

國立政治大學財務管理研究所

碩士論文

公司治理與盈餘的預測及發布對投資人的影響



指導教授：李志宏 博士

研究生：蘇育真

中華民國一百年一月

摘要

本文以事件研究法探討在公司治理程度不同的公司發布盈餘預測時，不同類型的投資人在事件窗期中所反映的投資行為。首先以獨立董事與監察人佔董監席次比例、董監事持股比例、大股東持股比例、經理人持股比例、機構投資人持股比例、盈餘股份比以及董事長是否兼任總經理作為判別公司治理程度的指標。再以公司發布盈餘預測的時點做區別，分別以當年度首度預測是否由公司本身發布，與之後調高以及調低預測做為事件日。實證結果顯示，當公司治理佳者發布盈餘預測時，外資會出現較多的買超行為且獲得較高的異常報酬，散戶則持相反動作；而公司治理差者發布盈餘預測時，散戶的買賣超變化量一般而言會較法人大，出現短期進出的情形較多，且外資在其調高盈餘預測時，也不會馬上進行買進。整體而言，外資在公司發布盈餘預測時所做出的交易行為，大致上與公司的治理程度有正向關係，散戶則大多報持短線進出的態度。

關鍵字：公司治理、盈餘預測、事件研究法、異常報酬、交易行為。

Abstract

This study examines how different types of investors behave when entities with different corporate governances announce earnings forecasts. Using seven corporate governance indicators to categorize all of the samples and analyzing how the abnormal return, the results suggests foreign institutional investors are gaining more abnormal return by buying more stocks after earnings announcements of the entities with better corporate governance, and would not interact right after earnings announcements of the entities with worse corporate governance, when the individual investors are going the opposite way to the foreign institutional investors.

Keywords: corporate governance, earnings forecasts, event study, abnormal return and trading behavior.



致謝辭

由衷地感謝這一路上每一位給予我陪伴及幫助的朋友們，不管是一直在身旁的，或是財管所的這些好夥伴。從來沒有想過念研究所時會認識這麼一大群聚在一起總是吵吵鬧鬧、什麼都能討論（雖然絕大多數都非關課業）以及從來不吝惜幫助彼此的好同學。至於那些一直在身旁的老朋友們，都已經什麼交情了，不用多說你們也知道我在說你妳你吧！另外還有我最重要的精神支柱——我的家人，因為知道家與家人總是在那裡，才能在沮喪時仍奮力向前行。謝謝你們！！



目錄

摘要.....	i
目錄.....	iv
表目錄.....	vi
圖目錄.....	viii
第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 預期貢獻.....	4
第三節 研究流程.....	6
第二章 文獻探討.....	7
第一節 資訊不對稱.....	7
第二節 公司治理與公司價值以及經營績效.....	9
第三節 股市中的投資人行為.....	14
第四節 盈餘預測的宣告效果.....	16
第三章 研究方法.....	18
第一節 研究假說.....	18
第二節 樣本選取與資料來源.....	19
第三節 研究設計.....	20
第四節 事件研究法.....	22

第四章 實證結果分析.....	25
第一節 敘述性統計分析.....	25
第二節 公司發布盈餘預測訊息時之異常報酬分析.....	31
第三節 投資人於公司發布盈餘預測訊息時的交易行為.....	43
第四節 公司於財務報表公告日時的相關分析.....	61
第五章 結論與建議.....	66
參考文獻.....	69
附表一.....	73



表目錄

表1-1 上市公司資本來源比重統計表.....	2
表4-1 公司治理衡量指標敘述性統計資料.....	25
表4-2 各產業公司治理衡量指標平均值.....	27
表4-3 各產業公司治理程度分布情形.....	29
表4-4 三種類型公司的財務比率.....	30
表4-5 公司先發布當年度盈餘預測事件數.....	31
表4-6 券商或分析師先發布當年度盈餘預測事件數.....	31
表4-7 公司先發布盈餘預測AAR統計表.....	32
表4-8 公司先發布盈餘預測後調高預測時AAR統計表.....	34
表4-9 公司先發布盈餘預測後調高預測時AAR統計表.....	36
表4-10 非公司先發布盈餘預測AAR統計表.....	38
表4-11 非公司先發布盈餘預測後調高預測時AAR統計表.....	40
表4-12 非公司先發布盈餘預測後調低預測時AAR統計表.....	41
表4-13 公司先發布盈餘預測買賣超統計表.....	44
表4-14 公司先發布盈餘預測後調高預測買賣超統計表.....	46
表4-15 公司先發布盈餘預測後調低預測買賣超統計表.....	49
表4-16 非公司先發布盈餘預測買賣超統計表.....	52
表4-17 非公司先發布盈餘預測後調高預測買賣超統計表.....	55

表4-18 非公司先發布盈餘預測後調低預測買賣超統計表.....	57
表4-19 財務報表公告時AAR統計表.....	62
表4-20 公司公告財務報表時買賣超統計表.....	63



圖目錄

圖1-1 研究流程圖.....	6
圖4-1 公司先發布首次盈餘預測AAR變化趨勢.....	33
圖4-2 公司先發布首次盈餘預測CAR變化趨勢.....	33
圖4-3 公司先發布盈餘預測後調高預測時AAR變化趨勢.....	35
圖4-4 公司先發布盈餘預測後調高預測時CAR變化趨勢.....	35
圖4-5 公司先發布盈餘預測後調低預測時AAR變化趨勢.....	37
圖4-6 公司先發布盈餘預測後調低預測時CAR變化趨勢.....	37
圖4-7 非公司先發布首次盈餘預測AAR變化趨勢.....	39
圖4-8 非公司先發布首次盈餘預測CAR變化趨勢.....	39
圖4-9 非公司先發布盈餘預測後調高預測時AAR變化趨勢.....	40
圖4-10 非公司先發布盈餘預測後調高預測時CAR變化趨勢.....	41
圖4-11 非公司先發布盈餘預測後調低預測時AAR變化趨勢.....	42
圖4-12 非公司先發布盈餘預測後調低預測時CAR變化趨勢.....	42
圖4-13 公司治理佳者於公司先發布盈餘預測時買賣超圖.....	45
圖4-14 公司治理中等者於公司先發布盈餘預測時買賣超圖.....	45
圖4-15 公司治理差者於公司先發布盈餘預測時買賣超圖.....	46
圖4-16 公司治理佳者先發布盈餘預測後調高預測時買賣超圖.....	48
圖4-17 公司治理中等者先發布盈餘預測後調高預測時買賣超圖.....	48

圖4-18 公司治理差者先發布盈餘預測後調高預測時買賣超圖.....	48
圖4-19 公司治理佳者先發布盈餘預測後調低預測時買賣超圖.....	51
圖4-20 公司治理中等者先發布盈餘預測後調低預測時買賣超圖.....	51
圖4-21 公司治理差者先發布盈餘預測後調低預測時買賣超圖.....	51
圖4-22 公司治理佳者於非公司先發布盈餘預測時買賣超圖.....	53
圖4-23 公司治理中等者於非公司先發布盈餘預測時買賣超圖..	54
圖4-24 公司治理差者於非公司先發布盈餘預測時買賣超圖.....	54
圖4-25 公司治理佳者於非公司先發布盈餘預測後調高預測買賣超圖.....	56
圖4-26 公司治理中等者於非公司先發布盈餘預測後調高預測買賣超圖.....	56
圖4-27 公司治理差者於非公司先發布盈餘預測後調高預測買賣超圖.....	56
圖4-28 公司治理佳者於非公司先發布盈餘預測後調低預測買賣超圖.....	59
圖4-29 公司治理中等者於非公司先發布盈餘預測後調低預測買賣超圖.....	59
圖4-30 公司治理差者於非公司先發布盈餘預測後調低預測買賣超圖.....	60

圖4-31 公司公告財務報表時AAR變化趨勢.....	62
圖4-32 公司公告財務報表時CAR變化趨勢.....	62
圖4-33 公司治理佳者公告財務報表時買賣超圖.....	64
圖4-34 公司治理中等者公告財務報表時買賣超圖.....	64
圖4-35 公司治理差者公告財務報表時買賣超圖.....	65



第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

公司治理為現今資本市場中十分重要的一項議題。美國的學術界最早在 1930 年代開始討論其相關議題，Jensen 與 Meckling 也於 1976 年提出代理理論。

美國在 2001 年起，發生了轟動全球的安隆案，安隆公司本身是 Fortune 500 排名第七的能源企業（劉科，2002），在安隆案之後，更陸續爆發多起知名企業，如世界通訊（WorldCom）、默克藥廠（Merck）、全錄公司（Xerox）、泰科電子（Tyco），的重大舞弊事件，在各弊案發生之後，主管機關及國會便開始改善相關機制（林尚志，2004）。國內則在 1998 年開始爆發一連串地雷股事件，因此公司治理相關議題逐漸引起國內各界關注，使得投資人在評估一家公司是否值得投資的同時，不只考量到公司及產業的未來發展性，更會謹慎評估其公司治理程度。而這些弊案影響的不只是公司本身員工，更會牽連到許多無辜的債權人及股東。

根據 2000 年 6 月發布的一項麥肯錫顧問公司（McKinsey & Company）提出的研究報告，若發行條件相同，則市場上的投資人願意支付的公司治理溢價，美國是 18%，亞洲國家的平均是 24%，台灣約為 20%，韓國、印尼、泰國以及馬來西亞則介於 24%~30% 之間不等（丁秀儀，2004）。而 Bauer, Guenster, and Otten（2004）比較了公司治理較好以及較差的兩群公

司其經營績效與公司價值後，發現其與公司治理變數有正向相關。在國內，林義凱（2004）對台灣上市公司所做的實證研究，以董事會特性以及股權結構特性等變數，探討其對公司經營績效的影響，結果顯示當公司治理程度較佳時，對公司的經營績效有正向的影響。

對許多國家包括我國而言，近年來機構投資人在股市中所佔的比重逐漸增加，而機構投資人在我國股市中的交易金額雖然逐漸增加，從表 1-1 可看出，近十年散戶投資人仍然佔大宗，其交易金額平均約佔整個股市的 76%。

表 1-1 上市公司資本來源比重統計表 單位：百分比

年度	本國自然人		本國法人		僑外自然人		僑外法人	
	買進	賣出	買進	賣出	買進	賣出	買進	賣出
2000	42.83	43.27	5.28	4.99	0	0.01	1.89	1.73
2001	42.02	42.39	4.72	4.97	0	0.01	3.26	2.63
2002	41.2	41.1	4.95	5.1	0.52	0.45	3.34	3.34
2003	38.62	39.22	5.39	6.12	0.74	0.5	5.25	4.16
2004	37.82	38.12	5.63	5.93	0.92	0.71	5.62	5.25
2005	34.02	34.82	6.1	7.19	1.36	1.05	8.52	6.94
2006	34.87	35.69	5.36	5.68	1.21	1.04	8.57	7.58
2007	33.51	33.75	6.57	6.44	1.07	1.04	8.85	8.77
2008	31.1	30.56	7.18	6.79	1.05	1.21	10.67	11.45
2009	35.67	36.38	5.75	5.84	0.02	0.02	8.56	7.76

資料來源：台灣證券交易所。

在發生了如此多的國內外重大公司治理弊案之後，投資人是否真的關心其投資標的公司治理的好壞，或是一段時間未傳出地雷股事件後即逐漸

淡忘歷史的教訓？本研究將透過以公司治理變數將所有上市公司分群，先觀察不同公司治理程度公司的特性，再藉由觀察不同的投資人對於不同公司治理程度公司的投資行為，以探討投資人對於公司治理特性是否重視，以及公司治理對於投資人投資行為的影響。



第二節 預期貢獻

目前台灣的公司治理仍然處於發展階段，櫃檯買賣中心於 2007 年起推動「公司治理指數股票型基金 (ISOCG ETF)」計畫，至今尚未完成，由中華公司治理協會推動的公司治理制度評量業務也正在進行中，於 2009 年 12 月完成第一梯次的授獎典禮，但目前主管機關態度屬於鼓勵性質，並未強制要求每家上櫃公司參與評量。另一方面，自 1998 年起，證券暨期貨管理委員會便開始宣導公司治理的重要性，證券暨期貨市場發展基金會、中華公司治理協會以及台灣證券交易所等單位，也致力於推動公司設置獨立董事以及獨立監察人的制度，修訂如證券交易法以及台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則等相關法令。在相關主管機關不斷致力於改善台灣的公司治理的同時，投資人在市場中的投資行為是否做出了相對的回應？

過去我國的相關實證文獻大多在探討公司治理變數與公司經營績效以及公司價值（包括併購時的溢價報酬）之間的關聯，其實證結果也大多顯示公司治理程度與後兩者之間的關係為正向相關。而本研究嘗試以公司治理變數將我國上市公司分群，旨在藉由觀察各類型投資人在股市中對於不同公司治理程度公司的投資行為，探討投資人是否重視投資標的的公司治理程度，若答案為肯定，則亦可作為公司治理程度較佳的公司其價值來源的解釋；若否，則提供產官學界一個反思的機會，將來可深究為何投資

人對於相關單位一直以來致力公司治理制度的發展會無動於衷。



第三節 研究流程

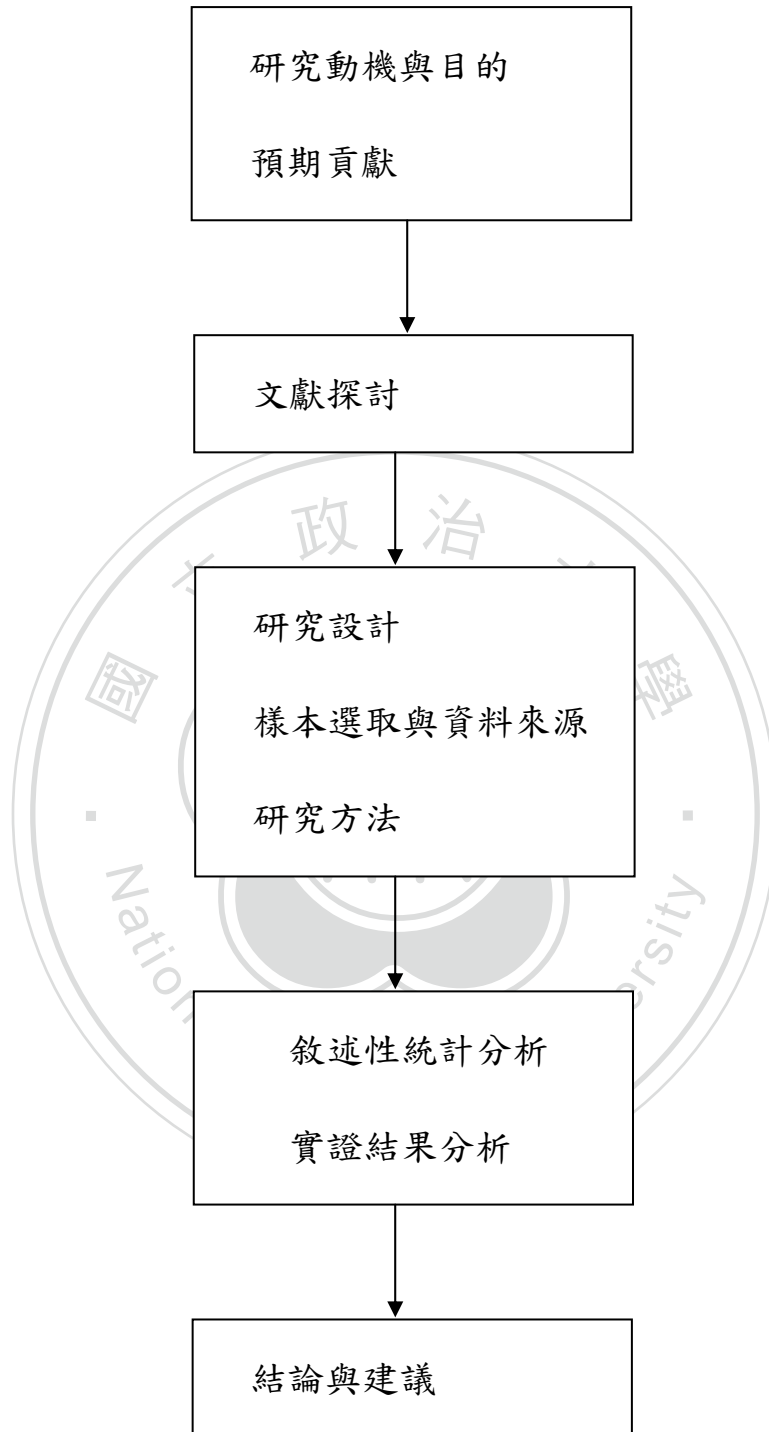


圖 1-1 研究流程圖

第二章 文獻探討

第一節 資訊不對稱

如前一章所述，由於資訊不對稱的情形普遍存在於股票市場，而台灣的股市中又以散戶為大宗，其手中握有的資訊與資源，一般來說較法人以及外資少，在這種情形之下，公司治理程度不同的公司所釋放出的訊息是否被投資人重視與採信，以及投資人是如何將其解讀，便為本研究所欲探討。

資訊不對稱是指，在市場上交易的雙方，僅有其中一方握有另一方所未掌握之攸關交易的資訊。其中，最著名的該屬 2001 年諾貝爾經濟學獎得主 Akerlof(1970)所提出的，以二手車市場中的銷售情形為例。文中提到，由於缺乏對產品的足夠資訊，市場上的買方只能以相當於平均水準的產品價格來作為衡量付出價格的基準，這樣一來，會讓擁有低於平均水準產品的賣方樂於將其販售，但擁有高於平均水準產品的賣方，卻會因為不甘於只能賣到平均水準的價格而不願參與市場，造成劣幣驅逐良幣的情形。

只要是存在交易的市場上，或多或少幾乎都存在資訊不對稱的問題，除了上述的二手車市場以及常被舉為例子的初次公開發行(IPO)折價發行之外，在股票市場中也存在投資人對於被投資公司的資訊不對稱情形。

Easley, Kiefer 與 O'Hara(1996)在研究不同流動性股票之間的價格差異時，發現交易量較大的市場，如 New York Stock Exchange (NYSE)，其

中的交易大多是以資訊為基礎(information-based trading)，因此發生資訊不對稱的可能性也較交易量較小的市場來的高。



第二節 公司治理與公司價值以及經營績效

本節旨在回顧各公司治理變數與公司價值及經營績效之間關聯的文獻，並以此做為本研究區分公司治理程度的參考基礎。

一、國外相關文獻

Oviatt(1988)在討論股權代理問題時，提出十項可監督管理階層的方法，其中包括可藉由提高經理人的持股比率作為獎酬，以增加管理階層妥善管理公司的動機，而管理階層的工作效率也會反映於公司的價值。另外，當時美國大約一半的公司資產是掌控於機構投資人，因此，他認為機構投資人對於公司的管理扮演舉足輕重的角色，若將機構投資人的持股提高，提高其管理動機，也會直接影響股東財富，亦即公司的價值。

在探討股權結構與公司經營績效方面，當 Allen 與 Phillips(2000)檢視法人大股東與公司經營績效間之關聯時，發現當其股權與聯屬公司、創投結合，以及購併公司與被併公司之間的股權有所連結時，目標公司的股價會顯著增加，此種情況在高度重視研發的產業尤其明顯，作者認為，這可能是因為法人大股東相較於機構或是自然人股東，較有可能因為與目標公司有商業上的往來而獲益。另外，Cho(1998)在研究股權結構、投資與公司價值之間的關係時，也發現股權結構會影響投資，而投資會影響公司價值，公司價值則會影響股權結構，但股權結構並不直接影響公司價值，而是透過投資造成間接的影響。Mitton(2002)則是以印尼、韓國、馬來西亞、

菲律賓以及泰國的 398 家公司為樣本，研究公司治理在 1997 至 1998 年亞洲金融風暴期間的影響，結果發現若公司的外部股權集中度較高、資訊揭露的品質較好以及較專注於本業的經營而非多角化發展時，其股價的績效較佳，而這類型的公司也能在法律不能給予少數股權足夠的保障時，保障其利益。

而 Weir, Laing 與 McKnight(2002)則由治理機制的不同來檢視其與英國公司經營績效之間的關聯，結果顯示，由公司的外部來監督是一種有效的治理機制，甚至可以做為其他公司治理機制的代替，內部的管理機制與公司經營績效間的關係則較為薄弱，作者並且認為公司治理機制與經營績效間的關係是很複雜的。

二、國內相關文獻

(一) 股權結構

首先在股權結構方面，可以再分成兩部分：機構持股與董監事持股分別對公司經營績效的影響。關於前者，林鼎堯(2003)以 1995 至 2001 年間之上市公司為研究對象，討論機構以及自然人投資人的持股比例在電子以及非電子產業中，對公司研發支出決策的影響是否相同。其實證結果顯示，機構投資人的持股比例以及持股比例的變動與管理當局的短視行為有負向關係，自然人投資人的持股比例則與之呈現正相關。說明了機構投資人身為出資者的同時，亦扮演監督的角色，能夠防止管理當局為了窗飾財務

報表，而採取裁減研發支出的短視行為。王玉珍(2002)在檢視股權結構、董事會組成以及資本結構與企業經營績效之間的關係時，以五種指標來衡量企業績效，發現若以獲利性指標以及生產力指標作為衡量標準，大股東持股比例以及機構投資人持股比例與企業績效呈現正向關係。張淞銘(2009)以 2002 至 2007 年間之非金融產業上市公司為研究對象，探討家族以及非家族公司的內部治理機制與企業風險承擔的關聯時，發現大股東與機構法人持股比例對家族公司的風險承擔有顯著影響。林淑棻(2003)以 2001 年國內 451 家上市公司為研究對象進行橫斷面的多元迴歸分析，其實證結果亦顯示，一般機構以及金融機構法人持股與公司經營績效之間存在正向關係。

其次，在探討董監事持股對於公司經營績效的影響方面，吳昆皇(1995)以 1989 至 1991 年間的上市公司為研究對象，以其公開說明書及公司年報蒐集得 185 個樣本進行迴歸分析，研究董事會組成特性與企業經營績效的關聯性，其實證結果顯示董事會的持股比例對於公司的經營績效有正向影響。曾雅鳳(2001)以 1998 年間國內上市及上櫃的 34 家鋼鐵公司為研究對象，透過單變量及多變量的橫斷面迴歸分析，發現當董事監察人持股比例越高時，公司的經營績效越佳。張淞銘(2009)的研究結果顯示董監事持股比例對家族公司的風險承擔有顯著影響，而對傳統產業來說，董監事持股比例越高，家族公司的風險承擔能力也隨之提高。林淑棻(2003)的實證結

果也顯示董事持股與公司經營績效之間存在正向關係。

(二) 董監事組成特性

曾雅鳳(2001)發現當監察人數佔所有董監人數的比例越高，公司的經營績效也越佳，也因此可藉由其實證結果，提出可訂定董事監察人最低持股政策之建議。而林成章(2001)在檢視監察人之監督績效，並分析其內部管理的監督機制時，直接由監察人數或比例與公司股票帳面值對與市值之比來作觀察。以 1998 年間有董監事改選，並且在改選後有更換董監事成員的一般產業共計 358 家公司為樣本，以橫斷面迴歸來分析監察人與公司價值間的關係，其實證結果也顯示當監察人數越多或監察人佔所有董監事人數比例越高時，公司價值也越高，得出監察人是具有監察績效之結論。王玉珍(2002)、林淑棻(2003)、何幸芳(2003)與張淞銘(2009)的實證結果所得出的結論也與前述相符：當監察人或是獨立董(監)事佔董監席次比例越高，其對公司經營績效或是股價的提升皆有正向的影響。其中，王玉珍(2002)認為股權結構、董事會組成以及資本結構之間則存在交互作用，故公司可依自身狀況調整公司治理機制，以提高其經營績效。何幸芳(2003)則發現當公司自發聘任獨立董事與監察人時，可降低控制股東對於財務資訊揭露的影響，促使董事會與監察人有效發揮其監督功能，投資人因此更加信賴其所發布之財報資訊，願意支付較高的溢價使公司股價提高。

(三) 其他

除了前述兩者對公司經營績效的影響之外，張淞銘(2009)發現現金流量請求權、席次控制權偏離比率以及獨立董監事席次對家族公司的風險承擔有顯著影響。另外，何幸芳(2003)的實證結果顯示，當公司具有較高的資產報酬率以及較小的規模時，會較願意自發聘任獨立董事與監察人。翁淑育(2000)探討公司治理相關衡量變數與企業發生財務危機之關聯性，以前一年之最終控制者股份控制權、盈餘分配權以及前述二者之偏離程度等 3 項公司治理衡量變數，實證結果顯示，最終控制者盈餘分配權、最終控制者盈餘分配權與股份控制權之間的偏離程度等 2 項衡量變數，皆與公司發生財務危機呈顯著正向關係。



第三節 股市中的投資人行為

一、國外相關文獻

Pound 與 Shiller(1987)及 Foster, Gallagher 與 Looi(2005)都對機構投資人的投資行為做了研究，前者用問卷調查的方式，以 1985 年 5 至 6 月十家公司的 125 位機構投資人為實驗組，另外十家公司的 95 位機構投資人為對照組，研究機構投資人在投資時，是否只在意股價的變動，而較不注重公司的基本面。其研究結果顯示，除了對一些較熱門股票的投資會比較注重其短期的獲利之外，機構投資人還是會重視基本面分析的，故其投資行為往往會成為一般投資人的重要參考指標。而 Foster, Gallagher 與 Looi(2005)則發現機構投資人對於交易後十天的股價是有顯著的預測能力。此外，較偏好成長股的投資人是以前市場上的資訊作為投資的判斷；而較偏好價值股與較中立的投資人，則會實行反向操作。

另外，Scharfstein 與 Stein(1990)探討基金經理人在投資時，出現忽略其他相關資訊而一味模仿其他經理人的群聚行為，發現當經理人為了維護自身的聲譽或是與其他經理人共同分擔責任，會出現群聚行為。

二、國內相關文獻

拾己寰(1991)、黃懷慶(2000)與黃瀚霄(2006)將機構投資人與散戶或小額投資人的投資行為做比較，其中拾己寰(1991)的實證結果顯示機構投資人對於虧損的忍受度較高，較重視中期與中長期的差價利益，較常使用

基本面以及技術分析，在投資組合的選擇上，也較具有風險分散的概念；而小額投資人在選股上則較具投機性，較重視消息面的資訊來源，由於資金較機構投資人來的少，融資融券對其重要性也較高。黃懷慶(2000)發現在集中市場中，投信常跟隨外資與自營商的腳步，外資與自營商會互相影響；在店頭市場中，外資成了領導者，投資跟隨外資的腳步，自營商則跟隨外資與投信。另外，在兩種市場中，外資與投信皆有追漲殺跌的情形，自營則是會追跌殺漲；而三大法人的買賣超波動率顯示，其買賣行為會降低股市的波動，對於後期股價指數報酬的波動率有負向影響。黃瀚霄(2006)則發現散戶投資人較偏好高週轉率，即被交易得較頻繁的股票，且獲得的平均報酬率低於大盤；而外資法人則可能為了符合出資者的偏好，選擇成長型而非價值型股票。

若比較國內與國外法人的投資行為，陳建銘(1998)發現國外法人普遍較看好國內經濟本質，較重視中期與中長期差價利益，對虧損的忍受度較低，較重視績優股，且在投資組合的決定上，較具有風險分散的概念，而國內法人則反之。黃琳勝(2006)在探討外國機構投資人在我國股市中的投資行為及其資訊內涵時，其實證結果顯示外國機構投資人佔有資訊優勢，且其進行的異常交易具有資訊內涵，而且若以那些異常交易為投資指標，可獲得異常報酬。

第四節 盈餘預測的宣告效果

一、國外相關文獻

Ajinkya 與 Gift(1984) 探討管理當局發布盈餘預測的動機，認為管理當局自發性地散布盈餘預測的訊息，主要是為了維持投資人對公司盈餘的預期，而當分析師先在市場中宣布不利於公司的盈餘預測之後，管理當局就會發布盈餘預測。另一方面，一般投資人會認為相較於分析師，管理當局更加了解公司內部的狀況，其所作的盈餘預測準確性也較高，因此會將管理當局的盈餘預測視為較正確的訊號。在早先 Penman(1980)以及 Patell(1976)的研究也發現，當公司在發布盈餘預測之後若自願性地欲宣布額外的訊息，會藉由分析師來宣布。

Diamond(1985)認為即使投資人沒有直接的需要，公司主動發布資訊比股東自行蒐集資訊還能夠增進全體股東的福祉，因為在發布的同時，可以降低股東自行蒐集資訊的成本以及產生風險共同分擔的效果。

二、國內相關文獻

林淑莉(2004)及李建然與周俊德(2002)都對公司發布自願性盈餘預測的資訊內涵做了研究，林淑莉(2004)藉由分析市場對公司發布自願性盈餘預測後的反應，探討管理當局發布自願性盈餘預測的資訊內涵。其實證結果發現，當發布的盈餘預測資訊為正面時，預測態度較保守的公司，其股價上升的幅度較預測態度較樂觀的公司來的大；而當預測資訊為負面時，

預測態度較保守的公司，股價下跌的幅度會比態度樂觀的公司小。李建然與周俊德(2002)的實證結果則顯示，當信譽良好的公司發布盈餘預測時，在市場上會出現顯著的異常報酬；而若是發布盈餘預測的公司信譽較不佳時，則幾乎無異常報酬出現。



第三章 研究方法

第一節 研究假說

國內外已有許多公司治理與公司的經營績效以及公司價值關聯的相關研究，其實證結果多偏向公司治理程度與後兩者有正向關係，本研究即是根據上述結論所衍伸。若公司治理程度愈高，公司的經營績效與公司價值會愈好，則股市中的投資人應該也會反映此一訊息而做出相對應的交易行為：對於公司治理愈佳的公司釋出利空消息時，由於對該公司的長期經營績效有信心，因此應該不會急著賣出持股；相反地，當公司治理程度較差的公司釋出重大消息時，投資人的反應則應較為劇烈。再與公司發布財務報表，即公布盈餘的確切數字時投資人的反應作比較。

因此，本研究首先依公司治理程度的不同將樣本公司分為三類，並觀察其公司特性。再使用事件研究法，以公司對盈餘的預測做為指標，觀察投資人對於公司治理程度不同的公司在盈餘預測結果不同時的反應，並將盈餘預測的發布時點作區分：先分為對於同一年度的盈餘預測，率先發布消息的是公司或是券商與分析師兩類；再針對同一年度，第二次以後發布的預測是較首次的結果調高或調低分類。最後再觀察財務報表公告日，投資人對於不同公司治理程度公司的反應。

第二節 樣本選取與資料來源

一、研究樣本

本研究以 2009 年底國內所有上市公司為研究樣本，扣除部分資料不完整之公司後，由於金融產業的財務結構有別於一般產業，且公司財務指標受到主管機關較嚴格的控制與監督，故也將予以扣除，共計 685 家有效樣本。

二、研究期間

自 2000 年至 2009 年全年，共十年。

三、資料來源

- (一) 公司治理變數資料取自台灣經濟新報資料庫(TEJ)之控制持股與董監結構資料檔，以及待股東公平性・資訊透明・人事穩定度資料檔。
- (二) 盈餘預測資料取自台灣經濟新報資料庫(TEJ)之公司當局、分析師與券商預測資料檔。
- (三) 投資人買賣超資料取自台灣經濟新報資料庫(TEJ)之三大法人買賣超資料檔。

第三節 研究設計

一、判別公司治理程度

根據前述文獻探討，有許多公司治理相關變數都與公司價值或企業經營績效有關聯，本研究以何幸芳(2003)、張淞銘(2009)、Oviatt(1988)及翁淑育(2000)的實證結果公司治理變數與公司價值間的關聯會正或負向為參考，選取七項用以判定公司治理程度的指標，共有：監察人以及獨立董事佔董監席次比例、董監事持股比例、大股東持股比例、經理人持股比例、機構投資人持股比例、盈餘股份比以及董事長是否兼任總經理等七項。在各項指標中，都分別將所有公司的數據剔除重複者後平分為五等分，表現最佳可得五分，次佳得四分……以次類推，最差得一分（最後一項指標的量化方式為：董事長若兼任總經理者得零分，未兼任者得五分）。將公司在所有指標中的得分加總後，區分出公司治理程度佳、中等以及差等三類型，再觀察每類型公司之公司特性以及投資人對其發布盈餘預測訊息時的反應。

二、盈餘預測的分類

先彙整公司、券商以及分析師對盈餘的預測，再區分為：對於同一年度的盈餘，公司先發布預測消息，以及其他兩者率先或與公司同時發布消息兩大類。每一大類之中，再分為對同一年度之盈餘第一次發布，以及第二次（含）以後之發布，若是第二次以後之發布，再區分與前一次預測相

比，是調高、調低或是持平，再觀察投資人對於公司治理程不同的三類公司，在每一種類的盈餘預測發布時的反應。



第四節 事件研究法

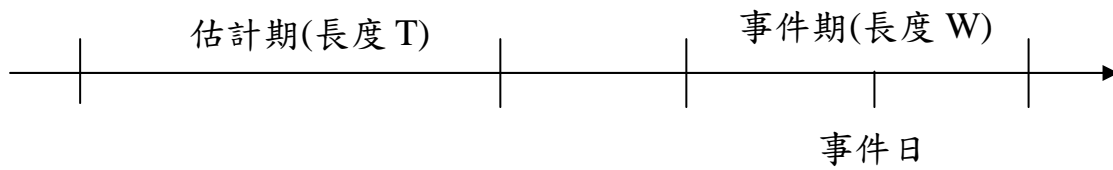
本研究主要以事件研究法，觀察在盈餘預測發布日前後一段時間內，法人與散戶投資人的交易行為是否有異常的現象發生，以探討投資人對於不同公司治理程度公司的信賴程度，以及公司治理較佳公司的企業價值來源。

一、事件日

欲觀察投資人對於公司以及券商或分析師主動發布對公司有利或不利消息時，投資人的反應是否有所不同，因此，本研究以台灣經濟新報資料庫(TEJ)盈餘預測資料檔中之盈餘發布日期做為事件日($t=0$)。為了排除在短期之內對於同一年度的盈餘發布多次預測，而無法判斷投資人的交易行為究竟是受到哪一個事件影響的情形，因此若事件日的前後十個交易日以內有其他事件存在，則予以刪除。

二、事件期

事件研究法是為了探討某一事件發生時，其對於股價造成異常變動，所產生的異常報酬率(abnormal returns；簡稱 AR)，並以統計方法檢定期望異常報酬率是否為 0，即 $H_0: E(R_i | event) - E(R_i) = 0$ ，藉此了解股價與該特定事件是否有互相對應之關聯性，而異常報酬率之估計則使用市場模型(market model)，在下一部份會有更詳細的敘述。



估計期長短（如上圖中的 T）的設定並無客觀標準，若以日報酬率建立模型，通常設定為 100 至 300 日，故本研究定為事件日前 150 個交易日。事件期長度（如上圖中的 W）的設定亦無客觀標準，若將其定得愈長，則愈容易掌握該事件的影響，但相對地也較容易受到期間內其他因素的干擾，若使用日報酬率，一般多採 2 至 120 日，本研究將事件期定為事件日之前 29 個交易日至事件日後 30 個交易日，包括事件日當天總共 60 日。

三、估計異常報酬率

異常報酬率是指事件期中的實際報酬率減去預期報酬率，即 $AR_{iE} = R_{iE} - E(\hat{R}_{iE})$ ， AR_{iE} 表示第 i 家公司在事件期 E 中之異常報酬率， R_{iE} 與 $E(\hat{R}_{iE})$ 則分別表示實際與預期報酬率。

在對異常報酬進行統計檢定之前，尚須計算平均異常報酬率(average AR；簡稱 AAR)，即 $AAR_E = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{iE}$ （N 家公司異常報酬率的算數平均），以及事件期的累積異常報酬率（cumulative AAR；簡稱 CAAR），即

$$CAAR(\tau_1, \tau_2) = \sum_{E=\tau_1}^{\tau_2} AAR_E \quad (\text{事件期 } \tau_1 \text{ 至 } \tau_2 \text{ 中 AAR 的總和})。$$

本研究對 AAR 以及 CAAR 的統計檢定採用 t 檢定，AAR 之檢定量

為 $t = \frac{AAR_E}{\sqrt{Var(AAR_E)}} = \frac{AAR_E}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (AR_{iE} - AAR_E)^2}}$; CAAR 之檢定量則為

$t = \frac{ACAR_{\tau_1, \tau_2}}{\sqrt{Var(ACAR_{\tau_1, \tau_2})}} = \frac{ACAR_{\tau_1, \tau_2}}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (CAR_{i, \tau_1, \tau_2} - \sum_{j=1}^N \frac{CAR_{i, \tau_1, \tau_2}}{N})^2}}$, 再檢視兩者是否顯

著異於 0 , 亦即特定事件是否對股價造成異常報酬。



第四章 實證結果分析

本章主要報導與分析本研究的樣本與資料結構、投資人對不同公司治理程度公司的投資行為。

第一節 敘述性統計分析

一、公司治理衡量指標

本研究使用七項公司治理指標作為判別公司治理程度的標準，包括獨立董事與監察人佔董監席次比例、董監事持股比例、大股東持股比例、經理人持股比例、機構投資人持股比例、盈餘股份比以及董事長是否兼任總經理，其敘述性資料如下表 4-1。其中，董事長是否兼任總經理一項，本研究予以量化，若有兼任之情事，給予 0 分，反之則給予 5 分。

表 4-1 公司治理衡量指標敘述性統計資料

公司治理衡量指標	平均數	標準差	最小值	最大值	第一四分位數	中位數	第三四分位數
獨立董事及監察人佔董監席次比例(%)	34.57	11.62	12.08	67.99	25.69	32.28	43.23
董監事持股比例(%)	25.02	13.88	4.53	96.14	15.36	21.81	30.43
大股東持股比例(%)	17.10	8.24	0.44	66.98	11.49	15.81	21.94
經理人持股比例(%)	1.88	2.69	0.00	23.86	0.15	0.73	2.65
機構持股比例(%)	3.02	5.98	0.00	68.99	0.21	1.37	3.60
盈餘股份比	78.52	25.95	0.44	100.00	66.76	90.34	98.52
董事長是否兼任總經理	3.62	1.81	0.00	5.00	2.58	4.68	5.00

註：盈餘股份比=最終控制者之（盈餘分配權/股份控制權）。

由上表 4-1 可知，獨立董事及監察人佔董監席次比例的平均數（中位數）為 34.57%（32.28%），顯示在大部份公司中，獨立董事與監察人的人數佔不到所有董監席次的一半；董監事的平均持股約佔所有股份的四分之一；大股東持股比例的中位數為 15.81%，顯示至少有一半的公司其大股東持股超過 15%，股權略為集中；經理人持股與機構持股比例整體來說都不高，其第一四分位數分別為 0.15%與 0.21%；盈餘股份比的中位數為 90.34%，第三四分位數為 98.52%，顯示大部分公司盈餘分配權與股份控制權的偏離程度不高；董事長是否兼任總經理的平均數(中位數)為 3.62(4.68)，第三四分位數為 5，顯示兼任的情形並不多，而至少四分之一公司的董事長未同時兼任總經理。

二、樣本資料

本研究樣本共計 664 家樣本公司，依照台灣經濟新報資料庫之產業加以分類，共有 18 個主要產業加上其他，各產業之公司治理衡量指標之平均數如下表 4-2。由下表 4-2 可知，電子工業數量最多，有 338 家，佔全部樣本的 50.90%，紡織纖維以 41 家次之，電機機械為第三，玻璃陶瓷工業只有 4 家為最少，只佔所有樣本的 0.60%。

表 4-2 各產業公司治理衡量指標平均值

產業別	公司 家數	獨立董事及監 察人佔董監 席次比例(%)	董監事 持股比 例(%)	大股東 持股比 例(%)	經理人 持股比 例(%)	機構持 股比例 (%)	盈餘股份 比	董事長是 否兼任總 經理
水泥工業	7	23.63	24.48	17.78	0.06	3.93	79.29	2.69
食品工業	20	25.91	23.52	17.53	0.98	1.79	88.68	4.32
塑膠工業	20	26.62	22.27	20.11	0.29	2.25	81.64	4.07
紡織纖維	41	26.30	20.63	19.40	1.73	1.47	81.66	3.82
電機機械	37	34.47	28.04	18.95	1.37	2.22	83.84	3.46
電器電纜	12	27.43	27.40	14.64	0.39	1.68	91.73	4.22
化學生技醫療	36	33.74	29.60	17.80	0.99	4.29	84.39	3.33
玻璃陶瓷	4	24.19	22.97	22.86	0.13	1.21	99.08	4.73
造紙工業	6	20.03	16.65	14.40	0.23	4.57	80.06	4.21
鋼鐵工業	26	28.52	20.91	15.95	1.31	3.70	87.16	3.28
橡膠工業	9	26.03	20.86	14.70	0.28	3.34	80.50	4.57
汽車工業	5	23.64	46.00	13.59	0.20	2.55	81.13	4.78
電子工業	338	40.23	24.27	15.77	2.76	2.83	72.80	3.43
建材營造	30	29.77	22.50	22.59	0.95	0.84	89.63	3.65
航運業	17	28.11	32.43	18.04	1.04	8.85	85.50	4.39
觀光事業	7	31.16	27.90	23.67	0.10	1.71	85.89	3.81
貿易百貨	10	21.72	26.58	17.94	0.86	5.76	76.48	3.33
油電燃	8	26.01	38.15	17.73	0.89	14.57	74.14	4.88
其他	31	29.69	29.15	18.28	0.72	2.80	84.07	4.05
合計平均	664	34.57	25.02	17.10	1.88	3.02	78.52	3.62

由上表 4-2 可知，在獨立董事與監察人佔董監事席次比例方面，只有電子工業是 40.23% 高於平均 34.57%；董監事與大股東持股比例分別以汽車工業(46%)與觀光事業(23.67%)為最高，造紙(16.65%)與汽車工業(13.59%)最低，為數最多的電子工業則分別以 24.27% 與 15.77% 低於平均值 25.02% 與 17.10%；經理人持股比例只有電子工業以 2.76% 高於平均值 1.88%；機構持股超過 5% 的有油電燃、

航運業與貿易百貨業，分別為 14.57%、8.85%與 5.76%；盈餘股份比以電子工業、油電燃與貿易百貨為最低，低於平均 78.52，分別是 72.8、74.14 與 76.48，由於電子工業家數超過一半，具有明顯拉低平均的效果；董事長是否兼任總經理的平均為 3.62，油電燃業以 4.88 為最高，水泥工業 2.69 為最低，超過 4.5 的除了油電燃之外，還有汽車工業(4.78)、玻璃陶瓷(4.73)與橡膠工業(4.57)。

三、各產業公司治理程度

將所有樣本公司依照上述七項指標分別給予計分之後，以中工(2515)的 11 分為最低，廣達(2382)的 32 分為最高。共有 148 家公司的分數介於 25 至 32 分，佔全部公司家數的 22.29%，將之分類為公司治理佳的族群；有 384 家公司的分數介於 19 至 24 分，佔所有樣本的 57.83%，屬於公司治理中等的族群；另外 132 家公司的分數介於 11 至 18 分，佔所有樣本 19.88%，將之歸為公司治理差之類別，各產業於三種分類之公司家數如下表 4-3。

由表 4-3 可看出，電子工業、建材營造、航運業與其他產業的公司治理佳的百分比分別是 28.11%、33.33%、23.53%與 25.81%，高於 22.29%，其中建材營造產業中的公司治理佳者百分比 33.33% 最高，而水泥、造紙與汽車工業中皆無歸類為公司治理佳者；公司治理中等者中，百分比高於 70%的有汽車工業(100%)、玻璃陶

瓷(75%)與油電燃業(75%)；公司治理差的百分比最高者為造紙工業(66.67%)，其次為橡膠工業(55.56%)，水泥與觀光業第三(42.86%)，而玻璃陶瓷、汽車工業與油電燃業中皆無公司治理差者。

表 4-3 各產業公司治理程度分布情形

產業別	公司治理佳(佔該產業百分比%)	公司治理中等(佔該產業百分比%)	公司治理差(佔該產業百分比%)	合計
水泥工業	0(0)	4(57.14)	3(42.86)	7
食品工業	1(5)	14(70)	5(25)	20
塑膠工業	2(10)	13(65)	5(25)	20
紡織纖維	2(4.88)	27(65.85)	12(29.27)	41
電機機械	8(21.62)	23(62.16)	6(16.22)	37
電器電纜	3(25)	5(41.67)	4(33.33)	12
化學生技醫療	8(22.22)	22(61.11)	6(16.67)	36
玻璃陶瓷	1(25)	3(75)	0(0)	4
造紙工業	0(0)	2(33.33)	4(66.67)	6
鋼鐵工業	1(3.85)	18(69.23)	7(26.92)	26
橡膠工業	1(11.11)	3(33.33)	5(55.56)	9
汽車工業	0(0)	5(100)	0(0)	5
電子工業	95(28.11)	192(56.80)	51(15.09)	338
建材營造	10(33.33)	9(30)	11(36.67)	30
航運業	4(23.53)	10(58.82)	3(17.65)	17
觀光事業	1(14.28)	3(42.86)	3(42.86)	7
貿易百貨	1(10)	6(60)	3(30)	10
油電燃	2(25)	6(75)	0(0)	8
其他	8(25.81)	19(61.29)	4(12.90)	31
合計	148(22.29)	384(57.83)	132(19.88)	664

四、以公司治理程度分類

檢視三種不同公司治理程度的資本額及一些財務比率，如下表 4-4。

由表 4-4 可知，公司治理較佳的公司資本額為最低，中等者次之，

所以股價淨值比也以其為最高，中等者次之公司治理差者最低；

在其他營運及獲利性財務比率如資產、淨值報酬率、稅後淨利率與常續利益率、流動比率以及總資產與淨值週轉率等都是公司治理佳者最高，公司治理差者最低，負債比率則相反。因此，接下來以股價報酬與各公司股票買賣超來檢視投資人在公司發布盈餘預測以及公告財務時，是否會因為公司治理佳者的財務比率表現普遍較公司治理差者來的好，而有不同的交易行為。

表 4-4 三種類型公司的財務比率

公司治理程度	公司治理佳	公司治理中等	公司治理差
實收資本額 (百萬元)	5,819	6,552	8,310
資產報酬率(%)	12.61	8.70	4.63
淨值報酬率(%)	15.72	8.15	0.93
稅後淨利率(%)	5.26	4.11	-4.52
稅後常續利益率 (%)	5.31	4.09	-2.13
流動比率	261.79	245.48	241.74
負債比率%	42.37	43.58	44.55
本益比	21.43	54.60	60.02
股價淨值比	2.04	1.46	1.11
總資產週轉率(次)	1.17	0.99	0.78
淨值週轉率 (次)	2.49	2.02	1.54

第二節 公司發布盈餘預測訊息時之異常報酬分析

如第三章所述，本節將盈餘預測發布者與發布時點的不同，分別觀察不同公司治理程度公司的異常報酬。首先分為兩大類：公司以及非公司本身(券商或分析師)率先發布當年度的首次盈餘預測，在兩大類之下，再各分別分成當年度首度發布盈餘預測以及對同一年度的盈餘預測調高或是調低共三類。在依照前一章所述，只留下不影響前後期事件的乾淨事件之後，公司首先發布當年度盈餘預測以及券商或分析師先發布當年度預測，以及屬於該兩大類事件之下的首度發布、調高與調低預測的事件數如下表 4-5 與表 4-6，並由下表可見，券商或分析師先發布預測的事件數皆較公司本身先發布的事件數多。

表 4-5 公司先發布當年度盈餘預測事件數

盈餘預測	首度發布	調高預測	調低預測
公司治理佳	67	64	115
公司治理中等	197	209	256
公司治理差	88	78	110

表 4-6 券商或分析師先發布當年度盈餘預測事件數

盈餘預測	首度發布	調高預測	調低預測
公司治理佳	537	115	214
公司治理中等	1504	350	539
公司治理差	482	137	185

一、公司率先發布當年度的首次盈餘預測

(一) 首次盈餘預測

在事件日之前 29 日至事件日後 30 日，前後總共 60 天的事件窗期中，由下表 4-7 可看出，當公司先發布盈餘預測時，三種類型的公司 AAR 大於 0 與小於 0 的天數相差皆不大，而公司治理中等者 AAR 顯著大於與小於 0 的日數較其他二者稍高，分別為 4 與 3 日，公司治理佳與差者則皆為 2 與 1 日。

表 4-7 公司先發布盈餘預測 AAR 統計表

AAR 異於 0 日數	大於 0 日數	顯著大於 0 日數	小於 0 日數	顯著小於 0 日數
公司治理佳	38	2	22	1
公司治理中等	40	4	20	3
公司治理差	36	2	24	1

由下圖 4-1 可見，在盈餘預測發布之前，公司治理差的公司 AAR 變動較其他兩者大，尤其在事件日前 20 至 10 天，其 AAR 明顯高於其他二者，當盈餘預測發布後的幾天，公司治理較佳者的 AAR 明顯上升，公司治理差者下降，公司治理中等者居中，因此，在公司主動發布當年度首次盈餘預測時，投資人對於公司治理佳者可較為信賴。由圖 4-2 可見，在發布盈餘預測發布之前，公司治理差者的 CAR 先是低於公司治理佳者，並在事件日前 20 天時開始超越後者，而在發布之後，公司治理佳者的 CAR 便一直高於其他二者，公司治理差者的 CAR 自事件日後逐漸下降，自事件日後第 20 天開始便一直處於最低，公司治理較差者的 CAR 在事件日前後的變化比其他兩者大，且在事件日前先上升，盈餘預測發布後再下降，有

可能是因為公司治理較差者在發布盈餘預測之前尚有發布其他消息或做出會影響投資人的其他動作，來抬高股價，但是當發布盈餘預測之後，不如投資人預期，CAR 便開始下降。

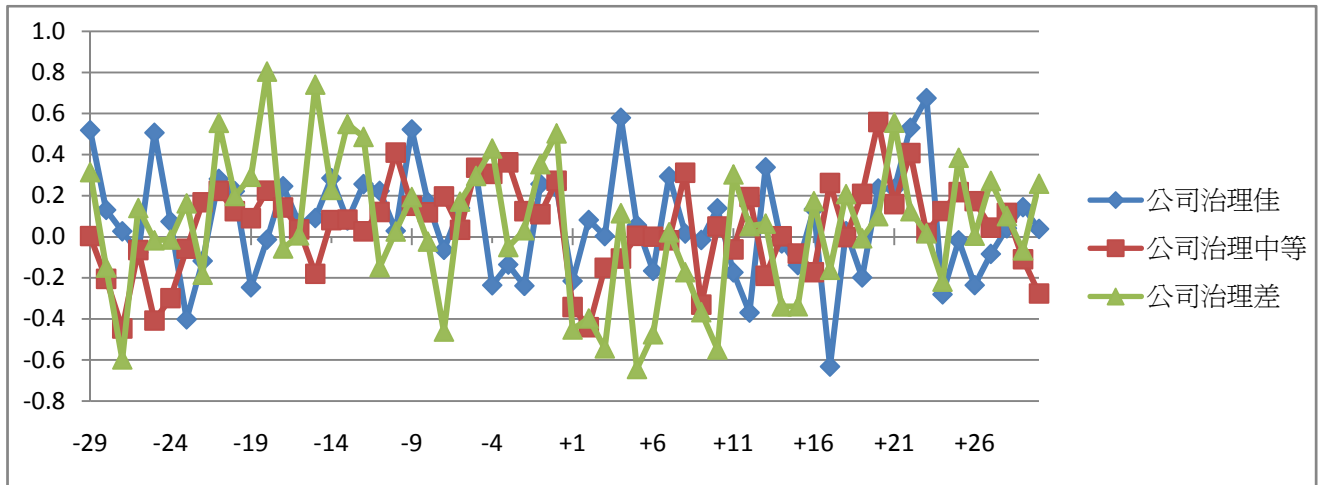


圖 4-1 公司先發布首次盈餘預測 AAR 變化趨勢

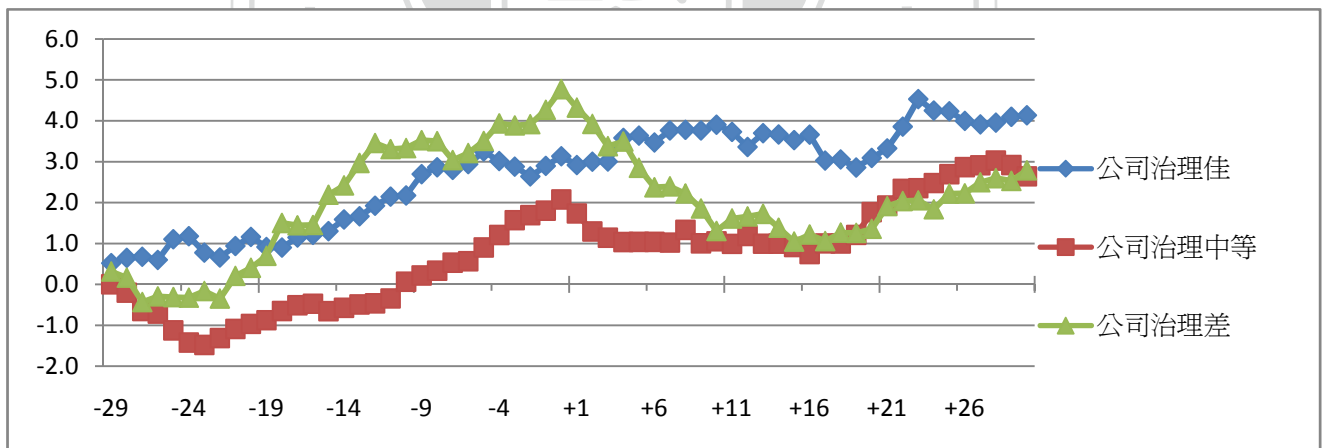


圖 4-2 公司先發布首次盈餘預測 CAR 變化趨勢

(二) 調高盈餘預測

當公司本身率先發布當年度首次盈餘預測之後，針對同一年度的盈餘調高預測時，其 AAR 異於 0 的日數分布如下表 4-8。由表 4-8 可知，當調高預測時，公司治理差者 AAR 大於 0 的日數最多，

公司治理中等者其次，公司治理佳者最少，AAR 顯著大於 0 與小於 0 的日數也是以公司治理差者為最多，而公司治理佳者在調高預測時，顯著大於與小於 0 的日數皆低，分別為 1 與 0 日。

表 4-8 公司先發布盈餘預測後調高預測時 AAR 統計表

AAR 異於 0 日數	大於 0 日數	顯著大於 0 日數	小於 0 日數	顯著小於 0 日數
公司治理佳	34	1	26	0
公司治理中等	35	4	25	0
公司治理差	38	5	22	2

在下圖 4-3 中，在盈餘預測發布之前 29 至 10 日間，公司治理差者的 AAR 的變動較其他兩者稍大；在發布前 10 至事件日當日，公司治理佳者的 AAR 為最高，公司治理差者的 AAR 則最低，且在事件日前 4 日跌至最低；當預測發布後，公司治理差者的 AAR 變動依然較其他二者大，且在事件日後 10 日開始高於其他二者，公司治理中等者的 AAR 變動則較治理佳者稍小，這可能是因為當調高盈餘的預測發布之後，公司治理差者的投資人較不信賴其發布結果，先有一陣子的觀望期，故其 AAR 到發布後 10 日開始才高於其他二者，而公司治理佳與中等者的 AAR 幾乎只有在事件日當日達到最高點，之後便沒有劇烈起伏，故投資人若想針對公司治理差者炒短線，可在調高盈餘預測時先進場，待事件日後 20 日之前賣出。由下圖 4-4 可見，當調高預測時，三種類型公司的 CAR 大抵上皆呈現向上趨勢，但公司治理差者的起伏較其他兩者來的大且為最高，

符合其股價波動與本益比較高的特性；公司治理佳者的 CAR 在事件日後第 10 日開始下降，顯示若再將窗期拉長，其股價可能將回歸平穩。

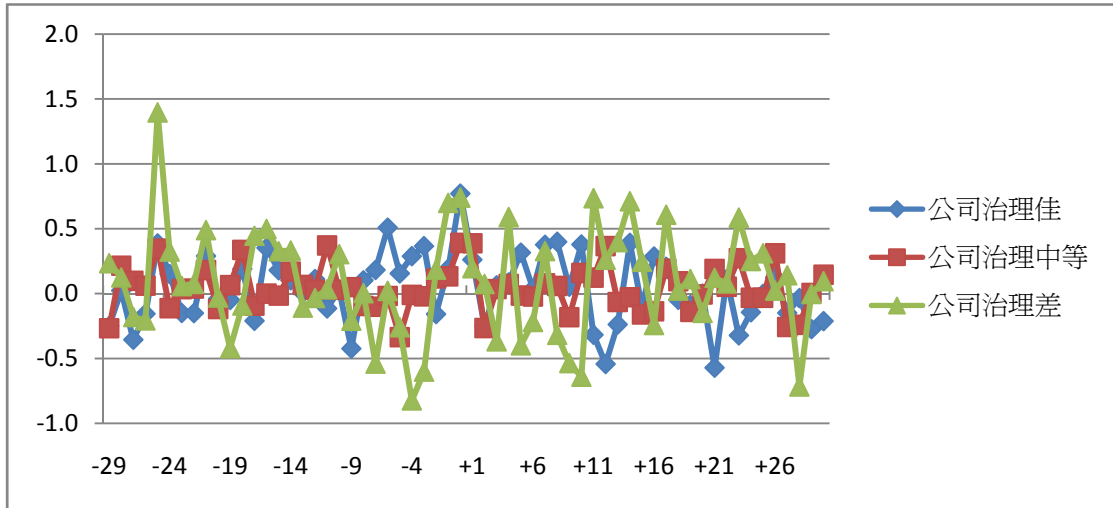


圖 4-3 公司先發布盈餘預測後調高預測時 AAR 變化趨勢

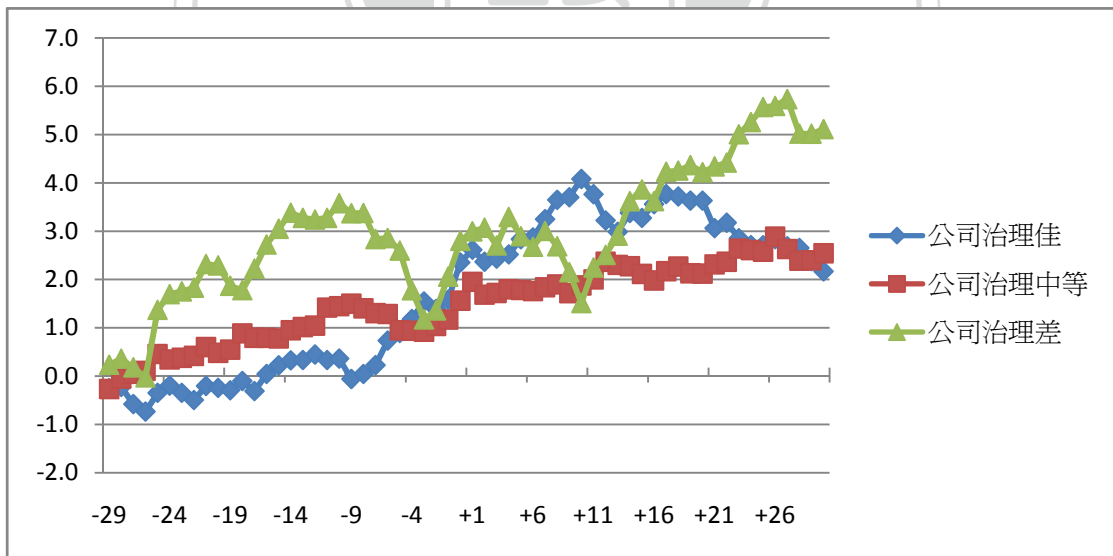


圖 4-4 公司先發布盈餘預測後調高預測時 CAR 變化趨勢

(三) 調低盈餘預測

當公司先發布盈餘預測，再針對同一年度調高預測結果時，公司治理差者在 60 天的事件窗期中，完全沒有顯著大於 0 的 AAR 發

生，顯著小於 0 的日數較其他二者少，而公司治理中等者的 AAR 小於 0 的日數都為最低，但顯著小於 0 的日數卻最多為 5 日。

表 4-9 公司先發布盈餘預測後調高預測時 AAR 統計表

AAR 異於 0 日數	大於 0 日數	顯著大於 0 日數	小於 0 日數	顯著小於 0 日數
公司治理佳	27	1	33	3
公司治理中等	33	1	27	5
公司治理差	27	0	33	1

觀察下圖 4-5，可看出在事件日之前 7 日時，公司治理佳者的 AAR 明顯下降，其後慢慢上升至預測發布後再度下降，可能是投資人在其發布之前，即可從公司所發布的其他消息觀察，大約可知盈餘預測可能又會調低，因次先有動作，而公司治理差者的 AAR 在事件日之前並未明顯低於其他二者，也可能是因為治理較差者刻意隱瞞相關訊息以平穩股價，直到事件日之後，公司治理差者的 AAR 才低於其他兩者。大約自事件日後 18 日開始，公司治理佳者的 AAR 趨於平穩，而公司治理差者的 AAR 則開始有明顯起伏，顯示雖然調低的盈餘預測，但公司治理佳者的投資人對於公司長久的表現有信心，因此 AAR 並未持續下降，相較其他兩者漸趨平穩。

在圖 4-6 中，三者的 CAR 皆自事件日前 10 日開始下降，至事件日 5 至 10 日後開始上升，而公司治理中等者由於其 AAR 在事件日之後大部分時間大於 0，故其 CAR 一路上升終至接近 0，因此，當公司治理中等者調低盈餘預測時，投資人或許可把握逢低買進的機

會。

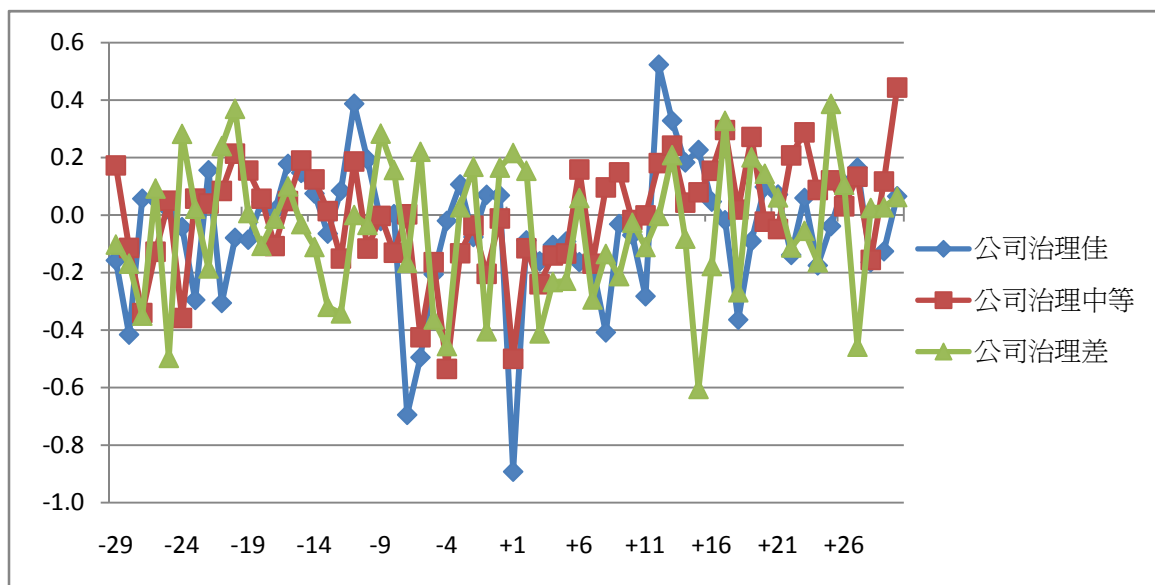


圖 4-5 公司先發布盈餘預測後調低預測時 AAR 變化趨勢

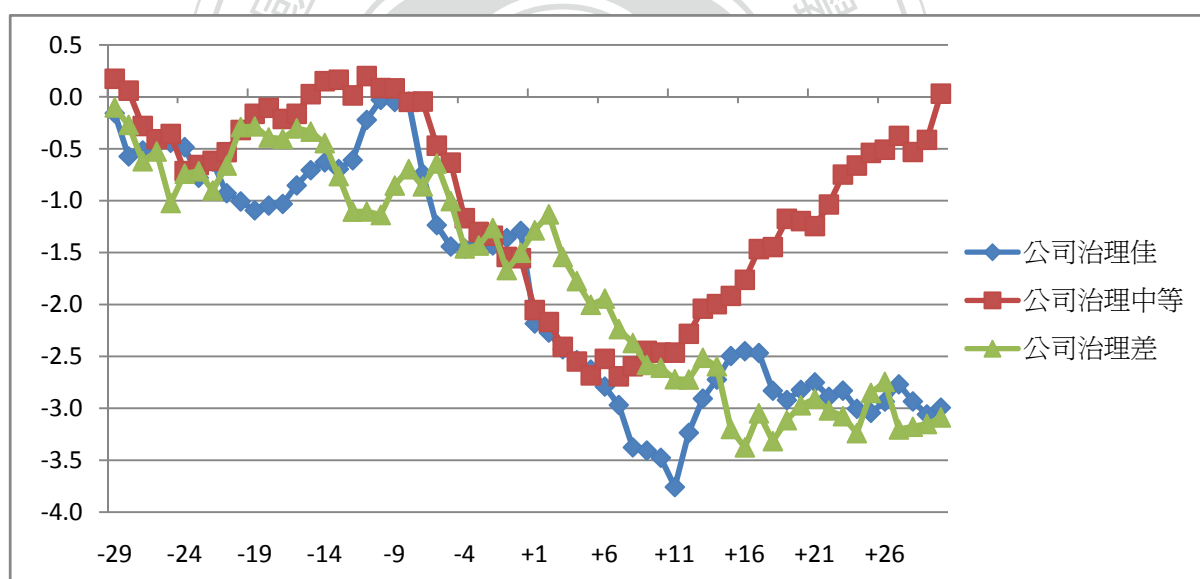


圖 4-6 公司先發布盈餘預測後調低預測時 CAR 變化趨勢

二、非公司（券商或分析師）率先發布當年度的首次盈餘預測

（一）首次盈餘預測

接著觀察另一大類，對於公司當年度的首次盈餘預測是由公司以外的券商或分析師發布時，市場上反映的異常報酬，是否與公司

自己發布首次盈餘預測時不同。由下表 4-10 可看出，由非公司發布首次盈餘預測時，三類公司在事件窗期中，大於 0 與小於 0 的日數差異並不大，而顯著大於 0 與小於 0 的日數則則以公司治理中等者明顯高於其他二者，公司治理差者顯著小於 0 的日數只有 1 天，遠小於公司治理中等者。

表 4-10 非公司先發布盈餘預測 AAR 統計表

AAR 異於 0 日數	大於 0 日數	顯著大於 0 日數	小於 0 日數	顯著小於 0 日數
公司治理佳	37	8	23	4
公司治理中等	35	15	25	10
公司治理差	37	9	23	1

在下圖 4-7 中，公司治理佳者在由非公司首度發布盈餘預測時，AAR 的波動較其他二者小，而公司治理差者在預測發布後的 5 日內，AAR 較其他二者為高，但是在預測發布的前 10 日內，公司治理佳者的 AAR 是最高的，因此，投資人或許在看到公司治理較差以及中等者，由公司外部發布盈餘預測之後投資，可獲得一些超額報酬。而在圖 4-8 中，公司治理差者自盈餘預測發布前 20 日開始，CAR 就一直高於其他二者，在發布前 9 日至發布後 10 日由公司治理佳者居次。公司治理差者在同樣為發布當年度首次盈餘預測時，由非公司發布時可獲得的異常報酬較由公司本身自行發布時高，這可能是因為市場上對於公司治理差者自行發布的預測信任度較低。此外，若可掌握券商或分析師發布對於公司治理差者的盈餘預測時間，投

資人可在這一段時間投資內得到較其他兩類公司較高的報酬。

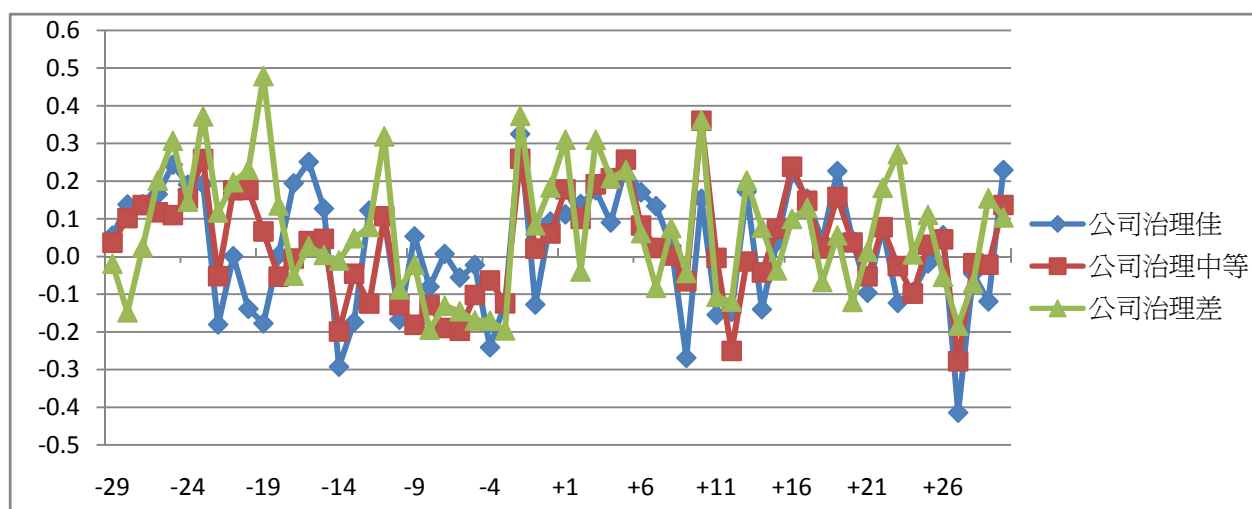


圖 4-7 非公司先發布首次盈餘預測 AAR 變化趨勢

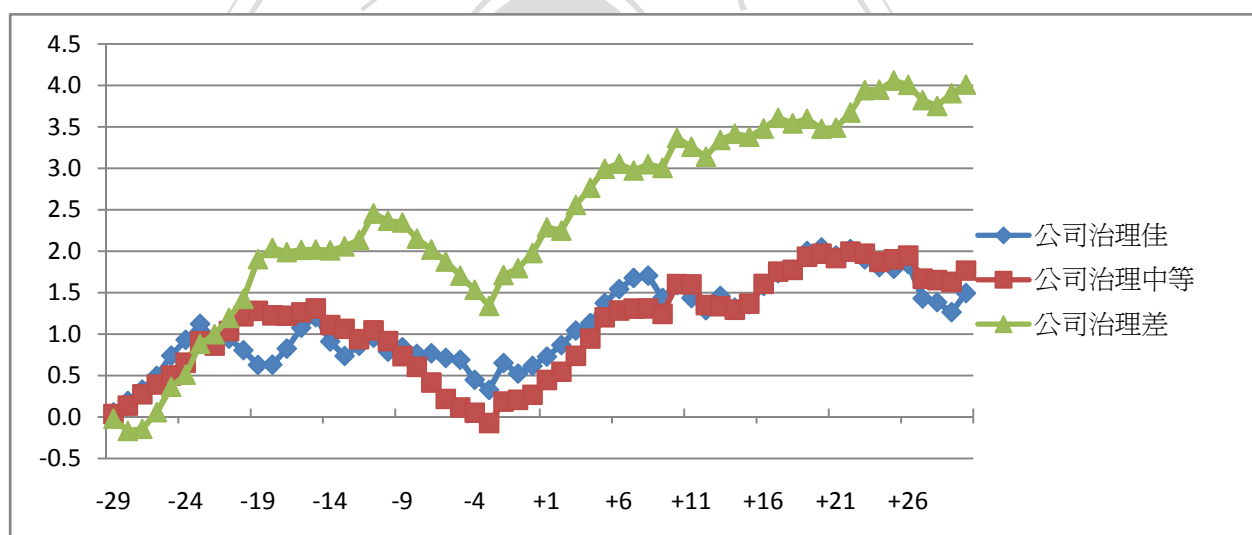


圖 4-8 非公司先發布首次盈餘預測 CAR 變化趨勢

(二) 調高盈餘預測

由下表 4-11 可看出，當調高對公司的盈餘預測時，公司治理差者 AAR 顯著大於 0 與小於 0 的日數分別為 0 與 1 日，較其他二者低；而公司治理中等者 AAR 大於 0 的日數稍低於其他二者，顯著小於 0 的日數則稍高。

表 4-11 非公司先發布盈餘預測後調高預測時 AAR 統計表

AAR 異於 0 日數	大於 0 日數	顯著大於 0 日數	小於 0 日數	顯著小於 0 日數
公司治理佳	35		2	25
公司治理中等	31		2	29
公司治理差	36		0	24

在下圖 4-9 中，公司治理差者的 AAR 在調高盈餘預測的發布之前 20 日內變動明顯大於其他二者，於預測發布前 1 日降為最低，在預測發布之後的事件窗期中，公司治理佳者的 AAR 稍微高於其他兩者，顯示市場上對於公司治理佳者在調高盈餘預測之後，對公司以及預測內容較具信心。在圖 4-10 中，公司治理差者的 CAR 幾乎一直是最高，公司治理佳者次之，然而，三種類型公司的 CAR 在事件日之前的上升走勢，在預測發布後皆開始下降，而公司治理差者的下降趨勢最為和緩，公司治理中等者的 CAR 則在事件日後第 15 日開始小於 0，故公司治理中等者的投資人在調高盈餘預測的訊息發布後，應更加注意其股價變化。

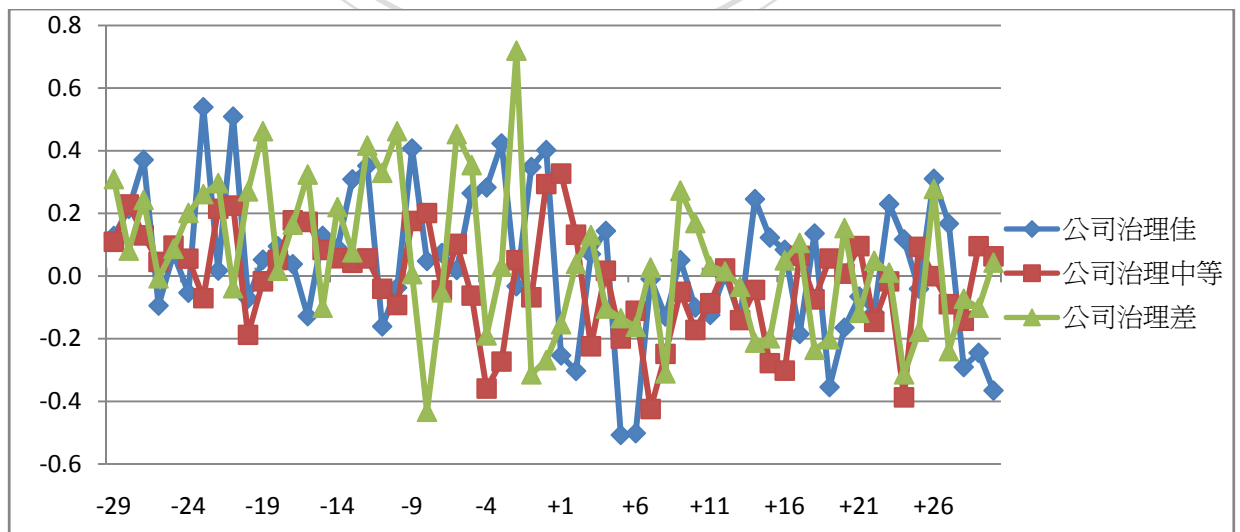


圖 4-9 非公司先發布盈餘預測後調高預測時 AAR 變化趨勢

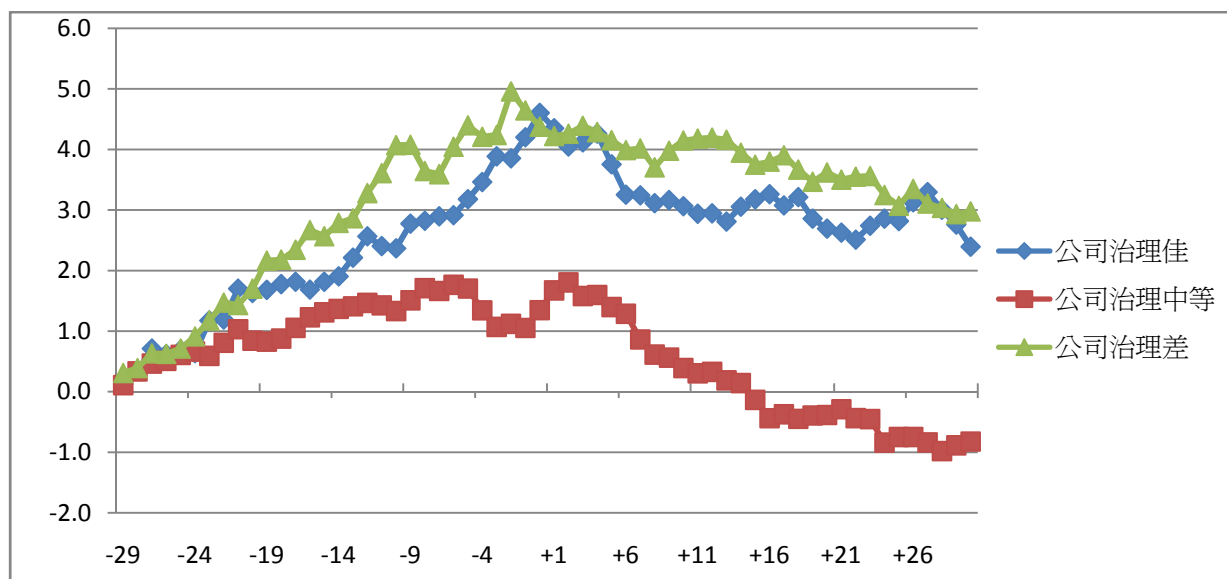


圖 4-10 非公司先發布盈餘預測後調高預測時 CAR 變化趨勢

(三) 調低盈餘預測

在調低預測時，在下表 4-12 中，公司治理佳者 AAR 大於 0 的日數為 17 日最少，公司治理差者為 31 日最高，但顯著大於 0 的日數三者皆為 0 或 1；公司治理差者 AAR 顯著小於 0 的日數為 2 日最少。

表 4-12 非公司先發布盈餘預測後調低預測時 AAR 統計表

AAR 異於 0 日數	大於 0 日數	顯著大於 0 日數	小於 0 日數	顯著小於 0 日數
公司治理佳	17	0	43	4
公司治理中等	25	1	35	4
公司治理差	31	0	29	2

在下圖 4-11 與 4-12 中，公司治理佳者在預測發布前 6 日至發布後 8 日的 AAR 大致上為最低，其 CAR 在預測發布之後和由公司本身先發布當年度首次盈餘預測之後再調低時的結果一樣，在事件窗期後段皆有上升並回穩的趨勢，但是圖 4-12 中直到預測發布後

23 日才上升，而圖 4-6 中則是在發布後 11 日即開始上升，可看出市場上對於公司治理佳者在調低預測時，是針對公司本身或是券商與分析師所發出的首次盈餘預測作調整的反應是不同的。而公司治理差者雖然大致上 CAR 略高於其他二者，但 AAR 的變動幅度也最大，投資人可以在整個事件窗期中獲得高於其他二者的超額報酬，但也須承擔其股價變動較大的風險。

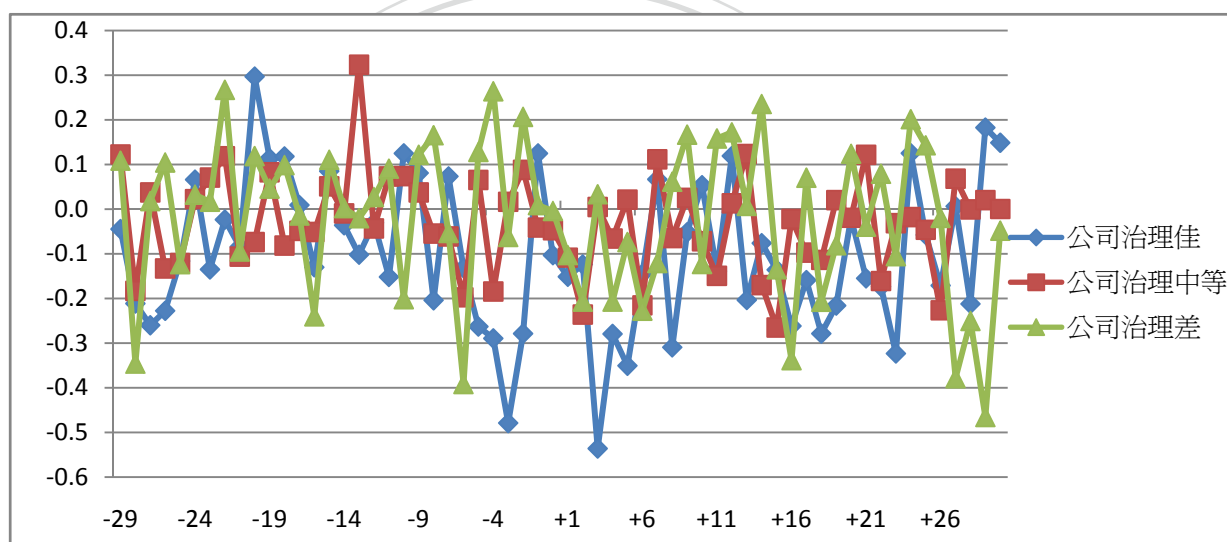


圖 4-11 非公司先發布盈餘預測後調低預測時 AAR 變化趨勢

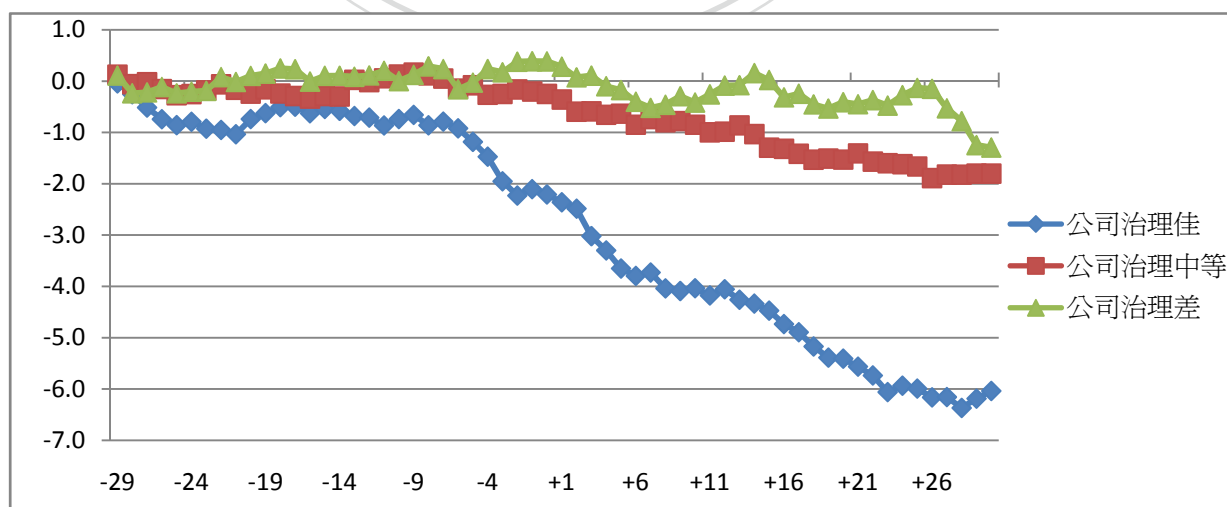


圖 4-12 非公司先發布盈餘預測後調低預測時 CAR 變化趨勢

第三節 投資人於公司發布盈餘預測訊息時的交易行為

本節以和上一節同樣的盈餘預測發布時點與對象的分類，以及三大法人與散戶在事件窗期時的買賣超，觀察不同公司治理程度的公司在不同時點發布盈餘預測時，投資人的交易行為是否因而改變，進而探討投資人對於公司治理程度不同的公司信任程度，以及投資人對於公司治理的重視與否。

一、公司率先發布當年度的首次盈餘預測

(一) 首次盈餘預測

下表 4-13 是不同公司治理程度公司在公司本身先發布當年度的首次盈餘預測時的買賣超統計表，由表中可看出，公司治理中等者在事件窗期中的買超日數較多，但在買超顯著異於 0 的日數卻是公司治理佳者較多；而外資與投信都是買超多於賣超日數，自營與散戶則是賣超日數較多。

表 4-13 公司先發布盈餘預測買賣超統計表

公司類型	投資人	買超日數	買超顯著異於 0 日數	賣超日數	賣超顯著異於 0 日數
公司治理佳	外資	36	4	24	0
	投信	36	1	24	0
	自營	29	3	31	0
	散戶	22	0	38	4
公司治理中等	外資	38	3	22	2
	投信	37	1	23	2
	自營	28	2	32	1
	散戶	25	0	35	1
公司治理差	外資	35	1	25	0
	投信	31	0	29	0
	自營	29	0	31	2
	散戶	26	0	34	1

下圖 4-13 至 4-15 為三種類型公司的三大法人與散戶買賣超變化趨勢，由圖中可看出，在公司治理佳者發布預測之後，外資大多進行買超，散戶則為賣超居多，由圖 4-1 可見，自事件日開始，公司治理佳者 AAR 大於 0 的日數為 18 日(略高於小於 0 的 13 日)，故散戶的獲利可能較不如外資；在事件日之前，外資與散戶皆是以賣超日數(分別為 17 與 16 日)多於買超(分別為 12 與 13 日)，看似相差不多，但若同時比較圖 4-1 與 4-13 則可見，散戶的買超與 AAR 大於 0 的時間點較外資吻合，因此，散戶可在事件日之前獲得較佳的異常報酬，但在預測發布之後，則改由外資進行買進來取得較高的報酬。由圖 4-14 與 4-15，公司治理中等與較差者的平均最大買賣超張數都低於公司治理佳者，顯示投資人對於公司治理佳者的投資

行為較為大膽，或可解釋為對其較為信任。此外，外資在公司治理佳與中等者發布預測後的 6 天之內都進行買進，將公司本身率先發布當年度首次盈餘預測視為正面訊息，對於公司治理差者的買賣趨勢則未如前兩者明顯；而散戶卻在公司治理佳者剛發布預測後的 10 內進行賣出，在公司治理中等與差者在預測發布後的買賣趨勢則較不明顯。

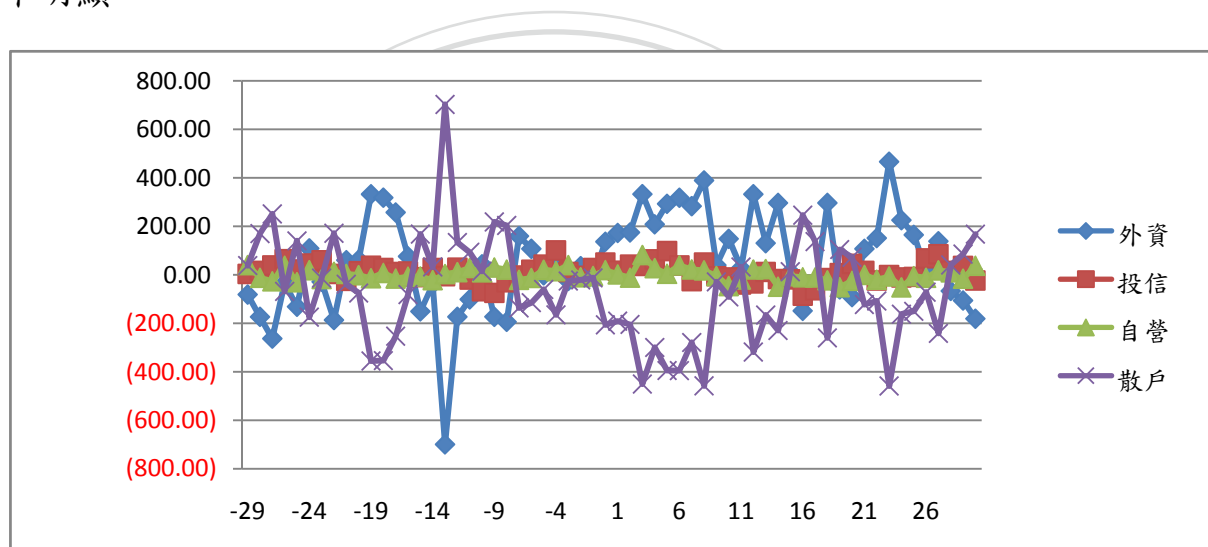


圖 4-13 公司治理佳者於公司先發布盈餘預測時買賣超圖

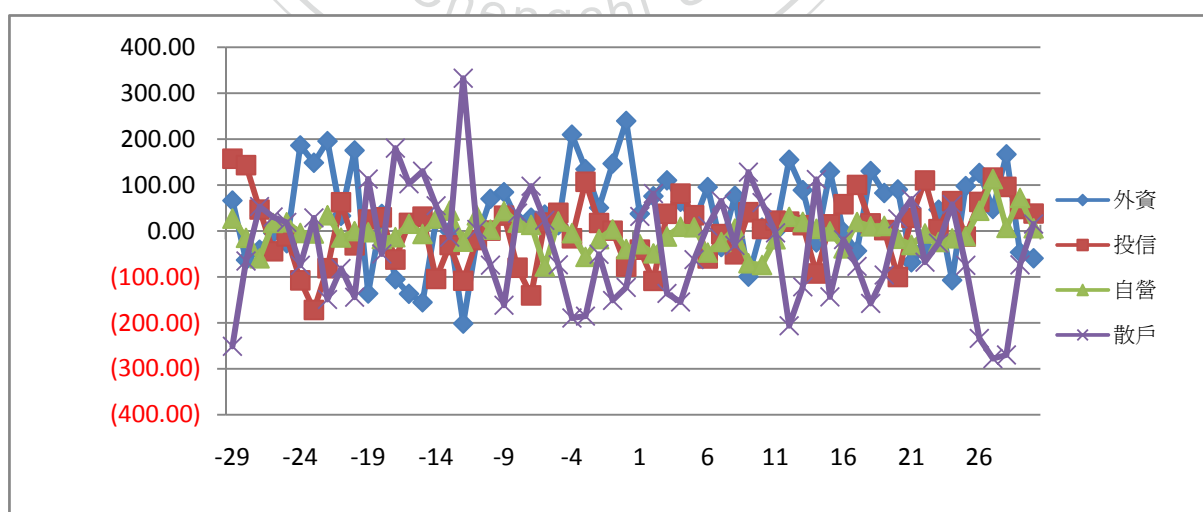


圖 4-14 公司治理中等者於公司先發布盈餘預測時買賣超圖

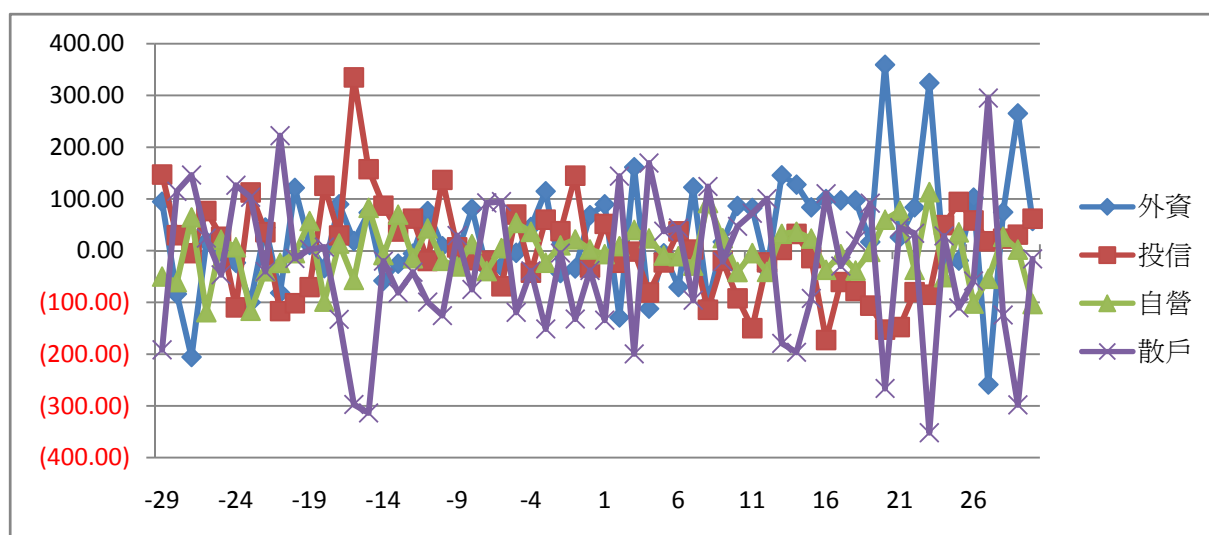


圖 4-15 公司治理差者於公司先發布盈餘預測時買賣超圖

(二) 調高盈餘預測

比較下表 4-14 與表 4-13 可看出，當公司本身先發布當年度首次盈餘預測之後再調高預測時，大致上買超顯著異於 0 的日數都較首次發布預測時多，表 4-8 中三種公司 AAR 大於 0 與顯著大於 0 的日數皆較小於 0 與顯著小於 0 的日數多，因此，投資人應可在此類盈餘預測發布時獲得異常報酬。

表 4-14 公司先發布盈餘預測後調高預測買賣超統計表

公司類型	投資人	買超日數	買超顯著異於 0 日數	賣超日數	賣超顯著異於 0 日數
公司治理佳	外資	50	7	10	0
	投信	34	0	26	2
	自營	22	1	38	0
	散戶	12	0	48	4
公司治理中等	外資	48	7	12	0
	投信	36	1	24	1
	自營	37	1	23	1
	散戶	13	0	47	7
公司治理差	外資	28	0	32	0

投信	23	0	37	5
自營	29	0	31	0
散戶	37	5	23	0

由下圖 4-16 至 4-18 中可看出，在公司治理佳者本身發布首度盈餘預測又再調高時，外資在整個事件窗期中，買超佔了超過 80% 的日數，尤其在事件日後的 16 日內皆為買超，且有三天的平均買超張數超過 400 張，顯示外資在公司治理佳者調高預測時，對公司深具信心，而散戶則大致上呈現對作的走勢，再比照圖 4-3 中，事件日後 9 日內公司治理佳者的 AAR 皆大於 0，因此外資在此段時間內可較散戶獲得較高的報酬。而公司治理差者在盈餘發布之前，AAR 呈現向下走的趨勢，此時散戶的買超與賣超張數大致上也分別為減少與增加，因此在事件日之前，散戶獲得的報酬應較三大法人為高，在事件日之後的交易行為則沒有太明顯的走勢；另外值得注意的是，自營商對此類公司發布預測之後的買賣超張數明顯高於其他兩類公司，且買賣超交替出現，買超在事件日後 19 日達到最高，之後就開始下降，可能在公司治理差者宣布調高預測的正面消息後，雖然進行買進，但未將股票長期持有。由下面三個圖的比較也可發現，在調高盈餘預測時，所有類型的投資人對於公司治理差者在事件窗期的買賣超數量都較公司治理中等與佳者多，且買賣超交替的情形很多，沒有大致上呈現買超或賣超的趨勢，可能對於此類公司發布的正向訊息信任度較低。

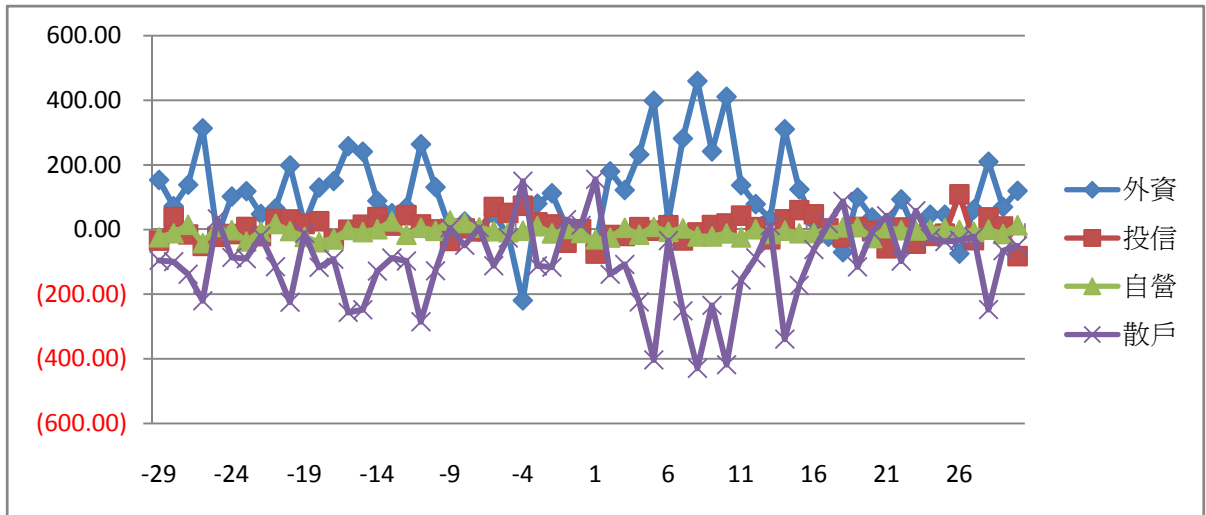


圖 4-16 公司治理佳者先發布盈餘預測後調高預測時買賣超圖

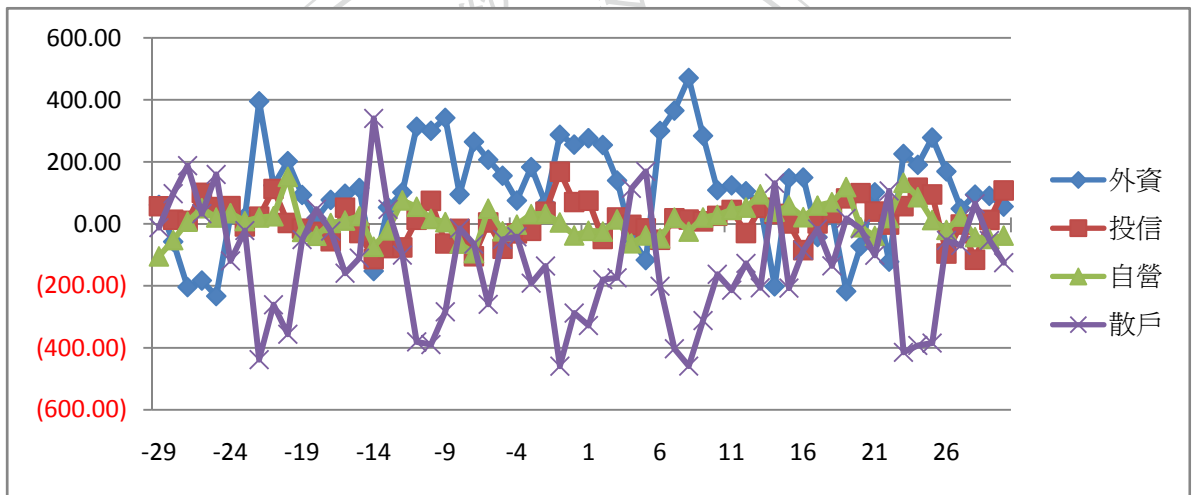


圖 4-17 公司治理中等者先發布盈餘預測後調高預測時買賣超圖

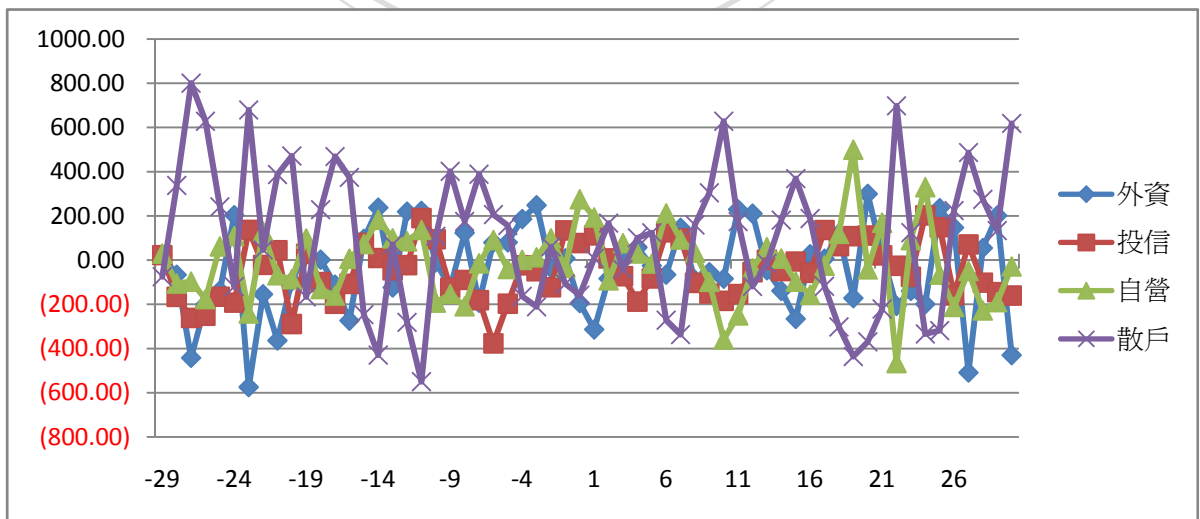


圖 4-18 公司治理差者先發布盈餘預測後調高預測時買賣超圖

(三) 調低盈餘預測

下表 4-15 是在三類型公司在調低盈餘預測事件窗期中的買賣超統計表，從中可看出所有公司在整體上賣超顯著異於 0 的日數都多於買超顯著異於 0 的日數。不過若將焦點放在外資，可發現其在公司治理佳與中等者的事件窗期中，買超異於 0 與顯著異於 0 的日數皆高於賣超的日數，表示其在此二種公司發布負面消息時仍進行買進，並未對其失去信心。

表 4-15 公司先發布盈餘預測後調低預測買賣超統計表

公司類型	投資人	買超日數	買超顯著異於 0 日數	賣超日數	賣超顯著異於 0 日數
公司治理佳	外資	34	2	26	0
	投信	21	0	39	2
	自營	30	0	30	2
	散戶	29	0	31	2
公司治理中等	外資	51	7	9	1
	投信	28	2	32	4
	自營	29	0	31	3
	散戶	22	1	38	7
公司治理差	外資	28	0	32	1
	投信	27	0	33	0
	自營	17	0	43	1
	散戶	33	0	27	0

大略觀察圖 4-19 至 4-21 的買賣超圖，可發現公司治理差者的買賣超交替週期比公司治理佳與中等者還要短的多，且投信和自營商對於公司治理差者的買賣超數量比對另外二類公司的多出許多，而對公司治理佳者的平均買賣超數量又少於對公司治理中等者的，

顯示在發布負面消息時，對於公司治理程度越佳者會越具信心。再比較圖 4-5 與 4-19 可發現，在公司治理佳者的事件窗期一開始的 10 日內 AAR 大多是小於 0，到了事件日前 20 至 10 日開始上升成為大於 0，此段時間外資先是賣超，至事件日前 20 日開始買超；到了事件日後 8 日外資開始買超，而 AAR 則在事件日後 12 日後上升至大於 0，到事件日後 17 日，外資開始賣超，AAR 也再度下降為小於 0，在此段時間之內外資的交易行為大致上符合 AAR 的變化趨勢，可獲得較其他三類交易人更多的異常報酬(而散戶大致上則與外資呈現對作)，也可能是因為公司治理佳者的股價變動較易為外資所掌握；此外，外資也在事件日後 20 日開始買超，顯示在公司治理佳者發布負面消息一段時間過後仍會對其進行買進。至於散戶在公司治理中等者的事件日之後的 30 日內，有 28 日是賣超，對於公司治理佳者在預測發布後則只有 15 日是賣超，且在發布之後的 7 日內皆為買超，表示其對於公司治理佳者發布的負面消息較不影響其信心；而對於公司治理差者則為買賣超交替居多，可能未長期持有。

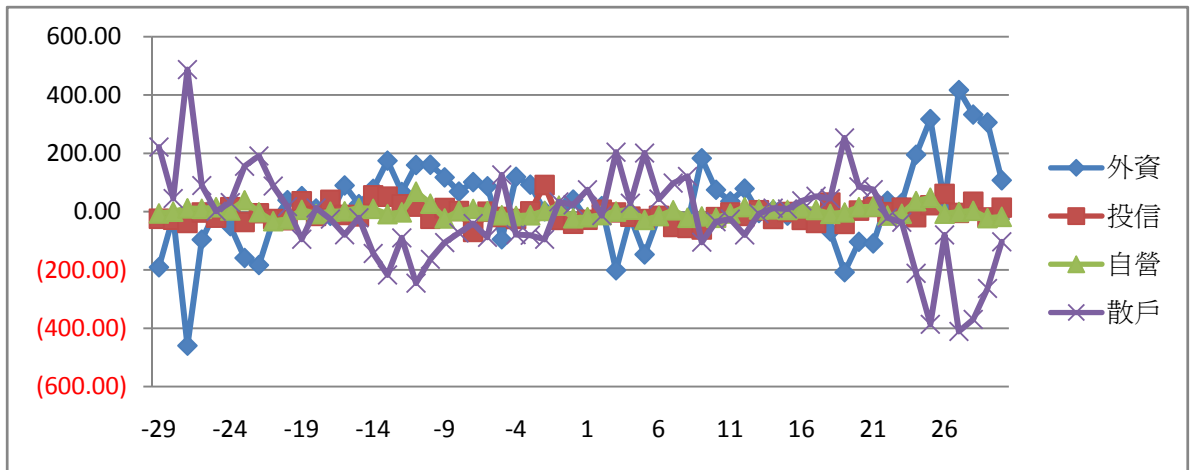


圖 4-19 公司治理佳者先發布盈餘預測後調低預測時買賣超圖

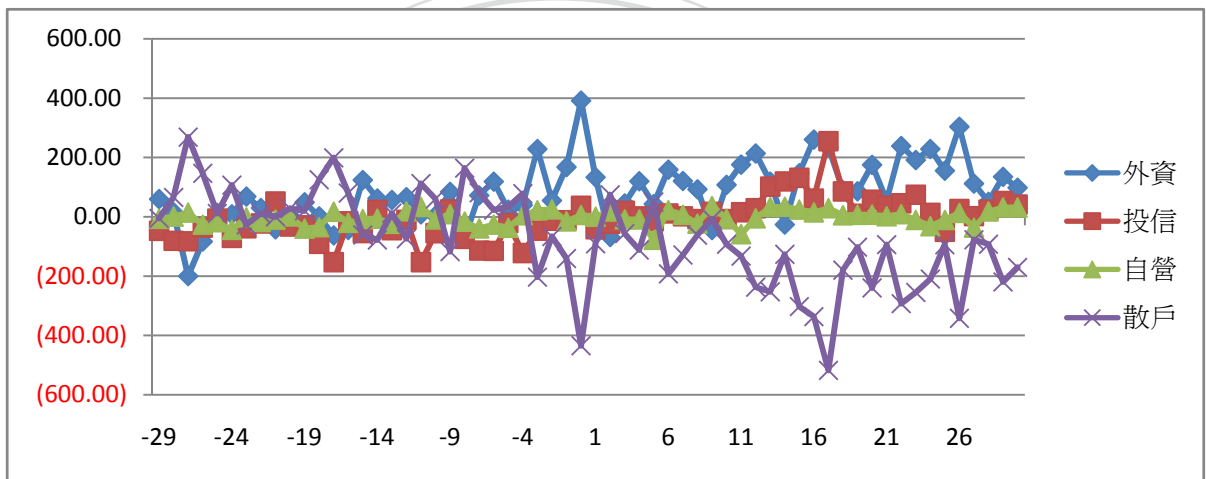


圖 4-20 公司治理中等者先發布盈餘預測後調低預測時買賣超圖

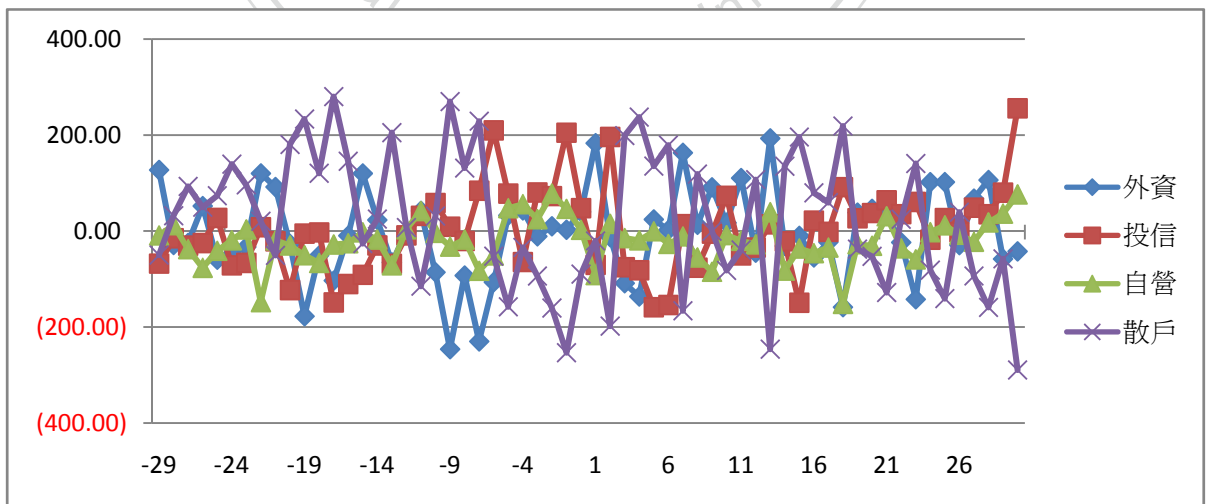


圖 4-21 公司治理差者先發布盈餘預測後調低預測時買賣超圖

二、非公司（券商或分析師）率先發布當年度的首次盈餘預測

（一）首次盈餘預測

將下表 4-16 與表 4-13 比較可發現，當公司本身發布當年度的首次盈餘預測時，外資的買超日數皆多於散戶，且各類型投資人的買賣超日數介於 22 至 38 日之間，相差在 20 日以內，但是若當年度的首次盈餘預測是由公司以外的券商或分析師發布時，外資與散戶的買超日數可以相差到 30 日以上，顯著異於 0 的買賣超日數也大幅增加，顯示外資與散戶對於由公司外部發布的盈餘預測消息解讀非常不同。

表 4-16 非公司先發布盈餘預測買賣超統計表

公司類型	投資人	買超日數	買超顯著異於 0 日數	賣超日數	賣超顯著異於 0 日數
公司治理佳	外資	44	4	16	0
	投信	35	3	25	1
	自營	32	0	28	1
	散戶	13	5	47	0
公司治理中等	外資	39	16	21	2
	投信	33	1	27	4
	自營	35	9	25	7
	散戶	14	3	46	16
公司治理差	外資	41	8	19	3
	投信	36	3	24	5
	自營	34	4	26	3
	散戶	17	2	43	12

觀察下圖 4-22 至 4-24 可發現，投信與自營在三類公司的事件窗期內，平均買賣超張數變化都不大，最多也不超過 200 張。而散戶在三種公司發布消息的當天都是賣超，至事件日後 6 日才成為賣

超，數日後再度賣超，顯示散戶在在由非公司本身發布首次預測時，會先行賣出一段時間觀察。外資則在公司治理佳者的事件窗期中，買超數量略高於公司治理中等與差者；在公司治理佳與中等者的事件日之後賣超日數皆為 9 日，且最多連續賣超 2 日，公司治理差者則為 12 日，且在事件日後 5 至 9 日之間，賣超皆超過 150 張。另外，在事件日至事件日後 3 日內，散戶皆為賣超，外資皆為買超，若和圖 4-13 至 4-15 比較則可發現，外資在公司治理差者的事件日後的第 2 日與第 4 至 6 日為賣超，由此可見，外資對於公司治理差者本身自行發布首度盈餘預測的態度與由券商或分析師發布是不同的。

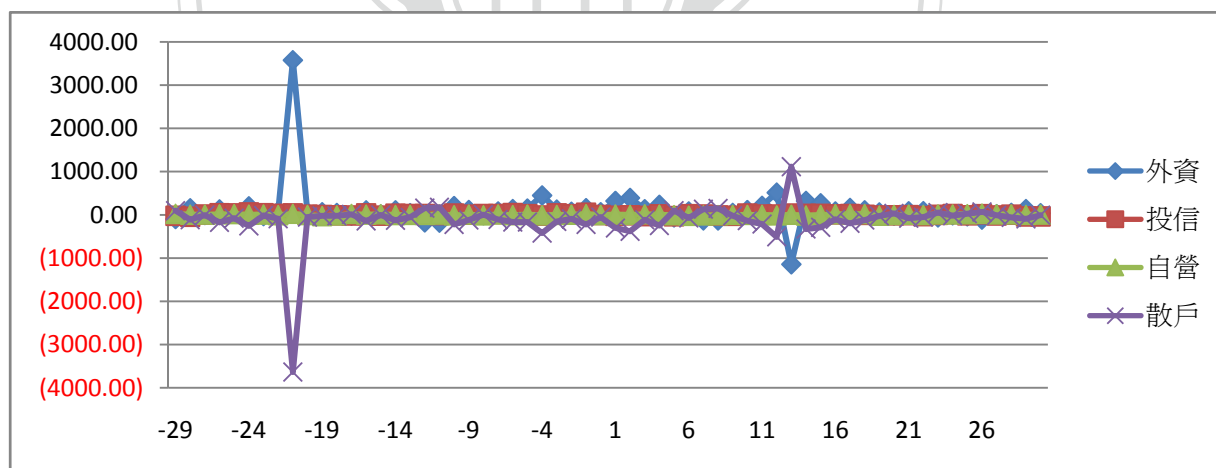


圖 4-22 公司治理佳者於非公司先發布盈餘預測時買賣超圖

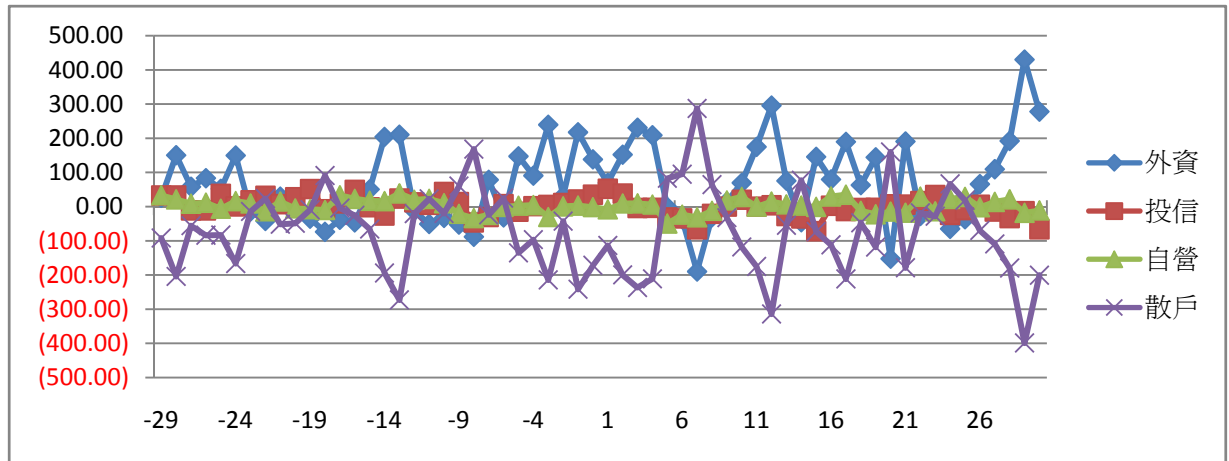


圖 4-23 公司治理中等者於非公司先發布盈餘預測時買賣超圖

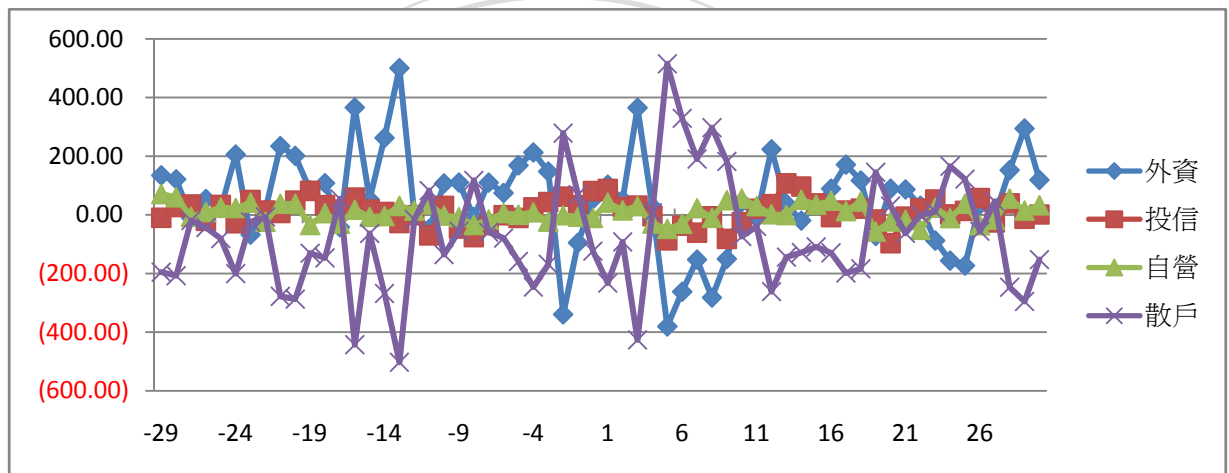


圖 4-24 公司治理差者於非公司先發布盈餘預測時買賣超圖

(二) 調高盈餘預測

比較表 4-16 與下表 4-17，可發現外資在公司治理佳者調高預測時，仍進行買進多於賣出，但對於公司治理中等以及差者，則是賣超多於買超，尤其是在公司治理差者發布正面消息時，買超只有 16 日，尚未到賣超日數(44 日)的二分之一；散戶對公司治理差者的交易則與外資相反，買超日數高達 44 日，賣超僅 16 日，與公司治理差者在由券商或分析師發布首次預測時為賣超(43 日)遠多於買超

(17日)日數。在買賣超顯著異於0的日數方面，整體上來說，都比首度發布預測時還要少。

表 4-17 非公司先發布盈餘預測後調高預測買賣超統計表

公司類型	投資人	買超日數	買超顯著異於0日數	賣超日數	賣超顯著異於0日數
公司治理佳	外資	41	3	19	0
	投信	43	0	17	0
	自營	29	1	31	1
	散戶	20	0	40	3
公司治理中等	外資	29	2	31	1
	投信	39	2	21	1
	自營	29	2	31	3
	散戶	23	2	37	4
公司治理差	外資	16	0	44	2
	投信	30	1	30	4
	自營	31	2	29	1
	散戶	44	2	16	0

從下圖 4-25 至 4-27 可看出，買賣超的最大值是公司治理差者最高，公司治理中等者最小。散戶在公司治理佳者調高預測時，自事件日前 2 日開始，就出現連續超過 20 日的賣超，外資則為買超；在公司治理差者調高預測後，則是出現超過 10 日的買超，外資則為賣超，有可能是因為通常外資掌握有較散戶還多的公司相關訊息，因此在公司治理差者調高預測時，外資也不隨著正面訊息的發布就跟著買進，而散戶可能會因為公司治理差者的股價變動較大，因此在發布好消息時欲賺取價差而買進。投信與自營在公司治理差者調高預測時，則和先前的結果差不多，在平均買賣超的張數較公司治

理佳與中等者多。

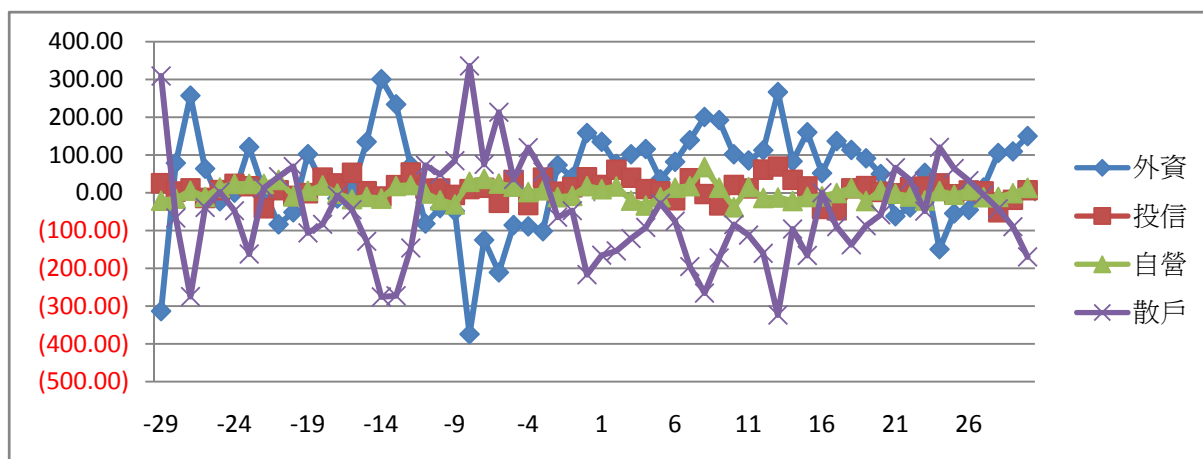


圖 4-25 公司治理佳者於非公司先發布盈餘預測後調高預測買賣超圖

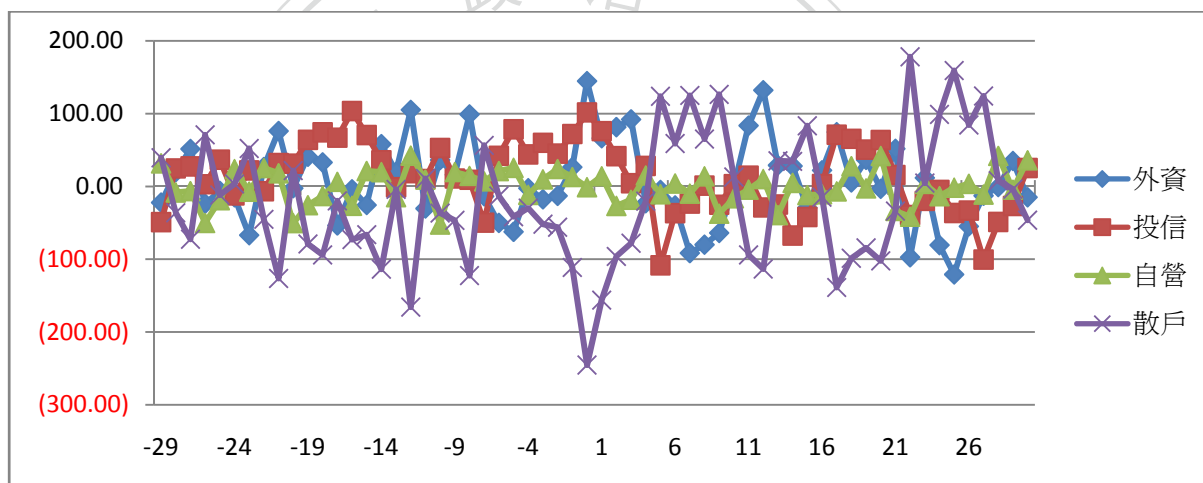


圖 4-26 公司治理中等者於非公司先發布盈餘預測後調高預測買賣超圖

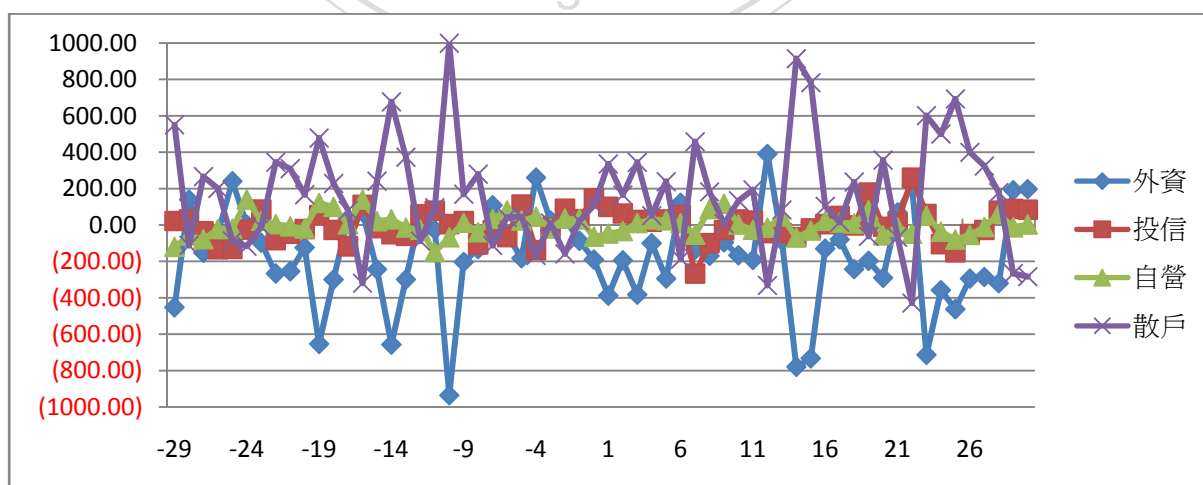


圖 4-27 公司治理差者於非公司先發布盈餘預測後調高預測買賣超圖

(三) 調低盈餘預測

在下表 4-18 中，自營商與散戶在公司治理佳者調低盈餘預測時皆為買超多於賣超，外資則是對於公司治理中等與差者買超居多，其中，外資對公司治理差者的買超日數雖然多於賣超，但是賣超的顯著異於 0 日數為 2 日，多於買超的 0 日。若將下表 4-18 與 4-17 比較可發現，在公司調低預測時，雖然投資人的賣超日數不見得都多於買超，但是賣超與買超顯著異於 0 的日數分別略高於與低於表 4-17 中的日數。

表 4-18 非公司先發布盈餘預測後調低預測買賣超統計表

公司類型	投資人	買超日數	買超顯著異於 0 日數	賣超日數	賣超顯著異於 0 日數
公司治理佳	外資	21	1	39	1
	投信	30	1	30	0
	自營	37	2	23	0
	散戶	37	2	23	0
公司治理中等	外資	40	2	20	0
	投信	24	0	36	7
	自營	24	2	36	0
	散戶	28	1	32	1
公司治理差	外資	35	0	25	2
	投信	19	1	41	6
	自營	19	0	41	3
	散戶	30	1	30	0

下圖 4-28 至 4-30 為買賣超變化圖，從圖中可看出，投資人在三類公司調低盈餘預測時的買賣超變化起伏較由非公司先發布首度預測以及調高預測時要小，對於公司治理差者的買賣超大小起伏

最大，對公司治理佳者次之，公司治理中等者的則最小。和公司治理佳者在調高預測時(圖 4-19)的反應不同，外資在事件日之後大多對其進行賣出，散戶則是買進，且自事件日起的賣超日數(24 日)較由公司本身先發布當年度首次預測後再調低預測時的事件日後賣超日數(15 日)多，可能是對於公司治理佳者本身發布的預測較具信心，因此在之後又調低盈餘預測時賣超的日數較少；但投信、自營與散戶則是在公司治理佳者本身先發布當年首次預測後再調低時，自事件日之後的賣超日數較多，分別是 21 日、17 日與 15 日，在由非公司先發布當年首次預測再調低時，事件日之後的賣超日數則為 16 日、9 日與 8 日。而比較圖 4-20 與下圖 4-29，則可發現在圖 4-20 中，自事件日起，外資與散戶對於公司治理中等者分別是買超(28 日)與賣超(29 日)佔絕大多數，但是在券商或分析師先發布首次盈餘預測時，對其的買超與賣超便沒有如此大的差別，表示其各自在由公司外部發布首度預測之後的調降盈餘，看法並不如公司本身發布的一致。

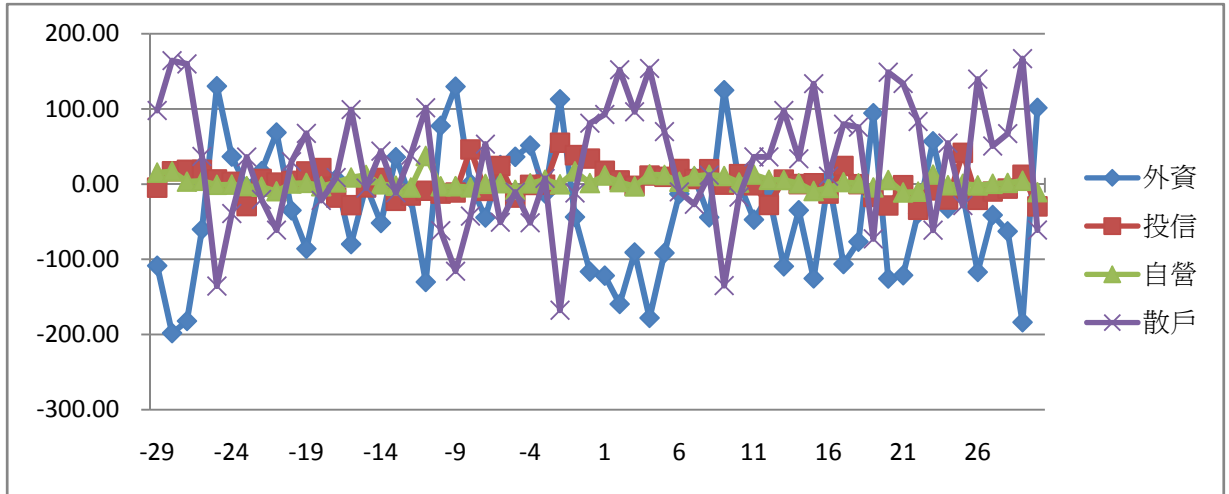


圖 4-28 公司治理佳者於非公司先發布盈餘預測後調低預測買賣超

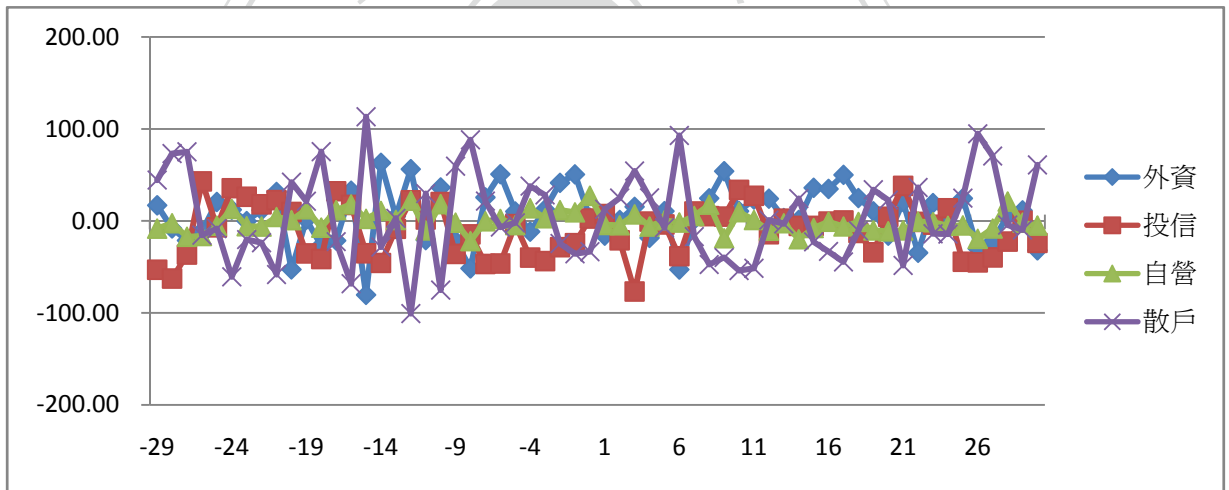


圖 4-29 公司治理中等者於非公司先發布盈餘預測後調低預測買賣超圖

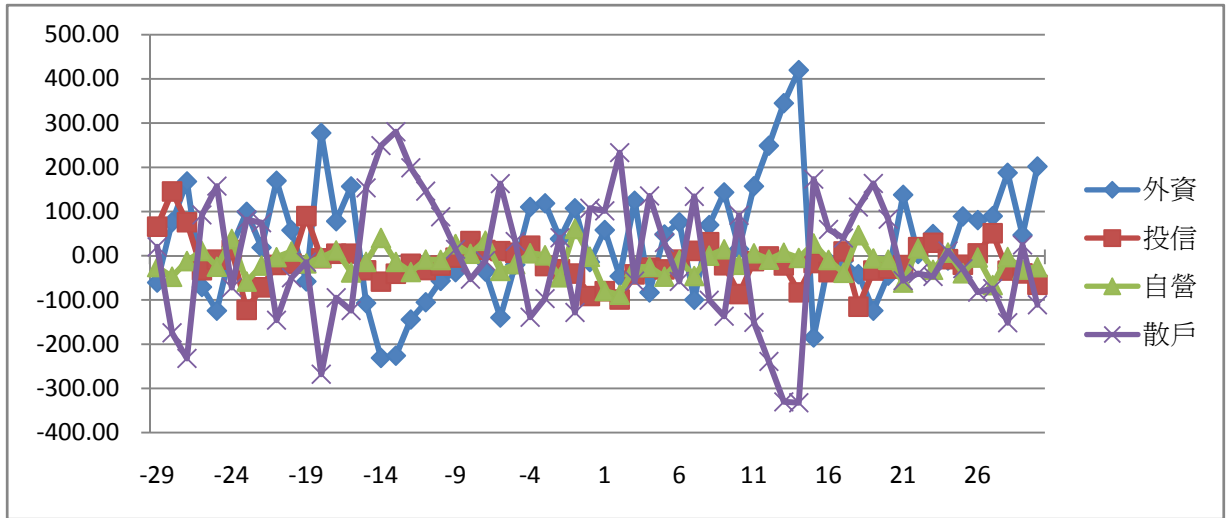


圖 4-30 公司治理差者於非公司先發布盈餘預測後調低預測買賣超圖



第四節 公司於財務報表公告日時的相關分析

前二節是在不同公司治理程度的公司在發布盈餘預測時的異常報酬分析與投資人的買賣超結果，本節則將分析三種類型公司在財務報表公告日時的異常報酬以及買賣超結果。在這個部份，公司治理佳、中等與差者於 2002 至 2009 年度間，所發生的財務報表公告事件分別是 3,095 件、9,136 件與 3,366 件。

首先是 AAR 與 CAR 在事件窗期中的變化趨勢，由下表 4-19 可看出，公司中等者在公告時 AAR 大於 0 的日數比小於 0 的日數多了 16 日，差別最大，公司治理佳與差者則分別相差-8 日與 2 日，而三種類型的公司在公告財務報表時，AAR 顯著大於 0 的日數都比顯著小於 0 的日數要多，表示雖然可能在正式公告之前，媒體可能會對於公司的財務狀況做出一些預測，而投資人也可以先自行估算，但是在整個事件窗期中，賺取異常報酬的機會仍是不少。

接著下圖 4-31 與 4-32 分別是三種類型的公司在公告財務報表時的 AAR 與 CAR 變化趨勢，由圖中可看出，三種公司大致上在 AAR 的變化上差異並不大，但是在事件日前 2 日開始，AAR 皆開始往上升，而公司治理佳與中等者的上升幅度較公司治理差者還大，但在事件日後的第 7 日，則是公司治理差者的 AAR 為最高；而且從圖中還可發現，在事件日之後，當 AAR 有所變動(開始上升或下

降)時，先是公司治理佳者先變化，其次是公司治理中等者，最後才是公司治理差者；圖 4-31 中 AAR 的最大與最小值皆出現於公司治理差者，由圖 4-32 可見，公司治理佳與中等者的 CAR 自事件窗期一直在公司治理差者之上，直到整個事件窗期的最後 3 日也就是事件日後的第 28 至 30 日。

表 4-19 財務報表公告時 AAR 統計表

AAR 異於 0 日數	大於 0 日數	顯著大於 0 日數	小於 0 日數	顯著小於 0 日數
公司治理佳	26	15	34	11
公司治理中等	38	18	22	12
公司治理差	31	15	29	14

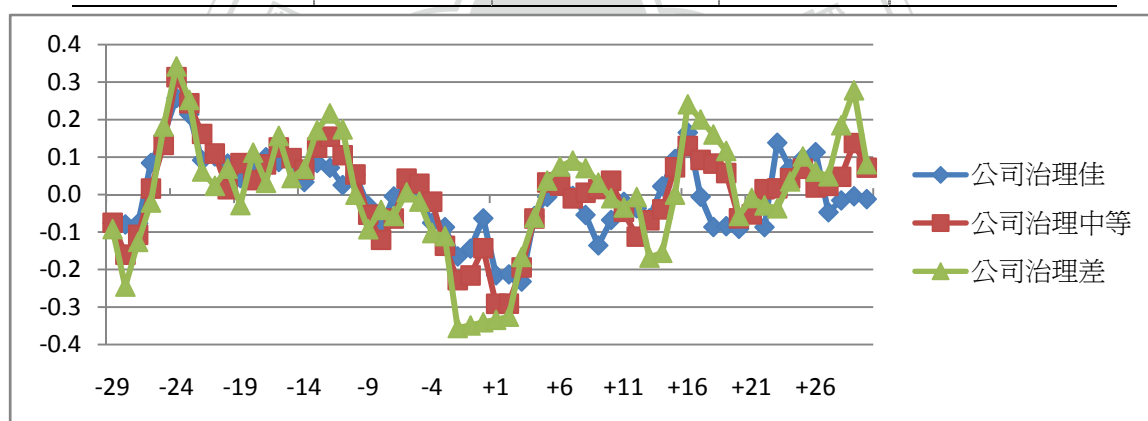


圖 4-31 公司公告財務報表時 AAR 變化趨勢

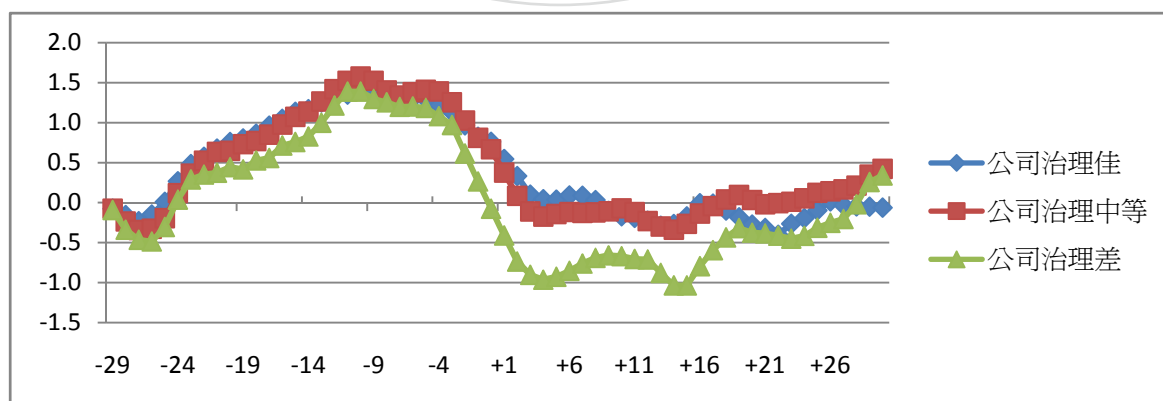


圖 4-32 公司公告財務報表時 CAR 變化趨勢

在投資人面對公司公告財務報表時的交易行為方面，下表 4-20 為三種類型的公司在公告財務報表時的買賣超情形，由表中可看出在事件窗期中，外資對公司治理佳者的買超日數最多，公司治理中等者次之，公司治理差者的買超最少，而散戶為相反，投信與自營商對於不同公司治理程度的公司在買賣超日數中則沒有太大的差異。

表 4-20 公司公告財務報表時買賣超統計表

公司類型	投資人	買超日數	買超顯著異於 0 日數	賣超日數	賣超顯著異於 0 日數
公司治理佳	外資	49	7	11	0
	投信	32	0	28	1
	自營	12	1	48	3
	散戶	14	0	46	6
公司治理中等	外資	42	8	18	2
	投信	32	3	28	8
	自營	17	1	43	5
	散戶	25	4	35	8
公司治理差	外資	26	0	34	4
	投信	35	3	25	4
	自營	14	1	46	9
	散戶	38	5	22	1

由以下圖 4-33 至 4-35 三類公司在事件窗期間的買賣超變化圖中，可看出投資人對於公司治理中等者的買賣超數量變化最小。在外資對於公司治理佳者的事件窗期中，大部分是買超，事件日之後只有 7 日的賣超，散戶則是賣超居多，且在事件窗期的最後三天才出現連續的買超；對於公司治理中等者，外資與散戶和對公司治理

佳者一樣，分別是買超與賣超居多，但是買賣超交替出現的情形比公司
 治理佳者還多，且外資買超時的張數較賣超多，而散戶賣超的張數則比買超時的多，顯示當公司
 治理中等者發布消息時，外資與散戶對於公司的態度較不若公司
 治理佳者那麼一致，會維持較長一段時間的買超或賣超；面對公司
 治理差者的財務報表公告，外資與散戶都未有一段較長時間的持續買超或賣超，而投信與自營商對公
 司治理差者的買賣超數量比對公司
 治理佳與中等者略為多一些。

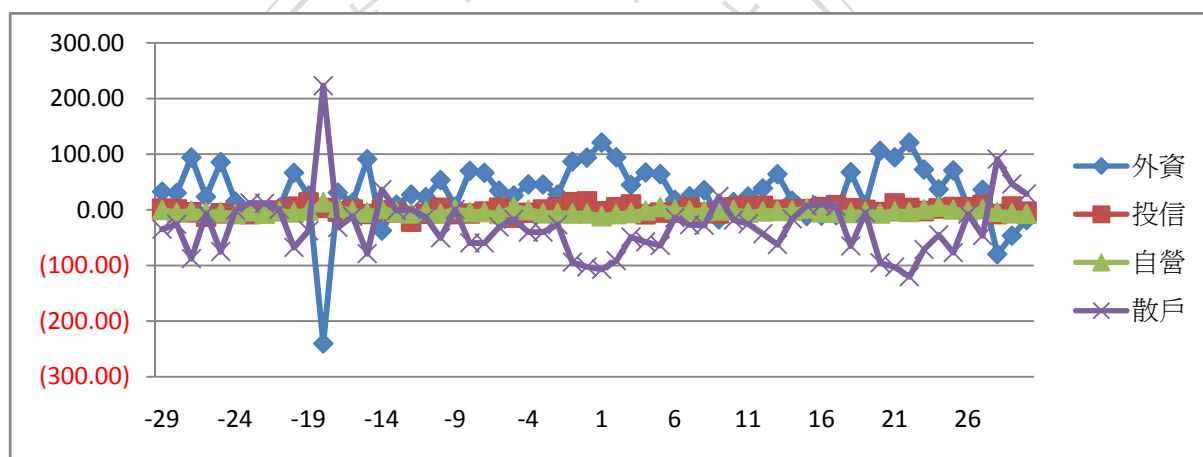


圖 4-33 公司治理佳者公告財務報表時買賣超圖

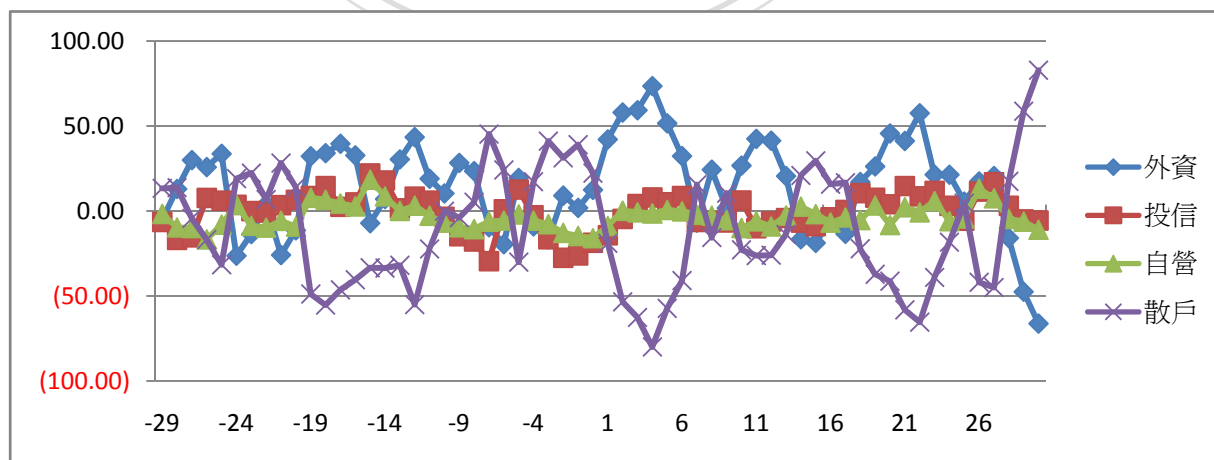


圖 4-34 公司治理中等者公告財務報表時買賣超圖



圖 4-35 公司治理差者公告財務報表時買賣超圖



第五章 結論與建議

綜合先前所述，本研究將公司依公司治理程度的不同，以及發布盈餘預測的時點與發布人的不同進行分類之後，再比較財務公告時的表現，以事件研究法觀察三大法人與散戶在事件窗期的異常報酬與買賣超反應後，可得出以下結論：

- 一、當公司本身發布當年度首次盈餘預測消息時，在事件日之後的 1 至 6 日內，公司治理佳者的 AAR 為最高，自事件日之後其 CAR 也持續高於其他二類公司，而在此段期間內，外資對於公司治理佳者呈現買超，散戶則為賣超，外資將此類訊息作為較正面的解讀，也可獲得高於散戶的異常報酬。
- 二、當公司本身先發布當年首度盈餘預測後再調高預測時，外資在事件日之後的 1 至 16 日內對公司治理佳者買超（散戶為賣超），且在事件日之後的 9 日內，其 AAR 為大於 0，顯示此時外資在此種情形下，亦可獲得較散戶高的報酬；而在事件日之後的 12 日起，公司治理差者的 CAR 維持高於其他兩者，但是各投資人在此期間呈現買賣超交替的情形，皆未持有較長的時間，顯示投資人對於公司治理差者較不具信心。
- 三、當公司本身先發布首度盈餘預測後再調低時，外資對於公司治理佳與中等者的買超日數多於賣超（其他三類投資人則賣超較多），而所有投資人對於公司治理程度越高者，其買賣超的數量變動也越小，顯示

當公司治理程度較高時，雖然發布了調低盈餘預測的消息，投資人對其仍較具信心。

四、由公司以外的券商或分析師發布當年度的首度盈餘預測時，外資與散戶分別是買超與賣超居多，且其日數較由公司本身發布首度盈餘預測時還多；而外資在事件日之後對公司治理差者的賣超日數超過對公司治理佳與中等者，此外，外資自公司治理差者的事件日起連續 5 日買超，而在公司治理差者本身發布首度盈餘預測時的事件日後 2 日即出現賣超，顯見對於首度盈餘預測的訊息是由公司本身或是外部券商與分析師發布，會影響對其股票的交易。

五、當由非公司發布首度盈餘預測後再調高時，在事件日之後，散戶對於公司治理差者是買超，外資則為賣超，但在事件日後，公司治理佳者的 AAR 是稍微高於公司理中等與差者的，後兩者的 CAR 也在事件日之後開始下降，顯見對於公司治理差者發布好消息時，外資並不像散戶直接買進，而是抱持存疑態度，因此可獲得較高的報酬。

六、在非公司發布首度盈餘預測後再調低時，外資對於公司治理佳者在事件日以後的賣超日數比當公司本身發布首度盈餘預測後再調低時的還多，其他投資人則為相反，表示外資面對公司治理佳者調低盈餘預測時，對於由公司本身所發布首度盈餘預測較具信心，較不同於其他的投資人；對於公司治理中等者的事件日之後，外資與散戶並無明顯

的買賣趨勢，但若是由公司治理中等者本身發布首度盈餘預測後又調降時，外資與散戶的買超與賣超日數則較多，表示在面對公司治理中等者的調低預測時，是否由公司本身發布首度盈餘預測會影響其交易態度。

七、當公司公告財務報表時，當 AAR 要上升或下降時，其變化會先由公司治理佳者開始，接著是公司治理中等者，而公司治理差者則最後才變動；對於公司治理佳者，外資與散戶分別是買超與賣超居多，公司治理差者則分別是賣超與買超居多，投信與自營商對於三種公司的交易行為則無太大差別，此外，投資人對於公司治理佳者股票的持有期間會較公司治理中等者久，表示在公告財務報表時，當公司治理程度越好，則投資人（尤其是外資）對於公司也越具信心。

本研究原本是想以櫃買中心所推動的公司治理指數股票型基金為研究對象，惟至目前為止，該計畫尚未完成，因此幾項公司治理指標分別給分來判定公司治理程度，待該計畫完成後，之後的學者即可參考本研究對於盈餘預測發布的分類方式，探討投資人對於該計畫所制定的公司治理指標是否真的在乎，或是對於不同公司治理程度的公司在發布正、負面消息時，仍是會以自身的判斷為主。

參考文獻

一、國內文獻

丁秀儀，2004，「上市公司公司治理、經營績效與機構投資人投資行為關聯性之研究」，國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。

王玉珍，2002，「股權結構、董事會組成、資本結構與企業績效關係之研究」，國立中央大學企業管理研究所未出版碩士論文。

沈中華，李建然，台灣經濟新報文化事業公司事件研究法暨 β 模組使用者操作手冊。

何幸芳，2003，「獨立董監事對公司價值與盈餘資訊內涵影響之研究」，輔仁大學金融研究所未出版碩士論文。

李建然及周俊德，2002，「管理當局信譽與自願性盈餘預測資訊內涵關係之研究」，會計評論，第34期：77-99。

林成章，2001，「台灣上市公司監察人監督績效之研究」，義守大學管理科學研究所未出版碩士論文。

林尚志，2004，「我國公司治理評等指標建立之研究」，國立政治大學會計研究所未出版碩士論文。

林淑莉，2004，「管理當局盈餘預測態度與自願性盈餘預測資訊內涵的關係」，當代會計期刊，第5卷，第2期(11月)：175-206。

林淑棻，2003，「公司股權結構、董事會組成結構以及財務政策與公司經

營績效關係之研究」，國立政治大學財務管理研究所未出版碩士論文。

林鼎堯，2003，「管理當局短視行為與機構投資人持股比例關係：企業研發支出之實證研究」，國立政治大學會計研究所未出版碩士論文。

林義凱，2004，「台灣上市公司公司治理與公司經營績效之關聯性研究」，國立成功大學企業管理研究所未出版碩士論文。

吳昆皇，1995，「上市公司董事會組成與特性對企業經營績效之關聯性研究」，國立臺灣大學商學研究所未出版碩士論文。

拾己寰，1991，「臺灣股票市場機構投資人與小額投資人股票購買行為差異性之研究」，逢甲大學經濟學研究所未出版碩士論文。

翁淑育，2000，「問題放款公司如何藉由董事會結構、股權偏離程度操縱盈餘」，國立中央大學財務金融研究所未出版碩士論文。

陳建銘，1998，「臺灣股票市場國外法人與國內法人投資策略及行為差異性之研究」，中國文化大學國際企業管理研究所未出版碩士論文。

張淞銘，2009，「家族與非家族公司內部治理機制與風險承擔之關聯性」，銘傳大學財務金融研究所未出版碩士論文。

曾雅鳳，2001，「台灣公司董事監察人結構與經營績效之探討」，義守大學管理科學研究所未出版碩士論文。

黃琳勝，2006，「外國機構投資人在台灣股票市場交易價量關聯性及其資

訊內涵之研究」，國立中興大學會計研究所未出版碩士論文。

黃懷慶，2000，「台灣股市三大機構投資人（外資、投信與自營商）投資

行為之實證研究」，朝陽科技大學財務金融研究所未出版碩士論文。

黃瀚霄，2006，「台灣股票市場外資法人和個人投資者決策之研究」，佛

光人文社會學院經濟研究所未出版碩士論文。

劉科，2002，「美國安隆公司破產事件涉及之財務報表及獨立董事資訊揭

露問題之探討」，證券櫃檯月刊，第69期（3月）：27-35。

二、國外文獻

Ajinkya, B. B., and M. J. Gift. 1984. Corporate managers' earnings forecasts and symmetrical adjustments of market expectations. *Journal of Accounting Research* 22(2): 425-444.

Akerlof, G. 1970. The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics* 89: 488-500.

Allen, J. W., and G. M. Phillips. 2000. Corporate equity ownership, strategic alliances, and product market relationships. *Journal of Finance* 55: 2791-2816.

Bauer, R., N. Guenster, and R. Otten. 2004. Empirical evidence on corporate governance in Europe. The effect on stock returns, firm value and performance. EFMA 2004 Basel Meetings.

Cho, M-H. 1998. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 47: 103-121.

Diamond, D. W. 1985. Optimal release of information by firms. *Journal of*

- Finance* 40(4): 1071-1094.
- Easley, D., N. M. Kiefer, M. O'Hara, and J. B. Paperman. 1996. Liquidity, information, and infrequently traded stocks. *Journal of Finance* 51: 1405-1436.
- Foster, F. D., D. R. Gallagher, and A. Looi. 2005. Institutional Trading and Share Returns. EFA 2005 Moscow Meetings.
- Mitton, T. 2002. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics* 64: 215-241.
- Oviatt, B. M. 1988. Agency and transaction cost perspectives on the manager-shareholder relationship: Incentives for congruent interests. *Academy of Management Review* 13: 214-225.
- Pound, J., and R. J. Shiller. 1987. Are institutional investors speculators? *Journal of Portfolio Management* 13: 46-52.
- Scharfstein, D. S., and J. C. Stein. 1990. Herd behavior and investment. *American Economic Review* 80: 465-479.
- Weir, C., D. Laing, and P. J. McKnight. 2002. Internal and external governance mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies. *Journal of Business Finance and Accounting* 29: 579-611.

附表一 檢定彙總表

公司率先發布當年度首度盈餘預測檢定彙總表

日期	公司治理佳者				公司治理中等者				公司治理差者			
	AAR	P-value	CAR	P-value	AAR	P-value	CAR	P-value	AAR	P-value	CAR	P-value
-10	0.0285	0.9229	2.1746	0.0994	0.4096	0.0243	0.0675	0.9342	0.0252	0.9361	3.3313	0.0176
-9	0.5223	0.074	2.6969	0.0461	0.1505	0.4083	0.218	0.7947	0.1931	0.539	3.5244	0.0143
-8	0.1677	0.5679	2.8646	0.0385	0.119	0.5128	0.337	0.6944	-0.0239	0.9395	3.5005	0.0175
-7	-0.0638	0.8275	2.8008	0.0478	0.1962	0.2809	0.5332	0.5432	-0.4621	0.1415	3.0384	0.0437
-6	0.1397	0.6333	2.9405	0.042	0.0335	0.8537	0.5667	0.527	0.1709	0.5882	3.2093	0.0371
-5	0.3117	0.2872	3.2523	0.0275	0.3361	0.0653	-0.9028	0.3236	0.296	0.3485	3.5053	0.0258
-4	-0.2362	0.4224	3.016	0.0451	0.3062	0.0929	1.209	0.195	0.4295	0.1734	3.9348	0.0142
-3	-0.1356	0.6439	2.8804	0.0605	0.362	0.047	1.571	0.0985	-0.0499	0.8744	3.885	0.0175
-2	-0.2392	0.4146	2.6412	0.091	0.1246	0.4938	1.6956	0.08	0.0313	0.9211	3.9163	0.0187
-1	0.2564	0.3833	2.8976	0.0685	0.1097	0.5478	1.8053	0.067	0.353	0.2652	4.2692	0.0118
+0	0.2369	0.4208	3.1345	0.0527	0.2725	0.1351	2.0778	0.0383	0.5031	0.1128	4.7723	0.0057
+1	-0.2157	0.4645	2.9188	0.076	-0.3424	0.0603	1.7354	0.0887	-0.4519	0.1543	4.3205	0.0139
+2	0.0814	0.7816	3.0001	0.0727	-0.4407	0.0158	1.2946	0.2114	-0.3981	0.2105	3.9224	0.028
+3	0.0031	0.9917	3.0032	0.0769	-0.1518	0.4053	1.1428	0.2774	-0.5435	0.0873	3.3789	0.0624
+4	0.5792	0.0488	3.5824	0.0376	-0.1065	0.5594	1.0363	0.332	0.1143	0.7194	3.4933	0.0579
+5	0.056	0.8491	3.6384	0.0375	0.0045	0.9801	1.0408	0.337	-0.6441	0.0438	2.8491	0.1275
+6	-0.1662	0.5725	3.4721	0.0503	0.0001	0.9996	1.0409	0.3438	-0.4753	0.1359	2.3739	0.2108
+7	0.2937	0.3183	3.7658	0.0363	-0.0174	0.9243	1.0236	0.3586	0.0217	0.9457	2.3956	0.213
+8	0.0155	0.958	3.7814	0.038	0.3117	0.0878	1.3353	0.2373	-0.173	0.5885	2.2226	0.2545
+9	-0.0157	0.9575	3.7657	0.0414	-0.331	0.07	1.0044	0.3804	-0.3678	0.2497	1.8548	0.3481
+10	0.1386	0.6381	3.9043	0.0369	0.0498	0.7848	1.0542	0.3633	-0.5492	0.0853	1.3056	0.5145

公司先發布盈餘預測後調高預測檢定彙總表

日期	公司治理佳者				公司治理中等者				公司治理差者			
	AAR	P-value	CAR	P-value	AAR	P-value	CAR	P-value	AAR	P-value	CAR	P-value
-10	0.0291	0.9212	0.3626	0.7829	0.03	0.8694	1.4489	0.0778	0.3044	0.3877	3.5788	0.0224
-9	-0.4228	0.1501	-0.0603	0.9644	0.0504	0.7828	1.4993	0.075	-0.208	0.5565	3.3708	0.0359
-8	0.1033	0.726	0.043	0.9752	-0.0947	0.6052	1.4047	0.1032	0.004	0.991	3.3748	0.0403
-7	0.183	0.5344	0.226	0.8729	-0.101	0.5809	1.3037	0.1393	-0.5391	0.1273	2.8357	0.0923
-6	0.5091	0.084	0.7351	0.6107	-0.0173	0.9249	1.2864	0.1533	0.0213	0.9523	2.8569	0.0971
-5	0.1562	0.5976	0.8912	0.5455	-0.3356	0.0667	0.9509	0.301	-0.2591	0.4651	2.5978	0.1397
-4	0.2889	0.3287	1.1802	0.4328	-0.0098	0.9573	0.9411	0.3156	-0.8229	0.0208	1.7749	0.3228
-3	0.3666	0.2164	1.5468	0.3133	-0.0206	0.9103	0.9205	0.3355	-0.6007	0.0928	1.1743	0.5214
-2	-0.157	0.5964	1.3897	0.374	0.1171	0.5221	1.0375	0.2864	0.1854	0.6015	1.3597	0.4662
-1	0.1914	0.5179	1.5811	0.3204	0.1339	0.4644	1.1715	0.237	0.6995	0.0491	2.0592	0.2785
+0	0.7716	0.0091	2.3527	0.1462	0.3919	0.0325	1.5634	0.1208	0.7408	0.0386	2.8	0.1476
+1	0.2621	0.3757	2.6147	0.1122	0.3887	0.0337	1.9521	0.0567	0.1962	0.5819	2.9962	0.1276
+2	-0.2475	0.4047	2.3673	0.1571	-0.2651	0.1482	1.687	0.1051	0.0741	0.8356	3.0703	0.1246
+3	0.0649	0.827	2.4322	0.1525	0.0358	0.8452	1.7228	0.1032	-0.3671	0.3043	2.7032	0.1832
+4	0.087	0.7687	2.5192	0.1444	0.0748	0.6833	1.7976	0.094	0.5901	0.0986	3.2932	0.1103
+5	0.3164	0.2858	2.8356	0.1055	-0.0145	0.9372	1.7831	0.1016	-0.3987	0.2638	2.8945	0.1668
+6	0.0364	0.9021	2.872	0.106	-0.0222	0.9034	1.7609	0.111	-0.2184	0.5415	2.6762	0.2077
+7	0.3771	0.2044	3.2491	0.0714	0.0793	0.6652	1.8402	0.1004	0.3281	0.3587	3.0043	0.1632
+8	0.3998	0.179	3.6489	0.0458	0.0598	0.7443	1.9	0.0942	-0.3173	0.3789	2.687	0.2189
+9	0.0535	0.8573	3.7024	0.0455	-0.1817	0.3219	1.7183	0.1352	-0.535	0.1351	2.1519	0.3313
+10	0.3794	0.2024	4.0818	0.0295	0.1598	0.3839	1.8781	0.1069	-0.6404	0.0755	1.5115	0.5007

公司先發布盈餘預測後調低預測檢定彙總表

日期	公司治理佳者				公司治理中等者				公司治理差者			
	AAR	P-value	CAR	P-value	AAR	P-value	CAR	P-value	AAR	P-value	CAR	P-value
-10	0.1933	0.3785	-0.0286	0.9767	-0.1161	0.4592	0.0838	0.9043	-0.0337	0.9053	-1.1385	0.3686
-9	-0.0205	0.9259	-0.0491	0.961	-0.0024	0.988	0.0814	0.9093	0.2838	0.3182	-0.8548	0.5103
-8	0.0034	0.9879	-0.0457	0.9645	-0.1305	0.4072	-0.0491	0.9466	0.1575	0.5802	-0.6972	0.6
-7	-0.6947	0.0016	-0.7404	0.4814	0.0032	0.9837	-0.0458	0.9512	-0.1657	0.5606	-0.8629	0.5259
-6	-0.4947	0.0252	-1.2351	0.2505	-0.4249	0.007	-0.4707	0.5389	0.2205	0.4397	-0.6424	0.6441
-5	-0.2057	0.3497	-1.4409	0.1892	-0.1636	0.2976	-0.6344	0.4173	-0.3624	0.2035	-1.0049	0.4791
-4	-0.0197	0.9286	-1.4606	0.1921	-0.5349	0.0007	-1.1693	0.1429	-0.4553	0.1102	-1.4602	0.3135
-3	0.1068	0.6289	-1.3538	0.2357	-0.1325	0.3999	-1.3018	0.1096	0.0278	0.9224	-1.4324	0.3322
-2	-0.0761	0.7294	-1.4299	0.2189	-0.0363	0.8177	-1.3382	0.1065	0.1684	0.5551	-1.264	0.4009
-1	0.0709	0.7474	-1.3591	0.251	-0.2042	0.195	-1.5423	0.0677	-0.4037	0.1573	-1.6677	0.2764
+0	0.0685	0.7557	-1.2906	0.284	-0.0115	0.942	-1.5538	0.0705	0.1657	0.5634	-1.5021	0.3353
+1	-0.8923	0.0001	-2.1829	0.0748	-0.4996	0.0015	-2.0534	0.0187	0.2162	0.4493	-1.2859	0.4173
+2	-0.0877	0.6923	-2.2706	0.0683	-0.1149	0.4674	-2.1683	0.0146	0.1544	0.5892	-1.1314	0.4826
+3	-0.1608	0.4658	-2.4314	0.0546	-0.2401	0.129	-2.4084	0.0076	-0.4108	0.1517	-1.5422	0.3462
+4	-0.1039	0.6389	-2.5353	0.0485	-0.1404	0.3756	-2.5489	0.0054	-0.2326	0.4169	-1.7748	0.2857
+5	-0.0915	0.6781	-2.6268	0.0439	-0.1333	0.3994	-2.6822	0.0039	-0.2282	0.4254	-2.003	0.2352
+6	-0.1636	0.4583	-2.7905	0.0349	0.1591	0.3149	-2.5231	0.0075	0.0597	0.8352	-1.9433	0.2563
+7	-0.1777	0.4209	-2.9681	0.0269	-0.1687	0.2875	-2.6918	0.0049	-0.2931	0.3066	-2.2364	0.1976
+8	-0.4077	0.0648	-3.3758	0.013	0.0964	0.5431	-2.5953	0.0075	-0.1348	0.6389	-2.3712	0.1779
+9	-0.0312	0.8875	-3.4071	0.0134	0.1492	0.3467	-2.4461	0.0129	-0.2116	0.4609	-2.5828	0.1476
+10	-0.0695	0.753	-3.4766	0.0127	-0.017	0.9148	-2.4631	0.0134	-0.0261	0.9276	-2.609	0.1488

非公司發布當年度盈餘預測檢定彙總表

日期	公司治理佳者				公司治理中等者				公司治理差者			
	AAR	P-value	CAR	P-value	AAR	P-value	CAR	P-value	AAR	P-value	CAR	P-value
-10	-0.168	0.5054	0.7892	0.1349	-0.1815	0.0035	0.7349	0.0098	-0.0875	0.7727	2.3675	0.0065
-9	0.0536	0.2505	0.8429	0.1349	-0.1292	0.0391	0.6058	0.0377	-0.0221	0.7727	2.3454	0.0372
-8	-0.0805	0.4517	0.7624	0.2505	-0.1899	0.0022	0.4158	0.1632	-0.1941	0.3083	2.1513	0.0184
-7	0.0068	0.7487	0.7692	0.1349	-0.1974	0.0016	0.2184	0.4736	-0.1306	0.3537	2.0207	0.0049
-6	-0.0558	0.6219	0.7134	0.1349	-0.1022	0.101	0.1163	0.7087	-0.1455	0.0658	1.8752	0.0235
-5	-0.0228	0.8428	0.6906	0.159	-0.0638	0.3055	0.0524	0.8688	-0.1696	0.1962	1.7056	0.1038
-4	-0.2411	0.1259	0.4494	0.1862	-0.1248	0.0451	-0.0724	0.8231	-0.1701	0.9879	1.5355	0.2804
-3	-0.1227	0.9109	0.3268	0.1349	0.2594	0.0253	0.187	0.5705	-0.1961	0.0975	1.3394	0.533
-2	0.325	0.0017	0.6517	0.0657	0.0207	0.7403	0.2077	0.536	0.3729	0.0858	1.7123	0.2804
-1	-0.1276	0.1746	0.5241	0.5864	0.061	0.3291	0.2686	0.4314	0.0828	0.8433	1.7951	0.4748
+0	0.0925	0.2879	0.6166	0.1349	0.1781	0.0044	0.4467	0.1982	0.1831	0.7266	1.9782	0.2804
+1	0.1118	0.0657	0.7284	0.1349	0.0997	0.1095	0.5464	0.1215	0.3099	0.0574	2.2881	0.176
+2	0.1393	0.3736	0.8677	0.0954	0.1916	0.0022	0.738	0.0395	-0.0397	0.267	2.2483	0.1038
+3	0.1757	0.1862	1.0434	0.0657	0.2078	0.0009	0.9458	0.0094	0.3094	0.0235	2.5577	0.2417
+4	0.0902	0.1059	1.1336	0.159	0.2572	0.0186	1.203	0.0011	0.2078	0.1246	2.7655	0.0464
+5	0.2398	0.7758	1.3734	0.1138	0.0822	0.1883	1.2852	0.0006	0.2293	0.4748	2.9948	0.0085
+6	0.1705	0.6472	1.5438	0.0017	0.0226	0.7181	1.3078	0.0006	0.0618	0.7266	3.0566	0.0049
+7	0.1336	0.1746	1.6774	0.0145	0.0023	0.9714	1.31	0.0007	-0.0833	0.2297	2.9733	0.0235
+8	0.0285	0.7758	1.706	0.0023	-0.0659	0.2933	1.2442	0.0014	0.0757	0.6593	3.049	0.0065
+9	-0.269	0.0036	1.4369	0.0183	0.3603	0.7932	1.6045	0	-0.0437	0.0059	3.0054	0.0037
+10	0.1535	0.2505	1.5904	0.0068	-0.0039	0.9503	1.6006	0.0001	0.3618	0.0235	3.3672	0.0027

非公司先發布盈餘預測後調高預測檢定彙總表

日期	公司治理佳者				公司治理中等者				公司治理差者			
	AAR	P-value	CAR	P-value	AAR	P-value	CAR	P-value	AAR	P-value	CAR	P-value
-10	-0.0374	0.8687	2.3668	0.0197	-0.0927	0.4989	1.3335	0.0301	0.4621	0.0608	4.0713	0.0003
-9	0.4073	0.0718	2.7742	0.0077	0.1755	0.2013	1.509	0.0166	0.006	0.9805	4.0773	0.0004
-8	0.0479	0.8327	2.8221	0.0081	0.2009	0.1442	1.7098	0.0081	-0.4333	0.0797	3.644	0.0018
-7	0.0734	0.7464	2.8955	0.0079	-0.0459	0.7385	1.664	0.0117	-0.0523	0.8322	3.5917	0.0027
-6	0.0195	0.9314	2.915	0.0088	0.1025	0.4567	1.7665	0.0088	0.4528	0.0664	4.0445	0.0009
-5	0.2643	0.244	3.1793	0.0051	-0.0627	0.6487	1.7038	0.0134	0.354	0.1517	4.3985	0.0004
-4	0.2827	0.2117	3.4621	0.0028	-0.3593	0.0091	1.3445	0.0556	-0.1896	0.4428	4.209	0.0009
-3	0.4233	0.0619	3.8854	0.001	-0.2731	0.0474	1.0714	0.1346	0.0299	0.9037	4.2389	0.0011
-2	-0.0325	0.8863	3.8529	0.0014	0.0506	0.7138	1.122	0.124	0.7193	0.0036	4.9582	0.0002
-1	0.348	0.1246	4.201	0.0006	-0.0679	0.6227	1.0541	0.1558	-0.3139	0.2043	4.6443	0.0005
+0	0.4019	0.0763	4.6028	0.0002	0.2933	0.0338	1.3474	0.0745	-0.2687	0.2772	4.3756	0.0014
+1	-0.2534	0.2639	4.3494	0.0006	0.3269	0.0179	1.6743	0.0293	-0.1541	0.5329	4.2214	0.0024
+2	-0.3027	0.1823	4.0467	0.0017	0.1318	0.3401	1.8061	0.0207	0.0387	0.8754	4.2601	0.0025
+3	0.07	0.758	4.1167	0.0016	-0.2244	0.1053	1.5817	0.0461	0.1304	0.5985	4.3905	0.0022
+4	0.1442	0.5254	4.2609	0.0013	0.0166	0.9044	1.5984	0.0472	-0.1039	0.6748	4.2867	0.0032
+5	-0.5072	0.0257	3.7537	0.0053	-0.1993	0.1506	1.399	0.087	-0.1347	0.5862	4.152	0.0049
+6	-0.5015	0.027	3.2522	0.0173	-0.1108	0.4241	1.2882	0.1204	-0.1619	0.5134	3.9901	0.0077
+7	-0.0097	0.9659	3.2425	0.0192	-0.4247	0.0022	0.8635	0.3046	0.0267	0.9141	4.0168	0.0081
+8	-0.129	0.5707	3.1135	0.0266	-0.2487	0.0732	0.6147	0.4709	-0.3109	0.2095	3.7059	0.0159
+9	0.0505	0.8243	3.164	0.0262	-0.0508	0.7149	0.564	0.5139	0.2728	0.2707	3.9787	0.0106
+10	-0.1007	0.6583	3.0633	0.0335	-0.1722	0.2156	0.3918	0.6545	0.1691	0.4949	4.1477	0.0086

非公司先發布盈餘預測後調低預測檢定彙總表

日期	公司治理佳者				公司治理中等者				公司治理差者			
	AAR	P-value	CAR	P-value	AAR	P-value	CAR	P-value	AAR	P-value	CAR	P-value
-10	0.1249	0.4343	-0.7398	0.2999	0.074	0.4718	0.127	0.7822	-0.2016	0.3007	0.0004	0.9996
-9	0.0809	0.613	-0.6589	0.3678	0.0374	0.7163	0.1644	0.7271	0.1217	0.5322	0.1221	0.8902
-8	-0.2041	0.2022	-0.863	0.2493	-0.0545	0.5968	0.1098	0.8198	0.1655	0.3976	0.2876	0.751
-7	0.0734	0.6465	-0.7896	0.3028	-0.0611	0.5527	0.0487	0.9213	-0.0532	0.786	0.2344	0.8005
-6	-0.1322	0.4085	-0.9219	0.2391	-0.1974	0.0556	-0.1487	0.768	-0.3918	0.0456	-0.1574	0.8682
-5	-0.263	0.1006	-1.1849	0.1384	0.0654	0.5259	-0.0833	0.8715	0.128	0.5137	-0.0293	0.9758
-4	-0.2896	0.0706	-1.4745	0.0707	-0.1844	0.0738	-0.2676	0.6103	0.2639	0.1791	0.2346	0.8125
-3	-0.479	0.0028	-1.9536	0.0188	0.0165	0.8728	-0.2511	0.639	-0.0622	0.7515	0.1724	0.8643
-2	-0.2788	0.0824	-2.2323	0.0084	0.0879	0.3947	-0.1632	0.7647	0.2065	0.2945	0.3788	0.7124
-1	0.1249	0.4363	-2.1074	0.0146	-0.0412	0.6902	-0.2044	0.7128	0.0091	0.9633	0.3879	0.711
+0	-0.1031	0.5213	-2.2105	0.0118	-0.0473	0.6477	-0.2517	0.656	-0.0042	0.9831	0.3837	0.7188
+1	-0.1514	0.3462	-2.362	0.0081	-0.1085	0.2943	-0.3602	0.5307	-0.1029	0.6022	0.2809	0.7956
+2	-0.1238	0.4413	-2.4857	0.0061	-0.236	0.0227	-0.5962	0.3073	-0.2071	0.2945	0.0737	0.9467
+3	-0.5362	0.0008	-3.022	0.001	0.005	0.9612	-0.5911	0.319	0.0333	0.8665	0.107	0.9239
+4	-0.2795	0.083	-3.3015	0.0004	-0.0658	0.5252	-0.657	0.2754	-0.207	0.2972	-0.1001	0.9299
+5	-0.3507	0.0293	-3.6522	0.0001	0.0214	0.8364	-0.6355	0.2985	-0.0736	0.7111	-0.1736	0.8805
+6	-0.145	0.3676	-3.7973	0.0001	-0.2153	0.0379	-0.8508	0.1702	-0.2275	0.2524	-0.4011	0.7323
+7	0.0668	0.6788	-3.7305	0.0001	0.1116	0.2824	-0.7392	0.2399	-0.1208	0.544	-0.5219	0.6609
+8	-0.3095	0.0544	-4.0399	0	-0.0646	0.5336	-0.8038	0.2074	0.0614	0.758	-0.4605	0.7026
+9	-0.0517	0.7484	-4.0916	0	0.0253	0.8076	-0.7786	0.2283	0.1668	0.4018	-0.2937	0.8102
+10	0.0535	0.7406	-4.0381	0.0001	-0.0719	0.4895	-0.8505	0.1939	-0.1227	0.5383	-0.4164	0.7368