

## 月營收編製基礎變動前後資訊內涵之比較

王蘭芬\* 張仲岳\*\* 劉昃恩\*\*\*

**摘要：**為了提供投資人更及時性的財務資訊，我國證券市場有一個獨步全球的規定：上市櫃公司必須在每月 10 日之前，公告上個月的月營業收入金額。在採用 IFRS 之前，上市櫃公司公告的月營收資訊只包括母公司個體的個別月營收，聯屬公司（子公司及孫公司）的營業收入則未納入；而有母子公司順流交易時，縱使未實現仍納入母公司的個別營收中。然而在採用 IFRS 之後，上市櫃公司的月營收資訊改變為合併營收，包含原先母公司本身的個別營收及聯屬公司（子公司及孫公司）的營業收入，但剔除母子公司間的順流交易。因此本研究以 2010 年至 2015 年為樣本期間，比較在編製基礎變動後上市櫃公司公告的月合併營收，是否比編製基礎變動前的月個別營收更具有資訊內涵。研究結果發現，合併營收的資訊內涵大於個別營收的資訊內涵，亦即合併營收比個別營收具有較高的資訊內涵。本文進一步將宣告月營收區分為好、壞消息，就好消息而言，合併營收相對於個別營收，月營收資訊內涵顯著增加；但壞消息則不顯著。就合併營收部分，好壞消息的資訊內涵也有所不同。

**關鍵詞：**月營收、編製基礎變動、個別營收、合併營收、資訊內涵

---

\* 臺北大學會計學系教授

\*\* 臺北大學會計學系教授（通訊作者，地址：台北市 104 中山區民生東路 3 段 67 號會計系；電話：(02)8674-1111 轉 66676；傳真：(02)8671-5911；E-mail: conrad@mail.ntpu.edu.tw）

\*\*\* 臺北大學會計學系研究所

107 年 01 月收稿

109 年 03 月接受

四審接受

DOI: 10.6675/JCA.202005\_21(1).02

## Information Content Comparison of Monthly Sales Before and After Change of Preparation Basis

Lan-Fen Wang\* Conrad C. Chang\*\* Tse-En Liu\*\*\*

**Abstract:** To provide investors with more timely financial information, Taiwan's securities market has a unique requirement that is ahead of the rest of the world: listing companies are required to announce by the 10th day of each month their monthly sales amount for the previous month. Prior to International Financial Reporting Standards (IFRS) adoption, Taiwan listing companies were required to prepare its financial reports on a basis of individual-entity. Thus, the announced monthly sales information only included individual sales of a parent company but excluded sales of affiliated companies (subsidiaries and sub-subsidiaries). In addition, unrealized sales were included when downstream transactions occurred between a parent company and a subsidiary. Since IFRS adoption in 2013, Taiwan listing companies have been required to change the preparation basis of their financial reports from individual sales basis to consolidated-entity basis. The announced monthly sales thus have to include not only the parent company's own sales but also the sales from all subsidiaries. Unrealized sales from downstream transactions have to be eliminated as well. Therefore, this study employs sample data from the year 2010 to 2015 to compare whether the monthly consolidated sales announced by the listed company after the change in the preparation basis is more content informative than that before the change. The findings indicate that monthly consolidated sales have higher information content than monthly individual sales. The study further divides declared monthly sales into good-news and bad-news groups. In the good-news group, consolidated monthly sales have significantly increased the information content compared to individual sales. No significance is found in the bad-news group. In terms of consolidated sales, the information content of the good-news group and bad-news group are also different.

**Keywords:** monthly sales, preparation basis change, individual sales, consolidated sales, information content

---

\* Professor, National Taipei University

\*\* Professor, National Taipei University (Corresponding author, conrad@mail.ntpu.edu.tw)

\*\*\* Accounting Graduate Program, National Taipei University

Submitted January 2018

Accepted March 2020

After 4 rounds of review

DOI: 10.6675/JCA.202005\_21(1).02

## 壹、緒論

自 Ball and Brown (1968)首度發現會計盈餘具有資訊內涵以來，國內外許多研究致力於延伸相關議題。在國外研究方面，大多係支持盈餘與股價間具有顯著正向之關係 (Beaver, 1968; Beaver, Clarke, and Wright, 1979; Beaver, Lambert, and Morse, 1980; Kormendi and Lipe, 1987; DeFond, Hung, and Trezevant, 2007; Barth, Landsman, and Lang, 2008; Paglietti, 2009; Iatridis and Rouvolis, 2010; Landsman, Maydew, and Thornock, 2012; Beaver, McNichols, and Wang, 2018)。除了盈餘資訊，後來很多研究也發現財報中的各種資訊 (包括營業收入、營業成本、營業利益、營業外損益、廉價購買利益等) 也具有資訊內涵 (簡雪芳, 1998; 張仲岳, 2001; 顏信輝、張瑀珊與鄭力尹, 2016; 王蘭芬, 2018; 李淑華、謝佩蓁、馬英華與蔡彥卿, 2019; Brown and Kennelly, 1972; Swaminathan and Weintrop, 1991; Ertimur, Livnat, and Martikainen, 2003; Jegadeesh and Livnat, 2006; Keung, 2010; Ertimur, Mayew, and Stubben, 2011)。進一步 Beaver et al. (1980)、El-Gazzar (1998)、Griffin, Ji, and Martin (2005)、DeFond et al. (2007) 都有共同發現當資訊發佈的頻率更早、更及時 (如中報表、自願性揭露等)，股價將提前做出反應，致使落後的盈餘宣告與股價關聯性降低。這代表投資者在整個會計期間，有可能會從許多來源獲悉與盈餘有關的資訊，進而影響股價。觀察國內外資本市場之差異，我國證券交易法第 36 條規定：「已依本法發行有價證券之公司，……應於每月十日以前，公告並申報上月份營運情形。」此一法令，形成臺灣資本市場特有的「月營收公告並申報制度」，表示臺灣資本市場投資人在作投資評價時，除了可按季取得季報或年報所揭露之資訊外，更可額外取得公告頻率更高、更規則，時效性更及時之每月營收資訊。國內研究就曾發現因臺灣尚有其他會計資訊來源，其揭露時點較盈餘公告時點更早，導致在盈餘公告前，市場已獲得相關資訊並對股價作出調整 (簡雪芳, 1998)。因此，在探討台灣資本市場中會計資訊內涵時，除了盈餘資訊之公告外，月營收公告也會是不可忽略的重要資訊來源。

2013 年起，臺灣會計處理準則全面改採用國際財務報導準則 (International Financial Reporting Standards; 以下稱 IFRS)，為符合 IFRS 相關的規定，主管機關同步修改「月營收公告並申報制度」之內容。原先在 IFRS 採用前，證券交易法施行細則第 5 條規定，上市櫃公司每月須公告之營收資訊內容為「開立發票總金額及營業收入額」，是為「個別營業收入」；採用 IFRS 後，證券交易法施行細則第 5 條將上市櫃公司每月所須公告之「個別營業收入」資訊，依據 IFRS 之規定，修改為「合併營業收入」。簡言之，自 2013 年採用 IFRS 起，我國上市櫃公司於每月十日所須公告並申報之上月份營收資訊內容由「個別營業收入」改為「合併營業收入」，此一編製基礎改變導致月營收公告資訊內容不同。同時在 2013 年之前，月營收公告

為個別營收時，公司得另行自願公告合併營收；但編製基礎改變後，月營收之公告僅能採合併營收，公司不得自願性發佈個別營收，月營收公告之內容有實質的改變。既然編製基礎改變前後，月營收公告資訊其編製內容具有明顯差異，這樣的財務資訊改變，台灣資本市場投資人會有甚麼反應？月營收資訊內涵的變化會是一個有趣又有意義的議題。另外，本研究進一步將未預期營收分為為好、壞消息，來探討市場投資人在月營收編製基礎改變之前或之後，又是否會產生不同的反應？

過去探討月營收反應的文獻包括有 IFRS 採用前以個別月營收為研究變數的(簡雪芳, 1998; 金成隆與張耿尉, 1998)，也有僅以 IFRS 採用後之合併月營收作為研究變數的(沈勤瑋, 2015; 劉昱伶, 2016)，本研究則將嘗試探討因採用 IFRS，使月營收編製基礎改變其資訊內涵之變化。因月營收公告資訊的特性，本研究採短窗期(narrow window)事件研究法，並以市場模型(market model)推估之累積異常報酬(CAR)為應變數，再以簡單模型(naïve model)估計主要解釋變數未預期月營收(unexpected sale)，再進行多元迴歸分析。本研究首先分別按月營收編製基礎改變前與後，來了解投資人對不同的月營收公告資訊內涵的反應變化。實證結果發現：就應變數累積異常報酬  $CAR(-8,1)$ 而言，月營收編製基礎改變後之虛擬變數及與未預期營收之交乘項其迴歸係數皆為正向達 1%的顯著水準， $CAR(-5,1)$ 的部分，編製基礎變動後之虛擬變數雖為負向但未達任何顯著水準，與未預期營收之交乘項之係數則呈現正向達 1%的顯著水準。再採 Chow test 分別檢測這兩個係數與兩個係數合計數，無論研究窗期  $CAR(-8,1)$ 或  $CAR(-5,1)$ ，顯示皆顯著大於零，表示編製基礎變動後合併月營收的資訊內涵確實提高。進一步將月營收結果分成好壞消息，來檢視編製基礎變動之後與之前是否有區別，採 Chow test 檢測後發現無論  $CAR(-8,1)$ 或  $CAR(-5,1)$ ，當公司宣告好消息(未預期營收 $>0$ )時，編製基礎變動後相對於編製基礎變動前，公司宣告好消息具有顯著增額資訊內涵。此外，在編製基礎變動之後，好消息相對於壞消息略有增額資訊內涵，達 10%顯著水準。

綜合言之，本研究實證發現：一、編製基礎變動之後的合併月營收確實比編製基礎變動之前的個別月營收，具有較高的資訊內涵。二、就月營收再區分為好壞消息而言，公司宣告好消息時，可能因企業已進行內部交易的沖銷，其合併月營收更為精實，使編製基礎變動之後的好消息比編製基礎變動之前的好消息，具有較高的資訊內涵。但宣告壞消息時，編製基礎變動前後則沒有顯著差異。本研究之學術貢獻在於 1. 我們探討了一個獨步全球，臺灣特有的財務資訊公告機制的資訊內涵。2. 過去臺灣文獻研究有公告編製基礎改變之前(以 2012 年之前的樣本公司)支持月營收公告(個別營收)具有資訊內涵的研究(簡雪芳, 1998; 金成隆與張耿尉, 1998)；也有編製基礎變動後(以 2013 年之後的樣本公司)支持月營收公告(合併營收)具有資訊內涵的研究(沈勤瑋, 2015; 劉昱伶, 2016)，但尚未有文獻進行月營收編製基礎變動前後，其月營收資訊內涵變化之比較。採用 IFRS 之後，因制度的變革，使公告之月營收內容有實質的改變，由個別營收改為合併營收，比較的結果正可以

說明合併營收精實營收資訊，確實比個別營收具有較高的資訊內涵，符合採用 IFRS 的政策目的。至於進一步區分好壞消息時，好消息部分，投資人對編製基礎變動後的合併月營收比編製基礎變動前的個別月營收有更大的反應，但壞消息部分則不顯著，這個結果與 Hayn (1995) 以股東清算選擇權的概念說明好消息的盈餘資訊內涵比壞消息為強的實證結果相似。

本文後續結構如下：第貳節除說明月營收公告制度之沿革，並探討盈餘、營收及月營收資訊內涵之相關文獻，以建立研究假說。第參節研究方法，從實證模型、變數衡量，到資料來源及樣本選取。第肆節實證結果，包含樣本敘述統計量、相關係數、多元迴歸分析及敏感性分析之結果。最後第五節則為結論。

## 貳、文獻探討與研究假說

### 一、月營收公告制度之沿革

2013 年之前，臺灣證券交易法第 36 條規定：「已依本法發行有價證券之公司，除情形特殊，經主管機關另予規定者外，應依下列規定公告並向主管機關申報：……三、於每月十日以前，公告並申報上月份營運情形。……」而證券交易法施行細則第 5 條規定：「本法第三十六條第一項第三款所定公告並申報之營運情形，指下列事項：一、開立發票總金額及營業收入額。……」同時，台灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司及境外指數股票型基金上市之境外基金機構資訊申報作業辦法與財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心對有價證券上櫃公司資訊申報作業辦法第 3 條規定：「股票上市（上櫃）公司應向本公司（中心）申報之定期公開資訊及其申報之時限，依下列各款之規定：……五(四)、營業額、各項產品業務營收統計表：每月十日前申報上月份資料。……凡有自願公告自結損益及合併營業收入資訊者，應於當月（季）結束後之次月底前申報，並持續公告至當年度結束止。……」因此，在 2013 年未修改相關條文前，上市櫃公司每月營收強制公告資訊內容為「個別營業收入」，但可在次月底前自願揭露合併營收。這個台灣獨有的「月營收公告並申報之制度」，使台灣資本市場投資人不僅可根據季報或年報所揭露資訊對個別公司進行評價，做為投資決策的依據；更可額外取得時效性較高之月營收資訊，以對股價採取更及時的反應，據此，月營收公告往往成為臺灣特有之會計研究標的。

臺灣在 2013 年全面導入國際財務報導準則（IFRS）後，上市櫃公司皆須編製以「合併財務報表」為主之財務報告，取代原先之以「個體財務報表」為主之財務報告，導致原配合個體財務報表之營收公告規定，已不再合時宜，而須採取相應之修正措施。證券交易法施行細則第 5 條<sup>1</sup>修改為：「本法第三十六條第一項第三款所定公告並申報之營運情形，指下列事項：一、合併營業收入額。……」明訂上市櫃

<sup>1</sup> 中華民國 101 年 11 月 23 日金融監督管理委員會金管證審字第 1010053322 號令修正發布第 4 條、第 5 條、第 6 條、第 7 條、第 9 條；增訂第 12-1 條條文。

公司每月營收公告資訊內容修改為「合併營業收入」，取代「個別營業收入」。證交所臺證上一字第 1021800061 號函說明：「……三、請確實注意依下列說明配合辦理申報 102 年 1 月營業收入等相關資訊：(一) 自申報 102 年 1 月營業額之申報欄位簡化為『本月』、『去年同期』、『本年累計』、『去年同期累計』，前揭欄位須以 IFRSs 基礎計算合併營收，惟無子公司者應申報個別營收資訊。(二) 另依我國採用 IFRSs 問答集第 31 題『是否可自願性選擇額外提供母公司每季之個體財務報表，或是母公司之每季個體資產財務狀況表及綜合損益表』，其回應說明『為避免各家公司做法不同，造成投資人混淆及各公司間比較之差異，不得自願性公告申報非法規規定之財務報告』之意旨，嗣後辦理營收資訊公告申報，亦不宜任意發布非法令規定之資訊。(三) 投控及金控公司須按月代其子公司申報月營業額資訊，並依各子公司適用法令規定申報個別或合併營收資訊。……」所以，除無子公司者、投資控股與金融控股公司外，其餘公司僅得公告並申報合併營收，不得自願性發佈個別營收。

綜合台灣月營收公告制度的發展過程來說，在 IFRS 採用前（2013 年 1 月（不含）之前），上市櫃公司須於每月十日以前，公告並申報上月份每月營收公告，其資訊內容為「個別營業收入」，但母公司可自願於月底前申報公告上月份的合併營收資訊。至採用 IFRS 後（2013 年 1 月（含）之後），上市櫃公司每月營收公告資訊內容改為「合併營業收入」，此時，除無子公司者、投資控股與金融控股公司外，主管機關禁止其餘公司自願公告個別營收資訊。

## 二、盈餘、營收與月營收資訊內涵之相關研究

Ball and Brown (1968) 以效率市場理論 (effective market theory) 為基礎，用事件研究法探討未預期盈餘與股價異常報酬之關係。Ball and Brown (1968) 採用三種盈餘預測模型來估計公司年度未預期盈餘，並設定當未預期盈餘為正，該盈餘發布為好消息，當未預期盈餘為負，則為壞消息。股價異常報酬則先以市場模式 (market model) 估計公司每月預期股票報酬，再將實際報酬與預期報酬間之差額，求出異常報酬，最後再計算出盈餘發布日前 11 個月至後 6 個月的累積異常報酬 (異常績效指標 Abnormal Performance Index, API)。研究結果顯示：當盈餘發布為好消息時，累積異常報酬顯著為正向；當盈餘發布為壞消息時，累積異常報酬顯著為負向。該研究首度證實會計盈餘具有資訊內涵之效果。Beaver et al. (1979) 則將未預期盈餘依大小分組，檢定各組未預期盈餘平均數與累積異常報酬平均數間之關係；Beaver et al. (1980) 更以盈餘變動百分比及股價變動百分比作為自變數及應變數，期能在探討未預期盈餘變動與異常股票報酬之關聯性時，試圖解決過去未預期盈餘估計可能產生之衡量誤差。上述研究結果皆顯示，未預期盈餘之大小及其變動與股票異常報酬率間呈顯著正相關。Brown and Kennelly (1972) 則是探討 1951 年至 1967 年季盈餘之資訊內涵，實證結果顯示季盈餘宣告如果與投資人預期不相同，會使得非預期盈餘產生異常報酬，進而影響股票價格，代表季盈餘有資訊內涵。Beaver et al. (2018) 以 1971 年

至 2011 年樣本期及 nonparametric approach 來確認季盈餘公告是否有資訊內涵，實證結果再次說明過去研究的可信度。

除了上述的文獻說明盈餘有資訊內涵，有研究進一步將盈餘組成因素分為營業收入及營業費用等，Swaminathan and Weintrop (1991)用 Value Line 將市場預期的盈餘、營業收入和營業費用當作代理變數，用來檢驗季營業收入和季營業費用的資訊內涵，發現非預期的營業收入與股票報酬呈現顯著的正相關，非預期的營業費用與股票報酬呈現顯著的負相關，而且營業收入與營業費用等組成部分的資訊內涵超過盈餘。Ertimur et al. (2003)的實證結果發現投資人對未預期收入反應明顯比未預期費用(可節省成本)高，並強調用未預期盈餘的組成成分(如未預期營收與費用)來解釋未預期盈餘的重要性。Keung (2010)發現做盈餘預測修正時，同時提供營業收入預測修正相對於只做盈餘預測修正，股價有較大的反應。Ertimur et al. (2011)也發現分析師進行盈餘預測時，可藉由提供分解盈餘組成成分資料，而獲得聲譽提升；而做盈餘預測修正時，搭配拆解組成成分的預測修改資料時，市場反應較大。Jegadeesh and Livnat (2006)探討非預期營業收入與股價的關聯性，因為非預期的營業收入，可視為盈餘變動的訊號，在效率市場中，股票價格應會反映公司所有相關的資訊與績效，因此發現：股價有顯著的異常報酬時，非預期的季營業收入會伴隨非預期的盈餘，兩者呈現正相關。張仲岳(2001)將公司的稅後利益，依照基本模式及五種預測模式來加以預測。其中將營業利益分解成營業收入、營業成本及營業費用等三項，發現營業收入、營業成本及營業費用均能顯著地解釋下年度的稅後利益。簡雪芳(1998)則以上市公司的季營收探討與毛利、營業淨利、稅前淨利等季資料之相關性，其相關係數皆顯著異於零。從上述的文獻可以推論營收與盈餘間確有相關。

台灣特有的月營收公告，相對於其他國家的年盈餘、年營業收入、季盈餘、季營業收入，雖然僅有當月營收單一資訊，但增加了財務資訊的發佈頻率與及時性，對股價是否產生影響？Beaver et al. (1980)研究發現年盈餘是季盈餘加總而來，有關年盈餘之資訊早已由季盈餘先行揭露或公司即時性重要事件發生都會立即反應在股價，而有價格領先盈餘(price leads earning)的概念，代表投資者在整個會計期間，會從許多來源獲悉與盈餘有關的資訊，進而影響股價。DeFond et al. (2007)以跨國的方式對年盈餘宣告進行研究，研究結果證實有三個因素對於宣告年盈餘資訊內涵會有影響：盈餘品質與內線交易法的執行、期中財報頻繁程度和投資人保護法規強制力。對於財報發布的頻繁程度研究結論是：期中財報發布越頻繁，其年盈餘資訊性越低。El-Gazzar (1998)則是發現在當機構投資人持股比例越高時，股價對於盈餘宣告的反應會越小；作者推論這是因為機構投資人對於資訊之蒐集能力是較卓越的，而且公司經理人會因為機構投資人持股比例高，平時自願性揭露資訊的頻率與品質較大，使得盈餘宣告與股價之關聯性較低。Griffin et al. (2005)也有類似的發現，Griffin et al. (2005)探討多國的股票價格動能(momentum)與盈餘動能間之關係時，發現盈餘動能形成的投資組合在多個國家是有用的，能夠獲利；但在台灣盈餘動能

報酬幾乎為零，原因可能是該研究使用年盈餘與分析師差異做為異常盈餘，忽略了台灣市場公布月營收的特有現象，此乃因股價可能已提前做出反應。綜合上述的研究可說明期中資訊的發佈頻率會因為及時性而提前反應，而使年度資訊價值降低。國內特有的月營收公告頻率更高更及時，是否更具有資訊內涵？

國內文獻后祥雲（1996）依據反覆試誤法（Try and Error），以個別公司之營收時間序列模式（ARIMA 模式）估計未預期月營收，並以每月 1 日至 30 日作為累積異常報酬之研究窗期，其研究結果顯示，未預期月營收與累積異常報酬間並無顯著關係。簡雪芳（1998）則透過營收時間序列模式（ARIMA 模式）及簡單模式（naive model）估計未預期月營收，並設定(-8,1)為研究窗期（事件日訂為每月 10 日），其研究結果卻顯示，未預期營收與股票報酬呈顯著正向關係。金成隆與張耿尉（1998）也發現月營收的公告具有資訊內涵，且未預期的月營收水準與股票報酬之間具有正向的關聯性。而吳幸姬與李顯儀（2006）檢測全體產業、製造業、服務業、電子業、金融業等五種產業，來探討產業月營收變化與股價報酬之間的關聯性，發現只有金融業月營收變化率能對其產業的股價報酬具有預測的功能。在採用國際會計準則後月營收編製基礎變動，沈勤瑋（2015）、劉昱伶（2016）分別以 2013 年採用 IFRS 後之樣本進行研究，也得到合併月營收公告與股價異常報酬率具有正向關係的結論，即每月合併營收公告資訊確實會影響股票投資人決策。劉昱伶（2016）進一步探討規模較大之公司，因受媒體、投資人、分析師與專業機構之關注較多，資訊揭露也較多，使其營收公告資訊內涵不若規模較小之公司來得明顯，而產業領導公司營收公告對產業內其他公司具資訊移轉效果，因為部分訊息已由領導公司資訊移轉提早反應，造成產業內其他公司實際營收公告之資訊內涵會降低。

根據前述探討月營收公告是否具資訊內涵之文獻，可以看出大多支持月營收公告具有資訊內涵之觀點（簡雪芳，1998；金成隆與張耿尉，1998；沈勤瑋，2015；劉昱伶，2016），這些文獻依所選取之研究樣本期間可分為(1)IFRS 採用之前或(2)IFRS 採用之後兩類。IFRS 採用前之相關研究，例如簡雪芳（1998）以 ARIMA 模型及簡單模型同時探討未預期月營收與股票報酬率間之關係，其研究結果顯示，未預期營收與股票報酬率間具有顯著正向之關係。而在台灣上市櫃公司採用 IFRS 月營收編製基礎變動之後，沈勤瑋（2015）以 2013 年至 2014 年兩年為研究期間，劉昱伶（2016）則以 2014 年至 2015 年為研究期間，兩者之研究結果均顯示：在台灣上市櫃公司採用 IFRS 之後，每月所公告之合併月營收亦具有資訊內涵。

但月營收的公告，在採用 IFRS 前與採用 IFRS 後內容有實質的變化。在 IFRS 採用之前，我國上市櫃公司悉依 ROC GAAP 編製以「個體報表」為主、合併報表為輔之財務報告，而為配合 ROC GAAP 之「以個體報表為主」之財務報導方式，主管機關透過證券交易法施行細則及相關法令，規定上市櫃公司每月營收公告之資訊內容為「個別營業收入」，而非「合併營業收入」，且若母公司自願公告合併營收資訊，須於公告後向主管機關進行申報。到 IFRS 採用後，我國上市櫃公司所編製之財務



報告皆依 IFRS 之規範改以「合併報表」為主、個體報表為輔，為配合 IFRS 「以合併報表為主」之財務報導方式，主管機關同步修改證券交易法施行細則，並發布相關函令，明訂上市櫃公司每月營收公告資訊內容將改為「合併營業收入」，而非「個別營業收入」，且除未有子公司者、金控與投資控股外，其餘公司僅須公告合併營收，不得再另行自願發佈個別營收資訊。

根據上述月營收公告制度之變動，可推論市場投資人於編製基礎變動前後之營收反應將發生以下變化：在編製基礎變動前，投資人僅能透過月營收公告取得母公司之個別營收，除非母公司自願公告合併營收，否則投資人無法同時取得個別營收與合併營收以作為投資參考；至編製基礎變動後，透過月營收公告，投資人反而僅能取得母公司之合併營收，而無法取得個別營收，導致僅有合併營收可作為股價調整依據。王朝正（2007）曾探討 2004 年到 2007 年公告營收之上市公司中，母公司個別營收與合併營收對於股價的關聯性，結果發現母公司個別營收與合併營收對於股價皆呈現正向且顯著之關係，至於個別營收與合併營收哪一個有相對較高資訊內涵之比較結果則不顯著，建議投資人應同時參照兩者資訊。

但根據會計學理，合併營收明顯較個別營收較具攸關性，其主要原因有二。第一、上市櫃公司具有許多重要的轉投資子公司，合併營收才能真正使投資人看到公司的營收全貌，而不會「見樹不見林」。例如轉投資眾多的統一企業，2012 年的個別年營收只有 469 億元，但是如果考量轉投資的營收（如統一超商）之後，2012 年的合併年營收高達 4,060 億元。第二，合併營收將可消除母公司與子公司之間的順流交易（downstream inter-company transaction），但是採用 IFRS 之前的個別營收則不會消除母子公司間的順流交易，因此上市櫃公司在採用 IFRS 之後的合併營收，已經無法再藉由「塞貨」到子公司的手法，虛增個別營收。

因此本研究預期：合併營收相較於個別營收應更能反映企業整體之營運情形，使編製基礎變動之後月營收資訊對股票報酬之影響程度提高，據此，本文建立假說一如下：

假說一：月營收編製基礎變動後之合併月營收資訊內涵顯著大於月營收編製基礎變動前之個別月營收資訊內涵。

除了研究盈餘或營收是否具有資訊內涵外，不少研究如 Hayn (1995)、Beaver et al. (2018) 會進一步區分盈餘或營收的內容特性來探討是否會影響投資人的決策，包括盈餘的正負或營收的成長或衰退，所以這些研究會進一步將未預期盈餘或營收分為正負向以分類為好、壞消息，但現有對好壞消息相關研究之實證結果並不一致。Hayn (1995) 發現股價報酬對盈餘好壞消息的反應不同，其中好消息的盈餘資訊內涵比壞消息為強。他以股東擁有清算權來解釋此現象：當公司發生未預期損失時，股東預期未來股利折現小於清算價值，可選擇清算公司，投資人損失有下限，造成股價報酬對壞消息的反應有限，盈餘與股價報酬的關係較弱；反之，當公司發生未預

期利益，未來股利折現無上限，股價報酬可充分反應盈餘成長，使盈餘與報酬的關係較強。Basu (1997)則以會計穩健性概念說明損失的認列較為即時，故以宣告損失的公司反應較大。Lasser, Wang, and Zhang (2010)以公司股票被融券賣出較多的公司為樣本，研究盈餘宣告後之持續反應的情形，結果顯示盈餘宣告出現較大負消息之公司，其盈餘宣告後之持續反應較大，顯示股市對重大的負消息反應顯著異於對正消息之反應。Beaver et al. (2018)進一步探討不同特性的公司宣告季盈餘時是否會有不同影響，發現獲利公司宣告盈餘的反應明顯比虧損公司大，推論獲利的持續性影響大過於損失認列的即時性，與 Hayn (1995)的結果相似。

至於國內對月營收好壞消息之研究，包括簡雪芳 (1998)發現未預期營收傳遞的好、壞消息其反應幅度不同，市場對於好消息的反應較小，而對壞消息的反應較大。市場對壞消息的反應大於好消息，可能是公司習慣於提早公佈好消息，延後公告壞消息，使得市場對負向消息的反應較集中而顯著。但也有發現股價報酬對壞消息、好消息的反應沒有顯著差異的 (何秀芳，2000)。劉毅馨與蔡彥卿 (2006)在探討月營收宣告期間私有資訊交易時，則發現研究期間股價報酬對正向消息的反應幅度大於負向消息，但兩者公告期私有資訊交易現象並無顯著差異。顧廣平 (2017)探討月營收宣告與行為偏誤時，以採用 IFRS 前 (1996 年 1 月至 2011 年 12 月間) 192 個月營收宣告發現：持續營收好消息後之平均報酬顯著低於持續營收壞消息後之平均報酬。沈勤瑋 (2015)也將好消息與壞消息依據「該消息是否具有持續性」加以區分；其採短窗期(0,1)對採用 IFRS 後 (2013 年至 2014 年)臺灣之上市公司進行探討，發現：相較於未具有持續性之消息，投資人對具有持續性的消息反應較強烈，若再區分好壞消息分成四組，其中對於具持續性之好消息反應最大，而對不具持續性之好消息反應最小。綜合各相關文獻分別在採用 IFRS 之前或之後探討好壞消息與股價報酬間關係各有不同結論，但是到目前為止的研究尚未比較採用 IFRS 之前的個別營收與之後的合併營收，市場對於好壞消息是否會因為編制基礎不同，所產生之反應程度有所差異。因此本研究進一步探討：市場投資人在月營收編製基礎變動之前或之後，對未預期營收為好、壞消息又是否會產生不同的反應？因此本文建立假說二如下：

假說二：月營收編製基礎變動後好壞消息之月營收資訊內涵與月營收編製基礎變動前之月營收資訊內涵顯著不同。

## 參、研究方法

### 一、模型建立、變數定義與衡量方式

#### (一)比較月營收編製基礎變動前後月營收資訊內涵之變化

由於 2013 年採用 IFRS 之後的月營收公告係根據合併基礎的營收，比採用 IFRS 之前只以企業單獨個體為基礎的個別營收，更具全面性。因此本研究為比較月營收

編製基礎變動前後營收反應係數之變化，擬採事件研究法，以 Fama (1976) 之模型來計算異常報酬，並比照顏信輝、張瑀珊與鄭力尹 (2016) 的模型，建立迴歸模型(1)來檢測假說一：

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 US_{it} + \beta_2 CHANGE_{it} + \beta_3 CHANGE_{it} \times US_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

在迴歸模型(1)中，CAR (累積異常報酬)係由窗期中每一日的異常報酬 (abnormal return, AR) 累計加總而得，而 AR 則是根據市場模型 (market model) 之殘差項而得出。為避免變數衡量錯誤 (measurement error)，本研究以日對數報酬分別估計市場模型及估計異常報酬，市場模型的估計期間為事件日的前 560 日至前 10 日。在估計應變數累積異常報酬 (cumulative abnormal returns, CAR) 的觀察期時，根據 Lang (1991) 分析研究中所採用之窗期長短對盈餘反應係數可能產生之影響，發現時間越長，不確定因素減少，盈餘反應係數會降低。Scott (2015) 也指出，1960 年代學者所使用之長窗期事件研究法，其異常股票報酬可能摻有其他因素影響，而非完全由盈餘宣告所造成，故本文採用短窗期。在 2013 年之前因無明確公告月營收日期資料，為增進研究資料彙整之可行性<sup>2</sup>，及臺灣相關法令之規定，本研究將事件日統一設定於每月 10 日 (第 0 日)。另外，考量到相關資訊可能提前於股票市場上反應，而非交易日不予計入，故將研究窗期之開始日往前延伸事件日前第 8 日 ( $t-8$ )，已是全部可涵蓋最長期間，期可完整捕捉公告營收資訊對股價所造成之影響；而為避免市場可能對月營收資訊於事件日並未有充分的反應，故將研究窗期延伸至事件日後一日 (第  $t+1$  日)，使得最終觀察窗期為(-8,1)。此外，本研究另考量一較短之研究窗期(-5,1)，期可透過比較不同窗期  $CAR(-8,1)$  與  $CAR(-5,1)$  之實證結果，以增加研究結論之強度 (robustness)。

至於解釋變數未預期月營收 (unexpected sale) 的估計，過去研究常採用營收時間序列模型 (ARIMA 模型) 與簡單模型 (naïve model) 進行相關估計。有研究指出，在無法觀察市場如何認知營收資訊之情況下，使用較複雜的營收時間序列模型 (ARIMA 模型) 所得到之結論，不一定強於以簡單模型 (naïve model) 所得到之結論 (簡雪芳, 1998)。因此，本文採用簡單模型 (naïve model) 來估計市場的未預期月營收。另外，為了控制月營收可能受季節性因素影響，因此本文以  $i$  公司前後年同月之實際營收成長率作為市場所認知之未預期營收 ( $US_{it}$ )，而實際營收成長率 ( $US_{it}$ ) 可用下列公式表示之：

$$US_{it} = \frac{S_{it} - S_{it-12}}{S_{it-12}}$$

<sup>2</sup> 由於本研究所採用之臺灣經濟新報 (TEJ) 資料庫於 2013 年 IFRS 採用後才開始彙總我國上市櫃公司之合併營收公告日期，並無 2012 年 (含) 以前之每月個別營收之公告日期，本研究涵蓋期間為 2010 至 2015 年，因此考慮收集研究資料之可行性，將各樣本公司之事件日統一訂為每月 10 日，且以擴大窗期(-8,1)(-5,1)的方式期可完整捕捉公告營收資訊對股價所造成之影響。

公式中， $S_{it}$  為  $i$  公司第  $t$  期之實際月營收， $S_{it-12}$  為  $i$  公司去年同期之實際月營收。然後以  $i$  公司去年同期之實際月營收 ( $S_{it-12}$ ) 做為平減，以計算出  $i$  公司第  $t$  期之未預期營收 ( $US_{it}$ )<sup>3</sup>。

另外一個解釋變數  $CHANGE_{it}$  係一虛擬變數，其衡量方式為：若  $i$  公司第  $t$  期之樣本時間落在 2013 年 1 月之後(含 1 月)其編製基礎已變動為合併營收，則  $CHANGE_{it}=1$ ；反之，若  $i$  公司第  $t$  期之樣本時間落在 2013 年 1 月之前，其編製基礎仍為個別營收，則  $CHANGE_{it}=0$ 。本研究亦納入一個交乘項 ( $CHANGE_{it} \times US_{it}$ )，以同時考量  $CHANGE_{it}$  與  $US_{it}$  可能的交互影響。

因此，編製基礎變動之前的營收反應係數為  $\beta_1$ ，顯示編製基礎變動之後的營收資訊內涵則為  $\beta_1+\beta_2+\beta_3$ ，兩者之差  $\beta_2+\beta_3$  為編製基礎變動前後營收資訊內涵的變化。本研究預期： $\beta_1$ 、 $\beta_2$  與  $\beta_3$  皆應為正。當  $\beta_2$  與  $\beta_3$  顯著異於 0，表示編製基礎變動前後營收資訊內涵具有顯著差異，又當  $\beta_2+\beta_3$  顯著大於 0 時，其隱含意涵為編製基礎變動之後，因為合併營收較個別營收的資訊較具全面性，所以預期對合併營收資訊內涵具有顯著正向之影響，本研究將使用 partial F test (Chow test) 來檢測  $\beta_2$  與  $\beta_3$  所產生之影響。

## (二)編製基礎變動前後好壞消息對月營收資訊內涵之影響

進一步為比較營收成長或衰退對投資人是否有不同反應，將未預期營收為正數者定義為好消息，未預期營收為負數者定義為壞消息，以測試好壞消息的資訊內涵是否不同。由於以往的研究發現：採用 IFRS 之前，編製基礎為個別營收的好壞消息對營收反應係數有不同的影響(簡雪芳，1998；何秀芳，2000；劉毅馨與蔡彥卿，2006；顧廣平，2017)，而在採用 IFRS 之後，編製基礎為合併營收的好壞消息對營收反應係數也有不同的影響(沈勤瑋，2015)，但結論並不一致。而目前為止的研究並未探討在編製基礎變動前後，好壞消息對營收資訊內涵是否會產生不同的變化，因此本研究將以下列迴歸式，來探究這個議題：

$$\begin{aligned} CAR_{it} = & \gamma_0 + \gamma_1 US_{it} + \gamma_2 GN_{it} + \gamma_3 GN_{it} \times US_{it} + \gamma_4 CHANGE_{it} \\ & + \gamma_5 CHANGE_{it} \times US_{it} + \gamma_6 CHANGE_{it} \times GN_{it} \\ & + \gamma_7 CHANGE_{it} \times GN_{it} \times US_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

迴歸模型(2)中， $GN_{it}$  係一新加入之虛擬變數，代表公司當月釋放營收好消息，其衡量方式為：若  $i$  公司第  $t$  期的未預期營收大於零，則  $GN_{it}=1$ ；反之，則  $GN_{it}=0$ 。本研究亦納入二個交乘項 ( $GN_{it} \times US_{it}$  及  $CHANGE_{it} \times GN_{it} \times US_{it}$ )，以同時考量  $GN_{it}$  對  $CHANGE_{it}$  與  $US_{it}$  可能的交互影響。因此，編製基礎變動之前與之後，有關好、壞消息的營收資訊內涵其差異說明如下：編製基礎變動前，好壞消息之差異為  $\gamma_2+\gamma_3$ ，編

<sup>3</sup> 2013 年開始採用 IFRS 並改以合併月營收為公告內容，但亦同時提供 2012 年改採合併月營收的重編資料，故得以依據相同基礎計算 2013 年之未預期營收資訊。

製基礎變動後，好壞消息之差異為  $\gamma_2+\gamma_3+\gamma_6+\gamma_7$ ；針對好消息而言，編製基礎變動前後之差異為  $\gamma_4+\gamma_5+\gamma_6+\gamma_7$ ，壞消息而言，編製基礎變動前後之差異為  $\gamma_4+\gamma_5$ 。

## 二、樣本選取過程與結果

### (一)資料來源、研究期間及樣本選取標準

本研究資料來源為臺灣經濟新報 (TEJ)。為檢定編製基礎變動前後營收資訊內涵之變化，研究期間設定為編製基礎變動前之 2010 年至 2012 年 (計有 3 年) 及編製基礎變動後之 2013 年至 2015 年 (計有 3 年)，合計樣本期間共 6 年。觀察對象為臺灣上市櫃公司，而為避免研究資料受其他未經控制之可能因素影響，樣本須經下列標準篩選：

1. 從事件日往前推須至少有 560 個交易日具有股票報酬率之資料。

此係為避免交易日數過少而使樣本過小，導致透過市場模型估計而得之股票報酬期望值產生誤差。

2. 觀察樣本不含全額交割股。

由於全額交割股之交易型態與一般股票之交易型態不同，可能造成股價對營收資訊的反應速度及幅度有所差異，故應予以剔除。

3. 觀察樣本不含金融、保險及證券業。

此係由於金融、保險及證券業之行業性質特殊，其營業收入與其他行業之營業收入組成不同，不應混為一談，分別說明如下：(1)金融業依據「金融控股公司財務報告編製準則」、「公開發行銀行財務報告編製準則」與「公開發行票券金融公司財務報告編製準則」編製單站式綜合損益表，其營收公告內容包含利息淨收益與利息以外淨收益，與其他產業之營業收入組成不同。(2)保險業依據「保險業財務報告編製準則」編製單站式綜合損益表，其營業收入包括：承保、分入、分出再保收入及因投資活動所產生之各項收益或損失，亦與其他產業之營業收入組成不同。(3)證券業依據「證券發行人財務報告編製準則」編製單站式綜合損益表，其營收公告內容包含本業收入與業外收入，亦與其他產業之營業收入組成不同。因此，上述行業皆自樣本中剔除。

4. 觀察樣本不含建設業。

建設業在 IFRS 採用前之營收認列方式為：(1)完工比例法或(2)全部完工法，在 IFRS 採用後，其營收認列方式改為僅能採用全部完工法。由於本研究期間適逢營業業營收認列方式之改變，此改變可能造成迴歸結果受到非本文主要探討因素之影響，故須再將建設業予以剔除。

## 5. 刪除極端值。

為避免迴歸結果受到極端值影響，本文再將累積異常報酬 (CAR) 及未預期營收 (US) 分別最大及最小 1% 之樣本觀察值予以刪除。

最後，考慮每年一、二月常逢臺灣農曆春節之長假，可能造成營業日數大幅減少，而可能有重大影響營收成長率 (US) 估計之虞。經檢視 2009 年至 2015 年之春節長假後，發現 2009 年 (可能影響 2010 年之營收成長率的估計) 與 2012 年 (可能影響 2012 年與 2013 年之營收成長率的估計) 春節長假在 1 月，其餘在 2 月，故將 1 月及 2 月的資料再予以刪除。

## (二) 選樣結果

表 1 列示本研究之樣本選取過程，2010 年至 2015 年間臺灣上市櫃公司之樣本最初觀察值為 118,368 個，在剔除上市櫃期間交易日未達 560 天之公司觀察值 36,360 個後，觀察值剩餘 82,008 個，又再剔除金融、保險、證券業 2,808 個與營建業 3,672 個後，觀察值剩餘 75,528 個，刪除累積異常報酬 (CAR) 與未預期營收 (US) 最大及最小各 1% 的極端值 4,303 個及樣本期間 1 月及 2 月之月營收 11,927 個，本研究採用之最終樣本觀察值共計 59,298 個。

表 1 樣本選取過程與結果

2010 年至 2015 年間臺灣上市櫃公司之樣本最初觀察值	118,368
刪除：上市櫃後交易日未達 560 日之公司觀察值	(36,360)
	82,008
刪除：金融、保險以及證券業	(2,808)
	79,200
刪除：營建業	(3,672)
	75,528
刪除：累積異常報酬 (CAR) 及未預期營收 (US) 之極端值	(4,303)
	71,225
刪除：樣本期間 1 月及 2 月之月營收	(11,927)
最終樣本觀察值個數	59,298

表 2 列示最終樣本觀察值之產業分布概況。各產業中，佔比最高者為電子零組件業 (15.21%)，佔比次高者為半導體業 (9.12%)、電腦及周邊設備業 (8.10%) 與光電業 (7.15%)，以上四類產業觀察值之佔比合計約達 40%，與臺灣產業分布概況相似。而佔比最低者為農業科技業 (0.10%)，農業科技業中，僅有惠光 (6508) 一家公司符合本文之樣本篩選標準，佔比次低者為玻璃陶瓷業 (0.40%) 與汽車工業 (0.50%)。

表 2 樣本之產業分布概況

產業名稱	產業代碼	觀察值	比率%	產業名稱	產業代碼	觀察值	比率%
水泥工業	01	411	0.69%	其他業	20	3,294	5.56%
食品工業	02	1,404	2.37%	化學工業	21	1,856	3.13%
塑膠工業	03	1,460	2.46%	生技醫療	22	2,146	3.62%
紡織纖維	04	2,863	4.83%	油電燃氣	23	714	1.20%
電機機械	05	3,427	5.78%	半導體業	24	5,407	9.12%
電器電纜	06	773	1.30%	電腦及周邊設備	25	4,804	8.10%
玻璃陶瓷	08	238	0.40%	光電業	26	4,240	7.15%
造紙工業	09	396	0.67%	通信網路	27	3,300	5.57%
鋼鐵工業	10	2,207	3.72%	電子零組件業	28	9,017	15.21%
橡膠工業	11	582	0.98%	電子通路	29	1,955	3.30%
汽車工業	12	295	0.50%	資訊服務	30	1,523	2.57%
航運業	15	1,126	1.90%	其他電子	31	3,225	5.44%
觀光事業	16	702	1.18%	文化創意	32	662	1.12%
貿易百貨	18	1,201	2.03%	農業科技	33	60	0.10%
樣本數總計						59,298	100.00%

## 肆、實證結果與分析

## 一、敘述性統計

表 3 列示各變數進行敘述性統計相關資料，其中包括平均數、標準差、最小值、中位數及最大值。首先在應變數方面，窗期(-8,1)累積異常報酬 (CAR) 平均數為 -0.0002，中位數為 -0.0027，與其理論上期望值零相當接近，而有些微右偏分配之傾向。其最大值為 0.2254，最小值為 -0.1772，標準差為 0.0553。而窗期(-5,1)累積異常報酬 (CAR) 之平均數為 -0.0006，中位數為 -0.0027。其最大值為 0.1872，最小值為 -0.1159，標準差為 0.0455。

在解釋變數方面，本研究以個別公司的同月前後年實際營收成長率作為未預期營收 (US) 的衡量變數，未預期營收最大值為 2.5605，最小值為 -0.7230，平均數為 0.0635，中位數為 0.0162，稍有右偏分配之傾向，就大多數公司而言，業績是持續成長的。在虛擬變數方面，營收好消息 (GN) 之最大值為 1，最小值為 0，平均數為 0.5312，顯示 2010 年至 2015 年 (排除 1 月及 2 月後) 的單月營收成長率中，約有 53.12% 之單月營收成長率反映為好消息 (單月營收成長率大於 0)，另 46.88% 反映為壞消息 (單月營收成長率等於或小於 0)。至於編製基礎變動 (CHANGE) 平均

數為 0.5029，此係觀察樣本所屬之研究期間各占編製基礎變動之前（2010 年至 2012 年）及編製基礎變動之後（2013 年至 2015 年）期間大約各半所致。

表 3 觀察樣本之敘述性統計 (N=59,298)

變數名稱	平均數	標準差	最小值	中位數	最大值
CAR(-8,1)	-0.0002	0.0553	-0.1772	-0.0027	0.2254
CAR(-5,1)	-0.0006	0.0455	-0.1159	-0.0027	0.1872
US	0.0635	0.3617	-0.7230	0.0162	2.5605
GN	0.5312	0.4990	0	1.0000	1.0000
GN×US	0.1502	0.2923	0	0.0162	2.5605
CHANGE	0.5029	0.5000	0	1.0000	1.0000
CHANGE×US	0.0145	0.2227	-0.7200	0	2.5605
CHANGE×GN	0.2523	0.4344	0	0	1.0000
CHANGE×GN×US	0.0581	0.1888	0	0	2.5605

變數定義：CAR(-8,1)：窗期(-8,1)之累積異常報酬率；CAR(-5,1)：窗期(-5,1)之累積異常報酬率；US：未預期營收，以單月營收成長率作為代理變數。計算方式： $(i$  公司第  $t$  期之實際月營收  $-i$  公司去年同期之實際月營收) /  $i$  公司去年同期之實際月營收；GN：營收好消息虛擬變數，當未預期營收  $>0$  時， $GN=1$ ；反之， $GN=0$ ； $GN \times US$ ：營收好消息虛擬變數與未預期營收交乘項；CHANGE：編製基礎變動虛擬變數，當觀察值取自編製基礎變動後， $CHANGE=1$ ；反之， $CHANGE=0$ 。 $CHANGE \times US$ ：編製基礎變動虛擬變數與未預期營收之交乘項； $CHANGE \times GN$ ：編製基礎變動虛擬變數與好消息虛擬變數之交乘項； $CHANGE \times GN \times US$ ：編製基礎變動虛擬變數、好消息虛擬變數及未預期營收之交乘項。

其餘變數皆為交乘項。營收好消息與未預期營收之交乘項 ( $GN \times US$ ) 平均數為 0.1502，最大值和最小值分別為 2.5605 和 0。編製基礎變動與未預期營收之交乘項 ( $CHANGE \times US$ ) 平均數為 0.0145，最大值和最小值分別為 2.5605 和 -0.7200，與未預期營收 ( $US$ ) 的最大值 (2.5605) 與最小值 (-0.7230) 相比較，可發現未預期營收 ( $US$ ) 最大值發生在編製基礎變動之後，未預期營收 ( $US$ ) 最小值發生在編製基礎變動之前；但編製基礎變動之後的未預期營收平均數為 0.0145 相較於全部的未預期營收平均數 0.0635，表示編製基礎變動之後的未預期合併營收較編製基礎變動前的未預期個別營收小，似乎可看出合併營收較無操作的空間，較為精實。編製基礎變動虛擬變數與營收好消息虛擬變數之交乘項 ( $CHANGE \times GN$ ) 平均數為 0.2523，最大值和最小值分別為 1 和 0。最後，編製基礎變動虛擬變數、營收好消息虛擬變數及未預期營收之交乘項 ( $CHANGE \times GN \times US$ ) 平均數為 0.0581，最大值和最小值分別為 2.5605 和 0。

## 二、相關係數

表 4 列示各變數之 Pearson 相關係數，以初步瞭解應變數累積異常報酬 ( $CAR$ ) 及各解釋變數間之關係。由表 4 可得知，應變數累積異常報酬  $CAR(-8,1)$  分別與未預期營收 ( $US$ )、營收好消息 ( $GN$ )、未預期營收與營收好消息之交乘項 ( $GN \times US$ )、編製基



礎變動 ( $CHANGE$ )、編製基礎變動與未預期營收之交乘項 ( $CHANGE \times US$ )，以及編製基礎變動與營收好消息 ( $CHANGE \times GN$ ) 及未預期盈餘之交乘項 ( $CHANGE \times GN \times US$ ) 等每一個解釋變數皆呈顯著正相關。另一應變數累積異常報酬  $CAR(-5,1)$ ，除了與編製基礎變動 ( $CHANGE$ ) 為顯著負相關之外，也與各解釋變數呈顯著正相關。初步結果顯示：未預期營收、編製基礎變動以及營收好消息，皆會產生正向之股價反應。惟因 Pearson 相關係數只考量兩兩變數之間的關係，未納入各解釋變數間可能產生之多變量影響，故須再進行多元迴歸分析，才能得到更確切的結論。

### 三、多元迴歸分析結果

#### (一)編製基礎變動前後營收資訊內涵之比較

為比較編製基礎變動之後的合併營收相對於編製基礎變動之前的個別營收，是否會有增額的資訊內涵，本研究利用迴歸模型(1)，分別以窗期(-8,1)與窗期(-5,1)之累積異常報酬 ( $CAR$ ) 為應變數，對未預期營收 ( $US$ )、編製基礎變動 ( $CHANGE$ ) 與兩者之交乘項 ( $CHANGE \times US$ ) 進行月營收資訊內涵之比較，實證結果如表 5 所示。

就  $CAR(-8,1)$  而言，在編製基礎變動之前未預期營收 ( $US$ ) 之迴歸係數為 0.0134，達 1% 之顯著水準，此一結果與以前研究 (簡雪芳, 1998; 金成隆與張耿尉, 1998; 劉毅馨與蔡彥卿, 2006; 顧廣平, 2017) 一致，即在編製基礎變動前，若未預期營收所反映出的消息越好，市場於一定期間內會累積越多的正向異常報酬，反之亦然，顯示編製基礎變動前的公告月營收資訊具有資訊內涵。編製基礎變動之後的虛擬變數 ( $CHANGE$ ) 與其交乘項 ( $CHANGE \times US$ )，其迴歸係數分別為 0.0005 與 0.0086，皆為正向達 1% 的顯著關係。進一步以 Chow test 分別去檢測這二個迴歸係數 ( $\beta_2 = \beta_3 = 0$ ) 是否同時顯著大於零，以確認編製基礎變動後其改變的截距與斜率是否有顯著差異，以及這兩個迴歸係數兩者之合計數 ( $\beta_2 + \beta_3$ ) 是否顯著大於零，其結果顯示 F 統計量分別為 76.97 及 97.68，都達 1% 顯著水準，說明編製基礎變動之後，公告的合併月營收資訊內涵確有提高。

就  $CAR(-5,1)$  而言，在編製基礎變動之前未預期營收 ( $US$ ) 之迴歸係數為 0.0108，達 1% 之顯著水準。編製基礎變動之後的虛擬變數 ( $CHANGE$ ) 的迴歸係數為 -0.0007，但未達任何顯著水準，但是編製基礎變動與未預期營收之交乘項 ( $CHANGE \times US$ )，其迴歸係數為 0.0067，呈現正向達 1% 的顯著關係，同樣另以 Chow test 分別去檢測這二個迴歸係數 ( $\beta_2 = \beta_3 = 0$ ) 是否同時顯著大於零，以及這兩個迴歸係數兩者之合計數 ( $\beta_2 + \beta_3$ ) 是否顯著大於零。結果顯示 F 統計量分別為 20.17 與 31.63，顯著水準皆達 1%，說明無論觀察窗期為 (-8,1) 或 (-5,1) 在編製基礎變動之後，營收資訊內涵都確實有提高。

綜合上述結果，編製基礎變動之後的月營收資訊內涵較編製基礎變動之前，確有顯著提高，意謂公告合併月營收比公告個別月營收能提供投資人更加有用的資訊，本研究假說一獲得支持。

表 4 各變數間之 Pearson 相關係數分析 (N=59,298)

	<i>CAR(-8,1)</i>	<i>CAR(-5,1)</i>	<i>US</i>	<i>GN</i>	<i>GN×US</i>	<i>CHANGE</i>	<i>CHANGE×US</i>	<i>CHANGE×GN</i>
<i>CAR(-5,1)</i>	0.7912 <sup>***</sup>							
<i>US</i>	0.1048 <sup>***</sup>	0.1063 <sup>***</sup>						
<i>GN</i>	0.0981 <sup>***</sup>	0.0925 <sup>***</sup>	0.6454 <sup>***</sup>					
<i>GN×US</i>	0.0876 <sup>***</sup>	0.0933 <sup>***</sup>	0.9314 <sup>***</sup>	0.4827 <sup>***</sup>				
<i>CHANGE</i>	0.0324 <sup>***</sup>	-0.0014 <sup>**</sup>	-0.0963 <sup>***</sup>	-0.0595 <sup>***</sup>	-0.1195 <sup>***</sup>			
<i>CHANGE×US</i>	0.0902 <sup>***</sup>	0.0843 <sup>***</sup>	0.6070 <sup>***</sup>	0.4533 <sup>***</sup>	0.5345 <sup>***</sup>	0.0647 <sup>***</sup>		
<i>CHANGE×GN</i>	0.0816 <sup>***</sup>	0.0492 <sup>***</sup>	0.2678 <sup>***</sup>	0.5457 <sup>***</sup>	0.1589 <sup>***</sup>	0.5775 <sup>***</sup>	0.5625 <sup>***</sup>	
<i>CHANGE×GN×US</i>	0.0083 <sup>***</sup>	0.0675 <sup>***</sup>	0.5021 <sup>***</sup>	0.2976 <sup>***</sup>	0.5272 <sup>***</sup>	0.3150 <sup>***</sup>	0.8850 <sup>***</sup>	0.5454 <sup>***</sup>

\*\*\*、\*\*、\* 分別表示 1%、5% 及 10% 之顯著水準。各變數定義詳見表 3。

表 5 編製基礎變動前後營收資訊內涵比較之迴歸分析 (N=59,298)

Panel A:

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 US_{it} + \beta_2 CHANGE_{it} + \beta_3 CHANGE_{it} \times US_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

變數	預期方向	應變數 CAR(-8,1)		應變數 CAR(-5,1)	
		係數	t 統計量	係數	t 統計量
截距項		-0.0033***	-10.02	-0.0010***	-3.72
US	+	0.0134***	16.80	0.0108***	16.43
CHANGE	+	0.0005***	9.31	-0.0007	-1.78
CHANGE×US	+	0.0086***	6.65	0.0067***	6.30
F 統計量			271.27***		239.36***
調整後 R <sup>2</sup>			1.35%		1.19%

Panel B: F test (Chow Test)

應變數	CAR(-8,1)		CAR(-5,1)	
檢定： $\beta_2=\beta_3=0$	F 統計量	76.97***	F 統計量	20.17***
檢定： $\beta_2+\beta_3=0$	F 統計量	97.68***	F 統計量	31.63***

\*\*\*、\*\*、\* 分別表示達 1%、5% 及 10% 之顯著水準。各變數定義詳見表 3。

## (二) 編製基礎變動前後好壞消息營收資訊內涵之變化

由於表 5 的結果已發現編製基礎變動前、後月營收資訊內涵具有顯著正向之差異，因此本文繼續探討：若進一步將未預期營收分為好消息 ( $US>0$ ,  $GN=1$ ) 與壞消息 ( $US\leq 0$ ,  $GN=0$ )，則編製基礎變動前後好消息與壞消息之營收資訊內涵是否產生不同的變化。本研究利用迴歸模型(2)來討論此一議題，結果如表 6。

無論應變數為窗期(-8,1)或窗期(-5,1)之累積異常報酬 (CAR)，迴歸式 F 統計量都達 1% 顯著水準，其中就應變數 CAR(-8,1)而言，未預期營收 (US) 及編製基礎變動之後的虛擬變數 (CHANGE)，其迴歸係數均顯著為正，此一結果與表 5 的結果相同，但是編製基礎變動與未預期營收交乘項 (CHANGE×US)，其迴歸係數為 -0.0003，但未達顯著水準。在編製基礎變動之前，營收好消息 (GN) 的迴歸係數 0.0045，達 1% 的顯著水準，即截距項顯著為正，代表營收消息的好壞對於累積異常報酬有不同的影響，亦即投資人對於營收好消息，相對於營收壞消息有更正面顯著的反應。但是營收好消息與未預期營收的交乘項 (GN×US) 的迴歸係數 (-0.0079) 達 5% 顯著水準，即其斜率顯著為負。

表 6 編製基礎變動前後好壞消息對營收資訊內涵影響比較之迴歸分析 (N=59,298)

Panel A:

$$CAR_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 US_{it} + \gamma_2 GN_{it} + \gamma_3 GN_{it} \times US_{it} + \gamma_4 CHANGE_{it} + \gamma_5 CHANGE_{it} \times US_{it} + \gamma_6 CHANGE_{it} \times GN_{it} + \gamma_7 CHANGE_{it} \times GN_{it} \times US_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

變數	應變數		CAR(-8,1)		CAR(-5,1)	
	預期方向	係數	t 統計量	係數	t 統計量	
截距項		-0.0046***	-5.94	-0.0020***	-3.17	
US	+	0.0159***	5.20	0.0110***	4.39	
GN	?	0.0045***	4.65	0.0028***	3.60	
GN×US	?	-0.0079**	-2.42	-0.0033	-1.22	
CHANGE	+	0.0029***	2.75	-0.0014	-1.63	
CHANGE×US	+	-0.0003	-0.06	0.0019*	0.54	
CHANGE×GN	?	0.0010	0.77	0.0006	0.53	
CHANGE×GN×US	?	0.0089*	1.89	0.0047	1.20	
F 統計量			308.03***		270.83***	
調整後 R <sup>2</sup>			1.28%		1.12%	

Panel B: F test (Chow Test)

應變數	CAR(-8,1)		CAR(-5,1)	
檢定： $\gamma_2 = \gamma_3 = 0$	F 統計量	23.9***	F 統計量	11.69***
檢定： $\gamma_2 + \gamma_3 = 0$	F 統計量	0.81	F 統計量	0.02
檢定： $\gamma_2 = \gamma_3 = \gamma_6 = \gamma_7 = 0$	F 統計量	22.35***	F 統計量	11.58***
檢定： $\gamma_2 + \gamma_3 + \gamma_6 + \gamma_7 = 0$	F 統計量	2.85*	F 統計量	2.28
檢定： $\gamma_4 = \gamma_5 = 0$	F 統計量	9.79***	F 統計量	5.38***
檢定： $\gamma_4 + \gamma_5 = 0$	F 統計量	0.25	F 統計量	0.02
檢定： $\gamma_4 = \gamma_5 = \gamma_6 = \gamma_7 = 0$	F 統計量	34.91***	F 統計量	8.26***
檢定： $\gamma_4 + \gamma_5 + \gamma_6 + \gamma_7 = 0$	F 統計量	70.68***	F 統計量	22.25***

\*\*\*、\*\*、\* 分別表示達 1%、5% 及 10% 之顯著水準。各變數定義詳見表 3。

本研究另以 Chow test 分別去檢測編製基礎變動前與編製基礎變動後，好壞消息的所有影響因素。其中編製基礎變動前，好壞消息之差異為  $\gamma_2 + \gamma_3$ ，這二個迴歸係數 ( $\gamma_2 = \gamma_3 = 0$ ) 同時顯著異於零 (F 統計量為 23.9，達 1% 顯著水準)，但這兩個迴歸係數兩者之合計數 ( $\gamma_2 + \gamma_3$ ) 未達顯著水準，此乃可能由於  $\gamma_2$  為正數，但  $\gamma_3$  卻為負數。雖然本研究樣本期間與以前研究各有不同，但這個結果與之前探討編製基礎變動之前好壞消息與股價報酬關係的相關文獻類似，沒有明確的結論。就編製基礎變動後來看，好壞消息之差異為  $\gamma_2 + \gamma_3 + \gamma_6 + \gamma_7$ ，這四個迴歸係數 ( $\gamma_2 = \gamma_3 = \gamma_6 = \gamma_7 = 0$ ) 同時顯

著異於零 (F 統計量為 22.35)，係數合計數 ( $\gamma_2+\gamma_3+\gamma_6+\gamma_7$ ) 統計量為 2.85 達 10% 顯著水準，代表編製基礎變動之後，好消息相對於壞消息對營收資訊內涵有些許產生影響。這個結果顯示相對於採用 IFRS 後的合併報表，可能因企業已進行內部交易的沖銷，其合併月營收更為精實，投資人對好消息的地宣告會有更大的反應。

至於就宣告之月營收為壞消息而言，編製基礎變動前與編製基礎變動後之差異為  $\gamma_4+\gamma_5$ ，這二個迴歸係數 ( $\gamma_4=\gamma_5=0$ ) 也是各自顯著異於零 (F 統計量為 9.79，達 1% 顯著水準)，但合計數 ( $\gamma_4+\gamma_5=0$ ) 則不顯著。而好消息部分，編製基礎變動前與編製基礎變動後之差異為  $\gamma_4+\gamma_5+\gamma_6+\gamma_7$ ，這四個迴歸係數與其合計數 (F 統計量為 34.91 與 70.68，皆達 1% 顯著水準)。綜合好壞消息的結果來看，這也可能反映合併報表的影響，因已沖銷內部交易，營收的資訊更可信、更精實，投資人對好消息更具信心，較有反應，但對壞消息則不顯著，這個結果與前面編製基礎變動後，在相對可信的合併營收下，好消息相對於壞消息有達 10% 顯著差異結論一致。好壞消息的差異或許可以 Hayn (1995) 當公司有壞消息時，股東有清算選擇權的底線，而好消息時未來股利折現無上限，股價報酬可充分反應盈餘成長的概念來解釋，好消息的營收資訊內涵比壞消息的營收資訊內涵為強，與劉毅馨與蔡彥卿 (2006)、Beaver et al. (2018) 的結果相似。總結來說相對於編製基礎變動之前，編製基礎變動之後公告合併月營收，當公司宣告好消息時，顯著具有增額資訊內涵，假說二獲得部分支持。

就應變數  $CAR(-5,1)$  而言，未預期營收 ( $US$ ) 及編製基礎變動與未預期營收之交乘項 ( $CHANGE \times US$ )，其迴歸係數均顯著為正，而  $CHANGE$  的迴歸係數則為負數，但未達顯著水準。在編製基礎變動之前，營收好消息 ( $GN$ ) 的迴歸係數 0.0028，達 1% 的顯著水準，但是營收好消息與未預期營收的交乘項 ( $GN \times US$ ) 的迴歸係數 (-0.0033)，但未達顯著水準。至於編製基礎變動之後，關於好壞消息資訊內涵的變化，本研究同樣以 Chow test 分別去檢測  $\gamma_2+\gamma_3$ 、 $\gamma_2+\gamma_3+\gamma_6+\gamma_7$ 、 $\gamma_4+\gamma_5$ 、 $\gamma_4+\gamma_5+\gamma_6+\gamma_7$  等四組迴歸係數，除了  $\gamma_2+\gamma_3+\gamma_6+\gamma_7$  其合計數 ( $\gamma_2+\gamma_3+\gamma_6+\gamma_7=0$ ) 未達顯著水準外，其結果與應變數  $CAR(-8,1)$  相似，假說二獲得部分支持。

#### 四、敏感性分析

##### (一) 控制公司市值規模 ( $SIZE$ ) 後的迴歸分析結果

由於本研究在表 5 及表 6 衡量累積異常報酬 ( $CAR$ ) 時，僅考量單一因子的市場模式 (market model)，但 Fama and French (1993) 指出：公司市值規模 ( $SIZE$ ) 也是影響個別公司報酬的重要因子。為了加強本研究的效度，進一步依個別公司每個月的期末市值規模大小，將整體樣本分成 5 組，第 1 組至第 5 組依序為公司市值規模最小至最大。依據分組樣本的迴歸模式 (1) 結果顯示：就應變數  $CAR(-8,1)$  而言，在編製基礎變動之前未預期營收 ( $US$ ) 的各組樣本迴歸係數介於 0.0063 至 0.0167 之間，也有隨著公司市值規模愈大，迴歸係數愈大的現象。編製基礎變動之後的虛擬

變數 ( $CHANGE$ ) 與其交乘項 ( $CHANGE \times US$ )，幾乎在各分組的迴歸係數有達正向顯著關係。而且 Chow test 的檢測結果亦發現這二個迴歸係數 ( $\beta_2, \beta_3$ ) 的合併影響亦達顯著水準，說明編製基礎變動之後，公告的合併月營收資訊內涵確有提高。就  $CAR(-5,1)$  而言，依市值規模分組的實證結果與表 5 相類似。因此在考量公司市值規模後，研究發現：編製基礎變動後的月合併營收資訊內涵較編製基礎變動前的個別營收，確有顯著提高，因此假說一仍然獲得支持。

假說二部分依據分組樣本的迴歸模式(2)結果顯示：就應變數  $CAR(-8,1)$  而言，未預期營收 ( $US$ ) 在各分組的迴歸係數均顯著為正，而編製基礎變動之後的虛擬變數 ( $CHANGE$ )，其迴歸係數僅在市值第 1、2 及 3 組顯著為正。在編製基礎變動之前，各組營收好消息 ( $GN$ ) 的迴歸係數介於 0.0005 與 0.0066 之間，但只有在第 2 及 3 分組達顯著水準。本研究另以 Chow test 分別去檢測各組樣本編製基礎變動前與編製基礎變動後，好壞消息的所有影響因素。其中編製基礎變動前，好壞消息之差異為  $\gamma_2 + \gamma_3$ ，這二個迴歸係數 ( $\gamma_2 = \gamma_3 = 0$ ) 大都顯著異於零 (F 統計量為 4.21 與 7.57 之間，達 5% 顯著水準)，但迴歸係數合計數 ( $\gamma_2 + \gamma_3$ ) 則未達顯著水準。編製基礎變動後，好壞消息之差異為  $\gamma_2 + \gamma_3 + \gamma_6 + \gamma_7$ ，這四個迴歸係數 ( $\gamma_2 = \gamma_3 = \gamma_6 = \gamma_7 = 0$ ) 大都顯著異於零 (F 統計量介於 2.68 與 5.23 之間)，係數合計數 ( $\gamma_2 + \gamma_3 + \gamma_6 + \gamma_7$ ) F 統計量在各分組中，則未達顯著水準，代表編製基礎變動之後，好消息相對於壞消息對營收資訊內涵有些許產生影響。至於就壞消息而言，編製基礎變動前與編製基礎變動後之差異為  $\gamma_4 + \gamma_5$ ，這二個迴歸係數 ( $\gamma_4 = \gamma_5 = 0$ ) 在第 1、2 及 3 組的樣本中有達 5% 顯著水準，但合計數 ( $\gamma_4 + \gamma_5 = 0$ ) 則不顯著。好消息部分，編製基礎變動前與編製基礎變動後之差異為  $\gamma_4 + \gamma_5 + \gamma_6 + \gamma_7$ ，這四個迴歸係數與其合計數，在各分組中皆達顯著水準，結果顯示相對於編製基礎變動前，編製基礎變動後，當公司宣告好消息時，顯著具有增額資訊內涵。另外，就應變數  $CAR(-5,1)$  而言，其結果與  $CAR(-8,1)$  相似，故綜合言之，假說二在控制公司市值規模的分組樣本中，亦獲得部分支持。

## (二)以全年度(包含1月及2月)為樣本的迴歸模型結果

先前為避免臺灣農曆春節之長假造成營業日數減少，而對估計營收成長率 ( $US$ ) 產生重大影響，而排除 1 月及 2 月資料。為增加本研究結論的強度，進一步以全年度為樣本，再重新進行迴歸模式分析。樣本數從 59,298 個增加至 71,225 個，其迴歸模型(1)之結果如表 7。

表 7 的結果顯示：就  $CAR(-8,1)$  而言，在編製基礎變動之前未預期營收 ( $US$ ) 之迴歸係數為 0.0125，達 1% 之顯著水準。編製基礎變動之後的虛擬變數 ( $CHANGE$ ) 與其交乘項 ( $CHANGE \times US$ )，其迴歸係數分別為 0.0038 與 0.0088，皆為正向的達 1% 顯著關係，Chow test 去檢測這二個迴歸係數 ( $\beta_2 = \beta_3 = 0$ ) 是否同時顯著大於零 (F 統計量為 83.69，顯著水準達 1%)，以及這兩個迴歸係數兩者之合計數 ( $\beta_2 + \beta_3$ ) 是否顯著大於零 (F 統計量為 118.04，顯著水準達 1%)，結果顯示編製基礎變動之後，

營收的資訊內涵確有提高，與表 5 的迴歸分析結果相同。就  $CAR(-5,1)$  而言，表 7 的結果亦與表 5 的結果大致相同。綜合上述結果，即使在加回 1 月及 2 月的樣本之後，編製基礎變動之後的營收資訊內涵比編製基礎變動之前，確實較高，本研究假說一依然獲得支持。

表 7 編製基礎變動前後營收資訊內涵比較之迴歸分析—包含 1 月及 2 月樣本 (N=71,225)

Panel A:

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 US_{it} + \beta_2 CHANGE_{it} + \beta_3 CHANGE_{it} \times US_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

變數	應變數		CAR(-8,1)		CAR(-5,1)	
	預期方向	係數	t 統計量	係數	t 統計量	
截距項		-0.0018***	-6.05	-0.0006***	-2.54	
US	+	0.0125***	17.94	0.0091***	15.91	
CHANGE	+	0.0038***	9.05	0.0002	0.68	
CHANGE×US	+	0.0088***	7.59	0.0085***	9.07	
F 統計量			308.03***		270.83***	
調整後 R <sup>2</sup>			1.28%		1.12%	

Panel B: F test (Chow Test)

應變數	CAR(-8,1)		CAR(-5,1)	
檢定： $\beta_2 = \beta_3 = 0$	F 統計量	83.69***	F 統計量	43.66***
檢定： $\beta_2 + \beta_3 = 0$	F 統計量	118.04***	F 統計量	85.88***

\*\*\*、\*\*、\*分別表示達 1%、5%及 10%之顯著水準。各變數定義詳見表 3。

表 8 列示在包含 1 月及 2 月的樣本後，將未預期營收分為好消息與壞消息，以檢視編製基礎變動前後好消息與壞消息對營收反應係數是否產生不同的影響。就應變數  $CAR(-8,1)$  而言，未預期營收 (US) 及編製基礎變動之後的虛擬變數 (CHANGE)，其迴歸係數均顯著為正，而其交乘項 (CHANGE×US) 的迴歸係數雖為正數，但未達顯著水準。在編製基礎變動之前，營收好消息 (GN) 的迴歸係數 0.0049，達 1% 的顯著水準，而營收好消息與未預期營收的交乘項 (GN×US) 的迴歸係數 -0.0047，則為負但不顯著。同樣另以 Chow test 分別去檢測  $\gamma_2 + \gamma_3$ 、 $\gamma_2 + \gamma_3 + \gamma_6 + \gamma_7$ 、 $\gamma_4 + \gamma_5$ 、 $\gamma_4 + \gamma_5 + \gamma_6 + \gamma_7$  等四組迴歸係數，是否同時顯著異於零，以及這四組迴歸係數之合計數是否顯著異於零，結果顯示每一組個別係數皆顯著異於 0，但各組合計數只有  $\gamma_4 + \gamma_5 = 0$  (F 統計量為 3.77，達 10% 顯著水準)，及  $\gamma_4 + \gamma_5 + \gamma_6 + \gamma_7 = 0$  (F 統計量為 68.04，達 1% 顯著水準)，代表相對於編製基礎變動之前，編製基礎變動之後，不論好壞消息，皆具有顯著增額資訊內涵，假說二獲得支持。另外，就應變數  $CAR(-5,1)$  而言，其與表 6 的結果相類似。

表 8 編製基礎變動前後好壞消息對營收資訊內涵影響比較之迴歸分析—包含 1 月及 2 月樣本 (N=71,225)

Panel A:

$$CAR_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 US_{it} + \gamma_2 GN_{it} + \gamma_3 GN_{it} \times US_{it} + \gamma_4 CHANGE_{it} + \gamma_5 CHANGE_{it} \times US_{it} + \gamma_6 CHANGE_{it} \times GN_{it} + \gamma_7 CHANGE_{it} \times GN_{it} \times US_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

變數	應變數		CAR(-8,1)		CAR(-5,1)	
	預期方向	係數	t 統計量	係數	t 統計量	
截距項		-0.0037 <sup>***</sup>	-5.12	-0.0014 <sup>***</sup>	-2.33	
US	+	0.0124 <sup>***</sup>	4.48	0.0117 <sup>***</sup>	5.13	
GN	?	0.0049 <sup>***</sup>	5.53	0.0030 <sup>***</sup>	4.10	
GN×US	?	-0.0047	-1.59	-0.0062 <sup>**</sup>	-2.57	
CHANGE	+	0.0034 <sup>***</sup>	3.51	-0.0002	-0.41	
CHANGE×US	+	0.0058	1.47	0.0026 <sup>*</sup>	0.81	
CHANGE×GN	?	0.0006	0.53	0.0009	0.90	
CHANGE×GN×US	?	0.0009	0.22	0.0053	1.51	
F 統計量			148.46 <sup>***</sup>		127.95 <sup>***</sup>	
調整後 R <sup>2</sup>			1.43%		1.23%	

Panel B: F test (Chow Test)

應變數	CAR(-8,1)		CAR(-5,1)	
檢定： $\gamma_2 = \gamma_3 = 0$	F 統計量	26.55 <sup>***</sup>	F 統計量	21.40 <sup>***</sup>
檢定： $\gamma_2 + \gamma_3 = 0$	F 統計量	0.00	F 統計量	1.30
檢定： $\gamma_2 = \gamma_3 = \gamma_6 = \gamma_7 = 0$	F 統計量	28.43 <sup>***</sup>	F 統計量	20.56 <sup>***</sup>
檢定： $\gamma_2 + \gamma_3 + \gamma_6 + \gamma_7 = 0$	F 統計量	0.26	F 統計量	1.07
檢定： $\gamma_4 = \gamma_5 = 0$	F 統計量	8.17 <sup>***</sup>	F 統計量	3.54 <sup>**</sup>
檢定： $\gamma_4 + \gamma_5 = 0$	F 統計量	3.77 <sup>*</sup>	F 統計量	0.23
檢定： $\gamma_4 = \gamma_5 = \gamma_6 = \gamma_7 = 0$	F 統計量	35.27 <sup>***</sup>	F 統計量	16.82 <sup>***</sup>
檢定： $\gamma_4 + \gamma_5 + \gamma_6 + \gamma_7 = 0$	F 統計量	68.04 <sup>***</sup>	F 統計量	56.55 <sup>***</sup>

\*\*\*、\*\*、\* 分別表示達 1%、5% 及 10% 之顯著水準。各變數定義詳見表 3。

### (三) 考量隨機效果及固定效果模型

由於本研究的樣本數高達 59,298 個，樣本期間達 60 個月（自 2010 年至 2015 年的 3 月至 12 月），公司家數超過 1,000 家，所採用的資料為大樣本的 Panel data，因此另外考量個別公司是否具有隨機效果 (random effect) 及各樣本期間是否有固定效果 (fixed effect) 的迴歸模型。本研究分別用下列模型，再行檢測假說一及假說二：



$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 US_{it} + \beta_2 CHANGE_{it} + \beta_3 CHANGE_{it} \times US_{it} + u_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$CAR_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 US_{it} + \gamma_2 GN_{it} + \gamma_3 GN_{it} \times US_{it} + \gamma_4 CHANGE_{it} + \gamma_5 CHANGE_{it} \times US_{it} + \gamma_6 CHANGE_{it} \times GN_{it} + \gamma_7 CHANGE_{it} \times GN_{it} \times US_{it} + u_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

根據迴歸模型(3)，以應變數為  $CAR(-8,1)$ 而言，Hausman 檢定的 m 統計量為 12.52，達 1%的顯著水準；以應變數為  $CAR(-5,1)$ 而言，Hausman 檢定的 m 統計量為 6.12，達 5%的顯著水準，所以應採用固定效果模型，無須考量個別公司的隨機效果。表 9 列示迴歸模型(3)採用固定效果迴歸分析的結果，顯示未預期營收 ( $US$ ) 與編製基礎變動及未預期營收交乘項 ( $CHANGE \times US$ ) 的迴歸係數 (0.0141 與 0.0081) 都有達 1%的顯著水準，本研究另以 Wald test 分別去檢測這二個迴歸係數 ( $\beta_2 = \beta_3 = 0$ ) 是否同時顯著大於零，以及這兩個迴歸係數之合計數 ( $\beta_2 + \beta_3$ ) 是否顯著大於零，結果顯示假說一 (編製基礎變動後的合併月營收資訊內涵大於編製基礎變動前的個別月營收) 仍然獲得支持。

表 9 編製基礎變動前後營收資訊內涵比較之固定效果迴歸分析 (N=59,298)

Panel A:

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 US_{it} + \beta_2 CHANGE_{it} + \beta_3 CHANGE_{it} \times US_{it} + u_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

變數	應變數		$CAR(-8,1)$		$CAR(-5,1)$	
	預期方向	係數	t 統計量	係數	t 統計量	
截距項		-0.0036	-1.47	-0.0013	-0.77	
$US$	+	0.0141***	17.12	0.0117***	17.08	
$CHANGE$	+	0.0044	1.26	0.0006	0.22	
$CHANGE \times US$	+	0.0081***	6.27	0.0011***	5.68	
$R^2$			1.30%		1.23%	
Hausman m 統計量			12.52**		6.12**	

Panel B: Wald test

	應變數	$CAR(-8,1)$		$CAR(-5,1)$	
檢定： $\beta_2 = \beta_3 = 0$		$\chi^2$ 統計量	41.31***	$\chi^2$ 統計量	32.29***
檢定： $\beta_2 + \beta_3 = 0$		$\chi^2$ 統計量	11.66***	$\chi^2$ 統計量	4.52**

\*\*\*、\*\*、\* 分別表示達 1%、5% 及 10% 之顯著水準。各變數定義詳見表 3。

至於迴歸模型(4)，以應變數為  $CAR(-8,1)$ 而言，Hausman 檢定的 m 統計量為 37.01，達 1%的顯著水準；以應變數為  $CAR(-5,1)$ 而言，Hausman 檢定的 m 統計量為 21.07，達 5%的顯著水準，所以應採用固定效果模型，無須考量個別公司的隨機效果。表 10 的結果與表 6 相類似，相對於編製基礎變動之前，編製基礎變動之後，當公司宣告好消息時，顯著具有增額資訊內涵，假說二獲得部分支持。

表 10 編製基礎變動前後好壞消息對營收資訊內涵影響比較之固定效果迴歸分析  
(N=59,298)

Panel A:					
$CAR_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 US_{it} + \gamma_2 GN_{it} + \gamma_3 GN_{it} \times US_{it} + \gamma_4 CHANGE_{it} + \gamma_5 CHANGE_{it} \times US_{it} + \gamma_6 CHANGE_{it} \times GN_{it} + \gamma_7 CHANGE_{it} \times GN_{it} \times US_{it} + u_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$					
應變數		CAR(-8,1)		CAR(-5,1)	
變數	預期方向	係數	t 統計量	係數	t 統計量
截距項		-0.0050**	-1.97	-0.0024	-1.33
US	+	0.0164***	5.47	0.0117***	4.68
GN	?	0.0047***	4.96	0.0029***	3.78
GN×US	?	-0.0077**	-2.39	-0.0029	-1.10
CHANGE	+	0.0029	0.82	-0.0013	-0.53
CHANGE×US	+	-0.0004	-0.09	0.0018	0.52
CHANGE×GN	?	0.0014	1.05	0.0001	0.93
CHANGE×GN×US	?	0.0080	1.72	0.0035	0.90
R <sup>2</sup>			1.47%		1.33%
Hausman m 統計量			37.01***		21.07**
Panel B: Wald test					
應變數		CAR(-8,1)		CAR(-5,1)	
檢定：γ <sub>2</sub> =γ <sub>3</sub> =0		χ <sup>2</sup> 統計量	51.69***	χ <sup>2</sup> 統計量	24.17***
檢定：γ <sub>2</sub> +γ <sub>3</sub> =0		χ <sup>2</sup> 統計量	0.66	χ <sup>2</sup> 統計量	0.00
檢定：γ <sub>2</sub> =γ <sub>3</sub> =γ <sub>6</sub> =γ <sub>7</sub> =0		χ <sup>2</sup> 統計量	103.77***	χ <sup>2</sup> 統計量	56.19***
檢定：γ <sub>2</sub> +γ <sub>3</sub> +γ <sub>6</sub> +γ <sub>7</sub> =0		χ <sup>2</sup> 統計量	2.69	χ <sup>2</sup> 統計量	1.95
檢定：γ <sub>4</sub> =γ <sub>5</sub> =0		χ <sup>2</sup> 統計量	0.75	χ <sup>2</sup> 統計量	0.73
檢定：γ <sub>4</sub> +γ <sub>5</sub> =0		χ <sup>2</sup> 統計量	0.17	χ <sup>2</sup> 統計量	0.01
檢定：γ <sub>4</sub> =γ <sub>5</sub> =γ <sub>6</sub> =γ <sub>7</sub> =0		χ <sup>2</sup> 統計量	31.54***	χ <sup>2</sup> 統計量	24.85***
檢定：γ <sub>4</sub> +γ <sub>5</sub> +γ <sub>6</sub> +γ <sub>7</sub> =0		χ <sup>2</sup> 統計量	10.16**	χ <sup>2</sup> 統計量	3.32*

\*\*\*、\*\*、\* 分別表示達 1%、5% 及 10% 之顯著水準。各變數定義詳見表 3。

## 伍、結論

從 1968 年 Ball and Brown 開啟探討會計盈餘與股價間關係的研究，說明盈餘具有資訊內涵以來，財務報表上各項財務資訊及其相關延伸議題都成為財會研究的重點。再加上這幾年來全世界各個國家陸續開始採行國際會計準則，準則變動致使財務資訊實質內容或形式位置改變，而其資訊內涵是否受到影響，更引起關注。台灣

資本市場獨特的規定：我國上市櫃公司必須在每月 10 日之前，公告上個月的月營業收入金額，這個月營收公告成了台灣資本市場中特有的財務資訊，在台灣的資本市場中成為是一個發布頻率規則並及時的重要資訊來源。同時台灣也在 2013 年開始全面採用 IFRS，月營收資訊的內容跟隨 IFRS 的規定，編製基礎由個別營收轉變成合併營收，產生實質內容的改變。理論上合併營收才能讓投資人看到公司的經營全貌，也可以避免公司有運用母子公司間交易虛增營收的操控空間。因此，本研究想來探討這麼一個財務資訊的改變，台灣資本市場的投資人如何反應？

實證的結果顯示：第一、就研究窗期  $CAR(-8,1)$  而言，編製基礎變動後之虛擬變數及與未預期營收之交乘項其迴歸係數皆為正向達 1% 的顯著水準， $CAR(-5,1)$  的部分，編製基礎變動後之虛擬變數雖為負向但未達任何顯著水準，與未預期營收之交乘項之係數則呈現正向達 1% 的顯著水準。再採 Chow test 分別檢測這兩個係數與兩個係數合計數，無論研究窗期  $CAR(-8,1)$  或  $CAR(-5,1)$ ，顯示皆顯著大於零，表示編製基礎變動後的合併月營收相對於編製基礎變動前的個別月營收，其資訊內涵確實提高。第二、進一步將月營收結果，依未預期營收是否大於零分成好、壞消息，來檢視編製基礎變動之後與之前是否有區別。採 Chow test 檢測後發現：編製基礎變動之後，無論研究窗期  $CAR(-8,1)$  或  $CAR(-5,1)$ ，當公司宣告營收好消息（未預期營收  $>0$ ）時，相對於編製基礎變動之前宣告好消息，具有顯著增額資訊內涵，這也顯示在採用合併報表因已進行內部交易的沖銷，相對於之前個別報表，其合併月營收更為精實，投資人對好消息的宣告將更有反應。此外，在編製基礎變動之後，好消息相對於壞消息略有增額資訊內涵，達 10% 顯著水準，這也可能因為合併報表的影響，因已沖銷內部交易，營收的資訊更可信，投資人對好消息更具信心，較有反應；而對壞消息有最壞底線的考量，反應較小。最後，為增加研究之效度（validity）及強度（robustness），分別加入包含台灣農曆年長假一、二月的全年度作為樣本期間，及考量大樣本下個別公司是否有隨機效果、各樣本期間是否有固定效果等敏感性分析，其結果沒有重大差異。

月營收公告是台灣特有的財務資訊來源，幾乎研究的文獻都證實具備資訊內涵，所以本研究的實務意涵是：可以提醒投資人應該要將月營收資訊納入投資的決策要素中，以做及時性的反應，也可以提供給其他國家資本市場的主管機關，做為提供頻率更高、規則性更高、更及時財務資訊的重要參考。再者，採用 IFRS 後造成營收編製基礎改變，所要求的合併月營收比個別月營收，具有較高的資訊內涵，也表示編製基礎要求月營收公告的修改，更貼切反映企業經濟實質，有助於主管機關、準則制定者與投資人瞭解採用營收編製基礎改變後對市場所造成之影響。

## 參考文獻

- 王朝正，2007，母公司月營收與合併月營收之資訊內涵與盈餘預測能力之比較，國立臺北大學會計學研究所未出版碩士論文。
- 王蘭芬，2018，採用 IFRS 後廉價購買利益價值攸關性之研究—與其他盈餘組成部份之比較，東吳經濟商學學報，第 96 期：1-34。
- 后祥雯，1996，月營收時間序列暨其有用性之探討，致理技術學院會計資訊系（科）教師專題研究計畫。
- 李淑華、謝佩蓁、馬英華與蔡彥卿，2019，採用 IFRS 後商譽及廉價購買利益之價值攸關—以臺灣為例，會計評論，第 69 期：83-129。
- 何秀芳，2000，再論月營收公告之資訊內涵，國立臺灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
- 沈勤瑋，2015，每月營收公告對投資人決策之影響，國立臺灣大學國際企業學研究所未出版碩士論文。
- 吳幸姬與李顯儀，2006，產業月營收變化與股價報酬的關聯性之研究，管理科學研究，第 3 卷第 2 期：61-74。
- 金成隆與張耿尉，1998，月營收/報酬關聯性之研究，管理評論，第 17 卷第 3 期：61-83。
- 張仲岳，2001，損益表之分類與獲利能力之預測，當代會計，第 2 卷第 1 期：1-17。
- 劉昱伶，2016，公司規模、資訊移轉與營收公告股價反應，中山大學財務管理學系研究所未出版碩士論文。
- 劉毅馨與蔡彥卿，2006，月營收宣告期間私有資訊交易之探究，管理與系統，第 13 卷第 1 期：47-76。
- 顏信輝、張瑀珊與鄭力尹，2016，直接採用 IFRS 前後財務報表資訊內涵之比較，會計評論，第 62 期：33-74。
- 簡雪芳，1998，月營收公告資訊內涵之相關研究，國立臺灣大學商學研究所未出版博士論文。
- 顧廣平，2017，月營收宣告與行為偏誤，中山管理評論，第 25 卷第 1 期：63-100。
- Ball, R., and P. Brown. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6 (2): 159-178.
- Barth, M. E., W. R. Landsman, and M. H. Lang. 2008. International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research* 46 (3): 467-498.
- Basu, S. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24 (1): 3-37.
- Beaver, W. H. 1968. The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research* 6: 67-92.

- Beaver, W. H., R. Clarke, and W. F. Wright. 1979. The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors. *Journal of Accounting Research* 17 (2): 316-340.
- Beaver, W., R. Lambert, and D. Morse. 1980. The information content of security prices. *Journal of Accounting and Economics* 2 (1): 3-28.
- Beaver, W. H., M. F. McNichols, and Z. Z. Wang. 2018. The information content of earnings announcements: New insights from intertemporal and cross-sectional behavior. *Review of Accounting Studies* 23: 95-135.
- Brown, P., and J. W. Kennelly. 1972. The information content of quarterly earnings: An extension and some future evidence. *The Journal of Business* 45 (3): 403-415.
- DeFond, M., M. Hung, and R. Trezevant. 2007. Investor protection and the information content of annual earnings announcements: International evidence. *Journal of Accounting and Economics* 43 (1): 37-67.
- El-Gazzar, S. M. 1998. Predisclosure information and institutional ownership: A cross-sectional examination of market revaluations during earnings announcement periods. *The Accounting Review* 73 (1): 119-129.
- Ertimur, Y., J. Livnat, and M. Martikainen. 2003. Differential market reactions to revenue and expense surprises. *Review of Accounting Studies* 8: 185-211.
- Ertimur, Y., W. J. Mayew, and S. R. Stubben. 2011. Analyst reputation and the issuance of disaggregated earnings forecasts to I/B/E/S. *Review of Accounting Studies* 16: 29-58.
- Fama, E. F. 1976. *Foundations of Finance*. New York, NY: Basic Books.
- Fama, E. F., and K. R. French. 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *The Journal of Financial Economics* 33 (1): 3-56.
- Griffin, J. M., X. Ji, and J. S. Martin. 2005. Global momentum strategies. *Journal of Portfolio Management* 31 (2): 23-39.
- Hayn, C. 1995. The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics* 20 (2): 125-153.
- Iatridis, G., and S. Rouvolis. 2010. The post-adoption effects of the implementation of International Financial Reporting Standards in Greece. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 19 (1): 55-65.
- Jegadeesh, N., and J. Livnat. 2006. Revenue surprises and stock returns. *Journal of Accounting and Economics* 41 (1-2): 147-171.
- Keung, E. C. 2010. Do supplementary sales forecasts increase the credibility of financial analysts' earnings forecasts? *The Accounting Review* 85 (6): 2047-2074.
- Kormendi, R., and R. Lipe. 1987. Earnings innovations, earnings persistence, and stock returns. *The Journal of Business* 60 (3): 323-345.

- Landsman, W. R., E. L. Maydew, and J. R. Thornock. 2012. The information content of annual earnings announcements and mandatory adoption of IFRS. *Journal of Accounting and Economics* 53 (1-2): 34-54.
- Lang, M. 1991. Time-varying stock price response to earnings induced by uncertainty about the time-series process of earnings. *Journal of Accounting Research* 29 (2): 229-257.
- Lasser, D. J., X. Wang, and Y. Zhang. 2010. The effect of short selling on market reactions to earnings announcements. *Contemporary Accounting Research* 27 (2): 609-638.
- Paglietti, P. 2009. Earnings management, timely loss recognition and value relevance in Europe following the IFRS mandatory adoption: Evidence from Italian listed companies. *Economia Aziendale Online* 1 (4): 97-117.
- Scott, W. R. 2015. *Financial Accounting Theory*. 7th ed. NJ: Pearson Prentice Hall.
- Swaminathan, S., and J. Weintrop. 1991. The information content of earnings, revenues, and expenses. *Journal of Accounting Research* 29 (2): 418-427.