

南華大學

財務金融學系財務管理碩士班碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION
GRADUATE OF FINANCIAL MANAGEMENT
NAN HUA UNIVERSITY

投資人情緒與動能投資策略之投資組合分析

INVESTOR SENTIMENT AND MOMENTUM INVESTMENT
STRATEGY FOR INVESTMENT PORTFOLIO ANALYSIS

指導教授：陳昇鴻 博士

ADVISOR: PH.D. SHENG-HUNG CHEN

研究生：王琬婷

GRADUATE STUDENT: WAN-TING WANG

中華民國一百零五年六月

南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

投資人情緒與動能投資策略之投資組合分析

INVESTOR SENTIMENT AND MOMENTUM INVESTMENT
STRATEGY FOR INVESTMENT PORTFOLIO ANALYSIS

研究生： 王璇婷

經考試合格特此證明

口試委員： 李鴻文
盧永祥

賴丞坤
陳昇鴻

指導教授： 陳昇鴻

系主任(所長)： 吳萬益

口試日期：中華民國 105 年 5 月 25 日

謝 辭

鳳凰花開，蟬聲唧唧，又是驪歌聲響起，悲喜交加的畢業季節，不捨的是要和同學、師長道別離、話珍重。師長的諄諄教誨言猶在耳，不知何時再能如沐春風。值得慶賀的是終於能學到寶貴的專業知識並將論文完整付梓。

在財管所說長不長，說短不短的兩年研究生生涯中，論文得以順利完成，首先要感謝的是恩師陳昇鴻教授，兩年來，無論在論文寫作方面、學業方面或是待人處事上，陳教授皆不厭其煩、耐心的指導與教誨讓我得到滿滿的收穫，更要感謝導師賴丞坡教授、廖永熙教授，兩年來在生活指導及專業素養方面，無怨無悔的付出與悉心照顧，讓我們安心、放心的在南華學習與成長，在此致上十二萬分的敬意與感恩，同時最要感謝口試期間李鴻文院長、盧永祥教授、賴丞坡教授、陳昇鴻教授等於百忙之中抽空前來提供指導及諸多寶貴的想法和專業意見，使本論文更趨完善與充實。

其次，要感謝的是同窗好友唐玲、惠蓉、育而、育如、秀梅姐、味玉主任、明傑、福昇、尚偉、孟璦及烏日學分班素芳等同行夥伴的扶持和鼓勵。兩年來，課堂上同學們對相關知識的踴躍探討，感謝同窗好友在我學有所短時，適時伸出援手。

最後要感謝賴丞坡教授、廖永熙教授、趙永祥教授、張瑞真教授、李怡慧教授、陳昇鴻教授以及白宗民教授等，教授們在專業領域方面無私的傾囊相授，滔滔不絕的將所知所學，讓我們滿載而歸。有你們細心、耐心的指導並提出珍貴的意見，使得論文更加充實與完備。

最後要感謝夜間部同學外子，在我進修的這段期間，無怨無悔的照顧許家三個寶貝，讓我無後顧之憂。也要感謝年邁的母親經濟上的支持，更想感恩在天之靈的父親，因為他一直是生活中的導師，精神上的支柱。

研究生__王琬婷__ 謹致

中華民國一百零五年六月

南華大學財務金融學系財務管理碩士班

104 學年度第二學期碩士論文摘要

論文題目：投資人情緒與動能投資策略之投資組合分析

研究生：王琬婷

指導教授：陳昇鴻 博士

中文摘要

論文摘要內容：

本研究使用 1991 年 1 月至 2015 年 12 月間台灣證券交易所上市股票公司為研究對象，主要實證探討投資人情緒的不同狀態對三種類型的動能投資策略所形成的投資組合分析，分別就股價報酬動能、營收動能以及盈餘動能進行分析。首先，在所有期間，股價報酬動能在當期($t=0$)不論對何種投資組合持都具有顯著的報酬率，但是正營收與負營收之投資組合只在持有當月具統計上顯著的差異性。在投資人情緒低落期間，盈餘宣告後所有投資組合在持有短期內都具有顯著性，且到了持有 5~6 月與 8~9 月後則仍具長期顯著性。此外，營收動能對所有投資組合在持有短期內都具有顯著性，且到了持有 5~6 月與 8~9 月後則仍具長期顯著性。但是正營收與負營收之投資組合僅於持有當月、1、5 月時才具統計上顯著的差異性。

關鍵詞：投資人情緒；動能策略；投資組合分析

Title of Thesis : Investor Sentiment and Momentum Investment Strategy for Investment Portfolio Analysis

Name of Institute: Graduate of Financial Management, Nanhua University

Graduate date: June 2016

Degree Conferred: M.B.A.

Name of student: Wan-Ting Wang **Advisor:** Sheng-Hung Chen, Ph.D.

Abstract

Using monthly data on Taiwanese public-listed firms in TSE from January 1991 to December 2015, this thesis empirically investigate the impacts of investor's sentiment states on the portfolios of momentum strategies. The empirical findings indicate that price momentum in all periods show significantly positive returns at announcement date ($t=0$), the winner-loser portfolios present the significantly positive returns. During the pessimistic period of investor's sentiment, all portfolio at announcement date show significantly positive returns in the short-term, while keeping the significance in the long-run of 5-6 and 8-9 months.

Keywords: Investor Sentiment; Momentum Investment Strategy; Portfolio Analysis

目 錄

謝 辭.....	i
中文摘要.....	ii
Abstract.....	iii
目 錄.....	iv
表目錄.....	vi
圖目錄.....	vii
第一章 緒論	1
第一節 研究動機.....	1
第二節 研究目的.....	3
第二章 文獻回顧與建立假說	5
第一節 動能策略的相關文獻.....	5
第二節 投資人情緒的相關文獻.....	10
第三節 機構投資人的相關文獻.....	13
第四節 建立假說.....	14

第三章 研究方法與資料	16
第一節 資料來源	16
第二節 投資人情緒變數的衡量	17
第三節 研究方法	19
第四章 實證分析結果	23
第一節 整體產業樣本統計分析	23
第二節 投資人情緒對價格動能的影響	30
第三節 投資人情緒對營收動能的影響	34
第四節 投資人情緒對盈餘動能的影響	36
第五章 結論與建議	40
第一節 結論	40
第二節 建議	41
參考文獻	43
一、中文文獻	43
二、西文文獻	45
附錄一	47
上市(櫃)月營收盈餘欄位說明	47

表目錄

表 1、全體產業股價報酬率之敘述統計量	26
表 2、全體產業月營收之敘述統計量	27
表 3、全體產業季盈餘之敘述統計量	29
表 4、投資人情緒對股價報酬動能投資組合報酬的影響.....	33
表 5、投資人情緒對營收動能投資組合報酬的影響	35
表 6、投資人情緒對盈餘宣告後投資組合報酬的影響	38

圖目錄

圖 1、研究流程圖	4
圖 2、消費者信心指數指標圖	18
圖 3、投資人情緒指標的趨勢變化(1999-2015)	19
圖 4、產業別樣本比重(總樣本數=182,929)月資料:1991年(1月)~2015年(12月)	23
圖 5、全體產業平均股價報酬率變化(1991年至2015年)	24
圖 6、全體產業平均月營收的變化(1991年至2015年)	24
圖 7、全體產業平均季盈餘變化(1991年至2015年)	25
圖 8、月營收時間趨勢變化	28
圖 9、季盈餘時間趨勢變化	28
圖 10、月價格報酬時間趨勢變化	30
圖 11、標準化未預期股價報酬(SUP)投資組合報酬的時間趨勢變化 ..	31
圖 12、標準化未預期股價報酬(SUP)機率分配圖	31
圖 13、標準化未預期營收(SUR)投資組合報酬率的時間趨勢變化	34

第一章 緒論

第一節 研究動機

股市乃一國重要經濟指標，從股市表現可以探究國家經濟的好壞，由於台灣股市的本質為散戶投資人多於法人的無效率性弱勢市場，一般投資人在進行投資時，常會使用基本分析或技術分析，和各種可能方法得到的資訊進行相關投資，因此動能投資的現象於焉產生。傳統效率市場假說認為證券價格是無法預測，不可能持續打亂市場現象，但證券市場的確存在報酬可預測性，動能投資策略可獲利性即是一例。動能策略(momentum strategies)是利用股票價格延續(price continuation)現象，以買入贏家組合(winner portfolio)，並同時賣出輸家組合(loser portfolio)形成動能組合，未來其可持續獲取 1 年左右之顯著大於零之平均報酬。

而眾多動能策略中，其中以價格動能(price momentum)與盈餘動能(earnings momentum)及營收動能(sales momentum)三種策略廣為被學術界討論。首先，動能策略是以「同時買入過去報酬較佳的與賣出過去報酬較差的輸家」所形成之價格動能策略較普遍被應用與探討。其主要代表研究是 Jegadeesh and Titman (1993)的實證結果指出過去 3 至 12 個月報酬較佳(差)的股票，未來可持續 1 年左右為較佳(差)的報酬，此表示出現短期(3~12 個月)的價格延續現象。因此，投資人可利用買進前期(3~12 個月)報酬較佳的贏家組合，並同時賣出前期報酬較差的輸家組合，藉以賺取 3 至 12 個月顯著為正的平均報酬。其次，盈餘動能策略是以「同時買入較佳未預期盈餘之股票與賣出較差未預期盈餘之股票」形成動能組合。最後，營收動能策略是利用台灣上市(櫃)公司每月公告之營業收入估計標準化未預期營收(standardized unexpected sales)，以買入營收贏家組合(即標準化未預期營收前 20%

較佳的股票)，並同時賣出營收輸家組合(即標準化未預期營收後 20%較差的股票)形成動能組合，其未來可持續獲取 12 個月與賣出較差未預期盈餘之股票」形成動能組合。

傳統財務學中效率市場假說最早出現在 Gibson(1889)，約一百年後 Harry Robert (1967)有更清楚的說明，之後 Fama(1970)認為人是理性的，股價會反映所有公開的相關訊息，即使股價偏離基本價值，也是因為資訊不對稱或資訊的解讀短時間內的差異所致，然而隨著時間的經過，投資人對資訊的取得越來越完全，同時也會學習解讀正確的相關資訊，股價終會回到基本價值，偏離只是短期現象。1980 年代後期開始許多異常或紛亂現象，讓學者無法用效率市場假說或資本市場定價模型加以解釋，這些現象包括：過高的股價波動性與交易量，在橫斷面方面資產間報酬差異，時間序列方面，周末效應、一月效應、假日效應等現象，也造成無法合理解釋，因此以心理學為基礎，輔以社會學及其他社會科學的行為財務學繼之興起。Shleifer (2000)指出效率市場假說建立在以下的三個假設下：(一)投資者是理性的，因此能理性地評估證券的價格。(二)即使有些投資者是不理性的，但由於他們的交易是隨機的，所以能抵消彼此對價格的影響。(三)若部分投資者有相同的不理性行為，市場仍可利用『套利』機制使價格回復理性價格。Kahneman and Tversky(1979)提出展望理論，用來作為人們在面對不確定性下從事決策的模型，以解釋傳統預期效用理論與實證結果的分歧。Olsen(1998)定義行為財務學「嘗試去驗證一個理論的假設是否建立在金融市場中，投資人的真實行為之上，去了解 and 預測投資人心理決策過程在金融市場上的應用；卻不去定義理性行為或將某些決策視為不正常。」

動能代表著買進強勢股賣出弱勢股的投資策略，動能策略中贏家的成份股，包含了高情緒的強勢股與低情緒的強勢股；輸家的成份股，包含了高情緒的弱勢股與低情緒的弱勢股。當進行買進贏家同時賣出輸家的動能策略時，贏家與輸家成份個股中之情緒強弱差異，極有可能對動能策略報酬產生顯著性的影響。投資

人在決定買入賣出時受很多因素的影響。本研究參考相關文獻以動能為主題，探討營收動能策略的變化對於投資人情緒因素的影響。在不同的營收動能策略下，投資人對於價格的覺知能力是否具差異性。同時了解在不同因素下，動能效應的解釋能力是否有顯著差異？

最近，Fu and Chen (2014)指出在台灣股市中前期市場處於投資人情緒高漲時，當個股從前期起連續兩個月公布負面的營收訊息時，該個股股價在收到訊息後的調整期的向下走勢較市場情緒低落時的向下走勢為強，但在最接近收到訊息時的事件期，兩種市場情緒下的股價差異卻不明顯。可見前期市場情緒高漲時，負向的營收訊息未在事件期立即充分的反應於股價，卻延遲於調整期才反應，因此股價有段時間高估，Fu and Chen (2014)僅針對營收動能進行分析，並未完整探討投資人情緒對台灣股市價格報酬與盈餘動能的影響性，本研究嘗試對此兩方面延伸實證分析。

第二節 研究目的

基於上述研究動機，本論文的研究目的的主要如下：

- 一、實證分析投資人情緒對價格動能投資策略的單向及交互影響。
- 二、實證探討投資人情緒對盈餘動能投資策略的單向及交互影響。
- 三、實證研究投資人情緒對營收動能投資策略的單向及交互影響。

本文共分五節，第一節為緒論，說明研究動機與目的。第二節為回顧有關價格動能、盈餘動能、營收動能、投資人情緒以及機構投資人的相關文獻的探討以及建立假說。第三節為研究方法與資料，說明研究設計資料來源與樣本選取的標準。

第四節為實證結果分析，第五節為結論與建議。

研究流程

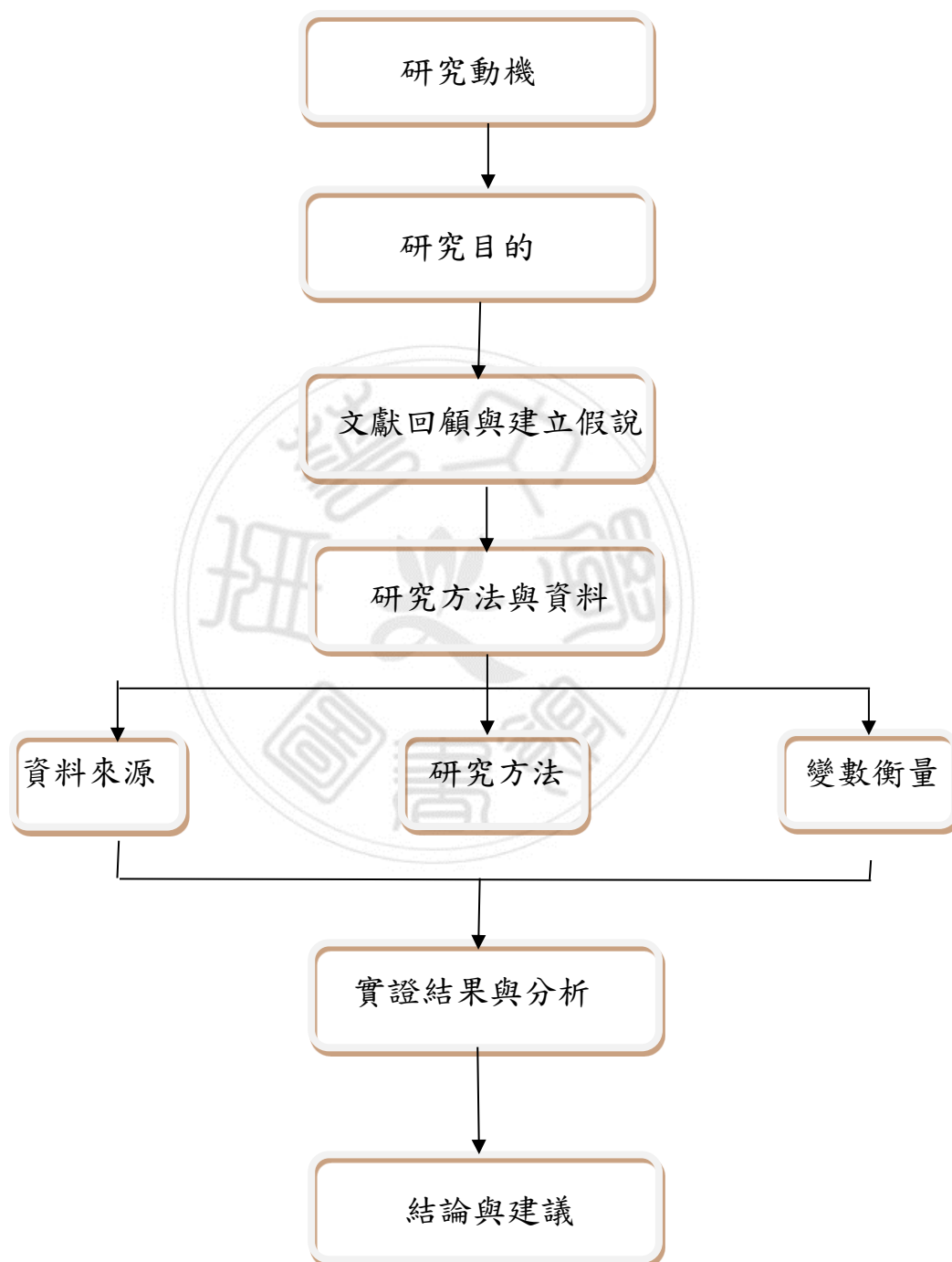


圖 1、研究流程圖

第二章 文獻回顧與建立假說

本節將系統性的回顧相關理論並探討有關文獻。分別從動能策略、投資人情緒及機構投資人的論點加以分析。而動能策略又分別從價格動能、盈餘動能及營收動能三方面加以分述及探討。

第一節 動能策略的相關文獻

首先在動能投資策略方面的相關文獻中，丁碧惠、曾家齊(2005)與詹錦宏、吳莉禎(2011)的研究，探討動能策略報酬研究市場狀態對動能投資策略影響，研究結果皆發現，持有期6個月後至一年對於台灣股票市場產生顯著正之投資平均報酬率。顯見動投資策略對於台灣股票市場的重要性。

接著將分別從價格動能、盈餘動能、營收動能等方面介紹並探討其相關理論及研究發現。

一、價格動能的相關文獻

外國財務經濟學家長久以來被兩個穩健與持續性異常報酬在股票市場中所存在的現象以及盈餘宣告後漂移現象所困惑(Jegadeesh and Titman, 1993, 2001; Rouwenhorst, 1998, Ball and Brown, 1968; Foster et al., 1984; Bernard and Thomas, 1989; Chan et al., 1996). More recently, Jegadeesh and Livnat (2006b)。然而投資人發覺資訊內涵，包括營收、盈餘、股價可能仍然無法去考慮所有共同的影響，特別是對股價不同於資產定價的檢驗，例如：Moskowitz and Grinblatt (1999)、Lee and

waminathan (2000)、Piotroski (2000)、Ahn et al. (2003)、Griffin et al. (2003)、Bulkly and Nawosah (2009)、Chui et al (2010)、Ertimur et al. (2003)、Raedy et al. (2006)、Heston and Sadka (2008)、以及Novy-Marx (2012)等學者。

關於動能效應，已有多篇文獻提出可能的解釋原因。首先，Grundy and Martin (2001)研究價格動能的風險，結果發現因子模式可以解釋大部份價格動能報酬之時間序列變異(time-series variation)，但他們仍無法解釋其平均報酬的橫斷面變異(cross-sectional variation)。其次，Conrad and Kaul (1988)假設股票價格服從有漂移項隨機漫步模式(random walk model with drifts)，且只要股票間無條件漂移項(unconditional drifts)不同，即存在期望報酬的橫斷面差異，此差異可以解釋價格動能之獲利來源。此外，Bernard and Thomas (1989)與Foster, Olsen, and Shevlin (1984)進一步證實於盈餘宣告後存在價格延續之現象，他們發現「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」之策略，未來可持續獲利60天。最後，Chan, Jegadeesh, and Lakonishok (1996)使用三個衡量盈餘績效指標，如標準化未預期盈餘(standardized unexpected earnings)建構動能組合，結果顯示可獲取6至12個月顯著正的平均報酬，該研究雖然發現價格與盈餘動能存在關聯性，但兩者互不完全包含對方。

再者，在價格動能方面過去的學者例如(Foster et al,1984; Bernard and Thomas,1989; Chan et al., 1996)，他們進行相似的檢驗並使用不同的動能策略的篩選標準。Griffin et al (2005)發現當同時對之前價格表現與盈餘一起篩選，則零投資組合的獲利，高於單一條件進行投資組合的篩選。Piotroski (2000)與Mohanram (2005)發展出一個基本的指標，即FSCORE和GSCORE從輸家投資組合裡面分離出贏家投資組合，Sagi and Seasholes (2007)發現價格動能策略變成獲利更多，特別是當應用在股價具有高營收成長波動，低成本或高價值成長選擇權時。Asness et al. (2013)發現相對於使用單獨其中一個價值策略與動能策略可以表現更佳，而Asem

(2009)發現藉由包括之前的股價報酬與股利政策，動能獲利可以被提升。

國外研究方面，可獲利之價格動能策略並不僅存於美國股票市場，也普遍存在新興市場與成熟市場中。首先，Rouwenhorst (1998)發現12個歐洲國家有11個國家股市存在顯著價格動能利潤；再者，Griffin, Ji, and Martin (2003)針對包括美國之40個國家股市的研究，發現有32個國家呈現正的價格動能平均報酬；但是新興國家的價格動能效應似乎較弱，特別是亞洲的新興國家股市。其次，Rouwenhorst (1999)發現20個新興國家只有6個國家股市呈現顯著正的價格動能平均報酬，以及Chui, Titman, and Wei (2000)與Hameed and Kusnadi(2002)發現香港、馬來西亞、新加坡、南韓、台灣和泰國等亞洲國家股市並沒有存在顯著可獲利之價格動能策略。然而，Chordia and Shivakumar (2002)卻進一步發現景氣循環與價格動能之間的關係，且Antoniou, Lam and Paudyal (2007)針對英、德、法等歐洲國家股市之研究，發現無論在景氣擴張期或緊縮期，三個國家之價格動能均存在顯著大於零的平均報酬。在美國，價格動能只於景氣擴張期存在顯著正的平均報酬，而於緊縮期則存在不顯著之負的平均報酬，且價格動能報酬可以由一組與景氣循環有關的總體經濟因子來解釋。相關的研究則包括：Chan et al. (1996)、Piotroski (2000)、Griffin et al. (2005)、Mohanram (2005)、Sagi and Seasholes (2007)、以及Asness et al. (2013)等。

最後，台灣的實證研究方面，丁碧惠和曾家齊(2005)與李春安、羅進水和蘇永裕(2006)、洪茂蔚、林宜勉和劉志諒(2007)曾以不同研究期間與樣本，針對台灣股市之研究，發現台灣上市股票存在可獲利之價格動能策略。雖然，蕭朝興、尤靜華和簡靖萱(2008)以1988年1月至2004年6月之台灣上市股票為標的，卻發現不存在價格動能效應。

二、營收動能的相關文獻

與營收動能有關的文獻，在國內方面，顧廣平(2009)首次嘗試採用台灣上市(櫃)公司每月公告之營業收入建構動能策略，因其主要論點有三：(1)其資料公告頻率為月較季盈餘公告頻率為高，特別是我國上市(櫃)公司於10月31日公告第三季財務報告之後，須至次年4月30日才公告第一季財務報告與前一年度財務報告，導致長達6個月的空窗期，故營收顯然是盈餘之領先參考指標。(2)營收不似盈餘易受到會計方法的影響，且比盈餘更具穩定性和可預測性，較有利於投資人做為投資之參考依據。以及(3)在控制營收贏家與輸家後，雖不存在價格動能效應，但仍存在盈餘動能效應。顯見營收動能與盈餘動能之間存在關聯性。

此外，顧廣平(2010)進一步採用台灣上市(櫃)公司每月公告之營收建構動能策略，其分別使用單月營收、累計營收、近12月累計營收、近3月累計營收等營收資料，以隨機漫步模式估計之4種標準化未預期營收。特別區別出營收贏家組合(即標準化未預期營收前20%較佳的股票)與營收輸家組合(即標準化未預期營收後20%較差的股票)，以及以買營收贏家組合和賣營收輸家組合形成營收動能組合。其中分別控制樣本期間、季節、上市(櫃)、產業、規模、週轉率等因素，亦以規模調整、規模/淨值市價比調整、以及產業調整等特性調整報酬計算動能組合之平均績效，結果顯示其仍存在持續12個月以上之顯著正的平均特性調整報酬，採用廣為國內外學者業界引用的Black, Jensen and Scholes (1972)的單因子模式、Fama and French (1993)的三因子模式和Carhart (1997)的四因子模式，顯見無法透過規模、淨值市價比或產業別等公司特性解釋營收動能效應。另外研究結果顯示營收動能組合的平均累積報酬於後持有期存在顯著之反轉現象，依據Barberis et al.(1998)提出投資人保守性偏誤的模式架構，因此可推論行為偏誤似乎是導致營收動能效應的主要原因。相關的文獻研究有：Ertimur et al. (2003)、Radey et al. (2006)、Heston and Sadka (2008)、Chan et al. (1996)，以及Heston and Sadka (2008)。

二、盈餘動能的相關文獻

關於盈餘動能的相關文獻較具代表性的，在國外研究方面，Ball and Brown (1968);Foster et al(1984);Bernard and Thomas(1989);Chan et al(1996) 首次發現盈餘宣告後股價持續反應(post-earnings-announcement drift)現象或稱盈餘動能；另外，Chordia and Shivakumar (2006)發現盈餘動能之系統風險能捕捉價格動能之報酬變異，即盈餘動能效應包含價格動能效應。Jegadeesh and Livnat (2006a, b)探討與盈餘同時宣告之營業收入，在盈餘宣告後股價持續反應現象中所扮演之角色。他們發現盈餘宣告後6個月的異常報酬是與未預期營收(revenue surprise)有關，以及發現在控制未預期盈餘(earnings surprise)之後，具有較高未預期營收之組合於宣告後存在顯著之平均異常報酬，其特別是當未預期營收與未預期盈餘同方向時，存在較強烈之盈餘宣告後股價持續反應現象。有此可知，此結果似乎意謂營收動能與盈餘動能之間存在潛在的關聯性，但卻未被仔細地檢驗之。

而在國內研究方面，李淑華、鄭哲惠、蔡彥卿（2013）實證結果發現：負盈餘公司的盈餘與權益市值負相關異象，僅存在於持續性負盈餘公司；持續性負盈餘公司之研發支出、資本支出、現金持有部位與現金增資為重要的評價因素，而暫時性負盈餘公司則以研發支出與現金增資為重要評價因素；亦發現相關價值動因對於不同公司規模與電子業及非電子業間，在解釋不同虧損類型公司之盈餘與權益市值之關係亦存在差異。黃瓊慧、廖秀梅、廖益興(2004)研究發現台灣投資人使用季盈餘資訊的效率性有待加強，股票市場對公司季盈餘的預測存在公司規模的差異。

第二節 投資人情緒的相關文獻

人類情緒的表達自然而直接，尤其對於未來基金的投資，對於氣溫的反應更是有過之而無不及，陳信憲與蔡佳穎(2010)利用基金表現和許惠珠與潘慈暉(2009)運用溫度效應，及黃美虹、林昱呈(2014)利用三種檢定方法，三者研究結果皆發現不論情緒的起伏、天氣因子如氣壓或是氣溫高低皆會影響投資人心理，進而影響其投資行為與股市報酬，足見氣溫、投資人情緒對投資人未來的投資行為與股價報酬呈現高度正相關。

和投資人情緒有關的文獻，在國外方面，Kahneman and Tversky (1979)的展望理論提出了非理性投資者的決策，並不完全隨機的，認為個人是基於參考點的位置不同，而會有不同的風險態度。因受到外在資訊之影響，投資人往往產生了過度的反應而無法維持理性的行為。Shefrin (2002)已經證實投資人情緒容易受過去股價變動的影響，此外，Brown and Cliff (2004)也發現情緒強度和股價波動與同期間的股票報酬具有高度的相關性。特別是，Barber et al. (2006)進一步發現投資人情緒與未來短期股價報酬呈正相關，與未來長期股價報酬呈負相關；然而，Baker and Wurgler (2007)指出某些類型的公司，其股價特別容易受到市場情緒的影響。Baker and Wurgler(2006)以封閉型基金折價、股市週轉率、IPO 數量、IPO 上市首日報酬、權益發行、及股利益酬等六項市場變數，以主成份分析萃取，建構投資人情緒指數，結果發現前期的情緒狀況確實會影響後期的股票報酬。Chan et al. (2004)、吳貞慧與劉維琪 (2006) 以多種會計績效的趨勢與序列，驗證投資人代表性偏誤及保守性偏誤的存在。Baker and Stein(2004)提出情緒分層的概念；再者，Fisher and Statman (2000)指出，個人或機構投資人的情緒與後續股票報酬呈顯著負相關。Shefrin (2002)依據各種實證結果，認為情緒容易受到過去股價表現所影響。Brown and Cliff (2004)除了證實過去股票報酬會影響投資人的情緒外，並進一步發現情緒

強度和股價波動，與同期間的股票報酬具有高度的相關性。Barber, Odean and Zhu (2006)嘗試研究投資人情緒和未來股票報酬的關係，研究發現，投資人積極買進的股票比積極賣出的股票，在未來持有數週或數月會有較佳的表現；若持有期間超過一年，會有較差的報酬。

國內方面，李春安等(2006)發現總體經濟及投資人情緒顯著影響到追漲或殺跌策略，且三者之間有相互的影響關係。林哲鵬、李春安、葉智丞(2012)研究結果發現台灣股市動能策略報酬的貢獻與輸家的低情緒群組有關，反向策略報酬的貢獻與輸家的高情緒群組有關。另外，周賓凰、張宇志、林美珍(2007)以市場週轉率為投資人的情緒變數，實證結果顯示情緒因子有預測力，投資人情緒與下期市場報酬有負向的關係。李春安、羅進水、蘇永裕(2006)以形成期和持有期同為十二個月的交易策略為例，可以證實Cooper et al. (2004)認為總體經濟因子並無法解釋動能策略利潤的論述及Griffin et al. (2003)所謂景氣循環因子解釋動能策略報酬較不適用於美國以外地區的論點。Chordia and Shivakumar (2002)所謂「景氣循環因子得以解釋動能策略報酬」的論點，以台灣股市實證所得結果較弱。從行為財務學的觀點看來，除了個人特質的差異之外，文化與社會的差異也會使得不同國家的市場有不同的特性(周賓凰等人，2002)。

此外，根據Potter (1999)所認為投資人信心的波動，對於不同階段景氣循環的規模和頻率有十分顯著的影響力，進行實證。將動能的投資策略區分為只買入贏家組合的追漲策略與只賣出輸家組合的殺跌策略。實證結果顯示，景氣循環因子、投資人情緒有解釋追漲與殺跌策略報酬的能力，而且總體景氣循環、投資人情緒與追漲(或殺跌)策略報酬三者之間有相互影響關係。投資人不論在情緒樂觀或悲觀時，都具有處分效果，當投資人在情緒樂觀時，有較弱的贏家出盈傾向，較強的輸家保虧傾向。與Potter (1999)類似，葉智丞與李春安(2012)也發現情緒影響到從眾行為，當投資人的情緒與市場報酬有正向關係，投資人情緒對未來的市場報酬最有延續影響力。

劉海清、傅英芬（2010）和鄭進興、薛兆亨、周姿妤、李菊祺（2011）皆使用移動平均線交易法則的研究，發現當趨勢反轉時也能停利出場，可避免獲利回吐。在虧損時能及時停損出場，避免傷害擴大，藉由嚴格的執行停損停利以大賺小賠的方式來獲利。藉由MA指標來進出股市，結合經驗與紀律，可以有效地避開處分效果。同時發現這些效果以股價趨勢波動性較高的新興市場優於波動性較低的已開發國家，而其衍生性金融商品包含ETF和股價指數期貨。以臺灣 50 指數成分股票和臺灣中型 100 指數成分股票為例，適當時機皆獲得正報酬，動能策略有效使臺灣50和臺灣中型100指數成分股獲得好的投資報酬，也證明了臺灣股票市場具有存在「強者恆強的」動能現象。楊慧伶、蘇淑惠、陳柑（2008）的研究結果顯示台灣電子類股投資者確實存在著價值函數意義相關之處置效應，由於報酬波動的因素影響投資者持股信心，投資者急欲處分獲利股，而繼續持有損失股，實證結果發現台灣投資者對於資本額大於50億的公司其處分係數顯著大於資本額小於10億的公司之處分係數。張幸惠（2011）根據處置效應與續擴承諾等相關理論，提出一個概念性模型以探討心理因素、續擴承諾與投資績效之關係；實證結果顯示心理帳戶與避免後悔顯著地影響續擴承諾，而續擴承諾顯著地降低投資績效，由於續擴承諾對投資績效有負向影響，顯見心理因素和續擴承諾及投資績效之間存在關聯性。

駱武昌、婁天威、郭以彤（2012）實證結果發現情緒指標在一定的程度上的確能反映市場投資人的情緒變化，當多重情緒指標出現極端值時，一定程度上代表市場即將反轉，投資人可以參考情緒指標來作為進出時的工具之一，也可能利用它賺取超額利潤。郭敏華等人(2012)及鄭高輯與林泉源（2010）的研究皆發現投資人情緒對投機性愈大之股票報酬的影響愈大。吳靖東(2014)認為針對公司狀況，將投資人情緒視為各公司股票的評價因子，比將其當做系統性訂價因子的傳統假設應更為適當。

第三節 機構投資人的相關文獻

而和機構投資人有關的文獻中，徐中琦與黃劍鈺(2010)實證結果發現散戶的處分效果最為強烈，其次為自營商，投信基金的處分效果最弱，外資法人則不具有處分效果。散戶與自營商不論投資資訊揭露透明度較佳或較差的公司，都具有處分效果；此外，過去股票報酬率的波動性，對國內大部分投資人的處分效果不會造成差異，代表股票風險的大小不是影響處分效果的主要因素。然而，外資法人會考量股票過去報酬率波動的幅度，來調整其投資決策。

邱騰珍(2014)探討大小型股公司流動性共變如何受到金融中介機構資金流動性供給面與機構投資者交易行為、投資者情緒等需求面因素影響。研究結果發現，機構投資者持股比率之交易活動對小型股公司流動性共變的影響差異較高。而情緒指標對大小型股公司流動性共變呈現顯著的效果，投資者情緒上揚時會對大型股公司的流動性共變產生影響，反之，投資者情緒下降時會影響小型股公司流動性共變。

楊淑玲、陳憲儀、游智賢(2006)研究發現機構投資人在進行買入投資決策與賣出投資決策時，選擇了不同的交易策略，在買入決策上是使用動能交易策略，在賣出決策時則是採取反向交易策略，然而，當分別搶手見共同基金與證券自營商之交易行為後，則發現但共同基金乃呈現出較自營商更顯著之交易行為。陳信憲、蘇麗雯(2011)運用Baker & Wurgler(2004)提出的迎合理論來探討臺灣上市公司的管理當局是否會隨著不同族群的投資人情緒而影響股利的發放。利用多項邏輯式迴歸得出股利發故意願，並探討市場整體投資情緒、機構投資人情緒、散戶投資人情緒以及公司特性對公司管理當局對股利發放的影響，結果得出以下三點(1)當市場整體情緒高昂時，故公司管理當局會傾向迎合市場整體投資人發放股利。(2)機構投資人情緒愈高昂時，公司管理當局更傾向發放股利。(3)

當公司的總應計項目愈高、公司規模愈小、負債比率愈小、每股盈餘愈大以及獲利率愈高時，公司管理當局更傾向發放股利。

第四節 建立假說

以展望理論為基礎的行為財務學中，Brown and Cliff (2004)發現投資市場中的投機者對於公司資產的真實價值和市場價值呈正向關係，和周賓鳳、張宇志、林美珍等(2007)發現投資人情緒與下期市場報酬有連動的關係。Banginski Conrad Hassell (1993)以公司自願性財務預測的準確度為研究方向，發現管理當局對自願性財務預測的準確度相對於股價的變動及分析師產生顯著影響。

基於上述文獻可發現投資人情緒和公司的資訊揭露程度彼此密不可分，亦可了解當投資人情緒高昂時確實會造成股價上升，此外公司管理階層藉由發布財務預測增加財務透明度讓股價訊息更加詳實以 Nittai K.Bergman Sugata Roychowdhury 的研究假說和結果做基礎提出以下假說：

1. 投資人情緒對價格動能的影響

H1: 「當投資人情緒高昂時，價格動能產生正向影響。」

假說一旨在檢視當投資人情緒高昂時是否會影響價格動能。本研究預期當前期市場情緒高漲，投資人對市場傾向樂觀，價格動能會產生正向影響。

2. 投資人情緒對營收動能的影響

H2: 「當投資人情緒高昂時，營收動能產生正向影響。」

假說二旨在檢視當投資人情緒高昂時，是否會影響營收動能。本研究預期當

投資人情緒越高時，對營收動能的影響越大。

3.投資人情緒對盈餘動能的影響

H3: 「當投資人情緒高昂時，盈餘動能產生正向影響。」

假說三旨在檢視當投資人情緒高昂時，是否會影響盈餘動能。本研究預期當投資人情緒越高時，對盈餘動能的影響越大。



第三章 研究方法與資料

第一節 資料來源

本節首先描述研究期間、樣本資料與其資料來源，然後定義標準化未預期營收，並說明如何建構營收動能策略以及計算其持有期績效。研究期間、樣本資料與資料來源選樣標準如下：

1. 必須上市滿半年以避免股票剛上市有股價蜜月期的影響。
2. 研究期間內報酬資料完整且未下市者。
3. 投資組合所包含的個股需滿足月成交量平均值占前50%者。
4. 研究樣本必須是台灣證券交易所交易之上市或上櫃公司。
5. 下市或變更交易方式的全額交割股公司由於財務陷入困境且交易序與一般公司不同故不列入實證樣本中。

本研究擬採用1991年7月至2015年12月期間，台灣證券交易所上市與中華民國證券櫃檯買賣中心上櫃之普通股股票為研究對象。由於證券交易法第36條規定上市(櫃)公司於每月10日以前，公告並申報上月營運情形，其包含營業收入金額。研究中所使用之相關資料取自於「台灣經濟新報社(TEJ)」資料庫，該資料庫有關上市(櫃)公司每月營收統計，包括單月營收(M01)、累計營收(CUM)、近12月累計營收(M12)、近3月累計營收(M03)等四類資料。

為了詳盡瞭解這四類營收對股價之預測能力，本研究分別使用這四類營收估計標準化未預期營收，以建構投資策略。另外，為了估計標準化未預期營收，本研究參與建構投資策略之樣本股票必須包括前37個月之營收，其中前2至37個月的營收用於估計預期營收，以及前1個月的營收則用於計算標準化未預期營收。

第二節 投資人情緒變數的衡量

2.1 投資人情緒變數

早期學者常以特定的市場變數來衡量投資人的情緒(例如：Lee, Shleifer, and Thaler, 1991；Neal and Wheatley, 1998；Whaley, 2000；Baker and Wurgler, 2000)。近期學者們則以結合多種市場變數來建立情緒指標。如Brown and Cliff (2004) 先將市場變數分類成四個類型：市場表現、交易活動、衍生商品、及其他等，再以主成份分析法萃取，建構投資人情緒指數。結果發現，間接測量的情緒指標和直接調查的情緒指標，兩者的結果相近。Baker and Wurgler(2006) 也採類似方法，以封閉型基金折價、股市週轉率、IPO 數量、IPO 上市首日報酬、權益發行、及股利溢酬等六項市場變數，以主成份分析萃取，建構投資人情緒指數，結果發現前期的情緒狀況確實會影響後期的股票報酬。

另一方面，目前在心理實驗或市場實驗的研究中，趨勢與序列法已被廣泛採用。Chan et al. (2004)、吳貞慧與劉維琪 (2006) 以多種會計績效的趨勢與序列，驗證投資人代表性偏誤及保守性偏誤的存在。此外，Baker and Stein(2004) 提出情緒分層的概念，將市場價格的變化以三層情緒區域來解釋，每當市場情緒提高一層，非理性投資人會希望持有更多的股票，致使交易量、週轉率也會相對逐次提高。本文嘗試結合趨勢序列法及Baker and Stein (2004) 的情緒分層概念，並導入週轉率變數，建立一個以「週轉率序列總值」的情緒變數，作為本文的第三個投資人情緒變數。

2.2 消費者信心指數

消費心指標起源於西元1946年美國密西根大學的調查研究中心，包含消費者滿意指數和消費者預期指數；用於衡量當期的消費者信心，若指數較高則民眾的消費意願較高，反之消費者信心指數較低，則民眾消費意願較低迷；而台灣消費者信心指數目前是由中央大學台灣經濟研究中心擬定；為我國衡量民眾對未來總體經濟預期心理的重要情緒指標；每次調查均超過2000個樣本；並按內政部公布之台灣地區各縣市家庭總戶數比例分配樣本數，採輔仁大學統計資訊學系謝邦昌教授自行研發之電腦輔助電話調查系統進行電話訪問，針對未來半年景況包含六種狀況分別為國內物價水準、家庭經濟狀況，國內就業機會，國內經濟景氣、投資股票時機、購買耐久性財貨時機。

本研究主要以投資股票時機為投資人情緒變數，若分數位於0-100之間表示悲觀，100表示中立水準，分數位於100-200之間表示樂觀，依每一分類不同的選項給不同的分數，再將六項加總並求其平均數，此結果即為消費者信心指數。如圖2

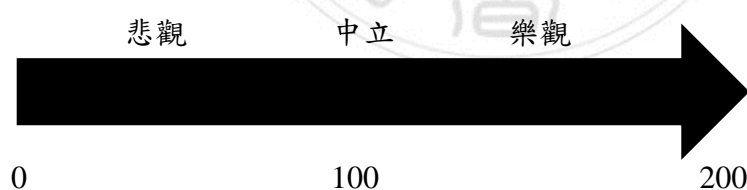


圖 2 、 消費者信心指數指標圖

從圖3發現本研究期間，投資人情緒指標的趨勢變化在2001年10月及2004年10月達到最低點，而2001年1月2015年4月達到最高點，其中投資人情緒呈現樂觀(深色區域)與悲觀(淺色區域)之間通常為相互交疊，意謂當投資人情緒為樂觀期間時，通常伴隨之後發生情緒悲觀的狀態。

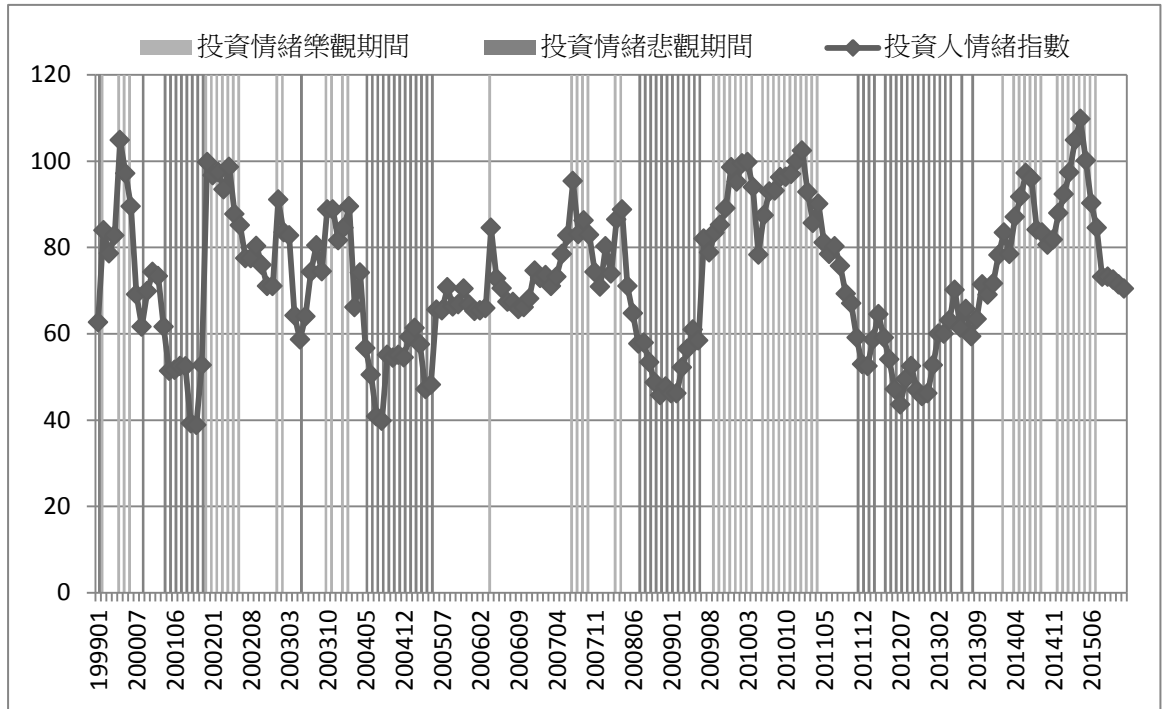


圖 3、投資人情緒指標的趨勢變化(1999-2015)

資料來源:中央大學臺灣經濟發展研究中心

第三節 研究方法

本研究使用線性迴歸、時間序列分析及T檢定，並使用個股每月之標準化未預期營收做為建構營收動能策略之依據。為衡量個股之預期營收，本研究修改 Foster (1977)和Foster, Olsen and Shevlin(1984)所提出之預測季盈餘(或季營收)之時間序列模式，使其適用於本文所使用之月營收資料，他們的研究發現有漂移項的季節性隨機漫步模式(seasonal random walk model with drift)的表現如同許多複雜之時間序列模式。再者，黃瓊慧、廖秀梅和廖益興(2004)透過盈餘宣告後，股價是否能充分反應當期盈餘對未來盈餘之意涵，來觀察投資人實際所使用之盈餘預測模式，結果隱含台灣投資人係採用季節性隨機漫步模式預測盈餘。因此，本研究使用有漂移項的季節性隨機漫步模式來計算預期營收，其模式如下：

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

其中 $S_{a,t}$ 與 $S_{a,t-12}$ 分別為第 a 個股票，第 t 個月與第 $t-12$ 個月之營收； $E(S_{a,t})$ 為第 a 個股票，第 t 月之預期營收， μ 即漂移項。

依據上述預測營收模式，得到預期營收之估計值，然後計算出第 a 個股票，第 t 個月之標準化未預期營收 ($SUR_{a,t}$)，其公式如下：

$$SUR_{a,t} = \frac{S_{a,t} - S_{a,t-12} - \mu_{E_{a,t}}}{\sigma_{a,t}} \quad (2)$$

$SUR_{a,t}$ 其中 a, t 與 $\sigma_{a,t}$ 分別是第 a 個股票，前 24 個月 (第 $t-1$ 至第 $t-24$ 個月) 營收變動值 ($S_{a,t} - S_{a,t-12}$) 之平均數與標準差。

本研究以上述標準化未預期營收為基礎建構投資策略，其方法是參考 Jegadeesh and Titman (1993) 的研究。首先，將研究期間分成若干期 (以月為單位)，每一期間包括形成期 (formation period) 與持有期 (holding period) 兩個子期間，以檢定各種標準化未預期營收對股價是否具有預測能力，並瞭解其投資策略績效之持續性。本研究形成期採用上述四類營收所衡量之 4 種標準化未預期營收 (J=M01、CUM、M12、M03)，以及持有期分為 $K=1、2、\dots、11、12$ 個月等 12 個期間。另外，為加強檢定能力，本研究擬採用重複期間 (overlapping) 方式形成投資策略。

為使本研究更貼近實務之操作，考量投資者對於當月營收是於次月 10 日前才可取得資訊。所以第 T 月之形成期是利用前一個月的營收計算標準化未預期營收，並於該月 10 日起開始準備投資策略，然後於該月底前完成動能組合。如此預留準

備時間，可規避Jegadeesh (1990)和Lehmann (1990)所提出之買賣價差(bid-ask spread)、價格壓力(price pressure)與延遲反應(lagged reaction)等效應，故投資策略持有期報酬是由第T+1月開始計算之。投資策略的形成，首先建構贏家與輸家組合，以4種標準化未預期營收為基礎，來區分出輸家組合和贏家組合。形成方法是先用每月個別股票標準化未預期營收高低均分成4個投資組合，其中標準化未預期營收最高之投資組合為營收贏家組合(R4)，和標準化未預期營收最低之投資組合為營收輸家組合(R1)。然後，依所區分的營收輸家與贏家組合，以同時買進贏家組合，以及賣出輸家組合形成營收動能組合。在建構贏家與輸家組合後，以任一個月T為形成期，往後計算持有K個月之報酬。因此在每一個月其投資組合約由K個策略共同組成(包括本身及前K-1個月所建構出之策略)，故調整權重1/K，其計算公式如下：

$$RW_{J,K,T} = \frac{1}{k} \sum_{S=T-K+1}^t (rw_{J,K,S,T}) \quad (3)$$

$$RL_{J,K,T} = \frac{1}{k} \sum_{S=T-K+1}^t (rl_{J,K,S,T}) \quad (4)$$

其中，K為持有期之月數； $RW_{J,K,T}$ 為J/K策略之贏家組合，第T個月之平均報酬； $RL_{J,K,T}$ 為J/K策略之輸家組合，第T個月之平均報酬； $RW_{J,K,S,T}$ 是在第S個月建構之J/K策略的贏家組合，在第T個月之報酬； $RL_{J,K,S,T}$ 是在第S個月建構之J/K策略的輸家組合，在第T個月之報酬。本研究投資組合報酬採等權平均報酬計算之。然後以同時買入贏家組合，並賣出輸家組合形成動能組合，並計算出該組合於任一個月T之報酬。其計算方式如下：

$$RD_{J,K,t} = RW_{J,K,T} - RL_{J,K,T} \quad (5)$$

其中， $RD_{J,K,T}$ ：J/K策略的動能組合，在第 T 個月之報酬。

$$\begin{aligned} R_{at} = & \alpha_{jt} + \beta_{1jt}R_{a,t-1} + \beta_{2jt}size_{a,t-1} + \beta_{3jt}R1_{a,t-j} + \beta_{4jt}R5_{a,t-j} + \beta_{5jt}E1_{a,t-j} + \beta_{6jt}E5_{a,t-j} \\ & + \beta_{7jt}P1_{a,t-j} + \beta_{8jt}P5_{a,t-j} + e_{at} \end{aligned} \quad (6)$$



第四章 實證分析結果

第一節 整體產業樣本統計分析

首先觀察整體產業，圖4為本研究整體產業樣本，從圖4中發現研究樣本前三大樣本比率的產業由多到少依次為：電子零組件業(11%)、紡織纖維業(9%)、建材營造業(8%)半導體業(8%)、電腦週邊設備業(8%)等，總樣本數182929筆，其中電子業20%占大多數，由此可知整體產業仍由電子產業所主導。

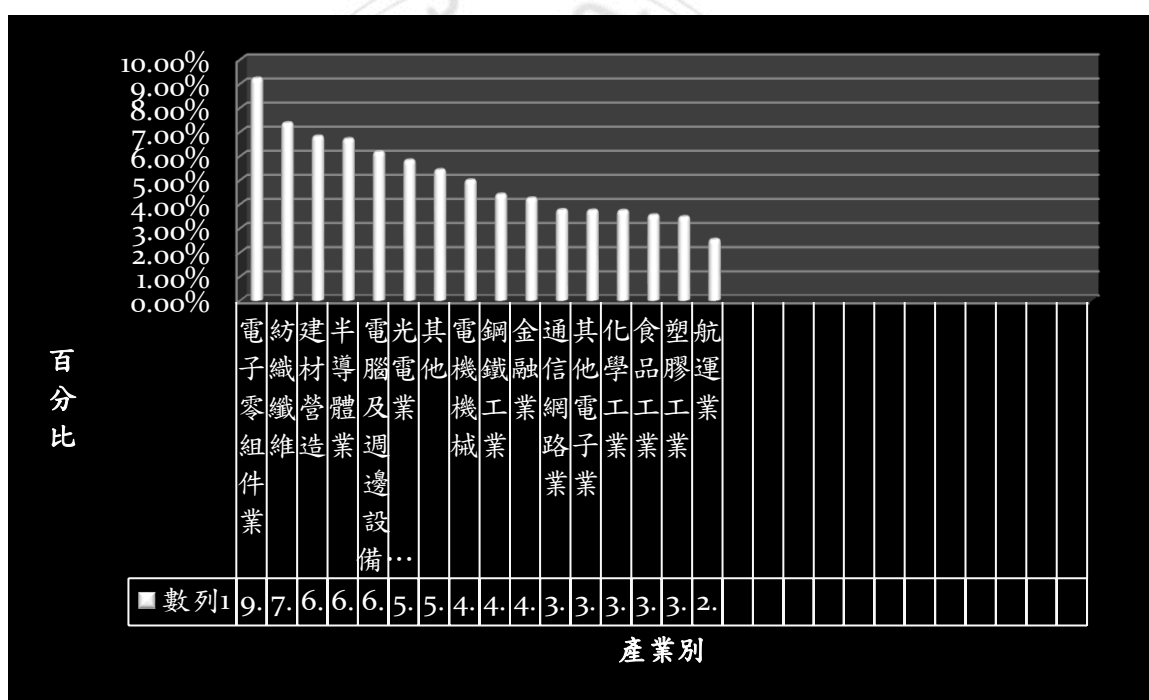


圖 4、產業別樣本比重(總樣本數=182,929)月資料：1991年(1月)~2015年(12月)

接著，探討股價報酬，從圖5發現本研究期間1991年至2015年，全體產業平均股價報酬在金融海嘯後的2009年達到最高點，而在1998年達到最低點，在研究期間內，整體而言仍呈上升趨勢。

然後，觀察月營收的狀況，從圖6發現全體產業的平均月營收有穩定顯著上升的趨勢，但是從2014年以後卻表現出小幅下降的情況。在研究期間內呈現上升趨勢。

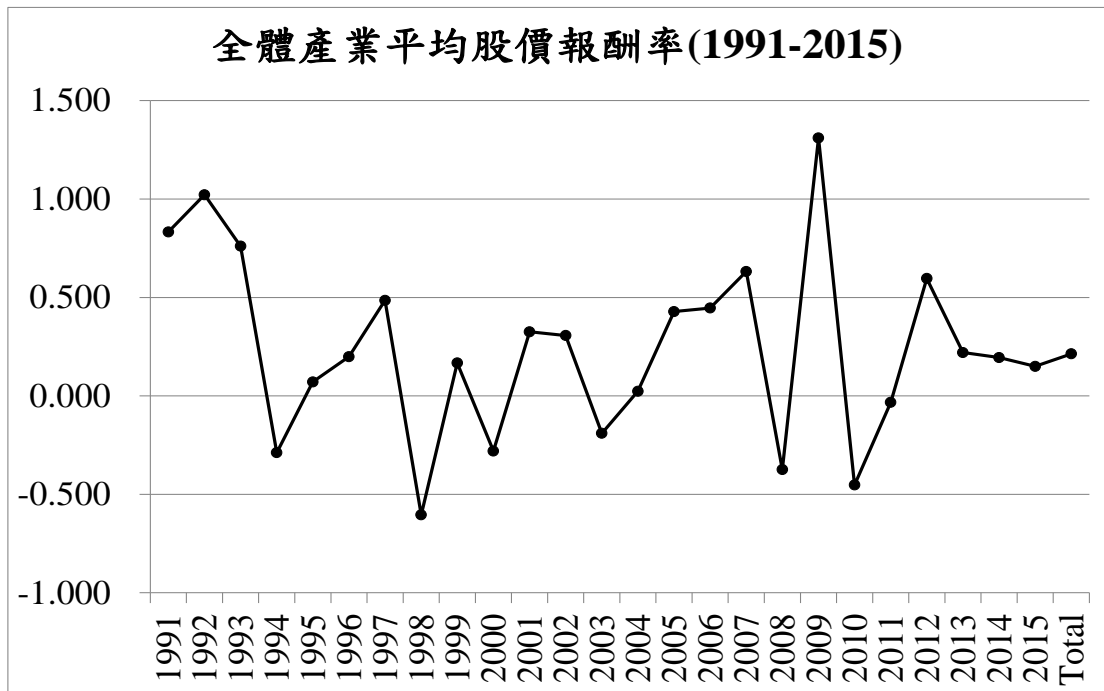


圖 5、全體產業平均股價報酬率變化(1991 年至 2015 年)

最後，分析季盈餘，從圖6發現本研究期間1991至1995年，季盈餘呈現穩定但停滯性成長，在1996年呈現高點，2002到2014年間呈現上升趨勢，於2008年後呈現明顯上升趨勢，尤其在2004年及2010年呈現高點，在2014年抵達最高點。

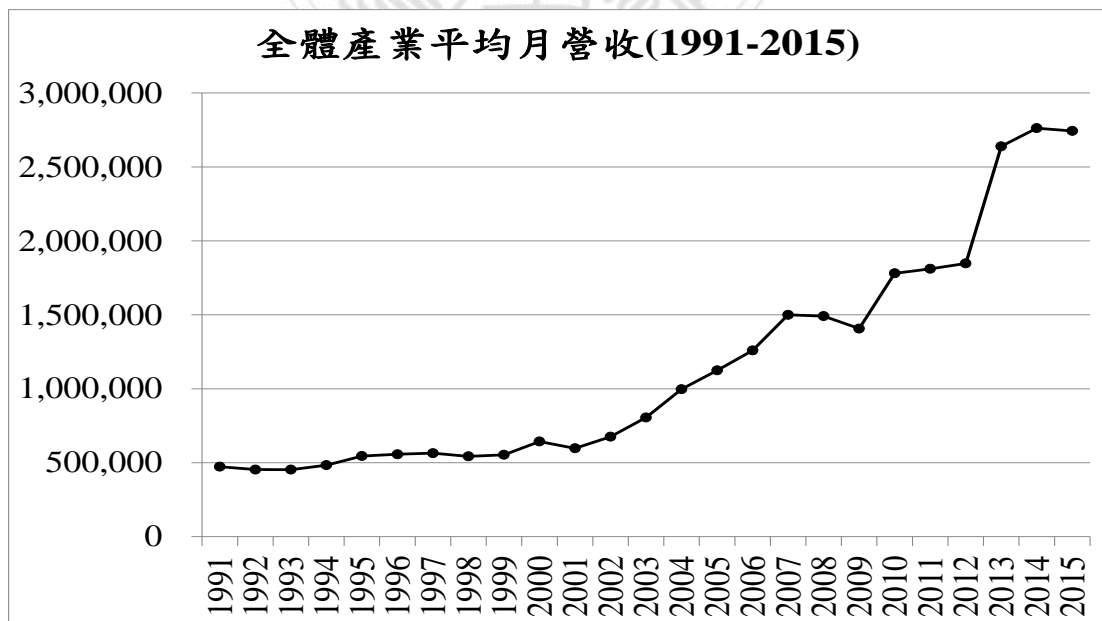


圖 6、全體產業平均月營收的變化(1991 年至 2015 年)

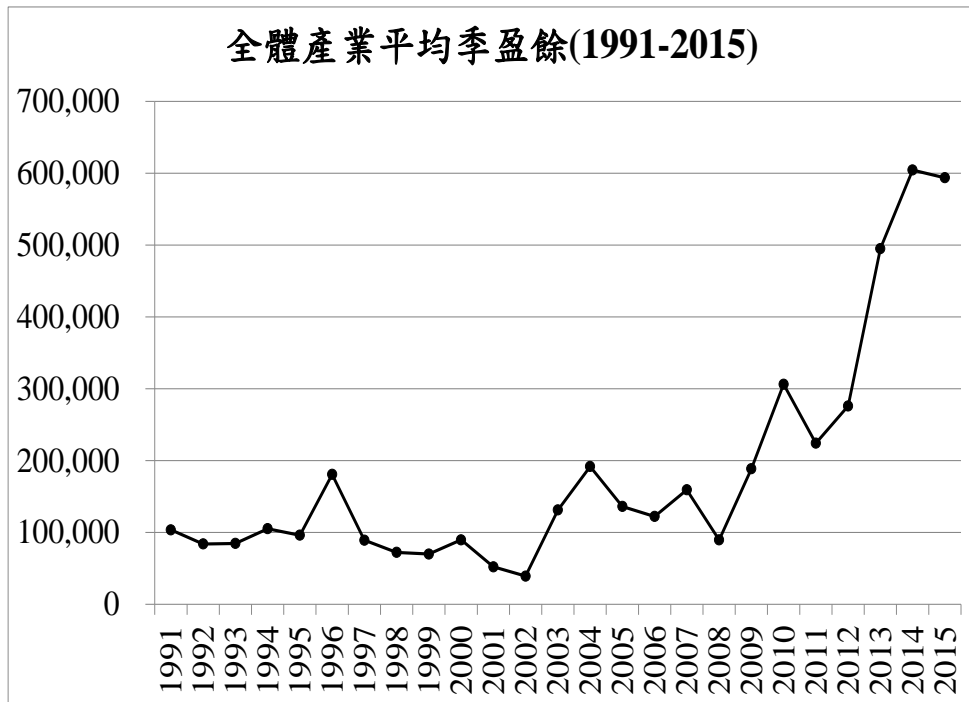


圖 7、全體產業平均季盈餘變化(1991年至2015年)

表 1 為全體產業本研究期間，月營收之敘述統計量，包括樣本數、平均數、標準差、最小值、最大值。以圖呈現為圖 7 可以發現本研究期間平均數呈現穩定而慢速成長於 2001 年些微下降，2002 年又小幅成長而後呈現顯著上升趨勢。而圖 8 為本研究期間月營收時間趨勢變化，從圖中發現自 1991 年至 2015 年，月營收負值者僅 2001 年、2008 年、2009 年、2012 年、2015 年，其餘呈現正營收，可見月營收在本研究期間呈正向成長趨勢，而最大值最小值相差最多者在 2013 年。

表 1、全體產業股價報酬率之敘述統計量

(單位: 千元)

年	樣本數	平均數(%)	標準差	最小值	最大值
1991	1,700	0.8331	2.5371	-6.9300	7.0000
1992	1,972	1.0219	2.2882	-12.0968	12.7983
1993	2,231	0.7608	2.6859	-9.2199	16.1049
1994	2,433	-0.2884	1.9434	-7.8151	7.0000
1995	2,768	0.0710	1.7237	-7.0000	6.9565
1996	3,211	0.1994	1.7458	-6.9697	7.0000
1997	3,651	0.4855	2.5529	-6.9930	7.0000
1998	4,111	-0.6044	2.4037	-7.0000	6.9853
1999	4,796	0.1672	2.6171	-7.0000	7.0000
2000	5,537	-0.2802	3.0311	-7.0000	7.0000
2001	6,193	0.3254	2.9992	-7.0000	7.2933
2002	6,950	0.3069	3.1652	-20.0000	7.0000
2003	7,505	-0.1903	2.6649	-7.0000	7.0000
2004	7,801	0.0235	2.6842	-7.0000	7.0000
2005	7,984	0.4284	2.3819	-7.0000	7.0000
2006	8,167	0.4464	2.3085	-13.4409	34.6154
2007	8,312	0.6322	2.5932	-7.0000	7.0000
2008	8,566	-0.3746	3.2274	-9.8305	37.0833
2009	8,747	1.3102	2.8193	-6.9980	15.6250
2010	8,907	-0.4524	2.6178	-7.1083	129.5455
2011	9,238	-0.0328	2.1807	-7.0356	20.9091
2012	9,598	0.5963	1.9482	-7.0000	7.0968
2013	9,828	0.2205	1.7379	-7.0000	14.1925
2014	10,182	0.1949	1.8279	-7.7844	26.3699
2015	10,386	0.1500	2.0205	-10.0000	10.0000
總計	160,774	0.2138	2.5095	-20.0000	129.5455

資料來源：本研究整理而成。

表 2 為本研究期間季盈餘的敘述統計量，包含樣本數、平均數、最大值、最小值、標準差，而其平均數最高在 2014 年的 604,569，最低在 2002 年的 39,323，最大最小相差最多者發生於 2004 年。

表 2、全體產業月營收之敘述統計量

(單位: 千元)

年	樣本數	平均數	標準差	最小值	最大值
1991	2,165	473,201	790,803	-99	5,642,218
1992	2,462	453,855	754,140	-185	5,748,842
1993	2,760	453,140	747,939	-393	5,985,415
1994	3,096	483,607	805,311	-4,731	7,553,771
1995	3,533	545,130	904,757	-12,882	8,576,151
1996	4,217	557,589	1,044,924	-133,080	14,900,000
1997	5,054	564,767	1,169,120	-349,906	18,000,000
1998	6,061	543,371	1,174,605	-918,914	17,700,000
1999	6,790	553,875	1,184,881	-395,832	17,200,000
2000	7,288	643,770	1,466,268	-427,141	18,300,000
2001	7,658	597,508	1,382,122	-116,791	16,200,000
2002	8,426	675,887	1,779,742	-32,700,000	29,000,000
2003	8,610	806,401	2,268,202	-20,100,000	37,100,000
2004	8,714	997,372	2,843,171	-4,356,955	48,000,000
2005	8,818	1,124,614	3,660,372	-6,978,686	83,800,000
2006	8,979	1,259,458	4,497,691	-8,984,187	94,400,000
2007	9,160	1,500,233	6,149,656	-11,100,000	149,000,000
2008	9,245	1,491,187	6,747,262	-7,356,873	169,000,000
2009	9,464	1,407,197	6,540,907	-3,923,646	162,000,000
2010	9,603	1,780,799	9,243,542	-2,603,226	253,000,000
2011	9,691	1,811,267	10,200,000	-2,127,550	317,000,000
2012	9,732	1,847,704	11,200,000	-1,083,674	361,000,000
2013	10,388	2,639,702	13,500,000	0	491,000,000
2014	10,501	2,762,189	14,400,000	-11,000,000	516,000,000
2015	10,514	2,743,406	15,000,000	-137,197	518,000,000
總計	182,929	1,364,741	7,844,338	-32,700,000	518,000,000

資料來源：本研究整理而成。

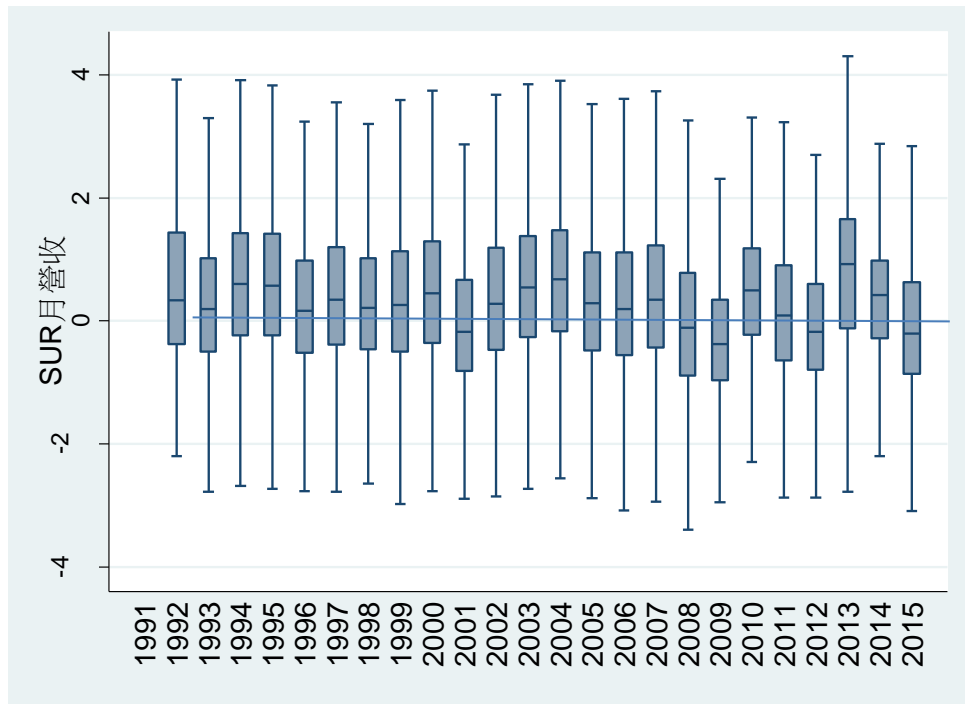


圖 8、月營收時間趨勢變化

圖 9 為本研究期間的季盈餘時間趨勢變化，包含最大值、最小值、平均數，平均數呈現下降上升的不穩定成長。



圖 9、季盈餘時間趨勢變化

表 3、全體產業季盈餘之敘述統計量

(單位: 千元)

年	樣本數	平均數	標準差	最小值	最大值
1991	666	103,715	205,180	-71,700	2,413,000
1992	737	84,035	149,992	-70,240	1,131,000
1993	801	84,863	160,183	-184,000	1,236,000
1994	931	105,286	309,965	-360,000	6,684,000
1995	913	96,276	329,497	-6,689,000	1,981,000
1996	1,058	180,947	3,077,160	-200,000	100,000,000
1997	1,342	89,338	488,113	-15,000,000	5,054,080
1998	1,292	72,315	278,558	-7,140,000	1,901,000
1999	1,594	70,030	208,007	-1,836,000	2,266,475
2000	1,643	89,839	276,707	-1,469,000	3,982,000
2001	1,637	52,212	253,125	-7,575,000	2,043,000
2002	1,891	39,323	786,046	-22,000,000	4,006,000
2003	1,717	131,388	397,029	-391,000	5,082,000
2004	1,513	191,931	758,646	-10,800,000	8,200,000
2005	1,320	136,314	1,115,438	-22,700,000	7,799,000
2006	1,165	122,363	623,826	-11,600,000	5,990,000
2007	1,215	159,400	616,726	-9,144,000	5,837,000
2008	805	89,720	426,165	-4,450,000	2,811,000
2009	835	188,700	602,921	-2,985,000	6,631,278
2010	869	306,418	789,033	-5,015,422	5,473,565
2011	1,031	224,332	773,698	-5,967,000	7,715,189
2012	887	276,202	681,431	-3,908,000	5,004,058
2013	865	495,201	961,190	-3,714,579	6,760,562
2014	883	604,569	1,513,872	-13,300,000	17,200,000
2015	910	593,768	1,358,526	-3,058,112	13,700,000
總計	28,520	165,348	897,054	-22,700,000	100,000,000

資料來源：本研究整理而成。

表 3 為本研究期間，全體產業股價報酬率之敘述統計量，包括樣本數、平均數、標準差、最小值、最大值。而平均數最高為 2009 年的 1.3102，最低為 1998 年的 -0.6044。2008 年的金融風暴，使全體產業股價報酬為 -0.3746 卻不是最低點。

圖 10 為本研究期間，全體產業股價報酬率時間趨勢變化，而股價報酬明顯正值者為 1992 年、1999 年、2001 年、2009 年、2012 年，其餘為小數或負值。在研究期間內，最大值最小值相差最多者發生於 1997 年。

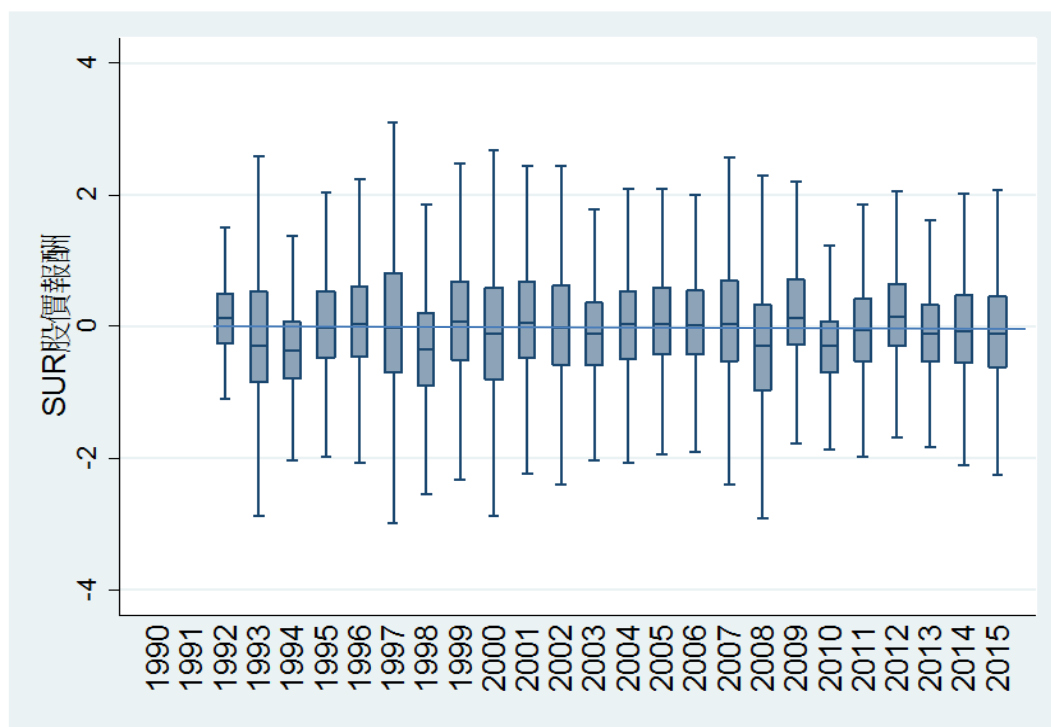


圖 10、月價格報酬時間趨勢變化

第二節 投資人情緒對價格動能的影響

從圖 11 發現當月價格動能對股價報酬有相當明顯的異常變化，未預期股價報酬動能差異明顯反應在股價報酬率的變化且呈現顯著上下起伏。

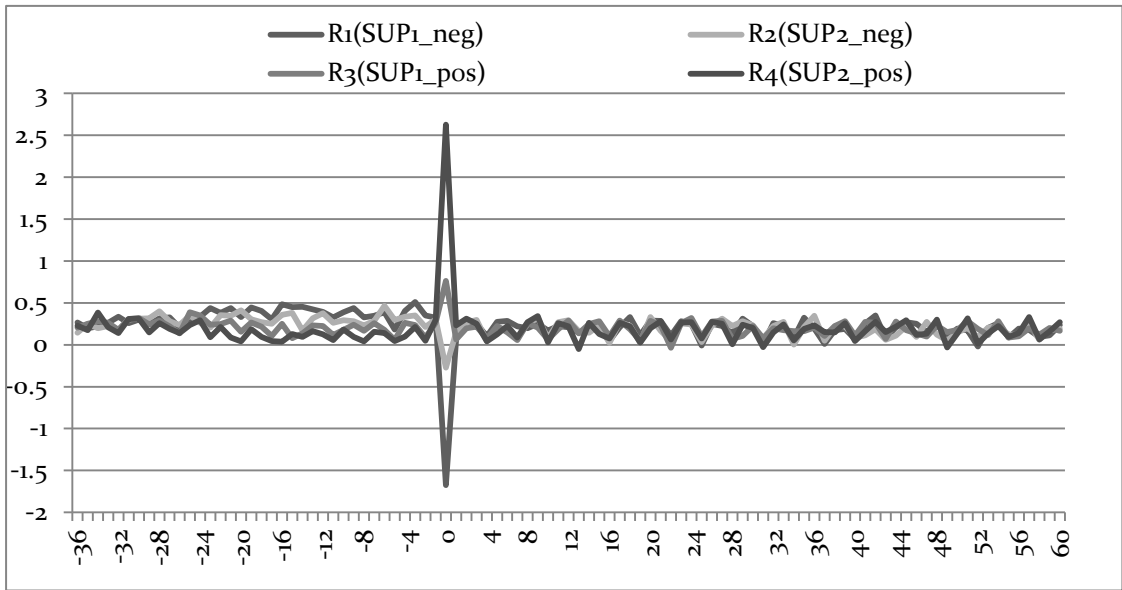


圖 11、標準化未預期股價報酬(SUP)投資組合報酬的時間趨勢變化

從圖 12 標準化未預期股價報酬(SUP)機率分配圖，顯示尾端值(大好、大壞)的情形明顯。

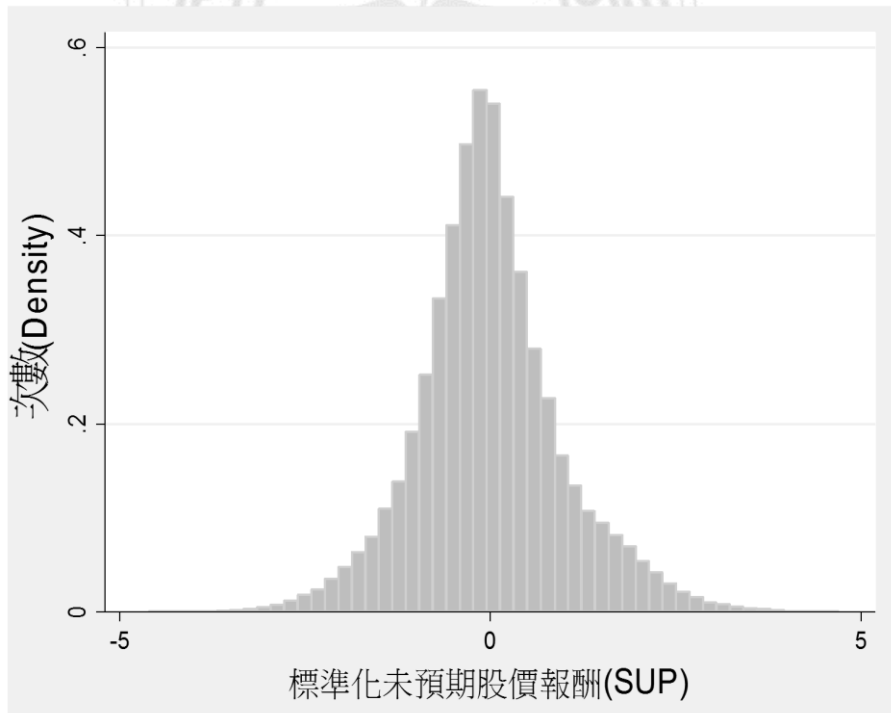


圖 12、標準化未預期股價報酬(SUP)機率分配圖

投資人情緒對於股價報酬方面，從表 4 發現，在本研究所有期間，當期股價報酬動能，不論何種投資組合持有一年都具有顯著的正報酬率，但是正營收與負營收之投資組合不具統計上顯著的差異性。就不同狀態的投資人期間來看，首先，在投資人情緒高漲期間，營收宣告後僅最差的負營收投資組合在持有一個月皆具有顯著的正報酬率，但是正營收與負營收之投資組合不具統計上顯著的差異性。其次，在投資人情緒平穩期間，營收宣告後最佳正營收投資組合在持有一年都具有顯著的正報酬率。但是正營收與負營收之投資組合不具統計上顯著的差異性；最後，在投資人情緒低落期間，營收宣告後不論何種投資組合持有 9 個月都具有顯著的正報酬率，但是正營收與負營收之投資組合不具統計上顯著的差異性。



表 4、投資人情緒對股價報酬動能投資組合報酬的影響

持有期間(月)	SUP<0				SUP>0				差異	
	R1	R2	R3	R4	R3	R4	R4-R1			
Panel A：所有期間										
0	-1.597***	(-11.058)	-0.271***	(-5.288)	0.762***	(18.010)	2.627***	(28.160)	4.301***	(28.657)
+1	-0.048	(-0.240)	0.149	(0.928)	0.064	(0.413)	0.232	(1.471)	0.165	(1.608)
+2	0.473***	(2.829)	0.267**	(2.051)	0.197	(1.444)	0.313**	(2.264)	0.029	(0.267)
+3	0.444**	(2.528)	0.297**	(2.473)	0.215*	(1.741)	0.249**	(2.263)	-0.001	(-0.010)
+4	0.120	(0.614)	0.043	(0.290)	0.074	(0.475)	0.040	(0.264)	-0.061	(-0.614)
+5	0.521***	(3.328)	0.213*	(1.768)	0.224*	(1.806)	0.123	(0.903)	-0.150	(-1.613)
+6	0.370**	(2.303)	0.179	(1.437)	0.149	(1.225)	0.223	(1.657)	-0.062	(-0.603)
+7	0.224	(1.141)	0.079	(0.543)	0.058	(0.357)	0.086	(0.534)	-0.132	(-1.418)
+8	0.383***	(2.971)	0.249*	(1.963)	0.257**	(2.098)	0.268**	(2.168)	0.070	(0.659)
+9	0.292*	(1.931)	0.319***	(2.844)	0.203	(1.552)	0.341***	(2.730)	0.089	(0.971)
+10	0.265	(1.330)	0.078	(0.497)	0.062	(0.402)	0.030	(0.211)	-0.139	(-1.391)
+11	0.376***	(2.747)	0.271*	(1.955)	0.187	(1.409)	0.257**	(2.020)	0.033	(0.394)
+12	0.220*	(1.712)	0.293**	(2.358)	0.287**	(2.328)	0.220	(1.604)	0.010	(0.127)
Panel B：投資人情緒高漲期間										
0	-1.446***	(-6.902)	-0.128	(-1.220)	0.987***	(9.892)	2.787***	(15.995)	4.233***	(15.283)
+1	-0.373*	(-1.972)	-0.340*	(-1.992)	-0.547**	(-2.143)	-0.367**	(-2.092)	0.006	(0.030)
+2	0.403	(1.291)	0.551*	(1.701)	-0.463	(1.631)	0.611	(1.572)	0.208	(0.925)
+3	0.311	(1.404)	0.582***	(2.901)	0.464**	(2.036)	0.355*	(1.958)	0.045	(0.252)
+4	-0.390*	(-1.868)	-0.239	(-1.291)	-0.536**	(-2.364)	-0.451	(-1.462)	-0.061	(-0.258)
+5	0.259	(1.045)	0.341	(1.334)	0.095	(0.390)	0.121	(0.360)	-0.139	(-0.792)
+6	0.110	(0.287)	-0.214	(-0.548)	-0.222	(-0.665)	-0.108	(-0.246)	-0.218	(-0.761)
+7	0.020	(0.060)	0.012	(0.042)	-0.016	(-0.042)	0.103	(0.223)	0.082	(0.438)
+8	0.093	(0.401)	-0.003	(-0.010)	0.141	(0.451)	0.031	(0.103)	-0.062	(-0.276)
+9	-0.083	(-0.476)	0.239	(1.116)	-0.186	(-0.627)	0.084	(0.238)	0.167	(0.582)
+10	0.216	(0.808)	0.128	(0.401)	-0.002	(-0.008)	0.038	(0.131)	-0.178	(-0.839)
+11	0.291	(1.315)	0.527*	(1.766)	0.096	(0.323)	0.484	(1.368)	0.193	(0.909)
+12	-0.269	(-0.877)	0.022	(0.072)	-0.211	(-0.601)	-0.200	(-0.480)	0.068	(0.419)
Panel C：投資人情緒平穩期間										
0	-1.598***	(-7.261)	-0.255**	(-2.532)	0.728***	(10.768)	2.651***	(21.669)	4.249***	(17.031)
+1	-0.341	(-1.203)	-0.290	(-1.068)	-0.108	(-0.362)	0.094	(0.320)	0.434**	(2.384)
+2	0.235	(1.126)	0.260	(1.182)	0.021	(0.086)	0.316	(1.539)	0.080	(0.421)
+3	0.236	(0.737)	0.187	(0.641)	0.354	(1.385)	0.276	(1.330)	0.040	(0.174)
+4	0.088	(0.300)	0.067	(0.202)	0.428	(1.214)	0.005	(0.015)	-0.084	(-0.505)
+5	0.399	(1.614)	0.175	(0.751)	0.209	(1.106)	0.176	(0.761)	-0.224	(-1.049)
+6	0.317	(1.538)	0.244	(1.374)	0.265	(1.157)	0.409*	(1.715)	0.092	(0.802)
+7	0.145	(0.606)	-0.187	(-0.693)	-0.105	(-0.361)	-0.094	(-0.366)	-0.239	(-1.248)
+8	0.408*	(1.976)	0.347*	(1.863)	0.391*	(1.884)	0.513**	(2.555)	0.105	(0.797)
+9	0.363	(1.303)	0.534**	(2.657)	0.455*	(1.819)	0.484***	(2.731)	0.121	(0.811)
+10	0.570	(1.477)	0.582	(1.524)	0.594	(1.518)	0.379	(1.046)	-0.191	(-1.036)
+11	0.508**	(2.052)	0.487*	(1.741)	0.702**	(2.467)	0.311	(1.480)	-0.198	(-1.200)
+12	0.541***	(3.674)	0.545***	(3.569)	0.555***	(3.868)	0.189	(1.271)	-0.352***	(-3.511)
Panel D：投資人情緒低落期間										
0	-1.765***	(-5.169)	-0.207	(-1.515)	0.732***	(9.926)	2.586***	(12.530)	4.351***	(10.088)
+1	0.811	(1.577)	1.037**	(2.052)	0.830*	(1.868)	1.340**	(2.645)	0.529**	(2.102)
+2	0.953**	(2.451)	0.587**	(2.463)	0.705***	(2.937)	0.718**	(2.375)	-0.235	(-0.582)

續表 4

+3	0.946***	(3.204)	0.831***	(4.545)	0.554**	(2.561)	0.801***	(2.959)	-0.145	(-0.846)
+4	0.749	(1.557)	0.381	(0.830)	0.404	(0.875)	0.468	(1.191)	-0.281	(-0.907)
+5	1.022***	(3.342)	0.739***	(2.956)	0.939***	(3.455)	0.718***	(2.946)	-0.304*	(-1.962)
+6	0.753***	(2.903)	0.847***	(4.198)	0.829***	(2.988)	0.795**	(2.565)	0.042	(0.158)
+7	0.588	(1.146)	0.548	(1.101)	0.495	(0.945)	0.584	(1.106)	-0.004	(-0.023)
+8	0.669***	(3.001)	0.846***	(2.781)	0.690***	(2.677)	0.468	(1.558)	-0.201	(-0.542)
+9	0.592**	(2.294)	0.398	(1.661)	0.589**	(2.211)	0.659**	(2.479)	0.067	(0.299)
+10	-0.195	(-0.812)	-0.318	(-1.076)	-0.352	(-1.195)	-0.363	(-1.290)	-0.168	(-0.605)
+11	0.247	(1.223)	0.467**	(2.661)	0.232	(1.218)	0.336*	(1.684)	0.089	(0.545)
+12	0.226	(1.173)	0.392	(1.376)	0.481**	(2.071)	0.510*	(1.791)	0.284	(1.092)

【資料來源】：本研究整理而成

【說明】：***、**及*分別表示在 1%、5%、10%水準下具統計上的顯著性。

第三節 投資人情緒對營收動能的影響

投資人情緒對於營收動能方面，圖 13 為標準化未預期營收(SUR)投資組合報酬率的時間趨勢變化，顯示營收宣告當月股價有異常變化，未預期營收愈高報酬率愈高，但是逐月下降。從表 5 發現，在所有期間，營收動能在當期(t=0)不論對何種投資組合持都具有顯著的報酬率，但是正營收與負營收之投資組合只在持

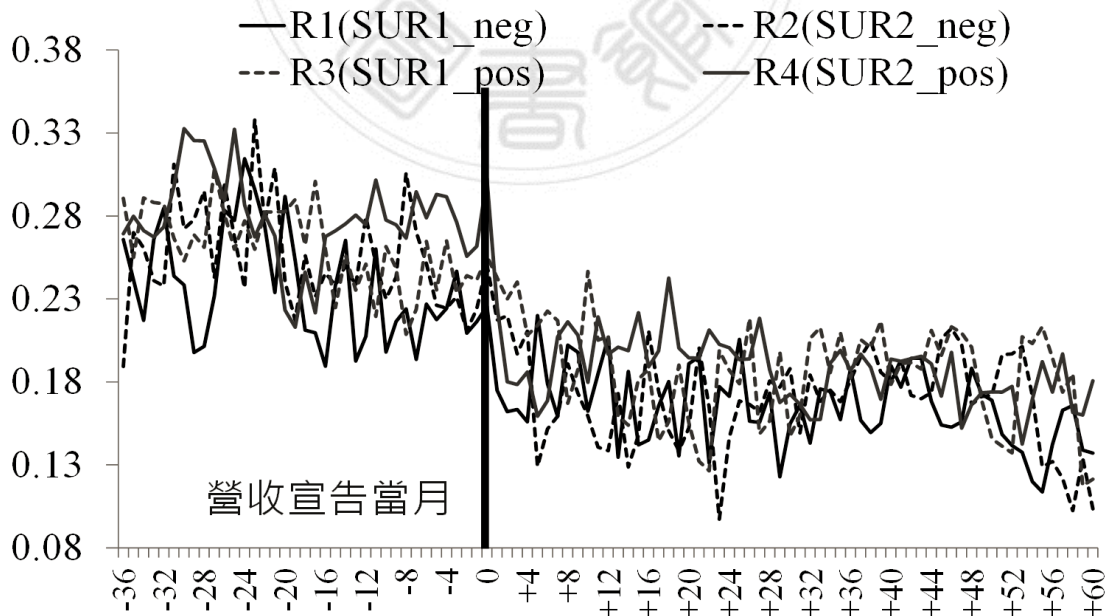


圖 13、標準化未預期營收(SUR)投資組合報酬率的時間趨勢變化

有當月具統計上顯著的差異性；首先，在投資人情緒高漲期間，營收動能當期($t=0$)後除了 R2(-0.207)投資組合外，其他投資組合持都具有顯著的報酬率。但是正營收與負營收之投資組合只在持有當月上具統計上顯著的差異性；其次，在投資人情緒平穩期間，營收動能對所有投資組合都具有顯著性，且到了持有 8~12 月後部分投資組合則具長期顯著性。但是正營收與負營收之投資組合在當期與 12 月後具統計上顯著的差異性；接著，在投資人情緒低落期間，營收動能對所有投資組合在持有短期內都具有顯著性，且到了持有 5~6 月與 8~9 月後則仍具長期顯著性。但是正營收與負營收之投資組合僅於持有當月、1、5 月時才具統計上顯著的差異性。

表 5、投資人情緒對營收動能投資組合報酬的影響

持有期間(月)	SUR<0				SUR>0				差異	
	R1	R2	R3	R4	R1	R2	R3	R4	R4-R1	R4-R2
Panel A：所有期間										
0	0.226*** (2.845)	0.251*** (3.185)	0.256*** (3.247)	0.303*** (3.619)	0.077 (1.468)					
+1	0.175** (2.202)	0.217*** (2.776)	0.243*** (3.052)	0.226*** (2.677)	0.051 (0.923)					
+2	0.162** (2.027)	0.220*** (2.911)	0.230*** (2.890)	0.180** (2.256)	0.018 (0.339)					
+3	0.163** (2.079)	0.197** (2.521)	0.240*** (3.066)	0.178** (2.257)	0.015 (0.275)					
+4	0.156* (1.953)	0.211*** (2.884)	0.208*** (2.671)	0.186** (2.343)	0.030 (0.565)					
+5	0.220*** (2.876)	0.129 (1.616)	0.214*** (2.760)	0.159* (1.966)	-0.061 (-1.169)					
+6	0.179** (2.266)	0.152* (1.900)	0.223*** (3.027)	0.169** (2.048)	-0.010 (-0.200)					
+7	0.159** (1.969)	0.159** (2.037)	0.217*** (2.728)	0.207*** (2.632)	0.048 (0.936)					
+8	0.202** (2.529)	0.191** (2.353)	0.167** (2.182)	0.216*** (2.684)	0.014 (0.267)					
+9	0.198** (2.505)	0.173** (2.319)	0.188** (2.439)	0.208** (2.508)	0.010 (0.207)					
+10	0.162** (2.123)	0.159** (2.013)	0.247*** (3.197)	0.180** (2.245)	0.017 (0.360)					
+11	0.185** (2.476)	0.141* (1.842)	0.205** (2.537)	0.219*** (2.747)	0.034 (0.727)					
+12	0.207*** (2.623)	0.139* (1.788)	0.208*** (2.600)	0.197** (2.536)	-0.010 (-0.214)					
Panel B：投資人情緒高漲期間										
0	0.265* (1.665)	0.230 (1.606)	0.230 (1.444)	0.236 (1.480)	-0.029 (-0.298)					
+1	0.030 (0.193)	0.192 (1.353)	0.141 (0.813)	0.156 (0.901)	0.125 (1.154)					
+2	-0.069 (-0.366)	0.105 (0.632)	0.136 (0.754)	0.069 (0.358)	0.138 (1.438)					
+3	-0.071 (-0.461)	0.013 (0.082)	0.014 (0.091)	-0.147 (-0.906)	-0.076 (-0.802)					
+4	0.136 (0.986)	0.215 (1.560)	0.155 (1.119)	0.144 (0.975)	0.008 (0.062)					
+5	0.042 (0.250)	-0.034 (-0.183)	0.101 (0.609)	-0.070 (-0.372)	-0.112 (-1.105)					
+6	-0.039 (-0.223)	-0.055 (-0.258)	0.053 (0.264)	-0.112 (-0.571)	-0.073 (-0.694)					
+7	0.053 (0.328)	0.151 (0.949)	0.199 (1.186)	-0.002 (-0.010)	-0.054 (-0.492)					
+8	0.043 (0.303)	0.122 (0.919)	0.023 (0.160)	0.004 (0.027)	-0.039 (-0.364)					
+9	0.037 (0.256)	0.054 (0.421)	0.010 (0.074)	-0.030 (-0.181)	-0.067 (-0.648)					
+10	0.065 (0.500)	-0.022 (-0.163)	0.147 (1.099)	0.116 (0.747)	0.051 (0.486)					

續表 5										
+11	0.009	(0.065)	-0.075	(-0.542)	0.166	(1.014)	0.091	(0.561)	0.082	(0.835)
+12	0.340	(1.644)	0.197	(0.901)	0.281	(1.355)	0.333	(1.610)	-0.007	(-0.068)
Panel C：投資人情緒平穩期間										
0	0.172	(1.291)	0.119	(0.777)	0.161	(1.236)	0.314**	(2.049)	0.142	(1.328)
+1	0.157	(1.158)	0.090	(0.646)	0.147	(1.179)	0.161	(1.064)	0.005	(0.045)
+2	0.157	(1.182)	0.169	(1.426)	0.117	(0.968)	0.154	(1.155)	-0.003	(-0.033)
+3	0.161	(1.119)	0.134	(0.905)	0.261**	(2.020)	0.328**	(2.221)	0.167	(1.506)
+4	0.163	(0.977)	0.202	(1.410)	0.192	(1.153)	0.175	(1.064)	0.011	(0.114)
+5	0.281**	(2.208)	0.244*	(1.692)	0.303**	(2.318)	0.198	(1.361)	-0.084	(-0.750)
+6	0.209	(1.558)	0.154	(1.280)	0.263**	(2.463)	0.242*	(1.694)	0.033	(0.305)
+7	0.096	(0.616)	0.044	(0.303)	0.099	(0.720)	0.230*	(1.686)	0.135	(1.487)
+8	0.271	(1.620)	0.235	(1.363)	0.153	(0.977)	0.155	(0.967)	-0.116	(-1.158)
+9	0.408**	(2.511)	0.231	(1.540)	0.341**	(2.270)	0.326**	(2.017)	-0.081	(-0.758)
+10	0.404**	(2.386)	0.450**	(2.592)	0.460***	(2.723)	0.423**	(2.383)	0.019	(0.194)
+11	0.606***	(3.869)	0.528***	(3.064)	0.506***	(2.874)	0.543***	(3.182)	-0.063	(-0.653)
+12	0.359**	(2.546)	0.220*	(1.684)	0.315**	(2.147)	0.290**	(2.151)	-0.070	(-0.704)

Panel D：投資人情緒低落期間										
0	0.647***	(3.135)	0.599***	(2.982)	0.714***	(3.568)	0.706***	(3.352)	0.059	(0.441)
+1	0.638***	(3.216)	0.767***	(3.788)	0.745***	(3.601)	0.714***	(3.816)	0.076	(0.581)
+2	0.716***	(3.670)	0.898***	(4.689)	0.799***	(3.618)	0.734***	(4.000)	0.019	(0.132)
+3	0.807***	(4.085)	0.836***	(4.652)	0.862***	(4.208)	0.728***	(3.916)	-0.079	(-0.515)
+4	0.511**	(2.538)	0.711***	(4.081)	0.604***	(3.405)	0.670***	(3.850)	0.160	(1.255)
+5	0.702***	(3.424)	0.592***	(3.032)	0.633***	(3.066)	0.685***	(3.613)	-0.017	(-0.128)
+6	0.658***	(3.195)	0.597***	(3.071)	0.590***	(3.311)	0.760***	(3.859)	0.102	(0.880)
+7	0.663***	(3.223)	0.686***	(3.776)	0.775***	(3.764)	0.768***	(3.951)	0.105	(0.980)
+8	0.608***	(2.892)	0.598***	(3.057)	0.584***	(2.954)	0.721***	(3.815)	0.113	(0.958)
+9	0.333*	(1.690)	0.498***	(2.811)	0.484**	(2.426)	0.555***	(2.834)	0.222**	(2.236)
+10	0.259	(1.577)	0.330**	(2.050)	0.436***	(2.790)	0.255	(1.604)	-0.004	(-0.042)
+11	0.088	(0.522)	0.025	(0.168)	0.173	(1.038)	0.144	(0.887)	0.056	(0.663)
+12	0.130	(0.852)	0.161	(1.186)	0.195	(1.240)	0.232	(1.612)	0.102	(1.035)

【資料來源】：本研究整理而成

【說明】：***、**及*分別表示在 1%、5%、10%水準下具統計上的顯著性。

第四節 投資人情緒對盈餘動能的影響

投資人情緒對於盈餘動能方面，從圖 14 發現本研究期間，盈餘宣告當月股價有異常變化，未預期盈餘差異非顯著反應在投資組合酬率的變化且呈現顯著上下起伏。從表 6 發現，在所有期間，盈餘宣告當期(t=0)後不論何種投資組合持有都具有顯著的正報酬率。但是正營收與負營收之投資組合在持有 3、8、9、11 月後具統計上顯著的差異性。其次，在投資人情緒高漲期間，盈餘宣告當期(t=0)後

除了 R1 與 R3 投資組合外，其他投資組合持都具有顯著的正報酬率。但是正營收與負營收之投資組合在持有當月、5、9 月後具統計上顯著的差異性。接著，在投資人情緒平穩期間，盈餘宣告後所有投資組合在持有短期內都不具有顯著性，但是到了持有 8~12 月後則具長期顯著性。但是正營收與負營收之投資組合不具統計上顯著的差異性；最後，在投資人情緒低落期間，盈餘宣告後所有投資組合在持有短期內都具有顯著性，且到了持有 5~6 月與 8~9 月後則仍具長期顯著性。但是正營收與負營收之投資組合僅於持有 3、8、9 月時才具統計上顯著的差異性。

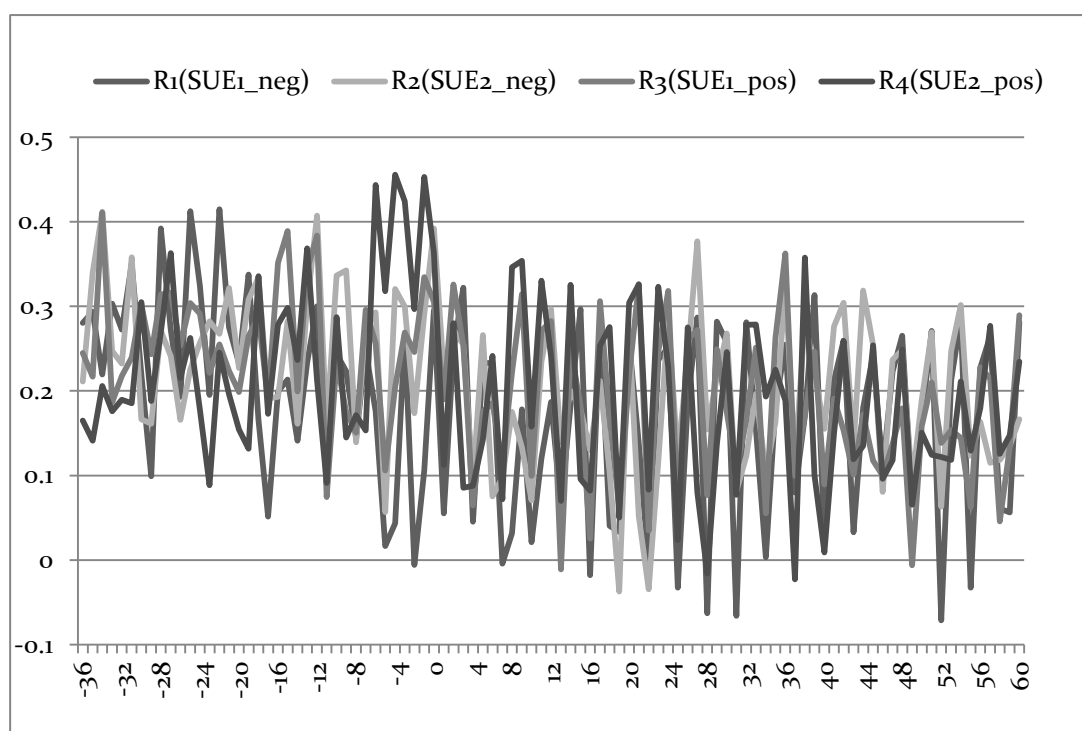


圖 14、標準化未預期盈餘(SUE)投資組合報酬率的時間趨勢變化

表 6、投資人情緒對盈餘宣告後投資組合報酬的影響

持有期 間(月)	SUE<0				SUE>0				差異	
	R1		R2		R3		R4		R4-R1	
Panel A：所有期間										
0	0.345**	(2.076)	0.392***	(3.226)	0.305**	(2.266)	0.364***	(2.634)	0.068	(0.656)
+1	0.012	(0.054)	0.221	(1.393)	0.190	(1.207)	0.112	(0.696)	0.057	(0.467)
+2	0.393**	(2.478)	0.272*	(1.979)	0.326**	(2.453)	0.280*	(1.919)	0.031	(0.276)
+3	0.513***	(2.963)	0.255*	(1.986)	0.254**	(2.194)	0.085	(0.698)	-0.237**	(-2.242)
+4	0.135	(0.634)	0.092	(0.566)	0.065	(0.437)	0.088	(0.578)	0.042	(0.377)
+5	0.415**	(2.590)	0.266**	(2.226)	0.175	(1.294)	0.142	(0.999)	-0.090	(-0.783)
+6	0.320*	(1.899)	0.075	(0.583)	0.186	(1.555)	0.241*	(1.855)	0.008	(0.085)
+7	0.008	(0.037)	0.098	(0.608)	0.113	(0.754)	0.072	(0.468)	0.076	(0.660)
+8	0.204	(1.153)	0.175	(1.418)	0.222	(1.547)	0.346**	(2.529)	0.315***	(2.984)
+9	0.244	(1.479)	0.133	(1.077)	0.314**	(2.524)	0.354***	(2.632)	0.176**	(2.211)
+10	0.107	(0.505)	0.071	(0.461)	0.099	(0.630)	0.158	(1.007)	0.137	(1.369)
+11	0.298*	(1.823)	0.235*	(1.683)	0.271**	(2.023)	0.330**	(2.513)	0.210**	(2.039)
+12	0.140	(0.951)	0.297**	(2.260)	0.283**	(2.143)	0.241*	(1.701)	0.054	(0.614)
Panel B：投資人情緒高漲期間										
0	0.334	(1.122)	0.603***	(2.766)	0.274	(1.098)	0.649**	(2.201)	0.315*	(1.708)
+1	-0.648***	(-2.832)	-0.332	(-1.384)	-0.278	(-1.444)	-0.316	(-1.492)	0.332	(1.426)
+2	0.600	(1.604)	0.499	(1.517)	0.627**	(2.167)	0.590*	(1.697)	-0.010	(-0.063)
+3	0.379*	(1.905)	0.470**	(2.094)	0.367**	(2.042)	0.173	(0.853)	-0.207	(-1.576)
+4	-0.278	(-1.247)	-0.521**	(-2.284)	-0.404**	(-2.167)	-0.411	(-1.616)	-0.132	(-0.614)
+5	0.480	(1.511)	0.342	(1.309)	0.312	(1.196)	-0.063	(-0.262)	-0.543**	(-2.437)
+6	-0.054	(-0.139)	-0.302	(-0.792)	-0.112	(-0.360)	-0.115	(-0.290)	-0.061	(-0.321)
+7	-0.256	(-0.606)	-0.011	(-0.033)	-0.035	(-0.099)	-0.102	(-0.258)	0.154	(0.569)
+8	-0.064	(-0.167)	-0.101	(-0.359)	-0.167	(-0.529)	-0.060	(-0.206)	0.004	(0.014)
+9	-0.231	(-0.816)	-0.338	(-1.134)	-0.069	(-0.252)	0.056	(0.204)	0.287*	(1.876)
+10	-0.023	(-0.073)	0.058	(0.204)	0.018	(0.056)	0.163	(0.466)	0.186	(0.945)
+11	0.106	(0.400)	0.119	(0.412)	0.221	(0.753)	0.258	(0.959)	0.152	(1.008)
+12	-0.371	(-0.953)	-0.311	(-0.814)	-0.107	(-0.318)	-0.081	(-0.220)	0.290	(1.508)
Panel C：投資人情緒平穩期間										
0	0.302	(1.421)	0.297	(1.499)	0.338	(1.351)	0.385	(1.551)	0.082	(0.411)
+1	-0.166	(-0.535)	-0.091	(-0.324)	-0.176	(-0.532)	-0.354	(-1.062)	-0.188	(-0.720)
+2	0.178	(0.863)	0.350	(1.580)	0.294	(1.270)	0.236	(0.867)	0.058	(0.258)
+3	0.280	(0.855)	0.379	(1.332)	0.308	(1.218)	0.219	(0.831)	-0.060	(-0.280)
+4	0.152	(0.421)	0.298	(0.880)	0.046	(0.144)	0.158	(0.493)	0.006	(0.027)
+5	0.166	(0.732)	0.325	(1.546)	0.084	(0.344)	0.151	(0.579)	-0.015	(-0.072)
+6	0.361	(1.476)	0.215	(1.057)	0.249	(1.179)	0.332	(1.485)	-0.028	(-0.133)
+7	-0.105	(-0.407)	0.025	(0.090)	-0.153	(-0.611)	-0.067	(-0.252)	0.039	(0.216)
+8	0.256	(1.088)	0.467**	(2.046)	0.497**	(2.354)	0.527**	(2.280)	0.271	(1.604)
+9	0.473*	(1.682)	0.373*	(1.694)	0.464**	(2.174)	0.472*	(1.857)	-0.000	(-0.001)
+10	0.496	(1.269)	0.457	(1.239)	0.576	(1.462)	0.600	(1.535)	0.104	(0.605)
+11	0.446	(1.570)	0.695**	(2.318)	0.550**	(2.096)	0.715***	(2.963)	0.269	(1.380)
+12	0.333**	(2.419)	0.445***	(3.542)	0.410**	(2.372)	0.380*	(1.942)	0.047	(0.363)

續表 6

Panel D：投資人情緒低落期間

0	0.429	(1.031)	0.880**	(2.320)	0.606*	(1.896)	0.459	(1.331)	0.029	(0.101)
+1	1.056*	(1.817)	1.212***	(2.832)	1.140**	(2.446)	1.203***	(2.782)	0.146	(0.491)
+2	0.525*	(1.962)	0.548*	(1.852)	0.818***	(3.375)	0.766**	(2.363)	0.242	(0.906)
+3	1.058***	(3.998)	0.719***	(2.715)	0.481**	(2.302)	0.549**	(2.361)	-0.509*	(-1.728)
+4	0.570	(1.215)	0.686	(1.480)	0.533	(1.197)	0.406	(0.931)	-0.164	(-0.713)
+5	0.763**	(2.447)	0.648***	(2.711)	0.899***	(3.296)	0.929***	(2.706)	0.166	(0.779)
+6	0.674***	(3.184)	0.725**	(2.397)	0.768***	(2.795)	0.793***	(2.749)	0.119	(0.499)
+7	0.497	(0.901)	0.349	(0.615)	0.605	(1.228)	0.406	(0.839)	-0.091	(-0.391)
+8	0.416	(1.204)	0.593**	(2.164)	0.842**	(2.453)	0.828***	(2.999)	0.412*	(1.929)
+9	0.390	(1.627)	0.323	(1.256)	0.785***	(2.984)	0.715***	(2.984)	0.325*	(1.836)
+10	-0.402	(-1.352)	-0.348	(-0.994)	-0.271	(-0.830)	-0.409	(-1.569)	-0.008	(-0.033)
+11	0.264	(0.948)	0.224	(1.104)	0.372**	(2.419)	0.517***	(2.894)	0.253	(1.032)
+12	0.388*	(1.699)	0.734***	(2.683)	0.527***	(2.686)	0.562*	(2.001)	0.175	(0.782)

【資料來源】：本研究整理而成

【說明】：***、**及*分別表示在 1%、5%、10%水準下具統計上的顯著性。



第五章、結論與建議

第一節 結論

本文之目的主要探討投資人情緒對於股價報酬、營收動能、盈餘動能之影響不同於過去文獻指探討投資人情緒對於營收動能之影響。本研究使用 1991 年 1 月至 2015 年 12 月間台灣證券交易所上市股票公司為研究對象，根據資訊不對稱理論，主要探討投資人情緒的不同狀態對三種類型的動能投資策略所形成的投資組合分析，分別就股價報酬動能、營收動能以及盈餘動能進行分析。由實證結果而得到以下結論：

- 一、 整體而言：在所有期間，股價報酬動能在當期($t=0$)不論對何種投資組合持都具有顯著的報酬率，但是正營收與負營收之投資組合只在持有當月具統計上顯著的差異性。在投資人情緒低落期間，盈餘宣告後所有投資組合在持有短期內都具有顯著性，且到了持有 5~6 月與 8~9 月後則仍具長期顯著性。此外，營收動能對所有投資組合在持有短期內都具有顯著性，且到了持有 5~6 月與 8~9 月後則仍具長期顯著性。但是正營收與負營收之投資組合僅於持有當月、1、5 月時才具統計上顯著的差異性。市場異常現象的成因之一係無法徹底執行套利交易。
- 二、 就股價報酬而言：在投資人情緒低落時，營收宣告後不論何種投資組合均產生顯著性影響，對未來產生悲觀預期增加，因此會賣掉輸家個股，足見股價報酬的變動易受情緒變動的影響，由正向影響變為負向影響，亦即投資人情緒和股價報酬呈現顯著負相關。

但正營收和負營收之投資組合只在持有當期具有統計上顯著差異性。

三、就營收動能而言：在投資人情緒低落期間，營收宣告後 9 個月內均產生顯著性報酬，意味投資人情緒越低落，營收動能的效果越顯著，受情緒影響到型態的改變，由正向影響變為負向影響，支持假說二即投資人情緒對於營收動能產生負向影響。正營收和負營收之投資組合只在投資人情緒低落時較顯著，控制個股營收動能後，產業的營收動能效應卻不顯著，因此無法由執行套利行為產生產業營收動能效應。

四、就盈餘動能而言：在投資人情緒低落時期較投資人情緒高漲時期，未預期盈餘贏家 R3、R4 較具顯著差異性報酬，也受情緒影響到型態的改變，正營收和負營收之投資組合卻在投資人情緒高漲期間較具統計上的顯著差異性，因此台灣股市投資人對盈餘訊息之反應受市場狀態之影響。市場狀態受投資人情緒影響使動能產生型態的改變，亦即投資人情緒變動會對盈餘動能產生負向影響，投資人情緒越低落未預期盈餘動能的變動越大。

第二節 建議

2.1 對投資人的建議

本研究依據消費者信心指數將投資人的心理變化分為悲觀、平穩、樂觀三個狀態，各個心理階段皆與市場報酬有很大的關聯性，當投資人處於悲觀狀態時，預期股價下跌，對市場報酬有助跌效果，因此是出場時機。當投資人處於樂觀狀態時，預期股價上升，因此是進場時機。

2.2 對後續研究者的建議或限制

本研究鑒於資料量過於龐大，投資人情緒變數仍以消費者信心指數為主。建議後續研究者可針對其他投資人情緒變數以獲得更具客觀性和代表性的結果。



參考文獻

一、中文文獻

1. 丁碧惠，曾家齊，2005。「市場狀態與動能投資策略績效關聯性之研究」，台灣財務季刊，第六卷，第四期，1-19 頁。
2. 吳貞慧，劉維琪，2006。「台灣上市公司績效與投資人行為偏誤之研究」，財務金融學刊，第十四卷，第二期，1-39 頁。
3. 李春安，羅進水，蘇永裕，2006。「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。
4. 李淑華、鄭哲惠、蔡彥卿，2013。「負盈餘公司盈餘資訊、投資活動與持續經營能力之攸關性—持續性負盈餘與暫時性負盈餘」，東吳經濟商學報（民國一〇二年六月）：95-136
5. 周賓鳳、池祥萱、周冠男、龔怡霖，2002。「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，1-48 頁。
6. 周賓鳳、張宇志、林美珍，2007。「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 2 期，153-190 頁。
7. 林哲鵬，李春安，葉智丞，2012。「投資人情緒與價格動能之關聯性」，管理與系統，第十九卷，第四期，729-759 頁。
8. 邱騰珍，2014。「市場狀態與投資人對盈餘訊息之反應」，經濟研究，(Taipei Economic Inquiry), 50:2, 211-289。臺北大學經濟學系出版。
9. 洪茂蔚，林宜勉，劉志諒，2007。「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。
10. 徐中琦，黃劍鈺，2010。「台灣散戶投資人與機構法人處分效果之研究：考量資訊揭露、股票風險與投資人情緒之實證結果」。商管科技季刊，第 11 卷第 1 期，109-138 頁。
11. 黃瓊慧，廖秀梅，廖益興，2004。「股價是否充分反應當期盈餘對未來盈餘之意涵—以台灣上市公司之季盈餘序列遵循 AR(1)模式為例」，當代會計，第五卷，第一期，25-5。
12. 黃美虹、林昱呈，2014。「天氣會影響台灣金融市場嗎？—以 **ETF** 為例」國防管理學報 第三十五卷 第一期 中華民國一百零三年五月，49-67 頁。
13. 葉智丞，李春安，2012。「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。
14. 陳信憲、蘇麗雯，(2011)。「投資人情緒與臺灣上市公司股利發放因素

- 之研究」，臺灣銀行季刊第六十二卷第三期。
15. 蕭朝興、尤靜華、簡靖萱，2008。「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28卷，第1期，131-168。[TSSCI]
 16. 闕河士，方怡 2013。「台灣股票市場之機構投資人持股與系統流動性關係」，管理與系統，第二十一卷，第四期，551-580頁。
 17. 顧廣平，2010。「營收動能策略」，管理學報，第二十七卷第三期，267-289頁。
 18. 顧廣平，2011。「盈餘與營收動能」，管理學報，第二十八卷第六期，521-544頁。
 19. 顧廣平，2005。「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。
 20. 張幸惠，2011。「股市投資人的續擴承諾之探討」，東吳經濟商學學報，第七十五期：133-166。
 21. 楊慧伶、蘇淑惠、陳柑，2008。「台灣上市櫃電子類股投資人行為之實證研究」，遠東學報第二十五卷第二期，pp.225~238。
 22. 詹錦宏、吳莉禎，2011。「動能投資策略於臺灣股票市場之應用--含金融海嘯之影響」，會計學報，Soochow Journal of Accounting，第3卷第2期，2011年5月第1-22頁。
 23. 鄭進興、薛兆亨、周姿妤、李菊祺，2011。「運用動能投資策略之證券投資決策系統-以台灣50和中小型100成份股為例」，第十七屆資訊管理暨實務研討會。
 24. 劉海清、傅英芬，2010。「處分效果、紀律投資與股價趨勢」，東吳經濟商學學報，69 2010.06[民 99.06]P，P. 83-116 六十九期：83-118。
 25. 郭敏華、許碧芳、梁彥平、葉惠文，2012。「台股情緒指標與超額報酬」永續發展與管理策略 第四卷 第二期 民國一百零一年十月 55-76頁。
 26. 鄭高輯、林泉源，2010。「投資人情緒對投機型股票報酬之影響」商略學報2010年，2卷，1期，021-035。
 27. 吳靖東，2014。「投資人情緒對股票報酬之影響——馬可夫狀態轉換模式之應用」創新與管理 第十卷 第四期Journal of Innovation and Management Vol.10 No.4 (2014)67。
 28. 陳信憲、蔡佳穎，2010。「投資人情緒與愚笨錢效果之研究」企業管理學報第87期 (99年12月) 1-26頁。
 29. 許惠珠、潘慈暉，2009。「股市報酬之溫度效應—以亞洲國家為例」vol.40-2009.06。
 30. 楊淑玲、陳憲儀、游智賢，2006。「交易強度、機構持股與機構投資人之交易

- 行為」財務金融學刊, 14(2),(2006), Journal of Financial Studies, 14(2), 2006, 41-72。
31. 駱武昌、婁天威、郭以彤, 2012。「台股情緒指標與超額報酬」, 永續發展與管理策略, 第四卷, 第二期 民國一百零一年十月 55-76 頁。

二、西文文獻

1. Antoniou, A., Lam, H. Y. T., and Paudyal, K., 2007. Profitability of Momentum Strategies in International Markets: The Role of Business Cycle Variables and Behavioural Biases, *Journal of Banking and Finance*, 31(3), 955-972.
2. Chordia, T., and Shivakumar, L., 2002. Momentum, Business Cycle, and Time-varying Expected Returns, *Journal of Finance*, 57(2), 985-1019.
3. Daniel, Kent, David Hirshleifer and Avanidhar Subrahmanyam, 1998. Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions, *The Journal of Finance*, 53(6) 1839-1885.
4. Fama, E. F. and French, K. R., 1992. The Cross-Section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
5. Fama, E. F., and French, K. R., 1993. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.
6. Fama, E. F., and French, K. R., 1996. Multifactor Explanations of Asset Anomalies, *Journal of Finance*, 51(1), 55-84.
7. Foster, G., 1977. Quarterly Accounting Data: Time-Series Properties and Predictive-Ability Results, *Accounting Review*, 52(1), 1-21.
8. Foster, G., Olsen, C., and Shevlin, T., 1984. Earnings Releases, Anomalies, and the Behavior of Security Returns, *Accounting Review*, 59(4), 574-603.
9. Griffin, J. M., Ji, X., and Martin, J. S., 2003. Momentum Investing and Business Cycle Risk: Evidence from Pole to Pole, *Journal of Finance*, 58(6), 215-2547.
10. Grundy, B. D., and Martin, J. S., 2001. Understanding the Nature of the Risks and the Source of the Rewards to Momentum Investing, *Review of Financial Studies*, 14(1), 29-78.
11. Hameed, A., and Kusnadi, Y., 2002. Momentum Strategies: Evidence from Pacific Basin Stock Markets, *Journal of Financial Research*, 25(3), 383-397.
12. Hong, H., and Stein, J. C., 1999. A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets, *Journal of Finance*, 54(6),

- 2143-2184.
13. Jegadeesh, N., 1990. Evidence of Predictable Behavior of Security Returns, *Journal of Finance*, 45(3), 881-898.
 14. Jegadeesh, N., and Livnat, J., 2006a. Revenue Surprises and Stock Returns, *Journal of Accounting and Economics*, 41(1-2), 147-171.
 15. Jegadeesh, N., and Livnat, J., 2006b. Post-Earnings-Announcement Drift: The Role of Revenue Surprises, *Financial Analysts Journal*, 62(2), 22-34.
 16. Jegadeesh, N., and Titman, S., 1993. Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency, *Journal of Finance*, 48(1), 65-91.
 17. Jegadeesh, N., and Titman, S., 2001. Profitability of Momentum Strategies: An Valuation of Alternative Explanations, *Journal of Finance*, 56(2), 699-720.
 18. Kahneman, D., and Tversky, A., 1979. Prospect theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47, 263-291.
 19. Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R. W., 1994. Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk, *Journal of Finance*, 49(5), 1541-1578.
 20. Lee, C. M. C., and Swaminathan, B., 2000. Price Momentum and Trading Volume, *Journal of Finance*, 55(5), 2017-2069.
 21. Lehmann, B. N., 1990. Fads, Martingales, and Market Efficiency, *Quarterly Journal of Economics*, 105(1), 1-28.
 22. Moskowitz, T. J., and Grinblatt, M. 1999. Do Industries Explain Momentum? *Journal of Finance*, 54(4), 1249-1290.
 23. Newey, W. K., and West, K. D., 1987. A Simple Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix, *Econometrica*, 55(3), 703-708.

附錄一

上市(櫃)月營收盈餘欄位說明

資料來源：

1. 主要來自月營收公告，盈餘、預估、逾放比率則另有來源：自結損益公告、財務報告、資本形成檔及新聞報導的整理。
2. 101.12 以前，個體每月營收係強制性發布，須於每月 10 日以前發布。合併營收主要來自公司新聞報導、重大訊息及法說會，95 年公開資訊觀測站開始提供自願性的合併營收資訊，但自願公告者未達有合併報表家數之 5 成。
3. 102.01 開始採用 IFRS(國際會計準則)，財務報表係以合併報表為主，為配合此項改變，月營收改以公告「合併營收」取代「個體營收」，若無子公司者，則應申報個別營收。興櫃及未上市(櫃)之公開發行公司則自 104 會計年度開始適用，但可提前至 102.01 開始適用。

欄位說明：

項次	欄位名稱	欄位說明	單位
#01	公司		
#02	年月		
#03	營收發佈日	因月營收資訊主要來源有三：月營收公告、重大訊息及法說會，故營收發布日為最早揭露營收相關資訊的日期(本項資訊 TEJ 自 2013 年開始提供)	
#04	單月營收(千元)	次年新發布月營收時，如有更新「去年單月營收」，本項目會追溯調整。 **101/12 以前係母公司營收資料，102/01 改揭露以合併為主之營收資料替代。	個股 仟元 產業 百萬元
#05	去年單月營收(千元)	去年同期單月營收 102/01 改揭露以合併為主之資料替代。	個股 仟元 產業 百萬元
#06	單月營收成長率%	$(\text{單月營收}\#03 - \text{去年單月營收}\#04) / \text{ABS}(\text{去年單月營收}\#04) * 100(\%)$ **101/12 以前係母公司營收資料，102/01 改揭露以合併為主之營收資料替代。	%
#07	單月營收與上月比%	$(\text{本月單月營收}\#03 - \text{上月單月營收}\#03) / \text{ABS}(\text{上月單月營收}\#03) * 100(\%)$ **101/12 以前係比較母公司營收資料，102/01 改比較以合併為主之營收資料，因 101/12、102/01 比較基準不一致，故 102/1 無法計算，自 102/02 開始計算。	%
#08	單月營收與上月比%-成長月數	單月營收較上月衰退，則為-1，較上月成長，則為 1，若連續衰退或成長，則累加，反轉時則重新計算 Ex. 較上月衰退，為-1，連續 2 月衰退，為-2，連續 3 月衰退，為-3，但第 4 個月反轉，轉為成長，則重新計算，為 1 **101/12 以前係比較母公司營收資料，102/01 改比較以合併為主之營收資料，因 101/12、102/01 比較基準不一致，故 102/1 無法計算，自 102/02 開始計算。	
#09	累計營收(千元)	非曆年制者，均轉換成 1 月累計起 **101/12 以前係母公司營收資料，102/01 改揭露以合併為主之營收資料替代。	個股 仟元 產業 百萬元
#10	去年累計營收(千元)	非曆年制者，均轉換成 1 月累計起 **101/12 以前係母公司營收資料，102/01 改揭露以合併為主之營收資料替代。	個股 仟元 產業 百萬元

		料替代。	
#61	近 12 月每股營收	近 12 月累計營收#20/流通在外股數#56 **101/12 以前係母公司資料，102/01 改揭露以合併為主之資料替代。	元
#62	近 3 月每股營收	近 3 月累計營收#23/流通在外股數#56 **101/12 以前係母公司資料，102/01 改揭露以合併為主之資料替代。	元
#63	單月每股稅前盈餘(元)	單月稅前盈餘#27/流通在外股數#56 **101/12 以前係母公司資料，102/01 改揭露以合併為主之資料替代。	元
#64	累計每股稅前盈餘(元)	累計稅前盈餘#30/流通在外股數#56 **101/12 以前係母公司資料，102/01 改揭露以合併為主之資料替代。	元
#65	單月每股稅前盈餘(WA)	單月稅前盈餘#27/當月月底之 WAVG(加權平均股本)*10 **101/12 以前係母公司資料，102/01 改揭露以合併為主之資料替代。	元
#66	累計每股稅前盈餘(WA)	累計稅前盈餘#30/當月月底之 WAVG(加權平均股本)*10 本欄不直接用#30/#56，因為#56 為 TEJ 股本形成資料，而當月底之流通在外股數並不一定對其全年盈餘有貢獻，一但公司現金增資比率大時，除權當月#56 增加，其僅對除權後盈餘有貢獻，易造成盈餘成長，累計每股稅前盈餘下降的現象。 **101/12 以前係母公司資料，102/01 改揭露以合併為主之資料替代。	元
#67	單月每股稅後盈餘(元)	單月稅後盈餘#33/流通在外股數#56 **101/12 以前係母公司資料，102/01 改揭露以合併為主之資料替代。	元
#68	累計每股稅後盈餘(元)	累計稅後盈餘#36/流通在外股數#56 自 96/12 起，若遇第 1、2、3、4 季有公司自結數或財報數時，優先採公司揭露之每股盈餘，餘則 TEJ 用上列公式設算之。 **101/12 以前係母公司資料，102/01 改揭露以合併為主之資料替代。	元
#69	單月每股稅後盈餘(WA)	單月稅後盈餘#33/當月月底之 WAVG(加權平均股本)*10 **101/12 以前係母公司資料，102/01 改揭露以合併為主之資料替代。	元
#70	累計每股稅後盈餘(WA)	累計稅後盈餘#36/當月月底之 WAVG(加權平均股本)*10 本欄不直接用#36/#56，因為#56 為 TEJ 股本形成資料，而當月底之流通在外股數並不一定對其全年盈餘有貢獻，一但公司現金增資比率大時，除權當月#56 增加，其僅對除權後盈餘有貢獻，易造成盈餘成長，累計每股稅後盈餘下降的現象。	元
#71	每股淨值(元)	=淨值#51/流通在外股數#56 **101/12 以前係母公司資料，102/01 改揭露以合併為主之資料替代。	元
#72	狹義逾放比率	銀行業特有，得自報上的採訪，所以有缺漏，必定有者：原省屬七行庫、原中小企銀、80 年之後成立的新銀行。 維護方式：先自財務”逾放比率(狹義)”衍生，若財務未提供資料，則自 TEJ BANK 中 T22 逾放財務月資料表中的”逾放比率(狹義)”衍生。	-
#73	應予觀察放款比率	從 91/09 起銀行業須每季網路公佈。 維護方式：先自財務”應予觀察放款 / 總放款比率”衍生，若財務未提供資料，則自 TEJ BANK 中 T22 逾放財務月資料表中的”應予觀察放款 / 放款比率”衍生。	-
#74	廣義逾放比率	從 91/09 起銀行業須每季網路公佈。 維護方式：由上述”狹義逾放比率”與”應予觀察放款比率”加總而得。	-
#75	累計營業利益(千元)	資料來自公司自結損益公告及各季法說會，係自願性揭露。 **101/12 以前係母公司資料，102/01 改揭露以合併為主之資料替代。	個股 仟元 產業 百萬元
#76	單月營業利益(千元)	資料主要來自公司自結損益公告及各季法說會，係自願性揭露。 **101/12 以前係母公司資料，102/01 改揭露以合併為主之資料替代。	個股 仟元 產業 百萬元
#77	累計營業利益率%	累計營業利益#73/累計營收#08 *100% **101/12 以前係母公司資料，102/01 改揭露以合併為主之資料替代。	%
#78	單月營業利益率%	單月營業利益#74/單月營收#03 *100% **101/12 以前係母公司資料，102/01 改揭露以合併為主之資料替代。	%
#79	合併單月營收(千元)	公司公告之合併單月營收 (101.12 以前係自願性公告，公告者需按規定於每月 20 日前公告)，102.01 起，改為以合併營收為主，須於每月 10 日前公告。	個股 仟元 產業 百萬元
#80	合併去年單月營收	去年同期合併單月營收	個股 仟元

	(千元)		產業 百萬元
#81	合併單月營收成長率%	(合併單月營收#77-合併去年單月營收#78)/ABS(合併去年單月營收#78)*100(%)	%
#82	合併單月營收與上月比%	(本月合併單月營收#77-上月合併單月營收#77)/ABS(上月合併單月營收#77)*100(%)	%
#83	合併累計營收(千元)	公司公告之合併累計營收 (101.12 以前係自願性公告, 欲公告者需按規定於每月 20 日前公告), 102.01 起, 改為以合併營收為主, 須於每月 10 日前公告。	個股 仟元 產業 百萬元
#84	合併去年累計營收(千元)	去年同期合併累計營收	個股 仟元 產業 百萬元
#85	合併累計營收成長率%	(合併累計營收#81-合併去年累計營收#82)/ABS(合併去年累計營收#82)*100(%)	%
#86	合併累計營業利益(千元)	資料來自公司自結損益公告或法說會, 係自願性揭露。	個股 仟元 產業 百萬元
#87	合併單月營業利益(千元)	資料來自公司自結損益公告或法說會, 係自願性揭露。	個股 仟元 產業 百萬元
#88	合併累計營業利益率%	合併累計營業利益#84/合併累計營收#81*100(%)	%
#89	合併單月營業利益率%	合併單月營業利益#85/合併單月營收#77*100(%)	%
#90	合併單月稅前盈餘(千元)	公司每月概算之合併稅前盈餘。不一定每月都如期發布, 且資料品質參差: 缺漏、各單月累加與所發布之累計數不合、前後兩期發布數值不一致。 94/10 之前, 若公司僅發布合併單月稅後盈餘, TEJ 無法估計所得稅利益(費用)對合併單月盈餘的影響, 故合併單月稅前盈餘=合併單月稅後盈餘 94/11 之後, TEJ 僅揭露公司發布之資料, 不自行推估。	個股 仟元 產業 百萬元
#91	合併單月稅後盈餘(千元)	公司每月概算之合併稅後盈餘。不一定每月都如期發布, 且資料品質參差: 缺漏、各單月累加與所發布之累計數不合、前後兩期發布數值不一致。	個股 仟元 產業 百萬元
#92	合併累計稅前盈餘(千元)	公司每月概算之合併累計稅前盈餘。逢季底月份時, 若公司有發布合併財務報表, 只要合併財報一發布, 就以合併財報上的「稅前淨利」替代原概估數值。概估數與合併財報數值有時會有大差距。非曆年制者, 均轉換成 1 月累計起。 94/10 之前, 若公司僅發布合併累計稅後盈餘, TEJ 推估方法如下: (1) 最近一季合併財報有所得稅利益, 基於保守原則, TEJ 推估合併累計稅前盈餘=公司合併累計稅後盈餘 (2) 最近一季合併財報有所得稅費用, TEJ 推估合併累計稅前盈餘=公司合併累計稅後盈餘/(1-最近一季合併財報 tax%) 94/11 之後, TEJ 僅揭露公司發布之資料, 不自行推估。	個股 仟元 產業 百萬元
#93	合併累計稅後盈餘(千元)	公司每月概算之合併累計稅後盈餘。逢季底月份時, 若公司有發布合併財務報表, 只要合併財報一發布, 就以合併財報上的「合併淨損益」(歸屬母公司股東淨利)替代原概估數值。概估數與合併財報數值有時會有大差距。非曆年制者, 均轉換成 1 月累計起。	個股 仟元 產業 百萬元
#94	合併創新高/低(歷史)	本月合併單月營收大於歷史最高合併單月營收, 則註記「H」 本月合併單月營收小於歷史最低合併單月營收, 則註記「L」	-
#95	合併營收(Y/N)	合併與否之註記, 若該公司有發布合併營收則註記為「Y」。 **102/01 起, 改揭露以合併為主之資料, 一律出 NA。 例外狀況: 因部分興櫃公司仍沿用 TW GAAP 邏輯揭露, 且僅揭露母公司營收, 則該欄放「N」。	
#96	以合併為主單月營收(千元)	欄位#94~#98 之內容, 係依合併營收(Y/N)#93 之註記來判斷, 若該公司有發布合併營收則註記為「Y」。 當該公司有發布合併營收, 則此欄為合併單月營收之數額, 反之則為母公司單月營收。	個股 仟元 產業 百萬元

#97	以合併為主單月營收成長率%	若合併營收(Y/N)#93=「Y」，則此欄為合併單月營收成長率，反之則為母公司單月營收成長率。	%
#98	以合併為主單月營收與上月比%	若合併營收(Y/N)#93=「Y」，則此欄為合併單月營收與上月比%(合併單月營收變動率)，反之則為母公司單月營收與上月比%。	%
#99	以合併為主累計營收(千元)	若合併營收(Y/N)#93=「Y」，則此欄為合併累計營收，反之則為母公司累計營收。	個股 仟元 產業 百萬元
#100	以合併為主累計營收成長率%	若合併營收(Y/N)#93=「Y」，則此欄為合併累計營收成長率，反之則為母公司累計營收成長率。	%
#101	合併盈餘(Y/N)	合併與否之註記，若該公司有發佈合併盈餘則註記為「Y」	
#102	以合併為主單月稅前盈餘(千元)	欄位#100~#103之內容，係依合併盈餘(Y/N)#99之註記來判斷，若該公司有發佈合併稅前盈餘則註記為「Y」。當該公司有發佈合併盈餘資訊，則此欄為合併單月稅前盈餘之數額，反之則為母公司單月稅前盈餘。	個股 仟元 產業 百萬元
#103	以合併為主單月稅後盈餘(千元)	若合併盈餘(Y/N)#99=「Y」，則此欄為合併單月稅後盈餘，反之則為母公司單月稅後盈餘。	個股 仟元 產業 百萬元
#104	以合併為主累計稅前盈餘(千元)	若合併盈餘(Y/N)#99=「Y」，則此欄為合併累計稅前盈餘，反之則為母公司累計稅後盈餘。	個股 仟元 產業 百萬元
#105	以合併為主累計稅後盈餘(千元)	若合併盈餘(Y/N)#99=「Y」，則此欄為合併累計稅後盈餘，反之則為母公司累計稅後盈餘。	個股 仟元 產業 百萬元