

管理當局盈餘預測態度與 自願性盈餘預測資訊內涵的關係

林淑莉*

摘要

本研究旨在探討上市（櫃）公司管理當局的預測態度，是否會影響自願性盈餘預測資訊內涵的反應。在台灣確保管理當局自願性盈餘預測可靠性的機制稍嫌不足之情況下，本文分別以管理當局前五年及前三年預測偏誤之平均及加權平均值，作為區分管理當局預測態度為保守或樂觀之替代變數，並觀察市場是否會根據管理當局過去盈餘預測的態度，對盈餘預測宣告之資訊內涵作修正。實證結果發現，當管理當局所發布的盈餘預測資訊傳達好消息時，預測態度保守的公司，市場對其股價的正向反應，會比樂觀公司來的大。反之，若盈餘預測傳達壞消息時，市場對其股價的負向反應，會比樂觀公司來的小。由此可見，市場的確存在著一個理性的機制，會先評估管理當局過去是屬於保守或樂觀的預測態度，再決定對自願性盈餘預測的反應程度。

關鍵詞：自願性盈餘預測、資訊內涵、樂觀預測、保守預測

* 德明技術學院會計資訊系專任副教授

The Relationship between Management Forecast Attitude of Earnings Forecast and the Informativeness of Voluntary Earnings Forecast

Su-Li Lin*

Abstract

This study explored the relationship between the informativeness of voluntary earning forecast and managements' forecast attitude. I use the biases of management forecast, calculated both by the simple average and weighted average for five or three years prior to the test period, as a proxy variable for managers' forecast attitude (conservative or optimistic), and examine whether change in stock prices induced by earnings forecast are associated with managers' forecast attitude. The empirical results indicate that when the voluntary earnings forecasts convey good news, the abnormal returns of the earnings forecast made by conservative managers is significantly greater than that made by the optimistic managers. On the other hand, when the voluntary earnings forecasts convey bad news, the abnormal returns of earnings forecasts made by conservative managers is significantly less than that made by optimistic managers. These findings suggest that there is a mechanism in the market able to modify the reaction to informativeness of earning forecast from the managers' forecast attitude of prior periods.

Keywords: Voluntary earnings forecast, Information content, Optimistic earnings forecast, Conservative earnings forecast

* Department of Accounting Information, Takming College

壹、前言

本研究旨在探討管理當局盈餘預測的預測態度（樂觀或保守），是否會影響自願性盈餘預測的資訊內涵^{*}。自願性盈餘預測是上市（櫃）公司管理當局與外部投資人進行溝通(public communication)的重要方式之一，但由於台灣在法律責任、資訊環境及專業經理人力市場，與美國有相當大的差異，使得自願性盈餘預測的準確性及可靠性，受到相當多的質疑。因此，在台灣自願性盈餘預測是否具有資訊內涵，實證結果仍相當分歧。本研究之目的即在瞭解，儘管平均而言，管理當局的盈餘預測並不準確，但市場是否可以根據特定公司管理當局過去預測態度為保守或樂觀，進而對其自願性盈餘預測作出不同的反應。對相關問題之了解，不但有助於提昇管理當局外部溝通政策(public communication policy)之效果，而且也有助於投資人使用盈餘預測資訊時之決策品質[†]。

在證券市場中，由於公司管理當局與外部投資人間，常存在資訊不對稱及利益衝突的情形。因此，管理當局如何與外部投資人進行溝通，是公司一項非常重要的課題(Palepu *et al.* 2000)。而自願性盈餘預測則是管理當局常用之外部溝通管道之一。但是對於證券市場主管機關及投資人而言，可能必須擔心管理當局盈餘預測的可靠性，及管理當局是否藉由盈餘預測操縱股價，而使外部投資人受到傷害。根據美國相關研究發現，管理當局的盈餘預測是不偏的[‡]，而且具有資訊內涵；換言之，市場認為管理當局的盈餘預測是可信的，並將盈餘預測反應至股價上。相關研究指出，確保盈餘預測的可靠性，主要有三個因素：法律責任、財務分析師產業的發達及專業經理人市場(Fama 1980; Lees 1981; King, Pownall, and Waymire 1990; Palepu *et al.* 2000)。當管

^{*} 我國於民國 80 年 6 月實施強制性財務預測制度，規定在特定情況下，公司必須公告財務預測。換言之，民國 80 年 6 月以後，在報章雜誌公告之盈餘預測可分為自願性與強制性盈餘預測，本研究的對象主要為自願性盈餘預測。文中除非有特別說明，否則盈餘預測皆指管理當局自願性的盈餘預測。

[†] 如果市場真能根據特定公司管理當局過去預測態度為保守或樂觀，調整對自願性盈餘預測，作出不同的反應，對管理當局的隱含意義應是一味的高估或低估盈餘預測，可能無法達到其目的，而不偏的預測，可能才是最佳的政策。投資人溝通政策之討論可參閱 Palepu *et al.* (2000) 第十七章。

[‡] 即預測誤差的平均數及中位數，在統計上並不顯著異於 0。

理當局故意作虛偽不實的揭露，甚至利用此訊息從事內線交易時，在美國的司法制度下，管理當局將負擔重大的法律成本(Francis, Philbrick, and Schipper 1994; O'Brien and Hodges 1991; Skinner 1991)。法人是市場主要的投資人，分析師產業相當發達，除提供管理當局揭露盈餘預測的間接管道外，分析師的專業、法律責任及誘因，對管理當局不切實際的盈餘預測，亦有監督的作用(Lees 1981; Palepu *et al.* 2000; Williams 1996)。此外，美國上市公司之管理當局多屬專業經理人，管理當局的信譽問題，終將被投資人瞭解，專業經理人力市場(managerial labor market)可以發揮遏止管理當局誠信問題的機制(Fama 1980)。

反觀台灣目前的情況，在法律責任方面，管理當局對於虛偽不實的盈餘預測，幾乎沒有法律責任* (林煜宗及汪健全 1994)。截至目前為止，並未發生管理當局因不實之盈餘預測而遭訴訟的案例，司法制度似乎無法確保盈餘預測的可靠性。在專業財務分析師產業方面，國內的財務分析師產業尚處於萌芽階段，法人的投資比重僅約占大盤交易 10%，投資人與管理當局還未給予太大的重視，財務分析師對盈餘預測的監督較薄弱。在專業經理人力市場方面，國內公司多屬家族企業，公司管理當局持有相當大的股權。管理當局因信譽不佳而遭更換之機率遠低於美國，欲依賴專業經理人力市場的機制，遏止管理當局不實盈餘預測的力量亦嫌不足。換言之，台灣在確保管理當局盈餘預測可靠性的機制遠不如美國。從過去台灣實證的結果觀之，似乎也印證了台灣盈餘預測的可靠性是令人質疑的，平均而言，盈餘預測是樂觀偏誤的(biased)[†] (許錦娟 1992; 林煜宗及汪健全 1994; 蘇勇儒 1996; 吳建輝 2001); 而且，盈餘預測是否具有資訊內涵，在實證上亦沒有肯定的結果[‡]。

雖然台灣在確保管理當局盈餘預測可靠性的機制不如美國，平均而言，盈餘預測是偏誤的。但就個別公司而言，並不是每一家公司的盈餘預測都是樂觀的偏誤，有些公司管理當局所公告之盈餘預測相當

* 目前只有強制性財務預測有相關的法令規範。但對於報章雜誌上，常見的自願性盈餘預測的發布，並沒有相關法令規範管理當局不實之盈餘預測。

[†] 所謂的樂觀偏誤係指管理當局所作之盈餘預測較實際盈餘高；反之，如果管理當局所作之盈餘預測較實際盈餘低，則稱為保守偏誤。

[‡] 造成台灣實證結果不一致的原因，除了盈餘預測的可靠性外，相關研究設計上的缺失也是原因之一。

準確，而有些公司所作之盈餘預測則相當保守。因此，本研究目的即在探討，市場是否會先依管理當局過去之盈餘預測態度是樂觀或保守，而對自願性盈餘預測有不同的反應。

本研究以管理當局過去五年及三年的預測誤差的平均數或加權平均數，判斷管理當局過去的預測態度，是保守還是樂觀。並利用事件研究法檢視不同預測態度的樣本，在宣告自願性盈餘預測時，對股票異常報酬率的影響是否不同。藉以觀察市場是否存在著一個理性的機制，會先透過評估管理當局過去的預測態度，再決定對盈餘預測作出反映。

本研究預期，市場對預測態度較保守公司宣告之盈餘預測所產生的異常報酬率，應大於預測態度樂觀公司所作之盈餘預測。換言之，如果盈餘預測是傳達好消息時，市場對於預測態度較保守的公司所宣告的股價反應，應較樂觀的公司有較大的正異常報酬率；反之，如果盈餘預測是傳達壞消息時，市場對於預測態度較保守的公司的股價反應，應較樂觀的公司有較小負的異常報酬率。實證結果顯示：在不區分好壞消息的前提下，發現預測態度保守的公司，其在市場上資訊內涵反應確實會大於樂觀公司。如果再進一步將盈餘預測區分好壞消息時，本研究也發現，當管理當局所發布的盈餘預測資訊傳達好消息時，預測態度保守的公司，其資訊內涵確實也會比樂觀公司來的大。反之，若盈餘預測傳達壞消息時，保守公司的資訊內涵反而比樂觀公司要來的小。

其餘本文的架構如下：第二節為對過去文獻的整理回顧；第三節為研究假說、研究設計與變數衡量的說明；第四節為樣本的選取與資料來源；第五節為實證的結果分析；第六節則為結論與建議。

貳、文獻整理回顧

根據目前相關之文獻，解釋管理當局自願性宣布盈餘預測行為之相關理論，主要有下列三種假說^{*}(hypothesis)：(一)信號假說(Signaling

^{*}就美國文獻而言，尚有法律責任假說(litigation hypothesis)用以解釋管理當局揭露自願性盈餘預測的動機。該假說預期管理當局未揭露壞消息與好消息，其所須承擔的法律成本並不一樣。未及時揭露壞消息所須負擔之成本，可能遠大於未及時揭露好消息所帶來的成本或利益。因此，管理當局有更大的誘因去揭露壞消息(O'Brien and Hodges 1991; Skinner 1991; Francis *et al.* 1994; Kasznik and Lev

Hypothesis)，由於管理當局與投資者之間對於公司之資訊具有不對稱性 (information asymmetry)，故管理當局藉由裁決性的揭露 (discretionary disclosure)，作為向市場傳達公司相較於沒有揭露公司有較佳狀況的訊號 (Grossman 1981; Milgrom 1981; Ross 1979 及 Verrecchia 1983)。該假說隱含著自願揭露盈餘預測的公司，相對於未揭露公司有好消息。(二) 預期調整假說 (Expectation Adjustment Hypothesis)，有些文獻亦稱為降低交易成本假說。該假說預期當管理當局認為市場對公司盈餘之預期，與自己之預期有差距時，便會主動揭露盈餘的預測，促使市場對公司盈餘的預期與管理當局的預期一致，其目的主要在降低與投資者間資訊不對稱的程度，降低交易成本 (transaction cost)^{*} (Copeland and Galai 1983; Ajinkya and Gift 1984; Glosten and Millgrom 1985; Diamond 1985; King, Pownall, and Waymire 1990 及 Lang and Lunkholm 1993)。該假說隱含管理當局有誘因會主動揭露有利或不利的盈餘預測。此假說的精神與 Akerlof(1970)所討論的二手車市場，「檸檬車 (lemons)」問題類似。(三) 減緩代理問題假說 (Mitigating Agency Hypothesis)，該假說預期主理人與代理人之間的代理成本越大，代理人 (管理當局) 主動揭露內部資訊以減輕代理成本的誘因越大，(Jensen and Meckling 1976)。從上述三種假說可知，就個別公司而言，管理當局可能藉由盈餘預測向市場傳達好消息或壞消息。

關於自願性盈餘預測準確度及資訊內涵方面，就美國的實證結果而言，支持管理當局盈餘預測的準確性，比財務分析師及時間序列模

1995)。在美國，證券投資者控告管理當局盈餘揭露的法律案件，其主要法源是證管會 10b-5 條例 (SEC Rule 10b-5)，10b-5 明確規定：「就當時的環境下，為了避免誤導，對於重要事實作不實的說明或遺漏必要的說明 (to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading.)」是不合法的。許多引用 10b-5 條例的訴訟案例中，大都是因為在管理當局揭露某項壞消息後，引起股票價格大幅的下跌。在這種情況下，投資者很容易主張管理當局違反 10b-5 條例，而需負賠償責任。但是，如果管理當局沒有及時主動揭露好消息，投資者則很難援引 10b-5 條例控告管理當局。此外，不及時揭露壞消息，除了有法律成本，亦可能會產生聲譽成本 (reputation cost) (Skinner 1991)。由於國內對於管理當局不實之盈餘預測幾無法律責任，故本研究不予採用。^{*} 交易成本包括買賣價差 (bid-ask spread)、證券經紀人佣金及投資者收集私有資訊 (private information) 的成本等。

式好(Ruland 1978; Jaggi 1980; Imhoff Jr. and Pare 1982), 且亦一致地證實管理當局自願性盈餘預測具有資訊內涵(包括同產業資訊移轉)(Patell 1976; Jaggi 1978; Penman 1980; Ajinkya and Gift 1984; Waymire 1984; Waymire 1985; McNichols 1989; Pownall and Waymire 1989; Lev and Penman 1990; Ruland *et al.* 1990; Han *et al.* 1989; Han and Wild 1991; Lang and Lundholm 1993; Pownall *et al.* 1993; Baginski *et al.* 1993)。國內的相關研究, 在盈餘預測準確度方面, 結論並不一致, 但傾向支持財務分析師所作的盈餘預測, 相對於管理當局所作的盈餘預測來得準確* (許錦娟 1992; 林煜宗及汪健全 1994; 蘇勇儒 1996; 吳建輝 2001)。此外, 實證結果也發現預測期間、公司規模、盈餘變動水準、市場風險等因素會影響預測準確度(張淑娟 1991; 張希恭 1996)。在資訊內涵方面, 則實證結果並不一致, 陳如慧(1995)、宋義德(1996)、蕭佩旻(1997)及黃煒翔(1997)的實證結果顯示, 盈餘預測具有資訊內涵; 然而李愛玲(1986)、吳安妮(1993)、陳招美(1994)及黃齊堯(1994)的實證結果則否, 故仍未有定論。

Palepu *et al.*(2000)認為, 在資訊不對稱及利益衝突的情況下, 若管理當局欲與外部投資人及資訊仲介者維持長期關係, 則必須建立一個無偏頗的溝通管道, 才能發揮溝通的效果。如果管理當局所做的估計與判斷, 能夠與後來的實際績效相符, 就能對投資人與分析師彰顯他們的預測能力與誠信度。因此, 不論管理當局為何種原因而揭露盈餘預測, 其前提是管理當局所作之盈餘預測必須是可靠的, 方能獲取投資大眾的信賴, 才能達到管理當局所要達到的目的。Williams(1996)曾經發現, 管理當局前期盈餘預測準確度的大小, 對分析師當期盈餘預測有影響。而李建然及周俊德(2002)則發現, 市場會依管理當局的信譽, 對盈餘預測作出不同程度的反應。

* 國內文獻中所指之財務分析師預測, 通常係指財訊或四季報所公布之盈餘預測, 為單一數字。與美國文獻中指稱之財務分析師預測有很大的差異, 美國文獻中所指之財務分析師預測主要是指 I/B/E/S 或 Value Line 蒐集自許多財務分析師所預測之平均數或中位數, 並非單一數字。根據理性預期理論, 以平均數或中位數衡量分析師之預期, 可以消除分析師個人之偏誤, 提高預測之準確度。因此, 本文認為在台灣財務分析師所作的盈餘預測, 相對於管理當局所作的盈餘預測或其他盈餘預測模式準確的結論, 仍有待商榷。

參、研究假說、研究設計與變數衡量

誠如前述，由於台灣在確保盈餘預測可靠性的機制並不健全，整體而言，過去文獻也呈現管理當局之盈餘預測並不準確，而且有樂觀的偏誤（許錦娟 1992；林煜宗及汪健全 1994；蘇勇儒 1996；吳建輝 2001）。但就個別公司而言，還是有不少公司，其盈餘預測相當具有準確性；也有些公司的盈餘預測相當保守。如果市場能夠利用公司管理當局過去預測態度的資訊，協助解讀盈餘預測的內涵，則本研究預期，如果盈餘預測傳達的訊息是好消息，市場可能會推測過去預測態度保守的公司，將低估好消息；而對於預測態度樂觀的公司，市場可能會推測該公司將高估好消息。因此，市場對於預測態度較保守的公司所宣告的股價反應，應較樂觀的公司有較大的正異常報酬率。反之，如果盈餘預測傳達的訊息是壞消息，市場可能會推測過去預測態度保守的公司，將高估壞消息；而對於預測態度樂觀的公司，市場可能會推測該公司將低估壞消息。因此，市場對於預測態度較保守的公司的股價反應，應較樂觀的公司有較小負的異常報酬率。

在研究設計方面，主要是以事件研究法(event study methodology)，分析市場對預測態度保守及樂觀的公司，利用盈餘預測宣告好壞消息時，對股票所引起之異常報酬，是否如本研究假說之預期。因此，本研究主要衡量之變數有三大類：預測態度、好壞消息及異常報酬率的衡量。茲將各類變數之衡量說明如下：

一、管理當局預測態度的衡量

誠如 Palepu *et al.*(2000)所言，欲評估管理當局預測態度，需要一段時間驗證管理當局的盈餘預測態度到底是保守還是樂觀的。為求實證結論的穩健性(robustness)，本研究在判定*i*公司*t*年之盈餘預測，究竟是保守或樂觀之管理當局所發布時，係分別以*i*公司前三年及前五年，管理當局預測誤差的平均數與加權平均數，判斷管理當局的預測態度。關於管理當局預測誤差平均數與加權平均數的衡量方式如下：

- (一) 管理當局過去預測誤差平均數(Average Forecast Error, AFE)的衡量 AFE 之計算方式如下：

$$AFE_{it} = \frac{1}{\sum_{k=1}^{3 \text{ or } 5} N_{i,t-k}} \sum_{k=1}^{3 \text{ or } 5} \sum_{j=1}^{N_{i,t-k}} \frac{EF_{i,t-k,j} - AE_{i,t-k}}{|AE_{i,t-k}|} \quad (1)$$

式中

$EF_{i,t-k,j}$: 為 i 公司管理當局在 t-k 年第 j 次之盈餘預測。

$AE_{i,t-k}$: 為 i 公司在 t-k 年之實際盈餘。

$N_{i,t-k}$: 為 i 公司在 t-k 年之預測次數。

由於 AFE 接近 0 的公司，不易判斷其管理當局的預測態度，在考量樣本觀察值的足夠性下，將 AFE 在正負 20% 範圍內的樣本予於刪除。並將 AFE 大於 20% 的公司，定義為預測態度樂觀的公司；而將 AFE 小於 -20% 的公司定義為預測態度保守的公司。

(二) 管理當局過去預測誤差加權平均數 (Weighted Average Forecast Error, WAFE) 的衡量：

由於越接近會計年度結束日所作的盈餘預測，其預測誤差可能會越小，在相關實證研究中亦支持上述的看法（張淑娟 1991；張希恭 1996）。因此，為避免各公司在盈餘預測時點上的差異，可能造成衡量預測態度上之偏差，本研究另以預測的時點，作為加權的因子，重新計算每一公司的加權平均預測誤差，以求實證結論之穩健性。加權方式係以月份為單位，盈餘預測時點距年度結束日越長，加權比重越低；距年度結束日越短，加權比重越高。而加權因子以預測月份除以 12 的方式衡量。例如，一月發布預測的加權因子為 1/12、六月發布預測的加權因子為 6/12、十二月發布預測的加權因子為 12/12。WAFE 之計算方式如下：

$$WAFE_{it} = \frac{1}{\sum_{k=1}^{3 \text{ or } 5} N_{i,t-k}} \sum_{k=1}^{3 \text{ or } 5} \sum_{j=1}^{N_{i,t-k}} W_{i,t-k,j} \frac{EF_{i,t-k,j} - AE_{i,t-k}}{|AE_{i,t-k}|} \quad (2)$$

式中（其他符號之定義與（1）式同）

$W_{i,t-k,j}$: i 公司管理當局在 t-k 年第 j 次盈餘預測的加權因子。

同 AFE 之處理，將 WAFE 正負 20% 的公司刪除，並將 WAFE 大於 20% 的公司，定義為預測態度樂觀的公司；而將 WAFE 小於 -20% 的公司定義為預測態度保守的公司*。

二、理當局盈餘預測傳達好、壞消息之衡量

在衡量管理當局發布自願性盈餘預測是否為好消息或者是壞消息，本研究為求實證結論之穩健性，分別以管理當局前次預測及趨勢隨機漫步模式預測兩種模式作為市場預期[†]，並計算每次盈餘預測所傳達之未預期盈餘。茲將上述兩種模式衡量未預期盈餘之方式說明如下：

(一) 以管理當局前次預測作為市場預期[‡]

本模式係將管理當局的盈餘預測與前次預測做比較。若管理當局的盈餘預測大於前次的盈餘預測，則為好消息。反之，若管理當局的盈餘預測小於前次的盈餘預測，則視為壞消息。若盈餘預測為當年度第一次發布，則以前年度實際盈餘與之相比較。其公式如下：

$$UE_{i,t,j} = EF_{i,t,j} - EF_{i,t,j-1} \quad (\text{當 } j=1 \text{ 時； } EF_{i,t,j-1} \text{ 以 } AE_{i,t-1} \text{ 代替}) \quad (3)$$

* 不論是以以前三年及前五年管理當局預測誤差的平均數與加權平均數，判斷管理當局的預測態度，如以 AFE 或 WAFE 大於 0 或小於 0 區分預測態度，實證結果與以 AFE 與 WAFE 大於 20% 或小於 -20% 區分預測態度相當類似，只是統計顯著性會下降。

[†] 雖然近二十年來，美國文獻多以分析師之預測作為市場之預期，實證上亦支持分析師之預測是市場預期良好之替代變數(Brown 1993)。但美國文獻上所謂之分析師預測，係指蒐集自許多分析師預測之平均數或中位數（多由 I/B/E/S 資料庫取得），使用分析師預測的平均數及中位數乃是利用大數法則之原理，消除個別分析師之個人偏誤。在理性預期下，平均數或中位數可能即可以反映市場對公司盈餘之預期。但在台灣，並沒有類似的資料庫，彙整各分析師對特定公司之預測值，並藉以提供分析師預測值之平均數或中位數。台灣目前許多文獻在衡量市場對公司盈餘之預測上，皆忽略了台灣與美國在這方面的重大差異，便直接套用美國文獻之作法。然而台灣文獻上所謂之分析師預測多以財訊或四季報公布之預測值，皆為單一預測值，並非彙整許多分析師預測值之平均數或中位數。以單一預測值作為市場預測值之替代變數並不恰當，進而影響未預期盈餘的衡量。這也是造成台灣許多探討盈餘相關資訊內涵結論不一致的主因之一。因此，本研究並未採用分析師之預測作為市場對公司盈餘之預期，轉而採用美國較早期文獻的衡量方式，因為截至目前為止，台灣所累積之文獻，並無法證實財訊或四季報之單一預測值是市場預期的良好替代變數。

[‡] 此模型即為修正之隨機漫步模型(Random Walk Model)。

式中

$UE_{i,t,j}$: 未預期盈餘。

$EF_{i,t,j}$: i 公司管理當局在 t 年第 j 次盈餘預測。

$EF_{i,t,j-1}$: 管理當局前次預測。

$AE_{i,t-1}$: 前年實際盈餘。

若 UE 大於 0，則代表盈餘預測係傳達好消息；若 UE 小於 0，則代表盈餘預測係傳達壞消息。

(二) 以趨勢隨機漫步模式(Random Walk with Drift Model)預測作為市場預期

趨勢隨機漫步預測模式，係以前期的實際盈餘，加上過去實際盈餘成長之平均數，作為該公司當期的市場預期。其計算方式如下：

$$UE_{i,t,j} = EF_{i,t,j} - \left(AE_{i,t-1} + \frac{1}{n} \sum_{k=1}^n (AE_{i,t-k} - AE_{i,t-k-1}) \right) \quad (4)$$

式中 n 為計算過去實際平均盈餘成長之年數，其他變數之定義與 (3) 式同。

若 UE 大於 0，則代表盈餘預測係傳達好消息；若 UE 小於 0，則代表盈餘預測係傳達壞消息。

三、異常報酬率之衡量

本研究係以市場模式 (market model) 估計事件期之異常報酬率。其相關之事件日、事件期及估計期的設定，說明如下：(一)事件日：以自願性盈餘預測發布日為基準，即 $t=0$ 。若是恰逢股市休市日，則以休市後第一個交易日為事件日。若盈餘預測是透過晚報發布，則以隔日交易日作為事件日。(二)事件期：本研究則以事件日前後共 21 個交易日作為事件期。即 $t=-10$ 和 $t=+10$ 。 $-t$ 表示事件日之前第 t 日，而 $+t$ 表示事件日之後第 t 日。(三)估計期：本研究以事件日前 310 個交易日至前 11 個交易日作為估計期。即 $t=-310$ 到 $t=-11$ 。

至於檢定平均異常報酬率(average abnormal return, AR)及平均累計異常報酬(average cumulative abnormal return, CAR)是否異於 0，本研

究採用標準化橫剖面法(standardized-residual cross-sectional method)檢定，根據 Boehmer *et al.*(1991)之模擬實驗顯示，不管事件是否會影響事件期異常報酬率變異數的變化，在此法下的檢定力與型 I 錯誤(type I error)的表現最好，而且即使有事件集中(event clustering)的情況下，對其表現似乎沒有太大的影響。檢定 AR 及 CAR 是否異於 0 之 t 值計算公式如下：

$$t^{AR} = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{iE}}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left(SAR_{iE} - \frac{\sum_{i=1}^N SAR_{iE}}{N} \right)^2}} \quad E = -10, -9, \dots, +9, +10 \quad (5)$$

$$t^{CAR} = \frac{SCAR(\tau_1, \tau_2)}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left(SCAR_i(\tau_1, \tau_2) - \frac{\sum_{i=1}^N SCAR_i(\tau_1, \tau_2)}{N} \right)^2}}, [\tau_1, \tau_2] \subset [-10, +10] \quad (6)$$

式中，

N : 為樣本量；

SAR_{it} : 為 i 公司在事件期 t 日之標準化後異常報酬率，其

計算方式如下，
$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{s}_i \sqrt{1 + \frac{1}{T_i} + \frac{(R_{mt} - \bar{R}_{mi})^2}{\sum_{t=1}^{T_i} (R_{mt} - \bar{R}_{mi})^2}}}$$
， AR_{it} 為以市場模

式估計之異常報酬率， \hat{s}_i 為 i 公司「估計期」殘差的標準差， T_i 為 i 公司估計期的天數， \bar{R}_{mi} 為 i 公司「估計期」市場報酬率之平均數， R_{mt} 為 i 公司在事件期 t 日之市場報酬率；

$SCAR_i(\tau_1, \tau_2)$: 為 i 公司在事件期 τ_1 天至 τ_2 天累計之標準化後異常報酬率。

在研究設計上，為恐在區分好、壞消息時，因未預期盈餘的衡量誤差而影響實證結果。因此，本文首先暫不將盈餘預測區分好壞消息，僅將樣本依預測態度區分為保守及樂觀兩個子樣本，並觀察兩個子樣本之股價反應。雖然兩個子樣本中之盈餘預測，傳達好消息及壞消息所引起之股價反應會互相抵消，但市場能如本研究假說所預期，對於保守公司傳達好消息之盈餘預測，相對於樂觀公司有較大正的異常報

酬率；而對於保守公司傳達壞消息之盈餘預測，相對於樂觀公司有較小負的異常報酬率。儘管好、壞消息所引起之股價反應會相互抵消，但根據研究假說，還是可以預期保守公司樣本在事件日之異常報酬，大於樂觀公司在事件日之異常報酬^{*}。

不過，前述之作法雖可避免區分好、壞消息可能引起之問題，但卻略嫌粗略。因此，本研究進一步將保守及樂觀兩樣本，再依盈餘預測傳達好、壞消息，共區分為四個子樣本。根據研究假說，則保守/好消息及樂觀/好消息樣本，在事件日之 AR 皆應大於 0，且保守/好消息樣本之 AR，應大於樂觀/好消息樣本之 AR；而保守/壞消息及樂觀/壞消息樣本，在事件日之 AR 皆應小於 0，且保守/壞消息樣本之 AR，應大於樂觀/壞消息樣本之 AR[†]。

肆、樣本的蒐集與整理

本研究從台灣經濟新報社(Taiwan Economic Journal, TEJ)之盈餘

^{*} 根據研究假說，市場如果對管理當局的預測態度作出反應，則對保守公司的好消息有較大的正的 AR，而對壞消息則較小負的 AR；反之，對樂觀公司的好消息有較小的正的 AR，而對壞消息則較大負的 AR。在此情況下，即使不將樣本區分為好壞消息，在事件研究法的邏輯下，還是可以預期保守公司之平均 AR 會大於樂觀公司之平均 AR。

[†] 另一種較為精細研究設計，可以利用迴歸分析類似盈餘反應係數(earnings response coefficient, ERC)的做法，探討預期態度對 ERC 的影響，本研究亦做了此類的實證研究，只是 ERC 本身即不具統計顯著性，更遑論預期態度對 ERC 的影響。其實這樣的結果我們並不感到意外，因為國內許多研究“短事窗”ERC 的研究（盈餘宣告、自願性盈餘預測及強制性財務預測等），ERC 不顯著是相當常見的結果。就台灣目前盈餘預測資料內涵之研究而言，幾乎沒有一篇可以找到 ERC 具有統計顯著性的，找到結果的研究，大多僅做好壞消息的區分。我們認為，固然台灣這類文獻所遭遇的問題很多，但其中最大的困難與 Ball and Brown (1968)當時面臨的問題類似，即 UE 的估計有太大的誤差（short window 的研究更嚴重，參見 Lev, 1989）。因此，即使 Ball and Brown API 的結果相當明顯，但仍無法找到 ERC 顯著為正的結果（Ball and Brown, 1968, p173,第二段至第四段）。台灣截至目前為止，此類文獻的研究方法，大多直接模仿美國近幾年的研究設計，而忽略了台灣目前之現況，例如，許多研究直接利用財訊或四季報的預測，作為分析師的預測，但忽略了財訊或四季報的預測只有一個值，而非平均數或中位數；更重的是，台灣許多實證研究發現財訊或四季報的預測並不準確，而且沒有資訊內涵，直接當作市場預期並不恰當（accuracy test and associate test 皆未通過）。正因為如此，本研究才改以最原始，但可能是消除衡量誤差最有效的方法--只分好消息及壞消息兩組及以未預期盈餘分組的方式，檢視管理當局預測態度對好消息及壞消息兩組樣本股價的反應是否有差異（Beaver, Clark and Wright, 1979；Brown, 1993）。

預測—管理當局檔案中，蒐集民國 75 年到民國 89 年底止，上市（櫃）公司曾主動發佈當年度稅前盈餘預測，預測日期及刊載報紙等資料。樣本的選取須符合下列條件：

- 一、樣本公司必須採行曆年制。由於外在環境會因會計年度不同而有不一樣的影響以及會計期間的不一致將會增加資料處理的複雜性，故將少數非曆年制的公司資料排除。
- 二、營業性質及會計實務特殊，且受政府管制之金融保險及證券業，其盈餘預測動機及資訊內涵可能與一般公司不同，故予以排除。
- 三、盈餘預測宣告日，必須在預測年度終了之前，否則不符合預測的定義，故將年度終了後之盈餘預測予以刪除。
- 四、盈餘預測必須是透過公司管理當局、股東會、董事會、業績發表會所發佈之自願性盈餘預測。
- 五、盈餘預測必須是點估計形式，以避免非數量性資訊，落入主觀的判斷，而影響實證結論。

在本研究中，符合自願性盈餘預測樣本選取標準的觀察值有 704 家上市（櫃）公司，共計 3,153 個觀察值。此外，誠如研究設計一節中所述，刪除預測誤差在正負 20% 範圍內之觀察值，因此，實際研究的觀察值只剩 2,110 個。另外，由於評估管理當局預測態度，是以前五年及前三年的預測誤差衡量，故實際觀察盈餘預測資訊內涵之期間，是從民國 80 年初到民國 89 年底。經過上述過程的篩選，若以前五年為預測態度的評估期間，其觀察值則為 1,070 個；若以前三年為預測態度的評估期間，其觀察值為 982 個。

首先，將民國 75 年至 89 年上市（櫃）公司發佈自願性盈餘預測次數、第一次盈餘預測及盈餘預測宣告之月份的統計彙整於表一至表三。表一中顯示，有 24% 的公司對同年度的盈餘預測做兩次或兩次以上的預測，甚至有些公司在同一年度中宣布四、五次盈餘預測。從表二及表三則顯示，許多自願性宣布盈餘預測的上市（櫃）公司，選擇在第一季即公布盈餘預測，佔全部觀察值的 42%，其中又以在一月份即宣布的公司最多，佔全部觀察值的 19%。此外，就所有上市（櫃）的預測次數分佈情形中，在 7 月之前有呈現遞減的情形，而在八月以

後則呈現遞增現象，因此預測次數與所分佈月份之間有呈現 U 型的關係，此樣本統計資料的結果，與相關文獻之樣本特性類似（陳東良，1996；李建然及周俊德，2002）。

表 1 台灣上市上櫃公司自願性盈餘預測次數統計

次數	第一次	第二次	第三次	第四次	第五次	總計
75 年	51	18	3	0	0	72
76 年	53	15	3	0	0	71
77 年	59	18	2	1	0	80
78 年	62	21	2	0	0	85
79 年	94	26	7	1	0	128
80 年	122	29	3	2	2	158
81 年	51	11	1	1	0	64
82 年	136	33	7	0	0	176
83 年	137	33	4	1	0	175
84 年	131	36	9	3	0	179
85 年	228	60	15	1	1	305
86 年	294	66	13	3	0	376
87 年	229	40	3	1	0	273
88 年	351	76	14	2	0	443
89 年	408	120	34	4	2	568
總計	2406	602	120	20	5	3153
百分比	76%	19%	4%	1%	0%	100%

表 2 上市上櫃第一次自願性盈餘預測宣告月份統計

次數	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	總計
75年	6	4	7	9	13	7	0	1	0	1	1	2	51
76年	5	4	5	9	7	4	1	11	3	1	2	1	53
77年	8	6	12	8	6	4	2	6	0	1	3	3	59
78年	7	1	10	11	7	6	3	3	3	2	4	5	62
79年	11	16	11	6	5	4	1	9	7	6	4	14	94
80年	38	28	11	11	2	2	1	0	3	5	6	15	122
81年	12	0	3	1	4	2	0	6	2	2	7	12	51
82年	30	29	8	13	21	4	3	4	5	7	4	8	136
83年	34	20	13	14	25	7	1	3	6	7	1	6	137
84年	46	3	21	19	2	0	1	3	2	2	14	18	131
85年	34	24	30	17	27	20	10	5	6	8	11	36	228
86年	54	34	31	36	29	21	13	19	6	10	18	23	294
87年	44	39	22	23	21	22	12	18	3	13	2	10	229
88年	16	8	45	45	33	50	14	24	18	29	28	41	351
89年	120	62	44	27	25	61	11	4	18	18	10	8	408
總計	465	278	273	249	227	214	73	116	82	112	115	202	2406
百分比	19%	12%	11%	10%	9%	9%	3%	5%	3%	5%	5%	8%	100%

表 3 上市上櫃自願性盈餘預測宣告月份統計

次數	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	總計
75年	6	4	8	14	15	9	0	5	1	4	1	5	72
76年	5	4	6	11	10	5	3	15	4	3	2	3	71
77年	8	6	13	11	8	6	3	15	0	1	4	5	80
78年	7	1	10	13	7	8	5	10	5	4	5	10	85
79年	12	16	11	6	7	5	3	15	15	8	5	25	128
80年	40	31	13	12	4	5	2	0	4	9	8	30	158
81年	12	0	3	2	4	2	1	6	3	2	8	21	64
82年	30	29	10	14	27	7	5	6	11	13	9	15	176
83年	34	20	13	16	29	10	1	10	9	10	5	18	175
84年	46	3	22	27	2	0	2	5	3	4	23	42	179
85年	34	26	30	21	34	23	14	9	8	15	24	67	305
86年	55	34	31	42	40	32	21	25	10	14	33	39	376
87年	44	41	26	26	25	24	15	24	6	23	2	17	273
88年	16	8	47	48	40	57	22	30	25	35	43	72	443
89年	122	67	50	39	43	85	18	14	48	38	24	20	568
總計	471	290	293	302	295	278	115	189	152	183	196	389	3153
百分比	15%	9%	9%	10%	9%	9%	4%	6%	5%	6%	6%	12%	100%

伍、實證結果與分析

首先，將自願性盈餘預測誤差比率之次數及公司家數的分佈情況彙總於表四。就次數而言，大約有 39% 的盈餘預測屬於低估的情形，高估的情形約佔 61%。不過，低估的預測誤差大部分小於 50%，但是高估的誤差卻有相當高的比率大於 50%，甚至有大於 1000% 的情形出現*。另外，預測誤差在正負 10% 之內佔有 18.3%，預測誤差在正負 20% 之內佔有 32.06%，預測誤差在正負 50% 之內佔有 59.18%，預測誤差在正負 100% 之內佔有 74.09%，而預測誤差高於正負 100% 佔有 25.91%。

表 4 自願性盈餘預測誤差比率之次數及家數分配情形

預測誤差範圍 ^a	次數	比率	累積比率	家數	比率	累積比率
ER<-100%	6	0.19%	0.19%	1	0.14%	0.14%
-100%<ER<-50%	187	5.93%	6.12%	11	1.56%	1.70%
-50%<ER<-35%	196	6.22%	12.34%	13	1.85%	3.55%
-35%<ER<-20%	285	9.04%	21.38%	41	5.82%	9.38%
-20%<ER<-10%	239	7.58%	28.96%	41	5.82%	15.20%
-10%<ER<0%	330	10.47%	39.42%	66	9.38%	24.57%
0%<ER<10%	247	7.83%	47.26%	51	7.24%	31.82%
10%<ER<20%	195	6.18%	53.44%	67	9.52%	41.34%
20%<ER<35%	230	7.29%	60.74%	51	7.24%	48.58%
35%<ER<50%	144	4.57%	65.30%	41	5.82%	54.40%
50%<ER<100%	283	8.98%	74.28%	118	16.76%	71.16%
100%<ER<200%	404	12.81%	87.09%	103	14.63%	85.80%
200%<ER<500%	258	8.18%	95.27%	62	8.81%	94.60%
500%<ER<1000%	57	1.81%	97.08%	29	4.12%	98.72%
ER>1000%	92	2.92%	100.00%	9	1.28%	100.00%
總計	3153	100.00%		704	100.00%	

^a ER 代表預測誤差

由於各公司可能有數次的自願性盈餘預測。因此，本文另以各公司管理當局的平均預測誤差，來分析公司管理當局預測誤差的分布情形。在表四中可看出，盈餘預測較保守（預測誤差小於 0）公司家數佔了 24.57%，而盈餘預測較樂觀（預測誤差大於 0）的公司佔了 75.43%。此外，與次數分析的現象一樣，預測保守的公司，其預測誤差大

* 預測誤差超過 1000% 的公司，許多是因為在計算盈餘預測誤差比率時，實際盈餘太小（分母），使得預測誤差比率變得相當大。

部分小於 50% ，但是傾向高估的公司，其預測誤差卻多半大於 50% 。而預測誤差在正負 10% 之內的公司有 16.62% ，預測誤差在正負 20% 之內的公司有 31.96% ，預測誤差在正負 50% 之內的公司有 52.69% ，預測誤差在正負 100% 之內的公司有 71.01% ，而預測誤差高於正負 100% 的公司有 28.99% 。

綜合表四的結果可以發現，就整體而言，不論是預測誤差之平均數或中位數皆顯著大於 0 (未顯示在表中)。驗證了前述台灣的環境，確保管理當局盈餘預測可靠性機制的不足。但就個別公司而言，雖然多數的盈餘預測較偏向樂觀的態度，都仍然有些公司的盈餘預測相當準確，也有一些公司的盈餘預測相當保守。

曾如研究設計一節中所述，區分好、壞消息可能會引入未預期盈餘衡量上的誤差，而影響實證結論。故首先將不區分好、壞消息的情況下，市場對保守及樂觀公司宣布盈餘預測所反應之異常報酬率彙整於表五。由於以前三年或前五年平均預測誤差及加權平均預測誤差區分預測態度之結果相同，為節省篇幅，表五僅彙整以前五年預測誤差區分預測態度之實證結果。

表 5 不區分好、壞消息下，以前五年預測誤差評估預測態度，
在事件期 AR 及 CAR 之彙總^a

事件期	不區分預測態度 (N=1070)		以前五年預測誤差平均數 區分預測態度				以前五年預測誤差加權平均數 區分預測態度			
			保守態度 (N=273)		樂觀態度 (N=797)		保守態度 (N=287)		樂觀態度 (N=783)	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-10	0.089	0.089	-0.011	-0.011	0.123 *	0.123 *	-0.122	-0.122	0.167 **	0.167 **
-9	0.053	0.142 *	0.265 **	0.254	-0.020	0.104	0.312 **	0.190	-0.042	0.124
-8	0.125 **	0.267 **	-0.003	0.251	0.169 **	0.272 **	-0.086	0.104	0.202 **	0.327 **
-7	0.134 **	0.401 ***	0.249 **	0.500 **	0.095	0.367 **	0.284 **	0.388 *	0.079	0.406 **
-6	0.165 **	0.563 ***	0.127	0.627 **	0.177 **	0.542 ***	0.101	0.488 *	0.188 **	0.591 ***
-5	0.087	0.650 ***	0.117	0.744 **	0.076	0.618 ***	0.105	0.594 *	0.080	0.670 ***
-4	0.194 ***	0.845 ***	0.309 **	1.053 ***	0.154 **	0.774 ***	0.330 **	0.923 **	0.144 *	0.817 ***
-3	0.112 *	0.957 ***	0.202 *	1.255 ***	0.081	0.855 ***	0.148	1.071 **	0.099	0.915 ***
-2	0.158 **	1.119 ***	0.096	1.351 ***	0.179 **	1.040 ***	0.083	1.154 **	0.185 **	1.107 ***
-1	0.200 ***	1.319 ***	0.170 *	1.521 ***	0.210 **	1.250 ***	0.142	1.297 ***	0.221 ***	1.328 ***
0	0.193 **	1.511 ***	0.416 ***	1.936 ***	0.117	1.365 ***	0.437 ***	1.734 ***	0.104	1.429 ***
+1	-0.055	1.456 ***	-0.140	1.796 ***	-0.025	1.340 ***	-0.101	1.633 ***	-0.038	1.391 ***
+2	-0.141 **	1.312 ***	-0.067	1.729 ***	-0.166 **	1.169 ***	-0.067	1.566 ***	-0.168 **	1.219 ***
+3	-0.077	1.238 ***	-0.234 *	1.495 **	-0.023	1.150 ***	-0.291 **	1.288 **	0.002	1.221 ***
+4	-0.118 *	1.120 ***	-0.115	1.380 **	-0.119 *	1.031 ***	-0.042	1.245 **	-0.146 **	1.075 **
+5	-0.054	1.066 ***	-0.183 *	1.198 **	-0.010	1.021 **	-0.290 **	0.955 *	0.032	1.107 ***
+6	-0.126 **	0.940 **	-0.204 *	0.993 *	-0.099	0.922 **	-0.140	0.814	-0.120 *	0.986 **
+7	0.008	0.945 **	0.052	1.045 *	-0.007	0.911 **	0.000	0.805	0.010	0.997 **
+8	-0.106 *	0.839 **	-0.062	0.983	-0.121 *	0.790 *	-0.187 *	0.617	-0.076	0.920 **
+9	-0.023	0.821 **	-0.264 **	0.737	0.060	0.850 **	-0.207 *	0.426	0.045	0.965 **
+10	-0.135 **	0.686 *	-0.181 *	0.556	-0.120 *	0.730 *	-0.232 **	0.194	-0.100	0.865 **
事件日 AR 是否有顯著差異之檢定			保守與樂觀公司在事件日 t=0 之 AR 是否有差異之檢定結果 (p 值) ^b							
			p=0.0591				p=0.0405			

^a AR 代表平均異常報酬率，CAR 則代表累計平均異常報酬率。統計檢定為雙尾檢定，***表顯著水準為 1%；**表顯著水準為 5%；*表顯著水準為 10%。

^b 為單尾檢定之 p 值。

根據研究假說之預期，雖然不區分好壞消息時，藉由盈餘預測傳達好壞消息之股價反應可能會相互抵消，但由於在好消息下，市場對保守公司的股價反應會大於樂觀公司。相反地，在壞消息下，市場對保守公司的股價反應會小於樂觀公司。故預期在不區分好壞消息下，保守公司樣本在事件日之 AR 應顯著大於樂觀公司樣本。首先，從表五中可以發現，不論是以前五年之平均預測誤差或加權平均預測誤差區分預測態度，保守公司在事件日之 AR 皆顯著大於樂觀公司之 AR，其 p 值分別為 5.91% 及 4.05%，符合研究假說之預期。此外，從表五的結果可知，在不區分預測態度下，整體樣本在事件日，平均而言，有顯著正的異常報酬率。換言之，平均而言，管理當局利用盈餘預測向市場傳達好消息。在整體樣本按預測態度分成保守及樂觀樣本後，亦有類似的現象，保守及樂觀公司在事件日之 AR 亦為正，只是樂觀樣本之 AR 不再具統計顯著性。最後，不論是整體樣本、或保守及樂

觀之樣本，在事件日之前，似乎有正的異常報酬率的反應；而在事件日之後，則有負的異常報酬率反應。究竟是何種原因所造成，俾後進一步實證結果彙整後，再予分析。

未將樣本區分為好壞消息，固然可以免除區分好壞消息時，可能引起之問題，但在研究設計上，其檢定力(power)較弱。因此，本研究進一步將保守及樂觀之樣本，再分別區分為傳達好消息及壞消息之子樣本。根據本研究假說之預期，保守/好消息及樂觀/好消息子樣本在事件日之 AR 應大於 0，且保守/好消息之 AR 應大於樂觀/好消息之 AR。而保守/壞消息及樂觀/壞消息子樣本在事件日之 AR 應小於 0，且保守/壞消息之 AR 亦應大於樂觀/壞消息之 AR。

為先驗證本研究所使用之兩種區分好壞消息模式，是否能夠捕捉到市場對好壞消息之反應，並作為後續實證結果分析比較之基礎。首先將整個樣本僅依管理當局前次預測及趨勢隨機漫步模式兩種模式，區分為好、壞消兩個子樣本，並將該兩子樣本事件期之 AR 及 CAR 彙整於表六。

從表六之實證結果可發現，將全部樣本以兩種市場預期模式，區分好消息及壞消息時，其實證的結果都很一致。即對好消息樣本而言，不論在何種市場預期模式下，在事件日 $t=0$ 時，皆有顯著大於 0 之 AR (AR 分別為 0.3485% 及 0.339%)；對壞消息樣本而言，在事件日 $t=0$ 時，AR 亦呈現顯著小於 0 之現象 (AR 分別為 -0.902% 及 -0.557%)。換言之，兩種市場預期模式皆能捕捉到市場對盈餘預測所傳達之好、壞消息。此外，不論以何種市場預期模式區分好壞消息，皆呈現樣本中大約 3/4 的盈餘預測向市場傳達好消息，僅有 1/4 的盈餘預測向市場傳達壞消息。這種現象正也說明了表五之實證結果，為何在不區分好、壞消息的情況下，整體樣本或在保守及樂觀子樣本，其事件日之 AR 及 CAR 為正的原因。最後，從表六亦可觀察到另一個現象，不論在何種市場預期模式下，好消息樣本在事件日之前 8 日起至事件日止，皆有明顯正的 AR，事件日之後，則無明顯的股價反應。但對壞消息樣本而言，大約在事件日之前 2 日起，才有明顯之負的股價反應，但會延續至事件日之後。

表 6 將全部樣本依兩種市場預期模式，只區分出好壞消息樣本，在事件期之 AR 及 CAR 之彙總^a

事件期	以管理當局前次預測作為預期模式區分好壞				以趨勢隨機漫步模式作為市場預期區分好壞消息			
	好消息(N=799)		壞消息(N=271)		好消息(N=792)		壞消息(N=278)	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-10	0.076	0.076	0.129	0.129	0.061	0.061	0.171 *	0.171 *
-9	0.061	0.136	0.031	0.159	0.095	0.156	-0.067	0.103
-8	0.166 **	0.301 **	0.006	0.165	0.171 **	0.326 **	-0.005	0.098
-7	0.185 **	0.486 ***	-0.015	0.150	0.176 **	0.503 ***	0.014	0.111
-6	0.240 ***	0.726 ***	-0.060	0.082	0.223 ***	0.723 ***	-0.001	0.110
-5	0.134 *	0.860 ***	-0.055	0.026	0.141 *	0.863 ***	-0.068	0.042
-4	0.288 ***	1.149 ***	-0.085	-0.049	0.280 ***	1.145 ***	-0.051	-0.008
-3	0.146 *	1.295 ***	0.012	-0.037	0.111	1.256 ***	0.115	0.106
-2	0.284 ***	1.579 ***	-0.219 **	-0.245	0.276 ***	1.535 ***	-0.181 *	-0.067
-1	0.399 ***	1.978 ***	-0.391 ***	-0.637 *	0.363 ***	1.898 ***	-0.266 **	-0.333
0	0.348 ***	2.326 ***	-0.265 **	-0.902 **	0.339 ***	2.234 ***	-0.224 *	-0.557
+1	-0.017	2.309 ***	-0.166	-1.068 **	-0.060	2.174 ***	-0.040	-0.597
+2	-0.016	2.294 ***	-0.510 ***	-1.583 ***	-0.094	2.081 ***	-0.276 **	-0.879 *
+3	0.010	2.309 ***	-0.332 **	-1.914 ***	-0.009	2.072 ***	-0.270 **	-1.144 **
+4	-0.046	2.263 ***	-0.330 ***	-2.244 ***	-0.071	2.001 ***	-0.252 **	-1.397 **
+5	-0.046	2.217 ***	-0.080	-2.324 ***	-0.033	1.967 ***	-0.114	-1.511 **
+6	-0.079	2.138 ***	-0.263 **	-2.587 ***	-0.175 **	1.792 ***	0.015	-1.496 **
+7	0.049	2.182 ***	-0.114	-2.702 ***	-0.003	1.790 ***	0.038	-1.461 **
+8	-0.073	2.110 ***	-0.205 *	-2.907 ***	-0.055	1.735 ***	-0.253 **	-1.714 **
+9	-0.002	2.115 ***	-0.082	-2.988 ***	0.035	1.778 ***	-0.187 *	-1.901 ***
+10	-0.088	2.027 ***	-0.274 **	-3.262 ***	-0.103	1.675 ***	-0.228 **	-2.128 ***

^a AR 表平均異常報酬率，CAR 則代表累計平均異常報酬率。統計檢定為雙尾檢定，***表顯著水準為 1%；**表顯著水準為 5%；*表顯著水準為 10%。

接著，本研究進一步將預測態度變數加入，並將以前五年預測誤差平均數及加權平均數區分預測態度下，保守/好消息、樂觀/好消息、保守/壞消息及樂觀/壞消息四個子樣本，在事件期之 AR 及 CAR 彙整於表七及表八。

表 7 以前五年預測誤差平均數區分預測態度，並分別以分別以管理當局前次預測誤差及趨勢隨機漫步模式區分好壞消息下，事件期之 AR 及 CAR 彙總表^a。

事件日	以前五年預測誤差平均數區分預測態度															
	以管理當局前次預測為市場預期，以管理當局前次預測區分好壞消息								以趨勢隨機漫步為市場預期，以趨勢隨機漫步區分好壞消息							
	好消息				壞消息				好消息				壞消息			
	保守公司 (N=167)		樂觀公司 (N=632)		保守公司 (N=106)		樂觀公司 (N=165)		保守公司 (N=154)		樂觀公司 (N=638)		保守公司 (N=119)		樂觀公司 (N=159)	
AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	
-10	0.036	0.036	0.086	0.086	-0.085	-0.085	0.267 *	0.267 *	-0.087	-0.087	0.096	0.096	0.088	0.088	0.234 *	0.234 *
-9	0.389 **	0.425 *	-0.026	0.060	0.070	-0.015	0.006	0.271	0.454 **	0.367	0.008	0.105	0.020	0.108	-0.133	0.099
-8	0.059	0.484 *	0.194 **	0.253 *	-0.101	-0.116	0.074	0.345	0.120	0.487 *	0.183 **	0.288 *	-0.163	-0.055	0.113	0.211
-7	0.303 *	0.786 **	0.153 *	0.407 **	0.165	0.049	-0.130	0.215	0.170	0.657 *	0.178 **	0.466 **	0.352 **	0.298	-0.240 *	-0.029
-6	0.331 *	1.117 **	0.216 **	0.623 ***	-0.195 *	-0.146	0.028	0.229	0.306 *	0.962 **	0.202 **	0.665 ***	-0.105	0.192	0.077	0.049
-5	0.277 *	1.395 ***	0.097	0.719 ***	-0.135	-0.281	-0.004	0.225	0.265 *	1.228 **	0.111	0.775 ***	-0.075	0.118	-0.064	-0.015
-4	0.602 ***	1.997 ***	0.205 **	0.925 ***	-0.152	-0.433	-0.041	0.198	0.527 ***	1.754 ***	0.220 **	0.998 ***	0.028	0.146	-0.109	-0.124
-3	0.171	2.168 ***	0.139 *	1.064 ***	0.250 *	-0.184	-0.141	0.057	0.168	1.922 ***	0.097	1.095 ***	0.246 *	0.392	0.017	-0.107
-2	0.265 *	2.433 ***	0.290 ***	1.353 ***	-0.171	-0.354	-0.251 *	-0.175	0.252 *	2.174 ***	0.282 ***	1.380 ***	-0.106	0.286	-0.238 *	-0.333
-1	0.378 **	2.811 ***	0.405 ***	1.758 ***	-0.157	-0.511	-0.544 ***	-0.718	0.358 **	2.532 ***	0.365 ***	1.745 ***	-0.074	0.212	-0.411 **	-0.744
0	0.781 ***	3.592 ***	0.234 **	1.992 ***	-0.160	-0.672	-0.332 **	-1.051 *	0.779 ***	3.311 ***	0.233 **	1.974 ***	-0.055	0.157	-0.352 **	-1.095 *
+1	0.110	3.702 ***	-0.050	1.941 ***	-0.534 ***	-1.206 **	0.072	-0.980	0.079	3.390 ***	-0.093	1.881 ***	-0.424 **	-0.267	0.249	-0.846
+2	0.137	3.839 ***	-0.056	1.885 ***	-0.390 **	-1.596 **	-0.588 ***	-1.574 **	0.040	3.430 ***	-0.126	1.755 ***	-0.206	-0.473	-0.329 **	-1.183 *
+3	-0.058	3.781 ***	0.028	1.920 ***	-0.511 **	-2.107 ***	-0.217	-1.791 **	-0.078	3.352 ***	0.008	1.763 ***	-0.436 **	-0.908	-0.145	-1.322 *
+4	0.042	3.823 ***	-0.070	1.850 ***	-0.361 *	-2.468 ***	-0.309 **	-2.100 **	-0.001	3.351 ***	-0.088	1.675 ***	-0.262 *	-1.171 *	-0.245 *	-1.567 *
+5	-0.316 **	3.507 ***	0.026	1.876 ***	0.026	-2.442 ***	-0.148	-2.248 **	-0.324 *	3.028 ***	0.037	1.711 ***	0.000	-1.171 *	-0.200	-1.767 **
+6	-0.158	3.350 ***	-0.058	1.818 ***	-0.277 *	-2.719 ***	-0.254 *	-2.502 **	-0.461 ***	2.566 ***	-0.106	1.606 ***	0.129	-1.042	-0.071	-1.838 **
+7	0.016	3.366 ***	0.058	1.869 ***	0.109	-2.610 ***	-0.258 *	-2.760 ***	-0.090	2.477 **	0.018	1.624 ***	0.235	-0.807	-0.110	-1.950 **
+8	0.044	3.409 ***	-0.103	1.766 ***	-0.229	-2.839 ***	-0.190	-2.950 ***	0.073	2.550 **	-0.085	1.538 ***	-0.237 *	-1.044	-0.265 *	-2.215 **
+9	-0.413 **	3.040 ***	0.105	1.871 ***	-0.031	-2.870 ***	-0.114	-3.064 ***	-0.340 *	2.251 **	0.126	1.664 ***	-0.166	-1.210	-0.203 *	-2.418 **
+10	-0.155	2.885 ***	-0.070	1.801 ***	-0.220	-3.090 ***	-0.309 *	-3.373 ***	-0.227	2.024 *	-0.073	1.591 ***	-0.121	-1.331 *	-0.308 *	-2.725 ***
保守和樂觀公司在事件日 t=0 之 AR 和 CAR 平均數差異之檢定結果(P 值) ^b								保守和樂觀公司在事件日 t=0 之 AR 和 CAR 平均數差異之檢定結果(P 值)								
AR	P=0.0080				P=0.1380				P=0.0051				P=0.0725			
CAR	P=0.0232				P=0.1803				P=0.0430				P=0.0615			

^aAR 代表平均異常報酬率，CAR 則代表累計平均異常報酬率。統計檢定為雙尾檢定，***表顯著水準為 1% ；**表顯著水準為 5% ；*表顯著水準為 10% 。

表 8 以前五年預測誤差加權平均數區分預測態度，並分別以管理當局前次預測及趨勢隨機漫步區分好壞消息，事件期之 AR 及 CAR 彙總表^a。

事件日	以前五年預測誤差加權平均數區分預測態度為															
	以管理當局前次預測為市場預期，以管理當局前次預測區分好壞消息								以趨勢隨機漫步為市場預期，以趨勢隨機漫步區分好壞消息							
	好消息				壞消息				好消息				壞消息			
	保守公司 (N=181)		樂觀公司 (N=618)		保守公司 (N=106)		樂觀公司 (N=165)		保守公司 (N=166)		樂觀公司 (N=626)		保守公司 (N=121)		樂觀公司 (N=157)	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-10	-0.126	-0.126	0.135 *	0.135 *	-0.116	-0.116	0.288 *	0.288 *	-0.206	-0.206	0.131 *	0.131 *	-0.007	-0.007	0.310 **	0.310 **
-9	0.434 ***	0.308	-0.049	0.086	0.104	-0.012	-0.017	0.269	0.486 ***	0.280	-0.009	0.123	0.074	0.066	-0.177	0.131
-8	-0.023	0.286	0.221 **	0.306 *	-0.194	-0.206	0.134	0.403 *	0.057	0.337	0.201 **	0.323 **	-0.282 **	-0.216	0.209	0.339
-7	0.342 **	0.627 *	0.138 *	0.445 **	0.185	-0.021	-0.143	0.260	0.261 *	0.598 *	0.154 *	0.477 **	0.315 **	0.099	-0.219	0.120
-6	0.251 *	0.879 **	0.237 **	0.682 ***	-0.157	-0.178	0.003	0.249	0.224	0.822 *	0.222 **	0.696 ***	-0.068	0.031	0.051	0.172
-5	0.253 *	1.131 **	0.100	0.781 ***	-0.146	-0.324	0.004	0.253	0.260 *	1.082 **	0.109	0.805 ***	-0.107	-0.076	-0.038	0.133
-4	0.566 ***	1.697 ***	0.207 **	0.988 ***	-0.074	-0.398	-0.091	0.175	0.504 ***	1.586 ***	0.220 **	1.028 ***	0.090	0.014	-0.159	-0.026
-3	0.094	1.791 ***	0.161 *	1.149 ***	0.241 *	-0.157	-0.135	0.040	0.053	1.639 ***	0.126	1.154 ***	0.278 **	0.292	-0.011	-0.037
-2	0.236 *	2.027 ***	0.299 ***	1.448 ***	-0.177	-0.335	-0.246 *	-0.187	0.183	1.822 ***	0.301 ***	1.459 ***	-0.054	0.238	-0.280 *	-0.303
-1	0.369 **	2.396 ***	0.408 ***	1.856 ***	-0.245 *	-0.580	-0.486 ***	-0.673	0.341 **	2.163 ***	0.369 ***	1.828 ***	-0.130	0.108	-0.372 **	-0.675
0	0.774 ***	3.170 ***	0.223 **	2.079 ***	-0.140	-0.720	-0.345 **	-1.020 *	0.733 ***	2.896 ***	0.235 **	2.058 ***	0.031	0.139	-0.422 **	-1.097 *
+1	0.096	3.266 ***	-0.050	2.029 ***	-0.436 **	-1.156 *	0.008	-1.012 *	0.053	2.949 ***	-0.090	1.969 ***	-0.311 *	-0.173	0.170	-0.927
+2	0.191	3.457 ***	-0.076	1.953 ***	-0.508 **	-1.664 **	-0.512 ***	-1.531 **	0.121	3.070 ***	-0.150 *	1.818 ***	-0.325 *	-0.498	-0.239 *	-1.173 *
+3	-0.133	3.356 ***	0.052	2.004 ***	-0.561 ***	-2.225 ***	-0.185	-1.715 **	-0.139	2.932 ***	0.025	1.844 ***	-0.502 **	-0.987	-0.092	-1.264 *
+4	0.120	3.475 ***	-0.095	1.910 ***	-0.317 *	-2.542 ***	-0.338 **	-2.053 **	0.071	3.003 ***	-0.109	1.735 ***	-0.199	-1.186 *	-0.293 **	-1.558 *
+5	-0.450 ***	3.025 ***	0.072	1.982 ***	-0.019	-2.561 ***	-0.119	-2.172 **	-0.425 **	2.578 ***	0.070	1.805 ***	-0.105	-1.290 *	-0.121	-1.679 **
+6	-0.080	2.946 ***	-0.079	1.903 ***	-0.244	-2.805 ***	-0.276 *	-2.447 **	-0.278 *	2.300 **	-0.147 *	1.658 ***	0.050	-1.240	-0.012	-1.691 *
+7	-0.005	2.913 ***	0.065	1.968 ***	0.009	-2.796 ***	-0.194	-2.641 ***	-0.063	2.237 **	0.013	1.671 ***	0.087	-1.161	-0.001	-1.692 *
+8	-0.072	2.841 ***	-0.073	1.895 ***	-0.384 **	-3.180 ***	-0.090	-2.731 ***	-0.019	2.218 **	-0.064	1.607 ***	-0.419 **	-1.579 *	-0.125	-1.817 **
+9	-0.358 **	2.520 **	0.101	1.997 ***	0.051	-3.129 ***	-0.167	-2.898 ***	-0.280 *	1.974 **	0.119	1.726 ***	-0.106	-1.686 *	-0.250 *	-2.067 **
+10	-0.220 *	2.299 **	-0.050	1.947 ***	-0.252	-3.382 ***	-0.288 *	-3.186 ***	-0.296 *	1.678 *	-0.052	1.674 ***	-0.145	-1.831 **	-0.291 *	-2.358 **
保守和樂觀公司在事件日 t=0 之 AR 和 CAR 平均數差異之檢定結果(P 值)								保守和樂觀公司在事件日 t=0 之 AR 和 CAR 平均數差異之檢定結果(P 值)								
AR	P=0.0071				P=0.1192				P=0.0146				P=0.0264			
CAR	P=0.1172				P=0.1854				P=0.0942				P=0.0641			

^a AR 代表平均異常報酬率，CAR 則代表累計平均異常報酬率。統計檢定為雙尾檢定，***表顯著水準為 1%；**表顯著水準為 5%；*表顯著水準為 10%。

^b 為單尾檢定之 p 值。

從表七及表八中之實證結果可以發現，不論如何區分預測態度及好壞消息，其實證結果相當一致。首先，從上述兩表中可以看出預測態度較保守之公司，藉由盈餘預測傳達好消息及壞消息的比例約為6：4。但預測態度較樂觀之公司，藉由盈餘預測傳達好消息及壞消息的比例約為8：2。顯然預測態度較樂觀之管理當局，較預測態度較保守之管理當局，更會利用盈餘預測傳達好消息。此外，除了保守/壞消息樣本外，其他樣本在事件日皆有明顯的異常報酬率反應。而在事件日之股價反應皆呈現保守/好消息樣本之AR大於樂觀/好消息樣本之AR；而保守/壞消息樣本之AR，亦大於樂觀/好消息樣本之現象，且多具有統計顯著性，整體而言支持本研究假說。最後，從表七及表八中也發現，在事件期21天之CAR，亦呈現與事件日AR相似的現象。即保守/好消息樣本之CAR大於樂觀/好消息樣本之CAR，而保守/壞消息樣本之CAR，亦大於樂觀/好消息樣本CAR之現象，而且亦多具有統計顯著性。

此外，不論是表七或表八，在區分預測態度後，市場對好、壞消息的反應時點上，還是呈現類似表六的情況。即如果盈餘預測傳達好消息時，市場會在宣告日之前八、九天，就有明顯正的異常報酬率，但事件日之後，則沒有明顯的股價反應。然而，如果盈餘預測傳達壞消息時，則在事件日之前一兩天才開始有明顯的股價反應，但負的股價反應會延續至事件日之後。造成這種現象的原因，我們認為可能的解釋有兩個：一為管理當局系統性的在公司發生有利的環境因素（如原料價格下跌）變化後的幾天後，會藉由宣布盈餘預測，向市場傳達此項有利的變化，事件日之前的反應，可能僅是市場在反應那些有利的環境因素。但管理當局卻不會系統性的在公司發生不利的環境因素（如原料價格上漲）變化後的幾天後，藉由宣布盈餘預測，向市場傳達此項不利的變化。另一種解釋則為，有人事先知道管理當局即將宣布有利之盈餘預測，並以此資訊進行股票交易，進而使得股價上漲；然而，卻沒有明顯的有人利用事先知道管理當局即將宣布不利之盈餘預測，進行股票交易。造成這種現象的原因可能是在台灣的管制環境下，融券交易的成本大於融資交易所致¹⁶，使得藉由好消息套利（融

¹⁶ 根據有價証券得為融資融券標準，有關融資融券保證金成數及交易標準，可視市場狀況，由證券交易所或櫃檯買賣中心訂定。一般而言，融券所需之保證金成數，

資交易)的可能性較大,而藉由壞消息套利(融券交易)的成本較高或較困難,進而導致上述的現象。

另外,本研究另以前三年預測誤差之平均數及加權平均數區分預測態度,重複表七及表八的分析(為節省篇幅,實證結果予以省略),其實證結果與表七及表八之結論是一樣的。換言之,實證結論並未因預測誤態衡量方式的改變而改變,因而提升實證結論之穩健性。

綜合上述之實證結果發現,儘管平均而言,台灣上市(櫃)公司管理當局自願性盈餘預測有高估的偏誤。但市場似乎仍會根據個別公司管理當局,過去盈餘預測的態度,對盈餘預測做出不同之反應。整體來說,不論是以前五年或前三年預測誤差之平均數或加權平均數,衡量管理當局過去之預測態度,皆發現市場對預測態度較保守之管理當局所作之股價反應(以股價變動的絕對值而言),大於預測態度較樂觀之管理當局所作之盈餘預測。此外,本研究也發現台灣上市(櫃)公司管理當局所作之自願性盈餘預測大部分傾向於向市場傳達好消息,大約有75%盈餘預測向市場傳達好消息,僅約25%向市場傳達壞消息。故即使不將樣本區分成好壞消息,平均而言,市場對自願性盈餘預測的股價反應為有正的異常報酬率。

陸、結論與建議

在資訊不對稱及利益衝突的情形下,自願性盈餘預測是上市(櫃)公司管理當局常用來向外部投資人傳達訊息的主要方式之一。然而其溝通之效果卻必須建立在外部投資人之信賴上。相較於美國,台灣在法律環境、財務分析師產業及專業經理人市場方面,不易確保盈餘預測的可靠性。因此,自願性盈餘預測是否具有資訊內涵,一直都是台灣相關文獻相當注意的議題,但卻尚未有明確的答案。

本研究發現,儘管平均而言,台灣上市(櫃)公司管理當局所作之自願性盈餘預測有高估的偏誤,但市場仍會根據個別公司管理當局過去盈餘預測的態度,對盈餘預測做出不同之反應。實證結果顯示,

大於融資所需之保證金成數,而且融券所需之保證金的資金機會成本較融券高(融券投資人僅能收取大約2.5%的利息收入)。在有些情況下,證交所會以行政命令限制融券交易,例如民國八十九年十月二十日,即發函規定平盤以下及收盤價低於面值的股票不得從事融券交易。此外,融券尚須支付借券費,斷頭損失的風險亦較高。因此,在目前的管制環境下,融券交易成本大於融資交易成本。

當預測態度保守之管理當局所發布的自願性盈餘預測資訊為好消息時，其股價反應確實也會比樂觀的管理當局大。若為壞消息時，預測態度保守之管理當局，所宣布盈餘預測的股價反應，則比預測態度觀之管理當局小。

目前台灣相關文獻，多以整體的樣本的股價反應探討盈餘預測是否具有資訊內涵，少有文獻探討個別公司的特徵，是否會影響盈餘預測的資訊內涵。在台灣確保盈餘預測可靠性機制不足的情況下，本研究不但提供造成現有文獻結論不一致的可能解釋之一外。相信對外部投資人在使用盈餘預測資訊的決策上，亦能有所裨益。此外，對公司管理當局而言，本研究之結果意味著，管理當局故意高估或低估盈餘預測，可能無法達到其操弄盈餘預測的目的，因為市場似乎能夠根據管理當局過去的預測態度，修正盈餘預測所傳達的資訊內涵。這樣的結果建議管理當局，與其故意操弄盈餘預測，不如誠信地宣布盈餘預測，才能達到與外部投資人溝通的效果。否則市場對資訊可靠性的質疑，還是會反應在公司的價值上。

參考文獻

- 吳安妮，1993，台灣經理人員主動揭露盈餘預測資訊內涵之實證研究，會計評論，第 27 期：76-107。
- 吳建輝，2001，券商分析師盈餘預測之績效評估，台北大學會計研究所未出版碩士論文。
- 宋義德，1996，管理當局自願性財務預測準確度及資訊內涵之研究，政治大學會計研究所未出版碩士論文。
- 李建然及周俊德，2002，管理當局信譽與自願性盈餘預測資訊內涵關係之研究，會計評論，第 34 期：77-99。
- 李愛玲，1986，上市公司盈餘預測對股價影響之研究，政治大學會計研究所未出版碩士論文。
- 林煜宗與汪健全，1994，財務分析師與管理當局盈餘預估準確性之比較，證券市場發展季刊，第 22 期：205-215。
- 張希恭，1996，自願性揭露下管理當局盈餘預測準確度決定因素之研究，政治大學會計研究所未出版碩士論文。
- 張淑娟，1991，盈餘預測準確度與公司特質關係之研究，政治大學會計研究所未出版碩士論文。
- 許錦娟，1992，管理當局盈餘預測在證券投資決策之有用性研究，政治大學會計研究所未出版碩士論文。
- 陳如慧，1995，經理人員盈餘預測發布對交易量影響之研究，台灣大學會計研究所未出版碩士論文。
- 陳招美，1994，自願性揭露盈餘預測次數多寡之研究，東吳大學會計研究所未出版碩士論文。
- 陳東良，1996，台灣上市公司自願性盈餘預測時點特性之研究，政治大學會計研究所未出版碩士論文。
- 黃煒翔，1997，企業盈餘預測變動宣告之資訊效果，中興大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 黃齊堯，1994，強制性與自願性會計資訊揭露之信賴度研究—以盈餘預測資訊為探討對象，政治大學會計研究所未出版碩士論文。
- 蕭佩旻，1997，管理當局盈餘預測其反應係數之研究，彰化師範大學商業教育學研究所未出版碩士論文。

- 蘇勇儒，1996，管理當局與財務分析師財務預測相對準確性之比較，東吳大學會計研究所未出版碩士論文。
- Ajinkya, B. B., and M. J. Gift. 1984. Corporate managers' earnings forecasts and symmetrical adjustments of market expectations. *Journal of Accounting Research* 22(2): 425-444.
- Akerlof, G. 1970. The market for "Lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics* 84(3): 488-500.
- Baginski, S. P., E. J. Conrad, and J. M. Hassell. 1993. The effects of management forecast precision on equity pricing and on the assessment of earnings uncertainty. *The Accounting Review* 68(4): 913-927.
- Ball, R. and P. Brown. 1968. An empirical evaluation of accounting income number. *Journal of Accounting Research* 6: 159-178.
- Beaver, W. H., R. Clarke, and w. Wright. 1979. The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors. *Journal of Accounting Research* 17(2): 316-340.
- Boehmer, E., J. Musumeci, and A. B. Poulsen. 1991. Event-study methodology under conditions of event induced variance. *Journal of Financial Economics* 30(2): 253-272.
- Brown, L. 1993. Earnings forecasting research: its implication for capital research. *International Journal of Forecasting* 9(3): 295-340.
- Copeland, T. and D. Galai. 1983. Information effects on the bid ask spread. *Journal of finance* 38(5): 1457-1469.
- Diamond, D. 1985. Optimal release of information by firms. *Journal of Finance* 40(4): 1071-1094.
- Fama, E. F. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88(2): 288-307.
- Francis, J., D. Philbrick, and K. Schipper. 1994. Shareholder litigation and corporate disclosure. *Journal of Accounting Research* 32(2): 137-164.

- Glosten, L., and P. Milgrom. 1985. Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogenously informed traders. *Journal of Financial Economics* 14(1): 71-100.
- Grossman, S. 1981. The role of warranties and private disclosure about product quality. *Journal of Law and Economics* 24(3): 461-483.
- Han, C.Y. J., and J. J. Wild. 1991. Stock price behavior associated with managers' earnings and revenue forecasts. *Journal of Accounting Research* 29(1): 79-95.
- Han, C.Y. J., J. J. Wild, and K. Ramesh. 1989. Managers' earnings forecasts and intra-industry information transfers. *Journal of Accounting and Economics* 11(1): 3-33.
- Imhoff, E., and P. Pare. 1982. Analysis and comparison of earnings forecast agents. *Journal of Accounting Research* 20(2): 429-439.
- Jaggi, B. 1978. A note on the information content of corporate annual earnings forecasts. *The Accounting Review* 53(4): 961-967.
- Jaggi, B. 1980. Further evidence on the accuracy of management forecasts vis-a-vis analysts' forecasts. *The Accounting Review* 55(1): 96-101.
- Kaszniak, R. and Lev, B. 1995. To warn or not to warn: Management disclosures in the face of an earnings surprise. *The Accounting Review* 70(1): 113-134.
- King, R., G. Pownall, and G. Waymire. 1990. Expectations adjustment via timely management forecasts: Review, synthesis, and suggestions for future research. *Journal of Accounting Literature* 9: 113-144.
- Lang, M., and R. Lundholm. 1993. Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research* 31(2): 246-271.
- Lees, F. 1981. *Public disclosure of corporate earnings forecasts*. New York, NY: The Conference Board.
- Lev, B. and J. M. Patell. 1989. On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research. *Journal of Accounting Research* 27(Supplement): 153-202.

- Lev, B., and S. Penman. 1990. Voluntary forecast disclosure, nondisclosure and stock prices. *Journal of Accounting Research* 28(1): 49-76.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial Economics* 3(4): 305-360.
- McNichols, M. 1989. Evidence of informational asymmetries from management earnings forecasts and stock returns. *The Accounting Review* 64(1): 1-27.
- Milgrom, P. 1981. Good news and bad news: Representation theorems and applications. *Bell Journal of Economics* 12(2): 380-391.
- O'Brien, P., and R. Hodges. 1991. A study of class action securities fraud cases. Law and Economics Consulting Group, Berkely, CA.
- Palepu, G. K., L.V. Bernard, and M. P. Healy. 2000. *Business analysis and valuation using financial statements*(2ed edit). Cincinnati, Ohio: South-Western Publishing Co.
- Patell, M. J. 1976. Corporate forecasts of earnings per share and stock and stock price behavior-Empirical tests. *Journal of Accounting Research* 14(2): 246-276.
- Penman, H. S. 1980. An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 18(1): 132-160.
- Pownall, G., and G. Waymire. 1989. Voluntary disclosure credibility and securities prices: Evidence from management earnings forecast: 1969-1973. *Journal of Accounting Research* 27(2): 227-245.
- Pownall, G., G. Wasley, and G. Waymire. 1993. The stock price effects of alternative types of management earning forecasts. *The Accounting Review* 68(4): 896-912.
- Ross, S. 1979. Disclosure regulations in financial market: Implications of modern finance theory and signaling theory. *Key Issues in Financial Regulation*: 177-201.

- Ruland, W. 1978. The Accuracy of forecasts by management and by financial analysts. *The Accounting Review* 53(2): 439-447.
- Ruland, W., and N. E. George. 1990. Factors associated with the disclosure of Managers' forecasts. *The Accounting Review* 65(3): 710-721.
- Skinner, K. 1991. Analysts' forecast. *Accounting Horizons* 5(4): 105-121.
- Verrecchia, R. 1983. Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 5(3): 179-194.
- Waymire, G. 1984. Additional evidence on the information content of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 122(2): 703-718.
- 1985. Earnings volatility and voluntary management forecast disclosure. *Journal of Accounting Research* 23(1): 268-295.
- Williams, P. A. 1996. The relation between a prior earnings forecast by management and analyst response to current management forecast. *The Accounting Review* 71(1): 103-115.