

東海大學會計學系碩士班

碩士論文

財務報告申報時間點對投資者注意力之影響

**The Effects of Filing Timing on Investor's
Attention**

指導教授：許書偉 博士

研究生：陳怡君 撰

中華民國一〇七年七月

謝辭

能待在東海的時間已經所剩無幾了，我想，現在也該為我的學生時代進行一場完美的謝幕了。我一直覺得我是個很幸運的人，我不敢說我比別人聰明，也不敢說我有比別人更認真，因為比我認真的人多的是，但是我覺得我一路走來，遇到好多的貴人。首先我最想親口說聲謝謝的是我的指導教授許書偉老師，他一定是讓這本論文能順利誕生的最佳功臣，從一開始對論文的懵懵懂懂到最後能實際寫出這麼一部作品，這其中，我看到老師對待任何事物的認真。老師會細心看我們寫的語句，並適當提出問題使我們思考，使讀者能更簡單明瞭看出我們寫的重點；我看到老師對於時間上細心的安排，在我進度落後的時候，會對我進行提點，並從旁協助，加速進行；我看到老師每每在我們遇到困難時，都會從旁引導，使我們想到解決方法；我也看到不是出自於論文，而是一位最原始的老師所對學生的關懷，我從中得到了很多，相對的也學習了很多，因此感謝之情溢於言表。另外我也十分感謝兩位口委老師許永聲老師、陳信吉老師，提出的寶貴建議，使這本論文能更加完整。

短短兩年的研究所生活，說長不長、說短也不短，但我遇到一群很好的夥伴。感謝映綾，其實我一直覺得你很棒，有著很多我沒有的優點。感謝紫瑜，當我遇到挫折時，總會傾聽並幫我加油打氣。感謝阿不，一起當助教的互相扶持，並且在我有問題的時候，迅速為我解答。感謝峻祐，當我們論文遇到瓶頸時，總會一起打屁聊天，接著就會有動力繼續寫下去。感謝最好的朋友兼室友冠冠，從大一認識到現在，也已經一起住四年了，很多時候都覺得有你在真好，還有婷文、瀝瀝，一起寫論文的好戰友。

另外需要特別感謝的莫過於師姊宓璇，從一開始一起讀文獻、報告文獻，總是給予我非常多的幫助和鼓勵，在每次文獻報告的前一天，總是一起討論熬夜到三、四點，為的就是想做到最好。然後再開始寫論文的時候，也給予我許多 stata 上的幫助，我們一起互相扶持鼓勵，真的覺得我的同門是你，太幸運了。最後要感謝的是我的家人，無條件的支持我，並讓我毫無負擔的完成學業。而當這段旅行即將走到盡頭，我將帶著這段期間滿滿的所學，為人處世、獨立思考、邏輯訓練、時間安排、樂觀積極，無數的收穫，迎向人生另一項挑戰。

陳 怡 君 謹 誌
于東海大學會計研究所
中華民國一〇七年七月

財務報告申報時間點對投資者注意力之影響

指導教授：許書偉 博士

研究生：陳怡君

學號：G06430006

摘要

本研究探討財務報告申報時間點對投資者注意力之影響。國外研究顯示當投資者心裡預期的申報日與公司實際申報日不一致時，市場上會出現異常報酬。而財務報告申報時間點會影響投資者注意力，並使股價產生變動。因此當公司比投資者心裡所預期的時間來得更早發布的時候，因為沒有事先做好準備，可能會在準備不足的情況下接收資訊，並使投資者反應較小；相較於比投資者心裡所預期的時間來得更晚發布的時候，因為超過投資者所預期的申報日並且遲未申報，將會顯得格外突出，此時投資者會集中注意力。

研究樣本為 2013 年至 2017 年之上市上櫃公司資料。投資者注意力係以申報期間之累積異常報酬作為替代應變數並以迴歸模型分析，探討延後申報是否會比提前申報的反應來得大，意即更加吸引投資者注意力。

研究結果發現(1)當公司申報正面消息時，延後申報較提前或及時申報的未預期盈餘反應較低，意指投資者對於提前或及時申報的好消息有較大的反應。(2)當公司申報負面消息時，延後申報較提前、及時申報的未預期盈餘反應較高，意指投資者對於延後申報的壞消息有較大的反應。

關鍵詞：投資者注意力、財務報告申報時間、延後申報

The Effects of Filing Timing on Investor's Attention

Advisor : Dr. Shu-Wei Hsu

Graduate Student Name : Yi-Jun Chen

Graduate Student No. : G06430006

Abstract

This study examines how firms' filing timing affect investors' attention. According to prior studies, if firms' filing date deviate from investors' expected date, investor react to these deviations. The filing timing of financial reporting affect investors' attention and how they react to financial reports. If firms file their financial reports earlier than investors expectation date, investors are surprised and react weakly to financial reports. In contrast, if firms file their financial reports lately than investors expectation, investors pay attention to these information and react strongly.

This study collects listed firms' filing dates of quarterly or annual financial reports from 2013 to 2017. The abnormal returns are used to proxy the investor's attention, and three-day announcement returns are regressed on the filling timing and control variables to check how companies' filing timing affect investors' attention.

The results are as follows: (1) if the reported earnings are positive, and firms file their financial reports earlier or on time, the investors will be more attentive than firms file their financial reports lately (2) If the reported earnings are negative, and firms file their financial reports lately, the investors will be more attentive than firms file their financial reports earlier or on time.

Keywords: Investor's Attention, Filing timing of financial reports, Late to file

目錄

| | |
|---------------------------|-----------|
| 謝辭 | I |
| 中文摘要 | II |
| 英文摘要 | III |
| 目錄 | IV |
| 圖目錄 | V |
| 表目錄 | V |
| 第壹章 緒論 | 1 |
| 第一節 研究背景與動機 | 1 |
| 第二節 研究目的 | 3 |
| 第三節 研究流程 | 4 |
| 第貳章 文獻探討 | 6 |
| 第一節 投資者注意力有限 | 6 |
| 第二節 財務報告申報與盈餘申報相關研究 | 11 |
| 第三節 盈餘申報、財務報告申報與延遲 | 13 |
| 第參章 研究設計 | 15 |
| 第一節 觀念性架構圖 | 15 |
| 第二節 研究假說 | 16 |
| 第三節 樣本選取與資料來源 | 18 |
| 第四節 實證模型 | 20 |
| 第五節 變數定義與衡量 | 21 |
| 第肆章 實證結果與分析 | 28 |
| 第一節 敘述性統計 | 28 |
| 第二節 相關性檢定 | 32 |
| 第三節 迴歸結果分析 | 34 |
| 第四節 額外結果測試 | 39 |
| 第伍章 結論與建議 | 41 |
| 第一節 研究結論 | 41 |
| 第二節 研究限制及建議 | 42 |
| 第三節 研究貢獻 | 43 |
| 參考文獻 | 44 |

圖目錄

| | |
|---------------------------|----|
| 圖 1-1 研究流程圖..... | 5 |
| 圖 3-1 觀念性架構圖..... | 15 |
| 圖 3-2 事件日、事件期與估計期之關係..... | 21 |

表目錄

| | |
|---|----|
| 表 3-1 樣本篩選過程及產業分布表..... | 19 |
| 表 3-1 變數彙總表..... | 27 |
| 表 4-1 敘述統計量..... | 30 |
| 表 4-2 相關係數表..... | 33 |
| 表 4-3 財務報告申報時間點對投資者注意力之迴歸實證結果..... | 37 |
| 表 4-4 財務報告申報時間點之正負盈餘對投資者注意力之迴歸實證結果..... | 38 |
| 表 4-5 財務報告申報時間點之正負盈餘對投資者注意力之額外實證結果..... | 40 |



第壹章、緒論

第一節、研究背景與動機

財務報告是管理當局傳遞公司資訊的主要來源，也是投資者了解公司狀況及資訊的一個重要管道。一般來說，因為投資者沒有涉入公司的經營，因此較無法得知公司的近況，而只能從媒體報導、網路新聞、財務報告等等管道得知公司狀況。現代資訊越來越發達，可以從其他管道得到更多關於公司的資訊，然而也有文獻指出雖然其他非會計資訊取得的途徑變多，但是盈餘宣告的資訊內涵並沒有下降(Landsman and Maydew 2002)，意即盈餘資訊的宣告還是投資者做決策的重要工具之一。因此每年度公司發佈財務報告後，投資者應當會將其決策反映在股票市場的價格與交易量。

然而投資者會因為注意力有限而影響吸收以及處理資訊的能力。注意力是指在某些同時存在的目標或想法中，對其中一個目標或想法特別專注，並佔據其大部分的思緒；換言之，人的反應只能在眾多選擇中注意一件事，而不能一心二用，才能有效的處理其他事情(James 1890)，因此注意力是在認知過程中的一種稀少資源(Kahneman 1973)，而這會導致當投資者面臨許多資訊時，容易忽略某些資訊，也因此無法全面處理市場上所有資訊。

市場對股價的反應會因投資者的注意力而有所不同。在對財務報告申報或盈餘宣告的研究中發現，市場並不會像效率市場假說(efficient market hypothesis)所認為的股價可以完全地反應所有可用的資訊。股票市場對於盈餘資訊在當下會出現反應不足的現象，並且會發生盈餘宣告後漂移(post earnings announcement drift, PEAD)。因為投資者對於新資訊並沒有立刻反應在股價上，從心理學來看，會出現此種原因是因為投資者注意力不足，才會產生這種狀況。有研究顯示若盈餘宣告發生在非交易時間時，投資者會對股價反應不足(Francis, Pagach, and Stephan 1992; Bagnoli, Clement, and Watts 2006)，這是因為若是公司在非交易日宣告，此時投資者的注意力較低，因此才會容易被投資者所忽略。

投資者對於盈餘資訊的反應會因為環境不同而有所不同。美國公司實務上會在法定期限前先以新聞稿的方式對外進行盈餘宣告(preliminary earnings announcements)，以提供更及時的資訊供投資者使用(Amir and Livnat 2005; Li and Ramesh 2009)。而台灣則是依據證券交易法第三十六條規定，發行有價證券之公司須在法定期限內向主管機關申報並公告財務報告，年度報告為會計期

間結束後 90 天，期中報告（第一、第二及第三季）則為 45 天。但是因為我國大部分公司並不會提前發布新聞稿讓投資大眾了解初步盈餘狀況，僅僅依照法規規定，然而財務報表又是投資者做決策的重要工具。因此每年或每季在會計期間結束後，投資者會迫不及待想得知公司狀況，以利自己做決策。

財務報告申報時間點會影響投資者注意力。投資者在無從得知公司何時會申報財務報告的狀況下，會自己擬設一個財報申報日，認為公司應該在那個時間點申報財務報告。不過公司實際上的財務報告申報日不一定會和投資者心裡所預期的財務報告申報日相同，當心裡預期的財報申報日與公司實際上的財務申報日有落差時，投資者對盈餘資訊的反應也會不同。落差有兩種可能性，一種是比投資者心裡所預期的時間還要早發布，一種是比投資者心裡所預期的時間來得更晚發布。因此本研究欲探討財務報告申報時間點比投資者心裡所預期的時間還要早發布、或是比投資者心裡所預期的時間來得更晚發布，兩者對投資者注意力大小的影響順序為何。本研究可以幫助我們了解在我國情況下，當公司申報財報的時間點和投資者預期的財報申報日不一樣時，會對市場產生的影響，以利公司決定以後申報財務報告的時間點。



第二節、研究目的

國外研究顯示當投資者心裡預期的申報日與公司實際申報日不一致時，市場上會出現異常報酬，若是延遲一天，則股價平均會掉一分(Bagnoli, Kross, and Watts 2002)。而我國在經濟環境、股市情況、法律規定的申報規範皆與國外不同，因此本研究想以投資者的注意力為因素，進一步探討財務報告申報時間點若與投資者心裡所預期的申報日不同時，對投資者注意力所產生的影響。綜上所述發展出以下問題：

當公司財務報告申報日期與投資者心裡所預期的申報日期有落差時，會對投資者注意力產生不同的影響。本研究欲探討若財務報告申報時間點比投資者心裡所預期的時間還要早發布、或是比投資者心裡所預期的時間來得更晚發布，兩者對投資者注意力大小的影響順序為何？



第三節、研究流程

本研究流程共分成五個章節，各章節內容將簡要說明如下：

第壹章 緒論

本章節主要敘述本研究背景與動機、研究目的與本文之研究架構。

第貳章 文獻回顧

本章節包含投資者注意力有限、財務報告申報與盈餘宣告相關研究、盈餘宣告、財務報告申報與延遲，總共三個部分。

第參章 研究設計

本章節分別敘述本研究之假說、觀念性架構、樣本選取與資料來源、變數定義與衡量以及實證模型。

第肆章 實證結果與分析

本章節將對本研究蒐集的資料，做敘述統計及檢定分析、迴歸分析，並探討研究之結果。

第伍章 結論

彙總本研究第肆章之實證結果所提出的討論，並且提出本研究之限制、研究貢獻與未來研究方向之建議。

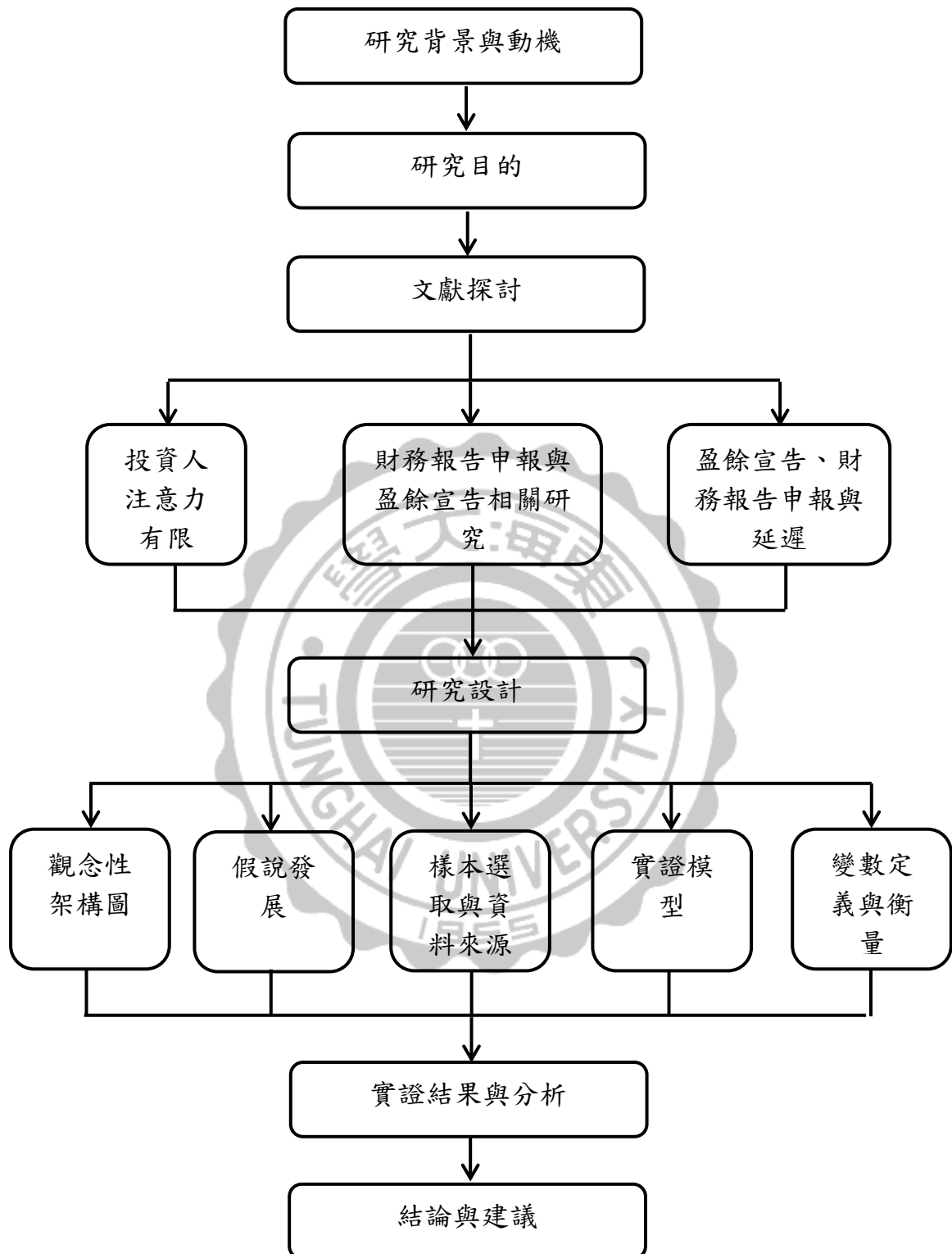


圖 1-1 研究流程圖

第貳章、文獻探討

第一節、投資者注意力有限

一、心理學上有限注意力之影響

Kahneman (1973)認為注意力是在認知過程中的一種稀少資源。他提出一種注意力模型(attention model)，將注意力視為處理外部資訊中必要的認知資源，且注意力為一個不可分割的認知資源庫，分配給單個或多個同時處理的資訊作業。處理外部資訊的能力以及效率基本上隨著環境的刺激(environmental stimuli)而增加或減少，但又因為整體認知資源有限。因此在現今資訊爆炸的環境下，有限注意力是不可避免的結果。因為人們處理訊息的能力有限，需要努力去篩選訊息並處理。當需要同時完成幾件事情時，人們只會處理一些選擇性注意的重要資訊。

Stroop (1935)實驗說明關於不相關資訊的干擾效應。當受測者被要求念出字卡的顏色時，若文字所表示的意義與印刷的顏色不同，則與顏色和文字相符的相比，受測者說出顏色的時間較慢。例如：字卡為「藍」，但是印刷顏色為紅色，則字義會影響我們判斷字卡上的顏色，造成反應時間的延長。

當人們分心時會對相關刺激的反應較弱，而有限的注意力則會導致處理訊息的效率變低(Cherry 1953; Broadbent 1958; Moray 1959; Simmons and Levin 1997)。在雙耳分聽(dichotic listening)實驗中，受測者於同時點分別聽到輸入左、右耳的訊息，且被要求只能注意左耳所聽到的訊息並加以複誦(shadowing)，而右耳聽到的訊息則不需注意也不必複誦。因為要複誦左耳的訊息，因此受測者將注意力都放在左耳上，所以研究發現受測者幾乎都無法說出未投注注意力的右耳訊息(Broadbent 1958)。

在選擇性注意力(selective attention)研究中，受測者通常認為他們能夠記住研究過程中的所有事物，但在實際情況下，往往僅能吸收他們所專注的細節(Simons and Levin 1997)。在雙重任務表現(dual task performance)的研究中發現，若是兩個任務相似且涉及同樣的感官模式時，較容易有錯誤的表現。例如，騎腳踏車時同時背誦詩歌是兩件事，可以同時進行，然而，在寫文章時同時背誦詩歌，則研究結果發現，有一件事情會做不好，因為兩者相似的感官模式會互

相競爭有限的認知資源，彼此干擾，造成成效變差；但若為不同的感官，像是一個視覺一個聽覺，則彼此干擾、成效變差的情況較不顯著(Treisman and Davies 1973; McLeod 1977)。

心理學研究顯示，受試者在學習過程中，會有許多資訊相互干擾(Baker et al. 1993; Busemeyer, Myung, and McDaniel 1993; Kruschke and Johansen 1999)。相互競爭資訊(cue competition)是指當有不相關資訊出現時，會讓受試者對相關資訊的使用較少，而當投資人在預測公司前景的過程中，需要處理許多的資訊，因此市場上越多不相關資訊的出現，越會讓投資者分心，因此在金融市場上，投資者為了節省注意力，可能會試圖過濾掉不相關的資訊。

Theeuwes (1992)認為較特別或生動的資訊能夠排除人們當下的目標、意志影響且吸引注意力，甚至可以中斷當時正在進行的資訊處理作業。因此較突出的資訊往往可以吸引人們的注意，並對人們產生較大的影響。而 Akerlof (1991)則認為對於較不突出且生動的事件，因為權重比例小，較會被投資者所忽略。舉例來說，若某人想買車，查閱許多消費者報告後決定購買的車款，卻只因為朋友一句諫言後放棄購買，因此較不生動的資訊通常會佔據人們心中較小的位置。

Deutsch and Deutsch (1963)表示注意力是對訊息的選擇，人們的感官雖然會全面接收所有訊息，但是相對於比較不重要的或是不被注意的訊息就會被快速遺忘。然而 Broadbent (1958)則認為感官在接收訊息時，不被注意的訊息會直接被過濾器阻擋或減弱。因此前項研究認為注意力是發生在感官辨別之後；而後項研究認為注意力是發生在感官辨認之前。

Johnston and Heinz (1978)提出多元理論，該理論認為人們可以自由選擇要將注意力放在早期或是晚期。其中早期的選擇是指人們在感官辨識前就可以選擇，並且取捨對於自己來說是否需要注意的刺激；而晚期的選擇是指人們在感官辨識之後，才能分析處理哪些是重要的訊息。因此多元理論認為人們的注意力控制，可依照外部情況彈性做選擇與處理。

二、 有限注意力對市場價格之影響

Peng and Xiong (2006)的研究發現如果投資者的注意力有限，會導致投資者採取類別學習的行為(category-learnings behavior)，也就是投資者分配到市場或產業層級資訊的注意力會高於分配到公司層級資訊的注意力；甚至在注意力嚴重受限的情況下，投資者只會注意市場及產業層級資訊，完全忽略公司層級資訊。類別學習的行為也會對股價的型態產生影響，如果投資者過於依賴市場或產業層級資訊，對這些資訊會過度反應，進而使得公司間報酬的關聯性會高於公司間基本面的關聯性；如果特定產業的投資者其資訊處理效率較高，則投資者將分配較多的注意力在公司層級的資訊上，使得公司股價較能反應公司未來之基本面，而產業內平均報酬的關聯性也會較低。

Hirshleifer and Teoh (2003)表示在投資者注意力有限的時候，公司不同的訊息披露方式會對公司的股價造成影響。例如披露訊息的內容中，兩者價值相同然而形式上不同卻也會對投資者的行為造成影響。因為投資者注意力有限，以較清楚且簡單的方式呈現會比複雜且隱含資訊的訊息來得更容易吸收，因此兩者所表現出來的行為也會造成不同的影響。該研究結果顯示，由於投資者的有限注意力，因此在政治、契約的限制情況下，若是會計規則的特殊結構性可以使用更為明瞭的形式呈現，則投資者對於訊息的處理將更加容易。

Aboudy, Lehavy, and Trueman (2008)認為儘管市場上有某些特定公司的訊息，但是人們處理訊息的能力和執行任務的能力有限，因此投資者會因為不同的關注程度而有不一樣的表現。由於時間和資源有限，投資者不可能考慮到所有相關的資訊，所以對訊息的分析能力在一定程度上受到限制。此時，若有較特別的標的物，往往會吸引投資者注意力，例如，在公司盈餘宣告之前，若是股票急劇上漲，往往會吸引個人投資者的注意力和投資資金，也會迅速反應其價格。

Hirshleifer, Lim, and Teoh (2009)表示當投資人在預測公司股價時，需要處理許多的資訊，但在有限注意力的情況下，由於認知的限制，常會受到其他無關消息的阻礙，而無法專注在某一件事情上。在處理公司的盈餘宣告時，可能會受到其他公司也在進行盈餘宣告的影響。如此會造成投資者分心，進而去影響立即的股價與數量，導致反應不足的情況，而相反地，股價延遲反應也會較強。該研究結果顯示，當某公司盈餘宣告時，若有許多公司也恰巧在那天進行盈餘宣告，則盈餘宣告會互為競爭，投資者會降低對於某公司的未預期盈餘反應，且有較低的交易量，而之後的盈餘宣告後飄移較強，支持投資者分心假說

(investor distraction hypothesis)。

Frederickson and Zolotoy (2016)探討若公司盈餘宣告當天，其他公司也進行盈餘宣告，且盈餘宣告彼此為競爭的狀況下，會有兩項可能影響投資者注意力的排列因素。其一為盈餘宣告公司的知名度，其二為處理盈餘宣告時的預期成本。該研究結果發現公司知名度會影響投資者注意力，若有越多比特定公司更加知名的公司同一天宣告時，則會減少投資者對於特定公司之當日未預期盈餘影響。實證結果顯示，盈餘宣告公司之知名度具有排列效應，但預期盈餘宣告的處理成本並無明顯證據支持具有排列效應。

DellaVigna and Pollet (2009)檢驗了週五和非週五(剔除週末樣本)公告對於投資者訊息解讀的影響，發現投資者在週五對股票市場和日常商業活動會有較少的注意力。當在接近週末時發佈盈餘資訊，投資者會因為受到週末影響而導致分心，而無法立即將資訊反應在股價中。與發生在非週五的盈餘宣告事件相比，在週五公佈的盈餘資訊更容易被投資者所忽視，因為投資者對盈餘資訊解讀不完全，導致股價反應不足，盈餘宣告後飄移的延遲反應則比非星期五宣告的延遲反應來得大。

Hou, Peng, and Xiong (2009)分別以交易量和不同的市場狀態來代表投資者對股票注意力程度的高低，研究投資者注意力對於價格動能異象(price momentum anomaly)和盈餘動能異象(earnings momentum anomaly)的影響。該研究發現在股票交易量較大的公司價格動能較高；但在股票交易量較小的公司盈餘動能較高。以長期而言，價格動能比起盈餘動能有利，換言之，價格動能為交易量較大，而交易量較大意謂投資者注意力較高。因此，投資者的注意力集中程度增加，則對盈餘訊息的反應會越大；投資者的注意力越分散，則盈餘訊息反應會越不足。

Francis, Pagach, and Stephan (1992); Bagnoli, Clement, and Watts (2006)發現若盈餘宣告是在非交易時間時，投資者會對股價反應不足，這是因為若是公司在非交易日宣告，投資者的注意力較低，因此才會容易被投資者所忽略；DellaVigna and Pollet (2009); Hirshleifer et al. (2006)發現當盈餘宣告發生在週五或是有重大事件日(large-event days)的時候，投資人會因為受到週末和事件日影響，導致對股價資訊判斷的分心，因此降低決策的品質。

許書偉與江承霖(2017)探討媒體報導對年度財報申報資訊內涵的影響。研究樣本以國內 2013、2014 年上市櫃公司的年度財報，並以公司上傳至台灣證券交易所的公開資訊觀測站當天作為事件日。研究顯示若公司申報年度財報的期間，有媒體報導公司的財務報表會比沒有媒體報導公司的財務報表之資訊內涵較高；此外若媒體報導篇數越多，其財務報表中的資訊內涵也越高。意即有媒體報導的公司會更加吸引投資者注意力。



第二節、財務報告申報與盈餘宣告相關研究

盈餘宣告的時效性與股價相關，因此國外盈餘宣告之前，普遍會先發佈企業新聞稿(Chambers and Penman 1984)。企業新聞稿的用意是在企業未申報財務報表之前，先行發佈目前或者年度盈餘的概況，以讓投資者了解公司這期的獲利。Li and Ramesh (2009); Amir and Livnat (2005)表示美國的實務上多數的企業會在申報的法定期限前先以新聞稿的方式對外進行盈餘宣告，以提供更及時的資訊給投資者。

Amir and Livnat (2005)認為先前市場對於盈餘反應的研究通常都忽略公司會事先宣告初步盈餘此事，因此導致整體盈餘宣告後漂移有一些潛在偏差存在。於是作者根據美國情況做探討，美國的公司定期向 SEC 申報財務報告之前，大概有 80%的企業會先發佈企業新聞稿，也就是先向投資者宣告初步盈餘；然而只有約 8%的企業會只有向 SEC 申報，並沒有事前向投資者宣告初步盈餘；剩下的 12%公司則採取混合策略。因此該研究想探討會事先宣告初步盈餘的公司與不會事先宣告初步盈餘的公司兩者的市場反應是否有所不同。而實證結果顯示，沒有事先宣告初步盈餘的公司比起事先宣告初步盈餘的公司，市場反應來得弱。

在國內文獻中，大部分文獻不使用盈餘宣告日，而是使用財務報告申報日做代替(范宏書與陳慶鴻 2007；黃劭彥、盧正宗、林琦珍與林麗琦 2010；林靖傑與莊素增 2011)。因為財務報表是投資者判斷與決策的重要來源之一，因此主管機關對於財務報表申報的時間也越來越注重(Soltani 2002)。

You and Zhang (2007)比較投資者對於盈餘宣告的反應與對年度財務報告的反應是否有所不同。實證結果顯示，隨著盈餘宣告後與年度財務報告的時間間距越長時，投資者對於年度財務報告的反應較不足，且造成股價延遲反應增加。而投資者對盈餘宣告的反應比對年度財務報告的反應來的大，因為投資者對於突出的資訊(盈餘資訊、利潤資訊)較敏感。因此投資者往往會較重視公司的收益，且當公司盈餘宣告後，越久發佈年度財務報告，投資者對於年度財務報告反應會越不足。

Francis, Pagach, and Stephan (1992)比較公司宣告盈餘時間點上的市場反應。該研究是以同一家公司在相鄰的年份宣告盈餘為樣本，並將宣告盈餘時間點分成兩大類，一類是交易時間時宣告盈餘，一類是在非交易時間或深夜時宣告盈餘。因為投資者在非交易時間若有想做任何交易，則開盤時正是可以做交易的機會，因此其研究關注紐約證券交易所(NYSE)的開盤反應。實證結果顯示開盤時，投資者並沒有辦法反應出非交易日所公告的資訊。



第三節、盈餘宣告、財務報告申報與延遲

Bagnoli, Kross, and Watts (2002)探討公司盈餘宣告的時間若是和市場上投資者所預期的時間不符合時，對市場反應的影響。該實證結果表示若是延遲申報，則代表公司可能會宣布壞消息，而越晚宣布，代表公司所要公佈的消息越是不利於投資者，因此延遲一天，股價平均會掉一分(cent)；而研究中提供很少的證據顯示較好的消息會提早宣告。

Owusu-Ansah (2000)研究關於影響年度財務報告時效性的因素。及時性的財務報告不僅可以幫助投資者在評估與定價時，更及時的將資訊反應在股價上，也可以降低公司機密洩漏、謠言、內線交易等等的機會。而實證結果顯示，公司規模、公司成立年數、獲利能力與期末年度財務報告的時效性無關，但是與公司盈餘宣告的時效性有關。

林有志等(2007)研究關於公司半年報申報時間落差的決定性因素。研究結果發現管理階層可決定的裁決性程度會增加與查核會計師的協商時間，進而拉長查核時間。若是查核時間拉長，則申報財務報表的時間也會延後。除此之外，研究亦發現不僅公司之財務狀況、公司規模、查核報告類型會對財務報告申報時點產生影響，連公司申報中有好消息、公司申報中有壞消息也會造成財務報告申報時點的不同。

盈餘宣告之延遲與財務報告申報(10-K 或 10-Q)不同。美國證券交易委員會不會要求公司的管理階層向投資者揭露盈餘宣告之延遲，因此若無法在自己預定時間如實宣告盈餘的公司，則管理階層會猶豫是否要保持沉默亦或是宣布此事。Duarte-Silva, Fu, Noe, and Ramesh (2013)的研究結果表示盈餘宣告延遲與股票報酬率呈現顯著相關，若是盈餘宣告延遲一天，平均股票報酬率平均下降6%。

Givoly and Palmon (1982)表示年度報告之時效性對於投資者做決策是一個很重要的因素。研究結果發現延遲公告年度財務報表之公司所傳達的資訊數量低於提早公告的年度財務報表之公司，因為壞消息會伴隨較長時間的拖延，不想這麼快公布給投資者。此外研究結果也發現，當公司有好消息時，管理階層會及時揭露好消息；而當公司有壞消息時，管理階層會延遲宣告壞消息。

Chambers and Penman (1984)之研究探討盈餘宣告的時效性和盈餘宣告後股價的反應。研究樣本為 1970 年至 1976 年期中與年度的盈餘宣告。實證結果顯示，當公司有好消息時，及時宣告好消息會比延遲宣告好消息有更高的價格反應，而在提早宣告的樣本中，大部分都是有好消息。此外當公司錯過管理階層自己預期的宣告時間時，市場與投資者會將其視為是一項不好的資訊，因為延遲宣告往往會伴隨著壞消息的到來。

Begley and Fischer (1998)探討盈餘宣告的延遲是否存在資訊價值。研究樣本為 1980 至 1990 年盈餘宣告之樣本。研究欲重新評估盈餘宣告時間點與盈餘消息之關聯。研究結果發現若公司延遲宣告，則市場會在宣告的前幾日時有負的預先宣告報酬，這意味著公司的盈餘宣告中將帶有不好的消息。



第參章 研究設計

第三章研究方法共分五節，第一節為觀念性架構圖；第二節為研究假說發展；第三節為樣本選取與資料來源；第四節為變數定義與衡量；第五節為實證模型

第一節、觀念性架構

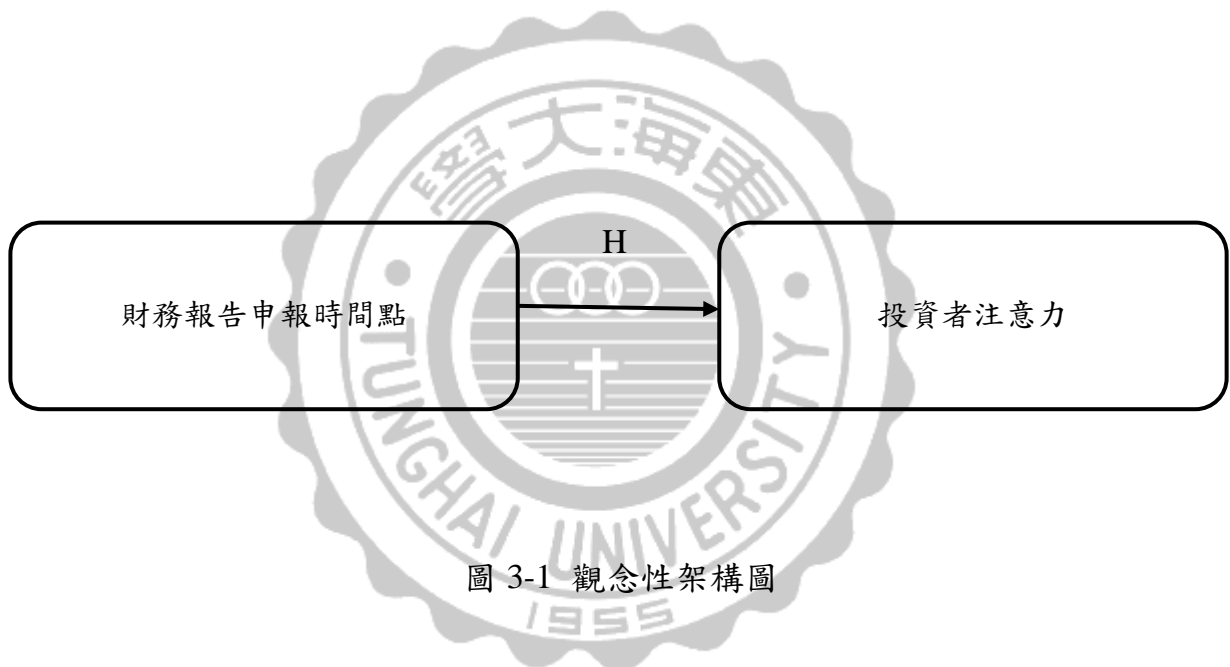


圖 3-1 觀念性架構圖

第二節、研究假說

注意力是在認知過程中的一種稀少性資源(Kahneman 1973)。個體在對環境刺激進行識別與分類的過程中會受到資源有限性的影響。當投資人在做決策時，在認知有限的情況下，導致投資者會將注意力從相關的資訊轉移到不相關的資訊，使投資者於判斷和決策相關資訊的權重不足，並加重不相關的資訊的影響(Simons and Levin 1997)。個體在處理資訊及執行多項任務時，對一項任務的關注提高，則必對另一項任務的關注降低(Kahneman 1973)，意即任務之間會互相干擾(Baker et al. 1993; Busemeyer, Myungand, and McDaniel 1993; Kruschke and Johansen 1999)。因此當時間與認知是有限的時候，會強制將注意力放在某項投資者選擇的任務上，以達成任務完成的效率性。而這會導致當投資者面臨許多資訊時，容易忽略某些資訊，也因此無法全面處理市場上所有資訊。

有限注意力的概念有助於理解投資者處理資訊的方式及對股價的影響。如果投資者注意力有限，則會在當下選擇性地注意某件事情，且容易忽略某些資訊，因此造成被忽略的資訊無法完全反應在股價上。人們對於顯著突出的事件重視程度較大(Borgida and Nisbett 1977)，會較重視特別的資訊，且忽略較不突出資訊，造成不突出的資訊反應不足。國外文獻顯示當投資者注意力有限的情況下，投資者會將注意力投注在能見度較高的公司(Frederickson and Zolotoy 2016)，然而此舉會造成知名度較低的公司反應不足；當投資者注意力受損的情況下，投資人會採取類別學習的行為，也就是投資者分配到市場或產業層級資訊的注意力會高於分配到公司層級資訊的注意力(Peng and Xiong 2006)；若在公司盈餘宣告之前，股票急劇上漲，往往會吸引個人投資者的注意力和投資資金(Aboody, Lehavy, and Trueman 2008)，上述文獻皆說明投資者在有限注意力的情況下，會選擇性注意某些特別的資訊，而若是投資者過度將注意力放在某個領域，則會導致對某個領域反應過度，其他地方反應不足的狀況，因而對市場及股價產生影響。

財務報表申報的時間會影響投資者注意力。因為投資者的注意力是有限的，因此公司如果在投資者注意力較高的時候申報財務報表，投資者較能完整地解讀財務報表內的資訊，投資者對盈餘資訊的反應也會較大。相反地，公司若是在投資者較不注意的時間發佈財報，投資者較不能完整解讀財報告的資訊。而因為股票市場在交易日的時候最活絡，因此投資者在交易日的時候，會比非交易日的時候更專注於市場的變化。先前文獻發現若盈餘宣告發生在非交易時

間時，投資者往往會對股價反應不足(Francis, Pagach, and Stephan 1992; Bagnoli, Clement, and Watts 2006)，這是因為若是公司在非交易日宣告，此時投資者的注意力較低，因此才會容易被投資者所忽略；而當盈餘宣告發生在週五或是有重大事件日的時候，投資人會因為受到週末和事件日影響，導致對股價資訊判斷的分心，因此降低決策的品質(DellaVigna and Pollet 2009; Hirshleifer et al. 2006)。因為投資者的注意力是有限的，因此公司選擇何時發佈財務報表也是一項不容忽視課題。

財務報告是重要資訊，投資者會對發佈的時間進行預期。由於財務報告是投資者用來評估決策的重要資訊來源，因此何時可以取得財務報告也是投資者關心的議題。然而，投資者並不知道財報申報的確切時間點，因此投資者會期待財務報告申報的時間點，並蒐集資訊對財務報告的申報日作出預期。如果公司財務報告申報的時間點，正好符合投資者的預期，投資者會在預期日當天取得財務報告，並將財務報告資訊反應在決策及股價上。

若公司申報的時間點比預期時間早，投資者將在未準備的狀況下解讀資訊。公司之財務報告若提前申報，因為投資者事先沒有預期到此一事件，可能在時間的安排與規劃上產生限制，而無法立即將所有資訊反應在股價上。因此申報的時間點若比起預期時間早發佈，投資人會措手不及，因而在注意力不足的狀況下解讀資訊；若公司申報的時間點比預期時間晚，由於投資者會預期公司申報財務報告的時間點，當公司超過投資者所預期的申報日且遲未申報時，將會顯得格外突出。而人們對於顯著突出的事件重視程度較大(Borgida and Nisbett 1977)。且未及時申報的公司可能會受到媒體的關注亦或是積極投資者的議論，因而造成更大的迴響，並增加吸引投資者的注意力。綜上所述，延後申報應比提早申報吸引更多投資者注意力，因此提出以下假說：

假說：相較於提早申報，投資者對於延後申報之未預期盈餘的反應較大

第三節、樣本選取與資料來源

一、 研究期間與樣本選取

臺灣於 2013 年起開始依國際會計準則(IFRSs)編制，而證券交易法關於財務報告申報相關規定之修改亦配合國際會計準則的採用，故本研究以 2013 年至 2017 年為研究期間，但是因為資料取得上限制，因此只擷取到 2017 第二季或第三季之資料。本研究以上市及上櫃公司期中及年度財務報告申報為研究樣本，並排除金融及保險相關產業。

二、 資料來源

1. 台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal, TEJ)
2. 公開資訊觀測站提供之公司年報、季報資訊

三、 樣本篩選過程

樣本篩選過程如表 3-1 的 Panel A 所示，原始資料為 2013 年至 2017 第二季或第三季之產業公司季資料。樣本數為 24,382 筆，首先排除金融、證券、保險業及未依照法令規定申報之公司後，樣本數為 23,338 筆。另外進一步排除測試變數、應變數及控制變數中之遺漏資料 7,204 筆，最終樣本數為 16,134 筆。而表 Panel B 中，電子零組件業占整體比率最高，約為 15.32%，其次為半導體業，約為 8.42%。

表 3-1 樣本篩選過程及產業分布表

| Panel A 樣本篩選過程 | | |
|--------------------------|--------|---------|
| 原始資料 | | 24,382 |
| 減:金融、證券、保險業及未依照法令規定申報之公司 | | (1,044) |
| 測試變數、應變數及控制變數中之遺漏資料 | | (7,204) |
| 樣本合計數 | | 16,134 |
| Panel B 產業分布狀況 | | |
| 產業名稱 | 次數 | 百分比(%) |
| 水泥工業 | 93 | 0.58 |
| 食品工業 | 332 | 2.06 |
| 塑膠工業 | 330 | 2.05 |
| 紡織工業 | 607 | 3.76 |
| 電機機械 | 868 | 5.38 |
| 電器電纜 | 201 | 1.25 |
| 玻璃陶瓷 | 53 | 0.33 |
| 造紙工業 | 88 | 0.55 |
| 鋼鐵工業 | 434 | 2.69 |
| 橡膠工業 | 148 | 0.92 |
| 汽車工業 | 72 | 0.45 |
| 建材營造 | 740 | 4.59 |
| 航運業 | 274 | 1.70 |
| 觀光事業 | 201 | 1.25 |
| 貿易百貨 | 301 | 1.87 |
| 其他 | 976 | 6.05 |
| 化學工業 | 475 | 2.94 |
| 生技醫療 | 727 | 4.51 |
| 油電燃氣 | 137 | 0.85 |
| 半導體業 | 1358 | 8.42 |
| 電腦及週邊設備業 | 1221 | 7.57 |
| 光電業 | 1343 | 8.32 |
| 通訊網路業 | 908 | 5.63 |
| 電子零組件業 | 2472 | 15.32 |
| 電子通路業 | 439 | 2.72 |
| 資訊服務業 | 381 | 2.36 |
| 其他電子業 | 955 | 5.92 |
| 總和 | 16,134 | 100 |

第四節、實證模型

財務報告申報的資訊眾多，其中又以盈餘數字最為投資者所重視，因此本研究以投資者對未預期盈餘數字之反應，測試市場對於提早與延遲申報時的反應，並以下列模型進行檢驗。本研究以市場累積異常報酬(CAR)衡量投資者對未預期盈餘的反應，並參考過去文獻(Bagnoli, Kross, and Watts 2002; Hirshleifer et al. 2009)，建立迴歸分析模型如下：

$$\begin{aligned} CAR_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Late} + \alpha_2 \text{UE}_{i,t} + \alpha_3 (\text{Late} \times \text{UE}_{i,t}) + \sum_{j=1}^j \rho_j \text{CONTROLS}_j \\ & + \sum_{k=1}^k \sigma_k \text{INDUSDRY}_{ik} + \sum_{j=1}^j \rho_j (\text{CONTROLS}_j \times \text{UE}_{i,t}) \\ & + \sum_{k=1}^k \sigma_k (\text{INDUSDRY}_{ik} \times \text{UE}_{i,t}) + \epsilon \end{aligned}$$

本研究欲探討當公司的財報申報日期與投資者心裡所預期的申報日有落差的時候，對投資者注意力會產生何種影響。若當公司比投資者心裡所預期的時間來得更早發布的時候，因為沒有事先做好準備，可能會在準備不足的情況下接收資訊；相對於公司比投資者心裡所預期的時間來得更晚發布的時候，因為超過投資者所預期的申報日並且遲未申報，將會顯得格外突出，此時投資者會集中注意力。因此綜上所述，延後申報較提前申報注意力更集中。若是假說成立，則預期 α_3 顯著為正。

第五節、變數定義與衡量

一、應變數

累計異常報酬(CAR)

本研究欲探討財務報告時間點若不符合投資者預期，則會對投資者的注意力產生的影響。注意力之代理變數係以累積異常報酬作為替代，並使用事件研究法去探討。本研究之事件日[t=0]為季度或年度財務報告申報日，並將事件期[t-1,t+1]設為事件日前 1 天交易日至後 1 天交易日，累積共 3 天交易日。過去文獻之學者通常以事件期的前後作為事件估計期的衡量，故本研究將事件日估計期[t+61,t-61]設為前 61 天交易日至後 61 天交易日，累計共 100 天交易日。以下為事件日、事件期與估計期關係：

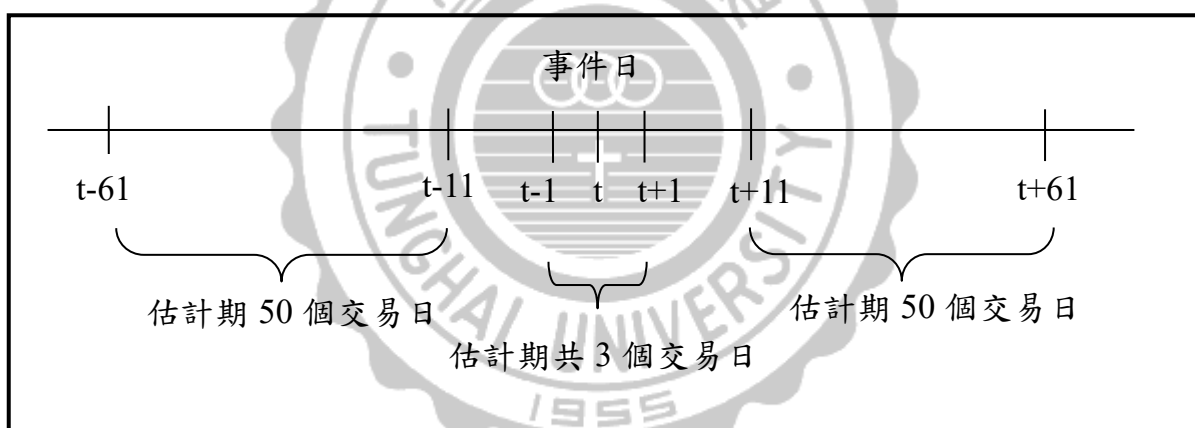


圖 3-2 事件日、事件期和估計期之關係圖

本研究是以市場模型衡量各公司財務報告申報事件期的累積異常報酬(CAR)。市場模型是假設各公司股票報酬率僅與市場報酬率相關，且兩者為線性關係，因此將估計期之資料帶入最小平方法(OLS)的迴歸模型，以下為迴歸模型：

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$R_{i,t}$ 為 i 公司於估計期在第 t 交易日的股票報酬率； $R_{m,t}$ 為市場組合於估計期在第 t 交易日的報酬率，本研究是以台灣證券交易所公告發行之加權股價指數衡量； α_i 為 i 公司市場模型的迴歸截距項； β_i 為 i 公司市場模型的風險係數； $\varepsilon_{i,t}$ 為 i 公司於第 t 交易日的隨機誤差項。

藉由式(1)最小平方法的迴歸模型即可計算出估計值 $\hat{\alpha}_i$ 與 $\hat{\beta}_i$ ，並以事件期 (t,t+2) 的資料計算預期報酬率，迴歸模型如下：

$$E(R_{i,e}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,e} \quad (2)$$

其中， $E(R_{i,t})$ 為 i 公司於事件期在第 e 交易日的預期股票報酬率； $R_{m,t}$ 為市場組合於事件期在第 t 交易日的報酬率，並以台灣證券交易所公告之發行之加權股價指數加以衡量； $\hat{\alpha}_i$ 與 $\hat{\beta}_i$ 為式(1)所推估的參數。

藉由式(2)所計算之預期報酬率與事件期各日的實際報酬率互相比較，即可計算出 i 公司於事件期的異常報酬 (AR)，迴歸式如下：

$$AR_{i,e} = R_{i,e} - E(R_{i,e}) \quad (3)$$

$AR_{i,e}$ 為 i 公司於事件期在第 e 交易日的異常股票報酬率； $R_{i,e}$ 為 i 公司於事件期在第 e 交易日的實際股票報酬率； $E(R_{i,t})$ 為 i 公司於事件期在第 e 交易日的預期股票報酬率。

最後在加總樣本公司於事件期間 [t-1,t+1] 共計 3 天交易日的異常報酬，即可得出本研究的應變數，而 i 公司於事件期累積異常報酬，以探討財務報告申報時間點對投資者注意力之市場反應。迴歸模型如下：

$$CAR_i = \sum AR_{i,e} \quad (4)$$

二、 測試變數

本研究欲測試當財務報告之申報時間與投資者的預期申報日不一致時，比預期申報日早申報和比預期晚申報對投資者注意力的影響。以變數 Late 為虛擬變數，用以驗證本研究假說。相關變數定義如下：

1. 延遲申報(Late)

本研究參考 Bagnoli, Kross, and Watts (2002)之作法，將延遲申報的變數設為虛擬變數。當公司超過投資者預期申報日時申報，即為1，反之為0。但是因為國內並不會提前發布新聞稿讓投資大眾了解初步盈餘狀況，也不會提前預告何時申報財務報告。因此本研究之投資者預期申報日是根據產業類別分類，並依據每一產業分別算出今年度各產業財報申報日的平均日期。另外因為及時樣本數量較少，因此排除及時申報之樣本，只採用提早與延後之樣本資料。

三、 控制變數

本研究參考過去的文獻，考量其他可能影響市場反應的公司特質，控制其他因素會影響財務申報時間點對投資者注意力影響的效果。

1. 公司規模(SIZE)

投資者對於盈餘資訊的反應會受到公司規模影響。Atiase, Bamber, and Tse (1989)表示公司規模越大，會較早宣告盈餘；公司規模越小，會較晚宣告盈餘。規模效應會使得投資者對於大公司的盈餘資訊反應較小；小公司的盈餘資訊反應較大。然而 Chih, Lin, Chen, and Chou (2009)顯示股票異常報酬與公司規模有正向影響關係，故本研究不對公司規模影響的方向進行預測，並根據 Atiase et al. (1989)採公司流通在外的普通股市值總額，並取自然對數衡量。

$$\text{公司規模(SIZE)} = \ln(\text{公司季底流通在普通股之市值總額})$$

2. 淨值市價比(BM)

投資者對於盈餘資訊的反應會受到淨值市價比影響。Rosenberg, Reid, and Lanstein (1985)顯示股票報酬率與淨值市價比有正向影響關係，然而 Fama and French (1995)表示若淨值市價比較高，公司盈餘狀況通常較不佳。故本研究不對淨值市價比影響的方向進行預測，並參考 Fama and French (1995)採股東權益之帳面價值平減普通股市價作為衡量。

$$\text{淨值市價比(BM)} = \frac{\text{季底股東權益帳面價值}}{\text{季底普通股市價}}$$

3. 盈餘持續性(EPER)

公司上期盈餘增加或是減少極有可能影響未來盈餘維持性之可能。Easton and Zmijewski (1989)表示市場對於未預期盈餘的反應與盈餘持續性有正向影響關係。故本研究預期盈餘持續性對市場反應的影響為正，並參考廖秀梅與陳依婷(2010)之作法，以前十六季之每股盈餘一階自我相關之方式加以衡量盈餘持續性，其計算方法如下：

$$\Delta EP_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 \Delta EP_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

其中， $\Delta EP_{i,t}$ 代表 i 公司在第 t 期每股盈餘的變動數； $\Delta EP_{i,t-1}$ 代表 i 公司在第 t-1 期每股盈餘的變動數； λ_1 及代表 i 公司之盈餘持續性(EP)

4. 未預期盈餘(UE)

投資者對於盈餘資訊的反應會受到未預期盈餘的影響。Brown and Kennelly (1972)表示公司盈餘未宣告前，投資者會對於盈餘資訊有預期的猜想，因此若是公司的季度盈餘與投資者預測結果不同時，股價將會受到未預期盈餘影響，產生異常報酬。許書偉與李建然(2013)顯示市場反應與未預期盈餘有正向影響關係。故本研究預測未預期盈餘對市場反應的影響為正，並參照 Hirshleifer et al. (2009)以本期每股盈餘減去年同期每股盈餘後，平減當期股價衡量，並將未預期盈餘分為十組，以處理未預期盈餘之

極端值與非線性問題。

$$\text{未預期盈餘(UE)} = \frac{\text{當季每股盈餘} - \text{去年同季之每股盈餘}}{\text{當期股價}}$$

5. 負債比率(DEBT)

投資者對於盈餘資訊的反應會受到負債比率的影響。Chih, Lin, Chen, and Chou (2009)表示負債比率可當作公司舉債能力之衡量，且可能為公司潛藏的財務危機。因此若公司負債比率較高時，管理階層將會面臨較大的經營壓力，進而影響市場反應與公司的績效。然而王雍智(2010)發現若是公司的經營模式為高風險時，舉債反而能增加公司價值。故本研究不對負債比率影響的方向進行預測，並參考 Chih et al. (2009)採負債總額平減資產總額之方式作為衡量。

$$\text{負債比率(DEBT)} = \frac{\text{季底負債總額}}{\text{季底資產總額}}$$

6. 機構投資者持股比例(INST)

投資者對於盈餘資訊的反應會受到機構投資者持股比例的影響。Badrinath, Kale, and Titman (1995)顯示若是公司中機構投資者持股比例較高，相較於機構投資者持股比例較低之公司，對於公司資訊的反應會較快。然而 Bushee (1998)表示當機構投資者對於盈餘資訊太專注時，反而會使未來的盈餘資訊在股價的反應程度上變小。故本研究不對機構投資者持股比例影響的方向進行預測，並參考顏信輝、張瑀珊與鄭力尹(2016)採政府機構持股、本國信託基金持股、本國金融機構持股、本國公司法人持股與本國其他法人持股比率合計數衡量。

機構投資者持股比例(INST) = 政府機構持股比率 + 本國信託基金持股比率 + 本國金融機構持股比率 + 本國公司法人持股比率 + 本國其他法人持股比率

7. 盈餘申報期間落差(LAG)、落差平方(LAG2)

投資者對於盈餘資訊的反應會受到盈餘申報期間落差的影響。Penman (1987)研究結果顯示財務報告的資訊內涵與公司盈餘申報時間的落差呈負相關。許書偉與江承霖(2017)表示若盈餘申報時間的落差愈大，投資人可以藉由其他管道獲取相關資訊，因此研究結果顯示盈餘申報時間的落差與股價異常報酬波動呈負相關。另外 Hirshleifer et al. (2009)提及，盈餘申報期間落差可能存在非線性之影響，故本研究參考 Hirshleifer et al. (2009)採落差平方(LAG2)藉以控制非線性所帶來的影響。且預測餘申報期間落差對市場反應的影響為負，並參照 Hirshleifer et al. (2009)以公司財務報告申報日減公司會計年度結束日之方式作為衡量。

盈餘申報期間落差(LAG)=公司財務報告申報日-公司會計年度結束日

8. 產業別虛擬變數(INDUSTRY)

投資者對於不同產業會有不同的影響。根據過去相關研究資料，台灣的產業是以電子與傳統為主，然而電子為高敏感產業，投資者較容易專注在相關產業上 (張琬喻等 2014)。但是各產業都有不同的特性，故本研究將金融相關產業排除，並參考 TSE 產業別的排列方式，採虛擬變數衡量。

9. 年度(YEAR)、季度(SEASON)虛擬變數

投資者對於不同年度及季度會有不同的反應，因為法令規範或經濟環境在每個時段皆不盡相同，故本研究加入年度、季度的虛擬變數。年度共分成 5 個年度，若年度 2013 為 1，則其餘 4 個為 0。季共分成 4 個，若第 1 季為 1，其餘 3 季為 0。

表 3-1 變數彙總表

| 變數名稱 | | 說明 | 預期符號 |
|-------------|----------|---|------|
| 應變數 | | | |
| 累積異常報酬 | CAR | 事件日前一日至事件日後一日個交易日，共 3 個交易日為事件期[t-1,t+1]，並以市場模型計算事件期之累計異常報酬。 | |
| 實驗變數 | | | |
| 財務報告申報點比預期晚 | Late | 虛擬變數，公司財務報告申報資訊若比預期時間晚，則為 1，反之為 0。 | + |
| 控制變數 | | | |
| 公司規模 | SIZE | 公司季底流通在普通股之市值總額取自然對數 | ? |
| 淨值市價比 | BM | 季底股東權益帳面值除以普通股市價 | ? |
| 盈餘持續性 | EPER | 前十六季之每股盈餘一階自我相關 | + |
| 未預期盈餘 | UE | 當季的每股盈餘減掉去年同季的每股盈餘後平減去年當期股價，接著依每年之每季度分為十組 | + |
| 盈餘申報期間落差 | LAG | 盈餘申報日減會計之季或年度結束日 | - |
| 盈餘申報期間落差平方 | LAG2 | 盈餘申報日減會計之季或年度結束日後取平方 | + |
| 負債比率 | DEBT | 負債總額除以資產總額 | ? |
| 機構投資者持股比例 | INST | 政府機構持股、本國之信託基金持股、金融機構持股、公司法人持股與其他法人持股比率合計數 | ? |
| 產業別 | INDUSTRY | 產業別之虛擬變數 | ? |
| 年 | YEAR | 年度之虛擬變數 | ? |
| 季 | SEASON | 季別之虛擬變數 | ? |

第肆章 實證結果與分析

本章節依據第參章之實證模型檢驗本研究之假說。第一節為各變數的敘述性統計量；第二節為各變數間相關性檢定；第三節為本研究假說之迴歸分析；第四節則為額外測試。

第一節、敘述性統計

本研究係探討財務報告申報時間點對投資者注意力之影響，以市場累積異常報酬(CAR)來當作投資者注意力之代理變數。因為主要是探討申報時間點，因此除了有總樣本數之敘述統計表外，還分別列示提早於投資者預期申報、延後於投資者預期申報，相關變數之反應。DifDay 為今年各公司申報日期與各產業申報的平均日期相減後，所差異之天數。而未預期盈餘(UE)在本研究中是採分組方式衡量，但為了方便分析以及瞭解變數的分布情形之下，故以未分組情況顯示。

表 4-1 Panel A 為全體樣本之各變數的敘述性統計量。本研究共有 16,134 筆樣本數，應變數累積異常報酬(CAR)之平均數為-0.004，中位數為-0.004，平均數與中位數一樣 亦即累積異常報酬資料呈現常態分配。而平均數為負，表示平均而言投資人者對於樣本公司之年度財務報告的反應呈負向，此結果和顏信輝等(2016)之研究發現一致。實驗變數部分則是以虛擬變數做為衡量。由 Late 之變數可得知，樣本中有 68.1%比預期日來得晚申報，反推有 31.9%比預期日來得早申報，意味國內有超過半數的公司會較晚申報；而由預期日與申報日相異天數(DifDay) 可得知平均值為 0.068，意即公司盈餘申報日平均比預期日晚 0.068 天，且 25%的值位於-0.614，50%的值位於 1.036，此也正好印證比預期日晚申報的公司樣本數大於比預期日早申報日的樣本數。

控制變數部分，公司規模(SIZE)平均值為 15.520；淨值市價比(BM)平均值為 0.914，表示樣本中公司平均市值皆大於帳面價值；盈餘持續性(EPER)平均值為 0.434；未預期盈餘(UE)平均值為-0.002；負債比率(DEBT)平均值為 0.420，表示樣本中公司平均總負債佔總資產 42%；盈餘申報時間落差(LAG)平均值為 51 天，表示從會計年度結束日至財務報告申報日差距 51 天；盈餘申報期間落差平方(LAG2)平均值 2922 天；機構投資者持股比例(INST)平均值為 0.288，表示樣本中機構投資者之平均持股約占 28.8%。

表 4-1 Panel B 與 Panel C 分別為提早於投資者預期申報日時、延後於投資者預期申報日時之敘述性統計量，從 Panel B 與 Panel C 可得知當延後於投資者預期申報日時，累積異常報酬(CAR)的負向反應(-0.005)會比提早於投資者預期申報日時之累積異常報酬(CAR)的負向反應(-0.001)來得大，因為若是公司提早申報，投資者會在未做全準備下接收訊息，因此負向反應較小；而若是較晚申報，人們對於顯著突出的事件重視程度較大(Borgida and Nisbett 1977)，且若是較晚申報，往往伴隨壞消息到來(Chambers and Penman 1984)，因此會對較晚申報盈餘之公司負向反應較大。而 Panel B 之預期日與申報日相異天數(DifDay)平均值為 2.452，意即在延後申報的樣本中，延後申報的天數大約為 2.5 天；Panel C 之預期日與申報日相異天數(DifDay)平均值為-5.011，意即在提早申報的樣本中，提早申報的天數大約為 5 天。

控制變數部分，由 Panel B 與 Panel C 可得知，當延後於投資者預期申報日時，公司規模(SIZE)平均值為 15.456；淨值市價比(BM)平均值為 0.965；盈餘持續性(EPER)平均值為 0.404；未預期盈餘(UE)平均值為-0.002；負債比率(DEBT)平均值為 0.429；盈餘申報時間落差(LAG)平均值為 53 天；盈餘申報期間落差平方(LAG2)平均值 3205 天；機構投資者持股比例(INST)平均值為 0.281。當提早於投資者預期申報日時，公司規模(SIZE)平均值為 15.654；淨值市價比(BM)平均值為 0.806；盈餘持續性(EPER)平均值為 0.499；未預期盈餘(UE)平均值為-0.001；負債比率(DEBT)平均值為 0.402；盈餘申報時間落差(LAG)平均值為 46 天；盈餘申報期間落差平方(LAG2)平均值 2318 天；機構投資者持股比例(INST)平均值為 0.303。

表 4-1 敘述性統計量

| Panel A 全部樣本 | | | | | | | | |
|--------------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | 樣本數 | 平均數 | 標準差 | 最小值 | 第1四分位數 | 中位數 | 第3四分位數 | 最大值 |
| CAR | 16134 | -0.004 | 0.042 | -0.347 | -0.023 | -0.004 | 0.014 | 0.311 |
| UE | 16134 | -0.002 | 0.092 | -1.795 | -0.016 | 0.000 | 0.016 | 2.224 |
| DifDay | 16134 | 0.068 | 5.424 | -53.412 | -0.614 | 1.036 | 2.484 | 12.365 |
| Late | 16134 | 0.681 | 0.466 | 0.000 | 0.000 | 1.000 | 1.000 | 1.000 |
| SIZE | 16134 | 15.520 | 1.460 | 9.771 | 14.536 | 15.326 | 16.331 | 21.676 |
| BM | 16134 | 0.914 | 0.534 | 0.007 | 0.547 | 0.825 | 1.194 | 11.879 |
| EPER | 16134 | 0.434 | 0.475 | -7.431 | 0.110 | 0.464 | 0.779 | 7.929 |
| DEBT | 16134 | 0.420 | 0.174 | 0.006 | 0.292 | 0.418 | 0.541 | 0.998 |
| INST | 16134 | 0.288 | 0.195 | 0.000 | 0.133 | 0.250 | 0.420 | 0.979 |
| LAG | 16134 | 50.874 | 18.266 | 15.000 | 41.000 | 43.000 | 45.000 | 91.000 |
| LAG2 | 16134 | 2921.8 | 2319.0 | 225 | 1681 | 1849 | 2025 | 8281 |

| Panel B 樣本為延後於投資者預期申報日 | | | | | | | | |
|------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 樣本數 | 平均數 | 標準差 | 最小值 | 第1四分位數 | 中位數 | 第3四分位數 | 最大值 |
| CAR | 10980 | -0.005 | 0.042 | -0.347 | -0.024 | -0.005 | 0.013 | 0.311 |
| UE | 10980 | -0.002 | 0.101 | -1.795 | -0.018 | 0.000 | 0.016 | 2.224 |
| DifDay | 10980 | 2.452 | 2.079 | 0.013 | 0.973 | 1.841 | 3.261 | 12.365 |
| SIZE | 10980 | 15.456 | 1.486 | 9.771 | 14.459 | 15.270 | 16.269 | 21.676 |
| BM | 10980 | 0.965 | 0.560 | 0.007 | 0.584 | 0.873 | 1.250 | 11.879 |
| EPER | 10980 | 0.404 | 0.477 | -3.398 | 0.085 | 0.418 | 0.738 | 7.929 |
| DEBT | 10980 | 0.429 | 0.178 | 0.006 | 0.297 | 0.428 | 0.553 | 0.998 |
| INST | 10980 | 0.281 | 0.192 | 0.000 | 0.125 | 0.245 | 0.410 | 0.979 |
| LAG | 10980 | 53.390 | 18.831 | 39.000 | 43.000 | 44.000 | 45.000 | 91.000 |
| LAG2 | 10980 | 3205.1 | 2477.5 | 1521 | 1849 | 1936 | 2025 | 8281 |

註：CAR為累積異常報酬；UE為預期盈餘；DifDay為申報日期與預期申報日期差異天數；Late為財務報告申報點比預期晚；SIZE為公司規模；BM淨值市價比；EPER為盈餘持續性；DEBT為負債比率；LAG為盈餘申報期間落差；LAG2為盈餘申報期間落差平方

Panel C 樣本為提早於投資者預期申報日

| | 樣本數 | 平均數 | 標準差 | 最小值 | 第1四分位數 | 中位數 | 第3四分位數 | 最大值 |
|--------|------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| CAR | 5154 | -0.001 | 0.042 | -0.237 | -0.021 | -0.002 | 0.017 | 0.296 |
| UE | 5154 | -0.001 | 0.067 | -0.813 | -0.012 | 0.001 | 0.015 | 1.877 |
| DifDay | 5154 | -5.011 | 6.706 | -53.412 | -6.200 | -2.348 | -0.707 | -0.031 |
| SIZE | 5154 | 15.654 | 1.394 | 11.864 | 14.695 | 15.462 | 16.418 | 21.410 |
| BM | 5154 | 0.806 | 0.455 | 0.050 | 0.474 | 0.736 | 1.057 | 5.237 |
| EPER | 5154 | 0.499 | 0.464 | -7.431 | 0.180 | 0.556 | 0.855 | 4.624 |
| DEBT | 5154 | 0.402 | 0.164 | 0.008 | 0.284 | 0.399 | 0.515 | 0.967 |
| INST | 5154 | 0.303 | 0.199 | 0.000 | 0.149 | 0.260 | 0.438 | 0.979 |
| LAG | 5154 | 45.512 | 15.709 | 15.000 | 38.000 | 40.000 | 42.000 | 90.000 |
| LAG2 | 5154 | 2318.1 | 1795.4 | 225 | 1444 | 1600 | 1764 | 8100 |

註: CAR為累積異常報酬; UE為為預期盈餘; DifDay為申報日期與預期申報日期差異天數; Late為財務報告申報點比預期晚; SIZE為公司規模; BM淨值市價比; EPER為盈餘持續性; DEBT為負債比率; LAG為盈餘申報期間落差; LAG2為盈餘申報期間落差平方



第二節、相關性檢定

本節是針對累積異常報酬(CAR)、延後於投資者預期申報日(Late)以及控制變數間進行 Pearson 相關係數統計，並將所得結果彙總於表 4-2。另本研究為避免自變項的相關太高，意即共線性之問題，因此進一步以膨脹係數(Varian Inflation Factor, VIF)檢驗各變數(未與未預期盈餘進行交乘)之共線性，而結果顯示 VIF 值皆小於 10，表示共線性問題應不嚴重。

由表 4-2 可得出為各變數之相關係數，其值介於-0.264 至 0.330 之間。累積異常報酬(CAR)與延後於投資者預期申報日(Late)呈顯著負相關(係數為-0.051, P 值<0.01)，表示若延後於投資者預期申報日，則投資人者對於樣本公司之年度財務報告的反應呈負向。

其餘控制變數部分，公司規模(SIZE)、淨值市價比(BM)、盈餘持續性(EPER)、未預期盈餘(UE)、機構投資者持股比例(INST)皆與累積異常報酬(CAR)呈現顯著正相關；負債比率(DEBT)則與累積異常報酬(CAR)呈現顯著負相關，這些結果顯示以上的控制變數對應變數的變動具有重要性。

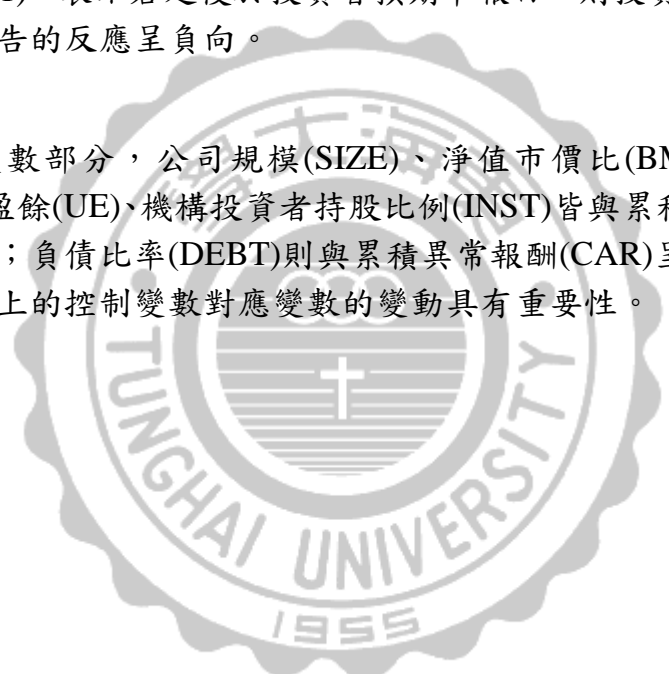


表 4-2 相關係數表

| 變數名稱 | CAR | UE | Late | SIZE | BM | EPER | DEBT | INST | LAG |
|------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|----------------------|----------------------|---------------------|-------------------|-------|
| CAR | 1.000 | | | | | | | | |
| UE | 0.080*** (0.000) | 1.000 | | | | | | | |
| Late | -0.051*** (0.000) | -0.009 (0.242) | 1.000 | | | | | | |
| SIZE | 0.040*** (0.000) | -0.027*** (0.001) | -0.063*** (0.000) | 1.000 | | | | | |
| BM | 0.017** (0.035) | -0.032*** (0.000) | 0.139*** (0.000) | 0.200*** (0.000) | 1.000 | | | | |
| EPER | 0.029*** (0.000) | -0.010 (0.184) | -0.094*** (0.000) | 0.145*** (0.000) | -0.264*** (0.000) | 1.000 | | | |
| DEBT | -0.024** (0.002) | -0.032*** (0.000) | 0.072*** (0.000) | 0.330*** (0.000) | 0.070*** (0.000) | -0.059*** (0.000) | 1.000 | | |
| INST | 0.028*** (0.000) | -0.000 (0.988) | -0.053*** (0.000) | 0.218*** (0.000) | -0.051*** (0.000) | 0.056*** (0.000) | 0.089*** (0.000) | 1.000 | |
| LAG | 0.007 (0.359) | -0.013 (0.102) | 0.201*** (0.000) | -0.018** (0.024) | 0.077*** (0.000) | -0.033*** (0.000) | 0.028*** (0.000) | -0.009 (0.232) | 1.000 |

註 1:***表示達 1%顯著水準;**表示達 5%顯著水準;*表示達 10%顯著水準

註 2: CAR 為累積異常報酬;UE 為為預期盈餘;DifDay 為申報日期與預期申報日期差異天數;Late 為財務報告申報點比預期晚;SIZE 為公司規模;BM 淨值市價比;EPER 為盈餘持續性;DEBT 為負債比率;LAG 為盈餘申報期間落差

第三節、迴歸結果分析

本研究旨在探討財務報告申報時間點對投資者注意力之影響，而投資者注意力之代理變數是以累積異常報酬(CAR)作為替代，並將延後申報(Late)以及控制變數間進行迴歸分析。以下為財務報告申報時間點對投資者注意力之迴歸結果，以驗證實驗結果是否與假說相符。

表 4-3 為財務報告申報時間點對投資者注意力之迴歸實證結果。由表 4-3 可得出，調整後 R-squared 值為 0.0459，即迴歸模型可以解釋 4.59%的總變異。F 值為 9.34，呈 1%之統計顯著水準，表示整體之迴歸模型具有顯著解釋能力。

研究實證結果顯示，延後申報(Late)與未預期盈餘(UE)之交乘項(Late \times UE)呈顯著負相關(係數為-0.0010，P 值 $<$ 0.01)，表示相對於提前申報，投資者對延後申報之未預期盈餘反應較低。因此實證結果不符合假說之推論，即延後申報並沒有增加投資者之注意力。過去的研究顯示，公司傾向將壞消息延後申報而且投資者會對延後申報予以懲罰(Givoly and Palmon 1982)。本研究雖已控制未預期盈餘，但並未明確控制負的未預期盈餘對投資者的影響，因此延後申報可能會捕捉到壞消息的特性，致研究結果與預期不符。因此本研究於下面另外控制負的未預期盈餘，探討投資者對於申報時間點之未預期盈餘反應。

其餘控制變數之迴歸結果，累積異常報酬(CAR)與未預期盈餘(UE)呈現顯著正相關(係數為 0.009，P 值 $<$ 0.05)，代表未預期盈餘愈大之公司，累積異常報酬愈大。累積異常報酬(CAR)與負債比率(DEBT)呈現顯著負相關(係數為-0.0093，P 值 $<$ 0.05)，代表累積異常報酬與負債比率為負相關，意即善用槓桿的公司其累積異常報酬越小。累積異常報酬(CAR)與盈餘申報時間落差(LAG)呈現顯著正相關(係數為 0.001，P 值 $<$ 0.05)，代表盈餘申報時間落差越多，累積異常報酬愈高。累積異常報酬(CAR)與盈餘申報時間落差平方(LAG²)呈現顯著負相關(係數為-0.0000，P 值 $<$ 0.01)，代表盈餘申報時間落差平方愈多，累積異常報酬愈小。累積異常報酬和盈餘持續性與未預期盈餘交乘項(EPER \times UE)亦呈顯著正相關(係數為 0.0007，P 值 $<$ 0.01)，盈餘持續性愈大，投資者對於未預期盈餘之敏感度愈大。累積異常報酬和盈餘申報時間落差與未預期盈餘交乘項(LAG \times UE)呈顯著負相關(係數為-0.0002，P 值 $<$ 0.05)，代表若財務報告申報日落差愈大，投資者對於未預期盈餘的敏感度愈小。累積異常報酬和盈餘申報時間落差平方與未預期盈餘交乘項(LAG² \times UE)呈顯著正相關(係數為 0.0000，P

值 <0.01)，代表若財務報告申報日落差平方愈大，投資者對於未預期盈餘的敏感度愈大。

先前的研究發現相較於提前申報，投資者對延後申報並未有較大之反應，與本文之假說不符，為檢測投資者對正、負未預期盈餘反應不同對研究結果的影響，本研究於迴歸式中加入負的未預期盈餘之虛擬變數，並將迴歸結果列示於表 4-4。由表 4-4 顯示，調整後 R-squared 值為 0.0457，即迴歸模型可以解釋 4.57% 的總變異。F 值為 9.0247，呈 1% 之統計顯著水準，表示整體之迴歸模型具有顯著解釋能力。

根據表 4-4 之實證結果，若盈餘為正，延後申報(Late)與未預期盈餘(UE)之交乘項(Late \times UE)呈顯著負相關(係數為-0.0676，P 值 <0.01)，表示相對於提前申報好消息，投資者對延後申報好消息之未預期盈餘反應較低。此與假說不一致，即延後申報並沒有增加投資者之注意力。推測可能的原因為投資者偏好好消息，對於較早宣告好消息之公司，會給予較正面且及時的反應，因此較延後宣告好消息反應更大。此與 Bagnoli, Kross, and Watts (2002)研究結果一致。若盈餘為負，延後申報壞消息(Late \times NegUE)與未預期盈餘(UE)之交乘項(Late \times NegUE \times UE)呈顯著正相關(係數為 0.0726，P 值 <0.05)，表示相對於提前申報壞消息，投資者對延後申報壞消息之未預期盈餘反應較高。顯示投資者不喜歡壞消息，因此當壞消息延後申報時會顯得格外突兀，且會引起投資者的注意，此符合假說相較於提早申報，投資者對於延後申報之未預期盈餘的反應較大之推論。由表 4-4 之結果可以發現投資者對好壞消息的反應並不相同，對於好消息延後申報並不會吸引投資者的注意力，但若是壞消息延後申報，投資者將會對此申報投以愈多注意力，注意力愈集中，將使其對未預期盈餘的反應愈大，故若是公司宣告壞消息的情況，假說成立。因此綜上所述，投資者注意力不僅會受到申報時間點的影響，也會受到盈餘正負之影響。

其餘控制變數之迴歸結果，累積異常報酬(CAR)與未預期盈餘(UE)呈現顯著正相關(係數為 0.6764，P 值 <0.01)，代表未預期盈餘愈大之公司，累積異常報酬愈大。累積異常報酬(CAR)與負的未預期盈餘(NegUE)呈現顯著負相關(係數為-0.0075，P 值 <0.01)，代表負的未預期盈餘愈大之公司，累積異常報酬愈小。累積異常報酬(CAR)與公司規模(SIZE)呈現顯著正相關(係數 0.0010，P 值 <0.01)，代表累積異常報酬與公司規模為正相關，意指公司規模愈大累積異常報酬愈大。累積異常報酬(CAR)與淨值市價比(BM)呈現顯著正相關(係數為 0.0018，P 值 <0.05)，代表累積異常報酬與淨值市價比為正相關，意指淨值市價比愈大累積異常報酬愈大。累積異常報酬(CAR)與盈餘持續性(EPER)呈現顯著

正相關(係數為 0.0024, P 值 <0.01),代表累積異常報酬與盈餘持續性為正相關,意指盈餘持續性愈大累積異常報酬愈大。累積異常報酬(CAR)與負債比率(DEBT)呈現顯著負相關(係數為-0.0094, P 值 <0.01),代表累積異常報酬與負債比率為負相關,意即善用槓桿的公司其累積異常報酬越小。累積異常報酬和負的未預期盈餘與未預期盈餘交乘項(NegUE \times UE)亦呈顯著負相關(係數為-0.0627, P 值 <0.05),表示負的未預期盈餘愈大,投資者對於未預期盈餘之敏感度愈小。累積異常報酬和機構投資者持股比例與未預期盈餘交乘項(INST \times UE)呈顯著正相關(係數為 0.0897, P 值 <0.01),代表機構投資者持股比例愈大,投資者對於未預期盈餘的敏感度愈大。累積異常報酬和盈餘申報時間落差與未預期盈餘交乘項(LAG \times UE)呈顯著負相關(係數為-0.0109, P 值 <0.05),代表若財務報告申報日落差愈大,投資者對於未預期盈餘的敏感度愈小。累積異常報酬和盈餘申報時間落差平方與未預期盈餘交乘項(LAG2 \times UE)呈顯著正相關(係數為 0.0001, P 值 <0.05),代表若財務報告申報日落差平方愈大,投資者對於未預期盈餘的敏感度愈大。



表 4-3 財務報告申報時間點對投資者注意力之迴歸實證結果

| 變數名稱 | 預期符號 | 係數 | t值 |
|------------|------|------------|-------|
| Constant | | -0.0514*** | -2.81 |
| Late | | 0.0031* | 1.78 |
| UE | + | 0.0090** | 2.53 |
| Late × UE | + | -0.0010*** | -2.70 |
| SIZE | | 0.0004 | 0.67 |
| BM | | 0.0006 | 0.43 |
| EPER | | -0.0006 | -0.40 |
| DEBT | | -0.0093** | -2.06 |
| INST | | 0.0011 | 0.29 |
| LAG | - | 0.0010** | 2.01 |
| LAG2 | | -0.0000*** | -3.34 |
| SIZE×UE | ? | 0.0001 | 1.01 |
| BM×UE | ? | 0.0003 | 1.29 |
| EPER×UE | + | 0.0007*** | 2.58 |
| DEBT×UE | ? | -0.0001 | -0.14 |
| INST×UE | ? | 0.0001 | 0.19 |
| LAG×UE | - | -0.0002** | -2.37 |
| LAG2×UE | + | 0.0000*** | 2.91 |
| IND | | YES | |
| YEAR | | YES | |
| SEASON | | YES | |
| 樣本數 | | 16134 | |
| adj. R^2 | | 0.0459 | |
| F值 | | 9.34*** | |

註 1:***表示達 1%顯著水準; **表示達 5%顯著水準; *表示達 10%顯著水準。有預期符號為單尾檢定，沒有預期符號為雙尾檢定

註 2: CAR 為累積異常報酬;UE 為為預期盈餘;DifDay 為申報日期與預期申報日期差異天數;Late 為財務報告申報點比預期晚;SIZE 為公司規模;BM 淨值市價比;EPER 為盈餘持續性;DEBT 為負債比率;LAG 為盈餘申報期間落差;LAG2 為盈餘申報期間落差平方

表 4-4 財務報告申報時間點之正負盈餘對投資者注意力之迴歸實證結果

| 變數名稱 | 預期符號 | 係數 | t值 |
|-------------------|------|------------|-------|
| Constant | | -0.0050 | -0.54 |
| Late | | -0.0001 | -0.09 |
| NegUE | - | -0.0075*** | -9.61 |
| UE | + | 0.6764*** | 3.89 |
| Late × UE | + | -0.0676*** | -2.76 |
| NegUE × UE | - | -0.0627** | -2.30 |
| Late × NegUE × UE | + | 0.0726** | 2.51 |
| SIZE | | 0.0010*** | 3.33 |
| BM | | 0.0018** | 2.34 |
| EPER | | 0.0024*** | 2.89 |
| DEBT | | -0.0094*** | -3.91 |
| INST | | 0.0019 | 0.99 |
| LAG | | -0.0002 | -0.76 |
| LAG2 | | -0.0000 | -0.71 |
| SIZE × UE | ? | -0.0023 | -0.57 |
| BM × UE | ? | 0.0098 | 1.02 |
| EPER × UE | + | -0.0091 | -1.54 |
| DEBT × UE | ? | -0.0313 | -1.14 |
| INST × UE | ? | 0.0897*** | 2.75 |
| LAG × UE | - | -0.0109** | -2.35 |
| LAG2 × UE | + | 0.0001** | 2.49 |
| IND | | YES | |
| YEAR | | YES | |
| SEASON | | YES | |
| 樣本數 | | 16134 | |
| adj. R^2 | | 0.0457 | |
| F值 | | 9.52*** | |

註 1:***表示達 1%顯著水準;**表示達 5%顯著水準;*表示達 10%顯著水準。有預期符號為單尾檢定，沒有預期符號為雙尾檢定

註 2: CAR 為累積異常報酬;UE 為為預期盈餘;DifDay 為申報日期與預期申報日期差異天數;Late 為財務報告申報點比預期晚;SIZE 為公司規模;BM 淨值市價比;EPER 為盈餘持續性;DEBT 為負債比率;LAG 為盈餘申報期間落差;LAG2 為盈餘申報期間落差平方

第四節、額外結果測試

本研究係探討財務報告申報日與投資者心裡預期的財務報告申報日不同時，延後申報較提早申報對投資者未預期盈餘反應之影響。然而，在實際情況下，除了和投資者預期日有落差的兩種情況外，還有與投資者預期申報日同天（及時）的情況。不同的申報時間點會對投資者注意力產生不同的影響，因此本研究之額外測試中加入及時申報之狀況，以探討先前的研究結果是否會因加入及時樣本而有所不同。

表 4-4 為財務報告申報時間點之正負盈餘對投資者注意力影響之額外測試，調整後 R-squared 值為 0.041，即迴歸模型可以解釋 4.1% 的總變異。F 值為 9.376，呈 1% 之統計顯著水準，表示整體之迴歸模型具有顯著解釋能力。

由表 4-4 可得知，若盈餘為正，延後申報(Late)與未預期盈餘(UE)之交乘項(Late \times UE)呈顯著負相關(係數為-0.0681，P 值 $<$ 0.01)，此與假說不一致，但與主要測試中的好消息實證結果相仿。因此推測為投資者偏好好消息，對於較早或及時宣告好消息之公司，會給予較正面且及時的反應，所以較延後宣告好消息反應更大。若盈餘為負，延後申報壞消息(Late \times NegUE)與未預期盈餘(UE)之交乘項(Late \times NegUE \times UE)呈顯著正相關(係數為 0.0731，P 值 $<$ 0.05)，顯示投資者不喜歡壞消息，因此當壞消息延後申報時會顯得格外突兀，且會引起投資者的注意。彙總來說，本研究之額外測試與實證結果之內文相符，顯示結果不因加入及時樣本而改變。其餘實證結果與主要測試相似，因此不在贅述。

綜上所述，本研究之額外測試，其結果與主要測試一致，表示若公司有好消息時，提早與及時申報相較於延後申報更能吸引投資者注意力；若公司有壞消息，延後申報相較於提早與及時申報更能吸引投資者注意力，假說於公司將申報壞消息時，得到支持。

表 4-5 財務報告申報時間點之正負盈餘對投資者注意力之額外實證結果

| 變數名稱 | 預期符號 | 係數 | t 值 |
|-------------------|------|------------|-------|
| Constant | | -0.0053 | -0.58 |
| Late | | -0.0001 | -0.14 |
| NegUE | - | -0.0075*** | -9.63 |
| UE | + | 0.5681*** | 3.23 |
| Late × UE | + | -0.0681*** | -2.77 |
| NegUE × UE | - | -0.0630** | -2.31 |
| Late × NegUE × UE | + | 0.0731** | 2.53 |
| SIZE | | 0.0009*** | 3.28 |
| BM | | 0.0018** | 2.37 |
| EPER | | 0.0025*** | 2.99 |
| DEBT | | -0.0093*** | -3.86 |
| INST | | 0.0019 | 1.01 |
| LAG | | -0.0002 | -0.73 |
| LAG2 | | -0.0000 | -0.74 |
| SIZE × UE | ? | -0.0023 | -0.54 |
| BM × UE | ? | 0.0096 | 1.01 |
| EPER × UE | + | -0.0090 | -1.53 |
| DEBT × UE | ? | -0.0315 | -1.15 |
| INST × UE | ? | 0.0899*** | 2.75 |
| LAG × UE | - | -0.0109** | -2.35 |
| LAG2 × UE | + | 0.0001** | 2.50 |
| IND | | YES | |
| YEAR | | YES | |
| SEASON | | YES | |
| 樣本數 | | 16213 | |
| adj. R^2 | | 0.041 | |
| F 值 | | 9.376*** | |

註 1:***表示達 1% 顯著水準; **表示達 5% 顯著水準; *表示達 10% 顯著水準。有預期符號為單尾檢定，沒有預期符號為雙尾檢定

註 2: CAR 為累積異常報酬; UE 為為預期盈餘; DifDay 為申報日期與預期申報日期差異天數; Late 為財務報告申報點比預期晚; SIZE 為公司規模; BM 淨值市價比; EPER 為盈餘持續性; DEBT 為負債比率; LAG 為盈餘申報期間落差; LAG2 為盈餘申報期間落差平方

第五章 結論與建議

本章將結論與建議分成三節，第一節為研究結論；第二節為研究限制及建議；第三節為研究貢獻。

第一節、研究結論

本研究主要在探討財務報告申報時間點對投資者注意力之影響。過去文獻指出注意力是一種有限的資源，因為注意力有限，因此公司如果在投資者注意力較高的時候申報財務報表，投資者對盈餘資訊的反應較大。而財務報表申報的時間會影響投資者注意力，當公司提前申報時，投資者會因事先沒有預期到此一事件，而較延後申報反應來得小，但是並未獲得實證結果上支持。在考慮投資者對正負未預期盈餘的反應並不不同的情況下，研究結果顯示若為好消息時，相對於提前、及時申報好消息，投資者對延後申報好消息之未預期盈餘反應較低；若為壞消息時，相對於提前或及時申報壞消息，投資者對延後申報壞消息之未預期盈餘反應較高。

本研究樣本取自上市櫃公司，並以季度或年度財務報告申報日作為事件日，研究期間自 2013 年至 2017 年第二季季報，並以事件日前 1 天至後 1 天交易日作為事件期，且以市場累積異常報酬作為投資者注意力之代理變數，探討財務報告申報時間點對投資者注意力之影響。以下為研究結論之說明：

- 一、 當公司申報正面消息時，延後申報較提前或及時申報的未預期盈餘反應較低，意指投資者對於提前或及時申報的好消息有較大的反應。
- 二、 當公司申報負面消息時，延後申報較提前或及時申報的未預期盈餘反應較高，意指投資者對於延後申報的壞消息有較大的反應。

第二節、研究限制與建議

1. 本研究注意力之代理變數係以市場股價反應作為替代，但是實際上股價會受到許多影響，雖然本研究參考許多過去文獻，且納入許多因素作為控制變數，但是或多或少會有一些因素未考量，並可能導致研究結果的改變，而本研究並未在此將其納入考量。
2. 本研究以市場股價反應作為投資者注意力之衡量，然而投資者的反應是較抽象的，或許也能從其他方面觀察取得。因此建議後續的研究可以更深入地探討投資者注意力還可以使用什麼代理變數來衡量，並進行研究，使注意力相關研究能更加完整。
3. 本研究採行事件研究法，然而在事件估計期當中可能會包括其他消息的發布，進而影響公司股價，且影響預期報酬率的分析，因而導致累積異常報酬較無法完全表示對於此次事件之投資者注意力代理變數。
4. 本研究的投資者預期財務報告申報日是採今年產業平均之申報日，然而還有其他方法可以衡量預期申報日，例如：分析師預期申報日、上一期財務報告申報日、前年產業平均之申報日。因此建議後續研究能以更多種方式來衡量預期申報日，使得相關文獻更加完整。

第三節、研究貢獻

本研究有助於了解財務報告申報時間點對投資者注意力之影響。因為財務報告申報時間點會對投資者注意力會產生影響，因此提早或及時申報與延遲申報對投資者注意力也會有不同的效果，而研究顯示當公司有好消息時，提前或及時申報會較延後申報吸引更多注意力；當公司有壞消息時，延後申報會較提前或及時申報吸引更多注意力。因此以上的實證結果能讓公司做出策略性的考量，若是公司有好消息時，提早或及時申報，能引起投資者注意，並較快速地反應股價；若是公司有壞消息時，提早或及時申報，能延遲股價反應，並減少當下的衝擊，因此幫助公司做戰術性的管理。



參考文獻

- 王雍智，2010，資本結構與公司績效關聯性之研究-臺灣股市的新啟示，*企業管理學報*，第 85 期：71-110。
- 林有志、黃劭彥、辛宥呈與施志成，2007，我國上市公司半年報申報時間落差特性之研究，*當代會計*，第 8 卷第 1 期：85-112。
- 林冠廷，2017，財務報告延遲至期限申報因素之探討，*東海大學會計學研究所論文*。
- 林靖傑與莊素增，2011，財務報表網路申報之市場反應研究，*中華管理評論國際學報*，第 14 卷第 4 期：1-26。
- 林慧珊，2017，財務報告申報期限與申報集中對投資者注意力之影響，*東海大學會計學研究所論文*。
- 范宏書與陳慶隆，2007，會計師異動、存在最終家族控制股東與財務報表公佈時效性之探討，*當代會計*，第 8 卷第 1 期：1-33。
- 許書偉與李建然，2013，淨值門檻管制會誘發盈餘管理嗎？，*會計評論* 第 57 期：73-103。
- 許書偉與江承霖，2017，媒體報導、投資者注意力與財務報告申報資訊內涵，*會計審計論叢*，第 7 卷第 1 期：75-103。
- 張琬瑜、楊弘章與陳佳吟，2014，新聞媒體報導對公司財務績效與股價之影響，*證券市場發展季刊*，第 26 卷 1 期：113-146。
- 黃劭彥、盧正宗、林琦珍與林麗琦，2010，會計師簽發繼續經營疑慮審計意見對財務報表公告時間落差之影響，*當代會計*，第 11 卷第 1 期：79-114。
- 廖秀梅與陳依婷，2010，資訊揭露透明度、家族控制因素與盈餘價值攸關性，*會計學報*，第 2 卷第 2 期：1-23。
- 顏信輝、張瑀珊與鄭力尹，2016，直接採用 IFRS 前後財務報表資訊內涵之比較，*會計評論*，第 62 期：33-74。
- Akerlof, G. A. 1991. Procrastination and obedience. *The American Economic Review*, 81 (2): 1-19
- Amir, E., and J. Livnat. 2005. The economic consequences of (not) issuing preliminary earnings announcement: Working paper, New York University.
- Atiase, R. K., L. S. Bamber, and S. Tse. 1989. Timeliness of financial reporting, the firm size effect, and stock price reactions to annual earnings announcements. *Contemporary Accounting Research* 5 (2):526-552.
- Badrinath, S. G., J. R. Kale, and T. H. Noe. 1995. Of shepherds, sheep, and the cross-autocorrelations in equity returns. *The Review of Financial Studies* 8 (2):401-430.
- Baker, A. G., Pierre Mercier, Frederic Valletourangeau, Robert Frank, and Maria Pan, 1993, Selective associations and causality judgments? Presence of a strong causal factor may judgements of a weaker one, *Journal of Experimental*

- Psychology? Learning, Memory and Cognition* 19, 414-432
- Bagnoli, M., W. Kross, and S. Watts. 2002. The information in management's expected earnings report date: A day late, a penny short. *Journal of Accounting Research* 40 (5):1275-1296.
- Bagnoli, M., M. Clement, and S. G. Watts. 2006. Around-the-clock media coverage and the timing of earnings announcements, *McCombs Research Paper Series* No. ACC 02-06
- Begley, J., and P. E. Fischer. 1998. Is there information in an earnings announcement delay? *Review of Accounting Studies* 3 (4) : 347-363
- Borgida, E., and R. E. Nisbett. 1977. The differential impact of abstract vs. concrete information on decisions I. *Journal of Applied Social Psychology* 7 (3):258-271.
- Broadbent, D. E. 1958. Effect of noise on an "intellectual" task. *The Journal of The Acoustical Society of America* 30 (9):824-827.
- Brown, P., and J. W. Kennelly. 1972. The informational content of quarterly earnings: an extension and some further evidence. *The Journal of Business* 45 (3):403-415.
- Busemeyer, Jerome R., In Jae Myung, and Mark A. McDaniel, 1993, Cue competition effects? Empirical tests of adaptive network learning models, *Psychological Science* 4, 190-195.
- Bushee, B. J. 1998. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review* 73(3):305-333.
- Chambers, A. E., and S. H. Penman. 1984. Timeliness of reporting and the stock price reaction to earnings announcements. *Journal of Accounting Research* 22 (1):21-47.
- Cherry, E. C. 1953. Some experiments on the recognition of speech, with one and with two ears. *The Journal of The Acoustical Society of America* 25 (5):975-979.
- Chih, H. H., Y. E. Lin, W. R. Chen, and P. H. Chou. 2009. Does CEO media coverage affect firm performance? *Chiao Da Management Review* 29 (1):139-173.
- DellaVigna, S., and J. M. Pollet. 2009. Investor inattention and Friday earnings announcements. *The Journal of Finance* 64 (2):709-749.
- Deutsch, J. A., and D. Deutsch. 1963. Attention: some theoretical considerations. *Psychological Review* 70 (1):80.
- Duarte-Silva, T., H. Fu, C. F. Noe, and K. Ramesh. 2013. How do investors interpret announcements of earnings delays? *Journal of Applied Corporate Finance* 25(1) : 64-71.
- Easton, P. D., and M. E. Zmijewski. 1989. Cross-sectional variation in the stock market response to accounting earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics* 11 (2-3):117-141.
- Fama, E. F., and K. R. French. 1995. Size and book-to-market factors in earnings and returns. *The Journal of Finance* 50 (1):131-155.

- Francis, J., D. Pagach, and J. Stephan. 1992. The stock market response to earnings announcements released during trading versus nontrading periods. *Journal of Accounting Research* 30 (2):165-184.
- Frederickson, J. R., and L. Zolotoy. 2016. Competing earnings announcements: which announcement do investors process first? *The Accounting Review* 91 (2):441-462.
- Givoly, D., and D. Palmon. 1982. Timeliness of annual earnings announcements : Some empirical evidence. *The Accounting Review* 57 (3):486-508.
- Hirshleifer, D., S. S. Lim, and S. H. Teoh. 2009. Driven to distraction: Extraneous events and underreaction to earnings news. *The Journal of Finance* 64 (5):2289-2325.
- Hirshleifer, D., and S. H. Teoh. 2003. Limited attention, information disclosure, and financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 36 (1):337-386.
- Hou, K., L. Peng and W. Xiong, 2009, A Tale of Two Anomalies: The Implications of Investor Attention for Price and Earnings Momentum, Working Paper, Ohio State University.
- James, W. (1890). *The principles of psychology* (Vol. II). New York: Holt.
- Johnston, W. A., and S. P. Heinz. 1978. Flexibility and capacity demands of attention. *Journal of Experimental Psychology: General* 107 (4):420.
- Kahneman, D. 1973. *Attention and effort*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Kothari, S. 2001. Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1):105-231.
- Kruschke, John K., and Mark K. Johansen, 1999, A model of probabilistic category learning, *Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition* 25, 1083-1119
- Kutcher, L., E. Y. Peng, and K. Zvinakis. 2007. The impact of the accelerated filing deadline on timeliness of 10-K filings. Working paper, Colorado State University.
- Landsman, W. R., and E. L. Maydew. 2002. Has the information content of quarterly earnings announcements declined in the past three decades? *Journal of Accounting Research* 40 (3):797-808.
- Li, E. X., and Ramesh, K. 2009. Market reaction surrounding the filing of periodic SEC reports. *The Accounting Reivew*, 84 (4): 1171-1208.
- Moray, N. 1959. Attention in dichotic listening: Affective cues and the influence of instructions. *Quarterly Journal of Experimental Psychology* 11 (1):56-60.
- McLeod, Peter, 1977, Parallel processing and the psychological refractory period, *Acta Psychologica* 41, 381-391
- Owusu-Ansah, S. 2000. Timeliness of corporate financial reporting in emerging capital markets : Empirical evidence from the Zimbabwe Stock Exchange. *Accounting and Business Research* 30 (3) : 241-254
- Peng, L., and Xiong, W. 2006. Investor attention, overconfidence and actegory learning.

- Journal of Financial Economics*, 80: 563-602.
- Rosenberg, B., K. Reid, and R. Lanstein. 1985. Persuasive evidence of market inefficiency. *The Journal of Portfolio Management* 11 (3):9-16.
- Simons, Daniel J., and Daniel T. Levin, 1997, Change blindness, *Trends in Cognitive Sciences* 1, 261-267.
- Soltani, B. 2002. Timeliness of corporate and audit reports : Some empirical evidence in the French context. *The International Journal of Accounting* 37 (2) : 215-246
- Stroop, J. Ridley, 1935, Studies of interference in serial verbal reactions, *Journal of Experimental Psychology* 28, 643-662.
- Theeuwes, J. (1992). Perceptual selectivity for color and form. *Attention, Perception, & Psychophysics*, 51(6), 599–606.
- Treisman, Ann M., and Alison Davies, 1973, Dividing attention to ear and eye, in Sylvan Kornblum, ed.: *Attention and Performance IV* (Academic Press, New York).
- You, H., and X.-J. Zhang. 2007. Investor under-reaction to earnings announcement and 10-K report. Working paper, Barclays Global Investor and University of California, Berkeley.

