

媒體報導與自願揭露營收預期宣告之台灣電子業上市公司

市場反應比較

蔡壁徽*

1：中華民國,新竹市,國立陽明交通大學,管理科學系

摘要

本研究探討營收預期宣告是否會影響投資人，營收預期成長導致股價上漲，產生正的異常報酬，營收預期衰退導致股價下跌，產生負的異常報酬；本研究進而比較企業自願揭露和媒體報導營收預期的市場反應，探究影響營收預期宣告市場反應的因素。本研究發現一年內僅宣告一次和宣告多次預期營收成長的台灣電子業上市公司均會產生正的異常報酬，一年內僅宣告一次預期營收成長的公司所產生的異常報酬較一年內宣告多次預期營收成長的公司為大，研究結果隱含公司多次宣告訊息會降低企業內部和外部投資人資訊不對稱的程度，隨訊息發布次數增加市場反應會縮小，此結果與資訊不對稱理論一致；接著，本研究發現一年內宣告一次或多次預期營收衰退的公司均會產生負的異常報酬，無論企業營收預期為成長或衰退，媒體報導營收預期訊息所引發之異常報酬幅度，均顯著大於企業自願揭露財務預測時所發布之營收預期訊息。媒體報導具備強烈的口碑效果，隱含投資人較傾向相信媒體報導之第三方客觀性；最後，回歸結果顯示規模較大的公司對營收成長與衰退的訊息反應較不敏感，股價變動幅度較小，無論在全體樣本或傾向分數配對樣本中均發現媒體報導後引發的股價變動顯著大於自願性預測，產生顯著較大且劇烈之異常報酬。

關鍵字：口碑、營收、傾向分數配對、資訊不對稱、媒體

投稿日期: 2025.09.23

修改日期: 2025.10.21

接受日期: 2025.10.30

刊登日期: 2025.11.14

* 通訊作者：蔡壁徽（教授） 地址：新竹市東區大學路 1001 號 Tel：(03)571-2121 #57111
E-mail：bhtsai@nycu.edu.tw

Comparison of Market Reactions to Revenue Announcements between Media Reports and Voluntary Forecast by Taiwan's Listed Electronics Companies

Tsai, Bi-Huei*

1 : Dept. of Management Science, National Yang Ming Chiao Tung University, Hsinchu City, Taiwan

Abstract

This study examines whether revenue forecast announcements influence investors. Revenue forecast growth leads to rising stock prices, generating positive abnormal returns, while revenue forecast declines cause stock prices to fall, resulting in negative abnormal returns. This study further compares the market reaction to voluntary disclosure and media reports of revenue expectations and explores the factors that affect the market reaction to revenue expectation announcements. This study finds that Taiwanese-listed companies in the electronics industry that announce expected revenue growth generate positive abnormal returns. Taiwanese listed companies in the electronics industry that announce expected revenue growth only once a year generate more abnormal returns than those that announce expected revenue growth multiple times a year. The result is consistent with the information asymmetry theory, which suggests that numerous announcements reduce the degree of information asymmetry between internal and external investors and that an increase in the number of announcements reduces the market reaction. In addition, this study finds that firms announcing expected revenue decline generate negative abnormal returns. Revenue expectation announcements are categorized into voluntary financial forecasts and media reports, and this study finds that abnormal returns induced by media reports are significantly larger than those caused by voluntary financial forecasts, regardless of whether revenues are expected to grow or decline. Investors are more sensitive to media coverage than voluntary disclosure, which is consistent with the word-of-mouth effect of the media. The findings imply that investors are more likely to believe in the third-party objectivity of media reports. Finally, the regression results show that larger companies are less sensitive to information about revenue growth and decline, with smaller stock price changes. Both in the full sample and the propensity score-matched sample, stock price movements triggered by media reports are significantly greater than those resulting from voluntary forecasts, causing more pronounced abnormal returns in response to expected announcements.

**Keywords: Word of Mouth, Revenue, Propensity Score Match, Information
Asymmetry, Media**

一、前言

本研究探討營收預期宣告的市場反應，分析營收預期宣告是否會降低企業內部與外部股東資訊不對稱程度，當預期營收成長發布次數較多，市場反應較小。代理理論文獻強調企業經理人和外部投資人間存在資訊不對稱之現象，資訊不對稱導致公司的價值被資本市場低估（Berle and Means, 1932; 陳瑞斌與許崇源, 2008; 蔡永順、臧仕維、張俊評與蔡宜家, 2018）。陳薇如、王翎與謝宜樺(2023)指出資訊不對稱會導致初次上市櫃公司折價發行，該文獻發現企業環境績效佳的公司於首次公開發行時，公司首次公開發行期間股票價格會大幅上漲，產生正向異常報酬；反觀，由於企業社會績效佳的公司，資訊不對稱幅度較小，該公司於首次公開發行時並無折價發行，首次公開發行期間股價反而下跌，產生負向異常報酬，社會績效越佳的公司下跌幅度越大。Dierkens (1991)指出當公司有重要的未公開資訊卻未能即時公佈給市場的外部投資人時，便產生資訊不對稱的情形；直到資訊被公開前，投資人都必須承擔這種不確定所帶來的風險，未預期資訊會導致公司股價變動產生異常報酬率，股票異常報酬率代表公司的資訊不對稱程度，公司資訊不對稱程度越大，股價異常報酬率越高。Coller and Yohn (1997)透漏管理當局一直積極尋找傳遞資訊的有效方法，降低管理者與外界利害關係人資訊不對稱，該文獻發現公司主動發布的財務預測可以降低理者與外界利害關係人包括銀行債權人和股東的資訊不對稱。

Lang and Lundholm (1996) 研究發現自願性資訊揭露的潛在好處包括增加投資者關注度和減少資訊不對稱，公司經理人及外部投資人皆希望透過有效的自願性財務預測傳遞公司訊息，讓股價不偏離公司的內在價值。Gelb and Zarowin (2002) 探討公司自願揭露(voluntary disclosure)對股價之影響，發現資訊揭露程度越高，股價和會計數字越攸關，隱含企業自願揭露訊息有助於外部投資人熟悉公司營運，降低公司與投資人間資訊不對稱程度與籌資成本。Botosan (1997) 亦證實公司自願性揭露能降低企業的籌資成本。然而，過去文獻並未以預期營收成長宣告次數出發，探討營收預期成長次數越多，是否投資人越熟悉公司營運，公司內部經營階層與外部投資人資訊不對稱的幅度下降，多次營收預期成長宣告資訊是否對投資人交易行為影響縮小，多次宣告相對於一次宣告營收預期宣告的市場反應較小。因此，本研究第一個研究動機就是以資訊不對稱理論出發，比較公司一年內一次或多次宣告營收成長預期的市場反應差異，本篇論文意在研究公司是否可以透過多次的營收預期宣告減少股價變動，隨著營收宣告次數增加公司異常報酬縮小。

營收預期宣告涵蓋公司主動的營收預期宣告:自願性財務預測及被動的營收預期宣告:澄清媒體報導，主動的營收預期宣告源自台灣公開發行公司依中華民國證券交易法第三十六條得公開自願性財務預測，被動的營收預期宣告源自於「臺灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序」，規範上市公司若發現大眾媒體報導內容有足以影響上市有價證券行情之情事，應於公開資訊觀測站發布重大訊息說明。然而，過去文獻鮮少比較自願揭露與媒體澄清資訊內涵的研究，根據王肇蘭、廖思雯與池祥萱（2009）指出媒體對於公司在盈餘宣告前之正面或負面報導，對公司股價會產生同向之正或負面影響，且會降低實際盈餘宣告時之市場反應程度。Kasznik and Lev (1995) 甚至闡述不到 10%公司會發布盈利或銷售大幅變動的預測，約有 50%的公司保持沉默，不會自願發布盈利或銷售大幅變動的預測。在此投資環境下，上市公司澄清媒體報導的營收預期訊息格外具有資訊內涵，為補救過去文獻欠缺比較

公司自願揭露與被動澄清報導的市場反應，本研究將營收預期宣告將涵蓋公司主動自願揭露財測與被動澄清媒體報導的營收預期宣告，本研究第二個研究動機就是區分自願財測及澄清媒體報導兩組，比較自願財測及澄清媒體報導這兩組一年內一次或多次宣告營收預期的市場反應差異，本篇論文貢獻在於比較自願財測及媒體報導對投資行為的影響。

本研究第三個動機是要探討影響營收預期宣告期間報酬率的要素，Kahneman and Tversky (1979) 提出的展望理論，解釋投資人在面對不確定性時從事決策的心理反應。Grinblatt and Han (2005) 闡述人類決策會以參考點作出發，參考點上下的心理狀態與決策會有所差異，投資人對於高於參考點的部分認定為收益，隨收益的增加獲得的效用遞減，反觀投資人對於低於參考點的部分認定為損失，隨損失的擴大，心中的失落會遞增。展望理論指出投資人厭惡損失，為比較影響預期營收成長或預期營收衰退市場反應的要素，本研究將營收預期宣告區分為預期營收成長與預期營收衰退兩組，比較預期營收成長宣告與預期營收衰退宣告對公司報酬率影響是否有所差異，探討投資者是否會以過去營收做為參考點，心理狀況認定低於過去營收的部分為損失，一年內多次宣告營收衰退會遞增損失的憂患意識，加速拋售股票，擴大市場反應。

台灣電子業上市公司規模大且資本密集，生產成本中的固定費用包括大額的廠房設備折舊費用和機器啟動耗電等成本，預期營收成長除表示未來營業收入增加外，亦釋放出生產量增加，每生產單位所攤提的單位固定費用下降的訊息給投資大眾，投資人經由單價扣除較低的單位成本意識到獲利率上升的訊息，營收宣告對大規模且資本密集高的台灣電子業上市公司深具資訊內涵，因此，本研究聚焦於台灣電子業上市公司進行事件研究。事件研究法廣泛運用在管理領域，Kothari and Warner (2007) 統計在 1974 年至 2000 年間五大主要金融期刊: *Journal of Business*, *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 和 *Review of Financial Studies* 就刊載了 565 篇採用事件研究法作的論文，證明事件研究法在金融市場研究中的地位。Kim et al. (2020) 使用事件研究法研究 2004 年到 2016 年間四次流行病傳播總共 9 個事件對飯店財務狀況的影響，並找出廣告效果、品牌可靠度和服務類型為疾病傳播對飯店價值影響的三大因素。Yu and Huarng (2020) 使用社交媒體平台-Facebook 之股價異常報酬闡述特定新聞事件的市場反應，由於學術界與實務界廣泛應用事件研究探究市場投資人對市場訊息的反應，本研究沿用過去文獻亦採用事件研究法探測營收預期宣告的市場反應。

本研究蒐集公開資訊觀測站所發布之自願性財務預測及澄清媒體報導，將營收預期區分為預期營收成長宣告及預期營收衰退宣告，本研究第一個研究目的是檢視公司宣告預期營收成長是否對投資人釋放好消息，產生顯著正的異常報酬；檢視公司宣告預期營收衰退是否對投資人釋放壞消息，造成股價下跌，產生顯著負的異常報酬。本研究第二個研究目的是檢驗一年內僅宣告一次預期營收成長，公司股價上升幅度是否較一年內多次宣告預期營收成長，每次宣告時股價上升幅度為大；一年內僅宣告一次預期營收衰退，公司股價下跌幅度和一年內宣告多次衰退，股價下降幅度的差異是否較大，符合資訊不對稱理論，或是股價下降幅度的差異較小，符合展望理論。本研究第三個研究目的是區分自願財測及媒體報導兩組，比較投資人對自願財測及媒體報導市場反應的差異。本研究第四個研究目的是探討影響營收預期宣告市場反應的要素為何，比較預期營收成長與預期營收衰退宣告時，市場反應受宣告頻率、媒體報導和公司特性影響的差異。

二、文獻探討與研究假說

Lang and Lundholm (1996) 研究發現自願性資訊揭露的潛在好處包括增加投資者關注度和減少資訊不對稱, Gelb and Zarowin (2002) 探討公司自願揭露對股價之影響, 發現資訊揭露程度越高, 股價和會計數字越攸關。Pownall and Waymire (1989) 研究結果顯示公司自願性盈餘預測和公司盈餘宣告同樣會對公司股價造成的影響, 自願性盈餘預測造成的影響甚至比公司盈餘宣告造成的影響更大, 代表公司自願性盈餘預測確有資訊內涵, 降低後續盈餘宣告的市場反應。Ajinkya and Gift (1984) 研究結果支持自願性財務預測與股價走向為正向關係, 意即當自願性財務預測為好消息時, 則公司股價會上調, 而當自願性財務預測為壞消息時, 則公司股價會下修。本研究將營收預期宣告依性質內容分為成長與衰退事件, 預期營收成長宣告為公開資訊觀測站中所列示之自願財測或媒體報導預期營收成長。根據 Ajinkya and Gift (1984) 等上述文獻推論預期營收成長增進台灣電子業上市公司股價上漲, 一年內僅宣告一次或多次預期營收成長的電子業上市公司股價會上漲, 產生正的異常報酬, 建立假說 H_{1a} 和 H_{1b} 。

H_{1a} ：一年內僅宣告一次預期營收成長的電子業上市公司產生正的異常報酬。

H_{1b} ：一年內宣告多次預期營收成長的電子業上市公司產生正的異常報酬。

長久以來, 學者發現因代理理論而有資訊不對稱之現象(Berle and Means, 1932; Spence, 1973), Beaver (1968)認為股價為所有投資者對新資訊的平均看法, 因此, 若是公司內部管理階層與外部投資人資訊不對稱的現象越明顯, 則公司股票價值越傾向偏離公司的真正內在價值。張俊評與蔡宜家 (2018)證實台灣股票市場確實有資訊不對稱之現象, 資訊不對稱將使公司股價偏離公司內在價值。Myers and Majluf (1984)強調管理階層、投資人與各方研究學者致力於降低資訊不對稱之方法, Pownall and Waymire (1989) 指出公司經理人會藉由主動性發布財務預測來降低市場上資訊的不對稱, 證實主動自願性揭露財務預測的營收預期宣告具有資訊內涵。Waymire (1984) 研究顯示經常進行財務預測之公司股價異常報酬變異數較小, 且外部分析師或是公司主動公開之財務預測皆有相同效果。Atiase and Bamber (1994) 提出盈餘宣告發生時之交易量與股價異常報酬幅度與公司內部與市場上之資訊不對稱程度呈現正相關, 代表當市場上未預期資訊越多, 則盈餘宣告時之股價異常報酬越顯著。Atiase and Bamber (1994) 等文獻凸顯外部投資人與公司內部的資訊不對稱造成企業訊息有資訊內涵, 隨著外部投資人獲悉較多公司消息, 增額訊息所引發的市場反應就會下降, 預期營收成長宣告次數會減少股價的變動, 亦即營收宣告次數較少則會有較顯著之異常報酬, 本研究據此建立以下假說:

H_{1c} ：一年內僅宣告一次預期營收成長和一年內宣告多次預期營收成長, 兩者對電子業上市公司股價的影響顯著差異。

古永嘉、李富川與杜長樹 (2007) 使用多變量時間序列模型分析 2003 年及 2004 年電子類股, 研究顯示負向財務預測宣告具有資訊內涵。Jegadeesh and Livnat (2006) 探討股價與非預期收入之關聯性, 發現當股價有顯著異常報酬時, 非預期的盈餘會伴隨非營業收入, 非預期營業收入與股價呈現正相關, 此研究證實營收宣告具有資訊內涵, 根據 Ajinkya and Gift (1984) 等

上述文獻推論預期營收衰退會造成台灣電子業上市公司股價下跌，一年內僅宣告一次或多次預期營收衰退的電子業上市公司股價會下跌，產生負的異常報酬，本研究據此建立假說 H_{2a} 和 H_{2b} 。

H_{2a} ：一年內僅宣告一次預期營收衰退的電子業上市公司產生負的異常報酬。

H_{2b} ：一年內宣告多次預期營收衰退的電子業上市公司產生負的異常報酬。

Atiase and Bamber (1994) 等文獻凸顯外部投資人與公司內部的資訊不對稱造成企業訊息有資訊內涵，隨著外部投資人獲悉較多公司消息，增額訊息所引發的市場反應就會下降，多次宣告預期營收衰退會減少股價的變動，亦即宣告營收衰退次數較少則會有較顯著之異常報酬；從資訊不對稱理論出發，一年內宣告一次預期營收衰退的電子業上市公司較一年內宣告多次預期營收衰退的電子業上市公司股價下跌幅度為大。然而，投資人反應多次營收衰退訊息，除了會受資訊不對稱假說影響，尚須考慮展望理論。Kahneman and Tverskey (1979) 提出的展望理論，解釋投資人在面對不確定性時從事決策的心理反應。Grinblatt and Han (2005) 闡述人類決策會以參考點作出發，參考點上下的心理狀態與決策會有所差異，投資人對於高於參考點的部分認定為收益，隨收益的增加獲得的效用遞減，反觀投資人對於低於參考點的部分認定為損失，隨損失的擴大，心中的失落會遞增。Peel and Law (2017) 研究展望理論中的損失厭惡行為，並且隨著風險規模的增加而增加。Gal and Rucker (2017) 認為人們對於損失會比收益還敏感，Barberis et al. (2016) 亦強調展望理論提到損失厭惡，也就是損失對人類心理影響大於收益的衝擊，Hasan, Kayani, and Choudhury (2023) 發現投資者對股息減少的負面反應顯著，投資人在意財富減少勝於財富增長是社會科學界普遍接受的觀點，規避風險的行為存在於眾多投資者的心理。本研究依據展望理論推論投資者會以過去營收做為參考點，心理狀況認定低於過去營收的部分為損失，一年內多次宣告營收衰退會遞增擴大損失的憂患意識，加速拋售股票，擴大股價下跌，從展望理論出發，一年內宣告多次預期營收衰退的電子業上市公司較一年內宣告一次預期營收衰退的電子業上市公司股價下跌幅度為大，反觀，從資訊不對稱理論出發，一年內宣告多次預期營收衰退的電子業上市公司較一年內宣告一次預期營收衰退的電子業上市公司股價下跌幅度為小，為測試資訊不對稱理論和展望理論這兩個假說何者能解釋多次營收衰退宣告對投資人的影響，本研究建立如下假說：

H_{2c} ：一年內僅宣告一次預期營收衰退和一年內宣告多次預期營收衰退，兩者對電子業上市公司股價影響顯著差異。

Kasznik and Lev (1995) 闡述不到 10% 公司會發布盈利或銷售大幅變動的預測，反觀約有 50% 的公司保持沉默，不會自願發布盈利或銷售大幅變動的預測。另一方面，Carroll and McCombs (2003) 皆指出媒體散布的資訊確實會影響投資人對相關企業之股價的認知。Tetlock (2007) 亦表示媒體對於股票市場有著顯著的影響。Yang (2020) 指出更正澄清資訊有資訊內涵，顯示性質不同的訊息會導致不同程度的市場反應。口碑理論文獻顯示媒體報導釋出好消息時，投資人大舉買進股票，使該股票有正的異常報酬，反之，投資人在接收媒體報導負面口碑評價，投資人大舉賣出股票，使該股票有負的異常報酬 (Bayus, 1985; Bristor, 1990)。公司「主動宣告(自願性財務預測)」或「被動的澄清媒體報導」，兩者性質並不相同，後者媒體報導尚有口碑效果，對投資人行為影響較大，本研究據此建立假說：

H_{3a} ：一年內僅宣告一次預期營收成長的電子業上市公司中，媒體報導預期營收成長所產生異常報酬幅度大於公司自願財測。

H_{3b} ：一年內宣告多次預期營收成長的電子業上市公司中，媒體報導預期營收成長所產生異常報酬幅度大於公司自願財測。

Chen, Ganesan, and Liu (2009) 和 Bristor (1990)指出當媒體發布負面新聞時，投資人會以此作為該公司將有財務損失的信號，口碑理論文獻顯示投資人在接收媒體報導負面口碑評價，投資人大舉賣出股票，使該股票有負的異常報酬。Chen, Ganesan, and Liu (2009) 指出當媒體發布負面新聞時，投資人會以此作為該公司將有財務損失的信號。公司「主動宣告(自願性財務預測)」或「被動的澄清媒體報導」，兩者性質並不相同，後者媒體報導尚有口碑效果投資人反應會更強烈，本研究據此建立假說：

H_{4a} ：一年內僅宣告一次預期營收衰退宣告的電子業上市公司中，媒體報導預期營收衰退所產生異常報酬幅度大於公司自願財測。

H_{4b} ：一年內宣告多次預期營收衰退宣告的電子業上市公司中，媒體報導預期營收衰退所產生異常報酬幅度大於公司自願財測。

三、研究方法

(一)樣本蒐集與範圍

本研究主體為台灣上市電子業公司營收預期宣告事件，台灣電子業上市公司規模大且資本密集，生產成本中的固定費用包括大額的廠房設備折舊費用和機器啟動耗電等啟動成本，預期營收成長除表示未來營業收入增加外，亦釋放出生產量增加，每生產單位所攤提的單位固定費用下降的訊息給投資大眾，投資人經由單價扣除較低的單位成本意識到獲利率上升的訊息，營收宣告對大規模且資本密集高的台灣電子業上市公司深具資訊內涵，因此，本研究蒐集 2014 年至 2019 年台灣電子業上市公司為樣本公司，營收預期公告資料來源為公開資訊觀測站中的重大訊息全文檢索(https://mops.twse.com.tw/mops/web/t51sb10_q1)，公司股價報酬率、台灣證券交易所電子類指數報酬率、台灣證券交易所加權股價指數報酬率取自台灣經濟新報社資料庫，公司會計報表資料包括資產總額、常續性每股盈餘與稅前息前折舊前淨利計算出的資產報酬率取自台灣經濟新報社。本研究選取台灣電子業上市公司自行財測揭露或媒體報導之預期營收成長與衰退事件，預期營收成長公司是公開資訊觀測站重大訊息內容包含公司自願揭露或媒體報導預測營收成長、創新高及營收上看等字眼，預期營收衰退公司是公開資訊觀測站重大訊息內容包含公司自願揭露或媒體報導預測營收衰退、減損、下滑或下修等字眼，總計 123 家電子業上市公司 524 筆宣告，營收預期宣告歷年分布圖列於表 1。鑑於 2020 年底為新冠疫情爆發時間點，為避免樣本失真，故未將 2020 年後資料納入分析。隨著近年疫情影響逐漸趨緩，市場環境已恢復穩定，故本研究結果仍具適用於當前電子產業及整體上市公司的參考價值。

從表 1 可以看出本文先將營收預期宣告樣本事件內容分成以下兩類：預期營收成長宣告和預期營收衰退宣告，再將營收預期宣告樣本按事件頻率分成以下兩類：一年僅宣告一次營收預期和一年宣告多次營收預期，一年僅宣告一次營收預期事件包括個別公司自願性財務預測，或

媒體報導其營收預期資訊。反之，一年宣告多次營收預期事件為單一公司同一年內宣告超過一次自願性財務預測或媒體報導其營收預期資訊，一年僅宣告一次營收預期事件和一年宣告多次營收預期事件分別為 177 筆和 347 筆。一年僅宣告一次預期營收成長共計 145 筆；一年宣告多次預期營收成長共計 321 筆；一年僅宣告一次預期營收衰退共計 32 筆；一年宣告多次預期營收衰退共計 26 筆。

表 1 媒體報導與自願揭露營收預期宣告歷年分布表

宣告	揭露	2014	2015	2016	2017	2018	2019	合計
一次 成長	媒體	23	27	10	17	23	22	122
	自願	4	5	3	4	1	6	23
多次 成長	媒體	78	70	46	28	28	40	290
	自願	7	0	5	3	7	9	31
小計		112	102	64	52	59	77	466
一次 衰退	媒體	7	1	3	0	1	6	18
	自願	4	1	3	1	3	2	14
多次 衰退	媒體	4	0	2	4	0	0	10
	自願	2	3	0	5	4	2	16
小計		17	5	8	10	8	10	58
合計		129	107	72	62	67	87	524

本研究先檢索灣電子業上市公司，篩選出電子業上市公司自己揭露營收預測，將該類公司歸類為「主動揭露營收預測」，接著，本研究篩選出媒體事先公布電子業上市公司的營收預測，台灣證券交易所隨後要求該公司澄清媒體報導的訊息，並將這類公司歸類為「被動揭露營收預測」，本研究將主動與被動營收預測分類為「自願財測」與「媒體報導」兩組，分析訊息宣告後的報酬率變動。由於澄清媒體報導是因媒體事先公布公司營收訊息，台灣證券交易所才要求公司依法澄清，公開資訊觀測站登記的日期並非營收預期訊息的首次公布交易日，本研究先從公開資訊觀測站決定營收成長與衰退事件，搜尋這一個媒體報導最早公開發布的日期，檢視消息流傳首日是幾點發出，股市收盤前消息發出則消息發布日為事件日，股市收盤後消息發出則消息發布隔日為事件日。

(二)事件研究法

Tsai (2008)雖然將事件日設定為第 0 天測試事件日的異常報酬率，為觀察市場提前或延後反應，該文獻拉長事件宣告前 20 日至後 20 日為事件期間，觀察是否有內線交易導致事前反應，或是市場效率較差延後反應的情況。本研究參考 Tsai (2008)主要檢定宣告當天 ($t=0$) 異常報酬率 (AR_{i0}) 是否顯著異於零，先觀察營收預期宣告事件日前 10 天至事件日後 10 天 ($t=-10 \sim t=10$) 異常報酬率的趨勢，確定市場對於營收預測是否有提前或延後反應的現象，本研究觀察事件日前 10 日至前 1 日每日的異常報酬率旨在觀察營收預期是否有內線交易或市場提前預期等因素，觀察事件日後 1 日至 10 日每日異常報酬率則在考慮市場是否會因事件日當日反應不足而有後續影響。研究結果倘若沒有顯著的事前或事後反應，代表營收預期宣告日市場能有效率反應訊

息，後續的分組檢定與回歸分析選用宣告日之異常報酬進行測試，避免研究測試日期和每月 10 日前公告前月營收重疊，造成衡量誤差的可能性。

本研究選取市場模型預測樣本公司報酬率，本研究選取營收預期宣告事件日前 260 個交易日至前 11 個交易日 ($t=-260 \sim t=-11$) 當作估計期間估計市場模型的參數，由於樣本公司為上市的電子公司，故本研究首先選取台灣證券交易所電子類指數之實際報酬率預測個股報酬率，接著，為避免台灣證券交易所電子類指數報酬率侷限在電子公司的產業循環內，台灣股票深受台灣整體市場行情或總體經濟景氣影響，本研究亦選取台灣證券交易所加權股價指數計算出的報酬率當作整體市場行情的指標，本研究採用雙因子市場模型預測個股預期報酬率如(1)式：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{mi}R_{mt} + \beta_{xi}R_{xt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中 R_{it} 為 i 股票在第 t 期的實際報酬率， R_{mt} 為台灣證券交易所加權股價指數在第 t 期的實際報酬率， R_{xt} 為台灣證券交易所電子類指數在第 t 期的實際報酬率，事件期間的實際報酬率資料與股票預期報酬率相減得出異常報酬率 (Abnormal Returns, AR) 如(2)式：

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (2)$$

其中 AR_{it} 為 i 證券在 t 期的異常報酬率， $E(R_{it})$ 為 i 證券在 t 期的預期報酬率，將異常報酬率平均可得事件日平均異常報酬率 (Abnormal Returns, AR) 如(3)式，第(3)式的 N 為樣本公司數量：

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{it}}{N} \quad (3)$$

為瞭解事件日對單一公司報酬率的影響，將事件期間之異常報酬率累加可得累積異常報酬率 (Cumulative Abnormal Returns, CAR)。將累積異常報酬率平均計算平均累積異常報酬率以瞭解事件日對市場上證券價格的平均總影響如(4)式：

$$CAAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{t=-10}^{10} AR_{it} \quad (4)$$

為驗證假說 H_{1a} , H_{1b} , H_{2a} 和 H_{2b} ，本研究採用傳統 t 檢定，橫斷面 t 統計量與符號檢定營收預期宣告當天 ($t=0$) 異常報酬率 (AR_{i0}) 是否顯著異於零。事件期間 ($t=-10 \sim t=10$) 個別股票的異常報酬率為估計殘差的變異數，異常報酬率檢定統計量如第(5)式：

$$T^{Traditional} = \frac{AAR_t}{\frac{1}{N} \sqrt{\sum_{i=1}^N \frac{1}{D-2} \sum_{t=-260}^{-11} \varepsilon_{it}^2}} \quad (5)$$

其中 D 代表估計期天數，在本文是 250 天，橫斷面 t 檢定忽略估計期間殘差資訊，直接以事件期間橫斷面的個別股票異常報酬率來計算變異數，並假設個別股票間的異常報酬率彼此無關，平均異常報酬率橫斷面 t 統計量如第(6)式：

$$T^{Cross-section} = \frac{AAR_t}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \varepsilon_{it}^2}} \quad (6)$$

符號檢定是根據事件期間不同股票間的異常報酬率正負號來檢定，探討有正的異常報酬率的股票數量是否佔總股票數量的二分之一，若明顯異於二分之一，則拒絕虛無假設，其檢定統計量如下第(7)式，該式 N_t^+ 代表異常報酬率為正的家數佔總家數的比例：

$$T^{Sign} = \frac{N_t^+ - 0.5}{\sqrt{\frac{0.5^2}{N}}} \quad (7)$$

(三)獨立 t 檢定

為驗證假說 H_{1c} ：一年內僅發生一次預期營收成長的電子業上市公司股價影響較一年內發生多次預期營收成長的電子業上市公司股價影響顯著，本研究先採用 F 檢定檢驗兩組營收預期宣告當天 ($t=0$) 異常報酬率(AR_{i0})是否有同質變異數，檢定結果若兩組變異數同質，則以母體變異數相等之獨立 t 檢定測試兩組營收預期宣告當天 ($t=0$) 異常報酬率(AR_{i0})是否顯著差異，檢驗假說是否成立；反之，若兩組變異數異質，則以母體變異數不相等之獨立 t 檢定檢驗假說是否成立。

為驗證假說 H_{2c} ：一年內僅發生一次預期營收衰退宣告的電子業上市公司股價影響較一年內發生多次預期營收衰退宣告的電子業上市公司股價影響顯著，本研究先採用 F 檢定檢驗兩組營收預期宣告當天 ($t=0$) 異常報酬率(AR_{i0})是否有同質變異數，檢定結果若兩組變異數同質，則以母體變異數相等之獨立 t 檢定測試兩組營收預期宣告當天 ($t=0$) 異常報酬率(AR_{i0})是否顯著差異，檢驗假說是否成立；反之，若兩組變異數異質，則以母體變異數不相等之獨立 t 檢定檢驗假說是否成立。

為驗證假說三：媒體報導預期營收成長的電子業上市公司所產生異常報酬幅度大於公司自願財測。本研究先採用 F 檢定檢驗兩組營收預期宣告當天 ($t=0$) 異常報酬率(AR_{i0})是否有同質變異數，檢定結果若兩組變異數同質，則以母體變異數相等之獨立 t 檢定測試兩組營收預期宣告當天 ($t=0$) 異常報酬率(AR_{i0})是否顯著差異，檢驗假說是否成立；反之，若兩組變異數異質，則以母體變異數不相等之獨立 t 檢定檢驗假說是否成立。

為驗證假說四：媒體報導預期營收衰退的電子業上市公司所產生異常報酬幅度大於公司自願財測。本研究先採用 F 檢定檢驗兩組營收預期宣告當天 ($t=0$) 異常報酬率(AR_{i0})是否有同質變異數，檢定結果若兩組變異數同質，則以母體變異數相等之獨立 t 檢定測試兩組營收預期宣告當天 ($t=0$) 異常報酬率(AR_{i0})是否顯著差異，檢驗假說是否成立；反之，若兩組變異數異質，則以母體變異數不相等之獨立 t 檢定檢驗假說是否成立。

(四)回歸分析

Botosan (1997)建立資金成本對公司規模與自願財測的回歸式，分析影響投資人要求報酬率的因素。本研究亦運用迴歸分析控制發佈營收財測資訊的公司的特性，測試假說來確認統計上的可靠性。本研究建立回歸式(8)，以營收預期宣告事件日當天的異常報酬率(AR_{i0})為應變數，加入企業規模與獲利因素的控制變數進行迴歸分析：

$$AR_{i,0} = \delta_0 + \delta_1(EPS_{i,k}) + \delta_2 \ln(Asset_{i,k}) + \delta_3(ROA_{i,k}) + \delta_4(Frequency_{i,k}) + \delta_5(Media_{i,k}) + \epsilon_{i,t} \quad (8)$$

其中：

$AR_{i,0}$ =營收預期宣告事件日當天的異常報酬率。

$EPS_{i,k}$ = 第 i 家公司票在營收預期宣告的 k 年度的常續性每股盈餘。

$ROA_{i,k}$ = 第 i 家公司股票在營收預期宣告的 k 年度稅前息前折舊前淨利計算出的資產報酬率。

$\ln(Asset_{i,k})$ = 第 i 家公司在營收預期宣告的 k 年度資產的自然對數。

$Frequency_{i,k}$ 為營收預期宣告頻率的虛擬變數，第 i 家公司在營收預期宣告的 k 年度內僅一次營收預期宣告則為 1，亦即 $Frequency_{i,k} = 1$ ，其餘為 0，係數 δ_4 代表一年一次與多次營收預期宣告日異常報酬率的差異。

$Media_{i,k}$ 為媒體報導的虛擬變數，第 i 家公司在營收預期宣告的 k 年度內媒體報導預期營收宣告則為 1，亦即 $Media_{i,k} = 1$ ，其餘為 0，係數 δ_5 代表媒體宣告與公司自願財測宣告日異常報酬率的差異。

本研究區分預期營收成長宣告與預期營收衰退二組，分別將預期營收成長宣告日與預期營收衰退宣告日的異常報酬率作為應變數，進行方程式(8)的迴歸分析，為驗證假說 H_{1c} 或 H_{2c} 一年宣告僅一次預期營收成長或衰退的電子業上市公司所產生異常報酬幅度大於公司一年多次宣告預期營生變化所產生的異常報酬率，本研究測試 δ_4 是否顯著異於零，亦即拒絕虛無假說 $\delta_4 = 0$ 。為驗證假說三或四媒體報導預期營收成長的電子業上市公司所產生異常報酬幅度大於公司自願財測，本研究測試 δ_5 是否顯著異於零，亦即拒絕虛無假說 $\delta_5 = 0$ 。

本研究納入控制變數於迴歸式中確認統計的可靠性，公司規模變數為資產的自然對數值，而獲利能力的變數係取自台灣經濟新報社的常續性每股盈餘與稅前息前折舊前淨利計算出的資產報酬率，每股盈餘係指稅後淨利扣除特別股利除以加權平均流通在外股數，而資產報酬率係指稅後淨利除以平均資產的比率。電子公司正常營運所產生的淨利與出售資產損益的盈餘品質截然不同，樣本公司台灣電子股的出售資產損益並非每年發生，但金額可能很大，為避免一次性資產出售損益的影響每股盈餘，方程式(8)採用台灣經濟新報社常續性每股盈餘作為變數，該比率分子的部分會扣除非經常性的資產出售損益；此外，方程式(8)採用台灣經濟新報社稅前息前折舊前淨利計算出的資產報酬率，由於不同資本結構的電子公司利息費用差異很大；所得稅費用會因租稅抵減而變動，並且，生產不同產品的電子公司固定資產投資金額與折舊費用差異很大，為排除企業融資政策、所得稅抵減與固定資產投資對淨利的影響，本研究採用分子淨利部分會扣除所得稅費用、利息費用與折舊費用。

四、實證結果

(一)預期營收成長之市場反應

本研究首先驗證 H_{1a} ：一年內僅宣告一次預期營收成長的電子業上市公司股價會產生正的異常報酬，本研究定義之預期營收成長宣告為公開資訊觀測站重大訊息中，自願性財務預測及澄清媒體報導內容包含預測營收成長、創新高及營收上看等字眼。一年內僅宣告一次預期營收成長宣告共計 145 筆，一年內宣告多次預期營收成長宣告共計 321 筆。本研究測試預期營收成長宣告是否產生異常報酬，並以傳統檢定法、橫斷面標準差檢定法、符號檢定法檢定平均異常報酬是否顯著性異於零。圖 1 表示平均異常報酬之分布圖顯示宣告日當天異常報酬率大增，除一年內僅宣告一次預期營收成長在宣告日前後 1 天異常報酬率略大於零外，並無明顯事前或事後反應現象。本研究將事件日分析結果整理於附表，並由附表 1 可看出一年僅宣告一次預期營收成長的宣告日當天 ($t=0$) 有顯著正的平均異常報酬率 (AR_{i0}) 為 1.9664%，平均累積異常報酬率為

2.2138%。利用傳統檢定法、橫斷面標準差檢定法與符號檢定法檢定平均異常報酬率在 1%水準下顯著為正，表示一年僅宣告一次預期營收成長宣告日當天有顯著市場反應，支持 H_{1a} 。附表 1 與圖 1 顯示僅有宣告日前一天($t=-1$)與隔天($t=1$)有顯著正的平均異常報酬率(AR_{it})為 0.5264% 與 0.4778%，傳統檢定法檢定平均異常報酬率統計上顯著為正，表示投資人對一年僅宣告一次預期營收成長訊息有提早一天與延後一天反應的情況。

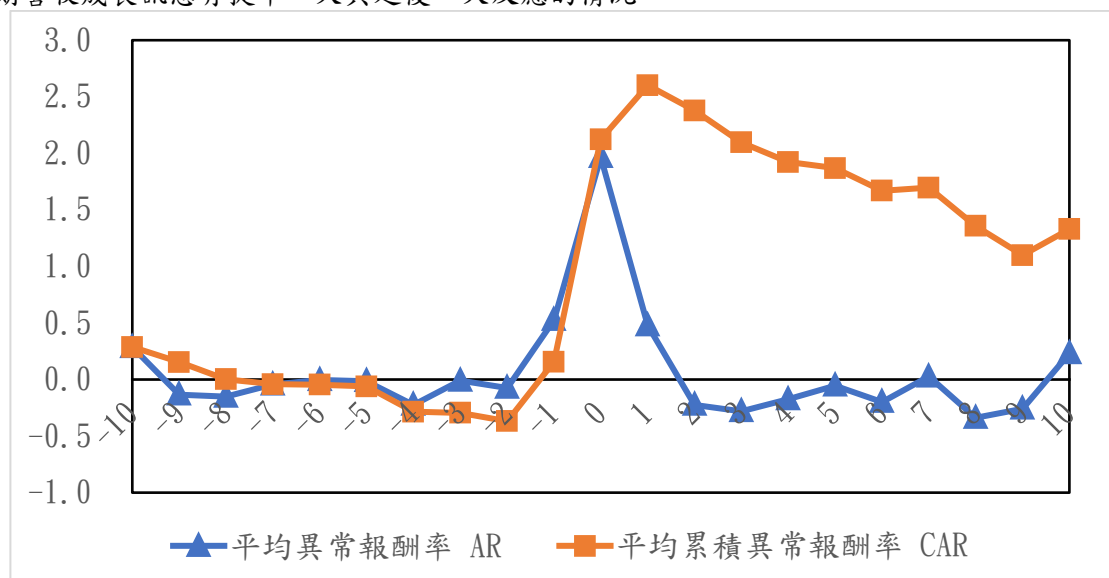


圖 1 一年僅宣告一次預期營收成長之平均異常報酬率(%)

從圖 1 平均累積異常報酬率的圖形更可以明顯看出，事件日前十天至事件日前兩天異常報酬率維持在零的趨勢，事件日後兩天至事件日後十天異常報酬率亦維持在零的附近，一年僅宣告一次預期營收成長事件日漲幅最大，累積異常報酬率大幅跳升，隱含營收成長改變投資人對公司股價的預期，大量買進該股票導致正向異常報酬率，而宣告日前一與後一日僅小幅上升，累積異常報酬率從事件日前一天至事件日後一天連三天向上漂移，凸顯宣告一次預期營收成長訊息前一日有稍微消息走漏事前反應，而後一日有延遲反應的現象。

本研究接著驗證 H_{1b} ：一年內宣告多次預期營收成長的電子業上市公司股價會產生正的異常報酬，而由附表 2 可發現一年宣告多次預期營收成長事件在宣告日當天有顯著正的均異常報酬率為 1.4590%，平均累積異常報酬率達 1.8321%，傳統檢定法、橫斷面標準差檢定法與符號檢定法均達 1%顯著，然而宣告日前後均無顯著正的平均異常報酬，搭配圖 2 趨勢可以明顯看出一年內宣告多次預期營收成長在宣告日當天有顯著市場反應，宣告日前一天或後一天均無顯著報酬波動，符合市場效率假說，不論營收預期宣告成長事件是一年僅有一次或一年內有多次，皆在事件日當天有顯著異常報酬，研究結果代表營收預期宣告成長事件不論發布次數皆對股價有顯著之影響，有資訊傳遞之效果，意即不論一年內的發佈頻率，當公司發布未來營收樂觀預期之好消息時，投資人會在接收到訊息當天選擇買進股票，產生顯著正的異常報酬，故假說 H_{1b} 獲得證實。從圖 2 平均累積異常報酬率的圖形更可以明顯看出一年多次宣告預期營收成長事件日漲幅最大，累積異常報酬率大幅跳升，而宣告日前十天至宣告日前一與後一天均無顯著報酬波動，並無事前反應現象，與事件日後一日至事件日後十日異常報酬率也在零上下跳動，也無明顯的事後反應，凸顯事件日當日市場即能有效率反應營收預期訊息。

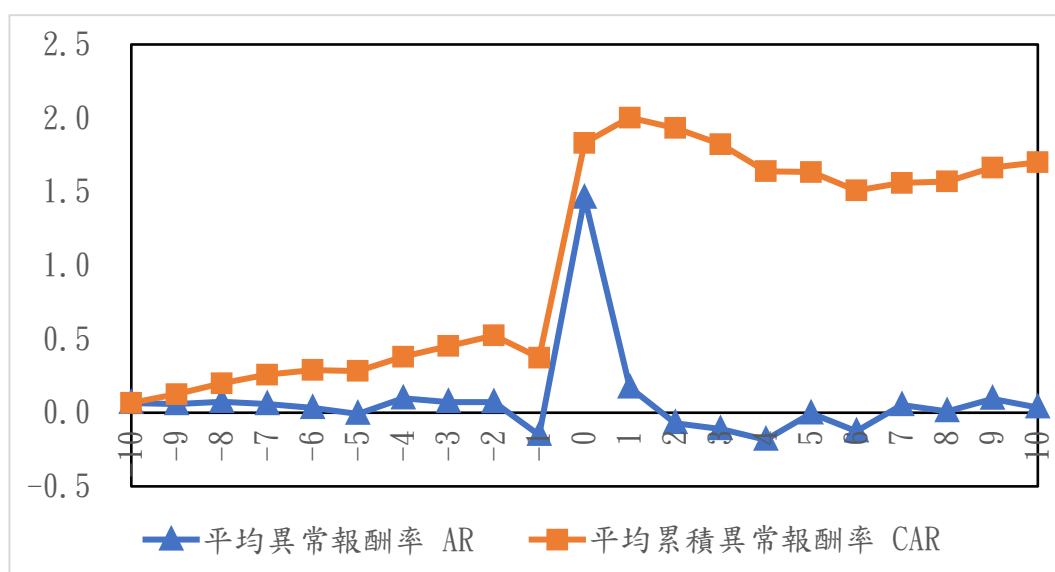


圖 2 一年宣告多次預期營收成長之平均異常報酬率

表 2 列出一年宣告一次與多次預期營收成長宣告日異常報酬差異分析，表 2 顯示一年內僅宣告一次預期營收成長宣告日平均異常報酬率 1.9664，高於一年內宣告多次預期營收成長宣告日異常報酬率平均值 1.4590，顯示一年內僅宣告一次高於多次宣告。兩組宣告日異常報酬率變異數經由同質性檢定後，F 值為 1.3366，達 10%顯著水準，分析結果為兩組有異質變異數，本研究進而進行變異數異質性的獨立性 t 檢定，所得之 t 統計量為 1.7332，得出兩組差異達 5%統計顯著水準，意指投資人對一年僅發布一次預期營收成長訊息較敏感，所引發的報酬變動顯著大於一年發布多次預期營收成長資訊，支持假說 H_{1c} 。

表 2 一年宣告一次與多次預期營收成長宣告日異常報酬差異分析

事件	樣本個數	平均(%)	t 統計量	P 值	同質性檢定		
					變異數	F 統計量	P 值
<u>總體</u>							
一次成長	145 筆	1.9664	1.7332	0.0422**	9.2874	1.3366	0.0181**
多次成長	321 筆	1.4590			6.9486		
<u>媒體報導</u>							
一次成長	124 筆	2.2009	1.9757	0.0248**	9.9054	1.4365	0.0070***
多次成長	294 筆	1.5658			6.8957		
<u>自願財測</u>							
一次成長	21 筆	0.5819	0.4333	0.3334	3.5979	0.5729	0.1023
多次成長	27 筆	0.2969			6.2805		

註：單尾檢定***為 1%的顯著水準，**為 5%的顯著水準，*為 10%的顯著水準

本研究進而區分自願財測與媒體報導兩組進行比較，就媒體報導而言，表 2 顯示媒體一年內僅報導一次與多次預期營收成長事件之報導日異常報酬率分別為 2.2009 和 1.5658，顯示媒體一年內僅報導一次預期營收成長訊息，市場反應較為劇烈。

表 2 顯示兩組變異數經同質性統計檢定後，F 值為 1.4365，分析結果達 1%統計顯著水準，表示兩組變異數異質。本研究進而進行變異數異質的獨立 t 檢定，所得之 t 統計量為 1.9757，在單尾檢定下，兩組異常報酬率差異達 5%統計顯著，意指投資人對媒體一年僅報導一次預期營收成長訊息較敏感，所引發的報酬變動顯著大於一年媒體多次報導預期營收成長資訊，支持假說 H_{1c} 。上述研究結果與資訊不對稱理論一致，當台灣電子業上市公司在發布營收預期宣告成長資訊時，一年內公司若已發布營收預期宣告，公司內部經理人與外部投資人間的資訊不對稱程度下降，當公司同年度再次宣布預期營收成長的訊息，市場未預期的驚奇(shock)縮小，投資人傾向不再大舉買進股票，股價上升幅度不及一年僅發布一次預期營收成長。就自願財測而言，表 2 亦顯示公司一年內僅自願公開一次與多次預期營收成長宣告日異常報酬率分別為 0.5819 和 0.2969，顯示公司一年內自願公開一次預期營收成長預測，市場反應較為劇烈。表 2 顯示兩組變異數經同質性統計檢定後，F 值為 0.5729，分析結果不顯著，表示兩組變異數同質。本研究進而進行變異數同質的獨立 t 檢定，所得之 t 統計量為 0.4333，兩組異常報酬率差異不顯著，意指投資人對公司一年報導幾次預期營收成長預測並不敏感，不影響報酬變動，並無支持假說 H_{1c} 。

(二)預期營收衰退之市場反應

本研究接著驗證假說二，本研究定義之預期營收衰退宣告為公開資訊觀測站重大訊息自願性財務預測及澄清媒體報導內容包含預測營收衰退、減損、下滑或下修等字眼。由附表 3 可看出一年僅宣告一次預期營收衰退的宣告日當天有顯著負的平均異常報酬率為-1.4371%，平均累積異常報酬率為-1.9840%。利用傳統檢定法、橫斷面標準差檢定法與符號檢定法檢定平均異常報酬率均達 1%顯著水準，表示一年僅宣告一次預期營收衰退事件在宣告日當天有顯著負向市場反應。一年只宣告一次預期營收衰退的電子業上市公司股價會產生顯著負的異常報酬，並且僅於事件日當天有顯著負的異常報酬，隔日股價不再有顯著異常報酬，實證結果支持 H_{2a} ：一年內僅宣告一次預期營收衰退事件的電子業上市公司股價會產生負的異常報酬。從圖 3 可以明顯看出一年僅宣告一次預期營收衰退事件日跌幅最大，累積異常報酬率大幅下降，而宣告日前後十天異常報酬率均於零上下跳動，並無事前或事後反應現象。

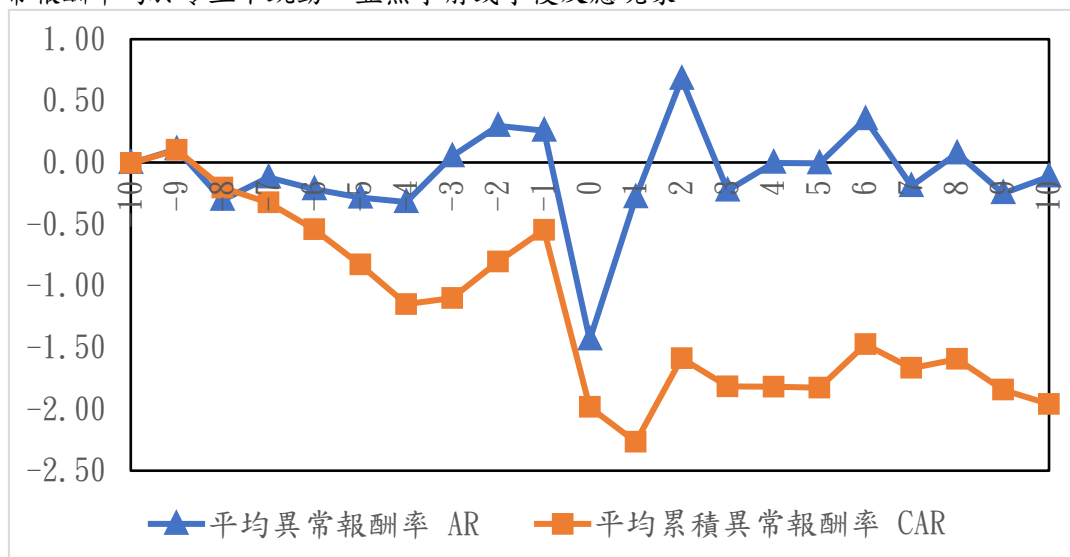


圖 3 一年僅宣告一次預期營收衰退之平均異常報酬率

圖 4 為一年宣告多次營收預期宣告衰退之平均異常報酬和平均累積異常報酬之分布圖，該圖顯示宣告日當天異常報酬率大跌，並無明顯事前或事後反應現象。而由附表 4 可發現一年宣告多次預期營收衰退事件在事件日當天有顯著異常報酬率為-1.3840%，平均累積異常報酬率達 0.1895%，利用傳統檢定法平均異常報酬率達 1% 的顯著水準，橫斷面標準差檢定法平均異常報酬率達 5% 的顯著水準，表示一年宣告多次預期營收衰退在事件日當天有顯著市場反應，支持 H_{2b} ：一年內宣告多次預期營收衰退事件的電子業上市公司股價會產生負的異常報酬。然而符號檢定法未達 10% 的顯著水準，表示一年宣告多次預期營收衰退事件略小於一年僅宣告一次。意即當公司一年內僅進行一次營收預期衰退宣告時，則預期營收衰退宣告對公司股價波動影響顯著；而當公司一年內多次進行營收預期衰退宣告，則公司股價對營收預期宣告衰退訊息敏感度下降，傳統檢定法與橫斷面標準差檢定法統計量顯著，符號檢定法統計量並未顯著。研究結果隱含營收預期宣告衰退事件有資訊傳遞效果，並且，後續營收預期宣告衰退事件資訊內涵有限，此一結果可以作為台灣電子業上市公司在決策發布營收預期宣告資訊之參考。從圖 4 平均累積異常報酬率的圖形更可以明顯看出一年僅宣告一次預期營收衰退事件日跌幅最大，累積異常報酬率大幅下降，而宣告日前十天至宣告日前一日的異常報酬率均於零上下跳動，並無事前反應現象，與事件日後一日至事件日後十日異常報酬率也在零上下跳動，也無明顯的事後反應，凸顯事件日當日市場即能有效率反應營收預期訊息。歸納圖一至圖四宣告日前十天至後十天的累積異常報酬率圖形顯示市場能有效率地反應台灣上市電子股營收預期宣告，只有一年僅宣告一次預期營收成長事件宣告日前一與後一日異常報酬率顯著為正，表示僅有一次營收預期成長宣告前一日有稍微消息走漏事前反應，而後一日有延遲反應的現象，其他三個事件無事前或事後反應，研究結果隱含台灣資本市場能於宣告日有效率地反應營收預期訊息，故本文後續分組檢定與回歸分析都以事件日單一天異常報酬率進行分析，避免測試日期和每月 10 日前公告前月營收重疊，造成衡量誤差的可能性。

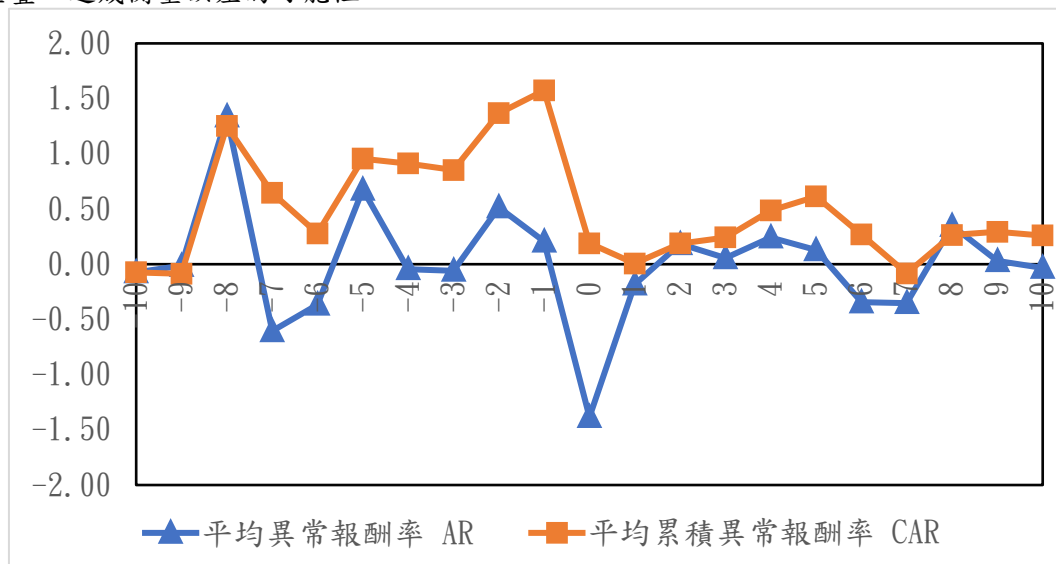


圖 4 一年宣告多次預期營收衰退之平均異常報酬率

表 3 列出一年宣告一次與多次預期營收衰退宣告日異常報酬差異分析，一年一次與多次預期營收衰退報導日異常報酬率分別為-1.4371 與-1.3840，顯示一年內媒體多次報導營收衰退事件之報導日當天異常報酬率略低於一年僅報導一次營收預期衰退之異常報酬率，為驗證 H_{2c} ，本研究比較一年宣告一次與多次預期營收衰退宣告，表 3 顯示兩組事件在事件宣告日當日變異數經

由同質性檢定分析後，F 統計量為 0.6420，統計結果不顯著，兩組有同質變異數。本研究進而進行變異數同質的獨立 t 檢定，t 統計量為 0.0745，統計結果不顯著，不支持 H_{2c} ，本研究並未發現一年僅宣告一次或多次預期營收衰退事件市場反應有顯著差異。

就媒體報導而言，由表 3 可發現一年內媒體僅報導一次與一年內報導多次預期營收衰退之報導日異常報酬率分別為-1.6229 和-2.7519，顯示媒體一年內報導多次預期營收衰退訊息，市場反應較為劇烈。表 3 顯示兩組變異數經同質性統計檢定後，F 值為 1.6213，分析結果不顯著，表示兩組變異數同質。本研究進而進行變異數同質的獨立 t 檢定，所得之 t 統計量為 1.2812，在單尾檢定下，兩組異常報酬率差異不顯著，儘管投資人對媒體多次報導預期營收衰退訊息較敏感，所引發的報酬變動顯著大於一年媒體一次報導預期營收衰退資訊，但統計檢定結果一次和多次媒體報導營收衰退市場反應差異不顯著。本研究營收宣告成長與衰退事件發布頻率對市場反應研究結果不同可能的理由源自展望理論，展望理論文獻強調投資人在意財富減少勝於財富增長，尤其是媒體多次報導營收預期衰退會引發投資人懼怕企業下市風險上升而拋售股票，媒體多次報導預期營收衰退市場反應會較一次報導劇烈，兩者市場反應有所差異。

表 3 一年宣告一次與多次預期營收衰退宣告日異常報酬差異分析

事件	樣本個數	平均(%)	t 統計量	P 值	同質性檢定		
					變異數	F 統計量	P 值
總體							
一次衰退	32 筆	-1.4371	0.0745	0.4704	5.8419	0.6420	0.1203
多次衰退	26 筆	-1.3840			9.1001		
媒體報導							
一次衰退	18 筆	-1.6229	1.2812	0.1057	5.7552	1.6213	0.2329
多次衰退	10 筆	-2.7519			3.5498		
自願財測							
一次衰退	14 筆	-1.1983	0.6157	0.2715	6.2955	0.5718	0.1590
多次衰退	16 筆	-0.5291			11.0100		

註：單尾檢定***為 1%的顯著水準，**為 5%的顯著水準，*為 10%的顯著水準

針對媒體報導，比較假說一營收成長事件與假說二營收衰退事件研究結果差異可能源自展望理論，儘管依據資訊不對稱理論，市場上當年首次接收關於公司未來營收方面壞消息的反應，比起市場上第二次以後接收到關於公司未來營收方面壞消息的反應更為強烈。然而，依照展望理論，投資人對財富減少，尤其是營收預期多次宣告衰退事件市場反應會較一次宣告衰退事件劇烈，營收預期衰退多次宣告在展望理論擴大市場反應，會抵銷資訊不對稱理論削弱市場反應的力道，營收預期衰退一次和多次宣告的市場反應差異不大。

就自願財測而言，為驗證 H_{2c} ，本研究比較一年宣告一次與多次預期營收衰退宣告，表 3 亦顯示公司一年內自願公開一次與多次預期營收衰退宣告日異常報酬率分別為-1.1983 和-0.5291，顯示公司一年內僅一次公開預期營收衰退預測，市場反應較為劇烈。表 3 顯示兩組變異數經同質性統計檢定後，F 值為 0.5718，分析結果不顯著，表示兩組變異數同質。本研究進而進行變異

數同質的獨立 t 檢定，所得之 t 統計量為 0.6157，兩組異常報酬率差異不明顯，意指投資人對公司一年公開幾次預期營收衰退預測並不敏感，不影響股票報酬變動，不支持假說 H_{2c} 。

觀察表 2 和表 3 得知，媒體報導一年內僅宣告一次預期營收成長的公司所產生的異常報酬較一年內宣告多次預期營收成長的公司為大，表 2 研究結果隱含公司多次宣告訊息會降低企業內部和外部投資人資訊不對稱的程度，隨訊息發布次數增加市場反應會縮小，此結果與資訊不對稱理論一致；然而，表 3 中媒體一年內報導多次預期營收衰退的公司股價下降幅度顯著大於一年僅報導一次預期營收衰退的公司，可能的理由源自展望理論，儘管依照資訊不對稱理論，發布次數越多市場反應會縮小，然而，面對營收預期衰退，投資人懼怕企業不斷衰退會增加下市風險，因而出售多次宣告預期營收衰退的公司股票造成該公司股價下跌，展望理論會抵消資訊不對稱的效果。

(三)自願財測與媒體報導市場反應比較

表 4 顯示一年一次營收成長宣告中，自願財測與媒體報導在宣告日異常報酬率分別為 0.5819 和 2.2009，顯示媒體報導市場反應較為劇烈。本研究進而進行統計分析，表 4 顯示兩組變異數經同質性統計檢定後，F 值為 0.3632 且 P 值為 0.0056，達 1%顯著水準，表示兩組變異數異質。本研究進而進行變異數異質性的獨立性 t 檢定，所得之 t 統計量為 3.2300，在單尾檢定下，兩組異常報酬率的差異達 1%統計顯著水準，意指投資人對媒體報導成長訊息較敏感，媒體報導後引發的股價變動顯著大於自願性預測成長資訊，支持 H_{3a} 。表 4 亦顯示一年多次營收成長宣告中，自願財測與媒體報導在宣告日異常報酬率自願財測與媒體報導宣告日異常報酬率分別為 0.2969 和 1.5657，顯示媒體報導市場反應較為劇烈。本研究進而進行統計分析，表 4 顯示兩組變異數經同質性統計檢定後，F 值為 0.9108 且 P 值為 0.4064，分析結果為不顯著，表示兩組變異數同質。本研究進而進行變異數同質性的獨立性 t 檢定，所得之 t 統計量為 2.4117，在單尾檢定下，兩組異常報酬率的差異達 1%統計顯著水準，意指投資人對媒體報導成長訊息較敏感，媒體報導後引發的股價變動顯著大於自願性預測成長資訊，支持 H_{3b} 。

表 4 一年一次營收成長自願財測與媒體報導宣告日異常報酬差異分析

一次	樣本個數	平均(%)	t 統計量	P 值	同質性檢定		
					變異數	F 統計量	P 值
自願財測	21 筆	0.5819	3.2300	0.0012***	3.5979	0.3632	0.0056***
媒體報導	124 筆	2.2009			9.9054		
多次							
自願財測	27 筆	0.2969	2.4117	0.0082***	6.2805	0.9108	0.4064
媒體報導	294 筆	1.5657			6.8957		

註：單尾檢定***為 1%的顯著水準，**為 5%的顯著水準，*為 10%的顯著水準

表 5 顯示一年一次營收衰退宣告中，自願財測與媒體報導在宣告日當日異常報酬率分別為-1.1983 和-1.6229，顯示媒體報導市場反應較為劇烈。本研究進而進行統計分析，表 5 顯示兩組變異數經同質性統計檢定後，F 值為 1.0939 且 P 值為 0.4235，分析結果為不顯著，表示兩組變異數同質。本研究進而進行變異數同質性的獨立性 t 檢定，所得之 t 統計量為 0.4869，在單尾檢

定下，兩組異常報酬率統計結果不顯著，意指儘管投資人對媒體報導成長訊息較敏感，媒體報導後引發的股價變動大於自願性預測成長資訊，但兩組差異並不明顯，此部分不支持 H_{4a} 。表 5 亦顯示一年多次營收衰退宣告中，自願財測與媒體報導在事件日當日($t=0$)異常報酬率分別為-0.5291 和-2.7519，顯示媒體報導市場反應較為劇烈。本研究進而進行統計分析，表 5 顯示兩組變異數經同質性統計檢定後，F 值為 3.1016 且 P 值為 0.0456，分析結果達統計顯著，表示兩組變異數異質。本研究進而進行變異數異質性的獨立性 t 檢定，所得之 t 統計量為 2.1764，在單尾檢定下，兩組異常報酬率統計結果顯著，意指投資人對媒體報導成長訊息較敏感，媒體報導後引發的異常報酬率顯著大於自願性預測成長資訊，此部分支持 H_{4b} 。

表 5 一年一次與多次營收衰退自願財測與媒體報導宣告日異常報酬差異分析

一次	樣本個數	平均(%)	t 統計量	P 值	同質性檢定		
					變異數	F 統計量	P 值
自願財測	14 筆	-1.1983	0.4869	0.3149	6.2955	1.0939	0.4235
媒體報導	18 筆	-1.6229			5.7552		
多次							
自願財測	16 筆	-0.5291	2.1764	0.0198**	11.0100	3.1016	0.0456**
媒體報導	10 筆	-2.7519			3.5498		

註：單尾檢定***為 1%的顯著水準，**為 5%的顯著水準，*為 10%的顯著水準

圖 5 顯示一年內僅宣告一次預期營收成長宣告日異常報酬率高於一年內多次宣告預期營收成長宣告日異常報酬率，不管是自願財測與媒體報導均得到同樣的結果。圖 6 顯示一年一次與多次預期營收衰退宣告日之異常報酬率分別為-1.4371 與-1.3840，顯示一年僅宣告一次營收預期宣告衰退事件之事件日當天異常報酬率平均值略低於一年宣告多次營收預期宣告衰退事件之異常報酬率平均值；然而媒體報導和自願財測結果不同，媒體一年多次報導營收衰退市場反應較一年報導一次營收衰退為大；反觀，一年一次或多次公司財測營收衰退，兩者市場反應差異不大，凸顯媒體的口碑效果，媒體多次傳遞營收衰退壞消息，風聲鶴唳，導致報酬率下降。

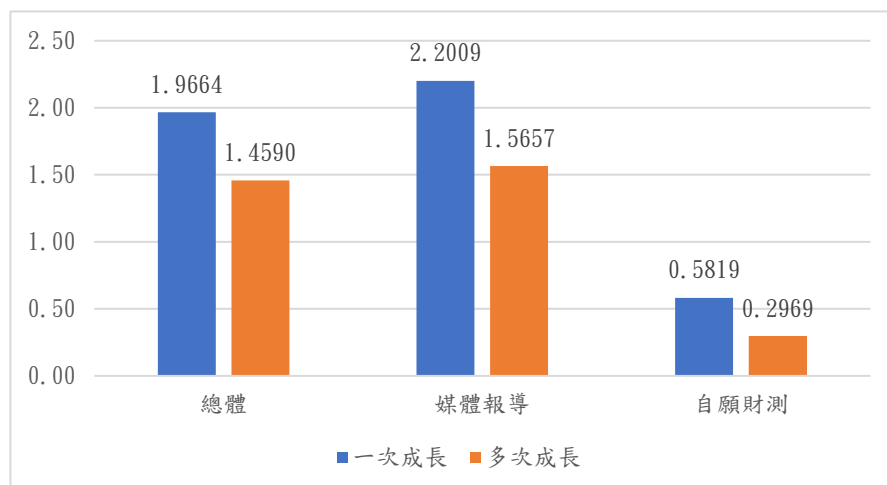


圖 5 一年一次與多次營收預期宣告成長事件宣告日之平均異常報酬率

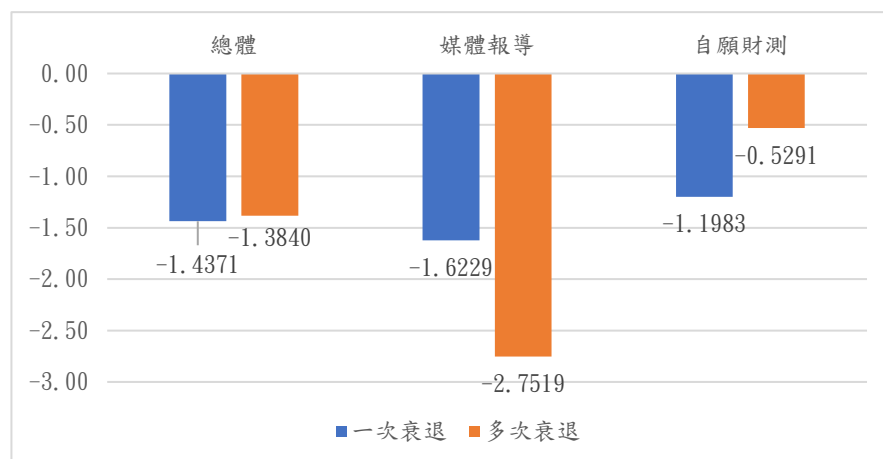


圖 6 一年一次與多次營收預期宣告衰退事件宣告日之平均異常報酬率

(四)回歸分析結果

本研究將預期營收成長與預期營收衰退宣告日的異常報酬率作為應變數進行回歸分析，回歸分析結果詳如表 6，預期營收成長宣告的回歸結果顯示，一年僅宣告一次預期營收成長虛擬變數的係數為 0.443，媒體報導的虛擬變數的係數為 0.785，10%的統計水準下顯著異於零，研究結果支持假說三媒體報導預期營收成長的電子業上市公司所產生異常報酬幅度大於公司自願財測；此外，控制變數中公司規模的代理變數資產自然對數係數為-0.304，1%水準下顯著為負，表示規模越大的公司股價對營收成長宣告越不敏感，漲幅越小。預期營收衰退宣告的回歸結果顯示，公司規模的代理變數資產的自然對數的係數為 0.509，5%水準下顯著為正，表示規模越大的公司股價對營收衰退宣告越不敏感，跌幅越小，綜合營收成長與營收衰退的回歸結果可得知規模越大的公司面臨營收宣告訊息較不敏感，當有營收成長訊息漲幅較小，反觀，有營收衰退訊息跌幅較小。

表 6 營收宣告日異常報酬率對企業財務比率回歸分析結果

預期營收成長	係數	t統計	P值	預期營收衰退	係數	t統計	P值
截距	5.771	3.217	0.001***	截距	-10.599	-2.411	0.020**
常續性每股盈餘	-0.003	-0.586	0.558	常續性每股盈餘	-0.037	-3.320	0.002***
資產自然對數	-0.304	-3.332	0.001***	資產自然對數	0.509	2.195	0.033**
資產報酬率	0.017	0.947	0.344	資產報酬率	0.121	2.231	0.030**
一年僅宣告一次	0.443	1.593	0.112	一年僅宣告一次	-0.590	-0.773	0.443
媒體報導	0.785	1.709	0.088*	媒體報導	-1.023	-1.429	0.159
R^2	5.8060%			R^2	27.7579%		
調整後 R^2	4.7821%			調整後 R^2	20.8115%		
樣本數	466			樣本數	58		

*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01

此外，預期營收衰退宣告的回歸結果顯示資產報酬率係數為 0.121，統計檢定結果顯著為正，顯示投資報酬率較佳的公司面臨營收衰退的訊息較為抗跌；然而，常續性每股盈餘係數為-0.037，統計顯著為負，可能的理由是多數投資人都會設定股價本益比(Price Earning Ratio)為一個基準值(例如 20)作為成交價格的參考，公司每股盈餘越高，股價經市場投資人以股價盈餘比再乘以每股盈餘計算出的成交價就越大，換言之，在市場沒有重大影響公司股價訊息的情況下，每股盈餘高的公司股價成交價較高，一旦預期營收衰退的訊息釋出，市場投資人發現公司營業額比預期低，改變原先對公司的評價，調降本益比連帶下修股價而拋售股票，故每股盈餘高的公司於預期營收衰退宣告期間，股價下降幅度較大，異常報酬率顯著較低，此與展望理論闡釋投資人會先以本益比計算出股價的參考點，一旦公司或媒體釋出預期營收衰退的訊息，投資人反應敏感大舉拋售致使股價下降的推論，不謀而合。

預期營收衰退宣告的回歸結果亦顯示一年僅宣告一次預期營收衰退虛擬變數的係數統計不顯著，研究結果不支持 H_{2c} 預期營收衰退的電子業上市公司所產生異常報酬幅度大於公司自願財測。媒體報導的虛擬變數的係數統計不顯著，研究結果不支持假說 H_{2c} 預期營收衰退的電子業上市公司所產生異常報酬幅度大於公司自願財測；儘管虛擬變數的係數統計檢定都不顯著，預期營收衰退回歸式中控制變數之係數統計檢定卻較預期營收成長回歸式顯著，顯示投資人會更關注營收衰退公司的會計比率，更審慎檢視營收衰退公司的基本面，此與展望理論投資人對於好壞消息的態度有差不謀而合。

五、增額分析結果

過去研究採用傾向評分匹配(propensity score matching)的方法減少所選樣本特性偏差和混雜變量的影響，本研究進而運用傾向評分匹配分析，針對一年宣告一次與多次預期營收成長兩組樣本，以常續性每股盈餘、稅前息前折舊前淨利和資產的自然對數進行匹配，匹配出 144 對共計 288 個觀察值，一年宣告一次與多次預期營收衰退兩組樣本匹配出 11 對共計 22 個觀察值，表 7 列出傾向分數配對樣本一年宣告一次與多次預期營收成長與衰退宣告日異常報酬差異分析，不管營收成長或是營收衰退事件，經統計檢定一次宣告與多次宣告產生的異常報酬均無顯著差異。媒體報導或企業自願性財測營收成長與衰退事件，經統計檢定一次或多次宣告並無顯著的差異，研究結果隱含儘管前述營收成長一次宣告與多次宣告產生的異常報酬顯著差異，將企業財務狀況與營運成果類似的公司進行匹配後，控制在財務與營運體質相似公司做比較，營收宣告一次或多次的反應程度並無太大的差異。

表 7 傾向分數配對樣本一年一次與多次預期營收宣告日異常報酬差異分析

營收成長	樣本個數	平均(%)	t 統計量	P 值	同質性檢定		
					變異數	F 統計量	P 值
總體							
一次成長	144 筆	1.9867	1.4980	0.1353	9.2921	1.4645	0.0116**
多次成長	144 筆	2.4804			6.3448		
媒體報導							
一次成長	124 筆	2.2009	1.0260	0.3004	9.9054	1.5798	0.0047***
多次成長	137 筆	2.5646			6.2701		

表 7(續)

表 7 (續)			自願財測				
一次成長	20 筆	0.6591	0.1934	0.8482	3.6557	0.6340	0.2079
多次成長	7 筆	0.8324			5.7662		
營收衰退	樣本個數	平均(%)	t 統計量	P 值	同質性檢定		
					變異數	F 統計量	P 值
總體							
一次衰退	11 筆	-1.9124	0.2777	0.7841	5.8282	1.1951	0.3918
多次衰退	11 筆	-1.6384			4.8768		
媒體報導							
一次衰退	6 筆	-2.4334	0.0125	0.9903	6.2207	1.1864	0.4279
多次衰退	6 筆	-2.4161			5.2435		
自願財測							
一次衰退	5 筆	-1.2872	0.4212	0.6847	5.8989	1.6197	0.3259
多次衰退	5 筆	-0.7053			3.6421		

註：單尾檢定***為 1%的顯著水準，**為 5%的顯著水準，*為 10%的顯著水準

表 8 列出傾向分數配對樣本營收成長與衰退自願財測與媒體報導宣告日異常報酬差異分析結果，研究結果顯示媒體報導引發的異常報酬率的絕對值均大於自願財測，不管是所有樣本公司或傾向分數配對樣本公司，企業一年僅宣告一次營收成長，媒體報導所引發的異常報酬均顯著大於公司自願揭露，凸顯投資人認為媒體報導比較有公信力，媒體報導口碑效果更強烈，媒體訊息比公司自願揭露訊息更有資訊內涵。

表 8 傾向分數配對樣本自願財測與媒體報導宣告日異常報酬差異分析

營收成長 一次	樣本個數	平均(%)	t 統計量	P 值	同質性檢定		
					變異數	F 統計量	P 值
自願財測	20 筆	0.6591	3.0083	0.0353	3.6557	0.3691	0.0075***
媒體報導	124 筆	2.2009			9.9054		
多次	樣本個數	平均(%)	t 統計量	P 值	變異數	F 統計量	P 值
自願財測	7 筆	0.8324	1.7882	0.0759	5.7662	0.9196	0.5171
媒體報導	137 筆	2.5646			6.2701		
營收衰退 一次	樣本個數	平均(%)	t 統計量	P 值	同質性檢定		
					變異數	F 統計量	P 值
自願財測	5 筆	-1.2872	0.7678	0.4623	5.8989	0.9483	0.4932
媒體報導	6 筆	-2.4334			6.2207		
多次	樣本個數	平均(%)	t 統計量	P 值	變異數	F 統計量	P 值
自願財測	5 筆	-0.7053	1.3272	0.2171	3.6421	0.6946	0.3729
媒體報導	6 筆	-2.4161			5.2435		

註：單尾檢定***為 1%的顯著水準，**為 5%的顯著水準，*為 10%的顯著水準

六、研究結論

本研究探討營收預期宣告次數是否會降低企業內部經理人與外部股東資訊不對稱程度，當營收預期發布次數較多，市場反應較小。本研究將營收預期宣告分類為一年僅宣告一次與多次進行比較，檢驗投資人是否對於營收宣告次數較多的企業反應較小，接著，本研究將營收預期

宣告分類為自願財測與媒體報導，分別檢驗異常報酬是否有所差異；最後，本研究探討影響營收預期宣告日報酬率的因素。本研究運用事件研究法進行分析，研究結果發現一年內僅宣告一次預期營收成長的台灣電子業上市公司股價會產生正的異常報酬，獨立性 t 檢定顯示媒體報導後引發的異常報酬顯著大於自願財測。不管是企業自願財測或是媒體報導，一年內僅宣告一次預期營收成長的公司所產生的異常報酬大於一年內宣告多次預期營收成長的公司所產生的異常報酬，研究結果顯示公司多次宣告訊息會降低企業內部和外部投資人資訊不對稱的程度，隨訊息發布次數增加，縮小市場反應，研究結果與資訊不對稱理論一致。本研究發現一年內宣告一次或多次預期營收衰退的公司均會產生負的異常報酬，統計結果顯示兩組異常報酬差異不明顯，尤其，媒體一年內報導多次預期營收衰退的公司所產生負的異常報酬顯著小於媒體一年僅報導一次的公司，可能的理由是投資人懼怕企業不斷衰退會增加下市風險，為趨避風險紛紛出售多次宣告預期營收衰退的公司，導致大幅度負的異常報酬，此結果與展望理論一致。接著，本研究區分公司「主動宣告(自願性財務預測)」或「被動的澄清媒體報導」進行分析，本研究發現媒體報導的市場反應幅度均大於公司自願性財測，研究結果隱含媒體的口碑效果。

本研究將預期營收成長與預期營收衰退宣告日的異常報酬率作為應變數進行回歸分析的結果顯示媒體報導預期營收成長所產生異常報酬幅度大於公司自願財測，然而，研究結果並未支持預期營收衰退的異常報酬率會受到宣告頻率和媒體報導的影響。最後，本研究發現公司規模越大的公司對營收成長或衰退的宣告越不敏感，營收成長宣告日股價漲幅較小，營收衰退宣告日跌幅較小。回歸結果顯示多次宣告預期營收衰退時，投資人會更仰賴每股盈餘或資產報酬率等會計訊息進行操作，這些會計變數和預期營收衰退宣告後的異常報酬率關係顯著。本研究的貢獻為實證發現媒體多次報導預期營收成長與預期營收衰退，投資人反應明顯不同，媒體多次報導預期營收成長會降低公司股價上漲的幅度，異常報酬率增加幅度較小，傾向支持資訊不對稱理論；然而，媒體多次報導預期營收衰退反而會加強公司股價下跌，異常報酬率變動幅度較大，投資人多次接收媒體傳遞企業營收惡化的消息後會憂慮財富損失的風險而拋售股票，股價下降產生負的異常報酬，可能會受展望理論學理影響。最後，本研究增額測試中透過傾向分數配對樣本後，發現媒體報導一年僅一次或多次預期營收成長宣告，所引發的市場反應顯著大於自願財測，隱含不管企業財務特性為何，投資人較聽信媒體報導訊息。儘管本研究發現不管是整體樣本或配對樣本中，媒體報導所引發的市場反應大於企業自願性揭露財務預測，但本研究並無探討媒體報導的內容或語氣是否會放大市場反應，此為本研究限制，未來研究可深入探討。

致謝

作者感謝 114 國科會計畫(計畫編號:NSTC 114-2410-H-A49 -082)經費補助，協助此研究順利完成。

參考文獻

王肇蘭、廖思雯與池祥萱，2009，公司是否能藉由媒體曝光度減緩非預期負面盈餘宣告對股市的衝擊？以台灣金融業為例，台灣管理學刊，第 9 卷第 2 期：165-184。

- 古永嘉、李富川與杜長樹，2007，財務預測負向調整對股價及資訊內涵之影響－以電子業為例，
中華技術學院學報，第 36 期：139-155。
- 陳瑞斌與許崇源，2008，資訊揭露水準對於權益資金成本之影響，東吳經濟商學學報，第 61
期:67-106。
- 陳薇如、王翎、謝宜樺，2023，企業社會責任績效對首次公開發行公司期初報酬之影響，當代
會計，第 24 卷第 2 期:337-370。
- 詹錦宏與張文榮，2009，有拗折點的融資順位模型--台灣地區上市公司資本結構之實證研究，
會計學報，第 1 卷第 2 期：37-61。
- 蔡永順、臧仕維、張俊評與蔡宜家，2018，資訊不對稱、流動性衝擊與公司異常報酬關聯性，
管理資訊計算，第 7 期：200-209。
- Ajinkya, B. B., and Gift, M. J. 1984. Corporate managers' earnings forecasts and symmetrical
adjustments of market expectations. *Journal of Accounting Research*, 22 (2), 425-444.
- Atiase, R. K., and Bamber, L. S. 1994. Trading volume reactions to annual accounting earnings
announcements: The incremental role of predisclosure information asymmetry. *Journal of
Accounting and Economics*, 17 (3), 309-329.
- Banz, R. W. 1981. The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of
Financial Economics*, 9(1), 3-18.
- Barberis, N., Mukherjee, A., and Wang, B. 2016. Prospect theory and stock returns: An empirical test.
The Review of Financial Studies, 29(11), 3068-3107.
- Beaver, W. H. 1968. The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting
Research*, 6, 67-92.
- Berle, A., and G. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Botosan, C. 1997. Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72, 323-349.
- Bristol, J. M. 1990. Enhanced explanations of word of mouth communications: The power of
relationships. *Research in Consumer Behavior*, 4, 51-83.
- Carroll, C. E. and McCombs, M. E., (2003), Agenda setting effects of business news on the public's
images and opinions about major corporations, *Corporate Reputation Review*, 6(1), 36-46.
- Chen, Y., Ganesan, S., and Liu, Y. 2009. Does a firm's product-recall strategy affect its financial value?
an examination of strategic alternatives during product-harm crises. *Journal of Marketing*, 73(11),
217-226.
- Coller, M., and Yohn, T. L. 1997. Management forecasts and information asymmetry: An examination
of bid-ask spreads. *Journal of Accounting Research*, 35 (2), 181-191.
- Dierkens, N. 1991. Information asymmetry and equity issues. *Journal of Financial and Quantitative
Analysis*, 26(2), 181-199.

- Gelb, D. S., and Zarowin, P. 2002. Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices. *Review of Accounting Studies*, 7, 33-52.
- Grinblatt, M., and Han, B. 2005. Prospect theory, mental accounting, and momentum. *Journal of Financial Economics*, 78(2), 311-339.
- Hasan, F., Kayani, U. N., and Choudhury, T. 2023. Behavioral risk preferences and dividend changes: exploring the linkages with prospect theory through empirical analysis. *Global Journal of Flexible Systems Management*, 24(4), 517-535.
- Jegadeesh, N., and Livnat, J. 2006. Revenue surprises and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 41(1), 147-171.
- Kasznik, R., and Lev, B. 1995. To warn or not to warn: Management disclosures in the face of an earnings surprise. *Accounting Review*, 70, 113-134.
- Kim, J., Kim, J., Lee, S. K., and Tang, L. R. 2020. Effects of epidemic disease outbreaks on financial performance of restaurants: Event study method approach. *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 43, 32-41.
- Kothari, S. P., and Warner, J. B. 2007. Econometrics of event studies. *Handbook of Empirical Corporate Finance*, 1, 3-36.
- Lang, M. H., and Lundholm, R. J. 1996. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *Accounting Review*, 71(4), 467-492.
- Myers, S. C., and Majluf, N. S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Pownall, G., and Waymire, G. 1989. Voluntary disclosure credibility and securities prices: Evidence from management earnings forecasts, 1969-73. *Journal of Accounting Research*, 27 (2), 227-245.
- Spence, M. 1973. Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87 (3), 355-374.
- Tetlock, P. C. 2007. Giving content to investor sentiment: the role of media in the stock market, *The Journal of Finance*, 62 (3), 1139-1168.
- Tsai, B.-H. 2008, Rights issues in China as evidence for the existence of two types of agency problem, *Issues & Studies*, 44 (3), 43-70.
- Waymire, G. 1984. Additional evidence on the information content of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 22 (2), 703-718.
- Yang, A. S. 2020. Misinformation corrections of corporate news: corporate clarification announcements. *Pacific-Basin Finance Journal*, 61, 101315.
- Yu, T. H. K., and Huarng, K. H. 2020. A new event study method to forecast stock returns: The case of Facebook. *Journal of Business Research*, 115, 317-321.

附表 1 上市指數與電子類指數雙因子模型一年僅宣告一次預期營收成長的公司異常報酬率與累積異常報酬率

事件日	異常報酬率 (%)	累積異常報酬率(%)	傳統檢定法 P-值	橫斷面檢定法 P-值	符號檢定法 P-值
-10	0.2870	0.2870	0.0853*	0.1251	0.5610
-9	-0.1332	0.1538	0.4244	0.4168	0.0812*
-8	-0.1516	0.0022	0.3635	0.2997	0.1580
-7	-0.0435	-0.0413	0.7942	0.7623	0.6780
-6	-0.0047	-0.0460	0.9774	0.9776	0.3610
-5	-0.0146	-0.0606	0.9302	0.9397	0.1580
-4	-0.2236	-0.2842	0.1801	0.1663	0.0160**
-3	-0.0106	-0.2948	0.9493	0.9460	0.4548
-2	-0.0741	-0.3689	0.6568	0.6323	0.5610
-1	0.5264	0.1574	0.0016***	0.0049***	0.1580
0	1.9664	2.1238	0.0000***	0.0000***	0.0000***
1	0.4778	2.6016	0.0042***	0.0241**	0.4548
2	-0.2237	2.3779	0.1799	0.1312	0.4548
3	-0.2808	2.0971	0.0923*	0.1340	0.0249**
4	-0.1749	1.9222	0.2943	0.3421	0.0012***
5	-0.0539	1.8683	0.7467	0.7345	0.3610
6	-0.1988	1.6695	0.2333	0.1988	0.0160**
7	0.0264	1.6960	0.8741	0.8677	0.4548
8	-0.3384	1.3575	0.0425**	0.0445**	0.0037***
9	-0.2585	1.0990	0.1211	0.0693*	0.0100***
10	0.2311	1.3301	0.1659	0.1614	0.5610

註：雙尾檢定下，***為 1%的顯著水準，**為 5%的顯著水準，*為 10%的顯著水準

附表 2 上市指數與電子類指數雙因子模型一年多次宣告預期營收成長的公司異常報酬率與累積異常報酬率

事件日	異常報酬率 (%)	累積異常報酬率(%)	傳統檢定法 P-值	橫斷面檢定法 P-值	符號檢定法 P-值
-10	0.0666	0.0666	0.5517	0.5650	0.5392
-9	0.0589	0.1254	0.5988	0.5730	0.4025
-8	0.0741	0.1996	0.5075	0.4064	0.9555
-7	0.0586	0.2582	0.6003	0.6242	0.6154
-6	0.0321	0.2903	0.7739	0.7517	0.9555
-5	-0.0074	0.2829	0.9474	0.9503	0.4025
-4	0.0974	0.3804	0.3837	0.3431	0.5392
-3	0.0721	0.4525	0.5193	0.5176	0.2412
-2	0.0720	0.5245	0.5198	0.5307	0.0655*
-1	-0.1514	0.3731	0.1759	0.1461	0.1629
0	1.4590	1.8321	0.0000***	0.0000***	0.0000***
1	0.1716	2.0037	0.1251	0.2272	0.8670
2	-0.0706	1.9331	0.5280	0.5485	0.4681
3	-0.1105	1.8226	0.3232	0.3380	0.1318
4	-0.1838	1.6388	0.1004	0.0692*	0.0044***
5	-0.0045	1.6343	0.9678	0.9688	0.3427
6	-0.1258	1.5085	0.2606	0.2240	0.0164**
7	0.0521	1.5605	0.6415	0.6197	0.2412
8	0.0098	1.5703	0.9304	0.9227	0.0221**
9	0.0940	1.6643	0.4009	0.3558	0.6154
10	0.0357	1.6999	0.7498	0.7216	0.4681

註：雙尾檢定下，***為 1%的顯著水準，**為 5%的顯著水準，*為 10%的顯著水準

附表 3 上市指數與電子類指數雙因子模型一年僅宣告一次預期營收衰退的公司異常報酬率與累積異常報酬率

事件日	異常報酬率 (%)	累積異常報酬率(%)	傳統檢定法 P-值	橫斷面檢定法 P-值	符號檢定法 P-值
-10	-0.0060	-0.0060	0.9858	0.9868	0.0339**
-9	0.1068	0.1008	0.7500	0.6186	1.0000
-8	-0.3051	-0.2042	0.3627	0.1275	0.0771*
-7	-0.1214	-0.3256	0.7172	0.5649	1.0000
-6	-0.2173	-0.5429	0.5167	0.4381	0.2888
-5	-0.2855	-0.8284	0.3943	0.3416	0.0339**
-4	-0.3216	-1.1500	0.3373	0.2339	0.7237
-3	0.0494	-1.1006	0.8828	0.8349	0.7237
-2	0.2960	-0.8046	0.3772	0.2738	0.0771*
-1	0.2578	-0.5468	0.4418	0.4634	0.2888
0	-1.4371	-1.9840	0.0000***	0.0008***	0.0015***
1	-0.2829	-2.2669	0.3986	0.4385	0.1573
2	0.6781	-1.5888	0.0430**	0.1610	0.1573
3	-0.2279	-1.8166	0.4965	0.5536	0.7237
4	-0.0034	-1.8201	0.9919	0.9920	0.0771*
5	-0.0069	-1.8269	0.9836	0.9740	0.4795
6	0.3512	-1.4757	0.2946	0.1427	0.0771*
7	-0.1921	-1.6677	0.5666	0.3583	0.4795
8	0.0733	-1.5945	0.8269	0.7675	0.7237
9	-0.2494	-1.8439	0.4568	0.1521	0.2888
10	-0.1153	-1.9592	0.7308	0.5222	1.0000

註：雙尾檢定下，***為 1%的顯著水準，**為 5%的顯著水準，*為 10%的顯著水準

附表 4 上市指數與電子類指數雙因子模型一年多次宣告預期營收衰退的公司異常報酬率與累積異常報酬率

事件日	異常報酬率 (%)	累積異常報酬率(%)	傳統檢定法 P-值	橫斷面檢定法 P-值	符號檢定法 P-值
-10	-0.0733	-0.0733	0.8338	0.8347	1.0000
-9	-0.0134	-0.0867	0.9695	0.9717	0.6949
-8	1.3383	1.2516	0.0001***	0.0078***	0.4328
-7	-0.6057	0.6459	0.0831*	0.0149**	0.1167
-6	-0.3667	0.2792	0.2941	0.1629	0.0499**
-5	0.6765	0.9557	0.0529*	0.1937	0.6949
-4	-0.0439	0.9118	0.9001	0.8950	0.4328
-3	-0.0590	0.8528	0.8659	0.8776	0.6949
-2	0.5151	1.3679	0.1406	0.0787*	0.4328
1	0.2056	1.5735	0.5564	0.4771	0.6949
0	-1.3840	0.1895	0.0001***	0.0193**	0.1167
1	-0.1840	0.0055	0.5986	0.8208	0.4328
2	0.1823	0.1877	0.6020	0.7258	0.4328
3	0.0551	0.2428	0.8748	0.8969	0.2393
4	0.2429	0.4857	0.4872	0.6324	0.4328
5	0.1273	0.6130	0.7156	0.8523	0.2393
6	-0.3451	0.2679	0.3235	0.4052	0.2393
7	-0.3522	-0.0843	0.3136	0.4683	0.4328
8	0.3486	0.2643	0.3186	0.3446	1.0000
9	0.0291	0.2934	0.9337	0.9345	0.4328
10	-0.0335	0.2599	0.9236	0.9137	0.6949

註：雙尾檢定下，***為 1%的顯著水準，**為 5%的顯著水準，*為 10%的顯著水準