6	-0.048*** (-2.738)	-0.074*** (-2.732)	-0.104*** (-3.212)	-0.080** (-2.170)	-0.132*** (-2.957)	-0.105** (-2.088)	0.136* (1.865)	0.149 (1.440)
7	-0.031* (-1.717)	-0.090*** (-3.228)	-0.168*** (-4.971)	-0.133*** (-3.439)	-0.159*** (-3.407)	-0.128** (-2.425)	0.077 (1.016)	0.126 (1.164)
8	-0.067*** (-3.433)	-0.188*** (-6.224)	-0.270*** (-7.412)	-0.299*** (-7.196)	-0.329*** (-6.578)	-0.316*** (-5.546)	-0.147* (-1.804)	0.074 (0.637)
9	-0.067*** (-3.145)	-0.282*** (-8.470)	-0.364*** (-9.060)	-0.394*** (-8.635)	-0.421*** (-7.616)	-0.328*** (-5.191)	-0.315*** (-3.495)	-0.248* (-1.912)
10(最高)	-0.284*** (-10.478)	-0.676*** (-15.981)	-0.890*** (-17.478)	-0.878*** (-15.087)	-1.000*** (-14.245)	-0.773*** (-9.670)	-0.477*** (-4.149)	-0.896*** (-5.404)
10(最高)- 1(最低)	-0.360*** (-9.481)	-0.651*** (-11.026)	-0.713*** (-10.031)	-0.659*** (-8.144)	-0.707*** (-7.242)	-0.520*** (-4.674)	-0.170 (-1.063)	-0.531** (-2.312)
Panel B:投資人情緒悲觀樣本期間								
1(最低)	0.177*** (4.071)	0.061 (0.891)	-0.143* (-1.736)	-0.193** (-2.081)	-0.128 (-1.152)	0.031 (0.241)	0.262 (1.444)	0.326 (1.243)
2	0.034 (0.962)	-0.002 (-0.032)	-0.145** (-2.201)	-0.184** (-2.454)	-0.125 (-1.379)	0.113 (1.087)	0.324** (2.183)	0.916*** (4.279)
3	-0.000 (-0.001)	0.014 (0.285)	-0.028 (-0.477)	-0.008 (-0.126)	-0.006 (-0.074)	0.227** (2.465)	0.398*** (3.013)	0.583*** (3.060)
4	-0.048 (-1.642)	-0.057 (-1.269)	-0.174*** (-3.199)	-0.179*** (-2.897)	-0.159** (-2.119)	0.026 (0.307)	0.147 (1.193)	0.428** (2.429)
5	-0.030 (-1.076)	-0.063 (-1.474)	-0.063 (-1.226)	-0.040 (-0.688)	-0.107 (-1.494)	0.037 (0.456)	0.136 (1.166)	0.373** (2.227)
6	-0.053* (-1.886)	-0.035 (-0.807)	-0.066 (-1.262)	-0.054 (-0.920)	-0.106 (-1.491)	0.024 (0.300)	0.235** (2.031)	0.398** (2.396)
7	-0.024 (-0.840)	-0.042 (-0.951)	-0.117** (-2.201)	-0.066 (-1.079)	-0.128* (-1.737)	0.037 (0.449)	0.191 (1.588)	0.411** (2.390)
8	-0.070** (-2.321)	-0.143*** (-3.080)	-0.221*** (-3.960)	-0.223*** (-3.490)	-0.210*** (-2.705)	-0.144 (-1.631)	0.181 (1.437)	0.611*** (3.384)
9	-0.053 (-1.623)	-0.212*** (-4.181)	-0.306*** (-4.975)	-0.296*** (-4.272)	-0.351*** (-4.156)	-0.236** (-2.437)	-0.140 (-1.015)	0.073 (0.367)
10(最高)	-0.284** (-6.621)	-0.653*** (-9.817)	-0.896*** (-11.186)	-0.927*** (-10.140)	-1.001*** (-9.093)	-0.739*** (-5.873)	-0.234 (-1.293)	-0.398 (-1.518)
10(最高)- 1(最低)	-0.461*** (-7.549)	-0.708*** (-7.405)	-0.745*** (-6.478)	-0.727*** (-5.568)	-0.868*** (-5.535)	-0.764*** (-4.267)	-0.496* (-1.936)	-0.732** (-1.972)

表 4-13、不同的投資人情緒在營收宣告日前五天動能報酬高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率(續)

10 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel C:投資人情緒中立樣本期間								
1(最低)	0.064 (1.541)	-0.004 (-0.059)	-0.106 (-1.401)	-0.137 (-1.585)	-0.294*** (-2.807)	-0.393*** (-3.280)	-0.754*** (-4.416)	-0.694*** (-2.804)
2	0.058* (1.660)	-0.037 (-0.695)	-0.056 (-0.875)	-0.071 (-0.965)	-0.174* (-1.958)	-0.257** (-2.535)	-0.304** (-2.072)	-0.324 (-1.547)
3	0.081*** (2.660)	0.026 (0.561)	0.018 (0.312)	-0.014 (-0.208)	-0.075 (-0.950)	-0.078 (-0.863)	-0.227* (-1.747)	-0.414** (-2.222)
4	-0.024 (-0.826)	-0.056 (-1.276)	-0.080 (-1.504)	-0.105* (-1.743)	-0.149** (-2.026)	-0.186** (-2.234)	-0.213* (-1.771)	-0.008 (-0.049)
5	-0.008 (-0.289)	-0.042 (-0.945)	-0.110** (-2.046)	-0.154** (-2.512)	-0.127* (-1.700)	-0.167** (-1.972)	-0.116 (-0.954)	0.032 (0.181)
6	-0.013 (-0.473)	-0.047 (-1.071)	-0.069 (-1.307)	-0.039 (-0.650)	-0.111 (-1.536)	-0.207** (-2.529)	-0.215* (-1.810)	-0.359** (-2.118)
7	-0.004 (-0.137)	-0.055 (-1.202)	-0.127** (-2.299)	-0.093 (-1.484)	-0.102 (-1.337)	-0.215** (-2.485)	-0.073 (-0.593)	-0.043 (-0.241)
8	-0.008 (-0.243)	-0.154*** (-3.035)	-0.210*** (-3.425)	-0.244*** (-3.526)	-0.293*** (-3.553)	-0.347*** (-3.673)	-0.355*** (-2.630)	-0.022 (-0.115)
9	-0.065* (-1.830)	-0.201*** (-3.619)	-0.276*** (-4.101)	-0.332*** (-4.344)	-0.291*** (-3.157)	-0.233** (-2.200)	-0.438*** (-2.910)	-0.238 (-1.097)
10(最高)	-0.194*** (-4.400)	-0.533*** (-7.722)	-0.762*** (-9.119)	-0.722*** (-7.577)	-0.830*** (-7.174)	-0.593*** (-4.505)	-0.781*** (-4.125)	-0.919*** (-3.369)
10(最高)- 1(最低)	-0.258*** (-4.261)	-0.531*** (-5.645)	-0.653*** (-5.766)	-0.586*** (-4.541)	-0.541*** (-3.460)	-0.200 (-1.123)	-0.027 (-0.105)	-0.213 (-0.580)
Panel D:投資人情緒樂觀樣本期間								
1(最低)	-0.076 (-1.341)	-0.204** (-2.302)	-0.365*** (-3.383)	-0.418*** (-3.416)	-0.592*** (-4.005)	-0.471*** (-2.796)	-0.431* (-1.772)	-0.979*** (-2.866)
2	-0.048 (-1.006)	-0.148** (-2.092)	-0.235*** (-2.704)	-0.353*** (-3.557)	-0.477*** (-4.015)	-0.503*** (-3.700)	-0.462** (-2.350)	-1.040*** (-3.639)
3	0.061 (1.480)	-0.084 (-1.338)	-0.167** (-2.226)	-0.170** (-1.998)	-0.161 (-1.555)	-0.200* (-1.699)	-0.046 (-0.272)	-0.055 (-0.225)
4	-0.042 (-1.093)	-0.112* (-1.901)	-0.080 (-1.132)	-0.177** (-2.192)	-0.224** (-2.283)	-0.253** (-2.272)	0.195 (1.215)	0.209 (0.915)
5	-0.067** (-1.990)	-0.167*** (-3.109)	-0.155** (-2.353)	-0.175** (-2.330)	-0.151* (-1.657)	0.032 (0.309)	0.357** (2.449)	0.139 (0.648)
6	-0.100*** (-2.679)	-0.186*** (-3.254)	-0.236*** (-3.425)	-0.201** (-2.554)	-0.225** (-2.360)	-0.168 (-1.556)	0.559*** (3.575)	0.543** (2.453)
7	-0.094** (-2.376)	-0.247*** (-4.047)	-0.335*** (-4.552)	-0.325*** (-3.905)	-0.313*** (-3.115)	-0.254** (-2.241)	0.139 (0.848)	-0.064 (-0.272)
8	-0.157*** (-3.762)	-0.338*** (-5.194)	-0.465*** (-5.894)	-0.543*** (-6.061)	-0.631*** (-5.827)	-0.604*** (-4.861)	-0.424** (-2.406)	-0.807*** (-3.192)
9	-0.100** (-2.162)	-0.579*** (-7.912)	-0.642*** (-7.302)	-0.709*** (-7.096)	-0.794*** (-6.583)	-0.709*** (-5.136)	-0.461** (-2.363)	-0.917*** (-3.223)
10(最高)	-0.438*** (-7.596)	-0.962*** (-10.715)	-1.099*** (-10.229)	-1.056*** (-8.580)	-1.284*** (-8.697)	-1.132*** (-6.765)	-0.403* (-1.673)	-1.779*** (-5.204)
10(最高)- 1(最低)	-0.363*** (-4.482)	-0.756*** (-5.983)	-0.730*** (-4.789)	-0.629*** (-3.619)	-0.691*** (-3.301)	-0.663*** (-2.794)	0.017 (0.049)	-0.821* (-1.702)

[說明]:***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性

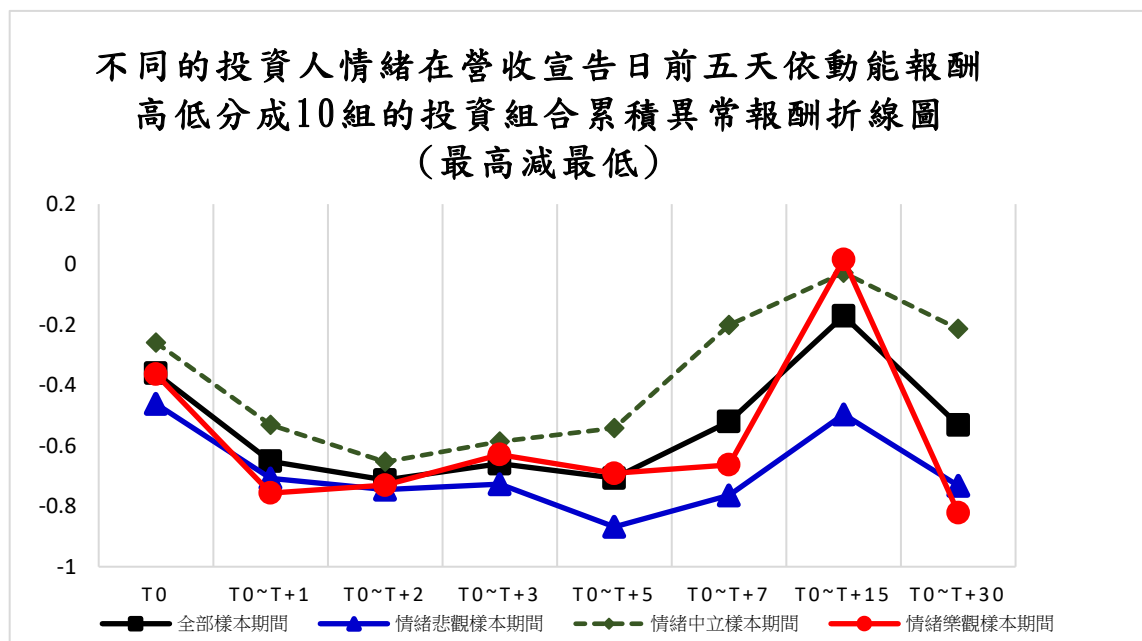


圖 4-24、不同的投資人情緒在營收宣告日前五天動能報酬高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率

三、以營收宣告日前十天動能報酬高低之累積異常報酬率

(一)分成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬

從表 4-14 可以看到，不管在全樣本期間、投資人情緒悲觀樣本期間、投資人情緒中立樣本期間和投資人情緒樂觀樣本期間，投資組合最高減最低的報酬率都是負的顯著。同時以圖 4-25 來看，投資人情緒樂觀樣本期間的報酬率明顯高於投資人情緒悲觀情緒期間。

表 4-14、不同的投資人情緒在營收宣告日前十天動能報酬高低所形成 5 個分位數
投資組合之累積異常報酬率

5 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel A:全部樣本期間								
1(最低)	0.007 (0.413)	-0.100*** (-3.836)	-0.229*** (-7.255)	-0.264*** (-7.326)	-0.351*** (-8.044)	-0.327*** (-6.573)	-0.269*** (-3.771)	-0.265*** (-2.584)
2	0.002 (0.169)	-0.034* (-1.678)	-0.084*** (-3.439)	-0.092*** (-3.314)	-0.129*** (-3.815)	-0.072* (-1.890)	0.097* (1.766)	0.215*** (2.734)
3	-0.030** (-2.430)	-0.054*** (-2.862)	-0.086*** (-3.748)	-0.084*** (-3.247)	-0.131*** (-4.148)	-0.083** (-2.331)	0.084 (1.634)	0.219*** (3.000)
4	-0.046*** (-3.497)	-0.150*** (-7.345)	-0.209*** (-8.465)	-0.223*** (-7.915)	-0.215*** (-6.315)	-0.157*** (-4.076)	-0.007 (-0.136)	0.036 (0.453)
5(最高)	-0.133*** (-7.860)	-0.403*** (-15.272)	-0.519*** (-16.375)	-0.525*** (-14.543)	-0.565*** (-12.935)	-0.429*** (-8.593)	-0.376*** (-5.256)	-0.528*** (-5.138)
5(最高)- 1(最低)	-0.140*** (-5.868)	-0.303*** (-8.164)	-0.289*** (-6.466)	-0.261*** (-5.111)	-0.214*** (-3.468)	-0.102 (-1.451)	-0.107 (-1.061)	-0.263* (-1.814)
Panel B:投資人情緒悲觀樣本期間								
1(最低)	0.071*** (2.654)	-0.005 (-0.112)	-0.181*** (-3.543)	-0.187*** (-3.201)	-0.177** (-2.509)	-0.019 (-0.233)	0.118 (1.027)	0.485*** (2.937)
2	-0.008 (-0.371)	-0.039 (-1.199)	-0.106*** (-2.690)	-0.112** (-2.501)	-0.131** (-2.396)	-0.001 (-0.018)	0.231*** (2.590)	0.507*** (3.965)
3	-0.040** (-2.041)	-0.037 (-1.223)	-0.055 (-1.500)	0.001 (0.018)	-0.113** (-2.244)	0.013 (0.222)	0.214*** (2.605)	0.414*** (3.522)
4	-0.035* (-1.684)	-0.060* (-1.883)	-0.149*** (-3.853)	-0.176*** (-3.976)	-0.153*** (-2.845)	0.006 (0.105)	0.230*** (2.629)	0.504*** (4.002)
5(最高)	-0.175*** (-6.607)	-0.408*** (-9.984)	-0.541*** (-11.018)	-0.560*** (-9.979)	-0.505*** (-7.442)	-0.222*** (-2.863)	-0.088 (-0.792)	0.016 (0.098)
5(最高)- 1(最低)	-0.246*** (-6.518)	-0.405*** (-6.897)	-0.362*** (-5.103)	-0.375*** (-4.628)	-0.327*** (-3.341)	-0.203* (-1.819)	-0.209 (-1.310)	-0.470** (-2.051)
Panel C:投資人情緒中立樣本期間								
1(最低)	0.013 (0.476)	-0.082** (-2.020)	-0.136*** (-2.784)	-0.189*** (-3.382)	-0.302*** (-4.475)	-0.396*** (-5.113)	-0.468*** (-4.203)	-0.521*** (-3.245)
2	0.042** (2.028)	0.035 (1.087)	0.029 (0.760)	0.037 (0.855)	-0.035 (-0.649)	-0.094 (-1.549)	-0.123 (-1.416)	-0.025 (-0.197)
3	-0.003 (-0.142)	-0.013 (-0.435)	-0.063* (-1.686)	-0.091** (-2.140)	-0.100* (-1.933)	-0.107* (-1.821)	-0.161* (-1.904)	0.021 (0.173)
4	-0.027 (-1.234)	-0.169*** (-4.860)	-0.242*** (-5.800)	-0.241*** (-5.080)	-0.252*** (-4.391)	-0.287*** (-4.395)	-0.272*** (-2.921)	-0.207 (-1.548)
5(最高)	-0.078*** (-2.791)	-0.316*** (-7.305)	-0.443*** (-8.510)	-0.448*** (-7.573)	-0.502*** (-7.006)	-0.511*** (-6.236)	-0.678*** (-5.763)	-0.851*** (-5.023)
5(最高)- 1(最低)	-0.090** (-2.347)	-0.235*** (-3.958)	-0.304*** (-4.242)	-0.259*** (-3.182)	-0.202** (-2.046)	-0.117 (-1.042)	-0.212 (-1.311)	-0.316 (-1.358)
Panel D:投資人情緒樂觀樣本期間								
1(最低)	-0.132*** (-3.500)	-0.330*** (-5.619)	-0.526*** (-7.379)	-0.590*** (-7.237)	-0.811*** (-8.275)	-0.809*** (-7.238)	-0.630*** (-3.910)	-1.200*** (-5.199)
2	-0.058** (-2.031)	-0.139*** (-3.172)	-0.260*** (-4.879)	-0.306*** (-5.019)	-0.320*** (-4.319)	-0.180** (-2.128)	0.258** (2.158)	0.142 (0.821)
3	-0.056** (-2.218)	-0.156*** (-4.004)	-0.174*** (-3.686)	-0.220*** (-4.078)	-0.213*** (-3.265)	-0.206*** (-2.768)	0.256** (2.390)	0.223 (1.447)
4	-0.092*** (-3.430)	-0.273*** (-6.599)	-0.263*** (-5.209)	-0.279*** (-4.885)	-0.267*** (-3.877)	-0.238*** (-3.048)	-0.008 (-0.075)	-0.360** (-2.232)
5(最高)	-0.151*** (-4.124)	-0.550*** (-9.573)	-0.608*** (-8.857)	-0.599*** (-7.664)	-0.800*** (-8.471)	-0.693*** (-6.422)	-0.408*** (-2.663)	-1.049*** (-4.736)
5(最高)- 1(最低)	-0.019 (-0.351)	-0.224*** (-2.721)	-0.089 (-0.899)	-0.014 (-0.119)	0.008 (0.061)	0.118 (0.761)	0.219 (0.987)	0.144 (0.452)

[說明]:***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性

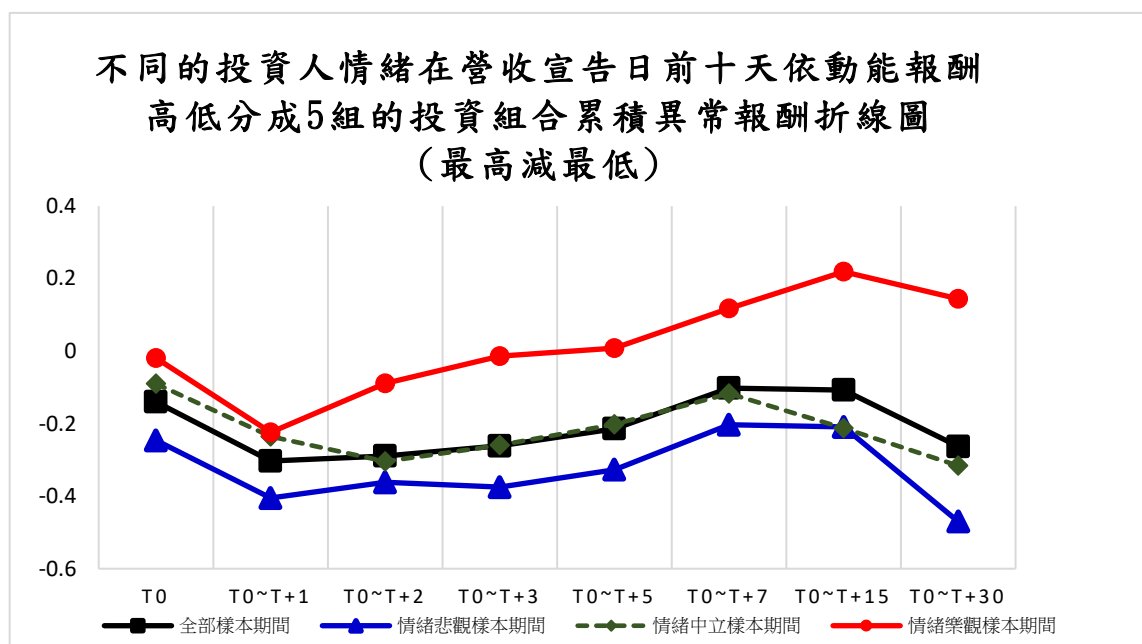


圖 4-25、不同的投資人情緒在營收宣告日前十天動能報酬高低所形成 5 個分位數投資組合之累積異常報酬率

(二)分成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬

從表 4-15 可以看到，不管在全樣本期間、投資人情緒悲觀樣本期間、投資人情緒中立樣本期間和投資人情緒樂觀樣本期間，投資組合最高減最低的報酬率的顯著明顯，但都是負的顯著。同時以圖 4-26 來看，投資人情緒悲觀樣本期間的報酬率在 T0 到 T0~T+7 都優於投資人情緒樂觀情緒期間。但在 T0+7 後，投資人情緒樂觀樣本期間開始優於投資人情緒悲觀樣本期間。

表 4-15、不同的投資人情緒在營收宣告日前十天動能報酬高低所形成 10 個分位數
投資組合之累積異常報酬率

10 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel A:全部樣本期間								
1(最低)	0.057** (2.115)	-0.051 (-1.215)	-0.220*** (-4.342)	-0.249*** (-4.303)	-0.281*** (-4.027)	-0.244*** (-3.039)	-0.188* (-1.648)	-0.227 (-1.379)
2	-0.026 (-1.200)	-0.133*** (-3.981)	-0.236*** (-5.842)	-0.275*** (-5.966)	-0.398*** (-7.130)	-0.381*** (-6.017)	-0.323*** (-3.529)	-0.291** (-2.217)
3	0.004 (0.203)	-0.036 (-1.193)	-0.086** (-2.391)	-0.088** (-2.155)	-0.145*** (-2.919)	-0.133** (-2.358)	0.009 (0.109)	0.182 (1.571)
4	0.002 (0.097)	-0.030 (-1.093)	-0.080** (-2.423)	-0.093** (-2.469)	-0.113** (-2.451)	-0.019 (-0.364)	0.174** (2.332)	0.245** (2.286)
5	-0.023 (-1.341)	-0.038 (-1.446)	-0.088*** (-2.729)	-0.088** (-2.410)	-0.137*** (-3.085)	-0.072 (-1.418)	0.166** (2.275)	0.220** (2.129)
6	-0.036** (-2.085)	-0.070*** (-2.638)	-0.083** (-2.574)	-0.081** (-2.189)	-0.124*** (-2.772)	-0.095* (-1.892)	0.001 (0.008)	0.217** (2.095)
7	-0.022 (-1.211)	-0.094*** (-3.363)	-0.136*** (-4.051)	-0.125*** (-3.257)	-0.128*** (-2.759)	-0.081 (-1.534)	0.124* (1.650)	0.134 (1.249)
8	-0.076*** (-3.868)	-0.216*** (-7.160)	-0.294*** (-8.086)	-0.336*** (-8.130)	-0.315*** (-6.303)	-0.245*** (-4.323)	-0.161** (-1.975)	-0.080 (-0.684)
9	-0.087*** (-3.990)	-0.259*** (-7.638)	-0.345*** (-8.501)	-0.346*** (-7.476)	-0.373*** (-6.649)	-0.256*** (-3.992)	-0.282*** (-3.092)	-0.171 (-1.313)
10(最高)	-0.206*** (-7.591)	-0.624*** (-14.869)	-0.784*** (-15.534)	-0.801*** (-13.904)	-0.860*** (-12.355)	-0.695*** (-8.754)	-0.521*** (-4.530)	-1.105*** (-6.624)
10(最高)-1(最低)	-0.261*** (-6.870)	-0.572*** (-9.658)	-0.563*** (-7.867)	-0.550*** (-6.736)	-0.578*** (-5.855)	-0.451*** (-3.990)	-0.334** (-2.063)	-0.878*** (-3.746)
Panel B:投資人情緒悲觀樣本期間								
1(最低)	0.159*** (3.727)	0.077 (1.158)	-0.133 (-1.630)	-0.164* (-1.770)	-0.067 (-0.596)	0.109 (0.850)	0.275 (1.506)	0.703*** (2.675)
2	0.013 (0.381)	-0.059 (-1.085)	-0.212*** (-3.241)	-0.203*** (-2.712)	-0.254*** (-2.788)	-0.104 (-1.012)	0.013 (0.091)	0.341 (1.607)
3	-0.022 (-0.704)	-0.027 (-0.542)	-0.084 (-1.426)	-0.125* (-1.866)	-0.113 (-1.393)	-0.032 (-0.351)	0.224* (1.690)	0.561*** (2.955)
4	0.005 (0.159)	-0.047 (-1.066)	-0.123** (-2.317)	-0.099* (-1.649)	-0.143* (-1.943)	0.027 (0.318)	0.240** (1.992)	0.468*** (2.701)
5	-0.033 (-1.171)	-0.036 (-0.831)	-0.057 (-1.102)	0.008 (0.129)	-0.116 (-1.623)	0.058 (0.716)	0.363*** (3.096)	0.495*** (2.958)
6	-0.047* (-1.727)	-0.041 (-0.968)	-0.055 (-1.057)	-0.009 (-0.154)	-0.112 (-1.573)	-0.036 (-0.449)	0.071 (0.615)	0.327** (1.985)
7	-0.029 (-1.018)	-0.032 (-0.737)	-0.111** (-2.106)	-0.095 (-1.569)	-0.138* (-1.863)	0.057 (0.672)	0.297** (2.488)	0.562*** (3.272)
8	-0.043 (-1.391)	-0.092* (-1.956)	-0.191*** (-3.372)	-0.267*** (-4.142)	-0.170** (-2.167)	-0.049 (-0.549)	0.155 (1.210)	0.434** (2.350)
9	-0.184*** (-5.468)	-0.344*** (-6.580)	-0.468*** (-7.469)	-0.455*** (-6.364)	-0.449*** (-5.182)	-0.181* (-1.819)	-0.146 (-1.028)	0.214 (1.054)
10(最高)	-0.157*** (-3.704)	-0.509*** (-7.765)	-0.657*** (-8.310)	-0.727*** (-8.039)	-0.598*** (-5.490)	-0.292** (-2.347)	0.004 (0.021)	-0.313 (-1.197)
10(最高)-1(最低)	-0.316*** (-5.239)	-0.587*** (-6.277)	-0.525*** (-4.607)	-0.562*** (-4.336)	-0.530*** (-3.394)	-0.403** (-2.252)	-0.281 (-1.094)	-1.027*** (-2.769)

表 4-15、不同的投資人情緒在營收宣告日前十天動能報酬高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率(續)

10 個分位數	累積異常報酬率(CAR)							
	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
Panel C:投資人情緒中立樣本期間								
1(最低)	0.045 (1.054)	-0.072 (-1.082)	-0.155* (-1.928)	-0.166* (-1.802)	-0.262** (-2.363)	-0.331*** (-2.596)	-0.364** (-2.017)	-0.523** (-1.986)
2	-0.007 (-0.221)	-0.089* (-1.764)	-0.128** (-2.068)	-0.204*** (-2.909)	-0.328*** (-3.857)	-0.437*** (-4.471)	-0.536*** (-3.787)	-0.520** (-2.571)
3	0.055* (1.844)	0.009 (0.201)	0.006 (0.103)	0.043 (0.686)	-0.056 (-0.728)	-0.168* (-1.916)	-0.260** (-2.073)	-0.095 (-0.528)
4	0.030 (1.031)	0.056 (1.277)	0.049 (0.927)	0.032 (0.523)	-0.016 (-0.219)	-0.029 (-0.343)	0.003 (0.024)	0.039 (0.225)
5	-0.009 (-0.324)	0.005 (0.112)	-0.068 (-1.294)	-0.090 (-1.516)	-0.077 (-1.072)	-0.116 (-1.412)	-0.070 (-0.592)	-0.014 (-0.083)
6	0.005 (0.168)	-0.031 (-0.707)	-0.057 (-1.061)	-0.091 (-1.493)	-0.122* (-1.655)	-0.094 (-1.125)	-0.255** (-2.103)	0.063 (0.358)
7	-0.002 (-0.072)	-0.095** (-1.990)	-0.139** (-2.442)	-0.112* (-1.740)	-0.074 (-0.950)	-0.156* (-1.762)	0.043 (0.338)	-0.054 (-0.297)
8	-0.057* (-1.744)	-0.252*** (-4.953)	-0.365*** (-5.930)	-0.392*** (-5.604)	-0.464*** (-5.482)	-0.442*** (-4.576)	-0.641*** (-4.668)	-0.387** (-1.962)
9	-0.002 (-0.053)	-0.171*** (-3.070)	-0.229*** (-3.417)	-0.266*** (-3.491)	-0.294*** (-3.191)	-0.298*** (-2.824)	-0.513*** (-3.402)	-0.490** (-2.271)
10(最高)	-0.189*** (-4.316)	-0.532*** (-7.771)	-0.763*** (-9.245)	-0.727*** (-7.723)	-0.825*** (-7.205)	-0.833*** (-6.405)	-0.930*** (-4.939)	-1.413*** (-5.173)
10(最高)-1(最低)	-0.233*** (-3.802)	-0.460*** (-4.806)	-0.607*** (-5.274)	-0.558*** (-4.232)	-0.559*** (-3.498)	-0.496*** (-2.725)	-0.558** (-2.142)	-0.858** (-2.264)
Panel D:投資人情緒樂觀樣本期間								
1(最低)	-0.108* (-1.881)	-0.254*** (-2.811)	-0.504*** (-4.612)	-0.565*** (-4.528)	-0.723*** (-4.790)	-0.737*** (-4.241)	-0.729*** (-2.917)	-1.356*** (-3.809)
2	-0.151*** (-3.008)	-0.385*** (-4.977)	-0.541*** (-5.748)	-0.609*** (-5.656)	-0.875*** (-6.791)	-0.859*** (-5.889)	-0.560*** (-2.663)	-1.081*** (-3.549)
3	-0.056 (-1.304)	-0.153** (-2.283)	-0.280*** (-3.485)	-0.297*** (-3.221)	-0.390*** (-3.538)	-0.268** (-2.109)	0.145 (0.798)	0.038 (0.144)
4	-0.060 (-1.575)	-0.127** (-2.181)	-0.242*** (-3.393)	-0.313*** (-3.842)	-0.258*** (-2.584)	-0.113 (-0.992)	0.335** (2.153)	0.227 (0.977)
5	-0.031 (-0.856)	-0.130** (-2.333)	-0.174*** (-2.586)	-0.252*** (-3.271)	-0.279*** (-2.972)	-0.228** (-2.109)	0.171 (1.141)	0.166 (0.744)
6	-0.081** (-2.267)	-0.183*** (-3.345)	-0.175*** (-2.647)	-0.189** (-2.509)	-0.151* (-1.650)	-0.188* (-1.823)	0.285* (1.897)	0.280 (1.302)
7	-0.038 (-1.046)	-0.192*** (-3.435)	-0.168** (-2.470)	-0.194** (-2.512)	-0.197** (-2.105)	-0.198* (-1.862)	-0.031 (-0.204)	-0.280 (-1.273)
8	-0.160*** (-3.982)	-0.373*** (-6.033)	-0.380*** (-5.042)	-0.384*** (-4.514)	-0.352*** (-3.440)	-0.281** (-2.435)	0.014 (0.084)	-0.449* (-1.893)
9	-0.039 (-0.833)	-0.241*** (-3.245)	-0.304*** (-3.423)	-0.276*** (-2.729)	-0.374*** (-3.047)	-0.340** (-2.429)	-0.157 (-0.801)	-0.381 (-1.348)
10(最高)	-0.327*** (-5.576)	-1.012*** (-11.221)	-1.057*** (-9.784)	-1.072*** (-8.716)	-1.415*** (-9.587)	-1.214*** (-7.165)	-0.807*** (-3.275)	-2.087*** (-5.854)
10(最高)-1(最低)	-0.217*** (-2.643)	-0.758*** (-5.932)	-0.560*** (-3.635)	-0.512*** (-2.918)	-0.699*** (-3.304)	-0.482** (-1.984)	-0.092 (-0.263)	-0.747 (-1.481)

[說明]:***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性

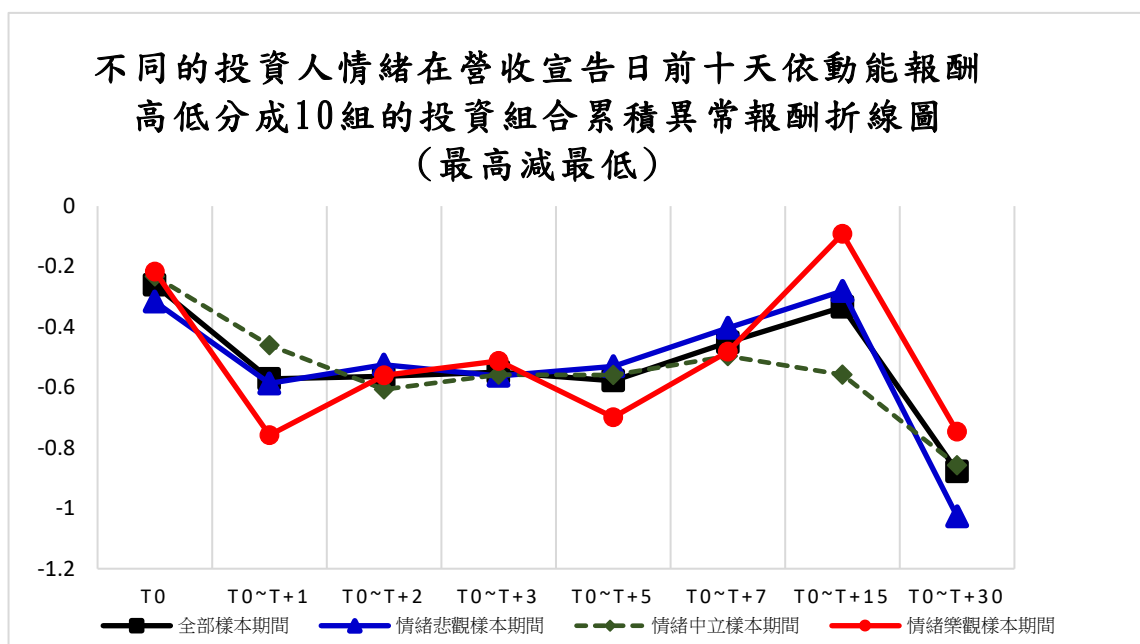


圖 4-26、不同的投資人情緒在營收宣告日前十天動能報酬高低所形成 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率

從不同的營收宣告日前三天、前五天和前十天的報酬的投資組合(最高減最低)可發現，雖然報酬率都是負的，但樂觀情緒和中立的情緒表現較好，相對優於悲觀情緒。但是個別來看投資人情緒部分，樂觀情緒下的累積異常率表現並不優於其他三者，當然也包含不優於悲觀情緒。這是否和投資人過度自信造成的偏誤有關，或者是還有其他沒討論到的部分，就等著未來的學者去探究。接著討論投資組合(最高減最低)的報酬不管在何情緒和分組下幾乎都是負報酬的現象，我們認為有可能是營收宣告的事件產生的效果。也就是可被預期的營收宣告日讓動能策略失去效果，反而形成不同的思考模式，特別是機構投資人的訊息通常領先一般投資人，在營收宣告日也就是事件日前可能已經轉變思考模式，改變投資決定產生的效果。

相對應於判讀營收刺激的強度，我們也將營收宣告日前三天、前五天和前十天等不同天期下不同分序的狀態下觀察最悲觀和最樂觀之間的差距，從圖 4-27 五組分序和圖 4-28 十組分序可以看到，五組分序時是營收宣告日前三天、前五天優於營收宣告日前十天動能報酬組合，但在十組分序時是營收宣告日前三天、前十天優於營收宣告日前五天，從兩個圖來看，以營收宣告日前三天最為穩定。

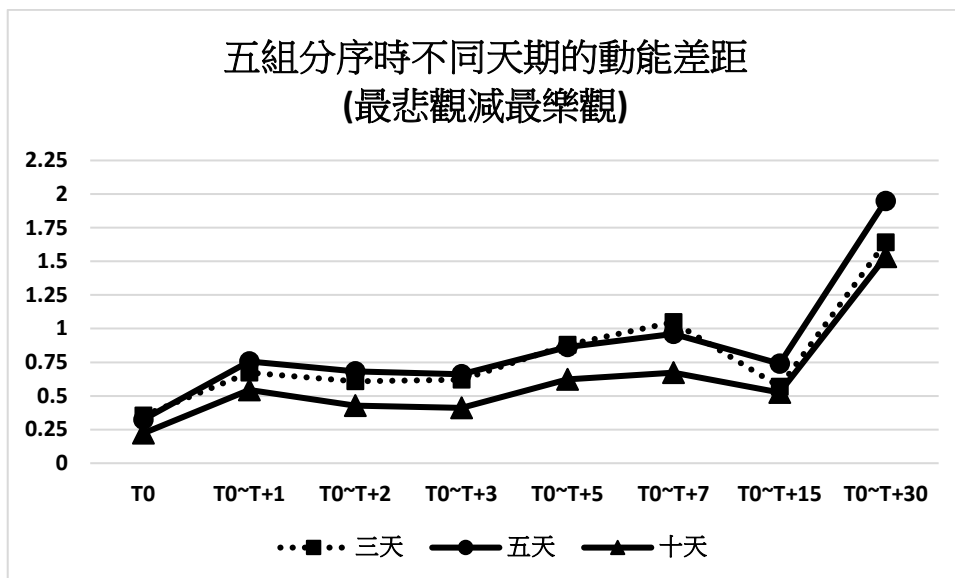


圖 4-27、五組分序時不同天期下投資人的最悲觀情緒和最樂觀情緒之間的差距

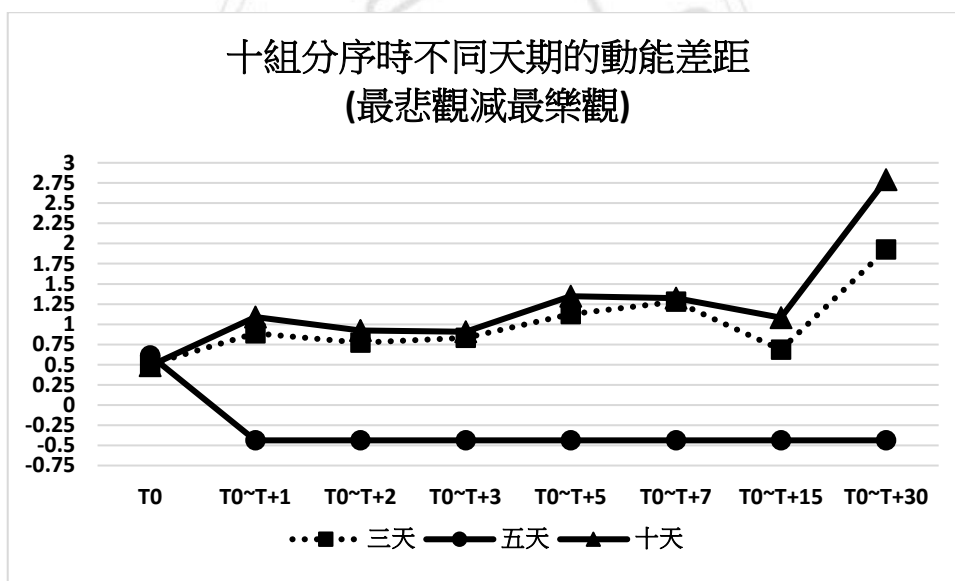


圖 4-28、十組分序時不同天期下投資人的最悲觀情緒和最樂觀情緒之間的差距

第五節 迴歸的實證分析

一、以不同的月營收分類來觀察

(一)投資組合以公司月營收金額高低五等分排序

從整合性的投資人情緒指標在投資組合以公司月營收金額高低五等分排序之累積異常報酬率表 4-16 來看，投資組合從 T0~T+1 到 T0~T+7 為正顯著。在整合投資人情緒指標部分，在 T0~T+1、T0~T+7 到 T0~T+30 為負顯著。將投資組合排序和投資人情緒一起觀察，可以看到在 T0~T+2 到 T0~T+5 為正顯著，在 T0~T+7 呈現反轉直到 T0~T+30 皆為負顯著。此表顯示營收宣告的刺激在前期出現正顯著，後期出現反轉現象，營收動能具有效果。

表 4-16、整合性的投資人情緒指標在投資組合以公司月營收金額高低五等分排序之累積異常報酬率

研究變數	累積異常報酬率(CAR)															
	T0	T0-T+1	T0-T+2	T0-T+3	T0-T+5	T0-T+7	T0-T+15	T0-T+30	T0	T0-T+1	T0-T+2	T0-T+3	T0-T+5	T0-T+7	T0-T+15	T0-T+30
常數項	-0.030*	-0.157***	-0.308***	-0.333***	-0.371***	-0.207***	-0.025	0.256***	-0.015	-0.076***	-0.143***	-0.176***	-0.208***	-0.118***	-0.100***	0.034
	(-1.741)	(-6.041)	(-9.863)	(-9.440)	(-8.659)	(-4.256)	(-0.357)	(2.597)	(-1.642)	(-5.467)	(-8.618)	(-9.310)	(-9.054)	(-4.502)	(-2.691)	(0.636)
投資組合(以公司月營收金額高低五等分排序)	0.007	0.033***	0.060***	0.056***	0.060***	0.043***	-0.007	-0.022								
投資人情緒(以整合性投資人情緒為指標)	-0.002	-0.030***	-0.012	0.006	-0.004	-0.100***	-0.170***	-0.503***								
投資組合排序*投資人情緒	(-0.297)	(-2.663)	(-0.914)	(0.384)	(-0.191)	(-4.675)	(-5.600)	(-11.450)	0.218	0.038	0.672*	1.067***	1.009**	-1.266**	-3.277***	-10.084***
市場風險溢酬	-0.013***	-0.014***	-0.004	-0.001	0.028***	0.063***	0.165***	0.186***	-0.013***	-0.014***	-0.003	-0.000	0.029***	0.065***	0.167***	0.190***
	(-5.199)	(-3.661)	(-0.795)	(-0.161)	(4.332)	(8.510)	(15.679)	(12.183)	(-5.102)	(-3.454)	(-0.615)	(-0.046)	(4.468)	(8.728)	(15.872)	(12.534)
規模溢酬 5 因子	0.024***	0.053***	0.060***	0.087***	0.116***	0.182***	0.342***	0.396***	0.025***	0.053***	0.060***	0.088***	0.116***	0.183***	0.343***	0.398***
	(8.628)	(12.092)	(11.408)	(14.607)	(15.943)	(22.015)	(29.252)	(23.367)	(8.682)	(12.221)	(11.530)	(14.693)	(16.035)	(22.139)	(29.381)	(23.553)
淨值市價比溢酬	-0.006**	-0.002	-0.002	0.019***	0.042***	0.057***	0.198***	0.243***	-0.006**	-0.002	0.019***	0.042***	0.057***	0.198***	0.242***	
	(-1.995)	(-0.429)	(-0.373)	(2.810)	(5.067)	(6.031)	(14.788)	(12.490)	(-1.995)	(-0.433)	(-0.377)	(2.797)	(5.061)	(6.039)	(14.799)	(12.479)
益本比溢酬	0.005	-0.006	-0.019**	-0.029***	-0.078***	-0.170***	-0.125***	-0.059**	0.006	-0.004	-0.016*	-0.027***	-0.074***	-0.164***	-0.119***	-0.041
	(1.115)	(-0.893)	(-2.214)	(-3.029)	(-6.577)	(-12.646)	(-6.581)	(-2.144)	(1.299)	(-0.503)	(-1.878)	(-2.774)	(-6.316)	(-12.268)	(-6.270)	(-1.497)
股利殖利率溢酬	-0.019***	-0.027***	-0.029***	-0.015	0.011	0.081***	0.082***	-0.052**	-0.019***	-0.029***	-0.031***	-0.016*	0.009	0.078***	0.079***	-0.061**
	(-4.363)	(-4.037)	(-3.601)	(-1.590)	(0.990)	(6.409)	(4.601)	(-2.006)	(-4.477)	(-4.294)	(-3.869)	(-1.778)	(0.804)	(6.160)	(4.423)	(-2.361)
動能因子	-0.021***	-0.039***	-0.056***	-0.053***	-0.054***	-0.050***	-0.050***	-0.019	-0.021***	-0.041***	-0.058***	-0.055***	-0.057***	-0.053***	-0.054***	-0.030
	(-6.786)	(-8.339)	(-9.831)	(-8.238)	(-6.912)	(-5.548)	(-3.944)	(-1.054)	(-6.983)	(-8.745)	(-10.183)	(-8.517)	(-7.206)	(-5.952)	(-4.259)	(-1.627)
樣本數	50,940	50,940	50,940	50,940	50,940	50,940	50,940	50,940	50,940	50,940	50,940	50,940	50,940	50,940	50,940	50,940
公司數	920	920	920	920	920	920	920	920	920	920	920	920	920	920	920	920

[說明]：***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性

(二)投資組合以公司月營收成長率高低五等分排序

從整合性的投資人情緒指標在投資組合以公司月營收成長率高低五等分排序之累積異常報酬率表 4-17 來看，投資組合從 T0 到 T0~T+7 為正顯著，在 T0~T+15 出現負顯著。在整合投資人情緒指標部分，在 T0~T+1、T0~T+7 到 T0~T+30 為負顯著。將投資組合排序和投資人情緒一起觀察，可以看到在 T0~T+1、T0~T+2、T0~T+3 和 T0~T+5 為正顯著，在 T0~T+7 呈現反轉直到 T0~T+30 皆為負顯著。此表顯示營收宣告的刺激在前期出現正顯著，後期出現反轉現象，營收動能具有效果。

表 4-17、整合性的投資人情緒指標在投資組合以公司月營收成長率高低五等分排序之累積異常報酬率

研究變數	累積異常報酬率(CAR)															
	T0	T0-T+1	T0-T+2	T0-T+3	T0-T+5	T0-T+7	T0-T+15	T0-T+30	T0	T0-T+1	T0-T+2	T0-T+3	T0-T+5	T0-T+7	T0-T+15	T0-T+30
常數項	-0.031*	-0.254***	-0.294***	-0.308***	-0.281***	-0.138***	0.174**	0.474***	-0.014	-0.092***	-0.152***	-0.185***	-0.208***	-0.119***	-0.079**	0.061
	(-1.839)	(-9.879)	(-9.503)	(-8.755)	(-6.582)	(-2.841)	(2.536)	(4.766)	(-1.596)	(-6.642)	(-9.148)	(-9.772)	(-9.039)	(-4.564)	(-2.124)	(1.133)
投資組合(以公司月營收成長率高低五等分排序)	0.008*	0.068***	0.059***	0.051***	0.034***	0.022*	-0.074***	-0.096***								
投資人情緒(以整合性投資人情緒為指標)	-0.002	-0.028**	-0.011	0.008	-0.002	-0.098***	-0.169***	-0.501***								
投資組合排序*投資人情緒									0.233	0.745**	1.128***	1.548***	1.093**	-1.253**	-4.342***	-11.597***
									(1.129)	(2.336)	(2.944)	(3.541)	(2.062)	(-2.077)	(-5.091)	(-9.363)
市場風險溢酬	-0.013***	-0.014***	-0.004	-0.001	0.028***	0.063***	0.164***	0.184***	-0.013***	-0.013***	-0.003	-0.000	0.029***	0.064***	0.165***	0.187***
	(-5.189)	(-3.669)	(-0.872)	(-0.205)	(4.285)	(8.442)	(15.549)	(12.059)	(-5.095)	(-3.304)	(-0.620)	(-0.033)	(4.421)	(8.641)	(15.679)	(12.314)
規模溢酬 5 因子	0.024***	0.053***	0.060***	0.087***	0.115***	0.181***	0.341***	0.394***	0.025***	0.053***	0.061***	0.088***	0.116***	0.182***	0.341***	0.395***
	(8.625)	(12.058)	(11.408)	(14.587)	(15.918)	(21.964)	(29.172)	(23.271)	(8.676)	(12.286)	(11.556)	(14.692)	(15.999)	(22.081)	(29.229)	(23.353)
淨值市價比溢酬	-0.007**	-0.003	-0.003	0.019***	0.042***	0.057***	0.199***	0.243***	-0.006**	-0.002	-0.002	0.019***	0.042***	0.057***	0.199***	0.243***
	(-2.013)	(-0.517)	(-0.447)	(2.755)	(4.990)	(5.992)	(14.842)	(12.501)	(-2.000)	(-0.418)	(-0.380)	(2.778)	(5.017)	(6.030)	(14.840)	(12.501)
益本比溢酬	0.005	-0.006	-0.018**	-0.029***	-0.077***	-0.169***	-0.124***	-0.057**	0.006	-0.001	-0.014*	-0.025***	-0.074***	-0.163***	-0.120***	-0.042
	(1.146)	(-0.795)	(-2.120)	(-2.968)	(-6.513)	(-12.561)	(-6.533)	(-2.069)	(1.326)	(-0.205)	(-1.705)	(-2.625)	(-6.269)	(-12.170)	(-6.359)	(-1.548)
股利殖利率溢酬	-0.019***	-0.027***	-0.029***	-0.015	0.010	0.080***	0.082***	-0.053**	-0.019***	-0.029***	-0.032***	-0.017*	0.009	0.077***	0.080***	-0.060**
	(-4.328)	(-4.068)	(-3.663)	(-1.622)	(0.937)	(6.350)	(4.599)	(-2.028)	(-4.424)	(-4.402)	(-3.934)	(-1.825)	(0.791)	(6.121)	(4.491)	(-2.322)
動能因子	-0.021***	-0.040***	-0.057***	-0.054***	-0.055***	-0.050***	-0.050***	-0.020	-0.022***	-0.043***	-0.059***	-0.056***	-0.057***	-0.053***	-0.053***	-0.028
	(-6.854)	(-8.520)	(-9.946)	(-8.317)	(-6.947)	(-5.582)	(-3.959)	(-1.071)	(-7.033)	(-9.054)	(-10.357)	(-8.660)	(-7.208)	(-5.985)	(-4.164)	(-1.555)
樣本數	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839
公司數	919	919	919	919	919	919	919	919	919	919	919	919	919	919	919	919

[說明]：***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性

(三)投資組合以 SUE 前一年高低五等分排序

從整合性的投資人情緒指標在投資組合以 SUE 前一年高低五等分排序之累積異常報酬率表 4-18 來看，投資組合從 T0、T0~T+1 到 T0~T+7 為正顯著，在整合投資人情緒指標部分，在 T0、T0~T+2 到 T0~T+5 為正顯著。將投資組合排序和投資人情緒一起觀察，可以看到在 T0 到 T0~T+7 為正顯著，在 T0~T+15 呈現反轉到 T0~T+30 皆為負顯著。此表顯示營收宣告的刺激在前期出現正顯著，後期出現反轉現象，營收動能具有效果。

表 4-18、整合性的投資人情緒指標在投資組合以 SUE 前一年高低五等分排序之累積異常報酬率

研究變數	累積異常報酬率(CAR)															
	T0	T0-T+1	T0-T+2	T0-T+3	T0-T+5	T0-T+7	T0-T+15	T0-T+30	T0	T0-T+1	T0-T+2	T0-T+3	T0-T+5	T0-T+7	T0-T+15	T0-T+30
常數項	-0.244** (-1.970)	-0.425** (-2.235)	-0.866*** (-3.786)	-1.261*** (-4.841)	-1.731*** (-5.468)	-0.777** (-2.156)	0.765 (1.500)	5.619*** (7.579)	-0.035** (-2.275)	-0.279*** (-11.686)	-0.309*** (-10.775)	-0.315*** (-9.634)	-0.302*** (-7.614)	-0.228*** (-5.067)	0.036 (0.572)	0.115 (1.248)
投資組合(以 SUE 前一年 高低五等分排序)	0.008*	0.068***	0.060***	0.052***	0.034***	0.023*	-0.074***	-0.096***								
投資人情緒(以整合性投資 人情緒為指標)	(1.724)	(9.744)	(7.068)	(5.401)	(2.920)	(1.736)	(-3.935)	(-3.516)								
投資組合排序*投資人 情緒	0.003*	0.002	0.007**	0.012***	0.018***	0.007	-0.009	-0.068***	0.011*	0.084***	0.075***	0.068***	0.049***	0.032**	-0.090***	-0.137***
市場風險溢酬	(1.959)	(9.857)	(7.355)	(5.852)	(3.482)	(1.998)	(-3.943)	(-4.155)								
規模溢酬 5 因子	-0.012*** (-4.616)	-0.013*** (-3.178)	-0.001 (-0.198)	0.003 (0.634)	0.035*** (5.272)	0.068*** (8.945)	0.165*** (15.227)	0.170*** (10.812)	-0.013*** (-5.135)	-0.012*** (-3.196)	-0.003 (-0.613)	-0.001 (-0.103)	0.028*** (4.387)	0.066*** (8.893)	0.166*** (15.920)	0.195*** (12.874)
淨值市價比溢酬	0.025*** (8.797)	0.053*** (12.181)	0.062*** (11.685)	0.090*** (14.942)	0.120*** (16.411)	0.184*** (22.184)	0.342*** (28.996)	0.388*** (22.624)	0.024*** (8.662)	0.053*** (12.339)	0.060*** (11.564)	0.087*** (14.661)	0.116*** (15.987)	0.182*** (22.194)	0.342*** (29.335)	0.397*** (23.555)
益本比溢酬	-0.006* (-1.896)	-0.002 (-0.458)	-0.002 (-0.280)	0.021*** (2.990)	0.044*** (5.294)	0.058*** (6.100)	0.198*** (14.710)	0.233*** (11.956)	-0.007** (-2.007)	-0.002 (-0.436)	-0.002 (-0.376)	0.019*** (2.801)	0.042*** (5.028)	0.057*** (6.069)	0.199*** (14.877)	0.240*** (12.435)
股利殖利率溢酬	0.006 (1.226)	-0.003 (-0.426)	-0.017** (-1.988)	-0.029*** (-3.006)	-0.076*** (-6.478)	-0.159*** (-11.960)	-0.109*** (-5.778)	-0.012 (-0.441)	0.005 (1.196)	-0.003 (-0.417)	-0.017** (-2.026)	-0.029*** (-3.060)	-0.076*** (-6.554)	-0.158*** (-11.977)	-0.108*** (-5.769)	-0.010 (-0.360)
動能因子	-0.018*** (-4.175)	-0.028*** (-4.175)	-0.028*** (-3.478)	-0.011 (-1.223)	0.015 (1.370)	0.077*** (6.104)	0.071*** (3.977)	-0.097*** (-3.731)	-0.019*** (-4.325)	-0.027*** (-4.126)	-0.029*** (-3.644)	-0.014 (-1.517)	0.011 (0.971)	0.076*** (6.037)	0.073*** (4.137)	-0.076*** (-2.966)
樣本數	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839	50,839
公司數	919	919	919	919	919	919	919	919	919	919	919	919	919	919	919	919

[說明]：***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性

(四)投資組合以 SUE 前兩年高低五等分排序

整合性的投資人情緒指標在投資組合以 SUE 前兩年高低五等分排序之累積異常報酬率表 4-19 來看，投資組合在 T0~T+1 和 T0~T+2 為正顯著，在 T0~T+15 和 T0~T+30 為負顯著。而在整合投資人情緒指標部分，在 T0~T+1 和 T0~T+7 到 0~T+30 為負顯著。將投資組合排序和投資人情緒一起觀察，可以看到在 T0 到 T0~T+5 都是正值，T0~T+2 和 T0~T+3 為正顯著，在 T0~T+7 呈現反轉到 T0~T+30 都是負顯著。此表顯示營收宣告的刺激在前期出現正顯著，後期出現反轉現象，營收動能具有效果。

表 4-19、整合性的投資人情緒指標在投資組合以 SUE 前兩年高低五等分排序之累積異常報酬率

研究變數	累積異常報酬率(CAR)															
	T0	T0-T+1	T0-T+2	T0-T+3	T0-T+5	T0-T+7	T0-T+15	T0-T+30	T0	T0-T+1	T0-T+2	T0-T+3	T0-T+5	T0-T+7	T0-T+15	T0-T+30
常數項	-0.007 (-0.433)	-0.131*** (-5.262)	-0.171*** (-5.702)	-0.188*** (-5.509)	-0.204*** (-4.955)	-0.053 (-1.131)	0.142** (2.145)	0.479*** (4.982)	-0.014 (-1.592)	-0.083*** (-6.050)	-0.144*** (-8.687)	-0.176*** (-9.332)	-0.201*** (-8.768)	-0.110*** (-4.230)	-0.090** (-2.438)	0.053 (0.983)
投資組合(以 SUE 前兩年 高低五等分排序)	-0.000 (-0.048)	0.027*** (4.007)	0.018** (2.250)	0.011 (1.204)	0.008 (0.733)	-0.006 (-0.437)	-0.063*** (-3.528)	-0.097*** (-3.735)								
投資人情緒(以整合性投資 人情緒為指標)	-0.002 (-0.278)	-0.030*** (-2.661)	-0.012 (-0.907)	0.006 (0.380)	-0.004 (-0.213)	-0.100*** (-4.684)	-0.169*** (-5.559)	-0.502*** (-11.396)								
投資組合排序*投資人 情緒									0.204 (1.004)	0.346 (1.104)	0.728* (1.933)	1.104** (2.569)	0.751 (1.437)	-1.662*** (-2.800)	-3.841*** (-4.596)	-11.193*** (-9.192)
市場風險溢酬	-0.013*** (-5.186)	-0.014*** (-3.615)	-0.004 (-0.795)	-0.001 (-0.184)	0.028*** (4.303)	0.063*** (8.472)	0.165*** (15.637)	0.185*** (12.102)	-0.013*** (-5.089)	-0.013*** (-3.346)	-0.003 (-0.605)	-0.000 (-0.041)	0.029*** (4.425)	0.064*** (8.665)	0.166*** (15.829)	0.189*** (12.454)
規模溢酬 5 因子	0.024*** (8.595)	0.053*** (12.069)	0.060*** (11.405)	0.087*** (14.612)	0.116*** (15.952)	0.182*** (22.018)	0.342*** (29.246)	0.396*** (23.303)	0.024*** (8.643)	0.053*** (12.274)	0.060*** (11.533)	0.088*** (14.700)	0.116*** (16.022)	0.182*** (22.128)	0.342*** (29.315)	0.396*** (23.433)
淨值市價比溢酬	-0.006* (-1.956)	-0.002 (-0.406)	-0.002 (-0.366)	0.019*** (2.820)	0.042*** (5.062)	0.057*** (6.023)	0.198*** (14.760)	0.242*** (12.456)	-0.006** (-1.963)	-0.002 (-0.404)	-0.002 (-0.359)	0.019*** (2.825)	0.042*** (5.072)	0.057*** (6.047)	0.198*** (14.801)	0.242*** (12.466)
益本比溢酬	0.005 (1.080)	-0.006 (-0.912)	-0.019** (-2.235)	-0.030*** (-3.032)	-0.078*** (-6.583)	-0.170*** (-12.641)	-0.126*** (-6.596)	-0.059** (-2.121)	0.006 (1.248)	-0.003 (-0.402)	-0.016* (-1.883)	-0.027*** (-2.786)	-0.075*** (-6.398)	-0.165*** (-12.319)	-0.121*** (-6.367)	-0.043 (-1.577)
股利殖利率溢酬	-0.019*** (-4.316)	-0.027*** (-4.029)	-0.029*** (-3.617)	-0.014 (-1.572)	0.011 (0.990)	0.081*** (6.414)	0.083*** (4.638)	-0.052** (-2.003)	-0.019*** (-4.407)	-0.029*** (-4.291)	-0.031*** (-3.821)	-0.016* (-1.714)	0.010 (0.880)	0.078*** (6.230)	0.080*** (4.502)	-0.059** (-2.278)
動能因子	-0.021*** (-6.758)	-0.039*** (-8.302)	-0.056*** (-9.781)	-0.053*** (-8.191)	-0.054*** (-6.898)	-0.050*** (-5.534)	-0.050*** (-3.927)	-0.020 (-1.064)	-0.021*** (-6.934)	-0.041*** (-8.810)	-0.058*** (-10.157)	-0.055*** (-8.469)	-0.056*** (-7.109)	-0.052*** (-5.865)	-0.053*** (-4.183)	-0.028 (-1.550)
樣本數	50,913	50,913	50,913	50,913	50,913	50,913	50,913	50,913	50,913	50,913	50,913	50,913	50,913	50,913	50,913	50,913
公司數	920	920	920	920	920	920	920	920	920	920	920	920	920	920	920	920

[說明]：***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性

據上可知，以月營收金額、月營收成長率和以 SUE 前一年和 SUE 前兩年高低五等分排序時，營收宣告的效果讓投資組合和整合性投資情緒出現前期正報酬的顯著，後期出現反轉的負顯著現象。

二、以價格動能來觀察

(一)投資組合以營收宣告日前三天平均價格動能高低五等分排序

在表 4-20 整合性的投資人情緒指標在投資組合以營收宣告日前三天平均價格動能高低五等分排序中可以看到，投資組合在 T0 到 T0~T+7 出現負顯著，整合性投資人指標全期為負值，並在 T0~T+1、T0~T+2 和 T0~T+5 到 T0~T+30 呈現負顯著。同時以投資組合和投資人情緒來看，全期皆為負顯著的現象更為明顯。

表 4-20、整合性的投資人情緒指標在投資組合以營收宣告日前三天平均價格動能高低五等分排序之累積異常報酬率

研究變數	累積異常報酬率(CAR)															
	T0	T0-T+1	T0-T+2	T0-T+3	T0-T+5	T0-T+7	T0-T+15	T0-T+30	T0	T0-T+1	T0-T+2	T0-T+3	T0-T+5	T0-T+7	T0-T+15	T0-T+30
常數項	0.104*** (5.695)	0.159*** (5.617)	0.091*** (2.644)	0.031 (0.799)	0.018 (0.382)	0.080 (1.496)	-0.155** (-2.013)	0.071 (0.643)	-0.007 (-0.732)	-0.041*** (-2.857)	-0.109*** (-6.294)	-0.148*** (-7.491)	-0.189*** (-7.839)	-0.122*** (-4.475)	-0.187*** (-4.768)	-0.033 (-0.580)
投資組合(以營收宣告日前三天平均價格動能高低五等分排序)	-0.040*** (-7.803)	-0.070*** (-8.945)	-0.071*** (-7.445)	-0.066*** (-6.102)	-0.076*** (-5.779)	-0.069*** (-4.617)	0.004 (0.189)	0.013 (0.437)								
投資人情緒(以整合性投資人情緒為指標)	-0.006 (-0.755)	-0.060*** (-4.886)	-0.052*** (-3.470)	-0.026 (-1.547)	-0.041** (-1.965)	-0.118*** (-4.994)	-0.148*** (-4.370)	-0.527*** (-10.834)								
投資組合排序*投資人情緒									-0.592*** (-2.593)	-2.533*** (-7.153)	-2.337*** (-5.457)	-1.749*** (-3.587)	-2.321*** (-3.917)	-4.100*** (-6.084)	-2.922*** (-3.023)	-11.090*** (-7.983)
市場風險溢酬	-0.026*** (-9.052)	-0.038*** (-8.646)	-0.030*** (-5.648)	-0.027*** (-4.468)	-0.015** (-1.971)	0.027*** (3.243)	0.137*** (11.317)	0.186*** (10.699)	-0.026*** (-9.111)	-0.038*** (-8.711)	-0.031*** (-5.718)	-0.028*** (-4.591)	-0.016** (-2.112)	0.027*** (3.201)	0.139*** (11.529)	0.193*** (11.152)
規模溢酬 5 因子	0.032*** (10.574)	0.069*** (14.626)	0.085*** (14.778)	0.121*** (18.413)	0.157*** (19.737)	0.226*** (24.991)	0.389*** (29.962)	0.446*** (23.919)	0.033*** (10.810)	0.070*** (14.753)	0.085*** (14.898)	0.121*** (18.510)	0.158*** (19.836)	0.227*** (25.052)	0.388*** (29.950)	0.444*** (23.838)
淨值市價比溢酬	0.002 (0.562)	-0.001 (-0.240)	-0.005 (-0.825)	0.017** (2.222)	0.050*** (5.412)	0.070*** (6.666)	0.246*** (16.415)	0.328*** (15.216)	0.001 (0.406)	-0.002 (-0.389)	-0.006 (-0.960)	0.016** (2.073)	0.049*** (5.276)	0.070*** (6.658)	0.249*** (16.588)	0.334*** (15.505)
益本比溢酬	0.018*** (3.494)	0.032*** (4.129)	0.037*** (3.935)	0.037*** (3.432)	0.016 (1.224)	-0.100*** (-6.689)	-0.085*** (-3.967)	-0.098*** (-3.187)	0.018*** (3.517)	0.032*** (4.139)	0.037*** (3.938)	0.037*** (3.427)	0.016 (1.211)	-0.100*** (-6.687)	-0.084*** (-3.935)	-0.094*** (-3.074)
股利殖利率溢酬	-0.018*** (-3.123)	-0.054*** (-6.155)	-0.080*** (-7.500)	-0.080*** (-6.573)	-0.067*** (-4.537)	0.021 (1.269)	0.087*** (3.624)	0.000 (0.011)	-0.019*** (-3.295)	-0.055*** (-6.310)	-0.081*** (-7.630)	-0.081*** (-6.692)	-0.068*** (-4.646)	0.021 (1.250)	0.090*** (3.732)	0.007 (0.191)
動能因子	-0.012*** (-3.590)	-0.035*** (-6.734)	-0.054*** (-8.530)	-0.055*** (-7.571)	-0.055*** (-6.303)	-0.040*** (-3.959)	-0.006 (-0.387)	0.075*** (3.660)	-0.012*** (-3.573)	-0.035*** (-6.734)	-0.054*** (-8.521)	-0.055*** (-7.536)	-0.055*** (-6.272)	-0.055*** (-3.975)	-0.040*** (-0.466)	-0.007 (3.521)
樣本數	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738
公司數	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909

[說明]：***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性

(二)投資組合以營收宣告日前五天平均價格動能高低五等分排序

在表 4-21 整合性的投資人情緒指標在投資組合以營收宣告日前五天平均價格動能高低五等分排序中可以看到，投資組合在 T0 到 T0~T+7 都出現負顯著。整合性投資人指標全期為負值，除在 T0、T0~T+3 不顯著外，其餘皆是負顯著。把投資組合和投資人情緒同時觀察，全期都是負顯著的現象更為明顯。

表 4-21、整合性的投資人情緒指標在投資組合以營收宣告日前五天平均價格動能高低五等分排序之累積異常報酬率

研究變數	累積異常報酬率(CAR)															
	T0	T0-T+1	T0-T+2	T0-T+3	T0-T+5	T0-T+7	T0-T+15	T0-T+30	T0	T0-T+1	T0-T+2	T0-T+3	T0-T+5	T0-T+7	T0-T+15	T0-T+30
常數項	0.110*** (6.029)	0.192*** (6.837)	0.137*** (4.022)	0.057 (1.483)	0.005 (0.099)	0.038 (0.703)	-0.134* (-1.757)	0.164 (1.488)	-0.002 (-0.203)	-0.036** (-2.484)	-0.101*** (-5.842)	-0.143*** (-7.212)	-0.192*** (-8.014)	-0.132*** (-4.817)	-0.172*** (-4.394)	-0.010 (-0.183)
投資組合(以營收宣告前五天平均價格動能高低五等分排序)	-0.042*** (-8.222)	-0.082*** (-10.429)	-0.087*** (-9.140)	-0.075*** (-6.972)	-0.072*** (-5.495)	-0.055*** (-3.698)	-0.003 (-0.130)	-0.017 (-0.557)								
投資人情緒(以整合性投資人情緒為指標)	-0.007 (-0.816)	-0.062*** (-4.997)	-0.053*** (-3.565)	-0.028 (-1.625)	-0.041** (-1.999)	-0.118*** (-5.015)	-0.148*** (-4.369)	-0.528*** (-10.850)								
投資組合排序*投資人情緒									-0.815*** (-3.553)	-2.819*** (-7.921)	-2.738*** (-6.353)	-2.044*** (-4.163)	-2.184*** (-3.666)	-3.748*** (-5.541)	-3.619*** (-3.734)	-12.172*** (-8.746)
市場風險溢酬	-0.026*** (-9.244)	-0.039*** (-8.888)	-0.031*** (-5.836)	-0.028*** (-4.602)	-0.015** (-2.062)	0.027*** (3.201)	0.137*** (11.299)	0.185*** (10.649)	-0.026*** (-9.273)	-0.039*** (-8.883)	-0.031*** (-5.882)	-0.029*** (-4.686)	-0.016** (-2.102)	0.027*** (3.246)	0.138*** (11.390)	0.190*** (10.950)
規模溢酬 5 因子	0.032*** (10.615)	0.069*** (14.633)	0.085*** (14.770)	0.121*** (18.452)	0.157*** (19.807)	0.227*** (25.059)	0.389*** (29.961)	0.445*** (23.898)	0.033*** (10.782)	0.070*** (14.768)	0.085*** (14.889)	0.121*** (18.518)	0.158*** (19.873)	0.227*** (25.096)	0.389*** (29.963)	0.444*** (23.856)
淨值市價比溢酬	0.002 (0.539)	-0.001 (-0.269)	-0.006 (-0.852)	0.017** (2.191)	0.049*** (5.358)	0.069*** (6.636)	0.246*** (16.420)	0.328*** (15.226)	0.001 (0.346)	-0.002 (-0.433)	-0.007 (-1.023)	0.015** (2.029)	0.048*** (5.260)	0.070*** (6.666)	0.248*** (16.538)	0.332*** (15.442)
益本比溢酬	0.018*** (3.627)	0.033*** (4.229)	0.038*** (4.032)	0.038*** (3.510)	0.017 (1.308)	-0.099*** (-6.629)	-0.085*** (-3.971)	-0.098*** (-3.194)	0.018*** (3.514)	0.033*** (4.163)	0.037*** (3.963)	0.037*** (3.440)	0.017 (1.262)	-0.098*** (-6.607)	-0.084*** (-3.926)	-0.092*** (-3.017)
股利殖利率溢酬	-0.018*** (-3.137)	-0.054*** (-6.106)	-0.079*** (-7.446)	-0.080*** (-6.553)	-0.067*** (-4.538)	0.021 (1.247)	0.087*** (3.630)	0.001 (0.031)	-0.019*** (-3.309)	-0.055*** (-6.293)	-0.081*** (-7.622)	-0.081*** (-6.693)	-0.068*** (-4.638)	0.020 (1.216)	0.089*** (3.698)	0.006 (0.168)
動能因子	-0.012*** (-3.530)	-0.035*** (-6.636)	-0.053*** (-8.418)	-0.054*** (-7.474)	-0.055*** (-6.253)	-0.039*** (-3.921)	-0.006 (-0.384)	0.076*** (3.677)	-0.012*** (-3.522)	-0.035*** (-6.668)	-0.054*** (-8.457)	-0.054*** (-7.482)	-0.055*** (-6.276)	-0.040*** (-3.966)	-0.006 (-0.420)	0.073*** (3.572)
樣本數	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738
公司數	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909

[說明]：***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性

(三)投資組合以營收宣告日前十天平均價格動能高低五等分排序

在表 4-22 整合性的投資人情緒指標在投資組合以營收宣告日前十天平均價格動能高低五等分排序中可以看到，投資組合在 T0 到 T0~T+5 的累積異常報酬率都出現負顯著。整合性投資人指標全期為負值，負顯著明顯。把投資組合和投資人情緒同時觀察，全期都是負顯著的現象明顯。

表 4-22、整合性的投資人情緒指標在投資組合以營收宣告日前十天平均價格動能高低五等分排序之累積異常報酬率

研究變數	累積異常報酬率(CAR)															
	T0	T0-T+1	T0-T+2	T0-T+3	T0-T+5	T0-T+7	T0-T+15	T0-T+30	T0	T0-T+1	T0-T+2	T0-T+3	T0-T+5	T0-T+7	T0-T+15	T0-T+30
常數項	0.074*** (4.092)	0.139*** (4.953)	0.052 (1.532)	-0.017 (-0.449)	-0.122*** (-2.609)	-0.130** (-2.446)	-0.186** (-2.442)	0.162 (1.479)	-0.010 (-1.125)	-0.048*** (-3.329)	-0.122*** (-7.059)	-0.167*** (-8.453)	-0.217*** (-9.060)	-0.155*** (-5.687)	-0.172*** (-4.393)	0.010 (0.170)
投資組合(以營收宣告前十天平均價格動能高低五等分排序)	-0.030*** (-5.961)	-0.065*** (-8.244)	-0.059*** (-6.228)	-0.051*** (-4.702)	-0.030** (-2.287)	0.001 (0.040)	0.015 (0.678)	-0.017 (-0.542)								
投資人情緒(以整合性投資人情緒為指標)	-0.005 (-0.636)	-0.059*** (-4.741)	-0.050*** (-3.334)	-0.025 (-1.451)	-0.039* (-1.882)	-0.116*** (-4.931)	-0.148*** (-4.373)	-0.527*** (-10.838)								
投資組合排序*投資人情緒									-0.445* (-1.950)	-2.297*** (-6.492)	-1.805*** (-4.223)	-0.954** (-1.961)	-1.070* (-1.812)	-2.673*** (-3.988)	-3.606*** (-3.739)	-13.031*** (-9.420)
市場風險溢酬	-0.026*** (-9.075)	-0.039*** (-8.716)	-0.030*** (-5.671)	-0.027*** (-4.492)	-0.014* (-1.907)	0.028*** (3.371)	0.137*** (11.328)	0.185*** (10.653)	-0.026*** (-9.004)	-0.038*** (-8.573)	-0.029*** (-5.520)	-0.026*** (-4.342)	-0.013* (-1.799)	0.030*** (3.527)	0.138*** (11.450)	0.190*** (10.960)
規模溢酬 5 因子	0.033*** (10.666)	0.069*** (14.638)	0.085*** (14.791)	0.121*** (18.439)	0.158*** (19.845)	0.227*** (25.107)	0.389*** (29.971)	0.445*** (23.883)	0.033*** (10.830)	0.070*** (14.776)	0.086*** (14.920)	0.122*** (18.559)	0.158*** (19.905)	0.227*** (25.098)	0.388*** (29.918)	0.443*** (23.768)
淨值市價比溢酬	0.002 (0.604)	-0.001 (-0.193)	-0.005 (-0.766)	0.017** (2.256)	0.050*** (5.397)	0.069*** (6.637)	0.246*** (16.408)	0.328*** (15.231)	0.002 (0.431)	-0.002 (-0.393)	-0.006 (-0.902)	0.016** (2.156)	0.050*** (5.391)	0.071*** (6.803)	0.248*** (16.536)	0.331*** (15.390)
益本比溢酬	0.019*** (3.753)	0.035*** (4.425)	0.039*** (4.170)	0.039*** (3.624)	0.018 (1.347)	-0.099*** (-6.630)	-0.085*** (-3.978)	-0.098*** (-3.178)	0.018*** (3.575)	0.033*** (4.265)	0.038*** (4.062)	0.038*** (3.526)	0.017 (1.333)	-0.097*** (-6.548)	-0.083*** (-3.914)	-0.090*** (-2.938)
股利殖利率溢酬	-0.018*** (-3.229)	-0.055*** (-6.263)	-0.081*** (-7.587)	-0.081*** (-6.641)	-0.068*** (-4.606)	0.020 (1.201)	0.087*** (3.622)	0.001 (0.023)	-0.019*** (-3.300)	-0.056*** (-6.342)	-0.081*** (-7.651)	-0.081*** (-6.683)	-0.068*** (-4.631)	0.021 (1.254)	0.089*** (3.689)	0.003 (0.085)
動能因子	-0.012*** (-3.529)	-0.035*** (-6.634)	-0.054*** (-8.451)	-0.054*** (-7.511)	-0.055*** (-6.306)	-0.040*** (-4.001)	-0.006 (-0.395)	0.076*** (3.677)	-0.012*** (-3.602)	-0.035*** (-6.718)	-0.054*** (-8.557)	-0.055*** (-7.597)	-0.056*** (-6.365)	-0.040*** (-4.044)	-0.006 (-0.424)	0.074*** (3.594)
樣本數	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738	41,738
公司數	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909	909

[說明]：***、**及*分別表示在 1%、5%和 10%水準下具有統計上的顯著性

根據上述實證數據顯示，營收宣告日前三天、前五天和前十天平均價格動能的累積異常報酬率為負顯著，同時觀察兩者，可以看到負顯著的現象更為明顯，三種狀態的價格動能在營收宣告後呈現負顯著，表示月營收宣告對價格動能存在讓報酬率成為負值的可能甚至是轉捩點。同時觀察投資組合排序和整合性投資人情緒的顯著情形，更可以清楚看到不管月營收分類如何，其累積異常報酬率前期都是正顯著，後期出現反轉，表示營收宣告的效果在此是有刺激效果的。而在價格動能幾乎都是負顯著來看，營收宣告讓價格動能失效，有可能是在一定的月宣告日期間下，讓領先資訊的機構投資人改變了投資想法或組合，在營收宣告日前修正了投資標的進一步影響了價格，產生負報酬的顯著現象。

表 4-23 同時觀察投資組合排序和整合性投資人情緒的顯著整理

	T0	T0~T+1	T0~T+2	T0~T+3	T0~T+5	T0~T+7	T0~T+15	T0~T+30
月營收金額			*	***	**	**	***	***
月營收成長率		**	***	***	**	**	***	***
SUE(1)	*	***	***	***	***	**	***	***
SUE(2)			*	**		***	***	***
營收宣告前三天	***	***	***	***	***	***	***	***
營收宣告前五天	***	***	***	***	***	***	***	***
營收宣告前十天	*	***	***	**		***	***	***

[說明]：*表示正顯著，*表示負顯著

第五章 結論與建議

本文以月營收宣告探討股價報酬的持續性，融合投資人情緒和動能策略來討論，首先以當月營收金額高低、月營收成長率(%)高低、月營收 SUE(一年平均數)高低和月營收 SUE(二年平均數)高低各分成 5 組和 10 組，並以各組中最高分組減去最低分組形成的投資組合發現：

- 1.投資組合最高減最低的累積報酬率在為正的累積期數幾乎都在 $T_0\sim T_0+1$ 、 $T_0\sim T_0+2$ 、 $T_0\sim T_0+3$ 、 $T_0\sim T_0+5$ 和 $T_0\sim T_0+7$ ，表示投資組合具有意義。
- 2.投資人情緒對股價報酬的持續性有短期的正相關性，也就是較佳的累積異常報酬率多集中在投資人情緒樂觀時。在投資人情緒悲觀時，各分組的累積異常報酬率折線圖幾乎都往下，表示報酬率不佳。表示投資人情緒和股價持續性在短期持有具有正向顯著性。
- 3.以投資人最悲觀情緒減去投資人最樂觀情緒的累積異常報酬率看月營收金額高低、月營收成長率(%)高低、月營收 SUE(一年平均數)高低和月營收 SUE(二年平均數)四項的月營收宣告刺激強度可以發現，不管在五組或是十組的分序下，以營收成長率(%)和 SUE(二年平均數)的刺激強度都優於當日月營收金額和 SUE(一年平均數)。

次以動能報酬來看投資組合的累積異常報酬，將營收宣告日前三天、前五天和前十天動能報酬最高減最低所形成 5 個分位數投資組合和 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率可以發現：

- 1.此投資策略形成的投資組合的累積異常報酬率具有負顯著性。表示以此策略和股價持續性在短期持有具有負向顯著性。投資策略除了可以考慮反向投資外，在營收宣告前的形成期營收宣告後的持有期長短也應審慎留意。

- 2.在投資人情緒部分，投資人樂觀情緒的表現多優於投資人悲觀情緒的表現，投資人中立情緒的表現在營收宣告日前五天動能報酬所形成 5 個分位數投資組合和 10 個分位數投資組合之累積異常報酬率表現出色。
- 3.只看投資人情緒部分，樂觀情緒下的動能表現並不優於其他三者。這是否和投資人過度自信造成的偏誤有關，或者是還有其他沒討論到的部分，就等著未來的學者去探究。
- 4.投資組合(最高減最低)的報酬不管在何情緒和分組下幾乎都是負報酬的現象，本研究認為有可能是營收宣告的事件產生的效果。也就是可被預期的營收宣告日讓動能策略失去效果，反而形成不同的思考模式，特別是機構投資人的訊息通常領先一般投資人，在營收宣告日也就是事件日前可能已經轉變思考模式，改變投資決定產生的效果。
- 5.相對應於判讀營收刺激的強度，在不同天期下不同分序的狀態下觀察最悲觀和最樂觀之間的差距，以營收宣告日前三天最為穩定。

最後在整合性投資人指標結合動能來觀察在不同的形成期和持有期的累積異常報酬率可以發現：

- 1.不管月營收分類如何，其累積異常報酬率前期都是正顯著，後期出現反轉，表示營收宣告的效果在此是有刺激效果的。
- 2.在價格動能在營收宣告前三天、前五天和前十天平均價格動能的累積異常報酬率幾乎都是負顯著來看，營收宣告讓價格動能失效，本研究認為有可能是領先資訊的機構投資人在宣告日前獲得訊息，讓改變了投資想法或組合，修正了投資標的進一步影響了價格，產生負報酬的顯著現象。表示月營收宣告對價格動能存在讓報酬率成為負值的可能甚至是轉捩點。

綜上而言，可以發現投資人情緒對營收宣告後股價報酬的持續性有正相關，亦即投資人樂觀情緒會對營收宣告後的累積異常報酬率有正向持續性。而在短期動能策略對營收宣告後股價報酬持續性的影響部分，在本研究出現負向顯著，本文推

測月營收宣告可能是讓價格動能的累積常報酬率成為負值的可能性很大。在月營收宣告刺激部分則以營收成長率(%)和 SUE(二年平均數)的刺激強度優於當日月營收金額和 SUE(一年平均數)。

最後的建議是，在月營收宣告日是清楚透明的狀況下，投資人能依據宣告前的資訊來預測宣告日的營收成長的方向，並以營收成長率(%)和 SUE(二年平均數)來判斷投資期間，在營收宣告日 5 日內賣出股票，能獲得較好的報酬。而在月營收宣告後的異常報酬率前期為正後期出現反轉的原因是否和季報、半年報有關，本研究並無特別討論。另個別來看投資人情緒部分，樂觀情緒下的動能表現並不優於其他三者。這是否和投資人過度自信造成的偏誤有關，或者是還有其他未討論到的部分，就等著未來的學者去探究。



參考文獻

一、中文文獻

- 丁碧惠、曾家齊，民國 94 年，「市場狀態與動能投資策略績效關聯性之研究」，台灣金融財務季刊，第六卷第四期，1-19 頁。
- 古金尚，民國 92 年，「台灣股票市場投資者心理情緒影響因素之實證研究」，朝陽科技大學財務金融系碩士論文。
- 何秀芳，民國 89 年，「再論月營收公告之資訊內涵」，臺灣大學會計學研究所未出版之碩士論文。
- 朱榕屏、王明昌、謝企榮、郭照榮及莊建富，民國 92 年，「台灣股市動能與反向策略」，2003 年行為財務學與財務學研討會論文集。
- 李春安、羅進水及蘇永裕，民國 95 年，「動能策略報酬、投資人情緒與景氣循環之研究」，財務金融學刊，第十四卷第二期，73-109 頁。
- 杜幸樺，民國 87 年，「影響台灣股價報酬之共同因子與企業特性之研究—Fama-French 三因子模型動能策略與交易因子」，中山大學企業管理研究所碩士論文。
- 周聖哲，民國 96 年，「投資者情緒與盈餘宣告後股價持續反應現象之關係」，靜宜大學財務金融學系碩士論文。
- 林楚雄、劉維琪及吳欽杉，民國 89 年，「臺灣股票店頭市場股價報酬與波動之分析」，亞太管理評論，5:4，435-449 頁。
- 林哲鵬、李春安及葉志丞民國 101 年，「投資人情緒與與價格動能之關聯性」，管理與系統，第十九卷第四期，729-759 頁。
- 金成隆，民國 84 年，「資訊特性與揭露頻率資訊涵之研究」，國立政治大學會計學研究所未出版之博士論文。
- 周賓鳳、池祥萱、周冠男及龔怡霖，民國 91 年，「行為財務學：文獻回顧與展望」，證券市場發展季刊，第十四卷第二期，1-47 頁。
- 周賓鳳、張宇志及林美珍，民國 96 年，「投資人情緒與股票報酬互動關係」，證券市場發展季刊，第十九卷第二期，153-190 頁。
- 洪茂蔚、林宜勉及劉志諒，民國 96 年，「動能投資策略之獲利性與影響因素」，中山管理評論，第十五卷第三期，515-546 頁。
- 徐俊明，民國 89 年，投資學原理，臺北：新陸書局

- 徐中琦、王似尹，民國97年，「動能投資策略於台灣股票市場的實證研究」，台灣銀行季刊，第五十九卷第四期，266-280頁。
- 翁霓、劉維琪及陳隆麒，民國84年，「投資績效分析：低股價效果及小股本效果之實證研究」，管理科學學報，第十二卷第三期，335-359頁。
- 張巧宜、余慈璋，民國100年，「台灣股票市場動能價值效果與動能規模效果之探討」，中原企管評論，第九卷第一期，117-136頁。
- 張宮熊，民國89年，「臺灣股票市場三大法人與一般投資人間資訊傳遞結構之研究-以農曆新年效應為例」，證券金融，第六十四卷，87-105頁。
- 張偉諒，民國96年，「消費者信心指數與台灣股票市場相關性之研究」，國立中央大學財務金融學系碩士在職專班論文。
- 陳正佑、徐守德及王毓敏，民國91年，「產業別動量投資策略與投資績效-台灣股票型共同基金之實證研究」，中山管理評論，第十卷第二期，203-230頁。
- 許銘傑，民國91年，「市場情緒與基本面對短期股價影響之比較」，政治大學國貿所碩士論文。
- 許鈺珮、廖彥豪，民國94年，「三大機構投資人買賣超與台灣加權股價指數互動關係之研究」，證券櫃檯月刊，第一百一十四卷，56-67頁。
- 葉志丞、李春安，民國101，「投資人情緒、從眾與非從眾行為關聯性之研究」，證券市場發展季刊，第二十四卷第三期，141-182頁。
- 楊明昌，民國102年，「消費者物價指數與消費者信心指數關聯性之研究」，國立成功大學碩士論文。
- 蔡醒亞，民國88年，「我國公司月營業收入與股票交易量關連性」，國立政治大學會計學研究所未出版之碩士論文。
- 韓千山，民國98年，「股價動量現象之研究：理論與實證」，輔仁管理評論，第十六卷第二期，25-42頁。
- 簡雪芳，民國87年，「月營收公告資訊內涵之相關研究」，臺灣大學商學研究所博士論文。
- 蕭朝興、尤靜華、簡靖萱，民國97年，「台灣股市的動能效應與投資人的下單策略」，交大管理學報，第二十八卷第一期，131-168頁。
- 蘇玄啟、羅仙法、袁正達及楊俊彬，民國105年，「股票市場流動性與總體景氣循環：來自台灣的廣泛性證據」，管理與系統，第廿三卷第一期，65-106頁。
- 顧廣平，民國94年，「單因子、三因子或四因子模式」，證券市場發展季刊，第十七卷第二期，101-146頁。
- 顧廣平，民國99年，「營收動能策略」，管理學報，第二十七卷第三期，267~289頁。

顧廣平，民國 100 年，「盈餘與營收動能」，管理學報，第二十八卷第六期，521~544 頁。

顧廣平，民國 105 年，「投資者關注與動能效應」，企業管理學報，第一百一十一期，67~97 頁。

顧廣平，民國 105 年，「營收動能生命週期」，商管科技學報，17(2)，頁 207-239

顧廣平，民國 106 年，「月營收宣告與行為偏誤」，中山管理評論，第二十五卷第一期，63~100 頁。

二、英文文獻

- Akhtar, S., Faff, R., Oliver, B. and Subrahmanyam, A., (2011), "The Power of Bad: The Negativity Bias in Australian Consumer Sentiment Announcements on Stock Returns," *Journal of Banking and Finance*, 35(5), 1239-1249.
- Baker, M. and J. C. Stein,(2004), "Market liquidity as a sentiment indicator," *Journal of Financial Markets* 7,pp.271-299
- Baker, M. and J.Wurgler,(2003), "Investor sentiment and the cross-section of stock returns,"Harvard NOM working paper.
- Ball, R. and P. Brown (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers",*Journal of Accounting Research*, 6(2), pp.159-178.
- Bernard, Victor L. and Jacob K. Thomas, (1989), "Post- Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium", *Journal of Accounting Research* , 27(Supplement), 1-36.
- Brown and Cliff (2004) "Investor sentiment and the near-term stock market," *Journal of Empirical Finance*,pp 1-27
- Baker, M. and Wurgler, J. (2006), "Investor sentiment and the cross-section of stock returns", *Journal of Finance* 61,1645-1680.
- Barberis, N., Shleifer, A., and Vishny, R., (1998), "A Model of Investor Sentiment," *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, No. 3, 307-343.
- Charoenrook,A.,(2003),"Does sentiment matter ?"working paper,Vanderbilt University
- Chordia, T., and L. Shivakumar,(2002), "Momentum,business cycle and time-varying expected return," *The Journal of Finance*,57(4), pp.985-1019
- Chordia, T., Roll, R., and Subrahmanyam, A.,(2001), "Market Liquidity and Trading Activity" ,*Journal of Finance*, Vol. 56, No. 2, pp. 501-530.
- Chen, S., (2011), "Lack of consumer confidence and stock returns," *Journal of Empirical Finance*, 18(2), 225-236
- Chung, S., Hung, C. and Yeh, C., (2012), "When Does Investor Sentiment Predict Stock Returns?," *Journal of Empirical Finance*, 19(2), 217-240.

- De Bondt, W.,(1993),“Betting on Trends: Intuitive Forecasts of Financial Risk and Return”,*International Journal of Forecasting*,vol.9,pp.355-371.
- De Bondt, W. F. M., (1998), “A Portrait of the Individual Investor,” *European Economic Review*, Vol. 42, No. 3-5, pp.831-844.
- De Bondt, W. F. and Thaler, R. H., (1987), “Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality,” *Journal of Finance*, 42(3), 557-581.
- De Long, J.B., Shleifer, A., Summers, L., and Waldmann, R.J., (1990), “Positive Feedback Investment strategies and destabilizing rational speculation,” *Journal of Finance* 45, pp.375-395.
- Daniel Kahneman & Amos Tversky,(1979),”Prospect Theory:An Analysis of Decision under Risk,”*Economwtrica* 47, pp.263-291.
- Daniel, K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A. (1998), “Investor psychology and security market under-and-overreactions”, *Journal of Finance*, 53(3), 1839-1886
- Ding, D. K., Chua, J. L., Fetherston, T. A., (2005), “The Performance of Value and Growth Portfolios in East Asia before the Asian Financial Crisis,” *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 13, no.2, pp.185-199.
- Fama, E. F. and MacBeth, J. D., (1973), “Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests”, *Journal of Political Economy*, Vol. 81, No. 3,pp. 607-636
- Fama, E. F., and French, K. R.,(1996), “Multifactor Explanations of Asset Anomalies”, *Journal of Finance*,51(1),pp55-84
- Fisher, K. L.,(1984), “Super Stocks, 1st, Burr Ridge,” IL: Irwin Professional Publishing.
- Foster, G.,(1977), “Quarterly Accounting Data: Time-Series Properties and Predictive-Ability Results,” *Accounting Review*, Vol. 52, No. 1, pp.1-21.
- Foster, G., Olsen, C., and Shevlin, T.,(1984), “Earnings Releases, Anomalies, and the Behavior of Security Returns,” *Accounting Review*, Vol. 59, No. 4, pp.574-603.
- Garza-Gomez, X., Hodoshima, J., Kunimura, M., (1998), “Does Size Really Matter in Japan?” *Financial Analysts Journal*, vol. 54, no.6, pp.22-34.
- Gutierrez, R. C. JR. and E. K. Kelly,(2008), “The Long-Lasting Momentum in Weekly Returns”, *Journal of Finance*, 63, 415-447.
- Griffin, J. M., X. Ji and J. S. Martin (2003), “Momentum Investing and Business CycleRisk: Evidence from Pole to Pole”, *The Journal of Finance*, 58(6), pp.2515-2547.
- Griffin, J. M., X. Ji and J. S. Martin (2005), “ Global Momentum Strategies: A Portfolio Perspective”, *The Journal of Portfolio Management*, 31(2), pp.23-39.
- Hameed, A., Kusnadi, Y., (2002), “Momentum Strategies: Evidence from Pacific BasinStock Markets”,*Journal of Financial Research*, vol. 25, no. 3, pp.383-397

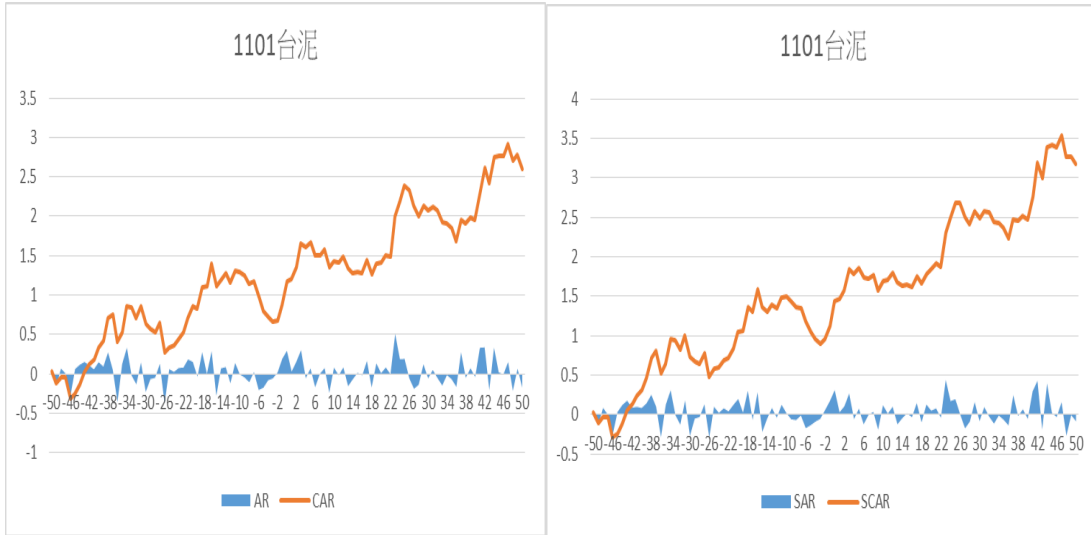
- Hong, H., Stein J. (2000), "Bad news travels slowly size, analyst coverage, and profitability of momentum strategies", *Journal of Finance*, 55(1), 265-295
- Honcoop, D. & Lehnert T. (2007), "Can sentiment be predicted to have cross-sectional effects? ", *The 20 Journal of Financial Forecasting*, 1, 55-62.
- Hou, K., Peng, L. and Xiong, W. (2009), "A tale of two anomalies: The implications of investor attention for price and earnings momentum", Working paper, Ohio State University.
- Jegadeesh, N. and Livnat, J., (2006b), "Revenue Surprises and Stock Returns," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 41, No. 1-2, pp.147-171.
- Jegadeesh, Narasimhan and Sheridan Titman, (1993), "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency," *The Journal of Finance*, 48(1), pp.65-91
- Jegadeesh, N., (1990), "Evidence of Predictable Behavior of Security Returns", *Journal of Finance*, 45, 881-898
- Jiang, G.C., Lee M. C., Zhang G.Y. (2005), " Information uncertainty and expected stock returns", *Review of Accounting Studies*, 10(2), 185-221.
- Jones, Charles, (2001), "A century of stock market liquidity and trading costs," Working paper, Columbia University.
- Kama, I., (2009), "On the Market Reaction to Revenue and Earnings Surprises," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 36, No. 1-2, pp.31-50.
- Kahneman, D. and Tversky, A., (1972), "Subjective Probability: A Judgment of Representativeness," *Cognitive Psychology*, Vol. 3, No. 3, pp.430-454.
- Karlsson, N., Loewenstein, G. and Seppi, D. (2005), "The ostrich effect: Selective attention to information about Investments ". *Journal of Risk and Uncertainty*, 38(2) , 95-115
- Lee, Cheng-Few and J. Kenton Zumwalt, (1981), " Association between Alternative Accounting Profitability Measures and Security Returns", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16(1).71-93
- Lee, C. M. C. and Swaminathan B., (2000), "Price Momentum and Trading Volume," *The Journal of Finance*, 55(5), 2017-2069.
- Persaud, Avinash, (1996), "Investors' Changing Appetite for Risk," J.P. Morgan Securities Ltd., Global FX Research.
- Potter, S. M., (1999), " Fluctuations in confidence and asymmetric business Cycles", working paper, Federal Reserve Bank of New York.
- Rabin, M., (2002), "Inference by Believers in the Law of Small Numbers," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 3, pp.775-816.

- Rouwenhorst, G. K., (1998), "International Momentum Strategies", *Journal of Finance*, vol. 53, no. 1, pp.267-284.
- Rouwenhorst, K. G. (1999), "Local Return Factors and Turnover in Emerging Stock Markets", *The Journal of Finance*, 54(4), pp.1439-1464.
- Scott, J., M. Stumpp and P. Xu (2003), "Overconfidence Bias in International Stock Prices: Consistent across Countries and Trading Environments", *The Journal of Portfolio Management*, 29(2), pp.80-89.
- Shleifer, A., (2000), "Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance," 1st, New York: Oxford University Press.
- Statman, M. (1999). "Behavioral finance: past battles and future engagements, " *Financial Analysts Journal*, 55(6), pp.18-27.
- Shefrin, H., (2002), "Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing", 1st, New York: Oxford University Press.
- Wong, K. A., Tan, R. S. L., Liu, W., (2006), "The Cross-Section of Stock Returns on the Shanghai Stock Exchange", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 26, pp.23-39.
- Zhang, X.F. (2006) "Information uncertainty and stock returns", *Journal of Finance*, 61(4), 105-136

附錄一

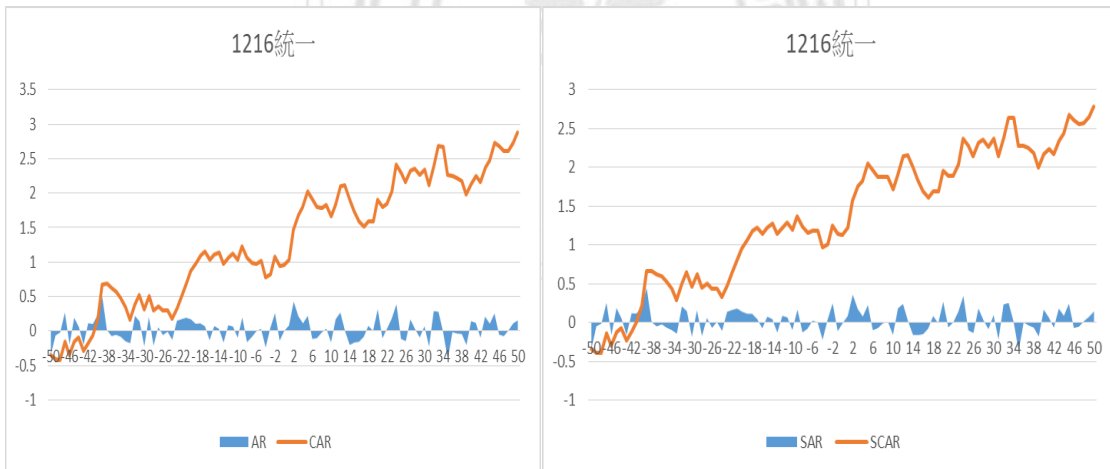
不同產業代表的個別公司 AR、CAR 和 SAR、SCAR 圖

1. 明顯同向持續向上或向下



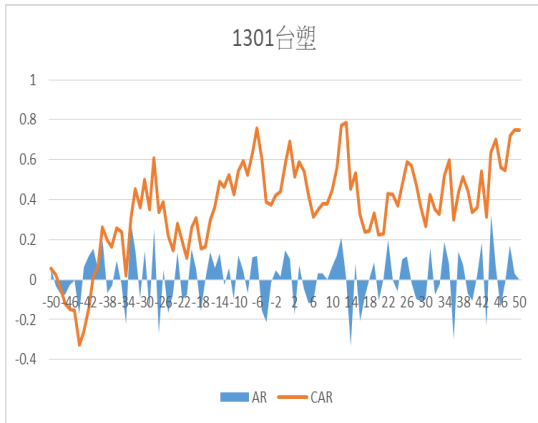
『圖 A-1』

『圖 A-2』

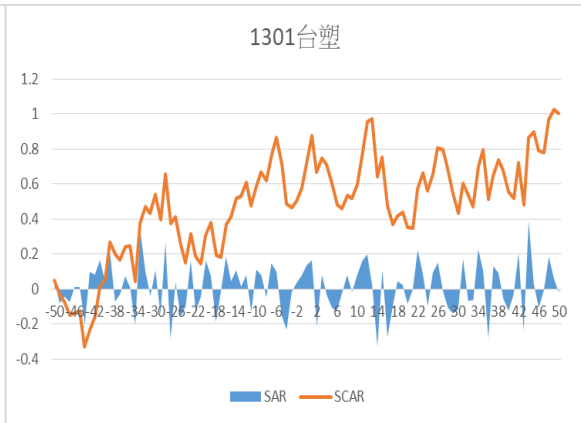


『圖 A-3』

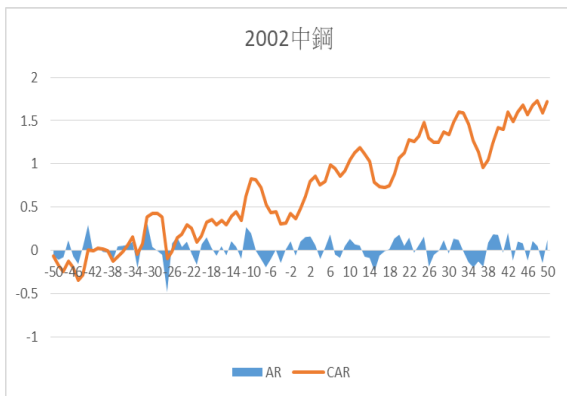
『圖 A-4』



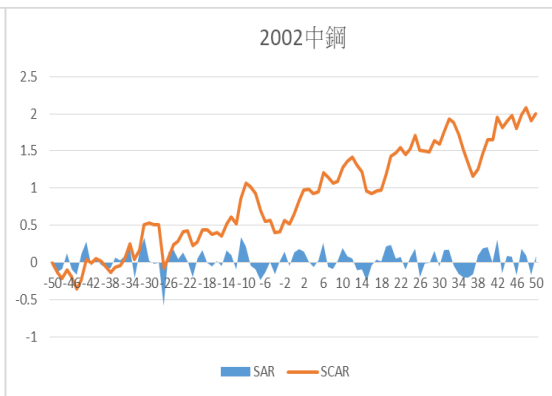
『圖 A-5』



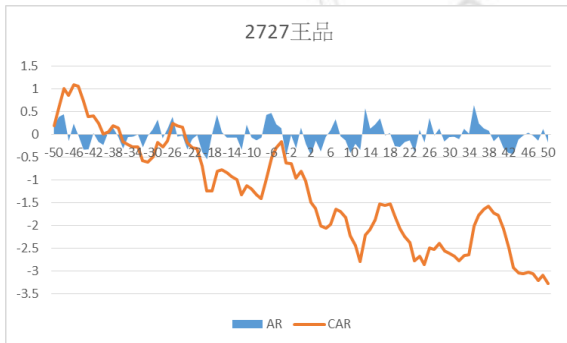
『圖 A-6』



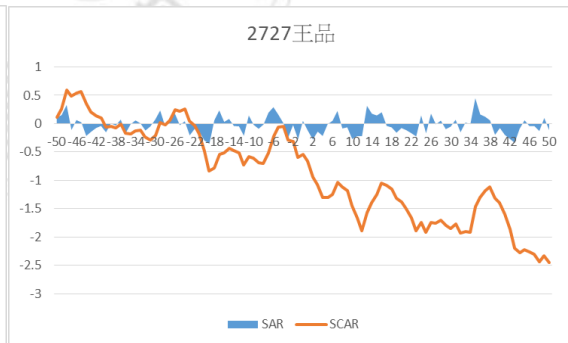
『圖 A-7』



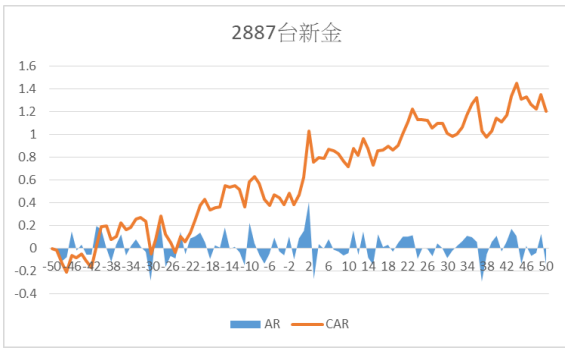
『圖 A-8』



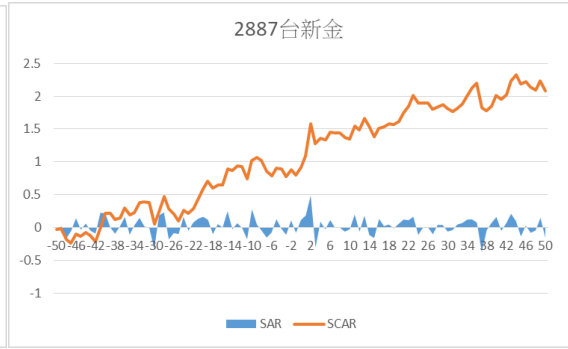
『圖 A-9』



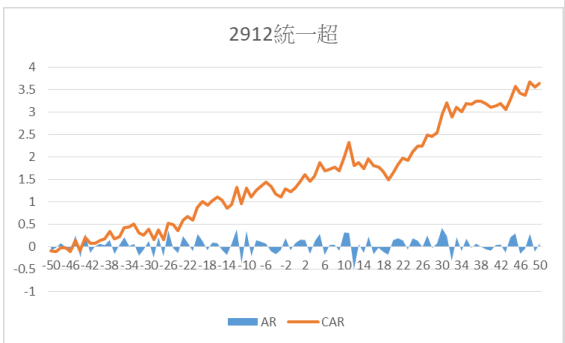
『圖 A-10』



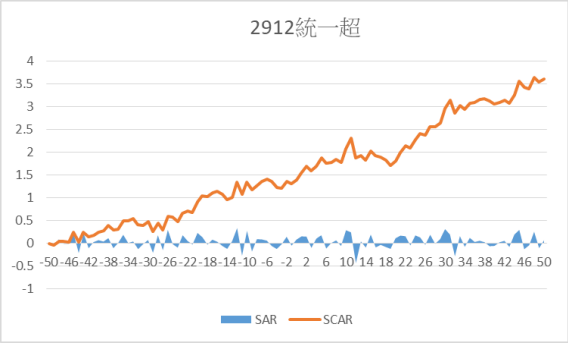
『圖 A-11』



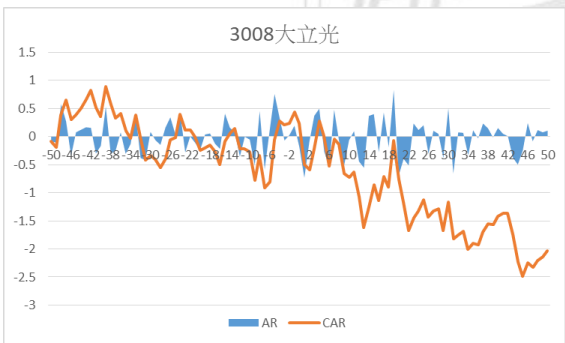
『圖 A-12』



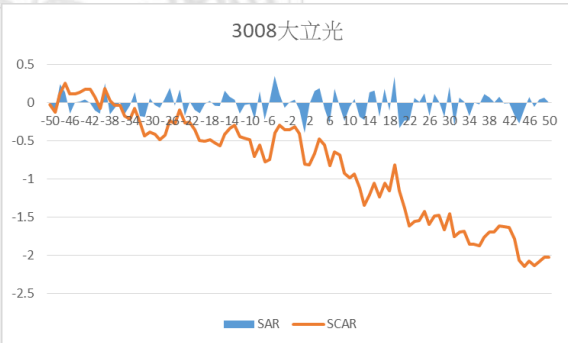
『圖 A-13』



『圖 A-14』



『圖 A-15』



『圖 A-16』

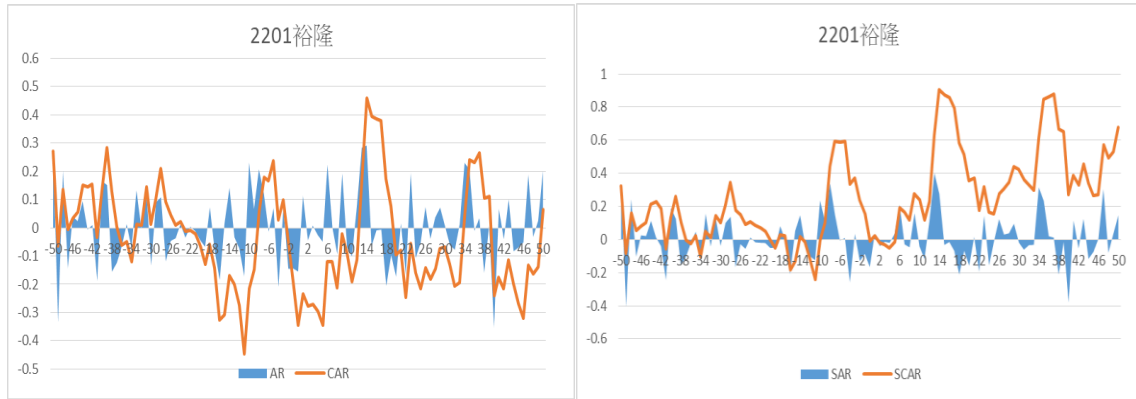


『圖 A-17』



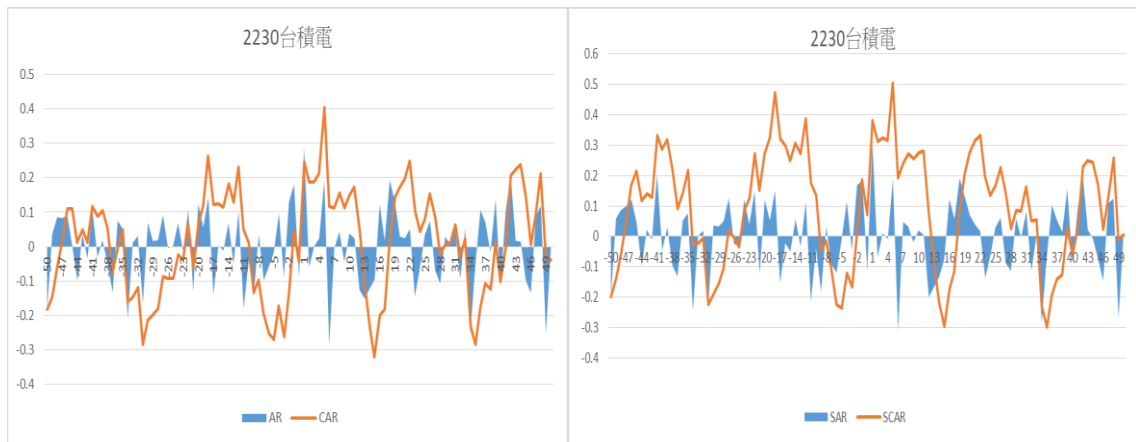
『圖 A-18』

2. 明顯同向，但高低波起伏的狀態較無法看出趨勢



『圖 B-1』

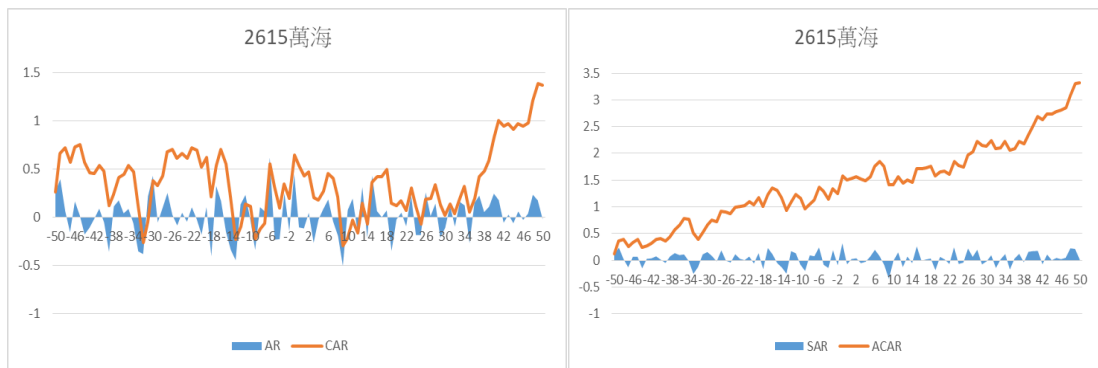
『圖 B-2』



『圖 B-3』

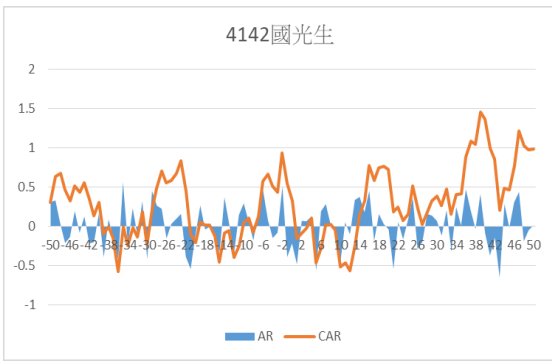
『圖 B-4』

3. 趨勢的不一致性有不同的圖形表徵，無法再行分類

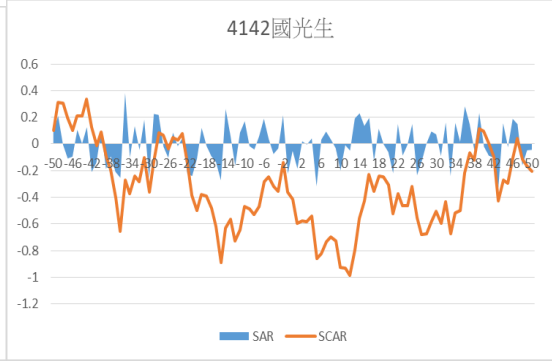


『圖 C-1』

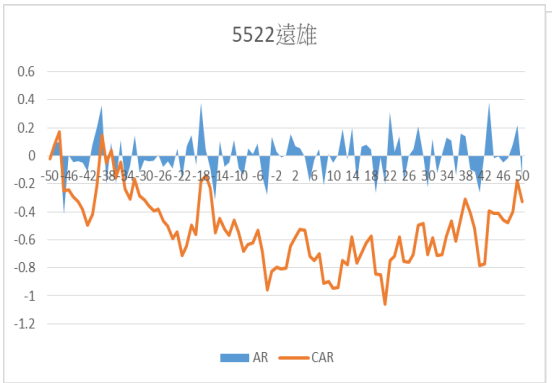
『圖 C-2』



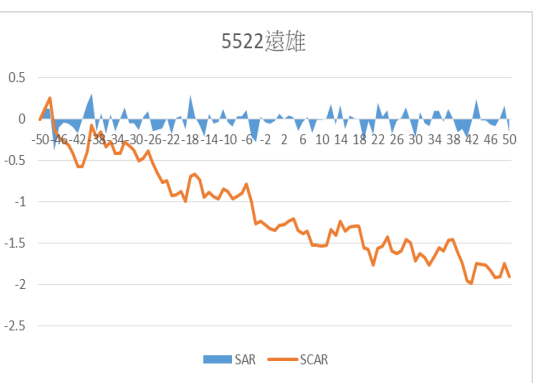
『圖 C-3』



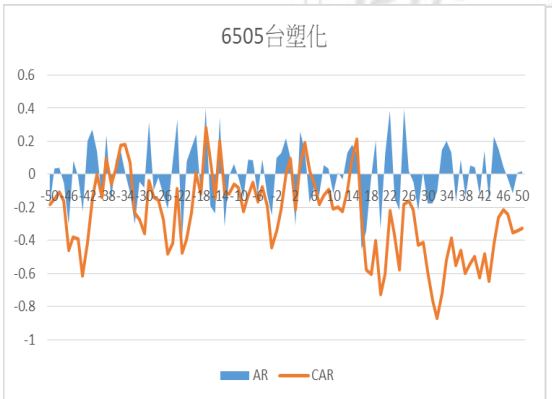
『圖 C-4』



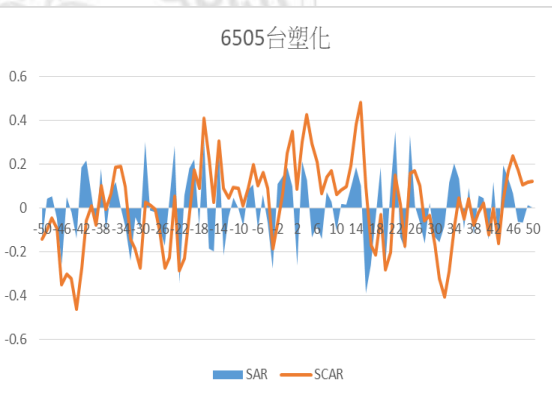
『圖 C-5』



『圖 C-6』



『圖 C-7』



『圖 C-8』