

# 好消息、壞消息與報酬動能效應—以台灣股市為例\*

胥愛琦\*\*、李春安\*\*\*、賴秀燕\*\*\*\*

## 摘要

為提升企業資訊揭露的透明度、落實公司治理，以促進資本市場健全發展，台灣證交所及證券櫃買中心於 2003 年委託證基會建置「資訊揭露評鑑系統」。諸多學者研究發現，系統實施後其評鑑結果對機構投資人存在顯著的正面影響，但無法辨識評鑑結果的變動是否影響股票報酬。本研究以 2006 至 2012 年公布之資訊揭露評鑑結果為樣本，發現，評鑑等級與 1 至 12 月持有期之投資組合報酬率成正向關係。將評鑑等級比前一期為調升者（調降者）定義為好消息（壞消息），進一步建構以買入好消息、同時賣出壞消息的消息策略，並觀察於持有 1 至 12 月期長後的投資組合報酬率是否為正，結果發現，於持有 1 至 12 月期長後的投資組合報酬率顯著為正，顯示台灣股市資訊揭露評鑑結果消息的發佈存在消息效應，投資人對於好消息/壞消息公布結果的反應程度也不同。

關鍵詞：資訊揭露評鑑系統、消息效應、動能效應

JEL 分類代號：C15, G11, G24

---

\* 作者衷心感謝編輯委員與二位匿名評審的寶貴意見。

\*\* 國立雲林科技大學財務金融系暨研究所副教授。

\*\*\* 國立雲林科技大學財務金融系暨研究所教授。

\*\*\*\* 國立雲林科技大學財務金融系暨研究所兼任講師，本文聯繫作者。電話：(04)2425-6951，E-mail：[g9724804@yuntech.edu.tw](mailto:g9724804@yuntech.edu.tw)。

DOI：10.3966/054696002015120098004

# 好消息、壞消息與報酬動能效應— 以台灣股市為例

胥愛琦、李春安、賴秀燕

## 壹、前言

在資本市場中，財務報告與公司資訊揭露為管理當局傳遞企業績效與公司治理給外部投資人的重要工具 (Healy and Palepu, 2001)。透明的公司政策更能促進跨國性的投資，外資除選擇財務健全公司，也偏好於資訊不對稱程度較低的公司 (Mangena and Tauringana, 2007)。公司管理當局揭露資訊的水準愈高其資訊透明度愈佳，可減少投資人與公司間資訊不對稱的問題 (Glosten and Milgrom, 1985; Amihud and Mendelson, 1986; Botosan, 1997; Botosan and Plumlee, 2002)，也有助於引導投資人調高對股票的評價及增加股票流動性，同時創造更多的機構和分析師對公司股票的興趣 (Healy et al., 1999)。Diamond and Verrecchia (1991) 發現，比較佳的揭露品質，不僅增加股票市場的流動性與降低投資的不確定性，股票報酬率隨之成長 (Healy and Wahlen, 1999; Bloomfield and Wilks, 2000)。此外，管理階層將因資訊透明而減少盈餘管理之行爲 (Lobo and Zhou, 2001; Hunton et al., 2006; Jo and Kim, 2007)。

然而，企業資訊揭露的程度，是否會因為不同的盈餘績效表現而有不同呢？Miller (2002) 認為，揭露程度與盈餘績效確實存在強烈的相關性。公司會選擇性地調整資訊揭露的程度，獲利公司經理人的訊息揭露程度遠高於獲利下降公司經理人的揭露程度，公司經理人利用增加揭露以反應持續而強勁的盈餘績效表現，也可能會選擇適當的揭露時機，以最大化其股票報酬 (Aboody and Kasznik, 2000)。另一方面，投資人對於揭露正面

訊息的公司將投以較多的關注，這一點由 Chuprinin (2011) 以考量市場對正、負面訊息反應差異的研究，發現了揭露正面訊息的投資組合獲利較高，且投資人也多聚焦於揭露正面訊息公司的結論得到證實。Healy et al. (1999) 研究發現，揭露評等較前期為調升的公司，通常伴隨股票報酬提高、機構投資人持股增加、分析師的跟進、其股票流動性也跟著提高。

Gurun and Butler (2012) 表示，好消息可以讓投資人對公司未來營運有正面的期待，進而增加股票超額報酬。反之，遇有重大壞消息也會出現重挫情況，2013 年日月光高雄廠因廢水事件牽動企業形象，股票報酬率於一週內跌幅超過 13%。因為食品安全一再遭到市場質疑，使得台灣上市兩大綜合食品廠之一的味全股價於 2013 年從最高 61.2 元滑落到最低僅 42.3 元，跌幅近 30%，2014 年頂新國際集團黑心油事件，隸屬旗下的味全再度雪上加霜，其股價跌入 23.1 元新低點，此外，全民更發啓所謂拒買、拒賣頂新集團產品的「全民減頂運動」。另一家統一也無法幸免，股價從 2013 年 7 月站上 18 年新高的 62.96 元跌到最低時只有 49.6 元，2014 年 10 月統一產品用了疑似有問題的頂新牛油，使得稍有起色的股價再度跌到 46.7 元，股價是否繼續下探，仍待觀察。

依據 Shefrin and Statman (1985) 和 Odean (1998) 的研究，個別投資人基於處分效果 (disposition effect)，多傾向於反向回饋的交易行為 (negative feedback trading)，即以賣出過去的贏家同時持有過去的輸家為投資策略。相對於個別投資人的反向策略投資行為，Grinblatt et al. (1995)、Wermers (1999) 及 Nofsinger and Sias (1999) 則指出，機構投資人有從事於正向回饋交易行為 (positive feedback trading) 的現象，即以買進過去的贏家及賣出過去的輸家為投資策略。國外相關文獻發現，股價波動與公司基本面並非完全一致 (Roll, 1988)，由於個別投資人的投資觀念未必完整正確，於判斷公司財務狀況時易受市場波動的影響，可能因不真實訊息而產生偏誤 (Grullon et al., 2004)，也可能偏好於購買能夠引起其注意的股票 (Barber and Odean, 2008)。

觀察我國資本市場，向來以個別投資人為主，法人機構之投資比重相對較低，以 2011 年 8 月份為例，我國法人在集中交易市場之投資比例僅占 16.2%，僑外法人之投資比例

為 21.5%，本國自然人之投資比例仍高達 62.2%<sup>1</sup>。基於此，以散戶為大宗的我國資本市場是否較容易出現正向回饋的交易行為，是一個值得研究的議題。

國內相關研究發現，我國自資訊揭露評鑑系統實施後，企業已顯著降低了盈餘管理行為（張瑞當與方俊儒，2006），資訊揭露評鑑結果對機構投資人存在顯著的正面影響，公司特有資訊愈充分愈容易吸引機構投資人持股（丁秀儀與黃勇達，2010）。而且，企業提高資訊透明度，不僅可以獲得來自資本市場的利益、創造企業的價值，更能夠增加流動性與降低企業資金成本（周建新與林宗得，2005；廖秀梅與陳依婷，2010）。王蘭芬等（2011）於探討資訊揭露評鑑結果的更動與公司盈餘管理關聯之結果時發現，當公司資訊揭露結果調升時，經理人進行盈餘管理的程度較低。那麼，揭露評鑑結果的更動是否也會影響公司股票報酬？依此，另一個值得研究議題是，投資人能否以資訊揭露評鑑結果變動的消息為依據，建構出消息策略投資組合而獲利？此外，我國上市公司對資訊揭露評鑑結果的調升或調降消息的公布，是否能夠為投資人提供更多的資訊內涵？也是本研究關切的重點。

我國資訊揭露評鑑制度於 2003 年開始施行，次年公布第一屆評鑑結果，前兩屆評鑑，因係初步推行階段，僅公布評鑑結果屬資訊較透明的公司名單，並未區分等級，自第三屆起，至第八屆評鑑結果依得分高低細分為五個等級（A+、A、B、C 與 C-），公布所有受評公司的評鑑結果，第九屆起，對受評公司評鑑結果略為更動又增加 A++和 A- 兩個等級。也許是我國資訊揭露評鑑系統建置期間並不長，初期施行期間對於評鑑結果等級的呈現方式也略有不同，本研究發現過去的文獻較少對資訊揭露評鑑結果變動消息進行相關投資策略的研究。因此，本研究擬以資訊揭露評鑑系統公布的消息進行實證分析，並且提出消息效應的新思維，探討建構買入好消息股票、同時賣出壞消息股票的消息策略投資組合的獲利性，以填補此一研究領域的缺漏，也是本研究主要的貢獻。

---

<sup>1</sup> 摘錄自中華民國證券暨期貨市場重要指標，金管會證券期貨局編印，2011 年 9 月 15 日。

## 貳、文獻回顧

近年來，有關動能投資策略及其獲利來源，諸多學者嘗試從不同的角度來探討，例如：利用反應不足的現象，以買進過去贏家同時賣出過去輸家為資訊，建構出可使投資人獲取異常報酬的動能投資策略。其中，Jegadeesh and Titman (1993) 首先發現報酬動能現象，該研究以 1965 年至 1989 年美國股市為樣本，利用買進過去一段期間報酬率最高的贏家組合，賣出報酬率最低的輸家組合，形成零成本 (zero-cost) 投資策略。結果發現可以獲得短期 2 至 12 個月顯著的異常報酬，而動能操作之所以獲利，主要是個別股價延遲反應公司特有資訊的結果所致。後續文獻也陸續提出其他不同的發現，Moskowitz and Grinblatt (1999) 認為，利用買進最佳產業 (高產業報酬組) 賣出最差產業 (低產業報酬組)，建構之產業動能投資策略具有較高的獲利能力。George and Hwang (2004) 發現，以 52 週高價為定錨 (anchor)，可以解釋大部分動能投資策略的獲利，愈接近 52 週的最高價股，愈具有預測未來報酬的能力。Rouwenhorst (1998, 1999) 在考慮風險及規模因素後發現，美國以外的歐洲國家其股票市場的報酬型態也存在動能效應。另外，Conrad and Kaul (1998) 認為已實現報酬較高者其預期報酬也會比較高，故推論報酬率期望值可能為造成動能策略或正向策略獲利之主要因素。Chordia and Shivakumar (2006) 則提出，動能報酬是由於投資人承擔了景氣循環風險所獲得的補償。

然而，行為模式的研究者卻有不同的看法，他們認為報酬持續或反轉的可預測性，主要乃肇因於投資人的過度反應或反應不足。如：Chan et al. (1996) 研究發現，動能策略能夠獲利係由於市場對訊息反應不足所造成。Barberis et al. (1998) 則認為，投資人面對新資訊時會持有懷疑態度，導致對此新資訊的速度較慢，形成初期反應不足的現象。Hong et al. (2000) 主張，動能效應來自公司特有資訊逐漸發佈的傳遞過程，壞消息傳遞速度愈慢，則動能效應愈強烈。另一方面，Jegadeesh and Titman (2001) 延續其 Jegadeesh and Titman (1993) 之研究，利用在較長期間的實證資料透過後續之累積報酬率狀況下，證實動能策略獲利之原因為延遲過度反應現象所致。

上述文獻主要以歐美地區為研究對象，而 Griffin et al. (2003) 針對包括美國在內之 40 個國家股市的研究中發現，亞洲新興國家股市的價格動能效應比較弱。Chui et al. (2000) 及 Hameed and Kusunadi (2002) 也發現，香港、馬來西亞、新加坡、南韓、和台灣等亞洲國家股市，並不存在顯著可獲利之價格動能策略。不過，李春安等 (2006) 與洪茂蔚等 (2007) 雖然以不同研究期間之上市股票為研究樣本，結果都發現台灣上市股票存在可獲利之價格動能策略。此外，顧廣平 (2010) 以買營收贏家組合和賣營收輸家組合建構之營收動能組合發現，台灣股市存在營收動能效應，即使在有放空限制條件下，也可以透過單純買進贏家組合獲取顯著大於零之平均報酬。

不同於反應不足現象的研究結果，De Bondt and Thaler (1985) 則是首先發現股票市場對盈餘資訊具有過度反應，認為輸家與贏家投資組合在三年測試期之後，將出現復歸的現象。Lo and MacKinlay (1990) 和 Forner and Marhuenda (2003) 也提及，股市對資訊經常會有過度或延遲反應現象，造成相對投資策略長期會有反轉情形。因此，對於長期投資策略而言，當過去股票報酬率呈相對弱勢時宜買入 (買輸家)，而過去報酬率呈現相對強勢時則賣出 (賣贏家)，並以此模式來建構與動能策略操作方式相反的反向投資策略。

「好消息或壞消息孰先？」是一個傳統的問題，Legg and Sweeny (2014) 針對此一議題重新進行研究後發現，訊息給予者與訊息接收者對於訊息的關心度和考量層面並不一樣，兩者對於訊息順序的偏好也有所不同，訊息給予者可能傾向於先發出好消息，反觀訊息接收者，卻希望先聽到壞消息來降低其憂慮。有關投資人對公司新訊息的反應，除了前段說明行為模式研究者的主張之外，Barberis et al. (1998) 及 Daniel et al. (1998) 嘗試由心理行為的角度提出理論解釋。Barberis et al. (1998) 認為，投資人存在保守偏誤 (conservatism bias)，當新資訊抵達時，投資人對公司新訊息持著保守態度，對於未預期的新訊息初期有反應不足的情形，但對於連續收到的好消息，卻容易對公司未來營運抱持樂觀的態度，因而導致公司股價被高估，一旦股價回復到真實價值時，就呈現反轉現象。Daniel et al. (1998) 主張，過度自信與反應不足，也會對市場造成影響，就價格行為方面而言，過度自信使投資人過度看重私有資訊，而相對忽略公開資訊；使得過度自信

的投資人一方面對私有資訊過度反應，一方面又對公開資訊反應不足，以致市場報酬呈現短期動能、長期反轉 (short-horizon momentum and long-horizon reversals) 的型態。Bloomfield et al. (2000) 指出，當投資人對於接收到的訊息有雜訊時，往往會對於可靠的信息出現反應不足，而對於不可靠的信息則出現過度反應現象。

Gurun and Butler (2012) 指出，好消息可以擴大公司的品牌形象，讓投資人對其未來營運有正面的期待，進而增加股票超額報酬。相反的，投資人視負面消息為公司損失的潛在因子，可能造成公司未來縮小規模和不穩定的現金流量，因而降低了公司價值 (Tetlock, 2007)。研究也發現，個別投資人偏好於購買能夠引起其注意的股票，可能是新聞訊息較多、高異常交易量、或者是單日高報酬的個股 (Barber and Odean, 2008)。不過，Xiong and Bharadwaj (2013) 認為公司可以透過廣告增加投資人對好消息的注意，進而提高股票報酬率，也可以利用行銷能力減緩投資人對負面消息的影響，在負面消息和股票報酬率之間進行緩衝。

## 參、研究設計

### 一、研究資料說明

我國資訊揭露評鑑制度於 2003 年開始施行，次年公布第一屆評鑑結果，前兩屆評鑑僅公布評鑑結果屬資訊較透明的公司名單，並未區分等級，與第三屆起公布之呈現方式不同，導致較不易準確地將其評鑑結果作適當的連接，加上前兩屆評鑑指標與第三屆起的評鑑指標變動較大，故本研究將前兩屆排除，以第三至第九屆上市公司之評鑑結果為研究樣本。扣除因故未列入評鑑及資料不全之公司未予納入後，共計 4,912 筆樣本資料，其中，資訊揭露評鑑結果更動的樣本資料，因為自第四屆起才有變動的消息，樣本資料

共計 4,265 筆。除了資訊揭露評鑑公布之結果，係參考自證券暨期貨發展基金會（證基會）網站之外，本研究其餘資料係擷取自台灣經濟新報資料庫（Taiwan Economic Journal, TEJ）。資訊揭露評鑑系統依據受評公司之受評結果，每年分別公布其評鑑結果，除前兩屆未區分等級，第三至第八屆評鑑結果依得分高低細分為五個等級（A+、A、B、C 與 C-），公布所有受評公司的評鑑結果<sup>2</sup>。所有結果均公布於證基會網站「資訊揭露評鑑專區」（<http://www.sfi.org.tw>）、臺灣證券交易所（<http://www.twse.com.tw/ch/index.php>）以及證券櫃檯買賣中心（<http://www.otc.org.tw/ch/index.php>），並與公開資訊觀測站（<http://mops.twse.com.tw/mops/web/index>）連結，便利投資大眾免費查閱。

有關資訊揭露評鑑系統的公布日期、評鑑指標項數，受評上市公司家數與相關的評鑑結果及研究樣本分布情形，詳細彙整於表 1。第三屆評鑑結果屬初期分級階段，所以評鑑為 C- 等級之公司從缺，第九屆新增的 A++ 及 A- 等級為了方便統計與分析，本表分析時將 A++ 等級合併於 A+ 等級、A- 等級合併於 A 等級中。另外，本研究定義之變動乃以第三屆為基期，第四屆評鑑結果的好消息，係指相對於前期（第三屆）評鑑結果等級之調升，第四屆評鑑結果的壞消息，係指相對於前期（第三屆）評鑑結果等級之調降，依此類推。其中，歷屆調降的家數最低者有 19 家、最高 171 家；而調升的家數最少 65 家、最多 218 家。有關揭露評鑑結果變動之定義詳如表 2 Panel A，評鑑結果變動的統計結果及百分比如表 2 Panel B 所示。從表 1 資料得知，資訊揭露評鑑結果等級為 B 等級之公司所占家數最多，評鑑結果等級為 A 者次之。而由表 2 Panel B 資料觀察，除第六與第七屆評鑑結果調升與評鑑結果調降比例差距較大外，其餘各屆評鑑結果調升與評鑑結果調降所占家數百分比相近。統計顯示，評鑑結果調升的家數共 718 家占總家數比例的 18%，而評鑑結果調降家數共 606 家占總家數比例為 15%，評鑑結果持平的家數共 2,733 家，約占樣本公司家數比例的 67%。

---

<sup>2</sup> 第九屆起，對受評公司評鑑結果略為更動又增加兩個等級，分別依評鑑成績高低分為 A++、A+、A、A-、B、C 級以及 C- 級等七級。



表 1 資訊揭露評鑑結果及研究樣本分布統計表

	公布日期	A++	A+	A	A-	B	C	C-	未列入 評鑑	合計	評鑑指 標項數
第一屆	2004/5/10								69	611	62
第二屆	2005/5/17								51	641	85
第三屆	2006/6/8	-	11	144	-	334	141	從缺	71	701	95
第四屆	2007/5/31	-	12	171	-	326	106	20	54	689	98
第五屆	2008/6/4	-	11	167	-	308	131	34	54	705	100
第六屆	2009/6/11	-	28	222	-	362	48	4	41	705	103
第七屆	2010/6/8	-	28	222	-	332	94	9	36	721	109
第八屆	2011/6/3	-	34	241	-	324	96	10	58	763	114
第九屆	2012/6/4	15	19	111	173	314	83	5	56	776	114

表 2 資訊揭露評鑑結果調升/調降變動說明表

## Panel A：評鑑結果調降/調升說明

	上屆評鑑結果	本屆評鑑結果
評鑑結果調降	A++級	→ A 級、A 級、A-級、B 級、C 級與 C-級
	A+級	→ A 級、A-級、B 級、C 級與 C-級
	A 級	→ A-級、B 級、C 級與 C-級
	B 級	→ C 級與 C-級
	C 級	→ C-級
評鑑結果調升	A+級	→ A++級
	A 級	→ A++級、A+級
	B 級	→ A++級、A+級、A 級、與 A-級
	C 級	→ A++級、A+級、A 級、A-級與 B 級
	C-級	→ A++級、A+級、A 級、A-級、B 級與 C 級

Panel B：評鑑結果調降/調升家數統計

屆別	第四屆	百分比	第五屆	百分比	第六屆	百分比	第七屆	百分比	第八屆	百分比	第九屆	百分比
調降	85	13.4%	135	20.7%	19	2.9%	114	16.6%	82	11.6%	171	23.8%
持平	433	68.2%	428	65.7%	427	64.3%	506	73.9%	526	74.6%	413	57.4%
調升	117	18.4%	88	13.5%	218	32.8%	65	9.5%	97*	13.8%	135	18.8%
小計	635	100.0%	651	100.0%	664	100%	685	100%	705	100%	719	100%

註：第八屆調升因資料不全，實際樣本以 95 家計算。

## 二、實證方法

### (一)消息效應和動能效應之驗證

從前述文獻探討得知，國外股市對個股報酬動能投資組合之實證結果顯示，短期（三至十二個月）利用動能投資策略（momentum strategies）可獲取異常報酬；而長期（三至五年）利用反向操作策略也可獲取異常報酬。由於本文的研究期間僅七年，且資訊揭露評鑑為每年實施一次並公布評鑑結果，故本文並未探討長期報酬的投資組合績效，只討論一年期的投資績效。為探討以資訊揭露評鑑結果買入好消息股票、同時賣出壞消息股票建構消息策略投資組合的報酬可預測性，本研究參考 Jegadeesh and Titman (1993) 之作法，將整段研究期間以月份為單位分成十二持有期（holding period）。

由於資訊揭露評鑑結果的公布日期每年不一定相同，因此，本研究設定結果公布日為投資組合形成期（formation period）執行日、執行日之收盤價格則為執行價格，以評鑑結果消息公布當天至第 21 個營業日為第 1 個月的持有期，第 22 至第 41 個營業日為第 2 個月的持有期，依此類推。1-12 個月持有期長（ $j = 1 \sim 12$  月）的定義，詳如下列所式：

公布日起	21	41	62	83	103	124	144	165	186	206	227	248
持有期	$j=1$	$j=2$	$j=3$	$j=4$	$j=5$	$j=6$	$j=7$	$j=8$	$j=9$	$j=10$	$j=11$	$j=12$

本研究依上述定義之持有期長為  $j$  月下，計算投資組合在第  $j$  月內的投資組合報酬率，為簡化，本研究僅計算持有期長為  $j=1, 3, 6, 9, 12$  月的投資組合報酬率，計算方式說明如下：

1. 求算個股  $i$  於第  $j$  月的累積報酬率。

$$R_{i,j} = (p_{i,j} - p_{i,f}) / p_{i,f} \quad (1)$$

其中， $p_{i,j}$  為個股  $i$  於第  $j$  月持有期的收盤價格， $p_{i,f}$  為個股  $i$  的執行價格。

2. 求算投資組合報酬率， $\bar{R}_j$  是指投資組合於相同權重設定下，持有  $j$  個月期長後的投資組合報酬率。

$$\bar{R}_j = \left[ \prod_{i=1}^T (1 + R_{i,j}) \right]^{1/T} - 1 \quad (2)$$

其中， $T$  為投資組合個股數。

3. 本研究分別以買入過去贏家同時賣出過去輸家建構動能策略、及買入好消息同時賣出壞消息建構消息策略投資組合，驗證台灣股市是否存在動能效應或消息效應。其中，求算策略投資組合報酬率  $R_{PR,j}/R_{PC,j}$  之計算方式，分別如下列 (3) 及 (4) 式，接著驗證其投資組合報酬率是否顯著異於 0。若檢定結果  $R_{PR,j}/R_{PC,j}$  顯著大於 0，則表示股市可能存在動能/消息效應。反之，若檢定結果  $R_{PR,j}/R_{PC,j}$  顯著小於 0，則表示股市可能存在反轉現象。

$$R_{PR,j} = R_{R1,j} - R_{R3,j} \quad (3)$$

$$R_{PC,j} = R_{up,j} - R_{down,j} \quad (4)$$

其中，(3) 式  $R_{R1,j}$ 、 $R_{R3,j}$  分別代表過去贏家、過去輸家投資組合於持有  $j$  個月期長之投資組合報酬率， $R_{PR,j}$  為動能策略於持有  $j$  個月期長的投資組合報酬率；(4) 式  $R_{up,j}$ 、 $R_{down,j}$  則分別代表好消息、壞消息投資組合於持有  $j$  個月期長之投資組合報酬率， $R_{PC,j}$  為消息策略於持有  $j$  個月期長之投資組合報酬率。

## (二)動能效應或消息效應關聯性驗證

經前述方法計算以過去贏家減過去輸家和以好消息減壞消息分別建構之策略投資組合是否存在動能效應和消息效應後，接下來將分別進行各投資組合之動能效應和消息效應之分析。本節以兩階段分群法，進一步驗證動能策略中是否都各自存在消息效應。如果台灣股市的動能效應直接來自於好消息/壞消息的變化，經過過去贏家/過去輸家的分群調整，就消息效應來說，過去贏家內好消息減壞消息的投資組合應存在顯著為正的報酬效果，而過去輸家內好消息減壞消息的投資組合應存在顯著為負的報酬效果。

首先，於第一階段依形成期報酬由小到大將個股分為三個群組 ( $R1$ 、 $R2$ 、和  $R3$ )， $R1$  代表過去贏家、 $R3$  代表過去輸家，第二階段分別於  $R1$  和  $R3$  群組再依資訊揭露評鑑結果分成好消息/壞消息兩個子群組，形成二維四個群組的投資組合，利用求算各消息策略於持有  $j$  月期長後之投資組合報酬率，來分析買入好消息股票、同時賣出壞消息股票消息策略與報酬動能效應之間的關係。計算方式說明如下：

$$AW_{P,j} = R_{R1up,j} - R_{R1down,j} \quad (5)$$

$$AL_{P,j} = R_{R3up,j} - R_{R3down,j} \quad (6)$$

其中，(5) 式表示先依形成期累積報酬率排序，將前 30% 定義為累積報酬率最高族群即過去贏家投資組合 ( $R1$ )，接下來，於第二階段再從過去贏家組合中，依好消息、壞

消息分群，分別為過去贏家好消息組合 ( $R1up$ ) 和過去贏家壞消息組合 ( $R1down$ )， $R_{R1up,j} - R_{R1down,j}$  表示買進過去贏家好消息股票、同時賣出過去贏家壞消息股票建構之消息策略投資組合，主要驗證過去贏家其消息策略投資組合是否存在顯著為正的報酬效果。(6) 式表示先依形成期累積報酬率排序，將後 30% 定義為累積報酬率最低族群即過去輸家組合 ( $R3$ )，第二階段再於過去輸家 ( $R3$ ) 投資組合再分群為好消息、壞消息分群，分別為過去輸家好消息組合 ( $R3up$ ) 和過去輸家壞消息組合 ( $R3down$ )， $R_{R3up,j} - R_{R3down,j}$  表示買進過去輸家好消息股票、同時賣出過去輸家壞消息股票建構之消息策略投資組合，主要驗證過去輸家其消息策略投資組合是否存在顯著為負的報酬效果。 $AW_{p,j} / AL_{p,j}$  分別為依過去贏家/輸家分群後，消息策略於持有  $j$  月期長後之投資組合報酬率。若檢定  $AW_{p,j}$  結果為顯著大於 0，則表示過去贏家動能效應可能來自於消息效應所進行的正向回饋交易行為；若  $AL_{p,j}$  顯著小於 0，則表示過去輸家動能效應可能與消息效應所進行負向回饋交易行為有關。

接下來，則驗證消息策略中好消息分群與壞消息分群之投資組合，是否都各自存在動能效應，檢視消息效應是否與過去贏家或過去輸家的交易行為有關。如果消息效應現象係直接來自於台灣股市的報酬動能的變化，經過好消息、壞消息的分群調整，就動能效應來說，好消息內過去贏家減過去輸家的投資組合應存在顯著為正的報酬效果，而壞消息內過去贏家減過去輸家的投資組合可能存在顯著為負的報酬效果。

因此，本研究先依前述好消息 (up) /壞消息 (down) 分群，再分別於好消息/壞消息分群中，依形成期累積報酬率排序，將前 30% 定義為過去贏家、後 30% 定義為過去輸家分群，形成二維四個群組的投資組合，分別為好消息過去贏家組合 ( $upR1$ ) 和好消息過去輸家組合 ( $upR3$ )、以及壞消息過去贏家組合 ( $downR1$ ) 和壞消息過去輸家組合 ( $downR3$ )，分別建構買入過去贏家股票、同時賣出過去輸家股票之動能策略投資組合，並計算各動能策略於持有  $j$  月期長後之投資組合報酬率，計算說明如下：

$$AU_{P,j} = R_{upR1,j} - R_{upR3,j} \quad (7)$$

$$AD_{P,j} = R_{downR1,j} - R_{downR3,j} \quad (8)$$

其中，(7) 式之  $R_{upR1,j} - R_{upR3,j}$  表示買入好消息過去贏家股票、同時賣出好消息過去輸家股票之動能策略投資組合，主要驗證好消息其動能策略投資組合是否存在顯著為正的報酬效果。(8) 式之  $R_{downR1,j} - R_{downR3,j}$  表示買入壞消息過去贏家股票、同時賣出壞消息過去輸家股票之動能策略投資組合，主要驗證壞消息其動能策略投資組合是否存在顯著為負的報酬效果。 $AU_{P,j} / AD_{P,j}$  分別為依好消息/壞消息分群後，其動能策略於持有  $j$  月期長後之投資組合報酬率。若檢定  $AU_{P,j}$  結果為顯著大於 0，則表示好消息的動能效應可能來自於買入過去贏家股票、同時賣出過去輸家股票所進行正向回饋交易行為；若  $AD_{P,j}$  顯著小於 0，則表示壞消息的動能效應可能來自於買入過去贏家股票、同時賣出過去輸家股票所進行負向回饋交易行為。

### (三)消息效應與同期報酬關聯性之驗證

本節將進一步分析消息效應與同期報酬之間的關聯性，如果台灣股市存在動能效應、買入好消息股票、同時賣出壞消息股票也依循正向回饋交易行為，且其交易行為又與當期的股市報酬間存有關聯性，此時動能效應便有可能肇因於好消息/壞消息的交易行為。相反地，若台灣股市存在報酬反轉現象、而好消息/壞消息也進行負向回饋交易行為，且其交易行為又與當期的股市報酬間存有相當的關聯性，此時反轉現象亦有可能肇因於資訊揭露好消息/壞消息的交易行為。故接下來將資訊揭露評鑑結果分為好消息/壞消息兩群，再分別於好消息/壞消息投資組合中，於資訊揭露評鑑結果公布資訊後第 1 月之報酬排序，由小到大將個股報酬分為三個群組 ( $R1$ 、 $R2$ 、和  $R3$ )，定義  $R1$  為現在贏家、 $R3$  現在輸家後，求算其持有期現在贏家與現在輸家投資組合的投資組合報酬率，以及買入

現在贏家股票、同時賣出現在輸家股票策略投資組合報酬率，主要目的為檢視好消息/壞消息與同期報酬之相關性。

## 肆、實證結果與分析

### 一、基本統計量

本研究以我國第三至第九屆上市公司資訊揭露評鑑結果為研究樣本，相關資訊揭露評鑑結果等級、好消息（評鑑結果比前期調升）、壞消息（評鑑結果比前期調降）、及以前 5 月累積報酬率為形成期計算其持有期之投資組合報酬率等相關統計資料如表 3。由表 3 之平均統計量得知，資訊揭露評鑑等級的投資組合報酬率以 A+ 等級第 11 月的 10.4% 表現最佳，而 C 及 C- 等級組合的投資組合報酬率出現負值現象，其中，又以 C- 等級第 8 月的 -28.3% 為最低。有趣的是，不同等級持有期投資組合報酬率與資訊揭露評鑑結果等級高低成正向關係，亦即資訊揭露評鑑結果等級愈高的公司（如 A+ 等級），其投資組合報酬率愈高，而資訊揭露評鑑結果等級最低的 C- 等級，其投資組合報酬率最低。

另一方面，資訊揭露評鑑結果為調升的組合，於持有  $j = 1\sim 12$  月期長後的投資組合報酬率都大於資訊揭露評鑑結果為調降的組合，評鑑結果為調降組合的平均數出現負向累積報酬的現象。因此之故，本研究將資訊揭露評鑑等級調升的公司定義為發佈好消息公司，而資訊揭露評鑑等級調降的公司定義為發佈壞消息公司。

而以前 5 月累積報酬率高低排序後為形成期，其 R1（過去贏家）與 R3（過去輸家）族群於持有  $j = 1\sim 12$  月期長後的投資組合報酬率的平均數則為負值，其中 R1 族群持有  $j = 1\sim 12$  月期長後的投資組合報酬率均高於 R3 族群的投資組合報酬率，各樣本投資組合報酬率如表 3（統計圖如圖 1）。由表 3 亦可看出，平均而言，若以買進評鑑結果等級較高的

組合 (如 A+ 等級) 及賣出評鑑結果等級較低的組合 (如 C- 等級); 或者以買進好消息、同時賣出壞消息所建構之消息策略應能獲取正向的投資組合報酬率。就反應程度而言, 由圖 1A 看出評鑑結果等級低者 (如 C-) 的負報酬反應大於評鑑結果等級較高 (如 A+) 的正報酬。

表 3 資訊揭露評鑑結果及持有期之投資組合報酬率統計表

月/j	A+*	A**	B	C	C-	好消息	壞消息	R1	R2	R3
1	3.3%	1.4%	-0.1%	-1.6%	-5.3%	0.9%	-1.4%	1.0%	0.1%	-1.0%
2	5.9%	4.8%	3.6%	0.9%	-3.3%	4.6%	1.0%	4.6%	3.5%	1.2%
3	3.8%	2.6%	0.5%	-3.0%	-9.4%	2.6%	-1.7%	2.3%	1.1%	-2.8%
4	3.7%	1.7%	-2.3%	-7.0%	-18.1%	1.8%	-5.6%	-1.3%	-0.5%	-5.0%
5	0.9%	-3.3%	-7.8%	-13.3%	-25.2%	-3.2%	-12.8%	-7.2%	-5.6%	9.8%
6	0.5%	-5.5%	-11.3%	-15.9%	-26.6%	-5.0%	-14.8%	-9.0%	-8.3%	-13.9%
7	4.1%	-3.4%	-9.4%	-15.9%	-28.1%	-2.7%	-14.1%	-7.7%	-6.3%	-12.3%
8	5.1%	-2.9%	-9.3%	-15.4%	-28.3%	-3.8%	-13.4%	-8.9%	-5.7%	-10.3%
9	7.6%	1.1%	-4.3%	-11.2%	-23.9%	1.2%	-9.7%	-5.2%	-1.2%	-5.2%
10	9.3%	4.0%	-0.2%	-5.8%	-17.3%	6.1%	-5.9%	-0.6%	2.7%	-2.6%
11	10.4%	4.9%	1.1%	-3.4%	-10.2%	6.3%	-2.3%	0.7%	4.5%	-1.4%
12	9.9%	5.2%	1.9%	-2.0%	-5.9%	6.7%	-0.3%	2.1%	4.8%	-0.6%
平均數	5.4%	0.9%	-3.1%	-7.8%	-16.8%	1.3%	-6.7%	-2.4%	-0.9%	-5.3%
最小值	0.5%	-5.5%	-11.3%	-15.9%	-28.3%	-5.0%	-14.8%	-9.0%	-8.3%	-13.9%
最大值	10.4%	5.2%	3.6%	0.9%	-3.3%	6.7%	1.0%	4.6%	4.8%	1.2%

註：本表為資訊揭露評鑑結果等級、好消息、壞消息、及以前 5 月累積報酬率為形成期於持有期各組合之投資組合報酬率。其中 A+\* 表示已含第九屆評鑑結果為 A++ 等級公司、A\*\* 則表示包含第九屆評鑑結果為 A- 等級公司。



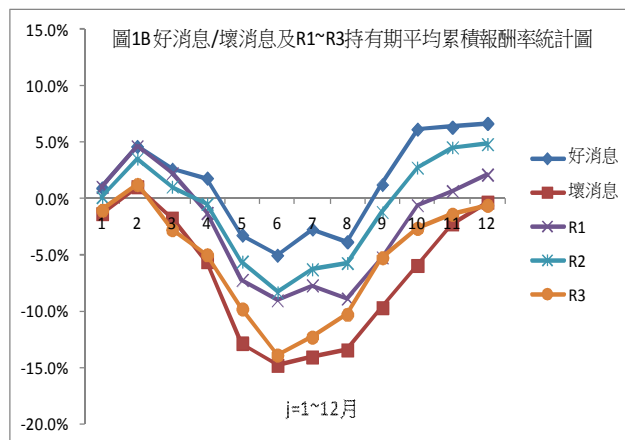
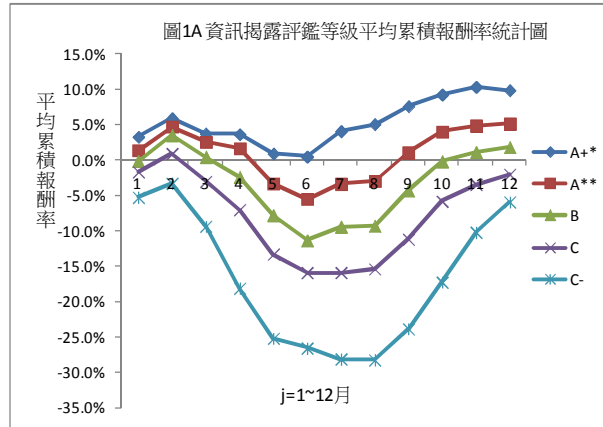


圖 1 資訊揭露評鑑結果於持有期投資組合累積報酬率統計圖

## 二、消息效應和動能效應驗證結果分析

由前述之基本統計量發現，資訊揭露評鑑結果等級較高者（如 A+、A 等級），其投資組合報酬率相對於評鑑結果等級較低者（如 C、C- 等級）為高。評鑑結果較前一期為調

升(好消息)的投資組合報酬率也相對高於評鑑結果較前一期為調降(壞消息)的投資組合報酬率,那麼以好消息減壞消息建構之消息投資策略是否存在消息效應則是本節接下來探討的重點。

在消息效應之實證方面,首先以買進好消息股票、同時賣出壞消息股票形成好消息減壞消息( $R_{up} - R_{down}$ )的消息策略投資組合,計算其持有 $j = 1, 3, 6, 9, 12$ 月期長後的投資組合報酬率,結果如表 4 Panel A。觀察發現, $R_{up} - R_{down}$ 在持有 $j = 1, 3, 6, 9, 12$ 月期長後的投資組合報酬率,分別為 2.3%、4.3%、9.8%、10.9% 及 7.0%,且於 1% 顯著水準下,兩者差異性檢定之平均差異具統計顯著,隱含台灣股市於樣本期,普遍存在買進好消息股票、同時賣出壞消息股票的消息效應。

接下來,則驗證動能策略中過去贏家減過去輸家之投資組合是否存在顯著為正的報酬結果。由於資訊揭露評鑑結果自第三屆起,大都在 6 月初公布,為了便於與好消息/壞消息投資組合同步進行比較,本研究以前 5 個月的個股累積報酬率為形成期,未做滾動(rolling)<sup>3</sup>,依序排列出高低之順序,將前後 30% 及中間 40% 分為三個族群( $R1$ 、 $R2$  和  $R3$ ), $R1$  為累積報酬率最高族群、 $R3$  則為累積報酬率最低族群,選取以高累積報酬率為過去贏家( $R1$ )、低累積報酬率為過去輸家( $R3$ ),建構買入過去贏家股票、同時賣出過去輸家股票之動能策略投資組合,求算其持有 $j = 1, 3, 6, 9, 12$ 月期長後的投資組合報酬率,結果詳如表 4 Panel B。表 4 Panel B 顯示,以買入過去贏家股票、同時賣出過去輸家股票( $R_{R1} - R_{R3}$ )動能策略,於持有 $j = 1, 3, 6, 9, 12$ 月期長後的投資組合報酬率,分別為 2.1%、5.0%、4.9%、0.0% 及 2.7%,都為非負值,於 $j = 1, 3, 6$ 時呈 1% 統計顯著,表示普遍存在動能效應。此結論與李春安等(2006)研究發現台灣上市公司,依據形成期和持有期為

---

<sup>3</sup> Jegadeesh and Titman (1993) 為增加檢定力,形成期採用重複期間(overlapping)的方式選取樣本,本研究為便於與資訊揭露評鑑結果比較,乃以前 5 月報酬高低為形成期後未做滾動。

(1,1)、(6,6)、(12,12)<sup>4</sup> 之價格動能投資策略可顯著獲利的結果，以及與洪茂蔚等 (2007) 針對形成期和持有期為 (6,6)、(6,9)、(6,12)<sup>5</sup> 之價格動能投資策略可獲取顯著報酬的結論相呼應<sup>6</sup>。不過， $R_{R1} - R_{R3}$  策略組合於  $j = 9, 12$  月之兩者差異性檢定，尚未達統計上顯著。

### 三、動能效應或消息效應關聯性驗證結果分析

前述二實證發現，台灣股市存在持有  $j = 1, 3, 6, 9, 12$  月期長後買入好消息股票、同時賣出壞消息股票之消息效應，而買入過去贏家股票、同時賣出過去輸家股票之策略投資組合於持有  $j = 1, 3, 6$  月期間也存在顯著的動能效應，本節將進一步進行動能效應和消息效應的關聯性分析。

首先觀察驗證動能策略中的贏家與輸家投資組合是否都各自存在消息效應。本研究利用兩階段分群法，於第一階段先就形成期個股報酬高低排序，將前、後 30% 及中間 40% 分為三個分群 ( $R1$ 、 $R2$  和  $R3$ )， $R1$  為過去贏家、 $R3$  則為過去輸家。接著，分別於  $R1$  及  $R3$  分群再分為好消息/壞消息形成二維四組投資組合，分別為過去贏家好消息組合 ( $R1up$ ) 和過去贏家壞消息組合 ( $R1down$ )、以及過去輸家好消息組合 ( $R3up$ ) 和過去輸家壞消息組合 ( $R3down$ ) 四組，以分析買入好消息股票、同時賣出壞消息股票消息策略的交易行為與動能效應的關聯性，相關的結果詳如表 4 Panel C。

表 4 Panel C 顯示，買入過去贏家好消息、同時賣出過去贏家壞消息 ( $R_{R1up} - R_{R1down}$ ) 的消息策略，於持有  $j = 1, 3, 6, 9, 12$  月期長後之投資組合報酬率，分別為 2.6%、1.9%、6.8%、

---

<sup>4</sup> 李春安等 (2006) 以形成期與持有期皆為 1(1,1)、6(6,6)、12(12,12) 個月所建構的動能投資策略發現，長期平均而言，皆能獲取顯著的正報酬。

<sup>5</sup> 洪茂蔚等 (2007) 以過去 6 個月累積報酬為形成期所建構的動能投資組合發現，持有期為 6 個月、9 個月和 12 個月時皆能獲取顯著的超額報酬。

<sup>6</sup> 作者衷心感謝審稿人提供此一修正意見。

8.7% 和 4.7%，雖呈正向報酬，但不顯著。研判，表 4 Panel A 消息策略投資組合的獲利來源可能與過去贏家的投資組合有關，可能因樣本縮減使得過去贏家沒有存在顯著的消息效應。而過去贏家壞消息投資組合 ( $R1down$ ) 於持有  $j = 1, 3, 12$  月期長後之報酬率為負值，顯示，過去贏家於公布為壞消息後的投資組合報酬率不再持續為正值，也致過去贏家壞消息投資組合 ( $R1down$ ) 於持有  $j = 6, 9$  月期長後的負向報酬率擴大，隱含過去贏家發佈壞消息後將影響股票報酬的獲利性。

再觀察  $R3$  分群之過去輸家組合內，其買入過去輸家好消息、同時賣出過去輸家壞消息 ( $R_{R3up} - R_{R3down}$ ) 的消息策略，於持有  $j = 1, 3, 6, 9, 12$  月期長後之投資組合報酬率，分別為 2.2%、6.4%、9.9%、12.0% 和 8.7%，其中，於  $j = 3, 6, 9$  具 1% 統計顯著。但是，觀察過去輸家好消息 ( $R3up$ ) 之投資組合報酬率於持有  $j = 1, 3, 9, 12$  月期長後都為非負值，與表 4 panel B 過去輸家 ( $R3$ ) 的負向報酬兩者之間有著負向的關聯，此點說明台灣股市的動能效應，可能並非來自過去輸家於公布好消息後所從事的交易行為。反之，過去輸家壞消息投資組合 ( $R3down$ )，於持有  $j = 1, 3, 6, 9, 12$  月期長後的投資組合報酬率為負值，表示個股動能持續的現象可能存在於過去輸家壞消息投資組合中，以致過去輸家壞消息的投資組合 ( $R3down$ ) 與表 4 panel B 過去輸家 ( $R3$ ) 負向報酬兩者之間有著正向的關聯。

接下來，先利用好消息/壞消息分群，再分別依累積報酬率高低排序，將前、後 30% 及中間 40% 形成二維六群組投資組合，分別為  $upR1$ 、 $upR2$ 、和  $upR3$  以及  $downR1$ 、 $downR2$ 、和  $downR3$ 。為簡化，本研究僅對好消息的過去贏家 ( $upR1$ ) 和好消息的過去輸家 ( $upR3$ )、以及壞消息的過去贏家 ( $downR1$ ) 和壞消息的過去輸家 ( $downR3$ ) 四組進行分析。探討買入過去贏家、同時賣出過去輸家動能策略的交易行為與消息效應的關聯性，相關的結果分別詳如表 4 Panel D。

首先觀察表 4 Panel D，在控制好消息後，其買入好消息的過去贏家、同時賣出好消息的過去輸家 ( $R_{upR1} - R_{upR3}$ ) 動能策略，於持有  $j = 1, 3, 6, 9, 12$  月期長後之投資組合報酬率，分別為 2.1%、1.6%、4.3%、-1.4% 及 0.8%，但不顯著，表示報酬動能持續的現

象不存在於好消息的投資組合中。反之，控制壞消息後，其買入壞消息的過去贏家、同時賣出壞消息的過去輸家 ( $R_{downR1} - R_{downR3}$ ) 動能策略，於持有  $j = 1, 3, 6, 9, 12$  月期長後之投資組合報酬率，分別為 0.9%、2.5%、1.7%、-1.9% 及 1.8%，也都不顯著，表示報酬動能的持續現象可能與壞消息的公布無關。再觀察控制壞消息後過去贏家於持有期的投資組合 ( $downR1$ )，其持有  $j = 1, 3, 12$  月期長後的投資組合報酬率，分別為 -0.6%、-0.9% 及 0.0%，研判，壞消息的公布可能讓過去贏家的投資組合於持有期之投資組合報酬率不再持續為正，以致壞消息過去贏家 ( $downR1$ ) 的投資組合與表 4 Panel B 過去贏家 ( $R1$ ) 的正向報酬之間有著負向的關聯，而壞消息的過去輸家投資組合報酬率 ( $downR3$  或  $R3down$ ) 則大都呈現較大負值的現象。

綜合上述分析結果，得到下列結論：

1. 過去贏家的投資組合不存在顯著的消息效應。
2. 過去輸家投資組合於持有  $j = 3, 6, 9$  月期長後存在顯著的消息效應。過去輸家於公布為壞消息後，於持有  $j = 1, 3, 6, 9, 12$  月期長後之投資組合報酬率，低於過去輸家投資組合報酬率，也低於壞消息的投資組合報酬率，研判資訊揭露評鑑公布為壞消息後，其投資組合於持有期的獲利能力將受影響。
3. 資訊揭露評鑑公布為好消息分群，不存在顯著的動能效應。
4. 資訊揭露評鑑公布為壞消息分群，也不存在顯著的動能效應。

表 4 持有  $j = 1, 3, 6, 9, 12$  月期長後投資組合報酬率統計表

投資組合 \ 月	$j = 1$	$j = 3$	$j = 6$	$j = 9$	$j = 12$
Panel A: 好消息/壞消息為形成期, 計算持有 $j = 1, 3, 6, 9, 12$ 月期長後投資組合報酬率。					
up	0.9%	2.6%	-5.0%	1.2%	6.7%
down	-1.4%	-1.7%	-14.8%	-9.7%	-0.3%
$R_{up} - R_{down}$	2.3%	4.3%	9.8%	10.9%	7.0%
$t$ 值	(3.03)***	(3.76)***	(5.18)***	(4.96)***	(3.25)***
Panel B: 以前 5 月累積報酬率為形成期, 計算持有 $j = 1, 3, 6, 9, 12$ 月期長後投資組合報酬率。					
$R_1$	1.0%	2.3%	-9.0%	-5.2%	2.1%
$R_2$	0.1%	1.1%	-8.3%	-1.2%	4.8%
$R_3$	-1.0%	-2.8%	-13.9%	-5.2%	-0.6%
$R_{R_1} - R_{R_3}$	2.1%	5.0%	4.9%	0.0%	2.7%
$t$ 值	(5.40)***	(6.49)***	(4.06)***	(1.21)	(0.73)
Panel C: 以前 5 月累積報酬率排序, 再分好消息/壞消息兩群, 計算持有 $j = 1, 3, 6, 9, 12$ 月期長後投資組合報酬率。					
R1 分群					
$R_{1up}$	1.1%	1.0%	-7.8%	-3.9%	3.4%
$R_{1down}$	-1.5%	-0.8%	-14.6%	-12.6%	-1.3%
$R_{R_{1up}} - R_{R_{1down}}$	2.6%	1.9%	6.8%	8.7%	4.7%
$t$ 值	(1.55)	(0.69)	(1.39)	(1.55)	(1.10)
R3 分群					
$R_{3up}$	0.0%	2.2%	-7.4%	1.2%	6.0%
$R_{3down}$	-2.2%	-4.1%	-17.3%	-10.8%	-2.7%
$R_{R_{3up}} - R_{R_{3down}}$	2.2%	6.4%	9.9%	12.0%	8.7%
$t$ 值	(1.56)	(3.16)***	(2.93)***	(2.85)***	(1.56)

表4 持有  $j = 1, 3, 6, 9, 12$  月期長後投資組合報酬率統計表 (續)

投資組合 \ 月	$j = 1$	$j = 3$	$j = 6$	$j = 9$	$j = 12$
Panel D：以好消息/壞消息兩群，再依前5月累積報酬為排序，計算持有 $j = 1, 3, 6, 9, 12$ 月期長後投資組合報酬率。					
up 分群					
upR1	1.8%	3.2%	-5.2%	-1.7%	4.9%
upR2	1.2%	3.0%	-1.6%	4.6%	10.0%
upR3	-0.3%	1.5%	-9.4%	-0.3%	4.1%
$R_{upR1} - R_{upR3}$	2.1%	1.6%	4.3%	-1.4%	0.8%
$t$ 值	(1.64)	(1.09)	(1.14)	(-0.10)	(0.44)
down 分群					
downR1	-0.6%	-0.9%	-14.5%	-11.4%	0.0%
downR2	-1.8%	1.2%	0.8%	1.8%	2.1%
downR3	-1.5%	-3.4%	-16.2%	-9.5%	-1.8%
$R_{downR1} - R_{downR3}$	0.9%	2.5%	1.7%	-1.9%	1.8%
$t$ 值	(0.79)	(1.47)	(0.70)	(-0.11)	(0.01)
Panel E：以同時期報酬率為排序，再依好消息/壞消息兩群，計算持有 $j = 1, 3, 6, 9, 12$ 月期長後投資組合報酬率。					
R1 分群					
R1up	14.2%	20.5%	17.5%	19.0%	22.8%
R1down	13.1%	14.4%	6.8%	9.8%	13.6%
$R_{R1up} - R_{R1down}$	1.1%	6.2%	10.7%	9.2%	9.2%
$t$ 值	(1.26)	(3.05)***	(3.33)***	(2.63)***	(2.29)**
R3 分群					
R3up	-13.1%	-15.7%	-34.3%	-26.2%	-13.9%
R3down	-16.4%	-20.2%	-43.6%	-39.6%	-21.5%
$R_{R3up} - R_{R3down}$	3.3%	4.5%	9.3%	13.4%	7.6%
$t$ 值	(3.58)***	(3.02)***	(3.74)***	(4.20)***	(2.42)**

註：R1~R3 指依累積報酬率高低排序於持有期  $j$  月投資組合，up、down 分別代表好消息、

壞消息於持有  $j$  月期後的投資組合。其中\*\*\*、\*\*表示在 1%、5% 顯著水準，累積報酬顯著異於 0，其差異性  $t$  值採成對母體平均數差檢定，括弧內為  $t$  值，#代表若有兩階段分析時。其第一階段分群或排序方式， $R_{\#R1} - R_{\#R3}$ 、 $R_{\#up} - R_{\#down}$  分別代表動能、消息策略投資組合。

#### 四、消息效應與同期報酬關聯性驗證結果分析

爲了驗證買入好消息股票、同時賣出壞消息股票的交易行爲與同時期股票報酬之關聯性，本研究將樣本公司持有期  $j = 1$  月，即資訊揭露評鑑結果公布的第一個月之月報酬率定義爲同期股票報酬，首先依同期股票報酬高低排序，將前、後 30% 分爲兩個分群 ( $R1$  和  $R3$ )， $R1$  定義爲現在贏家、 $R3$  則定義爲現在輸家。接著，分別於  $R1$  及  $R3$  分群再分爲好消息/壞消息形成二維四群組投資組合，分別爲現在贏家好消息組合 ( $R1up$ ) 和現在贏家壞消息組合 ( $R1down$ )、以及現在輸家好消息組合 ( $R3up$ ) 和現在輸家壞消息組合 ( $R3down$ ) 四組，以分析買入好消息股票、同時賣出壞消息股票投資策略的交易行爲與同時期股票報酬之間的關聯性，結果如表 4 Panel E。

表 4 Panel E 顯示，現在贏家  $R1$  分群中，其買入好消息、同時賣出壞消息的消息策略 ( $R_{R1up} - R_{R1down}$ ) 於持有  $j = 3, 6, 9, 12$  月期長後之投資組合報酬率，分別爲 6.2%、10.7%、9.2% 及 9.2%，爲顯著正值。另一方面，現在輸家  $R3$  分群中，其買入好消息、同時賣出壞消息的消息策略 ( $R_{R3up} - R_{R3down}$ )，其持有  $j = 1, 3, 6, 9, 12$  月期長後之投資組合報酬率，分別爲 3.3%、4.5%、9.3%、13.4% 及 7.6%，也呈顯著的正值。研判，以同期股票報酬高低排序的現在贏家和現在輸家組合，均存在消息效應。進一步由表 4 Panel E 可以看出，好消息/壞消息兩個群組於同時期投資組合報酬率中，現在贏家好消息投資組合報酬率，顯著高於現在輸家好消息之投資組合報酬率 (經檢定，兩者平均數差異檢定呈 1% 統計顯著)。而現在贏家壞消息呈負值的投資組合報酬率顯著大於現在輸家壞消



息的投資組合報酬率 (兩者平均數差異檢定也呈 1%統計顯著)。

## 五、穩定性分析

### (一) 產業別分析

Moskowitz and Grinblatt (1999) 認為，利用過去產業投資組合報酬，以買進高產業報酬組，賣出低產業報酬組建構之產業動能投資策略，具有較高的獲利能力。不過，Grundy and Martin (2001) 則提出不同結論，認為產業別效果並非影響動能現象的主要因素。林幸君與劉力瑋 (2012) 認為自 3C 產業興起後，我國電子零組件之技術層次，隨著自我研發能力提升或者與國際大廠技術合作，已與世界級大廠之水平漸趨縮小，電子零組件產業逐漸具備關鍵性產業之態勢。為了檢驗本研究發現之買入好消息股票、同時賣出壞消息股票消息效果是否受到產業別的影響，尤其是電子產業，本研究將所有樣本依產業別區分為電子業和非電子業兩個子樣本，分類方法參考自 TEJ 之台灣上市股票產業分類代碼，進行前述動能投資策略對產業別之穩健性分析，分析結果列於表 5。

表 5 Panel A 及 Panel B 分別列示區分為電子類股與非電子類股之買入好消息股票、同時賣出壞消息股票的消息策略，於持有  $j = 1, 3, 6, 9, 12$  月期長後的投資組合報酬率及其檢定結果。研究結果顯示，分別依電子類股與非電子類股所形成之買入好消息股票、同時賣出壞消息股票策略，其投資組合報酬率大都為顯著的正值。由此得知，控制產業別，並不會影響前述買入好消息股票、同時賣出壞消息股票的消息效應。此結果與顧廣平 (2010) 認為，控制產業別並不會影響台灣上市(櫃)股票營收動能效應相呼應，與 Chordia and Shivakumar (2006) 及 Grundy and Martin (2001) 研究結果相近，亦即發現產業動能無法解釋本研究之消息效應。

表 5 穩定性分析投資組合報酬率統計表

投資組合 \ 月	$j = 1$	$j = 3$	$j = 6$	$j = 9$	$j = 12$
Panel A：電子產業					
<i>up</i>	0.9%	2.7%	-7.9%	-0.0%	3.4%
<i>down</i>	-1.5%	-2.8%	-18.3%	-11.5%	-6.4%
$R_{up} - R_{down}$	2.4%	5.4%	10.4%	10.7%	9.8%
<i>t</i> 值	(2.60)***	(3.18)***	(2.85)***	(3.38)***	(3.17)***
Panel B：非電子產業					
<i>up</i>	1.0%	2.6%	-3.0%	2.6%	9.0%
<i>down</i>	-1.2%	-0.9%	-12.0%	-8.3%	4.6%
$R_{up} - R_{down}$	2.2%	3.5%	9.0%	10.9%	4.3%
<i>t</i> 值	(2.82)***	(2.84)***	(2.88)***	(4.19)***	(1.89)*
Panel C：排除 2006 年子樣本，以好消息/壞消息為形成期，計算持有 $j = 1, 3, 6, 9, 12$ 月 期長後投資組合報酬率。					
<i>up</i>	-1.1%	0.4%	-6.6%	1.0%	6.3%
<i>down</i>	-3.2%	-3.6%	-16.4%	-10.3%	-0.3%
$R_{up} - R_{down}$	2.1%	4.0%	9.8%	11.3%	6.6%
<i>t</i> 值	(2.65)***	(3.23)***	(4.62)***	(4.61)***	(2.84)***
Panel D：排除 2008 年子樣本，以好消息/壞消息為形成期，計算持有 $j = 1, 3, 6, 9, 12$ 月 期長後投資組合報酬率。					
<i>up</i>	4.4%	6.6%	5.1%	12.1%	11.7%
<i>down</i>	4.5%	4.6%	-0.3%	7.2%	7.8%
$R_{up} - R_{down}$	-0.1%	1.9%	5.3%	4.9%	4.0%
<i>t</i> 值	(-0.02)	(1.94)*	(3.31)***	(2.81)***	(1.89)*
Panel E：排除 2012 年子樣本，以好消息/壞消息為形成期，計算持有 $j = 1, 3, 6, 9, 12$ 月 期長後投資組合報酬率					
<i>up</i>	-0.1%	1.2%	-7.0%	-1.5%	3.5%
<i>down</i>	-3.9%	-5.3%	-21.1%	-17.3%	-7.1%
$R_{up} - R_{down}$	3.8%	6.5%	14.1%	15.8%	10.6%
<i>t</i> 值	(3.97)***	(4.38)***	(5.77)***	(5.81)***	(4.09)***

註：表中 Panel A 和 Panel B 為依產業別區分為電子業及非電子業兩個子樣本，Panel C、D、E 為排除 2006、2008、2012 年子樣本，分別以買進好消息同時賣出壞消息所形成策略投資組合  $R_{up} - R_{down}$ ，再計算持有  $j$  月期後投資組合報酬率。其中\*\*\*、\*分別表示在 1%、10% 顯著水準下，報酬率顯著異於 0。差異性  $t$  檢定採用成對母體平均數差異檢定，括號內為  $t$  值。

## (二)年度別分析

本研究為了方便統計與分析，將 2006 年第三屆評鑑結果從缺的 C- 等級視為 0，也把 2012 年第九屆資訊揭露評鑑結果中，新增的 A++及 A- 等級分別納入 A+及 A 等級。另外，由於 2008 年美國金融海嘯已擴散成為全球性金融風暴，這些因素會不會影響到本研究結果，都是本節穩定性分析的重點。因此，本節將分別排除 2006、2008 及 2012 年度的資料，以驗證買入好消息股票、同時賣出壞消息股票的消息投資策略，於分別排除該年度資料後是否仍然具消息效應，其結果詳如表 5 Panel C 至 Panel E。結果顯示，在分別排除 2006 及 2012 年度的資料後，所建構之買入好消息股票、同時賣出壞消息股票策略，其投資組合報酬率都為顯著的正值，而表 5 Panel D 排除 2008 年度的資料後，其  $j=3,6,9,12$  月期長之投資組合報酬率也為正值，雖然  $j=1$  月之投資組合報酬率為負值，但不顯著。表示買入好消息股票、同時賣出壞消息股票的消息效應，並不會因第三屆評鑑結果 C- 等級從缺以零投資組合處理、或第九屆資訊揭露評鑑結果新增 A++及 A- 兩個等級，以及 2008 年金融海嘯而影響本研究實證結論。最後，由於我國資訊揭露評鑑系統建置期間並不長，本研究建構買入好消息、同時賣出壞消息消息策略的樣本期間僅為六年，雖然進行穩定性分析的結果顯示，大都不影響研究結論，基於期間的限制，也可能是此特定期間所發現的結果。

## 伍、結論與建議

### 一、結論

本研究以 2006 至 2012 年由證基會公布之資訊揭露評鑑結果為研究樣本，將相對於前期評鑑結果等級之調升定義為評鑑結果公布的好消息、相對於前期評鑑結果等級之調降定義為評鑑結果公布的壞消息，除了檢視台灣股市是否存在動能持續或反轉現象外，並深入探討資訊揭露評鑑結果公布後，買入好消息股票、同時賣出壞消息股票的交易行為與台灣股市報酬之間的關聯性。綜合實證結果得到下列幾點結論：

#### (一)有關台灣股市消息效應和動能效應之驗證結果

台灣股市存在  $j = 1\sim 12$  月買進好消息股票、同時賣出壞消息股票的消息效應，此消息效果，在分別控制電子產業/非電子產業因素及排除 2006、2008 及 2012 年資料下仍然持續存在，資訊揭露評鑑結果所公布之消息效應可能與同期報酬的交易行為有關。台灣股市也存在  $j = 1, 3, 6$  月買入過去贏家股票、同時賣出過去輸家股票的正向回饋交易行為。

#### (二)有關動能效應和消息效應關聯性之驗證結果

本研究利用兩階段分群法，進行動能效應和消息效應的關聯性驗證結果發現，投資人對於好消息/壞消息公布結果的反應程度不同，壞消息的公布使得過去輸家於持有期的投資組合持續為負向報酬，壞消息的公布也讓過去贏家於持有期的投資組合無法持續為正向報酬，研判，資訊揭露評鑑公布為壞消息後，其投資組合於持有期的獲利能力將受影響。

## 二、建議

基於本研究的結果，透露許多有用的訊息，從資訊揭露評鑑所公布的好消息與壞消息的消息策略觀察顯示，台灣股市存在 1~12 月買進好消息股票、同時賣出壞消息股票的消息效應。因此，若投資人於資訊揭露評鑑結果公布當日買入評鑑等級為調升的組合、同時賣出評鑑結果等級為調降的投資策略，平均而言，於持有 1~12 月期間可以獲取正向的累積報酬，其中，以持續持有五個月至十個月可獲取較高的累積報酬。不過，因為資訊揭露評鑑係每年公布一次評鑑結果，在下一屆評鑑結果公布之前，恐有新訊息產生的不確定因素。因此，建議投資人進行資訊揭露評鑑結果策略投資時，宜每年檢視評鑑結果進行投資組合的評估，可使資金運用更有效率。另外，本研究好消息/壞消息投資組合的樣本期僅為六年，因此，並沒有研究長期消息/動能效應，若未來樣本期間再增長，或可對持有期進行較長期間的研究。

(收件日期為民國 103 年 2 月 18 日，接受日期為民國 104 年 1 月 19 日)

## 參考文獻

### 一、中文部份

- 丁秀儀與黃勇達，2010，「資訊揭露程度與內涵對機構投資人持股的影響」，證券市場發展季刊，22：39-74。
- 王蘭芬、薛敏正與曾乾豪，2011，「資訊透明度的更動與盈餘管理間之關聯」，會計審計論叢，1：101-131。
- 李春安、羅進水與蘇永裕，2006，「動能投資策略報酬、投資人情緒與景氣循環之研究」，財務金融學刊，14：73-109。
- 周建新與林宗得，2005，「資訊透明度對企業價值增額解釋能力之研究」，會計與公司治理，2：25-46。
- 林幸君與劉力璋，2012，「台灣產業關聯效果與關鍵產業之衡量」，應用經濟論叢，91：1-60。
- 洪茂蔚、林宜勉與劉志諒，2007，「動能投資策略之獲利性與影響因素」，中山管理評論，15：515-546。
- 張瑞當與方俊儒，2006，「資訊揭露評鑑系統對企業盈餘管理行為之影響」，會計評論，42：1-22。
- 廖秀梅與陳依婷，2010，「資訊揭露透明度、家族控制因素與盈餘價值攸關性」，會計學報，2：1-23。
- 顧廣平，2010，「營收動能策略」，管理學報，27：267-289。

## 二、英文部份

- Aboody, D. and R. Kasznik, 2000, "CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures," *Journal of Accounting and Economics*, 29: 73-100.
- Amihud, Y. and H. Mendelson, 1986, "Asset Pricing and the Bid-ask Spread," *Journal of Financial Economics*, 17: 223-249.
- Barber, B. M. and T. Odean, 2008, "All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors," *Review of Financial Studies*, 21: 785-818.
- Barberis, N., A. Shleifer, and R. Vishny, 1998, "A Model of Investor Sentiment," *Journal of Financial Economics*, 49: 307-343.
- Bloomfield, R. J., R. Libby, and M. W. Nelson, 2000, "Underreactions, Overreactions, and Moderated Confidence," *Journal of Financial Markets*, 3: 113-137.
- Bloomfield, R. J. and T. J. Wilks, 2000, "Disclosure Effects in the Laboratory: Liquidity, Depth, and the Cost of Capital," *The Accounting Review*, 75: 13-41.
- Botosan, C. A., 1997, "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital," *The Accounting Review*, 72: 323-349.
- Botosan, C. A. and M. A. Plumlee, 2002, "A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital," *Journal of Accounting Research*, 40: 21-40.
- Chan, L. K. C., N. Jegadeesh, and J. Lakonishok, 1996, "Momentum Strategies," *The Journal of Finance*, 51: 1681-1713.
- Chordia, T. and L. Shivakumar, 2006, "Earnings and Price Momentum," *Journal of Finance Economics*, 80: 627-656.
- Chui, A. C. W., K. C. J. Wei, and S. Titman, 2000, "Momentum, Legal Systems and Ownership Structure: An Analysis of Asian Stock Markets," *SSRN Working Paper*, No. 265848.
- Chuprinin, O., 2011, "Information Management in Financial Markets: Implications for Stock Momentum and Volatility," *SSRN Working Paper*, No.1801235.

- Conrad J. and G. Kaul, 1998, "An Anatomy of Trading Strategies," *Review of Financial Studies*, 11: 489-519.
- Daniel, K., D. Hirshleifer, and A. Subrahmanyam, 1998, "Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions," *The Journal of Finance*, 53: 1839-1885.
- De Bondt, W. F. M. and R. Thaler, 1985, "Does the Stock Market Overreact?" *The Journal of Finance*, 40: 793-805.
- Diamond, D. W. and R. E. Verrecchia, 1991, "Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital," *The Journal of Finance*, 46: 1325-1359.
- Forner, C. and J. Marhuenda, 2003, "Contrarian and Momentum Strategies in the Spanish Stock Market," *European Financial Management*, 9: 67-88.
- George, T. J. and C. Y. Hwang, 2004, "The 52-week High and Momentum Investing," *The Journal of Finance*, 59: 2145-2176.
- Glosten, L. R. and P. R. Milgrom, 1985, "Bid, Ask and Transaction Prices in A Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders," *Journal of Financial Economics*, 14: 71-100.
- Griffin, J. M., J. H. Harris, and S. Topaloglu, 2003, "The Dynamics of Institutional and Individual Trading," *The Journal of Finance*, 58: 2285-2320
- Grinblatt, M., S. Titman, and R. Wermers, 1995, "Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior," *The American Economic Reviews*, 85: 1088-1105.
- Grullon, G., G. Kanatas, and J. P. Weston, 2004, "Advertising, Breadth of Ownership, and Liquidity," *Review of Financial Studies*, 17: 439-461.
- Grundy, B. D. and J. S. Martin, 2001, "Understanding the Nature of the Risks and the Source of the Rewards to Momentum Investing," *Review of Financial Studies*, 14: 29-78.
- Gurun, U. G. and A. W. Butler, 2012, "Don't Believe the Hype: Local Media Slant, Local Advertising, and Firm Value," *The Journal of Finance*, 67: 561-598.
- Hameed, A., and Y. Kusnadi, 2002, "Momentum Strategies: Evidence from Pacific Basin Stock Markets," *Journal of Financial Research*, 25: 383-397.
- Healy, P. M., A. P. Hutton, and K. G. Palepu, 1999, "Stock Performance and Intermediation



- Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure,” *Contemporary Accounting Research*, 16: 485-520.
- Healy, P. M. and K. G. Palepu, 2001, “Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature,” *Journal of Accounting and Economics*, 31: 405-440.
- Healy, P. M. and J. M. Wahlen, 1999, “A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting,” *Accounting Horizons*, 13: 365-383.
- Hong, H., T. Lim, and J. C. Stein, 2000, “Bad News Travels Slowly: Size, Analyst Coverage and the Profitability of Momentum Strategies,” *The Journal of Finance*, 55: 265-295.
- Hunton, J. E., R. Libby, and C. L. Mazza, 2006, “Financial Reporting Transparency and Earnings Management,” *The Accounting Review*, 81: 135-157.
- Jegadeesh, N. and S. Titman, 1993, “Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency,” *The Journal of Finance*, 48: 65-91.
- Jegadeesh, N. and S. Titman, 2001, “Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations,” *The Journal of Finance*, 56: 699-720.
- Jo, H. and Y. Kim, 2007, “Disclosure Frequency and Earnings Management,” *Journal of Financial Economics*, 84: 561-590.
- Legg, A. M. and K. Sweeny, 2014, “Do You Want the Good News or the Bad News First? The Nature and Consequences of News Order Preferences,” *Personality and Social Psychology Bulletin*, 40: 279-288.
- Lo, A. W. and A. C. MacKinlay, 1990, “When Are Contrarian Profits Due to Stock Market Overreaction?” *The Review of Financial Studies*, 3: 175-205.
- Lobo, G. J. and J. Zhou, 2001, “Disclosure Quality and Earnings Management,” *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 8: 1-20.
- Mangena, M. and V. Tauringana, 2007, “Disclosure, Corporate Governance and Foreign Share Ownership on the Zimbabwe Stock Exchange,” *Journal of International Financial Management and Accounting*, 18: 53-85.
- Miller, G. S., 2002, “Earnings Performance and Discretionary Disclosure,” *Journal of Accounting Research*, 40: 173-204.

- Moskowitz, T. J. and M. Grinblatt, 1999, "Do Industries Explain Momentum?" *The Journal of Finance*, 54: 1249-1290.
- Nofsinger, J. R. and R. W. Sias, 1999, "Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors," *The Journal of Finance*, 54: 2263-2295.
- Odean, T., 1998, "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?" *The Journal of Finance*, 53: 1775-1798.
- Roll, R., 1988, " $R^2$ ," *The Journal of Finance*, 43: 541-566.
- Rouwenhorst, K. G., 1998, "International Momentum Strategies," *The Journal of Finance*, 53: 267-284.
- Rouwenhorst, K. G., 1999, "Local Return Factors and Turnover in Emerging Stock Markets," *The Journal of Finance*, 54: 1439-1464.
- Shefrin, H. and M. Statman, 1985, "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence," *The Journal of Finance*, 40: 777-790.
- Tetlock, P. C., 2007, "Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market," *The Journal of Finance*, 62: 1139-1168.
- Wermers, R., 1999, "Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices," *The Journal of Finance*, 54: 581-622.
- Xiong, G. and S. Bharadwaj, 2013, "Asymmetric Roles of Advertising and Marketing Capability in Financial Returns to News: Turning Bad into Good and Good into Great," *Journal of Marketing Research*, 50: 706-724.

# The Momentum Phenomena of Good News, Bad News and Returns in Taiwan Stock Market\*

Ai-Chi Hsu<sup>\*\*</sup>, Chun-An Li<sup>\*\*\*</sup>, and Show-Yen Lai<sup>\*\*\*\*</sup>

## Abstract

In order to drive the development of a sound capital market by enhancing transparency in corporate information disclosure and achieving corporate governance, Taiwan Stock Exchange Corporation (TWSE) and GreTai Securities Market commissioned the Securities and Futures Institute in 2003 to create the Information Disclosure and Transparency Ranking System (IDTRS) for evaluating levels of transparency in all listed companies in Taiwan. Prior studies suggested that the full year ranking results from the IDTRS had significant positive effects on institutional investors but were unable to identify whether changes in ranking results from the IDTRS affect stock-based compensation. This study therefore aims to examine this question. Based on the sampled ranking results of information disclosure by the companies listed on TWSE between 2006 and 2012, the initial findings reveal that ranking levels are directly proportional to rates of return on portfolios over a one year holding period. Upgraded

---

\* The authors are indebted to the editor and two anonymous referees for their constructive suggestions and insightful comments.

\*\* Associate Professor, National Yunlin University of Science and Technology.

\*\*\* Professor, National Yunlin University of Science and Technology.

\*\*\*\* Lecturer, National Yunlin University of Science and Technology. Corresponding Author.

Tel: +886-4-24256951, E-mail: [g9724804@yuntech.edu.tw](mailto:g9724804@yuntech.edu.tw).

DOI: 10.3966/054696002015120098004

or downgraded ranking compared with the previous year are defined as good or bad news to see whether rates of return on portfolios are positive at the end of the one year holding period. The results show that they are indeed positive, indicating that announcing ranking results of information disclosure in Taiwan stock market produces an information content effect and investors react differently to the good/bad news in the announced results.

**Keywords:** Information Disclosure and Transparency Ranking System, News Effect, Momentum Effect

**JEL Classification:** C15, G11, G24