

誌 謝

時光荏苒，研究所學生生涯的七百多個日子，剎那間稍縱即逝。回首兩年的求學時光，從課堂上與老師的互動中學習、與同學討論報告的腦力激盪等，迥然於大學時期單方面接受知識的學習方式，使我體驗到讀書的樂趣，也感受到學術殿堂所散發出來的無比魅力。

本論文之順利完成，首先要感謝恩師林宜勉博士從論文主題的啟發至整篇論文成形過程中不辭辛勞的諄諄教誨與指正，也感謝李秀英主任及林哲鵬博士與王韶濱博士三位口試委員，撥冗詳閱論文並且不吝賜予寶貴意見，使本文更臻充實與完整。其次，要感謝財金系詹家昌主任、蕭秋銘博士、王凱立博士於本文撰寫期間，協助解決統計以及計量方法上的種種難題。同時，也要感謝許多五專和大學時的好友以及研究所同學的鼓勵打氣，陪伴著我面對挫折，一起經歷許多充滿歡笑和淚水的時光。

最後，僅將此論文獻給我最親愛的家人，感謝你們的細心呵護與栽培，賜予我安穩且幸福的成長空間，使我能順利完成學業。在此，謹致上最高的敬意與感激。

廖麗凱 謹誌
于東海會計研究所
民國九十三年六月

現金流量訊息之資訊內涵

— 以台灣股票市場探討

指導教授：林宜勉博士
研究生姓名：廖麗凱
研究生學號：G914312

摘要

本研究利用 Campbell (1991) 所提出的理論模型，對台灣股票市場的股票報酬與超額股票報酬變異數分解，探討引起股票報酬與超額股票報酬衝擊的解釋因素。Cohen, Gompers, and Vuolteenaho (2002) 指出美國股票市場對於現金流量訊息存在反應不足的現象，本研究運用向量自我迴歸模型 (Vector autoregressive model, VAR) 估計現金流量訊息，探討台灣股票市場對現金流量訊息的反應情況，以及蒐集訊息較為敏銳迅速的機構投資人如何看待市場上的現金流量訊息。最後，本文利用市場上的現金流量訊息形成動能投資策略，並測試動能投資組合是否能獲得超額報酬。實證結果發現：

1. 股利收益率可預測股票報酬率和超額股票報酬率；機構投資人持股會受到上期本身持股行為的正面影響。
2. 股票報酬變異數分解與超額股票報酬變異數分解之結果皆顯示，現金流量訊息為影響我國未來股票報酬和超額股票報酬的主要因素。
3. 我國投資人對於市場上的現金流量訊息反應較為靈敏，一旦市場上釋出現金流量訊息，幾乎在一個月內即反應到股價上，此外，本研究亦發現精明且蒐集資訊迅速的機構投資人可能較易洞悉我國股票市場的訊息釋放狀況。
4. 我國股票市場的確對現金流量訊息存在不對稱反應。

5. 以現金流量訊息形成之動能投資組合，獲利期最多只能持續一個月，接著該訊息所產生的價格動能會迅速回轉，此結果可能和本研究發現我國股票市場於現金流量訊息釋放之同期即反應大部分訊息有關。
6. 以現金流量訊息形成之動能投資組合無法獲得 Jensen's α 模型中之超額報酬。

關鍵字：向量自我迴歸模型、現金流量訊息、機構投資人持股、動能投資策略

The Information Content of Cash-flow News — An Empirical Study of Taiwan Stock Market

Advisor : Dr. Yi-Mien Lin

Graduate Student Name : Li-Kai Liao

Graduate Student No. : G914312

Abstract

This paper adapts Campbell's (1991) return decomposition model to decompose the unexpected stock return and unexpected excess stock return in Taiwan stock market and to study which factors drive the shock to stock return and excess stock return. Cohen, Gompers and Vuolteenaho's (2002) firm-level VAR results show that the U.S. stock market exists underreaction phenomenon to cash-flow news. The highly stylized vector autoregression (VAR) is used to measure cash-flow news. We also investigate that the response of Taiwan stock market and institutions to cash-flow news. At last, we use cash-flow news to make momentum portfolios and to examine the efficiency of these momentum strategies. Our main findings are summarized as follows:

First, the dividend-price ratio could reflect any changes that may occur in future expected returns and expected excess returns. The institution's behavior depends on their investment in the past. Second, the cash-flow news is the main driver of stock return and excess stock return in Taiwan stock market. Third, the market underreacts to \$1 cash-flow news by 12 cents. Apparently, the investors in Taiwan stock market are more sensitive to cash-flow news. Once the market release cash-flow news, the stock

prices is reflected by the impulse immediately. Fourth, Taiwan stock market has asymmetric response to cash-flow news. Fifth, Our cash-flow news portfolios keep profiting for at most just one month, and then, the price momentum produced by this news will reverse soon. This result implies Taiwan stock market reflects most of cash-flow news at the same time. Sixth, Our momentum portfolio comprised by cash-flow news couldn't obtain abnormal return.

Keywords: Vector autoregressive model, Cash-flow news, Institutions ownership, Momentum strategies

圖目次

圖 1.1-1:研究架構圖.....	8
圖 4.1-1:股利收益率走勢圖.....	54
圖 4.1-2:股票報酬率走勢圖.....	54
圖 4.1-3:超額股票報酬率走勢圖.....	55
圖 4.1-4:相對利率走勢圖.....	55
圖 4.1-5:短期利率走勢圖.....	56
圖 4.1-6:機構投資人持股走勢圖.....	56
圖 4.2-1:現金流量訊息對股票報酬之衝擊反應函數分析圖.....	74
圖 4.2-2:現金流量訊息對超額股票報酬之衝擊反應函數分析圖.....	75
圖 4.4-1:各投資組合獲利趨勢圖.....	83

表 目 次

表 1.1-1: 台灣股票市場成交金額投資人類別比例表.....	2
表 2.1-1: 國內外股票報酬變異數分解文獻彙總表.....	21
表 4.1-1: 各變數之基本統計量.....	57
表 4.1-2: 各變數 ADF 檢定之檢定統計量結果.....	58
表 4.1-3: 股票報酬變異數分解模型之 VAR 結果.....	61
表 4.1-4: 股票報酬變異數分解結果.....	62
表 4.1-5: 超額股票報酬變異數分解模型之 VAR 結果.....	63
表 4.1-6: 超額股票報酬變異數分解結果.....	65
表 4.1-7: 股票報酬變異數分解模型之 VAR 結果(考慮機構投資人持股)..	67
表 4.1-8: 股票報酬變異數分解結果(考慮機構投資人持股).....	69
表 4.1-9: 超額股票報酬變異數分解模型之 VAR 結果(考慮機構投資人持 股).....	70
表 4.1-10: 超額股票報酬變異數分解結果(考慮機構投資人持股).....	71
表 4.2-1: 迴歸結果.....	72
表 4.2-2: 相關係數矩陣(考慮機構投資人持股).....	76
表 4.2-3: 迴歸結果(考慮機構投資人持股).....	77
表 4.3-1: 不對稱反應測試結果.....	79
表 4.4-1: 各投資組合之報酬分析.....	83
表 4.4-2: 動能投資組合之績效分析(以 Sharp Ratio 衡量).....	84
表 4.4-3: 動能投資組合之績效分析(以 Jensen's α 衡量).....	86

目 錄

謝辭.....	I
中文摘要.....	II
英文摘要.....	IV
圖目次.....	VI
表目次.....	VII
目錄.....	VIII
第一章 緒論	
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	4
第三節 論文架構.....	7
第二章 基本理論與文獻回顧	
第一節 國外股票報酬變異數分解相關文獻.....	9
第二節 國內股票報酬變異數分解相關文獻.....	18
第三節 動能投資策略相關文獻.....	22
第三章 研究方法與設計	
第一節 未預期股票報酬和超額股票報酬之變異數分解模型理論.....	29
第二節 研究期間與選樣標準.....	34
第三節 實證模型.....	36
第四節 變數定義.....	50
第四章 實證結果與分析	
第一節 未預期股票報酬和超額股票報酬模型之 VAR 迴歸結果.....	53
第二節 過度反應或反應不足模型之迴歸結果.....	72
第三節 好壞消息不對稱反應之測試結果.....	79
第四節 以現金流量訊息作為動能投資策略之績效測試.....	81
第五章 結論與建議	
第一節 研究結論.....	87
第二節 研究限制.....	90
第三節 後續研究建議.....	91
參考文獻.....	92