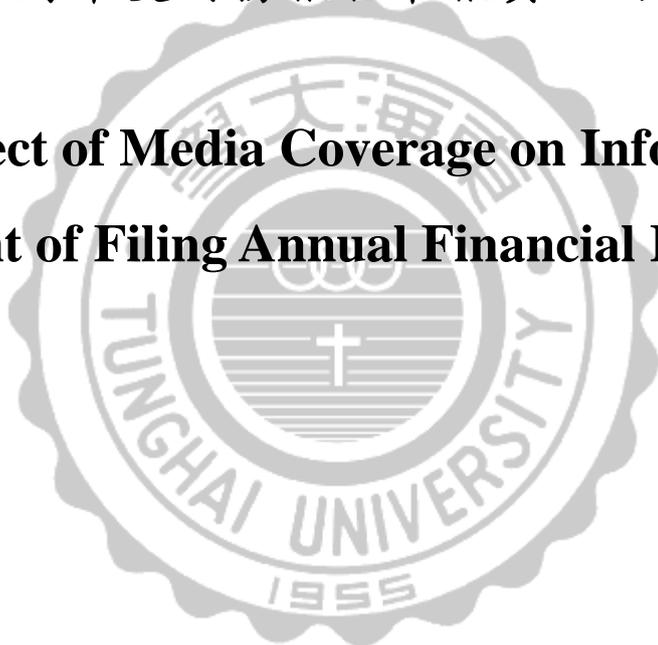


東海大學會計學系碩士班  
碩士論文

媒體報導對年度財務報告申報資訊內涵之影響

**The Effect of Media Coverage on Information  
Content of Filing Annual Financial Reports**



指導教授：許書偉 博士

研究生：江承霖 撰

中華民國一〇四年六月

## 謝辭

時光荏苒，隨著論文的完成，研究所的生活將畫下休止符。回望過去兩年的研究所歲月，與老師和同學們的相處時光歷歷在目，這也是我此期間最大的收穫。

關於這篇論文的完成，首先我要感謝指導教授許書偉老師，承蒙老師在論文寫作期間的諄諄指導，我才得以將論文順利完成；另外，我要感謝口試委員許永聲老師以及林秀鳳老師給予的寶貴建議，使本篇論文更臻完備。再來，我要感謝我的父母給予的支持，使我可以無後顧之憂的專注於學業上。最後，我要感謝研究所的同儕和好友們，在我遇到瓶頸時給予的激勵與幫助也是我能順利走完這趟研究所行程的一大助力。

上述寥寥數語，或許不足以言表我的感謝之情，但是這篇論文正因有你們的協助才能順利完成，衷心地謝謝大家。

江 承 霖 謹誌  
于東海大學會計研究所  
中華民國一〇四年七月

# 媒體報導對年度財務報告申報資訊內涵之影響

指導教授：許書偉 博士

研究生：江承霖

學號：G02430108

## 摘要

本文旨在探討媒體報導對年度財務報告申報之資訊內涵的影響。過去多數研究顯示財務報告申報具資訊內涵，但投資人對此事件的反應並不完整，因而存在盈餘宣告後股價持續反應(Post-earnings-announcement drift; PEAD)的現象。然而有研究指出媒體報導能吸引投資人，使其將注意力聚焦於被報導公司，並驅使其進行股票買賣。因此，若媒體對年度財務報告申報的進行報導應能使大眾更注意這項消息，並引發充份的市場反應。

本研究以 2013 年度「公開資訊觀測站」的財務報告上傳日為事件日，並以股票之異常報酬波動性與異常交易量，作為判斷資訊內涵之指標，探討公司申報財報日及後續 2 日的媒體報導，對公司申報年度財報資訊內涵的影響。

研究結果發現：(1)媒體在公司申報年度財報的期間，有報導該公司的年度財報資訊時，則該公司年度財報申報的資訊內涵較高。(2)當公司申報年度財報的期間，被媒體報導的次數越多，則該公司年度財報申報的資訊內涵較高。(3)研究另測試媒體報導量和散戶持股對公司申報財報資訊內涵之影響，實證結果並未發現媒體報導次數能加強散戶持股對財報資訊內涵的正向影響。(4)研究另測試媒體報導量對週末申報的公司，其申報財報資訊內涵之影響，實證結果顯示即使公司於週末申報年度財報，但媒體報導的次數越多，則能夠減弱週末申報對財報資訊內涵的負向影響。

**關鍵詞：**媒體報導、財務報告申報、資訊內涵

# **The Effect of Media Coverage on Information Content of Filing Annual Financial Reports**

Advisor: Dr. Shu-Wei Hsu

Graduate Student Name: Cheng-Lin Chiang

Graduate Student No.: G02430108

## **Abstract**

This study examines the effect of media coverage on the information content of filing annual financial reports. Prior studies show that market reacts incompletely to the financial reports (Post-earnings-announcements drift; PEAD) and this could be due to investors' distractions. Recent studies suggest that the media coverage could attract investors' attention, leading to investors' attentions on the reported company and triggering the investing transactions. Therefore, if media coverage attracts investors' attention on the filing of financial reports, then the information content of financial reports could be improved.

This study collects filling dates of annual financial reports of 2013 on the Market Observation Post System and media reporting data on the filing date and two days following from the media database. In addition, the information content on the filling date is measured using the abnormal return volatility and abnormal trading volume.

The results are as follows: (1) the media reporting of annual financial report during filing period has positive effects on the information content; (2) the positive effects on the information content is increased if the news are reported by various sources during the filing periods; (3) no evidence suggests that the media reporting increases the positive impact of individual investors' holdings on information content of filing; (4) the media reporting reduce the negative impact of weekend filling on information content of filing.

Keywords: *Media coverage, Filing of financial reports, Information content*



# 目錄

謝辭 .....	I
中文摘要 .....	II
英文摘要 .....	III
目錄 .....	V
圖目錄 .....	VI
表目錄 .....	VII
<b>第壹章、緒論</b> .....	<b>1</b>
第一節、研究背景與動機 .....	1
第二節、研究目的 .....	3
第三節、研究架構 .....	4
<b>第貳章、文獻回顧</b> .....	<b>6</b>
第一節、盈餘宣告與財務報告申報之資訊內涵 .....	6
第二節、媒體報導與市場反應 .....	10
第三節、媒體報導與盈餘宣告 .....	13
<b>第參章、研究設計</b> .....	<b>15</b>
第一節、研究假說 .....	15
第二節、樣本選取與資料來源 .....	18
第三節、變數定義與衡量 .....	20
第四節、實證模型 .....	27
<b>第肆章、實證結果與分析</b> .....	<b>32</b>
第一節、敘述性統計量 .....	32
第二節、相關係數檢定 .....	37
第三節、迴歸結果分析 .....	41
第四節、額外測試 .....	48
<b>第伍章、結論與建議</b> .....	<b>51</b>
第一節、研究結論 .....	51
第二節、研究限制與建議 .....	53
<b>參考文獻</b> .....	<b>54</b>

## 圖目錄

圖 1-1 研究架構圖.....	5
圖 3-1 事件期與估計期.....	20



## 表目錄

表 3-1 樣本篩選過程表.....	19
表 3-2 樣本產業分布表.....	19
表 3-3 變數彙總表.....	30
表 4-1 樣本敘述性統計量.....	34
表 4-1 樣本敘述性統計量 (續) .....	35
表 4-2 有媒體報導組和無媒體報導組之應變數與控制變數平均數差異檢定.....	36
表 4-3 Pearson 相關係數.....	39
表 4-3 Pearson 相關係數 (續) .....	40
表 4-4 媒體報導對申報年度財報的資訊內涵之影響.....	42
表 4-5 媒體報導次數對申報年度財報的資訊內涵之影響.....	44
表 4-6 媒體報導量對散戶持股高或週末申報的公司申報財報資訊內涵之影響.....	47
表 4-7 媒體報導量對散戶持股高或週末申報的公司申報財報資訊內涵之影響 (主測試不取 Winsorize) .....	49
表 4-8 媒體報導量對散戶持股高或週末申報的公司申報財報資訊內涵之影響 (改變主測試中的散戶持股衡量，以第三四分位數區分散戶持股高低) .....	50

# 第壹章、緒論

## 第一節、研究背景與動機

盈餘宣告為股票市場中傳遞公司財務狀況及管理當局績效的主要資訊來源，投資人藉由盈餘宣告了解公司情況以預測公司未來的價值，並據此做出投資決策進而影響股價，因此股價與盈餘宣告息息相關。故 Ball and Brown(1968) 首先以實證研究提出盈餘與股價變動具有相關性，Beaver(1968)亦指出投資人會對盈餘宣告事件反應在股票的價量變動，故盈餘宣告具有資訊內涵。後續也有許多學者相繼對盈餘宣告進行探討，並且大部分研究仍發現盈餘宣告具有資訊內涵(Landsman and Maydew 2002; Amir and Livant 2005; Landsman et al. 2012; 林靖傑與莊素增 2011)，由此知盈餘宣告能提供公司資訊予投資人，作為投資決策的參考。

雖然研究大多發現盈餘宣告具有資訊內涵，但研究也指出市場對盈餘宣告反應不足，而存在 PEAD (Post-earnings-announcement drift)的現象<sup>1</sup>。研究顯示產生 PEAD 的原因主要可分為兩種，其一認為 PEAD 的產生是由於衡量異常報酬所用的訂價模型不完整或是存有估計偏誤所造成(Ball 1978; Foster et al. 1984; Ball et al. 1988)；其二則認為由於交易成本的因素(Bhushan 1994)，或是投資人無法完全了解盈餘資訊的意義(Kormendi and Lipe 1987)，因此使股價對盈餘宣告產生延遲反應。而後續則有研究提出 PEAD 的產生是由於投資人對盈餘宣告的注意力不足所致，並且認為投資人注意力不足的原因，是源於人的認知有限(DellaVigna and Pollet 2009; Hirshleifer et al. 2009)。在現今的股票市場中，掛牌公司存在上千家，投資人除了可得知這些公司的盈餘資訊，還可取得其他如股利分派、增減資和庫藏股買回等相關資訊，使投資人在進行投資決策時面臨大量的資訊。由於人的認知有限，因此投資人只能將其注意力作選擇性地分配，如此更降低了投資人平均對單一盈餘宣告的關注。

綜上所述，投資人在決定其投資組合時，只能從龐大的資訊中，選擇性地關注訊息進而做出決策。然而，投資人如何從大量資訊選擇其決策依據？McCombs and Shaw(1972)指出媒體所報導的事件與大眾所關心的議題具有關聯性。由於投資人處理資訊的能力與認知皆有限，媒體所報導的事件又為一般投資人普遍的訊息來源，因此由上述可知，投資人即會將關注力集中於媒體所

<sup>1</sup> Post earnings announcement drift, PEAD 係指在效率市場的假說下，盈餘資訊宣告即會使股價立即反應。然而過去研究發現，盈餘宣告後一段時間，股價仍有異常的波動。(Ball and Brown 1968; Bernard and Thomas 1989, 1990; DellaVigna and Pollet 2009; Hirshleifer et al. 2009; 林靖傑與莊素增 2011)

報導的個股，為此文獻認為媒體報導能使投資人聚焦，故 Barber and Odean (2008)與張雅慧等(2012)以媒體報導作為吸引投資人的方式，發現投資者容易被媒體報導吸引，進而對被新聞報導的股票產生交易行為。

既然盈餘宣告具有資訊內涵且存在市場反應不足的現象，而媒體報導能在股票市場吸引投資人關注，進而驅使其作出投資決策。因此，如果媒體在公司盈餘宣告時，報導公司的盈餘資訊能否引起市場注意並加速資訊的傳遞則是值得探討的議題。Peress(2008)以美國 NYSE 掛牌公司和 NASDAQ 中的 500 家公司，探討媒體報導公司盈餘宣告的相關新聞的頻率，檢視媒體報導是否有加強投資人對盈餘宣告這件事關注的效果。而過往國內的文獻中，雖然也有針對媒體報導與盈餘宣告的研究，但都是以投資人對公司盈餘宣告之前的各種新聞報導所產生的預期認知，探討公司實際盈餘公告後，投資人做出的反應(王肇蘭等 2009; Lu, Wei, and Tsai 2012; Lu, Wei, and Ke 2012)，而非探討媒體報導盈餘宣告事件的傳遞效果。

因國內的投資大眾若要得知上市(櫃)公司的年度盈餘資訊，必須得等公司將財務報告上傳至公開資訊觀測站後才能得知公司的實際的獲利數字，即使國內有少數公司於財務報告申報前自願性揭露盈餘數字，亦是未經會計師查核的數字。因此，國內媒體對公司申報年度財務報告的報導，是否引起大眾關注並對投資決策造成影響效果即為本研究所欲探討之方向。故本文以年度財務報告申報為研究對象，探討國內媒體報導對於年度財務報告申報資訊內涵的影響。

## 第二節、研究目的

本文旨在探討媒體報導對年度財務報告申報之資訊內涵的影響。過去研究指出盈餘宣告或是財務報告申報具資訊內涵，但是投資人面對大量資訊而對盈餘宣告或是財務報告申報事件的注意力不足，產生對宣告的資訊出現反應不完整的現象。由於媒體報導能吸引投資人，使其將注意力聚焦於被報導的個股公司，進而驅使進行股票買賣決策。因此，媒體對年度財務報告申報的報導應能使大眾更注意這項消息，並引發較大且較完整的市場反應。此外，不同類型的投資人對媒體報導的反應可能不一，因而引起不同的市場反應；不僅如此，亦有研究指出投資人的注意力會因盈餘宣告發佈於特定交易日時而分散，使得市場對盈餘宣告的反應降低(DellaVigna and Pollet 2009; Hirshleifer et al. 2009)，因此若有媒體報導這些於週末申報財務報告的公司，則能否引起投資人關注，而使市場有不同的反應。

具體而言，本研究問題如下：

- 一、媒體報導是否影響年度財務報告申報的資訊內涵？
- 二、媒體報導的數量多寡影響年度財務報告申報資訊內涵的程度為何？
- 三、媒體報導的影響是否因投資人型態而有所不同？
- 四、媒體報導是否能夠引發投資人關注於週末申報的年度財務報告？

### 第三節、研究架構

本研究主要係探討媒體報導對年度財務報告申報資訊內涵之影響。研究架構共分為五章節，研究流程圖如圖 1-1 所示，各章節內文簡述如下：

#### 第壹章、緒論

敘述本研究之背景與動機、研究目的以及論文架構。

#### 第貳章、文獻回顧

本章先就盈餘管理的定義進行介紹，再分別探討盈餘管理動機、門檻盈餘管理與選擇盈餘管理方法等相關文獻，進行國內外相關文獻之實證研究的回顧。

#### 第參章、研究設計

敘述本研究之假說建立、樣本選取於與資料來源、變數定義與衡量，以及實證模型。

#### 第肆章、實證結果與分析

本章將所蒐集之樣本進行統計分析，彙總實證結果並進行分析。

#### 第伍章、結論

本章依據實證結果歸納出結論，說明研究限制，並提出研究建議。

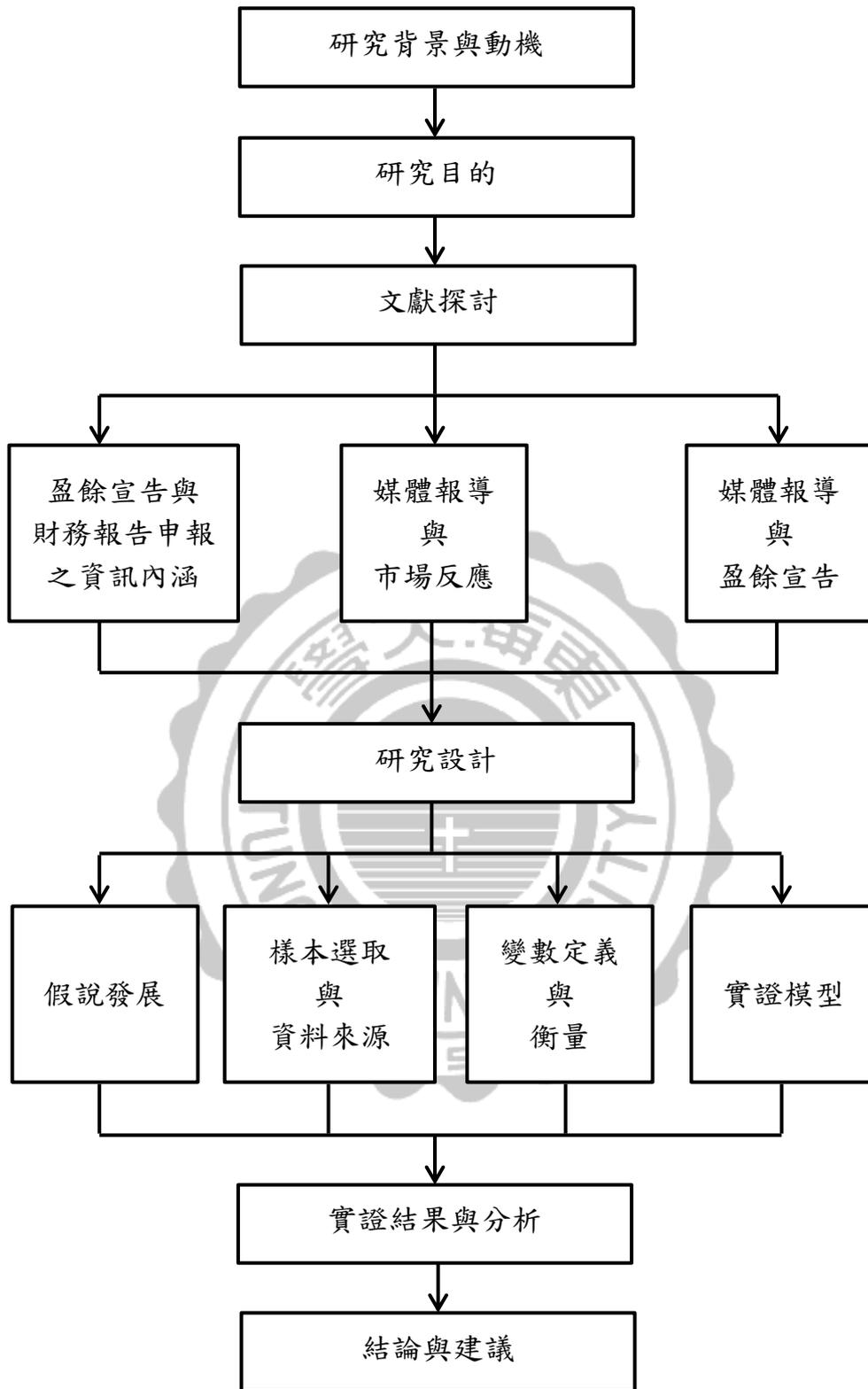


圖 1-1 研究架構圖

## 第貳章、文獻回顧

本章共分為三節，第一節先介紹盈餘宣告與財務報告申報之資訊內涵，第二節整理媒體報導與市場反應之相關文獻，第三節則介紹媒體報導與盈餘宣告的內容。

### 第一節、盈餘宣告與財務報告申報之資訊內涵

本節首先定義資訊內涵、盈餘宣告以及財務報告申報，其次則分別整理過去探討盈餘宣告以及財務報告申報資訊內涵的文獻。

#### 一、定義

##### 1. 資訊內涵：

Beaver(1968)認為當一項資訊會使決策者原先的預期產生變動，並且這項變動足夠大到使決策者出現行為改變，則該項資訊便具有資訊內涵。因此，若公司發佈的盈餘報告會使得股價變動大於未發佈時，並且這項變動可能使得投資人買進或賣出持股，則盈餘報告便具有資訊內涵。

##### 2. 盈餘宣告：

在國外文獻係指係指企業還未申報定期報告(10Q/K)日之前，初次向大眾所發佈關於年度或期中關鍵績效(每股盈餘及獲利等)的官方新聞稿(Amir and Livant 2007; You and Zhang 2007)。國內文獻則多係以財務報告申報日做為替代(林靖傑與莊素增 2011)。

##### 3. 財務報告申報：

係指企業應依主管機關所規定的時間，於特定期間結束後將其財務報告申報。在美國，SEC 規定其掛牌公司應於每季結束後的 45 天內，以及年度結束後的 90 天內，分別申報 10Q 與 10K 報告；在國內，金管會現行亦規定上市(櫃)

公司第一季至第三季季報應於季度終了後 45 天內申報並公告其季報，年度財報則應於年度終了後 90 天內申報並公告。

## 二、盈餘宣告之資訊內涵

Beaver(1968)認為股價變動係反映整體市場的預期變動，而交易量則是反映個別投資人的交易變動。因此文章觀察 1961 至 1965 年間共 143 家公司之年度盈餘宣告期間，投資人行為是否反應於個股交易量，或是市場產生股價變動，以檢視盈餘宣告是否具有資訊內涵。實證結果顯示，盈餘宣告期間之股票交易量與股價波動大於非盈餘宣告期間之交易量與股價波動。

Landsman and Maydew(2002)基於 Beaver(1968)文章發表後的 30 年間經濟的轉變，在公司的服務、創新等無形資產大增的同時，會計卻未有相應的改變，使人質疑會計盈餘是否具有資訊性。因此文章探討美國 1972 年至 1998 年間盈餘宣告的資訊內涵是否降低。作者使用 Beaver (1968)的方法衡量樣本年間異常交易量與異常股價變動，以檢視其季盈餘宣告之資訊內涵。實證結果顯示，樣本年間的季盈餘宣告資訊內涵並未降低，並且事實上季盈餘宣告資訊內涵反而隨著時間經過增加。

DellaVigna and Pollet(2009)認為週末可能會使投資人分心，因此檢視投資人對於週五發佈盈餘宣告的公司與非週五發佈盈餘宣告的公司是否有不同的關注程度。因此文章將盈餘宣告依發佈時點分為兩群樣本，其實證結果發現，週五發佈的盈餘宣告相較於非週五發佈的盈餘宣告，市場有較低的立即反應與較高的延遲反應，因此解釋了 PEAD 產生的原因係由於投資人對資訊關注不足所致。

Hirshleifer et al.(2009)認為人在關注某件事時，若同時有出現與該事件相關的資訊，則人的注意力會被分散，故提出「分心假說」。由於投資人注意力有限，因此當許多公司於某日同時發佈盈餘宣告時，投資人會對該日出現的每一個盈餘宣告反應會降低。實證結果發現，當同日有多家的盈餘宣告發佈時，市場的反應會相對較慢並且出現 PEAD。

Landsman et al.(2012)探討強制採用 IFRS 與盈餘宣告資訊內涵之間的關係。文章亦以計算異常股價波動與交易量的方法衡量資訊內涵，並且研究也另外加入時間、國家執法情況等因素進行關聯性分析。實證結果發現採用 IFRS 國家比非採用 IFRS 國家的公司盈餘宣告更具有資訊內涵。此外，考量採用 IFRS 後，會相對產生減少報告延遲、分析師追蹤與國外投資增加的影響。

### 三、財務報告申報之資訊內涵

Foster and Vickrey(1978)指出 SEC 要求 10K 需要比揭露年度報告(ARS)更多的資訊，因此利用多種統計方式探討整體市場對 10K 增額資訊的反應，檢視其是否具有資訊內涵。實證結果顯示，整體市場利用這些增額資訊制定均衡的證券價格，因此 10K 的增額資訊是具有資訊內涵的。

Amir and Livant(2005)指出美國約有 80%的上市公司會先發佈盈餘宣告予大眾，再申報 SEC 定期報告前(10Q/K)；8%僅申報 SEC 定期報告而不發佈盈餘宣告；其餘的則是時有時無。由於過去的文獻皆是直接取用 Compustat 資料庫中各公司的盈餘宣告時點檢視市場反應，而忽略了那些僅申報 SEC 定期報告的公司，因此文章對有先發佈盈餘宣告的公司與僅申報 SEC 定期報告的公司，分別檢視其首次發佈盈餘資訊時點的市場反應。實證結果顯示，僅申報 SEC 定期報告的公司，在申報日確實有顯著的市場反應，但是相較先發佈盈餘宣告公司在宣告日的市場反應是顯著微弱的。因此，作者認為盈餘宣告比申報 SEC 定期報告更被投資人所注意。

You and Zhang (2007)分別比較投資人對公司發佈盈餘宣告以及 10K 的反應。其實證結果發現，相對於盈餘宣告，投資人對該公司發佈 10K 的反應顯得較為不足。這原因可能係由於 10K 的內容過於複雜，而投資人對較為簡單的盈餘新聞稿更容易理解所致。此外，當公司發佈盈餘宣告至發佈 10K 時的間隔越長，會使得投資人對 10K 的注意力減弱，並且增加股東對 10K 資訊的不確定性，導致投資人對 10K 的反應減弱。

林靖傑與莊素增(2011)檢視公開資訊觀測站建立之後，台灣上市公司經由網路申報財務報表之年度盈餘宣告的市場反應。實證結果發現，公開資訊觀測站之建置後，對公司申報財報後之交易量與異常報酬皆有顯著影響，雖然後續仍存有 PEAD 的現象，但幅度相對建立前減緩，因此公開資訊觀測站之建置有助於加快市場對於資訊的反應。

綜上所述，許多文獻皆指出盈餘宣告或是財務報告申報確實具有資訊內涵，並且即時經過會計環境變動、財報發布方式更改，盈餘宣告依舊具有資訊內涵。然而考量投資人在盈餘宣告的同時面對其他資訊，或是盈餘宣告發佈的時點，投資人的對盈餘宣告的注意力可能會因此分散，使得市場對盈餘宣告的反應降低，而存有 PEAD 的現象。



## 第二節、媒體報導與市場反應

本節次主要係整理過去探討媒體報導個股公司的新聞後，市場因此出現反應的相關文章。

Tetlock (2007)利用 General Inquirer 文字分析軟體，擷取華爾街日報報導中帶有悲觀情緒的文字進行分析。實證結果發現，媒體報導內容帶有悲觀情緒時，可用以預測股價下跌壓力。並且報導內容的悲觀程度在極端高或極端低時，可用以預測市場出現高成交量。

Barber and Odean(2008)認為由於人的認知有限，因此在面臨多種選項下的決策時，較會去將吸引其注意力的選項列入考慮而忽略其他。故文章利用經歷新聞報導的、異常高交易量與極端單日報酬等事件，作為吸引力注意的代理變數。其研究結果發現，散戶比法人更容易受到這些事件吸引而傾向去購買這類股票。

Chih et al.(2009)探討 2001 年至 2002 年公司執行長的媒體曝光程度，對公司之經營績效與市場績效的影響。實證結果發現，經常曝光於媒體之公司執行長會影響大眾對該公司的認知，並且會進而影響公司之經營與市場績效。以經營績效而言，公司執行長的媒體曝光程度對於短期經營績效有正向影響，對長期經營績效則反之；以市場績效而言，公司執行長的媒體曝光程度則有持續的負向影響，可能原因係在於資訊不對稱與散戶過度反應所致。

Peress(2014)用媒體業罷工而無報紙發行的交易日，探討媒體業在股票市場中傳遞資訊的影響力。該研究樣本主要來自法國、希臘、義大利和挪威，並且實證結果顯示，在媒體罷工而無報紙的交易日，股票成交量和股價波動平均較低，尤其小型股的股票成交量和股價波動降低的更顯著。因此，文章認為媒體在股票市場為傳遞資訊予投資者的重要角色，媒體使投資者能獲取訊息並做出投資決策。

林建良(2011)檢測 1996 年 7 月至 2009 年 6 月台灣上市櫃公司每個月的新聞媒體報導之資訊內涵與橫斷面股價報酬的關係。研究將各公司依媒體曝光程度進行區分，其實證結果沒有發現無媒體曝光度之投資組合因享有較少的投資人認知，而應予補償高預期報酬的現象。此外，被媒體高度報導的公司則呈現顯著的負異常報酬，因此文章再藉由投資人可能會過度關注媒體報導較多公司的觀點，發現散戶投資人持股及異常成交量較高的公司呈現較低的報酬。

洪家瑜與陳家偉(2012)以 2005 年至 2008 年度台灣上市櫃公司之樣本，統計公司各年度新聞數量，探討大眾的投資意願是否隨著新聞數量之多寡而改變。實證結果發現企業之新聞數量越多或是出現頻率越高，與其股權結構廣度（以股東人數衡量）呈現正相關性，亦即企業經過新聞的曝光而吸引更多的投資人。

魏裕珍與林孟慧(2012)衡量個股公司的媒體曝光度，並且分別探討媒體曝光度對庫藏股買回前、買回期間與宣告買回後的累積異常報酬之影響。實證結果顯示，曾被新聞媒體報導的公司，宣告買回期間與買回結束後有較佳的累積異常報酬。

張雅慧、萬迪昉與付雷鳴(2012)設置實驗環境，假設市場中有 5 檔股票，並且給予實驗參與者關於這 5 檔股票的 10 項隨機新聞（控制內容不含有任何有關股票價值變化和市場未知的新訊息）閱讀後，另設虛擬資金供實驗參與者進行投資分配。實驗結果發現媒體報導個股的數量與投資者關注被報導的股票程度顯著正相關，並且從實驗參與者後續的交易行為上來看，媒體報導越多，代表投資者關注越高，使股票獲得更多的報酬、並且該股的成交量也顯著高於關注度較低的股票，進而說明媒體報導確實影響著投資者的行為。

張琬喻、楊弘章與陳佳吟(2014)使用 2005 年 1 月 1 日至 2010 年 3 月 31 日間台灣上市公司之月資料為樣本，分別以新聞報導量、媒體曝光率與媒體報導內容之態度，探討對公司財務績效與市場績效之影響。實證結果發現公司財務績效與新聞報導量或媒體曝光率呈現顯著正相關，亦即提升公司知名度，將有利於公司財務績效提升。此外，實證結果亦指出公司市場績效與新聞報導量、媒體曝光率與媒體報導內容之態度呈現顯著正相關。

綜上所述，媒體報導在股票市場扮演重要傳遞資訊的角色，並且不論媒體報導內容為何，投資人可能會因為媒體的報導宣傳，對個股公司產生認知關注，進而做出其投資決策。惟媒體報導對個股公司報酬之影響方向不一，文獻多數考量原因係由於投資人類型—散戶與法人機構的特性不同所致。



### 第三節、媒體報導與盈餘宣告

本節次主要係整理過去媒體報導與盈餘宣告之間的相關文獻。

Peress (2008)取自 1993 年至 2002 年 NYSE 與隨機選取自 NASDAQ 中 500 家上市公司為樣本，並蒐集華爾街日報所報導關於這些公司盈餘宣告時的新聞數作為媒體曝光率，用以衡量投資人注意力的代理變數，探討是否因為投資人對於個股的有限注意而使盈餘新聞於市場的反應不足，產生 PEAD。實證結果顯示，當盈餘宣告伴隨越高的媒體曝光度，宣告時會產生較高的股價和交易量與較少的後續反應。

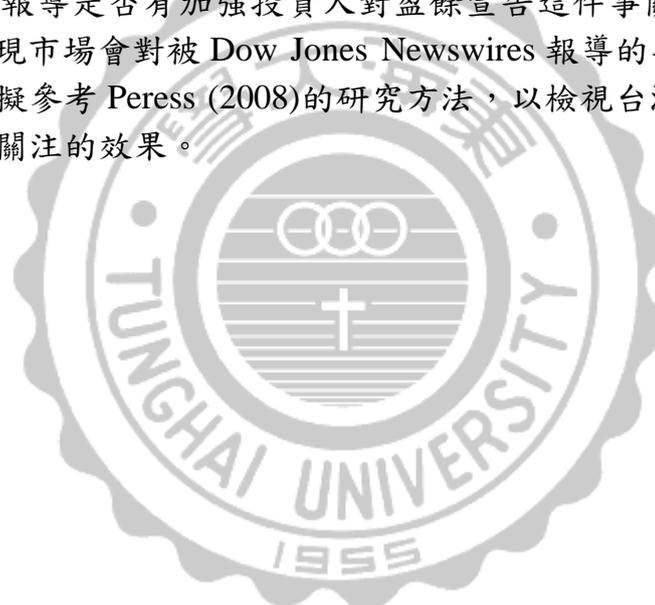
Li et al.(2011)探討通訊社所扮演傳遞定期 SEC 報告予資本市場參與者的角色。以 Dow Jones Newswires 為研究對象，研究指出該通信社比較趨向於對無發佈初步盈餘宣告、有債信評等、包含於主要市場指數、訴訟風險以及報導損失等類型的公司，發佈相關即時新聞。並且文章指出，市場會對被 Dow Jones Newswires 報導的年度財報申報日，以及 SEC 定期報告發佈後，Dow Jones Newswires 對此報導事件日出現反應。

Lu, Wei, and Tsai(2012)以 2001 年 2009 年台灣上市公司為研究對象，探討盈餘宣告日前，質化（淨樂觀程度）與量化（被提及的次數）的新聞報導對股票市場的影響。實證結果顯示，盈餘宣告日以前的媒體曝光程度和新聞內容的情緒，對於盈餘宣告期間之累積異常報酬皆有顯著的影響。此外，文章另外考量盈餘宣告發佈時點對投資人的影響，其結果顯示週五發佈盈餘宣告的公司，其累積異常報酬相對於非週末發佈者低，意旨投資人在週末的注意力不如其他工作日。

Lu, Wei, and Ke (2012)以 2001 年 2009 年台灣上市公司之電子業為樣本，探討在熊市或是牛市下，季盈餘宣告之前的新聞報導是否會影響不同類型投資人之行為。實證結果顯示，季盈餘宣告之前的媒體曝光度與淨樂觀程度越高，散戶驅動的股價變動越高。新聞報導接近盈餘發佈時，散戶有顯著反應，尤其以盈餘宣告前一天為高。而盈餘宣告前一週甚至一個月的新聞報導，則對散戶投資人影響較低，但是盈餘宣告前一個月的媒體報導資訊內涵，則對機構投資人有影響力。此外，低媒體曝光度與高淨樂觀程度的個股，其外資驅動的個股價格變化存在顯著越高，尤其在牛市時。

王肇蘭、廖思雯與池祥萱(2009)以 2001 年至 2005 年間台灣上市公司之金融業為研究對象，探討盈餘宣告日以前的媒體曝光度對公司盈餘宣告日後之影響。文章進一步將媒體報導內容區分正面和負面，與有提及盈餘數據之量化新聞和提及盈餘但未提供數據之質化新聞。實證結果顯示，盈餘宣告時之市場反應顯著受到盈餘宣告日前的媒體報導影響，尤其是正面量化新聞與負面質化新聞。此外，若媒體在公司發佈比市場預期差的盈餘宣告前，有報導對該公司負面盈餘新聞，則會減緩市場的負向反應。

綜上所述，使用國內資料探討媒體報導對盈餘宣告期間之市場反應的文獻，多係觀測投資人對公司盈餘宣告以前的媒體報導所產生的預期認知，對公司實際盈餘確立後的市場反應(王肇蘭等 2009; Lu, Wei, and Tsai 2012; Lu, Wei, and Ke 2012)。而 Peress (2008)則係用華爾街日報報導有關公司盈餘宣告的新聞頻率，檢視媒體報導是否有加強投資人對盈餘宣告這件事關注的效果，並且 Li et al.(2011)發現市場會對被 Dow Jones Newswires 報導的年度財報申報日出現反應。故本文擬參考 Peress (2008)的研究方法，以檢視台灣媒體報導公司年度財務報告申報關注的效果。



## 第參章、研究設計

本章為研究設計主要分為四節。首先，第一節為研究假說；第二節為樣本選取與資料來源；第三節為變數定義與衡量；第四節為實證模型。

### 第一節、研究假說

過去文獻大多發現盈餘宣告或是財務報告申報時，股票市場會有顯著異常報酬與異常交易量，顯示盈餘宣告或是財務報告的內容足以改變投資人原先的預期並做出投資決策，因此盈餘宣告或是財務報告申報具有資訊內涵(Beaver 1968; Landsman and Maydew 2002; Amir and Livant 2007; Landsman et al. 2012; 林靖傑與莊素增 2011)。然而，過去的研究在探討盈餘宣告或財務報告申報時，也發現市場對盈餘宣告或是財務報告申報的反應不足，因此盈餘宣告或是財務報告申報後一段時間，個股仍出現異常的股價波動(PEAD)(Ball and Brown 1968; Bernard and Thomas 1989, 1990; DellaVigna and Pollet 2009; Hirshleifer et al. 2009; 林靖傑與莊素增 2011)。研究顯示 PEAD 產生的原因可能來自投資人對盈餘宣告的注意力分散所導致。DellaVigna and Pollet(2009)認為週末可能會使投資人分心，並且發現投資人對於週五發佈盈餘宣告相較於非週五發佈的盈餘宣告，有較低的立即反應與較高的延遲反應，換言之，週五使投資人對盈餘宣告的關注減少，而使週末盈餘宣告的個股產生 PEAD 的現象。Hirshleifer et al.(2009)測試投資人對盈餘宣告的關注是否會因該日有多家公司同時發布盈餘宣告而降低，結果發現若某盈餘宣告日有越家公司發佈其盈餘資訊，則價量對盈餘宣告的反應降低，且後續有較強的 PEAD 現象，顯示投資人平均對每一個盈餘資訊的關注，會因同時有其他公司盈餘資訊的出現而降低。

綜上所述，市場會因投資人注意力不足會出現對資訊反應不完整的現象，然而有文獻指出媒體報導能使投資人將注意力聚焦被報導的股票，進而驅使其股票交易，例如：Barber and Odean (2008)認為一般投資人的分析能力以及注意力有限，因此投資人會以吸引其注意的資訊做出投資決策，而媒體在股票市場為傳遞資訊的角色，其報導的資訊通常也是一般投資人會去注意的事件，故文章以媒體報導作為衡量投資人注意力的方式，發現投資者容易被媒體報導吸引，進而對被新聞報導的股票產生買進行為；魏裕珍與林孟慧(2012)則指出曾被媒體報導的公司，在宣告庫藏股買回與買回結束後都有較高的累積異常報酬。綜上所述，投資人會因媒體報導而進行股票交易。因此本研究預期，若有媒體在公司申報年度財務報表期間，針對該公司財務報表進行相關報導，則市

場會較為關注財務報告申報訊息，進而影響財報申報的市場反應。本研究提出假說一如下：

**假說一：有媒體報導的公司，年度財務報告申報的資訊內涵較高。**

文獻顯示，個股公司被高度報導時（不論何種報導內容），可獲得投資者較多的關注且市場反應較高。例如：Peress(2008)、洪家瑜與陳家偉(2012)和張雅慧等(2012)發現公司出現於新聞的次數較多，投資者會較為關注該公司，而進行股票交易，顯示公司被媒體報導越多次則能更吸引投資人注意。而王肇蘭等(2009)、Lu, Wei, and Tsai (2012)和 Lu, Wei, and Ke (2012)則指出公司盈餘宣告前的媒體報導量越高，則影響會加深投資人對該公司的預期認知，因此投資人會對該公司發佈盈餘宣告時的有較高的反應。故本研究依據過去研究的結果，認為媒體報導公司的次數越高能更吸引投資人注意，並且進而驅使其股票交易。因此本文進一步針對年度財務報告申報期間有媒體報導的公司預測，越多媒體發佈與該公司財務報告的相關報導，其異常報酬波動性或是成交量越大，提出假說二如下：

**假說二：媒體報導次數越多的公司，年度財務報告申報的資訊內涵越高。**

此外，Barber and Odean (2008)指出機構投資人較為理性，並且善於利用電腦進行系統且完整的分析財務資訊。相對於此，散戶礙於能力與資源有限，因此鮮少如機構投資人做資訊分析。而散戶通常會受不尋常或異常高交易量等事件吸引，作為購買股票的依據，並且這些事件也通常為媒體所報導，故散戶受到媒體報導的影響較大。Peress(2008)也指出個別投資人持股率較高的公司，與高媒體報導的個股交易量呈顯著正相關，顯示個別投資人確實會受到媒體報導的影響。因此，本研究進一步對假說二預測，公司於年度財務報告申報期間，越多媒體發佈與該公司財務報告的相關報導，散戶持股比率越多的公司，市場反應越大。故提出假說三如下：

**假說三：媒體報導的次數，會加強散戶持股與公司財務報告資訊內涵的正向影響。**

然而，投資人對資訊的反應程度會因為資訊發佈時點而有所不同。DellaVigna and Pollet (2009)認為由於週末鄰近假日，且翌日股票市場亦無交易，因此投資大眾對股票市場的注意力會轉移，並發現投資人對週五所發佈的

盈餘宣告，在價量上都相對非週五宣告者有較低的立即反應與較高的延遲反應，顯示投資人對週末的盈餘宣告確實注意力較低。Lu, Wei, and Tsai(2012)也以國內的盈餘宣告研究，結果顯示國內公司於週五或假日發佈盈餘宣告者，與宣告日後的累積異常報酬為顯著負相關，該結果與 DellaVigna and Pollet (2009)的研究一致，顯示投資人在週五確實會降低對股市的關注。因此本研究依據過去研究的結果進一步認為，公司若於週末申報財務報告，投資人可能因分心其他事物而減少對該資訊的關注，但是若有越多的媒體報導該公司申報財務報告的資訊，則市場較會注意該公司，而使其異常報酬波動性或是成交量反應增加。故提出假說四如下：

**假說四：媒體報導的次數，會減弱週末申報對公司財務報告資訊內涵的負向影響。**



## 第二節、樣本選取與資料來源

本研究主要是探討媒體報導對年度財務報告申報資訊內涵的影響，研究對象為台灣上市（櫃）公司。本研究所需媒體報導之資料是採用人工的方式，對於樣本公司逐一蒐集統計，因此本研究僅以各公司申報上傳 2013 年度財務報告至「公開資訊觀測站」的日期為事件日。

本研究所需之資料來源列示如下：(1)媒體報導資料：本文針對聯合報、經濟日報、時報資訊、中國時報以及工商時報等 5 間媒體，以人工方式蒐集並篩選自事件日<sup>2</sup>起至事件日後連續 2 日(非指股票交易日)，總計 3 日內含有年度財務資訊<sup>3</sup>的新聞。其中，聯合報和經濟日報新聞則是取自「UDN 聯合知識庫」；時報資訊、中國時報以及工商時報的新聞則是取自「知識贏家」資料庫。(2) 研究所需之公司財務相關資料：取自於「公開資訊觀測站」與「台灣經濟新報 (Taiwan Economic Journal, TEJ) 資料庫」。

樣本篩選過程如表 3-1 所示，首先排除金融、保險、證券業之樣本以及非曆年制之樣本後，共計篩選出 1,474 筆樣本。進一步篩選樣本的過程如下：(1) 剔除未依法定時間申報年度財報者，共計 12 筆；(2) 刪除計算異常報酬波動性 (AVAR) 與異常交易量 (AVOL) 所需資料遺漏之樣本，共計 13 筆；(3) 其餘相關財務資料遺漏之樣本，共計 14 筆，故最終實驗樣本數為 1420 筆樣本。表 3-2 列示各產業之分布情形，其中電子工業佔整體樣本的比例最高，約為 54.72%，其次為化學生技醫療產業，約為 8.31%。

<sup>2</sup> 本研究事件日係取個股公司將 2013 年度財務報告上傳申報至公開資訊觀測站之日。

<sup>3</sup> 年度財務資訊包含：合併營收、營業淨利(損)、稅後純益(損)、每股盈餘等。

表 3-1 樣本篩選過程表

研究期間：2013 年	觀察值
上市櫃公司可用觀察值(排除金融、保險、證券業以及非曆年制者)	1474
未依法令規定於會計年度終了後 90 日公告申報者	(27)
遺漏值	
計算異常報酬波動性(AVAR)與異常交易量(AVOL)所需資料遺漏	
計算異常報酬波動性(AVAR)之估計期不足 100 日	(12)
無市場交易資料	(1)
相關財務資料遺漏	(14)
合計	1420

表 3-2 樣本產業分布表

產業名稱	次數	百分比(%)
水泥工業	7	0.49
食品工業	25	1.76
塑膠工業	28	1.97
紡織工業	54	3.8
電機機械	73	5.14
電器電纜	17	1.2
化學生技醫療	118	8.31
玻璃陶瓷	5	0.35
造紙工業	7	0.49
鋼鐵工業	40	2.82
橡膠工業	11	0.77
汽車工業	6	0.42
電子工業	777	54.72
建材營造	70	4.93
航運	24	1.69
觀光	22	1.55
貿易百貨	27	1.9
文化創意	19	1.34
油電燃氣	12	0.85
其他	78	5.49
合計	1420	100

### 第三節、變數定義與衡量

#### 一、應變數

過去研究常以股票之異常報酬波動性或異常交易量，作為判斷資訊內涵之指標(Beaver 1968; Landsman and Maydew 2002; Landsman et al. 2012)。本文參考Landsman et al. (2012)之衡量方法，以年度財務報告申報日為事件日[t]。由於本文主要探討在公司申報財務報告期間，媒體報導公司申報財報的相關資訊對市場的影響。並且本研究在蒐集資料時發現，媒體係在公司申報財報當日或其後數日才發佈財報相關資訊，因此本研究之事件期起始日為事件日而非自事件期前一日[t-1]開始計算。故事件期為事件日起至事件日後2個交易日[t, t+2]，共計3個交易日為事件期；估計期則係取事件日前10個交易日至前59個交易日[t-59, t-10]，與事件日後10個交易日至後59個交易日[t+10, t+59]，合計共100的交易日為估計期，以估計上述二種變數。其詳細說明如下：



圖 3-1 事件期與估計期

#### 1. 異常報酬波動(AVAR)：

本文以「市場模型」衡量個股於事件期各日之異常報酬率  $u_{ie}$ 。

首先，將各公司估計期之  $R_{it}$  與  $R_{mt}$  資料代入式(1)，以最小平方法(OLS)估計下方式(2)之參數  $\hat{\alpha}_i$  與  $\hat{\beta}_i$ 。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， $R_{it}$  為第  $i$  間公司在估計期間第  $t$  日之實際股票報酬率； $R_{mt}$  係估計期間第  $t$  日之市場組合報酬率，本文以台灣發行量加權股價指數衡量； $\alpha_i$  為第

$i$  間公司在市場模型中之截距項； $\beta_i$  為第  $i$  間公司在市場模型中的風險係數； $\varepsilon_{it}$  為殘差項。

將各公司事件期之  $R_{ie}$  與  $R_{me}$  資料代入式(2)估計該公司第  $e$  日的預期股票報酬率後，再以  $R_{ie}$  減去預期報酬率，即可得事件期各日之異常報酬率  $u_{ie}$ 。

$$u_{ie} = R_{ie} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{me}) \quad (2)$$

其中， $R_{ie}$  為第  $i$  間公司在事件期間第  $e$  日之實際股票報酬率； $R_{me}$  係事件期間第  $e$  日之市場組合報酬率，本文以台灣發行量加權股價指數衡量； $\hat{\alpha}_i$  為和  $\hat{\beta}_i$  為式(1)中所估計之參數。

對於第  $i$  間公司之異常報酬波動性  $AVAR_i$  衡量，即是將式(2)所估計出之第  $i$  間公司事件期各日異常報酬  $u_{it}$  平方和平均數，除以第  $i$  間公司估計期資料代入式(1)後計算出之殘差  $\varepsilon_{it}$  的變異數  $\sigma_i^2$ 。其中，由於  $\overline{u_{it}^2}/\sigma_i^2$  會呈現偏態分布，故再將其取自然對數後計算。

$$AVAR_i = \ln(\overline{u_{it}^2}/\sigma_i^2) \quad (3)$$

## 2. 異常交易量(AVOL)：

第  $i$  間公司之異常交易量  $AVOL_i$  之衡量，則是以第  $i$  間公司事件期之平均交易量  $\overline{V_{it}}$ ，除以第  $i$  間公司估計期之平均交易量  $V_i$ 。由於  $\overline{V_{it}}/V_i$  會呈現偏態分布，故再將其取自然對數後計算。

$$AVOL_i = \ln(\overline{V_{it}}/V_i) \quad (4)$$

## 二、實驗變數

### 1. 媒體報導(MEDIA)：

媒體報導之虛擬變數。公司於事件期時，有媒體報導年度財務報告申報相關資訊者為 1，否則為 0。

### 2. 媒體報導次數(MEDIA\_VOL)：

媒體報導次數之連續變數。

本研究針對聯合報、經濟日報、時報資訊、中國時報以及工商時報等 5 間新聞媒體進行搜尋，若公司於事件期間的某一日有被上述其中一間媒體報導，則公司該日媒體報導次數即為 1，若該日公司皆被上述 5 間媒體報導，則媒體報導次數即為 5，最後將事件期各日報導數加總。

### 3. 散戶持股 (INDIVIDUAL)：

散戶持股高低之虛擬變數。

首先計算公司散戶持股比率=自然人持股率-自然人董監持股率-自然人大股東持股率。

其中，自然人董監持股率=董監持股率-集團法人董監持股率-友好法人董監持股率-外部法人董監持股率；自然人大股東持股率=大股東持股率-集團法人非董監持股率-友好法人非董監持股率-外部法人非董監持股率。

最後，將整體樣本依中位數區分，若公司散戶持股比率大（等）於中位數者為 1，否則為 0。

4. 週末申報(WEEKWND)：

週末申報之虛擬變數。公司於週末申報年度財務報告者為 1，否則為 0。



### 三、控制變數

本文根據以往文獻，加入可能影響市場反應之公司特性，以控制其他因素對媒體報導效果之影響。

#### 1. 未預期盈餘( $UE$ ):

$$\text{未預期盈餘} = \frac{|\text{本期淨利} - \text{去年同期淨利}|}{\text{去年底普通股市值}}$$

過去文獻發現未預期盈餘對於市場有顯著的影響。謝銘偉(2000)以前一年度之盈餘為預期盈餘，而公司當年度之自結盈餘(文章當時稱作「概估盈餘」)或公告盈餘是作為盈餘水準，其研究結果顯示未預期盈餘與異常報酬率為正向關係。許書偉(2013)以本期淨利相較於去年同期淨利之變動作為未預期盈餘之衡量，其結果發現為預期盈餘越高，投資人反應越大。因此研究預測未預期盈餘對市場反應有正向影響。

#### 2. 公司規模( $SIZE$ ):

公司年底普通股市值總額取自然對數。

過去文獻發現公司規模對於市場有顯著的影響。Atiase(1985)認為，公司規模較大者，平時的資訊透明度高，資訊傳遞的速度亦相對較快，因此當盈餘資訊發佈時，其中所涵的「未預期」部分較少，故市場反應較小。然而 Chih et al. (2009)的研究結果顯示公司規模對股票異常報酬為顯著的正向影響，且洪家瑜與陳家偉(2012)指出公司規模越大者，其股權結構廣度越大。故本研究不預測公司規模預影響市場的反應方向。

### 3. 淨值市價比(Book-to-Market Equity, *BM*) :

$$\text{淨值市價比} = \frac{\text{年底權益帳面價值}}{\text{年底普通股市值}}$$

淨值市價比衡量常用以衡量公司之成長性，淨值市價比越高，則公司成長性越低，對投資人而言較不具投資效益，並且 Chih et al. (2009)與張琬喻等(2014)探討淨值市價比與公司績效間的關係，發現淨值市價比與異常報酬呈現顯著負相關。然而，Fama and French (1992)認為淨值市價比較高的公司通常盈餘表現較差，並且高淨值市價比公司具有高報酬的現象係由於投資人能承受這種風險因素而產生。因此本研究不預測淨值市價比影響市場的反應方向。

### 4. 負債比率(*DEBT*) :

$$\text{負債比率} = \frac{\text{長短期金融負債}}{\text{年底公司資產總額}}$$

長短期金融負債為短期借款、應付商業本票、一年內到期的長期負債和長期負債之加總。企業的負債組成一般係由正常營業下所產生的應(預)付款項，以及企業為支應公司營運或投資而向金融機構或資本市場取得資金所產生的長短期金融負債。由於長短期金融負債相較於整體負債金額更能顯示企業真正的借款金額，故本文以長短期金融負債衡量樣本公司的負債比率。Chih et al. (2009)認為負債比率與公司發生財務困難有關，因此負債比率越高，則公司市場績效越差。然而，王克陸(2004)認為，當公司進行研發宣告時，則負債比率與異常報酬呈現正向關係。因此本研究不預測負債比率對市場的反應方向。

### 5. 資產報酬率(*ROA*) :

$$\text{資產報酬率} = \frac{\text{常續性稅後淨利}}{\text{去年底總資產}}$$

資產報酬率可用以衡量公司的獲利能力。依循 Chih et al. (2009)的實證結果，資產報酬率越高代表公司獲利能力越佳，帶動較高的市場反應。故本研究預測資產報酬率對市場反應有正向影響。

## 6. 公告自結盈餘(*UNAUDIT*)：

公告自結盈餘之虛擬變數。公司於申報年度財報之前，已對外發布自結盈餘者為 1，否則為 0。

謝銘偉(2000)、吳思璇(2003)與王汶如(2012)研究結果認為公司的自結盈餘具有資訊內涵，故本研究預測公告自結盈餘對市場反應有正向影響。

## 7. 產業別(*INDUSTRY\_DUM*)：

考量媒體會關注某些特定產業而影響迴歸結果，故加入產業別變數加以控制。本研究共計有 20 種產業<sup>7</sup>，因而設 19 個產業之虛擬變數。假設樣本公司屬於水泥工業者為 1，否則為 0。其他產業皆以此類推。



---

<sup>7</sup> 樣本產業別組成，詳參表 3-2。

#### 第四節、實證模型

本研究以最小平方法(OLS)，捕捉媒體報導個股年度財務報告申報期間的市場反應。以下分別針對各假說之衡量模型進行說明：

針對假說一，本文主要係測試公司年度財務報告申報期間，是否因為有媒體報導的因素，而影響市場對財務報告產生不同的反應，其衡量模型如下：

$$\begin{aligned} AVAR_i \text{ or } AVOL_i = & \alpha_0 + \alpha_1 MEDIA_i + \alpha_2 |UE|_i + \alpha_3 SIZE_i + \alpha_4 BM_i + \alpha_5 DEBT_i \\ & + \alpha_6 ROA_i + \alpha_7 UNAUDIT_i + \alpha_8 INDUSTRY\_DUM_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (5)$$

其中式(5)， $AVAR_i$ 為第*i*間公司的異常報酬波動性； $AVOL_i$ 為第*i*間公司的異常交易量； $MEDIA_i$ 為虛擬變數，第*i*間公司申報年度財報時，有被媒體報導相關新聞者為1，否則為0； $|UE|_i$ 為未預期盈餘，以本期淨利減去年同期淨利，取絕對值後，再以去年底普通股市值平減； $SIZE_i$ 為第*i*間之公司規模，以今年底普通股市值取自然對數； $BM_i$ 為第*i*間公司之淨值市價比，以年底權益帳面價值除以年底普通股市場價值； $DEBT_i$ 為第*i*間公司之負債比率，以長短期借款金額除以總資產金額； $ROA_i$ 為第*i*間公司資產報酬率，以常續性稅後利益除以去年底總資產； $UNAUDIT_i$ 為虛擬變數，第*i*間公司於申報年度財報前，有公告自結盈餘者為1，否則為0； $INDUSTRY\_DUM_i$ 為控制產業別之虛擬變數。

由式(5)中， $MEDIA_i$ 之係數 $\alpha_1$ 可看出公司年度財報申報期間，是否因為有媒體報導的因素而使市場產生較大的反應。因此本研究預期 $MEDIA_i$ 之係數 $\alpha_1$ 顯著為正，以表示公司申報年度財報時，因為有媒體的報導而有較大的市場反應。

其次，針對假說 2，本研究為測試同樣被媒體報導的樣本公司中，媒體報導的次數對個股年度財務報告申報相關資訊內涵的影響。其實證模型列示如下：

$$\begin{aligned}
 AVAR_i \text{ or } AVOL_i = & \beta_0 + \beta_1 MEDIA\_VOL_i + \beta_2 |UE|_i + \beta_3 SIZE_i + \beta_4 BM_i \\
 & + \beta_5 DEBT_i + \beta_6 ROA_i + \beta_7 UNAUDIT_i + \beta_8 INDUSTRY\_DUM_i + \varepsilon_i
 \end{aligned}
 \tag{6}$$

式(6)， $MEDIA\_VOL_i$ 為第*i*間公司被媒體報導其年度財報申報相關資訊的次數；其餘變數皆與式(5)相同。

其中，式(6)的係數 $\beta_1$ 可看出公司申報年度財報的期間，因為被媒體報導的次數越多而使市場產生較大的反應。因此本研究預期 $MEDIA\_VOL_i$ 的係數 $\beta_1$ 顯著為正，以表示公司年度財報申報的期間，因為媒體的報導其相關資訊的次數越多，而有較大的市場反應。

最後，針對假說 3 與假說 4，本研究為測試在不同的媒體報導次數下，散戶持股對年度財報申報的資訊內涵的影響，以及在不同的媒體報導次數下，市場對公司於週末申報年度資訊內涵的影響。其實證模型列示如下：

$$\begin{aligned}
 AVAR_i \text{ or } AVOL_i = & \gamma_0 + \gamma_1 MEDIA\_VOL_i \\
 & + \gamma_2 INDIVIDUAL_i + \gamma_3 INDIVIDUAL_i * MEDIA\_VOL_i \\
 & + \gamma_4 WEEKEND_i + \gamma_5 WEEKEND_i * MEDIA\_VOL_i \\
 & + \gamma_6 |UE|_i + \gamma_7 SIZE_i + \gamma_8 BM_i + \gamma_9 DEBT_i + \gamma_{10} ROA_i + \gamma_{11} UNAUDIT_i \\
 & + \gamma_{12} INDUSTRY\_DUM_i + \varepsilon_i
 \end{aligned}
 \tag{7}$$

式(7)中， $INDIVIDUAL_i$ 為虛擬變數，第*i*間公司散戶持股比率高（等）於整體樣本之中位數者為 1，否則為 0； $INDIVIDUAL_i * MEDIA\_VOL_i$ 為第*i*間公司媒體報導次數對散戶影響的增額效果； $WEEKEND_i$ 為虛擬變數，第*i*間公司於週末申報年度財務報告者為 1，否則為 0； $WEEKEND_i * MEDIA\_VOL_i$ 為第*i*間公司媒體報導次數對週末申報影響的增額效果；其餘變數皆與式(6)相同。

測驗假說 3，可由係數 $\gamma_2$ 、 $\gamma_3$ 看出，在不同媒體報導次數下，散戶持股高低對市場反應的影響。由於媒體報導次數可能會更吸引散戶注意進而影響其行為，故散戶持股高的公司，若媒體在該公司年度財報申報發佈其相關財務資訊越多，則市場對該公司反應越大，因此本研究預期  $INDIVIDUAL_i$  與  $INDIVIDUAL_i * MEDIA\_VOL_i$  的係數 $\gamma_2$ 、 $\gamma_3$ 顯著為正。

測驗假說 4，在不同媒體報導次數下，市場對週末申報年度財報的公司之反應，該影響效果可由係數 $\gamma_4$ 、 $\gamma_5$ 看出。由於過去文獻指出週末申報的公司，其市場反應相對於非週末申報者較為趨緩，但若是媒體報導的次數越多則可能因此強化市場的反應，因此本研究預期  $WEEKEND_i$  的係數 $\gamma_4$ 顯著為負， $WEEKEND_i * MEDIA\_VOL_i$  的係數 $\gamma_5$ 顯著為正。



表 3-3 變數彙總表

變數代號	變數定義	變數衡量	預期符號
<b>應變數</b>			
<i>AVAR</i>	異常報酬波動	公司事件期各日異常報酬之平方和平均數,除以估計期資料代入式(1)所計算出之殘差的變異數,再取自然對數。	
<i>AVOL</i>	異常交易量	公司事件期之平均交易量,除以公司估計期之平均交易量,再將其取自然對數後計算。	
<b>實驗變數</b>			
<i>MEDIA</i>	媒體報導	有媒體報導與年度財務報告申報相關資訊者為 1, 否則為 0。	+
<i>MEDIA_VOL</i>	媒體報導次數	媒體報導與年度財務報告申報相關資訊的次數。	+
<i>INDIVIDUAL</i>	散戶持股	散戶持股率大(等)於整體樣本中位數者為 1, 否則為 0。	+
<i>INDIVIDUAL * MEDIA_VOL</i>	散戶持股與媒體報導次數交乘項	散戶持股 x 媒體報導次數	+
<i>WEEKEND</i>	週末申報	公司於週五至週日申報年度財務報告者為 1, 否則為 0。	-
<i>WEEKEND * MEDIA_VOL</i>	週末申報與媒體報導次數交乘項	週末申報 x 媒體報導次數	+
<b>控制變數</b>			
<i> UE </i>	未預期盈餘	/本期淨利-去年同期淨利/ /去年底普通股市值	+
<i>SIZE</i>	公司規模	公司年底普通股市值取自然對數。	?
<i>BM</i>	淨值市價比	年底權益帳面價值/年底普通股市值	?

變數代號	變數定義	變數衡量	預期符號
<i>DEBT</i>	負債比率	公司長短期借款金額/公司 資產總額	?
<i>ROA</i>	資產報酬率	常續性稅後淨利/去年底總 資產	+
<i>UNAUDIT</i>	公告自結盈餘	樣本公司於年度財報申報 前有公告自結盈餘者為 1，否則為0。	+
<i>INDUSTRY_DUM</i>	產業別	產業別之虛擬變數。	+



## 第肆章、實證結果與分析

本章說明研究的實證結果與分析。第一節為實證樣本的敘述性統計量；第二節為實證變數間的相關係數檢定；第三節為本研究假說之迴歸結果分析；最後，第四節為額外測試。

### 第一節、敘述性統計量

本節彙總各變數之敘述統計量。為避免迴歸結果受到極端值的影響，故本文以 Winsorize 的方式將連續變數分配於前後 1% 的樣本，分別以該變數之 1% 與 99% 的數值取代。表 4-1 中，Panel A 呈現整體樣本之敘述統計量結果，Panel B 與 Panel C 則將公司於年度財報申報期間，媒體是否有報導該公司的年度財報資訊予以區別。此外，實驗變數中的散戶持股之虛擬變數，在迴歸檢測時係以虛擬變數的方式進行分析，惟在此另以連續變數列示，以了解其實際分布情形。表 4-2 中則進一步針對媒體是否報導的兩群樣本，進行平均數差異檢定分析。

依表 4-1 Panel A 所示，在應變數中，公司於年度財報申報期間之異常報酬波動性(AVAR)的平均數為 2.359，中位數為 2.154，最小值為-1.753，最大值為 8.686，顯示整體樣本中，大部分公司在年度財報申報期間的異常報酬波動性相對估計期具有較大<sup>8</sup>；異常交易量(AVOL)的平均數為-0.167，中位數為-0.195，最小值為-2.203，最大值為 1.842，顯示大部分公司在年度財報申報期間的股票交易量相對估計期較小<sup>9</sup>。實驗變數中，有媒體報導的公司(MEDIA)，平均數為 0.237，顯示整體樣本公司中，約 24% 的公司申報年度財報期間時，有媒體發佈其相關年度財報之資訊；媒體報導次數(MEDIA\_VOL)的最大值為 5，顯示樣本公司中，媒體在該公司申報年度財報的期間，報導其年度財報相關資訊最多達 5 次；散戶持股率(INDIVIDUAL)平均數為 0.462，中位數為 0.472，最小值為 0.051，最大值為 0.827；公司於週末申報年度財報者(WEEKEND)之平均數為 0.301，顯示整體樣本中，約 30% 的公司於週末申報年度財報。

<sup>8</sup> 本文之異常報酬波動性(AVAR)係以事件期異常報酬之平方和平均數除以估計期異常報酬之變異數後，再取自然對數計算之。由於  $\ln(x \geq 1) \geq 0$ ， $\ln(0 < x \leq 1) \leq 0$ ，因此當 AVAR 大(等)於 0，則表示事件期異常報酬波動性大(等)於估計期異常報酬波動性，反之，AVAR 小於 0，則表示事件期異常報酬波動性小於估計期異常報酬波動性。

<sup>9</sup> 本文之異常交易量(AVOL)係以事件期平均交易量除以估計期平均交易量後，再取自然對數計算之。由於  $\ln(x \geq 1) \geq 0$ ， $\ln(0 < x \leq 1) \leq 0$ ，因此當 AVOL 大(等)於 0，則表示事件期平均交易量大(等)於估計期平均交易量，反之，AVOL 小於 0，則表示事件期平均交易量小於估計期平均交易量。

至於控制變數的部分，全體樣本的未預期盈餘(|UE|)之平均值為 0.083，中位數為 0.032，最小值約為 0，最大值為 1.063；公司規模(SIZE)之平均值為 0.083，中位數為 0.032，最小值約為 0，最大值為 1.063；淨值市價比(BM) 之平均值為 0.814，中位數為 0.746，最小值為 0.118，最大值為 2.234；負債比率(DEBT) 之平均值為 0.191，中位數為 0.163，最小值約為 0，最大值為 0.648；資產報酬率(ROA)之平均值為 0.036，中位數為 0.031，最小值約為 -0.229，最大值為 0.309；公告自結盈餘(UNAUDIT)之平均值為 0.322，顯示整體樣本中，約 32% 的公司已於申報年度財報前公告自結盈餘。

表 4-1 Panel B 與 Panel C 是將整體樣本分別以媒體報導年度財報資訊進行分組之各變數的敘述統計量結果，而表 4-2 則是將有媒體報導的公司及無媒體報導的公司進行平均數差異檢定之結果，本研究以上述三張表格針對媒體是否報導的兩群樣本進行分析如下。應變數中，有媒體報導公司及無媒體報導的公司之異常報酬波動性(AVAR)平均數分別為 2.359 和 2.358，平均數差異檢定之 t 值為 0.01，p 值 > 0.1。這樣的結果雖然顯示異常報酬波動不因媒體報導產生顯著差異，然而過去研究顯示能夠影響異常報酬波動性的因素非常多，故後續研究將進一步以多元線性迴歸控制可能影響的因素進行分析；異常交易量(AVOL)的平均數分別為 0.082 和 -0.243，平均數差異檢定之 t 值為 6.46，p 值 < 0.01，顯示有媒體報導公司在年度財報申報期間的股票異常交易量相對無媒體報導的公司大，初步符合假說一。實驗變數中，有媒體報導的公司中，大約有 25% 的公司被媒體報導的次數(MEDIA\_VOL)達 3 次以上。

在控制變數的部分，有媒體報導公司及無媒體報導的公司之未預期盈餘(|UE|)平均值分別為 0.073 和 0.085，平均數差異檢定之 t 值為 -1.22，p 值 > 0.1，顯示兩群樣本的差異性不大；公司規模(SIZE)之平均值分別為 15.94 和 14.862，平均數差異檢定之 t 值為 13.15，p 值 < 0.01，顯示有媒體報導公司之公司規模相對無媒體報導的公司大；淨值市價比(BM)之平均值分別為 0.727 和 0.84，平均數差異檢定之 t 值為 -4.12，p 值 < 0.01，顯示有媒體報導公司之淨值市價比相對無媒體報導的公司小，成長性較高；負債比(DEBT)之平均值分別為 0.196 和 0.190，平均數差異檢定之 t 值為 0.6，p 值 > 0.1，顯示兩群樣本的差異性不大；資產報酬率(ROA)之平均值分別為 0.061 和 0.028，平均數差異檢定之 t 值為 6.35，p 值 < 0.01，顯示有媒體報導公司之資產報酬率相對無媒體報導的公司大；公告自結盈餘(UNAUDIT)之平均值分別為 0.322 和 0.321，平均數差異檢定之 t 值為 -0.02，p 值 > 0.1 顯示兩群樣本是否會於申報年度財報前公告自結盈餘的差異不大。

表 4-1 樣本敘述性統計量

Panel A：整體樣本(樣本數=1,420)							
	平均數	標準差	第一 四分位數	中位數	第三 四分位數	最小值	最大值
<i>AVAR</i>	2.359	1.937	1.116	2.154	3.407	-1.753	8.686
<i>AVOL</i>	-0.167	0.812	-0.722	-0.195	0.323	-2.203	1.842
<i>MEDIA</i>	0.232	0.422	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>MEDIA_VOL</i>	0.445	1.010	0.000	0.000	0.000	0.000	5.000
<i>INDIVIDUAL</i> (連續變數)	0.462	0.182	0.334	0.472	0.602	0.051	0.827
<i>WEEKEND</i>	0.301	0.459	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000
<i> UE </i>	0.083	0.155	0.012	0.032	0.081	0.000	1.063
<i>SIZE</i>	15.112	1.380	14.103	15.001	15.931	12.367	19.189
<i>BM</i>	0.814	0.440	0.489	0.746	1.075	0.118	2.234
<i>DEBT</i>	0.191	0.164	0.040	0.163	0.309	0.000	0.648
<i>ROA</i>	0.036	0.084	-0.006	0.031	0.074	-0.229	0.309
<i>UNAUDIT</i>	0.322	0.467	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000
Panel B：有媒體報導( <i>MEDIA</i> =1)之樣本(樣本數=329)							
	平均數	標準差	第一 四分位數	中位數	第三 四分位數	最小值	最大值
<i>AVAR</i>	2.359	1.895	1.222	2.135	3.432	-1.753	8.686
<i>AVOL</i>	0.082	0.787	-0.447	0.000	0.605	-2.203	1.842
<i>MEDIA_VOL</i>	1.921	1.252	1.000	1.000	3.000	1.000	5.000
<i>INDIVIDUAL</i> (連續變數)	0.412	0.189	0.251	0.422	0.544	0.051	0.827
<i>WEEKEND</i>	0.213	0.410	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i> UE </i>	0.073	0.151	0.011	0.027	0.065	0.000	1.063
<i>SIZE</i>	15.940	1.496	14.987	15.855	16.928	12.367	19.189
<i>BM</i>	0.727	0.431	0.408	0.663	0.974	0.118	2.234
<i>DEBT</i>	0.196	0.161	0.050	0.177	0.314	0.000	0.648
<i>ROA</i>	0.061	0.089	0.012	0.053	0.106	-0.229	0.309
<i>UNAUDIT</i>	0.322	0.468	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000

表 4-1 樣本敘述性統計量 (續)

Panel C : 無媒體報導(MEDIA=0)之樣本(樣本數=1,091)							
	平均數	標準差	第一四分位數	中位數	第三四分位數	最小值	最大值
<i>AVAR</i>	2.358	1.950	1.069	2.172	3.406	-1.753	8.686
<i>AVOL</i>	-0.243	0.805	-0.788	-0.264	0.225	-2.203	1.842
<i>INDIVIDUAL</i> (連續變數)	0.477	0.177	0.353	0.493	0.613	0.051	0.827
<i>WEEKEND</i>	0.328	0.470	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000
<i> UE </i>	0.085	0.156	0.013	0.033	0.086	0.000	1.063
<i>SIZE</i>	14.862	1.240	13.973	14.717	15.637	12.367	19.189
<i>BM</i>	0.840	0.440	0.508	0.767	1.113	0.118	2.234
<i>DEBT</i>	0.190	0.165	0.037	0.159	0.307	0.000	0.648
<i>ROA</i>	0.028	0.081	-0.010	0.026	0.067	-0.229	0.309
<i>UNAUDIT</i>	0.321	0.467	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000

註：

(1) *AVAR* 為異常報酬波動性；*AVOL* 為異常交易量；*INDIVIDUAL*(連續變數)為散戶持股率；*INDIVIDUAL*(虛擬變數)，散戶持股率大(等)於樣本中位數者為 1，否則為 0；*WEEKEND* 為週末申報之虛擬變數，樣本公司於週末申報年度財報者為 1，否則為 0。*|UE|* 為未預期盈餘；*SIZE* 為公司規模；*BM* 為淨值市價比；*DEBT* 為負債比率；*ROA* 為資產報酬率；*UNAUDIT* 為公告自結盈餘之虛擬變數，樣本公司於申報年度財報之前，已公告自結盈餘者為 1，否則為 0。

表 4-2 有媒體報導組和無媒體報導組之應變數與控制變數平均數差異檢定

	有媒體報導組 (樣本數=329)		無媒體報導組 (樣本數=1,091)		平均數差異 (有媒體報導－無媒體報導)		
	平均數	標準差	平均數	標準差	數值	t 檢定	p 值
<i>AVAR</i>	2.359	1.895	2.358	1.950	0.001	0.01	0.994
<i>AVOL</i>	0.082	0.787	-0.243	0.805	0.325	6.46***	0.000
<i> UE </i>	0.073	0.151	0.085	0.156	-0.012	-1.22	0.222
<i>SIZE</i>	15.940	1.496	14.862	1.240	1.078	13.15***	0.000
<i>BM</i>	0.727	0.431	0.840	0.440	-0.113	-4.12***	0.000
<i>DEBT</i>	0.196	0.161	0.190	0.165	0.006	0.60	0.550
<i>ROA</i>	0.061	0.089	0.028	0.081	0.033	6.35***	0.000
<i>UNAUDIT</i>	0.322	0.468	0.321	0.467	0.001	0.02	0.987

註：

(1)雙尾檢定：\*\*\*表示達 1% 顯著水準；\*\*表示達 5% 顯著水準；\*表示達 10% 顯著水準。

(2) *AVAR* 為異常報酬波動性；*AVOL* 為異常交易量；*|UE|* 為未預期盈餘；*SIZE* 為公司規模；*BM* 為淨值市價比；*DEBT* 為負債比率；*ROA* 為資產報酬率；*UNAUDIT* 為公告自結盈餘之虛擬變數，樣本公司於申報年度財報之前，已公告自結盈餘者為 1，否則為 0。

## 第二節、相關係數檢定

本節係說明各項變數之關聯性，並且分析各變數間是否存在共線性問題。表 4-3 Panel A 列示整體樣本公司中，異常報酬波動性(AVAR)和異常交易量(AVOL)與媒體報導(MEDIA)及其他控制變數的 Pearson 相關係數檢測結果。表 4-3 Panel A 中顯示，應變數之一的異常報酬波動性(AVAR)與實驗變數—媒體報導(MEDIA)呈現正相關但不顯著；異常報酬波動性(AVAR)與控制變數中的未預期盈餘(|UE|)及負債比率(DEBT)皆呈顯著正相關(係數分別為 0.178 與 0.09，p 值 $<0.01$ )，異常報酬波動性(AVAR)與公司規模(SIZE)、資產報酬率(ROA)以及公告自結盈餘(UNAUDIT)則皆呈現顯著負相關(係數分別為-0.193、-0.13 與 0.07，p 值 $<0.01$ )，異常報酬波動性(AVAR)與淨值市價比(BM)呈正相關但不顯著。另一項應變數—異常交易量(AVOL)與實驗變數—媒體報導(MEDIA)呈現顯著正相關(係數為 0.169，p 值 $<0.01$ )，初步符合假說一；異常交易量(AVOL)與控制變數中的公司規模(SIZE)、資產報酬率(ROA)呈現顯著正相關(係數分別為 0.133 與 0.179，p 值 $<0.01$ )，異常交易量(AVOL)與淨值市價比(BM)呈顯著負相關(係數為-0.0661，p 值 $<0.05$ )，異常交易量(AVOL)與負債比率(DEBT)和公告自結盈餘(UNAUDIT)呈現負相關但不顯著，異常交易量(AVOL)與未預期盈餘(|UE|)呈現負相關但不顯著。此外，其他變數之間的相關係數絕對值最大者為 0.398，並未超過 0.8，顯示各變數間應無嚴重的共線性問題。

在表 4-3 Panel B 則係列示有媒體報導(MEDIA=1)的樣本公司中，異常報酬波動性(AVAR)和異常交易量(AVOL)與控制變數的 Pearson 相關係數檢測結果。表 4-3 Panel B 中顯示，應變數之一的異常報酬波動性(AVAR)與實驗變數—媒體報導次數(MEDIA\_VOL)呈現負相關但不顯著，異常報酬波動性(AVAR)與散戶持股(INDIVIDUAL)呈現正相關但不顯著，異常報酬波動性(AVAR)與週末申報(WEEKEND)呈顯著負相關(係數為-0.102，p 值 $<0.1$ )；異常報酬波動性(AVAR)與控制變數中的未預期盈餘(|UE|)呈顯著正相關(係數為 0.098，p 值 $<0.1$ )，異常報酬波動性(AVAR)與公司規模(SIZE)呈顯著負相關(係數為-0.247，p 值 $<0.01$ )、異常報酬波動性(AVAR)與淨值市價比(BM)呈正相關但不顯著，異常報酬波動性(AVAR)與負債比率(DEBT)、資產報酬率(ROA)以及公告自結盈餘(UNAUDIT)則皆呈現負相關但不顯著。另一項應變數—異常交易量(AVOL)與實驗變數—媒體報導次數(MEDIA\_VOL)呈現顯著正相關(係數為 0.187，p 值 $<0.01$ )，異常交易量(AVOL)與散戶持股(INDIVIDUAL)呈負相關但不顯著，異常交易量(AVOL)與週末申報(WEEKEND)呈現顯著負相關(係數為-0.169 和 -0.138，p 值 $<0.05$ )；異常交易量(AVOL)僅與控制變數中的資產報酬率(ROA)呈顯著正相關(係數為 0.29，p 值 $<0.01$ )，異常交易量(AVOL)與未預期盈餘(|UE|)、淨值市價比(BM)、負債比率(DEBT)及公告自結盈餘(UNAUDIT)呈負相

關但不顯著，異常交易量(AVOL)與公司規模(SIZE)呈正相關但不顯著。此外，在其他變數之間的相關係數中，除了週末申報(WEEKEND)與週末申報和媒體報導次數交乘項(WEEKEND\*MEDIA\_VOL)之相關係數為 0.805，略大於 0.8，其餘變數間之相關係數絕對值最大者為 0.769，並未超過 0.8。然而在檢測迴歸自變數間之膨脹係數(Variance Inflation Factor, VIF)時，週末申報(WEEKEND)與週末申報和媒體報導次數交乘項(WEEKEND\*MEDIA\_VOL)的 VIF 值皆小於 10，因此各變數間應無嚴重的共線性問題。

最後，本研究進一步以自變數間之膨脹係數(Variance Inflation Factor, VIF)檢測研究中各迴歸的共線性，檢測結果顯示，迴歸中的各項變數之 VIF 皆小於 10，因此，本研究應無嚴重的共線性問題。



表 4-3 Pearson 相關係數

Panel A：整體樣本(樣本數=1,420)

	<i>AVAR</i>	<i>AVOL</i>	<i>MEDIA</i>	<i> UE </i>	<i>SIZE</i>	<i>BM</i>	<i>DEBT</i>	<i>ROA</i>	<i>UNAUDIT</i>
<i>AVAR</i>	1.000								
<i>AVOL</i>	0.234***	1.000							
<i>MEDIA</i>	0.000	0.169***	1.000						
<i> UE </i>	0.178***	-0.025	-0.032	1.000					
<i>SIZE</i>	-0.193***	0.133***	0.330***	-0.190***	1.000				
<i>BM</i>	0.019	-0.061**	-0.109***	0.116***	-0.232***	1.000			
<i>DEBT</i>	0.090***	0.024	0.016	0.157***	0.039	0.184***	1.000		
<i>ROA</i>	-0.130***	0.179***	0.166***	-0.151***	0.398***	-0.396***	-0.246***	1.000	
<i>UNAUDIT</i>	-0.070***	0.036	0.000	-0.020	0.235***	-0.146***	-0.031	0.146***	1.000

註：

(1)雙尾檢定：\*\*\*表示達 1%顯著水準；\*\*表示達 5%顯著水準；\*表示達 10%顯著水準。

(2)*AVAR* 為異常報酬波動性；*AVOL* 為異常交易量；*MEDIA* 為媒體報導之虛擬變數，樣本公司於申報年度財報時，有媒體報導其財務資訊者為 1，否則為 0；*|UE|* 為未預期盈餘；*SIZE* 為公司規模；*BM* 為淨值市價比；*DEBT* 為負債比率；*ROA* 為資產報酬率；*UNAUDIT* 為公告自結盈餘之虛擬變數，樣本公司於申報年度財報之前，已公告自結盈餘者為 1，否則為 0。

表 4-3 Pearson 相關係數 (續)

Panel B：有被媒體報導的公司樣本(樣本數=329)

	<i>AVAR</i>	<i>AVOL</i>	<i>MEDIA_VOL</i>	<i>INDIVIDUAL</i>	<i>INDIVIDUAL*</i> <i>MEDIA_VOL</i>	<i>WEEKEND</i>	<i>WEEKEND*</i> <i>MEDIA_VOL</i>	<i> UE </i>	<i>SIZE</i>	<i>BM</i>	<i>DEBT</i>	<i>ROA</i>	<i>UNAUDIT</i>
<i>AVAR</i>	1.000												
<i>AVOL</i>	0.334***	1.000											
<i>MEDIA_VOL</i>	-0.006	0.187***	1.000										
<i>INDIVIDUAL</i>	0.031	-0.056	-0.225***	1.000									
<i>INDIVIDUAL*</i> <i>MEDIA_VOL</i>	0.034	0.027	0.156***	0.769***	1.000								
<i>WEEKEND</i>	-0.102*	-0.169***	-0.098*	0.026	0.002	1.000							
<i>WEEKEND*</i> <i>MEDIA_VOL</i>	-0.034	-0.138**	0.163***	-0.020	0.069	0.805***	1.000						
<i> UE </i>	0.098*	-0.032	0.014	0.197***	0.263***	-0.006	0.039	1.000					
<i>SIZE</i>	-0.247***	0.071	0.331***	-0.387***	-0.240***	0.031	0.124**	-0.132**	1.000				
<i>BM</i>	0.040	-0.076	-0.241***	0.258***	0.184***	0.050	-0.019	0.170***	-0.174***	1.000			
<i>DEBT</i>	-0.059	-0.015	-0.035	0.006	-0.021	0.015	0.012	0.117**	0.122**	0.352***	1.000		
<i>ROA</i>	-0.008	0.290***	0.250***	-0.249***	-0.140**	-0.040	0.024	-0.104*	0.325***	-0.503***	-0.319***	1.000	
<i>UNAUDIT</i>	-0.086	-0.007	-0.050	-0.091	-0.114**	0.039	0.023	-0.019	0.208***	-0.164***	0.012	0.033	1.000

註：

(1)雙尾檢定：\*\*\*表示達 1%顯著水準；\*\*表示達 5%顯著水準；\*表示達 10%顯著水準。

(2)*AVAR* 為異常報酬波動性；*AVOL* 為異常交易量；*MEDIA\_VOL* 為媒體報導次數；*INDIVIDUAL* 為散戶持股之虛擬變數，散戶持股率大（等）於樣本中位數者為 1，否則為 0；*WEEKEND* 為週末申報之虛擬變數，樣本公司於週末申報年度財報者為 1，否則為 0；*|UE|* 為未預期盈餘；*SIZE* 為公司規模；*BM* 為淨值市價比；*DEBT* 為負債比率；*ROA* 為資產報酬率；*UNAUDIT* 為公告自結盈餘之虛擬變數，樣本公司於申報年度財報之前，已公告自結盈餘者為 1，否則為 0。

### 第三節、迴歸結果分析

本研究主要係探討媒體報導對申報年度財報的資訊內涵之影響。本研究參考 Landsman et al. (2012)的方法，衡量樣本公司在申報年度財報時的異常報酬波動性(AVAR)與異常交易量(AVOL)，作為判斷申報年度財報資訊內涵的應變數，檢測媒體報導年度財報申報對資訊內涵的影響。

#### 一、媒體報導對申報年度財報資訊內涵的影響

表 4-4 主要係檢測媒體在樣本公司申報年度財報期間報導相關資訊，是否對申報年度財報資訊內涵產生影響。表 4-4 中有兩個模型，應變數分別為異常報酬波動性(AVAR)和異常交易量(AVOL)。應變數為異常報酬波動性(AVAR)的迴歸模型，調整後  $R^2$  為 0.1212，F 值為 8.52 (p 值 $<0.01$ )，顯示該迴歸的解釋能力具顯著性。應變數為異常交易量(AVOL)的迴歸模型，調整後  $R^2$  為 0.729，F 值為 5.29 (p 值 $<0.01$ )，顯示迴歸的解釋能力具顯著性。

實證結果指出，實驗變數—媒體報導(MEDIA)與異常報酬波動性(AVAR)呈現顯著正相關(係數為 0.362，p 值 $<0.01$ )，顯示當媒體在公司申報年度財報的期間，有報導該公司年度財報資訊時，則該公司申報年度財報的異常報酬波動性相對無媒體報導者大；媒體報導(MEDIA)與異常交易量(AVOL)呈現顯著正相關(係數 0.281，p 值 $<0.01$ )，顯示當媒體在公司申報年度財報的期間，有報導該公司年度財報資訊時，則該公司申報年度財報的異常交易量相對無媒體報導者大。綜上所述，實驗結果支持假說一，有媒體報導的公司，公司申報年度財報的資訊內涵較高，因此假說一成立。

在控制變數方面，針對 AVAR 模型，未預期盈餘(|UE|)對異常報酬波動性(AVAR)為顯著正相關(係數為 1.646，p 值 $<0.01$ )，顯示公司的未預期盈餘越高，公司申報年度財報期間的異常報酬波動較為劇烈，此與謝銘偉(2000)和許書偉(2013)研究結果相符。公司規模(SIZE)對異常報酬波動性(AVAR)為顯著負相關(係數為-0.288，p 值 $<0.01$ )，顯示當公司規模越大，公司申報年度財報期間的異常報酬波動性較小，此結果與 Atiase(1985)認為公司規模較大者，盈餘資訊發佈時的市場反應較小的結論相符。淨值市價比(BM)對異常報酬波動性(AVAR)為顯著負相關(係數為-0.339，p 值 $<0.01$ )，顯示當淨值市價比越高，公司的成長性較低，因此公司申報年度財報期間的異常報酬波動性較小，此結果與 Chih et al. (2009)與張琬喻等(2014)研究結果相符。負債比率(DEBT)和公司

申報前夕公告自結盈餘(UNAUDIT)則對異常報酬波動性(AVAR) 影響不顯著。另一方面，針對 AVOL 模型，未預期盈餘(|UE|)、公司規模(SIZE)、淨值市價比(BM)、負債比率(DEBT)和公司申報前夕公告自結盈餘(UNAUDIT)對異常交易量(AVOL)皆影響不顯著。資產報酬率(ROA)對異常交易量(AVOL)為顯著正相關，顯示當公司的資產報酬率越大，投資人在公司申報年度財報期間的反應較大，此結果與 Chih et al. (2009)研究結果相符。

表 4-4 媒體報導對申報年度財報的資訊內涵之影響

$$AVAR_i \text{ or } AVOL_i = \alpha_0 + \alpha_1 MEDIA_i + \alpha_2 |UE|_i + \alpha_3 SIZE_i + \alpha_4 BM_i + \alpha_5 DEBT_i + \alpha_6 ROA_i + \alpha_7 UNAUDIT_i + \alpha_8 INDUSYRY\_DUM_i + \varepsilon_i$$

自變數	預期符號	AVAR	AVOL
CONSTANT	?	7.332*** (7.31)	0.032 (0.07)
MEDIA	+	0.362*** (2.93)	0.281*** (5.27)
UE	+	1.646*** (5.03)	-0.039 (-0.27)
SIZE	?	-0.288*** (-6.66)	0.010 (0.55)
BM	?	-0.339*** (-2.66)	0.013 (0.24)
DEBT	?	0.309 (0.93)	0.160 (1.12)
ROA	+	-2.041*** (-2.90)	1.387*** (4.58)
UNAUDIT	+	0.004 (0.04)	0.039 (0.83)
INDUSTRY_DUM		YES	YES
N		1420	1420
F		8.52***	5.29***
Adj. R <sup>2</sup>		0.1212	0.0729

註：

(1)括號內數值為 t 值。

(2)雙尾檢定：\*\*\*表示達 1%顯著水準；\*\*表示達 5%顯著水準；\*表示達 10%顯著水準。

(3)AVAR 為異常報酬波動性；AVOL 為異常交易量；MEDIA 為媒體報導之虛擬變數，樣本公司於申報年度財報時，有媒體報導其財務資訊者為 1，否則為 0；|UE|為未預期盈餘；SIZE 為公司規模；BM 為淨值市價比；DEBT 為負債比率；ROA 為資產報酬率；UNAUDIT 為公告自結盈餘之虛擬變數，樣本公司於申報年度財報之前，已公告自結盈餘者為 1，否則為 0。

## 二、媒體報導量對申報年度財報資訊內涵的影響

先前的研究結果顯示公司申報年度財報期間，有媒體報導的公司，其申報年度財報的資訊內涵較高。由於過去文獻顯示，被媒體高度報導的公司，其市場反應較高。因此，本研究進一步針對樣本公司在申報年度財報的期間，檢測有被媒體的報導的 329 間公司(表 4-1)，其媒體報導的次數對申報年度財報資訊內涵的影響並將實證結果列示於表 4-5。表 4-5 中有兩個模型，應變數分別為異常報酬波動性(AVAR)和異常交易量(AVOL)。應變數為異常報酬波動性(AVAR)之迴歸模型的解釋能力具顯著性(調整後  $R^2$  為 0.1532，F 值為 3.28， $p < 0.01$ )；應變數為異常交易量(AVOL)，其迴歸模型的解釋能力具顯著性(調整後  $R^2$  為 0.1190，F 值為 2.70， $p < 0.01$ )。

實證結果顯示，實驗變數—媒體報導次數(MEDIA\_VOL)對異常報酬波動性(AVAR)呈現顯著正相關(係數為 0.362， $p$  值=0.04)，顯示當公司申報年度財報的期間被媒體報導的次數越多，則該公司申報年度財報期間的異常報酬波動性越大；媒體報導次數(MEDIA\_VOL)對異常交易量(AVOL)呈現顯著正相關(係數為 0.281， $p$  值 $< 0.01$ )，顯示當公司申報年度財報的期間被媒體報導的次數越多，則該公司申報年度財報期間的異常交易量越大。綜上所述，實證結果與假說二之預期相符，意即公司申報年度財報的期間被媒體報導的次數越多，則該公司申報年度財報之資訊內涵較高。

在控制變數方面，針對 AVAR 模型，未預期盈餘(|UE|)、淨值市價比(BM)、負債比率(DEBT)、資產報酬率(ROA)和公司申報年度財報前公告自結盈餘(UNAUDIT)對異常報酬波動性(AVAR)的影響皆不顯著。公司規模(SIZE)對異常報酬波動性(AVAR)呈現顯著負相關(係數為-0.368， $p$  值 $< 0.01$ )，顯示當被媒體報導的樣本公司中，規模越大者，則公司申報年度財報期間的異常報酬波動性較小，此結果與 Atiase(1985)研究結果相符。另一方面，針對 AVOL 模型，未預期盈餘(|UE|)、負債比率(DEBT)和公司申報年度財報前公告自結盈餘(UNAUDIT)對異常交易量(AVOL)影響皆不顯著。公司規模(SIZE)對異常交易量(AVOL)呈現顯著負相關(係數為-0.021， $p$  值=0.09)，顯示當被媒體報導的樣本公司中，規模越大者，則公司申報年度財報期間的異常交易量較小，此結果與 Atiase(1985)研究結果相符。淨值市價比(BM)對異常交易量(AVOL)為顯著正相關(係數為 0.226， $p$  值=0.07)，顯示有媒體報導的樣本公司中，投資人於公司申報年度財報期間較會關注公司淨值市價比高的個股，此結果與 Fama and French (1992)認為投資人能承受高風險，而出現淨值市價比高的公司具有較高的市場反應現象相符。資產報酬率(ROA)對異常交易量(AVOL)為顯著正相關

(係數為 3.075，p 值<0.01)，顯示被媒體報導公司的資產報酬率越大，投資人在公司申報年度財報期間的反應較大，此結果與 Chih et al. (2009)研究結果相符。

表 4-5 媒體報導次數對申報年度財報的資訊內涵之影響

$$AVAR_i \text{ or } AVOL_i = \beta_0 + \beta_1 MEDIA\_VOL_i + \beta_2 |UE|_i + \beta_3 SIZE_i + \beta_4 BM_i + \beta_5 DEBT_i + \beta_6 ROA_i + \beta_7 UNAUDIT_i + \beta_8 INDUSTRY\_DUM_i + \varepsilon_i$$

自變數	預期符號	AVAR	AVOL
<i>CONSTANT</i>	?	6.892*** (3.58)	0.403 (0.49)
<i>MEDIA_VOL</i>	+	0.184** (2.07)	0.109*** (2.90)
<i> UE </i>	+	0.752 (1.12)	-0.241 (-0.84)
<i>SIZE</i>	?	-0.368*** (-4.44)	-0.061* (-1.72)
<i>BM</i>	?	0.069 (0.23)	0.226* (1.81)
<i>DEBT</i>	?	-0.910 (-1.21)	0.469 (1.47)
<i>ROA</i>	+	0.753 (0.53)	3.075*** (5.15)
<i>UNAUDIT</i>	+	-0.035 (-0.15)	0.093 (0.97)
<i>INDUSTRY_DUM</i>		YES	YES
N		329	329
F		3.28***	2.70***
Adj. R <sup>2</sup>		0.1532	0.1190

註：

(1)括號內數值為 t 值。

(2)雙尾檢定：\*\*\*表示達 1%顯著水準；\*\*表示達 5%顯著水準；\*表示達 10%顯著水準。

(3)AVAR 為異常報酬波動性；AVOL 為異常交易量；MEDIA\_VOL 為媒體報導次數；|UE|為未預期盈餘；SIZE 為公司規模；BM 為淨值市價比；DEBT 為負債比率；ROA 為資產報酬率；UNAUDIT 為公告自結盈餘之虛擬變數，樣本公司於申報年度財報之前，已公告自結盈餘者為 1，否則為 0。

### 三、媒體報導量對散戶持股高或週末申報的公司申報財報資訊內涵之影響

由於先前的研究結果支持假說二，代表公司申報年度財報的期間被媒體報導的次數越多，則該公司申報年度財報之資訊內涵較高。然而不同類型的持股人對媒體報導的反應可能不一致，並且公司的財報若是於週末時申報，市場的反應亦可能較低，故本研究進一步探討媒體報導量對散戶持股的高低及週末申報公司財報資訊內涵之影響。表 4-6 有兩個模型，應變數分別為異常報酬波動性(AVAR)和異常交易量(AVOL)，兩個迴歸模型的解釋能力皆具顯著性(調整後  $R^2$  分別為 0.1559 和 0.1328，F 值分別為 3.02 和 2.67， $p < 0.01$ )。

在實證結果方面，首先，散戶持股(INDIVIDUAL)對異常報酬波動性(AVAR)和異常交易量(AVOL)影響皆不顯著(係數分別為-0.023 和-0.062， $p$  值  $> 0.1$ )，並且散戶持股與媒體報導數量之交乘項(INDIVIDUAL\*MEDIA\_VOL)對異常報酬波動性(AVAR)和異常交易量(AVOL)影響亦不顯著(係數分別為-0.122 和 0.048， $p$  值  $> 0.1$ )，因此實證結果與假說三之預期並不相符。換言之，實證結果並未發現媒體報導次數，能加強散戶持股對公司申報財報資訊內涵的正向影響，故實證結果未能支持假說三。

至於週末申報(WEEKEND)對異常報酬波動性(AVAR)為顯著負相關(係數為-0.840， $p$  值=0.06)，且週末申報與媒體報導數量之交乘項週末申報(WEEKEND\*MEDIA\_VOL)對異常報酬波動性(AVAR)為顯著正相關(係數為 0.367， $p$  值=0.09)。這樣的結果顯示在有媒體報導的情況下，公司於週末申報年度財報的異常報酬波動性相對在週間申報財報的公司小，然而若媒體報導的次數越多，則能引起市場注意而使異常報酬波動性增加。此外，實證結果中的媒體報導次數(MEDIA\_VOL)對異常報酬波動性(AVAR)影響為不顯著(係數為 0.141， $p$  值  $> 0.1$ )，顯示在同樣有媒體報導的公司中，公司申報年度財報所引起的異常報酬波動性主要來自被多次報導的週末申報公司，而非在週間所報導的公司。惟週末申報(WEEKEND)和週末申報與媒體報導數量之交乘項(WEEKEND\*MEDIA\_VOL)對異常交易量(AVOL)影響皆不顯著(係數為 0.048， $p$  值  $> 0.1$ )。綜上所述，實證結果顯示即使公司於週末申報年度財報，但媒體報導的次數越多，能使異常報酬波動性增加，故媒體報導的次數高能夠減弱週末申報對年度財報資訊內涵的負向影響。然而，實證結果並未發現媒體報導數量對週末申報公司之異常交易量有顯著影響，因此實證結果部分支持假說四。

在控制變數方面，針對 AVAR 模型，未預期盈餘(|UE|)、淨值市價比(BM)、負債比率(DEBT)、資產報酬率(ROA)和申報年度財報之前公告自結盈餘(UNAUDIT)對異常報酬波動性(AVAR)影響皆不顯著。僅公司規模(SIZE)對異常報酬波動性(AVAR)為顯著負相關(係數為-0.387，p 值<0.01)，顯示當被媒體報導的樣本公司中，規模越大者，則公司申報年度財報期間的異常報酬波動性較小，此結果與 Atiase(1985)結果相符。另一方面，針對 AVOL 模型，未預期盈餘(|UE|)、公司規模(SIZE)、負債比率(DEBT)和申報年度財報之前公告自結盈餘(UNAUDIT)對異常交易量(AVOL)影響不顯著。淨值市價比(BM)和異常交易量(AVOL)則達顯著正相關(係數為 0.224，p 值=0.08)，顯示有媒體報導的樣本公司中，投資人於公司申報年度財報期間較會關注公司淨值市價比高的個股，此結果與 Fama and French (1992)的推論相符，認為投資人能承受高風險，而出現淨值市價比高的公司具有較高的市場反應現象。資產報酬率(ROA)對異常交易量(AVOL)影響為顯著正相關(係數為 3.026，p 值<0.01)，顯示被媒體報導公司的資產報酬率越大，投資人在公司申報年度財報期間的反應較大，此結果與 Chih et al. (2009)研究相符。



表 4-6 媒體報導量對散戶持股高或週末申報的公司申報財報資訊內涵之影響

自變數	預期符號	AVAR	AVOL
<i>CONSTANT</i>	?	7.322*** (3.73)	0.210 (0.25)
<i>MEDIA_VOL</i>	+	0.141 (1.27)	0.112** (2.41)
<i>INDIVIDUAL</i>	+	-0.023 (-0.06)	-0.062 (-0.38)
<i>INDIVIDUAL * MEDIA_VOL</i>	+	-0.122 (-0.66)	0.048 (0.62)
<i>WEEKEND</i>	-	-0.840* (-1.89)	-2.892*10 <sup>-4</sup> (-1.55*10 <sup>-3</sup> )
<i>WEEKEND * MEDIA_VOL</i>	+	0.367* (1.72)	-0.145 (-1.62)
<i>UE</i>	+	0.822 (1.19)	-0.219 (-0.75)
<i>SIZE</i>	?	-0.387*** (-4.54)	-0.050 (-1.40)
<i>BM</i>	?	0.135 (0.45)	0.224* (1.78)
<i>DEBT</i>	?	-0.904 (-1.20)	0.439 (1.38)
<i>ROA</i>	+	0.706 (0.50)	3.026*** (5.09)
<i>UNAUDIT</i>		-0.039 (-0.17)	0.098 (1.02)
<i>INDUSTRY_DUM</i>		YES	YES
N		329	329
F		3.02***	2.67***
Adj. R <sup>2</sup>		0.1559	0.1328

註：

(1)括號內數值為 t 值。

(2)雙尾檢定：\*\*\*表示達 1%顯著水準；\*\*表示達 5%顯著水準；\*表示達 10%顯著水準。

(3)AVAR 為異常報酬波動性；AVOL 為異常交易量；MEDIA\_VOL 為媒體報導次數；INDIVIDUAL 為散戶持股之虛擬變數，散戶持股率大（等）於樣本中位數者為 1，否則為 0；WEEKEND 為週末申報之虛擬變數，樣本公司於週末申報年度財報者為 1，否則為 0；|UE|為未預期盈餘；SIZE 為公司規模；BM 為淨值市價比；DEBT 為負債比率；ROA 為資產報酬率；UNAUDIT 為公告自結盈餘之虛擬變數，樣本公司於申報年度財報之前，已公告自結盈餘者為 1，否則為 0。

#### 第四節、額外測試

為了增加研究結果的穩定性，本研究針對極端值的處理及散戶虛擬變數的設定進行額外測試。先前的主測試結果並不支持假說三，因此本節擬改變主測試的衡量方式後再進行迴歸分析，其結果列示於表 4-7 與表 4-8。

首先，表 4-7 的迴歸模型相異於主測試的部分，係將迴歸模型中的連續變數不取 Winsorize 進行測試。表 4-7 的兩個迴歸模型，應變數分別為異常報酬波動性(AVAR)和異常交易量(AVOL)，兩個迴歸模型的解釋能力皆具顯著性(調整後  $R^2$  分別為 0.1634 和 0.0876，F 值分別為 3.14 和 2.05， $p < 0.01$ )。實證結果指出，散戶持股(INDIVIDUAL)依舊對異常報酬波動性(AVAR) 和異常交易量(AVOL) 影響不顯著，並且散戶持股與媒體報導數量之交乘項(INDIVIDUAL\*MEDIA\_VOL)對異常報酬波動性(AVAR) 和異常交易量(AVOL)亦影響不顯著，該實證結果與主測試相似，並未發現媒體報導次數，能加強散戶持股對公司申報財報資訊內涵的正向影響，實證結果並未支持假說三。其餘實證結果與主測試相似，故不再重述。

其次，表 4-8 的迴歸模型相異於主測試的部分，則係改變散戶持股(INDIVIDUAL)變數的衡量方式，將原先以整體散戶持股比率的中位數區分散戶持股的高低，改以第三四分位數區分，定義公司之散戶持股率大(等)於第三四分位數者為散戶持股高(INDIVIDUAL=1)，否則反之。表 4-8 的兩個迴歸模型，應變數分別為異常報酬波動性(AVAR)和異常交易量(AVOL)，兩個迴歸模型的解釋能力皆具顯著性(調整後  $R^2$  分別為 0.1535 和 0.1343，F 值分別為 2.98 和 2.70， $p < 0.01$ )。實證結果指出，散戶持股(INDIVIDUAL)依舊對異常報酬波動性(AVAR) 和異常交易量(AVOL)影響皆呈現不顯著，並且散戶持股與媒體報導數量之交乘項(INDIVIDUAL\*MEDIA\_VOL)對異常報酬波動性(AVAR)和異常交易量(AVOL)影響亦不顯著，實證結果與主測試相似，並未發現媒體報導次數，能加強散戶持股對公司申報財報資訊內涵的正向影響，故實證結果並未支持假說三。其餘實證結果與主測試相似，故不再重述。

綜上所述，本節在額外測試中，不論係將主測試的迴歸模型不取 Winsorize 進行測試，或是將主測試的散戶持股(INDIVIDUAL)變數衡量方式，由原先以整體散戶持股比率的中位數區分散戶持股的高低，改以第三四分位數區分後進行迴歸分析的結果，假說三依舊未獲得實證測試上的支持。

表 4-7 媒體報導量對散戶持股高或週末申報的公司申報財報資訊內涵之影響  
(主測試不取 Winsorize)

自變數	預期符號	AVAR	AVOL
<i>CONSTANT</i>	?	7.616*** (3.82)	-0.082 (-0.10)
<i>MEDIA_VOL</i>	+	0.113 (1.12)	0.102** (2.39)
<i>INDIVIDUAL</i>	+	-0.036 (-0.09)	-0.057 (-0.34)
<i>INDIVIDUAL * MEDIA_VOL</i>	+	-0.133 (-0.71)	0.045 (0.57)
<i>WEEKEND</i>	-	-0.972** (-2.12)	-0.034 (-0.18)
<i>WEEKEND * MEDIA_VOL</i>	+	0.464** (2.11)	-0.117 (-1.26)
<i> UE </i>	+	0.467 (0.72)	-0.671** (-2.44)
<i>SIZE</i>	?	-0.389*** (-4.67)	-0.011 (-0.30)
<i>BM</i>	?	0.068 (0.26)	0.032 (0.28)
<i>DEBT</i>	?	-1.088 (-1.43)	0.186 (0.58)
<i>ROA</i>	+	0.366 (0.88)	0.592*** (3.38)
<i>UNAUDIT</i>	+	-0.016 (-0.06)	0.064 (0.63)
<i>INDUSTRY_DUM</i>		YES	YES
N		329	329
F		3.14***	2.05***
Adj. R <sup>2</sup>		0.1634	0.0876

註：

(1)括號內數值為 t 值。

(2)雙尾檢定：\*\*\*表示達 1%顯著水準；\*\*表示達 5%顯著水準；\*表示達 10%顯著水準。

(3)AVAR 為異常報酬波動性；AVOL 為異常交易量；MEDIA\_VOL 為媒體報導次數；INDIVIDUAL 為散戶持股之虛擬變數，散戶持股率大（等）於樣本中位數者為 1，否則為 0；WEEKEND 為週末申報之虛擬變數，樣本公司於週末申報年度財報者為 1，否則為 0；|UE|為未預期盈餘；SIZE 為公司規模；BM 為淨值市價比；DEBT 為負債比率；ROA 為資產報酬率；UNAUDIT 為公告自結盈餘之虛擬變數，樣本公司於申報年度財報之前，已公告自結盈餘者為 1，否則為 0。

表 4-8 媒體報導量對散戶持股高或週末申報的公司申報財報資訊內涵之影響  
(改變主測試中的散戶持股衡量，以第三四分位數區分散戶持股高低)

自變數	預期符號	AVAR	AVOL
<i>CONSTANT</i>	?	7.174*** (3.69)	0.269 (0.33)
<i>MEDIA_VOL</i>	+	0.133 (1.29)	0.116*** (2.69)
<i>INDIVIDUAL</i>	+	0.057 (0.12)	-0.183 (-0.92)
<i>INDIVIDUAL * MEDIA_VOL</i>	+	-0.119 (-0.51)	0.057 (0.58)
<i>WEEKEND</i>	-	-0.843* (-1.89)	0.010 (0.05)
<i>WEEKEND * MEDIA_VOL</i>	+	0.370* (1.72)	-0.147 (-1.63)
<i> UE </i>	+	0.698 (1.03)	-0.185 (-0.65)
<i>SIZE</i>	?	-0.376*** (-4.45)	-0.055 (-1.56)
<i>BM</i>	?	0.099 (0.33)	0.237* (1.91)
<i>DEBT</i>	?	-0.896 (-1.18)	0.454 (1.42)
<i>ROA</i>	+	0.694 (0.49)	3.045*** (5.11)
<i>UNAUDIT</i>	+	-0.022 (-0.09)	0.100 (1.04)
<i>INDUSTRY_DUM</i>		YES	YES
N		329	329
F		2.98***	2.70***
Adj. R <sup>2</sup>		0.1535	0.1343

註：

(1)括號內數值為 t 值。

(2)雙尾檢定：\*\*\*表示達 1%顯著水準；\*\*表示達 5%顯著水準；\*表示達 10%顯著水準。

(3)AVAR 為異常報酬波動性；AVOL 為異常交易量；MEDIA\_VOL 為媒體報導次數；INDIVIDUAL 為散戶持股之虛擬變數，散戶持股率大（等）於樣本第三四分位數者為 1，否則為 0；WEEKEND 為週末申報之虛擬變數，樣本公司於週末申報年度財報者為 1，否則為 0；|UE|為未預期盈餘；SIZE 為公司規模；BM 為淨值市價比；DEBT 為負債比率；ROA 為資產報酬率；UNAUDIT 為公告自結盈餘之虛擬變數，樣本公司於申報年度財報之前，已公告自結盈餘者為 1，否則為 0。

## 第五章、結論與建議

本章結論與建議主要分為三節。第一節為研究結論；第二節為研究建議；第三節為研究限制。

### 第一節、研究結論

本文旨在探討媒體報導對年度財務報告申報之資訊內涵的影響。過去多數研究皆指出財務報告申報具資訊內涵，但是基於投資人對財務報告申報事件的注意力不足，存在 PEAD 的現象。然而有研究指出媒體報導能吸引投資人，使其將注意力聚焦於被報導的個股公司，進而驅使進行股票買賣。因此，若媒體對年度財務報告申報的進行報導應能使大眾更注意這項消息，並引發較大的市場反應。

本研究以各公司申報上傳 2013 年度財務報告至「公開資訊觀測站」的時間為事件日，並以股票之異常報酬波動性與異常交易量，作為判斷資訊內涵之指標，探討公司申報財報日及後續 2 日的媒體的報導，對公司申報年度財報資訊內涵的影響。茲將研究結論彙總說明如下：

一、媒體在公司申報年度財報的期間，有報導該公司年度財報資訊時，則該公司年度財報申報的資訊內涵較高。

二、當公司申報年度財報的期間，被媒體報導的次數越多，則該公司申報年度財報的資訊內涵較高。

三、研究另測試媒體報導量和散戶持股對公司申報財報資訊內涵之影響，實證結果顯示散戶持股和散戶持股與媒體報導數量之交乘項皆對異常報酬波動性和異常交易量無顯著正向影響。換言之，實證並未發現媒體報導次數，能加強散戶持股對公司申報財報資訊內涵的正向影響。

四、研究另測試媒體報導量對週末申報公司的財報資訊內涵之影響，實證結果顯示週末申報對異常報酬波動性為顯著負相關，且週末申報與媒體報導數量之交乘項對異常報酬波動性為顯著正相關，意即公司即使於週末申報年度財報，但媒體報導的次數越多，則能夠強化週末申報財報的資訊內涵。另一方面，

實證結果顯示媒體報導次數對異常報酬波動性無顯著影響，此即表示在同樣有媒體報導的公司中，公司申報年度財報所引起的異常報酬波動性主要來自被多次報導的週末申報公司，而非在週間所報導的公司。不過，實證結果顯示週末申報和週末申報與媒體報導數量之交乘項皆對異常交易量無顯著影響。故本研究假設媒體報導的次數能減弱週末申報對財報資訊內涵的負向影響，僅獲得部分實證結果支持。



## 第二節、研究限制與建議

1. 本研究之媒體樣本係以人工方式逐一搜尋新聞資料庫，但是限於資料搜尋的功能，如遇上公司名稱與其他專有名詞相同，例如：世界(5347)此類公司，則搜尋結果會將內容包含「世界」二字的所有新聞一併列出。因此，如要搜尋有關財報資訊的內容，本研究只能設定以下關鍵字如：股票代碼、合併營收、營業淨利(損)、稅後純益(損)和每股盈餘等，分別加入搜尋條件。惟新聞記者在撰寫相關新聞時的用辭可能不限於上述所列，並且也不盡然都會附註股票代碼，因此在檢索時難免遺漏一些新聞。
2. 現今投資人吸收公司相關資訊的管道，除了傳統上的報章新聞之外，尚能從網路即時資訊或是較為專業的投資網頁(例如：中央社和鉅亨網)得知相關資訊，然而這些網頁的資訊保存時間有限，並且也未有相關的資料庫可供查詢，故本文未能將其納入考量。
3. 本研究測試媒體報導對財務報告申報資訊內涵的影響時，僅針對媒體是否有發佈相關報導和事件期間的報導次數的影響，並未考慮媒體報導的態度的影響，也並未考慮媒體報導該公司的新聞係為單一報導或是與其他公司合併報導，建議後續研究將此納入考量，檢測其實證結果是否存在差異性。

## 參考文獻

- 王文如，2012，自結盈餘對分析師預測誤差及離散程度之影響，國立中央大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 王克陸、彭雅惠、胡怡萍，2004，研發活動股東財富效果與負債比率關係之研究，玄奘管理學報，第2卷第一期（9月）：1-24。
- 王肇蘭、廖思雯與池祥萱，2009，公司是否能藉由媒體曝光度減緩非預期負面盈餘宣告對股市的衝擊？以台灣金融業為例，台灣管理學刊，第9卷2期（8月）：165-184。
- 吳思璇，2003，自行結算盈餘對股價影響之研究，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
- 林建良，2011，新聞媒體的資訊內涵與橫斷面的股價報酬，國立高雄大學金融管理系研究所未出版碩士論文。
- 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4期（11月）：1-24。
- 洪家瑜與陳家偉，2010，新聞數量，股權結構廣度與企業價值偏離之相關性研究，中華管理評論國際學報，第15卷3期（8月）：1-18。
- 許書偉與林建然，2013，淨值門檻管制會誘發盈餘管理嗎？，會計評論，第57期（7月）：73-103。
- 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。
- 張雅慧、萬迪昉與付雷鳴，2012，基於投資者關注的媒體報導影響投資行為的實驗研究，系統工程，第30卷（10月）：19-35。
- 魏裕珍與林孟慧，2012，媒體曝光度對庫藏股宣告效應之衝擊，國立高雄第一科技大學金融研究所未出版碩士論文。
- 謝銘偉，2000，概估盈餘與公告盈餘不一致對股價影響之研究，國立台灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
- Amir, E., and J. Livnat. 2005. The economic consequences of (not) issuing preliminary earnings announcement. Working paper, New York University.

- Atiase, R. K. 1985. Predisclosure information, firm capitalization, and security price behavior around earnings announcements. *Journal of Accounting Research* 23: 21-36.
- Antweiler, W., and M. Z. Frank. 2004. Is all that talk just noise? The information content of internet stock message boards. *The Journal of Finance* 59 (3): 1259-1294.
- Ball, R., and P. Brown. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6 (2), 159-178.
- Ball, R. 1978. Anomalies in relationships between securities' yields and yield-surrogates. *Journal of Financial Economics* 6 (2): 103-126.
- Ball, R., S. P. Kothari., and R. Watts., 1988. The economics of the relation between earnings changes and stock returns. Working paper, University of Rochester.
- Barber, B. M., and T. Odean. 2008. All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *Review of Financial Studies* 21 (2): 785-818.
- Beaver, W. H. 1968. The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research* 6: 67-92.
- Bernard, V. L., and J. K. Thomas, 1989, Post-earnings-announcement drift: Delayed price response or risk premium? *Journal of Accounting Research* 27: 1–36.
- Bernard, V. L., and J. K. Thomas, 1990, Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings, *Journal of Accounting and Economics* 13: 305–340.
- Bhushan, R. 1994. An informational efficiency perspective on the post-earnings announcement drift. *Journal of Accounting and Economics* 18 (1): 45-65.
- 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.
- Fama, E. F., and K. R. French. 1992. The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance* 47 (2): 427-465.

- Foster III, T. W., and D. Vickrey. 1978. The incremental information content of the 10-K. *The Accounting Review* 53: 921-934.
- Foster, G., C. Olsen., and T. Shevlin. 1984. Earnings releases, anomalies, and the behavior of security returns. *The Accounting Review* 59: 574-603.
- Kormendi, R., and R. Lipe. 1987. Earnings innovations, earnings persistence, and stock returns. *Journal of Business*: 323-345.
- 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.
- Landsman, W. R., E. L. Maydew., and J. R. Thornock. 2012. The information content of annual earnings announcements and mandatory adoption of IFRS. *Journal of Accounting and Economics* 53 (1): 34-54.
- Li, E. X., K. Ramesh., and M. Shen. 2011. The role of newswires in screening and disseminating value-relevant information in periodic SEC reports. *The Accounting Review* 86 (2): 669-701.
- Lu, Y. C., Y. C. Wei., and J. M. Ke. 2012. The news impact around earnings announcement with the incorporation of investor types and market Trends, in European Financial Management Association 21st Annual Meeting, Barcelona, Spain.
- Lu, Y. C., Wei, Y. C., and Tsai, L. S. 2012. Investors' responses to earnings announcements with the incorporation of media coverage and the weekend effect. In Asian Finance Association and Taiwan Finance Association 2012 Joint International Conference, Taipei, Taiwan.
- McCombs, M. E., and D. L. Shaw. 1972. The agenda-setting function of mass media. *Public Opinion Quarterly* 36 (2): 176-187.
- 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.
- Peress, J. 2008. Media coverage and investors' attention to earnings announcements. *New York* 33 (0): 1-57.
- Peress, J. 2014. The media and the diffusion of information in financial markets: Evidence from newspaper strikes. *The Journal of Finance* 69 (5): 2007-2043.

Tetlock, P. C. 2007. Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market. *The Journal of Finance* 62 (3): 1139-1168.

You, H., and X. Zhang. 2007. Investor under-reaction to earnings announcement and 10-K report. Working paper, Barclays Global Investors and University of California, Berkeley.

