

股價報酬率與營收成長率之資訊內涵研究

The Information Connotation between Stock Returns and Revenue Growth Rate

劉文祺 (Wen-Chi Liu)
大葉大學財務金融學系 副教授

張嫻蕙(Kuo-Hui Chang)
大葉大學管理學院碩士班財務金融組 研究生

摘要

本研究預計選取公司治理評鑑系統 2014 年第一屆至 2024 年第十一屆，名列上市櫃前 20%之公司治理優良公司作為研究對象。股價報酬率與月營收成長率之資料期間為 2014 年 1 月至 2024 年 12 月。希望透過月股價報酬率與月營收成長率領先性模型，加以探討股價報酬率對營收成長率，是否具有資訊內涵。經過嚴謹的實證過程，獲得以下的結論：

穩懋及中光電兩公司股價報酬率係數皆為顯著的正數，亦即投資人可根據月股價報酬率為正數或負數，加以預期月營收年增率將呈同向變動，但元大期貨股價報酬率係數為顯著的負數，亦即投資人可根據月股價報酬率為正數或負數，加以預期月營收年增率公告時將呈現反向變動。另外，中華汽車、信義房屋、中美晶及崑鼎投控營收成長率係數皆為顯著的正數，此表示營收成長率對股價報酬率具領先性，也就是投資人可根據營收的增長或衰退，進行同向的投資策略，但世界先進積體電路公司之營收成長率係數為顯著的負數，此同樣表示營收成長率對股價報酬率具領先性，投資人可根據營收的增長（利多出盡）或衰退（利空出盡），進行逆向的投資策略。最後，本研究亦發現越多投信基金持有的個股，可能因操作方向紛歧，導致股價報酬率與營收成長率未具有顯著的關係。

關鍵字：公司治理評鑑系統; 股價報酬率; 營收成長率; 資訊內涵

Abstract

This study will select companies with excellent corporate governance among the top 20% listed in the corporate governance evaluation system from 2014 (1st session) to 2024 (11th session) as the research objects. The data period for the monthly stock return and the monthly revenue growth rate is from January 2014 to December 2024. We hope to use the monthly stock return and the monthly revenue growth rate leadership model to examine whether the stock return contains information about the revenue growth rate. After studying the relationship between stock returns and revenue growth through a rigorous empirical process, I obtained the

following conclusions:

Win Semiconductors and Coretronic both show significantly positive stock return coefficients, suggesting that monthly revenue growth rates move in the same direction as monthly stock returns. However, Yuanta Futures' stock return coefficient is significantly negative, indicating that investors can predict that the monthly revenue growth rate will move in the opposite direction depending on whether the monthly stock return is positive or negative. Furthermore, China Motor, Sinyi Realty, Sino-American Silicon, and ECOVE Environment all have significantly positive coefficients for the monthly revenue growth rate, indicating that monthly revenue growth is a leading indicator of stock returns. It means investors can make trend following strategy, based on monthly revenue growth or a recession. However, Vanguard International Semiconductor's revenue growth coefficient was significantly negative, suggesting that investors could make contrarian investment strategy based on the revenue growth (good news priced in) or a recession (bad news priced in). Finally, this study also found that the more individual stocks held by investment trust funds, the more varied their operating directions, resulting in no significant relationship between stock returns and revenue growth.

Key Words: Corporate Governance Evaluation System; Stock Return; Revenue Growth Rate; Information Connotation

壹、緒論

國際組織如世界銀行、國際貨幣基金（IMF）、世界貿易組織（WTO）等，將良好的公司治理作為經濟發展和金融穩定的重要條件。為與國際接軌，金管會於2013年公布五年期的「2013強化臺灣公司治理藍圖」，包括對所有上市櫃公司進行「公司治理評鑑」，期望透過評鑑機制，深化公司治理理念，並倡導企業社會責任，以維護投資大眾的權益。為持續強化公司治理，提升企業永續發展，金管會先後於2020年8月推動「公司治理3.0-永續發展藍圖」及2023年3月發布「上市櫃公司永續發展行動方案」，將公司治理評鑑指標納入企業永續治理議題。

為提升整體評鑑作業之效能與可信度，相關的公司治理評鑑工作係由證交所、櫃買中心委由證基會執行，並推出自評作業機制，鼓勵企業進行自評。評鑑小組負責將評核結果與公司自評內容彙整成考評報告，提交「公司治理評鑑委員會」、「公司治理中心諮詢委員會」等兩會，再綜合考量其他可能影響評分因素，最終將評鑑結果向外公布。

證交所與櫃買中心之「臺灣公司治理100指數」及「櫃買公司治理指數」均以該考評結果作為精選成分股的參考，同時，評鑑結果也引發投資人的關注程度日益提升。因此，公司希望透過積極參與自評作業，提升企業形象與聲譽，以增加投資者的信心。這種趨勢反映了市場對公司治理透明度和質量的要求，並鼓勵企業建立更有效的治理架構。上市櫃公司越來越重視此項評鑑，這一點可以由第九屆自評企業較整體受評企業達99%之高占比獲得印證。

另月營收資訊相對於季度盈餘資訊具有更即時性，可以提供有關公司最近期營運狀況的最新資訊。在企業公佈月營收後，對公司的股價和交易量都會產生影響。一般而言，當公司的月營收增長時，投資者通常會傾向於購買股票，這導致股價表現良好。因此，股價的漲跌與月營收表現密切相關。而李顯儀等人（2014）亦指出公司營收成長率的增

長或衰退與股價報酬的變動息息相關，以及何秀芳(2000)也指出單月營收有資訊意涵，即單月營業收入和股票價格間有關聯。

當然公司治理越優良的公司，越會是公司治理ETF基金持有的公司，股價報酬率與營收成長率之間，應會有密切的關聯，本研究對此問題深感興趣，也引發本研究的動機，加以建置領先性模型，研究公司治理優良公司月股價報酬率對月營收成長率具有領先性，或是月營收成長率對月股價報酬率具有領先性。

貳、文獻探討

本章共分為四個部份：營收成長率之定義與市場意涵、營收成長率之持續性與品質、非預期營收與台灣市場之月營收宣告效應，以及股價報酬率與營收成長率之動態領先落後關係，進行相關的文獻探討。

一、營收成長率之定義與市場意涵

營收成長率(revenue growth rate)是衡量企業在特定期間內營業收入增長速度的核心財務指標，主要用於評估公司的經營績效、市場競爭力與未來成長潛力。其計算方式為當期營收減去前期營收後，除以前期營收並乘以百分之百，且可依據分析需求按年、季或月進行計算。對於早期階段的新創企業而言，追蹤較短期的營收成長率有助於即時掌握其成長動能。

在財務分析與資本市場評價中，營收成長率扮演著至關重要的角色。首先，它是公司擴張最直接的證明，反映了強勁的市場需求、有效的策略及擴大的市佔率，為核心競爭力的外在表現。其次，營收是利潤的基礎，高成長率不僅帶來規模經濟的潛力，亦有助於分攤固定成本進而提升獲利能力。在資本市場中，高於產業平均或超越預期的營收成長率能顯著提振投資者信心，進而推升股價(Bradshaw et al., 2006)，市場通常會對高成長公司給予較高的股價營收比或本益比估值。此外，為了平滑短期波動並評估長期表現，學術與實務界亦常使用複合年均成長率(CAGR)來衡量公司的長期成長趨勢。

二、 營收成長率之持續性與品質

學術研究證實，營收成長率與股價報酬間存在顯著的正向關聯，但其「持續性」與「品質」是影響估值的關鍵。Chan et al. (2003)發現，歷史銷售成長率對未來股票報酬具備預測能力，但營收成長率的持續性會隨時間遞減，極高的成長率常因競爭壓力而被削減，符合經濟學中的均值復歸(mean reversion)現象。該研究亦指出，長期盈餘成長率的持續性與可預測性極低，若市場參與者過度外推(extrapolate)過去的成長趨勢，容易導致估值錯誤。Lakonishok et al. (1994)證實，投資者過度外推績效會導致高成長股被高估、低成長股被低估，從而為逆向投資策略(contrarian investment strategy)創造獲利空間。

另一方面，營收成長的「品質」同樣不容忽視。源自核心業務的內生性成長(organic growth)，其價值與持續性通常優於透過併購產生的一次性成長。若營收成長伴隨利潤

率下降，或是主要由應計項目（accruals）而非現金流所驅動（Sloan, 1996），此類成長的持續性與可靠性便會受到質疑。此外，營收成長率的意涵會隨產業特性而異，例如科技業的高成長為常態，但成熟產業則以穩定溫和的成長為主。

三、非預期營收與台灣市場之月營收宣告效應

當實際公布的營收與市場預期產生落差時，即形成「非預期營收」(revenue surprise)。Jegadeesh and Livnat (2006)發現，非預期營收不僅能解釋盈餘公告日的異常報酬，更會在公告後產生顯著的異常報酬（延遲反應），顯示市場對營收資訊的處理存在不完全效率，投資者可藉此擬定潛在的投資策略。

在台灣資本市場中，法規要求上市櫃公司需於每月 10 日前公告前月營收，賦予了營收資訊極高的時效性。蕭湧志（2016）的研究指出，單月營收成長率具備極佳的訂價效果，特別是在中型股中更為顯著，且此效果可被「未預期營收」解釋，顯示市場會給予超出預期的營收額外獎勵。然而，極高的成長率常伴隨高風險，若成長無法持續，股價將面臨劇烈修正；同時，多頭或空頭的市場情緒亦會強化或削弱營收資訊的影響力。

四、股價報酬率與營收成長率之動態領先落後關係

過去文獻針對股價報酬率與營收成長率之間的因果方向，主要分為「股價領先營收」與「營收領先股價」兩大脈絡：

- （一）股價報酬率領先營收成長率：部分研究主張，市場的預期心理會使股價提早反映公司基本面的變化。歐陽修（2023）針對台灣高市值電子公司的研究發現，台積電、聯詠等企業在重大國際事件影響下，股價報酬率對營收成長率具備顯著的單向領先因果關係。陳怡如（2023）針對 ESG 主要公司的研究亦得到類似結論，指出鴻海與台積電等公司的股價報酬會先行反映營收或獲利的變動。陳佳鳳（2001）則提醒，月營收資訊對股價的影響會因產業與公司特性而異，投資人需仔細觀察其實際影響再做決策。市場若對營收發布過度樂觀，後續未達預期時可能引發股價快速下跌。
- （二）營收成長率領先股價報酬率：另一派學者認為，營收的變動能作為預測股價動向的訊號。李顯儀等人（2014）指出，營收增長佳的公司股價上升較快，且在多空市場中的報酬均優於低成長公司。王玉玲（2013）針對 MSCI 台灣指數成分股的研究顯示，約有 10.68%的樣本公司其月營收變動會領先股價報酬率，不過多數公司（32.04%）仍為股價領先營收。在產業差異上，吳幸姬與李顯儀（2006）發現多數產業的月營收資訊已提前反映於股價，但「金融業」例外，其月營收變化率對股價報酬具備顯著的預測能力。蕭湧志（2016）進一步證實，利用單月營收成長率構建的中型與中度流動性企業投資組合，能創造超越市場的超額報酬。

參、研究方法

以下本文將使用 Ng and Perron (2001)單根檢定、VAR 向量自我迴歸模型及股價報酬率與營收成長率之領先性模型等進行介紹：

一、Ng and Perron (2001)單根檢定

單根檢定 (Unit Root Test) 是時間序列分析中的一個重要概念，假設序列具有單根，意味該序列在長期內呈現隨機的特性，即序列中的值無法趨於固定平均值的趨勢。換句話說，該序列呈現出一種非平穩 (non-stationary) 的型態。單根檢定的目的是確定一個序列是否需要進行差分 (differencing) 等處理，以使序列是平穩的。

常見的單根檢定方法有 Dickey and Fuller (1981) 之 ADF 單根檢定及 PP (Phillips and Perron, 1988) 單根檢定，這些檢定的假設通常是虛無假設，即該序列具有單根，而對立假設則是序列是平穩的。通過這些檢定，可以計算出檢定統計量，進而與臨界值進行比較，以判斷是否可以拒絕虛無假設，即拒絕序列具有單根的假設，從而得出序列的平穩性結論。然而，一些研究發現在特定條件下，這些方法可能存在檢定力不足和偏誤的情況。

為解決這些問題，學者們 Elliott et al. (1996) 提出以去除趨勢項 (GLS detrend) 的方式納入檢定過程，從而提升檢定的效力，這種方法被稱為 DFGLS(ERS) 單根檢定法，能夠更準確地判斷序列是否具有單根。此外，Ng and Perron (2001) 則考慮去除趨勢項的單根檢定，稱為 NP 單根檢定法，以更有效地檢測序列的平穩性。

DFGLS and NP 公式如下所示：

$$\text{DFGLS: } \Delta y_t^d = \alpha y_{t-1}^d + \beta_1 \Delta y_{t-1}^d + \dots + \beta_p \Delta y_{t-p}^d + v_t \quad (1)$$

$$\text{NP: } MZ_\alpha^d = (T^{-1}(\mathbf{y}_T^d)^2) - f_0 / 2k \quad (2)$$

$$MZ_t^d = MZ_\alpha \times \text{MSB} \quad (3)$$

$$\text{MSB}^d = (k/f_0)^{1/2} \quad (4)$$

在統計學上，選擇合適的落差期數 (Lag Order) 對於解決修正移動平均模型中的臨界值放大問題具有至關重要的影響。學者 Pantula et al. (1994) 指出，選擇落差期數不足時，會引起模型參數估計的不一致性問題，這表示我們得到的模型參數可能不夠準確。相對而言，選擇過多的落差期數可能會導致模型的自由度不足，進而影響模型的效能。然而，不足的落差期數問題較後者即過長的落差期數問題更為嚴重，因為不一致性問題可能會導致模型出現嚴重的偏差，而自由度不足問題通常可以透過其他方法來解決。因此，選擇合適數量的落差期數對於建立準確且有效的模型至關重要，我們需要在這個選擇中平衡模型的偏差和方差，以確保我們能夠捕捉到數據中真正的相關性，同時不使模型過於複雜。

在時間序列分析中，我們通常需要確定適當的落差期數，以構建合適的模型。Akaike (1973) 提出的 Akaike 訊息準則 (AIC) 核心思想是平衡模型的擬合優度和模型的複雜性，簡而言之，AIC 考慮了擬合數據的質量以及模型中參數的數量。另外，Lütkepohl (1991) 的研究發現，Hannan-Quinn 準則 (HQC) 綜合考慮了 AIC 和 Schwarz 貝葉斯準則 (SBC) 的優點，有助於更準確地選擇適當的落差期數，以構建可靠的時間序列模型。是以為平衡估計不一致性和自由度不足的問題，學者們建議採用 AIC、HQC 以及 Modified-HQC 等訊息準則來選擇最適的落差期數，以確保單根檢定的準確性和有效性。HQC 公式如下：

$$\text{HQC}(n) = -2\log(\text{SSR}/T) + 2n\log(\log T)/T \quad (5)$$

Ng and Perron (2001) 建議 P_T^{GLS} 的修正版本，並由式 (6) MP_t^{GLS} 來表示：

$$MP_T^{GLS} = \frac{\bar{c}^2 T^{-2} \sum_{t=1}^T \tilde{y}_{t-1}^2 - \bar{c} T^{-1} \tilde{y}_T^2}{s_{AR}^2} \quad (6)$$

MZ_t^{GLS} 及 MP_T^{GLS} 的檢定統計量裡，長期變異的估計式 s_{AR}^2 是以 $\hat{\beta}$ 替代 $\hat{\gamma}$ 計算而來， $\hat{\beta}_i$ 是式 (7) ADF 迴歸模型以 GLS 去除趨勢資料估計而來：

$$\Delta \tilde{y}_{t-1}^2 = \rho \cdot \tilde{y}_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta \tilde{y}_{t-i} + \varepsilon_{tp} \quad (7)$$

$\hat{\rho}$ 估計式是式(7) ADF^{GLS} 迴歸模型的 t 檢定統計量

二、VAR 向量自我迴歸模型

由於經濟變數是內生或外生確實難以區分，Sims C. A. (1980)主張將所有變數均視為內生變數、不用考慮變數間的因果關係、也不用有先驗的理論基礎，以一組而不是單一方程式去表示各個變數間的彼此互動關係，提出 VAR 向量自我迴歸模型 (Vector Autoregression)。該模型使用衝擊反應函數 (Impulse Response Function, IRF) 分析其他衝擊不變下，特定衝擊對內生變數的動態影響力，依 Granger causality 分析兩個以上序列之間的領先-落後關係，使用變異數分解 (Variance Decomposition, VDC) 測波動解釋力來觀察各變數間的影響程度。而共整合檢定是判斷長期均衡穩定關係，向量自我迴歸判斷變數間短期互動 (張紹勳，2012)。

多變數時間序列模型一般隱含了因變數 (內生變數) 受到自變數 (外生變數) 的影響，但是有時內生變數或外生變數的設定並不容易；將所有的變數皆以內生變數處理，即是向量自我迴歸 (VAR, vector autoregression) (楊奕農，2017)。換句話說，傳統上以經濟理論為基礎決定了變數間的特殊關係，但有時經濟理論並不足以決定正確的變數關係，這時候應該是讓數據去決定動態模型，向量自我迴歸即提供了此類處理的方法 (鄧美貞譯，2006)。

VAR 的模型估計，先以經濟理論選擇變數，在殘差序列無自我相關下以 AIC、SBC 選出最適者。其主要目的是預測改變 VAR 模型中之變數對整體系統中變數所產生的影響，並以衝擊反應函數呈現這種影響。VAR 中有 n 個變數，就會有 $2n$ 個數的衝擊反應函數。至於變異數分解 (variance decomposition) 主要是衡量每個變數的預測誤差變異數，受自身和其他變數變動所造成的影響程度。

總之，VAR 模型是一種用於研究多個時間序列變數之間的動態互動關係的統計工具。當使用 VAR(1)時，即考慮了每個變數在一個時間點前的影響。這個模型的主要係捕捉整體經濟時間序列的動態演變，以揭示這些變數之間的因果關係、進行預測以及進行經濟政策分析。通過 VAR 模型，能夠更全面地了解經濟體系內各變數之間的相互作用，這對於解釋宏觀經濟現象和制定政策決策具有重要意義。

三、月股價報酬率與月營收成長率之領先性模型

本研究旨在討論月股價報酬率對月營收成長率是否具有領先性，或是月營收成長率對月股價報酬率是否具有領先性。領先性模型加入應變數的落遲項，可使線性模型避免遺漏重要變數，讓殘差更具白噪音的特性，本研究以 SC 準則，選取最適落遲期數。

$$SC = S \ln(SSE) + P \ln(S) \quad (8)$$

其中 S 是樣本數， $\ln(SSE)$ 是取自然對數之殘差平方和， $\ln(S)$ 是取自然對數之樣本數， P 是待估計之參數數目。

在此以加入應變數落遲兩期之領先性模型為例，說明如下：

(一) 月股價報酬率對月營收成長率具領先性模型：

$$y_{1t'} = a_0 + b_1 y_{1t'-1} + b_2 y_{1t'-2} + b_3 y_{2t} + \varepsilon_t \quad (9)$$

在式中， $y_{1t'}$ 為月營收成長率，其中 t' 是指前述月報公告日， y_{2t} 為月底股價報酬率，其中 t 是指月底。在股價具有資訊內涵的前提下，當月底股價報酬率為正時，則投資人可預期月營收成長率將呈現同向變動，而當股價報酬率為負時，投資人可預期月營收成長率公告時，將呈現反向變動。

(二) 月營收成長率對月股價報酬率具領先性模型：

在月營收成長率具有資訊內涵的前提下，當月營收成長率的係數為正數時，則投資人可根據營收成長率，進行同向的股票投資，而當營收成長率的係數為負數時，則投資人可根據營收成長率，進行反向的股票投資。

$$y_{2t+1} = a_0 + b_1 y_{1t'} + b_2 y_{2t} + b_3 y_{2t-1} + \varepsilon_{t+1} \quad (10)$$

在式中， $y_{1t'}$ 為月營收成長率，其中 t' 是指前述月報公告日， y_{2t+1} 為月營收公告之當月月底股價報酬率，其中 t 是指月營收公告日之前一個月底。

式 (10) 亦可進一步改寫成如下之實證模式：

$$y_{2t} = a_0 + b_1 y_{1t-1} + b_2 y_{2t-1} + b_3 y_{2t-2} + \varepsilon_t \quad (11)$$

肆、實證結果與分析

本研究選取 2014 年第一屆至 2022 第九屆公司治理評鑑系統評鑑結果皆分別名列上市櫃前 5% 之 16 家公司為研究對象，上市 8 家公司為：2201 裕隆、2204 中華汽車、2303 聯電、2330 台灣積體電路、2912 統一超商、3045 台灣大哥大、4904 遠傳及 9940 信義房屋仲介；而上櫃 8 家公司為：3105 穩懋半導體、5209 新鼎系統、5347 世界先進、5371 中強光電、5483 中美矽晶、6023 元大期貨、6147 頤邦科技及 6803 崑鼎投資控股，加以探討股價報酬率與營收成長率之關聯性研究。

本研究研究期間為 2013 年 1 月至 2023 年 5 月，因上市櫃公司、興櫃公司及金融業於 2013 年開始須依照金管會規定，編製 IFRSs 財務報告，又因 2013 年 12 月為計算股價報酬率之基期，以及 2013 年各月為計算月營收成長率（年增率）之基期，故訂定以 2014 年 1 月至 2023 年 5 月為本研究之資料期間。

一、研究對象之決定

表 1 為公司治理評鑑系統評鑑第一屆至第九屆名列上市櫃前 5% 之 16 家公司，上市及上櫃各 8 家公司為研究對象，公司治理越優良的公司，越會是公司治理 ETF 基金持有的公司，股價較能反應營收成長的預期，而股價如在財報公告前即已反應，則領先性的作用即會較為明顯。再由表 1 可知，聯電、台灣積體電路、統一超商、台灣大哥大及遠傳分別有 3、3、2、3 及 4 家投信基金持有，而信義、穩懋及世界各有 1 家投信基金持有，其餘 8 家公司則無任何投信基金持有。後續於第四節股價報酬率與營收成長率之關聯性研究時，將進一步探討是否越多投信基金持有的個股，可能因操作方向紛歧，導致股價報酬率與營收成長率的關係，反而未達顯著水準。截至 2023 年 7 月 18 日台灣與公司治理有關之 ETF 基金有 4 檔：富邦臺灣治理 100 基金 00692、元大臺灣 ESG 基金 00850、國泰永續高股息基金 00878、永豐臺灣 ESG 基金 00888

表 1 16 家研究對象所屬之公司治理 ETF

項目	資本額	所屬之公司治理 ETF
2201 裕隆	100 億元	--
2204 中華	55.4 億元	--
2303 聯電	1250.3 億元	00692/00850/00888
2330 台積電	2593.2 億元	00692/00850/00888
2912 統一超	104 億元	00692/00850
3045 台灣大	351.9 億元	00692/00878/00888
4904 遠傳	325.9 億元	00692/00850/00878/00888
9940 信義	73.7 億元	00692
3105 穩懋	42.4 億元	00888
5209 新鼎	2.8 億元	--
5347 世界	163.9 億元	00888
5371 中光電	39.1 億元	--
5483 中美晶	58.6 億元	--
6023 元大期貨	29 億元	--
6147 頤邦	73.9 億元	--
6803 崑鼎投控	7.08 億元	--

二、敘述統計

由表 2 可知，於 2014 年 1 月至 2023 年 5 月期間，16 家公司中，營收成長率平均數前三名為新鼎、中美晶及台積電，另由營收成長率標準差最小（最為平穩）前三名為統一超、台灣大及遠傳營收成長率最為平穩。另在 Jarque-Bera 常態分配檢定方面，中華、聯電、台積電、統一超、穩懋、中光電及元大期貨之營收成長率皆呈常態分配，而其餘 9 家公司則呈非常態分配。

表 2 16 家公司營收成長率之敘述統計結果

項目	平均數	標準差	偏度	峰度	J.B.統計量	機率值
裕隆營收成長率	-0.015	0.164	0.558	3.226	6.101	0.047
中華營收成長率	-0.008	0.165	0.018	3.026	0.009	0.995
聯電營收成長率	0.078	0.147	-0.180	2.447	2.050	0.359
台積電營收成長率	0.140	0.173	0.038	2.559	0.944	0.624
統一超營收成長率	0.044	0.052	-0.032	3.308	0.466	0.792
台灣大營收成長率	0.051	0.064	0.770	3.452	12.136	0.002
遠傳營收成長率	0.000	0.075	0.100	3.999	4.887	0.087
信義營收成長率	0.015	0.492	0.306	9.191	182.225	0.000
穩懋營收成長率	0.034	0.328	-0.451	2.958	3.833	0.147

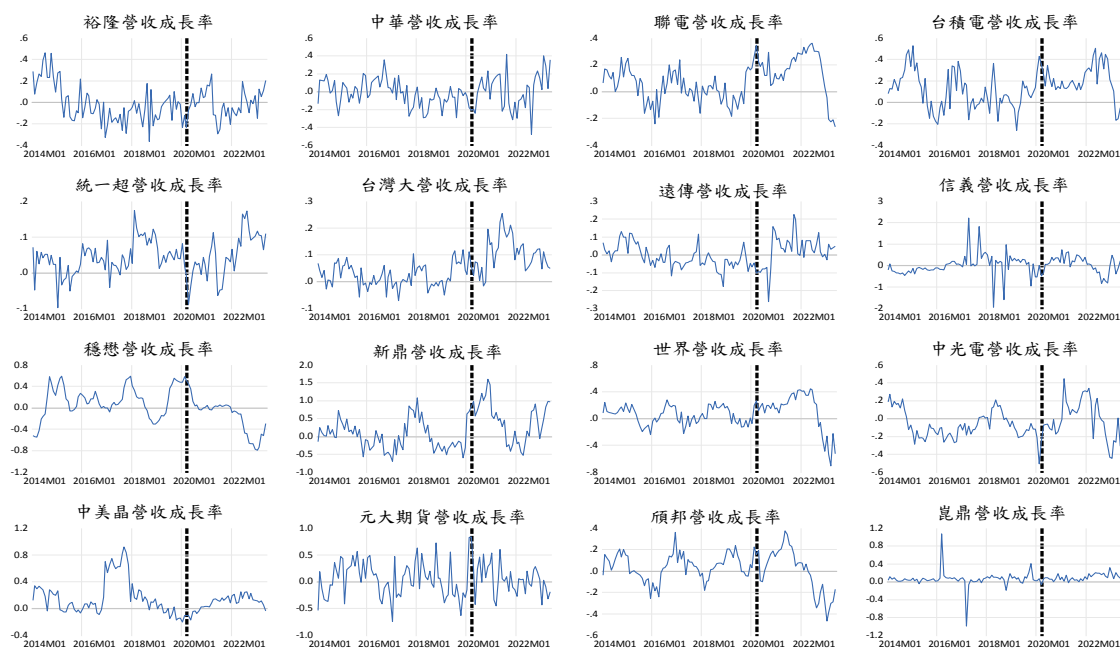
項目	平均數	標準差	偏度	峰度	J.B.統計量	機率值
新鼎營收成長率	0.160	0.498	0.568	2.645	6.677	0.035
世界營收成長率	0.073	0.205	-0.975	4.887	34.659	0.000
中光電營收成長率	-0.052	0.176	0.311	2.959	1.832	0.400
中美晶營收成長率	0.142	0.229	1.448	4.935	57.097	0.000
元大期貨營收成長率	0.047	0.319	0.173	2.655	1.127	0.569
頤邦營收成長率	0.029	0.158	-0.651	3.522	9.256	0.010
崑鼎投控營收成長率	0.072	0.156	-0.446	34.760	4752.905	0.000

由表 3 可知，於 2014 年 1 月至 2023 年 5 月期間，16 家公司中，股價報酬率平均數前三名為穩懋、台積電及聯電，而營收成長率標準差最小（最為平穩）前三名為崑鼎投控、台灣大、遠傳及統一超並列第三。另在 Jarque-Bera 常態分配檢定方面，只有穩懋及中美晶股價報酬率呈常態分配，而其餘 14 家公司則呈非常態分配。

表 3 16 家公司股價報酬率之敘述統計結果

項目	平均數	標準差	偏度	峰度	J.B.統計量	機率值
裕隆股價報酬率	0.004	0.096	1.147	8.366	160.337	0.000
中華股價報酬率	0.011	0.100	1.420	10.300	288.842	0.000
聯電股價報酬率	0.013	0.093	0.173	5.812	37.792	0.000
台積電股價報酬率	0.015	0.069	0.489	5.932	44.959	0.000
統一超股價報酬率	0.003	0.042	0.576	3.427	7.114	0.029
台灣大股價報酬率	0.001	0.031	-0.717	4.048	14.857	0.001
遠傳股價報酬率	0.001	0.042	0.095	4.125	6.133	0.047
信義股價報酬率	-0.005	0.064	-1.321	7.921	146.850	0.000
穩懋股價報酬率	0.015	0.148	-0.190	3.401	1.441	0.487
新鼎股價報酬率	0.011	0.064	1.982	10.049	307.957	0.000
世界股價報酬率	0.009	0.101	-0.177	4.423	10.128	0.006
中光電股價報酬率	0.008	0.111	-0.082	4.957	18.158	0.000
中美晶股價報酬率	0.010	0.134	0.169	3.166	0.665	0.717
元大期貨股價報酬率	0.004	0.047	-0.190	13.236	494.018	0.000
頤邦股價報酬率	0.003	0.076	-1.282	6.177	78.451	0.000
崑鼎投控股價報酬率	0.004	0.031	-0.229	5.256	24.956	0.000

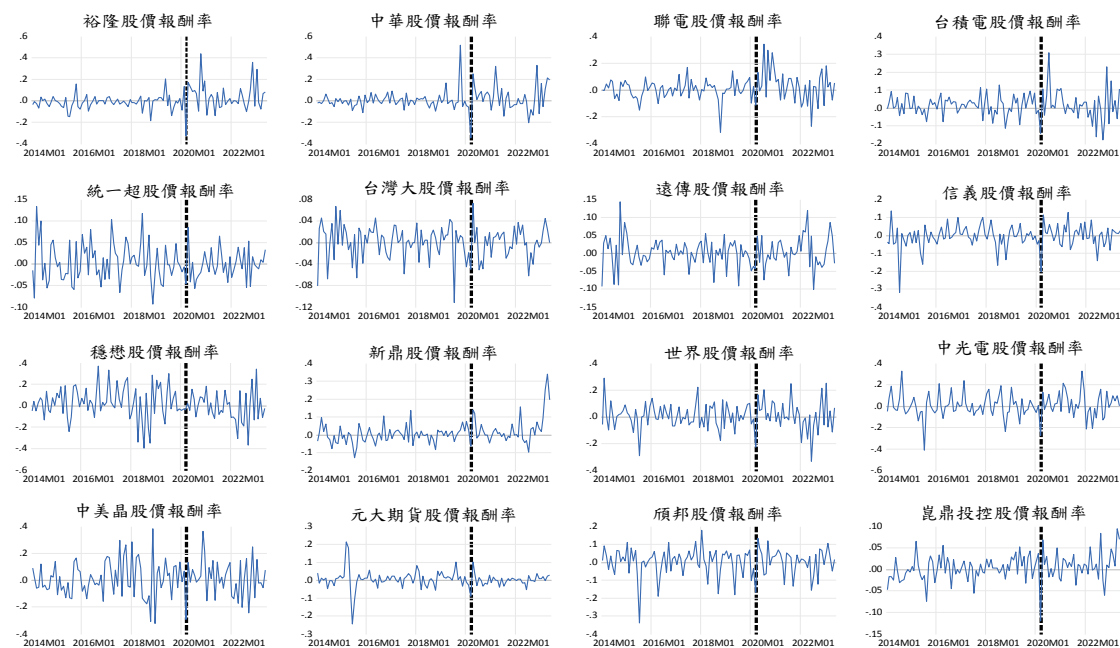
由圖 1 可知，垂直虛線由左至右為 COVID-19 大流行期間（2020 年 3 月起），除了中美晶及崑鼎外，其餘 14 家公司之營收成長率幾乎皆受 COVID-19 大流行之影響，因此後續將設虛擬變數將 COVID-19 大流行期間設為 1，而將之前期間設為 0，以捕捉此一事件的影響。



附註：垂直虛線由左至右為 COVID-19 大流行期間

圖 1 16 家公司營收成長率之趨勢圖

由圖 2 可知，垂直虛線由左至右為 COVID-19 大流行期間（2020 年 3 月起），16 家公司中，除了統一超、台灣大、遠傳、信義及元大期貨股價報酬率較不受 COVID-19 大流行之影響，其餘 11 家公司股價報酬率皆受到影響。後續將股價報酬率於 COVID-19 大流行期間虛擬變數設為 1，而將之前期間設為 0，以統計之顯著性，進一步觀察此一事件的影響。



附註：垂直虛線由左至右為 COVID-19 大流行期間

圖 2 16 家公司之股價報酬率之趨勢圖

三、單根檢定

由表 4 及表 5 單根檢定結果可知，16 家公司營收成長率及股價報酬率於 Ng and Perron (2001) 之兩種檢定皆拒絕時間序列具單根之虛無假設，故後續可使用線性模型加以探討股價報酬率與營收成長率之關聯性。

表 4 16 家公司營收成長率 Ng and Perron (2001) 單根檢定

項目	MZ_t		MP_t
裕隆營收成長率	截距	-1.9057 (1)*	3.3731 (1)*
中華營收成長率	截距	-4.3196 (0)***	1.0593 (0)***
聯電營收成長率	截距	-4.4100 (4)***	0.9410 (4)***
台積電營收成長率	截距	-3.2958(3)***	1.1960 (3)***
統一超營收成長率	截距	-2.8018 (1)***	1.6401 (1)***
台灣大營收成長率	截距	-2.8783 (1)***	1.4827 (1)***
遠傳營收成長率	截距	-3.5516 (0)***	0.9712 (0)***
信義營收成長率	截距	-3.6558 (1)***	0.9558 (1)***
穩懋營收成長率	截距	-1.8907 (1)*	3.4271 (1)*
新鼎營收成長率	截距	-2.9007 (0)***	1.8196 (0)**
世界營收成長率	截距	-3.7759 (3)***	1.4843 (3)***
中光電營收成長率	截距	-2.3533 (0)**	2.5288 (0)**
中美晶營收成長率	截距	-3.3193 (12)***	1.1596 (12)***
元大期貨營收成長率	截距	-3.1707 (0)***	1.2291 (0)***
頤邦營收成長率	截距	-2.6960 (0)***	1.7788 (0)***
崑鼎投控營收成長率	截距	-5.1359 (0)***	0.4664 (0)***

附註：*、**及***分別表示達到 0.1、0.05 及 0.01 顯著水準；小括號內數字代表 Hannan-Quinn 準則 (HQC) 所選取之最適落遲期數

表 5 16 家公司股價報酬率 Ng and Perron (2001) 單根檢定

項目	MZ_t		MP_t
裕隆股價報酬率	截距	-5.0879 (0)***	0.5341 (0)***
中華股價報酬率	截距	-5.1349 (0)***	0.6733 (0)***
聯電股價報酬率	截距	-3.9049 (1)***	0.8260 (1)***
台積電股價報酬率	截距	-5.1397 (0)***	0.5791 (0)***
統一超股價報酬率	截距	-5.1110 (0)***	0.5186 (0)***
台灣大股價報酬率	截距	-2.4887 (0)**	2.0625 (0)**

項目	MZ_t		MP_t
遠傳股價報酬率	截距	-2.8149 (0)***	1.5693 (0)***
信義股價報酬率	截距	-5.0042 (0)***	0.5228 (0)***
穩懋股價報酬率	截距	-5.0662 (0)***	0.4773 (0)***
新鼎股價報酬率	截距	-4.2364 (0)***	1.3257 (0)***
世界股價報酬率	截距	-4.8487 (0)***	0.5384 (0)***
中光電股價報酬率	截距	-5.0004 (0)**	0.4948 (0)**
中美晶股價報酬率	截距	-4.7924 (0)***	0.5336 (0)***
元大期貨股價報酬率	截距	-6.3463 (1)***	0.3042 (1)***
頤邦股價報酬率	截距	-5.2834 (0)***	0.4397 (0)***
崑鼎投控股價報酬率	截距	-3.3913 (0)***	1.5083 (0)***

附註：*、**及***分別表示達到 0.1、0.05 及 0.01 顯著水準；小括號內數字代表 Hannan-Quinn 準則（HQC）所選取之最適落遲期數

四、股價報酬率與營收成長率之關聯性研究

加入應變數的落遲項，可使線性模型避免遺漏重要變數，讓殘差更具白噪音的特性。由表 6 可知，股價報酬率對營收成長率領先性之 SC 值最適落遲期數，除了聯電為 5 期、世界為 4 期及崑鼎投控為 0 期外，其餘 13 家公司皆為 1 期或 2 期。由表 7 可知，營收成長率對股價報酬率領先性之 SC 值最適落遲期數，除了中華為 1 期、統一超為 3 期、新鼎為 1 期、世界為 2 期、中美晶為 1 期及元大期貨為 2 期外，其餘 10 家公司皆為 0 期。

表 6 股價報酬率對營收成長率領先性之 SC 準則最適落遲期數

公司別	落遲期數						
	0	1	2	3	4	5	6
裕隆	-0.6660	-0.9348	-1.0392*	-1.0206	-0.9894	-0.9416	-0.9211
中華	-0.6879	-0.7661*	-0.7370	-0.7250	-0.6916	-0.6474	-0.5927
聯電	-1.0661	-1.7075	-1.7772	-1.7745	-1.7926	-1.8298*	-1.8175
台積電	-0.6514	-1.0985*	-1.0705	-1.0744	-1.0873	-1.0576	-1.0035
統一超	-2.9848	-3.3754	-3.4588*	-3.4194	-3.3662	-3.3184	-3.2755
台灣大	-2.9944	-3.2343*	-3.2177	-3.1789	-3.1259	-3.0986	-3.0433
遠傳	-2.2914	-2.6692*	-2.6168	-2.6050	-2.5527	-2.5119	-2.4647
信義	1.5118	1.5460	1.5056*	1.5467	1.5977	1.5408	1.5854
穩懋	0.5502	-1.5586	-1.7245*	-1.6803	-1.6285	-1.5946	-1.5918
新鼎	1.3404	0.6439*	0.6527	0.7048	0.7555	0.8099	0.8498
世界	-0.2482	-1.2503	-1.3154	-1.3160	-1.5366*	-1.5310	-1.5014

公司別	落遲期數						
	0	1	2	3	4	5	6
中光電	-0.6100	-1.4115*	-1.3963	-1.3531	-1.3121	-1.2597	-1.2141
中美晶	-0.0514	-1.2896*	-1.2847	-1.2316	-1.2032	-1.1620	-1.1282
元大期貨	0.6346	0.5832*	0.6286	0.6523	0.6968	0.7410	0.7794
頤邦	-0.7535	-1.8989	-1.9035*	-1.8709	-1.8454	-1.8073	-1.7531
崑鼎投控	-0.7899*	-0.7555	-0.7047	-0.6525	-0.6008	-0.5467	-0.4922

附註：*為最適落遲期數

表 7 營收成長率對股價報酬率領先性之 SC 準則最適落遲期數

公司別	落遲期數						
	0	1	2	3	4	5	6
裕隆	-1.7840*	-1.7742	-1.7265	-1.6856	-1.6390	-1.5887	-1.5585
中華	-1.7254	-1.6936	-1.6463	-1.6003	-1.5617	-1.5491	-1.5196
聯電	-1.8238*	-1.7843	-1.8025	-1.7635	-1.7125	-1.6635	-1.6775
台積電	-2.3964*	-2.3753	-2.3238	-2.2843	-2.2307	-2.1852	-2.1541
統一超	-3.3928	-3.3525	-3.3384	-3.4071*	-3.3617	-3.3818	-3.3401
台灣大	-4.0475*	-4.0113	-3.9681	-3.9738	-3.9537	-3.9005	-3.9128
遠傳	-3.4527*	-3.4204	-3.4134	-3.4104	-3.4229	-3.3801	-3.3271
信義	-2.5927*	-2.5684	-2.5225	-2.5149	-2.4689	-2.4163	-2.3691
穩懋	-0.8835*	-0.8529	-0.8004	-0.7758	-0.7344	-0.6846	-0.6295
新鼎	-2.6356	-2.7222*	-2.6757	-2.6494	-2.5960	-2.5600	-2.5090
世界	-1.6491	-1.6290	-1.6493*	-1.6001	-1.5586	-1.5191	-1.4669
中光電	-1.4634*	-1.4235	-1.4151	-1.3794	-1.3635	-1.3096	-1.2630
中美晶	-1.0706	-1.0768*	-1.0252	-0.9785	-0.9300	-0.8935	-0.8403
元大期貨	-3.1430	-3.1959	-3.2609*	-3.2292	-3.1758	-3.1566	-3.1219
頤邦	-2.1910*	-2.1489	-2.1354	-2.0920	-2.0408	-1.9896	-1.9421
崑鼎投控	-4.0655*	-4.0422	-3.9967	-3.9538	-3.9150	-3.8661	-3.8270

附註：*為最適落遲期數

劉毅馨、蔡彥卿（2006）指出具有資訊內涵時，資訊優勢者在月營收未公開前，即大量增加或降低持股，將造成股價提前上漲或下跌，亦即月營收公告期前股價的表現與月營收公告結果呈現顯著的正相關。由表 8 可知，穩懋、中光電股價報酬率係數皆為顯著的正數，此表示股價報酬率對營收成長率具領先性，投資人可預期月營收成長率公告時，將呈現同向變動。但元大期貨股價報酬率係數為顯著的負數，投資人可預期月營收成長率公告時，將呈現反向變動。其餘 13 家公司之股價報酬率對營收成長率沒有顯著的領先性作用。另外由 COVID-19 虛擬變數加以觀察，台灣大為顯著的正

數，而穩懋為顯著的負數，此表示 COVID-19 期間，對台灣大營收成長率有正向助益，但穩懋受長鞭效應庫存增加的影響，使得營收成長率下滑。

表 8 股價報酬率對營收成長率具領先性研究

公司別	y 最適落遲	股價報酬率係數	COVID-19 虛擬變數
裕隆	2	0.1580	0.0079
中華	1	0.1556	0.0193
聯電	5	0.0534	0.0240
台積電	1	0.0778	0.0277
統一超	2	0.0636	0.0034
台灣大	1	-0.0607	0.0388***
遠傳	1	0.0985	0.0183
信義	2	0.3808	0.0333
穩懋	2	0.1199*	-0.0453**
新鼎	1	0.1015	0.1099
世界	4	-0.0530	-0.0008
中光電	1	0.2152**	0.0261
中美晶	1	0.0980	-0.0090
元大期貨	1	-1.1578*	-0.0105
頤邦	2	0.0566	-0.0168
崑鼎投控	0	0.6428	0.0363

附註：*、**及***分別表示達到 0.1、0.05 及 0.01 顯著水準

由表 9 可知，中華、信義、中美晶及崑鼎投控營收成長率係數皆為顯著的正數，此表示營收成長率對股價報酬率具領先性，也就是投資人可根據營收的增長或衰退，進行同向的股票投資，但世界營收成長率係數為顯著的負數，此同樣表示營收成長率對股價報酬率具領先性，但投資人可根據營收的增長（利多出盡）或衰退（利空出盡），進行反向的股票投資，其餘 11 家公司之股價報酬率對營收成長率沒有顯著的領先性作用。另外由 COVID-19 虛擬變數加以觀察，裕隆及聯電為顯著的正數，此表示 COVID-19 期間，這兩家公司的股價報酬率顯著增加。

表 9 營收成長率對股價報酬率具領先性研究

公司別	y 最適落遲	營收成長率係數	COVID-19 虛擬變數
裕隆	0	0.0207	0.0504***
中華	0	0.1625***	0.0205
聯電	0	-0.0861	0.0405*
台積電	0	-0.0496	0.0057
統一超	3	0.0396	-0.0077
台灣大	0	0.0276	-0.0050
遠傳	0	0.0546	0.0005
信義	0	0.0333***	0.0072
穩懋	0	-0.0090	-0.0480
新鼎	1	0.0158	0.0156
世界	2	-0.0819*	0.0054
中光電	0	0.0876	0.0097
中美晶	1	0.0997*	0.0114
元大期貨	2	0.0047	-0.0062
頤邦	0	0.0098	0.0009
崑鼎投控	0	0.0385**	0.0054

附註：*、**及***分別表示達到 0.1、0.05 及 0.01 顯著水準

呼應表 1 提及是否越多投信基金持有的個股，可能因操作方向紛歧，導致股價報酬率與營收成長率的關係，反而不顯著。綜合前述表 8 及表 9 之結果，聯電、台灣積體電路、統一超商、台灣大哥大及遠傳分別有 3、3、2、3 及 4 家投信基金持有，股價報酬率與營收成長率未達顯著的關係，而信義、穩懋及世界各有 1 家投信基金持有，股價報酬率與營收成長率有顯著的關係，其餘 8 家公司雖無任何投信基金持有，但中光電、元大期貨、中華、中美晶及崑鼎等 5 家公司之股價報酬率與營收成長率有顯著的關係，只有新鼎、裕隆及頤邦等 3 家無顯著的關係。由上分析可知，越多投信基金持有的個股，可能因操作方向紛歧，導致股價報酬率與營收成長率的關係，反而不顯著。

伍、結論

本研究之資料期間為 2014 年 1 月至 2023 年 5 月，選取 2014 年第一屆至 2022 第九屆公司治理評鑑系統評鑑結果名列上市或上櫃前 5% 之 16 家公司為研究對象，加以研究月股價報酬率與月營收成長率之領先性作用，經過前面章節的實證過程，獲得以下的結論：

穩懋及中光電兩公司股價報酬率係數皆為顯著的正數，此表示股價報酬率對營收成長率具領先性，股價具有資訊內涵，但元大期貨股價報酬率係數為顯著的負數，亦

即投資者可根據月股價報酬率為正數或負數，加以預測月營收年增率將呈反向變動。另外，中華汽車、信義房屋、中美晶及崑鼎投控營收成長率係數皆為顯著的正數，此表示營收成長率對股價報酬率具領先性，也就是投資人可根據營收的增長或衰退，進行同向的股票投資，但世界先進積體電路公司之營收成長率係數為顯著的負數，此同樣表示營收成長率對股價報酬率具領先性，但投資人可根據營收的增長（利多出盡）或衰退（利空出盡），進行反向的股票投資。最後，本研究亦發現越多投信基金持有的個股，可能因操作方向紛歧，導致股價報酬率與營收成長率未具有顯著的關係。

參考文獻

- 王玉玲（2013），月營收與股價報酬之關聯性—以 MSCI 台灣指數成分股為例，嶺東科技大學財務金融研究所碩士論文。
- 何秀芳（2000），再論月營收公告之資訊內涵，國立臺灣大學會計學研究所碩士論文。
- 吳幸姬、李顯儀（2006），產業月營收變化與股價報酬的關聯性之研究，*管理科學研究*，3(2)，頁 61-74。
- 李顯儀（2014），月營收對股價報酬影響性之研究，財金論文叢刊，21，頁 37-56。
- 張紹勳（2012），計量經濟及高等研究法-JmuTi 與 Eviews 的應用，台北，五南圖書出版公司。
- 陳佳鳳（2001），股價報酬率與月營收成長率因果關係之實證研究，淡江大學財務金融學系研究所碩士論文。
- 陳怡如（2023），ESG 公司股價報酬率對營收及獲利成長率之領先性研究，大葉大學管理學院碩士在職專班碩士論文。
- 楊奕農（2017），時間序列分析：經濟與財務上之應用（三版），雙葉書廊。
- 劉毅馨、蔡彥卿（2006），月營收宣告期間私有資訊交易之探究，*管理與系統*，13(1)，頁 47-76。
- 歐陽修（2023），高市值電子公司股價報酬率與營收成長率之關聯性研究，逢甲大學財務金融學類博士論文。
- 鄧美貞譯（2006），Robert S. Pindyck and Daniel L. Rubinfeld 著，經濟預測與計量經濟模型，第四版，台灣西書出版社。
- 蕭湧志（2016），單月營收成長率和股價報酬的關聯，中正大學財務金融學系學位碩士論文。
- Akaike, H. (1973), "Information Theory and an Extension of the Maximum Likelihood Principle. In: Petrov, B.N. and Csaki, F., Eds.,” *International Symposium on Information Theory*, 267-281.
- Bradshaw, M. T., S. A. Richardson, and R. G. Sloan (2006), "The relation between corporate financing activities, analysts' forecasts and stock returns,” *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 53-85.
- Chan, L. K. C., J. Karceski, and J. Lakonishok (2003), "The level and persistence of growth rates,” *The Journal of Finance*, 58(2), 643-684.
- Dickey, D. A. and W. A. Fuller (1981), "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with Unit Root,” *Econometrica*, 49, 1057-1072.
- Elliott, G., T. J. Rothenberg, and J. H. Stock (1996), "Efficient Tests for an Autoregressive Unit Root,” *Econometrica*, 64(4), 813-836.
- Jegadeesh, N. and J. Livnat (2006), "Revenue surprises and stock returns,” *Journal of*

- Accounting and Economics*, 41(1-2), 147-171.
- Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. W. Vishny (1994), "Contrarian investment, extrapolation, and risk," *The Journal of Finance*, 49(5), 1541-1578.
- Lütkepohl, H. (1991). "Introduction to multiple time series analysis," Springer-Verlag Berlin Heidelberg GmbH.
- Ng, S., and P. Perron (2001), "LAG Length Selection and the Construction of Unit Root Tests with Good Size and Power," *Econometrica*, 69, 1519-1554.
- Pantula, S. G., G. Gonzalez-Farias, and W. A. Fuller (1994), "A Comparison of Unit-Root Test Criteria," *Journal of Business & Economic Statistics*, 12(4), 449-459.
- Phillips, P. C. B. and P. Perron (1988), "Testing for a unit root in time series regression," *Biometrika*, 75(2), 335-346.
- Sims, C. A. (1980), "Macroeconomics and Reality," *Econometrica*, 48(1), 1-48.
- Sloan, R. G. (1996), "Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?" *The Accounting Review*, 71(3), 289-315.