

行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告

台灣股票市場是否充分反映已公開之財務資訊

--月營收與季報資訊之結合

計畫編號：NSC 89-2416-H-002-067

執行期限：89年8月1日至90年7月31日

主持人：蔡彥卿 台灣大學會計學系

Email: yanntsai@ccms.ntu.edu.tw

一、中文摘要

簡雪芳（1998）對月營收資訊的觀察發現，市場確能對月營收資訊加以反應。但其研究中亦發現月營收具有領先股價之效果，顯示股價對於月營收資訊的反應亦可能具有延遲效果，此結果與國外研究發現市場未能馬上完全反應財務資訊（post announcement drift）之結果相似。因此，在市場未能馬上完全反應財務資訊之情況下，若投資者可根據既有之財務資訊形成投資策略，則可能藉此獲取超額報酬。國內外文獻針對類似課題進行探討者如 Ou & Penman (1989a, 1989b), Abarbanell & Bushee (1997, 1998), 鍾遠祥（1998），陳信德（1998）等。

基於先前文獻之結果可知，國內股市對於財務資訊確有反應，但仍未能馬上完全反應，遂存有獲取超額報酬的空間。惟若能針對投資者應如何藉由財務資訊的使用以採行可行之投資策略，以獲取較高的超額報酬之課題進行研究，則可提高財務資訊使用效率，故本文擬就公司公告之季報財務比率並佐以較及時之月營收資訊，以觀察市場對這些財務資訊的反應，並瞭解財務資訊公告後，股票超額報酬率的情況，以尋求投資者較佳之投資策略。

本研究結合及時之月營收資料與最近

期之財報資訊，以基本分析方法測試市場對公開資訊之反應；相較於國外受限於較不及時之財報資訊，本計劃應有較佳之機會發現基本分析之價值。

實證結果發現在若以月營收資訊修正傳統財務分析對存貨、應收帳款與毛利率等三項資訊，似乎可以獲得超額報酬（在10%顯著水準下）。其餘六項本研究建立之指標均未能獲得顯著之結果。

關鍵詞：月營收資訊、季報財務資訊、基本分析、超額報酬

Abstract

This study investigates whether Taiwan's stock market reacts to public information efficiently. Ou & Penman (1989a, 1989b), Abarbanell & Bushee (1997, 1998), Chung (1998) and Chen (1998) examine similar issues and found market seems not reacting to public information fast enough.

Our research combines information on monthly sales announcements and quarterly reports to analyze whether fundamental analysis is useful to market participants. This idea differs the existing literature in that we use a more timely monthly announcement data to test the usefulness of accounting data. This is potentially important, since most

passed empirical research only find association between accounting numbers and stock prices. The use of more timely information stands a better chance to find the value of accounting information through fundamental analysis.

Empirical results shows that three fundamental index constructed by this research are able to create positive abnormal returns (under 10% significant test level).

Keywords: monthly sales, quarterly reports, fundamental analysis, abnormal returns

二、緣由與目的

國內股票市場近年來的蓬勃發展，股票投資衍然成為全民運動，投資者莫不希望藉由股票的買賣以獲利，故而各種股票分析工具層出不窮。然若市場為理性投資者所組成，則股價應以公司真正價值為依歸，但由於公司之真正價值無法直接觀察，而需找尋與之相關的資訊以探究公司真正價值之所在。惟一般多認為公司公開宣告之財務資訊為最普遍且容易獲得之相關資訊，故分析師及一般投資大眾利用公司之財務資訊進行分析，以預測股價，進而調整其投資組合。因此若能就市場對財務資訊的反應進行深入之瞭解，則可提高財務資訊的有用性。

綜觀學術界及市場投資人，分析師對於財務資訊的運用，除考慮公司盈餘之整合性資訊外，亦考慮財務報表上之各項財務比率資訊。惟學術界在利用財務比率進行分析時，部分研究使用大量的財務比率（如Ou & Penman, 1989a, 1989b；劉若蘭，1994；鍾遠祥，1998；蘇仁偉，1998等），但未能針對個別財務比率與盈餘、股價及股票報酬率之關係加以驗證，而純以實際資料觀察財務比率與盈餘、股價或股票價格間的關係，而可能導致所觀察之某財務比率在某年而言，相當重要，但在

其他期間則不重要之結果，因而此種研究方法只適用於事後的歸納，而不適用於事前的分析。反觀市場投資人，與分析師對於財務比率的運用在其分析之成本與效率之考量下，並不可能使用大量的財務比率，而多著重於獲利性指標的使用。

以往有許多學者，如Ou & Penman (1989a, 1989b), Peman (1992), Lev & Thiagarajan (1993), Ohlson (1995), Feltham & Ohlson (1995), Abarbanell & Bushee (1977)等人曾就財務資訊是否可反映公司之真正價值進行研究，而其結果顯示財務資訊確可反映公司之真正價值。因而公司財報之公告將帶來有關公司真正價值的新資訊，而此際若市場具有資訊效率，則股價應能反應新資訊。因此，以往學界經常著手於財報資訊與股價報酬率關聯性之研究，以探討財務資訊之資訊內涵。然國外研究雖發現財務資訊與同期之股價報酬間具有關聯性，但Ball & Brown (1968), Bernard & Thomas (1989, 1990)等人亦觀察到股市對財務資訊的反應具有遲延之效果（post drift），而Abarbanell & Bushee (1997)發現分析師在財務資訊宣告後會更正其對未來盈餘的預測，惟其更正的幅度仍有不足的現象，此均顯示股票市場可能無法立即完全反應財務資訊。反觀國內，以往對財務資訊之資訊內涵的研究諸多研究中，以長窗期（long window）觀察或可得到財務資訊與股價報酬具有關聯性之結論；但若以短窗期（short window）觀察，則多數無法支持財務資訊具有資訊內涵之看法（如曾祥林，1989；簡明真，1990，丘添富，1991等），究其原因可能為(1)國內公司財務資訊之宣告管道除季報與年報外，尚有月營收公告之管道，財務資訊宣告較研究者所考慮者更為密集，致使其無法觀察到市場對較落後資訊的反應。(2)市場確實無法反應財務資訊。然以簡雪芳（1998）對月營收資訊的觀察發現，市場確能對月營收資訊加以反應。但其研究中亦發現月營收具有領先股價之效果，顯示股價對於月營收資訊的反應亦可能具有延遲效果，此結果與國外研究發現市場未能馬上完全

反應財務資訊 (post announcement drift) 之結果相似。因此，在市場未能馬上完全反應財務資訊之情況下，若投資者可根據既有之財務資訊形成投資策略，則可能藉此獲取超額報酬，故亦有研究者針對此類課題進行探討，如 Ou & Penman (1989a, 1989b)，Abarbanell & Bushee (1997, 1998)，鍾遠祥 (1998)，陳信德 (1998) 等，而其結論雖均支持存在超額報酬之看法，但僅有 Abarbanell & Bushee (1998) 針對投資者應於何時處分其投資組合才可獲致最大的超額報酬之課題進行研究。

質言之，基於先前文獻之結果可知，國內股市對於財務資訊確有反應，但仍未能馬上完全反應，遂存有獲取超額報酬的空間。惟若能針對投資者應如何藉由財務資訊的使用以採行可行之投資策略，以獲取較高的超額報酬之課題進行研究，則可提高財務資訊使用效率，故本文擬就公司公告之季報財務比率並佐以較及時之月營收資訊，以觀察市場對這些財務資訊的反應，並瞭解財務資訊公告後，股票超額報酬率的情況，以尋求投資者較佳之投資策略。

三、實證程序解說

本研究嘗試結合較及時性的月營收資訊及季財務報表中之財務指標等相關資訊，觀察股市是否已充分反應公開財務資訊。本研究主要藉由觀察若投資者在財報宣告後利用相關之財務指標形成特定投資組合，是否仍能獲致超額報酬，以推論市場是否對已公開之財務資訊充分反應。由劉若蘭 (1994)、鍾漢澤 (1996)、鍾遠祥 (1998) 對國內股市之觀察發現公司獲利能力指標對股價變動或超額報酬具有影響力，故本研究採用之基本指標中，亦多借重獲利性指標以反映相關之財務資訊。以下茲就本研究擬採用之基本指標、研究模型及研究樣本加以介紹。

基本指標定義

本研究所使用之基本指標係以反映公司獲利性之財務指標為主，並輔以考慮財務資訊品質之相關指標，所用之基本指標有：

一、存貨

若公司所面對之產品市場活絡，則其為因應可能的商機，勢必增加存貨的持有，但存貨的增加不必然是為因應商機的增加，亦有可能為因銷售減退而導致非自願性的存貨增加，故欲判斷存貨變化究竟是否為好消息，需考慮銷貨與存貨之相對關係。若銷貨的變化幅度較存貨之變化幅度大，為好消息；反之，則為壞消息。故可採存貨指標之衡量為：

$$INV - ID_t = \Delta S_t - \Delta INV_t$$

為考慮公司之銷貨情況可能有淡旺季之別，為消除季節性的差異，故上式中 ΔS_t 係為本季銷貨與去年同季銷貨之變化率，而 ΔINV_t 則為本季存貨與去年同季存貨之變化率。就銷貨而言，台灣因有月營收公告之機制，故可觀察到較季報更及時性的資訊，因此本研究擬利用季報宣告當月的月營收資訊以調整季報資訊。其調整方式為：

$$S_t = S_{t(1)} \times \frac{S_{t-4}}{S_{t-4(1)}} \times \frac{S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

上式中， S_t 為第 t 季之營收， $S_{t(1)}$ 為第 t 季中第一個月之月營收。亦即利用上式估計出季報宣告日所屬當季的營收，再計算該季之銷貨收入變化率。至於存貨的資料因未能像營收可觀察到及時性的月資料，故本研究利用季報所屬當季之前五年資料，以迴歸方式估計營收與存貨關係，再利用已估計而得之營收推估與之配合的存貨水準，再計算該季之存貨變化率。

二、應收帳款

應收帳款越高，公司之資金成本越高，可能遭受壞帳之可能性越高，但為追求商機，給予客戶適當的信用亦是合理之考慮，故對於應收帳款的考慮不宜片面考慮應收帳款的變化，而應同時考慮營收的變化。若營收的變化幅度較應收帳款變化

幅度大，為好消息，反之，為壞消息。因而本研究對於應收帳款指標的衡量為

$$AR-ID_t = \Delta S_t - \Delta AR_t$$

上式中， ΔAR_t 亦為當季應收帳款與去年同季應收帳款之變化率，惟當季應收帳款的估計仍同存貨的估計方式，利用季報所屬當季之前五年之應收帳款與營收資料進行迴歸分析，以估計營收與應收帳款間的關係，藉以估計投資組合形成之當季的應收帳款水準。

--毛利

若毛利的增加幅度高於營收的增加幅度，則表示公司之獲利效率提高，應為好消息，反之則為壞消息。故本研究對於毛利指標的衡量為：

$$GP-ID_t = \Delta GP_t - \Delta S_t$$

上式中 ΔGP_t 為投資組合形成當季之毛利與去年同季毛利之變化率。惟當季毛利的估計方式與存貨、應收帳款的估計方式相同。

--銷管費用

若公司之銷管費用的變化幅度較營收的變化幅度小，則對公司的盈餘有正向的影響，應為好消息；反之，則為壞消息，因而本研究對銷管費用指標之衡量為：

$$S \& A - ID_t = \Delta S_t - \Delta S \& A_t$$

上式中 $\Delta S \& A_t$ 為投資組合形成當季之銷管費用與去年同季之銷管費用的變化率。因銷管費用中包含固定性質與變動性質之費用，其中管理費用較偏向固定性質，而銷售費用則較偏變動性質，因此就管理費用，本研究擬使用已公告之最近一季的管理費用；而銷售費用則仍利用前五年的銷售費用與營收資料，進行迴歸分析，估計其關係，並據以估計當季之銷售費用。

--勞動生產力

若公司每一員工所能獲致之營收增加，顯示生產力的提高，對公司而言應為好消息，反之則為壞消息。為消除季節性影響，故本研究對於勞動生產力指標的衡量係以當季員工生產力與去年同季員工生產力之變化率為之。故勞動生產力指標的

衡量為：

$$LF-ID_t = \left(\frac{S_t}{Emp_t} - \frac{S_{t-4}}{Emp_{t-4}} \right) / \frac{S_{t-4}}{Emp_{t-4}}$$

上式中 EMP_t 為投資組合形成當季之公司員工人數，由於公司員工人數在短期內不致有大幅變動，故本研究擬以最近一季之公司員工人數代替投資組合形成當季之員工人數。

--資本財生產力

公司利用其生產性資產進行生產以爭取收益，因此公司之資本財生產力提高，則對公司而言應為好消息，反之則為壞消息。為消除季節性影響，本研究對於資本財生產力指標的衡量係以當季固定資產生產力與去年同季固定資產生產力之變化率為之，即資本財生產力指標的衡量為：

$$Cap-ID_t = \left(\frac{S_t}{FA_t} - \frac{S_{t-4}}{FA_{t-4}} \right) / \frac{S_{t-4}}{FA_{t-4}}$$

上式中， FA_t 為投資組合形成當季之固定資產總額，由於固定資產於短期內不致有大幅變動，故本研究擬以最近一季之固定資產總額代替投資組合形成當季之固定資產總額。

--有效稅率

在Abarbanell & Bushee (1998)中曾指出有效稅率的變化隱含未來盈餘的變化。其認為有效稅率的降低隱含未來盈餘的下降，故而市場亦應有同方向之反應。本研究擬將此因素納入考慮，以觀察國內市場是否亦有相同之現象。至於有效稅率指標的衡量為：

$$ETR-ID_t = [ETR_t - \overline{ETR}] \times \Delta EPS_t$$

$$ETR_t = \frac{Tax_t}{BET_t}$$

Tax_t ：第 t 季之所得稅

BET_t ：第 t 季稅前淨利

上式中 ΔEPS_t 為投資組合形成當季之每股盈餘與去年同季之每股盈餘的變化率，惟投資組合形成當季之每股盈餘尚未公告，且每股盈餘受季節性之影響，故本研究當季每股盈餘之估計為：

$$EPS_t = EPS_{t-1} \times \frac{EPS_{t-4}}{EPS_{t-5}}$$

另外，當季之有效稅率係利用最近一季之所得稅與稅前淨利計算而得之有效稅率代替之。

--盈餘品質

會計方法的使用將影響財務報表之資料品質。就損益表而言，一般認為後進先出法所計算之銷貨成本較具預測價值，因而以後進先出法而產生之盈餘品質較佳，而市場對品質較佳的資訊之反應幅度應大於品質較差的資訊，故本研究擬以虛擬變數補提此一訊息。即

$$EQ-ID_t = \begin{cases} 1 & \text{若公司採後進先出法} \\ 0 & \text{若公司採其他方法} \end{cases}$$

--審計品質

會計師對財務報表的意見可反映該財報相關資訊的允當性，因此投資者對財報資料的使用亦會受到會計師意見的影響，亦市場對於允當之財務資訊的反應大於對未能允當表達之財務資訊的反應。故本研究擬以虛擬變數表示財報之審計品質，即

若財報為第 1, 3 季

$$AQ-ID_t = \begin{cases} 1 & \text{若標準式} \\ 0 & \text{其他} \end{cases}$$

若財報為第 2 季

$$AQ-ID_t = \begin{cases} 1 & \text{若為無保留意見} \\ 0 & \text{若為保留意見} \end{cases}$$

綜合上述基本指標之性質，茲將基本指標與超額報酬的關係列示於表1。

表 1 基本指標與超額報酬關係之預期方向

基本指標	預期方向
INV-ID	+
AR-ID	+
GP-ID	+
S&A-ID	+
LF-ID	+
CAP-ID	+
ETR-ID	+
EQ-ID	+

AQ-ID	+
-------	---

模型設立

本研究擬以Abarbanell & Bushee (1998)為藍本，形成投資組合，並利用估算超額報酬。首先，本研究擬觀察各基本指標與投資者持有投資組合之期間的超額報酬之關係。為能有效觀察超額報酬與基本指標的關係，本研究針對公司風險程度及每股盈餘的變化加以控制，亦即利用下式之迴歸模型以分析之。

$$BHAR(m)_{i,t} = a_0 + \sum_{k=1}^9 a_k \times R\text{SIGNAL}_{k,i,t} + a_{10} RBETA_{i,t} + a_{11} RCEPS_{i,t} + m = 1, 2, \dots \quad (1)$$

式中RSIGNAL_{k,i,t}係將公司之基本指標（除盈餘品質與審計品質外）透過資料轉換而得。首先將t季之所有公司之基本指標分別依其大小分成10群，再依i公司之第k指標，落於此10群組中之某一群組，而給予不同的指數，如最低者為0，次之為1/9，依此類推而最高者為1。至於RBETA_{i,t}，則是首先利用前二年的市場報酬率與公司之股票報酬率估計公司之風險貼水，然後再將所有公司之風險貼水，依大小分成10組，再依i公司之風險貼水所歸屬的組群給予不同的指數，如最低者為0，次之為1/9，...，最高者為1。另外，RCEPS_{i,t}則是以將各公司最近一季每股盈餘與去年同季盈餘的差額並利用股價進行平減後的數據依其大小分成10組，再依i公司之盈餘變化所歸屬之群組給予不同的指數。此外BHAR(M)_{i,t}則由下式獲得：

$$BHAR(m)_{i,t} = \prod_{j=1}^m (1 + R_{i,j}) - \prod_{j=1}^m (1 + SAR_{i,j})$$

式中m表示為投資者投資組合形成日起持有投資組合m月，R_{i,j}為i公司在第j天之股票報酬率。此外，利用所有公司之市場價值大小分成10組，分別計算各組之平均累積報酬率，而SAR_{i,j}即為i公司所歸屬之公司群組的平均累積報酬率。

依Abarbanell & Bushee (1998)之說法，若以(1)式之自變所形成之距陣(X)，利用矩陣(X'X)-1X'之元素作為投資組合的

權數，以形成投資組合，則由(1)式所估計之各基本指標的係數和將可代表因利用基本指標資訊所獲得的累積超額報酬。因此本研究擬針對投資者持有一個月，二個月，...，分別針對(1)式估計持有一個月，二個月，...所對應之基本指標係數，依估計投資者持有投資組合期間長短不同下之累積超額報酬，並推論是否在公開資訊下，投資者可因此而獲利，進而推論市場是否馬上充分反應公開資訊。

此外，本研究對於投資組合形成日的決定係考慮，因國內具有較季財務報表各具時效性的月營收資訊，故假設投資者在季報表宣告後之下個月的10日宣告月營收資訊，採用新的資訊以形成預測而作成投資組合。因而本研究係以季報宣告截止日之下個月的10日為投資組合形成日。

研究樣本

為配合月營收資料的取得，本研究以民國77年至85年為觀察期間，其中由於年報的宣告截止日與次年第一季季報之截止日相同，投資者將採較新之資訊，故本研究擬去除第四季之季報，而僅考慮第1，2，3季季報與其搭配的月營收資訊。此外，本研究係以觀察期間內的上市公司為研究對象，惟由於金融業之行業特性與其他產業之差異較大，故本研究將金融業剔除。

四、結果與討論

實證結果若以傳統之1%與5%之顯著水準驗證，所有結果軍部顯著。若以10%為顯著水準之則有若干顯著結果，報告如下：本研究估計(1)式中各基本指標的係數，其中INV、AR與GP均為顯著之正值，表示利用月營收公告修正存貨、應收帳款與毛利率形成之指標資訊可以獲得超額報酬。但是這些顯著結果在三個月後即消失（其中GP之結果在第二個累積月份即無顯著性）。因此本文推論增加利用月營收公開資訊下，投資者似可獲取超額利潤，市場未能充分反應月營收所帶來之公開資訊。

其他六個基本指標之結果均不顯著，似乎市場對這些公開資訊之反應相當即時。

九個基本指標的連檢定(F-test)在前三個月的累積期間下均為顯著結果（在10%之顯著水準下），超過三個月則未能顯示任何超額利潤。

五、計畫成果自評

本研究主要目標在於利用較為即時之月營收公告修正傳統財報分析之比率，藉此測試市場是否能完全且即時解讀此一資訊。實證結果似乎顯示市場仍未能即時反映月營收公告之資訊，雖然未能獲得強烈證據支持市場之不效率，結果發現似為值得參考之文獻。

六、參考文獻

中文部分

- [1] 丘添富，民 80，台灣證券市場上市公司每季盈餘時間效果及消息效果資訊內容之研究，東海大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- [2] 林啟文，1993，股價調整行為之研究，中山大學財務管理研究所未出版之碩士論文。
- [3] 邱仕敏，1996，總體經濟與財務指標於投資台灣股市之應用，台灣大學財務金融研究所未出版之碩士論文。
- [4] 許文成，1995，台灣股票市場波動性之衡量及其影響因子之探討，中山大學財務管理研究所未出版之碩士論文。
- [5] 陳若菁，會計資訊與分析師推薦投資股票之研究，台灣大學會計研究所未出版之碩士論文。
- [6] 陳信德，1998，財務資訊用於我國股票上市公司月報酬率預測之研究，東海大學管理研究所未出版之碩士論文。
- [7] 陳韻如，1998，盈餘與股價 VAR 模型之實證研究—台灣上市電子業，朝陽大學財務金融研究所未出版之碩士論文。
- [8] 曾祥林，民 78，每季盈餘公告對股票成交量影響之研究，成功大學工業管理研究所未出版碩士論文。
- [9] 劉若蘭，1994，財務比率資訊內涵之實證研究，東吳大學會計學研究所未出版之碩士論文。
- [10] 謝冠冕，1994，新上市公司短期超額報

酬之研究，淡江大學管理科學研究所未出版之碩士論文。

- [11] 簡明真，民 79，上市公司季盈餘宣告對進出喊價價差的影響，政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- [12] 簡雪芳，民 87，月營收公告資訊內涵之相關研究，台灣大學商學研究所未出版博士論文。
- [13] 鍾遠祥，1998，財務資訊對股價行為的影響—股價預測模式與投資決策，中央學企業管理研究所未出版之碩士論文。
- [14] 蘇仁偉，1998，財務比率對股票超常報酬預測能力之研究—母公司財務報表與合併財務報表之比較，成功大學會計學研究所未出版之碩士論文。

英文部分

- [15] Abarbanell, J, 1991, "Do analysts' earnings forecasts incorporate information in prior stock price changes?" *Journal of Accounting and Economics*, 14 (June): 147-165.
- [16] -----, and V. Bernard, 1992, "Tests of analysts' overreaction/underreaction to earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior," *Journal of Finance*, 47 (July): 1181-1207.
- [17] -----
- [18] -----, and B. Bushee, 1997, "Fundamental analysis, future earnings, and stock prices," *Journal of Accounting Research*, 35 (Spring): 1-24.
- [19] -----, 1998, "Abnormal returns to a fundamental analysis strategy," *The Accounting Review*, 73: 19-45.
- [20] Ball, R., 1992, "The earnings-price anomaly," *Journal of Accounting Economics*, 15 (June/September): 319-345.
- [21] -----, and P. Brown, 1968, "An empirical evaluation of accounting income numbers," *Journal of Accounting Research*, 6 (Autumn): 159-178.
- [22] Beaver, W., R. Clark, and W. Wright, 1979, "The association between unsystematic security returns and the magnitude of the earnings forecast error," *Journal of Accounting Research* 17 (Autumn): 316-340.
- [23] Bernard, V. L. and J. K. Thomas, 1987, "Cross-sectional dependence and problems in inference in market-based accounting research," *Journal of Accounting Research* 25 (Spring): 1-48.
- [24] -----, and -----, 1989, "Post-earnings-announcement drift: Delayed price response or risk premium?" *Journal of Accounting Research* 27 (Supplement): 1-36.
- [25] -----, and -----, 1990, "Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings," *Journal of Accounting and Economics* 13 (December): 305-340.
- [26] -----, -----, and J. Wahlen., 1997, "Accounting-based stock price anomalies: Separating market inefficiencies from risk," *Contemporary Accounting Research* 14 (Summer): 89-136.
- [27] Fama, E., and K. French., 1992, "The cross-section of expected stock returns," *Journal of Finance* 47 (June): 427-465.
- [28] -----, and J. Macbeth, 1973, "Risk, return, and equilibrium: Empirical tests," *Journal of Political Economy* 81 (May/June): 607-636.
- [29] Feltham, G. and J. Ohlson, 1995, "Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities," *Contemporary Accounting Research* 11 (Spring): 689-731.
- [30] Holthausen, R. and D. Larcker, 1992, "The prediction of stock returns using financial statement information," *Journal of Accounting and Economics* 15 (June/September): 373-411.
- [31] Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. Vishny, 1994, "Contrarian investment, extrapolation, and risk," *Journal of Finance* 49 (December): 1541-1578.
- [32] Klein, A., 1990, "A direct test of the cognitive bias theory of share price reversals," *Journal of Accounting and Economics* 13 (July): 155-166.
- [33] Lev, B. and S. R. Thiagarajan, 1993,

- “Fundamental information analysis,”
Journal of Accounting Research 31
(Autumn): 190-215.
- [34] Ohlson, J., 1995, “Earnings, book values,
and dividends in equity valuation,”
Contemporary Accounting Research 11
(Spring): 661-687.
- [35] Ou, J. and S. Penman, 1989a, “Financial
statement analysis and the prediction of
stock returns,” Journal of Accounting
and Economics 11 (November):
295-330.
- [36] -----, and -----, 1989b, “Accounting
measurement, price-earnings ratios, and
the information content of security
prices,” Journal of Accounting Research
27 (Supplement): 111-152.
- [37] Penman, S., 1992, “Return to
fundamentals,” Journal of Accounting,
Auditing and Finance 7 (Fall): 465-483.
- [38] Plumlee, M., 1997, “The impact of tax
complexity on analysts’ effective tax rate
forecasts,” Working paper, University of
Utah.
- [39] Pulliam, S., 1997, “Bloated inventories
at retailers may mean trouble for
investors,” Wall Street Journal (May 21):
C1.
- [40] Raedy, J., 1997, “A reconciliation of
stock market anomalies,” Working paper,
University of North Carolina.
- [41] Sloan, R., 1996, “Do stock prices fully
impound information in accruals about
future earnings?” The Accounting
Review 71 (July): 289-315.
- [42] Stober, T., 1992, “Summary financial
statement measures and analysts’
forecasts of earnings,” Journal of
Accounting and Economics 15
(June/September): 347-372.
- [43] -----, 1993, “The incremental
information content of receivables in
predicting sales, earnings, and profit
margins,” Journal of Accounting,
Auditing and Finance 8 (Fall): 447-473.
- [44] Stoll, H. and R. Whaley, 1983,
“Transactions costs and the small firm
effect,” Journal of Financial Economics
12 (June): 57-80.