

國立臺灣大學管理學院國際企業學系暨研究所

碩士論文

Graduate Institute of International Business

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis

每月營收公告對投資人決策之影響

Impact of Monthly Revenue Announcement to
Investment Strategy

沈勤璋

Chin-Wei Shen

指導老師：洪茂蔚 博士

Advisor: Mau-Wei Hung. Ph.D.

中華民國 104 年 6 月

June, 2015





摘要

為使投資人獲得更具及時性之會計資訊，證交法第第三十六條第一項第三款規定上市公司需於每月十日以前，公告並申報上月份營運情形。每月營收公告為我國特有制度，諸多國內文獻試圖探討此制度對投資人而言是否具有資訊價值，然而，大多數研究卻存在「研究樣本數量不足」及「無法取得實際營收公告日」等限制，雖然學者對於「每月營收公告對投資人而言具備資訊價值」存在共識，然而部分研究之統計結果卻缺乏顯著性，導致無法支持此結論。

本研究主要目的在於克服前述研究限制，利用民國 102 年至民國 103 年間上市公司營收公告資訊共計 18,782 筆樣本，及每筆樣本之每月營收實際公告日，以驗證每月營收公告是否具有資訊價值。本研究實證分析結果發現，每月營收公告與股價異常報酬率具有正向關係，即每月營收公告資訊確實會影響股票投資人決策。進一步探究每月營收公告代表的市場訊息可發現，投資人對於營收公告釋放壞消息的反應，較營收公告釋放好消息的反應更為劇烈。再更進一步按照「營收公告是否存在持續性」將好消息及壞消息細分，本研究發現持續性消息較非持續性消息對投資人而言影響更大，且投資人對於持續性好消息的反應最大，對非持續性好消息的反應最小。

關鍵字：營收公告、未預期營收、異常報酬率

ABSTRACT



To let investors acquire more instant accounting information, the 36th regulation of the Security Exchange Act requires listed companies announce their revenue of last month before 10th day of current month. Since monthly revenue announcement is a unique regulation in our country, many researchers tried to find out whether the data coming from such rule contains useful information for investors. However, some of those researches were not capable of reaching enough samples, or others were not available to acquire the practical date of revenue announcement. Although most researchers agree that monthly revenue announcement contains information value for investor, such conclusions were rejected by statistic results since these results could not pass significant test.

This study pays an effort on resolving research limitations mentioned in last paragraph. By using physical date of monthly revenue announcement, which contains 18,782 monthly revenue data in the period of 2013 and 2014, this study tested the information value of monthly revenue announcement. The results of physical analysis discover that the return of investment is positively response to information disclosed by monthly revenue announcement, which means monthly revenue announcement actually affect investment decision. Furthermore, if monthly revenue announcements reflect bad news, investor could have more intense response than those announcements reflect good news. In the mean time, this study discovered that investors pay more attention in sustainable information. Investors would response heavier when sustainable good news occurred, and would response lighter when unsustainable good news occurred.

Key Reference: revenue announcement, unexpected sales, abnormal return

目錄



第一章. 緒論	1
第一節 研究動機	1
第二節 研究目的	3
第三節 研究流程圖	5
第二章. 文獻探討	6
第三章. 研究方法	10
第一節 變數定義	10
第二節 理論與假說	17
第三節 模型建立	19
第四節 抽樣設計	21
第四章. 實證分析	32
第一節 未預期營收與股票報酬率之關係	32
第二節 好壞消息下，未預期營收與累積異常報酬率之關係	34
第三節 營收公告持續性對股票報酬率之影響	36
第五章. 結論	41
第一節 研究結論	41
第二節 研究限制	43
第六章. 參考文獻	45

表目錄

【表一】文獻樣本彙總表	3
【表二】文獻採用之營收公告日彙總表	4
【表三】：每月營收公告的資訊價值	7
【表四】未預期營收之比較—各產業別樣本觀察點數量	12
【表五】未預期營收之比較	14
【表六】各產業別樣本家數	22
【表七】各產業別樣本觀察點數量	24
【表八】市場消息分類下，各產業樣本數量表	26
【表九】各產業之營收係數統計分析	33
【表十】好壞消息之樣本數量	35
【表十一】持續性消息與非持續性消息之樣本數量	37
【表十二】市場消息別之樣本數量	38
【表十三】市場消息別下之營收反應係數	40

圖目錄

【圖一】研究架構與流程圖	5
【圖二】持續性消息判斷流程圖	17
【圖三】按市場消息別分類之樣本分布圖	26

第一章. 緒論

本章分別闡明本研究之動機及研究期望達成之目的，同時彙整目前證券市場狀況、過去文獻之限制及本研究提供之解決方式。



第一節 研究動機

為能使投資人能及時掌握公開發行以上公司營運狀況，並做為投資決策之依據，證券交易法第三十六條第一項第三點規定「上市公司應於每月十日以前，公告並申報上月份營運情形」。每月營收公告制度作為我國特有規範，自民國七十五年起，即開始有我國學者針對「每月營收公告之資訊」與「截至營收公告日累積異常報酬績效指標」之間的關係進行研究，並欲驗證兩者間關係以證明投資人會利用每月營收公告之資訊輔助投資決策，同時學者們亦企圖找出投資人如何根據每月營收公告資訊決定投資策略，期望釐清在特定情況下每月營收公告資訊影響股價之模式。

綜觀我國研究文獻，針對每月營收公告是否影響投資人決策之研究大多集中在民國七十五至九十年間。然而，距今二十多年來，我國證券市場處於黃金發展期，不僅證券交易相關法規更加複雜，台灣證券交易所上市公司規模也更龐大。依證券交易所民國一〇二年發佈的「歷年股票市場概況表」，民國七十七年第一上市公司家數由 163 家成長至民國一〇二年 838 家，上市公司數量成長約四倍，與此同時，證券交易所每年成交值亦從新台幣 7.8 兆成長至 19 兆，成長約 2.5 倍，以上現象均顯示我國證券交易市場較過去擁有更多證券投資標的，同時交易情形更為熱絡。在證券市場規模、證券交易規範與過去存在重大變化的情況下，以往文獻的研究結果是否與現今市場相符是值得探討的議題。

除此之外，上市公司在每月營收公告制度實施之初，僅需自願性地將每月營收公告資料刊登於國內歷史悠久且讀者眾多的「工商日報」及「經濟日報」。時至今日，每月營收公告已改為強制公告性質，且由於電腦及網路的普及，證券

交易所規定每月營收公告需以固定電子格式上傳至「公開資訊觀測站」以利投資人查找。改採網路公告每月營收資訊的主要優點在於網路公告更便於投資人隨時隨地取得公開資訊而無需花費購買報紙，然而缺點則在於網路公告資訊不含實際營收公告日。基於以上因素，可以輕易觀察出過去的研究存在下面兩項限制

1. 樣本量不足

早期以報紙所載公告資訊為樣本之研究，由於資料蒐集過程需查閱研究期間各月份一日至十日(遇假日順延一日)每天之報紙資訊，不僅購買報紙會產生之額外開銷，於彙整資料時發生錯誤的固有風險更非常高，同時由於早期自願公告營收之企業數量有限，因此以報紙所載公告資訊為樣本之研究也容易受限於樣本數量而無法得到顯著相關的結論。

2. 無法取得實際事件發生日

近期以公開資訊觀測站每月營收公告資訊為樣本之研究，均無法取得營收公告之實際日期，故多數研究採事件研究法分析每月營收公告資訊對投資人而言是否存在參考價值時，係利用證券交易法「每月十日前公告上月營收」之規定，並假設每月十日為營收公告日以計算股票異常報酬率，再以此資料為基礎，探討每月營收公告所含之資訊價值。

儘管過去文獻存在前述研究限制，學者們依然對於「每月營收公告對投資者而言具有價值」有一致的共識，幾乎所有研究均指出每月公告之實際營收若與投資人預期營收存在差異，則會影響投資人決策並使個股產生超額報酬。然而，也由於研究限制存在，對於未預期營收與異常報酬是否存在正向關係及營收公告為壞消息時，投資人反應較好消息更顯著等議題，文獻尚未出現具有結論性的見解。因此本研究參照文獻之研究方式及回歸分析，嘗試有效排除過去文獻遇到之研究限制，以驗證及補強過去文獻產生之結論。

第二節 研究目的

本研究主要目的在於驗證每月營收公告資訊與股票超額報酬率之關係，同時測試投資人對於營收公告為好消息或壞消息時，是否會做出反應，再更深入探討持續性消息對投資人的影響。為取得與現金股票市場更相關的研究結果，本研究除了以民國一○二年一月至民國一○三年十二月之第一上市公司營收公告資料進行分析，更排除過去文獻之下述兩項研究限制：

1. 樣本數量不足

早期營收公告採自願公告性質，上市公司可自行決定是否需要公告每月營收，故當時可供蒐集之樣本公司數量有限，且可用於進行統計分析之觀察點數量較少，較難形成顯著相關之結論。本研究蒐集 833 家上市公司自民國一○二年起共計 18,782 個觀察點進行分析，排除樣本公司數量不足及觀察點不足導致無法取得結論的情況。本研究與文獻之樣本公司數量及觀察點數量資料彙整如下：

【表一】文獻樣本彙總表

項次	相關研究	樣本公司數量	觀察點數量	研究期間
1	本研究	836	18,782	民國 102 年至民國 103 年
2	王官品〔民 75〕	31	645	民國 67 年至民國 74 年
3	廖勝福〔民 79〕	50	301	民國 76 年至民國 78 年
4	蘇弘哲〔民 84〕	103	2,471	民國 79 年至民國 83 年
5	郭玲珍〔民 85〕	112	3,896	民國 80 年至民國 83 年
6	張耿尉〔民 86〕	151	6,660	民國 80 年至民國 83 年



項次	相關研究	樣本公司數量	觀察點數量	研究期間
7	簡雪芳〔民 87〕	117	2,012	民國 78 年至民國 84 年 5 月
8	蔡醒亞〔民 88〕	209	5,395	民國 84 年至民國 86 年

2. 無法取得實際事件發生日

由於改採網路申報至公開資訊觀測站後，無法取得上市公司實際營收公告日，故過去文獻係假定每月十日為事件發生日。本研究則改以實際營收公告日作為事件發生日，並參考過去研究以未預期營收為解釋變數，異常報酬率為被解釋變數，以探討二者之間的關係並過去文獻之結論。本研究與文獻採用之營收公告日資料彙整如下：

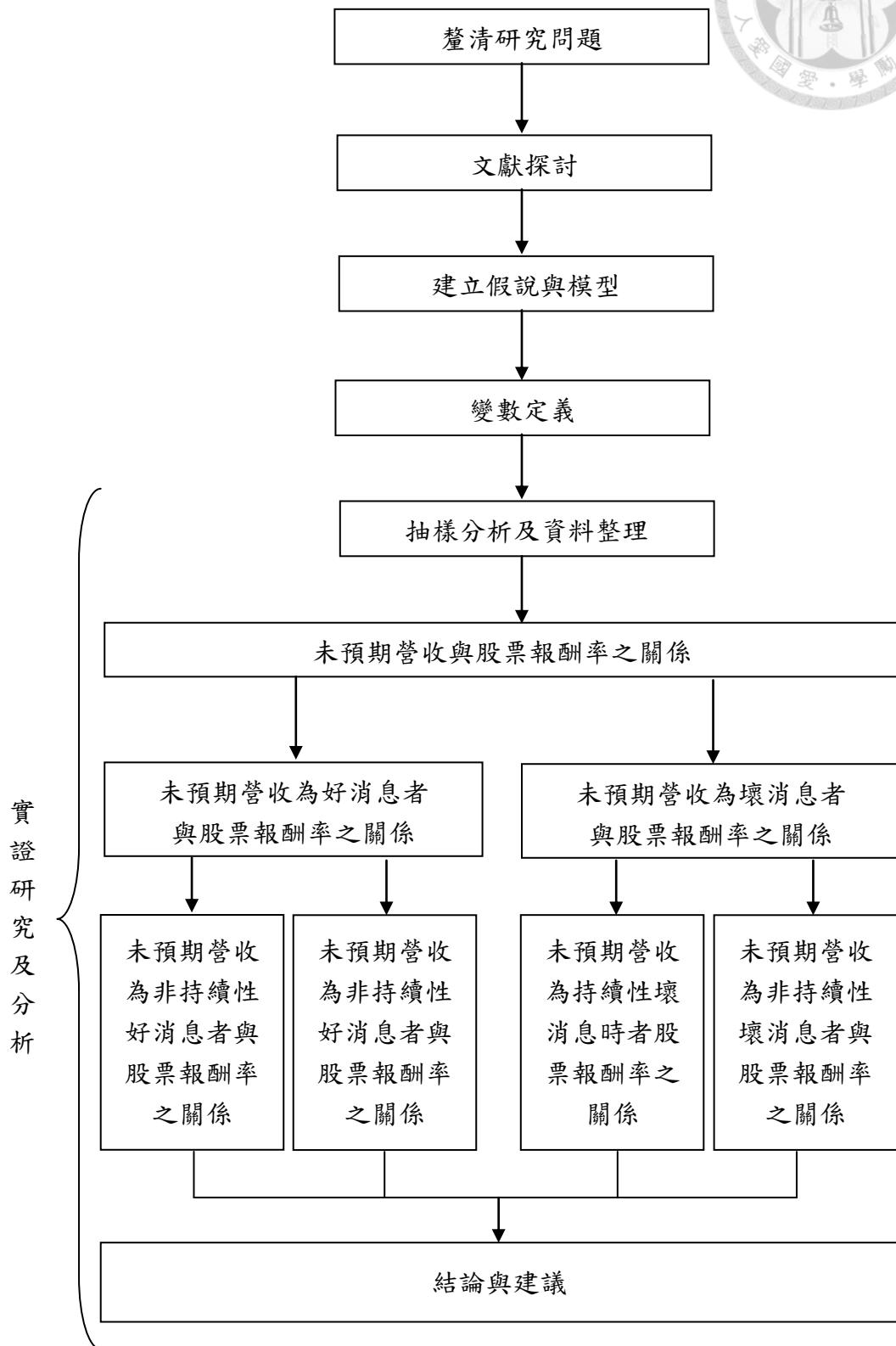
【表二】文獻採用之營收公告日彙總表

項目	相關文獻	採用之營收公告日
1	本研究	實際營收公告日
2	簡雪芳〔民 87〕	假設營收公告日為每月十日
3	何秀芳〔民 89〕	假設營收公告日為每月十日
4	江明南〔民 91〕	假設營收公告日為每月十日
5	劉毅馨、蔡彥卿〔民 95〕	假設營收公告日為每月十日
6	吳幸姬、李顯儀〔民 95〕	假設營收公告日為每月十日

第三節 研究流程圖



本研究之研究流程及架構如下圖所示：



【圖一】研究架構與流程圖



第二章. 文獻探討

國內研究關於每月營收公告與股票報酬率之關係，多以營收公告數為實際數，再透過選定的最佳營收預測模型建立預期營收，若實際營收大於預期營收則產生正的未預期營收，反之則為負的未預期營收。接著再將實際報酬與正常報酬之差作為異常報酬，以未預期營收與異常報酬比較來驗證營收公告與股價的關係。而研究結果大多顯示「未預期營收為負，異常報酬率較低；但未預期營收為正，異常報酬率則沒有顯著影響」。

除此之外，部分研究進一步發現，以績優股為樣本時無論未預期營收是否為正，均會產生異常報酬(廖勝福，民 79)、第一季、第四季未預期營收與異常報酬的關係最顯著(蘇弘哲，民 84)、僅金融業營收變化與股價變化相關(吳幸姬、李顯儀，民 95)。由於營收公告屬我國證券市場特有制度，因此以營收公告為主體的研究以國內文獻居多。彙整國內相關文獻如下：

(一) 王官品〔民 75〕

使用 Friedman 檢定民國 67 年至 74 年，31 家上市公司每月營收資料，求出最佳的預測模式代表投資人的預期營收，並以實際營收與預期營收的差額為未預期營收。再以市場模型估計股價的異常績效指標，發現「實際營收較預期營收高時買進股票(即好消息)」不會產生超額報酬，但若「實際營收較預期營收低時賣出股票(即壞消息)」則會產生超額報酬。

(二) 廖勝福〔民 79〕

以「平均絕對百分比誤差」準則，分析 50 家公司民國 76 年 5 月至民國 78 年 10 月共計 301 個樣本數，發現「本月每股營收是否等於上月每股營收」作為評估標準的股價預測能力最佳。若限定樣本公

司為績優股或大型股，當本月營收小於上月營收時，股價會下跌；當本月營收大於上月營收時，股價則會上升。但若樣本非限定為績優股或大型股時，若營收公告結果顯示本月營收小於上月營收時，投資人會認為營收公告具有資訊價值，即會出售股票使股票價值下跌；但若營收公告結果顯示本月營收大於上月營收時，投資人則不認為營收公告具有資訊價值，股價不會因此上漲。

【表三】：每月營收公告的資訊價值

	本月營收大於上月營收時買進	本月營收小於上月營收時賣出
所有類股	不會產生超額報酬	會產生超額報酬
績優股/大型股	會產生超額報酬	會產生超額報酬

(三) 蘇弘哲〔民 84〕

選定民國 79 年 1 月至 83 年 11 月特定上市公司 103 家並按產業別分類，再利用「誤差百分比均平方根」平均值最小者選定該產業最佳營收預測模型，經與實際營收比較後求得未預期營收，又利用「均衡預期報酬模型」比較股票實際報酬與正常報酬之差作為異常報酬。觀察未預期營收與異常報酬的關係後發現正常會計年度下，第一季及第四季營收公告資訊最易被投資人作為參考依據，且投資人對於利空消息的反應較利多消息熱烈。

(四) 簡雪芳〔民 87〕

研究民國 78 年 1 月至 84 年 5 月以特定上市公司為樣本，依照營

收時間序列及營收成長率計算未預期營收，又以每月十日為估計營收公告日，使用短窗期方式估計個股自每月初至十日之累積異常報酬率，發現實際營收小於預期營收(以下稱壞消息)時，股票報酬率會越低，但實際營收越高於預期營收(以下稱好消息)時，股票報酬率不會顯著升高

(五) 何秀芳〔民 89〕

利用事件研究法選取民國 77 年 1 月至民國 88 年 12 月特定上市公司 351 家為樣本，將樣本依照產業別分類，利用簡單模式與反向迴歸驗證月營收公告對投資人而言是否具有資訊內涵之間。

該研究首先引用文獻證明企業盈餘為投資人做投資決策時的重要參考依據，並透過研究前述資料發現「營業收入」與「營業毛利、營業淨利及稅前淨利」屬正相關，即對投資人而言，每月營收公告數確實與企業盈餘相關，故可推論與企業盈餘具有正相關的營業收入亦對投資人之決策具有參考價值。

為驗證前述推論，該研究以回歸方程式簡單模型驗證每月營收公告之未預期營收與累積異常報酬率之關係。該研究定義未預期營收本月營收公告數相較於去年同月營收公告數之成長率，而以每月 10 日做為營收公告之估計事件日，合計每月 1 日至 10 日之異常報酬率作為累積異常報酬率。研究結果發現未預期營收與累積異常報酬率具正向關係，故證實營收的變化會正向影響股價的變化。

另該研究也試圖驗證市場對於未預期營收為好消息及壞消息時的反應程度，但卻由於統計結果不具顯著性，故無法支持「市場對壞消息之反應大於好消息」之推論。除此之外，研究結果發現，「具持續性特徵之未預期營收」會使累積異常報酬率產生大幅變化，因此投

資人較看重持續性消息。但若進一步將持續性消息分為「持續性好消息、持續性壞消息、非持續性好消息及非持續性壞消息」則由於統計結果不顯著而無法看出投資人對於上述四種訊息看重之程度。



(六) 江明南〔民 91〕

研究民國 77 年 1 月至民國 90 年 11 月特定上市公司為樣本，發現同年度時本期未預期營收為正時，可以預期下期未預期營收亦為正，但跨越不同年度則前後期未預期營收關係不顯著。

(七) 吳幸姬、李顯儀〔民 95〕

將研究主體歸類為全體產業、製造業、服務業、電子業及金融業五大類，利用 VAR 模型觀察民國 84 年 1 月至民國 93 年 12 月產業月營收額變化率與股價指數月報酬的關係。研究結果顯示除金融業外，所有產業月營收額的變化無法預測該產業的股價報酬，因此推論金融業以外之產業營收公告無資訊價值，僅金融業營收公告對投資人有資訊價值，可作為投資參考依據。



第三章.研究方法

本研究係以事件研究法探討每月營收公告結果對股市異常報酬率的關係。此法係由 Fama, Fisher, Jensen & Roll 所發展，主要係在探討特定事件在實際發生日對股價是否造成影響。若特定事件對投資者具有參考價值，則事件之發生會顯著影響股價。

本研究於第一節定義各項變數，並於第二節建立理論並形成假說，再於第三節建立研究模型，最後則於第四節說明本研究所採行的實證程序。

第一節 變數定義

本節旨在說明本研究採用之名詞意義及定義各項變數且說明衡量辦法。

(一) 事件日

意指各公司實際公告每月營收之日，依證券交易法第三十六條規定「上市公司應於每月十日前，公告並申報上月營運情形」，故實際營收公告日原則上應不超過每月十日，但若當月十日為例假日或則可延後至最近交易日公告。

(二) 窗期

考量市場可能於營收公告前預測營收結果，使股價提前反應公司營運狀況，本研究以事件日為中心，觀察事件日至事件日後 1 個交易日的股票異常報酬率變化，計算累積異常報酬時採用短窗期 (0,1)。

(三) 累積異常報酬率(CAR)

個股異常報酬率易受市場因素使研究結果失真，未排除市場變化的影響，本研究採用累積異常報酬率為代理變數。而個股異常報酬率之計算係以個股實際在特定日期實際報酬率與預期報酬率之差，可表達如下：



$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha'_i + \beta'_i \cdot R_{mt}) \quad [9]$$

R_{it} ：為 i 公司第 t 日之個股實際報酬率

R_{mt} ：為 i 公司第 t 日之市場報酬率

而 α'_i 及 β'_i 則是以個股實際報酬率為應變數，市場報酬率為自變數做回歸求得，觀察期為事件日之前 12 個月。最後在依本研究鎖定窗期(0,1)每日之異常報酬率加總而得累積異常報酬率。

$$CAR_{it} = \sum_{t=-1}^{t=1} AR_{it} \quad [10]$$

CAR_{it} ：為 i 公司第 t 日之個股累積異常報酬率。

(四) 未預期營收

為避免景氣循環等市場因素影響未預期營收之認知，以往文獻多以當年度與前一年度同月份營收之差異比率作為判斷未預期營收之依據，且未預期營收之定義主要分為兩種(何秀芳，民 87、廖勝福，民 79)，一為前後年間營收成長率，即以當年度營收公告數減除前一年度同月營收公告數，再除以前一年度同月營收公告數。

$$US_{ita} = \frac{S_{it} - S_{it-12}}{S_{it-12}} \quad [11]$$

另一法則比較當月營收較上月成長率之差作為未預期營收之計算依據，部分文獻(王官品，民 75)認為此法之預測未來營收能力較佳。

$$US_{itb} = \frac{S_{it} - S_{it-1}}{S_{it-1}} - \frac{S_{it-12} - S_{it-11}}{S_{it-11}} \quad [12]$$

上述 11 及 12 兩式中 S_{it} 為 i 公司第 t 期之實際營收， S_{it-1} 則為 i 公司第 t-1 期之實際營收並以此類推。然而究竟應以何項指標做為判斷未預期營收之依據，本研究首先利用之回歸方程式-簡單模型作為比較之基礎，分別測試兩種未預期



營收與異常報酬率間之關係。再針對測試結果，先排除不具顯著關係者，若兩種未預期營收與異常報酬率之關係均為顯著，則以相關係數較高者作為本研究定義之未預期營收。

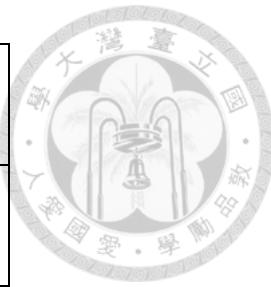
$$AR_{it} = \alpha_t + \gamma_t US_{ita} + \varepsilon_{it} \quad [13]$$

$$AR_{it} = \alpha_t + \gamma_t US_{itb} + \varepsilon_{it} \quad [14]$$

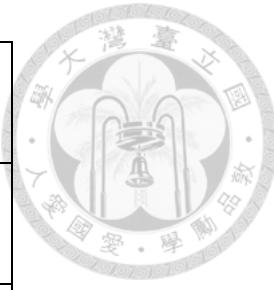
上述 13 及 14 兩式中 US_{ita} 為 i 公司第 t 期以兩年度同月營收之成長率為未預期營收；而 US_{itb} 為 i 公司第 t 期以較兩年度以同月營收較上月成長率之差。為適當地比較兩種未預期營收與異常報酬率之關係，本研究選取自民國 102 年 1 月至民國 103 年 12 月於台灣證券交易所登錄第一上市公司共計 830 家為樣本，分別按照兩種未預期營收定義，分別計算各家公司每月未預期報酬，再將樣本數 0.5% 定義為極端值並與已剔除，取得可比較觀察點共計 17,961 個，按照產業別分類如下表：

【表四】未預期營收之比較—各產業別樣本觀察點數量

項目	產業名稱	樣本觀察點數量	百分比
1	電子工業	8452	47.06%
2	化學生技醫	1118	6.22%
3	紡織纖維	1026	5.71%
4	電機機械	956	5.32%
5	其他	861	4.79%



項目	產業名稱	樣本觀察點數量	百分比
6	建材營造	828	4.61%
7	金融業	728	4.05%
8	鋼鐵工業	647	3.60%
9	塑膠工業	496	2.76%
10	食品工業	483	2.69%
11	航運業	412	2.29%
12	電器電纜	333	1.85%
13	貿易百貨	311	1.73%
14	觀光事業	292	1.63%
15	橡膠工業	234	1.30%
16	油電燃	184	1.02%
17	水泥工業	161	0.90%
18	造紙工業	160	0.89%



項目	產業名稱	樣本觀察點數量	百分比
19	玻璃陶瓷	107	0.60%
20	汽車工業	103	0.57%
21	証券	69	0.38%
總計		17,961	100.00%

利用前述回歸模型，驗證未預期營收與異常報酬率之分析，觀察分析結果可知若採用「兩年度同月營收之成長率(US_{ita})」作為未預期營收時，在信賴水準99%下相關係數顯著大於 0，然而以「當月營收較上月成長率之差(US_{itb})」作為未預期營收時，則未預期營收與異常報酬率沒有顯著相關。因此本研究以「兩年度同月營收之成長率(US_{ita})」作為未預期營收之定義。

【表五】未預期營收之比較

未預期營收	截距項	斜率項	t 值	p 值
US _{ita}	-0.2790	0.1528	5.6507	0
US _{itb}	-0.2477	0.0160	1.4789	0.1392

(五) 消息類別

當未預期營收為正，即實際營收大於市場的預期營收，此時視為好消息。

另當預期營收為負，即實際營收小於市場的預期營收，此時視為為壞消息。

(六) 持續性消息



過去研究認為，若事件日前四個月(不包含當月)中，公司有三個月之營收成長率較產業平均營收成長率為高(低)，且公司當月之未預期營收亦為正(負)時，視為持續性消息(民 89，何秀芳；民 87，簡雪芳)，否則視為非持續性消息。舉例而言，若事件日前四個月($t-4,t-1$)有三個月公司營收成長率高於產業營收成長率，且當月未預期營收為正的情況下，過去文獻認為此情況應屬持續性消息。然而，觀察樣本可發現，過去四個月中有三個月公司營收成長率高於產業營收成長率，符合持續性定義，但當月(t)營收成長率卻低於產業平均營收成長率，則此營收公告資訊對理性的投資人而言即具備反轉性質，也不再具備持續性。因此本研究調整持續性之定義為「事件日之前四個月(不包含當月)中，公司有三個月之營收成長率較產業平均營收成長率為高(低)，且公司當月之營收成長率大於產業之營收成長率，同時當月未預期營收亦為正(負)時，視為持續性消息，否則視為非持續性消息。」

為辨認樣本是否具有持續性，本研究按各產業別內所有公司，相同月份的營收成長率計算簡單平均數取得各產業別平均每月營收成長率，計算民國 102 年 1 月至民國 103 年 12 月各產業平均每月營收成長率。由計算結果可發現建材營造業之平均營收成長率變動幅度非常大，最小者為民國 103 年 7 月的 12.67%，最大者為民國 103 年 10 月之 27,883.85%，推測會產生此巨大變動，主要與建材營造業於認列營收時採用全部完工法的行業特性有關，亦即該行業在建案全部完工後一次認列所有收入、成本並計算損益，但完工前則不會認列收入，因此造成每月營收的巨大波動。除建材營造業外，則鮮少有其他產業每月平均營收會產生巨大波動。各產業平均每月營收成長率請詳附錄。

(七) 持續性好消息、持續性壞消息



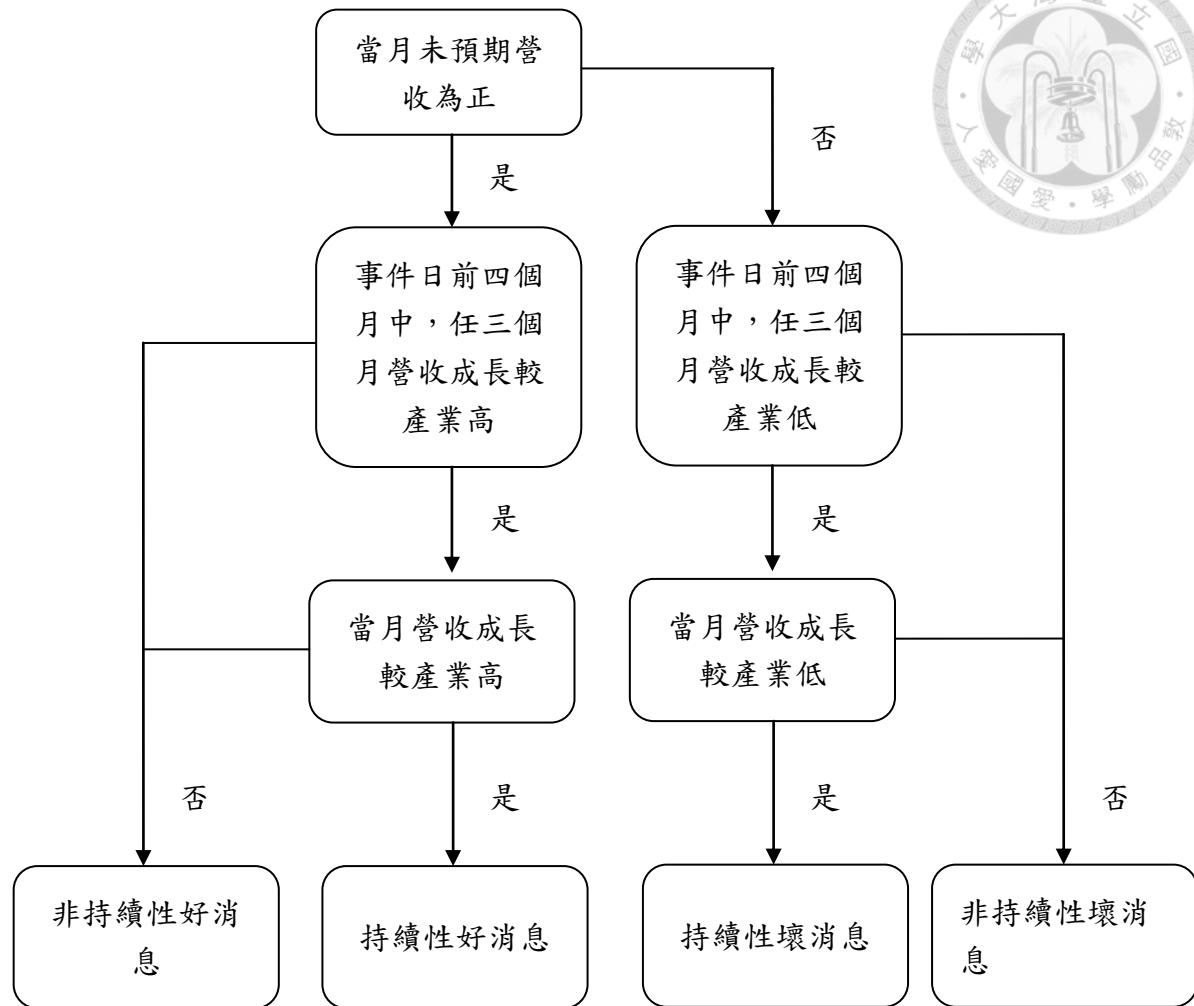
持續性好消息代表事件日之前四個月(不包含當月)中，公司有三個月之營收成長率較產業平均營收成長率為高，且公司當月之營收成長率大於產業之營收成長率，同時當月未預期營收亦為正時。

相反而言，持續性壞消息則代表事件日之前四個月(不包含當月)中，公司有三個月之營收成長率較產業平均營收成長率為低，且公司當月之營收成長率小於產業之營收成長率，同時當月未預期營收為負者。

非持續性好消息則為事件日之前四個月(不包含當月)中，公司之營收成長率較產業平均營收成長率為高者不足三個月，或公司當月之營收成長率並未大於產業之營收成長率，且當月未預期營收為正者。

非持續性壞消息則為事件日之前四個月(不包含當月)中，公司之營收成長率較產業平均營收成長率為低者不足三個月，或公司當月之營收成長率並未小於產業之營收成長率，且當月未預期營收為負者。

各類市場消息判斷流程為下圖二：



【圖二】持續性消息判斷流程圖

第二節 理論與假說

探討每月營收與異常報酬率之相關性，過去文獻均主張營收之形成為一複合過程（Compound Process）。本研究承續此一假設，利用回歸方程式-簡單模型作為本研究假說之基礎。（ AR_{it} 代表股票 i 在第 t 期異常報酬率、 US_{it} 為未預期營收、 ε_{it} 則為殘差干擾項。）

$$AR_{it} = \alpha_t + \gamma_t US_{it} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$



由此回歸模型可知未預期營收為越高則股票異常報酬率越高，兩者間呈現正向關係，故本形成研究第一個假說：

假說一：未預期營收與股票異常報酬率呈現同方向變動，兩者具有正向關係。

然而由於未預期報酬可能為正向及負向，過去文獻均認為當未預期報酬為正時，雖對意圖購入股票的投資者而言為好消息，但投資人仍需付出股票交易成本及承擔風險，因此未必會即時購入股票。但若未預期風險為負時，投資人將可能因急欲移轉風險而立即出脫持股。此特殊現象產生本研究第二個假說：

假說二：未預期報酬率為負時，對投資人決策影響之程度較未預期報酬為正時顯著。

另外，雖然當月營收公告制度讓投資人能及時得知企業在過去一個月的經營成果，但此資訊畢竟屬於落後資訊，對投資人而言更重要是營收公告資訊是否能夠作為推測未來經營成果的依據。故投資人在決定是否買進或賣出股票時，除了考量當月營收公告額是否高於或低於預期營收外，還會考量當月營收公告代表的經營成果是否具有對未來具有參考價值。原則上，若投資人發現營收公告的資訊內涵有持續性，則可以利用營收公告資訊預期企業未來的經營成果，則會強化投資人的投資意願。故此推論產生本研究之第三個假說：

假說三：營收公告資訊具有持續性者，對股票報酬率的影響更加顯著

在假說三成立的前提下，本研究亦進一步將營收公告持續性細分為持續性好消息、持續性壞消息、非持續性好消息及非持續性壞消息等四類，分別探討各類型消息對投資人而言的影響程度。本研究參考過去研究(民 89，何秀芳)對於持續性之定義，在未預期營收具有持續性的前提下，當月未預期營收為正時，視為持續性好消息；當月未預期營收為負時，視為持續性壞消息；反之，若未預期營收不具備



持續性時，當月未預期營收為正時，視為非持續性好消息；當月未預期營收為負時，視為非持續性壞消息。

第三節 模型建立

為驗證在實際營收公告日下，統計結果是否與過去研究一致，本研究參考與分析過去文獻針對各假說建立之模型後，建立下面假說之模型。

對於第一個假說，探討未預期營收與股票異常報酬率呈現正相關建立回歸模型時，個股報酬率會受到市場因素影響而產生變化，因此改採用累積異常報酬率(CAR)作為代理變數建立回歸簡單模式如下式：

$$CAR_{it} = a + b \cdot US_{it} + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

CAR_{it} ：i 公司第 t 期之股票累積異常報酬率

US_{it} ：i 公司第 t 期之股票未預期營收

公式 2 中係數 b 即為營收反應係數，當 CAR_{it} 與 US_{it} 呈現正向變動，則 $b > 0$ 。

另為驗證第二個假說，未預期報酬率為負時，影響程度是否較未預期報酬為正時顯著，建立下面模型：

$$CAR_{it} = a + b \cdot US_{it} + c \cdot IN_{it} \cdot US_{it} + \varepsilon_{it} \quad [3]$$

IN_{it} ：i 公司第 t 期未預期報酬率為正時為 1，否則為 0

模型 3 中 IN 為虛擬變數(Dummy Variable)，主要係用以分類未預期營收之正負號，若未預期營收為正，則代表為好消息，反之則為壞消息。基於此公式可知係數 c 應小於 0，因此未預期營收為正時的 CAR_{it} 會小於未預期營收為負時的 CAR_{it} 。

為驗證第三個假說，未預期營收具備持續性時，對投資人影響程度較為顯著，本研究建立下面模型：



$$CAR_{it} = a + b \cdot US_{it} + c \cdot PER_{it} \cdot US_{it} + \varepsilon_{it}$$

[4]

模型 4 中 PER 作為未預期營收是否具備持續性的虛擬變數，若未預期營收為持續性消息，則 $PER=1$ ，若未預期營收不具有持續性，則 $PER=0$ 。若公告資訊具備持續性的狀況下，投資人應利用此資訊價值取得更高之報酬，因此式中 c 應大於 0，且在資訊具備持續性的情況下， $b+c$ 方可大於 c 。

另外，若將營收公告持續性與否依照好消息及壞消息進一步細分，分別驗證持續性好消息、持續性壞消息、非持續性好消息及非持續性壞消息對於異常報酬率之影響，本研究亦建立下面四類模型。

$$CAR_{it} = a + b \cdot US_{it} + c \cdot PERG_{it} \cdot US_{it} + \varepsilon_{it}$$

[5]

$$CAR_{it} = a + b \cdot US_{it} + d \cdot PERB_{it} \cdot US_{it} + \varepsilon_{it}$$

[6]

$$CAR_{it} = a + b \cdot US_{it} + e \cdot NPERG_{it} \cdot US_{it} + \varepsilon_{it}$$

[7]

$$CAR_{it} = a + b \cdot US_{it} + f \cdot NPERB_{it} \cdot US_{it} + \varepsilon_{it}$$

[8]

其中 PERG、PERB、NPERG 及 NPERB 為虛擬變數，可透過個虛擬變數之估計值驗證各類消息對於累積異常報酬率之影響，各虛擬變數代表之意涵如下：

$PERG_{it}$: 若 i 公司於第 t 期之營收公告資訊代表持續性好消息則 $PERG_{it}$ 為 1，否則為 0

$PERB_{it}$: 若 i 公司於第 t 期之營收公告資訊代表持續性壞消息則 $PERB_{it}$ 為 1，否則為 0

$NPERG_{it}$: 若 i 公司於第 t 期之營收公告資訊代表非持續性好消息則 $NPERG_{it}$ 為 1，否則為 0

$NPERB_{it}$ ：若 i 公司於第 t 期之營收公告資訊代表非持續性壞消息則 $NPERB_{it}$ 為 1，否則為 0



第四節 抽樣設計

本節主要介紹本研究實證過程使用的樣本篩選原則

(一) 研究期間

本研究之研究期間係自民國 103 年 1 月至民國 104 年 12 月，總計 2 年，共計 24 個月。

(二) 樣本篩選原則

為釐清未預期營收與累積異常報酬率之關係，樣本應排除各種可能影響投資人決策之特定事件。故樣本篩選邏輯列示如下：

1. 選樣母體為台灣證券交易所第一上市公司
2. 踢除研究期間內列入全額交割股之公司，避免投資人因全額交割股交易方式影響股票成交意願產生的干擾。
3. 該公司營收公告資料列於台灣經濟新報之資料庫內，且踢除所需觀察之變數資料有遺漏者。
4. 踢除與其他觀察值存在重大差異之單變量極端值，避免因個別資料影響統計結論。按前述標準踢除樣本刪除後，本研究再利用截尾平均法，將剩餘樣本中未預期營收數值最高及最低 1% 者踢除。

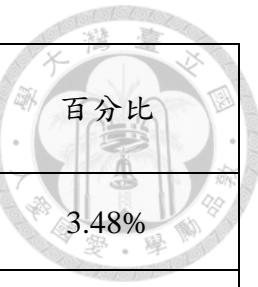
(三) 選樣結果



依前述標準篩選出樣本後，按照產業別分析如下表。產業別中包含「其他」在內共計 21 個分類，其中以電子業公司數量為 384 家，較民國 89 年（民 89，何秀芳）電子業公司數量 91 家成長 3.2 倍。電子業公司數量佔整體公司數量比重達 46.10%，較民國 89 年 25.93% 上升 20.17%。其次化學生技醫產業別的公司數量佔整體公司數量比重 6.24%，紡織纖維產業則列於第三，公司數量佔整體公司數量比重為 5.40%，較民國 89 年的 15.1% 大幅下降 9.7%。由以上公司數量的變化，可看出民國 89 年至今十餘年間證券市場確實存在重大變化。另外亦可由此表中看出油電業、造紙工業、水泥工業、汽車工業、玻璃陶瓷及證券業公司數量均未達 10 家，各產業別樣本資料分配不均的情況與文獻相同，因此以整體上市公司為樣本進行分析，分析結果可能受到特定產業影響而發生偏誤，故本研究亦針對其他產業進行分析，同時比較分析結果與文獻之差異。

【表六】各產業別樣本家數

項目	產業別	公司家數	百分比
1	電子工業	384	46.10%
2	化學生技醫	52	6.24%
3	建材營造	46	5.52%
4	電機機械	46	5.52%
5	紡織纖維	45	5.40%
6	其他	43	5.16%
7	金融業	32	3.84%



項目	產業別	公司家數	百分比
8	鋼鐵工業	29	3.48%
9	塑膠工業	23	2.76%
10	食品工業	21	2.52%
11	航運業	20	2.40%
12	貿易百貨	17	2.04%
13	電器電纜	15	1.80%
14	觀光事業	14	1.68%
15	橡膠工業	11	1.32%
16	油電燃	8	0.96%
17	水泥工業	7	0.84%
18	造紙工業	7	0.84%
19	汽車工業	5	0.60%
20	玻璃陶瓷	5	0.60%
21	証券	3	0.36%
合計		833	100.00%

篩選出上市公司後，本研究再根據篩選結果，找出各公司自民國 102 年 1 月至民國 103 年 12 月之營收公告資料，以任一家公司任一月份的營

收資料為一個觀察點，並按照選樣標準排除不適者，共計取得 18,782 個觀察點，按產業別分析觀察點資料如下表。與前述按公司家數分析之結論類似，各產業別中依然以電子工業觀察點佔整體觀察點比重 46.84% 最高，其次為化學生技醫產業 6.26%，第三則為紡織纖維業 5.65%。

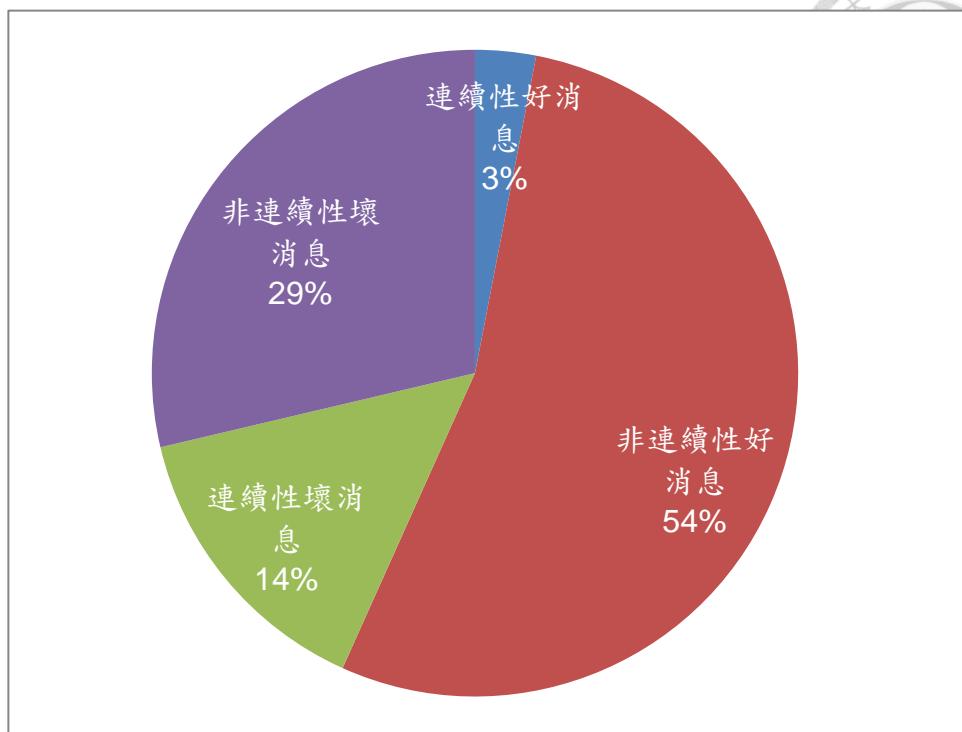
【表七】各產業別樣本觀察點數量

項目	產業別	樣本觀察點數量	百分比
1	電子工業	8,798	46.84%
2	化學生技醫	1,176	6.26%
3	紡織纖維	1,062	5.65%
4	電機機械	1,012	5.39%
5	其他	959	5.11%
6	建材營造	798	4.25%
7	金融業	749	3.99%
8	鋼鐵工業	671	3.57%
9	塑膠工業	532	2.83%
10	食品工業	493	2.62%
11	航運業	440	2.34%
12	貿易百貨	364	1.94%
13	電器電纜	352	1.87%



項目	產業別	樣本觀察點數量	百分比
14	觀光事業	310	1.65%
15	橡膠工業	249	1.33%
16	油電燃	190	1.01%
17	造紙工業	166	0.88%
18	水泥工業	165	0.88%
19	汽車工業	118	0.63%
20	玻璃陶瓷	110	0.59%
21	証券	68	0.36%
合計		18,782	100.00%

若將樣本依照第四章第二節分類為好消息、壞消息、持續性消息及非持續性消息，則可觀察到樣本分布如下圖：

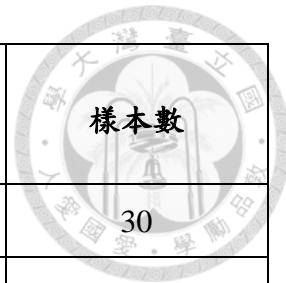


【圖三】按市場消息別分類之樣本分布圖

由上圖可之，民國 102 年至民國 103 年間，上市公司每月營收公告代表非連續性好消息的樣本數量為 10,082 個並佔據第一，其次為非連續性壞消息樣本數量為 5,388，第三則為連續性壞消息樣本數量為 2,742，最後則為連續性好消息，樣本數量為 570。若依照前述分類邏輯，再按照產業別進行細分，可觀察樣本數量分布如下表：

【表八】市場消息分類下，各產業樣本數量表

好消息與 壞消息	連續性	產業別	樣本數
好消息	連續性消息	電子工業	239
		塑膠工業	38
		航運業	31
		金融業	30



好消息與壞消息	連續性	產業別	樣本數
		紡織纖維	30
		食品工業	26
		其他	23
		觀光事業	20
		電機機械	20
		化學生技醫	19
		油電燃	17
		鋼鐵工業	17
		造紙工業	16
		貿易百貨	10
		汽車工業	9
		水泥工業	8
		玻璃陶瓷	7
		電器電纜	5
		橡膠工業	3
		証券	2
	連續性消息合計		570
		電子工業	4,604
		化學生技醫	668
		電機機械	657
		其他	588
		金融業	509



好消息與壞消息	連續性	產業別	樣本數
		紡織纖維	499
		建材營造	403
		鋼鐵工業	334
		塑膠工業	295
		食品工業	239
		航運業	235
		觀光事業	201
		貿易百貨	188
		水泥工業	115
		電器電纜	106
		橡膠工業	104
		造紙工業	87
		油電燃	76
		汽車工業	73
		玻璃陶瓷	60
		証券	41
	非連續性消息合計		10,082
	好消息合計		10,652
壞消息	連續性消息	電子工業	1,386
		建材營造	349
		化學生技醫	185
		紡織纖維	138



好消息與壞消息	連續性	產業別	樣本數
		其他	119
		電機機械	103
		鋼鐵工業	74
		塑膠工業	55
		電器電纜	52
		金融業	47
		食品工業	42
		貿易百貨	41
		航運業	40
		橡膠工業	34
		油電燃	25
		觀光事業	18
		造紙工業	11
		玻璃陶瓷	8
		水泥工業	7
		汽車工業	5
		証券	3
	連續性消息合計		2,742
非連續性消息		電子工業	2,569
		紡織纖維	395
		化學生技醫	304
		鋼鐵工業	246



好消息與壞消息	連續性	產業別	樣本數
		電機機械	232
		其他	229
		電器電纜	189
		食品工業	186
		金融業	163
		塑膠工業	144
		航運業	134
		貿易百貨	125
		橡膠工業	108
		油電燃	72
		觀光事業	71
		造紙工業	52
		建材營造	46
		水泥工業	35
		玻璃陶瓷	35
		汽車工業	31
		証券	22
	非連續性消息合計		5,388
	壞消息合計		8,130
	市場消息合計		18,782

(四) 資料來源

本研究取得資料來源如下：



1. 月營收公告資料：

取自台灣經濟新報社 Profile 月營收盈餘之資料庫

2. 個別公司個月份異常報酬率：

取資台灣經濟新報社事件研究資料庫

第四章. 實證分析



本張主要針對第三章建立之假說，按第四章之觀察點資料進行分析。

第一節 未預期營收與股票報酬率之關係

為驗證前述第一個假說「未預期營收與股票異常報酬率呈現同方向變動，兩者具有正向關係」，本研究按照第四張第二節所述採用簡單回歸模型，以整體樣本之事件日及事件日隔日合計而得的累積異常報酬率驗證未預期營收與股票異常報酬率的關係，分析結果如下：

$$CAR_{it} = -0.3140 + 1.5557 \cdot US_{it}$$

t 值 (-14.6950) (18.3774)

p 值 (0.0000) (0.0000)

由上式可知斜率可代表營收反應係數，估計值為 1.5557，營收反應係數的 t 值為 18.3774，且由營收反應係數的 p 值為 0.0000 可得知在 99% 信賴水準下顯著異於零，同時亦可由營收反應係數為正得知未預期營收與累積異常報酬呈現正相關，即未預期營收愈大，則累積異常報酬率愈大，相反而言，當未預期營收愈小，則累積異常報酬率愈小，此結果與假說一相符，亦與過去文獻研究結果相符。

由於各產業樣本分佈不均，為免特定產業影響整體分析結果，本研究亦根據各產業進行分析，分析結果如下表。分析結果顯示所有產業營收反應係數均為正值，顯示未預期營收與累積異常報酬率於所有產業均呈現正相關。再進一步觀察 p 值，可發現電子工業、化學生技醫、紡織纖維、電機機械、建材營造、鋼鐵工業、塑膠工業、食品工業、航運業、電器電纜、觀光事業、橡膠工業、玻璃陶瓷、證券業及其他產業在 99% 信賴水準下係數顯著大於零，而貿易百貨、金融業及則是在 95% 信賴水準下係數顯著大於零，而水泥業亦於 90% 信賴水準下係數顯著大於零。彙整而言，21 個產業中，除油電燃業、造紙工業、汽車業外，其

餘 18 個產業營收反應係數顯著大於零，故這 18 個產業的分析結果可以充分支持假說一的論點。



【表九】各產業之營收係數統計分析

產業別	截距項係數	營收反應係數	斜率項 t 值	斜率項 p 值
電子工業	-0.4652	2.0970	15.3871	0.0000
化學生技醫	-0.3863	1.5391	4.8697	0.0000
紡織纖維	-0.3048	1.4710	4.6352	0.0000
電機機械	-0.4351	3.0148	5.9709	0.0000
建材營造	-0.1583	0.3163	3.4340	0.0006
金融業	0.2454	0.3448	2.0085	0.045
鋼鐵工業	-0.0968	1.7403	5.2360	0.0000
塑膠工業	-0.1444	2.8946	3.8951	0.0001
食品工業	-0.2575	2.0135	3.0958	0.0021
航運業	-0.0538	1.2448	3.6115	0.0003
貿易百貨	-0.1501	1.2560	2.3854	0.0176
電器電纜	-0.2277	1.3197	4.1811	0.0000



產業別	截距項係數	營收反應係數	斜率項 t 值	斜率項 p 值
觀光事業	-0.1557	1.0912	2.6604	0.0082
橡膠工業	-0.2574	1.9384	3.8966	0.0001
油電燃	0.1652	0.9114	1.5950	0.1124
造紙工業	0.0307	0.0335	0.1796	0.8577
水泥工業	-0.1249	1.0922	1.9517	0.0527
汽車工業	0.2950	0.9087	1.3414	0.1824
玻璃陶瓷	-0.6697	3.5770	4.9845	0.0000
証券	-0.2163	0.7743	3.6545	0.0005
其他	-0.2985	2.8344	5.7258	0.0000

第二節 好壞消息下，未預期營收與累積異常報酬率之關係

為驗證前節假說二「未預期報酬率為負時，影響程度較未預期報酬為正時顯著」，本研究採用第四章第二節建立之模型，利用虛擬變數 IN 區分好消息及壞消息。若未預期營收為正則代表為好消息，此時 IN=1，反之則為壞消息 IN=0。本研究共計取得有效樣本 18,786 個，其中屬好消息者為 10,612 個，屬壞消息者計 8,130 個。

【表十】好壞消息之樣本數量



樣本性質	樣本數量
好消息	10,612
壞消息	8,130
合計	18,786

分析結果如下：

$$CAR_{it} = -0.2257 + 2.2305 \cdot US_{it} - 0.9217 \cdot IN_{it} \cdot US_{it}$$

t 值 (12.5813) (-4.2774)

p 值 (0.0000) (0.0000)

由上式可知道未預期營收與累積異常報酬率為正相關，此結果與假說一相符，且觀察 p 值可知在 99% 信賴水準下 US 項係數顯著大於零。再觀察 $IN_{it} \cdot US_{it}$ 項之係數為負號與假說二預期相符，代表好消息時(虛擬變數 IN 為 1)，累積異常報酬率會小於壞消息(虛擬變數 IN 為 0)，同時觀察 $IN_{it} \cdot US_{it}$ 項 p 值可知此結果在 99% 信賴水準下顯著小於零，足以充分支持假說二「未預期報酬率為負時，影響程度較未預期報酬為正時顯著」，亦即壞消息的反應較好消息更為強烈。

為了更進一步確認上述結論，本研究再次利用假說一採用的簡單回歸模型，分別分析好消息及壞消息，分析結果如下：

1. 好消息：

$$CAR_{it} = 0.0055 + 0.9813 \cdot US_{it}$$



t 值 (0.1650) (9.3304)

p 值 (0.869) (0.0000)

2. 壞消息

$$CAR_{it} = -0.6424 + 1.0458 \cdot US_{it}$$

t 值 (-15.3937) (6.3919)

p 值 (0.0000) (0.0000)

分別觀察好消息及壞消息之分析結果，可利用 p 值發現兩者營收反應係數均在 99% 信賴水準下顯著大於零，可解釋為預期營收無論在好消息及壞消息發生時，均會影響累積異常報酬率。亦可發現兩者營收反應係數均為正值，代表無論在好消息及壞消息發生的狀況下，未預期營收與累積異常報酬率均為正向關係。除此之外，觀察壞消息的營收反應係數為 1.0458，好消息的營收反應係數則為 0.9814 可知壞消息發生的狀況下，累積異常報酬率的變動幅度較好消息更大，與前述論證結果相符，同樣可以支持假說二「未預期報酬率為負時，影響程度較未預期報酬為正時顯著」。

第三節 營收公告持續性對股票報酬率之影響

為驗證假說三：「營收公告資訊具有持續性者，對股票報酬率的影響更加顯著」，本研究利用第四章第二節建立之模型，以虛擬變數 PER 區分持續性。若營收公告之未預期營收具有持續性，則 PER 為 1，反之則為 0。本研究共計取得有效樣本 18,786 個，其中屬持續性消息者為 3,312 個，非屬持續性消息者計 15,470 個。

【表十一】持續性消息與非持續性消息之樣本數量



樣本性質	樣本數量
持續性消息	3,312
非持續性消息	15,470
合計	18,782

分析結果如下：

$$CAR_{it} = -0.2867 + 1.4041 \cdot US_{it} + 0.8436 \cdot PER_{it} \cdot US_{it}$$

t 值	(16.0941)	(3.9803)
p 值	(0.0000)	(0.0001)

由上式可知道未預期營收與累積異常報酬率為正相關，此結果與假說一相符，且觀察 p 值可知在 99% 信賴水準下 US 項係數顯著大於零。再觀察 PERit·USit 項之係數為負號與假說三預期相符，代表持續性消息時(虛擬變數 PER 為 1)，累積異常報酬率之波動會大於非持續性消息(虛擬變數 PER 為 0)，同時觀察 PERit·USit 項 p 值可知此結果在 99% 信賴水準下顯著大於零，足以充分支持假說三「營收公告資訊具有持續性者，對股票報酬率的影響更加顯著」，亦即持續性消息的反應較非持續性消息之影響更為顯著。

為了更進一步確認上述結論，本研究再次利用假說三採用的簡單回歸模型，分別分析持續性好消息、持續性壞消息、非持續性好消息及非持續性壞消息，可將樣本分類如下表：

【表十二】市場消息別之樣本數量



樣本數	持續性	非持續性	合計
好消息	570	10,082	10,652
壞消息	2,742	5,388	8,130
合計	3,312	15,470	18,782

分析結果如下：

1. 持續性好消息

$$CAR_{it} = -0.3196 + 1.5014 \cdot US_{it} + 0.8968 \cdot PERG_{it} \cdot US_{it}$$

t 值 (17.7192) (2.2400)

p 值 (0.0000) (0.0251)

由上式可知 US_{it} 項係數為 1.5014，t 值為 17.7192，p 值為 0.0000，故可知 US_{it} 項係數在 99% 信賴水準下顯著大於零，符號方向與累積異常報酬一致，亦可與假說一互相驗證。另外 $PERG_{it} \cdot US_{it}$ 項係數的 t 值為 2.24，p 值為 0.0251，故可知 $PERG_{it} \cdot US_{it}$ 項係數在 95% 信賴水準下顯著大於零。由此可知在持續性好消息的情況下，營收反應係數為 2.3982。

2. 持續性壞消息

$$CAR_{it} = -0.2867 + 1.4714 \cdot US_{it} + 0.7070 \cdot PERB_{it} \cdot US_{it}$$

t 值 (16.7958) (2.9014)

p 值 (0.0000) (0.0037)

由上式可知 US_{it} 項係數為 1.4714，t 值為 16.7958，p 值為 0.0000，故可知 US_{it} 項係數在 99% 信賴水準下顯著大於零，符號方向與累積異常報酬一致，亦可與假說一互相驗證。另外 $PERB_{it} \cdot US_{it}$ 項係數的 t 值為 2.9014，p 值為 0.0037，故可知 $PERB_{it} \cdot US_{it}$ 項係數在 99% 信賴水準下顯著大於零。由此可知在持續性壞



消息的情況下，營收反應係數為 2.1784。

3. 非持續性好消息

$$CAR_{it} = -0.2212 + 2.2511 \cdot US_{it} - 1.0352 \cdot NPERG_{it} \cdot US_{it}$$

t 值 (13.4364) (-5.0543)

p 值 (0.0000) (0.0000)

由上式可知 US_{it} 項係數為 2.2511，t 值為 13.4364，p 值為 0.0000，故可知 US_{it} 項係數在 99% 信賴水準下顯著大於零，符號方向與累積異常報酬一致，亦可與假說一互相驗證。另外 $NPERG_{it} \cdot US_{it}$ 項係數的 t 值為 -5.0543，p 值為 0.0000，故可知 $NPERG_{it} \cdot US_{it}$ 項係數在 99% 信賴水準下顯著小於零。由此可知在非持續性好消息的情況下，營收反應係數為 1.2159。

4. 非持續性壞消息

$$CAR_{it} = -0.2872 + 1.4860 \cdot US_{it} + 0.4688 \cdot NPERB_{it} \cdot US_{it}$$

t 值 (15.8976) (1.9851)

p 值 (0.0000) (0.0471)

由上式可知 US_{it} 項係數為 1.4860，t 值為 15.8976，p 值為 0.0000，故可知 US_{it} 項係數在 99% 信賴水準下顯著大於零，符號方向與累積異常報酬一致，亦可與假說一互相驗證。另外 $NPERB_{it} \cdot US_{it}$ 項係數的 t 值為 -0.4688，p 值為 0.0471，故可知 $NPERB_{it} \cdot US_{it}$ 項係數在 95% 信賴水準下顯著大於零。由此可知在非持續性壞消息的情況下，營收反應係數為 1.9547。

彙總前述各項統計結果，可以發現持續性消息之營收反應係數均大於非持續消息之營收反應係數，換言之營收公告之資訊具有持續性時，會造成股票報酬率更大的變動，此結果亦與假說三之預期相符。彙整營收反應係數之統計結果如下：

【表十三】市場消息別下之營收反應係數



營收反應係數	好消息	壞消息
持續性	2.3982	2.1784
非持續性	1.2159	1.9547
小結	持續性資訊之營收反應係數均大於非持續性之營收反應係數	

除此之外，觀察營收反應係數可發現，持續性好消息之營收反應係數 2.398 為最高，其次為持續性壞消息之 2.1784，第三為非持續性壞消息之 1.9547，最後則為非持續性好消息之 1.2159。由此可知，投資人對於持續性好消息之反應最大，對於非持續性好消息之反應最小。

第五章. 結論

本章首先歸納本研究實施實證研究之結果；再根據研究過程中遭遇的困難整理為研究限制，最後則為提出後續研究之建議。



第一節 研究結論

過去文獻針對上市公司每月營收公告所含資訊價值之研究，由於營收公告資料尚未採行電子化，故人工作業方式取得之樣本品質與數量均不足導致統計數據缺乏顯著性。除此之外，由於無法確定上市公司每月營收公告日期，文獻多於採用事件研究法進行實證分析時，假設每月十日為上市公司營收公告日，為了減少誤差，文獻多將每月初至每月十日共計十天的異常報酬率合計數為累積異常報酬率，再以此累積異常報酬率與未預期營收進行實證分析。

本研究為驗證過去文獻針對上市公司每月營收公告對投資人決策影響之研究成果，並同時克服過去文獻遭遇之研究限制，取得上市公司每月營收公告之實際申報日作為事件研究法之基礎，故於實證研究時係以實際申報日作為事件日，同時以事件日及事件日隔日之異常報酬率合計數為累積異常報酬率，以期利用更精確數據驗證文獻之研究結果。同時本研究為充實樣本，以民國 102 年 1 月至民國 103 年 12 月之 833 家上市公司，共計 18,782 個樣本觀察點進行實證研究。

彙整實證分析結果，本研究結論支持每月營收公告確實與投資人決策息息相關，與部分文獻之研究結果相符，研究結論如下。

一、簡單回歸分析證明營收之變動與股票超額報酬彼此為正相關

本研究以簡單回歸模型測試未預期營收與累積異常報酬率之關係，觀察分析結果可知營收反應係數符號為 1.5557，且顯著大於零，顯示未預期營收與累積異常報酬率呈現正向關係。由此結論可知營收變化愈大，則超額報酬變化愈大，反之亦然。

為避免特定產業影響整體分析結果，本研究亦將 21 個產業分別進行分析，實證結果顯示除油電業、造紙工業、汽車等三類產業因統計結果不具顯著性無法取得結論外，其餘 18 個產業營收反應係數符號均為正值，且顯著大於零。此研究結果可說明此 18 個產業營收變化與股票異常報酬率呈現正相關，與整體分析之結果一致。

二、每月營收公告產生好消息或壞消息時，股票報酬率反應不一致

過去研究由於樣本量及採用估計營收公告事件日的關係，相關研究(民89，何秀芳)無法於驗證好消息與壞消息之營收反應係數時取得顯著之統計結果，本研究除將樣本量擴大為 18,782 個之外，亦改以實際營收公告日取代估計營收公告事件日，再利用簡單回歸模型，以虛擬變數代替好消息及壞消息進行分析。研究結果顯示虛擬變數的係數為 -0.9217，在 99% 信賴水準下顯著小於零。由此結果可知無論好消息與壞消息均會對投資人決策造成影響，且壞消息會使累積異常報酬率之波動更為劇烈，即投資人對於壞消息的反應較為強烈。

為了再次驗證此結論，本研究亦使用簡單回歸法，分別針對代表好消息之 10,652 個樣本及代表壞消息之 8,130 個樣本進行驗證，發現好消息的營收反應係數為 0.9813，壞消息的營收反應係數為 1.0458，且二者均顯著大於零，故此結論不僅支持文獻過去文獻之研究結果，更於統計資料中取得顯著相關之研究成果。

三、營收公告持續性對股票報酬率之影響

本研究利用簡單回歸模型，以虛擬變數代替持續性消息與非持續性消息進行分析，研究結果顯示虛擬變數之營收反應係數為 0.8436，在 99% 信賴水準下顯著大於零，由此結果可知持續性消息較非持續性消息更會影響投資人決策，進而造成股票報酬率更大的波動。

本研究亦延續過去研究，更進一步結合持續性與好、壞消息進行分析，即觀察持續性好消息、非持續性好消息、持續性壞消息與非持續性壞消息之營收反應係數。文獻對於前述之營收反應係數，有部分未能取得顯著之研究成果，本研究改以實際營收公告日取代估計營收公告事件日，再利用簡單回歸模型，以虛擬變數代替持續性好消息、非持續性好消息、持續性壞消息與非持續性壞消息進行分析

研究結果顯示，持續性好消息之營收反應係數為 2.3982，且在 95% 信賴水準下顯著大於零，而非持續性好消息之營收反應係數為 1.2159，在 99% 信賴水準下顯著大於零。再觀察持續性壞消息之營收反應係數為 2.1784，且在 99% 信賴水準下顯著大於零，非持續性壞消息之營收反應係數為 1.9547，且在 95% 信賴水準下顯著大於零。由以上可知，在無論營收公告反應之市場消息為好消息或壞消息，持續性消息的營收反應係數均大於非持續性消息，故可驗證營收公告具有持續性時，對於股價報酬率之變動影響更大。除此之外，觀察上述四種分類之營收相關係數，可以發現投資人對於持續性好消息之反應最為強烈，其次為持續性壞消息，第三者為非持續性壞消息，反應最小者為非持續性好消息。因此可以知道，投資人利用營收公告資訊進行投資決策時，會審慎評估好消息的背後，該資訊是否具有持續性。若營收公告為不具有持續性之好消息，則較難影響投資人決策；反之，若營收公告為具有持續性之好消息，則能夠強烈影響投資人決策。

第二節 研究限制

本研究在實證測試時之研究限制如下：

- 一、由於證券交易所及台灣經濟新報資料庫僅能提供自民國 102 年 1 月起第一上市公司營收公告申報日，故無法取得包含民國 101 年在內以前之營收公告申報日資料，本研究之研究期間受到此因素影響僅能按現有資料分析。



二、由於研究期間受限，本研究無法排除因整體經濟因素如國際原油價格之漲跌、歐洲債務風暴等外在因素，故本研究結論可能受此因素干擾。

三、極端值的存在可能導致研究結果產生差異。本研究未採用統計方式定亦即端值，而係採用截尾平均法排除最高及最低 1% 之樣本，導致仍有少數樣本之未預期營收比率遠較整體平均為高，此因素可能導致研究結果產生偏誤。

第三節 研究建議

為了能更加完善地分析每月營收公告與投資人決策之關係，建議未來研究可針對下面議題進一步分析：

- 一、利用更長期間上市公司每月營收申報日進行研究。將研究期間延長可避免樣本受到整體市場因素影響而產生偏誤。
- 二、由於國內上市公司產業分布不均，舉例而言電子業公司數量佔整體比重達 46.10%，證券業公司數量佔整體比重僅 0.36%。未來研究可針對特定產業內更細部之產業分類進行實證分析，有助於提供投資人更清晰的投資依據。

第六章. 參考文獻



王官品，民 75，上市公司每月營收公告與股價變動關係之研究，中興大學
企業管理研究所碩士論文。

廖勝福，民 79，上市公司每月營收公告與其資訊內涵之研究，成功大學工
業管理研究所碩士論文。

蘇弘哲，民 84，台灣地區上市公司每月營收公告對股價之影響，淡江大學
金融研究所碩士論文。

張耿尉，民 86，月營收反應係數之研究 成長機會之探討，國立彰化師範大
學商業教育學系碩士論文。

蔡醒亞，民 87，我國上市公司月營業收入與股票交易量關聯性，政治大學
會計學研究所碩士論文。

簡雪芳，民 87，月營收公告資訊內涵之相關研究，台灣大學商學研究所博
士論文。

何秀芳，民 89，再論月營收公告之資訊內涵，台灣大學會計學研究所碩士
論文。

江明南，民 91，前後期未預期月營收關連性之探討，台灣大學會計學研究
所碩士論文。

吳幸姬、李顯儀，民 95，產業月營收變化與股價報酬的關連性之研究，管
理科學研究 Vol3. No2, 2006，第 61-74 頁。

附錄

為依照第四章第二節計算樣本是否具備持續性，本研究彙整各產業平均營收成長率如下表：

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
水泥工業	2013/01	-5.19%	7
水泥工業	2013/02	-45.42%	7
水泥工業	2013/03	81.82%	7
水泥工業	2013/04	1.74%	7
水泥工業	2013/05	-0.89%	7
水泥工業	2013/06	-5.75%	7
水泥工業	2013/07	6.54%	7
水泥工業	2013/08	-2.74%	7
水泥工業	2013/09	4.41%	7
水泥工業	2013/10	21.12%	7
水泥工業	2013/11	3.28%	7
水泥工業	2013/12	5.21%	7
水泥工業	2014/01	-9.46%	7
水泥工業	2014/02	-45.22%	7
水泥工業	2014/03	99.09%	7
水泥工業	2014/04	-2.51%	7
水泥工業	2014/05	-4.57%	7
水泥工業	2014/06	-8.48%	7
水泥工業	2014/07	-0.60%	7
水泥工業	2014/08	-4.14%	7
水泥工業	2014/09	12.35%	7

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
水泥工業	2014/10	14.23%	7
水泥工業	2014/11	-4.91%	7
水泥工業	2014/12	2.88%	7
食品工業	2013/01	14.50%	21
食品工業	2013/02	-26.41%	21
食品工業	2013/03	16.90%	21
食品工業	2013/04	1.32%	21
食品工業	2013/05	6.82%	21
食品工業	2013/06	-0.75%	21
食品工業	2013/07	11.20%	21
食品工業	2013/08	1.10%	21
食品工業	2013/09	-1.99%	21
食品工業	2013/10	-7.09%	21
食品工業	2013/11	-4.01%	21
食品工業	2013/12	16.21%	21
食品工業	2014/01	10.95%	21
食品工業	2014/02	-30.73%	21
食品工業	2014/03	18.76%	21
食品工業	2014/04	3.30%	21
食品工業	2014/05	6.25%	21
食品工業	2014/06	7.77%	21
食品工業	2014/07	12.34%	21
食品工業	2014/08	1.23%	21
食品工業	2014/09	-7.09%	21

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
食品工業	2014/10	-4.05%	21
食品工業	2014/11	-6.57%	21
食品工業	2014/12	12.10%	21
塑膠工業	2013/01	3.62%	23
塑膠工業	2013/02	-20.04%	23
塑膠工業	2013/03	47.89%	23
塑膠工業	2013/04	-0.43%	23
塑膠工業	2013/05	4.31%	23
塑膠工業	2013/06	-6.60%	23
塑膠工業	2013/07	10.90%	23
塑膠工業	2013/08	-1.41%	23
塑膠工業	2013/09	-1.92%	23
塑膠工業	2013/10	4.86%	23
塑膠工業	2013/11	1.01%	23
塑膠工業	2013/12	4.10%	23
塑膠工業	2014/01	-7.69%	23
塑膠工業	2014/02	-12.53%	23
塑膠工業	2014/03	25.62%	23
塑膠工業	2014/04	4.10%	23
塑膠工業	2014/05	-1.21%	23
塑膠工業	2014/06	-2.75%	23
塑膠工業	2014/07	1.86%	23
塑膠工業	2014/08	-0.09%	23
塑膠工業	2014/09	-3.97%	23

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
塑膠工業	2014/10	0.25%	23
塑膠工業	2014/11	-2.86%	23
塑膠工業	2014/12	1.57%	23
紡織纖維	2013/01	0.17%	45
紡織纖維	2013/02	-21.94%	45
紡織纖維	2013/03	49.01%	45
紡織纖維	2013/04	1.45%	45
紡織纖維	2013/05	10.45%	45
紡織纖維	2013/06	-9.80%	45
紡織纖維	2013/07	12.17%	45
紡織纖維	2013/08	4.53%	45
紡織纖維	2013/09	-4.34%	45
紡織纖維	2013/10	12.58%	45
紡織纖維	2013/11	-2.58%	45
紡織纖維	2013/12	2.72%	45
紡織纖維	2014/01	1.12%	45
紡織纖維	2014/02	-10.58%	45
紡織纖維	2014/03	26.94%	45
紡織纖維	2014/04	4.39%	45
紡織纖維	2014/05	-2.14%	45
紡織纖維	2014/06	-2.78%	45
紡織纖維	2014/07	14.91%	45
紡織纖維	2014/08	1.36%	45
紡織纖維	2014/09	1.54%	45

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
紡織纖維	2014/10	5.07%	45
紡織纖維	2014/11	-8.30%	45
紡織纖維	2014/12	10.08%	44
電機機械	2013/01	0.74%	43
電機機械	2013/02	-21.16%	43
電機機械	2013/03	42.83%	43
電機機械	2013/04	1.51%	43
電機機械	2013/05	7.82%	44
電機機械	2013/06	0.06%	44
電機機械	2013/07	2.10%	44
電機機械	2013/08	2.79%	44
電機機械	2013/09	2.44%	45
電機機械	2013/10	1.49%	46
電機機械	2013/11	2.53%	46
電機機械	2013/12	16.41%	46
電機機械	2014/01	-9.49%	43
電機機械	2014/02	-8.09%	43
電機機械	2014/03	29.49%	43
電機機械	2014/04	1.93%	43
電機機械	2014/05	7.74%	44
電機機械	2014/06	2.97%	44
電機機械	2014/07	0.75%	44
電機機械	2014/08	-3.08%	44
電機機械	2014/09	4.63%	45

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
電機機械	2014/10	9.79%	46
電機機械	2014/11	-0.31%	46
電機機械	2014/12	9.11%	46
電器電纜	2013/01	-5.49%	15
電器電纜	2013/02	-24.28%	15
電器電纜	2013/03	34.78%	15
電器電纜	2013/04	11.02%	15
電器電纜	2013/05	-0.84%	15
電器電纜	2013/06	-0.71%	15
電器電纜	2013/07	4.22%	15
電器電纜	2013/08	-0.48%	15
電器電纜	2013/09	-3.50%	15
電器電纜	2013/10	0.58%	15
電器電纜	2013/11	6.57%	15
電器電纜	2013/12	14.70%	15
電器電纜	2014/01	-4.23%	15
電器電纜	2014/02	-15.83%	15
電器電纜	2014/03	25.49%	15
電器電纜	2014/04	1.14%	15
電器電纜	2014/05	5.01%	15
電器電纜	2014/06	2.26%	15
電器電纜	2014/07	1.85%	15
電器電纜	2014/08	-7.82%	15
電器電纜	2014/09	3.13%	15

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
電器電纜	2014/10	-8.60%	15
電器電纜	2014/11	3.70%	15
電器電纜	2014/12	13.15%	15
化學生技醫	2013/01	4.56%	51
化學生技醫	2013/02	-21.30%	51
化學生技醫	2013/03	42.90%	52
化學生技醫	2013/04	15.36%	52
化學生技醫	2013/05	2.30%	52
化學生技醫	2013/06	10.95%	52
化學生技醫	2013/07	1.75%	52
化學生技醫	2013/08	0.92%	52
化學生技醫	2013/09	32.09%	52
化學生技醫	2013/10	8.73%	52
化學生技醫	2013/11	-3.76%	52
化學生技醫	2013/12	17.32%	52
化學生技醫	2014/01	-1.99%	50
化學生技醫	2014/02	-13.27%	51
化學生技醫	2014/03	23.42%	52
化學生技醫	2014/04	66.67%	52
化學生技醫	2014/05	17.91%	52
化學生技醫	2014/06	-3.85%	52
化學生技醫	2014/07	0.26%	51
化學生技醫	2014/08	-4.43%	52
化學生技醫	2014/09	27.00%	52

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
化學生技醫	2014/10	0.08%	52
化學生技醫	2014/11	-0.40%	52
化學生技醫	2014/12	26.97%	52
玻璃陶瓷	2013/01	-10.38%	5
玻璃陶瓷	2013/02	-40.94%	5
玻璃陶瓷	2013/03	82.27%	5
玻璃陶瓷	2013/04	8.23%	5
玻璃陶瓷	2013/05	1.47%	5
玻璃陶瓷	2013/06	-1.05%	5
玻璃陶瓷	2013/07	8.72%	5
玻璃陶瓷	2013/08	-3.66%	5
玻璃陶瓷	2013/09	5.43%	5
玻璃陶瓷	2013/10	6.51%	5
玻璃陶瓷	2013/11	-6.28%	5
玻璃陶瓷	2013/12	4.94%	5
玻璃陶瓷	2014/01	-27.01%	5
玻璃陶瓷	2014/02	-9.69%	5
玻璃陶瓷	2014/03	51.56%	5
玻璃陶瓷	2014/04	8.27%	5
玻璃陶瓷	2014/05	-3.28%	5
玻璃陶瓷	2014/06	-2.08%	5
玻璃陶瓷	2014/07	2.06%	5
玻璃陶瓷	2014/08	-2.27%	5
玻璃陶瓷	2014/09	2.06%	5

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
玻璃陶瓷	2014/10	-0.87%	5
玻璃陶瓷	2014/11	-1.82%	5
玻璃陶瓷	2014/12	4.65%	5
造紙工業	2013/01	3.74%	7
造紙工業	2013/02	-22.72%	7
造紙工業	2013/03	37.16%	7
造紙工業	2013/04	-5.30%	7
造紙工業	2013/05	5.61%	7
造紙工業	2013/06	-9.74%	7
造紙工業	2013/07	6.84%	7
造紙工業	2013/08	-3.15%	7
造紙工業	2013/09	-5.42%	7
造紙工業	2013/10	2.52%	7
造紙工業	2013/11	-1.42%	7
造紙工業	2013/12	6.35%	7
造紙工業	2014/01	-9.05%	7
造紙工業	2014/02	-1.91%	7
造紙工業	2014/03	12.92%	7
造紙工業	2014/04	9.15%	7
造紙工業	2014/05	0.65%	7
造紙工業	2014/06	-7.70%	7
造紙工業	2014/07	4.63%	7
造紙工業	2014/08	0.43%	7
造紙工業	2014/09	5.76%	7

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
造紙工業	2014/10	2.05%	7
造紙工業	2014/11	-5.94%	7
造紙工業	2014/12	-6.85%	7
鋼鐵工業	2013/01	5.01%	29
鋼鐵工業	2013/02	-27.08%	29
鋼鐵工業	2013/03	53.94%	29
鋼鐵工業	2013/04	-10.80%	29
鋼鐵工業	2013/05	3.59%	29
鋼鐵工業	2013/06	0.04%	29
鋼鐵工業	2013/07	3.35%	29
鋼鐵工業	2013/08	1.67%	29
鋼鐵工業	2013/09	-2.28%	29
鋼鐵工業	2013/10	6.84%	29
鋼鐵工業	2013/11	-5.00%	29
鋼鐵工業	2013/12	9.61%	29
鋼鐵工業	2014/01	-6.01%	29
鋼鐵工業	2014/02	-4.59%	29
鋼鐵工業	2014/03	22.82%	29
鋼鐵工業	2014/04	-1.36%	29
鋼鐵工業	2014/05	1.72%	29
鋼鐵工業	2014/06	3.24%	29
鋼鐵工業	2014/07	2.17%	29
鋼鐵工業	2014/08	-5.80%	29
鋼鐵工業	2014/09	2.14%	29

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
鋼鐵工業	2014/10	-3.03%	29
鋼鐵工業	2014/11	-3.51%	29
鋼鐵工業	2014/12	15.89%	29
橡膠工業	2013/01	2.47%	11
橡膠工業	2013/02	-21.46%	11
橡膠工業	2013/03	63.16%	11
橡膠工業	2013/04	1.15%	11
橡膠工業	2013/05	3.63%	11
橡膠工業	2013/06	-8.31%	11
橡膠工業	2013/07	-3.56%	11
橡膠工業	2013/08	3.12%	11
橡膠工業	2013/09	-2.99%	11
橡膠工業	2013/10	-1.00%	11
橡膠工業	2013/11	-2.22%	11
橡膠工業	2013/12	20.28%	11
橡膠工業	2014/01	-12.92%	11
橡膠工業	2014/02	5.22%	11
橡膠工業	2014/03	20.15%	11
橡膠工業	2014/04	29.73%	11
橡膠工業	2014/05	3.86%	11
橡膠工業	2014/06	-2.92%	11
橡膠工業	2014/07	-7.29%	11
橡膠工業	2014/08	-4.85%	11
橡膠工業	2014/09	13.03%	11

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
橡膠工業	2014/10	-6.41%	11
橡膠工業	2014/11	2.00%	11
橡膠工業	2014/12	-5.33%	11
汽車工業	2013/01	58.21%	5
汽車工業	2013/02	-46.88%	5
汽車工業	2013/03	43.40%	5
汽車工業	2013/04	-6.28%	5
汽車工業	2013/05	4.72%	5
汽車工業	2013/06	3.01%	5
汽車工業	2013/07	13.82%	5
汽車工業	2013/08	-17.30%	5
汽車工業	2013/09	17.88%	5
汽車工業	2013/10	7.87%	5
汽車工業	2013/11	6.35%	5
汽車工業	2013/12	-1.10%	5
汽車工業	2014/01	18.70%	5
汽車工業	2014/02	-40.74%	5
汽車工業	2014/03	53.30%	5
汽車工業	2014/04	2.49%	5
汽車工業	2014/05	4.05%	5
汽車工業	2014/06	-1.12%	5
汽車工業	2014/07	7.24%	5
汽車工業	2014/08	-27.25%	5
汽車工業	2014/09	19.78%	5

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
汽車工業	2014/10	3.19%	5
汽車工業	2014/11	-6.32%	5
汽車工業	2014/12	1.80%	5
電子工業	2013/01	7.21%	374
電子工業	2013/02	-19.31%	377
電子工業	2013/03	37.60%	379
電子工業	2013/04	7.04%	380
電子工業	2013/05	9.36%	380
電子工業	2013/06	0.22%	381
電子工業	2013/07	5.45%	381
電子工業	2013/08	5.21%	381
電子工業	2013/09	4.91%	382
電子工業	2013/10	12.40%	383
電子工業	2013/11	6.51%	384
電子工業	2013/12	3.76%	385
電子工業	2014/01	-3.68%	368
電子工業	2014/02	-13.53%	376
電子工業	2014/03	30.93%	379
電子工業	2014/04	4.10%	379
電子工業	2014/05	3.72%	380
電子工業	2014/06	0.33%	380
電子工業	2014/07	3.68%	381
電子工業	2014/08	-0.03%	381
電子工業	2014/09	6.33%	382

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
電子工業	2014/10	0.57%	382
電子工業	2014/11	0.44%	383
電子工業	2014/12	7.10%	385
建材營造	2013/01	106.12%	42
建材營造	2013/02	50.04%	41
建材營造	2013/03	115.79%	45
建材營造	2013/04	17.79%	41
建材營造	2013/05	7312.08%	44
建材營造	2013/06	246.90%	44
建材營造	2013/07	252.80%	45
建材營造	2013/08	948.41%	45
建材營造	2013/09	604.99%	42
建材營造	2013/10	1265.33%	44
建材營造	2013/11	1645.98%	44
建材營造	2013/12	19614.44%	43
建材營造	2014/01	45.78%	40
建材營造	2014/02	99.28%	39
建材營造	2014/03	654.17%	41
建材營造	2014/04	14.56%	39
建材營造	2014/05	6223.31%	40
建材營造	2014/06	442.81%	39
建材營造	2014/07	12.67%	37
建材營造	2014/08	60.54%	38
建材營造	2014/09	123.00%	37

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
建材營造	2014/10	27883.85%	40
建材營造	2014/11	383.43%	39
建材營造	2014/12	1380.66%	41
航運業	2013/01	0.21%	19
航運業	2013/02	-13.20%	19
航運業	2013/03	14.36%	19
航運業	2013/04	0.00%	19
航運業	2013/05	3.45%	19
航運業	2013/06	2.48%	19
航運業	2013/07	3.22%	19
航運業	2013/08	-0.81%	20
航運業	2013/09	-0.72%	20
航運業	2013/10	-1.91%	20
航運業	2013/11	3.52%	20
航運業	2013/12	2.86%	20
航運業	2014/01	-0.81%	19
航運業	2014/02	-13.27%	19
航運業	2014/03	14.50%	19
航運業	2014/04	-0.67%	19
航運業	2014/05	3.32%	19
航運業	2014/06	-0.38%	19
航運業	2014/07	4.73%	19
航運業	2014/08	2.37%	20
航運業	2014/09	-1.53%	20

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
航運業	2014/10	-0.14%	20
航運業	2014/11	-0.30%	20
航運業	2014/12	10.54%	20
觀光事業	2013/01	-10.73%	14
觀光事業	2013/02	44.98%	14
觀光事業	2013/03	-4.40%	14
觀光事業	2013/04	-5.54%	14
觀光事業	2013/05	7.85%	14
觀光事業	2013/06	14.23%	14
觀光事業	2013/07	7.35%	14
觀光事業	2013/08	-0.51%	14
觀光事業	2013/09	-4.06%	14
觀光事業	2013/10	-1.16%	14
觀光事業	2013/11	-3.62%	14
觀光事業	2013/12	-1.59%	14
觀光事業	2014/01	9.56%	13
觀光事業	2014/02	11.62%	14
觀光事業	2014/03	-3.52%	14
觀光事業	2014/04	-0.73%	14
觀光事業	2014/05	19.74%	14
觀光事業	2014/06	3.49%	14
觀光事業	2014/07	11.61%	14
觀光事業	2014/08	2.84%	14
觀光事業	2014/09	-12.68%	14

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
觀光事業	2014/10	7.91%	14
觀光事業	2014/11	-10.81%	14
觀光事業	2014/12	-1.43%	14
金融業	2013/01	24.13%	32
金融業	2013/02	-22.54%	32
金融業	2013/03	36.19%	32
金融業	2013/04	-5.91%	32
金融業	2013/05	11.36%	32
金融業	2013/06	-11.40%	32
金融業	2013/07	36.31%	32
金融業	2013/08	-14.55%	32
金融業	2013/09	2.27%	32
金融業	2013/10	12.50%	32
金融業	2013/11	-5.01%	32
金融業	2013/12	26.56%	32
金融業	2014/01	1.76%	32
金融業	2014/02	-14.29%	32
金融業	2014/03	15.28%	32
金融業	2014/04	-8.85%	32
金融業	2014/05	8.47%	32
金融業	2014/06	15.76%	32
金融業	2014/07	3.93%	32
金融業	2014/08	-4.00%	32
金融業	2014/09	6.07%	32

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
金融業	2014/10	-6.14%	32
金融業	2014/11	6.12%	32
金融業	2014/12	21.50%	30
貿易百貨	2013/01	-1.18%	16
貿易百貨	2013/02	-18.00%	16
貿易百貨	2013/03	43.54%	16
貿易百貨	2013/04	-3.56%	16
貿易百貨	2013/05	-0.19%	16
貿易百貨	2013/06	-4.52%	16
貿易百貨	2013/07	6.66%	16
貿易百貨	2013/08	9.24%	16
貿易百貨	2013/09	36.45%	17
貿易百貨	2013/10	6.42%	17
貿易百貨	2013/11	-1.89%	17
貿易百貨	2013/12	5.56%	17
貿易百貨	2014/01	10.26%	16
貿易百貨	2014/02	-32.32%	16
貿易百貨	2014/03	70.27%	16
貿易百貨	2014/04	-9.30%	16
貿易百貨	2014/05	-2.47%	16
貿易百貨	2014/06	23.45%	16
貿易百貨	2014/07	-11.31%	16
貿易百貨	2014/08	11.26%	16
貿易百貨	2014/09	24.28%	17

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
貿易百貨	2014/10	7.33%	17
貿易百貨	2014/11	1.86%	17
貿易百貨	2014/12	4.93%	17
証券	2013/01	24.65%	3
証券	2013/02	-12.95%	3
証券	2013/03	-15.79%	3
証券	2013/04	29.46%	3
証券	2013/05	31.33%	3
証券	2013/06	-55.97%	3
証券	2013/07	185.48%	3
証券	2013/08	-26.52%	3
証券	2013/09	53.60%	3
証券	2013/10	19.69%	3
証券	2013/11	-43.47%	3
証券	2013/12	64.07%	3
証券	2014/01	-33.77%	3
証券	2014/02	117.31%	3
証券	2014/03	-1.24%	3
証券	2014/04	-36.73%	3
証券	2014/05	152.92%	3
証券	2014/06	-18.64%	3
証券	2014/07	-26.21%	3
証券	2014/08	-19.43%	3
証券	2014/09	18.10%	3

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
証券	2014/10	-7.06%	3
証券	2014/11	66.66%	3
証券	2014/12	118.81%	3
油電燃	2013/01	-3.32%	8
油電燃	2013/02	-11.34%	8
油電燃	2013/03	13.47%	8
油電燃	2013/04	-3.55%	8
油電燃	2013/05	-8.44%	8
油電燃	2013/06	-7.10%	8
油電燃	2013/07	-2.72%	8
油電燃	2013/08	3.14%	8
油電燃	2013/09	-4.07%	8
油電燃	2013/10	12.81%	8
油電燃	2013/11	4.28%	8
油電燃	2013/12	17.02%	8
油電燃	2014/01	-3.15%	8
油電燃	2014/02	-10.43%	8
油電燃	2014/03	21.52%	8
油電燃	2014/04	-8.54%	8
油電燃	2014/05	-3.53%	8
油電燃	2014/06	-4.36%	8
油電燃	2014/07	-2.78%	8
油電燃	2014/08	-3.19%	8
油電燃	2014/09	-3.95%	8

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
油電燃	2014/10	5.36%	8
油電燃	2014/11	-2.91%	8
油電燃	2014/12	23.08%	8
其他	2013/01	-1.41%	43
其他	2013/02	-20.72%	42
其他	2013/03	39.57%	42
其他	2013/04	3.36%	42
其他	2013/05	-2.39%	43
其他	2013/06	16.46%	43
其他	2013/07	5.14%	42
其他	2013/08	2872.16%	43
其他	2013/09	1.26%	43
其他	2013/10	5.97%	43
其他	2013/11	14.33%	43
其他	2013/12	42.24%	42
其他	2014/01	-9.00%	43
其他	2014/02	-14.06%	42
其他	2014/03	31.17%	42
其他	2014/04	-2.24%	42
其他	2014/05	-1.64%	42
其他	2014/06	3.64%	42
其他	2014/07	0.84%	42
其他	2014/08	-2.81%	42
其他	2014/09	4.50%	41

產業別	年月	平均每月營收成長率	樣本數量
其他	2014/10	8.25%	42
其他	2014/11	9.39%	42
其他	2014/12	27.07%	42