

南華大學

財務金融學系財務管理碩士班碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION  
GRADUATE OF FINANCIAL MANAGEMENT  
NAN HUA UNIVERSITY

投資人情緒、分析師盈餘預測誤差與股價報酬率：

投資組合的實證分析

INVESTOR SENTIMENT, ANALYST'S EARNING FORECAST ERRORS, AND  
STOCK RETURNS: EMPIRICAL ANALYSIS ON INVESTMENT PORTFOLIO

研究生：邱小甄

GRADUATE STUDENT: HSIAO-CHEN CHIU

指導教授：陳昇鴻 博士

ADVISOR: SHENG-HUNG CHEN, PH.D.

中華民國 105 年 7 月

# 南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

## 碩 士 學 位 論 文

投資人情緒、分析師盈餘預測誤差、與股價報酬率：投資組合的實證分析

INVESTOR SENTIMENT, ANALYST'S EARNING FORECAST ERRORS,  
AND STOCK RETURNS: EMPIRICAL ANALYSIS ON INVESTMENT  
PORTFOLIO

研究生： 邱小甄

經考試合格特此證明

口試委員：  
陳昇鴻  
邱魏頌正  
張瑞真

指導教授：陳昇鴻

系主任(所長)：吳萬益

口試日期：中華民國 105 年 5 月 30 日

# 謝 辭

時光飛逝、歲月如梭，在南華的研究生生活隨著論文的完成而畫下句點。能夠順利完成碩士學位，首先最要感謝的是我的指導教授：陳昇鴻博士。大學到研究所，在課業、生活上都能保持樂觀的心態，不斷地給予我支持及鼓勵，甚至在他身上看到了我所嚮往的能力及未來，雖然偶爾喜歡開開老師玩笑，叫老師不要再吃了，但對老師的尊敬及感謝是不會少的，真的很謝謝陳昇鴻老師，在我研究生生活中添了不少的快樂回憶。

再來，感謝我的好戰友佩姍，同班了六年一起共患難、鼓勵支持對方，有苦有笑，這些回憶是寶貴的。謝謝我的男友瑋倫，當我的垃圾桶任由我發洩，在我壓力大的時候，適當給我鼓勵。謝謝我在圖書館工讀的老闆梅香姊，就像我的姐姐一樣照顧及支持我，還有感謝碩班的同學盈儒、劉哲穎-丁丁、筱婷、靜美、淑婷、盛智、佳諺，能一起上課互相加油打氣，督促彼此進度，超感謝你們的。

最後，感謝我的家人對我無條件的鼓勵與支持，讓我能專心地在課業上有所發揮，如果沒有我的爸媽，就不會有今天的我。結束了學生生涯，雖有點依依不捨，但還是要踏入職場，相信這兩年的所學能夠讓我在職場上能好好發揮，不辜負大家的期望。

邱小甄

撰於 2016 年 7 月

# 南華大學財務管理研究所 104 學年度第 2 學期碩士論文摘要

論文題目：投資人情緒、分析師盈餘預測誤差與股價報酬率：投資組合的實證分析

研究生：邱小甄

指導教授：陳昇鴻 博士

## 中文摘要

### 論文摘要內容：

本研究使用 2007 年 1 月至 2016 年 2 月間分析師盈餘預測資料，以實證分析投資人情緒、分析師盈餘預測誤差對投資組合股價報酬率的影響。實證結果指出在本研究所有期間，當期分析師盈餘預測誤差，不論哪一種投資組合持有一年都具有顯著的正報酬率，但是高與低分析師盈餘預測誤差之投資組合不具統計上顯著的差異性。就不同狀態的投資人期間來看，首先，在投資人情緒高漲期間，分析師盈餘預測誤差僅最低的投資組合在持有一個月皆具有顯著的正報酬率，但是最高與最低分析師盈餘預測誤差之投資組合不具統計上顯著的差異性。其次，在投資人情緒平穩期間，分析師盈餘預測誤差最高投資組合在持有一年都具有顯著的正報酬率。但是高低分析師盈餘預測誤差之投資組合不具統計上顯著的差異性；最後，在投資人情緒低落期間，分析師盈餘預測誤差不論哪一種投資組合持有 9 個月都具有顯著的正報酬率，但是最高與最低分析師盈餘預測誤差之投資組合不具統計上顯著的差異性。

**關鍵詞：**投資人情緒；分析師預測；盈餘預測誤差；股價報酬；投資組合分析

**Title of Thesis :** INVESTOR SENTIMENT, ANALYST'S EARNING FORECAST ERRORS, AND STOCK RETURNS: EMPIRICAL ANALYSIS ON INVESTMENT PORTFOLIO

**Name of Institute:** Institute of Financial Management, Nan Hua University

**Graduate date:** July 2016                      **Degree Conferred:** M.B.A.

**Name of student:** Hsiao-Chen Chiu   **Advisor:** Sheng-Hung Chen, Ph.D.

## **Abstract**

Using the data on security analyst for earning forecast over January 2007 to February 2016, this thesis empirically explores the impacts of investor's sentiment and earning forecast errors on stock returns based on portfolio analysis. Empirical results indicate that during the all sample period current earning forecast errors have significant impacts on stock returns for all ranking combinations, but there is no significant difference in the high and low earning forecast errors. Regarding the different states of investor's sentiment, during the period of higher investor's sentiment, the lowest portfolios sorted by earning forecast errors show significant and positive returns. Moreover, during the period of moderate investor's sentiment, the lowest portfolios sorted by earning forecast errors also present significant and positive returns. Finally, during the period of lower investor's sentiment, the lowest portfolios sorted by earning forecast errors show significant and positive returns over nine months. However, differences between high and low sorted by earning forecast errors for all portfolios exhibit insignificance for the stock returns.

**igKeywords:** Investor Sentiment; Analyst's Forecast; Earning Forecast Errors; Stock Returns; Portfolio Analysis

# 目 錄

謝辭.....	i
中文摘要.....	ii
英文摘要.....	iii
目錄.....	iv
表目錄.....	v
圖目錄.....	vi
附錄圖目錄.....	vii
<b>第一章、緒論.....</b>	<b>1</b>
第一節、研究背景.....	1
第二節、研究動機.....	4
第三節、研究目的.....	5
<b>第二章、文獻回顧.....</b>	<b>6</b>
第一節、分析師提供的文獻資訊顯著的影響公司價值的市場評價.....	6
第二節、分析師誘因趨向於盈餘預測導致公司績效偏誤的預測.....	10
第三節、檢驗是否投資人理性的預測.....	14
<b>第三章、研究設計與資料.....</b>	<b>16</b>
第一節、理論基礎分析.....	16
第二節、估計特徵預測值.....	20
第三節、資料來源.....	21
<b>第四章、實證結果與分析.....</b>	<b>22</b>
第一節、基本分析.....	22
第二節、分析師盈餘預測誤差對股價報酬率的影響.....	23
第三節、投資人情緒對分析師盈餘預測誤差投資組合報酬的影響.....	24
<b>第五章、結論.....</b>	<b>27</b>
<b>參考文獻.....</b>	<b>28</b>

# 表目錄

表 1 投資人情緒對分析師盈餘預測誤差投資組合報酬的影響.....25



## 圖目錄

圖 1-1	台灣 CCI-未來半年投資股票時機(指數).....	3
圖 5-1	分析師預測目標股價上、下限分布趨勢.....	22
圖 5-2	分析師預估稅後今年EPS分布趨勢.....	23
圖 5-3	分析師預估稅後明年EPS分布趨勢.....	23



## 附錄圖目錄

附圖 1	IPO 上市蜜月期報酬率(200101-201602)	38
附圖 2	IPO 5 日報酬率(200101-201602)	38
附圖 3	市場週轉率(200101-201602)	39
附圖 4	IPO 家數(200101-201602)	39
附圖 5	現金股利率(200101-201602)	40
附圖 6	成交值(百萬元)(200101-201602)	40
附圖 7	現金增資(權益增資)(百萬元)(200101-201602)	41
附圖 8	新股發行比率(200101-201602)	41
附圖 9	融資變動比率(張)(200101-201602)	42
附圖 10	融券變動比率(張)(200101-201602)	42
附圖 11	融資變動比率(千元)(200101-201602)	43
附圖 12	融券變動比率(千元)(200101-201602)	43
附圖 13	融資增減(張)(200101-201602)	44
附圖 14	融券增減(張)(200101-201602)	44
附圖 15	融資增減(千元)(200101-201602)	45
附圖 16	融券增減(千元)(200101-201602)	45
附圖 17	券資比(200101-201602)	46
附圖 18	委買委賣比(筆數) (200101-201602)	46
附圖 19	委買委賣比(張數) (200101-201602)	47

# 第一章、緒論

## 第一節、研究背景

證券分析師藉由估計公司未來的獲利性，對公司進行權益評價與證券分析，特別是透過評價過程轉換及結合公開與私有資訊的過程，形成對公司未來盈餘的預測。然而，過去大量的文獻著重於財務、經濟學以及公司會計資訊使用，並賦予這些預測在投資決策的高度關注，尤其是分析師與盈餘預測對於最終使用者間可能存在誘因不一致的問題，相關文獻如：Dugar and Nathan (1995)、Das, Levine, and Sivaramakrishnan (1998)、Lin and McNichols (1998)、Michaely and Womack (1999) 以及 Dechow, Hutton, and Sloan (2000)等學者，皆提出顯著的證據觀點，並指出當投資人過度信賴分析師的預測時，可能導致公司價值偏誤的錯估。

近年，So (2013)指出當投資人過度看重分析師預測時，公司股價報酬可能表現出沒有充分反應分析師預測誤差可預測的成分，此現象與先前的研究結論產生互相衝突的論點。強調傳統的估計方法存在顯著的偏誤，並且發展出新的估計方法，嘗試降低過去普遍存在的偏誤。藉由估計特徵性的預測來凸顯公司現在的特性，如何反應到未來盈餘預測上，尤其是對照特徵性與分析師預測兩方面，來分析預測的誤差與修正。進一步發現，公司股價異常報酬存在於藉由被預測估計誤差排序後所形成的投資策略，此結果與投資人過度重視分析師預測和可預測的偏誤有關，凸顯分析師的預測影響股價的重要資訊內涵。

來自於這方面文獻的共同證據皆認為，對於分析師預測的信賴可以產生公司價值偏誤估計結果。這問題已經強烈鼓舞研究者進一步發展對應的實證技術，以認定分析師預測錯誤可預測的主成分，特別是這些技術的發展也反應出對於哪些資訊可以被反應在股價中能有更好的理解。當投資人過度重視分析師預測時，就

某種程度而言，公司的股價可能較不會完全反應出盈餘的消息與可預測的分析師預測偏誤之間存在高度關聯性。基本上，過度重視可被定義為投資人加權訊息已超過最適貝氏權重下所形成對未來盈餘的預期。因此，如果過度重視是一種系統性的現象，則可預測誤差的認定在限制公司股價表現上是有用的。基於上市的研究目的所啟發 So (2013)研究，主要目的為投資人是否系統性地過度重視分析師的盈餘預測。Hughes, Liu, and Su (2008)認為投資人不會過度重視分析師預測，也發現可將預測分析師預測錯誤高低來排序公司的策略，無法產生異常報酬並將此發現歸因於市場效率與可預測分析師錯誤的主成分有關。然而 So (2013)研究質疑此發現可能不是導源於市場效率，而是研究方法所反映的結果來取代。

傳統預測分析師預測的方法被 Hughes, Liu, and Su(2008)及其他學者所採用，主要是透過迴歸已實現分析師預測錯誤對落遲與實現分析師預測錯誤公開可觀察到的公司特徵。估計的係數被應用在現在的特徵以產生對未來預測錯誤的最佳預測。So (2013)證明傳統的方法可以引進偏誤到可預測的分析師預測錯誤中。偏誤因而浮現，不管何時可觀察到的公司特徵被使用去預測分析師預測錯誤上，並與無法觀察到的投入要素與分析師預測有關，例如分析師誘因的不一致或私有資訊。可被預測的分析師預測錯誤可能會一致性的高於或低於已實現分析師預測錯誤，依據估計符號及變數相關性的強度而定。再者，在被預測分析師預測錯誤中的偏誤在共識間可能存在變異，因而，限制在橫斷面上有意義的篩選股票的能力。因為過度重視的檢測相當依賴被預測錯誤高低條件下，篩選公司並評估是否投資人過度重視分析師預測，是不同於沒有針對此方法所進行的估計。投資人情緒指數越高，表示投資人情緒高漲。

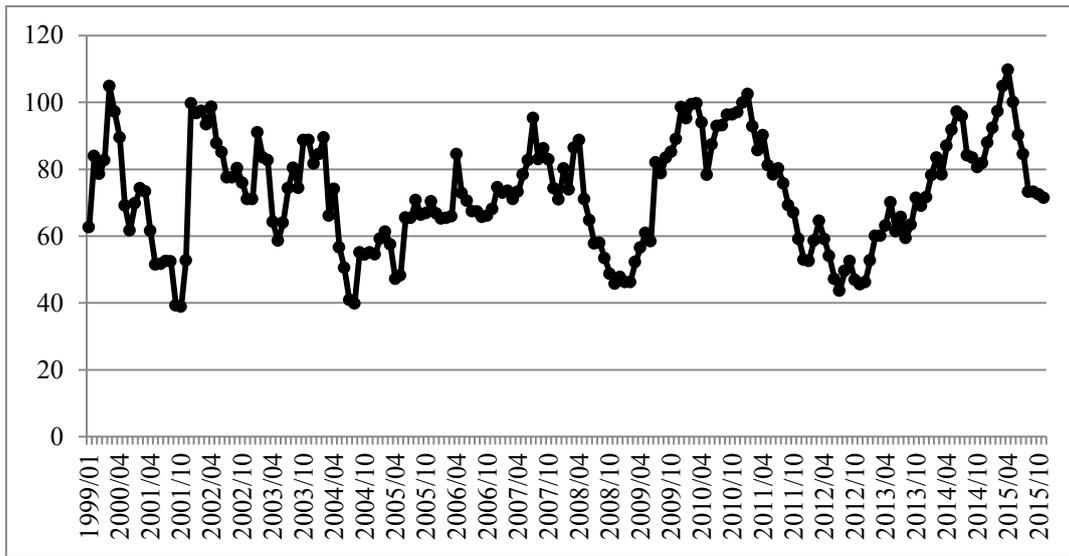


圖 1-1. 台灣消費者信心指數 (Consumer Confidence Index, CCI) -未來半年投資股票時機(指數)

假定當仰賴分析師預測時所產生的潛在評價錯誤，執行一系列的檢測，檢驗投資人是否過度看重分析師預測。使用簡單兩期的架構，建立研究者如何精準地檢測，效率市場的權重藉由將未來報酬與特徵及分析師預測之間的差異有關。為了執行這個檢測，發展一個新的衡量，被視為特徵預測樂觀主義，定義為事前特徵預測減掉現行共同的預測，其中較高的價值對應到公司其特徵釋放未來盈餘超過分析師評估的訊息，發現一致性的異常報酬，針對以下的策略及買進特徵預測樂觀值的最高份量，同時賣出最低份量的公司股票，並與投資人系統性地過度重視分析師預測及忽視特徵的預測。此簡單且非條件份量策略平均產生每年 5.8%的報酬率，依據樣本外的檢測結果。

策略性的報酬率顯著地增加經由文字分析，同時表現一系列與公司有關的直覺相關。在條件檢測結果下，公司其股價高度敏感受到公司盈餘消息的影響及股票每年可增加 9.4%。相似地，特徵預測樂觀主義是相當強的，小公司間的報酬預測值，其中，公司具備歷史性令人失望的盈餘以及公司存在低的財務透明度。這

些結果與投資人傾向於過度看重分析師預測，在公司存在不佳的訊息環境或當投資人對於印製當期與未來盈餘之間存在不確定性。另一個解釋，這些發現的理由是為報酬率的可預測性加強對評價風險與特徵預測樂觀主義有關而有所反應。為了減緩風險基礎的解釋，指出報酬率的可預測性與 Fama and French 風險調整與標準風險控制在橫斷面檢測具穩健性。特徵預測樂觀主義對預測報酬率的能力是非常明顯優於盈餘宣告後的變動、動能、應計項目異常報酬、相對價值策略以及投資人對分析師長期成長預測，揭序盈餘宣告的報酬率，與分析師預測離散釋放盈餘消息的訊號並不反應在即時過程下的股價。綜合上述所言，報酬預測的強度與一致性從先前研究的觀點來看，指出投資人有效地加權分析師預測的觀點是令人震驚的。這些發現的中心啟示，指出投資人無法完全忽視可預測的偏誤在分析師的預測中，

因此，分析師預測的扭曲可能影響股價的資訊內容。這些發現，建議監管者應該關心，不僅分析師預測錯誤的扭曲差異地影響不同類型的投資人福利(例如散戶及機構投資人以及如何影響資本的效率配置)。兩個額外的檢測比較特徵方法及傳統迴歸基礎配置對過去預測錯誤上。第一，配置過去的預測錯誤到相同的公司特性使用當建立特徵預測，即顯示特徵顯著地表現優異於傳統方法在預測分析師錯誤、預測修正以及未來報酬。第二，比較特徵預測樂觀主義的預測能力與兩種線型預測錯誤的預測模型，並在一次發現偏好使用特徵方法的有利證據。

## 第二節、研究動機

本研究依據 So (2013)所提出的新方法為結構式估計，來預測分析師預測錯誤，產生許多問題阻礙傳統方法。新方法也涉及歷史性估計關係的使用，但轉移到未

來盈餘的預測焦點上，而非使用迴歸基礎對過去預測錯誤的配適，此方法對偏誤估計較不敏感，並對已實現分析師預測錯誤及未來報酬上提供顯著的可預測性能力。所強調的方法被提及為特徵性方法來預測分析師預測錯誤。這名詞反應了我們對照分析師盈餘預測及盈餘的特徵性預測，這 2 個預測都被衡量以公司每年盈餘宣告前數月間建立特徵性的預測值，藉由配置現在的盈餘對公司特徵使用 Fama and French (2000) 在未來獲利性的錯誤上：落遲的盈餘、帳面價值、應記項目、資成長、股利、以及股價。So (2013) 研究估計合併橫斷面迴歸式，來捕捉大樣本介於盈餘及弱遲的公司特徵之間的關係。應用歷史的被估計係數，對公司最近的特徵來產生對未來盈餘的事前預測值，並證明特徵性預測值是已實現盈餘的可預測不偏估計量，並且對照這些不偏預測值與賣方分析師所發布的資料對照，當對照特徵與分析師預測時，許多有趣的模式浮現出來。第一，公司的特徵性預測超過平均分析師預測的公司傾向於實現盈餘超過平均值。第二，當分歧意見存在時，分析師揭序修正他們的預測與特徵的預測值一致，並導致盈餘宣告。第三，分析師便容易提出投資推薦當特徵預測超過平均得分析師預測值。這些結果建議分析師對於納入特徵預測所涵蓋的速度較慢當預測未來公司表現或是導致實質的評價錯誤。

### 第三節、研究目的

本研究主要目的為：

- 第一，編制投資人情緒指數。
- 第二，分析師盈餘預測誤差的投資組合分析。
- 第三，投資人情緒對分析師盈餘預測誤差投資組合之影響。

## 第二章、文獻回顧

本研究與三個主要文獻有關，第一個主要文獻顯示分析師提供的文獻資訊顯著的影響公司價值的市場評價。第二個主要文獻提供分析師誘因趨向於盈餘預測導致公司績效偏誤的預測最終使用者，可能存在誘因不一致的動機所驅使。第三個主要文獻主要檢驗是否投資人情緒及理性的預測。並進行可預測的偏誤在分析師基礎下的訊號，以下評論這些主流文獻之間的連結，並藉由檢驗未來分析師預測錯誤的可預測性，以及是否投資人系統性的高估分析師的預測。

### 第一節、分析師提供的文獻資訊顯著的影響公司價值的市場評價

#### 一、盈餘預測

在效率市場中，證券市場具有半強式效率，根據 Givoly and Lakonishok(1979) 探討分析師盈餘預測的資訊內涵與驗證半強式效率市場的研究中，以分析師盈餘預測調整為訊息，利用市場模式計算其累計異常報酬，以觀察市場對分析師預測修正的反應狀況，並以此推論證券市場具半強式效率。

過去研究指出分析師所發佈的盈餘預測和股票推薦對於投資人的投資決策具有重大影響力，因為分析師擁有專業、資訊和時間的優勢(Kross, Ro and Schroeder, 1990)，藉由各種資訊管道，將所獲得的公有和私有資訊加以整合分析，形成盈餘與價格預測、股票推薦及對公司前景的預期報告。Brown and Kim (1991) 探討分析師即時性預測是否為較佳之“市場盈餘預期”代理指標的研究中，以分析師盈餘預測誤差與超額報酬的相關程度作檢測，研究結果顯示分析師即時性預測與超額報酬的相關程度，高於年底前所有預測平均數與超額報酬間的相關程度，證實分析

師即時性預測為較佳之市場盈餘預期代理指標。

不同於其他相關研究文獻在於關注於可預測性的誤差而非投資推薦或成長方案。關注於盈餘預測有以下幾點重要的好處：(1)分析師的預測誤差關於盈餘的誤測相對於買或賣的推薦或成長的預測容易被衡量，因此可衡量性促進分析師分析誤差的強度，分析師誤差強度的比較以及在投資人預測上的修正，如果投資人過度看重分析師的預測，錯誤定價應該被等比例的與可預測分析師誤差的強度，因此關注於預測誤差對於投資人如何加權分析師所提供的資訊可進行更精準的檢驗做出實質的貢獻。(2)分析師盈餘預測更廣泛的比推薦或成長的關注更容易被獲得，因此允許市場加權對更廣泛的樣本公司的檢測。(3)分析師盈餘預測錯誤可以在相對短的期間內被公開地觀察的到，使得過度看中的結果對於研究設計問題的敏感度較不敏感，例如存活性偏誤或省略變數偏誤主要來自於分析師錯誤與報酬的衡量上的變異性。

## 二、預測誤差

關於潛在的錯誤評價，許多研究尋找決定投資人如何使用分析師所提供的資訊，特別是當形成績表現預期的時候。例如 Mikhail, Walther, and Willis (2007) and Malmendier and Shanthikumar (2007) 發現小額投資人較傾向於虧損，藉由交易分析師所推薦的股票。雖然這些學者的發現指出某一部分的投資人過度看重分析師為基礎的訊息，但他們並沒有提供系統性過度重視的證據，因為他們也建立了大額投資人傾向於交易分析師所推薦的股票而獲利。

La Porta (1996)發現分析師長期成長的預測與未來報酬率之間存在負相關，此結果與投資人系統性地過度重視分析師盈餘成長的預測的觀點一致。Dechow and Sloan (1997)提出價值效果來解釋與長期成長預測有關的報酬部位。相似地，Da and Warachka (2011)發現長期成長預測無法預測報酬率過去報酬及分析師預測的歧異。

事實上，也發現比較長短期成長預測，來預測分析師之後的修正歸結投資人輕忽分析師成長預測的資訊內容。

相較下 Hughes, Liu, and Su (2008)發現雖然分析師預測錯誤是可以被預測的，但投資策略針對於探索可預測的成分並沒有產生異常報酬。基於這些發現，Hughes, Liu, and Su (2008)歸結投資人有效率的加權分析師的預測，且股價反應了可被預測的分析師誤差的成分。這個研究的發現建議了 Hughes, Liu, and Su (2008)的結論，在他們方法論上的反應集中導致不確定性的干擾，在可預測分析師預測誤差分析上。

### 三、樂觀預測

Francis and Philbrick (1993)提出的「管理當局關係假說」(management relations hypothesis)解釋分析師傾向提出樂觀盈餘預測之原因，當公司所提供的公開資訊不足時，分析師會較傾向於發布「樂觀預測」，企圖與管理當局建立良好關係，以利接取管理當局之私有資訊而刻意提出超過真實預期之盈餘預測。同時也發現分析師於推薦「出售」股票時較推薦「持有」股票時，更會呈現過度樂觀。Lin (1999)以公有事業為對象，探討分析師股價預測與盈餘預測行為，研究結果指出：(1)分析師對公有事業的盈餘預測有低估的現象，可能原因為當這些公有事業公司盈餘提高時，政府部門會要求其降低費率，因此公司不希望分析師對其盈餘發布樂觀的預測，是以管理當局引導分析師進行較保守的預測。(2)“具有往來關係”之承銷商分析師對公共事業公司的股票評價具有系統性樂觀傾向，然而在盈餘預測上確呈現偏低的情形。分析師較願意報導他們認為具有樂觀前景的公司(McNichols and O'Brien, 1997)，或是當無形資產愈多時，公司股價較無法反應其真實價值，分析師愈有誘因透過私有管道取得資訊並加以報導(Barth, Kasznik and McNichols, 2001)。Lang and Lundholm (1996)發現當公司資訊揭露品質較高，有較多的分析師

報導，預測準確性較高，預測離散度較小。若具有承銷關係的券商，分析師傾向發佈較樂觀的預測(Dugar and Nathan 1995; Lin and McNichols 1998)。相反地，Abarbanell and Lehavy (2003)發現管理當局為了未來能擊敗盈餘預測，一開始會產生較大之悲觀預測。Bonner, Walther and Young (2003)及 Richardson Teoh and Wysocki (2001)研究均發現，分析師對於原來所作之盈餘預測修正，方向上都是隨著時間的經過而往下調整，顯示分析師所做的盈餘預測是過度樂觀的。Dreman and Berry (1995)研究指出，分析師無論在何種景氣循環情況下皆有預測樂觀的傾向。同時 Brown (1997) 的發現修正 Dreman and Berry (1995) 的論點，認為分析師僅在「非 S&P 500」的盈餘預測上會有過度樂觀的現象。

國內研究方面，陳啟文 (2001) 研究結果指出：(1)分析師盈餘預測具有樂觀傾向，且有逐年擴大的趨勢。(2)分析師對好消息會過度反應，對壞消息會有反應不足之現象。(3)在好消息過度反應與壞消息反應不足的現象中，會因公司規模大小、交易週轉率大小與市價淨值比高低不同而有顯著的差別。(4)公司規模、交易週轉率、市價淨值比與股市狀況會影響分析師預測行為。Das et al. (1998) 發現，當分析師的預測資訊能夠令預測結果更加準確時，分析師較不會傾向樂觀預測，也就是說分析師的策略考量將會影響預測結果。當企業之盈餘可預測性較低時，分析師之樂觀偏誤更為嚴重。

分析師推薦的有效性以及對投資決策的預測，被許多潛在的偏誤所限制，例如 McNichols and O'Brien (1997), Lin and McNichols (1998), Dechow, Hutton, and Sloan (2000), and Hong and Kubik (2003)發現分析師面對誘因去提供樂觀的預測與推薦確保有利的投資銀行關係。

#### 四、明星分析師

Stickel (1992)發現美國機構投資人評選出的明星分析師所提供的盈餘預測較

同一公司內其他分析師的盈餘預測準確性高。分析師都嚮往成為機構投資者雜誌每年發佈的排行榜上的明星分析師(all-star)，因為一旦登上明星分析師，不僅知名度提升，連帶薪資獎酬都大幅增加(Nocera 1997; Hong et al. 2000)。Leone and Wu (2002)也指出明星分析師比非明星分析師，有較高的盈餘預測準確性、股票推薦有較高的報酬，且盈餘預測較不會有樂觀偏誤的現象。

## 第二節、分析師誘因趨向於盈餘預測導致公司績效偏誤的預測

### 一、盈餘預測

在預測未來盈餘時，分析師面臨著對於公司未來經濟情況的不確定性，而透明化的資訊可以提供分析師對於公司未來的經濟情況有更清楚的瞭解與預期，故能降低分析師預測時所面臨的不確定性，提升盈餘預測的準確性(Parkash, Dhaliwal and Salatka, 1995)。然而，Ho, Hassel, and Swidler(1995)指出資本市場對於公司盈餘的預期會受到公司資訊環境的影響，當公司的資訊揭露水準增加時，分析師所面臨預測的不確定性會降低，預測誤差會降低，即預測準確性會提高。

Brown et al. (1987) 探討資訊變數(公司規模、盈餘預測期間長短與公司產品線數目)與分析師盈餘預測優越性的關聯性研究中，在控制即時性優勢、產業別、預測水平與預測時機等虛擬變數下，研究結果發現：(1)公司規模與分析師預測優越性呈正向關係。(2)盈餘預測期間長短與分析師預測優越性呈負向關係。(3)公司產品線數目對分析師預測優越性不具解釋力。(4)分析師對「有召開」法人說明會公司之盈餘預測準確度高於對「未召開」之公司，顯示企業召開法人說明會有助於提高分析師盈餘預測品質。許多研究以未預期盈餘或盈餘離散程度作為代理變數，發現當盈餘變異越大時，分析師盈餘預測績效越差(吳晉誠, 2005; Bowen et al.,

2002 ; Eng and Teo, 1999 ; Kross et al., 1990 ; Lang and Lundholm, 1996 ; Patz, 1989 ) 。  
Clement et al. (2003)認為管理當局的自願性盈餘預測會對市場及分析師的預期造成影響，降低盈餘的不確定性。相對地，Baginski et al. (2004)指出管理當局的自願性盈餘預測雖具有許多好處(如增加公司的流動性、降低權益資金成本及減少估計風險)，但這種前瞻性資訊的成本相對較高。被預測公司之規模亦可能影響分析師盈餘預測準確度 (如汪進揚與余俊憲，2004；汪健全，1993；許秀賓，1993；蔡永元，1999；Brown et al., 1987；Lang and Lundholm, 1996)。

## 二、預測誤差

大多文獻發現當公司規模愈大時，分析師預測準確度越高，原因可能為規模較大之企業通常受到較多之監督，因此所揭露或報導的資訊通常較多，有助於分析師預測準確度之提高。汪健全及許秀賓 (1993) 探討影響分析師預測優越性的因素時，當公司規模愈大、交易週轉率愈低、盈收變動率愈低、預測時間愈短、報導資訊愈多、股市為多頭時，分析師的預測優越性愈強，準確度愈高。Duru and Reeb (2002)發現國際多角化增加預測任務的複雜度，使得分析師的預測準確性較低，Lang et al. (2003)則發現在美國證交所發行 ADR 的公司，因為資訊透明度提高，因此分析師報導人數增加，分析師的預測準確性也有改善。

相反地，Ali, Klein, and Rosenfeld (1992), Elgers and Lo (1994), Lo and Elgers (1998), Gode and Mohanram (2009), and Konchitchki, Lou, Sadka, and Sadka(2001)使用傳統的方法來產生來預測分析師預測錯誤並且呈現分析師對於公開地可觀察到的訊息存在反應不足。Dechow, Hutton, and Sloan (1999)提供一個實證評估對剩餘所得模型並發現雖然公司的帳面價值增量的在預測未來盈餘相對於分析師盈餘分析師預測上更有用，更發現藉由提供證券價格對於分析師預測與分析師預測的自我相關使用帳面價值的啟發對於未來盈餘之間的差異提供而外有利的證據。但是公

司價值的估計值忽略了帳面價值，在股價上對未來盈餘的啟發在解釋更多橫斷面的差異。

在設計投資人如何加權分析師預測的檢驗上，本研究與分析師盈餘預測錯誤可以被使用公開可獲得的訊息所預測有關的文獻。例如 Bradshaw, Richardson, and Sloan (2001)證明分析師預測並沒有反應高的應記項目的啟示對於未來的盈餘改變上，Bradshaw, Richardson, and Sloan (2006)證明分析師反應不足外部融資對於公司獲利的啟發。

### 三、股價反應

分析師在公司與投資人之間的資訊仲介上扮演相當重要的角色。有鑑於這個觀點許多研究發現公司的股價與分析師的修正及推薦的改變遺漏相同的方向(e.g., Givoly and Lakonishok, 1979; Lin and McNichols, 1998; Clement and Tse, 2003; Ivkovic and Jegadeesh, 2004; Jegadeesh, Kim, Krische, and Lee, 2004; Frankel, Kothari, and Weber, 2006; Kirk, 2011)。股價反應分析師預測的改變的趨勢指出這些預測扮演這些預測在盈餘預期及價格發現過程的發展中扮演重要的角色。Beaver (2002)主張分析師具有運用與解釋財務報表之能力，能有效整合相關資訊作出盈餘預測，反應到股價上。

投資人藉由分析師的這些研究產出作出交易決策，進而影響市場的股價 (Ramnath, Rock and Shane, 2008)。相關的文獻發現股價傾向於幾個星期的漂移對應過去分析師推薦分析修正的方向 (e.g., Givoly and Lakonishok, 1979; Mendenhall, 1991; Stickel, 1991; Gleason and Lee, 2003; Ivkovic and Jegadeesh, 2004; Jegadeesh, Kim, Krische, and Lee, 2004)。Womack (1996) and Barber, Lehavy, McNichols, and Trueman (2001)證實公司股價報酬與有利的分析師推薦會表現比不利的分析師警告表現來的好。Frankel and Lee (1998)證明股價與公司價值的估計之間的差異來至

於分析師預測可以預測未來異常報酬，這些研究共同認為投資人無法在即時的方式下充分使用分析師宣布的資訊內容。股價傾向於隨著分析師訊息的方向而漂移的趨勢直到確認的消息被釋放出來與投資人系統性忽略分析師修正與過度重視公司股價的觀點一致。因此綜合上述的研究發現提供不一致的證據，關於投資人如何加權分析師基礎的訊息。

#### 四、公司特性與資訊揭露

Bhushan (1989) 表示當內部股東持股率增加時，公司所揭露的資訊將會減少，而分析師為了獲取充分的資訊，便會利用偏差性預測以獲取管理當局之私有資訊。Kross et al. (1990) 探討分析師盈餘預測優越性與公司特質的關聯性研究中，研究結果指出：(1)分析師預測優越性與盈餘的變異性、華爾街日報(Wall Street Journal)報導量、分析師即時性優勢呈正向關係。(2)公司規模與分析師預測優越性呈負相關。(3)分析師預測優越性在不同產業上存在顯著的差異。與 Frankel and Lee (1998) 相似的研究使用公司的特性來預測分析師預測錯誤使得用認定潛在的訂價錯誤。

Marquardt and Wiedman (1998)指出管理當局能透過資訊揭露的方式與分析師溝通，進而影響分析師預測的準確性。不過分析師預測的誘因主要決定於其報導成本與利益之考量，當公司資訊不對稱愈嚴重時，分析師的報導成本較高，因此當公司揭露的訊息資訊性較高時，有較多的分析師加入預測行列，分析師追蹤報導人數較多(Lang and Lundholm, 1996; Healy, Hutton and Palepu, 1999)。Barron et al (1999) 發現美國企業年報中「管理討論與分析部分(Management Discussion and Analysis, MD&A)」之揭露品質越好，分析師盈餘預測誤差愈小，也就是說 MD&A 資訊品質有助於分析師盈餘預測。蔡永元(1999) 探討強制性財務預測、分析師盈餘預測準確度與公司特質的關係中發現：(1)強制性盈餘預測準確度與公司盈餘管理有顯著的相關性。(2)預測修正次數與盈餘預測準確度呈正相關。(3)公司規模

與盈餘預測準確度呈正相關。(4)負債比率與分析師盈餘預測準確度呈現負相關。分析師報導的誘因主要決定於其報導成本與利益之考量，當公司資訊不對稱愈嚴重時，分析師的報導成本較高，因此當公司揭露資訊性高時，有較多的分析師報導(Lang and Lundholm 1996; Healy et al. 1999)。

相較下，與 Frankel and Lee (1998)相似的研究使用公司的特性來預測分析師預測錯誤使得用認定潛在的訂價錯誤。進一步配置兩年前預測錯誤到公司特徵，包括帳面市價比、銷售成長、分析師成長的預測，提供與延伸性可預測分析師預測錯誤一致的結果，在即使的模式中雖然並沒有反應股價，但在這些發現上統計的顯著性是不一致的。

### 第三節、檢驗是否投資人理性的預測

資本市場研究假設資本市場為效率市場(Fama, 1970)，效率市場假說下，認為非理性投資人對市場價格不具系統性的影響力，被視為是雜訊交易者(noise trader)，對市場價格不具系統性的影響力。然而許多研究皆發現市場並不是如此，市場價格往往會偏離真實價值，因此資本市場並非效率市場。DeLong et al. (1990)提出造成股價暫時偏離基本價值的原因在於雜訊交易者對資訊的過度反應或反應不足所致，而投資者情緒是造成雜訊交易的其中一種非理性因素。

#### 一、投資人情緒

Brown and Cliff (2004)對投資人情緒所做的詮釋表示，非導因於基本面之因素所造成之投資預期偏差，即為投資人情緒。DeBondt and Thaler (1990)研究結果顯示投資人對於過去股市的輸家會過度悲觀，而對過去的贏家會過度樂觀，結果

使得股價和基本面價值差異很大，因此最後會有正或負超額報酬之出現。此外，Kamara et al. (1992)針對1987年10月股市崩盤的現象進行研究，發現不管是利率或未來盈餘改變等基本面因子皆無法解釋當時劇烈的價值變動情形，反而是投資人情緒會對市場價格產生系統性影響，因此投資人情緒並不像效率市場假說中所認為，僅是定價模型中的雜訊而已，的確會對市場價格產生系統性影響。當情緒較差時，會顯得悲觀，或可能忽略正面消息或過度反應負面消息，做決策判斷時較為謹慎(Wright and Bower, 1992)。

Ke and Yu (2009)及Mikhail et al. (2009)發現投資人情緒分別與盈餘預測轉換效率和盈餘預測準確性呈顯著負相關，表示分析師的產出受到投資人情緒所影響。Fisher and Statman (2002)將投資人情緒的來源分為專業投資人、一般分析師及個別投資人等三個族群，以觀察三族群投資人情緒與S&P500指數報酬率之關係，研究發現散戶投資人並非引發情緒的唯一來源。Baker and Wurgler (2006)發現當情緒較悲觀之時期，規模較小的公司、無獲利公司以及沒有股利支付的公司，有較高的報酬。Bergman and Roychowdhury (2008)研究發現公司管理者會藉由自願性揭露政策改變受到情緒影響所造成的偏誤預期，當投資人情緒較悲觀或低落時，管理者會藉由增加好消息的揭露以調整市場對於公司未來的預期，且一揭露政策不僅是為了修正分析師的悲觀預測，更重要為了修正投資股東對於公司價值的低估。Bagnoli et al. (2009)指出分析師的股票推薦與投資者情緒關連性愈強時，其股票推薦獲利性較低。

### 第三章、研究設計與資料

#### 第一節、理論基礎分析

以下主要引用 So (2013)方法論的考量與傳統方法在預測分析師錯誤有關，並提供特徵方法。首先假定公司 J 在第 t 年已實現盈餘為 $E_{j,t}$ ，可以被表達成以下可觀察到公司特徵的函數：

$$E_{j,t} = \sum_{i=1}^M \beta_i \cdot X_{ij,t-1} + \dot{\alpha}_{i,j} \quad (1)$$

其中 $X_{ij,t-1} \dots X_{Mj,t-1}$ 表示 M 公司特性與公司盈餘可被公開觀察到在 t-1 期時的完全集合， $\dot{\alpha}_{i,j}$ 表示為已實現盈餘無法被 $X_{ij,t-1} \dots X_{Mj,t-1}$ 所預測的成分。相似地，假設在 t-1 年時第 t 年分析師預測盈餘可表示為 $AF_{j,t-1}$ 如下：

$$AF_{j,t-1} = \sum_{i=1}^M \gamma_i \cdot X_{ij,t-1} + \sum_{i=1}^K \delta_i \cdot Z_{ij,t-1} + \eta_{j,t-1} \quad (2)$$

其中分析師也對公開的訊號有管道， $X_{1j,t-1} \dots X_{Mj,t-1}$ ，和 $Z_{1j,t-1} \dots Z_{Kj,t-1}$ 代表分析師私人資訊以及對偏誤預測的誘因。這個分析師預測的代表被大量的文獻證實在形成分析師結果上競爭利益的角色所激勵。例如 $Z_1$ 可以代表私有資訊獲得自公司管理或分析師雇用已發表有利的預測壓力。將方程式(1)與(2)結合後得到已實現誤差等於方程式(3)如下：

$$EF_{j,t} = E_{j,t} - AF_{j,t-1} = \sum_{i=1}^M (\beta_i - \gamma_i) \cdot X_{ij,t-1} + \dot{\alpha}_{i,j} - \sum_{i=1}^K \delta_i \cdot Z_{ij,t-1} + \eta_{j,t-1} \quad (3)$$

接著，考慮傳統預測分析師預測誤差的方法，相關的文獻如：Ali, Klein, and Rosenfeld (1992)、Elgers and Murray (1992)、Lo and Elgers (1998)、Frankel and Lee (1998)以及 Hughes, Liu, and Su (2008)。在第一個階段過去的研究迴歸以實現預測誤差  $FE_{j,t}$  對若此公開可觀察到的公司特徵  $X_{1j,t-1} \dots X_{Mj,t-1}$ 。方程式(3)表示來自於迴歸方程式中的誤差等於方程式(4)如下：

$$\Omega_{j,t} = \dot{\alpha}_{j,t} - \sum_{i=1}^K \delta_i \cdot Z_{ij,t-1} + \eta_{j,t-1} \quad (4)$$

迴歸誤差為分析師私有資訊或誘因  $Z_{1j,t-1}$  的函數，亦問方程式的估計值  $(\beta_i - \gamma_i)$  被受限於偏誤。接下來的說明則強調這個偏誤的來源，目前的研究一般包含分析師長期成長的預測做為控制變數，當估計方程式(3)的時候。是否分析師的誘因會影響他們的長期成長預測，及迴歸誤差  $\Omega_{j,t}$  變成與一系列的控制變數  $X_{1j,t-1}$ 。同時合理去預測  $\Omega_{j,t}$  也與分析師預測誤差有關  $FE_{j,t}$ 。許多研究爭辯證券經紀公司提供分析師誘因去偏誤他們的盈餘預測對於已反映私下議價與妥協的安排與公司的管理，例如：Dugar and Nathan (1995)與 Lin and McNichols (1998)。因此， $\Omega_{j,t}$  可能與  $FE_{j,t}$  之間存在負向的關係，如果分析師誘因使得他們更有可能去安撫公司管理者，藉由發佈高的盈餘預測對照下， $\Omega_{j,t}$  可能與  $FE_{j,t}$  之間存在負向的關係藉由創造可被打敗的盈餘目標。不論這些關係的符號為何，事實上  $\Omega_{j,t}$  與  $FE_{j,t}$  跟  $X_{ij,t-1}$  的

相關省略變數偏誤的存在。兩個情境都導致偏誤的係數當估計方程式(3)的時候，雖然偏誤的方向在事前並不確定且可能在公司與時間之間具有變異。

在第二個傳統的方法步驟上，過去的研究者應用歷史的估計值  $\beta_i - \gamma_i$  對當期公司特性  $X_{ij,t}$ 。估計配置的值等於研究者預測 t+1 年的分析師預測錯誤

$$\widehat{FE}_{j,t+1}^T = \sum_{i=1}^M (\widehat{\beta_i - \gamma_i}) \cdot X_{ij,t} \quad (5)$$

其中 T 值代表被預測誤差在傳統方法下的計算值。偏誤迴歸係數來自於被預測分析師預測錯誤的使用，並不等於預期以實現錯誤的期望值：

$$(\widehat{\beta_i - \gamma_i}) \neq E_t[(\widehat{\beta_i - \gamma_i})] \Rightarrow \widehat{FE}_{j,t+1}^T \neq E_t[(FE_{j,t+1})] \quad (6)$$

其中  $E_t[\cdot]$  代表在 t 時間點的預期對於  $FE_{j,t+1}$ ,  $X_{ij,t-1}$  與  $Z_{ij,t-1}$  具相關性。給定  $Z_{ij,t-1}$  的數值下， $FE_{j,t+1}^T$  可以被高或低估以實現預測誤差所被預測依據偏誤的符號與大小在第一階段的估計系數  $(\beta_i - \gamma_i)$ 。這個偏誤的量可以隨著公司與時間變動此產生對於可預測誤差能力的質疑對於有意義的排序多的股票在橫斷面上。

在方程式(2)中的  $Z_{ij,t-1}$ ，代表偏誤在估計係數來自於無法觀察到分析師預測的結果，因此可能一開始傾向於歸結學者可以避免這些偏誤藉由控制分析師的誘因及私人資訊，例如：分析師所屬的機構如 Lin and McNichols (1998)所提出的研究設計。這個結論，所伴結的問題在於學者一般無法去認定所有影響分析師預測的因素；再者，儘管學者能夠去發展出完整的一系列替代變數  $Z_{ij,t-1}$ ，這些替代變數可能幾乎確定衡量所針對的要素誤差。因此，當控制這些替代變數時來自於方程

式(2)所估計的係數可能受限於符號與係數偏誤，一般當有更多超過一個變數以上在多變量迴歸式中的疑慮下，所受至於衡量的誤差 Rao (1973)。因此，嘗試去控制無法觀察到的因素可能會發生產生偏誤的不預期效果。

為了要針對保留導源於傳統方法的偏誤，提出特徵方法的使用來預測分析師預測的誤差。重要的差異在特徵與傳統方法之間在於取代迴歸以實現預測誤差對公司的特徵下，特徵方法直接估計公司未來的盈餘藉由實證估計方程式：

$$\hat{E}_{j,t+1} = \sum_{i=1}^M \hat{\beta}_i \cdot X_{ij,t} \quad (7)$$

這個方法的好處在於，在輕微分配的假設下結果論的盈餘預測為未來盈餘不偏估計式使得  $\hat{E}_{j,t+1} = E_t[E_{j,t+1}]$  成立。 $\hat{E}_{j,t+1}$  的不偏假設盈餘並沒有系統性的反應未觀察到的成分例如管理者的技巧或努力，與可觀察到的公司特性  $X_{1j,t-1} \dots X_{Mj,t-1}$  有關。如果這個假設不確定可以成立，這兩個方法可能會導致偏誤的預測估計誤差經由相關省略變數偏誤的可能性在傳統方法上依舊很高。

接下來的研究預測誤差藉由對照  $\hat{E}_{j,t+1}$  在公開可獲得的分析師預測對 t+1 期的盈餘：

$$\widehat{FE}_{j,t+1}^C = \hat{E}_{j,t+1} - AF_{j,t} = E_t[E_{j,t+1} - AF_{j,t}] = E_t[FE_{j,t+1}] \quad (8)$$

其中上標 C 表示為被估計的預測誤差使用特徵方法所計算而得。對照於傳統方法，特徵方法導致於以實現分析師誤差的不偏估計式。

然而，傳統方法對於預測分析師誤差導致偏誤的估計可能高於或低於以實現預測誤差。誤差的方向及強度根據可觀察的特徵被使用來預測分析師誤差及無法

觀察到的投入因素對分析師預測之間的相關性。在上述所提到的假設條件下，偏誤在傳統方法上可以大量地可避免當使用特徵方法。特徵方法的相對效力依據這些假說假設條件的合理性以及必須可被實證檢定。

## 第二節、估計特徵預測值

產生特徵預測值，需要選擇一組公司特性被使用在對未來盈餘的預測上。任何公開可觀察到的公司特徵可以被使用，因此存在無窮多可能的排列組合。為了避免任意選擇一組公司的特性，依據公司的特性合適地調整規模 Fama and French (2006) 在未來獲利的預測上，特別是我們估計以下橫斷面的迴歸對所有的公司在會計年度  $t$  年時所報導的盈餘進行分析：

$$E_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 E_{j,t-1}^+ + \beta_2 NEGE_{j,t-1} + \beta_3 ACC_{j,t-1}^- + \beta_4 ACC_{j,t-1} + \beta_5 AG_{j,t-1} + \beta_6 DD_{j,t-1} + \beta_7 DIV_{j,t-1} + \beta_8 BTM_{j,t-1} + \beta_9 PRICE_{j,t-1} + \epsilon_{j,t-1} \quad (9)$$

其中下標指出盈餘被落遲的特徵所迴歸。依變數是公司的每股盈餘( $E_{j,t}$ ) Philbrick and Ricks (1991) and Bradshaw and Sloan (2002)提到 Institutional Brokers' Estimates System (IBES)資料庫中盈餘及分析師預測通常省略非報導的項目被涵蓋在 GAAP 準則下的盈餘。Bradshaw and Sloan (2002)也提出特別的項目解釋了多數兩種盈餘數字之間的權衡差異。為了促進比較這兩種預測的比較，訂定盈餘是經由分析師作為淨收益在額外的會計項目前及在扣掉特殊項目後乘以 0.65，其中 0.65 反映了假設性的 35%的稅率如 Bradshaw and Sloan (2002)的研究所示。

依據 Fama and French (2006)，方程式(9)表達盈餘在第  $t$  年作為以下落遲一年公司財務特性從  $t-1$  年：每股盈餘當盈餘為正時反之為 0( $E_j^+$ )，為二元變數指出負的盈餘(NEGE)，負的且正的每股應計項目( $ACC^-$ , $ACC^+$ )。其中，應計項目等於流

動資產的改變(在 Com- pustat item 資料庫中，簡稱 ACT)，加上債權的流動負債(DCL)減掉現金與短期投資的變動以及減掉流動負債的變動，(CHE)現金及短期投資(CLI)流動負債。總資產的變動百分比(AG)，虛擬變數指出公司股利為 0(DD)，每股股利(DIV)，定義為帳面價值被權益的市值所調整的帳面市值比(BTM)，以及會計年度的股價(PRICE)。

### 第三節、資料來源

本研究資料來源為台灣經濟新報資料庫中的上市(櫃)公司為樣本，期間為 2001 年 1 月至 2016 年 2 月，樣本數為上市公司 877 家、上櫃公司 718 家為所有產業，而分析師盈餘預測資料期間為 2007 年 1 月至 2016 年 2 月，主要針對證券分析師對公司的盈餘預測來進行實證分析，使用 IPO 上市蜜月期報酬率、IPO 5 日報酬率、市場週轉率、IPO 家數、現金股利率、成交值、權益增資、新股發行比率、融資變動比率、融券變動比率、融資增減、融券增減、券資比、委買委賣比等作為投資人情緒指數。

## 第四章、實證結果與分析

本研究預期當分析師預測誤差愈大時，公司股價報酬存在顯著異常，意謂投資人投資存在過度重視分析師的預測。尤其是當公司的預測誤差特徵估計值愈高時，隱含公司股價表現出愈顯著的異常報酬，即使控制市場等因子後，仍具一致性。

### 第一節、基本分析

我們透過分析師預測目標預測得知，每年度的分散程度不一，2007 到 2015 年平均預測價格在 50-60 元之間，最高價與最低價差距不斷擴大。平穩線越長，離散程度越大，如圖 5-1。

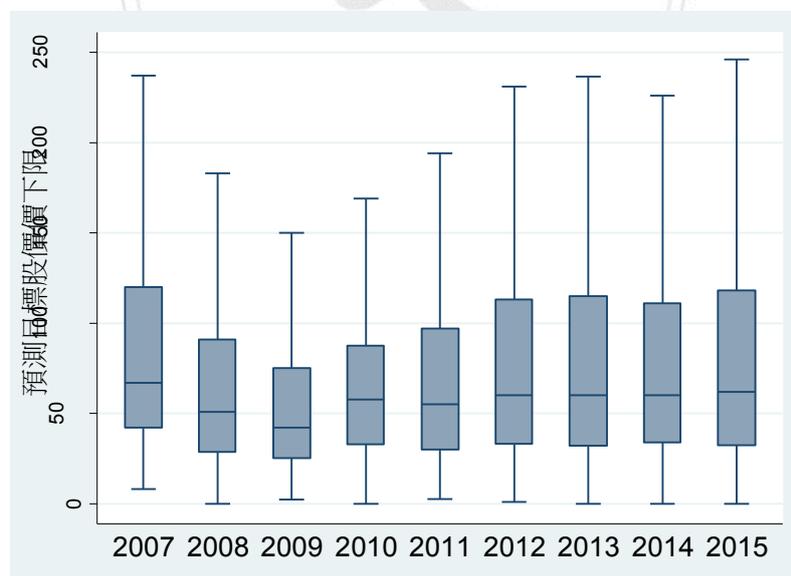


圖 5-1、分析師預測目標股價上、下限分布趨勢

## 第二節、分析師盈餘預測誤差對股價報酬率的影響

我們透過分析師預測預估稅後(今年及明年)EPS 得知，每年度的分散程度不一，2007 到 2015 年平均預測 EPS 在 3-4 元之間，最高 EPS 與最低 EPS 差距不斷擴大。平穩線越長，離散程度越大，如圖 5-2、圖 5-3。

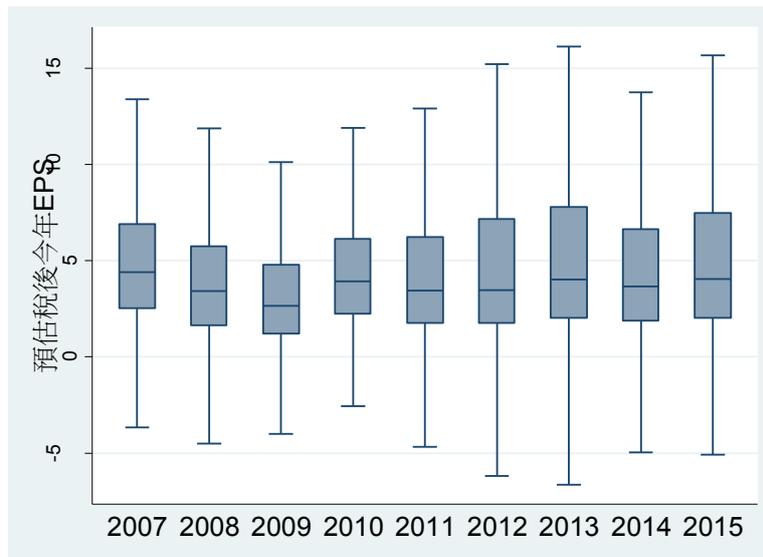


圖 5-2、分析師預估稅後今年 EPS 分布趨勢

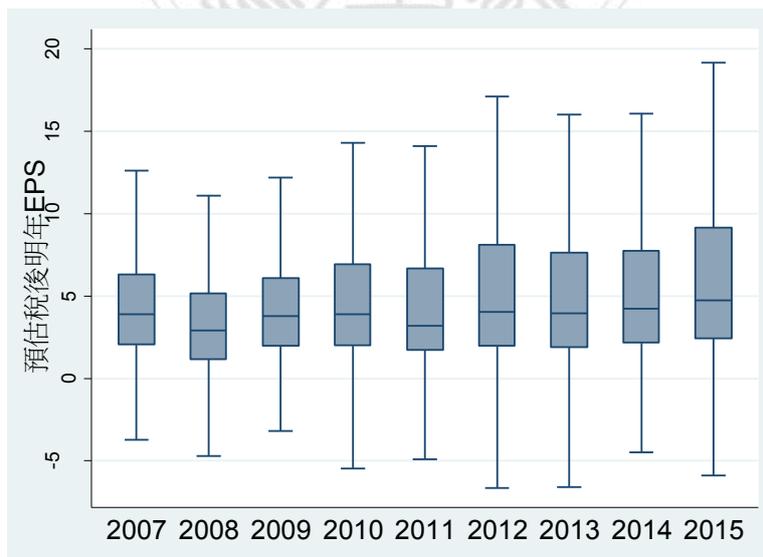


圖 5-3、分析師預估稅後明年 EPS 分布趨勢

### 第三節、投資人情緒對分析師盈餘預測誤差投資組合報酬的影響

投資人情緒對於分析師盈餘預測誤差方面，從表 1 發現，在本研究所有期間，當期分析師盈餘預測誤差，不論哪一種投資組合持有一年都具有顯著的正報酬率，但是高與低分析師盈餘預測誤差之投資組合不具統計上顯著的差異性。就不同狀態的投資人期間來看，首先，在投資人情緒高漲期間，分析師盈餘預測誤差僅最低的投資組合在持有一個月皆具有顯著的正報酬率，但是最高與最低分析師盈餘預測誤差之投資組合不具統計上顯著的差異性。其次，在投資人情緒平穩期間，分析師盈餘預測誤差最高投資組合在持有一年都具有顯著的正報酬率。但是高低分析師盈餘預測誤差之投資組合不具統計上顯著的差異性；最後，在投資人情緒低落期間，分析師盈餘預測誤差不論哪一種投資組合持有 9 個月都具有顯著的正報酬率，但是最高與最低分析師盈餘預測誤差之投資組合不具統計上顯著的差異性。

表 1、投資人情緒對分析師盈餘預測誤差投資組合報酬的影響

持有期間(月)	低分析師盈餘預測誤差				高分析師盈餘預測誤差				差異	
	E1		E2		E3		E4		E4-E1	
<b>Panel A：所有期間</b>										
0	0.177	(1.484)	0.249**	(2.000)	0.447***	(3.328)	0.408***	(3.017)	0.231**	(2.470)
+1	0.169	(1.117)	0.174	(1.132)	0.070	(0.412)	0.038	(0.245)	-0.131	(-1.333)
+2	0.285**	(2.343)	0.151	(1.063)	0.291**	(2.072)	0.336**	(2.356)	0.052	(0.581)
+3	0.232**	(2.058)	0.280**	(2.110)	0.337**	(2.491)	0.284**	(2.180)	0.052	(0.574)
+4	0.117	(0.813)	0.160	(1.050)	0.086	(0.548)	0.033	(0.208)	-0.084	(-0.859)
+5	0.279**	(2.201)	0.228*	(1.770)	0.123	(0.909)	0.219*	(1.744)	-0.060	(-0.754)
+6	0.297**	(2.462)	0.190	(1.582)	0.242*	(1.912)	0.183	(1.321)	-0.114	(-1.254)
+7	0.036	(0.252)	0.171	(1.159)	0.033	(0.194)	0.091	(0.607)	0.055	(0.531)
+8	0.223*	(1.839)	0.279**	(2.106)	0.213*	(1.741)	0.185	(1.368)	-0.038	(-0.459)
+9	0.266**	(2.187)	0.336***	(2.679)	0.216*	(1.702)	0.248*	(1.911)	-0.019	(-0.211)
+10	0.040	(0.271)	0.103	(0.673)	0.066	(0.415)	0.164	(1.085)	0.124	(1.106)
+11	0.207	(1.627)	0.280**	(2.170)	0.138	(1.031)	0.131	(1.009)	-0.076	(-0.898)
+12	0.285**	(2.349)	0.321***	(2.744)	0.081	(0.581)	0.219*	(1.792)	-0.066	(-0.845)
<b>Panel B：投資人情緒高漲期間</b>										
0	0.426*	(1.825)	0.629***	(2.805)	0.225	(0.821)	0.550*	(1.806)	0.125	(0.748)
+1	-0.385*	(-1.867)	-0.322	(-1.523)	-0.312	(-1.665)	-0.375**	(-2.192)	0.011	(0.066)
+2	0.398	(1.382)	0.482	(1.649)	0.322	(0.878)	0.753*	(1.998)	0.355**	(2.086)
+3	0.539**	(2.207)	0.528**	(2.183)	0.376	(1.483)	0.511**	(2.189)	-0.028	(-0.127)
+4	-0.306	(-1.384)	-0.337	(-1.418)	-0.109	(-0.489)	-0.430	(-1.669)	-0.124	(-0.536)
+5	0.259	(1.003)	0.293	(1.018)	0.066	(0.266)	0.191	(0.768)	-0.068	(-0.406)
+6	-0.005	(-0.014)	-0.014	(-0.037)	-0.007	(-0.019)	-0.240	(-0.591)	-0.235	(-0.878)
+7	-0.055	(-0.228)	0.035	(0.081)	0.048	(0.154)	-0.145	(-0.382)	-0.089	(-0.434)
+8	0.043	(0.187)	0.116	(0.438)	-0.026	(-0.082)	-0.115	(-0.365)	-0.158	(-0.933)
+9	0.179	(0.812)	-0.169	(-0.664)	0.316	(1.335)	-0.082	(-0.268)	-0.261	(-1.284)
+10	-0.102	(-0.517)	0.064	(0.216)	0.082	(0.360)	0.268	(0.881)	0.370	(1.160)
+11	0.070	(0.207)	0.019	(0.066)	0.381	(1.294)	0.418	(1.445)	0.349	(1.633)
+12	-0.221	(-0.633)	-0.405	(-1.027)	0.093	(0.351)	0.012	(0.040)	0.233*	(1.685)
<b>Panel C：投資人情緒平穩期間</b>										
0	0.169	(0.771)	0.406*	(1.966)	0.118	(0.671)	0.441*	(1.916)	0.272	(1.544)
+1	-0.169	(-0.708)	-0.270	(-0.799)	-0.111	(-0.394)	-0.261	(-0.913)	-0.092	(-0.550)
+2	0.335	(1.389)	0.191	(0.875)	0.186	(0.877)	0.385*	(1.957)	0.051	(0.253)
+3	0.200	(0.820)	0.410	(1.493)	0.182	(0.637)	0.388	(1.576)	0.188	(1.242)
+4	0.168	(0.615)	0.062	(0.172)	0.304	(0.880)	0.152	(0.425)	-0.016	(-0.076)
+5	0.335	(1.391)	0.027	(0.115)	0.219	(0.975)	0.365*	(1.821)	0.030	(0.166)
+6	0.258	(1.449)	0.359*	(1.757)	0.248	(1.179)	0.479**	(2.175)	0.220	(1.511)
+7	-0.208	(-0.864)	-0.025	(-0.079)	0.015	(0.056)	0.048	(0.195)	0.256	(1.195)
+8	0.347*	(1.747)	0.264	(1.249)	0.446**	(2.264)	0.486**	(2.335)	0.140	(0.973)
+9	0.307	(1.239)	0.584***	(2.745)	0.538**	(2.149)	0.583**	(2.609)	0.276	(1.668)
+10	0.503	(1.385)	0.463	(1.188)	0.534	(1.302)	0.543	(1.451)	0.040	(0.162)
+11	0.537**	(2.162)	0.520*	(1.887)	0.561**	(2.140)	0.274	(1.219)	-0.263*	(-1.835)
+12	0.482***	(3.646)	0.434**	(2.241)	0.553***	(3.523)	0.230	(1.576)	-0.252*	(-1.917)

【資料來源】：本研究整理而成

【說明】：\*\*\*、\*\*及\*分別表示在 1%、5%、10%水準下具統計上的顯著性。

續表 1

持有期間(月)	低分析師盈餘預測誤差				高分析師盈餘預測誤差				差異	
	E1		E2		E3		E4		E4-E1	
<b>Panel D：投資人情緒低落期間</b>										
0	0.368	(1.039)	1.075***	(3.223)	0.699*	(1.936)	0.903**	(2.539)	0.535**	(2.536)
+1	1.265***	(2.680)	1.099*	(1.928)	0.982**	(2.089)	1.059**	(2.060)	-0.206	(-0.995)
+2	0.718***	(3.264)	0.614**	(2.171)	0.602**	(2.204)	0.759***	(2.822)	0.041	(0.269)
+3	0.612***	(3.404)	0.898***	(3.152)	0.909***	(3.408)	0.860***	(3.138)	0.248	(0.855)
+4	0.684	(1.430)	0.700	(1.566)	0.422	(1.024)	0.499	(1.121)	-0.185	(-0.942)
+5	0.943***	(3.997)	0.751***	(2.961)	0.936***	(3.152)	0.852***	(2.689)	-0.091	(-0.521)
+6	0.845***	(3.626)	0.895**	(2.499)	0.677***	(2.720)	0.562**	(2.013)	-0.282	(-1.167)
+7	0.588	(1.097)	0.136	(0.285)	0.540	(1.081)	0.395	(0.757)	-0.193	(-0.716)
+8	0.942***	(3.139)	0.691**	(2.410)	0.743**	(2.491)	0.750***	(2.950)	-0.192	(-0.996)
+9	0.524**	(2.451)	0.322	(1.515)	0.524**	(2.648)	0.479	(1.492)	-0.045	(-0.193)
+10	-0.226	(-0.728)	-0.619*	(-1.986)	-0.355	(-1.127)	-0.303	(-0.939)	-0.077	(-0.305)
+11	0.415**	(2.188)	0.175	(0.923)	0.309*	(1.724)	0.421***	(2.697)	0.006	(0.030)
+12	0.417*	(1.693)	0.083	(0.301)	0.550***	(2.932)	0.463	(1.448)	0.046	(0.187)

【資料來源】：本研究整理而成

【說明】：\*\*\*、\*\*及\*分別表示在 1%、5%、10%水準下具統計上的顯著性。

## 第五章、結論

本研究旨在探討投資人情緒是否會影響到分析師發佈預測及推薦時是否會注意到投資人情緒，亦即當投資人情緒較樂觀時，分析師是否會發佈較長期的預測以及較有利的股票推薦。投資人情緒對於分析師盈餘預測誤差方面，在本研究所所有期間，當期分析師盈餘預測誤差，不論哪一種投資組合持有一年都具有顯著的正報酬率，但是高與低分析師盈餘預測誤差之投資組合不具統計上顯著的差異性。就不同狀態的投資人期間來看，首先，在投資人情緒高漲期間，分析師盈餘預測誤差僅最低的投資組合在持有一個月皆具有顯著的正報酬率，但是最高與最低分析師盈餘預測誤差之投資組合不具統計上顯著的差異性。其次，在投資人情緒平穩期間，分析師盈餘預測誤差最高投資組合在持有一年都具有顯著的正報酬率。但是高低分析師盈餘預測誤差之投資組合不具統計上顯著的差異性；最後，在投資人情緒低落期間，分析師盈餘預測誤差不論何種投資組合持有 9 個月都具有顯著的正報酬率，但是最高與最低分析師盈餘預測誤差之投資組合不具統計上顯著的差異性。所以，當投資人情緒越高、偏樂觀時，分析師預測誤差的偏誤較小，相對的，投資人情緒較低、偏低落時，分析師預測誤差的偏誤較大。

## 參考文獻

### 中文部份

- 汪健全 (1993), 「台灣地區影響財務分析盈餘預估準確度因素之實證研究」, 未出版碩士論文, 國立台灣大學商學研究所。
- 汪進揚、余俊憲 (2004), 「財務分析師預測準確度和預測行為之研究」, 《證券市場發展季刊》, 第16卷第4期, 117-144。
- 吳晉誠 (2005), 「法人說明會與公司治理變數對分析師盈餘預測影響之研究」, 未出版碩士論文, 淡江大學會計研究所。
- 許秀賓 (1993), 「財務分析師盈餘預測優越性決定因素—實證研究」, 《會計評論》, 第27期, 137-158。
- 陳啟文 (2001), 「財務分析師盈餘預測行為分析與探討」, 未出版碩士論文, 國立政治大學財務管理研究所。
- 蔡永元 (1999), 「強制性財務預測與分析師財務預測差異性研究」, 未出版碩士論文, 國立政治大學會計研究所。

### 西文部份

- Abarbanell, and R. Lehavy. 2003. Biased forecasts or biased earnings? The role of earnings management in explaining apparent optimism and inefficiency in analysts' earnings forecasts. *Journal of Accounting & Economics* 36(1~3): 105~146.
- Baber, W., Kang, S., 2002. The impact of split adjusting and rounding on analysts' forecast error calculations. *Accounting Horizons*, 16 (4), 277~290.

- Ball, R., 2011. Discussion of why do EPS forecast error and dispersion not vary with scale? Implications for analyst and managerial behavior. *Journal of Accounting Research*, 49 (2), 403–412.
- Baginski, S. P., J. M. Hassell and M. D. Kimbrough, 2004. “Why do Managers Explain their Earnings Forecasts?” *Journal of Accounting Research* , Vol.42, No.1, 1-29.
- Bagnoli, M., M. Clement, M. Crawley and S. Watts, 2009. The Profitability of Analysts’ Stock Recommendations: Is Estimating Intrinsic Value All That Matters?, Unpublished Manuscript, Purdue University.
- Baker, M. and J. Wurgler, 2006. Investor Sentiment and the Cross-section of Stock Return, *Journal of Finance*, 61(4), 1645-1682.
- Barron, O. E., C. O. Kile and T. B. O’Keefe, 1999. “MD&A Quality as Measured by the SEC and Analysts’ Earnings Forecasts,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.16, No.1, 75-109.
- Barth, M. E., R. Kasznik and M. F. McNichols, 2001. Analyst Coverage and Intangible Assets, *Journal of Accounting Research*, 39(1), 1-34.
- Beaver, W. H., 2002. "Perspectives on Recent Capital Market Research, " *The Accounting Review*, Vol.77, 453-474.
- Bergman, N. and S. Roychowdhury, 2008. Investor Sentiment and Corporate Disclosure, *Journal of Accounting Research*, 39(1), 1-34.
- Bonner, S., B. Walther, and S. Young. 2003. Sophistication-related differences in investors’ models of the relative accuracy of analysts’ forecast revisions. *The Accounting Review* 78(3): 679-706.

- Bradshaw, M., Sloan, R., 2002. GAAP versus the street: An empirical assessment of two alternative definitions of earnings. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 41–66.
- Bowen, R. M., A. K. Davis and D. A. Matsumoto, 2002. “Do Conference Calls Affect Analysts’ Forecasts,” *The Accounting Review*, 77(2), 285-316.
- Brown and K. J. Kim, 1991. "Timely Aggregate Analyst Forecasts as Better Proxies for Market Earnings Expectations, " *Journal of Accounting Research*, 29, 382-385.
- Brown, 1997. "Analyst Forecasting Errors: Additional Evidence," *Financial Analysts Journal*, November/December, 81-88.
- Brown, G. W. and M. T. Cliff, 2004. Investor Sentiment and the Near-term Stock Market, *Journal of Empirical Finance*, 11(1), 1-17.
- Cheong, F., Thomas, J., 2011. Why do EPS forecast error and dispersion not vary with scale? Implications for analyst and managerial behavior. *Journal of Accounting Research*, 49 (2), 359–401.
- Clement, M., R. Frankel and J. Miller, 2003. “Confirming Management Earnings Forecasts, Earnings Uncertainty, and Stock Returns,” *Journal of Accounting Research*, Vol.41, No.4, 653-679.
- Clement, M., Tse, S., 2003. Do investors respond to analysts’ forecast revisions as if forecast accuracy is all that matters? *Accounting Review*, 78 (1), 227–249.
- Da, Z., Warachka, M., 2011. The disparity between long-term and short-term forecasted earnings growth. *Journal of Financial Economics*, 100, 424–442.
- Das, S., Levine, C., Sivaramakrishnan, K., 1998. Earnings predictability and bias in analysts’ earnings forecasts. *Accounting Review*, 73 (2), 277–294.
- DeBondt, W. and R. Thaler, 1990. Do Security Analysts Overreact?, *American*

Economic Review, 80(2), 52-27.

Dechow, P., Hutton, A., Sloan, R., 1999. An empirical assessment of the residual income valuation model. *Journal of Accounting and Economics*, 26 (1–3), 1–34.

Dechow, P., Hutton, A., Sloan, R., 2000. The relation between analysts' forecasts of long-term earnings growth and stock price performance following equity offerings. *Contemporary Accounting Research*, 17(1), 1–32.

Dechow, P., Sloan, R., 1997. Returns to contrarian investment strategies: Tests of naive expectations hypotheses. *Journal of Financial Economics*, 43(1), 3–27.

DeLong, J. B., A. Shleifer, L. H. Summers and R. J. Waldmann, 1990. Noise Trader Risk in Financial Markets, *Journal of Political Economy*, 98(4), 703-738

Dugar, A., Nathan, S., 1995. The effect of investment banking relationships on financial analysts' earnings forecasts and investment recommendations. *Contemporary Accounting Research* 12 (1), 131–160.

Duru, A. and O. M. Reeb, 2002. International Diversification and Analysts' Forecast Accuracy and Bias, *The Accounting Review*, 77(2), 415-433.

Dreman, D. N. and M. A. Berry, 1995. "Analyst Forecasting Errors and Implications for Security Analysis," *Financial Analysts Journal*, May/June, 30-41.

Easton, P., Sommers, G., 2007. Effect of analysts' optimism on estimates of the expected rate of return implied by earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 45 (5),983–1015.

Eng, L. and H. Teo, 1999. "The Relation between Annual Report Disclosures, Analysts' Earnings Forecasts and Analyst Following: Evidence from Singapore," *Pacific Accounting Review*, Vol.11, No.2, 219-239.

- Elgers, P., Lo, M., 1994. Reductions in analysts' annual earnings forecast errors using information in prior earnings and security returns. *Journal of Accounting and Research* 32(2), 290–303.
- Elgers, P., Murray, D., 1992. The relative and complementary performance of analyst and security-price-based measures of expected earnings. *Journal of Accounting and Economics* 15 (2–3), 303–316.
- Fama, E. F., 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Expectation: The Analysts ' Information Advantage, Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E., French, K., 2000. Forecasting profitability and earnings. *Journal of Business* 73 (2), 161–175.
- Fama, E., French, K., 2006. Profitability, investment and average returns. *Journal of Financial Economics* 82 (3), 491–518.
- Fisher, K. L. and M. Statman, 2002. Investor Sentiment and Stock Returns, *Financial Analysts Journal*, 56(2), 16-23.
- Foster, G., 1977. Quarterly accounting data: time-series properties and predictive-ability results. *Accounting Review* 52 (1), 1–21.
- Frankel, R., Kothari, S., Weber, J., 2006. Determinants of the informative of analyst research. *Journal of Accounting and Economics* 41 (1–2), 29–54.
- Frankel, R., Lee, C., 1998. Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. *Journal of Accounting and Economics* 25 (3), 283–319.

- Givoly, D., Lakonishok, J., 1979. The information content of financial analysts' forecasts of earnings: some evidence on semi-strong in efficiency. *Journal of Accounting and Economics* 1 (3),165–185.
- Gleason, C., Lee, C., 2003. Analyst forecast revisions and market price discovery. *Accounting Review* 78 (1),193–225.
- Healy, P. M., A. P. Hutton and K. G. Palepu, 1999. A Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure, *Contemporary Accounting Research*, 16(3), 485-420.
- Ho, L. C. J., Hassell, J. M. and S. Swidler, 1995. “An Empirical Examination of the Dispersion and Accuracy of Analyst Forecasts Surrounding Option Listing,” *Review of Financial Economics*, 4, 171-185.
- Hong, H., J. Kubik, and A. Solomon. 2000. Security analysts: Career concerns and herding of earnings forecasts. *Rand Journal of Economics* 31 (1): 121-144.
- Hong, H., Kubik, J., 2003. Analyzing the analysts: career concerns and biased earnings forecasts. *Journal of Finance* 58 (1),313–351.
- Hou, K., vanDijk, M., Zhang, Y., 2012. The implied cost of capital: a new approach. *Journal of Accounting and Economics* 53 (3),504–526.
- Hughes, J., Liu, J., Su, W., 2008. On the relation between predictable market returns and predictable analyst forecast errors. *Review of Accounting Studies* 13 (2),266–291.
- Ivkovic, Z., Jegadeesh, N., 2004. The timing and value of forecast and recommendation revisions. *Journal of Financial Economics* 73 (3),433–463.
- Jegadeesh, N., Kim, J., Krische, S., Lee, C., 2004. Analyzing the analysts: when do

recommendations add value?. *Journal of Finance* 59 (3),1083–1124.

Kamara, A., T. W. Miller and A. F. Siegel, 1992. The Effect of Futures Trading on the Stability of Standard and Poor 500 Returns, *Journal of Futures Market*, 12(6), 645-658.

Ke, B. and Y. Yu, 2009. Why don't Analysts Use Their Earnings Forecasts in Generating Stock Recommendations?, Working Paper, Pennsylvania State University.

Kirk, M., 2011. Research for sale: determinants and consequences of paid-for analyst research. *Journal of Financial Economics* 100 (1),182–200.

Konchitchki, Y., Lou, X., Sadka, G., Sadka, R., 2011. Underreaction or risk? Expected earnings and the post-earnings-announcement drift. Unpublished working paper. University of California at Berkeley.

Kothari, S., Warner, J., 1997. Measuring long-horizon security price performance. *Journal of Financial Economics* 43 (3),301–339.

La Porta, R., 1996. Expectations and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance* 51 (5),1715–1742.

Lang, M. H. and R. J. Lundholm, 1996. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior, *The Accounting Review*, 71(4), 467-492.

Leone, A., and J. Wu. 2002. What does it take to become a superstar? Evidence from institutional investor rankings of financial analysts. Working paper, University of Rochester.

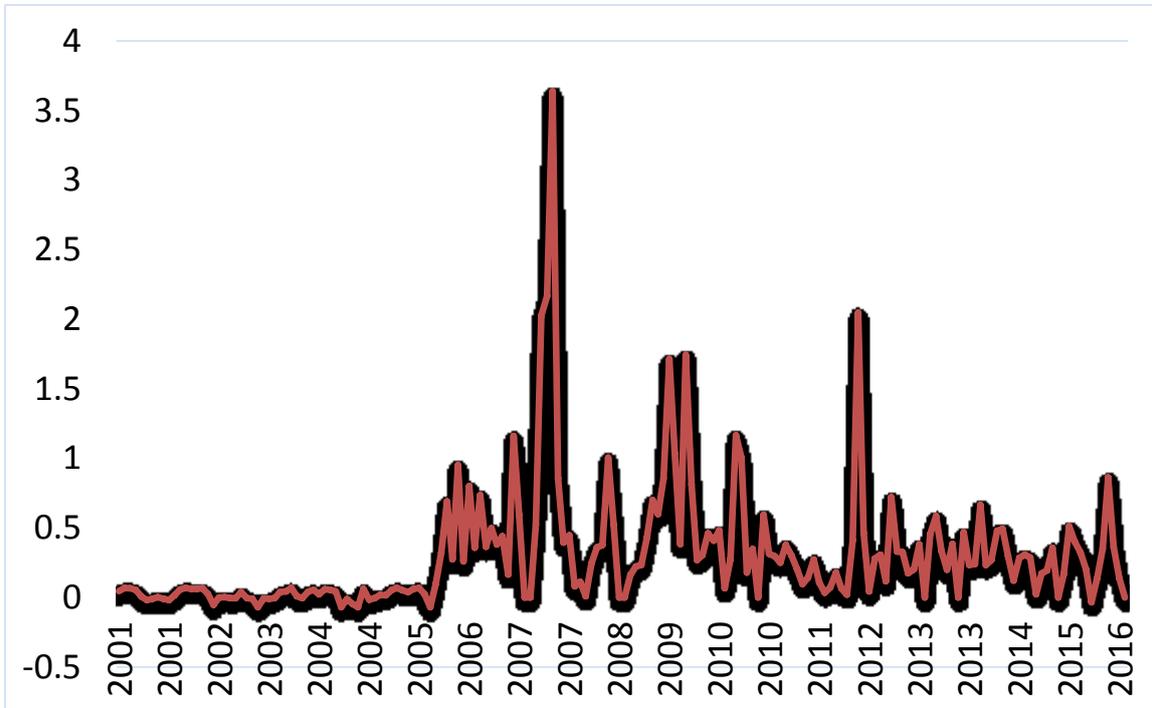
Lin, H., McNichols, M., 1998. Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations. *Journal of Accounting and Economics* 25 (1),101–127.

- Lin, H. W., 1999. "Security Analysts' Earnings Forecasts and Recommendations for Regulated Companies," *The international Journal of Accounting Studies*, Vol.31, 81-108.
- Lo, M., Elgers, P., 1998. Alternative adjustments to analysts' earnings forecasts: relative and complementary performance. *Financial Review* 33 (2), 99–114.
- Malmendier, U., Shanthikumar, D., 2007. Are small investors naive about Incentives? *Journal of Financial Economics* 85 (2), 457–489.
- Marquardt, C. A., Wiedman, C. I. and M. Welker, 1998. "Voluntary Disclosure, Information Asymmetry, and Insider Selling Through Secondary Equity Offerings," *Contemporary Accounting Research* 15, 505-537.
- McNichols, M., O'Brien, P., 1997. Self-selection and analyst coverage. *Journal of Accounting Research* 35, 167–199.
- Michaely, R., Womack, K., 1999. Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations. *Review of Financial Studies* 12 (4), 653–686.
- Mikhail, M., Walther, B., Willis, R., 2007. When security analysts talk, who listens? *Accounting Review* 82 (5), 1227–1253.
- Nocera, J. 1997. Who really moves the market? *Fortune* 136 (8): 90-101.
- O'Brien, P., 1988. Analysts' forecasts as earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics* 10 (1), 53–83.
- Ou, J., Penman, S., 1989. Financial statement analysis and the prediction of stock returns. *Journal of Accounting and Economics* 11 (4), 295–329.

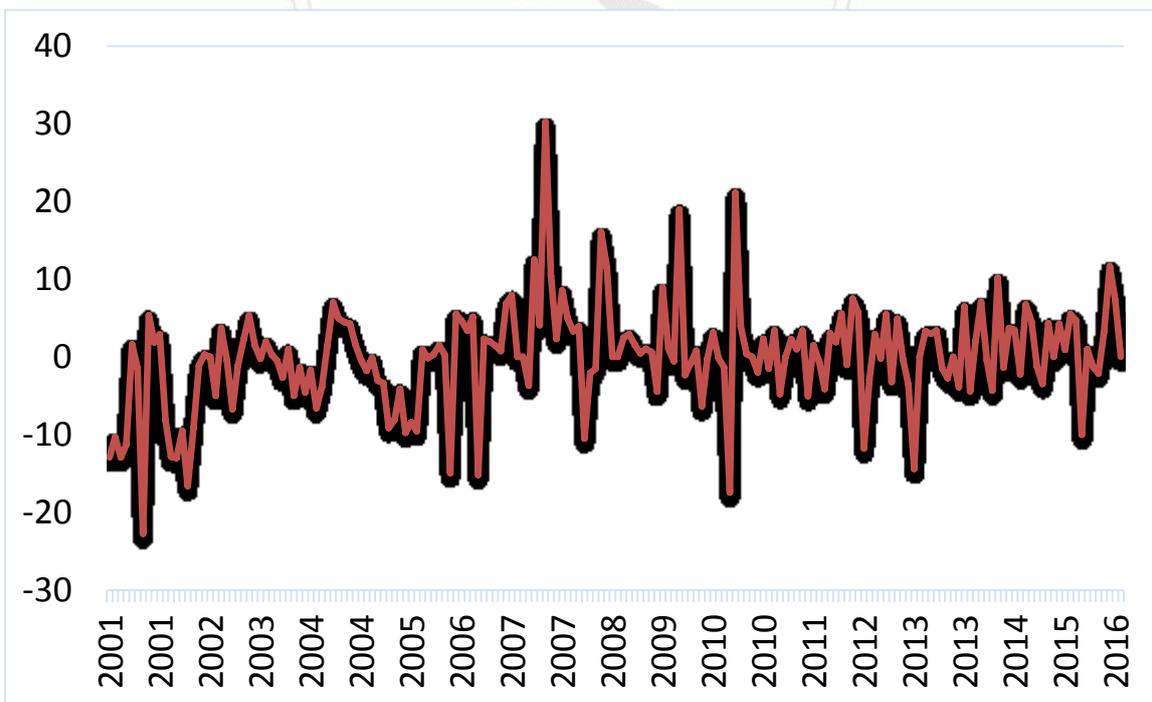
- Parkash, M., D. S. Dhaliwal, and W. K. Salatka, 1995. "How Certain Firm-specific Characteristics Affect the Accuracy and Dispersion of Analysts' Forecasts : A Latent Variables Approach," *Journal of Business Research*, 34, 161-169.
- Payne, J., Thomas, W., 2003. The implications of using stock-split adjusted I/B/E/S data in empirical research. *Accounting Review* 78 (4), 1049–1067.
- Philbrick, D., Ricks, W., 1991. Using value line and IBES analyst forecasts in accounting research. *Journal of Accounting Research* 29 (2),397–417.
- Piotroski, J., So, E., 2012. Identifying expectation errors in value/glamour strategies: a fundamental analysis approach. *Review of Financial Studies* 25 (9) 2841–2875.
- Ramnath, S., S. Rock and P. Shane, 2008. The Financial Analyst Forecasting Literature: A Taxonomy with Suggestions for Further Research. *International Journal of Forecasting*, 24(1), 34-75.
- Rao, P., 1973. Some notes on the errors-in-variables model. *American Statistician* 27 (5),217–218.
- Patz, D. H., 1989. "U.K. Analyst's Earning Forecasts," *Accounting and Business Research*, Vol.19, No.75, 267-275.
- Richardson, S., S. Teoh, and P. Wysocki. 2001. The walkdown to beatable analysts forecasts: The roles of equity issuance and insider trading incentives, Working paper, University of Michigan.
- Shumway, T., 1997. The delisting bias in CRSP data. *Journal of Finance* 52 (1), 327–340.
- Sloan, R., 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *Accounting Review* 71,289–315.

- So, E. C., 2013. A new approach to predicting analyst forecast errors: Do investors overweight analyst forecasts? *Journal of Financial Economics*, 108, 615–640.
- Stickel, S., 1991. Common stock returns surrounding earnings forecast revisions: more puzzling evidence. *Accounting Review* 66 (2),402–416.
- Stickel, S. E. 1992. Reputation and performance among security analysts. *The Journal of Finance* 47 (5): 1811-1836.
- Watts, R., Leftwich, R., 1977. The time series of annual accounting earnings. *Journal of Accounting Research* 15 (2),253–271.
- Womack, K., 1996. Do brokerage analysts' recommendations have investment value? *Journal of Finance* 51, 137–167.
- Wright, W. F. and G. H. Bower, 1992. Mood Effects on Subjective Probability Assessment, *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 52(2), 276-291.

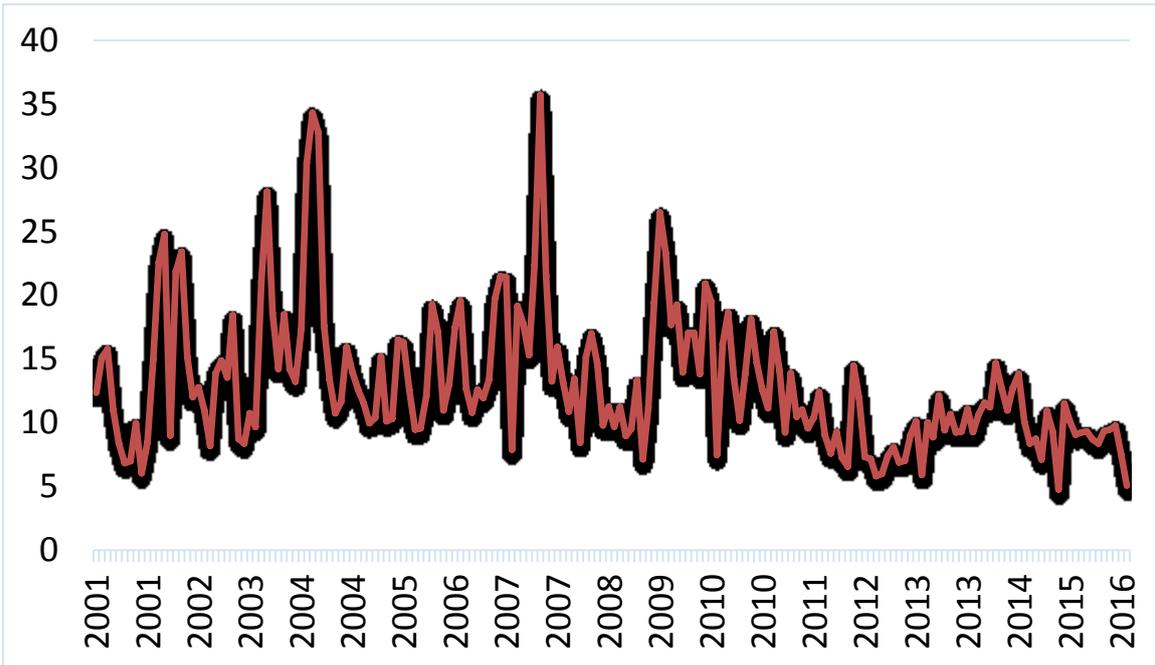
## 附錄圖目錄



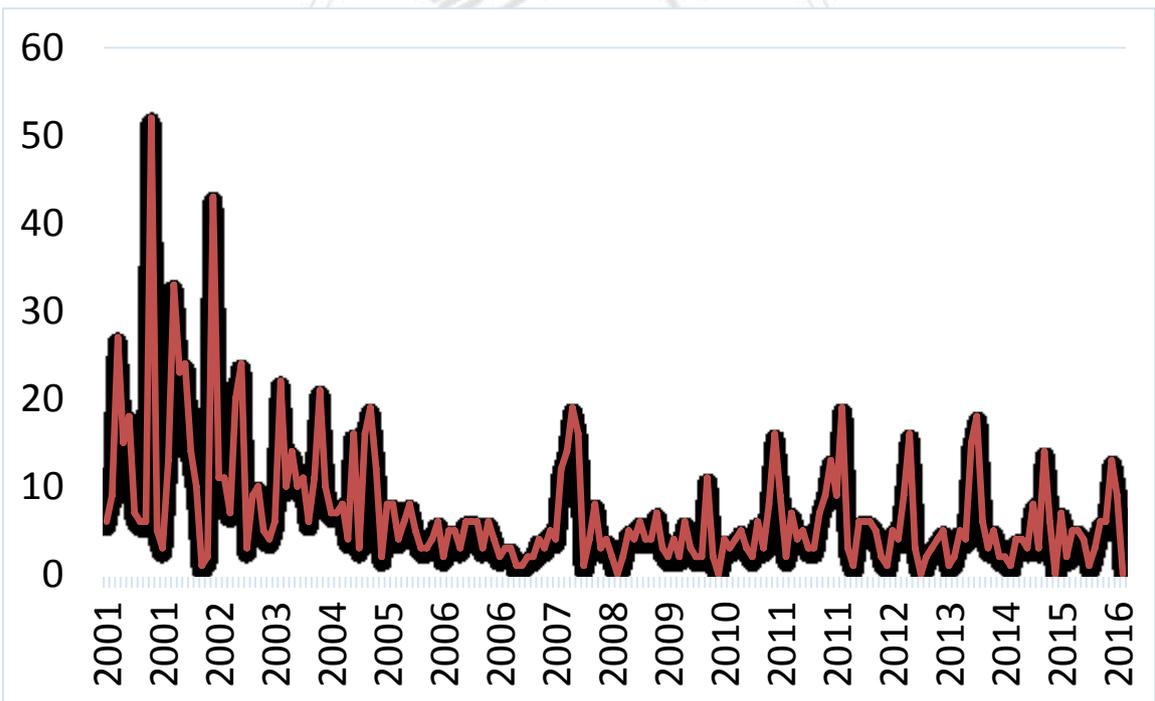
附圖 1、IPO 上市蜜月期報酬率(200101-201602)



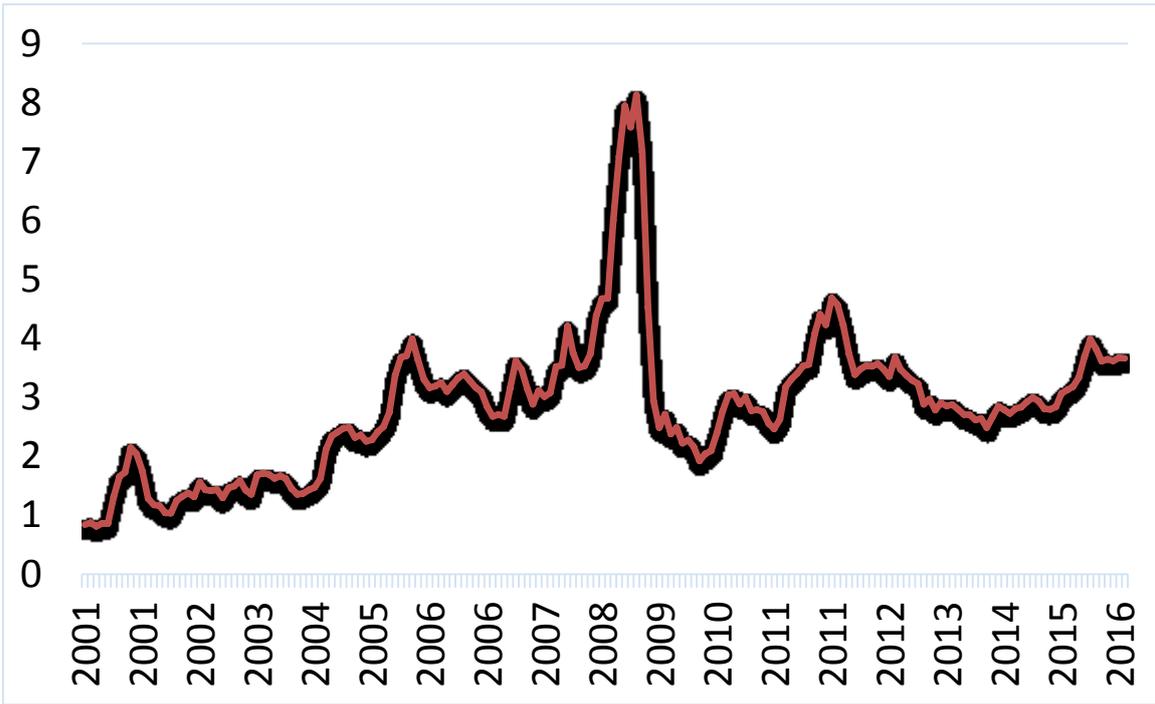
附圖 2、IPO 5 日報酬率(200101-201602)



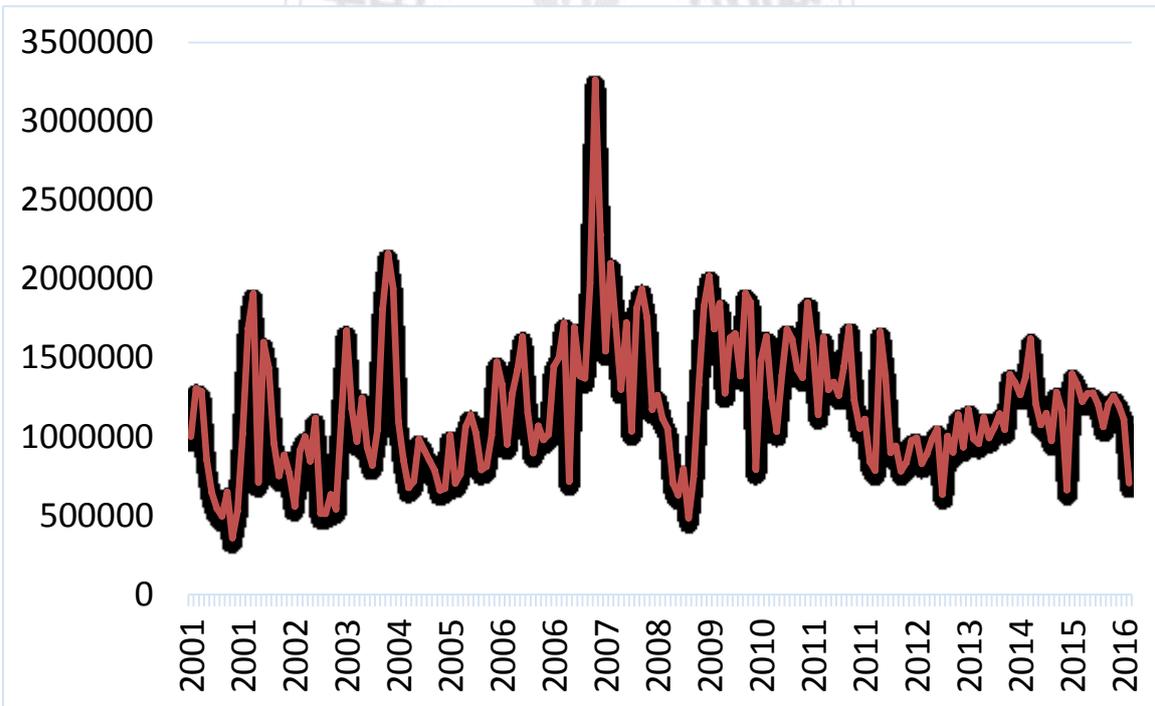
附圖 3、市場週轉率(200101-201602)



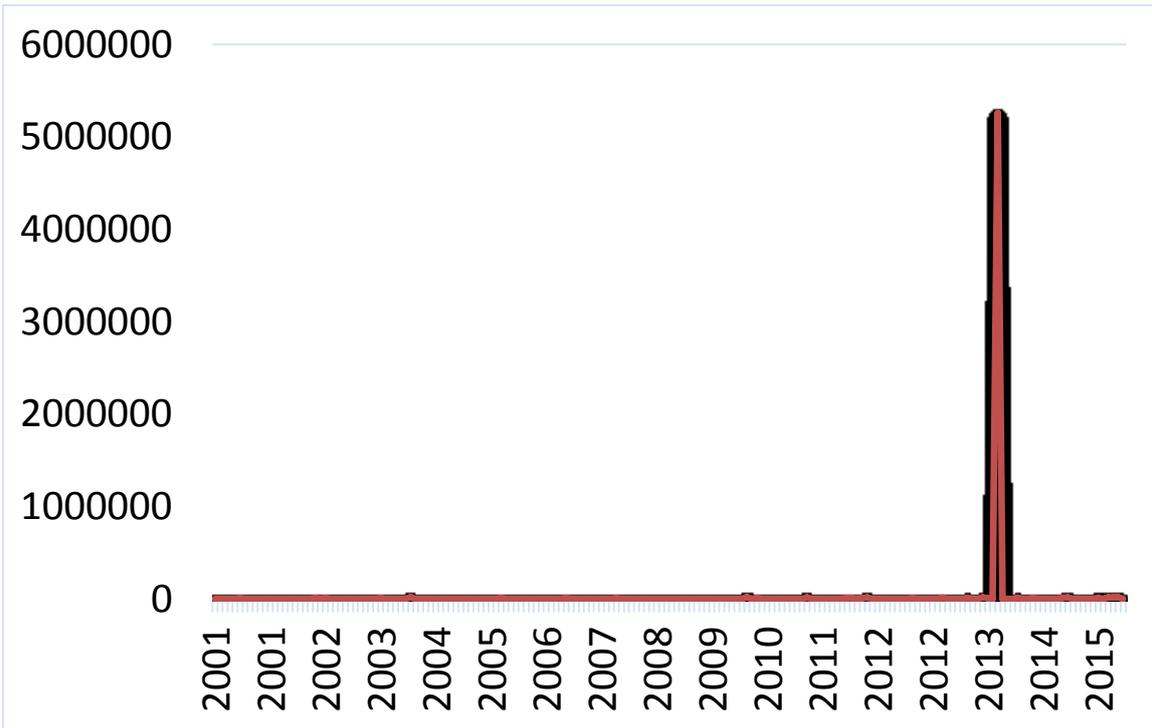
附圖 4、IPO 家數(200101-201602)



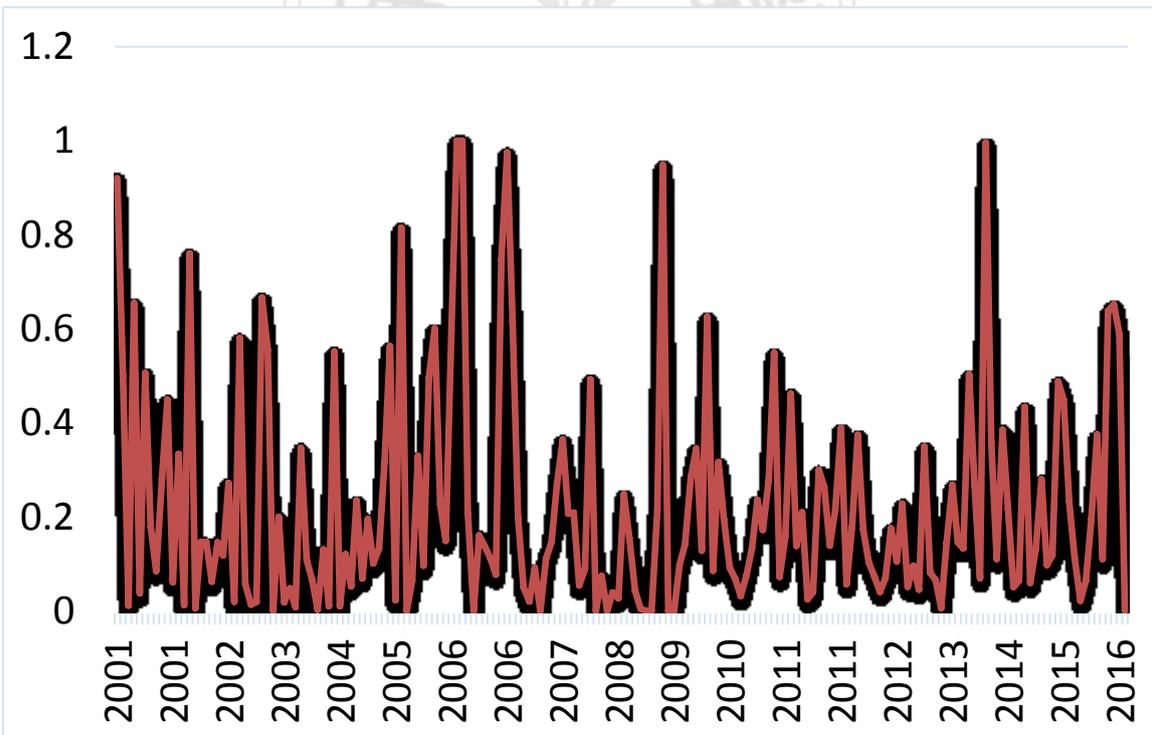
附圖 5、現金股利率(200101-201602)



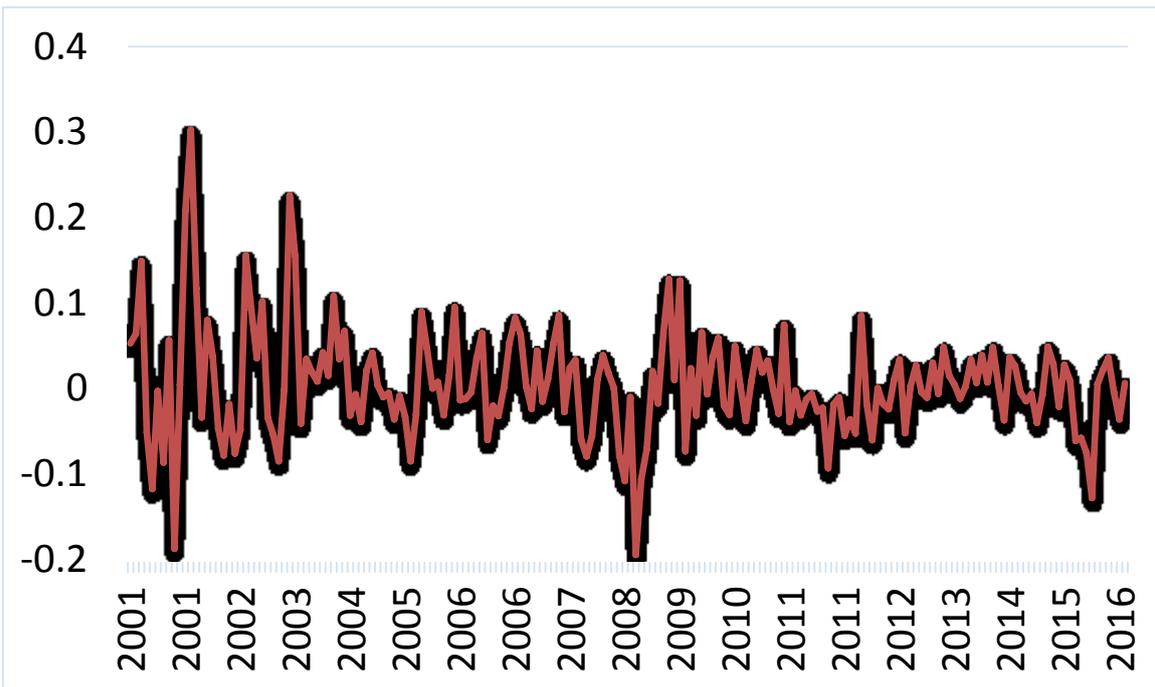
附圖 6、成交值(百萬元)(200101-201602)



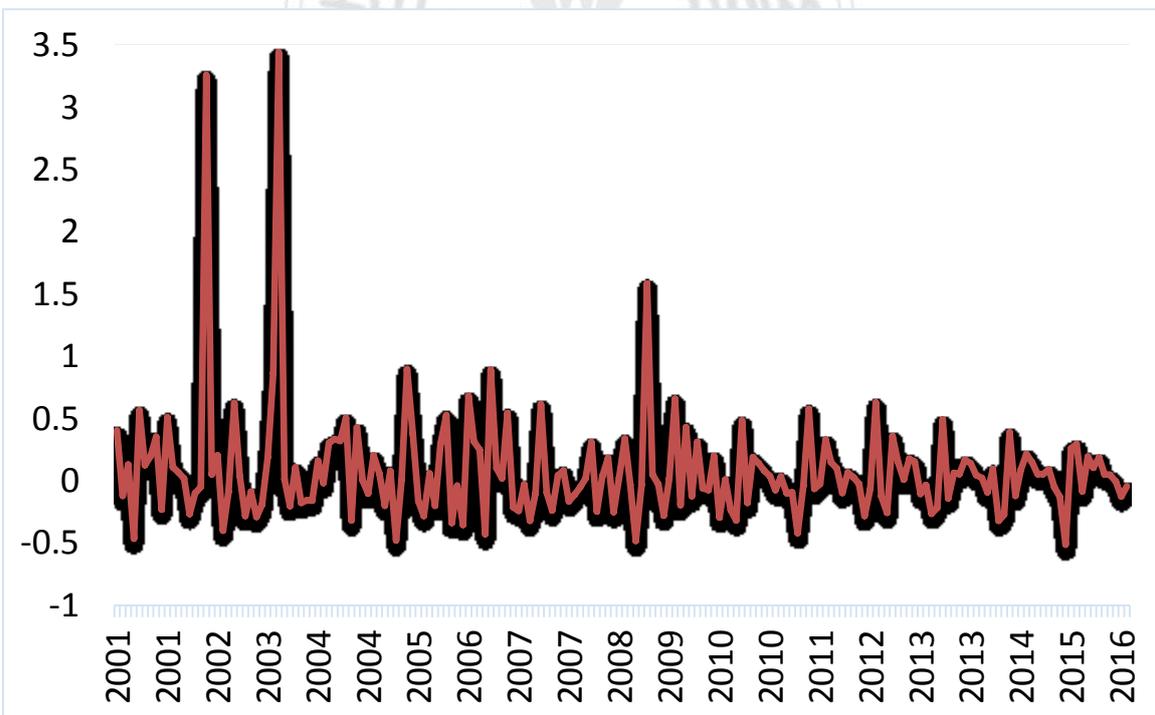
附圖 7、現金增資(權益增資)(百萬)(200101-201602)



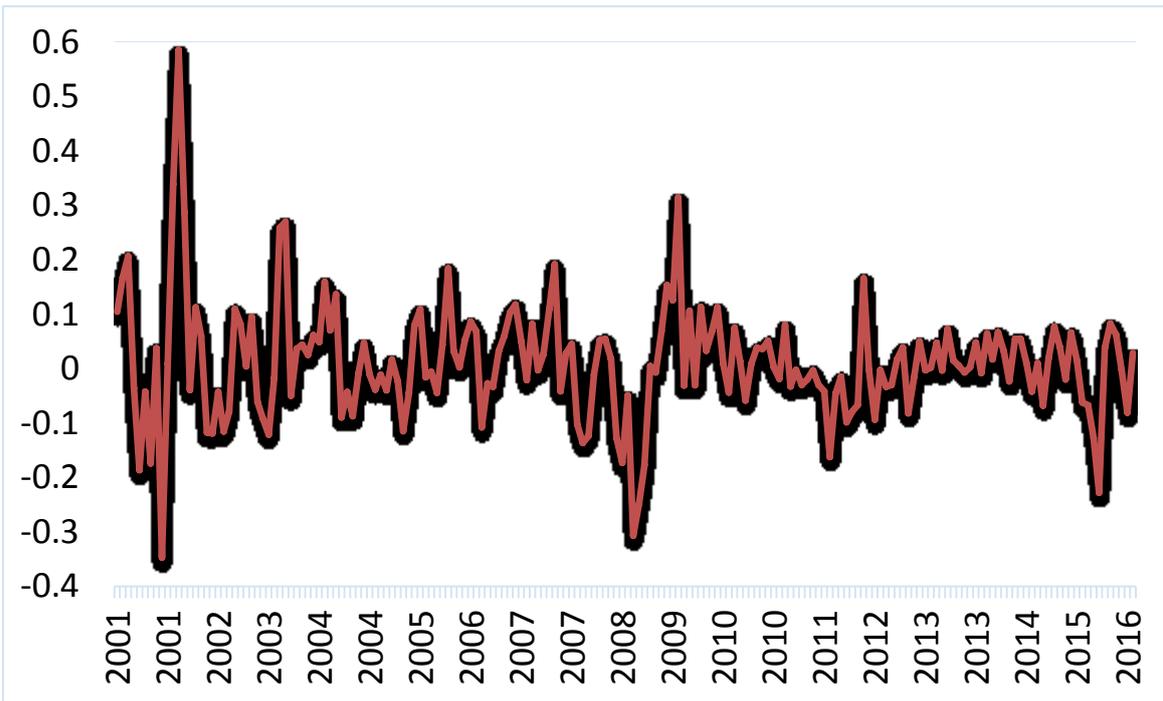
附圖 8、新股發行比率(200101-201602)



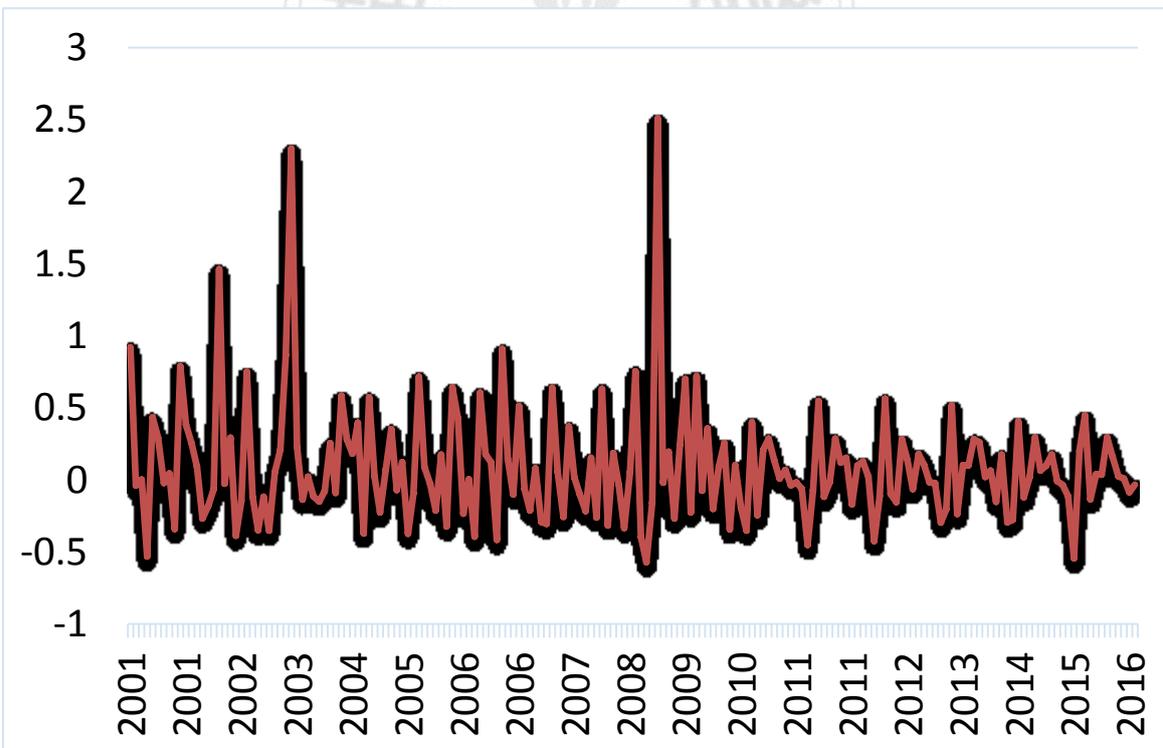
附圖 9、融資變動比率(張)(200101-201602)



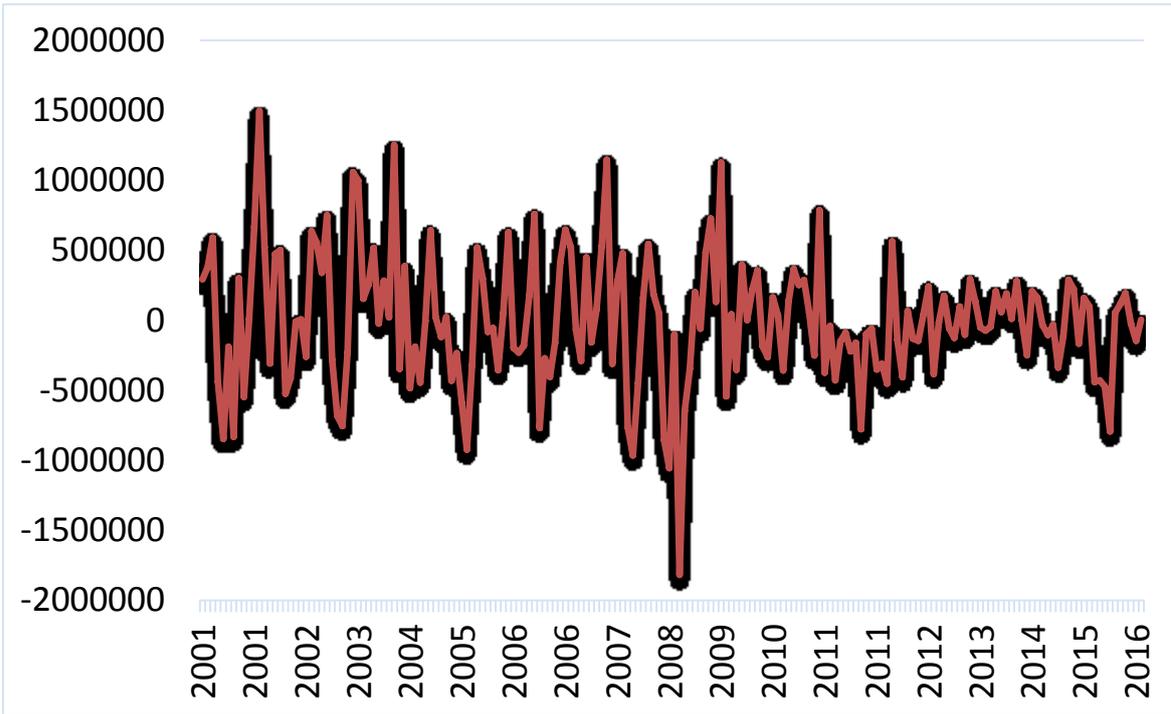
附圖 10、融券變動比率(張)(200101-201602)



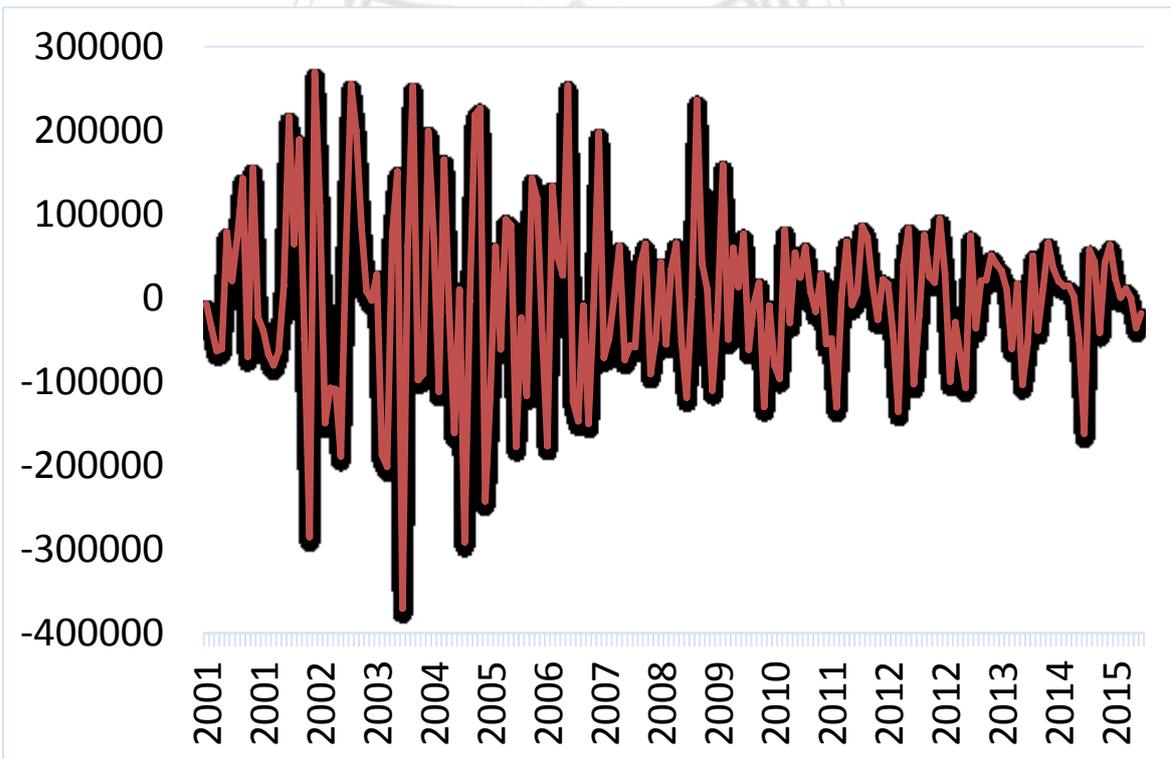
附圖 11、融資變動比率(千元)(200101-201602)



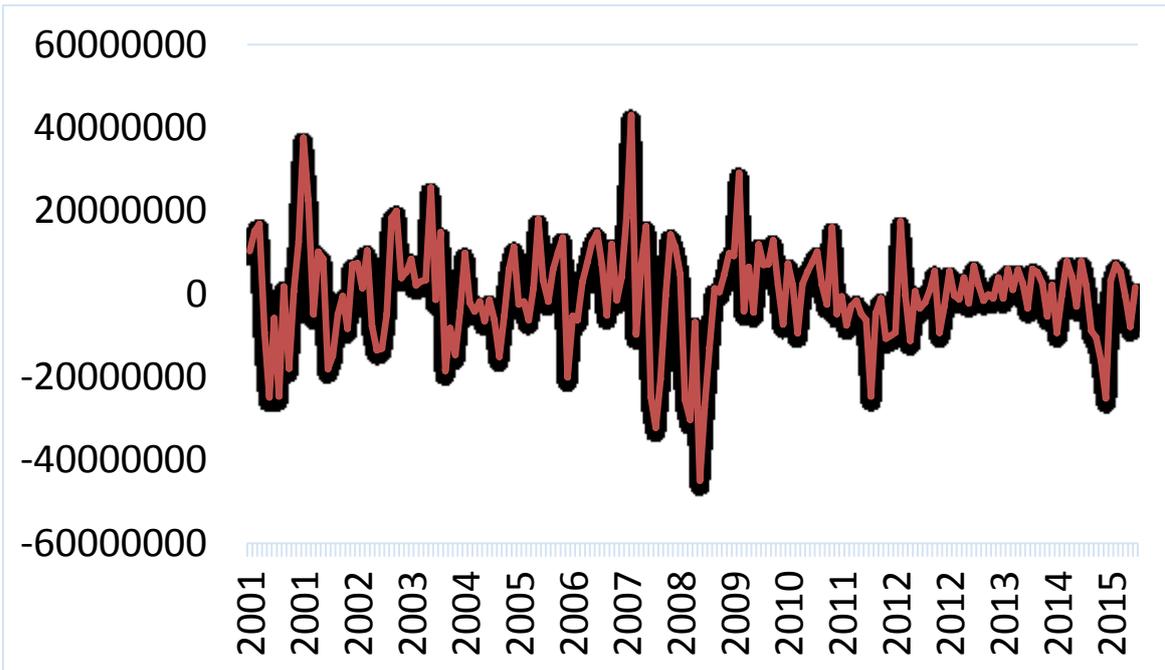
附圖 12、融券變動比率(千元)(200101-201602)



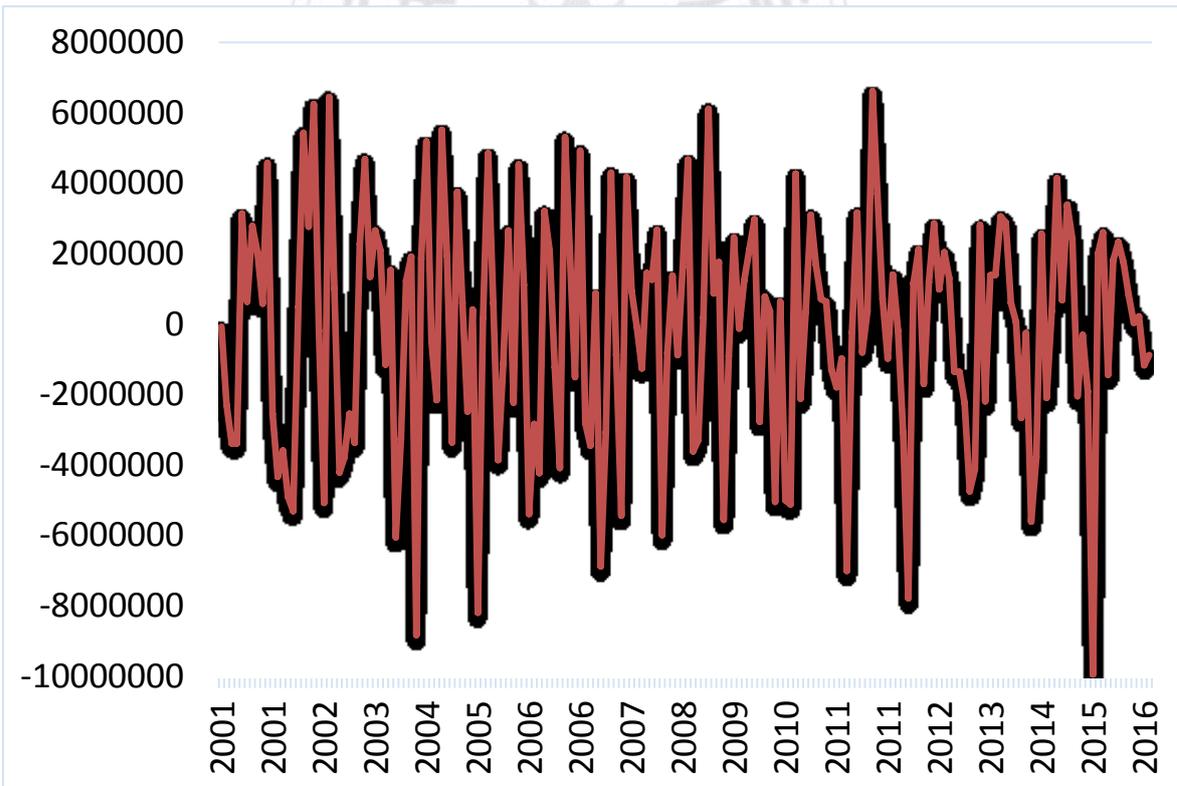
附圖 13、融資增減(張)(200101-201602)



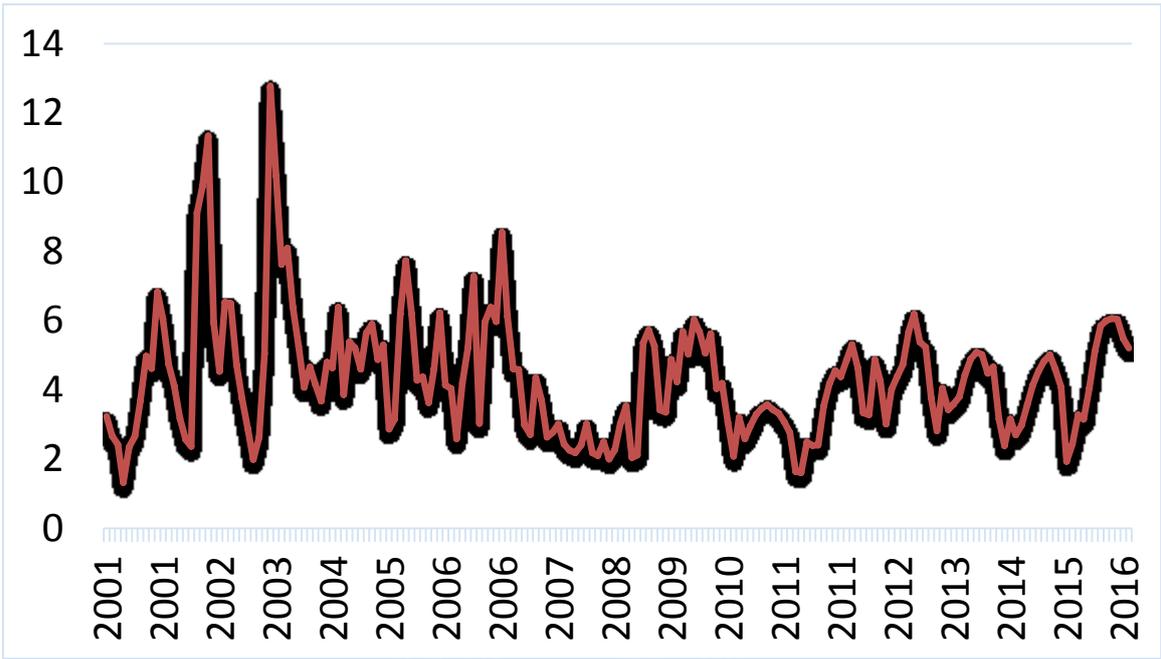
附圖 14、融券增減(張)(200101-201602)



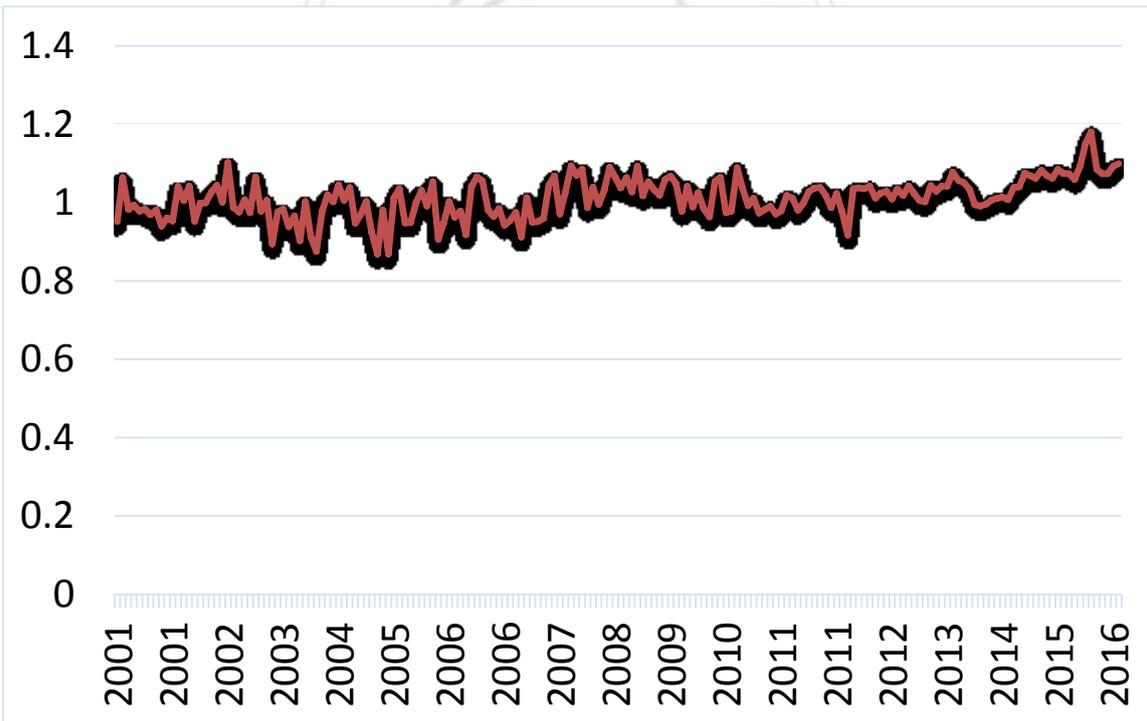
附圖 15、融資增減(千元)(200101-201602)



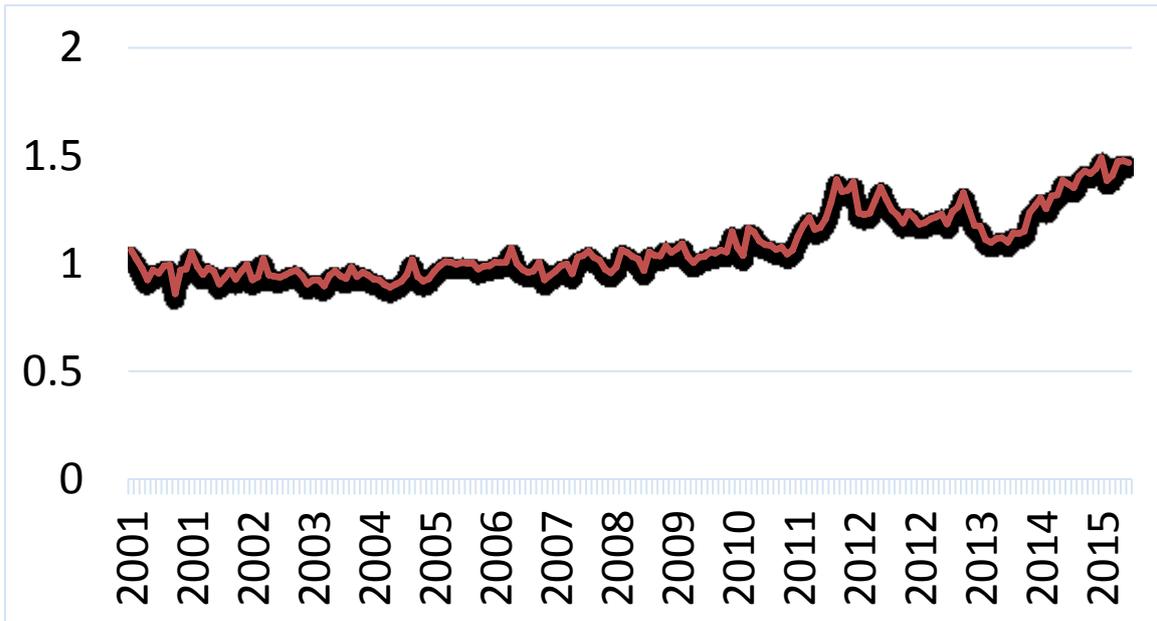
附圖 16、融券增減(千元)(200101-201602)



附圖 17、券資比(200101-201602)



附圖 18、委買委賣比(筆數)(200101-201602)



附圖 19、委買委賣比(張數)(200101-201602)

