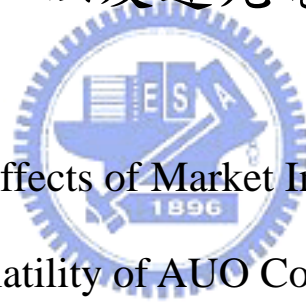


國立交通大學

管理科學系

碩士論文

市場資訊對上市公司股價波動影響之個案研究
—以友達光電為例



A Case Study of the Effects of Market Information on Stock Price
Volatility of AUO Company

研究生：涂俞君

指導教授：楊千博士

林君信博士

中華民國九十七年六月

市場資訊對上市公司股價波動影響之個案研究－以友達光電為例

A Case Study of the Effects of Market Information on Stock Price Volatility of AUO
Company

研 究 生：涂俞君

Student：Yu-Chun Tu

指導教授：楊 千 博士

Advisor：Dr. Chyan Yang

林君信 博士

Dr. Chiun-Sin Lin

國 立 交 通 大 學

管 理 學 系

碩 士 論 文



Submitted to Department of Management Science

College of Management

National Chiao Tung University

In partial Fulfillment of the Requirements

For the Degree of

Master

in

Management Science

June 2008

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國九十七年六月

市場資訊對上市公司股價波動影響之個案研究－以友 達光電為例

學生：涂俞君

指導教授：楊 千博士

林君信博士

國立交通大學管理科學系碩士班

中文摘要

本研究旨在探討市場資訊對於個股股價波動之影響，探討當股價波動時，當時是否有任何相關消息的發佈，以提供一般投資大眾往後投資股票時，一個參考的方向。

本論文研究對象為台灣上市公司的友達光電，利用個案研究的方式，採用事件研究法，將一般投資人所能獲得的市場資訊與股價波動進行探討，並加入了 Barber and Odean(2007)的研究方法，探討排序之後的異常交易量、報酬率、三大法人買賣超與 Buy-Sell Imbalance(BSI)之關係，也探討了 BSI 與股價之關係。本研究將市場資訊分成九大類，分別為財務資訊、產業資訊、市場趨勢、公司管理、法人看法、市場傳言、個股資訊、政府政策、特殊事件，其中除了市場傳言與政府相關政策沒有發展相關命題，其他七項因素與 BSI 對於股價的影響程度較為明顯，因此皆有發展出相關命題。

本研究歸納出對於股價影響較為明顯的市場資訊，給予一般投資人於投資時一個參考的方向，也對於未來研究上提供了些許的建議方向，期許未來的研究發展能更完善。

關鍵字：一般投資人、市場資訊、股價、異常交易量、報酬率、三大法人買賣超、BSI

A Case Study of the Effects of Market Information on Stock Price Volatility of AUO Company

Student : Yu-Chun Tu

Advisor : Dr. Chyan Yang

Dr. Chiun-Sin Lin

Institute of Management Science

National Chiao Tung University

ABSTRACT

This research is to investigate issues in the effects of market information on stock price volatility, and provides some guides for individual investors.

Through case studies of AUO, this research has compiled numerous valuable insights. This research analyzes the issues of effects of market information on stock price volatility. Moreover, we also investigate how abnormal volume, return, and institutional investors net buy/net sell affect the buy-sell imbalance by using method of Barber and Odean(2007).

In addition to be a reference for investment of individual investors, one may apply findings from this research to other conditions in making investment decisions.

Key words: individual investor, market information, price, abnormal volume, return, institutional investor, BSI

誌 謝

本論文得以順利完成，首先我要感謝我的論文指導教授楊千博士與林君信博士，楊千老師總是本著鼓勵的態度，適時的引導我、指點我，讓我不致走上錯誤的方向；林君信老師也是適時的給予我建議，讓我的論文更臻完善。這一路走來，多虧了兩位老師的指導，讓我獲益良多，也讓我懂得如何做好研究。於此我也非常感謝我的論文口試委員，林淑瑛博士與吳美玉博士，於我的論文口試中給予我許多寶貴的建議。另外，我要特別感謝楊耿杰學長，學長花費了許多時間教我一些實用的技巧，也屢次幫我審視論文，並時時關心著論文的完成進度，我的論文得以順利完成，學長實屬功不可沒。

再者我要感謝一路上默默支持我的家人，唯有他們的支持，我才能毫無後顧之憂地專注於我的研究上，於此我想對我的家人說一聲，我真的很愛你們；對於一路相伴的同學，我也是由衷感謝，同學可以適時地提拱一些珍貴的意見，讓我的研究可以更為順利。

最後，我要感謝我的男朋友-顏志宇，這段日子以來，在生活上，常常要配合我的時間，每天風雨無阻地接送我；在研究上，也不吝於與我分享他的寶貴意見，並給予我適當的建議，我論文题目的發想，也是與他討論過程中產生了一些想法，才會有了题目的雛形，於此我由衷感謝他。

涂俞君 謹誌

交通大學管理科學系

民國九十七年六月三十日

目錄

目錄	i
表目錄	iii
圖目錄	iv
第壹章 緒論	1
1.1 研究背景與動機	1
1.2 研究目的與問題	2
1.3 論文架構	4
第貳章 文獻探討	5
2.1 本益比效應	5
2.2 影響本益比波動的因素	6
2.3 市場資訊與股價的關係	8
2.4 一般投資人（散戶投資人）的投資行為	11
2.5 市場傳言	15
第參章 研究方法	16
3.1 研究方法選擇	16
3.2 資料蒐集活動	18
3.3 分析方法	22
3.4 Barber and Odean 之研究方法	22
3.5 研究範圍與限制	25

第肆章 市場資訊整理及命題發展	26
4.1 市場資訊總整理	26
4.2 股價異常波動情形	35
4.3 利用 Barber and Odean 研究方法之分析結果	43
4.4 命題發展	59
4.5 比較與討論	64
第伍章 結論與建議	66
5.1 結論	66
5.2 管理意涵	68
5.3 未來研究的建議	69
參考文獻	70



表目錄

表 1 暫時性盈餘、公司受影響程度與本益比的關係	7
表 2 表 2 John, Jennifer and Uri (2006)研究結果	8
表 3 問題情境的研究策略選擇原則	17
表 4 四項個案研究衡量指標	17
表 5 友達光電基本資料	19
表 6 資料蒐集方法與其優缺點	21
表 7 兩種分析個案策略之比較	22
表 8 市場資訊分類	26
表 9 市場資訊出現次數	35
表 10 股價連三次大漲的市場資訊整理	38
表 11 股價連三次大漲中時資料庫資料整理	39
表 12 當週股價異常波動達三次以上之市場資訊整理	41
表 13 異常交易量排序與 Buy-Sell Imbalance (BSI)資訊	44
表 14 前一天報酬率排序與 Buy-Sell Imbalance (BSI)資訊	46
表 15 當天報酬率排序與 Buy-Sell Imbalance (BSI)資訊	48
表 16 三大法人買賣超排序與 Buy-Sell Imbalance (BSI)資訊	49
表 17 異常交易量排序與股價資訊	51
表 18 前一天報酬率排序與股價資訊	52
表 19 當天報酬率排序與股價資訊	54
表 20 三大法人買賣超排序與股價資訊	55
表 21 BSI 排序與股價資訊	57

圖目錄

圖 1 異常交易量與 Buy-Sell Imbalance (BSI) 走勢	44
圖 2 Partitions of Stocks Sorted on Current Day's Abnormal Trading Volume	45
圖 3 前一天報酬率與 Buy-Sell Imbalance (BSI) 走勢	46
圖 4 Partitions of Stocks Sorted on Previous Day's Return	47
圖 5 當天報酬率與 Buy-Sell Imbalance (BSI) 走勢	48
圖 6 三大法人買賣超與 Buy-Sell Imbalance (BSI) 走勢	50
圖 7 異常交易量與股價走勢	51
圖 8 前一天報酬率與股價走勢	53
圖 9 當天報酬率與股價走勢	54
圖 10 三大法人買賣超與股價走勢	56
圖 11 BSI 與股價走勢	57



第壹章 緒論

1.1 研究背景與動機

市面上投資工具琳瑯滿目，舉凡股票、基金、期貨、選擇權等，都是一般投資大眾可以選擇的工具，不同的投資工具有不同的特性與操作手法，投資人可以依據自己的需求去做選擇。目前在台灣市場裡最活絡的交易工具非股票莫屬，不僅是台灣小散戶的投資，外資、法人等也對於台灣市場充滿期待。

市場上常常因為有新消息發佈了，所以造成了股票本益比與股價的波動，唯一般小散戶對於股票所能獲得的資訊有限，加上資訊大都由公司本身、外資、投信投顧券商所發佈，如何去過濾何者為足以影響股價或本益比波動的消息，實為一般投資大眾所苦惱，坊間更傳言道：「要與外資對做，因為外資都在說反話，是為了要收貨。」或是「要與市場對做，不要盲目的追高、殺低。」這些相關言論，更讓小散戶們無所適從了。

Basu(1977)考慮低本益比股票的超額投資報酬率用以檢驗效率市場假說，其結論1957-1971年間的股價行為，並不完全符合效率市場假說。即使考慮風險因素，低本益比的投資組合仍有超乎尋常的投資報酬率，證券價格會立即反映各種公開可取得資訊的效率市場假說似乎不成立，股價的調整過程無法立即達成，因此有時間落後，所以報章雜誌所公佈的本益比資訊具有參考價值，值得投資人在選股時多加注意。

由於一般投資大眾對於市場資訊過濾的不足，所以本篇論文期許能歸結出市場資訊對於股票本身的股價與本益比波動¹之影響，也能提供給一般投資大眾一個可以參考的方向。

¹ 此處波動指的是當日收盤價格相較於前一日的收盤價格的變動幅度。

1.2 研究目的與問題

基於上述的背景與動機，本研究旨在釐清市場資訊對於個股股票本益比與股價波動之影響，探討當股票本益比或股價波動時，當時是否有任何相關消息的發佈，以提供一般投資大眾往後投資股票時，一個參考的方向。

本益比的計算方式如下

本益比(P/E Ratio) = 個股股價(Price)/每股稅後盈餘(Earning Per Share)

只有當新的財報發佈時，本益比才會被重新計算，所以在新一季的財報尚未發佈前，短期股價的波動等同於本益比的波動，因此以下本研究多以探討市場資訊對於股價波動所產生的影響為主。

基於上述的研究目的，本論文藉由個案研究方式，探討市場資訊對於股價的影響，擬將資訊分成九大類，探討不同類別的市場資訊對於股價與本益比的影響。市場資訊分類如下：

1.財務資訊

定義為公司的相關財務報表發佈，包含月營收發佈、季報發佈、半年報發佈、年報發佈，與相關財務預測資訊發佈。



2.產業資訊

定義為面版產業的相關資訊，包含全球面版景氣、面版產業與其上、下游廠商的相關營運情形、競爭者的相關資訊。

3.市場趨勢

定義為市場目前的趨勢情形，包含集中市場的股價走勢、類股的股價走勢、資金動能，與匯率等資訊。

4.公司管理

定義為個案公司的相關政策與營運方向，包含公司政策的發佈、經理人員的轉換、公司增資或募資，以及發行可轉換公司債、ADR、GDR 等資訊。

5.法人看法

定義為法人(含券商、投信投顧、外資法人等)對個案公司的相關評論，包含券商分析、法人調節等資訊。

6.市場傳言

定義為市場上曾經存在的許多情形，包含選舉行情、元月效應、中秋節變盤、週末效應、紅包行情等資訊。

7.個股資訊

定義為個案公司股票의 相關資訊，包含出現異常大的交易量、融資融券比例、近期股價趨勢、本益比、股東申報轉讓，與股東處分投資收益。

8.政府政策

定義為政府發佈的相關政策，或許會影響到個案公司股價表現的政策，包含給予產業的專屬優惠、股票交易的稅賦政策等。



9.特殊事件

定義為突發事件，或是短期內非經常性出現的事件，包含全球盛事、天災等資訊。

1.3 論文架構

本研究旨在探討一般投資大眾所能獲取的市場資訊對於個股股票的本益比與股價之波動影響。論文一共分成五章，分別為緒論、文獻探討、研究方法、市場資訊整理及命題發展，以及結論與建議，各章節內容分述如下：

第壹章 緒論

本章簡述本論文之研究背景與動機、研究目的與問題，以及本篇論文架構。

第貳章 文獻探討

本章分成五大部分，分別針對「本益比效應」、「影響本益比波動的因素」、「市場資訊與股價的關係」、「一般投資人(散戶投資人)的投資行為」、「市場傳言」進行文獻整理與探討，希望藉由對過去相關研究的探討，以獲得對於後續發展的想法。

第參章 研究方法

本章說明了本論文研究方法的選擇、個案的資料蒐集、分析方法、Barber and Odean(2007)之研究方法，以及說明本篇論文的研究範圍與限制。



第肆章 市場資訊整理及命題發展

本章旨在將市場資訊、股價異常波動資訊做一個總整理，並發展合適的命題，並將命題與現有文獻做一個比較與討論。

第伍章 結論與建議

將本研究之結果加以彙總，提出具體之結論，說明其在管理理論及實務上的意涵，並提供未來研究之建議。

第貳章 文獻探討

本章節旨在對於「本益比效應」、「影響本益比波動的因素」、「市場資訊與股價的關係」、「一般投資人(散戶投資人)的投資行為」、「市場傳言」四個論述進行相關文獻探討，以獲得可供本研究參考之方向。

2.1 本益比效應

Basu(1975, 1977)以 1957 年 4 月至 1971 年 3 月的資料進行分析，發現低本益比的股票確實可以獲取較高的超額報酬，反映出市場並非完全效率市場，由於隱含於本益比中的資訊無法立即反映在股價上，所以會有遞延的情形產生，也說明了本益比有其參考價值。

Jahnke, Kiaffke and Oppenheimer(1987)檢驗資本額超過2億美元且在紐約證交所上市交易的公司，結果為儘管許多共同基金和退休基金的經理人偏好高本益比股票，沒有證據顯示這些基金會有較高的投資報酬率；比較高本益比與低本益比的投資組合，也無法證明高本益比策略優於低本益比策略。經過嚴格實驗控制，發現高本益比策略的績效較整個市場來得差，除非機構投資人能準確預測各上市公司未來成長率，否則低本益比策略似乎為一明智的選擇。

蕭翠玥(1988)以民國68年至民國75年為研究期間，採用多元迴歸分析、t檢定研究本益比與股票異常報酬等。研究結果顯示台灣股市本益比效益存在，林伶如(1991)、劉鈺銘(1994)、許維真(1996)等的研究也都支持台灣股市本益比效果的存在。

不過也有相關的研究指出本益比效應其實並不存在，陳尚群(1988)研究台灣股市是否為半強式效率市場，採用民國71年至民國77年上市公司資料進行研究，以市場模型理論計算迴歸殘差作為個別股票指標，再將股票依本益比的高低分成五個投資組合，並計算各組異常報酬，在考慮風險因素之後，不同本益比投資組合之投資績效並無顯著的不同，而且其與市場投資組合之投資績效亦無顯著差異。由於台灣股票市場之證券價格能充分反映目前各本益比之情報，因此台灣股票市場能通過半強式效率資本市場的檢定。王慶昌(1992)、陳佳鴻(1992)等研究也指出本益比與股票報酬並不顯著。劉美蘭(1991)研究民國77年至民國79年的台股資料，發現本益比與報酬率並沒有顯著的關係。

Chen and Zhang(1998)發現美國、日本、香港、馬來西亞股市都有價值效應，然而台灣與泰國股市並沒有價值效應或本益比效應，推測這兩個市場共同點是高度成長的基本面，此原因也是沒有此效應的主因。

Stevenson(1967)檢驗1950年至1964年間的200種股票，研究結果顯示本益比並非預測公司每股盈餘成長率的良好指標，高本益比的公司不一定有較高的盈餘成長率，低本益比不代表未來盈餘成長率會較低，在各產業以及各期間當中，都發現本益比與未來盈餘成長率之間並沒有固定關係。

2.2 影響本益比波動的因素

Kane, Marcus and Noh(1996)利用 1954 年 2 月至 1993 年 12 月其間，探討影響史坦普 500 指數本益比之因素，利用複迴歸分析方法，研究結果指出景氣循環階段，本益比與本益比落後期一期成正相關，本益比與市場波動性、實質利率、通貨膨脹率成負相關，表示市場波動性、實質利率、通貨膨脹率等指標上升時，本益比會下降。所以當面對景氣循環股的投資，最忌諱在景氣高峰時因較低的本益比而搶進股票，但也不要再在景氣谷底時因較高的本益比而放棄長期投資的機會。

韓孝君(1995)利用 1981 年至 1993 年期間，探討貝他係數及後 1-3 年盈餘成長率與本益比的相關性，採用複迴歸分析方法，研究結果指出本益比與下一期盈餘成長成正相關，表示當預期公司未來會成長時，本期的本益比會上升；而在貝他係數方面，研究指出 1981 年至 1990 年各年度的本益比與貝他係數成顯著的負相關，表示當風險上升時，本益比會下降。

Beaver and Morse(1978)認為各公司本益比高低之差距是由本益比中包含的暫時性盈餘所造成。在效率市場的假說下，長期而言，本益比會有平均數復歸的現象。本益比較高的投資組合，當年度的盈餘成長較低，後續年度較高。茲將暫時性盈餘、公司受影響程度、本益比的關係整理如表 1。

黃昭祥(1993)藉由簡單的迴歸分析研究台灣股市，發現殖利率與超額報酬呈現顯著的負相關，而反相殖利率效應可能是反向益本比的代理品。

表 1 暫時性盈餘、公司受影響程度與本益比的關係

市場整體有正的暫時性盈餘	風險係數較高的公司受市場因素影響較大	會有較高的暫時性盈餘	本益比較低	本益比與風險係數成反向關係
市場整體有負的暫時性盈餘	風險係數較高的公司受市場因素影響較大	會有較低的暫時性盈餘	本益比較高	本益比與風險係數成正向關係
實證結果，支持風險係數與盈餘成長對本益比有顯著的解釋能力				

資料來源：Beaver, W. H. and D. Morse. “What determines price-earnings ratios?“, *Financial Analysts Journal*, 34(July-August), 65-76, 1978.

Dym(1988)提出本益比與盈餘循環的關係，研究結果顯示唯有當公司位於長期盈餘成長曲線時，本益比才可當作未來績效的衡量指標，因此企業的盈餘內涵是影響本益比的因素之一。Jahnke, Klaffke and Oppenheimer(1987)和 Peters(1991)曾提出以本益比評估時需考慮成長率。



劉上旗(2005)指出本益比雖然是判斷股價是否合理的指標之一，但股價的高低仍與股市市場的資金供需的強弱有密切相關，亦即資金動能也會影響本益比的合理性。

劉玉珍、劉維琪與謝政能(1993)研究指出規模(公司股本大小)常是影響報酬的重要因素，小型股的投資人可經由買弱賣強的套利策略獲取報酬，而劉維琪、李佳玲(1993)再觀察本益比與規模的關係，研究結果發現投資組合本益比平均值與公司規模大小成反比，即大規模公司的投資組合本益比較低，此乃因公司規模大、股本大，股價不易被炒作，而小公司的股本較小，通常在市場看好時其所享有的本益比會較高。因此，以本益比作為投資根據時，應該要加入規模的考量，此舉對投資績效應該有正面的助益。

Reinganum(1981, 1982)研究認為本益比效應與系統風險有關，先前美國財報信心危機造成美股的重挫、兩岸關係的政治因素造成投資人的卻步，這些特殊事件都可能造成股市本益比偏離正常水準，因此在考量本益比運用在投資方面時，應該將這些干擾因素納入考量。

總和以上學者的研究，可以歸納出影響本益比的因素，除了有基本面的景氣循環特性、盈餘循環與內涵、成長性、市場風險、利率、資金動能、規模以外，與非基本面的特殊事件亦有相關性。

2.3 市場資訊與股價的關係

傳統的模型與先前的研究顯示發佈訊息會降低資訊不對稱，而且逆選擇與市場反應會在訊息發佈當下急速上揚並到達最高點，且在事件發生之後隨即下跌。不同的看法為 Kim and Verrecchia (1994) 宣稱發佈訊息會創造新的資訊不對稱，而且逆選擇與市場反應會在事件發生之後上升。John, Jennifer and Uri (2006) 針對股利訊息發佈時間進行研究其市場流動性(廣度與深度)、交易量與股價波動，分為發佈時間可預期與不可預期兩類，期間為1990年至1998年，當股利發佈時間為可預期的，研究結果與傳統資訊不對稱模型相似：事件發生前流動性與交易量會增加，而且事件發生後流動性會回復到原有的水準。不過在消息發佈之後，對於逆選擇增加或股價變動則無明顯證據支持，此點與 Kim and Verrecchia (1994) 結果不一致。John, Jennifer and Uri (2006) 的研究結果摘要如下表2。

表2 John, Jennifer and Uri (2006) 研究結果

資訊發佈時間	可預期的資訊發佈	不可預期的資訊發佈
發佈前	交易量增加 廣度增加	交易量增加 廣度維持平常水準
發佈後	交易量增加 交易次數增加 除了特殊內容的事件發佈之外，廣度維持在平常水準 逆選擇未改變 股價影響未改變 股價變動程度降低	交易量增加 交易次數增加很多 廣度增加很多 逆選擇降低 股價影響降低 股價變動程度降低

資料來源：John R. Graham, Jennifer L. Koski and Uri Loewenstein. "Information Flow and Liquidity around Anticipated and Unanticipated Dividend Announcements", *The Journal of Business*, vol. 79, no. 5, 2006.

Brennan, Jegadeesh and Swaminathan(1993)採用1977年1月至1988年12月在CRSP NYAM-NASDAQ上市櫃公司的每日報酬率與交易量資訊進行分析，研究投資分析師數目²，對於公司面臨足以影響其股價資訊時，公司股價調整速度之影響。研究結果指出即使公司的規模差異不大，投資分析師的數目越多，投資該公司的報酬率會領先於投資分析師較少的公司；較多分析師的公司其股價對於市場報酬率的反應，相較於較少分析師的公司，其反應速度亦較迅速，不過會因公司規模而略有變動。投資分析師數目與公司股價的反應速度並非單純呈線性關係，當分析師數目增加時，對於公司股價調整速度的邊際效益會相形增加。

Holden and Subrahmanyam(1992)，Foster and Viswanathan(1993)，Kyle(1985)對於古典模型的延伸，研究結果都顯示根據情報的投資人數目一旦增加，股價對於新資訊的反應速度也會增加。

Brennan and Hughes(1991)利用1976年至1987年期間，從在CRSP NYSE-AMEX與NASDAQ掛牌交易的上市公司資料中取出股價、報酬率、與股數資料進行研究，研究分析師數目與股價之關係。他們假設投資人只投資與交易他們所知道的股票，而且經由經紀人的分析而投資，此舉會導致很高的交易量與交易費用。利用模型研究結果指出公司經理為了吸引分析師的注意，會透過盈餘發佈揭露關於公司的好消息，為此經理會採用股票分割的方式，此舉股價會降低，也增加了交易費用，此也由經銷商的研究活動所導致。投資人認為股票分割是一項利多，因此當股票分割訊息發佈時報酬率會上升；而股票分割會吸引分析師的注意，因此當關心該公司的分析師數目增多時，股價會下跌，但改變分析師對於該公司的關注與股票分割的重要性是呈現正向的關係。

Gallant, Rossi, and Tauchen(1992)利用1928年至1987年間在NYSE交易的股票資訊進行研究，研究股價與交易量是否有連動關係，他們將資料調整為日曆效果(calendar effect)與長期趨勢，將現在的股價與交易量與過去的股價與交易量進行探討，研究結果顯示出每天的交易量與每天股價呈現正向、非線性的關係；股價變動會導致交易量的變動，此影響是對稱的，股價大幅下跌會導致交易量大幅下滑，而股價大幅上漲也會帶動交易量的大幅上升。

² 分析師數目定義為每年12月底前市場上投資分析師對於公司未來一年的獲利預測之總數。

Fama(1965)研究指出股價變動是獨立的，與證券的效率市場存在一致，足夠的資訊會導致每個時間點都反應出實際的價格，也展示出內在價值的完美衡量。此外當股價有所變動時，專精的投資人會彼此競爭以獲取利潤，而專精的分析師會在發生經濟事件或政治事件時，評估事件對股價的影響，給予適當的分析與建議。

Cutler, Poterba, Summers(1988)利用 1926 年至 1985 年間的月報酬資訊，與 1871 年至 1986 年間的年報酬資訊進行研究，研究不同的資訊是否會對股票報酬產生影響。他們將資訊分成兩類，一類為總體經濟資訊，而總體資訊對於報酬率變動的解釋程度很難超過三分之一；一類為其他資訊，即為股票市場對於政治事件或是世界重大事件的反應，不過股市對於此類資訊的反應程度很低，股市變動程度很大往往是發生在沒有任何重要資訊釋出時。因此可以懷疑股價會受到可辨明的資訊的影響，像是未來現金流量或重貼現率。

Harris and Gurel(1988)採用 1973 至 1983 年間，當 S&P 500 組成公司發生變動時，股價與交易量的變化，雖然組成分子變動不足傳達出什麼新資訊，但是這的確影響了需求的變動，像是一些大型基金會選定固定股票當成其投資組合，當 S&P 500 組成份子改變時，基金的投資標的也常跟著改變，並非說一定要購買新公司的股票，而是被 S&P 500 除名的有些是被購併需要下市的股票，所以基金投資標的就要重新調整。研究結果與價格壓力假說(Price Pressure Hypothesis)相同，新成員加入時，其股價會上漲超過 3%，但在未來兩週內股價就會幾乎回到原先的水準。

Kim and Verrecchia (1991)說明當交易量是所有個體投資人的交易量總和時，價格變動反映了總和市場的平均信念的變動，因此，交易量維持介於決定均衡價格的程序中的個體投資人間的相異之處，

Jain(1988)利用 1978 年至 1984 年間在 NYSE 交易的股票資訊，研究每小時股價報酬率與交易量對於關於貨幣供給、消費者物價指數(CPI)、生產者物價指數(PPI)、工業生產(Industrial Production)、失業率的反應。研究結果指出關於貨幣供給與消費者物價指數的相關資訊發佈對於股價的影響程度很大，而其他三個因素的相關資訊發佈與股價的變動程度則不高；交易量與此五項因素都無明顯關連性，說明了市場參與者對於這些資訊的發佈所持有的意見一致，股價對於資訊的反應與調整速度足以在短短的一小時內反應出來或是差不多的時間內即可反應。

Pearce and Roley(1985)採用 1977 年 9 月 29 日至 1982 年 10 月 15 日期間進行每天股價對於關於貨幣政策、通貨膨脹率、實質經濟活動、重貼現率訊息發佈時的反應。除了重貼現率，市場參與者對於訊息發佈的預期被使用，為了測試效率市場假說，只有非預期的資訊發佈才會促使股價變動。研究結果支持此項假說，與貨幣政策相關的重大資訊發佈會影響股價的變動，而重貼現率的改變也會影響股價；關於通貨膨脹與實質經濟活動則無明顯證據顯示會對股價有所影響；實證結果指出股價在經濟資訊的發佈日當天的反應程度並不大，或許股價對於新資訊的反應會持續一段時間，只是大部分的經濟資訊發佈都沒有此種現象產生。

2.4 一般投資人(散戶投資人)的投資行為

一般投資人主要可以分成兩大類，分別為追求成長的動力投資人(Momentum investors)與追求價值投資理念的反向投資人(Contrarian investors)，動力投資人會在曲線呈現上升趨勢時買進股票，而在曲線呈現下降趨勢時賣出股票；反向投資人則相反。

Odean(1999)提出投資人在眾多股票中選取標的進行投資時，常會選取近期吸引了投資人目光的標的，當然投資人並非買進所有吸引其目光的股票，而是通常只投資其中的一些。投資人會基於個人的偏好而買進吸引其目光的股票，追求價值型的投資人，會從所有吸引其目光的股票中買進表現較為不理想的股票，而追求成長的投資人則傾向買進最近具有良好表現的股票。

個體投資人常展現處置效應(Disposition Effect)，就是投資人傾向賣出具有資本利得的股票，而會保留具有資本利損的股票。不同產業的個體投資人與專業投資人，其投資行為是類似的，包括不動產投資(Genesove and Mayer, 2001)、公司股票的選擇權(Heath, Huddart, and Lang, 1999)與期貨(Heisler, 1994; Locke and Mann, 2000; Shapira and Venezia, 2001)。

大部分的情形下，投資人對於股票的交易考量的不只是未來預期報酬，也包括了過去的報酬。一個理性的投資人會傾向賣出手中資本利損的股票因為可以因此遞延他的稅賦；但如果是一個感性的投資人則傾向賣出有資本利得的股票，而保留資本利損的股票(Statman and Shefrin, 1985; Odean, 1998a)。

Dhar and Kumar(2001)以 1991 年至 1996 年間美國一家大型證券商的客戶交易情形為研究對象，樣本數超過 4000 個，探討價格趨勢對於個體投資的影響。研究結果顯示不論是買進或是賣出股票都會受到短期(短於三個月)價格趨勢的影響。研究也指出了投資人的參考價格是一個很重要的因素，反向投資人常會在當月最低價時買進而在當月最高價時賣出手中持股，但動力投資人則不具有此項行為。當前股價低於買進價格時，反向投資人常會期待有價格反轉的情形出現，因此較不願意賠本賣出，反之動力投資人則較不期待價格會反轉，因此會選擇賣出手中持股，即使是賠本賣出。

Hirshleifer, Subrahmanyam and Titman(1994)認為儘管有一些心理因素可以解釋為什麼投資人會有追求趨勢的行為，他們也認為有其他的非心理因素，像是資訊不對稱與對資訊不同的解讀，也是可能導致投資人追求趨勢的因素(Kandel and Pearson, 1993)。

當天交易量增加時，會同時釋出一些資訊或是促使股價的大幅波動(Bamber, Barron, and Stober, 1997; Karpoff, 1987)，當財經電視 CNBC 著名財經記者兼主持瑪莉亞(Maria Bartiromo)在節目中提及一檔股票時，股票的交易量於該分鐘內平均增加 5 倍之多(Busse and Green, 2002)。



Lee(1992)檢查了 230 家公司在盈餘發佈日起一年內公司股票的交易情形，他指出個體投資者(投資於市場的金額少於\$10,000)在公司盈餘發佈之後扮演著買進的角色，即使公司的盈餘發佈是負利潤。他推測投資人是被消息所吸引，或是散戶經紀人為了推薦顧客買進股票而在盈餘發佈時與其顧客聯絡，進而推薦顧客買進股票。Hirshleifer(2003)也提出個體投資人當接收到正面或是負面的盈餘發佈時，都會扮演買進股票的角色。

近期的研究也宣稱高度受到吸引而進行投資的個體投資人，可能造成股價的過度反應，而削弱了像是盈餘發佈的事件所反應不足的現象(Huo, Peng, and Xiong, 2006)。

Seasholes and Wu(2004)測試了Barber and Odean的理論，他們觀察到在上海股票交易所中的個體投資人，在當天股價達到高點時扮演著買進的角色，此外他們也研究出第一次投資股票的投資人在股價勁揚當天買進股票的機率會更高。為此他們也提出了說明，認為此種行徑是受到股價大幅上揚所吸引的投資人，特別是第一次投資的投資人。他們也說明了在短短十天中，股價就會反轉，回到事件發生前的水準。

Odean(1999)檢驗在一家大型券商公司中投資人的交易記錄，他發現平均而言投資人所買進的股票相較於賣出的股票，即使不考慮交易成本，表現還是較差的。他也觀察到投資人所買進的股票相較於賣出的股票而言，在過去兩年裡經歷了相當大的股價變動，他指出個體投資人當要從幾千檔股票中挑選標的，以及訂定買進與賣出決策，常會面臨到搜尋標的問題；他也說明了許多投資人常會從最近吸引了其注意力的股票中去挑選投資標的，追求價值的投資人會買進之前下跌的股票，而追求趨勢的投資人會買進之前上漲的股票。

Odean (1998b)指出很多投資人因為對於所獲得的資訊過於自信而交易過於頻繁，這些投資人可能高估了吸引其注意事件的價值，而導致了非最佳的交易。平均而言，自己進行投資操作的個體投資人常會操作非最佳的交易，經由過度的交易行為，常會降低他們的預期報酬(Odean, 1999; Barber and Odean, 2000, 2001, 2002)。

Barber and Odean(2007)認為不尋常的事件發生或是廣告都可能吸引投資人的注意。Grullon, Kanatas, and Weston (2004)說明了公司花越多錢在廣告行銷上，會擁有大量的個體投資人與集團投資人，他們認為公司的廣告可以增加投資人對於公司的熟悉感，因此會想要擁有該公司的股票。

Gervais, Kaniel, and Mingelgrin(2001)發現歷時一天或是一週異常大的交易量的股票，在未來的一個月裡可能會增值。Citing Miller(1977) and Mayshar(1983)也宣稱持有股票是基於對公司的樂觀看待，追求價值的機構投資人進行券賣股票時，潛在的股票擁有者(潛在股票購買者)一旦增加應該就會導致股價的上揚；當股票出現異常大的交易量時會增加股票的能見度，也會增加潛在股票擁有者(潛在股票購買者)，因此也會造成股價的上升。

也有學者提出不同的看法，Merton(1987)注意到個體投資人傾向在其投資組合裡只持有少數幾檔股票，他指出收集股票資訊需要資源，且說明投資人為了節省資源，僅會主動注意幾檔股票。如果投資人只關心、注意少數股票，投資人就只會買進或賣出他們有在關心的股票，而非衝動地投資他們未關心的、突然吸引他們注意力的股票，因此他們的買進行為就不是關於具有吸引力的股票。

Grullon, Kanatas, and Weston(2004)將焦點放在擁有股票的個體投資人與集團投資人；而Gervais et al. (2001)則是將焦點放在接續在高(低)交易量期間之後的報酬率；Barber and Odean(2007)則是將焦點放在個體投資人的買進股票與賣出股票交易量不均衡之處，研究指出個體投資人會受到消息的吸引力所影響，而扮演買進股票的角色，此點與Grullon, Kanatas, and Weston(2004)研究結果一致，也與Gervais, Kaniel, and Mingelgrin (2001)提高股票的能見度可能會吸引新的投資人一致。除了被追求價值的券賣投資人所引起的注意力所影響(Miller, 1977; Mayshar, 1983)，Barber and Odean(2007)也說明了個體投資人當要買進股票時，其搜尋標的問題會比當要賣出股票時困難，因此注意力會影響投資人的投資行為，即使投資人已經擁有該股票了。

Barber and Odean(2007)採用了四個研究對象，分別為一間大型證券公司、一間小型證券公司、一家大型的全方位服務經銷商，與一家專為集團顧客提供服務，追蹤專業經理人交易行為的顧問公司—Plexus Group，針對一般投資人對於普通股的買進與賣出，研究指出個體投資人常在該公司股票出現異常大的交易量、該公司股票報酬率異常波動、或是當天有關於該公司的新聞報導此三種情形出現時，扮演買進股票的人。常依據消息而進行股票交易的投資人並未因此而獲利，不論是買進或買出股票，其表現常不如市場的表現水準。

Robert, Nagy, Robert and Obenberger(1994)研究指出影響個體投資人的行為最重要的是投資人財富最大化的考量，其他在問卷調查裡也顯現為很重要的因素分別為預期公司盈餘、投資多角化考量、對該公司的觀感等因素。

Marilyn, Geoffrey and Soutar(2004)使用問卷方式調查 Australian Shareholder Association 的會員，研究指出影響個體投資者做決定的因素中最重要的前三者分別是公司管理、市場狀態，與近期股價趨勢，而以往被認為影響個體投資者中重要的財務指標，像是股票股利、本益比、報酬率等，反而較不具關鍵性。作者提出說明，認為公司管理被視為是最重要的因素，是因為投資者將公司管理視為公司未來財務成功的指標，因此對於一般財務指標反而給予較少的壓力。

2.5 市場傳言

2.5.1 元月效應(The-turn-of-the-year effect/January effect)

市場上普遍存在著元月效應，在美國投資人會在接近 12 月底時將手中資本利損的股票賣出，以獲得稅賦遞延，而在 1 月初時大量買進股票，特別是小公司的股票，因此小公司在一年之初的股票表現常是非常亮眼的；而在東方國家中由於時近農曆新年，股市交易則常會異常熱絡，也常能帶動股市向上的趨勢。

Ritter(1988)研究指出市場景氣處於衰退期，即為熊市，小公司的元月效應特別顯著，稅賦遞延是最重要的驅動因素，因此小公司在1月初時的表現常比許多大公司亮麗，在小公司獲得的超額報酬可以視為是風險承受的補償，因此也可視為市場的無效率性。

2.5.2 Weekend effect

Abraham and Ikenberry(1994)研究指出週一的股票平均報酬率常呈現負值，導因於之前的消息發佈，特別是當星期五的股票報酬率為負的時候，個體投資者常會選在星期一售出手中持股，研究使用了1963年至1991年的NYSE與ASE的指數，結果顯示當週五的報酬率是負值，將近80%的機率在接著的週一報酬率也是負值；而當週五的報酬率是正值，超過50%的機率在接著的週一報酬率也會是正值。個體投資者傾向將週一視為滿足流動性需求的時機，在週一賣出手中持股的機率相較於其他日子要高出許多，當前一個交易日報酬率呈現負值時，週一時個體投資者將會給予市場一股很大的賣壓。

Lakonishok與Maberly(1990)研究也指出個體投資者在週一時賣出手中持股的機率高於買進股票的機率。


第參章 研究方法

社會科學可以採用的研究方法種類繁多，決定採用何種方法需依據研究的條件去進行評估。本章節旨在說明採用個案研究法的理由、個案資料的蒐集、分析方法、研究範圍與限制。

3.1 研究方法選擇

一般的研究方法分為「量化研究」與「質性研究」，前者強調研究的變項可以藉由量化的方式予以控制及分析；後者則將研究問題以描述、評鑑、介入及評論等方式進行詮釋(Eisner and Peshkin, 1990)。針對「市場資訊對個股股價與本益比波動之影響」的主題，本研究採取敘述性的觀點，研究方法的選擇是採取質性研究中的個案研究法，藉由相關次級資料的蒐集與分析，探討一般投資人所能獲取的市場資訊，對於個股股價與本益比波動造成的影響。

3.1.1 個案研究方法



Yin(1994)說明個案研究策略通常有三個目的，分別是探索的、描述的、解釋的。區分這三個策略主要是依據三個條件，分別是在所提出的研究問題類型、研究者在實際行為的事件上擁有的操控程度，與著重在當時的現象而非歷史現象的程度，摘要如下表 3。針對市場資訊對個股股價波動之影響的主題，是以描述性觀點研究一般投資大眾的行為，想要針對某一事件進行控制是不容易也不必要，關於投資人的決策與行為之中，除了接受到目前的資訊，同時也會對於過去接觸到的資訊進行分析與評估，以及預期未來的發展。因此實驗法或調查研究的策略均不適合本次研究主題。依據本次研究，大多數皆屬於「how」與「why」的情境下研究，因此個案研究法是針對本次研究主題最理想的研究策略。

3.1.2 個案研究品質—信度與效度

利用各種研究方法所產生的研究結果，都需要經得起其他研究者的檢驗，個案研究法亦不例外。因此在研究過程中，需要兼顧效度與信度，以確保研究品質。Yin(1994)針對個案研究品質，提出了構念效度、內在效度、外在效度與信度等四項社會科學研究的品質測試標準，定義出相關的個案研究作法，與其應用的研究階段，如表 4 所示。

表 3 問題情境的研究策略選擇原則

策略	研究問題的形式	需要在行為事件上 操控嗎？	是否著重在當時的 事件上？
實驗法	How, why	是	是
調查研究	Who, what, where, how many, how much	否	是
檔案記錄分析	Who, what, where, how many, how much	否	是/否
歷史研究法	How, why	否	否
個案研究法	How, why	否	是

資料來源：Yin, R. K., Case Study Research : Design and Method, Applied Social Research Methods Series, Vol. 5, Second Edition, Newbury Park, CA : Sage, 1994, p.6.

表 4 四項個案研究衡量指標

測試	個案研究作法	應用的研究階段
構念效度	--使用多資料來源 --建立證據鏈 --資料提供者，檢視個案報告草稿	資料蒐集 資料蒐集 寫作報告
內在效度	--進行樣式比對 --進行解釋建立 --進行時間序列分析	資料分析 資料分析 資料分析
外在效度	--多重個案下使用重複邏輯	研究設計
信度	--使用個案研究協定 --發展個案研究資料庫	資料蒐集 資料蒐集

資料來源：Yin, R. K., Case Study Research : Design and Method, Applied Social Research Methods Series, Vol. 5, Second Edition, Newbury Park, CA : Sage, 1994, p.33.

構念效度是對研究的觀念，建立正確的操作性衡量方法；內在效度則是建立研究推論過程的因果關係；外在效度是建立一個研究結果可以歸納範圍；信度則是說明研究的操作，同樣的資料蒐集可以得到相同的結果，換言之實驗可以被重複。

3.2 資料蒐集活動

本節將針對本研究所需資料的蒐集，包含研究對象、資料蒐集方法、資料分析與歸納做一說明。

3.2.1 研究對象

本研究的目的是探討市場資訊對於個股股價之影響，採用個案研究針對此一主題進行探討，無非是想經由個案的成功推演，日後方可擴及至所有產業與公司，因此個案的擇定需要非常具有代表性，更佳者，是具有題材性與討論性；再者，本次研究採用的一般投資人的立場探討市場資訊對股價的影響，因此股票籌碼的分佈也是一個重要的考量因素，經過考量後，決定本次研究個案選擇的是台灣兩兆雙星產業之一的面板業龍頭公司—友達光電進行個案研究。友達的基本資料摘要如表 5。

以下為友達光電的簡要歷史。友達光電之前身為達基科技，成立於西元 1996 年 8 月 12 日。達基科技的誕生主要是明基集團在研發生產 CRT 顯示器十幾年後認知了此產業的優劣勝敗，也預估此產業生命週期即將接近尾聲，隨即而來的是平面顯示器的時代，屆時 CRT 顯示器勢必會被平面顯示器大量取代。在經營團隊經過評估與衡量後，基於產品垂直整合利益考量，明基向前整合，與上游的關鍵零組件廠商接觸，為下一階段平面顯示器的研究先行佈局，並於 1995 年成立了達基科技的前身「前瞻實驗室」。「前瞻實驗室」負責研發下一代平面顯示器技術，面對平面顯示器眾多的種類與規格，最後決定從 PDP 下手，並且決定從頭自己進行研發，不考慮尋求日本的技術援助。

靠著來自明基內部、業界與學術界的優秀人才通力合作下，開始踏入 PDP 的領域。1996 年 8 月 12 日，達基科技正式成立於新竹科學園區，以專業的平面顯示器廠商自居；此時除了 PDP 的研發外，也跨入了當時平面顯示器的主流—TFT-LCD 技術。達基科技成立隔年 1997 年三月正式啟動 TFT-LCD 專案，也是友達光電在 TFT-LCD 面板產業競爭上的正式起跑點。

表 5 友達光電基本資料

公司基本資料			
公司全名	友達光電股份有限公司	資本額	新台幣 781.77 億元
員工人數 (以 2008 年 2 月為準)	全球超過 43,000 名 員工	總部地址	新竹市 300 科學工業 園區力行二路 1 號
主要產品與服務	薄膜電晶體液晶顯示器(TFT-LCD)模組 - (1.5 吋~46 吋)	研發技術	TFT-LCD，有機發光顯示器 OLED，低溫多晶矽 LTPS
財務基本資料			
股本總市值 (以 2008 年 3 月 31 日為準)	新台幣 4,145 億元	發行股數 (以 2008 年 3 月 31 日為準)	7,865,200,583 股
公司經營理念			
友達の使命	成為世界頂尖的顯示器企業	友達の願景	創新光電技術，美化資訊生活
友達核心價值觀	以誠信為基礎的核心價值觀包括熱情務本、追求卓越、關懷社會		

資料來源：友達光電網站(<http://www.auo.com.tw>)

達基科技在尚未找到 TFT-LCD 技轉來源時，為縮短建廠時間，已先行動工興建 TFT-LCD 生產廠房。1998 年三月與日本 IBM 簽訂技術移轉合約。經過同仁與 IBM 伙伴共同努力下，於 1999 年七月正式量產，成為台灣第一座量產大尺寸面板的 3.5 代廠。隨後靠自己研發，繼續投資 4 代生產線，並於 2001 年二月正式量產，是台灣第一家成功建置四代廠的面板公司。

達基科技於 2001 年 9 月與聯友光電合併更名友達光電，為台灣第一大、全球前三大的薄膜電晶體液晶顯示器(TFT-LCD)之設計、研發及製造公司。合併初期為更專注於

液晶面板事業經營，結束 FED (Field Emission Display) 事業，並將 LCOS (Liquid Crystal On Silicon) 業務分割出去。為進入國際化籌資，友達為全球第一家於美國紐約證券交易所(NYSE)上市之 TFT-LCD 製造公司，取得資金後快速投入 G5 世代建廠，經過友達同仁努力也成為台灣最早量產 G5 世代之面板廠商。

友達光電之大尺寸液晶面板居全球第二，全球市佔率達 20.0 %。除了全球市場行銷的成績，友達更深耕於技術與研發，積極佈局於各尺寸的面版市場。2002 年 11 月成立「友達科技中心」，是國內最大之光電研發中心，研發技術包括 TFT-LCD、LTPS、OLED 等顯示技術，2005 年底友達科技中心更前進中科，成為中台灣的第一座高科技研發基地。

3.2.2 資料蒐集方法

關於資料蒐集，除了要注意準確性，還要包括多重證據來源、個案研究資料庫、證據鏈等原則。Yin(1994)也提出了對於資料的分類，包括了相關文件、檔案記錄、深入訪談、直接觀察、參與觀察、實體產出等六類，茲將優缺點摘要如表 6。

本研究的目的是探討市場資訊對於個股股價與本益比之影響，市場資訊的蒐集來源，採取的是一般投資人最常接觸的來源，即為報章雜誌的報導，為了避免資料蒐集不完全所產生的缺點，本研究採用的是涵蓋大部分投資人閱讀的聯合知識庫資料庫(整合聯合報系所發行的聯合報、經濟日報、民生報、聯合晚報)與電子時報(包含全球新聞網絡，儲藏豐富與即時的市場資訊，建構全球性的電子產業資料庫)，並且針對極端情形進行個別討論，於討論極端情形中加入中時資料庫(整合了中時報系，包括中國時報、工商時報、中時晚報所有資料精華，更涵蓋全省各區地方版新聞資訊，除文字資料外，還包括新聞專題等資料的市場資訊輔助討論)，增加多重資料來源以便增強構念效度。

3.2.3 資料庫的建立

將所蒐集到的資料進行分析與歸類，並建檔。可於日後進行深入訪談或進行問卷調查時，提供可以參考的方向。

表 6 資料蒐集方法與其優缺點

證據來源	優點	缺點
相關文件	<p>穩定—能被重複檢驗</p> <p>非涉入式—非由個案研究結果創造的</p> <p>正確的—包含正確的名字、參考，與事件的細節</p> <p>廣泛的範圍—長期、許多事件與許多設定</p>	<p>可補償的—可能較低</p> <p>如果蒐集不完全，則選擇性較低</p> <p>報告偏見—反應作者的偏見或無知</p> <p>使用權利—可能會受限</p>
檔案記錄	<p>與相關文件相同</p> <p>精確與量化的</p>	<p>與相關文件相同</p> <p>受限於個人隱私的授權</p>
深入訪談	<p>有目標的—集中焦點在個案研究主題上</p> <p>具洞察力—提供因果的推論</p>	<p>欠佳的結構性問卷可能導致偏見的回應</p> <p>不足的回應所導致的不精確</p> <p>反射—受訪者給予面談者想要的答覆</p>
直接觀察	<p>真實性—包括即時的事件</p> <p>情境的—包括事件的內容</p>	<p>耗時</p> <p>選擇性—除非廣泛的範圍，否則選擇性較低</p> <p>反射—事件可能有不同的發展導因於其被觀察</p> <p>成本—人員觀察所需的時間</p>
參與觀察	<p>與直接觀察相同</p> <p>對於人際間的行為與動機的見解</p>	<p>與直接觀察相同</p> <p>調查者的人為操作可能導致偏見</p>
實體產出	<p>對於文化特徵的深入見解</p> <p>對於技術操作的深入見解</p>	<p>選擇性</p> <p>可得性</p>

資料來源：Yin, R. K., Case Study Research : Design and Method, Applied Social Research Methods Series, Vol. 5, Second Edition, Newbury Park, CA : Sage, 1994, p.80.

3.3 分析方法

Yin(1994)曾提出說明關於「依據理論命題」與「發展個案描述」兩種個案分析策略差異特徵，摘要如下表 7。

表 7 兩種分析個案策略之比較

個案分析策略	特徵	目的
根據理論命題	藉由已知的理論、命題(文獻、現象)引導，有助於資料蒐集與個案分析。	解釋變因之間的因果關係
發展個案描述	不預設理論架構，資料蒐集與個案分析較為困難，但可避免遺失一些有用的資訊。	嘗試以完整的方式來界定現象。

資料來源：整理自 Yin, R. K., Case Study Research : Design and Method, Applied Social Research Methods Series, Vol. 5, Second Edition, Newbury Park, CA : Sage, 1994, p.102-103.

而本研究第貳章中，關於一般投資人的投資行為，目前已有一些研究產生，說明了一般投資人的投資行為所依據的因素，惟目前的研究皆以預設的因素與結果去分析，沒有完整的市場資訊的分析與歸類，若採取「根據理論命題」，恐會遺失一些有用的資訊，研究者亦會落入既有的窠臼，因此本研究擬基於現有的文獻基礎上，採取「發展個案描述」，並透過 Yin(1994)所提出的個案研究分析，以較系統的方式去歸納，探究市場資訊對於投資人投資決策的形成，進而對於股價所造成的影響，繼而發展出相關的命題。

3.4 Barber and Odean 之研究方法

本研究另外採用了 Barber and Odean(2007)的研究方法，將異常交易量、前一日股價報酬率、當日股價報酬率、新聞報導排序之後，計算對應的 Buy-Sell Imbalance (BSI)平均值與標準差，接著繪出 BSI 平均值趨勢圖，探討不同因素排序之下，BSI 的趨勢。

3.4.1 交易量排序

當一檔股票爆出異常交易量時，股票吸引投資人的機率可能也會異於平常，因此 Barber and Odean(2007)依據 Gervais, Kaniel and Mingelgrin(2001)，定義 i 股票在第 t 天異常交易量 (Abnormal Volume, AV) 如下

$$AV_{it} = \frac{V_{it}}{\bar{V}_{it}}$$

V_{it} : i 股票第 t 天在 New York Stock Exchange (NYSE)、American Stock Exchange (ASE)，與 NASDAQ 交易，公布在 Center for Research in Security Prices (CRSP) 的交易量。

$$\bar{V}_{it} = \sum_{d=t-251}^{t-1} \frac{V_{id}}{252}$$

計算 V_{it} ，Barber and Odean(2007)計算前一年平均交易量天數為 252 個交易日，而本研究中則是選用 251 個交易日。

Barber and Odean(2007)將每一天的交易量依據 Gervais, Kaniel and Mingelgrin(2001)進行排序，總共分成十個等級，從 1(最低交易量)到 10(最高交易量)，並將第 10 個等級再一分為二，為 10a 與 10b (最高交易量)，針對每一個不同的投資型態，計算出對應的 Buy-Sell Imbalance (BSI)。

$$BSI_{pt} = \frac{\sum_{i=1}^{n_{pt}} NB_{it} - \sum_{i=1}^{n_{pt}} NS_{it}}{\sum_{i=1}^{n_{pt}} NB_{it} + \sum_{i=1}^{n_{pt}} NS_{it}}$$

n_{pt} : 第 t 天在 p 區間(等級)裡的股票交易量

NB_{it} : i 股票在第 t 天的買進成交量

NS_{it} : i 股票在第 t 天的賣出成交量

計算出各個等級的 Buy-Sell Imbalance(BSI)之平均值與標準差，將平均值繪製成圖，探討排序之後的異常交易量與其相對應的 Buy-Sell Imbalance(BSI)之趨勢。除了以異常交易量為排序，Barber and Odean(2007)也依據價值進行排序，方法與交易量相同。

3.4.2 報酬率排序

投資人可能會受到股票極端的報酬率所吸引，不論是正向報酬或是負向報酬，常會被報導出來，即使沒有其他資訊，單憑報酬率也足以成為一則新聞，投資人的目光可能會被此種報導所吸引，如果投資人確實被股價大幅波動所吸引，也可能會影響其投資股票的行為。

因此 Barber and Odean(2007)將股票當天的報酬率做排序，同樣分成 10 個等級，從 1(報酬率最低)到 10(報酬率最高)，並將第 1 個與第 10 個等級再一分為二，為 1a(報酬率最低)與 1b、10a 與 10b(報酬率最高)，再計算出隔天的 Buy-Sell Imbalance(BSI)。不選擇同一天的 Buy-Sell Imbalance(BSI)原因有二，一為許多投資人來不及對股價的大幅波動有所反應，二為 Buy-Sell Imbalance(BSI)本身可能足以造成股價的大幅波動，因此選取隔一天的 Buy-Sell Imbalance(BSI)。接著計算出不同等級之間 Buy-Sell Imbalance(BSI)的平均值與標準差，方法與探討異常交易量時相同。

3.4.3 新聞排序

公司如果有被報導出來，其吸引投資人目光的機率相較於未被報導的公司可能會高一點，Barber and Odean(2007)根據道瓊新聞的報導，將股票資料分成兩個區間，一為當天有被新聞報導出現，一為當天未被新聞所報導，並計算出相對應的 Buy-Sell Imbalance (BSI)，如同 3.4.1 節的作法。

只探討新聞報導與 Buy-Sell Imbalance(BSI)之關係，相較於探討異常交易量或報酬率與 Buy-Sell Imbalance(BSI)之關係，顯的相對薄弱許多，另一方面，新聞報導的內容可能是足以吸引投資目光的事件，也可能只是例行性的報導，相對地，異常高的交易量可能導因於受到投資人的關注，股價大幅波動也可能是受到事件的吸引力所影響。所以 Barber and Odean(2007)探討新聞報導與 Buy-Sell Imbalance(BSI)之關係不只是區分成有或無兩種情形，也加入了交易量與報酬率的因素一起進行探討。

3.5 研究範圍與限制

本節將針對本次研究的過程中所操遇到的限制，包括個案研究普及性限制、資料蒐集活動、與研究者偏誤提出說明。

3.5.1 普及性限制

任何科學理論的發展與形成，均會受到時空背景的挑戰，而個案研究最大的限制就是證據來源的不足，僅由單一或少數個案的發現，想要類推至其他的個案或是其他情境上，有其先天的困難，即使明確界定了研究範疇，亦無法推翻缺乏普及性的限制。在此次研究範圍的界定之內，礙於人力、物力、時間與成本的考量，無法盡善盡美，因此擬提供一個將來研究可以參考的方向，期許能為學術研究提供一點微薄的貢獻。

將來的研究，可以擬加入其他個案進行分析，或是擴充證據來源，使命題或相關理論發展可以更趨完整。

3.5.2 資料蒐集活動

同上所述，礙於時間、人力、物力與成本的考量，無法將一般投資人所能獲取的資訊進行全面式的蒐集，僅能選取大多數人可以獲取的報紙資訊來源，往後的研究可以納入更多的證據來源，以進行分析，也可以加入深入訪談、或是問卷，期許能將理論發展的更完善。

3.5.3 研究者的偏見

由於資訊的歸類，是研究者根據目前的文獻進行整理，加上所蒐集到的資訊進行歸類，恐有研究者主觀的偏見，研究者也難以確保已經將所有的市場資訊做一個完整的類別歸納，往後研究想要改進此點，可擴大證據來源，輔以已知研究的分類，進行更完善的分類，期能消除研究者主觀的偏見。

於發展理論的同時，由於本研究是採取描述性的觀點，探討市場資訊對於股價的波動影響，研究目的在於描述市場資訊對於投資人的決策影響，與實際股價的表現，而非規範出應有的模式。對於投資人的投資決策，市場資訊只是反應現實，並非完全的依循指標，加上市場資訊的公布，恐為有心人士的刻意散佈，所以免不了會有研究者的偏見產生。

第肆章 市場資訊整理及命題發展

本章節旨在透過蒐集到的市場資訊，將市場資訊與股價表現做一個整理，並發展合適的相關命題，為本研究的核心之處。並將本研究結果與目前的文獻做一比較與討論，提出一個參考方向。

4.1 市場資訊總整理

本節將從聯合知識庫與電子時報所蒐集到的關於友達的相關資訊做一個總整理。由於週末效應的影響，週一的股價表現常會受到上週五股價表現的影響，而許多投資人購買股票並非想要長期投資，只是想要短期獲利賺取價差，因此在資訊收集方面，訂立收集的範圍為當天股價出現異常波動的前一個交易日至隔天的市場資訊，會收集至交易之後的隔天資訊，起因於當日交易的情形，或許有些隱含的資訊尚未公布，而是遲至隔天才公布，因此會將資訊蒐集日往後多延一天。

對於認定股價有大幅波動的定義方面，台灣證交所對於股票價格一日的漲、跌幅有其限制—股價當日漲、跌幅不得超過前一個交易日的 7%，於此本研究設定當日收盤價與前一個交易日收盤價相比，其漲、跌幅超過 5% 即為股價具有異常波動的現象，即納入探討的範圍。



根據本研究第貳章的文獻探討，可以得知影響一般投資人進行股票投資決策的市場資訊大概有本益比高低、短期價格趨勢、異常大的交易量、股價異常波動、當天相關的新聞報導、未來預期報酬、過去報酬、盈餘發佈、市場狀態等因素，綜合過去前人的研究，與研究者自行歸納出的市場資訊類別做一個總整，摘要如下表 8。

表 8 市場資訊分類

市場資訊類別	子類別	定義
財務資訊	月營收	依據台灣證券交易所的規定，上市、櫃公司的每月營收資訊需於次月 10 日前公布，公布內容包括當月營收、上月營收、去年當月營收、上月比較增減(%)、去年同月增減(%)、當月累計營收、去年累計營收、前期比較增

		減(%)。
	季報	依據台灣證券交易所的規定，上市、櫃公司的每季營收損益情形需彙整成損益表，於次月月底之前公布，第一、三季的季報需在4月底與10月底前公布，公布內容為各項會計科目，包括營業收入、營業成本、營業毛利、營業費用、營業利益、營業外收入及利益、營業外費用及損失、繼續營業單位稅前純益、所得稅費用、繼續營業單位稅後純益、停業單位損益、非常損益、會計原則變動之累積影響數、本期淨利、調整項目、基本每股盈餘、稀釋每股盈餘，以及與前一期的比較。
	 半年報	依據台灣證券交易所的規定，上市、櫃公司的營運情形每半年需公布一次完整的資料，半年報需於當年8月底前公布，公布內容除了包含基本的月營收資訊、季報資訊以外，還納入了子公司的營運情形，完整呈現了母、子公司合併報表之後的完整資訊，以及與前一期的比較。
	年報	依據台灣證券交易所的規定，上市、櫃公司的當年營運情形需於次年的4月底前公布，公布內容包含了月營收資訊、季報、半年報、子公司的營運情形，以及與前一期的比較，將公司的營運情形做一完整的表述。
	財務預測	公司本身、相關法人、券商、一般投資人皆會對公司的營運情形有所預測，根據產業的景氣預估、公司目前的營運情形，以及相關的消息發佈，

		皆會影響財務預測與實際財務情形的準確性。
產業資訊	全球面版景氣	不同產業皆有其景氣循環，依據需求有其淡季、旺季之分，任何殺手級的產品或應用問世，相關盛事的舉辦，皆會影響該產業的景氣循環。
	面版產業及其上、下游廠商的營運情形	公司本身的營運情形，與其上、下游廠商的營運情形有一定程度地相關。當上、下游廠商相繼擴廠或是縮編時，連帶的也會影響公司本身的營運情形，因此由公司的上、下游廠商的營運情形、或是相關政策發佈、營運方向的改變等，皆會對公司本身造成影響。
	 競爭者的相關資訊	由公司的競爭者營運情形，可以得知目前該產業的景氣循環。當競爭者相繼擴廠或進行縮編時，對於公司而言，即使公司沒有相關的消息發佈，投資人依然會對於該產業有所預測，因此競爭者的相關資訊發佈對於公司本身而言仍是具有相當程度的影響。
市場趨勢	集中市場的股價走勢	台灣的股票交易市場分成上市與上櫃兩種，上市交易則為俗稱的集中市場大盤走勢。而集中市場的走勢是所有投資人對於股票行情看法的投資決策結果。大盤走勢常會影響著個股的走勢，當多數人認為目前市場走勢處於多頭格局時，投資人對於股票的走勢會抱持著較樂觀的態度，進而影響其投資決策，反之亦然。
	類股股價的走勢	不同產業有其景氣循環，此點也會反映在股價上，因此會有類股輪動的說

		詞出現。同一類股的股價表現原則上不會差異太大，除非是特殊情形，因此類股的股價走勢也會影響到個股的股價表現。
	資金動能	資金動能代表著今日股市交易情形是否熱絡，股價為了呈現長穩的上漲走勢，需要有相對的資金動能予以支持，否則會出現價量背離的情形，因此資金動能因素對於股價表現亦有相當程度的影響。
	匯率	匯率波動代表著對於該貨幣的需求產生了波動。當匯率上揚時表示該貨幣為較強勢貨幣，對於該貨幣的需求增加，有利於本國進口貿易，但卻不利於出口貿易，因此匯率的波動會影響個股的股價表現，端視公司的營運業務為何。
公司管理	公司政策發佈	公司本身的政策發佈或政策轉變會左右著公司的營運方向，而投資人亦時時刻刻在檢視公司的營運方向是否正確、適當，因此會將投資人意見反映在對於該公司股票的评价上。
	經理人轉換	當公司經理人轉換時，常會對公司的營運方向提出一些修正，而投資人對於該經理人的觀感亦左右著投資人對於公司的觀感，因此公司經理人的轉換常會影響公司的股價表現。
	增資、募資	公司有大量資金需求時，常會採取增資或募資方式進行籌資，對於現有投資人而言恐有稀釋股本的情形；而如果是在海外進行增資或是發行ADR、GDR，則容易受到海外股市的

		波動影響，因此公司的增資或募資策略對於股價表現亦會產生影響。
	可轉換公司債	公司的籌資方式除了可進行增資，亦可發行可轉換公司債，當目前股票市場交易情形熱絡，公司股價表現優異時，可轉換公司債的交易情形就會呈現比較熱絡的情形，亦會影響到當前投資人的權益，造成股價的波動。
法人看法	券商分析	券商對於公司的營運情形會有所評估與預測，並將公司的評估結果發佈於市場上，讓所有投資人都可以接收到該訊息，券商常會依據其對公司的評估而給予投資人一些投資建議。
	 法人調節	法人對於公司的評價亦會反映在投資該公司股票的策略上，而法人對於公司股票的投資策略亦會公布在市場上供投資人參考，而投資人則會參照法人對於公司股票的調節，進而影響投資決策。
市場傳言	選舉行情	台灣每當要舉辦選舉時，股價可能會具有較異常的波動情形，通常為正向的波動，市場上統稱為選舉行情，亦即為了慶祝這次選舉股價會產生大幅上揚的情形。
	元月效應	依據美國證券交易所的規定，股票市場中的資本利得要課徵所得稅，而資本利損可以遞延所得稅，所以在美國股市裡存在著元月效應的情形，亦即於每年接近 12 月底時投資人傾向賣出手中持股以賺取所得稅遞延，而在元月時將資金重新投入股票市場，尤以投資小公司的為大多數，因為小公

		<p>司的股票投資報酬率相對於大公司而言常具有較大幅度的波動，因此小公司的股價表現在元月時常優於大公司的股價表現，此即為元月效應。</p>
	<p>中秋節變盤</p>	<p>中秋節變盤源自是前財政部部長郭婉容曾在 1988 年的中秋節前宣布股市恢復課徵證所稅，結果中秋節後股市無量下跌 19 天，財政部才緊急取消此政策。此後，每逢中秋節前後，市場上就會瀰漫一股變盤說，預測股市的走向會有所轉變。</p>
	<p>週末效應</p> 	<p>股價波動會受前一個交易日收盤情形所影響，投資人尤其偏好在週一時將投資策略作一個調整，依據上週五收盤情形，以及週末所發布的相關訊息，決定週一的投資策略，此即為週末效應。</p>
	<p>紅包行情</p>	<p>台灣的春節主要是依據中國舊曆(農曆)的規定，而過年期間長輩會給予晚輩紅包(壓歲錢)，此為承襲已久的習俗；而股價有時會在過年封關前有大幅度的上揚情形，即為所謂的慶祝新年，讓每個(投資)人都可以領個大紅包好過年，此即為紅包行情。</p>
<p>個股資訊</p>	<p>異常大的交易量</p>	<p>每檔股票的每日交易量原則上差異不會很大，當有異常大的交易量出現時，常會吸引投資人的目光，因為一個原本交易情形沒什麼變化的股票為何會出現異常熱絡的交易情形，投資人心中會有所猜測，認為可能會有什麼消息已經或即將要發布，因此每當出現異常大的交易量時新聞媒體亦常</p>

		會對該公司有所關注。
	<p>融資融券比例</p> 	<p>一個體質健全公司的股票可以允許投資人進行信用交易，讓投資人可以只繳交部分保證金，就可以進行投資股票，當兌現資本利得(損)時再扣除適當的利息，此即為信用交易。融資是投資人借錢向證券公司買股票，因為預期未來股價會上漲，即使負擔些許利息還是足以獲利；融券是向證券公司借股票來賣，因為預期未來股價會下跌，屆時回補股票時方可兌現獲利。</p> <p>簡而言之，融資是看多該股票，認為股價會上漲；融券是看空該股票，認為股價會下跌，所以融資融券比例即為看多與看空的比例，多空交戰的結果會反映在股價上，投資人參考這個指標可以得知目前市場上對於該股票的看法為何。</p>
	<p>近期股價趨勢</p>	<p>投資股票可分成短期與長期投資，短期投資是想賺取價差，長期投資是想賺取股息股利，而一般投資人較傾向短期投資，因為價差的收益不用課稅，而股息股利的收入則是要課稅，因此投資人在投資股票時，會觀察股票的短期股價趨勢以決定投資策略。雖然股價是由市場上所有投資人所決定，但趨勢則是長期或短期以來市場上所有投資人的看法，因此趨勢的參考亦是一個很重要的指標。</p>
	<p>本益比</p>	<p>本益比計算公式為股價除以每股稅後盈餘，其原意為投資人願意花多久的時間投資公司以賺取無本的收入，假</p>

		<p>設本益比為 10，則表示投資人願意花 10 年的時間投資該公司，於第 11 年開始每年可以賺取無本的收入。經營相同產業的公司原則上受同樣的景氣循環所影響，其他外在的影響條件亦差異不大，所以同產業的公司其本益比應該差異不大，因為市場上投資人對於該產業的看法會一致，所以當同一產業中有公司的本益比偏低時，在沒有意外的前提下，常會被投資人所關注，法人券商亦會給予買進的建議。</p>
	 <p>申報轉讓</p>	<p>公司的大股東或董監事所持有的股票不能輕易的在市場上交易，因為他們是可以預先得知公司未來經營走向、公司經營情形的人，如果可以輕易的在市場上交易恐有內線交易之嫌，因此當他們想要賣出手中持股時，需要公開的申報轉讓。當大股東或董監事申報轉讓手中持股時，投資人會有所猜測，猜測是否公司的經營出現問題，否則一間持續成長公司的股票是不會輕易的被轉讓的，因此當出現申報轉讓消息時，常會使股價有所波動。</p>
	<p>股東處分投資收益</p>	<p>公司的股東除了特定大股東或是董監事，原則上都可以在市場上自由的交易股票。每當歲末年終，有些公司會傾向將手中持股變現獲利，由於公司手中握有的股票張數都不是小數目，因此當公司(股東)決定處分投資收益賣出手中持股時，常會使股價有大幅度的波動。</p>
<p>政府政策</p>	<p>相關政策</p>	<p>政府的相關政策常會造成股價的波動，當宣布股市中資本利得要課徵所</p>

		<p>得稅時，市場中投資人對於該政策的反應是股價無量下跌長達十幾日；當政府宣佈要放寬投資中國大陸的上限時，股市一遍歡聲雷動，紛紛上演慶祝行情；當宣布兩岸將要包機直航時，股市也是大幅度的走升，可見政府的相關政策足以撼動股市的走勢，因為相關政策的制定會帶來額外的經濟效益，也讓投資人對於將來的景氣樂觀看待。</p> <p>台灣是屬於自由貿易、自由資本市場的經濟體，但是政治的因素對台灣股市的影響依然不容小覷，畢竟政治與經濟很難劃分得宜，地球上也沒有政治與經濟可以完全獨立的經濟體，所以政府的政策制定勢必會對於股價造成波動。</p>
特殊事件	 <p>全球盛事</p>	<p>每當要舉辦全球盛事時，常會帶來額外的經濟效益，也為產業創造了新的需求，像是要舉辦世界盃、亞運、亞錦賽、奧運等活動，除了活動本身的宣傳，為產業帶來的經濟效益亦常是媒體關注的焦點，因此舉辦相關的活動盛事，對產業的影響，亦會反映在股價表現上。</p>
	<p>天災</p>	<p>偶發的天災或意外常會使市場反應不及，呈現混亂狀態，當與相關產業有所關連時更會使該產業股價有大幅度的波動，如果今天某地區發生缺水，則會影響該地區用水量大的產業；今天如果某地區爆發大規模疫情感染，則會影響到該區的生產力，連帶影響到公司的經營績效，並反映在</p>

		<p>股價表現上。</p> <p>發生預期之外的災害或不便，常會使股價大幅度的下滑，而使股價返回原先價位的所需時間，則端視上位者的應變能力與市場整體的處理態度。</p>
--	--	--

資料來源：本研究自行整理

4.2 股價異常波動情形

4.2.1 股價異常波動整理

友達光電前身為達碁科技，達碁科技於 2001 年 9 月與聯友光電合併更名為友達光電，為了讓投資人可以適應友達光電的新名稱，因此本研究設定資訊收集時間為 2002 年 1 月至 2007 年 12 月，期間友達光電的股價波動超過 5% 的共計有 164 天，漲勢為 93 天，跌勢為 71 天。

蒐集股價異常波動日的前一個交易日至隔天的市場資訊，共計有 4002 筆，其間聯合知識庫有 2957 筆，而電子時報有 1045 筆，茲將所蒐集的市場資訊與表 8 市場資訊分類進行配對，摘要如表 9。由於單筆市場資訊中所涵蓋的市場資訊類別可能不只一種，所以本研究設定凡涉及至相關類別的資訊，筆數(出現次數)隨即加 1。由資訊整理結果，可以看出當股價呈現異常波動時，市場上出現最為頻繁的資訊為產業資訊，包括了全球面版景氣、上下游與競爭者的營運情形，投資人評估股票除了想要短期套利，依然會想要長期持有以賺取資本利得與股息股利，因此投資人評估一家公司，並非只單憑其財報數字上的資訊，亦包含了市場對於整個產業的看法，投資人最關心的是產業是否具有未來發展性。

表 9 市場資訊出現次數

市場資訊類別	定義	筆數
財務資訊	月營收	196
	季報	72

	半年報	25
	年報	29
	財務預測	257
產業資訊	全球面版景氣	402
	面版產業及其上下游廠商的營運情形	1085
	競爭者的相關資訊	842
市場趨勢	集中市場的股價走勢	295
	類股股價的走勢	302
	資金動能	47
	匯率	16
公司管理	公司政策發佈	305
	經理人轉換	17
	增資、募資	92
	發行可轉換公司債	94
法人看法	券商分析	417
	法人調節	254
市場傳言	選舉行情	46
	元月效應	7
	中秋節變盤	9
	週末效應	7
	紅包行情	31
個股資訊	異常大的交易量	59

	融資融券比例	152
	近期股價趨勢	471
	本益比	67
	申報轉讓	29
	股東處分投資收益	43
政府政策	相關政策	35
特殊事件	全球盛事	84
	天災	46

資料來源：本研究自行整理

4.2.2 股價極度異常波動整理

本節將於上一節股價異常波動所整理出來的資料中，挑選其中更具有極端性質的資料進行探討，挑選標準為連續 3 個交易日股價呈現同向且異常波動的情形與當週具有 3 個以上的交易日其股價具有異常波動情形。

1. 連續三個交易日股價呈現同向且異常的波動

根據所收集到的資料，連續三個交易日股價呈現同向且異常波動的情形，於資料收集期間總共發生過 2 次，分別於 2002 年 7 月 4 日至 2002 年 7 月 9 日，與 2003 年 7 月 3 日至 2003 年 7 月 8 日，兩次皆為漲勢的波動，足以想見當時公司的營運情形、外界對公司的看法皆呈現非常樂觀的態度，方可支持股價連續大漲三日。茲將該期間由聯合知識庫與電子時報所收集到的資訊整理如表 10，可以看出支撐股價連續大漲的消息主要有財務資訊中的營收資訊與市場對公司的財務預測、產業資訊中的景氣與上、下游、競爭者的營運情形、市場趨勢中的大盤與類股股價趨勢、法人的看法、以及個股的近期股價趨勢。

表 10 股價連三次大漲的市場資訊整理

市場資訊類別	定義	筆數
財務資訊	月營收	15
	季報	2
	財務預測	13
產業資訊	全球面版景氣	10
	面版產業及其上下游廠商的營運情形	15
	競爭者的相關資訊	15
市場趨勢	集中市場的股價走勢	21
	類股股價的走勢	32
	資金動能	8
公司管理	公司政策發佈	7
	發行可轉換公司債	2
法人看法	券商分析	24
	法人調節	15
個股資訊	異常大的交易量	8
	融資融券比例	7
	近期股價趨勢	29
	本益比	2
	股東處分投資收益	1
政府政策	相關政策	4

資料來源：本研究自行整理

為了增加本研究的構念效度，於此探討中又加入的新的資料來源為中時資料庫，並將此期間由中時資料庫中所收集到的資訊整理如表 11，異於聯合知識庫的中時資料庫，整合了中時報系，包括中國時報、工商時報、中時晚報，也涵蓋全省各地新聞資訊，可以看出支撐股價大漲的消息主要是財務資訊中的營收資訊與財務預測資訊、產業資訊中的景氣循環、上下游廠商、競爭者的營運情形、市場趨勢中的大盤與類股走勢、資金動能的相關資訊、法人的看法，以及個股的近期股價趨勢。

表 11 股價連三次大漲中時資料庫資料整理

市場資訊類別	定義	筆數
財務資訊	月營收	13
	季報	2
	財務預測	13
產業資訊	全球面版景氣	17
	面版產業及其上下游廠商的營運情形	16
	競爭者的相關資訊	21
市場趨勢	集中市場的股價走勢	19
	類股股價的走勢	44
	資金動能	10
	匯率	1
公司管理	公司政策發佈	9
	增資、募資	2
	發行可轉換公司債	2
法人看法	券商分析	21
	法人調節	20

個股資訊	異常大的交易量	10
	融資融券比例	10
	近期股價趨勢	29
	本益比	2
政府政策	相關政策	3

資料來源：本研究自行整理

以上兩張表格所整理出來自三個資料庫的資料，可以看出不同的資訊來源，消息報導焦點其實差異不大，投資人所接收到的資訊大同小異，於這兩個期間中出現次數最頻繁的消息類型為市場趨勢、法人看法，與個股資訊，尤以類股股價趨勢與近期股價趨勢為最，因此可以推得投資人在設定投資決策時參考到這兩個指標的可能性很高，因此當市場上出現此類型資訊時，投資人可以多加留意。

2.當週有 3 個以上的交易日其股價具有異常波動情形

本節將於本研究期間挑出當週股價具有 3 個異常波動以上的情形進行探討，共計有 11 週(次)，分別為 2002 年 1 月 21 日至 2002 年 1 月 25 日(三次漲勢)、2002 年 5 月 20 日 2002 年 5 月 24 日(一次漲勢、二次跌勢)、2002 年 7 月 1 日至 2002 年 7 月 5 日(二次漲勢、二次跌勢)、2002 年 7 月 8 日至 2002 年 7 月 12 日(三次漲勢、一次跌勢)、2002 年 7 月 22 日至 2002 年 7 月 26 日(三次跌勢)、2002 年 10 月 14 日至 2002 年 10 月 18 日(三次漲勢)、2002 年 10 月 21 日至 2002 年 10 月 25 日(三次漲勢、一次跌勢)、2003 年 7 月 7 日至 2003 年 7 月 11 日(三次漲勢)、2004 年 4 月 12 日至 2004 年 4 月 16 日(三次漲勢)、2004 年 5 月 3 日至 2004 年 5 月 7 日(一次漲勢、二次跌勢)、2004 年 5 月 17 日至 2004 年 5 月 21 日(二次漲勢、一次跌勢)。

茲將從聯合知識庫與電子時報、中時資料庫中所收集的資訊與本研究中的市場資訊分類進行配對摘要如表 12。由資料中可以得知即使一週當中股價出現多次的異常波動情形，出現最頻繁的消息類型仍是產業的相關資訊、市場整體的趨勢、法人對該股票的看法，以及財務資訊中的營收資訊與財務預測、個股資訊中的近期股價趨勢；產業資訊與市場趨勢出現最為頻繁，除了可吸引投資人的目光，也可得知媒體報導的焦點所在；而

法人對股票看法被頻繁的報導之後，投資人多少也會參考專家的建議而進行投資，此與 Dhar 與 Kumar(2001)的研究相符；而近期股價趨勢的資訊出現頻率越高，投資人注意到該股票的機率也越高；個股的財務資訊則等同於計算本益比的基礎，當實際財務數字被公布之際，本益比隨即被重新計算，因此公司的財務資訊亦是投資人選股時一項重要的參考指標。

表 12 當週股價異常波動達三次以上之市場資訊整理

市場資訊類別	定義	聯合知識庫與 電子時報出現 筆數	中時資料庫出 現筆數
財務資訊	月營收	52	47
	季報	19	14
	半年報	5	4
	年報	7	5
	財務預測	67	72
產業資訊	全球面版景氣	80	71
	面版產業及其上下游廠商的營運情形	219	231
	競爭者的相關資訊	171	159
市場趨勢	集中市場的股價走勢	68	63
	類股股價的走勢	72	94
	資金動能	19	24
	匯率	5	8
公司管理	公司政策發佈	41	54
	經理人轉換	2	3

	增資、募資	6	9
	發行可轉換公司債	12	18
法人看法	券商分析	84	89
	法人調節	65	54
市場傳言	選舉行情	5	6
	元月效應	0	1
	中秋節變盤	2	4
	週末效應	1	0
	紅包行情	3	6
個股資訊	異常大的交易量	15	26
	融資融券比例	30	41
	近期股價趨勢	98	105
	本益比	13	17
	申報轉讓	2	3
	股東處分投資收益	9	11
政府政策	相關政策	7	8
特殊事件	全球盛事	16	12
	天災	2	1

資料來源：本研究自行整理

4.3 利用 Barber and Odean 研究方法之分析結果

根據 Barber and Odean(2007)的研究，本研究亦採取異常交易量、前一日股價報酬率、當日股價報酬率排序之後，計算出對應的 Buy-Sell Imbalance (BSI)，並繪製成圖。由於每日都有友達光電的新聞報導，除了一些例行性的報導，幾乎都有包含足以影響股價波動的資訊，如同 4.1 節的分類，因此 Barber and Odean(2007)研究中新聞報導因素與 Buy-Sell Imbalance(BSI)的關係於本研究中不適用。除此之外，本研究亦加入了法人調節因素進行探討，作法如同 3.4.1 節。

Barber and Odean(2007)研究不同因素與 Buy-Sell Imbalance(BSI)之關係，Buy-Sell Imbalance(BSI)愈強，投資人買進力道愈大，股價波動的幅度可能也愈大，因此本研究採取 2005 年 2 月 25 日至 2008 年 5 月 30 日期間，友達光電在證交所掛牌上市的每日成交資訊，除了探討不同因素與 Buy-Sell Imbalance(BSI)之關係，也將探討的因素排序，直接探討排序過後的因素與股價的關係，作法如同 3.4.1 節。

4.3.1 異常交易量與 Buy-Sell Imbalance(BSI)之關係

根據所收集到的股票交易資訊，計算出公司的異常交易量，不過本研究與 3.4.1 節中方程式 2 略有不同，Barber and Odean(2007)計算前一年平均交易量天數為 252 個交易日，而本研究中則是選用 251 個交易日。從 2005 年 2 月 25 日至 2008 年 5 月 30 日期間，有效資訊天數為 806 天，共區分成 10 個等級，從 1(最低交易量)到 10(最高交易量)，並將第 10 個等級再一分為二，為 10a 與 10b (最高交易量)；第 1 至 9 個等級，各有 80 筆交易資訊，而 10a 等級有 42 筆，10b 等級有 43 筆資訊，茲將異常交易量排序之後計算出的 Buy-Sell Imbalance(BSI)資訊整理如表 13。

由圖 1 可以看出當異常交易量較小時，Buy-Sell Imbalance(BSI)處於較低的位置，顯示投資人傾向賣出股票而非買進股票；當異常交易量逐漸增大時，Buy-Sell Imbalance (BSI)也有著往上的趨勢，顯示投資人買進股票的意願有逐漸升高。異常交易量大致與 BSI 呈現正向趨勢，但在交易量最大的兩個等級，Buy-Sell Imbalance(BSI)不升反降，在高點時與 Barber and Odean(2007)研究結果呈現相反趨勢，顯示投資人在異常交易量最大時，反而對於買進股票有所考量，傾向賣出股票。Barber and Odean(2007)結果顯示當異常交易量漸增時，Buy-Sell Imbalance(BSI)亦會同步漸增，以交易量或是價值為基礎計算之下皆然，圖 2 為 Barber and Odean(2007)的研究結果，異常交易量大致與 BSI 呈現正向趨勢。

表 13 異常交易量排序與 Buy-Sell Imbalance(BSI)資訊

等級	筆數	BSI 平均值(%)	BSI 標準誤
1(最低交易量)	80	-0.11336	0.015954
2	80	-0.06332	0.01828
3	80	-0.03484	0.018954
4	80	-0.03661	0.017701
5	80	-0.054	0.017925
6	80	-0.03129	0.019481
7	80	-0.01643	0.017318
8	80	0.003524	0.01833
9	80	0.04988	0.019194
10a	42	-0.02522	0.035038
10b (最高交易量)	43	-0.0357	0.030987

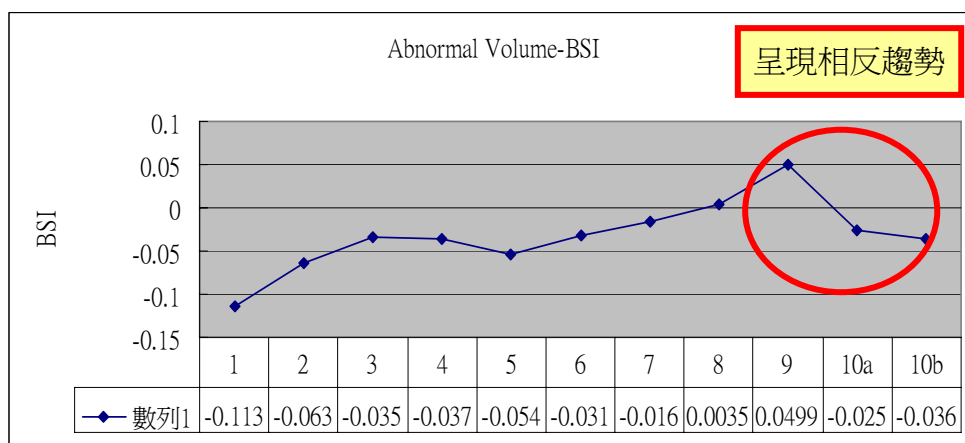


圖 1 異常交易量與 Buy-Sell Imbalance(BSI)走勢

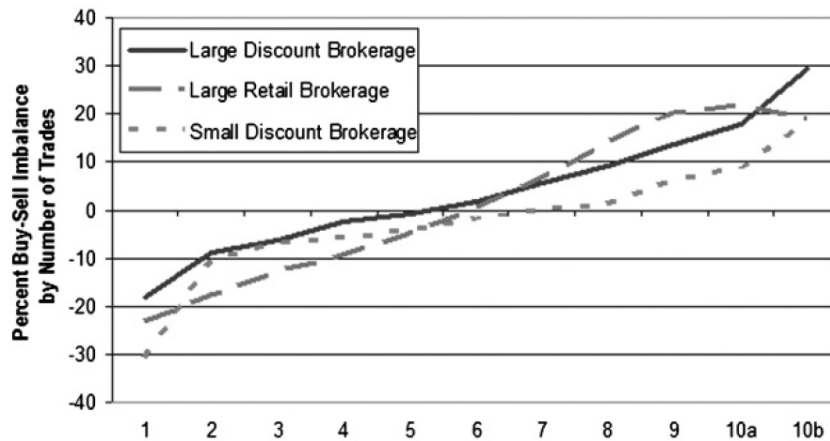


圖 2 Partitions of Stocks Sorted on Current Day's Abnormal Trading Volume

資料來源：Brad M. Barber and Terrance Odean. "All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors", *The Review of Financial Studies*, v 21, n 2, p 800, 2008.

4.3.2 報酬率與 Buy-Sell Imbalance(BSI)之關係

將所收集到的資訊，依據前一天報酬率進行排序，從 2005 年 2 月 25 日至 2008 年 5 月 30 日期間，有效資訊天數為 803 天，共區分成 10 個等級，從 1(報酬率最低)到 10(報酬率最高)，並將第 10 個等級再一分為二，為 10a 與 10b (報酬率最高)；第 1 至 9 個等級，各有 80 筆交易資訊，而 10a 等級有 41 筆，10b 等級有 42 筆資訊，茲將前一天報酬率排序之後計算出的 Buy-Sell Imbalance(BSI)資訊整理如表 14。

由圖 3 可以看出當前一天報酬率偏低時，Buy-Sell Imbalance(BSI)也偏低，顯示投資人傾向賣出股票；而當前一天報酬率漸增時，Buy-Sell Imbalance(BSI)也漸增，顯示出投資人傾向買進股票，前一天報酬率大致與 BSI 呈現正向趨勢，此點與 Barber and Odean(2007)結果並不盡相同，Barber and Odean(2007)研究結果顯示在較極端報酬率的情形下，BSI 會有明顯增加，呈現 U 型分佈。當前一天報酬率不論是正向報酬或負向報酬，只要報酬率為極端值，投資人皆傾向買進股票，追求成長的動力投資人(Momentum investors)會在報酬率上升時買進股票，而追求價值投資理念的反向投資人(Contrarian investors)則傾向在報酬率降低時買進股票，如圖 4 所示。由於研究對象的不同，產生有所差異的結果，也顯示出台灣投資人大多是追求成長的動力投資人(Momentum investors)，而非追求價值投資理念的反向投資人(Contrarian investors)，由此也可見投資人傾向追高殺低，此點與獲利常是相違背的。

表 14 前一天報酬率排序與 Buy-Sell Imbalance(BSI)資訊

等級	筆數	BSI 平均值(%)	BSI 標準誤
1(報酬率最低)	80	-20.3882	1.350288
2	80	-18.1188	1.165627
3	80	-13.4315	1.439912
4	80	-9.70129	1.5006
5	80	-7.11348	1.395712
6	80	-1.18734	1.494264
7	80	2.207808	1.200334
8	80	7.823964	1.344973
9	80	11.01746	1.501881
10a	41	14.934	2.749692
10b (報酬率最高)	42	16.12417	1.393254

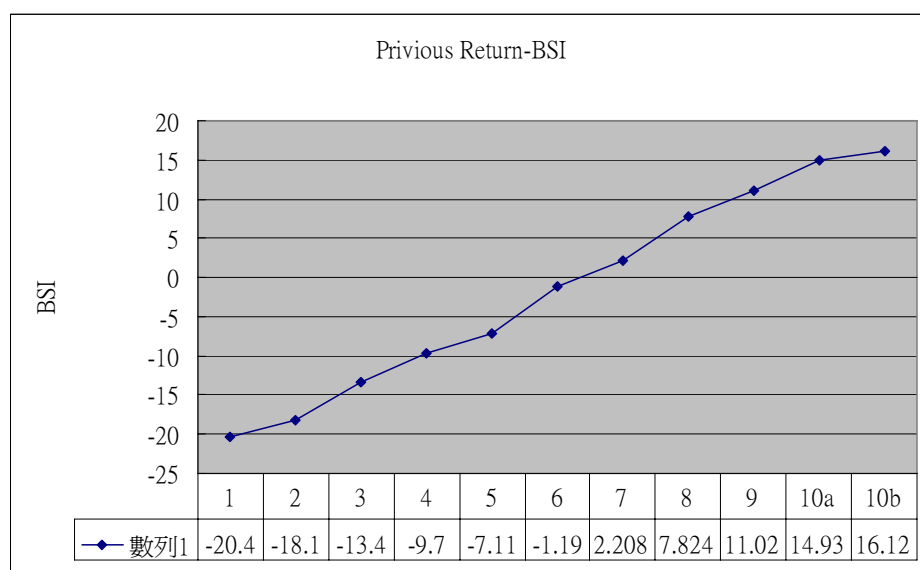


圖 3 前一天報酬率與 Buy-Sell Imbalance(BSI)走勢

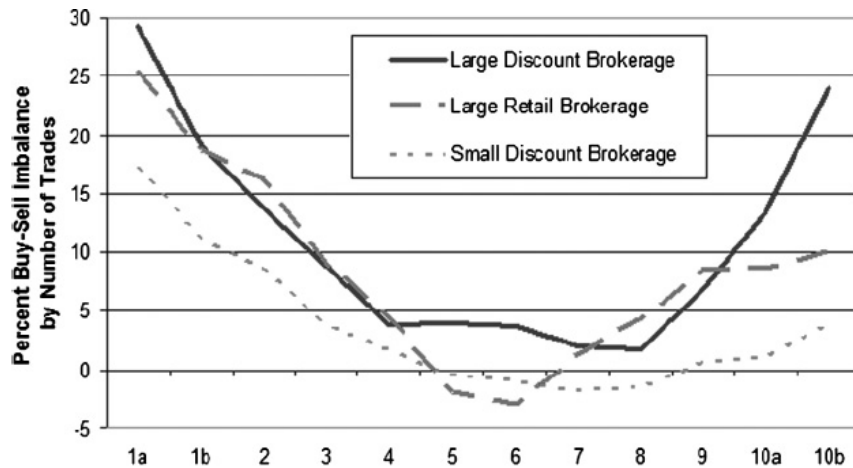


圖 4 Partitions of Stocks Sorted on Previous Day's Return

資料來源：Brad M. Barber and Terrance Odean. "All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors", *The Review of Financial Studies*, v 21, n 2, p 800, 2008.

依據 Barber and Odean(2007)研究結果，採用前一天報酬率與當天報酬率的研究結果是相似的，本研究也採用了當天報酬率與 Buy-Sell Imbalance(BSI)進行探討。從 2005 年 2 月 25 日至 2008 年 5 月 30 日期間，有效資訊天數為 805 天，共區分成 10 個等級，從 1(報酬率最低)到 10(報酬率最高)，並將第 10 個等級再一分為二，為 10a 與 10b (報酬率最高)；第 1 至 9 個等級，各有 80 筆交易資訊，而 10a 等級有 42 筆，10b 等級有 43 筆資訊，茲將當天報酬率排序之後計算出的 Buy-Sell Imbalance(BSI)資訊整理如表 15。

由圖 5 可看出，研究結果顯示，採用前一天報酬率或是當天報酬率是相似的，當天報酬率偏低時，Buy-Sell Imbalance(BSI)也偏低，投資人傾向賣出股票；而當天報酬率漸增時，Buy-Sell Imbalance(BSI)也漸增，顯示投資人買進股票的意願也逐漸變強，當天報酬率大致與 BSI 呈現正向趨勢。

表 15 當天報酬率排序與 Buy-Sell Imbalance(BSI)資訊

等級	筆數	BSI 平均值(%)	BSI 標準誤
1(報酬率最低)	80	-20.3348	1.340756
2	80	-18.4512	1.200795
3	80	-13.3904	1.438784
4	80	-9.84964	1.503681
5	80	-7.29036	1.382868
6	80	-1.10275	1.498275
7	80	2.090619	1.195859
8	80	7.773852	1.342775
9	80	11.29798	1.483041
10a	42	14.38839	1.465064
10b (報酬率最高)	43	16.38114	2.697253

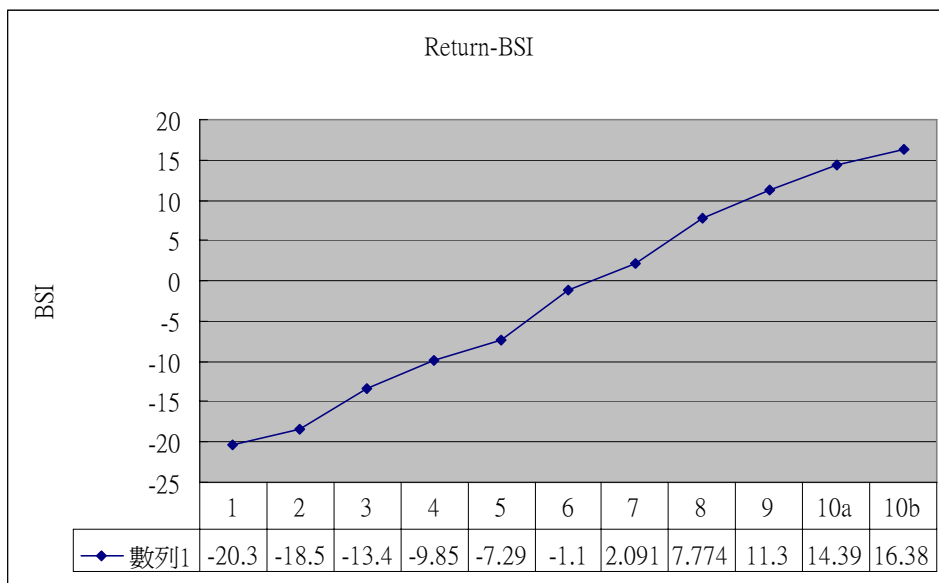


圖 5 當天報酬率與 Buy-Sell Imbalance(BSI)走勢

4.3.3 三大法人買賣超與 Buy-Sell Imbalance(BSI)之關係

外資、投信、自營商即為俗稱的三大法人，本研究也採用了三大法人買賣超與 Buy-Sell Imbalance(BSI)進行探討。從 2005 年 2 月 25 日至 2008 年 5 月 30 日期間，有效資訊天數為 805 天，共區分成 10 個等級，從 1(三大法人賣超最多)到 10(三大法人買超最多)，並將第 10 個等級再一分為二，為 10a 與 10b (三大法人買超最多)；第 1 至 9 個等級，各有 80 筆交易資訊，而 10a 等級有 42 筆，10b 等級有 43 筆資訊，茲將三大法人買賣超排序之後計算出的 Buy-Sell Imbalance(BSI)資訊整理如表 16。

表 16 三大法人買賣超排序與 Buy-Sell Imbalance (BSI)資訊

等級	筆數	BSI 平均值(%)	BSI 標準誤
1(三大法人賣超最多)	80	-11.9127	1.819627
2	80	-11.1694	1.625115
3	80	-11.4538	1.601171
4	80	-6.89405	1.786093
5	80	-8.03633	1.760789
6	80	-2.89868	1.79887
7	80	4.185291	1.790448
8	80	2.970772	1.656232
9	80	3.181222	1.768852
10a	42	7.576825	2.334605
10b (三大法人買超最多)	43	9.585134	2.991062

由圖 6 可以看出三大法人賣超較多時，Buy-Sell Imbalance(BSI)的值也偏低，顯示當法人傾向賣股票時，一般投資人也大都傾向賣出股票；而當法人漸漸由賣轉買時，Buy-Sell Imbalance(BSI)也逐漸升高，顯示法人傾向買進股票時，一般投資人也傾向買進股票，三大法人買賣超大致與 BSI 呈現正向趨勢。法人對於友達光電的持股將近一半的

比率，顯示出另外一半的投資人在投資股票時，法人調節的情形會是一個重要的參考指標

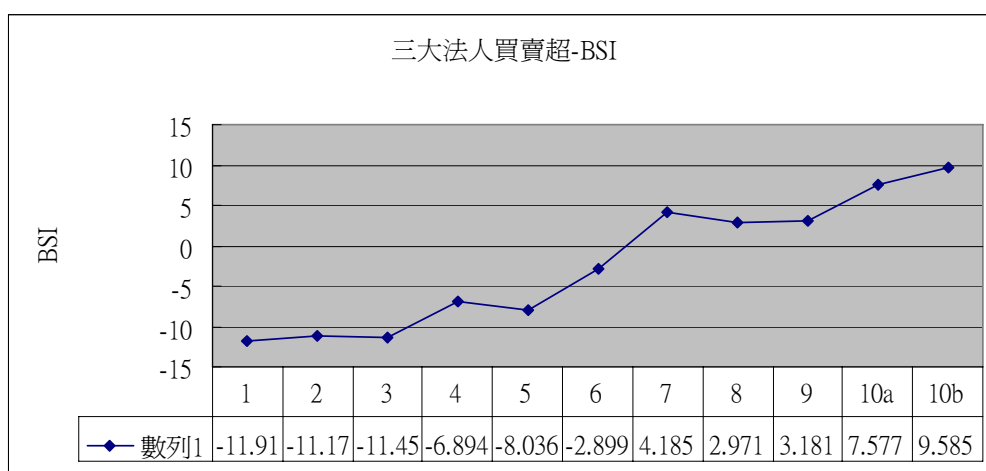


圖 6 三大法人買賣超與 Buy-Sell Imbalance(BSI)走勢

4.3.4 異常交易量與股價之關係

根據所收集到的資訊，計算出個案公司的異常交易量，從 2005 年 2 月 25 日至 2008 年 5 月 30 日期間，有效資訊天數為 808 天，共區分成 10 個等級，從 1(最低交易量)到 10(最高交易量)，並將第 10 個等級再一分為二，為 10a 與 10b (最高交易量)；第 1 至 9 個等級，各有 80 筆交易資訊，而 10a 等級有 44 筆，10b 等級有 44 筆資訊，茲將異常交易量排序之後計算出的股價資訊整理如表 17。

由圖 7 可以看出，當異常交易量較小時，股價也處於最低點；當異常交易量漸增時，股價也有緩步上升的趨勢；當異常交易量達到最大時，股價的確也處於最高的位置，異常交易量大致與股價呈現正向趨勢。與 4.3.1 相比較，異常交易量與股價之關係，相較於異常交易量與 BSI 之關係，顯得緩和許多，隨著異常交易量的漸增，股價的趨勢或波動程度，皆比 BSI 之趨勢更為緩和。

表 17 異常交易量排序與股價資訊

等級	筆數	股價平均值(%)	股價標準誤
1(最低交易量)	80	49.7525	0.645725
2	80	49.43	0.719641
3	80	49.44	0.63558
4	80	49.75563	0.615424
5	80	51.05813	0.640793
6	80	51.04625	0.732491
7	80	50.40563	0.69329
8	80	50.85375	0.636116
9	80	52.92313	0.739278
10a	44	51.54643	0.789341
10b (最高交易量)	44	53.1686	0.885407

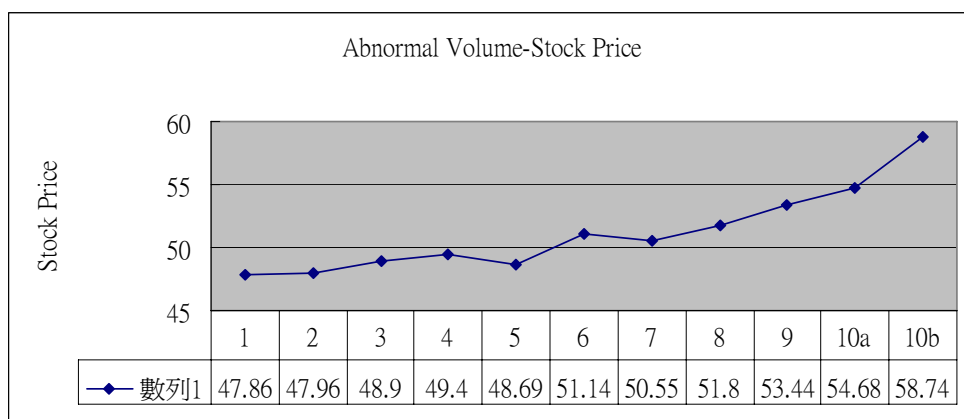


圖 7 異常交易量與股價走勢

4.3.5 報酬率與股價之關係

將所收集到的資訊，依據前一天報酬率進行排序，從 2005 年 2 月 25 日至 2008 年 5 月 30 日期間，有效資訊天數為 807 天，共區分成 10 個等級，從 1(報酬率最低)到 10(報酬率最高)，並將第 10 個等級再一分為二，為 10a 與 10b (報酬率最高)；第 1 至 9 個等級，各有 80 筆交易資訊，而 10a 等級有 44 筆，10b 等級有 44 筆資訊，茲將前一天報酬率排序之後計算出的股價資訊整理如表 18。

表 18 前一天報酬率排序與股價資訊

等級	筆數	股價平均值(元)	股價標準誤
1(報酬率最低)	80	50.6275	0.78597
2	80	50.75688	0.671787
3	80	49.76875	0.580538
4	80	49.77438	0.593194
5	80	48.6775	0.586498
6	80	51.0475	0.698749
7	80	51.29813	0.757582
8	80	51.06688	0.618004
9	80	51.04438	0.620046
10a	43	52.61395	0.875556
10b (報酬率最高)	44	53.05455	1.130008

由圖 8 可以看出，當前一天報酬率偏低時，股價也處於相對低點的位置，而當前一天報酬率偏高時，股價也處於相對高點的位置，前一天報酬率大致與股價呈現正向趨勢。但當前一天報酬率由低漸高時，股價的走勢大體而言有緩步上漲的趨勢，不過並不如 Buy-Sell Imbalance(BSI)的走勢如此平穩。

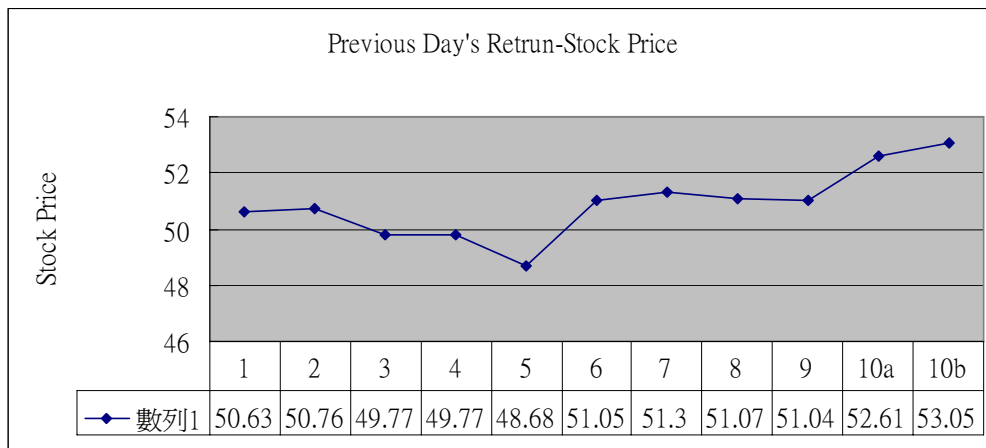


圖 8 前一天報酬率與股價走勢

依據 Barber and Odean(2007)研究結果，採用前一天報酬率或當天報酬率與與 Buy-Sell Imbalance(BSI)的研究結果是相似的，於此本研究也採用了當天的報酬率進行與股價之探討。從 2005 年 2 月 25 日至 2008 年 5 月 30 日期間，有效資訊天數為 808 天，共區分成 10 個等級，從 1(報酬率最低)到 10(報酬率最高)，並將第 10 個等級再一分為二，為 10a 與 10b (報酬率最高)；第 1 至 9 個等級，各有 80 筆交易資訊，而 10a 等級有 44 筆，10b 等級有 44 筆資訊，茲將當天報酬率排序之後計算出的股價資訊整理如表 19。

由圖 9 可以看出當天報酬率偏低時，股價也處於相對低點的位置，而當天報酬率偏高時，股價也處於相對高點的位置，當天報酬率大致與股價呈現正向趨勢。但當天報酬率由低漸高時，股價的走勢大體而言有緩步上漲的趨勢，不過並不如 Buy-Sell Imbalance (BSI)的走勢如此平穩。研究結果也顯示了不論是採用前一天的報酬率或當天的報酬率與股價之關係進行探討，結果是相似的，此點與 Buy-Sell Imbalance(BSI)的探討有異曲同工之處。

表 19 當天報酬率排序與股價資訊

等級	筆數	股價平均值(元)	股價標準誤
1(報酬率最低)	80	50.5375	0.775803
2	80	50.68	0.648857
3	80	49.72875	0.578658
4	80	49.85625	0.609264
5	80	48.625	0.562709
6	80	51.07	0.705965
7	80	51.38125	0.790517
8	80	51.0275	0.601866
9	80	50.94	0.619451
10a	43	52.78182	0.856924
10b (報酬率最高)	44	53.1875	1.134931

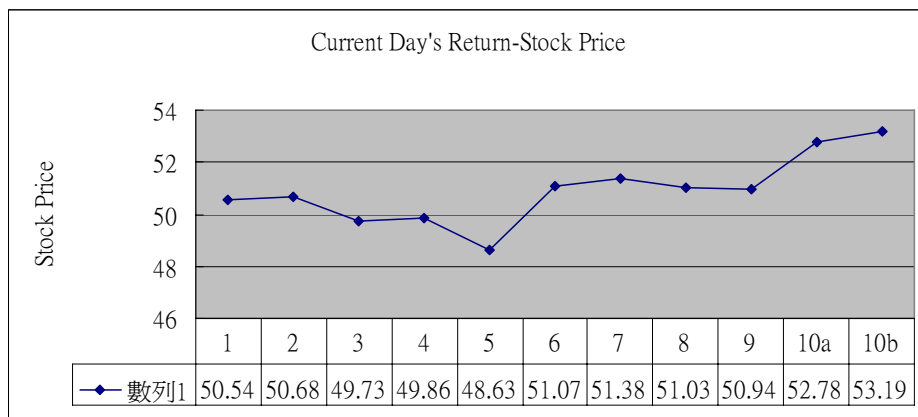


圖 9 當天報酬率與股價走勢

4.3.6 三大法人買賣超與股價之關係

本研究也採用了三大法人買賣超與股價趨勢進行探討。從 2005 年 2 月 25 日至 2008 年 5 月 30 日期間，有效資訊天數為 805 天，共區分成 10 個等級，從 1(三大法人賣超最多)到 10(三大法人買超最多)，並將第 10 個等級再一分為二，為 10a 與 10b (三大法人買超最多)；第 1 至 9 個等級，各有 80 筆交易資訊，而 10a 等級有 42 筆，10b 等級有 43 筆資訊，茲將三大法人買賣超排序之後計算出的股價資訊整理如表 20。

表 20 三大法人買賣超排序與股價資訊

等級	筆數	股價平均值(元)	股價標準誤
1(三大法人賣超最多)	80	51.54	0.744838
2	80	49.9475	0.680773
3	80	49.53563	0.691911
4	80	49.70063	0.703007
5	80	50.07	0.614134
6	80	50.87938	0.61147
7	80	50.43938	0.583074
8	80	51.3275	0.633835
9	80	50.78375	0.733417
10a	42	51.24432	0.798461
10b (三大法人買超最多)	43	54.03864	1.048882

由圖 10 可以看出三大法人買賣超大致與股價呈現近似 U 型趨勢，當三大法人賣超較多時，股價的值卻處於相對高點，顯示當法人傾向賣股票時，股價卻不一定會下跌，此點也顯示出除了法人足以撼動股價，一般投資人對於股價的維持不一定會劣於法人；而當法人漸漸由賣轉買時，股價是緩步下降又緩步上漲；當法人買超偏多時，股價也處於相對高點，且高過於法人賣超的平均值，此點與法人買賣超與 Buy-Sell Imbalance(BSI)

之關係一起進行討論，可以得出當法人大量買超時，一般投資人也多願意買進股票，造成股價的推昇，由此可以推測出法人買賣超對於股價的確會有一定程度的影響，特別是在法人大量買進時。

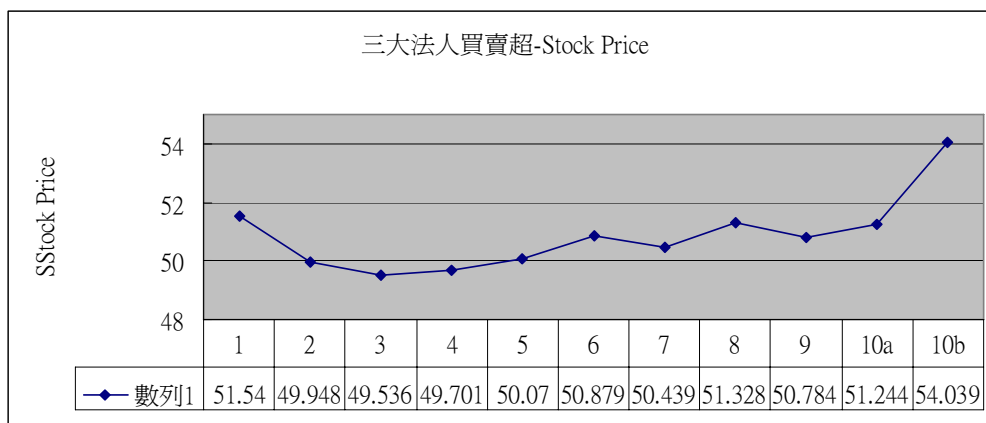


圖 10 三大法人買賣超與股價走勢

4.3.7 Buy-Sell Imbalance(BSI)與股價之關係

前面幾個小節探討了異常交易量、前一天報酬率、當天報酬率、三大法人買賣超與 Buy-Sell Imbalance(BSI)以及與股價之關係。直觀的聯想，BSI 值愈大時，買進股票的力道愈強，股價的波動可能也愈大。因此本節將 Buy-Sell Imbalance(BSI)與股價進行探討，討論是否兩者之間真的有一定的相關。

從 2005 年 2 月 25 日至 2008 年 5 月 30 日期間，有效資訊天數為 805 天，共區分成 10 個等級，從 1(BSI 最小)到 10(BSI 最大)，並將第 10 個等級再一分為二，為 10a 與 10b(BSI 最大)；第 1 至 9 個等級，各有 80 筆交易資訊，而 10a 等級有 42 筆，10b 等級有 43 筆資訊，茲將 BSI 排序之後計算出的股價資訊整理如表 21。

由圖 11 可以看出，當 BSI 較小時，股價的確是處於低點，而當 BSI 由小漸大時，股價的確是有緩步上漲的趨勢，BSI 大致與股價呈現正向趨勢，但在 BSI 最大值附近，股價出現了高點震盪的現象，由此可以推測即使買進股票的力道很強勁，但股價不一定會受到相對程度的推升。

表 21 BSI 排序與股價資訊

等級	筆數	股價平均值(元)	股價標準誤
1(BSI 最小)	80	49.7525	0.645725
2	80	49.43	0.719641
3	80	49.44	0.63558
4	80	49.75563	0.615424
5	80	51.05813	0.640793
6	80	51.04625	0.732491
7	80	50.40563	0.69329
8	80	50.85375	0.636116
9	80	52.92313	0.739278
10a	42	51.54643	0.789341
10b (BSI 最大)	43	53.1686	0.885407

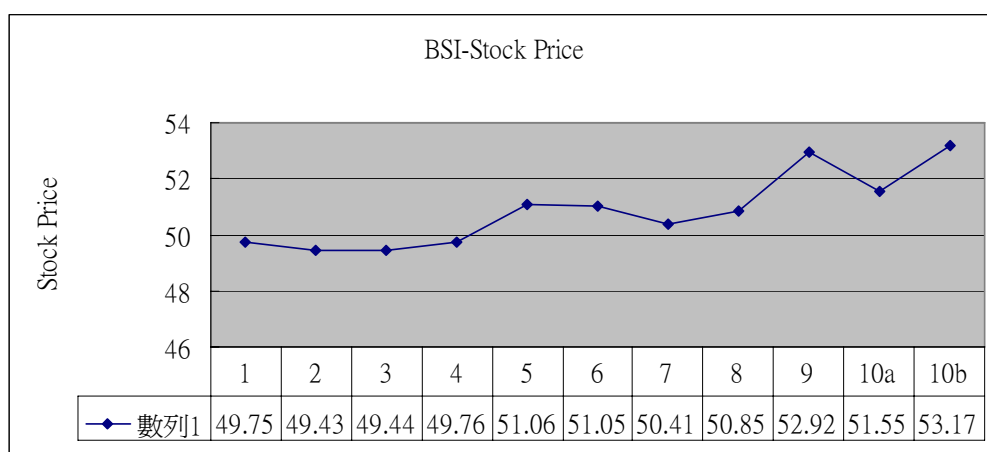


圖 11 BSI 與股價走勢

4.3.8 綜合討論

本節採用了 Barber and Odean(2007)的研究方法，針對異常交易量、報酬率、三大法人買賣超三個因素與 BSI 及股價進行探討。

異常交易量與 BSI 或股價的關係，其趨勢是一致的，當異常交易量漸增時，BSI 與股價也都是走上升的趨勢；以波動程度而言，BSI 的波動程度則較為劇烈，然當異常交易量位於極高點時，BSI 反而有下滑的趨勢，此點與 Barber and Odean(2007)有所不同；對於股價而言，其趨勢與異常交易量的走勢就顯得更為一致。

報酬率對於 BSI 或股價的關係，不論是採用前一天報酬率，或是當天報酬率，結果皆是相似的，此點與 Barber and Odean(2007)的研究相同，但在趨勢上就有所不同。本研究結果報酬率與 BSI 或股價大致呈現正向趨勢，當報酬率由低點往高點時，BSI 的趨勢與報酬率的趨勢一致，也是走緩步上升的趨勢，但 Barber and Odean(2007)的研究結果是呈現 U 型的線型；而股價的趨勢大致也是呈現正向趨勢，從細部去觀察，趨勢是先微幅下降再緩步上升，可以推得台灣的投資人較不傾向於低報酬率時進場投資，也由於投資人進場投資意願不高，所以股價的推升上較為不易，因此當報酬率偏低時，即時報酬率處於漸增的趨勢，股價也未必會與報酬率有同向的趨勢。

三大法人買賣超對於 BSI 與股價的影響，也有所差異，當法人由賣超漸漸轉為買超時，BSI 也是呈現緩步上升的趨勢，但對於股價而言，反而呈現 U 型的線型，當法人大量賣超或買超時，股價都處於相對高點的位置，可以推得法人賣超時，市場上所有投資人傾向賣出股票，但股價不一定會下跌；當法人大量買超時，市場上所有投資人也是傾向買進股票，此時推升股價的力道會更為強勁。

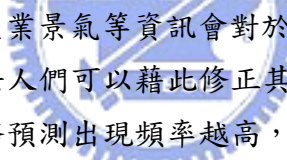
本研究採用了許多因素與 BSI 及股價進行探討，Barber and Odean(2007)也是採用許多因素與 BSI 進行探討，在前一小節裡，經由將 BSI 進行排序，並計算出相對應的股價趨勢，可以看出 BSI 與股價的確有著同向的變動關係，BSI 大致與股價呈現正向趨勢。Barber and Odean(2007)於其研究中，是探討不同的因素對於 BSI 之影響，而本研究中採用了 Barber and Odean(2007)的研究方法去探討 BSI 與股價之關係，發現 BSI 的變動又會影響股價的波動，且具有同向的趨勢，因此可以推得當相關因素足以影響 BSI 之變動，也可能足以影響股價的變動，因此投資人在投資股票時，對於那些相關因素的變動需要多加留意才是。

4.4 命題發展

本研究旨在釐清一般投資人所能獲取的市場資訊對於投資人的投資決策的影響，進而影響股價的表現。本節依據所蒐集的市場資訊，與股價異常波動情形，輔以 BSI 的探討，針對所提出的研究問題進行討論，以便能歸納出有意義的命題。

命題一：發佈與公司相關的財務資訊，尤其是月營收與財務預測資訊會對公司的股價產生大幅度的影響。

公司每年依據規定會發佈相關的財務資訊，包括月營收、季報、半年報、年報，以及市場各方對公司的財務預測。對投資人而言，實際的帳面數字資訊接觸最頻繁的是每個月都會公布的月營收資訊，相較於每季、每半年、每一年才公布一次的財務資訊而言，越常接觸的資訊對投資人的影響也越大，加上每三月的營收資訊等同一季的營收，每六個月的營收等同半年的營收，投資人可以經由簡單的加總算出今年公司可能的獲利，所以我們可以發展出「公司每個月公布的營收表現，對於股價表現會有所的影響」的命題。



法人、券商、市場根據產業景氣等資訊會對於公司的營運情形有所預測與評估，當公司發佈新的財務資訊時，法人們可以藉此修正其對公司的財務預測，因此每當越接近公布財報資訊時，法人的財務預測出現頻率越高，投資人參考法人的建議而進行投資的機率也越高，因此可以發展出「法人、券商、市場對於公司的財務預測會造成公司股價有所波動」的命題。

命題二：發佈與公司所屬產業相關的資訊，包括產業景氣、公司與上下游、競爭者的營運情形皆會對公司股價表現產生大幅度的影響。

全球經濟景氣有其循環，不同產業也有其景氣循環，而產業中上、下游，現有競爭者、潛在競爭者的營運情形亦會對公司營運有所影響，進而反映在股價上。本研究所挑選的公司隸屬於面板產業，目前面板產業正值競爭激烈之時，各家公司競相投入新廠的開發，除了預見未來的潛在需求，目的是想成為產業的龍頭，主導產業的發展，因此競爭者的一舉一動以及全球面板產業的景氣對於目前位居全球前三、台灣第一大的友達光電皆會造成影響，因此可以發展出「面板產業中競爭者的營運概況會對公司股價產生影響」與「全球面板景氣好壞對於公司股價的表現會有所影響」的命題。

產業要健全的發展，需要有健全的上、下游廠商的配合，完整的供應鏈方可撐起產業的成長，因此產業中上、下游廠商的發展對於公司發展而言亦是非常重要的因素；上至原料供應商，下至產品通路商，如果可以成功地進行垂直整合，除了可以節省成本、時間，亦可培養良好的伙伴關係，幫助整個產業供應鏈的發展，因此可以發展出「公司本身的營運概況，與其上、下游廠商的營運概況，會對公司股價有所影響」的命題。

命題三：整體市場趨勢包括大盤走勢、類股走勢、資金動能皆會對公司的股價產生大幅度的影響。

股價是由市場上所有投資人所決定，多數人抱持看多的心態時股價就會上揚，反之則相反，推升股價的力道是否足夠則與資金動能相關，唯有價量齊揚才算是健康的漲勢。投資人每天所接觸到資訊不會只關乎個股，勢必會接收到大盤走勢相關資訊，而大盤走勢代表了目前市場投資人對於未來大環境景氣的看法，此點有助於投資人判斷是否該進場投資，因此可以發展出「集中市場的走勢會對公司股價有所影響」的命題。除了集中市場的走勢，類股的走勢亦是一個重要的參考指標，市場上有著類股輪動、落後補漲等說法，導因於個股難以完全獨立於類股之外，試想同產業中不論是上、下游廠商或是競爭者的營運，或是相關產業中的公司營運情形，必定有所牽連，勢必會影響個股的走勢，所以可以發展「面版業所屬類股的走勢以及上、下游產業類股走勢會對公司股價有所影響」的命題。

獲利是投資人的目的，而想要穩健的獲利，就需避免價量背離的情形發生，投資人想要的是價量齊揚的情形。為了穩健的推升股價，資金動能是一項很重要的因素，因此可以發展出「資金動能對於公司股價會產生影響」命題，畢竟當股價上漲了，成交量卻沒有同步的走揚，價量背離一旦發生就是投資人最不樂見的情形了。

命題四：公司管理的相關資訊發佈包括公司未來的營運方向、海外發行的存託憑證，與可轉債的發行，都會對公司股價表現產生大幅度的影響。

股價是投資人對於公司表現所給予的評價，包含了對於公司未來的期許，因此公司的營運方向一直是被投資人所關注的，每當公司有新的營運方向時，包括新的政策發佈，或是異業整合等，除了必需先經過董事會的同意，消息發佈之後，就換成投資人給

予其看法，並反映在股價上，因此可以發展出「公司的政策方向、技術開發、跨業合作等相關資訊會對公司股價產生影響」的命題。

公司營運需要現金，而除了在國內增資，亦可選擇在海外發行存託憑證。在海外發行的存託憑證，不論是 ADR 或 GDR，其價格均會影響國內股價的表現，因為一旦出現價差難免會有人趁此進行套利，因此海外的存託憑證與國內股票的價格連動性很高；而 ADR 是在美國發行的存託憑證，相對地亦會受到美國股市大盤或類股的影響，因此亦會有美股與台股連動的說法出現，雖然其連動性並不一定存在。綜合以上所述可以發展出「於海外發行的 ADR、GDR，其價格會受到海外市場的影響而波動，進而會影響到公司國內的股價」的命題。

公司想要增資或募資除了可以採行國內增資、海外增資，亦可選擇發行債券的方式，可以發行一般債券或是可轉換公司債券，選擇發行債券的好處是不會輕易的膨脹股本、稀釋股本。當市場呈現一片樂觀，股市呈現多頭行情時，可轉換公司債的交易情形會顯的比較熱絡，流動性也較高，轉換率也比較高，因此可以發展出「多頭行情時，公司發行的可轉換公司債交易行情熱絡，會影響公司的股價表現」的命題。

命題五：法人對於公司表現的看法與調節，會對公司股價表現產生大幅度的影響。

一般投資人進行投資決策時，常會參考專家的意見，因此法人對於公司的看法就顯的更為重要，投資人相信法人可以獲取比一般投資人更多的資訊，加上其內部的專業團隊，根據公司的營運情形、產業景氣循環等，可以對公司進行較客觀的評價，並給予市場一般投資人投資建議，因此可以發展出「法人對於公司營運情形、未來景氣預估的看法，與個股資訊的分析，會對公司股價表現產生影響」的命題。

法人評價公司除了會在市場上發佈看法，亦會對於投資該公司股票進行調節，而法人買進或賣出公司股票的資訊亦會公布於市場上，投資人除了可以接收法人對於公司的看法，亦可以檢視法人對於公司股票的操作是否符合所發佈的看法，避免說一套、做一套的情形出現。投資人參考法人對於股票的調節，進而調整自己的投資決策，畢竟當大多數法人皆不看好某一家公司，亦大量賣出該公司股票時，投資人的確是該多留意，所以可以發展出「法人發佈對於公司表現、財務資訊的預期與評論，進而調整對於公司的評等與投資建議，會對公司股價產生影響」的命題。

命題六：公司個股的相關資訊發佈，會對股價表現產生大幅度的影響。

投資人選擇股票進行投資，除了參考市場上各界對於該公司的看法，依然可以回歸到基本的數字上，當公司出現異常大的交易量時，常會造成股價的大幅波動，畢竟投資人頻繁買進、賣出該股票，表示投資人對於該公司的表現有一定的評價，當有投資人想賣出時，同時也有其他投資人想買進，才能締造出大量的成交情形，市場對公司的看法呈現積極的態度，因此可以發展出「當公司股票出現異常大的交易量，會對公司股價表現產生影響」的命題。

投資人投資股票，除了使用現金交易，亦可選擇信用交易，繳交一定比例的保證金即可以進行股票投資的操作，使用融資表示樂觀看待該股票，預期股價會上漲；使用融券表示悲觀看待該股票，預期股價會下跌。而融資與融券的比例，代表了市場上對於公司的看多與看空的力道，券資比高表示看空的人多，券資比低表示看空的人少，一般投資人在投資股票前，可以先參考目前市場上對於該公司的看法，所以可以發展出「當公司的融資融券比例偏高或異動時，會對公司股價產生影響」的命題。

投資人投資股票，常會參考公司的基本面、產業景氣循環、法人看法等，想要長期持有，賺取資本利得與股息股利的投資人，較會參考公司的基本面、未來的發展性等長遠的趨勢考量；想要賺取短期價差的投資人，其重要的參考指標就是短期的股價趨勢，利用技術指標的分析，計算出股票本益比，判斷是否該進場投資，可發展出「短期內的股價趨勢、本益比會對公司股價產生影響」的命題，相當於是回歸到最真實、最基本、最即時的資訊，畢竟長期股價趨勢亦是由短期股價趨勢所累積。

命題七：發生不可預期的特殊事件，或非短期經常性出現的事件，會對公司股價表現產生大幅度的影響。

發生了不可預期的事件，如果是可以刺激需求、增進公司營收的事件，就可能激勵公司股價；如果是發生會影響到公司營運的事件，造成公司虧損，就可能促使公司股價下跌。舉辦全球的盛事，包括世運、亞運、奧運等運動賽事，考量到世人想要有更大、解析度更高的顯示器去觀賽，當進行賽事的推廣時，就可以連帶的刺激對於面版的需求，可以發展出「舉辦相關運動賽事，預期會提升面版需求，因此對公司股價表現會有所影響」的命題，畢竟觀賽只是一個起點，將每個人家中的電視、電腦螢幕都換成高規

格、高尺寸的面版才是更關切的目標。

當發生了不可預期的事件，足以影響到公司的營運狀況時，此時對於公司股價的影響就很劇烈，像是發生停水時，對於用水需求量很大的面版廠就是一項利空，會造成股價的下跌；當發生颱風侵襲，需要停止上班時，對於公司損失也很重大；無預警的停電發生時，正在生產中的產品皆要報廢，對於公司而言亦是一項重大損失，所以可以發展出「發生不可預期的天災或不可抗拒的事件時會對股價表現有所影響」的命題，畢竟公司損失會反映在財報數字上，凡不利於公司營運狀況的事件皆會影響公司的股價表現，而股價想要回穩，端看管理者的應變能力，與市場的反應態度。

命題八：影響 BSI 之因素，即有可能造成股價的大幅波動。

本研究採取 Barber and Odean(2007)的研究方法，針對異常交易量與報酬率，加上三大法人買賣超因素，進行與 BSI 關係的探討。BSI 是投資人買進股票的數量扣除賣出股票的數量，再將扣除之後的數量除以當天的總成交量(買進與賣出股票數量的總和)，由 BSI 值的變動，可以看出目前市場上所有投資人對於該股票的看法與評價，當 BSI 值較大時，顯示投資人傾向買進股票；當 BSI 值較小時，顯示投資人傾向賣出股票。

根據 4.3.7 節的探討結果，BSI 值的變動，會連帶的影響股價的變動，且呈現同向的趨勢，見圖 11。雖然在 BSI 值由低漸高時，股價的趨勢並非平穩的上升，而是略有起伏，但是依舊可以看出大致上呈現了正向的趨勢；而且當 BSI 值的在較高與較低區間時，股價也同樣處於較高與較低的區間，因此可以推得 BSI 的確會對股價造成影響。

所以可以發展出「足以造成 BSI 大幅波動之因素，即有可能造成股價的大幅波動」之命題。投資人於決定投資行為時，應該多加留意以上這幾個因素，再輔以其他因素的考量，才可能有較好的投資獲利。

而在市場傳言與政府相關政策制訂方面，由於出現次數不多，加上其對股價造成的影響也都是極短期之內，因此不考慮發展合適的相關命題。

4.5 比較與討論

本節旨在將上一節所發展的命題，與現有的文獻基礎做一比較與討論。其中部分命題驗證了目前文獻中所提及的因素，而部分命題則是基於目前尚未有相關研究部分進行探索。以下則為本研究與相關文獻的驗證、比對。

本研究中所提出的命題 1 與命題 2 系列裡，公司的財務資訊與產業景氣會對股價波動產生影響，此點與既有的文獻結論相同，Lee(1992)指出在盈餘發佈日之後個體投資人扮演買進股票的角色，Hirshleifer(2003)也提出個體投資人當接收到正面或是負面的盈餘發佈時，都會扮演買進股票的角色；Cutler, Poterba, Summers(1988)研究結果指出總體經濟資訊的發佈會對股價產生影響。

在命題 3 系列裡，資金動能會對股價產生影響，此點與劉上旗(2005)的研究結果相符，他指出本益比雖然是判斷股價是否合理的指標之一，但股價的高低仍與股市市場的資金供需的強弱有密切相關。

命題 4 系列裡，公司的相關政策裡，營運方向、營運概況、甚至跨業合作，或是進行海外的增資、募資，皆會對股價產生相當程度的影響，Brennan and Hughes(1991)研究指出公司經理為了吸引分析師注意力，會採用股票分割的方式，於是股價會下跌；Marilyn, Geoffrey and Soutar(2004)研究指出影響個體投資者做決定的因素中最重要的前三者分別是公司管理、市場狀態，與近期股價趨勢，此點也與本研究結果相符。但是與其他因素相比，目前對於此方向的文獻仍顯得較為少數

命題 5 系列裡，法人對於公司股票的看法、評等的調整、投資建議的給予，都會影響股價的表現，除了法人資金龐大能彈性運用之外，友達光電的股票籌碼分佈絕大多數(大約五成)握在法人與大戶手裡，因此法人對於股票的看法足以影響股價的表現，與 Dhar and Kumar(2001)研究相符，Brennan, Jegadeesh and Swaminathan(1993)分析指出關心公司的分析師數目越多，股價對於資訊的調整速度會越迅速；Brennan and Hughes(1991)指出經理採用股票分割的方式足以吸引分析師的注意。Holden and Subrahmanyam(1992)，Foster and Viswanathan(1993)，Kyle(1985)研究結果都顯示根據情報的投資人數目一旦增加，股價對於新資訊的反應速度也會增加。

命題6系列裡，說明公司個股的相關資訊發佈，會對股價表現產生大幅度的影響，John, Jennifer and Uri (2006)說明了股利訊息發佈會影響股價的波動，Gallant, Rossi, and Tauchen(1992)研究結果顯示出每天的交易量與每天股價呈現正向、非線性的關係，股價變動會導致交易量的變動，此影響是對稱的，無論是上漲或下跌。Gervais, Kaniel, and Mingelgrin(2001)發現歷時一天或是一週異常大的交易量的股票，在未來的一個月裡可能會增值。

命題7系列裡，不可預期的天災或是非短期經常性的重大盛事舉行，會對股價產生影響，Barber and Odean(2007)認為不尋常的事件發生或是廣告都可能吸引投資人的注意，目前關於此方向的文獻仍為少數。

命題8系列裡，影響BSI之因素，即有可能造成股價的大幅波動，Barber and Odean(2007)認為該公司股票出現異常大的交易量、該公司股票報酬率異常波動、或是當天有關於該公司的新聞報導此三種情形出現時，個體投資人扮演買進股票的人；Citing Miller(1977) and Mayshar(1983)也認為股票出現異常大的交易量時時，會增加股票的能見度，也會增加潛在股票擁有者(潛在股票購買者)，因此也會造成股價的上升；Grullon, Kanatas, and Weston(2004)說明了公司花越多錢在廣告行銷上，可以增加投資人對於公司的熟悉感，因此會想要擁有該公司的股票；加上本研究對於BSI與股價關係之探討，見圖11。

關於政府政策方面，雖然本研究沒有發展相關命題，不過Pearce and Roley(1985)研究結果支持效率市場假說，認為與貨幣政策相關的重大資訊發佈會影響股價的變動，而重貼現率的改變也會影響股價；Jain(1988)研究結果指出關於貨幣供給與消費者物價指數的相關資訊發佈對於股價的影響程度很大，因此可以推得政府政策對於股價仍是具有影響力的。

第五章 結論與建議

本章旨在將本研究發現總整與摘要，並提出管理上的意涵，以及對於未來研究方向提出一些建議。

5.1 結論

本研究是針對市場資訊對於個股股價表現的影響，目前的研究文獻多以選定的指標與股價表現或是報酬率，做相關性的檢定，因此本研究亦算是提出了一種新的方法去探索，以下為本研究的結論：

1. 公司發佈的財務資訊中，最常出現在資訊報導裡的即為月營收資訊與財務預測，在沒有額外認列虧損、處分投資收益、特殊事件影響的情形下，投資人可以藉由每月公布的營收資訊對公司整年的營運情形做簡單的評估與預測，加上法人對公司的財務預測，投資人對於公司今年的獲利情形可以獲得大概的瞭解，因此季報、半年報、年報發佈時反而不會對股價有強烈的影響，因為投資人的預期心理已經提前反應在股價上了。
2. 公司營運情形常仰賴於全球景氣的復甦、需求的增加，因此景氣循環對於股價的影響不容小覷；再者與公司合作的上、下游廠商的營運情形，亦牽動著公司的營運概況，競爭者的營運情形亦是。因此在決定投資決策時，儘可能不要單看一家公司的資訊，應該連同其上、下游廠商與競爭對手的資訊一起比較，方可對於此產業的景氣有一更正確的認知。
3. 集中市場的股價趨勢、類股的股價趨勢常會驅使投資人產生預期的心理，預期將來股價趨勢的變動方向，連帶著影響投資人的決策，而股價想要呈現健康的上漲狀態，更需要有資金動能的支持，以避免價量背離的情形產生。而匯率的波動導因於市場對於貨幣需求的程度，需求量大的貨幣其匯率必定會上升而成為強勢貨幣，對於弱勢貨幣的股價會造成不小的影響。
4. 公司管理層面的決策左右著公司的營運方向，正確的決策可以為公司帶進高額的利潤，亦可將公司帶往具有未來、願景的方向，而投資人則時時刻刻在檢視著公司所做的各項決策，如果是正確的決策，投資人會給予正面的評價，評價亦會反應在股價表現上，反之錯誤或不佳的決策，投資人亦會以不佳的股價表現予以回應。

5. 法人對於公司的營運表現給予評論與預期，券商或投資顧問亦會時常給予投資建議，這些資訊都可能影響投資人的決策，畢竟大部分的籌碼都被掌握在法人與大戶手中，法人一旦調節對公司的評等，往往造成公司股價的大幅波動，因此投資人對於此項資訊必不可忽略。

6. 關於市場上的相關傳言，由於台灣對於資本利得沒有課稅的規定，因此元月效應在本次研究中極少被提及；關於選舉行情一說，亦沒有絕對的關係；中秋節變盤之言，導因於政府政策的宣布，而當政策被取消之後，此情形就沒有再常規性地出現；週末效應一說，在本次蒐集的市場資訊當中亦不常被提及，而關於紅包行情一言，由於時至中國農曆新年，於過年之前的封關前幾天，常會有大漲的行情噴出，但最基本的還是要有良好的獲利能力支撐，否則股價的上漲也只是曇花一現。

7. 個股資訊代表著當前的投資人對於該公司的評價，並反映在股價表現上，當股票資訊出現異常的情形時，常會吸引尚未投資的投資人目光，根據 Barber and Odean(2007)研究指出，不管是出現好消息還是壞消息，投資人常會因為有公司的相關消息出現而決定投資，但在本研究中則出現不一樣的結果，當不佳的公司消息被報導出現時，例如報酬率為負，投資人傾向於賣出股票而非買進股票。如果投資人因為看到資訊就貿然進場或出場常無法獲得高於市場的報酬，因此投資人在看到個股的相關資訊時需要小心以對。

8. 政府通常會設立一些獎勵政策以激勵產業的景氣與公司的投入，如果是正確且可以實質幫助公司發展的政策，股價會給予相同的回報；而特殊事件的發生往往是在意料之外，如果可以短期內解決的對於股價的影響就會比較不明顯。

以上相關因素，一旦足以影響 BSI 值的變化，即有可能影響股價的波動，本研究僅採用了異常交易量、報酬率、三大法人買賣超三項因素進行與 BSI 及股價關係之探討，此外也針對了 BSI 與股價的關係進行探討，結果顯示出 BSI 與股價呈現同向的波動。當然除了本研究採用的三項因素，必定還有其他因素足以影響 BSI 值的波動，投資人在進行投資行為前，應該多做審慎的評估，才能確保穩定的獲利，Barber and Odean(2007)認為不論是買進或買出股票，常依據消息而進行股票交易的投資人並未因此而獲利，其獲利表現常不如市場表現，因此投資人在進行投資行為時，除了要審慎評估進場與出場時機，也要避免太過頻繁地進、出場。

5.2 管理意涵

經由個案的市場資訊整理，本研究對於管理理論與實務上有兩點意涵：

5.2.1 管理理論的意涵

本研究的發現與現有的文獻相比較，有符合文獻所述之處，亦額外提出了文獻尚未探討之處。社會科學研究的特點之一就是要經得起驗證，由於本研究是採取個案研究方式，研究範圍恐有不及之處，因此於理論發展上提供了一個可供參考的方向。對於現有的文獻所提出的結論，於本研究中亦證實了部分，而其他未證實的部分與本研究新提出的命題，也可供往後的研究者進行驗證，以期能發展出適合當代的理論基礎。

5.2.2 實務上的意涵

在台灣股票市場上，往往股市的大漲只讓法人與大戶們的荷包賺滿，而一般投資人卻常常是被坑殺的一群，因此本研究所提出的命題發現，可供一般投資人多一個參考方向，在眾多的市場資訊裡可以正確的尋找出真正對股價有影響的資訊，而進行投資決策。

市場資訊的散佈有時亦是有心人士的操弄，因此投資人在進行投資決策時，對於市場資訊的評估可以先行分類，確認該資訊對於股價的影響程度，避免淪為有心人士操弄之下的犧牲品。資訊的發佈即使真的對股價產生了影響，文獻中也指出這也可能只是短期的過度反應，股價會在未來短期內回復到原有的水準，因此投資人應該避免發生追高的現象，於進場投資前應該審視評估；一項新資訊的發佈，可能吸引了投資人的注意想要進場投資，相對地可能也讓已經持有該股票的投資人想要獲利了結出場，因此投資人在股票流動性上應該多加著墨。

不同的投資者對於相同的資訊會有不同的解釋，為了避免發生追高而被套牢現象或是殺低而被洗出場的情形，投資人應該多方考量，或許可以聽聽專家的意見，或是審視過去同樣的歷史事件發生時當時的經濟狀況與股價表現。每個人對於股價都是抱持著某種程度的預期心理，但是當實際情形與預期不符時，投資人應該重新審視自己的投資決策是否恰當。

5.3 未來研究的建議

市場上的投資人，總是會有法人、大戶、一般投資人之分，而市場環境變異通常不會太大，為了確保一般投資人可以賺取合適的利潤，茲將對於研究範圍與研究方法上給予建議。

5.3.1 研究範圍

由於本研究是採取單一個案研究，於研究範圍上總有普及性的限制，建議未來的研究可以納入多個個案，甚至是以類股方式去進行分析，擴大的研究範圍所需蒐集的資訊亦會更多，未來研究者的工作勢必會更重，期許未來研究者能將此文作為一參考的方向，並做出範圍更廣、普及性更高的研究。

5.3.2 研究方法

本研究是採取個案研究的方式，而且是對於次級資料的蒐集、整理、分析而得，建議未來研究者可以設計問卷，或是進行深入訪談，以便能獲得更充足的資料，另一方面，由於本研究採用了 Barber and Odean(2007)的研究方法，將欲探討的因素進行排序，研究期間只有 3 年的時間，還是缺乏大量量化資料的支持，因此除了問卷之外，或許可以採用與本研究相反的方向，將更多市場資訊進行排序或量化，研究股價的波動，以期能獲得更有力的證據去支持未來的研究。

參考文獻

中文文獻

1. 陳尚群，「從股票本益比檢定半強式效率資本市場-以台灣股票市場為例」(上)(下)，證券管理第七卷第十二期、第八卷第一期，七十八年十二月、七十九年一月。
2. 劉玉珍、劉維琪與謝政能，1993「台灣股市過度反應之研究」，台大管理論叢。
3. 劉美蘭，1991。「台灣股票本益比與報酬率之關係」，中興大學企業管理研究所碩士論文。
4. 劉維琪、李佳玲，1993，「運用隨機優勢模式再探討台灣股市本益比效應」，會計評論。第 27 期，第 1-24 頁。
5. 韓孝君。「本益比：會計盈餘及現金流量」，國立中正大學會計研究所碩士論文，民國 84 年 6 月。

英文文獻

1. Abraham, A. and Ikenberry, D. L.. “The Individual Investor and the Weekend Effect”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29, No. 2. (June), 263-277, 1994.
- 2., Bamber, L. S., Barron, O. E., and Stober, T. L. “Trading volume and different aspects of disagreement coincident with earnings announcements.”, *Accounting Review*, 72:575-97, 1997.
3. Barber, B. M. and Odean, T. “All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors”, *The Review of Financial Studies*, v 21, n 2, 785-818, 2008.
4. Basu, S. ” Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis “, *The Journal of Finance*, Vol. 32, No 3, 663-682, June, 1977
5. Beaver, W. H. and Morse, D. ” What determines price-earnings ratios?” , *Financial Analysts Journal*, Vol. 34(July-August), 65-76, 1978
6. Chen, N. F. and Zhang, F. ”Risk and Return Value Stocks”, *Journal of Business*, 71, 501-535, 1998.
7. Cutler, D.M., Poterba, J.M., and Summers, L. H. “What Moves Stock Prices?” , *Journal of Portfolio Management*, 4-12, 1989.

8. Hirshleifer, D., Myers, J. N., Myers, L. A. and Teoh, S. H. "Do individual investors drive post-earnings announcement drift?", Fisher College of Business, Ohio State University, 2002.
9. Dhar, R. and Kumar, A. "A Non-Random Walk Down the Main Street: Impact of Price Trends on Trading Decisions of Individual Investors", International Center for Finance. Yale University.(June), 2001.
10. Pearce, D. K. and Roley, V. V. "Stock Prices and Economic News", *The Journal of Business*, Vol. 58, No. 1, (Jan.), 49-67, 1985.
11. Dym. S." Started VS Equilibrium Price-Earning Ratios: Note", *Working Paper Series: #464*, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institution. New York University, 1988.(May).
12. Fama, E. F. "The Behavior of Stock-Market Prices", *The Journal of Business*, Vol. 38, No. 1, (Jan.), 34-105, 1965.
13. Gallant, A. R., Rossi, P. E., and Tauchen, G. "Stock Prices and Volume", *The Review of Financial Studies*, Vol. 5, No. 2, 199-242, 1992.
14. Genesove, D., and Mayer, C. "Nominal loss aversion and seller behavior: Evidence from the housing market", *Quarterly Journal of Economics*, 116:1233–60, 2001.
15. Jahnke, G., Klaffke, S. J., and Oppenheimer, H. R. "Price- Earnings Ratios and Scurity Performance", *The Journal of Portfolio Management*, (Fall), 1987.
16. Gustavo, G., Kanatas, G., and Weston, J. P. "Advertising, breadth of ownership, and liquidity", *Review of Financial Studies* ,17:439–61, 2004.
17. Chip, H., Huddart, S., and Lang, M. "Psychological factors and stock option exercise", *Quarterly Journal of Economics*, 114:601–27, 1999.
18. Heisler, J. "Loss aversion in a futures market: An empirical test". *Review of Futures Markets*, 13:793–822, 1994.
19. Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A., and Titman S. "Security analysis and trading patterns when some investors receive information before others", *Journal of Finance*, Vol. 49, No. 5 (Dec.), 1665-1698 1994.
20. Ritter J. R., "The Buying and Selling Behavior of Individual Investors at the Turn of the Year", *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 3, 701-717, 1988.
21. Graham, J. R., Koski, J. L., and Loewenstein, U. "Information Flow and Liquidity around

- Anticipated and Unanticipated Dividend Announcements”, *The Journal of Business*, vol. 79, no. 5, 2301-2336, 2006.
22. Murphy, J. E. and Stevenson, H. W. ”Price-Earnings Ratio and Future Growth of Earnings and Dividends”, *Financial Analysts Journal*, November-December, 117-123, 1967.
 23. Alex, K., Marcus, A., and Jaesun, Noh. “The P/E Multiple and Market Volatility”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 52, No. 4, 16-24, 1996.
 24. Kandel, E. and Pearson, N. D. “Differential Interpretation of Public Signals and Trade in Speculative Markets”, *Journal of Political Economy*, 103(4), 831-872, 1995.
 25. Klaffke, Jahnke. G. S. J., and Oppenheimer, H. R. ” Price Earning Ratios and Security Performance”, *The Journal of Portfolio Management* (Fall), 26-37, 1987.
 26. Harris, L., and Gurel, E. “Price and Volume Effects Associated with Changes in the S&P 500 List: New Evidence for the Existence of Price Pressures”, *The Journal of Finance*, Vol. 41, No. 4, (Sep.), 815-829, 1986.
 27. Lee, Charles M. C. “Earnings news and small traders”, *Journal of Accounting and Economics*, 15, 265-302, 1992.
 28. Peter, L., and Mann. S. “Do professional traders exhibit loss realization aversion?”, *SSRN working paper*, 2000..
 29. Brennan, M. J., and Hughes, P. J. “Stock Prices and the Supply of Information”, *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 5, (Dec.), 1665-1691, 1991.
 30. Brennan, M. J., Jegadeesh N., and Swaminathan, B. “Investment Analysis and the Adjustment of Stock Prices to Common Information”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 6, No. 4, (Winter), 799-824, 1993.
 31. Odean, T. “Are investors reluctant to realize their losses?”, *Journal of Finance*, 53:1775–79, 1998a.
 32. Odean T. “Volume, volatility, price, and profit when all trades are above average”, *Journal of Finance*, 53:1887–934, 1998b.
 33. Odean T. “Do investors trade too much?”, *American Economic Review*, 1279–98, 1999.
 34. Kim, O., and Verrecchia, R. E. “Trading Volume and Price Reactions to Public Announcements”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 2 (Autumn), 302-321, 1991.
 35. Peter., D. J. ”Valuing a Growth Stock”. *The Journal of Portfolio Management*(Spring), 49-51, 1991.

36. Jain, P. C. "Response of Hourly Stock Prices and Trading Volume to Economic News", *The Journal of Business*, Vol. 61, No. 2, (Apr.), 219-231, 1988.
37. Reinganum, M. R. "Abnormal Returns in Firm Size Portfolio", *Financial Analyst Journal*(March-April), 52-56, 1981.
38. Nag, R. A. and Obenberger, R. W. "Factors Influencing Individual Investor Behavior", *Financial Analyst Journal*, 50, (July-August), 63, 1994.
39. Mark, S., and Wu, G. "Profiting from predictability: Smart traders, daily price limits, and investor attention", *SSRN working paper*, 2004.
40. Zur, S., and Venezia, I. "Patterns of behavior of professionally managed and independent investors", *Journal of Banking and Finance*, 25:1573-87, 2001.
41. Shefrin H., and Statman M. "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence", *Journal of Finance*, Vol 40, 3, (July), 1985.
42. Werner F. M. De Bondt. "A Portrait of the Individual Investor", *European Economic Review*, 42, 831-844, 1998.
43. Yin, R. K. "Case Study Research : Design and Method, Applied Social Research Methods Series", Vol. 5, Second Edition, Newbury Park, CA : Sage, 1994.

