

第一章 緒 論

第一節 研究動機

證券市場在國家經濟發展過程中佔有一極為重要之地位，因其結合國民儲蓄與投資生產，扮演資金供給者與需求者之間的中介，對於加速經濟發展有莫大的貢獻。且目前政府正積極推動經濟自由化、國際化之政策，陸續開放機構投資人及投資資金進入我國證券市場。在市場規模日漸擴大的同時，如何健全證券市場使投資管道更為順暢，企業籌措資金更為方便、迅速，並能持續發展國民經濟、保障投資，合理並且有效地分配社會資源，均是證券市場中之每一分子 - 投資人、公司管理當局及證券管理委員會所關心的。

有鑒於一般投資人衡量證券相對報酬與風險時，會計資訊是最直接易得的資訊，而會計資訊中又以盈餘（earnings）最吸引投資者的注意，故本文以會計盈餘作為會計資訊有用性的基礎。

由於年度盈餘公告由於不具有時效性，財務預測資訊在具有時效性下，更凸顯其重要性。但由於公司管理當局和一般投資者之間具有「資訊不對稱」，若不予以解決，可能造成公司管理當局利用財務預測之發佈進行盈餘管理或股價之操控，有鑑於此，財政部證券管理委員會為促使資訊充分公開，杜絕公開發行公司任意發佈預測盈餘訊息，保障投資大眾，以促進證券市場之發展，於 80 年 5 月 10 日發布台財政（一）第 00904 號函，建立了我國「公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點」制度，強制公開發行以上的公司，在現金增資時（包括股票與債券），必須公告財務預測（稱為強制性財務預測），財務預測內容應參照歷史性財務報表之完整格式，按單一金額

表達，亦即依照財團法人中華民國會計研究發展基金會發佈「財務會計準則公報第十六號」辦理。但因實施初期制度內容未臻完善，須多方面加以檢討改進，使該制度更為完善，於民國 82 年 12 月發佈台財政（六）第 02581 號函，擴大財務預測適用範圍至初次公開發行公司與自願公開財務預測者，且就編制內容、更新、更正時點及相關法律責任（罰責）加以規範。民國 86 年 1 月 29 日再度公佈「公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點」修正案，擴大財務預測適用範圍、擴大更新應揭露項目、確認董事會對財務預測編制之責任、延長更新公告申報期限及罰責等相關規範。

國內自民國 80 年 5 月實施「公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點」以來，由於我國為世界上首開強制公開發行公司公佈財務預測的國家，引發我國許多研究者紛紛對財務預測之相關議題進行研究，有鑒於財務預測實施已將近 10 年，故本研究特將這四大議題之相關文獻進行整理，以便作為統整。主要四大議題為：

一 財務預測資訊內涵：

1. 強制性財務預測（公司依『公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點』，必須編制當年度四大財務預測報表並公告之）

（一）強制性財務預測具有資訊內涵：

陳志健（民 80）、黃正成（民 83）、林靜香（民 83）、陳北緯（民 84）、余明鳳（民 84）（壞消息具有資訊內涵）、林士勤（民 89）等作者。

（二）強制性財務預測不具有資訊內涵：王韶濱（民 82）、余明鳳（民 84）（好消息不具有資訊內涵）、崔錦銓（民 89）等作者。

2. 自願性財務預測（此處所指自願性盈餘預測，係指公司當年度經由股東會、董事會、業績發表會、高級經理人員、記者採訪的管道，公司主動揭露未來一年之年度財務預測數據，以營收、稅前淨利及每股盈餘為主，不

同於證管會所規定之強制性盈餘預測或分析師預測。)

(一) 自願性財務預測具有資訊內涵：李冠毅(民83)、陳東良(民84)、宋義德(民85)、杜家媛(民89)、蔡玉璇(民89)等作者。

(二) 自願性財務預測不具有資訊內涵：吳安妮(民83)、吳安妮(民85)等作者。

(三) 自願性財務預測好消息具有資訊內涵：李愛玲(民81)、宋義德(民85)、張仕奇(民86)等作者。

(四) 自願性財務預測好消息不具有資訊內涵：吳安妮(民82)、吳安妮(民83)、陳招美(民84)等作者。

二 管理當局是否利用財務預測之發佈進行盈餘管理【詳情見附錄一】：

1. 管理當局利用財務預測之發佈進行盈餘管理：官心怡(民82)、周淑貞(民85)、廖仲協(民85)、胡永純(民86)、周必修(民86)、陳玄晃(民87)等作者。

(1) 強制性財務預測：廖仲協(民85)、胡永純(民86)。

(2) 自願性財務預測：官心怡(民82)、周淑貞(民85)、陳玄晃(民87)。

(3) 雙重揭露財務預測：周必修(民86)、陳玄晃(民87)。

2. 管理當局針對財務預測之發佈並未進行盈餘管理：

(1) 強制性財務預測：周淑貞(民86)、郭伯疆(民85)、周必修(民86)、陳玄晃(民87)。

(2) 自願性財務預測：胡永純(民86)。

三 財務預測準確性【詳情見附錄二】：

1. 財務分析師、管理當局與統計模式財務預測準確性之比較：許秀寶

(民 80) 吳安妮 (民 82) 洪玉芬 (民 82) 陳正妮 (民 83) 李文源 (民 84) 周佩冠 (民 85) 施岑佩 (民 85) 蘇勇儒 (民 85) 林靜如 (民 86) 祝美玲 (民 86) 等作者。各篇文獻之結論並不一致，有財務分析師、管理當局預測較統計模式準確 (許秀賓、吳安妮)；有的發現財務分析師之準確性並未優於統計模式 (洪玉芬)。

2. 影響財務預測準確性因素之探討：熊士愛 (民 83) 揚碧雲 (民 83) 黃仁安 (民 84) 簡俱揚 (民 85) 陳子綺 (民 85) 張希恭 (民 85) 周淑貞 (民 85) 等作者。由於各文獻探討之因素不一，如：公司規模、資訊移轉效果、未預期經濟變動等因素。

四 影響管理當局自願性財務預測之因素的探討【詳情見附錄三】：

吳安妮 (民 80) 陳招美 (83) 廖彩伶 (民 84) 李健然 (民 86) 陳建樺 (民 86) 施羿如 (民 86) 劉聯旭 (民 87) 等作者，影響因素中以好消息、經營績效較具有正面影響，而盈餘變異性、公司規模則沒有影響，強制性財務預測之實施則反而造成負面影響 (李健然、施羿如)。

在財務預測資訊內涵方面，經過統整後發現傳統文獻有關資訊內涵的研究，其共通缺點有三，茲將傳統文獻缺點及本研究之改進方法條列於下：

- 一 只從單一構面 (單一指標) 探討資訊內涵。

就單一構面(單一指標)探討資訊內涵而言，國內相關研究，如：李愛玲(1992) 吳安妮 (1994) 李冠毅 (1995) 宋義德 (1996) 等相關文獻，皆僅將盈餘財務預測消息區分為好、壞消息，經由累積異常報酬的估計，然後進行測試財務預測訊息的發佈是否會影響股價，判斷財務預測是否具有資訊內涵。以上文獻的缺點在於忽略影響股價的因素並非單一，投資人在接收到好或壞消息盈餘預測的資訊時，並非只看消息本身是好或壞消息，投資者還會考慮這

家公司是否具有誠信，亦即這家公司發佈財務預測之公信力（準確度），根據 Jennings（1987）研究發現，投資者對管理當局所揭露之盈餘預測資訊的反應來自兩方面：一為該資訊所隱含之未預期盈餘預測部分，一為該資訊之公信力（準確度），並認為若兩個管理當局所發佈的盈餘預測資訊若具有相同之未預期盈餘預測，但其可信度不同時，將導致投資者對此兩資訊反應不同，換言之，可信度與未預期之盈餘資訊皆可解釋盈餘預測宣告之資訊內涵，可信度較佳之財務預測資訊具有資訊內涵；在國內，林麗萍（1996）周俊德（民 89）亦有相同主題之研究，並且發現投資者對信譽不佳（公信力差）之管理當局所發佈之財務預測較不具信賴度，股價較無反應。根據國外實證研究發現財務預測的準確性影響了投資者對公司的信賴度（Kim and Verrecchia 1991；Morse et al. 1991）。故本研究在參考沈維民博士於民國 86 年在管理評論發表之「以會計方法選用和應計項目認列為例」所提出之「綜合指標」之概念與方法，綜合考量盈餘預測之好消息 % 及公信力（準確度）兩個構面，進行探討好消息財務預測之資訊內涵。

二 樣本的分類忽略了「雙重揭露」（公司依『公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點』，必須編制當年度強制性財務預測報表並公告之，且公司管理當局亦自願性揭露財務預測）的歸類，只分為「強制性揭露」、「自願性揭露」：

就樣本的分類忽略了「雙重揭露」的歸類，只分為「強制性揭露」、「自願性揭露」方面，過去國內相關探討盈餘預測資訊內涵之文獻，如：李愛玲（1992）吳安妮（1994）余明鳳（民 84）李冠毅（1995）宋義德（1996）張仕奇（民 86）等相關文獻，皆僅就其研究主題為自願性財務預測或強制性財務預測，而擷取所需要的樣本，並未注意到有些公司在同一年度不但必須

強制公告其財務預測，而且亦公佈了自願性財務預測；但有些公司則只有強制性財務預測，有些公司則只有自願性財務預測，由於「雙重揭露」的公司並不在少數，故本研究將把研究樣本區分為「雙重揭露」、「純粹強制性財務預測揭露」（註1）、「純粹自願性財務預測揭露」以進行研究。

三 國內關於好消息資訊內涵方面的研究結論不一致：

有鑑於國內對於財務預測壞消息之資訊內涵的研究結果相當一致，皆認為壞消息具有資訊內涵，但是對於好消息之資訊內涵的研究結果並不一致，如：吳安妮(82)、陳昭美(83)、吳安妮(84)、余明鳳（民 84）研究發現好消息並不具有資訊內涵，而林慶堂(77)、李愛玲(81)、宋義德(85)、鄭惠文(86)、張仕奇(87)等，研究發現則認為好消息具有資訊內涵。由於在國外關於好消息資訊內涵之研究結果相當一致，如：Foster（1973）Penman（1980）Jaggi（1978）Nichols and Tsay（1979）Waymire（1984）Ajinkya and Gift（1984）Pownall and Waymire（1989）Lev and Penman（1990）Pownall、Wasley and Waymire（1993）等研究，結果皆證實好消息具有資訊內涵，有鑒於國外並未實施強制性財務預測之法規，故並無雙重揭露的問題，故本研究懷疑國內相關文獻之研究結果之所以會不一致，原因在於並未區隔雙重揭露樣本。

有鑒於以上原因，故啟發了本文之研究動機。

註1 「純粹」之定義：因為在定義強制性、自願性財務預測時，以往的研究者會涵蓋「雙重揭露」的部分，為了表達某部分樣本年度僅僅只有強制性揭露或自願性揭露，故冠上「純粹」之字眼，例如：純粹強制性財務預測或純粹自願性財務預測，而雙重揭露樣本則依種類區分為混合強制樣本或混合自願樣本。

第二節 研究問題

本研究之主要目的是探討管理當局年度財務預測（純粹強制性、純粹自願性及雙重揭露）的宣告是否會造成股價的變動，亦即欲檢視管理當局年度財務預測是否具有資訊內涵。因此本研究綜合考量影響多個可能影響財務預測資訊含的構面，來檢視台灣上市公司之財務預測揭露是否具有資訊內涵，以利於投資者能採用較具有時效性的盈餘預測資訊（相較於年度盈餘宣告而言），來分析及評估他們的投資決策。

自民國 80 年，我國實施強制性財務預測之法規以來，至今已屆 10 年，傳統有關資訊內涵之文獻在衡量財務預測的資訊內涵之共同缺失有二，其一為僅用單一構面探討好消息之資訊內涵，另外，在樣本的分類上並未將雙重揭露自強制性與自願性樣本中區隔出來加以探討；再者，國內有關『好消息』財務預測資訊內涵之文獻結果並不一致，此一結果啟發本研究之動機。

因此本研究有兩個主題：

（一）純淨化：將雙重揭露自強制性揭露樣本與自願性揭露樣本中抽離，單獨分類，以檢視其資訊內涵。

（二）刻度化：突破以往單一構面研究資訊內涵之慣例，嘗試以好消息 % 與公信力 % 求算出「綜合指標」（Integrated Index），以「綜合指標」檢視管理當局年度財務預測宣告之資訊內涵。

以下為本研究的假說：

假說一：在盈餘宣告期間(-3,0)，全部自願性揭露樣本的累積異常報酬絕對值（CAR1）和純粹自願性揭露樣本（剔除混合自願揭露樣本）之累積異常報酬絕對值

(CAR2) 不相等。(亦即雙重揭露樣本將提昇純粹自願財務預測之資訊內涵)。

$$H_0 : |U_{CAR1}| = |U_{CAR2}|$$

$$H_1 : |U_{CAR1}| \neq |U_{CAR2}|$$

假說二：在盈餘宣告期間(-3,0), 純粹自願性揭露樣本的累積異常報酬絕對值 (CAR3) 和混合自願性揭露樣本之累積異常報酬絕對值 (CAR4) 不相等。(亦即雙重揭露樣本將提昇純粹自願財務預測之資訊內涵)。

$$H_0 : |U_{CAR3}| = |U_{CAR4}|$$

$$H_1 : |U_{CAR3}| \neq |U_{CAR4}|$$

假說三：在盈餘宣告期間(-3,0), 全部強制性揭露樣本的累積異常報酬絕對值 (CAR5) 和純粹強制性揭露樣本之累積異常報酬絕對值 (CAR6) 不相等。(亦即雙重揭露樣本將降低純粹強制財務預測之資訊內涵)。

$$H_0 : |U_{CAR5}| = |U_{CAR6}|$$

$$H_1 : |U_{CAR5}| \neq |U_{CAR6}|$$

假說四：在盈餘宣告期間(-3,0), 純粹強制性揭露樣本的累積異常報酬絕對值 (CAR7) 和混合強制性揭露樣本之累積異常報酬絕對值 (CAR8) 不相等。(亦即雙重揭露樣本將降低純粹強制財務預測之資訊內涵)。

$$H_0 : |U_{CAR7}| = |U_{CAR8}|$$

$$H_1 : |U_{CAR7}| \neq |U_{CAR8}|$$

假說五：在盈餘宣告期間 (-2,0),「綜合指標」之等級高(低)的組合,其累積異常報酬絕對值(CAR)之均數顯著不相等。(亦即綜合指標分數愈高的族群將較綜合指標分數較低的族群具有資訊內涵)。

$$H_0 : |U_{11}| = |U_{12}|$$

$$H_1 : |U_{11}| \neq |U_{12}|$$

其中

11 代表綜合指標為 2 之族群, 12 代表綜合指標為 10 之族群

假說六：在盈餘宣告期間 (-2,0),「綜合指標」之等級高(低)的組合,其累積異常報酬絕對值(CAR)之均數顯著不相等。(亦即綜合指標分數愈高的族群將較綜合指標分數較低的族群具有資訊內涵)。

$$H_0 : |U_{13}| = |U_{14}|$$

$$H_1 : |U_{13}| \neq |U_{14}|$$

其中

13 代表綜合指標為 2、3 之族群, 14 代表綜合指標為 9、10 之族群。

第三節 研究限制

1. 本研究之樣本資料全取自台灣經濟新報社（TEJ）資料庫，並使用其事件研究模組進行累積異常報酬之計算，其資料來源是否正確可靠，或可能有誤，筆者礙於時間與成本之因素，無法進行相關之驗證與搜尋。
2. 自願性財務預測行為係屬於自願揭露，每一企業進行揭露之項目並不一致，因此，本研究在判斷綜合指標中之“好壞消息”時，乃以管理當局自行揭露之稅前盈餘為判斷基礎，若無稅前盈餘項目時，便以其營收數字作為判斷“好壞消息”之基準。在考量衡量指標之一致性下，原本應該全部樣本皆採稅前盈餘進行判斷，但因為擔心刪除無稅前盈餘項目之樣本，會使得樣本數太少。而且在多數人觀念中，一家公司的營收與稅前盈餘具有高度相關，故在此，本研究做這樣的權衡處理。
3. 本研究係以累積異常報酬之絕對值進行資訊內涵之研究，故並未區分股價變動之方向。
4. 本研究係針對台灣上市公司企業進行財務預測資訊內涵之研究，並未包括上櫃公司，故本研究之結論能否推至上櫃公司，則應進一步評估

第二章 文獻探討

本研究針對財務預測資訊內涵之相關文獻進行探討，共有兩個主題，一、財務預測之資訊內涵的文獻探討。二、財務預測之準確性的文獻探討。本章將分為兩個章節探討之。

第一節 財務預測的資訊內涵

證券的價格取決於投資者的預期水準，而投資人的預期結果則來自於相關資訊的判斷，因此具有資訊優勢的投資人將可進行先一步的反應判斷，進而從中獲取超額之報酬。若是此種資訊不對稱的情形過於氾濫，不但將損及市場的效率性，更嚴重危害一般投資人的投資權益。而在股票市場中，公司與投資者之間即存在明顯的訊息不對稱，因此為了保障投資者的權益，公開發行公司必須強制性定期或不定期的對外揭露相關的財務資訊。其中以財務預測最受矚目，但卻也備受爭議。

有關此主題的文獻探討，由於國內特有的強制性財務預測之規定，與國外的法律環境不同，故造成國內獨特的強制性財務預測的資訊內涵之研究，這是國外所沒有的。

國內外關於財務預測資訊內涵的文獻，可以區分為兩大主題：

- (一) 強制性財務預測是否具有資訊內涵。
- (二) 自願性財務預測是否具有資訊內涵。

以下分別探討之。

(一) 強制性財務預測之資訊內涵。

財務預測在國內外皆已行之有年，而我國證券暨期貨管理委員會為保障投資大眾權益，繼財務會計準則委員會於民國七十八年十二月所發佈之財務預測相關規定（第十六號公報）之後，更於民國八十年公佈實施「公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點」，其中主要規定公開發行公司應揭露財務預測資訊者及其他自行公開財務預測資訊者的辦理程序，期望使投資者免於受到公司資訊不當揭露的影響，並且擁有較佳的攸關資訊。

國內學者、公司、會計師及政府相關單位對於「強制」公開發行公司編制及公告財務預測的必要性、成本效益及有用性，產生很大的爭論；有鑑於英美各國對於財務預測資訊之揭露各因其環境需要而有不同立法，惟皆未有強制性之規定。我國獨領先各國做強制揭露之規範，是否能克服先進國家所遭遇的難題，如：財務預測之正確性、預測數與實際數差異過大之法律責任誰屬，及基本假設可依據之資訊不足等等，另外財務預測資訊之提供是否真能提高其對決策制定的有用性，故國內在民國 80 年初，有些學者，如：陳志健（民 80）王韶濱（民 82）黃正成（民 83）林靜香（民 83）陳北緯（民 84）陳東良（民 84）等作者，透過對強制性財務預測資訊內涵之研究，來探討強制性財務預測之有用性，並進一步推論強制性財務預測是否有必要存在。亦即如果強制性財務預測不具有資訊內涵，則「強制」公開發行公司編制與公告財務預測將不具有意義，則應當廢除此項規定。

上述文獻均以強制性財務預測之發佈是否造成股價之顯著異常報酬來衡量，當強制性財務預測之發佈造成股價具有異常報酬時，即推論強制性財務預測具有資訊內涵。研究結果並不相同，其中陳志健（民 80）發現在以公開說明書刊印日為基準日時，股價出現調整的現象；王韶濱（民 81）發現在財務預測前 3 日即發生顯著異常報酬；黃正成（民 83）則認為在財務預測當週之累計異常報酬相當顯著，表示財務預測具有

資訊內涵。另外林靜香（民 83）陳北緯（民 84）則提出相反之意見。林靜香（民 83）及陳北緯（民 84）研究發現強制性財務預測不具有資訊內涵；。

上述研究文獻均純粹探討強制性財務預測是否具有資訊內涵，並未區分為好、壞消息加以探討。余明鳳（民 84）進一步將強制性財務預測區分為好及壞消息，分別探討其資訊內涵，研究結果發現強制性財務預測好消息不具有資訊內涵，至於強制性財務預測壞消息則具有資訊內涵。

最近的相關文獻則有蔡玉璇（民 89）林士勤（民 89）崔錦銓（民 89）等作者，其中蔡玉璇（民 89）研究發現股價對強制性財務預測具有顯著異常反應；林士勤（民 89）研究發現投資人對於強制性財務預測有明顯的反應跡象；崔錦銓（民 89）研究發現短期累積異常報酬並未達統計上顯著水準，亦即管理當局盈餘預測宣告之訊息，台灣的投資人可能並不在意（不具有資訊內涵）。

本研究認為造成上述研究之結論不同的原因為：樣本的分類忽略了「雙重揭露」的區隔，亦即混合強制財務預測的資訊內涵與純粹強制的資訊內涵並不一致。傳統文獻所謂「強制性財務預測」均定義為：依照「公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點」規定，必須編制公告財務預測之公司。這樣的樣本分類將「純粹強制」樣本與「混合強制」樣本混合在一起，進行資訊內涵的測試。由於本研究認為「純粹強制」樣本與「混合強制」樣本的資訊內涵不一樣，因此造成了測試結果之不穩定與不一致。

（有關於強制性財務預測之相關文獻，詳見附錄五）

（二） 自願性財務預測之資訊內涵

有關於財務預測之資訊內涵的研究，國內及國外多以「未預期盈餘」（預測誤差）作為訊息代理變數，但是在「市場預期」之衡量則有三種方式。

1. 「事後誤差」：以「當年度實際值」衡量市場預期。如：Ajinkya and Gift

(1984)、吳安妮(民82)、陳昭美(民83)及吳安妮(民84)等作者，皆採用事後誤差作為判斷財務預測好壞消息之依據。

2. 「事前誤差」：以「管理當局發布財務預測時，最接近之財務分析師所發布的財務預測」衡量市場預期。如：Penman(1980)、Waymire(1984)、Ajinkya and Gift(1984)及Pownall and Waymire(1989)等作者，皆以事前誤差作為判斷財務預測好壞消息之依據。

3. 以「去年度實際值」衡量市場預期。如：Foster(1973)、Jaggi(1978)、李愛玲(民81)、陳東良(民85)、宋義德(民85)及張仕奇(民86)等作者，則以「去年度實際值」作為判斷財務預測好壞消息之依據。

由上可見，在國外，大部分的研究傾向以「事前誤差」或「去年度實際值」衡量市場預期，以之作為判斷好壞消息之資訊內涵；國內研究則多以「去年度實際值」衡量市場預期，只有吳安妮(民82)、陳昭美(民83)及吳安妮(民84)等作者，採用「事後誤差」作為判斷依據。

在國外，關於好消息之資訊內涵的研究結論已相當確定，皆認為財務預測之好消息具有資訊內涵。Jaggi(1978)研究結果發現盈餘預測宣告日股價確有顯著的反應；George Foster(1973)以卡方檢定發佈每股盈餘預測資訊前5天之平均異常報酬和預測差距的關係，研究結果顯示，在每股盈餘預測發佈前，論好或壞消息，均會有正的平均異常報酬率，但當預測資訊公開後，股價迅速反應，已無異常報酬；Penman(1980)則認為當公司向市場傳遞好消息時，股價會顯著上揚；Waymire(1984)研究結果發現好消息使股價顯著上揚。

在國內，財務預測好消息之資訊內涵的研究結論則不一致，其中李愛玲(民81)、宋義德(民85)及張仕奇(民86)皆認為好消息具有資訊內涵。李愛玲(民81)研究發現當發佈好消息訊息時，股價具有顯著反應；宋義德(民85)好消息訊息具有資訊內涵，而在好消息發佈之前有正的異常報酬，發佈之後便產生負的異常報酬。張仕奇(民86)認為好消息在事件日之前便開始有顯著的正向反應。但是，吳安妮(民82)、陳昭美(民83)

及吳安妮（民 84）則提出相反之結論。吳安妮（民 82、民 84）皆認為好消息不具有資訊內涵；陳昭美（民 84）亦發現好消息並不具有資訊內涵。（有關於自願性財務預測之資訊內涵的相關文獻，詳見附錄六）

國內關於好消息之研究結論不一致的原因為何？雖然吳安妮（民 82）、陳昭美（民 83）及吳安妮（民 84）等作者，皆以「事後誤差」來衡量「市場預期」，且皆認為好消息不具有資訊內涵。而李愛玲（民 81）、宋義德（民 85）及張仕奇（民 86）皆以「去年度實際值」來衡量「市場預期」，且皆發現好消息具有資訊內涵。由 Ajinkya and Gift（1984）的研究中發現，不管採用「事前誤差」或「事後誤差」，皆證明財務預測好消息具有資訊內涵，亦即衡量市場預期的指標不同，並不會影響結果。本研究認為國內關於財務預測好消息之資訊內涵的研究結論不一致，可能原因有二：

1. 樣本分類忽略了「雙重樣本」（混合性財務預測）的歸類：傳統文獻將「自願性財務預測」定義為「由公司股東會或董事會、業績發表會、高級經理人員、記者採訪、公司揭露其某年度之財務預測數據」，這樣的樣本定義忽略了混合自願樣本和純粹自願樣本的差異，本研究認為混合性財務預測與純粹性財務預測的資訊內涵具有差異，而以往研究並未加以區分這兩種樣本，故造成研究結論之不穩定與不一致。
2. 僅使用「未預期盈餘」（亦即本研究所定義之“好消息 %”）單一指標：由於僅以單一指標來衡量股價與財務預測之關係，未免過於薄弱，尤其 Jennings(1987)、林麗萍（民 85）及周俊德（民 89）皆發現財務預測消息 % 和公信力（準確度）皆可以解釋財務預測之資訊內涵，故本研究認為好消息資訊內涵之研究結論不一致的另一原因為單一指標的解釋能力不足。

【表 2-1】 強制性財務預測資訊內涵

作者	結論
陳志健 (民 80)	強制性財務預測揭露具有資訊內涵。
王韶濱 (民 82)	強制性財務預測揭露具有資訊內涵。
黃正成 (民 83)	強制性財務預測揭露具有資訊內涵。
林靜香 (民 83)	強制性財務預測揭露不具有資訊內涵。
陳北緯 (民 84)	強制性財務預測揭露不具有資訊內涵。
余明鳳 (民 84)	好消息訊息 (原始正向之財務預測) 不具有資訊內涵。壞消息具有資訊內涵。
蔡玉璇 (民 89)	強制性財務預測具有資訊內涵，且股價反應強制性財務預測資訊較交易量大，但持續期間較短。
林士勤 (民 89)	投資人對於強制性財務預測有明顯的反應跡象。
崔錦銓 (民 89)	發現短期累積異常報酬並未達統計上顯著水準，亦即管理當局盈餘預測宣告之訊息，台灣的投資人可能並不在意 (不具有資訊內涵)。

【表 2-2】 自願性財務預測資訊內涵

作者	結論
李愛玲 (民 81)	以去年稅前盈餘替代衡量市場預期時，當發佈好消息訊息時，股價具有顯著反應。
吳安妮 (民 82)	好消息訊息並不具有資訊內涵。
陳昭美 (民 83)	好消息訊息並不具有資訊內涵。
吳安妮 (民 84)	不論是「財務預測準則公報」實施前後，好消息均不具有資訊內涵。

宋義德(民 85)	好消息訊息具有資訊內涵，而在好消息發佈之前有正的異常報酬，發佈之後便產生負的異常報酬。
張仕奇(民 86)	若按營業收入區分好消息在事件日之前便開始有顯著的正向反應，而且在事件日之後會有負向反應，但此負向反應並非十分顯著。
杜家媛(民 89)	自願性盈餘揭露樣本，具有資訊內涵。

【表 2-3】 財務預測好、壞消息之資訊內涵 強制性、自願性與混合性揭露下之比較

(一) 國內文獻

項目		具有資訊內涵	不具有資訊內涵
好消息	自願性	李愛玲(民 81) 宋義德(民 85) 張仕奇(民 87)	吳安妮(民 82) 陳昭美(民 83) 吳安妮(民 84)
	強制性	無相關文獻	余明鳳(民 84)
	混合性	無相關文獻	無相關文獻
壞消息	自願性	李愛玲(民 81) 吳安妮(民 82) 陳昭美(民 83) 宋義德(民 85) 張仕奇(民 87)	
	強制性	余明鳳(民 84)	無相關文獻
	混合性	無相關文獻	無相關文獻

(二) 國外文獻 自願性

項目		具有資訊內涵	不具有資訊內涵
好消息	自願性	Foster (1973) Penman (1980) Jaggi (1978) Waymire (1984) Ajinkya and Gift (1984) Pownall and Waymire (1989) Lev and Penman (1990) Pownall、 Wasley and Waymire (1993)	
壞消息	自願性	Foster (1973) Jaggi (1978) Waymire (1984) Ajinkya and Gift (1984) Pownall and Waymire (1989) Lev and Penman (1990) Pownall、 Wasley and Waymire (1993)	Penman (1980)

第二節 財務預測可信度（準確度）

關於財務預測準確性，早期國內研究主題有二，一為探討影響準確性之因素的研究，如：游萬淵（1988）、張淑娟（1991）、張希恭（1996）、陳子琦（1996）等；另一則比較強制性、自願性及分析師財務預測之準確性，如：吳安妮（1993）、楊碧雲（1994）、黃仁安（1995）等。近年來，國內關於財務預測之研究方向，已漸由預測能力之比較，轉向與資本市場之關聯性的研究，如：林麗萍（民 85）、周俊德（民 89）等作者。

由於管理當局財務預測的行為與一個國家相關的法律環境與資訊環境有密切的關係（Lees 1990），在國內無法律責任的環境下，多數公司常利用財務預測向投資人傳達公司未來盈餘的預期，並且同一年度的財務預測做一次或一次以上的修正，且大多數為調降財務預測的公司（而證期會頂多只能要求公司做重大訊息說明），由此可見公司在做財務預測時顯然有過度樂觀的情形。

另外，根據實證研究，亦獲得相同之結果。曾惠芸（民 87）研究發現國內強制性財務預測具有高度的不準確性；周俊德（民 89）研究發現許多公司做財務預測時，竟然出現 1000 % 的預測誤差；另外，林士勤（民 89）則研究發現國內強制性財務預測普遍存在過度樂觀的現象；而許兆熙（民 89）則發現不管強制性或自願性財務預測，皆具有顯著樂觀之偏差。

在 Imhoff & Lobo（1984）的研究中，發現分析師的盈餘預測修正（管理當局預測後的事後修正）和異常報酬具有正相關，所以可靠性（分析師的盈餘預測修正）和非預期盈餘（預測誤差）為影響非預期報酬的因素，而以前研究的重點是將兩者分開考量，所以 Robert Jennings 在其研究中探討非系統報酬和未預期盈餘、財務預測準

確度（可信度）的關係。

Jennings (1987), 選用事後分析師之證實行動(管理當局預測資訊發佈當週至發佈後四週中, 分析師是否修正其預期), 作為預測資訊可信度之判斷基礎, 但林麗萍 (民 85) 認為這樣的研究, 變為以市場的反應來分辨預測資訊的可信度, 而非原先所要探討預測資訊可信度對市場造成的反應, 因此改用事前公司發佈盈餘預測準確度來判斷盈餘預測之可信度。周俊德 (民 89) 則採用財務預測誤差的前五年平均值來判斷管理當局財務預測公信力 (準確度)。

在市場能有效地處理現有資訊下, 資訊之準確度已被投資者考慮, 因此財務預測來源愈可靠, 愈能接近市場之預期, 根據國外實證研究發現, Jennings (1987) 認為投資者對於管理當局所揭露之盈餘預測資訊的反應來自兩方面: 一為該資訊所含之未預期盈餘, 一為該資訊之公信力 (準確性), 並認為若兩家公司管理當局所發佈之財務預測即使具有相同之未預期盈餘, 但可信度不同時, 將導致投資者對兩家公司財務預測訊息的反應不同, 換言之, 可信度與未預期盈餘之盈餘預測都可以解釋盈餘預測宣告之資訊內涵; 另外, Kim and Verrecchia 1991; Morse et al. (1991) 認為財務預測的準確性影響了投資者對公司的信賴度。國內亦有相同的研究結果, 林麗萍 (民 85) 及周俊德 (民 89) 研究接顯示公信力 (準確性) 的公司, 其財務預測較具有資訊內涵。在這個前提下, 則以較準確之預測資訊作為市場預期之代理變數時, 未預期盈餘與異常報酬間應具有較高之攸關性, 因此本文研究假設股價可反映出投資者對預測資訊之反應, 其反應會受到預測資訊可信度 (準確度) 的影響, 當管理當局的預測準確度不相同時, 投資者其對發佈的財務預測資訊將會有不同之反應。尤其財務預測資訊本身充滿不確定性, 故投資者更會依據預測公司之可信度以做投資決策。

第三章 研究方法

本研究係採橫斷面設計 (cross-sectional design)，以事件發生日前三個交易日至事件日當天合計共計四個交易日為觀測期，以事件發生前第三個交易日之前二百個交易日為觀察期，以估計公司之正常報酬線。若正常報酬是穩定的，便可以實際股價報酬與正常股價報酬間之差距作為異常報酬。當測試其各日之平均異常報酬顯著不為零時，則表示該資訊 (事件) 之發佈對股價已產生影響。

本研究係採用一般事件研究法之研究設計，以台灣經濟新報社 (TEJ) 上既有的資料來進行實證研究，以觀察某一事件 (管理當局財務預測) 的發生，是否真會引起股價的變化，以及該事件是否具有資訊內涵。

第一節 企業財務預測之資訊內涵：純淨化

一、 研究對象、期間

本研究所選擇的研究對象為在台灣證券交易所掛牌買賣的上市公司，研究期間為民國 79 年至 88 年，共計 10 年，共計 1178 個觀察樣本。

二、 研究樣本之選取

本研究選取樣本條件如下：

1. 排除本研究期間（民 79-88 年）台灣經濟新報列為“財務困難”之公司，例：紐新、中強、尖美、萬有等公司。
2. 為期獲得一致性及可比較性，必須是採取曆年制之公司。
3. 須屬非“金融保險業”，由於金融、保險產業受到相關法令諸多限制，與其他產業相異性較高，故將此產業排除。
4. 不符合本研究“好消息”定義之樣本，本研究定義今年財務預測之稅前盈餘較去年實際公告之稅前盈餘大的公司定義為好消息的公司。
5. 無法取得台灣經濟新報之累積異常報酬資料者，推究其原因有二，其一為估計期短於 200 天（如：楊鐵），其二為剛成立公司（如：電子公司），無法觀察其股價與異常報酬。
- 6.

三、資料來源

本研究之研究樣本及相關資料的取得來源皆為「台灣經濟新報社資料庫」。

四、資料之分類與處理

本研究全部可用資料年度，共計 1178 個樣本，根據以往所作有關財務預測的論文中，其所定義的『強制性揭露』之方式，並未將『雙重揭露』給區隔出來，使得他們所定義的『強制性揭露』其實涵蓋了『雙重揭露』部分，而他們的『自願性揭露』其實亦涵蓋了『雙重揭露』部分，如此則所作研究將失去意義，因為樣本的分類本身即並未清楚界定。但為求與以往相關之研究文獻有所比較，本文乃先採用以往之分類方式，即將樣本年度分成『強制性揭露』與『自願性揭露』，之後再區分為『強制性

揭露』、『自願性揭露』、『雙重揭露』三大類別，接著再將『雙重揭露』樣本區分為『混合強制性揭露』、『混合自願性揭露』，區分的依據為管理當局為本年度所作之第一次財務預測的屬性，若第一次財務預測揭露為自願性揭露，則歸類為『混合自願性揭露』，反之，則列為『混合強制性揭露』，而之所以採用第一次揭露之屬性去做分類，乃事先分析混合揭露樣本的屬性（比較何者較樂觀及何者較先公佈）之結果，分析發現『混合強制性揭露』、『混合自願性揭露』樣本並無何者較先公佈或者何者較樂觀的特殊屬性，約為相同的比例。

【表 3-1-1】樣本分類表

預測年度	純粹自願	純粹強制	雙重揭露- 自願	雙重揭露- 強制	合計
80	67	0	4	0	71
81	65	6	23	0	94
82	56	8	21	1	86
83	59	20	26	2	107
84	38	22	52	18	130
85	51	51	25	10	137
86	48	65	78	15	206
87	37	50	74	33	194
88	42	56	46	9	153
合計	463	278	349	88	1,178

在本研究之研究期間（民國 79-88 年）中，雙重揭露樣本之公司家數共 437 家（詳細

分佈表請見附錄)，分析如下：

【表 3-1-2】混合揭露樣本表

	混合揭露 - 自願	混合揭露 - 強制	合計
公司家數 (家)	349	88	437
比例 (%)	79.86 %	20.14 %	100 %

公司規模大小的操作型定義有淨資產、總資產帳面價值、市場價值，以及銷貨收入等。過去有相關文獻以總資產帳面價值來衡量公司規模 (例如吳安妮 [民國 80 年])，或者以期初公司普通股市價作為公司規模之代理變數 (例如 Waymire[1985]、Lev and Penman[1988]、及 Lang and Lundholm[1933])。

本研究在此分別以公告日當年度期初公司總資產帳面價值、公告日當年度期初公司資本 (股東權益)，及公告日當年度期初公司 EPS，共三項指標來衡量樣本公司規模。

【表 3-1-3】混合揭露樣本敘述統計表

種類	最大值	最小值	平均值	標準差
資產 (百萬)	170,771,915	767,795	10,266,458	16,376,075.43
資本 (百萬)	72,503,945	208,133	5,396,124	7,783,300
EPS (元)	10.48	-10.17	1.16	2.03

另外，有鑒於雙重揭露樣本中，電子業公司高達 125 家，在 19 個產業中高居首位，故特予以分析電子業公司所佔全部混合揭露樣本之比率。

【表 3-1-4】混合揭露樣本電子業所佔比率分析

	電子業	非電子業
公司家數 (家)	125	312
比例 (%)	28.6 %	71.4 %

由上表中，所謂『雙重揭露』，乃是當一家公司針對於某一年度之財務預測揭露同時出現強制性財務預測與自願性財務預測時定義之。

五、名詞定義與變數衡量

本研究採“事件研究法”(Event Study)以檢測財務揭露資訊之資訊內涵，本節說明本研究操作性名詞定義及相關變數之衡量，茲分述如下：

(一)、事件日 (盈餘宣告日)：

盈餘宣告日係指各公司對當年度稅前盈餘所做的第一次揭露，不論是公司管理當局自願揭露或強制公告。

(二)、測試期 (或稱開窗期)：

係指事件日之前後若干日。本研究乃以事件日之前 3 個交易日至事件日止，共計 4 個交易日為測試期，以計算這段期間股價報酬率之變動，以及累積異常報酬。

(三) 估計期 (或稱觀察期)：

係指用來估計股價正常報酬的期間。由於測試期越長，所估計出的 b 值將越準確，故本研究依國外研究，將估計期定為以測試期最左端的第一個交易日往前推兩百個交易日，亦即 (-203, -4)。

六、累積異常報酬之衡量

經濟事件或資訊是否有資訊內涵，常用的研究方法是以觀察其所產生的異常報酬及累積異常報酬來衡量，而異常報酬及累積異常報酬係採用市場模式（Market Model）以求出估計期間的參數值。市場模式將影響一公司之股票價格事件分為兩類，一為具有普遍經濟效果之事件，將被反應在市場因素中，迴歸係數 b_i 即代表個別正券對具有普遍經濟效果事件的敏感程度。故市場模式是假定個別證券 i 在 t 期的報酬率 $R_{i,t}$ ，可表為市場投資組合報酬 $R_{m,t}$ 的線性函數加上一隨機的誤差項 $\epsilon_{i,t}$ ，該模式如下表所示：

$$R_{i,t} = \alpha_i + b_i R_{m,t} + \epsilon_{i,t}$$

其中，

$R_{i,t}$ ： i 公司證券在第 t 期的報酬率，

$R_{m,t}$ ：市場投資組合在第 t 期的報酬率

$\epsilon_{i,t}$ ： i 公司證券在第 t 期的殘差項，代表證券的非系統風險，

α_i ：迴歸截距項，

b_i ：迴歸係數，代表公司的系統性風險。

在利用市場模式於估計期（-203, -4）求得 $\hat{\alpha}_i$ 與 \hat{b}_i ，假設 $\hat{\alpha}_i$ 與 \hat{b}_i 在估計期與觀察期均屬穩定狀態（Stationary），其次，將觀察其中某一特定期間其實際市場報酬率 $R_{m,t}$ 與 $\hat{\alpha}_i$ 與 \hat{b}_i 代入，求得 i 公司預期報酬率 $\hat{R}_{i,t}$ 。最後 i 公司實際報酬率 $R_{i,t}$ 與 $\hat{R}_{i,t}$ 之間的差額進行比較，即為 i 公司在第 t 期之異常報酬率。其中實際報酬率 $R_{i,t}$ 與實際市場報酬率 $R_{m,t}$ 的衡量列示如下：

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t}(1+S_{i,t}+N_{i,t})+C_{i,t}}{P_{i,t}+N_{i,t}NC_{i,t}} - 1$$

其中，

$P_{i,t}$ ：i 公司證券在第 t 期之期末股價，

$P_{i,t-1}$ ：i 公司證券在第 t-1 期之期末股價，

$S_{i,t}$ ：i 公司證券在第 t 期之股票股利率，

$C_{i,t}$ ：i 公司證券在第 t 期之每股現金股利，

$N_{i,t}$ ：i 公司證券在第 t 期之有償配股率，

$NC_{i,t}$ ：i 公司證券在第 t 期有償配股之每股認購價格。

$$R_{m,t} = \frac{M_t - M_{t-1}}{M_{t-1}}$$

其中，

$R_{m,t}$ ：第 t 期時市場投資組合之加權平均報酬率，

M_t ：第 t 期時發行量加權股價指數，

M_{t-1} ：第 t-1 期時發行量加權股價指數。

異常報酬率之衡量方法列示如下：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{a}_i + \hat{b}_i R_{m,t})$$

$$AR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{i,t}}{N}$$

$AR_{i,t}$ ：i 公司證券在第 t 期之異常報酬率，

AR_t ：所有公司在第 t 期知名均異常報酬，

$R_{i,t}$ ：i 公司證券在第 t 期之實際報酬率，

\hat{a}_i 與 \hat{b}_i ：、之估計值，

N：樣本數。

同時為進一步了解事件期內股票異常報酬行為的變化，可將每一期間的股價異常報酬（AR），在事件報酬窗期間予以累加如下：

$$CAR = \sum_{t=1}^T AR_t$$

其中，T代表（-3,0）的事件報酬窗期，CAR為該段期間之累積異常報酬。

本研究採用累積異常報酬之絕對值，以探討事件報酬窗期期間累積異常報酬變動的大小（絕對的距離）。

第二節 企業財務預測之資訊內涵：刻度化

一、自變數之定義與衡量（企業財務預測綜合指標）

有鑑於傳統諸多文獻在進行企業財務預測資訊內涵之探討時，均僅以單一項目做衡量，亦即自變數以單一指標，例如：探討財務預測資訊內涵時僅以預測誤差或財務預測準確度單個構面去進行研究，然而，此種做法可能因分類過於簡單，而會有喪失資訊之現象。

Jennings（1987）提出投資者對管理當局所揭露之盈餘預測資訊的反應來自兩方面：一為該資訊所含之未預期盈餘預測部分，一為該資訊之可信度（Believability），並認為當兩個管理當局所發佈的盈餘預測資訊若具有相同之未預期盈餘預測，但其可信度不同時，將導致投資者對此兩資訊反應不同，換言之，事實上管理當局盈餘預測

之未預期盈餘預測與預測資訊之可信度，皆可解釋盈餘預測資訊內涵。故為期能更周詳地考量管理當局財務預測之資訊內涵，減少使用二分法可能流失資訊，本研究突破以往僅研究單一指標的做法，同時考量"公信力"（準確度）以及"訊息好的程度"（未預期盈餘），求算出"企業盈餘預測之綜合指標"，以作為衡量管理當局財務預測之資訊內涵之依據。期能更加深入的探討影響證券市場股價變動之因素與方向。

茲將上述綜合指標的內容、衡量，詳述如下：

1. 綜合指標之構成項目

(1) "訊息好的程度"（未預期盈餘）：本研究僅擷取好消息的觀測樣本。

實際衡量公式：以被預測年度的前一年實際稅前盈餘為基準【詳情見附錄四】

$$\text{未預期盈餘} = \frac{(\text{當年度預測稅前盈餘} - \text{去年實際稅前盈餘})}{|\text{去年實際稅前盈餘}|} \times 100\%$$

好消息 = 未預期盈餘 > 0

壞消息 = 未預期盈餘 < 0

(2) "公信力"（準確度）：以管理當局之當年度財務預測之稅前盈餘數字，與今年實際稅前盈餘宣告數字進行比較，當差距愈小，則定義為公信力越大，反之，當差額越大，則代表公信力越小。

實際衡量公式：

$$\text{公信力} = \frac{|\text{當年度預測稅前盈餘} - \text{當年度實際稅前盈餘}|}{\text{當年度實際稅前盈餘}} \times 100\%$$

2. 綜合指標之衡量

根據上述兩個衡量基準，本研究設計出一可供衡量管理當局財務預測資訊內涵之計算方式，詳述如下：

首先，本研究分別將訊息好的程度及公信力，各劃分為 5 個等級。在每個衡量指

標中，將 1178 個樣本分別依好消息 % 及公信力 % 均分為 5 等分，等級最高者（如：好消息 % 最高者或公信力 % 最小者）給予 5 分，餘者依序遞減，等級最低者，給予 1 分，將兩項分數加總即可得綜合指標之分數與等級。茲將劃分等級之方式與樣本之分配狀況，整理彙總於【表 3-2-1】。

由【表 3-2-1】，在綜合指標中，共將好消息預測樣本劃分為 9 級，影響盈餘資訊內涵的綜合指標屬第 2 級（好消息 % 與公信力 % 均各只拿到最低分數 1）和屬於第 10 級（好消息 % 與公信力 % 均各拿到最高分數 5）所佔比率均小於 10 %（分別為 5.77 % 和 6.02 %），而且可以看出分別佔全部樣本比率的第一低及第二低，大多數樣本落於中間溫和派。

【表 3-2-1】企業盈餘預測綜合指標之劃分與樣本分佈情形

綜合指標	註記值 組合	樣本數	小計	百分比	小計
2	(1 1)	68	68	5.77 %	5.77 %
3	(2 1)	68	131	5.77 %	11.12 %
	(1 2)	63		5.35 %	
4	(1 3)	49	151	4.16 %	12.82 %
	(2 2)	49		4.16 %	
	(3 1)	53		4.50 %	
5	(1 4)	23	149	1.95 %	12.65 %
	(2 3)	55		4.67 %	
	(3 2)	50		4.24 %	
	(4 1)	21		1.79 %	
6	(1 5)	31	177	2.63 %	15.03 %
	(2 4)	29		2.46 %	
	(3 3)	54		4.58 %	
	(4 2)	31		2.63 %	
	(5 1)	32		2.73 %	
7	(2 5)	40	160	3.40 %	13.58 %
	(3 4)	44		3.74 %	
	(4 3)	40		3.40 %	
	(5 2)	36		3.04 %	

8	(3 5)	37		3.14 %	
	(4 4)	88		7.47 %	
	(5 3)	41	166	3.74 %	14.35 %
9	(4 5)	52		4.41 %	
	(5 4)	50	102	4.25 %	8.66 %
10	(5 5)	74	74	6.02 %	6.02 %
總計		1,178	1,178	100 %	

1. 分別代表綜合指標中 2 個構面 - 訊息好的程度及盈餘宣告公信力。
2. 樣本數為 1,178 個 firm-year 。

第三節 研究假說

本研究之主要目的是探討管理當局年度財務預測（純粹強制性、純粹自願性及雙重揭露）的宣告是否會造成股價的變動，亦即欲檢視管理當局年度財務預測是否具有資訊內涵。因此本研究綜合考量影響多個可能影響財務預測資訊含的構面，來檢視台灣上市公司之財務預測揭露是否具有資訊內涵，以利於投資者能採用較具有時效性的盈餘預測資訊（相較於年度盈餘宣告而言），來分析及評估他們的投資決策。

自民國 80 年，我國實施強制性財務預測之法規以來，至今已屆 10 年，傳統有關資訊內涵之文獻在衡量上之共同缺失有二，其一為僅用單一構面探討好消息之資訊內

涵，另外，在樣本的分類上並未將雙重揭露自強制性與自願性樣本中區隔出來加以探討；再者，國內有關『好消息』財務預測資訊內涵之文獻結果並不一致（見表 2-3），此一結果啟發本研究之動機。

因此本研究有兩個主題：（一）純淨化：將雙重揭露自強制性揭露樣本與自願性揭露樣本中抽離，單獨分類，以檢視其資訊內涵。（二）刻度化：突破以往單一構面研究資訊內涵之慣例，嘗試以好消息 % 與公信力 % 求算出「綜合指標」（Integrated Index），以「綜合指標」檢視管理當局年度財務預測宣告之資訊內涵。

以下為本研究的假說：

假說一：在盈餘宣告期間(-3,0)，全部自願性揭露樣本的累積異常報酬絕對值（CAR1）和純粹自願性揭露樣本（剔除混合自願揭露樣本）之累積異常報酬絕對值（CAR2）不相等。

$$H_0 : |U_{CAR1}| = |U_{CAR2}|$$

$$H_1 : |U_{CAR1}| \neq |U_{CAR2}|$$

假說二：在盈餘宣告期間(-3,0)，純粹自願性揭露樣本的累積異常報酬絕對值（CAR3）和混合自願性揭露樣本之累積異常報酬絕對值（CAR4）不相等。

$$H_0 : |U_{CAR3}| = |U_{CAR4}|$$

$$H_1 : |U_{CAR3}| \neq |U_{CAR4}|$$

假說三：在盈餘宣告期間(-3,0)，全部強制性揭露樣本的累積異常報酬絕對值（CAR5）和純粹強制性揭露樣本之累積異常報酬絕對值（CAR6）不相等。

$$H_0 : |U_{CAR5}| = |U_{CAR6}|$$

$$H_1 : |U_{CAR5}| \neq |U_{CAR6}|$$

假說四：在盈餘宣告期間(-3,0)，純粹強制性揭露樣本的累積異常報酬絕對值（CAR7）

和混合強制性揭露樣本之累積異常報酬絕對值 (CAR8) 不相等。

$$H_0 : |U_{CAR7}| = |U_{CAR8}|$$

$$H_1 : |U_{CAR7}| \neq |U_{CAR8}|$$

假說五：在盈餘宣告期間 (-2,0), 「綜合指標」之等級高 (低) 的組合, 其累積異常報酬絕對值 (CAR) 之均數顯著不相等。

$$H_0 : |U_{11}| = |U_{12}|$$

$$H_1 : |U_{11}| \neq |U_{12}|$$

其中

11 代表綜合指標為 2 之族群, 12 代表綜合指標為 10 之族群

假說六：在盈餘宣告期間 (-2,0), 「綜合指標」之等級高 (低) 的組合, 其累積異常報酬絕對值 (CAR) 之均數顯著不相等。

$$H_0 : |U_{13}| = |U_{14}|$$

$$H_1 : |U_{13}| \neq |U_{14}|$$

其中

13 代表綜合指標為 2、3 之族群, 14 代表綜合指標為 9、10 之族群。

第四節 統計模型

在傳統文獻中, 關於財務預測對累積異常報酬率之影響, 皆採用成對差異 t 檢定其顯著性, 本研究則不僅採用成對差異 t 檢定, 亦加入無母數統計之 Wilcoxon Signed Ranks Test

測試二組樣本間之差異是否顯著，目的在於希望增加檢定結果的可驗證性，因為以 t 檢定來檢定異常報酬率的顯著性，其先決條件是股票報酬率及預測誤差項呈常態分配，因此當報酬率分配若不呈常態分配，將會降低檢定力。本研究針對管理當局財務預測揭露之資訊內涵，共包含了以下數個測試，詳述如下：

(一) TWO- SAMPLE T TEST：

此檢定乃在檢視兩群母體間之平均數是否有顯著之差異。本研究將採用此項檢定方法，來檢視不同的揭露狀況（剔除混合揭露樣本、好消息 %、公信力 %）是否會產生不同的累積異常報酬值。

1. 資訊內涵（純淨化）

本研究選定事件日前三天至事件日當天的標準化平均累積異常報酬（SCAR）作為測試 Two-Sample T-test 之期間。分別測試下列兩母體之平均數是否有顯著差異：

- (1) 全部自願揭露樣本與純粹自願揭露樣本。
- (2) 純粹自願揭露樣本與混合自願揭露樣本。
- (3) 全部強制揭露樣本與純粹強制揭露樣本。
- (4) 純粹強制揭露樣本與混合強制揭露樣本。

2. 資訊內涵（刻度化）

本研究選定事件日前兩天至事件日當天的標準化累積異常報酬（SCAR）作為測試 Two-Sample T-test 之期間。本研究以綜合指標值為區分標準，將全部樣本公司劃分為九群，本研究將進行測試下列兩母體之平均數是否有顯著差異以比較揭露分數高者，在事件期內，其累積平均異常報酬是否會明顯大於揭露分數低者之平均累積異常報，具一推斷綜合指標值之不同是否會影響其累積平均異常報酬的表現。

(1) 綜合指標值 2 與綜合指標值 10。

(2) 第一群 (綜合指標值 2、3) 與第二群 (綜合指標值 9、10)。

(二) Wilcoxon Test :

此項檢定乃是為了測試兩群母體間，第一群母體之平均數是否明顯大於第二群母體之平均數。

1. 資訊內涵 (純淨化)

本研究選定事件日前三天至事件日當天的標準化平均累積異常報酬 (SCAR) 作為測試 Wilcoxon Test 之期間。分別測試下列兩母體之平均數是否有顯著差異：

(1) 全部自願揭露樣本與純粹自願揭露樣本。

(2) 純粹自願揭露樣本與混合自願揭露樣本。

(3) 全部強制揭露樣本與純粹強制揭露樣本。

(4) 純粹強制揭露樣本與混合強制揭露樣本。

2. 資訊內涵 (刻度化)

本研究選定事件日前兩天至事件日當天的標準化累積異常報酬 (SCAR) 作為測試 Wilcoxon Test 之期間。本研究以綜合指標值為區分標準，將全部樣本公司劃分為兩群，本研究將進行測試下列兩母體之平均數是否有顯著差異，以比較揭露分數高者，在事件期內，其累積平均異常報酬是否會明顯大於揭露分數低者之平均累積異常報，具一推斷綜合指標值之不同是否會影響其累積平均異常報酬的表現。

(1) 綜合指標值 2 與綜合指標值 10。

(2) 第一群 (綜合指標值 2、3) 與第二群 (綜合指標值 9、10)。

第四章 實證結果與分析

本研究共進行兩個主題的測試，第一節針對雙重揭露樣本之區隔，將樣本加以純淨化後，進行其資訊內涵之探討與實證分析。第二節則針對綜合指標來衡量財務預測之資訊內涵的主題進行研究。

第一節 管理當局財務預測資訊內涵之實證結果與分析：純淨化

一、假說一

$$H_0 : |U_{CAR1}| = |U_{CAR2}|$$

其中

$|U_{CAR1}|$ ：全部自願性揭露樣本的累積異常報酬絕對值。

$|U_{CAR2}|$ ：純粹自願性揭露樣本（剔除混合自願揭露樣本）之累積異常報酬絕對值。

二、假說二

$$H_0 : |U_{CAR3}| = |U_{CAR4}|$$

其中

$|U_{CAR3}|$ ：純粹自願性揭露樣本的累積異常報酬絕對值。

$|U_{CAR4}|$ ：混合自願性揭露樣本之累積異常報酬絕對值。

【表 4-1-1】假說一及假說二之 T-Test 檢定與 Wilcoxon 檢定

	開窗期	T-Test		Wilcoxon 檢定	
		T 值	P 值	Z 值	P 值
假說一	(-3, 0)	-1.8274	0.0679	-1.22123	0.2220
假說二	(-3, 0)	-3.2853	0.0011**	2.33369	0.0196*

由上表之實證結果，可以看出假說一之全部自願樣本與純粹自願樣本之間的累積異常報酬平均數絕對值並未具有顯著差異，故無法拒絕假說一之 H_0 ，原因可能是因為純粹自願樣本數太大，佔全部樣本的一半以上，故造成兩個母體的平均數差異不顯著，故兩者之資訊內涵並沒有顯著差異。

由於考慮純粹自願樣本數佔全部樣本的一半以上，故本研究決定只針對純粹自願樣本及混合自願樣本進行 Two-Sample T-test 之檢定及 Wilcoxon 檢定，以判斷兩者間的資訊內涵是否具有顯著差異。

由上表，本研究發現純粹自願揭露樣本與混合自願揭露樣本之間的平均數具有顯著差異，故拒絕 H_0 假設。事實上，根據本研究發現，雖然假說一不成立，但根據本研究整理發現，混合自願樣本、全部自願樣本及純粹自願樣本，三者在各研究期間之平均累積異常報酬率的絕對值具有遞減關係（相關數據詳見表 4-1-2），亦即混合自願樣本之平均累積異常報酬率的絕對值最大，全部自願樣本次之，純粹自願樣本最低，此趨向符合本研究之假設。

【表 4-1-2】自願性財務預測樣本平均數

研究期間	混合自願樣本	全部自願樣本	純粹自願樣本
CAR (-2,0)	1.583	1.480	1.4037
CAR (-2,1)	1.9894	1.633	1.532
CAR (-3,0)	1.8877	1.6680	1.5025
CAR (-3,2)	2.1940	2.0129	1.8765
CAR (-3,3)	2.3917	2.1919	2.0413

由此可推論，純粹自願財務預測揭露期資訊內涵確實較混合自願財務預測揭露期資訊內涵為低，而且，由於以往的研究文獻並未區分純粹自願與混合自願揭露樣本之不同，故並未注意到純粹自願由於缺乏規範，往往會降低全部自願財務預測揭露之資訊內涵。可見得傳統文獻之樣本分類因為忽略了區隔「雙重樣本」，以致造成財務預測資訊內涵好消息測試結果的不穩定。

三、假說三

$$H_0 : |U_{CAR5}| = |U_{CAR6}|$$

其中

$|U_{CAR5}|$ ：全部強制性揭露樣本的累積異常報酬絕對值。

$|U_{CAR6}|$ ：純粹強制性揭露樣本之累積異常報酬絕對值。

四、假說四

$$H_0 : |U_{CAR7}| = |U_{CAR8}|$$

其中

$|U_{CAR7}|$ ：純粹強制性揭露樣本的累積異常報酬絕對值。

$|U_{CAR8}|$ ：混合強制性揭露樣本之累積異常報酬絕對值。

【表 4-1-3】假說三及假說四之 T-Test 檢定與 Wilcoxon 檢定

	開窗期	T-Test		Wilcoxon 檢定	
		T 值	P 值	Z 值	P 值
假說三	(-3, 0)	-0.2755	0.7830	0.398748	0.6901
假說四	(-3, 0)	0.7435	0.4584	-1.07806	0.2810

由上表，可以看出假說三之兩者間的平均數並未具有顯著差異，故無法拒絕 H_0 ，原因可能是因為雖分為純粹強制樣本與混合強制樣本，但就單一次的財務預測揭露性質而言，兩者皆屬於強制性財務預測，且接受到法規的限制與規範，故資訊內涵並未有顯著差異。

另外根據檢定結果，可以看出假說四之兩者間的平均數並未具有顯著差異，故無法拒絕 H_0 ，原因可能是因為雖分為純粹強制樣本與混合強制樣本，但就單一次的財務預測揭露性質而言，兩者皆屬於強制性財務預測，且接受到法規的限制與規範，故資訊內涵並未有顯著差異。但是根據本研究整理發現，純粹強制樣本、全部強制樣本及混合強制樣本三者在各研究期間之平均累積異常報酬率的絕對值具有遞減關係（詳見表 4-1-4），亦即純粹強制樣本之平均累積異常報酬率的絕對值最大，全部強制樣本次之，混合強制樣本最低。

【表 4-1-4】強制性財務預測樣本平均數

研究期間	純粹強制樣本	全部強制樣本	混合強制樣本
CAR (-2,1)	1.8738	1.8122	1.6178
CAR (-3,0)	1.6947	1.6626	1.5614
CAR (-3,2)	2.1064	2.0361	1.8197
CAR (-3,3)	2.1971	2.1957	2.1912

由此可以推論，純粹強制財務預測揭露期資訊內涵確實較混合強制財務預測揭露其資訊內涵為高，而且，以往的研究文獻並未區分純粹強制與混合強制揭露樣本之不同。雖兩者平均數並未具有顯著差異性，但我們可以看出純粹強制樣本之平均累積異常報酬之絕對值確實較混合強制高，而且將兩者混在一起視為全部強制樣本時，我們也發現加入混合強制樣本時，確實拉低平均數，由上表，我們可以看出這樣的趨勢來。本研究經由這個結論，可以推測傳統文現在樣本的分類上，因為忽略的區隔出「雙重揭露」樣本，故造成有關強制性財務預測資訊內涵研究結論之不穩定與不一致。

第二節 管理當局財務預測資訊內涵之實證結果與分析： 刻度化

本節的目的在於證明好消息 % 與公信力（準確性）皆可以解釋財務預測之資訊內涵，本節之研究設計係分別由 Two-Sample T-Test 及 Wilcoxon 統計模型，進行檢定綜合指標之高低是否與財務預測之資訊內涵的高低有關。

一、假說五

$$H_0 : |U_{11}| = |U_{12}|$$

其中

11 代表綜合指標為 2 之族群，12 代表綜合指標為 10 之族群。

二、假說六

$$H_0 : |U_{13}| = |U_{14}|$$

其中

13 代表綜合指標為 2、3 之族群，14 代表綜合指標為 9、10 之族群。

【表 4-2-1】依綜合指標區分樣本 Two-Sample T-test 之檢定結果

	測試期	T -Test		Wilcoxon 檢定	
		T 值	P 值	Z 值	P 值
假說五	(-2, 0)	-2.7401	0.0069*	-2.48492	0.0130*
假說六	(-2, 0)	-2.0412	0.0419*	2.23038	0.0257*

*表達 5 % 之顯著水準

由上表，在假說五我們拒絕 H_0 ，亦即接受「在盈餘宣告期間 (-2,0),「綜合指標」之等級高(低)的組合，其累積異常報酬絕對值(CAR)之均數顯著不相等」的假說。由此亦可推知綜合指標的高低，確實和累積異常報酬具有正相關，當綜合指標愈高，累積異常報酬之變動也越大，亦即，綜合指標愈高者，資訊內涵愈高。

為了進一步驗證綜合指標和資訊內涵之關係，在假說六，本研究將綜合指標分數為 3 之樣本加入綜合指標為 2 之樣本中，兩者合列為綜合指標分數低的族群(好消息 % 及公信力均低)，另外，則將綜合指標分數為 9 的樣本加入綜合指標為 10 的樣本中，

兩者合列為綜合指標分數高的族群（好消息 % 及公信力均高）。此舉之目的在於加強證明綜合指標值之高低確實和財務預測之資訊內涵成正相關。

根據實證結果，在假說六我們拒絕 H_0 ，亦即接受「在盈餘宣告期間 (-2,0), 「綜合指標」之等級高（低）的組合，其累積異常報酬絕對值（CAR）之均數顯著不相等」的假說。由此亦可推知綜合指標的高低，確實和累積異常報酬具有正相關，當綜合指標愈高，累積異常報酬率亦愈高，實證結果和本研究假設是一致的。亦即，本研究可以推論僅使用單一指標去僅驗股價與財務預測之間的關係，解釋能力確實不足，當同時考慮好消息 % 及公信力（準確性），並以之去衡量股價和財務預測之間的連繫時，可以發現綜合指標將提高解釋能力。

第五章 結論與建議

第一節 結論

本研究旨在研究管理當局財務預測好消息之資訊內涵，自從民國 80 年，我國開始實施強制性財務預測以來，至今恰實施了 10 年，在各文獻研究結果不一的情況下，希望本研究的結果能有助於這個結果的釐清。本文的實證結果如下：

1. 當管理當局發佈自願性財務預測，且為好消息時，若剔除純粹自願揭露樣本時，混合自願揭露的資訊內涵會提高，且混合自願揭露樣本和純粹自願揭露樣本間的累積異常報酬率的絕對值之均數具有顯著差異，混合自願揭露樣本的累積異常報酬率的絕對值之均數顯著高於純粹自願揭露樣本之值，可見投資人對於混合自願揭露訊息的反應較大。
2. 管理當局發佈強制性財務預測，且為好消息時，純粹強制樣本和混合強制樣本的累積異常報酬率絕對值之平均數差異性並不顯著，推論原因為就單一財務預測揭露而言，兩者均屬強制性財務預測，皆受法規的規範，故兩者間的資訊內涵並不具顯著差異性。
3. 當管理當局發佈財務預測資訊時，綜合指標分數 2 的樣本其對股價的影響小於綜合指標分數 10 的樣本，亦即當公司發佈的消息越好及公司的公信力（準確度）越高時，投資人表現在股價的反應越大，累積異常報酬之變動（絕對距離）亦愈大。接著在針對綜合指標分數（2 及 3）的樣本與綜合指標分數（9 及 10）的樣本，進行同樣的檢測時，仍可得到相同的結果。

由本研究之實證結果得知，財務預測好消息之資訊內涵的研究結果，確實會受到雙重揭露樣本是否區隔出來的影響，尤其是自願性財務預測的資訊；另外，在綜合指標方面，本研究亦發現在同時考量好消息 % 及公信力 %（準確性）兩個層面時，確實會對股價造成不同層次的影響，因此可以推論綜合指標確實比單一指標更具有解釋股價與財務預測的能力。由以上的研究結論，本研究因此可以推論傳統文獻之財務預測資訊內涵的研究結論之所以不一致，其原因有二：其一為忽略「雙重揭露」樣本之區隔；其二為單一指標對股價於財務預測間的連繫關係解釋能力太弱，故造成研究結果之不穩定與不一致。而本研究據此加以改進，分別做了「雙重揭露」樣本（混合型財務預測）之區隔，即以綜合指標進行衡量好消息之資訊內涵，實證結果與本研究之假設均一致。

第二節 未來研究建議

1. 雙重揭露之探討

在台灣關於財務預測資訊內涵研究方面，很少文獻就財務預測樣本的雙重揭露問題進行探討，在本文實證結果的驗證下，區隔雙重揭露確實有其必要性，故希望未來研究者能繼續進行關於雙重揭露樣本其他議題的探討。

2. 盈餘預測資訊內涵綜合指標之發揚

本研究採用「盈餘預測資訊內涵綜合指標」作為管理當局財務預測好消息資訊

內涵的衡量指標，不同於國內一般研究生大多承襲國外採用僅探討單一構面的指標，故希望本篇論文能達到拋磚引玉的效果，期望以後之研究者在進行資訊內涵之研究時，可多利用之。

3. 更新財務預測的探討。本研究的研究主題屬於原始財務預測，亦即第一次之財務預測，未來研究者可以針對財務預測更新之資訊內涵部分，進行混合揭露樣本之區隔以及應用綜合指標的概念進行研究。

附錄一 管理當局是否針對財務預測進行盈餘管理相關文獻

		具盈餘管理	不具有盈餘管理
兩種 分類	強制性	廖仲協 (民 85) 胡永純 (民 86)	周淑貞 (民 85) 郭伯疆 (民 85)
	自願性	官心怡 (民 82) 周淑貞 (民 85)	胡永純 (民 86)
三種 分類	強制性	無相關文獻	周必修 (民 86) 陳玄晃 (民 87)
	自願性	陳玄晃 (民 87)	無相關文獻
	雙重揭露	周必修 (民 86) 陳玄晃 (民 87)	無相關文獻

附錄二 財務預測準確性相關文獻

一 財務預測準確性比較之相關文獻

作者	研究主題	結論
許秀賓 (民 80)	財務分析師盈餘預測相對準確性(與統計模式比較)決定因素	1. 財務分析師(財訊)盈餘預測之平均數較帶趨勢隨機漫步統計模式之盈餘預測更準確。 2. 財務分析師(財訊)最晚發布之盈餘預測值較帶趨勢隨機漫步統計模式之盈餘預測更準確。
吳安妮 (民 82)	財務分析師、管理當局、及統計模式之銷貨預測準確度之必較研究	1. 財務分析師及管理當局之預測皆比統計模式準確。 2. 管理當局與財務分析師之預測準確度相當。
洪玉芬 (民 82)	財務分析師與統計模式盈餘預測準確度之比較	同盈餘宣告日預測時點之財務分析師盈餘預測(財訊)並未優於統計模式(隨機漫步模式)
陳正妮 (民 83)	財務分析師盈餘預測修正決定因素之實證研究	1. 未預期管理當局盈餘預測與未預期的公司期中盈餘對分析師的修正幅度有正向影響力 2. 累積股票報酬率、未預期管理當局盈餘預測、未預期的公司期中盈餘對分析師的修正幅度有正向影響力，未預期的公司期中銷貨對分析師的修正幅度有負向影響力。
李文源	財務分析師盈餘預測	財訊月刊之盈餘預測修正不具有資訊內涵。

(民 84)	測修正之資訊內涵 及影響預測因素之 研究	
周佩冠 (民 85)	財務分析師預測修 正之行為研究	1. 公司本業、總體經濟及政府政策面、公司業外面及公 司內部消息會影響財務分析師修正財務預測
施岑佩 (民 85)	盈餘可預測性與財 務分析師之預測偏 差性之研究	1. 財務分析師並未呈現顯著的預測偏差性
林靜如 (民 86)	管理當局盈餘預測 與財務分析師預測 修正之關聯性研究	1. 當未預期之管理當局盈餘越大，管理當局前預測越有 用時，財務分析師越有可能修正期盈餘預測。 2. 當管理當局前期盈餘預測為壞消息時對財務分析師 預測修正之影響力愈大。 3. 當管理當局前期盈餘預測於下半年度公告對財務分 析師預測修正之影響力愈大。 4. 實施強制性財測後，分析師對公司預測財務報告依賴 程度增加。
蘇勇儒 (民 85)	管理當局與財務分 析師財務預測相對 準確性之比較	1. 強制性財務預測優於財務分析師與管理當局自願性 預測。 2. 管理當局與財務分析師之營業收入預測皆優於稅前 盈餘預測。 3. 股市為多頭時，管理當局預測較準確，當股市為空頭

		<p>時，財務分析師預測較準確。</p> <p>4. 較早上市公司之管理當局營業收入預測準確度優於財務分析師預測，較晚上市公司則相反。</p> <p>5. 大規模公司分析師營業收入預測優於管理當局，小規模公司則相反。</p>
祝美玲 (民 86)	強制性、自願性與 分析師之財務預測 準確性之研究	<p>1. 營業收入預測準確度優於稅前盈餘預測</p> <p>2. 強制性之準確度較佳</p> <p>3. 大規模公司之營收集稅前盈餘準確度較小公司為優</p> <p>4. 就股市多/空頭而言，強制性較佳，自願性次之，分析師最差</p> <p>5. 就盈餘變異性而言，強制性較佳，自願性次之，分析師最差</p>



二 影響財務預測準確性因素之文獻

作者	研究主題	結論
熊士愛 (民 83)	我國機構投資者對於管理當局財務預測實用性之看法	1. 機構投資者認為企業的人為操縱、原料來源即產品市場、會呂及利率因素、預期期間長短為影響正確性之因素 2. 預測之銷貨、營業淨利、稅後淨利、現金流量集會計師的核閱報告書，對機構投資者作決策時有較重要之影響
楊碧雲 (民 83)	強制揭露下影響財務預測準確度因素研究	未預期經濟變動、上市期間預測高低估及規模成長率、預測期間為影響營業損益準確度之變數
黃仁安 (民 84)	自願揭露下財務預測準確性之比較研究	1. 在強制核閱下，管理當局與財務分析師對公司銷貨及稅前淨利之預測無顯著差異 2. 自願揭露準確性在強制核閱實施前後並無差別
簡俱揚 (民 85)	強制性財務預測的資訊移轉效果之研究	宣告公司財務預測準確度高低與其宣告資訊移轉效果之強弱成正向關係
陳子綺 (民 85)	強制性財務預測資訊特質與內涵之研究	盈餘組成份子中，營業收入與營業毛利之準確度高於營業淨利、稅前淨利及淨利高
張希恭 (民 85)	自願性揭露下管理當局盈餘預測準確度定因素之	1. 預測期間越短、公司規模越大、市場風險越低、自有資本比率越高及上市第一類股君使管理當局盈餘預測準確度越高

	研究	2. 行業別、揭露次數越多、媒體別及預測階段與與測準確度有關
周淑貞 (民 85)	管理當局持股比率與管理當局盈餘預測準確度、盈餘管理關係之實證研究	<p>1. 公司規模愈大、盈餘變異越大及負債比率愈高，自願性盈餘預測準確性愈低</p> <p>2. 管理當局持股比率愈高、公司規模愈小、盈餘持續率愈低，強制性財務預測準確性愈高</p>

附錄三 影響管理當局自願性財務預測之因素

一 國內文獻

因素	吳安妮(民 80)	陳招美 (民 83)	廖彩伶 (民 84)	李健然 (民 86)	陳建樺 (民 86)	施羿如 (民 86)	劉聯旭 (民 87)
公司規模	N	N	-	N	-	N	N
好消息	N	N		+	+	+	
修正預測	+						
引導預測	+						
獨占能力	N						
市場佔有 率	N						
勞力密集 度	+		N		+		
盈餘變異 性	N	N	N	N	N		N
資本需求	+			N	+		
預測揭露 日後累積 異常報酬 變動		+					
壞消息							

經營績效			+	+	+		
與債權人代理問題				+	+		
與股東代理問題				-			
強制性揭露之實施				-		-	
股權結構				N			
預測準確度					+	N	N
以前曾做過預測						+	N
當期同業是否揭露財測					+		
當期無強制預測					+		
舉債程度					N	N	

二 影響管理當局自願性財務預測之因素 - 國外文獻

因素	Hagerman and Ruland (1979)	Jaggi and Grier (1980)	Inhoff (1978)	Ruland (1979)	Cox (1985)	Bradbury (1992)	Ajinkya and Gift (1984)	Skinner (1994)
盈餘變異性		-	-	-	-	N		
公司規模	+			+	+	N	+	
資本需求	N							
費率管制	N							
預測未來績效		N						
自願性 其中揭露						N		
壞消息							+	
高科技產業							+	
以前曾							+	+

做過揭 露								
----------	--	--	--	--	--	--	--	--

註：N 代表研究結果發現沒有影響

+ 代表有正相關

- 代表有負相關

附錄四 各文獻關於好消息、壞消息定義之一覽表

作者	好及壞消息定義
Ajinkya and Gift(1984)	<p>「事後誤差」定義如下：</p> $MFE = (AE - MF) / AE > 0 \text{ 為好消息}$ $MFE = (AE - MF) / AE < 0 \text{ 為壞消息}$ <p>MFE= 經理人員之盈餘預測誤差</p> <p>MF = 經理人員之盈餘預測值</p> <p>AE= 預測年度之實際預測值</p>
Penman(1980)、Han and Wild(1991)	<p>「事前誤差」定義如下：</p> <p>在經理人員預測時，經理人員之盈餘預測與財務分析師預測間之差異，當經理人員預測大於財務分析師預測時，代表公司有好消息發生。</p>
林慶堂 (民 77)	<p>好消息= 上市公司預測的營業收入(盈餘) 成長率 - 投資大眾預期的營業收入(盈餘) >0 好消息</p> <p>註: 投資大眾預期的營業收入(盈餘)以公司歷年來實際的營業收入(盈餘)成長率來衡量</p>
李愛玲 (民 81)	<p>公司預估值(MF)和市場預期稅前盈餘間之差額為預測差異(FD;Forecast deviation)，當 FD>0 時，為好消息，反之為壞消息</p> <p>註：市場預期盈餘以分析師(財訊)之預測值及各公司上年度稅前盈餘值來替代衡量。</p>

吳安妮 (民 81)	$X = AROI - AIROI$ <p>AROI=最近 3 年公司之平均會計報酬率 (淨利 / 淨資產帳面 價值)</p> <p>AIROI=最近 3 年相同產業之平均報酬率</p> <p>X 愈大 , 表示公司愈擁有好消息。</p>
吳安妮 (民 82)	<p>「事後誤差」定義如下：</p> $MFE = (AE - MF) / AE > 0 \text{ 為好消息 ,}$ $MFE = (AE - MF) / AE < 0 \text{ 為壞消息}$ <p>MFE= 經理人員之盈餘預測誤差</p> <p>MF = 經理人員之盈餘預測值</p> <p>AE= 預測年度之實際預測值</p>
陳昭美(民 83)	<p>事後誤差</p> $MFE(t) = [AE(t) - MF(t)] / P$ <p>MFE = 經理人員之盈餘預測誤差</p> <p>AE(t)= 預測年度實際稅前盈餘值</p> <p>MF(t)= 經理人員之稅前盈餘預測值</p> <p>P = 預測揭露日的股價</p>
陳東良 (民 85)	<p>以未預期盈餘(UE; Unexpected Earnings)定義</p> <p>(1). 以上一次預測之稅前盈餘為基準 , 若為第一次預測則以被預測年度的前一年實際之稅前盈餘為基準</p> <p>好消息 : 未預期盈餘 > 0</p> <p>壞消息 : 未預期盈餘 < 0</p>

	<p>未預期盈餘 = { 本次預測稅前盈餘 - 上次預測之稅前盈餘 } / 上次預測之稅前盈餘 </p> <p>(2). 以被預測年度的前一年實際稅前盈餘為基準</p> <p>好消息：未預期盈餘 > 0</p> <p>壞消息：未預期盈餘 < 0</p> <p>未預期盈餘 = { 本次預測稅前盈餘 - 去年實際稅前盈餘 } / 去年實際稅前盈餘 </p>
宋義德(民 85)	<p>當管理當局財務預測之每股稅前純益較前一年度之每股稅前純益或前一次財務預測之每股稅前純益高時，定義為好消息，反之為壞消息。</p>
鄭惠文(民 86)	<p>當管理當局自願性盈餘預測數字大於前一年度實際盈餘數字或前一次盈餘預測數字時，為好消息</p> <p>當管理當局自願性盈餘預測數字小於前一年度實際盈餘數字或前一次盈餘預測數字時，為壞消息。</p>
張仕奇(民 86)	<p>以未預期盈餘(UE; Unexpected Earnings)定義</p> <p>一. 按稅前盈餘分</p> <p>(1). 以上一次預測之稅前盈餘為基準，若為第一次預測則以被預測年度的前一年實際之稅前盈餘為基準</p> <p>好消息：未預期盈餘 > 0</p> <p>壞消息：未預期盈餘 < 0</p> <p>未預期盈餘 = { 本次預測稅前盈餘 - 上次預測之稅前盈餘 } / 上次預測之稅前盈餘 </p>

(2). 以被預測年度的前一年實際稅前盈餘為基準

好消息：未預期盈餘 >0

壞消息：未預期盈餘 <0

未預期盈餘 = $\frac{\text{本次預測稅前盈餘} - \text{去年實際稅前盈餘}}{|\text{去年實際稅前盈餘}|}$

二. 按營業收入分

(1). 以上一次預測營業收入分

好消息 = 本次預測之營業收入 $>$ 前次預測之營業收入

壞消息 = 本次預測之營業收入 $<$ 前次預測之營業收入

(2). 若為第一次預測則以被預測年度的前一年實際之營業收入為 基準

好消息 = 首次預測之營業收入 $>$ 前一年實際營業收入

壞消息 = 本次預測之營業收入 $<$ 前一年實際營業收入

附錄五 管理當局財務預測資訊內涵參考文獻

一 國外相關文獻

1. Ball & Brown (1968)

研究主旨係在探討年盈餘變動愈股票報酬間率間的關聯性。以 1946 年至 1965 年為研究期間，共選取了 261 個美國上市公司觀測樣本，這是第一篇探討盈餘宣告與股票報酬關聯性的研究。他們認為在在資本市場是有效率與無偏差的前提下，藉由觀察盈餘資訊發佈時的股價變動情形，可提供盈餘資訊是否有用的證據。研究結果發現兩者具有顯著正向相關，亦即會計盈餘具有資訊內涵。

2. Benston (1973)

本文主旨在探討強制揭露對股票市場的影響，以 The Securities Exchange of 1934 (以下簡稱 The '34 ACT) 發佈前後股票市場的變化來衡量管制的效果。共取得 466 個研究樣本，比較兩組 (受 the '34 ACT 管制與否的公司) 在 the '34 ACT 前後兩個觀察期 (1926/7~1934/10 和 1935/6~1941/6) 報酬率的變化。研究結果發現 the '34 ACT 沒有作用。

3. George Foster (1973)

主要係在探討美國會計年度結束後，正式報表編製前，個別投資人及整個股票市場對每股盈餘預測資訊之反應，以股票價格的變動來衡量平均影響數。以 1968 年至 1970 年為研究期間，將管理當局預測與市場預測之差距，加以區分為好消息及壞消息。研究結果顯示，在每股盈餘預測發佈前，論好或壞消息，均會有正的平均異常報酬率，但當預測資訊公開後，股價迅速反應，已無異常報酬。

4. Jaggi (1978)

研究主旨在探討管理當局自願性盈餘預測對股票價格之影響。作者以 1971 年至

1974 年間 144 個在華爾街日報曾主動發佈盈餘預測之公司為樣本。和 Patell (1976) 採用週資料不同的是，作者以每日股價資料來計算異常報酬，利用隨機模式替代市場預期，當管理當局所發佈之盈餘預測高於市場預期時，視為好消息，投資人會採買進的策略，若低於市場預期，投資人會採賣出的策略，在這短期的買進、賣出策略下，投資人產生非預期報酬，此非預期報酬（殘差項）有正有負，但 Jaggi 將負的殘差項轉為正的。研究結果發現盈餘預測宣告日及其後幾日股價確有顯著的反應，但他未將預測差異依正、負符號分開研究，故無法觀察出正的預期差異是否會產生正的非預期報酬。

5. Penman (1980)

研究主旨在探討管理當局自願性財務預測是否具有資訊內涵及充分揭露的問題。以 1968 至 1973 年為研究期間，選擇在華爾街日報曾主動發佈盈餘預測之上市公司共 737 個觀測值。研究結果發現管理當局自願性盈餘預測具有資訊內涵，而且主動發佈盈餘預測的公司相較於市場整體而言，有較好的績效，另外當公司向市場傳遞好消息時，股價會顯著上揚，而發佈壞消息時，雖會造成股價之下跌，但影響並不顯著。

6. Waymire (1984)

研究主旨在探討預測誤差 (FD) 符號、大小兩者與預測發佈前後異常報酬之關係。以 1969 年至 1973 年為研究期間，共選取了 497 個盈餘預測觀測值。本文之特色有二：1. 他處理了和預測同時揭露的資訊，如：現金股利、股票股利.等因素，藉著控制這些揭露，減低一些潛在對股價反應的綜合因素 (Confounding Effect)。2. 以財務分析師預期取代市場預期，而未採隨機漫步模式 (Foster、Patell、Jaggi 等作者)。

研究結果發現好消息使股價顯著上揚，壞消息則使股價顯著下跌，另外預測誤差

的大小和 CAR 成正相關。

7. Pownall and Waymire (1989)

主要在探討自願性盈餘預測揭露是否比其他強制性揭露資訊（年度盈餘宣告）的可信度低。以 1968 年至 1973 年為研究期間，選取曾主動在華爾街日報發佈盈餘預測之公司為樣本，本文以最接近揭露日的分析師預測代表市場預期以計算未預期盈餘。研究結果發現投資人並不認為管理當局自願性之財務預測的可靠性低於盈餘宣告。作者解釋可能原因有二，一為預測揭露比年度盈餘揭露傳遞更有用之訊息；另外則為預測揭露較年度盈餘宣告晚發佈有較高之資訊內涵。

8. Lev & Penman (1990)

研究主旨係在測試盈餘揭露公司相對於非揭露公司，會有較高的市場價值，以及是否盈餘預測公司其股價報酬較高，而非揭露公司其股價報酬較低。以 1968 年至 1975 年為研究期間，共 1575 個樣本。研究結果發現，盈餘預測揭露公司確實有較高的市場價值，而且股價報酬會較高，但未揭露預測的公司其股價報酬並不會較低。

9. Fischer & Verrecchia (2000)

本研究旨在探討財務報表之偏差（bias）是否會降低其資訊內涵。本文作者假設管理當局會利用報導偏差，來操縱公司的市場價值，且市場並不知道管理當局的目的，因此市場投資者不會自動去調整這項報導的偏差，當然，亦無有效的方法去調整這項偏差。站在市場的觀點，這個偏差會使報導產生雜訊，亦即該偏差會減少報導的資訊內涵。其實證結果顯示，管理當局財務報導之資訊內涵，會因管理當局報導偏差之成本下降，及管理當局報導目的之不確定性增加而下降，對於預期偏差金額之調整幅度則會因管理當局報導目的之不確定性增加下降。另外，市場投資者並無法完全自動調整管理當局之報導偏差。

二 國內相關文獻

(一) 強制性財務預測之資訊內涵。

1. 陳志健 (民 80)

研究主旨在探討強制性公開財務預測資訊對股價的影響。有鑑於民國 80 年 6 月台灣開始實施「公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點」，以民國 80 年發佈財務預測資訊的上市公司為觀測樣本。研究結果發現：強制性財務預測的揭露產生異常報酬，及此資訊的揭露具有資訊價值，因此修正投資者的預期，改變其投資組合。

2. 王韶濱 (民 82)

研究主旨係探討民國 80 年 5 月 10 日由證券管理委員會頒佈之 904 號函（要求公司依會計準則公報第十六號）是否具有資訊內涵？本文研究期間為民國 80 年 5 月至 82 年底，共取得 39 個觀測樣本。實證結果顯示該函令具有資訊內涵，但為負的超額報酬，顯示該函令的成本大於效益。

3. 黃正成 (民 83)

研究主旨係在探討強制性財務預測是否具有資訊內涵。樣本期間為民國 81 年至 82 年底，共 87 個樣本。進行實證結果發現異常報酬是異於零的，亦即強制性財務預測資訊具有資訊內涵，但趨勢並不顯著，作者解釋可能原因有二，一為事件期採週報酬率表示不及日報酬率趨勢明顯，而另一原因則為觀察樣本中，其中有不少樣本公司本身財務狀況並不佳，因現今規範須強制公開財務預測者，其中一類是申請現金增資，一類是發行可轉換公司，兩者皆是企業籌集資金的方式，從此亦可進一步推斷部分依法須編制財務預測者其公司的財務狀況可能不佳，因次在股價方面變動幅度不大，致使本研究結果並不明顯。

4. 林靜香 (民 83)

研究主旨在探討我國強制性財務預測公告資訊內涵，並據以推測證券管理委員會之強制性財務預測是否具備經濟效益（股市財富分配的效率性）。樣本期間為民國 81 年至 82 年底，共 62 個研究樣本。研究結果發現我國財務預測不具資訊內涵，作者推論可能原因為在目前的規範體系下，由於後續監督能力可能較弱，市場機制未能充分發揮，是以強制公開並不能保證其合理性。故強制公開財務預測資訊，可能為未蒙其利先受其害（強制性財務報表的編制成本、公司內部消息的公佈造成競爭地位不利的成本.....等）。

5. 陳北緯（民 84）

研究目的在探討證券管理委員會所強制編制之財務預測報告是否具有資訊內涵。研究期間為民國 81 年至 82 年，共取得 62 個樣本。研究結果發現強制性財務預測並不具有資訊內涵，作者解釋原因可能為台灣屬於資訊環境不完全且監督體系不足的情況，故強制性編制財務報表並不能保證其合理性，故可能對證券市場之健全發展不見得有良好的影響。

6. 余明鳳（民 84）

本研究主要在探討證管會為健全財務預測公開體系制度，於民國 80 年 6 月實施的強制性財務預測對股票價格的影響。本研究採用民國 81 年至 83 年共 311 個樣本，以進行研究。採用預測誤差將發佈消息區分為好或壞消息。實證結果發現壞消息訊息（原始負向之財務預測）具有資訊內涵，好消息訊息（原始正向之財務預測）不具有資訊內涵，作者推測原因為投資者較不重視好消息，或認為其係一樂觀性預測。

7. 陳東良（民 84）

本研究係以實證方式，探討我國上市公司自願性盈餘預測時點之時間特性。研究主題如下：（1）公司自願性盈餘預測的宣告，是否具有資訊內涵？（2）未預期

盈餘與累積異常報酬間，是否存在變動幅度及變動方向相同的現象？本研究測試期間為民國 80 年至民國 84 年，計有樣本公司 328 家，1799 個觀測值。研究之實證結果如下：(1) 自願性盈餘預測確實具資訊內涵，且其大多在事件日及其後一、二日反應為多。(2) 未預期盈餘與累積異常報酬之關係實證結果顯示，未預期盈餘與累積異常報酬之關係，在變動幅度上相距頗大，在變動方向上亦頗不一致，故其關係並不明確。

8. 蔡玉璇 (民 89)

研究主旨在探討強制性財務預測是否具備資訊內涵。以民國 82 年至 87 年底之上市公司為研究對象，結合價量分析，驗證財務預測宣佈時，股市是否有異常的價量反應，並進一步依序檢驗未預期盈餘（或更新幅度）、公司規模及行業別與股市累積異常價量之關係。最後比較『公開發行公司財務預測資訊公開體系實施要點』修改前後對研究結果之影響。實證結果發現：.股價反應強制性財務預測資訊較交易量快，但持續期間較短。

9. 林士勤 (民 89)

本文主要將針對財務預測發佈的型態、準確度以及其對市場之影響作進一步的探討與分析。綜合本文研究結果顯示，相較於歷史性的財務資訊，財務預測的發佈的確會對市場的投資決策產生明顯的影響效果，甚至使投資人在短期產生過度反應的現象。就長期而言，卻明顯會受到金融風暴時期的影響而產生股價持續下跌的情形，若將此一期間排除後，則呈現股價反轉的趨勢型態。另外，本文也證明投資人強制性的財務預測有相對較為明顯的過度反應跡象。

(三) 自願性財務預測之資訊內涵

1. 李愛玲 (民 81)

研究主旨在探討自願性盈餘預測資訊對投資人的影響。以民國 76 年至 79 年為研究期間，本研究以預測誤差作為訊息代理變數，並分別以分析師預測（取自財訊，須在管理當局自願性財測之前且最接近者）和去年各公司的稅前盈餘，當作市場預期盈餘之替代衡量，來決定所發佈的消息為好或壞消息，前者共有 31 個樣本數，後者則共有 240 個樣本數。實證結果發現以去年稅前盈餘替代衡量市場預期時，當發佈好消息時，累積異常報酬具有延後（+2, +10）且負面的反應，作者推測可能原因有二，一為投資人不相信公司所做的預測，或因於公司有較佳的展望時（如接獲新訂單），投資人即以紛紛買入股票，等到好消息發佈後，反而利多消息盡失，投資人相繼分批賣出股票，所以造成負面反應的情況。另一實證結果發現當以分析師預測（財訊）替代衡量市場預期時，不管發佈好或壞消息，皆不具有資訊內涵。

2. 吳安妮（民 82）

研究主旨在探討自願性財務預測好、壞消息之資訊內涵。以民國 74 年至 78 年為研究期間，共計 104 個樣本，以事後誤差（當年度財務預測盈餘值減當年度財務實際盈餘值）作為訊息之代理變數，將盈餘消息區分為好（前者大於後者）壞消息。結果發現壞消息具有資訊內涵，好消息則不具有資訊內涵，亦即股票市場對於好消息之揭露並無反應。作者推論可能原因為投資者對好消息之揭露採取保守不信任態度所致。

3. 吳安妮（民 84）

民國 78 年 12 月我國發佈「財務預測準則公報」，有鑒於吳安妮（1993）研究之樣本期間為民國 74 年至 78 年，所屬研究期間為「財務預測準則公報」發佈之前，故吳安妮於 1995 年再度提出針對「財務預測準則公報」實施後對管理當局的財務預測之資訊品質及股價報酬之影響。本文的研究期間分為兩段，以民國 80 年至民國 82 年間之公司代表新法規實施後之樣本，以民國 76 年至 79 年間之公司

代表新法規實施前之樣本，以進行對照及比較分析。本文以預測誤差作為訊息的代理變數，以分析師預測（至少比經理人預測早 10 天）代表市場預期，當管理當局盈餘預測值較分析師預測值大，則定義為好消息，反之則為壞消息，當兩者相等時則為中性消息。研究結果發現不論是「財務預測準則公報」實施前後，好消息均不具有資訊內涵，壞消息則具有資訊內涵。

4. 宋義德（民 85）

研究主旨在探討管理當局自願性財務預測之資訊內涵。以民國 80 年至 84 年為研究期間，共選取 1,359 個台灣上市公司預測資料，本文以預測誤差作為訊息之代理變數，以去年每股稅前盈餘作為市場預期的替代衡量，將自願性財務預測消息分為好或壞消息。研究結果發現好消息訊息具有資訊內涵，而在好消息發佈之前有正的異常報酬，發佈之後便產生負的異常報酬。

5. 張仕奇（民 86）

研究主旨在探討自願性財務預測的公告是否會造成股價過度反應的追漲跌殺現象。以民國 80 年至 85 年間管理當局層發佈之自願性財務預測為樣本，分別按營業收入及稅前淨利區分樣本。研究結果發現若按營業收入區分好消息在事件日之前便開始有顯著的正向反應，而且在事件日之後會有負向反應，但此負向反應並非十分顯著。若按稅前淨利區分，無論好壞消息，樂觀預測之股價反應皆顯著大於保守預測之股價反應，故公司管理當局有利用高估的預測數字，以達其股價操縱之目的。又在好消息且保守預測的情況下，不論是按稅前淨利區分或按營業收入區分，均發現到股價有過度反應的現象。

6. 崔錦銓（民 89）

本研究的目的，即是基於管理當局為規避不精確之財務預測宣告所產生的潛在訴

訟成本，是否會藉由盈餘管理的行為來掩飾管理當局盈餘預測之誤差，進而降低潛在訴訟成本。分為預測誤差與盈餘管理之關聯性，以及訴訟成本與盈餘管理之關係兩個部分來探討。經由實証結果發現，短期累積異常報酬並未達統計上顯著水準，亦即管理當局盈餘預測宣告之訊息，台灣的投資人可能並不在意。

7. 杜家媛（民 89）

本文旨在探討自願性盈餘預測對資本市場的影響，是來自選樣偏誤(selection bias)之故，或的確具資訊效果。研究發現：自願性揭露有選樣偏誤(sample selection bias)現象，不論是否自願性盈餘揭露樣本，如果都揭露，應都具有資訊內涵。

附錄六 財務預測可信度（準確度）之參考文獻

一、 國外相關文獻

1. Jennings (1987)

研究主旨在探討財務預測之可信度（準確度），以 1979 年至 1983 年為研究期間，共選取 88 家公司 110 個觀察值為樣本。作者認為投資者對於管理當局所揭露之盈餘預測資訊的反應來自兩方面：一為該資訊所含之未預期盈餘，一為該資訊之可信度，並認為若兩家公司管理當局所發佈之財務預測即使具有相同之未預期盈餘，但可信度不同時，將導致投資者對兩家公司財務預測訊息的反應不同，換言之，本研究主要係探討可信度與未預期盈餘之盈餘預測是否都可以解釋盈餘預測宣告之資訊內涵。實證結果，發現管理當局之未預期盈餘與預測資訊之可信度皆可以解釋預測資訊發佈當週之市場股價反應，換言之，亦即預測資訊之可信度亦會影響投資人之決策。

二、 國內相關文獻

1. 林麗萍（民 85）

研究主旨係在探討管理當局的預測準確度不同時，是否會對市場造成不同的影響。以民國 81 年至 83 年共 83 個觀測值為研究樣本。本研究主要係參考並修改 Jennings (1987) 的研究設計，Jennings (1987) 以事後分析師之確認與否，作為預測資訊可信度之判斷基礎，但林麗萍（民 85）認為這樣的研究，變為以市場的反應來分辨預測資訊的可信度，而非原先所要探討預測資訊可信度對市場造成的反應，雖然 Jennings (1987) 的研究結果顯示可信度較佳之財務預測資訊具有資訊內涵，但林麗萍（民 85）認為這樣的結果，可能是因為股價以做同向之調整所

致，因此林麗萍（民 85）改用事前公司發佈盈餘預測準確度來判斷盈餘預測之可信度。研究結果發現市場對事前預測準確度不同之公司所發佈之預測資訊的反應不同，且市場對方向不同之預測資訊的反應亦不相同。

2. 周俊德（民 89）

研究主旨為管理當局信譽與自願性盈餘預測資訊內涵關係之研究。本文以財務預測誤差的前五年平均值，將樣本公司分為信譽良好與信譽不佳的管理當局，再觀測市場對管理當局財務預測發佈的反應。實證結果顯示信譽良好的管理當局發不財務預測時，市場有顯著的異常報酬率，反之則無。顯示投資人相信信譽良好的管理當局所發佈的財務預測，而不相信信譽不佳的管理當局所發佈的財務預測。