

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士論文

外資券商投資評等之績效探討-台灣電子業為例

The Performance of Foreign Analyst Recommendation
-Evidence from Taiwan Electronic Industry



指導教授：莊凱旭 博士

研究生：張智翔

中華民國 102 年 7 月

東海大學碩士學位論文

學位考試委員審定書

本校 財務金融研究所 碩士班 張智翔 君

所提之論文(中文): 外資券商投資評等之績效探討 - 台灣

電子業為例

(英文): The Performance of Foreign Analyst

Recommendation - Evidence from Taiwan

Electronic Industry

經本委員會審查，符合碩士學位論文標準

學位考試委員會

召集人	<u>張智翔</u>	教授	
考試委員	<u>莊崑旭</u>	教授	<u>張智翔</u> 教授
		教授	<u>陳昭君</u> 教授
指導教授	<u>莊崑旭</u>	教授	教授
系所主任	<u>張</u>	<u>張</u>	<u>張</u> 教授

中華民國 102 年 6 月 20 日

致謝

記得去年的這時候，我為了找指導老師而感到煩惱與徬徨，轉眼間又到了鳳凰花開的季節了，總覺得一切好像剛要開始，可是在霎那間它卻要結束了。這一年裡，大家為了完成論文而努力，在論文上付出了許多心力與時間，終於在這畢業的季節，付出的心血也開花結果了，在享受這甜美果實的同時，我也由衷的感謝我的指導老師，沒有老師不厭其煩的叮嚀與教導，我想我的論文也不可能順利的完成。我也要感謝同學的互相幫忙與鼓勵，讓我學習到許多事物與獲得往前邁進的動力，當然也要感謝我的家人這一路上對我的支持，使得我可以無憂無慮的專心完成學位，最後感謝在研究所生涯裡曾經給我幫助的每一位，祝福各位一切順心，一切平安。

張智翔 謹誌于
東海大學財務金融所
民國一百零二年七月

摘要

本研究以 2012 年 2 月至 9 月外資券商對台灣電子業上市櫃公司的評等為樣本進行研究，在研究期間內共有 657 個樣本，來探討外資券商評等的績效，並進一步探討各系券商是否依循其投資建議評等進行操作。研究結果顯示亞系與美系券商對電子業的買進評等是具有資訊內涵的；各系在賣出建議上，歐系券商對電子業的賣出建議優於亞系與美系券商。在高成交量下買進評等其宣告日後的 CAR 優於低成交量窗口，而在低成交量窗口下，賣出評等的負向 CAR 會大於高成交量窗口。各系券商買賣超部分，本研究發現亞系外資在買進評等上會產生自利行為，而歐系與美系外資的賣出評等會有自利的情況。

關鍵字：投資建議評等、外資、成交量

Abstract

This study examines the value of analyst recommendations issued by foreign brokerage house for Taiwan technological companies in the Taiwan market from the period of 2012/2-2012/9. This study further investigates whether these foreign brokerage houses follow their recommendations to buy or sell their shares taking into account foreign brokerage houses from Asia, European and American. With the analysis of 657 samples, the results show that buying recommendations issued by Asian and American brokerage houses are informative. Then, the empirical evidence reveals that selling recommendations issued by European brokerage houses have superior performance relative to those from Asian and American. Brokerage houses issued buying recommendations have superior performance in the high trading volume period. However, brokerage houses issued selling recommendations in the period of low trading volume have lower CAR than those in the period of high trading volume. This paper also examines the credibility of brokerage houses. On the buying recommendations, the empirical evidence shows that Asian brokerage houses have self-interest behavior. However, on the selling recommendations, European and American brokerage houses have self-interest behavior.

Key words : analyst recommendation; brokerage house; trading volume

目錄

致謝.....	I
摘要.....	II
Abstract	III
目錄.....	IV
第一章 緒論.....	1
1.1 研究背景與動機.....	1
1.2 研究目的.....	3
1.3 實證發現.....	4
1.4 預期貢獻.....	5
1.5 研究架構.....	6
第二章 文獻探討.....	8
2.1 投資評等宣告之訊息內涵.....	8
2.2 外資券商投資評等宣告後之利益衝突.....	11
2.3 股票市場成交量的高低對報酬率的影響.....	13
第三章 研究假說.....	14
3.1 研究假說.....	14
第四章 研究方法與樣本.....	16
4.1 資料來源與樣本分配.....	16
4.2 研究方法與定義.....	19
第五章 實證結果與分析.....	22
5.1 全體外資投資建議評等宣告對電子業報酬影響.....	22
5.2 各系外資投資建議評等宣告對電子業報酬影響.....	24
5.3 市場成交量高低與外資投資建議評等對電子業報酬影響.....	28
5.4 外資投資建議評等宣告對電子業報酬迴歸分析.....	31

5.5 全體外資投資建議評等與持股變化之相關性	36
5.6 各系外資投資建議評等與持股變化之相關性	38
5.7 市場成交量高低與外資投資建議評等對外資持股變化之影響	41
5.8 外資對電子業投資建議評等宣告與持股變化之迴歸分析	44
第六章 結論與建議	49
6.1 研究結論	49
6.2 研究建議	51
參考文獻	52
1 國內文獻	52
2 國外文獻	52

表目錄

表4-1-1外資券商發佈買進、賣出與中立評等各月樣本筆數.....	18
表 5-1-1 特定窗口下全體外資評等之 CAR.....	23
表 5-2-1 特定窗口下亞系外資評等之 CAR.....	25
表 5-2-2 特定窗口下歐系外資評等之 CAR.....	26
表 5-2-3 特定窗口下美系外資評等之 CAR.....	27
表 5-3-1 特定窗口下成交量高低對外資賣出評等之 CAR.....	28
表 5-3-2 特定窗口下成交量高低對外資買進評等之 CAR.....	29
表 5-3-3 特定窗口下成交量高低對外資中立評等之 CAR.....	30
表 5-4-1 外資券商投資建議評等對(-1,1)窗口 CAR 之影響.....	34
表 5-4-2 外資券商投資建議評等對(-3,3)窗口 CAR 之影響.....	35
表 5-5-1 特定窗口下全體外資發佈投資建議評等前後持股變化.....	37
表 5-6-1 特定窗口下亞系外資發佈投資建議評等前後持股變化.....	38
表 5-6-2 特定窗口下歐系外資發佈投資建議評等前後持股變化.....	39
表 5-6-3 特定窗口下美系外資發佈投資建議評等前後持股變化.....	40
表 5-7-1 特定窗口下成交量高低對外資發佈賣出評等前後持股變化.....	41
表 5-7-2 特定窗口下成交量高低對外資發佈買進評等前後持股變化.....	42
表 5-7-3 特定窗口下成交量高低對外資發佈中立評等前後持股變化.....	43
表 5-8-1 外資券商投資建議評等對(-1,1)窗口持股變化之影響.....	47
表 5-8-2 外資券商投資建議評等對(-3,3)窗口持股變化之影響.....	48

第一章 緒論

1.1 研究背景與動機

近年來全球經濟景氣的變遷及循環速度越來越快，從 2007 年美國次級房貸風暴下，接著引發全球性的金融海嘯以及歐債危機，一連串國際性的金融危機，引起世界各國莫大的恐慌，而直接受到影響的就是各國股票市場，當然台灣股市也不能例外，所以只要國際上稍有風吹草動，國內股票市場就開始出現動盪的狀態，因此在這動盪不穩定的經濟情勢下，掌握到正確可靠的投資訊息，更是格外顯的重要了。

隨著科技與媒體的發達，現在投資人隨手都可取得任何自己所關注的資訊，當然在市場上的投資訊息，更是能輕易獲得，然而在成千上萬的訊息裡，哪些訊息是投資人依據信賴的呢？一般大眾認為專業投資機構所發佈的投資建議相對於其它市場上來源不明的訊息相比是具有相當程度的可信力的，Bauman et al.(1995) 認為買進推薦(Buy Recommendations)及其它有利的報導都會導致股價產生正向反應。蕭君怡(2005)券商投資評等公佈後的報酬表現而言，在評等公佈後一週內，此時投資評等是具有參考價值的。而在券商負面投資建議評等上，Womack(1996)認為當股票有建議賣出的報導時，該股票在宣告日後會出現顯著為負的異常報酬，並且在日後股價也沒有反轉的跡象。根據上述的研究結果，得知專業投資機構的研究報告與投資建議評等具有資訊內涵，這些專業的投資機構包含自營商、投信、外資券商，然而如果從資金或者是人力資源方面來看，外資券商的整體表現優於其他投資機構，如美林證券、摩根史坦利證券等等，因此在市場上最常見到的專業投資建議評等，以大型外資券商所發佈的為大宗。

國際主要外資券商多半在全球皆設有據點，屬於跨國性機構，所以在掌握公司資訊、制定投資策略、充裕的資金與資源後盾和交易技巧等方面，相對於本國投信法人和

自營商，大部分外資券商擁有更多的籌碼。國內市場投資人認為外資券商為一專業的研究團隊，在證券市場上有優越且迅速的資訊收集能力，並具備資料分析的能力，為資訊交易者(Information Trader)，因此將外資對個股的買賣行為視為重要的參考依據。一般投資大眾甚至認為，跟隨專業投資法人操作，在證券市場上能有所獲利。

然而外資分析師本身為投資銀行僱員，投資銀行主要業務來自經紀、自營與股票承銷業務(例如：IP 等)，其最終收入取決於抽取承銷、推銷或者買賣股票的佣金為主。故分析師利用媒體向投資者提供分析報告，透過吸引投資者購買其承銷的股票，因這類分析師有明顯的利益衝突，美國資本市場稱此類分析師為「賣方」分析師(Sell-Side Analyst)。Dechow et al.(2000)則認為賣方分析師在發行公司現金增資期間，會對其發佈過於樂觀的盈餘成長預測值，且其中以附屬於主辦承銷商的財務分析師最為明顯。但是有些學者有不同的看法 Chan et al.(2009)指出券商会依據自己分析師的投資建議評等去做買賣，沒有明顯不依據自己的投資建議評等進行買賣動作而產生圖利自己的行為。

在券商分析師所做的投資建議對股票或股票市場的報酬與績效影響的相關研究，在學術上已經有很多學者投入這個領域的研究，Bauman et al.(1995), Dechow et al.(2000), Chan et al.(2009), Morgan and Stocken (2009)等學者過去都以經有相關的研究，然而分析師發佈投資評等對於股市影響實證結果仍呈現相當程度的差異，況且券商是否存在利益衝突的現象，文獻大都持正反兩面看法，並無一致性結論。本研究針對台灣電子業並考慮股票市場成交量高低，來探討分析師的投資建議評等是否有資訊內涵，而成交量高低差異是否會對外資投資評等的報酬產生影響，這部份的相關研究相對較少。因此本研究探討，外資的投資建議評等是否隱含有資訊內含與自利行為，再者考慮股票市場成交量不穩定的情況下，本研究探討台股大盤成交量的高低差異是否會影響外資的投資建議評等的表現。因此在希望能透過這個研究，在資訊混雜的市場中篩選出合理有效的資訊，使得投資者可以更有效率的掌握到正確的投資訊息。

1.2 研究目的

外資評等相關議題的研究上，已經有不少相關的文獻，本研究是以近期，在國際上與國內經濟狀況皆不佳的情況下，探討外資投資建議評等的相關研究，並且考慮股票市場在成交量不穩定的情況下，本研究也探討成交量的高低是否會影響到外資評等的效率(資訊內涵)與買賣。

本研究之目的可歸納如下：

- 一、外資券商對個股宣告調升、調降其評等，是否會造成該公司股價產生顯著的異常報酬？
- 二、觀察在投資評等宣告前後，外資法人的持股動向及反應。
- 三、探討股票市場成交量的高低是否會影響到外資券商投資評等的資訊內涵。

1.3 實證發現

本研究採用事件研究法的市場模式(Market Model)探討近期台灣股票市場因為國際與國內經濟因素不佳情況下，外資券商投資評等的績效，因此研究期間為 2012 年 2 月 1 日至 2012 年 9 月 30 日。在研究期間內，共有 71 家公司，657 筆投資評等變動的資料，其中包括買進 402 筆，賣出 126 筆，中立 129 筆。

各系券商的投資建議評等方面，本研究實證發現歐系外資的賣出評等表現優於亞系與美系外資，而美系外資與亞系外資的買進評等在事件日後短天期窗口具有資訊內涵，在中立評等部分，亞系、歐系、美系外資的中立評等皆隱含著負向報酬，另外當考慮股票市場成交量高低不同時，外資的買進與賣出評等比較容易因為成交量高低不同而受影響，在高成交量下買進評等其宣告日後的 CAR 優於低成交量窗口宣告日後之 CAR，而在低成交量窗口下，賣出評等的負向 CAR 會大於高成交量窗口的負向 CAR，中立評等就沒有因為成交量的不同而有明顯的差異。

另外本研究利用各系外資投資建議評等與各系外資買賣超之間的關係，來探討各系外資是否存在利益衝突，本研究發現亞系外資在買進評等上會產生自利行為，歐系與美系外資的賣出評等會有自利的情況，另外成交量高低的差異對外資的買賣超確實產生影響，低成交量窗口下的賣出評等相較於高成交量窗口會有顯著的賣超情形，而買進評等在高成交量窗口下與低成交量窗口相比較，發現會有明顯的買超情形，因此外資買賣超的情況確實會受到成交量高低的差異而有所影響。

1.4 預期貢獻

本研究探討台灣股票市場因為國際與國內經濟因素不佳，股票市場成交量呈現低迷情況下，外資券商對電子業投資評等的績效。而在過去投資評等績效探討相關文獻上，大多數研究是以數個產業做探討，鮮少針對單一產業來探討，本研究針對電子業做探討，本研究也考慮到市場成交量的問題，把市場成交量分為高成交量與低成交量兩組，來探討外資評等的績效是否會受成交量高低差異的影響。

1.5 研究架構

本研究針對前述研究目的設計研究方法，逐一分析所欲探討之問題，本研究之架構介紹如下：

第一章 緒論

主要為說明研究背景與動機、研究目的、實證結果、預期貢獻，進而確定研究架構與流程。

第二章 文獻探討

主要分三方面回顧國內外相關文獻，探討有關分析師所發佈目標價與投資評等之實證研究，包含投資建議評等宣告之資訊內涵、外資券商投資評等宣告之利益衝突，以及股票市場成交量對股票報酬影響之相關研究。

第三章 研究假說

本章主要為設立本研究欲探討之研究主題。

第四章 研究方法

本章主要說明研究假說、資料來源、研究期間、樣本選取標準以及本研究所採用的研究方法。

第五章 實證結果與分析

本章主要是整理說明實證研究結果，並對各項結果進行分析與解釋。

第六章 結論與建議

統整研究結論、研究限制，並且對後續研究提出建議。

第二章 文獻探討

關於外資評等相關實證研究上，在國內先前已有不少學者做過研究，但是近幾年來，國際經濟情勢非常不穩定，先是美國次級房貸危機，緊接而來就是歐盟的歐債問題，且歐債問題目前還是持續發展中，還未受到完全控制，再者因國內受到開徵證所稅的影響，使得國內證券市場飽受內憂外患之衝擊，因此本研究想在此探討外資券商，從 2012 年 2 月至 9 月來對國內上市櫃電子公司股價表現的評等能力。

本章主要目的為回顧之前學者所提出有關於外資券商投資建議評等與投資領域的相關文獻共分成三個部分。第一部分為介紹投資評等宣告之資訊內涵，第二部分為外資券商在投資評等宣告後之買賣行為，第三部分為股票市場成交量的高低對股票報酬率之影響。

2.1 投資評等宣告之訊息內涵

在證券市場上，充滿著各式各樣的消息面，不管是有所依據或者是無從查證的消息，每天都會出現在電視報導或者平面媒體上，而出現這麼多消息面的主要原因則是因為市場眾多投資者的需求所致，投資者都想取得對自己有利的訊息，在市場上尋找獲利的機會，而眾多訊息的來源又以專業的法人投資機構所釋放出的訊息最有依據，也最被市場投資者所關注，而在台灣的專業投資機構又以外資法人占台股成交量的比例最大，這些外資法人就是我們一般所認知的外資券商，它們時常針對市場上的產業、公司提出投資建議評等及研究報告，而這些外資的專業評等更是受到市場投資者所青睞。

這些報告都是經過外資券商專業分析師針對各個產業與每家公司的基本面，以及未來的前景等諸多因素做為考量後所產生的報告，而這些投資建議評等或報告宣告後若對

股價產生異常報酬，表示其中有隱含資訊內涵的存在。Loh and Stulz (2011)假設如果分析師所推薦的個股股價變動方向和分析師所建議的方向一致的話，這個股票的投資建議評等就具有參考價值，當券商的分析師發佈的投資建議評等在過去相對其他分析師有影響力的話，未來券商的股票買賣投資建議評等也將比較有影響力，而且當公司同時受到多家券商推薦時，公司的股價通常就會有比較大幅度的反應。若投資建議評等宣告後沒有產生異常報酬或是股價與投資建議評等呈現相反走勢時則代表評等不具有資訊內涵。Morgan and Stocken (2009) 市場投資人對券商分析師發佈的投資建議評等缺乏信心，因為有些時候股價的變動方向和券商評等的方向是呈現相反的走勢而且來自於在券商股票買賣推薦的紀錄之中，買進評等遠比賣出評等的推薦要多，由此看出即使一家公司的營運狀況不佳或是受到外部經濟的衝擊，券商依然不希望調降公司的投資評等。

首先在正向的分析師投資評等及相關文獻，Bauman et al.(1995) 認為買進推薦(Buy Recommendations)及其它有利的報導都會導致股價產生正向反應。Womack(1996)針對美國 14 家主要券商給予客戶之各種投資建議，探討分析師是否具有選股、擇時能力，他發現分析師推薦的股票是有資訊內涵，而且在股價的反應是立即且持續性的。Chan and Fong(1996)依買進、買進並長期持有、賣出、等推薦類型，探討分析師推薦資訊是否具有資訊內涵，他們發現於宣告日兩日內具正向顯著之異常報酬。接著黃思衡(2004) 外資券商的投資評等宣告，在宣告期間內會對股價造成影響，調升評等的宣告會產生正的異常報酬。蕭君怡(2005)評等公佈後的報酬表現而言，作者指出在評等公佈後一週內，此時投資評等是具有參考價值的，另外整體來說外資券商評等的表現又較國內券商評等的表現佳。Jegadeesh and Kim(2006)以 G7 國家分析師投資建議為樣本，來探討工業大國分析師的投資建議對股票價格的影響，作者發現除了義大利之外，G7 所有國家股價在投資建議被修正後會有明顯反應。

當考慮投資評等的及時性，Schlumpf et al.(2008)以第一手資訊與第二手資訊所帶來

的股票報酬變化作分析，作者採用瑞士專業財經報紙的推薦訊息為研究對象。作者採用事件研究法以 1988 年 1 月 1 日至 2001 年 12 月 31 日的資料為樣本作研究。結果顯示，一手資訊和二手資訊發佈當日皆具有顯著正向超額報酬，而以第一手資訊所帶來的報酬較大。另外考慮外資體系對不同產業別的投資建議上，周漢文(2010)以本土與外國券商，對於 40 檔台灣上市公司所發布研究報告之價值，研究發現美系券商在買進建議上其累積異常報酬有優於歐系、亞系及本土券商的表現；另外其它各系在賣出建議上並無特別優勢。在產業別上，美系外資在電子、金融及傳產業皆有較佳的表現。依分析師等級差異來探討投資評等績效，Salva and Sonney(2011)把分析師等級分為國家等級與區域部門等級，然後去探討這兩種等級分析師投資建議的績效，結果發現國家等級分析師的績效明顯優於區域部門等級分析師的績效。

至於在負向投資評等相關文獻部分，Huth and Maris(1992)及Bauman et al.(1995)與Womack(1996)均認為當股票有建議賣出的報導時，該股票在宣告日後會出現顯著為負的異常報酬，並且在日後股價也沒有反轉的跡象。黃守義(2002)以外資券商調降上市公司中存貨過多的高科技資訊電子廠商評等為樣本，探討存貨多寡是否與股價高低具關聯性。實證顯示在觀察期內的累積異常報酬大致上為負向，說明存貨積壓情形對於投資者而言是一項負面消息，因此證明調降投資評等有資訊內涵。黃思衡(2004) 外資券商的投資評等宣告，在宣告期間內會對股價造成影響，而調降評等的宣告則會產生負的異常報酬。

2.2 外資券商投資評等宣告後之利益衝突

在證券市場上，經常會發現外資券商對某公司發出買進評等後，接下來的數個交易天，甚至持續更久的交易天都是在做賣出的動作；或者是外資券商對某公司做出賣出的評等，可是在評等宣告日的前後，外資實際的動作卻是反手買進股票，這種不依據自己發佈的投資評等進行買賣反而逆向操作的行為在市場上，常常迷惑了投資人，使得接受到這些訊息的投資大眾覺得無所適從，對外資券商的投資評等報告的信任程度也會下降。外資券商的言行不一致，其背後可能因為券商存在自利的誘因，在發佈投資評等之前或之後進行佈局以達到套利，或者是與上市櫃公司或國外法人相互配合以掩護它們之間的資金移動，如此一來短時間或許可獲得自我利益，但是對投資者的利益可能會有衝突的情況出現，但長時間下對券商的聲譽與形象會產生負面影響，給市場投資者帶來不好的印象。

Dugar and Nathan(1995)研究發現，在投資銀行工作的分析師有財務上的誘因而進行自我利益極大化，傾向於發佈較有利於自己的預測，因此他們做出的盈餘預測及投資評等報告會比其他分析師來得樂觀。但是就預測值的精準度來說兩者沒有存在明顯差異，說明了這些投資銀行同時也很重視聲譽，其自利行為並不明顯。而黃姿婷(2003)以台灣八大綜合證券商為研究對象，研究券商所屬分析師是否存在利益衝突。研究結果發現，大部分券商分析師不會在自營部門大幅買賣股票動作之前後時間點，配合發佈較樂觀或悲觀的投資評等以利其買賣行為，也不會因其他因素(如券商與發行公司間承銷關係)而發佈較自利的投資評等，證明券商對於聲譽看重程度，自我利益的衝突的程度很低。Chan et al.(2009)指出券商會依據自己分析師的投資建議評等去做買賣，沒有明顯不依據自己的投資建議評等去做買賣而產生圖利自己的行為。

在券商有明顯自利行為相關文獻上，Irvine et al.(1998)以1994年至1995年以20家券商

為研究對象，這些券商同時對其客戶提供兩種服務：分別是共同基金操作及其所附屬的分析師所提供的預測及推薦報告，作者認為資產管理部門與研究部門可能會因公司利益極大化，而使得兩部門無法完全獨立。實證結果顯示，當共同基金經理人在其所管理的基金組合內新增加某一證券後，其附屬分析師所發佈之預測值會較其他分析師來得較樂觀且不準確；當基金組合剔除某一證券時，其附屬分析師所提供之預測會較其他分析師來得悲觀，可是在預測準確度上並無明顯不準確。Dechow et al.(2000)認為賣方分析師在發行公司現金增資期間，會對其發佈過於樂觀的盈餘成長預測值，且其中以附屬於主辦承銷商的財務分析師最為明顯。此外作者亦發現發行公司支付給承銷商的費用與其附屬財務分析師對該發行公司所發佈的盈餘成長預測值呈現正相關。蕭君怡(2005)以券商在投資評等公佈前後針對券商自己的買賣行為，檢驗外資券商與國內券商的投資評等是否具有一定的公信力。實證結果顯示，外資券商與國內券商皆在評等公佈前就先進場佈局，但外資券商較有獲取超額報酬的能力，且外資券商在評等公佈後也較有跟隨自己的投資評等去做買賣。

2.3 股票市場成交量的高低對報酬率的影響

在股票市場上，股票的成交量常常與股票市場報酬率有著緊密的關聯，常常可以在電視媒體看到因為股票市場的高成交量，或者是低成交量影響大盤指數報酬率，過去國內學者也曾做過相關研究。Osborne (1959) 為最早提出價格變動與交易量相關理論，發現股價的絕對值與交易量呈現正向關係。另外Morse(1980)針對NYSE之50種高成交量股票做研究，其研究中發現，當股票成交量高時，報酬會呈現正向序列相關。國內學者部分，易嘉蓉(2009)探討股票指數報酬率與成交量的關係，作者利用向量自我迴歸模型(VAR)探討台灣股票市場中「股價指數、成交量、融資餘額、融券餘額及三大法人買賣超」，作者指出股票市場的成交量與報酬率之間是有緊密的關係存在。

先前許多文獻都指出股票市場成交量與報酬率有密切的關係，然而當股票市場在低成交量時期，分析師所出的投資評等報告，是否會有異常報酬，這點是我們所好奇，我們所感興趣的，且這部分過去國內學者甚少去做研究，因此在這裡我們把股票市場的成交量與分析師的投資建議評等做結合，來探討股票市場的成交量是否會對外資分析師的投資建議評等造成報酬率上的影響。

在這個部分我們以樣本期間內，大盤每月成交量取中位數，來做為衡量成交量高低的依據，只要是每月成交量高於大盤每月成交量中位數，我們就稱此月份為高成交量月份，反之則稱其為低成交量月份，把樣本分成高成交量與低成交量兩組，來探討外資券商投資建議評等表現是否會受到成交量高低差異的影響。

第三章 研究假說

3.1 研究假說

由於大型外資券商為專業投資機構，因此其擁有的資金以及資源也較其它投資機構充裕，如美林證券、摩根史坦利證券等大型跨國券商，在全球各地擁有多個研究據點，因此能提供給客戶最即時廣泛的資訊，所以在一般大眾的認知上，大型外資券商所提供的投資建議評等是具有參考價值。在相關文獻上Bauman et al. (1995), Womack (1996), 蕭君怡(2005)與Sonney(2011)皆指出外資的投資建議評等是具有資訊內涵。

H1:外資券商投資評等有明顯的平均累積異常報酬。

而眾多外資中，本研究依據投資建議評等在媒體的曝光程度，區分成三個主要的體系，分別是亞系、歐系、美系三個體系券商，在各系券商的累積異常報酬裡周漢文(2010)以台灣股票市場為研究，發現美系券商在買進建議上其累積異常報酬有優於歐系、亞系券商的表現，而其它各系在賣出建議上並無特別優勢。

H2:不同體系外資投資建議評等有不同平均累積異常報酬。

而在外資券商發佈投資建議評等後，投資人重視的是外資券商是否有依據自身發佈的評等進行投資操作，因為媒體上經常出現外資券商的投資行為，與其自身發佈的投資建議評等相抵觸的情形。Chan et al.(2009)指出券商会依據自己分析師的投資建議評等去做買賣，沒有明顯不依據自己的投資建議評等去做買賣，因而產生圖利自己的行為。

H3:外資券商会依據自己投資建議評等去買賣，沒有與自身發佈的投資建議評等相抵觸的情形。

另外在股票市場上，股票的成交量與股票市場報酬率有著緊密的關聯，經常可以在電視媒體看到股票市場的高成交量，或者是低成交量影響大盤指數，過去學者也曾做過相關研究。Osborne（1959）為最早提出價格變動與交易量相關理論，發現股價的絕對值與交易量呈現正向關係。另外Morse(1980)針對NYSE之50種高成交量股票做研究，其研究中發現，當股票成交量高時，報酬會呈現正向序列相關。易嘉蓉(2009)探討股票指數報酬率與成交量的關係，作者利用向量自我迴歸模型(VAR)探討台灣股票市場中「股價指數、成交量、融資餘額、融券餘額及三大法人買賣超」，作者指出股票市場的成交量與報酬率之間是有緊密的關係存在。

H4:大盤成交量高低會影響外資投資評等的資訊內涵。

第四章 研究方法與樣本

4.1 資料來源與樣本分配

一、資料來源

本研究資料來源有二：各券商的投資評等資料來源為TEJ台灣經濟新報，各券商的買賣超及個股的報酬率、成交量及流通在外股數資料則是取自CMONEY法人投資決策資料庫。本研究的主題為國外券商的投資評等績效之探討，因為TEJ資料庫所公佈的外資投資建議評等，資料詳細且完整度高，因此我們的外資投資建議評等資料來源取自於TEJ。本研究為探討近期台灣股票市場因為受到國際與國內經濟因素不佳情況下，外資券商投資評等的績效，因此研究期間為2012年2月1日至2012年9月30日。

二、取樣原則

本研究選擇目前在台灣較知名的外資券商為主(共15家)，一方面由於他們囊括了大約四分之三的外資市占率，另一方面由於他們的高知名度及商譽，其所公佈的研究報告較容易為一般投資人取得及參考。這些外資券商可分為三個體系，列舉如下：

(1) 歐系外資：瑞銀證券(UBS)、里昂證券(CLSA)、德意志證券(Deutsche Bank)、瑞士信貸證券(CFSB)、法銀巴黎證券(BNP PARIBAS)、巴克萊證券(Barclays)，共計六家。

(2) 美系外資：美林證券(Merrill Lynch)、摩根史坦利證券(Morgan Stanley)、高盛證券(Goldman Sachs)、花旗環球證券(Citigroup)、摩根大通證券(JP Morgan)共計五家。

(3) 亞系外資：上海匯豐證券(HSBC)、野村證券(Nomura)、大和證券(Daiwa)、麥格里證券¹(Macquarie)，共計四家。

自2012年2月1日到2012年9月30日外資券商對個股所宣告所有投資評等，共計 657 筆。接著在投資評等資料處理上，每家券商投資評等系統皆不太一樣，大致上可分為下列幾種評等級距：

- (1) 五種評等：買進(Buy)、具吸引力(Attractive)、表現平平(Neutral)、不具吸引力(Unattractive)、賣出(Sell)。
- (2) 四種評等：強力買進(Strong Buy)、買進(Buy)、表現平平(Neutral)、賣出(Sell)。
- (3) 三種評等：加碼(Overweight)、觀望(Neutral)、減碼(Underweight)；或低於市場表現(Market Underperformer)、符合市場表現(Market Performer)、超越大盤表現(Market Out performer)。
- (4) 其他評等：有些評級會考慮風險而另外再加以區分。例如瑞銀證券的Buy1，風險較低；而Buy2則表示風險中等。

本研究以評等調整後的方向，區分「買進」、「賣出」及「中立」。例如，美林證券將台積電的投資評級由原來的觀望調整成加碼，則歸類為買進的樣本，另外本研究考慮評等的完整性，把投資評等為中立之樣本考慮進來。

三、樣本分配

在本研究期間內，共有71家公司，657筆投資評等變動的資料，其中包括買進402筆，賣出126 筆，中立129筆。各月樣本整理如下：

表4-1-1外資券商發佈買進、賣出與中立評等各月樣本筆數

月份	2	3	4	5	6	7	8	9	總計
買進樣本數	46	30	46	57	60	76	42	45	402
賣出樣本數	29	5	8	12	10	25	24	13	126
中立樣本數	24	8	17	12	16	22	23	7	129
總計	99	43	71	81	86	123	89	65	657

¹麥格理證券原屬澳洲券商，可是因地緣關係，亞洲業務佔其營業龐大的比例，故本研究把麥格理證券納入亞系證券作研究探討。

4.2 研究方法與定義

本研究採用事件研究法來檢驗外資券商投資評等的表現，首先介紹事件研究法的理論，接著利用事件研究法來檢驗總樣本期間的報酬表現，並將外資券商細分歐系與美系以及亞系檢定股票報酬差異性，以瞭解不同體系之下外資券商評等績效是否有顯著不同。

探討某一事件的發生是否會引起股價的異常變動，最佳的檢驗方法就是事件研究法。在文獻上事件研究法又分數種模式，本研究是依據Brown and Warner(1985)提出的市場模式，來估計個別公司正常報酬率，因為市場模式(Market Model)最為簡明易懂且在準確度上與其他複雜模式一樣好，因此本研究採用市場模式(Market Model)作為研究的依據。

1.事件日之確定：

所謂的事件日係指，市場「接收」到該事件相關資訊的時點，而非該事件實際發生之時點。因分析師宣告當時投資人不一定能即時得到資訊，因此本研究以TEJ台灣經濟新報所載明券商公佈評等的日期，亦即消息首次見報當日為事件日($t = 0$)

2、事件期：本研究取事件日前後30個交易日為事件期(即day-30至day+30)，來檢定有無資訊內涵。

3、估計期：本研究取事件日前180至31個交易日共150天為估計期(即day-180至day-31)。

4、市場模式：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad t = -180, -179, \dots, -31$$

其中，

R_{it} ：第*i*個評等在估計期的實際報酬率，

R_{mt} ：在估計期的台灣加權股價指數報酬率，

α_i 及 β_i ：為估計參數值，

ε_{it} ：殘差項，

利用估計期計算得出參數 $\hat{\alpha}_i$ 及 $\hat{\beta}_i$ ，可用來推估，若事件期未受到所要研究的事

件或資訊干擾時，股票*i*應有之報酬率。不受事件干擾的股票預期報酬模型如下：

$$E(\hat{R}_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$$

R_{mt} ：為事件期時某一天的台灣加權股價指數報酬率，

$E(\hat{R}_{it})$ ：預期股票 *i* 若未受到事件干擾時的報酬率，

4. 估計個股異常報酬率(Abnormal Returns, AR)：

異常報酬即是以個股*i*在事件期某一日的實際報酬減去預期報酬：

$$AR_{it} = R_{it} - E(\hat{R}_{it})$$

AR_{it} ：股票*i*在事件期某一日之異常報酬，

R_{it} ：股票*i*在事件期某一日的實際報酬，

$E(\hat{R}_{it})$ ：股票*i*在事件期某一日的預期報酬，

5. 平均異常報酬率(Average abnormal return ; AAR) :

其中，

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n AR_{it} = , t = -30 \dots 30$$

AAR_t 為第 t 日之平均異常報酬率

N 為在第 t 日內之樣本總數

6. 累積平均異常報酬率(Cumulative average abnormal return ; CAR) :

$$CAR_{t_1, t_2} = \sum_{i=1}^{t_2} AAR_i$$

其中，

CAR_{t_1, t_2} 為從第 t_1 日至第 t_2 日之累積平均異常報酬率

6. 檢定累計平均異常報酬率：

$$H_0 : CAR(t_1, t_2) = 0$$

$$H_1 : CAR(t_1, t_2) \neq 0$$

第五章 實證結果與分析

本章分為兩個部分來進行實證分析。第一部分主要探討市場對於外資所發佈投資評等在宣告日前後對異常報酬的影響；第二部分主要針對各系外資在投資評等宣告前後是否存在異常買賣超行為來進行分析。

5.1 全體外資投資建議評等宣告對電子業報酬影響

為了衡量外資投資建議評等宣告對股價報酬率的影響，本研究使用事件研究法對研究所收集的樣本進行實證，把投資建議評等分為賣出、買進、中立三種，且把外資投資建議評等在宣告日前後分成(-10,0)、(-5,0)、(-1,0)、(0,10)、(0,5)、(0,1)、(-5,5)、(-3,3)、(-1,1)共9個不同事件窗口，並探討各窗口累積平均異常報酬率(CAR) 及其t 統計值。

表 5-1-1 為全體外資沒有區分體系，外資對電子業個股投資建議評等的 CAR，發現賣出建議評等部分在事件日前的窗口(-10,0)、(-5,0)、(-1,0)有負向的 CAR，而在事件日後的窗口(0,5)、(0,1)的 CAR 也有負向的報酬，這些窗口的平均累積異常報酬都有顯著負向的情形。事件日前的窗口有負向的 CAR，其原因可能為外資在發佈賣出評等前，股票的負面訊息已經被公佈在市場，使得市場已經先有負向的報酬反應，當外資發佈賣出評等後，外資的賣出評等對事件日後的 CAR 持續產生負向的報酬，表示外資的賣出評等在市場上受到投資人的重視，使得事件日後股票持續維持負向報酬，因此在短時間內外資的賣出評等對市場具有影響力。另外在買進評等部分事件日後(0,5)、(0,1)兩個窗口有正向的 CAR 分別是 0.502%與 0.521%表示外資的買進評等在市場上受到投資者信賴，能夠影響投資者的決策，因而在事件日後產生顯著異常報酬，可是此現象會隨著時間的增加而產生遞減的情形，因此在事件日後短天期時間外資對個股的買進評等存在正向的異常報酬，表示在事件日後短時間內外資買進評等可以影響市場投資者，因此整體

來說外資的買進評等提供投資人有效的訊息。最後在中立評等部分(-10,0)、(-5,0)、(-1,0)、(0,10)、(0,1)、(-5,5)、(-3,3)、(-1,1)這些窗口存在顯著負向平均累積異常報酬，意味著外資券商發佈的中立評等隱含負向報酬的可能。在表 5-1-1 中發現外資賣出評等(0,1)、(0,5)兩個窗口所帶來的負向報酬是大於買進評等的正向報酬，由此可看出市場對外資賣出與買進評等的反應程度不一致。

表 5-1-1 特定窗口下全體外資評等之 CAR

Window	賣出		買進		中立	
	CAR	T 值	CAR	T 值	CAR	T 值
(-10,0)	-2.406***	-2.896	0.214	0.586	-2.480***	-3.162
(-5,0)	-2.564***	-3.695	0.276	0.995	-2.141***	-3.398
(-1,0)	-2.345***	-4.869	0.584***	2.895	-1.465***	-3.314
(0,10)	-1.225	-1.591	-0.100	-0.286	-1.127**	-2.053
(0,5)	-1.078*	-1.690	0.502*	1.766	-0.410	-0.845
(0,1)	-0.903*	-1.912	0.521**	2.331	-0.862**	-2.312
(-5,5)	-2.656***	-3.138	0.308	0.840	-1.993***	-2.710
(-3,3)	-2.815***	-3.929	0.493	1.565	-2.049***	-3.065
(-1,1)	-2.262***	-3.735	0.635**	2.474	-1.770***	-3.526

註： *表 0.1 顯著水準，**表 0.05 顯著水準，***表 0.01 顯著水準

5.2 各系外資投資建議評等宣告對電子業報酬影響

在探討全體外資投資建議評等對電子業個股影響後，本研究想探討不同外資體系的評等對電子業個股報酬的影響，因此把外資券商體系分成亞系、歐系、美系三種體系，分別探討各系外資對電子業的投資建議評等是否帶來資訊內涵或其他訊息。表 5-2-1 是亞系外資對個股投資建議評等的 CAR，在賣出評等部分事件日前窗口(-1,0)有顯著的負向異常報酬，表示市場上可能已出現負面消息使得窗口(-1,0)有劇烈的負向 CAR，而賣出評等宣告後市場上沒有明顯負向的 CAR，表示亞系外資的賣出評等對於市場或投資人來說影響力是不明顯的。亞系外資買進評等方面窗口(0,5)有顯著的累積異常報酬，表示在事件日後亞系外資買進評等對股票產生正向的 CAR，象徵亞系外資的買進評等能為投資者帶來正向的異常報酬。中立評等部分(-10,0)、(-5,0)、(-1,0)、(-5,5)、(-3,3)、(-1,1)等六個窗口有顯著的負向平均累積異常報酬，表示亞系外資的中立評等可能隱含有負向報酬的訊息。

表 5-2-1 特定窗口下亞系外資評等之 CAR

Window	賣出		買進		中立	
	CAR	T 值	CAR	T 值	CAR	T 值
(-10,0)	-1.885	-1.112	0.597	0.659	-4.831***	-2.753
(-5,0)	-2.354	-1.445	1.178	1.352	-4.822***	-3.109
(-1,0)	-3.016**	-2.704	0.664	1.349	-2.195*	-1.869
(0,10)	0.183	0.094	1.059	1.182	-1.476	-1.587
(0,5)	-0.666	-0.443	1.755*	1.701	-0.561	-0.652
(0,1)	-1.103	-0.827	0.341	0.857	-1.204	-1.551
(-5,5)	-1.905	-0.911	2.488*	1.645	-4.298***	-2.817
(-3,3)	-3.060*	-1.720	1.578	1.536	-2.659*	-1.792
(-1,1)	-2.799*	-1.914	0.561	1.050	-2.315*	-1.956

註： *表 0.1 顯著水準，**表 0.05 顯著水準，***表 0.01 顯著水準

表 5-2-2 是歐系外資對個股投資建議評等的 CAR，賣出部分在事件日前窗口(-1,0)有顯著的負向報酬，而事件日後有(0,10)、(0,5)、(0,1)共 3 個窗口有顯著的負向平均累積異常報酬，表示歐系外資在賣出評等對整個市場具有顯著且明顯的影響力。但是在買進評等部分本研究發現只有靠近事件日的窗口(-1,0)有正向的顯著異常報酬。買進評等發佈後發現對 CAR 沒有顯著的影響，象徵歐系外資的買進評等對股票報酬影響程度有限。在中立評等方面(-1,0)、(-1,1)兩個靠近事件日的窗口有顯著負向平均累積異常報酬，表示在中立投資評等公佈前後短暫的出現負向的異常報酬，隱含歐系外資中立評等帶有負向的報酬的可能。

表 5-2-2 特定窗口下歐系外資評等之 CAR

Window	賣出		買進		中立	
	CAR	T 值	CAR	T 值	CAR	T 值
(-10,0)	-1.726	-1.127	0.149	0.305	-1.487	-1.299
(-5,0)	-1.889	-1.630	0.107	0.279	-0.939	-1.103
(-1,0)	-2.451***	-3.124	0.556*	1.880	-1.156**	-1.975
(0,10)	-3.143***	-2.789	-0.282	-0.566	-0.882	-0.963
(0,5)	-2.040**	-2.087	0.234	0.562	-0.271	-0.359
(0,1)	-1.691**	-2.389	0.561	1.600	-0.635	-1.023
(-5,5)	-2.761*	-1.979	-0.147	-0.293	-1.024	-0.976
(-3,3)	-3.013**	-2.451	0.248	0.557	-1.340	-1.418
(-1,1)	-2.974***	-3.151	0.628	1.610	-1.607**	-2.162

註： *表 0.1 顯著水準，**表 0.05 顯著水準，***表 0.01 顯著水準

表 5-2-3 為美系外資對個股投資建議評等的 CAR，在賣出評等部分(-10,0)、(-5,0)、(-1,0)等 3 個事件日前窗口有顯著的負向 CAR，可是在事件日後賣出評等對市場的 CAR 沒有明顯的衝擊，因此本研究發現美系外資的賣出評等與其它系外資相比下，美系外資的賣出評等對股票報酬的影響力較小。而買進評等有(-1,0)、(0,1)、(-1,1)三個接近事件日的短天期窗口有顯著正向的平均累積異常報酬，表示投資人依據美系外資的評等作買進，在短天期時間下可以在市場上獲得利潤。中立評等部分共有(-5,0)、(-1,0)、(-3,3)、(-1,1)四個窗口有負向的平均累積異常報酬，表示美系外資中立評等公佈前後的幾天有顯著的負向報酬存在，象徵中立評等帶有負向報酬。

表 5-2-3 特定窗口下美系外資評等之 CAR

Window	賣出		買進		中立	
	CAR	T 值	CAR	T 值	CAR	T 值
(-10,0)	-3.164***	-2.666	0.278	0.403	-2.120	-1.607
(-5,0)	-3.192***	-3.088	0.373	0.760	-1.803*	-1.763
(-1,0)	-1.987***	-2.700	0.858**	2.239	-1.353*	-1.886
(0,10)	-0.2107	-0.185	-0.244	-0.374	-1.173	-1.235
(0,5)	-0.592	-0.606	0.758	1.513	-0.464	-0.527
(0,1)	-0.394	-0.571	0.729**	2.037	-0.895	-1.521
(-5,5)	-2.873**	-2.292	0.495	0.776	-1.636	-1.251
(-3,3)	-2.555**	-2.497	0.767	1.329	-2.425**	-2.057
(-1,1)	-1.469	-1.574	0.951**	2.169	-1.616*	-1.957

註： *表 0.1 顯著水準，**表 0.05 顯著水準，***表 0.01 顯著水準

從前述結果看出歐系外資相對於亞系與美系外資，歐系外資的賣出評等的影響力是相對顯著的；而美系外資與亞系外資的買進評等在事件日後短天期窗口對於投資人是具有資訊內涵，在中立評等部分，亞系、歐系、美系外資的中立評等皆隱含著負向報酬。

5.3 市場成交量高低與外資投資建議評等對電子業報酬影響

先前關於分析師投資評等的相關文獻沒有考慮股票成交量高低的差異對評等報酬帶來的影響，因此在本節本研究探討當股市成交量高低不同時，成交量高低的差異是否會影響外資個股投資建議評等的 CAR。

表 5-3-1 中可看到在成交量大小不同的差異，外資的賣出評等對股票報酬是有影響的，在(-1,0)、(0,10)、(0,5)三個窗口的 CAR 因為成交量的不同呈現顯著的差異，表示外資賣出評等發佈 10 天內，在高成交量窗口下會有較小的負向 CAR，但是低成交量的窗口會出現較大的負向 CAR，因此從表 5-3-1 得知成交量高低的差異會影響各股 CAR 的表現。

表 5-3-1 特定窗口下成交量高低對外資賣出評等之 CAR

Window	H		L		H-L	
	CAR	T 值	CAR	T 值	CAR	T 值
(-10,0)	-2.346**	-1.993	-2.483**	-2.145	0.137	0.083
(-5,0)	-3.172***	-2.895	-1.777**	-2.459	-1.395	-1.063
(-1,0)	-3.291***	-4.600	-1.122*	-1.972	-2.169**	-2.373
(0,10)	0.449	0.449	-3.387***	-2.953	3.837**	2.521
(0,5)	-0.050	-0.066	-2.403**	-2.267	2.352*	1.801
(0,1)	-0.492	-0.708	-1.433**	-2.377	0.940	1.022
(-5,5)	-1.977*	-1.712	-3.530***	-2.847	1.552	0.916
(-3,3)	-2.584***	-2.633	-3.112***	-2.959	0.527	0.367
(-1,1)	-2.538***	-2.894	-1.904**	-2.357	-0.633	-0.531

註 1: *表 0.1 顯著水準，**表 0.05 顯著水準，***表 0.01 顯著水準

註 2: H 表高成交量的 CAR

註 3: L 表低成交量的 CAR

註 4: H-L 表高成交量的 CAR 減低成交量的 CAR

表 5-3-2, 發現成交量高的窗口其 CAR 有大於成交量較小的窗口的現象, 而窗口(0,10) 在成交量高低差異時有明顯不同的 CAR, 其高成交量窗口在買進評等發佈後 10 天的 CAR 為 0.731% 優於低成交量窗口的 -0.667%, 而評等公佈前窗口(-10,0)也有一樣的情形, 其中窗口(0,10)的 CAR 受成交量影響的程度大於窗口(-10,0), 所以成交量高低的差異確實會影響外資買進評等的 CAR。

表 5-3-2 特定窗口下成交量高低對外資買進評等之 CAR

Window	H		L		H-L	
	CAR	T 值	CAR	T 值	CAR	T 值
(-10,0)	0.955*	1.734	-0.2924	-0.606	1.248*	1.704
(-5,0)	0.638	1.393	0.028	0.083	0.609	1.061
(-1,0)	0.949***	3.092	0.334	1.257	0.614	1.512
(0,10)	0.731	1.608	-0.667	-1.336	1.398**	2.070
(0,5)	0.630*	1.686	0.414	1.023	0.216	0.393
(0,1)	0.771***	2.691	0.349	1.090	0.421	0.980
(-5,5)	0.663	1.254	0.066	0.132	0.597	0.819
(-3,3)	0.778*	1.745	0.297	0.686	0.481	0.773
(-1,1)	1.114***	3.299	0.307	0.845	8.067	1.624

註 1: *表 0.1 顯著水準, **表 0.05 顯著水準, ***表 0.01 顯著水準

註 2: H 表高成交量的 CAR

註 3: L 表低成交量的 CAR

註 4: H-L 表高成交量的 CAR 減低成交量的 CAR

表 5-3-3 發現成交量高低差異確實對外資發佈的中立評等產生影響，表中窗口(0,10) 因為成交量高低不同而使得 CAR 有顯著的差異，在低成交量(0,10)窗口下，中立評等有顯著的負向 CAR -2.283%，而在高成交量窗口有 CAR 0.122%可是不顯著，整體而言外資的中立評等受成交量高低差異的影響程度相對於買進與賣出評等是相對不明顯的。

表 5-3-3 特定窗口下成交量高低對外資中立評等之 CAR

Window	H		L		H-L	
	CAR	T 值	CAR	T 值	CAR	T 值
(-10,0)	-2.014*	-1.856	-2.910**	-2.569	0.895	0.571
(-5,0)	-3.169***	-3.089	-1.188	-1.598	-1.981	-1.564
(-1,0)	-1.848**	-2.563	-1.109**	-2.095	-0.738	-0.826
(0,10)	0.122	0.156	-2.283***	-3.068	2.405**	2.222
(0,5)	0.378	0.566	-1.138	-1.648	1.517	1.578
(0,1)	-0.368	-0.699	-1.318**	-2.517	0.950	1.278
(-5,5)	-2.089*	-1.969	-1.903*	-1.852	-0.186	-0.126
(-3,3)	-2.793***	-2.731	-1.360	-1.562	-1.432	-1.066
(-1,1)	-1.515**	-2.082	-2.005***	-2.876	0.489	0.485

註 1: *表 0.1 顯著水準，**表 0.05 顯著水準，***表 0.01 顯著水準

註 2: H 表高成交量的 CAR

註 3: L 表低成交量的 CAR

註 4: H-L 表高成交量的 CAR 減低成交量的 CAR

在考慮股票市場成交量高低不同時，外資的買進與賣出評等較容易因為成交量高低差異而受到影響，在市場處於高成交量時，買進評等宣告日後的 CAR 優於低成交量窗口宣告日後之 CAR；而賣出評等在宣告日後的 CAR，其在低成交量時相對於高成交量窗口會有較大的負向報酬；而中立評等就沒有因為成交量的不同在報酬上產生明顯的差異。

5.4 外資投資建議評等宣告對電子業報酬迴歸分析

在這一節裡，本研究使用迴歸模型來分析外資投資建議評等宣告對電子業的影響，本研究模型如下：

$$CAR(t_1, t_2) = \beta_1 \text{Recommend Buy} + \beta_2 \text{Recommend Sell} + \beta_3 \text{Series A} + \beta_4 \text{Series E} + \beta_5 \text{Volume} + \varepsilon$$

變數定義：

(一)應變數

$CAR(t_1, t_2)$ ：事件窗口(t_1, t_2)之累積異常報酬，本研究迴歸分析以(-1,1)與(-3,3)兩個窗口的平均累積異常報酬為應變數。

(二)自變數

Recommend Buy：外資券商發佈買進評等，

Recommend Sell：外資券商發佈賣出評等，

Series A：美系外資發佈之投資評等，

Series E：歐系外資發佈之投資評等，

Volume：台灣上市股票市場之成交量，

*Buy*Volume*：股票市場在高成交量下外資發佈買進評等，

*Sell*Volume*：股票市場在高成交量下外資發佈賣出評等，

*Buy*Series A*：美系外資發佈買進評等，

*Buy*Series E*：歐系外資發佈買進評等，

*Sell*Series A*：美系外資發佈賣出評等，

*Sell*Series E*：歐系外資發佈賣出評等，

*Series A*Volume*：美系外資在高成交量下發佈之投資評等，

Series E Volume*：歐系外資在高成交量下發佈之投資評等，

ε :殘差，

表 5-4-1 為各項變數與其交乘項對(-1,1)三天期窗口 CAR 的影響，在迴歸式(1)發現外資券商發佈的買進評等對 CAR 帶來顯著的正向報酬，表示外資券商的買進評等整體來說確實能夠影響投資人投資行為以及股票的報酬。迴歸式(2)探討買進評等與成交量對 CAR 的影響，發現只有全體外資券商發佈買進評等對 CAR 有顯著正向的影響，表示投資人若在(-1,1)短天期窗口下，依據外資買進評等操作股票，整體來說外資買進評等可以替投資人帶來正向報酬，其餘各系外資買進評等則沒有顯著的報酬。迴歸式(4)美系外資發佈之投資評等相對於亞系外資，美系外資評等對 CAR 造成顯著的負向報酬，表示美系外資發佈的賣出評等，其負向 CAR 大於買進評等的正向 CAR，因此才會造成美系外資全體評等有負向 CAR 的情形，可是當考慮美系外資發佈的買進評等以及在高成交量下美系外資發佈之投資評等兩個情況下，兩個情況下皆有顯著的正向報酬，而美系外資的投資建議評等在股票市場為高成交量時會有顯著正向報酬，表示在高成交量市場下美

系外資買進評等的 CAR 會優於亞系外資。迴歸式(5)中發現歐系券商在市場高成交量下相對於亞系券商会 有更高的正向報酬，而歐系外資發佈的買進評等相對於亞系外資也會有較高的報酬，歐系外資發佈的買進評等 CAR 顯著的優於亞系券商，而歐系券商在股票市場為高成交量時所發佈的買進評等相對於亞系券商有顯著正向的報酬。

另外表 5-4-2 為各項變數與其交乘項對(-3,3)七天期窗口 CAR 的影響，迴歸式(1)與(2)發現外資的買進評等能帶給 CAR 正向的影響，在(-3,3)窗口下，買進評等對 CAR 的影響力比窗口(-1,1)大。迴歸式(3)發現(-3,3)窗口下，外資券商的賣出評等確實能為 CAR 帶來顯著的負向影響，而在(-1,1)窗口外資賣出評等對 CAR 則無顯著影響力。整體而言外資的買進及賣出評等在(-1,1)窗口與(-3,3)兩個窗口皆可以帶給投資者一些有用的訊息。

表 5-4-1 外資券商投資建議評等對(-1,1)窗口 CAR 之影響

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Recommend Buy	2.504*** (4.372)	1.898** (2.291)				2.129** (2.472)	2.528*** (2.669)
Recommend Sell	-0.585 (-0.83)		-2.151 (-1.397)			-0.307 (-0.255)	0.778 (0.651)
Series A	0.882 (1.415)			-2.345** (-2.354)		-0.861 (-0.758)	
Series E	0.377 (0.654)				-1.014 (-1.191)		0.489 (0.481)
Volume	0.490 (1.103)	-0.101 (-0.144)	0.588 (1.179)	-0.422 (-0.782)	-1.699* (-1.652)	-0.323 (-0.305)	-1.901 (-1.368)
Buy*Volume		0.918 (1.013)				0.628 (0.545)	0.475 (0.415)
Sell*Volume			-1.105 (-0.938)			-1.097 (-0.772)	-1.172 (-0.827)
Buy*Series A		0.691 (0.833)		2.841*** (2.828)		0.466 (0.384)	
Buy*Series E		0.361 (0.502)			2.236** (2.537)		-0.482 (-0.416)
Sell*Series A			1.134 (0.777)	0.251 (0.225)		1.099 (0.764)	
Sell*Series E			-0.365 (-0.242)		-1.381 (-1.198)		-1.586 (-1.092)
Series A*Volume				2.161** (2.226)		2.078** (2.131)	
Series E* Volume					0.933** (2.092)		1.105** (2.496)
N	657	657	657	657	657	657	657
F 值	7.70	7.49	4.10	3.01	4.75	4.99	5.08
調整 R ²	0.048	0.047	0.023	0.015	0.027	0.052	0.053

註: *表 0.1 顯著水準, **表 0.05 顯著水準, ***表 0.01 顯著水準

表 5-4-2 外資券商投資建議評等對(-3,3)窗口 CAR 之影響

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Recommend Buy	2.578*** (3.631)	2.746*** (2.676)				1.312 (1.228)	2.446** (2.081)
Recommend Sell	-0.784 (-0.898)		-3.565* (-1.875)			-1.995 (-1.335)	-1.164 (-0.783)
Series A	0.108 (0.139)			-2.809** (-2.29)		-1.243 (-0.882)	
Series E	-0.095 (-0.133)				-0.533 (-0.504)		1.129 (0.895)
Volume	0.102 (0.185)	-0.531 (-0.610)	-0.141 (-0.227)	-0.658 (-0.99)	-1.215 (-0.951)	-1.981 (-1.505)	-2.957* (-1.715)
Buy*Volume		1.01 (0.901)				2.084 (1.458)	1.931 (1.357)
Sell*Volume			0.795 (0.546)			1.851 (1.048)	1.891 (1.076)
Buy*Series A		-0.017 (-0.016)		3.364*** (2.719)		0.993 (0.658)	
Buy*Series E		-0.539 (-0.607)			1.587 (1.449)		-1.648 (-1.145)
Sell*Series A			0.753 (0.417)	-0.064 (-0.046)		0.931 (0.5210)	
Sell*Series E			0.289 (0.156)		-1.655 (-1.154)		-1.324 (-0.734)
Series A*Volume				1.754 (1.467)		1.564 (1.292)	
Series E* Volume					0.508 (0.917)		0.746 (1.356)
N	657	657	657	657	657	657	657
F 值	5.69	5.79	3.08	2.74	2.05	3.61	3.72
調整 R ²	0.034	0.035	0.015	0.013	0.007	0.034	0.036

註: *表 0.1 顯著水準, **表 0.05 顯著水準, ***表 0.01 顯著水準

5.5 全體外資投資建議評等與持股變化之相關性

由第一部分的實證結果可得知，在外資投資評等宣告買進或賣出某家公司前，該公司股價已經先行反應，本研究認為市場上已經有相關訊息被釋放出來，導致股價先行反應，因此在第二部分本研究探討外資評等宣告前後，外資所公佈投資評等標的持股變動情況，確認外資是否依照其公佈的投資建議評等進行投資操作，若外資沒有依據自己的投資建議評等進行操作，本研究認為其中可能存在自利的行為。

從表 5-5-1 看到全體外資在評等為賣出的部分，外資不論是在事件日前或者事件日後，都有明顯且顯著的賣出動作，唯外資在評等公佈前已經開始有賣出動作，使外資能把股票在相對高的價位出售獲取利潤，且外資在事件日前窗口賣出的數量明顯大於事件日後窗口的數量，因此雖然外資事件日後按照其賣出評等進行操作，但是早在事件日前外資可能已經先行賣出大部分的股票，所以其中可能存在自利的行為。在買進評等部分，各系外資事件日前後沒有明顯的買超或賣超行為。中立評等方面(-10,0)、(-5,0)、(-1,0)、(0,1)、(-5,5)、(-3,3)、(-1,1)等七個窗口的外資持股存在顯著的賣超情形，此結果也與先前實證外資發佈的中立評等可能隱含賣出訊號並帶有負向報酬一致。

表 5-5-1 特定窗口下全體外資發佈投資建議評等前後持股變化

Window	賣出		買進		中立	
	Volume	T 值	Volume	T 值	Volume	T 值
(-10,0)	-2524.571**	-2.565	105.524	0.302	-1541.717*	-1.893
(-5,0)	-1366.536***	-2.789	-7.817	-0.039	-1151.172**	-2.390
(-1,0)	-965.429**	-2.526	-65.817	-0.571	-689.909**	-1.934
(0,10)	-1451.357**	-2.037	388.299	1.139	-529.343	-0.590
(0,5)	-935.071*	-1.806	69.042	0.324	-1097.586	-1.564
(0,1)	-726.857**	-2.054	33.431	0.261	-783.889*	-1.678
(-5,5)	-1680.940**	-2.238	122.624	0.415	-1835.758**	-2.272
(-3,3)	-1611.452**	-2.558	146.762	0.657	-1497.737*	-1.938
(-1,1)	-1071.619**	-2.582	29.013	0.196	-1060.798**	-2.043

註： *表 0.1 顯著水準，**表 0.05 顯著水準，***表 0.01 顯著水準

5.6 各系外資投資建議評等與持股變化之相關性

分析完全體外資投資建議評等與持股變化之相關性後，接著本研究把外資體系分成亞系、歐系與美系分別來探討各系外資投資建議評等與持股變化之間的關係，表 5-6-1 為亞系外資的投資建議評等，其買進評等部份有(0,5)、(-5,5)、(-3,3)三個窗口有顯著的賣超情形，表示亞系外資在買進評等發佈前後皆有賣超的情形，與其自身發佈的投資建議評等相反，因此亞系外資的買進評等可能是亞系外資出脫手上持股的工具。

表 5-6-1 特定窗口下亞系外資發佈投資建議評等前後持股變化

Window	賣出		買進		中立	
	Volume	T 值	Volume	T 值	Volume	T 值
(-10,0)	-25.706	-0.066	-15.571	-0.042	-551.200	-0.826
(-5,0)	-68.588	-0.211	-259.349	-1.052	-722.200	-1.357
(-1,0)	-67.118	-0.371	-119.238	-0.793	-230.100	-0.510
(0,10)	-67.176	-0.140	-493.778	-1.047	623.150	1.131
(0,5)	108.412	0.374	-611.397*	-1.758	-137.300	-0.287
(0,1)	120.588	1.137	-68.587	-0.423	-56.150	-0.139
(-5,5)	-16.471	-0.032	-758.365*	-1.820	-732.400	-1.235
(-3,3)	-82.471	-0.162	-760.762**	-2.046	-317.550	-0.647
(-1,1)	-2.824	-0.016	-75.444	-0.390	-159.150	-0.316

註： *表 0.1 顯著水準，**表 0.05 顯著水準，***表 0.01 顯著水準

表 5-6-2 歐系外資在賣出評等上窗口(-10,0)賣超 6067.182 張，而(-5,0)、(-5,5)、(-3,3) 三個窗口也有顯著的賣超行為，歐系外資在評等發佈前已經有明顯的賣超行為，因此本研究認為歐系外資的賣出評等公布前，歐系外資已經先將持股以較高的價格出脫，在事件日後歐系外資還是有顯著賣超情形，可是其賣超數量相對於事件日前可能來的較小。在中立評等方面有(-5,0)、(-5,5)、(-1,1)三個窗口有顯著賣超的情形，說明歐系外資的中立評等帶有賣出的訊號。

表 5-6-2 特定窗口下歐系外資發佈投資建議評等前後持股變化

Window	賣出		買進		中立	
	Volume	T 值	Volume	T 值	Volume	T 值
(-10,0)	-6067.182*	-2.072	-254.920	-0.418	-2367.118	-1.387
(-5,0)	-2757.591*	-1.966	-50.647	-0.156	-1237.735*	-1.702
(-1,0)	-1977.455	-1.441	-126.987	-0.634	-495.559	-1.684
(0,10)	-3030.136	-1.366	864.593	1.473	-123.853	-0.142
(0,5)	-2117.273	-1.405	291.407	0.881	-378.176	-0.566
(0,1)	-1314.818	-1.076	153.287	0.796	-467.471	-1.396
(-5,5)	-3411.136**	-2.123	286.507	0.589	-1306.735*	-1.762
(-3,3)	-3421.773*	-1.996	493.500	1.391	-852.559	-1.441
(-1,1)	-1828.545	-1.359	72.047	0.293	-653.853*	-1.751

註： *表 0.1 顯著水準，**表 0.05 顯著水準，***表 0.01 顯著水準

表 5-6-3 美系外資的賣出評等有(-5,0)、(-1,0)、(0,1)、(-1,1)四個窗口存在顯著的賣超情形，其中窗口(-5,0)賣超 1176.8 張，窗口(-1,0)賣超 810.022 張，從事件窗口中可以發現在賣出評等公佈前，美系外資在市場上就已經有提前賣出股票的操作，而事件日後賣超的情形依然持續，只是賣超的數量與顯著性皆不如事件日前明顯。而美系外資的買進與中立評等沒有明顯的買賣超情形。

表 5-6-3 特定窗口下美系外資發佈投資建議評等前後持股變化

Window	賣出		買進		中立	
	Volume	T 值	Volume	T 值	Volume	T 值
(-10,0)	-1736.644	-1.597	735.071	1.351	-1358.311	-1.112
(-5,0)	-1176.800**	-2.034	219.439	0.604	-1276.422	-1.445
(-1,0)	-810.022***	-3.566	62.153	0.354	-1041.111	-1.431
(0,10)	-1202.422	-1.603	226.327	0.438	-1347.933	-0.729
(0,5)	-751.311	-1.223	166.112	0.430	-2067.933	-1.435
(0,1)	-759.556**	-2.670	-84.439	-0.323	-1346.400	-1.374
(-5,5)	-1463.867	-1.289	438.133	0.873	-2725.844	-1.633
(-3,3)	-1304.022	-1.660	199.449	0.522	-2509.733	-1.545
(-1,1)	-1105.333***	-2.734	30.296	0.120	-1769.000	-1.635

註： *表 0.1 顯著水準，**表 0.05 顯著水準，***表 0.01 顯著水準

從前述結果發現亞系外資買進評等宣告後會有明顯的賣超情形，而歐系與美系外資在賣出評等宣告前有明顯先行賣出股票的情形，因此亞系外資的買進評等以及歐系與美系外資的賣出評等皆存在有自利行為的問題。歐系外資在其中立評等宣告前後皆有明顯的賣出股票行為，因此歐系外資的中立評等隱含有賣出的訊號。

5.7 市場成交量高低與外資投資建議評等對外資持股變化之影響

本節考慮股票市場成交量高低不同是否會對外資持股情形產生影響，表 5-7-1 外資券商在賣出評等上，評等公佈前只有窗口(-10,0)因為成交量高低差異而受影響，其餘窗口如(-5,0)、(-1,0)、(-3,3)、(-1,1)雖然在高成交量下賣超數量比在低成交量時少，可是其差異不顯著，因此買賣超沒有明顯受到成交量的影響，表中可以得知外資的賣超情形在低成交量窗口下，其數量是明顯大於高成交量窗口賣超的數量。

表 5-7-1 特定窗口下成交量高低對外資發佈賣出評等前後持股變化

Window	H		L		H-L	
	Volume	T 值	Volume	T 值	Volume	T 值
(-10,0)	-662.245*	-1.733	-5708.548**	-2.276	5046.303**	1.989
(-5,0)	-771.642**	-2.604	-2383.613*	-1.956	1611.971	1.286
(-1,0)	-553.283***	-2.717	-1670.065*	-1.717	1116.781	1.124
(0,10)	-932.245	-1.531	-2338.871	-1.433	1406.626	0.807
(0,5)	-522.434	-1.298	-1640.548	-1.338	1118.114	0.866
(0,1)	-332.868**	-2.197	-1400.452	-1.522	1067.584	1.145
(-5,5)	-991.434**	-2.028	-2859.774	-1.540	1868.340	0.973
(-3,3)	-952.038**	-2.495	-2738.839*	-1.740	1786.801	1.103
(-1,1)	-583.509***	-2.662	-1906.129*	-1.807	1322.620	1.228

註 1: *表 0.1 顯著水準，**表 0.05 顯著水準，***表 0.01 顯著水準

註 2: H 表高成交量的買賣超

註 3: L 表低成交量的買賣超

註 4: H-L 表高成交量的買賣超減低成交量的買賣超

外資買進評等部份，表 5-7-2 除了(-5,0)、(0,10)兩個窗口買賣超沒有顯著的差異性外，本研究發現成交量的高低差異確實會影響外資買賣超情形，在高成交量窗口下買超情形明顯大於低成交量窗口，表示外資發佈買進評等前後的持股變化會受到成交量高低差異的影響，在高成交量窗口下外資券商的買超數量是顯著大於低成交量窗口的買超數量。

表 5-7-2 特定窗口下成交量高低對外資發佈買進評等前後持股變化

Window	H		L		H-L	
	Volume	T 值	Volume	T 值	Volume	T 值
(-10,0)	976.407*	1.898	-464.255	-0.998	1440.662**	2.077
(-5,0)	377.846	1.339	-260.138	-0.952	637.984	1.624
(-1,0)	238.390	1.586	-264.846	-1.635	503.236**	2.277
(0,10)	801.122*	1.897	118.207	0.241	682.915	1.054
(0,5)	626.073*	1.784	-295.399	-1.116	921.472**	2.096
(0,1)	444.545***	2.682	-235.543	-1.308	680.087***	2.779
(-5,5)	782.179*	1.754	-308.894	-0.792	1091.072*	1.842
(-3,3)	715.634**	2.031	-225.426	-0.787	941.060**	2.073
(-1,1)	461.195**	2.458	-253.745	-1.211	714.940**	2.542

註 1: *表 0.1 顯著水準，**表 0.05 顯著水準，***表 0.01 顯著水準

註 2: H 表高成交量的買賣超

註 3: L 表低成交量的買賣超

註 4: H-L 表高成交量的買賣超減低成交量的買賣超

表 5-7-3 為外資在股票市場成交量高低不同情況下，發佈中立評等的買賣超情形，在表 5-7-3 所有窗口中，外資在中立評等下，買賣超皆無顯著的差異，因此本研究發現外資中立投資建議評等的買賣超情形沒有明顯受到成交量高低不同而受影響。

表 5-7-3 特定窗口下成交量高低對外資發佈中立評等前後持股變化

Window	H		L		H-L	
	Volume	T 值	Volume	T 值	Volume	T 值
(-10,0)	-647.870	-0.825	-2317.509*	-1.706	1669.640	1.064
(-5,0)	-534.022	-1.102	-1686.811**	-2.128	1152.790	1.241
(-1,0)	-492.130*	-1.770	-861.566	-1.382	369.436	0.541
(0,10)	-298.304	-0.530	-729.868	-0.453	431.564	0.253
(0,5)	-868.500*	-1.823	-1296.415	-1.038	427.915	0.320
(0,1)	-502.522	-1.550	-1028.094	-1.240	525.573	0.591
(-5,5)	-1034.109	-1.471	-2531.528	-1.833	1497.420	0.966
(-3,3)	-833.522	-1.474	-2074.226	-1.525	1240.705	0.842
(-1,1)	-626.239	-1.643	-1437.962*	-1.575	811.723	0.820

註 1: *表 0.1 顯著水準，**表 0.05 顯著水準，***表 0.01 顯著水準

註 2: H 表高成交量的買賣超

註 3: L 表低成交量的買賣超

註 4: H-L 表高成交量的買賣超減低成交量的買賣超

成交量高低的差異對外資的買賣超確實產生影響，成交量較低時對於賣出評等的窗口產生顯著的賣超情形，而成交量高時對於買進評等的窗口會有明顯的買超情形，因此外資買賣超的情況確實會受到成交量高低的差異而有所不同。

5.8 外資對電子業投資建議評等宣告與持股變化之迴歸分析

在這一節裡，本研究使用迴歸模型來分析外資投資建議評等宣告對電子業的影響，本研究模型如下：

$$\text{Trade}(t_1, t_2) = \beta_1 \text{Recommend Buy} + \beta_2 \text{Recommend Sell} + \beta_3 \text{Series A} + \beta_4 \text{Series E} + \beta_5 \text{Volume} + \varepsilon$$

變數定義：

(一)應變數

$\text{Trade}(t_1, t_2)$ ：事件窗口 (t_1, t_2) ：內外資買超或者賣超的數量，本研究迴歸分析以(-1,1)與(-3,3)兩個窗口的買賣超為應變數。

(二)自變數

Recommend Buy ：外資券商發佈買進評等，

Recommend Sell ：外資券商發佈賣出評等，

Series A ：美系外資發佈之投資評等，

Series E ：歐系外資發佈之投資評等，

Volume ：台灣上市股票市場之成交量，

Buy*Volume ：股票市場在高成交量下外資發佈買進評等，

*Sell*Volume*：股票市場在高成交量下外資發佈賣出評等，

*Buy*Series A*：美系外資發佈買進評等，

*Buy*Series E*：歐系外資發佈買進評等，

*Sell*Series A*：美系外資發佈賣出評等，

*Sell*Series E*：歐系外資發佈賣出評等，

*Series A*Volume*：美系外資在高成交量下發佈之投資評等，

Series E Volume*：歐系外資在高成交量下發佈之投資評等，

ε ：殘差，

表 5-8-1 為各項變數與其交乘項在(-1,1)三天期窗口下探討外資券商持股的變化，在迴歸式(1)外資券商發佈的買進評等以及股票市場處於高成交量下兩者皆對外資券商的買超有顯著正向的影響。在迴歸式(4)分析美系券商各項評等與交乘項對其持股變化的影響，發現美系券商相對於亞系券商，美系券商的評等對其持股有顯著負向的影響，可是美系券商相對於亞系券商，當其所發佈的投資建議評等為買進時，對於持股有顯著的正向影響。整體來說，美系券商的規模普遍大於亞系券商，因此若以持股變動量來做探討，美系券商受評等影響的持股變動量會比較大。

表 5-8-2 為各項變數與其交乘項在(-3,3)七天期窗口下，分析外資券商持股的變化，在迴歸式(1)可看出外資券商發佈買進評等與市場處於高成交量下，皆對於持股有顯著正向的影響其結果與表 5-8-1 迴歸式(1)相同。迴歸式(3)分析外資賣出評等與其交乘項對外資持股變化的影響，在市場處於高成交量下會對外資的持股產生正向的影響，另外歐系外資的賣出評等相對於亞系外資的賣出評等有顯著的賣超效果，其原因可能與表 5-8-1

迴歸式(4)相似。迴歸式(6)美系外資的賣出評等相對於亞系外資，對於持股會有正向顯著的影響，說明美系外資在發佈賣出評等事件日的前後有顯著的買超行為，明顯與其發佈的投資建議評等不符，可能存在自利的動機。

表 5-8-1 外資券商投資建議評等對(-1,1)窗口持股變化之影響

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Recommend Buy	1118*** (2.779)	1263** (2.118)				580 (0.943)	1441** (2.249)
Recommend Sell	-132 (-0.256)		-526 (-0.646)			-959 (-0.965)	89 (0.103)
Series A	-455 (-1.060)			-2197*** (-3.407)		-1853** (-2.388)	
Series E	-253 (-0.600)				-157 (-0.229)		750 (0.951)
Volume	829*** (2.611)	1007* (1.962)	679* (1.945)	374 (0.941)	706 (1.717)	688 (0.892)	909 (1.235)
Buy*Volume		-294 (-0.451)				-221 (-0.271)	-174 (-0.214)
Sell*Volume			497 (0.558)			205 (0.192)	431 (0.209)
Buy*Series A		100 (0.181)		2037*** (3.244)		1553* (1.883)	
Buy*Series E		129 (0.249)			706 (1.068)		-665 (-0.795)
Sell*Series A			-691 (-0.671)	695 (0.954)		1546 (1.465)	
Sell*Series E			-1536 (-1.345)		-1373 (-1.429)		-1758 (-1.540)
Series A*Volume				1045 (1.612)		793 (1.181)	
Series E* Volume					75 (0.117)		-42 (-0.065)
N	494	494	494	494	494	494	494
F 值	3.92	3.72	2.50	4.01	2.43	2.75	2.37
調整 R ²	0.028	0.026	0.015	0.029	0.024	0.031	0.024

註: *表 0.1 顯著水準, **表 0.05 顯著水準, ***表 0.01 顯著水準

表 5-8-2 外資券商投資建議評等對(-3,3)窗口持股變化之影響

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Recommend Buy	1679*** (2.772)	1207 (1.348)				963 (1.041)	2005** (2.088)
Recommend Sell	-278 (-0.357)		-915 (-0.538)			-1929 (-1.291)	427 (0.329)
Series A	-41 (-0.064)			-3119*** (-3.208)		-2611** (-2.236)	
Series E	276 (0.434)				-226 (-0.221)		1003 (0.849)
Volume	1144.828** (2.3954)	1422* (1.847)	925* (1.766)	452 (0.754)	854 (1.389)	1117 (0.963)	1254 (1.137)
Buy*Volume		-500 (-0.511)				-496 (-0.403)	-501 (-0.409)
Sell*Volume			734 (0.549)			298 (0.185)	454 (0.288)
Buy*Series A		953 (1.138)		3038*** (3.208)		2297* (1.852)	
Buy*Series E		1230 (1.578)			1314 (1.329)		-494 (-0.394)
Sell*Series A			-642 (-0.414)	1429 (1.137)		3024* (1.905)	
Sell*Series E			-2930* (-1.709)		-2896** (-2.016)		-3695** (-2.159)
Series A*Volume				1509 (1.545)		1025 (1.014)	
Series E* Volume					435 (0.451)		355 (0.361)
N	494	494	494	494	494	494	494
F 值	3.67	4.13	2.78	3.42	3.60	2.82	2.73
AdjR ²	0.026	0.031	0.017	0.023	0.025	0.031	0.031

註: *表 0.1 顯著水準, **表 0.05 顯著水準, ***表 0.01 顯著水準

第六章 結論與建議

6.1 研究結論

本研究主旨探討在國際與國內經濟情況不穩定的情況下，外資券商對電子類股的投資建議評等是否具有資訊內涵，本研究以CAR來衡量外資投資建議評等是否具有資訊內涵，本研究與先前文獻的不同之處在於先前文獻以數個不同產業來探討外資投資評等是否具有資訊內涵；本研究則是以單一產業來做研究，其中考慮到股票市場成交量高低的差異，來探討其對外資投資建議評等CAR是否會有影響。

在各系券商的投資建議評等方面，本研究實證發現歐系外資的賣出評等表現優於亞系與美系外資，而美系外資與亞系外資的買進評等在事件日後短天期窗口具有資訊內涵，在中立評等部分，亞系、歐系、美系外資的中立評等皆隱含著負向報酬，另外當考慮股票市場成交量高低不同時，外資的買進與賣出評等比較容易因為成交量高低不同而受影響，在高成交量下買進評等其宣告日後的CAR優於低成交量窗口宣告日後之CAR，而在低成交量窗口下，賣出評等的負向CAR會大於高成交量窗口的負向CAR，中立評等就沒有因為成交量的不同而有明顯的差異。

另外本研究利用各系外資投資建議評等與各系外資買賣超之間的關係，來探討各系外資是否存在利益衝突，本研究發現亞系外資在買進評等上會產生自利行為，歐系與美系外資的賣出評等會有自利的情況，另外成交量高低的差異對外資的買賣超確實產生影響，低成交量窗口下的賣出評等相較於高成交量窗口會有顯著的賣超情形，而買進評等在高成交量窗口下與低成交量窗口相比較，發現會有明顯的買超情形，因此外資買賣超的情況確實會受到成交量高低的差異而有所影響。

若從迴歸模型來分析外資投資建議評等是否具有資訊內涵與自利行為，經實證後發現在

短天期窗口裡，外資投資建議評等為買進時對 CAR 帶來顯著的正向影響是具有資訊內涵，且外資的賣出評等在短天期也是具有資訊內涵。而美系外資發佈的投資評等相對於亞系外資會有顯著的負向 CAR，且當市場處於高成交量下對於外資投資建議評等的 CAR 也是有顯著的正向影響，各系外資的買進評等以美系外資所帶來的 CAR 最高其次為歐系與亞系外資，而市場處在高成交量下。

在外資持股的變化上，外資券商發佈的買進評等以及高成交量下的股票市場對外資的買超有顯著正向的影響，美系外資所發佈的買進評等比亞系外資更有買超的效果，可是美系外資相對於亞系外資在(-3,3)窗口下有顯著的買超行為，明顯與其發佈的投資建議評等不符因此在(-3,3)窗口下可能存在自利的行為，而歐系外資的賣出評等在窗口內，對持股變化帶來顯著負向的影響，因此沒有自利的行為的疑慮。

因為台灣是以科技業為主的國家，股票市場上科技類股的成交值幾乎是占當天成交值的最大比重，因此科技類股也是外資法人與散戶投資的熱門首選，且因為外資發佈的投資建議評等對一般投資人與整個市場是具有影響力的，因此本研究探討短天期時外資券商的投資建議評等是否具有資訊內涵，以及外資券商是否利用發佈投資建議評等產生自利行為，最後希望本研究能為廣大的市場投資者提供一些訊息與依據。

6.2 研究建議

- (1) 因為長天期窗口受到干擾的因素可能較多，所以本研究是針對短天期窗口探討，建議後續研究者可以擴大事件窗口天數，探討長天期窗口結果是否與短天期一致。
- (2) 因為樣本挑選因素，使得本研究樣本期間僅 8 個月，建議後續研究者可以針對某一特別時期，探討在不同樣本期間研究結果是否會有所差異。
- (3) 本研究考慮股票市場成交量高低進行研究，建議後續研究者可納入其它不同因素進行研究。

參考文獻

1 國內文獻

沈中華與李建然, 2000 , 《事件研究法》, 台北: 華泰文化事業股份有限公司。

池祥萱、蕭君怡, 2005 , 「券商投資評等報告的資訊內涵—本國券商與外資券商的較」, 《金融管理風險季刊》第一卷, 第三期, 頁27-45。

黃思衡, 2004, 「外資券商投資評等宣告之資訊內涵: 商譽與自我利益之衝突探討」, 私立朝陽科技大學財務金融研究所碩士論文。

易嘉蓉, 2009, 「股票指數報酬率與成交量、散戶及法人之關係探討」, 國立雲林科技大學財務金融研究所碩士論文。

周漢文, 2011, 「券商研究報告之價值—以台灣為例」, 國立台灣大學財務金融研究所碩士論文。

吳宜鴻, 2007, 「外資券商分析師目標價宣告之資訊內涵」, 國立東華大學企業管理學研究所碩士論文。

2 國外文獻

Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M. and Trueman, B., 2001, Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns, *Journal of Finance*, 56, 531-563.

Bauman, W.S., Datta, S. and Datta, M.E.I, 1995, Investment Analyst Recommendations : A test of the announcement effect and the valuable information effect, *Journal of Business Finance and Accounting*, 22 (5), 659-670.

Salva.C and Sonney.F, 2011, The Value of Analysts' Recommendations and the Organization of Financial Research, *Review of Finance*, 15,397-440.

- Chan, K.W., Chang, C. and Wang, A., 2009, Put Your Money Where Your Mouth Is : Do Financial Firms Follow Their Own Recommendations, *Quarterly Review of Economics and Finance*, 49, 1095-1112.
- Dechow, P.M., Hutton, A.P. and Sloan, R.G., 2000, The Relation Between Analysts' Long-term Earnings Growth and Stock Price Performance following Equity Offerings, *Contemporary Accounting Research*, 17, 1-32.
- Franco, G.D. and Hope, O.K., 2011, Do Analysts' Notes Provide New Information, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 26, 229-254.
- Irvine, P.J., Nathan, S. and Simko, P.J., 1998, The Relation Between Securities Firm's Mutual Fund Equity Holdings and Their Analysts' Earnings Forecasts, Working paper, Emory University, 3-44.
- Jegadeesh, N. and Kim, W., 2006, Value of Analyst Recommendations: International Evidence, *Journal of Financial Markets*, 9, 274-309.
- Loh, R.K. and Stulz, R.M., 2011, When Are Analyst Recommendation Changes Influential, *Review of Financial Studies*, 24 (2), 593-627.
- Barniv, R., Hope, O.K., Myring, M. and Thomas, W.B., 2010, International Evidence on Analyst Stock Recommendations, Valuations, and Returns, *Contemporary Accounting Research*, 27, 1131-1167.
- Schlumpf, P.M., Schmid, M.M. and Zimmermann, H., 2008, The First and Second-hand Effect of Analysts' Stock Recommendations: Evidence from the Swiss Stock Market, *European Financial Management*, 14 (5), 962-988.
- Womack, K.L., 1996, Do Brokerage Analyst's Recommendations Have Investment Value, *Journal of Finance*, 51, 137-167.