

伍、研究結論、研究限制與建議

一、研究結論

為了幫助台灣之投資人與債權人在面對投資決策與授信決策時，能更有效地利用過去績效資訊對企業未來績效形成預期、作出較佳之投資決策與授信決策，本研究以台灣股票上市公司(不含金融業與證券業)為研究對象，以 1991 年至 2004 年每四年為一樣本期間預測 1995 年至 2005 年共十一年年度盈餘之方式，從盈餘預測準確度與資訊內涵兩方面，探討 CVCS 模型在台灣經濟環境下之適用性與 CVCS' 模型之優劣。

表三十五彙總盈餘預測準確度與資訊內涵之實證結果。

1. 盈餘預測準確度

- (1)CVCS 模型之盈餘預測準確度低於傳統盈餘預測模型之盈餘預測準確度；
- (2)CVCS' 模型與傳統盈餘預測模型之盈餘預測準確度並無差異；
- (3)CVCS 模型之盈餘預測準確度低於分析師盈餘預測之盈餘預測準確度；
- (4)CVCS' 模型之盈餘預測準確度低於分析師盈餘預測之盈餘預測準確度。

CVCS 模型之盈餘預測準確度低於在資訊處理、資訊涵蓋面與時間上皆具有優勢之分析師盈餘預測之盈餘預測準確度，實屬理所當然，然而，CVCS 模型之盈餘預測準確度亦低於傳統盈餘預測模型之盈餘預測準確度，顯示，從盈餘預測準確度之角度而言，CVCS 模型並不適用於台灣之經濟環境。

CVCS' 模型之盈餘預測準確度低於在資訊處理、資訊涵蓋面與時間上皆具有優勢之分析師盈餘預測之盈餘預測準確度，實屬理所當然，又，CVCS' 模型之盈餘預測準確度與傳統盈餘預測模型之盈餘預測準確度並無差異，顯示，從盈餘預測準確度之角度而言，CVCS' 模型係屬 Brown (1993)所定義之好的盈餘預測模型。

2. 資訊內涵

- (1)CVCS 模型之資訊內涵高於傳統盈餘預測模型之資訊內涵；
- (2)CVCS' 模型之資訊內涵低於傳統盈餘預測模型之資訊內涵；
- (3)CVCS 模型之資訊內涵低於分析師盈餘預測之資訊內涵；
- (4)CVCS' 模型之資訊內涵低於分析師盈餘預測之資訊內涵。

CVCS 模型之資訊內涵低於在資訊處理、資訊涵蓋面與時間上皆具有優勢之分析師盈餘預測之資訊內涵，實屬理所當然，此外，CVCS 模型之資訊內涵高於傳統盈餘預測模型之資訊內涵，顯示，從資訊內涵之角度而言，CVCS 模型適用於台灣之經濟環境。

CVCS' 模型之資訊內涵低於在資訊處理、資訊涵蓋面與時間上皆具有優勢之分析師盈餘預測之資訊內涵，實屬理所當然，然而，CVCS' 模型之資訊內涵亦低

於傳統盈餘預測模型之資訊內涵，顯示，從資訊內涵之角度而言，CVCS'模型非屬 Brown (1993)所定義之好的盈餘預測模型。

雖然，盈餘預測準確度之實證結果，即 CVCS 模型並不適用於台灣之經濟環境以及 CVCS'模型係屬 Brown (1993)所定義之好的盈餘預測模型，與資訊內涵之實證結果，即 CVCS 模型適用於台灣之經濟環境以及 CVCS'模型非屬 Brown (1993)所定義之好的盈餘預測模型，似乎相互矛盾，然而，根據 Brown (1993)，唯有在強式效率市場下，盈餘預測準確度與資訊內涵所得之實證結果才會相互一致，而過去實證研究發現，台灣股票市場係介於弱式與半強式之間(游志偉 1992；李政達 1993；謝書正 1999；吳國鼎 2002)，因此，本研究從盈餘預測準確度與資訊內涵兩方面探討 CVCS 模型在台灣經濟環境下之適用性與 CVCS'模型之優劣卻得到相互矛盾之結果，並不令人感到意外。

即便吾人可以台灣股市並非強式效率市場來解釋盈餘預測準確度之實證結果與資訊內涵之實證結果相互矛盾之原由，本研究之研究目的，係探討 CVCS 模型在台灣經濟環境下之適用性與 CVCS'模型之優劣，最後，勢必得針對 CVCS 模型是否適用於台灣之經濟環境與 CVCS'模型是否為 Brown (1993)所定義之好的盈餘預測模型作一結論，因此，以下，試圖從盈餘預測資訊之需求面進行分析。

根據 Brown et al. (1978a)，投資人與學術研究者係盈餘預測資訊之兩大使用者，投資人使用盈餘預測資訊之目的，在進行企業評價與制定投資組合決策，而學術研究者使用盈餘預測資訊之目的，在形成市場對企業未來盈餘預期之替代變數，針對投資人與學術研究者使用盈餘預測資訊之目的，資訊內涵較高而非盈餘預測準確度較高之盈餘預測模型，似乎較能符合盈餘預測資訊使用者之需求，因此，本研究認為，即便 CVCS 模型之盈餘預測準確度低於傳統盈餘預測模型，然而，CVCS 模型估計錯誤數與股票異常報酬之關聯性卻高於傳統盈餘預測模型估計錯誤數與股票異常報酬之關聯性，顯示 CVCS 模型與股價之高度攸關性以及 CVCS 模型捕捉市場對企業未來盈餘預期之高度有效性，符合投資人與學術研究者使用盈餘預測資訊之目的，因此，本研究認為，在台灣經濟環境下，CVCS 模型具有其一定之適用性，相反地，CVCS'模型之盈餘預測準確度雖與傳統盈餘預測模型之盈餘預測準確度無所差異，然而，CVCS'模型估計錯誤數與股票異常報酬之關聯性卻低於傳統盈餘預測模型估計錯誤數與股票異常報酬之關聯性，顯示 CVCS'模型與股價之低度攸關性以及 CVCS'模型捕捉市場對企業未來盈餘預期之低度有效性，並不符合投資人與學術研究者使用盈餘預測資訊之目的，因此，本研究認為，CVCS'模型非屬 Brown (1993)所定義之好的盈餘預測模型。

表三十五 實證結果彙總表

測試條件	研究假說	研究假說是否成立				結論
		表十九 、 表二十	表二十一 、 表二十二	表二十三 、 表二十四	表二十五 、 表二十六	
盈餘預測準確度	H _{1a}	V	V	V	V	CVCS 模型盈餘預測準確度低於傳統盈餘預測模型盈餘預測準確度
	H _{1a'}					CVCS' 模型盈餘預測準確度與傳統盈餘預測模型盈餘預測準確度並無差異
	H _{1b}		V		V	CVCS 模型盈餘預測準確度低於分析師盈餘預測盈餘預測準確度
	H _{1b'}				V	CVCS' 模型盈餘預測準確度低於分析師盈餘預測盈餘預測準確度
		表二十九	表三十	表三十一	表三十二	
資訊內涵	H _{2a}	V	V	V	V	CVCS 模型資訊內涵高於傳統盈餘預測模型資訊內涵
	H _{2a'}			V	V	CVCS' 模型資訊內涵低於傳統盈餘預測模型資訊內涵
	H _{2b}		V		V	CVCS 模型資訊內涵低於分析師盈餘預測資訊內涵
	H _{2b'}				V	CVCS' 模型資訊內涵低於分析師盈餘預測資訊內涵

V 代表研究假說成立。

二、研究限制

雖然，本研究在研究方法上已力求嚴謹、完整，然而，仍存在以下研究限制：

1. 以傳統盈餘預測模型與分析師盈餘預測為兩大比較基準模型

為了解 CVCS 模型在台灣經濟環境下之適用性與 CVCS' 模型之模型優劣，本研究參考 Banker and Chen (2006)，以傳統盈餘預測模型與分析師盈餘預測為兩大比較基準模型，從盈餘預測準確度與資訊內涵兩方面，探討 CVCS 模型在台灣經濟環境下之適用性與 CVCS' 模型之模型優劣，因此，本研究從研究問題之產生、研究假說之建立、以至於最後的實證結果、研究結論，皆係以傳統盈餘預測模型與分析師盈餘預測為兩大比較基準模型，故本研究結論不宜輕易推論至其他非以傳統盈餘預測模型與分析師盈餘預測為比較基準模型之研究上。

2. 以隨機截距迴歸為基礎

Banker and Chen (2006) 係以隨機係數迴歸估計盈餘預測模型之迴歸係數，本研究，由於樣本資料上之限制，係以隨機截距迴歸估計盈餘預測模型之迴歸係數，因而，實證結果係以隨機截距迴歸為基礎，與 Banker and Chen (2006) 以隨機係數迴歸建為基礎不同。

3. 以估計錯誤數為衡量盈餘預測誤差之方法

本研究以估計錯誤數，即 *ROE* 實際數減除各盈餘預測模型之 *ROE* 估計數，來衡量盈餘預測誤差，儘管 Brown et al. (1987a) 曾以高達 16 種衡量盈餘預測誤差之方法，探討分析師盈餘預測與時間序列模型盈餘預測能力之優劣，並得到盈餘預測誤差之衡量方式並不會影響實證結果此一結論，本研究結論仍不宜推論至非以估計錯誤數為衡量盈餘預測誤差方法之研究上。

三、建議

1.對盈餘預測資訊使用者之建議

本研究結論指出 CVCS 模型具有資訊內涵，然而，不論是從盈餘預測準確度而言，抑或就資訊內涵而論，CVCS 模型皆遜於分析師盈餘預測，因此，本研究建議盈餘預測資訊使用者，優先使用分析師盈餘預測，無法取得分析師盈餘預測時，參考 CVCS 模型，以形成對企業未來盈餘之預期。

2.對後續研究者之建議

由表二十九至表三十二之實證結果可以發現，產業因素或許是在探討 CVCS 模型是否具有資訊內涵時不可或缺之因素，因此，本研究建議後續研究者，可分產業探討 CVCS 模型之資訊內涵，以期辨認出適合利用 CVCS 模型建立預期之產業類別。

此外，雖然，本研究建議「無法取得分析師盈餘預測時，參考 CVCS 模型以形成對企業未來盈餘之預期」，然而，本研究用以測試資訊內涵之樣本五、樣本六、樣本七與樣本八，並無任何一者代表的係無法取得分析師盈餘預測資訊時之狀況，因此，本研究建議後續研究者，可針對剔除屬於樣本六公司/年度觀察值之樣本五與剔除屬於樣本八公司/年度觀察值之樣本七，即樣本五差集樣本六與樣本七差集樣本八，進行資訊內涵之實證研究，再次驗證 CVCS 模型在台灣經濟環境下之適用性。