

東海大學會計學系碩士班
碩士論文

公司治理對媒體報導企業年度財務報告
行為之影響

**The Effects of Corporate Governance on the Media
Reporting Behavior on Annual Financial Reports**

指導教授：許書偉 博士

研究生：施雅雯 撰

中華民國一〇四年六月

謝辭

看著自己的論文逐漸完成，心中滿是感謝。首先最要感謝的人便是我的指導教授許書偉老師，很慶幸也很感激老師在碩一的時候答應收留駑鈍的我當指導學生。在整個撰寫論文的期間無論是題目的擬定、論文的架構抑或是內容的校閱等，都不厭其煩地提供予我相當多的想法與幫助，感謝老師願意如此傾囊相助，引導我思考之方向與邏輯之建立，使我的論文得以順利完成。另外在口試期間，也非常感謝林秀鳳老師以及許永聲老師願意撥冗閱讀及參加，並提供寶貴的指正與建議，促使我的論文能更加完善。

時光飛逝，回想當初大學時期身邊的好友們紛紛在畢業後選擇踏入職場，只有我選擇繼續考試升學，當時的心路歷程確實相當孤單。所幸在研究所認識了很多很棒的同學們，感謝呂雅雯，雖然雅雯何其多，但只有你這個雅雯跟我最合拍。感謝彥中，雖然這兩年來常聽你坐在我面前碎念，但其實你很好相處很幽默。感謝明欣，謝謝你跟我分享很多資訊，和你一起討論三胞胎真的很歡樂。感謝牧得，帶給我很多歡笑，往後當我看到茶湯會必定會想起你。感謝琬欣，你是個好女孩，很貼心，每次看到好吃的東西都會想到我，我很感激，祝你幸福。感謝子恆，每次都很努力說了傅氏笑話取悅大家。感謝怡菱與志隆，謝謝你們對於班遊的用心規劃，讓我們的南投之旅有美好的回憶。感謝士程，有你在的研究室總是熱鬧許多。感謝孟純，開著車載我們到處探險去。感謝信志，謝謝你在我難過的時候安慰我，給我鼓勵。感謝芝君，謝謝你幫助大家處理好多關於論文的問題。也謝謝我的同門夥伴承霖以及禹岑的幫忙，一起討論交換想法與分工合作地蒐集資料。

最後要感謝我的父母，要不是有他們總是在背後給予我支持以及鼓勵，鼎力栽培我，使我能無後顧之憂地求學。對於他們不曾埋怨我花費他們許多金錢，使我擁有良好的念書環境及舒適的生活，著實感到非常感恩。還有我的男友奕成，很感謝你願意包容因為課業很忙的我，感謝你願意聽我抱怨，願意安撫我並鼓勵我，使我能如期完成論文、完成學業。

施 雅 雯 謹誌
于東海大學會計研究所
中華民國一〇四年七月

公司治理對媒體報導企業年度財務報告行為之影響

指導教授：許書偉 博士

研究生：施雅雯

學號：G02430121

摘要

本研究旨在探討媒體報導公司年報申報之行為與公司治理間的關連性。雖然過去已有許多研究在探討媒體報導與證券市場股價反應間的關係，但大都以投資者及公司之觀點，研究媒體報導後投資人及股價之反應。由於公司治理與公司的資訊透明度息息相關，本研究以媒體的觀點出發，探討媒體決定報導公司盈餘相關資訊以及報導的次數是否與公司治理相關變數間具有關聯性。

資料選擇以 2013 年之上市(櫃)公司為研究對象，並將媒體報導行為分成是否報導與報導次數兩種類。本研究以羅吉斯迴歸(Logistic Regression)檢測媒體報導公司盈餘相關資訊與公司治理相關變數間是否具有關連性以及使用卜瓦松迴歸(Poisson Regression)檢測媒體報導公司盈餘相關資訊的次數與公司治理相關變數間是否具有關聯性。

實證結果發現媒體報導行為與公司治理的某些變數具有關聯性。當內部董事持股比率越高與董事會規模越大，媒體報導之可能性越高。然而當外部董事持股比率越高則媒體報導之可能性越低。另外也發現媒體在報導公司年報申報之次數與公司治理某些變數也具有關聯性。當公司董事會規模越大或是當機構投資人持股比率越高，實證結果顯示媒體報導次數也越多，然而當公司存在董事長兼任總經理之情形時，媒體報導的次數越少。

關鍵字：媒體報導、公司治理、股權結構、資訊透明度

The Effects of Corporate Governance on the Media Reporting Behavior on Annual Financial Reports

Advisor: Dr. Shu-Wei Hsu

Graduate Student Name: Ya-Wen Shih

Graduate Student No: G02430121

Abstract

This study examines the association between media reporting behavior and corporate governance. Prior studies investigate how stock prices react after reported by media. This study examines how the attributes of corporate governance affect the media's reporting behaviors. This study uses the sample of companies which were listed on the Taiwan Stock and Greta Securities Market from 2013. The Logistic regression was used to test the association between the earning information reported by media and variables of corporate governance and the Poisson regression was used to test the association between the number of media report and the variable of corporate governance.

The results show that the media reporting behavior associate with some variables of corporate governance. When inside directors own higher percentage of stocks and the larger board size, the possibility of media to be reported is much higher. However, if outside directors own the higher percentage of stocks, the possibility of media to be reported is much lower. And the results show that the numbers of the report associate with some variables of corporate governance. When the board size are larger and institutional shareholding are higher, the possibility of media to be reported is higher. But when the companies have the chairman and CEO with the same person, the possibility of media to be reported is lower.

Keywords: Media report, Corporate governance, Ownership structure, Information transparency

目錄

謝辭	I
摘要	II
ABSTRACT	III
目錄	IV
圖目錄	V
表目錄	VI
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、研究架構	4
第貳章、文獻回顧	6
第一節、盈餘資訊內涵	6
第二節、媒體資訊內涵	9
第三節、公司治理	11
第參章、研究方法	16
第一節、研究假說發展	16
第二節、觀念性架構圖	20
第三節、樣本選取與資料來源	20
第四節、變數定義與衡量	22
第五節、實證模型	28
第肆章、實證結果與分析	33
第一節、敘述性統計資料	33
第二節、相關性分析	35
第三節、迴歸結果分析	38
第四節、額外測試	42
第伍章、結論與建議	44
第一節、研究結論	44
第二節、研究限制與建議	46
參考文獻	47

圖目錄

圖 1-1 研究流程圖	5
圖 3-1 觀念性架構圖	20



表目錄

表 3-1 各資料庫所涵蓋報社.....	21
表 3-2 樣本篩選彙總表.....	21
表 3-2 變數衡量彙總表.....	27
表 4-1 各變數之敘述統計表.....	34
表 4-2 PEARSON 相關係數矩陣.....	36
表 4-3 PEARSON 相關係數矩陣.....	37
表 4-4 實證模型迴歸結果.....	41
表 4-5 媒體報導數量與公司治理相關變數之迴歸結果(去除沒有報導樣本)....	43



第壹章、緒論

第一節、研究背景與動機

證券市場普遍存在代理問題，不論是所有權與經營權分離所產生的傳統代理問題，抑或是於控制股東與小股東所衍生之核心代理問題。都容易因雙方資訊不對稱(Information Asymmetry)之現象導致問題越趨嚴重，資訊不對稱指的是參與交易各方所擁有以及可影響交易的資訊不同，如股東在投入資金後並不了解公司管理階層是否有盡心盡力地為他們創造價值或是否存在內線交易之情形。另外以經濟學之觀點來看，資訊不對稱可能會導致市場失靈。當市場失靈時，會造成資源分配不均與效率不佳的問題發生，投資人可能會對市場失去信心不再投資，公司因此募集不到資金導致經營困難，一直惡性循環地發生。然而為了減少投資人和管理階層間固有的利益衝突，代理理論學者 Jensen and Meckling(1976)主張必須建立適當的監督或控制機制，以保障股東不受管理層利益衝突的傷害。

公司盈餘宣告是傳遞公司經營成果的管道，市場上股價的變動與未來盈餘多寡息息相關，因此公司盈餘之宣告經常會成為投資人關注的焦點。Ball and Brown(1968)首先提出盈餘的宣告會影響股價的變動，並發現盈餘具有資訊內涵(Information Content)。他們的研究顯示投資人在年度中所能獲得的所有資訊，其中約有一半以上是反映在該年度的盈餘數字中。會計盈餘資訊的宣告被證實具有資訊內涵，意即會計盈餘數字具有參考性且會影響投資人之決策。因此當公司宣告盈餘資訊時，可以降低投資人與管理階層彼此間資訊不對稱之問題。臺灣證券交易所於 1999 年 7 月間建置公開資訊觀測站，對上市櫃、興櫃及公開發行公司之申報¹作統一整合。在此制度下投資人能迅速地取得公開財務報表上的相關資訊，清楚地了解公司的經營績效，以便做出最佳的決策。

證券市場裡存在許多不確定因素直接或間接地造成股價波動，一般投資人往往難以從幾千家公司中辨認出何者為值得投資的公司，而媒體則扮演資訊傳遞並引導投資者注意力的角色。生活在媒體已經成為多數大眾獲取資訊及知識來源的今日，媒體扮演著傳遞資訊之重要角色。透過網際網路、平面媒體抑或是電視廣播等蓬勃發展，投資人在取得資訊的時間也越來越快速。早期的文獻如 Chen and Meindl(1991)以及 Deephouse(2000)皆發現公司訊息透過媒體的傳

¹依據證券交易法第 36 條規定，上市公司應公告申報每季財務報告。

播確實會影響投資人對公司的認知。依據 Borden(2007)指出藉由媒體間資訊的傳遞，投資人可以用較少的取得成本來獲取資訊，因此藉由大眾媒體的傳播，可以適當的減少股票市場裡面存在資訊不對稱的問題。投資人也可以從大眾媒體發布的新聞中取得相關的盈餘資訊傳遞，以供判斷投資的與否。

自 1997 年發生亞洲金融風暴後，接連發生多起金融危機包括 2001 年美國安隆(Enron)等知名公司弊案²重創全球經濟，對於整個經濟市場而言，彷彿投下了一個震撼彈。為數眾多的投資人遭受到巨額損失，也促使人們開始懷疑財務報表上盈餘的真實性，相關的研究如雨後春筍般浮現。深入探討後更突顯出公司治理(Corporate Governance)執行之必要性。金融監督管理委員會(簡稱金管會)為協助上市上櫃公司建立良好之公司治理制度，並促進證券市場健全發展，證券交易所及證券櫃檯買賣中心在 2002 年 10 月 4 日公告「上市上櫃公司治理實務守則³」。期望公司能確實執行公司治理，增加資訊揭露透明度，使股東及利害關係人能充分瞭解公司之財務業務狀況以及實施公司治理之情形。根據 Glisten and Milgrom(1985)的研究顯示出資訊不對稱與公司透明度呈現負向關係，換句話說，當資訊不對稱的情形越嚴重時，公司透明度就越低，因此可以藉由增強公司資訊之揭露來降低公司內外部資訊不對稱的情況，以增加公司資訊的透明度。

當有用的盈餘資訊被公開揭露後，會吸引投資人注意並對公司產生信心。雖然過去已有許多研究在探討媒體報導與證券市場之反應，但大都以投資者及公司之觀點。若以公司的角度來看，研究顯示管理階層會利用媒體報導來增加公司之曝光度，其將對公司價值產生影響。另一方面，若以投資者的角度看，Merton(1987)與 Barber and Odean(2008)的研究都發現，投資人會因為媒體報導而買進那些吸引他們的股票。但本研究將採取另一觀點，以媒體角度作為出發點，探討媒體報導行為與那些因素具有關聯性。過去文獻顯示公司治理的好壞會影響到公司的透明度，而媒體的報導行為可能與公司透明度有關，因此本研究主要探討媒體報導行為與公司治理間是否存在關聯性。

² 2001 年起發生安隆(Enron)、世界通訊(WorldCom)及全錄(Xerox)等財務危機。

³ 其實施公司治理制度之主要方向為(一)強化董事會職能；(二)發揮審計委員會功能；(三)重視股東及利害關係人之權利；(四)資訊揭露透明化；(五)內部控制暨內部稽核制度之建立與落實；(六)慎選優良之會計師及律師。

第二節、研究目的

本研究旨在探討媒體報導行為與公司治理間的關聯性。根據過去在媒體方面之相關研究，皆以企業及投資人的角度去發展，如 Healy and Palepu(2001)認為內部管理者與外部投資人間存在資訊不對稱的情形，因此可藉由公司發布年度報表來增加資訊揭露與媒體新聞資訊的傳遞以降低投資人與企業間的資訊不對稱問題。另外 Klibanoff、Lamont and Wizman (1998) 發現當公司資訊出現在紐約時報頭條時，投資人會快速且過度反應，使價格產生波動。顯示出媒體對於投資人之重要性，但過去鮮少有研究探討媒體報導公司財務資訊的行為與何種因素有關聯。由於媒體報導的行為可能與公司的透明度有極大的關係，而公司的透明度又與公司治理相關。隨著公司治理近期逐漸受到大眾及主管機關之關注，本研究將以公司治理為基礎，探討媒體影響選擇報導與否及報導次數與公司治理間是否具有關連性。綜上所述發展出以下兩個問題：

- 一、 媒體決定報導公司盈餘相關資訊是否與公司治理相關變數有關？
- 二、 媒體報導公司盈餘相關資訊的次數是否與公司治理相關變數有關？

第三節、研究架構

本研究將分為五大部分，其內容概述如下：

第壹章、緒論

敘述研究背景與動機、研究目的、與研究架構。

第貳章、文獻回顧

分別探討盈餘資訊內涵、媒體資訊內涵以及公司治理等相關文獻。

第參章、研究設計

以過去研究文獻作為本研究的基礎，進一步發展出研究架構及假說。

第肆章、實證結果與分析

以蒐集之相關資料進行研究分析，並以結果提出結論，另外以額外測試來增強文章之完整性。

第伍章、結論

根據實證結果提出結論，是否與假說相符，並提出本研究之貢獻、研究限制以及提供未來研究之建議。

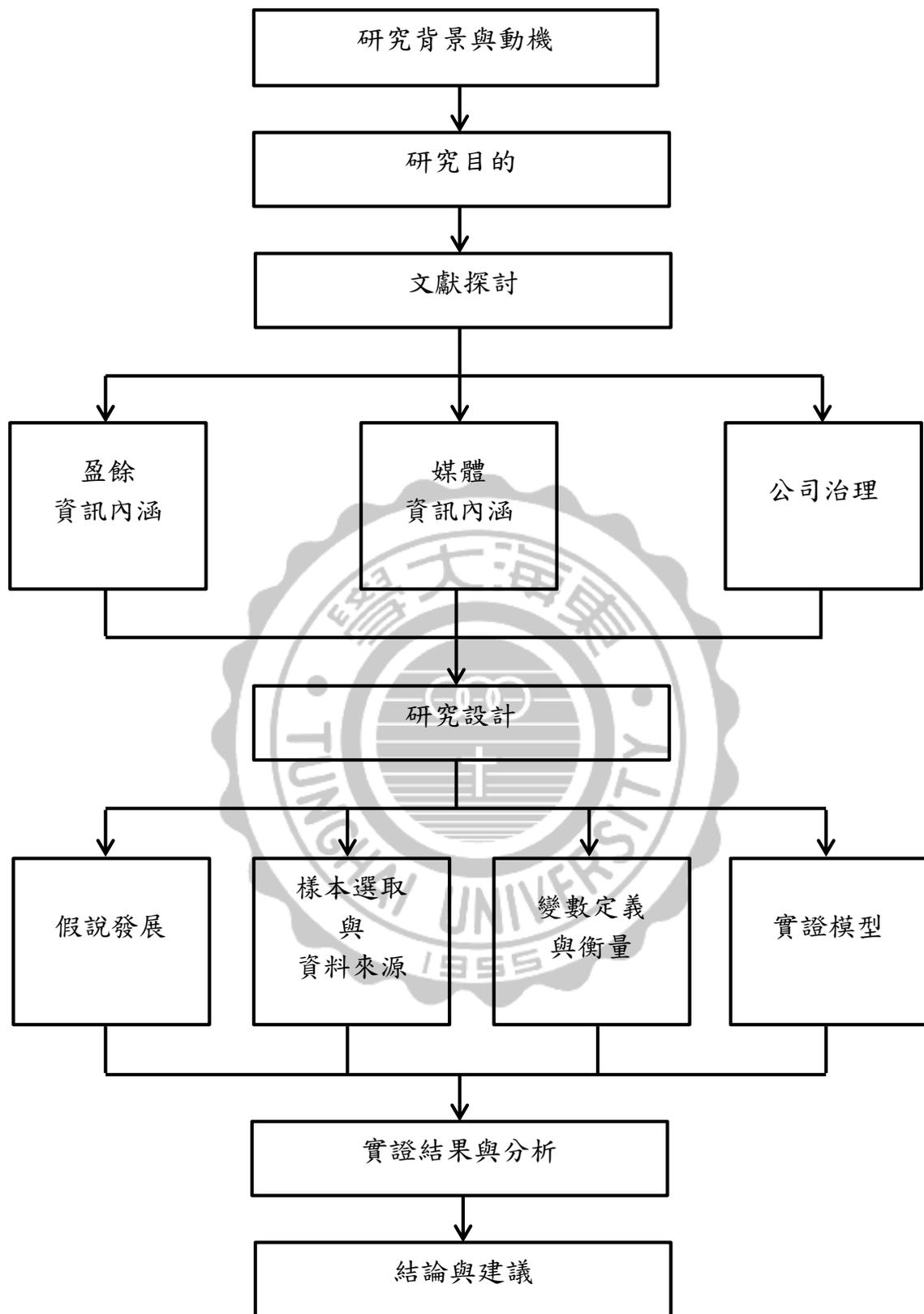


圖 1-1 研究流程圖

第貳章、文獻回顧

第二章將依據研究問題透過相關文獻來分成三個部分探討，第一節先介紹盈餘的資訊內涵，第二節再介紹媒體的資訊內涵，最後第三節的部分將針對公司治理的相關文獻。

第一節、盈餘資訊內涵

一、 資訊內涵之定義

Beaver(1968)首先提出資訊內涵的概念，其為最早被運用在財務會計的研究上。Beaver 定義資訊內涵為：若公司一項新的資訊可以改變其投資者對於該公司股票未來報酬的預期，且近一步造成市場價格的改變，則該資訊即可稱為具有效性，或具有資訊內涵。Ball and Brown(1968)認為資訊內涵的定義在效率市場的影響下，新的資訊發布則會立即的反應在股票價格上，若股票價格隨著盈餘資訊發布而改變，則會計的盈餘具有效性。Fama(1970)則有系統的彙總效率市場方面的相關研究，並將效率市場區分為弱勢、半強勢及強勢這三種類型。Grossman and Stiglitz(1980)對資訊內涵的定義則為：正式或非正式資訊，具有幫助區分與建立證券新價值者，即具有資訊內涵。

二、 盈餘之資訊內涵

盈餘資訊內涵的研究乃建立在效率市場的前提下，在檢測盈餘是否具有資訊內涵現有兩方面的說法，一為 Ball and Brown(1968)提出觀察盈餘宣告期間，公司盈餘變動與市場報酬變動之關聯性。二為 Beaver(1968)，檢視宣告期間公司盈餘變動與市場成交數量波動之關聯性。Beaver 指出這兩種方法最大的差別在於觀察的角度，市場報酬是反映整個資本市場對預期的改變；而股票成交量顯示的是市場投資人對本身預期的改變。自 1968 年後，開始有越來越多的學者開始重視並投入盈餘之訊內涵這方面的研究，若盈餘是具有資訊內涵的，那麼對於投資人等相關盈餘資訊使用者而言，獲益甚多。

Ball and Brown(1968)僅用來檢定未預期盈餘的方向與異常報酬是否存在正向關係，並未衡量未預期盈餘改變的程度與異常報酬間的關聯性。直到

Beaver et al. (1979)延續 Ball and Brown(1968)的研究，更進一步的以盈餘的變動程度與股價報酬的關係，來探討盈餘的資訊內涵，結果顯示未預期盈餘變動的程程度與累積平均異常報酬率間具有顯著之關聯性，即表示年度盈餘具有資訊內涵。

Morse(1981)的研究係探討季盈餘宣告日前後股價及交易量的反應，結果顯示出季盈餘宣告日當天及前一天，市場股價及交易量有顯著的波動，且在宣告日後數日仍有些許波動。意味著投資人對投資組合之調整，顯示出投資人需要耗費時間處理相關資訊。另外，Lipe(1986)為探討會計盈餘組成項目與股價報酬間之關聯性研究，研究結果顯示出盈餘組成項目相較於盈餘本身更能解釋股票報酬率的差異，意即盈餘組成項目具有增額資訊內涵，且股票報酬率對盈餘組成項目之反應，與盈餘組成項目之持續性有關。

Kim and Verrecchia(1991)藉由理論模式推導發現投資者間對於預期的不同只會影響交易量並不會造成股價變動。表示資訊的宣告會改變個別投資者之預期，卻不一定會影響整個市場之預期。因此若能同時考量股票成交價格及交易量，將更容易了解管理當局對於盈餘預測行為所隱含之意義。Foster and Viswanathan(1993)與 Kandel and Pearson(1995)的研究結果發現當市場上有重大訊息宣告時，該訊息與股票價格和交易量的波動具有關聯性，此結果顯示出投資人確實會對資訊做出必要的投資反應，例如買進或賣出等行為。

Chu(1996)以台灣目前之會計實證研究中有關資訊內涵部份作一系列的檢討，實證結果顯示市場報酬率與會計盈餘之關聯性，盈餘明顯地受到異常報酬率預估模式的影響，而市場模式運用的結果明顯遜色於規模之效應及風險調整模式。且在台灣股票市場中存在著宣告前後的異常反應，當衡量之期間越長越能顯示出市場對會計資訊之反應。市場報酬率與會計盈餘的關聯性尚會受到選用預測變數的影響，會計淨利與營業所得分別顯示不同的報酬率與盈餘之關聯性。

Nichols and Wahlen(2004)蒐集彙整出三個過去的理论並更新資料來看會計盈餘的數字如何影響股票的報酬率：

1. Ball and Brown(1968)提出盈餘的改變對於股票報酬率有顯著的關係。

2.Kormendi and Lipe(1987)盈餘增加的持續性高，股票報酬率也會提高，但在股票報酬率在盈餘減少的時候沒有太大差異。

3.Bernard and Thomas(1989)在盈餘宣告前，市場會預期公司的盈餘，若對公司盈餘期望很高，會導致異常報酬的增加，影響股票報酬率。

作者樣本選取期間為 1988 年到 2002 年，並使用異常報酬來衡量盈餘的資訊內涵，結果顯示和之前的理論一致。

Landsman et al. (2012)使用異常交易量和異常的價格波動來衡量，隨著經濟市場的發展和改變，造成無形資產的增加，但會計沒有跟著改變作法，使外界懷疑會計資訊到底有沒有用處，資訊內涵是不是下降了？因此作者把時間因素考慮進去，結果顯示並沒有證據說明資訊內涵有減少，反而季盈餘的資訊內涵呈現上升的情形。



第二節、媒體資訊內涵

一、 媒體之於社會大眾

關於媒體對於社會大眾的影響，Cohen(1963)提出媒體如何影響公眾想法的重要性，媒體不只是單方面的提供訊息與意見，雖然不是每次都很成功的告訴閱聽人怎麼思考(what to think)，但能成功地告訴閱聽人該思考什麼(what to think about)。McCombs and Shaw(1972)發現媒體報導的議題與民眾關注的議題間具有關連性，當媒體對於某事件報導越多，越增加大眾對於此事件的認知。Iyengar and Kinder(1987)作一系列的實驗設計研究來證明媒體有框架(framing)與預示(priming)的效果，得到結論表示媒體會影響觀眾如何去思考新聞事件。另外，Barber and Odean(2008)則指出散戶投資人相對於機構投資人更容易受到媒體影響，散戶投資人會把受到市場矚目的股票誤認為是高績效股，因此會傾向買進媒體所報導的股票，由此可推論，媒體對於一般散戶的投資人重要性大於機構投資人。

另外在大眾傳播的相關研究裡媒體可信度也是相當熱門的話題，可信度由字面上的意思來看，即是可以相信的程度。Wathen and Burkell(2002)指出具有高知名度以及能了解讀者需求的媒體，可以得到閱聽人對其好的印象，引此也可以提升大眾對該媒體的可信度。Dyck and Zingales(2003)表示新聞的傳遞除了能改善企業透明度也能同時提供閱聽人了解企業的另一管道，媒體資訊的傳遞甚至可以進而代替投資人監督企業訊息的可信度。Nguyen and Nielsen(2010)在探討公司價值與新聞訊息的關係時發現到若媒體對於 CEO 有高度的報導，將有助於增加企業資訊的可信度，訊息揭露程度越高會促使管理當局用更謹慎的態度來領導公司外，也近一步改善了投資大眾資訊相對不足的情況。

二、 媒體之於財務報導

Islam(2002)指出新聞的報導除了具有獨立性之外，在報導中若能提供具有品質性的訊息亦可降低資訊不對稱的情況發生。Healy and Palepu(2001)認同新聞資訊的傳遞可以降低投資人與企業之間的訊息不一致，而新聞揭露的程度越高對於經理人的行為也具有一定的約束力。

而過去的研究大多圍繞在媒體報導公司後，市場投資人是否會受到媒體的影響，進而影響股價，造成股價產生波動。又或者有些研究是把媒體報導的內容做字面上意思的分類，分成正面的新聞和負面的新聞。另外還有學者針對媒體曝光度，意即新聞媒體報導數量來研究其因素是否會影響投資人行為。

Mitchell and Mulherin(1994)針對公開資訊對於市場活動的影響進行研究分析。其所謂的公開資訊意即 Dow Jones 及 Wall Street Journal 所發佈的新聞數量，研究發現公開資訊在各日、一周內、月份間及國定假日中存有特殊型態，而其形態並非為常態性，且公開資訊和交易量確實存在顯著的正向關係，而公開資訊和股票報酬間的關係則極微弱。

Fang and Peress(2009)在媒體的相關研究中發現大眾傳播媒體（如報紙）可以減輕資訊的摩擦以及影響證券價格，因此無論訊息的可信度為何，媒體傳播的廣度都將會影響股票報酬。Klibanoff et al.(1998)研究發現當封閉式國家的基金在紐約時報的頭條有新聞出現時，基金投資人會快速且過度反應，使其價格產生波動。

Chan(2003)以公司該月是否出現在頭條新聞來區分，將樣本分為有新聞報導和無新聞報導兩種形式，發現正面消息的股價調整相較於負面消息的股價調整來的迅速，表示投資人對負面消息的反應較為緩慢，另外還發現當公司規模較小及流動性較高的公司有正面消息的時候會帶來股價的反轉。

Urrutia and Vu(1999)提出當公司盈餘的相關訊息出現在媒體的頭條新聞之後，因過度反應假說(over-reaction hypothesis)會導致正面的新聞內容對股價造成負的異常報酬，而負面的新聞內容對股價造成正的異常報酬。另一方面，Bulkley and Herrerias(2005)認為當公司在媒體發佈負面盈餘警訊後，會因反應不足假說(under-reaction hypothesis)導致市場出現負的異常報酬。

王肇蘭、廖思雯與池祥萱(2009)發現當公司管理當局發佈盈餘宣告時，如果宣告前媒體對於該公司的報導是負面新聞，則其對股市的影響將會大於正面新聞。若公司發佈比市場預期差的宣告前在媒體上有負面的報導，由於可能使得市場投資人已有心理準備，因此一旦公司真正發佈比市場預期差的宣告時，股市的負向反應會較小。同時，若實際盈餘和市場預期的差異程度愈大，市場負向反應的減緩程度也會愈大，尤其是負面質化新聞。

第三節、公司治理

但從 1997 年的亞洲金融風暴、1998 年起台灣上市公司例如東隆案、博達案及力霸與東森的掏空案所陸續發生的財務危機事件，2001 年美國大型公司安隆(Enron)、世界通訊(World Com)與全錄(Xerox)所發生的財務報表申報不實案等，使得企業財務報表所傳達會計資訊的攸關價值與公正性遭受質疑，並使社會各界開始對企業財務報表以外的資訊更加重視，例如公司治理等其他非財務數字之相關資訊，此相關資訊可涵蓋企業財務報表的會計數字所無法傳遞的訊息。公司治理除了保護股東與利害關係人利益外，也提供對於公司財務狀況、管理績效和監督制度的參考基準。

Black(2001)以俄羅斯一家投資銀行發展的公司治理指標，針對俄羅斯 21 家上市公司做實證，結果發現公司治理的品質與公司價值有顯著的正向關係。Klapper and Love(2004)發現公司資訊不對稱與公司治理間具有關連性，公司治理較佳的公司有助於公司提高經營績效以及市場價值。公司治理制度除了可以有助公司經營績效的提升，降低公司代理成本外，其良好的公司治理發射出對未來獲利的訊息，其股票具有投資價值，一般散戶投資人會對公司治理制度完善的公司較為關心，因此媒體會為了迎合讀者的喜好，報導該公司之相關資訊。

以下資料為公司治理之相關文獻

一、 股權結構

Jensen and Meckling(1979)提出利益收斂假說(convergence-of-interest hypothesis)，表示管理者與董事會持股比例越高的公司，當企業有損失的情況發生時，也會造成管理者自身的損失，故管理者會以追求本身利益極大化為目標，因此不會浪費公司資源，則此時董事會成員的利益會與公司較為一致。但 Jensen and Ruback(1983)額外提出了和利益收斂假說相反的看法，認為管理者的持股比率與公司績效間為負向之關係，所以公司基於維護股東權益，應減少管理者持有之股權。葉銀華、李存修與柯承恩(2002)在他們的研究指出公司治理內部機制的重要核心在於董事會，而董事會之主要目的為幫助股東監督公司的管理階層，以確保權益不被侵害。另外 Oswald and Jahera(1991)則認為當董事持股比例越高時，公司經營績效會越好。公司治理之機制越完善，公司之價

值也越高。由此可以推論管理者的持股比率和公司價值有關連性存在，不論是正向抑或是負向關係。

陳美華與洪世炳(2005)研究目的在於探討股權結構是否會影響公司治理品質，以及分析公司治理品質、股權結構是否會影響公司績效，實證結果顯示經理人持股比例以及董監事持股比例與財務績效為負向關係，但大股東持股比例與公司績效為正向關係。另外在機構投資人持股比例方面，發現外資持股與公司經營績效間為顯著負向關係。

另有研究如 Agrawal and Mandelker(1990)指出當法人持股比例越高，公司價值提升的機會也會比散戶投資人持股較高的公司多。因法人相對於一般的散戶投資人而言，Shiller and Pound(1989)表示法人具有專業上的知識且較多的資訊來源，因此外界一般會對法人抱持著正面的觀點，可提供一般散戶投資人作為投資之參考，有助於提升公司價值。

Agrawal and Knoeber(1996)研究發現公司治理機制對公司經營績效具有顯著的影響，其研究發現內部人⁴持股高、外部董事少以及公司負債低對公司具有正向關係。Millstein and MacAvoy(1998)研究發現公司治理制度較好的公司，其公司的經營平均績效較高。過去已有許多對於經營績效的研究，其中最具代表性的指標為資產報酬率(ROA)，表示公司所投資的資產可以獲得多少額外之報酬，此指標可以用來分析公司的獲利能力。資產報酬率為財務報表資料，屬於公司過去的數字表現，因此投資人還可參考過去的資訊來預估公司未來的表現。

二、 盈餘股份偏離程度

股份控制權又稱投票權，其包含直接與間接可控制的股權，另外現金流量權又可稱為盈餘分配權，係指直接擁有的公司股權。綜觀國內外文獻研究，Du and Dai(2005)發現當公司股份控制權與現金流量權偏離程度越高，公司負債比率會提高。Shleifer and Vishny(1997)彙整世界各國有關股權集中研究的文獻後指出，大股東有足夠的控制能力利用公司的資源謀求自己的利益。另外，La Porta et al. (2002)也認為，當股份控制權與盈餘分配權偏離程度越大時，即

⁴ Agrawal and Knoeber(1996)將內部人定義為高階主管與董事。

會引發控制股東與小股東間之代理問題。Claessens, Djankov, Fan and Lang (2002) 針對東亞八國實證前述的看法，其研究結果顯示，當股份控制權與盈餘分配權的偏離程度越大時，控制股東出現侵佔與損害小股東財富之傾向越嚴重。葉銀華、李存修、柯承恩(2002)研究也發現在董事會中，若控制股東控制權比例越高、控制股東盈餘股份偏離程度越大、董監事持股質押比例越高以及存在董事長兼任總經理等情形，將會導致出現董事會監督效能不彰與公司治理機制失靈之情形發生。

三、 規模

此部分分為兩個方向，一部分為公司規模對公司治理，另一部分為董事會規模對公司治理之相關研究。

Fama and French(1992)發現公司規模對於股價的報酬有顯著的解釋能力。Keats and Hitt(1988)與 Chan(1993)指出規模較大的公司投資人，會擁有較佳的資訊品質及資源與創新活動，且大規模的公司市值通常較大，其占加權股價指數的比重較大，因此大規模的公司也會較易受到市場的關注，對於市場訊息的反應也比較快速。Conrad et al. (1991)認為大規模公司的資訊揭露較公開且相對完整，資訊不對稱的情形較不嚴重，自然受到市場的關注程度會較小公司來得多。Kao(2006)發現規模較大的公司會採取更頻繁的預告策略，告知投資人未來公司之走向，而其對財富效果有顯著正向的影響。因此得到結論，當公司規模越大，除了有較佳的績效以及較穩定的營運狀況，還有較多的資源可以運用，產生好的營運績效的機會也較大。

另外學者對於董事會規模的研究抱持著不一致的看法，有部分學者如 Hiner(1967)認為董事會規模越大，越容易產生意見不一的情形發生，每位董事皆可能擁有不同的意見，導致爭論的可能性增加，需要更多時間達成共識，因而降低工作上的效率；另外則有學者如 Herman(1981)認為董事皆具有較高之教育程度及知識，因此能提供較多不一樣的想法，以達到最佳決策。倘若董事會規模越大，其利益也越分散，管理階層會較不易支配董事，因此董事會在評估和監督時會較中立。

四、 董事會組成

世界銀行在 1999 年提出公司治理整體架構，將公司治理區分為「公司內部」與「公司外部」層級，內部分為股東大會、董事會、管理當局與中層管理四構面；外部分為民間團體、專業機構、制度規範、資金部門與市場機制等構面。學者對於內部董事會以及外部董事會對造成公司價值的好壞各有不同的說法。Gugler, Mueller and Yurtoglu (2004)認為外部董事的優點在於較能站在股東的立場，當管理階層與股東間產生利益衝突的時候，外部董事會為股東爭取權益，保障股東的權益不被侵害。Fama(1980)指出外部董事受到外界的監督，為了創造其聲譽與維持其價值，會有誘因執行監督的工作。另一方面，Baysinger and Hoskisson(1990)指出內部董事更能提供董事會詳細的經營資訊，扮演好溝通的最佳角色。縱然外部董事在監督管理階層上所扮演的角色是不容小覷的，但內部董事的重要性也是外部人無法取代的。

董事長兼任總經理也有兩派的說法，Jensen and Meckling(1976)認為，董事長兼任總經理通常為家族企業的訊號，當董事長或其家族擁有相當比例之股權時因決策成效將會關係到自身的利益，應會審慎而避免做出對公司不利的事情。Dalton and Kesner(1987)認為董事長兼任總經理會出現「球員兼裁判」疑慮，使得公司管理階層獨立性受到質疑。身兼董事長的總經理可能會影響到董事的決策，降低監督的有效性。

五、 產業別及交易量

Cooke(1991)指出，在產業具領導地位的公司若揭露水準高，會迫使同產業其他公司提高揭露水準。葉銀華(2002)研究發現我國有超過 80%的上市公司設有網站，就產業別而言，以電子業網頁資訊揭露較佳。張琬喻、楊弘章與陳佳吟(2014)分析台灣不同產業新聞報導程度，發現前三大產業分別為金融業、半導體業以及光電業，推論出金融業和電子業屬於市場資訊高敏感性產業，有關金融業及電子產業新聞脈動皆深受各方關注。

Fargher and Weigand(1998)發現成交量較大的股票報酬對市場重大消息宣告時的反應比成交量較小的股票報酬反應來的迅速。因成交量大的公司，其在市場上有較大的流動性，投資人關注到該公司的機會及程度會比成交量小的公司來的多，所以對市場訊息的反應會較為靈敏。

綜合過去文獻，影響公司價值的因素包括股權結構(如：內外部董事持股比率、機構投資人持股比率、內部董事比例等)與公司特性(如：董事長兼任總經理、股權分離程度、規模、產業別、交易量及上市年資等)，將於接下來的第三章發展成研究假說。



第參章、研究方法

第三章共分為五節，第一節為研究假說發展；第二節為觀念性架構圖；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、研究假說發展

媒體報導傳遞之訊息具有降低資訊不對稱的功能。Healy and Palepu(2001)認為新聞資訊的傳遞可以降低投資人與企業之間的訊息不一致，而新聞揭露對於經理人的行為也具有約束力，還能達到監督的效果。Islam(2002)的研究也指出當新聞報導具有獨立性且提供有品質的訊息，可降低資訊不對稱的情形發生並可透過監督提升公司的責任，使投資人可以做出明智的決定。媒體報導確實可以傳遞資訊給投資人，並且利用媒體來獲得訊息，相較自行取得相關資訊，不僅快速且省下很多取得成本，因此投資人多以仰賴媒體所傳遞之訊息來做決策。由於媒體對公司資訊的傳遞扮演重要的角色，而年度財務報告又是公司傳遞給投資者的重要資訊，因此媒體的報導決策會影響公司財務資訊傳遞的有效性。

經濟合作暨開發組織(OECD)於 1999 年所提出的「公司治理」原則包括：確保股東權益、股東平等對待、保障利害關係人權益、揭露與透明度、強化董事會責任等。其中資訊透明度為公司治理機制中不可或缺的重要角色，資訊透明度為企業之經營資訊及財務資訊公開之程度，其公開之管道依照薛明玲與蔡朝安(2003)之分類可分為財務報表揭露及財務報表以外的揭露。研究亦顯示公司治理制度愈好，公司財務報導的透明度也愈高(Hope 2003；陳瑞斌、許崇源及翁慈青 2007；Kelton and Yang 2008)。此外 Hope(2003)研究亦發現，公司治理好，資訊透明度高，市場也會給予較高之評價。綜上所述可以發現公司治理機制與資訊透明度呈正向關係，意即當公司治理越好，資訊透明度也會越高，此時媒體也越容易蒐集到公司相關資訊做為報導之題材，媒體報導的可能性會增加，因此本研究推論媒體報導該公司的誘因會受到公司治理相關變數影響。

依照世界銀行(1999)將公司治理分為內部機制與外部機制，其中董事會為公司治理內部之重要機制。董事會成員又可區分為內部董事及外部董事，而他們各自扮演的角色則是影響公司治理優劣的重點。目前有關內部董事或外部董事對於公司治理影響的相關研究，尚未有一致的結論。部分研究認為內部董事

存在之目的為監督公司管理階層，以確保股東的權益沒有受到損害，並能獲得其應有之報酬，進而使公司治理更好。如 Richard (2005)認為內部董事對於公司內部組織情形較外部董事了解，因此可以更有效率評估管理階層。以及 Klein(1998)在研究中強調董事會成員的專業能力，其研究發現內部董事相較外部董事在決策上擁有較多管理能力及控制能力，且內部董事在董事會中所占的比例與公司治理呈正向關係。另有部分研究則認為內部董事會導致公司治理變差，如 Weisbach(1988)表示當任職於公司內部之董事席次比例越高，越容易出現專權情形，因其在董事會的決策上往往無法表達客觀的立場，而使公司治理之監督效率降低。以及 Hermalin and Weisbach(2003)指出當內部董事在董事會所占之比例越高，內部董事越可能協助管理階層圖謀私利，導致公司治理降低的情形。礙於內部董事比例皆有可能導致公司治理的好壞，因此本研究認為媒體報導的行為會受到資訊透明度之影響。提出假說 1-1：

假說 1-1：內部董事比例與媒體報導該公司之年報申報有關。

根據過去內部董事持股比率對於公司治理方面的相關研究，尚未有一致的結論。部分研究認為當內部董事所持有的股數越高，公司治理會越好，如 Donaldson and Davis(1991)的研究發現內部董事相較於外部董事更容易獲取公司內部的資訊，因此與管理者間較容易溝通，得出結論表示當內部董事持股比率越高，公司治理會越佳。另有研究持不同之見解，Dechow et al. (1996)對於內部董事持股比率與公司治理間的影響持反向看法，指出當內部董事持股比率越高，內部董事出現自利行為之可能性越高，因而容易忽略維護股東權益之職責，導致公司治理變差。根據上述研究顯示內部董事持股比率皆有可能導致公司治理變好或變差，使公司資訊透明度發生改變，進而影響到媒體報導的行為。因此本研究提出假說 1-2：

假說 1-2：內部董事持股比率與媒體報導該公司之年報申報有關。

關於外部董事持股對於公司治理的影響，目前的研究尚未有一致結論。有研究顯示外部董事對公司治理有正向關係，因外部董事較具有獨立性與專業知識，Jensen(1993)及 Dechow et al. (1996)表示當外部董事持股比率越高，越能夠增加董事會的獨立性與監督的效力，並發揮其制衡效果，使外部董事受到誘因激勵監督管理階層，然而此時外部董事的利益越會與股東趨於一致，公司治理會較佳。反面的研究則如 Agrawal 和 Knoeber(1996)及 Jensen and Ruback(1983)發現當外部董事持股越高且超過一定比率時，外部董事可能會出現與高階管理

者互相勾結以維護自身之權益的情況，做出對公司不利的決策，抑或是當公司董事會間存在政治問題時，也會導致公司治理降低。根據上述研究發現外部董事持股比率皆有可能導致公司治理變好或變差，使公司資訊透明度發生改變，進而影響到媒體報導的誘因，因此本研究認為媒體報導行為會受到資訊透明度之影響。提出假說 1-3：

假說 1-3：外部董事持股比率與媒體報導該公司之年報申報有關。

董事會為企業內部治理機制之核心，依照我國現行公司法之董事會設立上規定公司董事會至少須由三位董事組成。然而董事會規模的最佳人數或者是董事會規模與公司治理的相關研究，目前尚無定論。Bacon(1973)與許博渝(2007)在探討董事會特性及股權結構對於資訊透明度影響之研究中，發現董事擁有更多樣化之知識背景與想法，並指出當董事會規模越大，可以提升較佳決策品質，以及更進一步要求提高資訊透明度，因此董事會規模與資訊透明度呈現正向關係。另外一方面的說法如 Jensen(1993)表示董事會規模越大的公司相較於規模小的公司，其在協調和處理事務的效率較低，且董事會規模大的公司可能會出現有董事「搭便車」(Free Rider)的情況發生，如部分董事會依賴其他董事執行監督。Hermalin and Weisbach(2003)也認為董事會規模與公司治理間存在負向關係。由於目前無論董事會規模大或小都有研究指出可能會影響公司治理穩健之程度，進而影響公司資訊透明度，導致媒體報導行為可能與資訊透明度間具有關聯性。因此本研究提出假說 2：

假說 2：董事會規模與媒體報導該公司之年報申報有關。

當董事長兼任總經理，又稱「CEO 雙元制」(CEO duality)之現象存在時，對公司治理的影響至今尚未有一致的結論。有一派說法如 Simpson(1999)發現當公司存在董事長兼任總經理的情形時，公司發生財務困難的機率會較低。且 Donaldson and Davis(1992)認為當董事長兼任總經理時，由於經營權集中可因此免除董事會與管理當局間資訊不對稱的問題，經營上會變得較有效率且公司的績效會提升，使公司治理變好。另一派說法如 Patton and Baker(1987)則認為當公司存在董事長兼任總經理的情形時，因執行者與監督者為同一人擔任，可能會藉此權力來影響董事會決策的制定，使自己獲利，且會因為缺乏獨立性造成董事會失去監督的動機與效力。Fama and Jensen(1983)與 Forker(1992)發現當公司存在董事長兼任總經理會與資訊揭露呈負向關係。根據上述說法，本研究認為當董事長兼任總經理，對於公司治理的穩健皆有影響之可能性，進而使資訊

透明度的高低產生變化，導致媒體報導行為可能與資訊透明度有關連性。因此本研究提出假說 3：

假說 3：董事長兼任總經理與媒體報導該公司之年報申報有關。

公司股東除了自然人外，還包括了機構法人。過去關於機構法人對公司治理影響之相關研究各有不同的說法。其中一種說法認為機構投資人持股比率對公司治理有正向關係，原因在於機構法人經常被認為擁有比自然人多的資源來監控公司之經營。如 Badrinath et al. (1995)與 Agrawal and Mandelker(1990)一致認為機構投資人對訊息的反應會較個別投資人來的迅速，因為機構投資人獲取資訊的來源管道比個別投資人多且廣，所以當機構投資人持股比例愈高，則有助於公司價值與公司治理的提升。El-Gazzar(1998)認為當機構投資人持股比率越高，其監督管理階層的誘因也越高，因此會要求公司揭露更多資訊，使公司治理越好。而另一說法則認為機構投資人持股比率與公司治理具反向關係，如 Karpoff et al. (1996)與 Duggal and Millar(1999)指出機構投資人只在乎短期利益，因此容易與經理人沆瀣一氣以共謀利益，使得經營績效下降，公司治理變差。根據上述研究指出機構投資人持股比率的高或低，皆有可能使公司治理機制的穩健性以及資訊透明度的高低產生變化，導致媒體報導行為可能會受到公司治理的影響。因此本研究提出假說 4：

假說 4：機構投資人持股比率與媒體報導該公司之年報申報有關。

第二節、觀念性架構圖

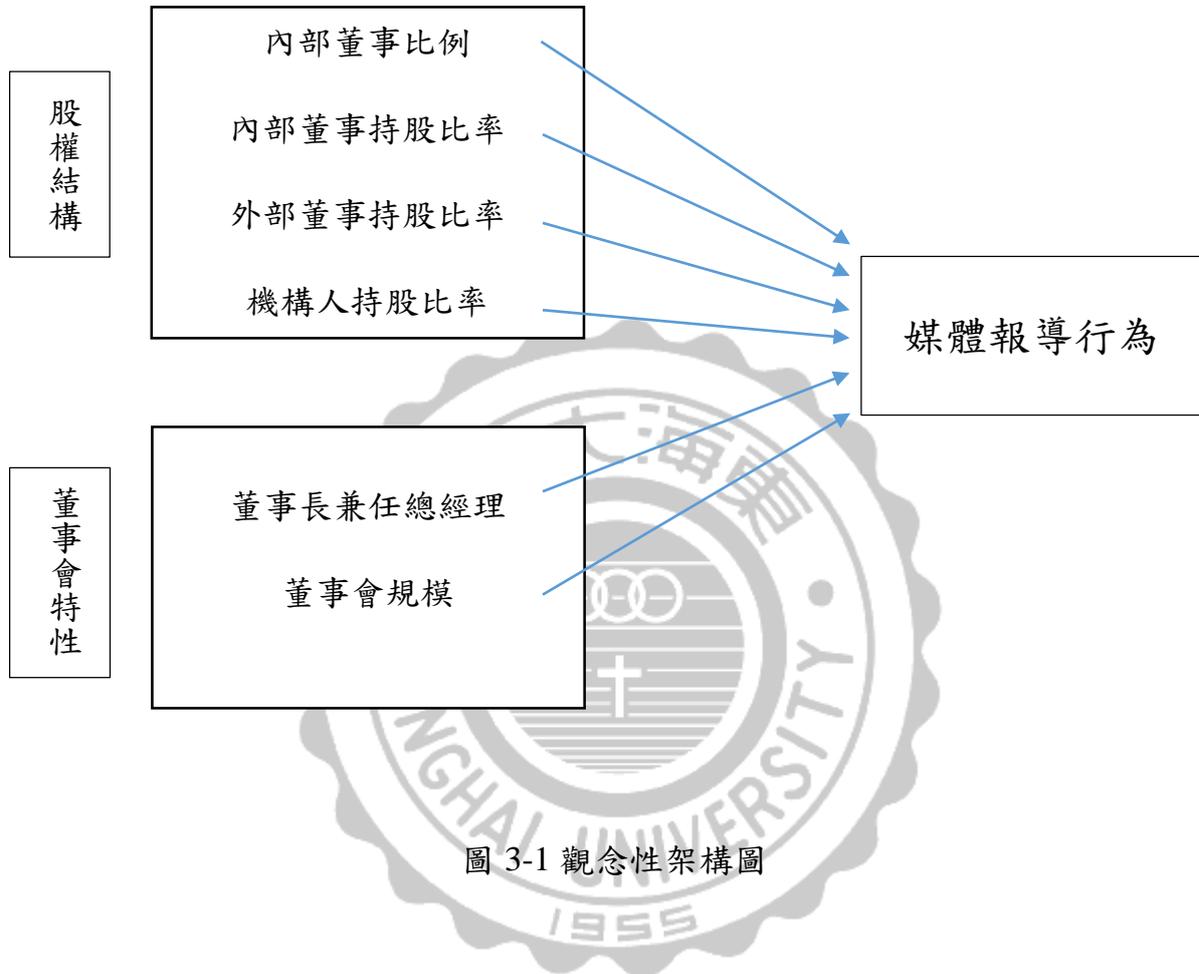


圖 3-1 觀念性架構圖

第三節、樣本選取與資料來源

本研究對象為台灣證券交易所掛牌交易之上市(櫃)公司，排除掉金融業、保險業、證券業、採用非曆年制以及資料不全者。有關媒體報導與否與媒體報導次數等資料都是採用手工衡量的方式，於每家公司逐一查核對比統計出，因此本研究期間僅以 2013 年「公開資訊觀測站」各公司公開上傳該公司年度財務報告書的日期為基準日。

另外透過 UDNdata 聯合知識庫、知識贏家資料庫，如表 3-1 所涵蓋的報社，蒐集各公司上傳其年度財務報告書之基準日及基準日後五日裡新聞報導與否和數量。參照資料庫裡各報社之新聞，搜尋公司上傳報告書當日及其後五日，共六日的期間內，新聞內容有提及該公司上傳公司報告書或盈餘數字即符合標準。其他各項公司治理變數及財務變數的資料，主要取自於台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal, TEJ)。樣本選取過程如表 13-2 所示，最後共取得 1,126 筆觀察樣本。

表 3-1 各資料庫所涵蓋報社

資料庫名稱	報紙類型
UDNdata 聯合知識庫	聯合報、經濟日報及聯合(晚)報等報紙。
知識贏家資料庫	中國時報及工商時報。

表 3-2 樣本篩選彙總表

研究期間：2013 年	
項目	樣本數
原始資料(金融業、保險業、證券業以及非曆年制者)	1,553
減：	
原始資料遺漏	78
未依法令規定於會計年度終了後 90 日公告申報者	27
內部董事持股比率遺漏	305
外部董事持股比率遺漏	14
機構投資人持股比率遺漏	3
	(427)
合計	1,126

第四節、變數定義與衡量

一、應變數

1. 新聞報導($REPORT_{it}$)

本研究欲探討媒體決定報導公司盈餘相關資訊是否與公司治理相關變數有關，利用公開資訊觀測站所公告公司上傳 2013 年年度財務報告書之日期作為基準日。並以基準日算起至其後五日內，將樣本分為有被媒體報導($Y=1$)和沒有被報導($Y=0$)兩個類別。

2. 新聞報導數量(NO_{it})

另外當媒體確實有報導公司後，想更進一步探討媒體報導公司盈餘相關資訊的次數與公司治理相關變數間是否具有關聯性，因此使用本研究所蒐集之公司上傳年度財務報告日為基準日起至其後五日內，整體加總的媒體報導數量資料。

二、自變數

1. 內部董事比例($INDIR$)

所謂內部董事一般是指由企業大股東、公司高階管理者及其配偶、二等親出任董事。本研究定義內部董事為董事成員在公司擔任職務，在董事會席次中所占的比例。

$$\text{內部董事比例} = \frac{\text{內部董事席次}}{\text{董事會席次}}$$

2. 內部董事持股比率($INHOLD$)

係指內部董事持股數占了公司流通在外普通股數之比例。所謂內部董事一般是指由企業大股東、公司高階管理者及其配偶、二等親出任董事。本研究定義內部董事為董事成員在公司擔任職務，其所持有持股之比率。

$$\text{內部董事持股比率} = \frac{\text{內部董事持股數}}{\text{公司流通在外普通股數}}$$

3. 外部董事持股比率(*OUTHOLD*)

係指外部董事持股數占了公司流通在外普通股數之比例。一般將外部董事定義為沒有實際在公司參與業務，並與控制股東無利害關係之董事。本研究之外部董事為排除在公司內部擔任職位之董事。

$$\text{外部董事持股比率} = \frac{\text{外部董事持股數}}{\text{公司流通在外普通股數}}$$

4. 董事會規模(*DIRSIZE*)

係指董事會總人數取對數，董事會總人數包含常務董事、董事長、副董事長、董事及獨立董事等。

$$\text{董事會規模} = \ln(\text{董事會人數})$$

5. 董事長兼任總經理(*DUAL*)

此變數為一虛擬變數，若董事長同時兼任公司總經理一職，設為 1；反之則為 0。

6. 機構投資人持股比率(*INS*)

係指機構投資人持股數占了公司流通在外普通股數之比例。在公司治理方面，機構投資人扮演者監督的角色。台灣經濟新報資料庫將機構投資人分為政府機構、金融機構、公司法人、外國投資機構、其他法人、信託、僑外金融、僑外法人與僑外信託各類。

$$\text{機構投資人持股比率} = \frac{\text{機構投資人持股數}}{\text{公司流通在外普通股數}}$$

三、 控制變數

1. 盈餘股份偏離比(CV)

係指盈餘分配權占了控制股東控制權之比例。本變數研究資料即參考台灣經濟新報，公司治理模組裡盈餘股份偏離比之數據。

盈餘分配權 = 最終控制者之(直接盈餘分配權+ Σ 各控制鏈之間持股率乘積)

股份控制權 = 最終控制者之(直接持股率+ Σ 各控制鏈之最末端持股率)

$$\text{盈餘股份偏離比} = \frac{\text{盈餘分配權}}{\text{股份控制權}}$$

2. 公司規模(SIZE)

Covring, Gultekin and Kaul (2001) 表示通常投資人會對規模較大與流動性較高的股票有較多的關心，因為投資大規模公司的資訊揭露較公開且完整，資訊不對稱的情形較不嚴重。

3. 初次上市公司(IPO)

Choi(1973)發現公司在上市初期，需要以比較低之成本募集較多之資金，因此相對於上市年限較長之公司，其資訊揭露程度較高，以獲取投資人之信任。Baker and Pettit(1982)以美國證券市場作為研究樣本，認為公司願意將股票交易從 Nasdaq 移轉到 AMEX 或 NYSE，其主要原因是為了增加其公司知名度以吸引投資大眾的注意。本研究將初次上市公司定義為當公司在 2014 年第一次上傳該公司之財務報告書者於公開資訊觀測站，設一虛擬變數，若為初次上市公司=1；反之=0。

4. 成立年資(FIRMYR)

通常上市期間較短的公司，公司尚未建立知名度且營業額較其他上市時間長的公司小，經營方式面臨新的考驗，所以績效較低。Baker et al. (1999)提出公司管理階層認為能見度提昇帶來的利益是上市的主要動機。一般而言，公司設立的時間越長，所累積的經驗和聲譽越有助於公司的表現，本研究定義該公司至 2013 年為止已經成立之年數。

5. 產業別(ELC)

在台灣的股票市場中，以電子業占了絕大多數，因此本研究使用虛擬變數衡量產業別，電子業設為 1；非電子業設為 0。

6. 交易量(VOL)

根據 Chordia and Swaminathan(2000)利用成交量大小來代表股票流動性大小。根據之前的研究來看，證實了流動性較高的股票，確實能吸引到投資人的關注。

7. 資產報酬率(ROA)

係指當公司運用一塊錢的資產可以得到多少之利潤，通常用來評估管理者運用資產的能力。

$$\text{資產報酬率} = \frac{\text{當期常續性稅後淨利}}{\text{前期資產總額}}$$



表 3-2 變數衡量彙總表

變數名稱(代號)	衡量方法
應變數	
新聞報導($REPORT_{it}$)	將樣本分為有被媒體報導($Y=1$)和沒有被報導($Y=0$)兩類。
媒體報導數(NO_{it})	利用手工所蒐集基準日及其後五日整體的媒體報導數量。
自變數	
內部董事比例($INDIR$)	內部董事席次/董事會總席次
內部董事持股比率($INHOLD$)	內部董事總持股數/公司流通在外普通股數
外部董事持股比率($OUTHOLD$)	外部董事總持股數/公司流通在外普通股數
董事會規模($DIRSIZE$)	\ln (董事會總人數)
董事長兼任總經理($DUAL$)	董事長是否兼任總經理之虛擬變數
機構投資人持股比率(INS)	機構投資人持股數/公司流通在外普通股數
控制變數	
盈餘股份偏離比(CV)	盈餘分配權/股份控制權
規模($SIZE$)	\ln (期末市值)
初次上市(IPO)	2014 年第一次出具財務報告書之虛擬變數
成立年數($FIRMYR$)	從公司創立至 2013 年的年數。
產業別(ELC)	依 TEJ 將產業分為電子業之虛擬變數。
交易量(VOL)	\ln (交易量)
資產報酬率(ROA)	當期常續性稅後淨利/前期資產總額

第五節、實證模型

為了驗證本研究的假說，本研究將分為兩階段來考慮媒體報導行為是否會受到公司治理之影響：(一)影響媒體報導與否(二)影響媒體報導次數。

一、影響媒體報導與否

使用羅吉斯迴歸模型(Logistic Model, 亦可稱 Logit Model)來為應變數 Y 做分類。Logit Model 為定性迴歸模型之一，被用來處理二元因變數問題的多元量化分析方法。Logit Model 的基本型態與一般的線性迴歸大致相同，差別在於應變數 Y 的型態不同，Logit Model 是屬於二分類的變數型態，其利用對數反倒的方式，使得應變數 Y 的對應值在 0 到 1 之間。使用 Logit 模型之目的有兩種，一是在求取具有解釋能力之自變數，另一種為透過所建造的模型來預測財務危機發生之機率。

反應變項(Y_{it})：為二分類(Binary)的資料型態

當 $Y_{it}=1$ ，表示 i 公司在 t 日有事件發生。

當 $Y_{it}=0$ ，表示 i 公司在 t 日並無事件發生。

其中 i 為樣本公司，t 為發生事件之時間

事件發生之機率分別為：

$$\begin{cases} P(Y_{it} = 1) = \pi_{it} \\ P(Y_{it} = 0) = 1 - \pi_{it} \end{cases}$$

羅吉斯機率函數如下

$$f(Y_{it}) = \pi_{it}^r (1 - \pi_{it})^{1-r}, i = 1, 2, 3, \dots, n \quad (1)$$

其中 $f(1) = \pi_{it}$ 及 $f(0) = 1 - \pi_{it}$

$$\begin{aligned} E(Y_{it}) &= P(Y_{it} = 1 | \alpha_1 x_1, \alpha_2 x_2, \dots, \alpha_n x_n) \\ &= \frac{e^{\alpha_0 + \alpha_1 x_1 + \alpha_2 x_2 + \dots + \alpha_n x_n}}{1 + e^{\alpha_0 + \alpha_1 x_1 + \alpha_2 x_2 + \dots + \alpha_n x_n}} \end{aligned} \quad (2)$$

透過(2)算出沒有發生事件之機率

$$1 - E(Y_{it}) = \frac{1}{1 + e^{\alpha_0 + \alpha_1 x_1 + \alpha_2 x_2 + \dots + \alpha_n x_n}} \quad (3)$$

算出勝率(odds)，表示發生事件之機率除以沒有發生事件之機率，所得出有事件發生的勝率。

$$\frac{E(Y_{it})}{1 - E(Y_{it})} = e^{\alpha_0 + \alpha_1 x_1 + \alpha_2 x_2 + \dots + \alpha_n x_n + \varepsilon_{it}} \quad (4)$$

將勝率取自然對數，得到一 Logit 模型的線性函數：

$$\ln\left(\frac{E(Y_{it})}{1 - E(Y_{it})}\right) = f(x) = \alpha_0 + \alpha_1 x_1 + \alpha_2 x_2 + \dots + \alpha_n x_n + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

本研究是以手工的方式逐一蒐集各公司上傳年度財務報告書當日及後五日的新聞，其分類方法符合二項分布(有報導及沒有報導)，故使用 Logit 模型來判斷公司是否有媒體報導，定義應變數為「公司是否有媒體報導」，當應變數為 1 表示有報導，應變數為 0 表示沒有被報導。

並根據上方(5)之羅吉斯迴歸建立本研究之方程式(6)來測試本研究各變數

$$\begin{aligned}
 REPORT_{it} = & \\
 & \alpha_0 + \alpha_1 INDIR_{it} + \alpha_2 INHOLD_{it} + \alpha_3 OUTHOLD_{it} + \alpha_4 DIRSIZE_{it} + \alpha_5 DUAL \\
 & + \alpha_6 INS_{it} + \alpha_7 CV_{it} + \alpha_8 SIZE_{it} + \alpha_9 IPO_{it} + \alpha_{10} FIRMYS_{it} + \alpha_{11} ELC_{it} + \alpha_{12} VOL_{it} \\
 & + \alpha_{13} ROA_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{6}$$

- REPORT_{it}* : 表示 i 公司在第 t 日是否被媒體報導之虛擬變數，若有媒體報導為 1，反之為 0。
- INDIR_{it}* : 表示 i 公司在第 t 日之內部董事比例。
- INHOLD_{it}* : 表示 i 公司在第 t 日之內部董事持股比率。
- OUTHOLD_{it}* : 表示 i 公司在第 t 日之外部董事持股比率。
- DIRSIZE_{it}* : 表示 i 公司在第 t 日之董事會規模。
- DUAL_{it}* : 表示 i 公司在第 t 日存在董事長兼任總經理之虛擬變數，若存在為 1，反之為 0。
- INS_{it}* : 表示 i 公司在第 t 日之機構投資人持股比率。
- CV_{it}* : 表示 i 公司在第 t 日之盈餘股份偏離比。
- SIZE_{it}* : 表示 i 公司在第 t 日之公司規模。
- IPO_{it}* : 表示 i 公司在第 t 日為初次上市公司之虛擬變數，若是初次為 1，反之為 0。
- FIRMYS_{it}* : 表示 i 公司在第 t 日已成立年數。
- ELC_{it}* : 表示 i 公司在第 t 日電子業之虛擬變數，若是電子業為 1，反之為 0。
- VOL_{it}* : 表示 i 公司在第 t 日之交易量。
- ROA_{it}* : 表示 i 公司在第 t 日之資產報酬率。

觀察媒體報導行為為本研究所要探討之主題，首先從第一階段媒體是否報導開始。當公司治理越好，資訊透明度會越高，媒體也越容易蒐集到報導之題材，導致媒體報導的誘因也會增加，但鑑於本研究公司治理之相關變數對於公司治理的好壞，皆各自有擁護者支持，因此並無法事前明確判定公司治理的好壞，故本研究之各假說不對公司治理與媒體報導之方向性進行預期，因此預期實驗變數都顯著異於零。

二、 影響媒體報導次數

當資料的型態符合非負數(non negative)且具有截斷(truncation)的特性，我們又稱其為計數資料(count data)。計數資料的截斷特性即需要一個獨立的模型估計，而其估計值將服從截斷計數資料分配。因此無法利用最小平方法(ordinary least squares, OLS)來估計，對於模型的建立將以統計學上較常被用來算計數資料的卜瓦松迴歸模型(Poisson Regression Model)。

卜瓦松分配指的是將單位時間內事件發生次數的分配，並假設應變數 Y 服從卜瓦松分配， $Poi(\lambda)$ 的隨機變數，其數值為整數且不為負數，則機率密度函數為：

$$P_r(Y_{it} = y_{it}) = \frac{\lambda_{it}^{y_{it}} \exp(-\lambda_{it})}{y_{it}!}, y_{it} = 0, 1, 2, \dots, \lambda_{it} \quad (7)$$

其中 λ_{it} 為 i 公司在第 t 日發生事件的平均數量，大於 0 且為正整數。

期望值及變異數分別列於下式：

$$E(y_{it}) = \text{var}(y_{it}) = \lambda_{it} = \exp(\chi\beta) \quad (8)$$

其中， x 為影響事件發生之解釋變數、 β 為解釋變數之係數。當係數值為正值，則該變數對事件發生次數具有正面影響效果，反之，則為負面影響效果，而且由上式可知卜瓦松分配有平均數與變異數相等的情況發生。

$$\log(\lambda_{it}) = \beta_0 + \beta_1\chi_1 + \beta_2\chi_2 + \beta_3\chi_3 + \dots + \beta_n\chi_n + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

方程式(9)中， $\log(\lambda_{it})$ 指的是將 i 公司第 t 日事件的平均發生數量來取對數，就是所謂的連結函數之 Log 轉換 (Log transformation)，我們可因此看見， $\log(\lambda_{it})$ 等號右邊的迴歸方程式又是跟一般線性迴歸是相同的，此時這種情況又可以叫作對卜瓦松數線性模式模型(Poisson regression in log-linear model)。

媒體報導公司上傳年度財務報告書次數符合非負數且具有截斷的特性，因此本研究將以計數資料中的卜瓦松迴歸為模型。由上述方程式(7)~(9)建立本研究方程式(10)為本研究第二階段之模型：

$$\begin{aligned}
 NO_{it} = & \\
 & \beta_0 + \beta_1 INDIR_{it} + \beta_2 INHOLD_{it} + \beta_3 OUTHOLD_{it} + \beta_4 DIRSIZE_{it} + \beta_5 DUAL \\
 & + \beta_6 INS_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 IPO_{it} + \beta_{10} FIRMYS_{it} + \beta_{11} ELC_{it} + \beta_{12} VOL_{it} \\
 & + \beta_{13} ROA_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{10}$$

- NO_{it} : 表示 i 公司在第 t 日被媒體報導之次數。
- $INDIR_{it}$: 表示 i 公司在第 t 日之內部董事比例。
- $INHOLD_{it}$: 表示 i 公司在第 t 日之內部董事持股比率。
- $OUTHOLD_{it}$: 表示 i 公司在第 t 日之外部董事持股比率。
- $DIRSIZE_{it}$: 表示 i 公司在第 t 日之董事會規模。
- $DUAL_{it}$: 表示 i 公司在第 t 日存在董事長兼任總經理之虛擬變數，若存在為 1，反之為 0。
- INS_{it} : 表示 i 公司在第 t 日之機構投資人持股比率。
- CV_{it} : 表示 i 公司在第 t 日之盈餘股份偏離比。
- $SIZE_{it}$: 表示 i 公司在第 t 日之公司規模。
- IPO_{it} : 表示 i 公司在第 t 日為初次上市公司之虛擬變數，若是初次為 1，反之為 0。
- $FIRMYS_{it}$: 表示 i 公司在第 t 日已成立年數。
- ELC_{it} : 表示 i 公司在第 t 日產業別之虛擬變數，若是電子業為 1，反之為 0。
- VOL_{it} : 表示 i 公司在第 t 日之交易量。
- ROA_{it} : 表示 i 公司在第 t 日之資產報酬率。

媒體報導行為為本研究所要探討之主題，第二階段接著要探討的是媒體報導次數，與公司治理相關變數間之關聯性。當公司治理越好，資訊透明度會越高，媒體也越容易蒐集到報導之題材，導致媒體報導的誘因也會增加，但鑑於本研究公司治理之相關變數對於公司治理的好壞，皆各自有擁護者支持，因此並無法事前明確判定公司治理的好壞，故本研究之各假說不對公司治理與媒體報導之方向性進行預期，因此預期實驗變數都顯著異於零。

第肆章、實證結果與分析

本章將依據第三章所設立之模型進行驗證，並分析其統計結果是否與假說相符。第一節為敘述性統計資料，描述各變數之基本敘述統計量及分布狀況；第二節為相關性分析；第三節為本研究迴歸結果分析；第四節為模型二之額外測試。

第一節、敘述性統計資料

本節將詳細描述兩個應變數是否報導(*REPORT*)和報導數量(*NO*)與其他自變數之敘述統計量結果。表 4-1 為本研究探討媒體報導行為與公司治理及各研究變數之基本敘述統計表。本研究共有 1,126 個樣本數，首先從應變數媒體報導是否報導之二元變數(*REPORT*)看起，可以看出在本研究樣本中平均有 29.3% 的公司被新聞媒體報導；另一個應變數媒體報導數量(*AMOUNT*)看到平均每家公司平均有 0.608 次的報導數量，其中有公司在 6 日內被媒體報導多達 9 次，標準差為 1.309；自變數先從內部董事比例(*INDIR*)可以看到公司平均內部董事比例為 54.2%，表示幾乎每間公司的內部董事都過了半數，標準差為 0.213；從董事長兼任總經理(*DUAL*)看出平均有 35.9% 的公司裡面董事長身兼總經理的角色，標準差 0.48；從外部董事持股比率(*OUTHOLD*)發現研究樣本裡外部董事的平均持股比率為 10%，最多達 87.8%，最少則只有 5.4%，標準差為 0.134；董事會規模(*DIRSIZE*)為董事會總人數取對數，發現平均規模為 1.904，最小值和最大值分別為 1.386 及 3.045，中位數為 1.946，標準差為 0.252；機構投資人(*INS*)和內部董事(*INHOLD*)的平均持股都在 12% 左右，最大值在 83%~90% 間。

其他控制變數如盈餘股份偏離比(*CV*)，當比例越高表示公司之現金流量權與投票權較為相當，公司經營成果與控制股東利益越趨一致，樣本公司 *CV* 之平均為 79.2%，最大值則有 100% 的程度，標準差為 0.267；公司規模(*SIZE*)為期末市值取自然對數後，平均為 8.15，樣本中最小值為 4.248，最大為 14.822，標準差為 1.435；從初次上市公司的虛擬變數(*IPO*)可以看到研究中平均有 4% 的公司為初次上市公司，標準差為 0.196；從公司成立年數(*FIRMYR*)可以看到公司平均成立年數為 26.444 年，最小值是成立一年，最大值是成立了 67 年，其中標準差為 12.975；從產業別的虛擬變數(*ELC*)可以看出本次的研究樣本中電子業占了約 66.4% 的比例，標準差為 0.472；從(*VOL*)成交量這個變數可以看

到平均樣本的成交量取自然對數後為 4.826，標準差為 1.568；資產報酬率(ROA)的平均數為 0.036，而最小值為-0.679，最大值為 5.016，標準差為 0.176。

表 4-1 各變數之敘述統計表

變數	樣本數	平均數	標準差	最小值	中位數	最大值
<i>REPORT</i>	1,126	0.293	0.455	0	0	1
<i>NO</i>	1,126	0.608	1.309	0	0	9
<i>INDIR</i>	1,126	0.542	0.213	0	0.5	1
<i>INHOLD</i>	1,126	0.122	0.125	0	0.084	0.837
<i>OUTHOLD</i>	1,126	0.100	0.134	0	0.054	0.878
<i>DIRSIZE</i>	1,126	1.904	0.252	1.386	1.946	3.045
<i>DUAL</i>	1,126	0.359	0.480	0	0	1
<i>INS</i>	1,126	0.115	0.160	0	0.051	0.895
<i>CV</i>	1,126	0.792	0.267	0	0.917	1
<i>SIZE</i>	1,126	8.150	1.435	4.248	7.986	14.822
<i>IPO</i>	1,126	0.040	0.196	0	0	1
<i>FIRMYR</i>	1,126	26.444	12.975	1	25	67
<i>ELC</i>	1,126	0.664	0.472	0	1	1
<i>VOL</i>	1,126	4.826	1.568	0	4.868	9.907
<i>ROA</i>	1,126	0.036	0.176	-0.679	0.030	5.016

變數定義：*REPORT* 為媒體報導是否報導之二元變數；*NO* 表示媒體報導數量；*INDIR* 內部董事比例；*INHOLD* 內部董事持股比例；*OUTHOLD* 外部董事持股比例；*DIRSIZE* 表示董事會規模；*DUAL* 代表董事長兼總經理之虛擬變數；*INS* 投資機構人持股比例；*CV* 盈餘股份偏離比；*SIZE* 代表企業規模；*IPO* 企業是否為初次上市之虛擬變數；*FIRMYEAR* 企業成立年數；*ELC* 企業產業類別是否為電子業之虛擬變數；*VOL* 為企業在年底之交易量；*ROA* 為資產報酬率。

第二節、相關性分析

本研究針對各變數之間相關性進行 Pearson 相關性分析並彙總於表 4-2 及表 4-3 兩個部分，媒體是否報導及媒體報導次數之樣本。

表 4-2 為媒體是否報導的虛擬變數與公司治理變數間的 Pearson 相關性的分析結果，自變數媒體報導是否報導(*REPORT*)與盈餘股份偏離比(*CV*)、內部董事比例(*INDIR*)和外部董事持股比率(*OUTHOLD*)呈負相關但不顯著；媒體報導(*REPORT*)與董事長兼總經理(*DUAL*)呈負相關且顯著(係數為-0.079，p 值<0.01)；媒體報導(*REPORT*)與董事會規模(*DIRSIZE*)呈正相關且顯著(係數為 0.157，p 值<0.001)；媒體報導(*REPORT*)與機構投資人持股比率(*INS*)呈正相關且顯著(係數為 0.198，p 值<0.001)；媒體報導(*REPORT*)與內部董事持股比率(*INHOLD*)呈負相關但不顯著；媒體報導(*REPORT*)與控制變數公司規模(*SIZE*)、初次上市(*IPO*)、交易量(*VOL*)和資產報酬率(*ROA*)皆呈正相關且顯著。雖然內部董事持股比率(*INHOLD*)與外部董事持股比率(*OUTHOLD*)間相關係數達 0.455，還有產業別(*ELC*)與成立年數(*FIRMYR*)間的相關係數取絕對值為 0.448，以及公司規模(*SIZE*)和機構投資人持股比率(*INS*)間的相關係數為 0.535，屬於有較高的共線關係，但皆未超出 0.8 的限制，顯示出變數間沒有強烈的共線關係，所以並不會影響變數間的解釋能力。

另外從表 4-3 為媒體報導公司的次數與公司治理變數間的 Pearson 相關性的分析結果，應變數為媒體報導數量(*NO*)與盈餘股份偏離比(*CV*)和內部董事比例(*INDIR*)呈負相關但不顯著；媒體報導數量(*NO*)與董事長兼總經理(*DUAL*)呈負相關且顯著(係數為-0.094，p 值<0.01)；媒體報導數量(*NO*)與外部董事持股比率(*OUTHOLD*)呈負相關但不顯著；媒體報導數量(*NO*)與董事會規模(*DIRSIZE*)呈正相關且顯著(係數為 0.173，p 值<0.001)；媒體報導數量(*NO*)與機構投資人持股比率(*INS*)呈正相關且顯著(係數為 0.321，p 值<0.001)；媒體報導數量(*NO*)與內部董事持股比率(*INHOLD*)呈負相關且顯著(係數為-0.072，p 值<0.05)；媒體報導數量(*NO*)與控制變數公司規模(*SIZE*)、初次上市(*IPO*)、交易量(*VOL*)及資產報酬率(*ROA*)皆呈正相關且顯著。另外在其他變數之間的相關係數中，像是公司規模(*SIZE*)與機構投資人(*INS*)間為 0.535 和公司規模(*SIZE*)與交易量(*VOL*)間為 0.69 相關係數，但都在 0.8 的限制範圍內，藉由上述兩張相關係數表可以確定變數間彼此並無存在嚴重的共線性發生。

表 4-2 Pearson 相關係數矩陣

變數	<i>report</i>	<i>cv</i>	<i>indir</i>	<i>dual</i>	<i>outhold</i>	<i>dirsize</i>	<i>ins</i>	<i>inhold</i>	<i>size</i>	<i>ipo</i>	<i>firmyr</i>	<i>elc</i>	<i>vol</i>	<i>roa</i>
<i>report</i>	1													
<i>cv</i>	-0.041	1												
<i>indir</i>	-0.003	-0.047	1											
<i>dual</i>	-0.079	0.128	-0.055	1										
<i>outhold</i>	-0.053	-0.155	0.171	-0.027	1									
<i>dirsize</i>	0.157	-0.238	-0.107	-0.150	0.113	1								
<i>ins</i>	0.198	-0.056	-0.034	-0.086	0.071	0.232	1							
<i>inhold</i>	-0.012	-0.083	0.124	-0.097	0.455	-0.039	-0.086	1						
<i>size</i>	0.312	-0.145	0.116	-0.185	-0.053	0.390	0.535	-0.106	1					
<i>ipo</i>	0.088	-0.002	-0.172	-0.020	0.010	0.056	0.111	0.027	0.024	1				
<i>firmyr</i>	-0.009	0.176	0.381	-0.015	-0.047	0.002	-0.106	-0.066	0.145	-0.177	1			
<i>elc</i>	0.028	-0.151	-0.207	0.077	-0.085	-0.097	0.007	-0.029	-0.121	-0.047	-0.448	1		
<i>vol</i>	0.214	-0.156	0.083	-0.115	-0.201	0.286	0.262	-0.242	0.690	-0.138	0.093	-0.001	1	
<i>roa</i>	0.124	-0.041	0.022	-0.047	-0.006	0.004	0.134	0.026	0.202	0.062	-0.018	0.016	0.004	1

註 a：粗體字表示統計上達 5% 顯著

註 b：REPORT 表示媒體報導與否；CV 盈餘股份偏離比；INDIR 內部董事比例；DUAL 代表董事長兼總經理之虛擬變數；OUTHOLD 外部董事持股比例；DIRSIZE 表示董事會規模；INS 投資機構人持股比例；INHOLD 內部董事持股比例；SIZE 代表企業規模；IPO 企業是否為初次上市之虛擬變數；FIRMYEAR 企業成立年數；ELC 企業產業類別是否為電子業之虛擬變數；VOL 為企業在年底之交易量；ROA 為資產報酬率。

表 4-3 Pearson 相關係數矩陣

變數	<i>no</i>	<i>cv</i>	<i>indir</i>	<i>dual</i>	<i>outhold</i>	<i>dirsize</i>	<i>ins</i>	<i>inhold</i>	<i>size</i>	<i>ipo</i>	<i>firmyr</i>	<i>elc</i>	<i>vol</i>	<i>roa</i>
<i>no</i>	1													
<i>cv</i>	-0.018	1												
<i>indir</i>	-0.014	-0.047	1											
<i>dual</i>	-0.094	0.128	-0.055	1										
<i>outhold</i>	-0.039	-0.155	0.171	-0.027	1									
<i>dirsize</i>	0.173	-0.238	-0.107	-0.150	0.113	1								
<i>ins</i>	0.321	-0.056	-0.034	-0.086	0.071	0.232	1							
<i>inhold</i>	-0.072	-0.083	0.124	-0.097	0.455	-0.039	-0.086	1						
<i>size</i>	0.388	-0.145	0.116	-0.185	-0.053	0.390	0.535	-0.106	1					
<i>ipo</i>	0.071	-0.002	-0.172	-0.020	0.010	0.056	0.111	0.027	0.024	1				
<i>firmyr</i>	-0.049	0.176	0.381	-0.015	-0.047	0.002	-0.106	-0.066	0.145	-0.177	1			
<i>elc</i>	0.024	-0.151	-0.207	0.077	-0.085	-0.097	0.007	-0.029	-0.121	-0.047	-0.448	1		
<i>vol</i>	0.234	-0.156	0.083	-0.115	-0.201	0.286	0.262	-0.242	0.690	-0.138	0.093	-0.001	1	
<i>roa</i>	0.188	-0.041	0.022	-0.047	-0.006	0.004	0.134	0.026	0.202	0.062	-0.018	0.016	0.004	1

註 a：粗體字表示統計上達 5% 顯著

註 b：NO 表示媒體報導數量；CV 盈餘股份偏離比；INDIR 內部董事比例；DUAL 代表董事長兼總經理之虛擬變數；OUTHOLD 外部董事持股比例；DIRSIZE 表示董事會規模；INS 投資機構人持股比例；INHOLD 內部董事持股比例；SIZE 代表企業規模；IPO 企業是否為初次上市之虛擬變數；FIRMYEAR 企業成立年數；ELC 企業產業類別是否為電子業之虛擬變數；VOL 為企業在年底之交易量；ROA 為資產報酬率。

第三節、迴歸結果分析

本研究主要是探討媒體報導企業年報的行為是否會受到公司治理的影響。首先利用二元羅吉斯迴歸來判別媒體是否報導會受到什麼樣的公司治理變數影響。接著再藉由計數資料模型中的卜瓦松迴歸來分析，何種公司治理變數會影響媒體報導的次數。以下將依序說明迴歸模型之結果，目的在於驗證假說是否與實證結果相符。

一、影響媒體是否報導之迴歸結果

首先以羅吉斯迴歸模型探討媒體決定報導公司盈餘相關資訊是否會受到公司治理相關變數之影響，並將其實證結果將列於表 4-3 之模型一。整體迴歸解釋能力具有高度顯著性(Pseudo R^2 值為 0.1006；p 值 <0.01)。

實證結果顯示內部董事比例(*INDIR*)，雖與媒體是否報導(*REPORT*)間彼此沒有關聯性，但方向為正向關係(係數為 0.044，p 值為 0.910)。內部董事持股比率(*INHOLD*)係數呈現正向顯著關係(係數為 1.088，p 值為 0.099)，表示當內部董事持股比率越大，媒體報導的可能性也會增加。換句話說，當內部董事持股比率越高，媒體越有意願去報導公司申報年報之新聞。針對外部董事持股比率(*OUTHOLD*)係數呈負向顯著關係(係數為-1.101，p 值為 0.088)，顯示當外部董事持股比率越高，將會導致媒體關注程度降低，減少報導之意願。董事會規模(*DIRSIZE*)係數呈正向顯著關係(係數為 0.571，p 值為 0.073)，顯示當董事會規模越大，媒體報導的可能性也會增加。董事長兼任總經理(*DUAL*)之實證結果雖與媒體是否報導(*REPORT*)間不具顯著關聯性，但為負向相關(係數為-0.112，p 值為 0.465)。機構投資人持股比率(*INS*)之實證結果雖與媒體是否報導(*REPORT*)間不具顯著關聯性，但為正向相關(係數為 0.293，p 值為 0.587)。總而言之，媒體是否報導公司財務報告申報的事件與部分的公司治理變數相關。

其餘控制變數公司規模(*SIZE*)與初次上市公司(*IPO*)係數皆和媒體是否報導(*REPORT*)呈現正向顯著關係，公司規模(係數為 0.378，p 值 <0.01)與初次上市公司(係數為 0.886，p 值為 0.010)，當公司規模越大或公司為初次上市公司時，媒體越會報導。產業別(*ELC*)係數為顯著關係(係數為 0.323，p 值為 0.066)，表示電子業較會吸引媒體報導。資產報酬率(*ROA*)係數為顯著關係(係數為 1.385，p 值為 0.094)，顯示資產報酬率越高會吸引媒體的關注。

二、 影響媒體報導數量之迴歸結果

接下來以卜瓦松迴歸探討媒體報導公司盈餘相關資訊的次數是否會受到公司治理相關變數之影響，並將其實證結果列於表 4-3 之模型二。其整體迴歸的解釋能力也如模型一之羅吉斯迴歸同樣具有高度顯著性(Pseudo R^2 值為 0.1707； p 值 <0.01)。

實證結果指出自變數內部董事比例(*INDIR*)雖與媒體報導數量(*NO*)間沒有顯著關聯性，但方向為負向相關(係數為-0.014， p 值為 0.951)。內部董事持股比率(*INHOLD*)之實證結果雖與媒體報導數量(*NO*)間沒有顯著關聯性，但方向為負向相關(係數為-0.358， p 值為 0.354)。外部董事持股比率(*OUTHOLD*)之實證結果與媒體報導數量(*NO*)間沒有顯著關聯性，但方向為負向相關(係數為-0.208， p 值為 0.569)。董事會規模(*DIRSIZE*)係數呈正向顯著關係(係數為 0.338， p 值為 0.038)，表示當公司董事會規模越大，媒體報導的數量越多。董事長兼任總經理(*DUAL*)係數呈負向顯著關係(係數為-0.174， p 值為 0.054)，表示當公司出現董事長兼任總經理之情形時，媒體報導數量會越少。機構投資人持股比率(*INS*)係數呈正向顯著關係(係數為 0.685， p 值為 0.005)，表示當機構投資人持股比率越高，媒體報導的數量就越高。總而言之，媒體報導公司財務報告申報事件的次數與部分的公司治理變數相關。

其餘控制變數盈餘股份偏離比(*CV*)係數呈正向顯著關係(係數為 0.458， p 值為 0.003)，表示當盈餘分配權大於股份控制權越多，媒體報導數量越多。公司規模(*SIZE*)實證結果係數呈正向顯著關係(係數為 0.333， p 值 <0.01)。初次上市公司(*IPO*)係數呈現正向顯著關係(係數為 0.441， p 值為 0.01)，顯示公司規模與初次上市公司會吸引媒體的關注並增加報導之數量。公司成立年數(*FIRMYR*)之實證結果為負向顯著關係(係數為-0.011， p 值為 0.003)，表示當公司成立年數越長，並不會吸引媒體的報導。資產報酬率(*ROA*)係數呈正向顯著關係(係數為 0.613， p 值 <0.01)，表示當公司資產報酬率越高，越容易受到媒體的關注並增加報導之數量。

由前面的結果可以發現影響媒體報導與否及報導次數與某些公司治理變數相關，但影響是否報導及報導次數相關的公司治理變數並不相同。媒體是否報導與內部董事持股比率、外部董事持股比率，以及董事會規模間具有關連性。媒體報導次數則與董事會規模、董事長兼任總經理、盈餘股份偏離比以及機構

投資人間具有關聯性。這可能代表媒體一開始決定是否要報導所考慮的因素與後續是否繼續報導所考慮的因素並不相同。



表 4-4 實證模型迴歸結果

模型一： $REPORT_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INDIR_{it} + \alpha_2 INHOLD_{it} + \alpha_3 OUTHOLD_{it} + \alpha_4 DIRSIZE_{it} + \alpha_5 DUAL + \alpha_6 INS_{it} + \alpha_7 CV_{it} + \alpha_8 SIZE_{it} + \alpha_9 IPO_{it} + \alpha_{10} FIRMYR_{it} + \alpha_{11} IND_{it} + \alpha_{12} VOL_{it} + \alpha_{13} ROA_{it} + \varepsilon_{it}$

模型二： $NO_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDIR_{it} + \beta_2 INHOLD_{it} + \beta_3 OUTHOLD_{it} + \beta_4 DIRSIZE_{it} + \beta_5 DUAL + \beta_6 INS_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 IPO_{it} + \beta_{10} FIRMYR_{it} + \beta_{11} IND_{it} + \beta_{12} VOL_{it} + \beta_{13} ROA_{it} + \varepsilon_{it}$

自變數	預期方向	模型一		模型二	
		<i>REPORT</i>	Z值	<i>NO</i>	Z值
CONS	?	-6.098***	(-6.99)	-4.538***	(-10.91)
<i>INDIR</i>	?	0.044	(0.11)	-0.014	(-0.06)
<i>INHOLD</i>	?	1.088*	(1.65)	-0.358	(-0.93)
<i>OUTHOLD</i>	?	-1.101*	(-1.70)	-0.208	(-0.57)
<i>DIRSIZE</i>	?	0.571*	(1.79)	0.338**	(2.07)
<i>DUAL</i>	?	-0.112	(-0.73)	-0.174*	(-1.93)
<i>INS</i>	?	0.293	(0.54)	0.685***	(2.83)
<i>CV</i>	+	0.281	0.98	0.458***	(2.95)
<i>SIZE</i>	+	0.378***	(4.16)	0.333***	(8.05)
<i>IPO</i>	+	0.886***	(2.59)	0.441**	(2.57)
<i>FIRMYR</i>	+	-0.001	(-0.15)	-0.011***	(-3.01)
<i>ELC</i>	+	0.323*	(1.84)	0.068	(0.69)
<i>VOL</i>	+	0.084	(1.18)	0.059	(1.48)
<i>ROA</i>	+	1.385*	(1.67)	0.613***	(6.49)
N		1126		1126	
Chi2		137.0587		483.8730	
Prob > Chi2		0.0000		0.0000	
Pseudo R ²		0.1006		0.1707	

註a：***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b：*REPORT*為媒體報導是否報導之二元變數；*NO*表示媒體報導數量；*INDIR*內部董事比例；*INHOLD*內部董事持股比例；*OUTHOLD*外部董事持股比例；*DIRSIZE*表示董事會規模；*DUAL*代表董事長兼總經理之虛擬變數；*INS*投資機構人持股比例；*CV*盈餘股份偏離比；*SIZE*代表企業規模；*IPO*企業是否為初次上市之虛擬變數；*FIRMYEAR*企業成立年數；*ELC*企業產業類別是否為電子業之虛擬變數；*VOL*為企業在年底之交易量；*ROA*為資產報酬率。

第四節、額外測試

本研究先前第二個模型旨在探討媒體報導數量是否會受到公司治理相關變數之影響，使用的是包含媒體報導及無媒體報導的全樣本。然而為使研究結果更具完整性，因此本節排除沒有被媒體報導過之公司樣本後，再次進行迴歸分析。其實證結果將列於表 4-5。

整體迴歸解釋能力具有高度顯著性(Pseudo R^2 值為 0.0922；p 值 <0.01)。實證結果指出自變數內部董事比例(*INDIR*)雖與媒體報導數量(*NO*)間沒有顯著關聯性，但方向為正向相關(係數為 0.080，p 值為 0.738)。內部董事持股比率(*INHOLD*)之實證結果雖與媒體報導數量(*NO*)間沒有顯著關聯性，但方向為負向相關(係數為-0.623，p 值為 0.106)。外部董事持股比率(*OUTHOLD*)之實證結果與媒體報導數量(*NO*)間沒有顯著關聯性，但方向為負向相關(係數為-0.377，p 值為 0.278)。董事會規模(*DIRSIZE*)與媒體報導數量(*NO*)間沒有顯著關聯性，但方向為正向相關(係數為 0.054，p 值為 0.753)。董事長兼任總經理(*DUAL*)與媒體報導數量(*NO*)間沒有顯著關聯性，但方向為負向相關(係數為-0.075，p 值為 0.414)。機構投資人持股比率(*INS*)與媒體報導數量(*NO*)間存在顯著正向關係(係數為 0.652，p 值為 0.007)，表示當機構投資人持股比率越高，媒體報導的數量就越高。總而言之，本額外測試結果顯示媒體報導公司財務報告申報事件的次數僅與公司治理變數機構投資人持股比率相關，此機構投資人持股比率結果與主測試之模型二結果同。

其餘控制變數如公司規模(*SIZE*)實證結果係數呈正向顯著關係(係數為 0.146，p 值 <0.01)，顯示當公司規模越大，媒體報導數量，顯示當公司規模越大，媒體報導數量也越多。公司成立年數(*FIRMYR*)之實證結果為負向顯著關係(係數為-0.008，p 值為 0.022)，表示當公司成立年數越長，並不會吸引媒體的數量越少。資產報酬率(*ROA*)係數呈正向顯著關係(係數為 0.255，p 值 <0.01)，表示當公司資產報酬率越高，越容易受到媒體的關注並增加報導之數量。此控制變數公司規模、公司成立年數與資產報酬率之結果與主測試之模型二結果亦同。

綜上所述，本額外測試在將媒體報導數量排除沒有被報導公司之樣本後，發現公司治理相關變數中僅剩機構投資人持股比率與媒體報導數量有顯著正向關係，其結果與主測試之卜瓦松迴歸結果相符。

表 4-5 媒體報導數量與公司治理相關變數之迴歸結果(去除沒有報導樣本)

$$NO_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDIR_{it} + \beta_2 INHOLD_{it} + \beta_3 OUTHOLD_{it} + \beta_4 DIRSIZE_{it} + \beta_5 DUAL + \beta_6 INS_{it} + \beta_7 CV_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 IPO_{it} + \beta_{10} FIRMYEAR_{it} + \beta_{11} ELC_{it} + \beta_{12} VOL_{it} + \beta_{13} ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

自變數	預期方向	NO	Z值
CONS	?	-0.820*	(-1.86)
INDIR	?	0.080	(0.33)
INHOLD	?	-0.623	(-1.61)
OUTHOLD	?	-0.377	(-1.08)
DIRSIZE	?	0.054	(0.31)
DUAL	?	-0.075	(-0.82)
INS	?	0.652***	(2.70)
CV	+	0.207	(1.31)
SIZE	+	0.146***	(3.36)
IPO	+	-0.028	(-0.16)
FIRMYEAR	+	-0.008**	(-2.28)
ELC	+	-0.003	(-0.03)
VOL	+	0.006	(0.15)
ROA	+	0.255**	(2.50)
N		330	
chi2		106.4333	
Prob>chi2		0.0000	
Pseudo R ²		0.0922	

註a：***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b：NO表示媒體報導數量；INDIR內部董事比例；INHOLD內部董事持股比例；OUTHOLD外部董事持股比例；DIRSIZE表示董事會規模；DUAL代表董事長兼總經理之虛擬變數；INS投資機構人持股比例；CV盈餘股份偏離比；SIZE代表企業規模；IPO企業是否為初次上市之虛擬變數；FIRMYEAR企業成立年數；ELC企業產業類別是否為電子業之虛擬變數；VOL為企業在年底之交易量；ROA為資產報酬率。

第五章、結論與建議

本章為結論與建議主要分為兩節。第一節為研究結論；第二節為研究限制與建議。

第一節、研究結論

本研究主要在探討媒體報導公司年報申報之行為與公司治理變數間是否具有關聯性，並進一步將媒體報導行為分成是否報導及報導次數兩種類。探討媒體決定報導公司盈餘相關資訊是否與公司治理相關變數間具有關聯性，以及媒體報導公司盈餘相關資訊的次數是否與公司治理相關變數間具有關聯性。本研究考量到新聞媒體報導次數之資料為採用手工方式蒐集，蒐集上費時較長且不易，因此資料僅選擇使用 2013 年之上市(櫃)公司為研究對象。並以羅吉斯迴歸及卜瓦松迴歸去做檢測，並將研究結論彙整於下方：

首先第一個研究問題先從媒體決定報導公司盈餘相關資訊是否與公司治理相關變數間具有關聯性開始看起，實證結果顯示出媒體在決定是否報導公司申報年報之新聞時，與內部董事持股比例、外部董事持股比例及董事會規模等公司治理變數間具有關連性。藉由本研究內部董事持股比例及外部董事持股比例可以發現，當內部董事持股比例越高，根據過去文獻大都表示公司治理會越差，而本實證結果顯示此時媒體報導可能性越大，其原因可能為媒體藉由報導公司治理較差的公司，目的在於警示投資人避免投資失敗。當外部董事持股比例越高，過去文獻表示公司治理會越好，而本結果卻顯示當外部董事持股比例越高，媒體報導可能性越低，其原因可能為當公司治理越好，其資訊透明度會越高，而公司與投資人間之資訊不對稱的程度也會降低，因此媒體沒有報導的價值。另外當董事會規模越大時，公司被報導的可能性越高。本研究依照實證結果得知媒體的報導與公司治理的變數如內部董事持股比例、外部董事持股比例及董事會規模具有關連性，符合假說。但與公司治理其他變數如內部董事比例、董事長兼任總經理、盈餘股份偏離比及機構投資人持股比例之較無關聯性。

第二個研究問題關於媒體報導公司盈餘相關資訊的次數是否與公司治理相關變數間具有關聯性，實證結果顯示出媒體在決定報導公司申報年報新聞之次數時，與董事會規模、董事長兼任總經理以及機構投資人持股比例等公司治理變數具有關聯性。當董事會規模越大，媒體報導次數也越多。若公司存在董

事長兼任總經理之情形時，媒體報導次數會越少。當機構投資人持股比率越高，媒體報導次數越高。因此我們依照實證結果得知媒體報導次數確實與公司治理的變數如董事會規模、董事長兼任總經理以及機構投資人持股比率有關聯性，符合假說。但媒體報導數量並不與公司治理其他變數如內部董事比例、內部及外部董事持股具有關聯性。



第二節、研究限制與建議

1. 本研究變數內部董事持股比率(*INHOLD*)和外部董事持股比率(*OUTHOLD*)此兩個變數均無法在 TEJ 資料庫直接取得，且文獻上的定義不盡相同，因此選取的方式較為主觀。
2. 本研究之新聞相關變數資料皆由手工蒐集方式完成，又新聞資料乃採用關鍵字搜尋之功能，當公司名稱與一般用語相同時，包含在標題或是內容裡有關的新聞皆會一併出現，因此需要逐一核對，雖已謹慎檢查但難免有錯誤。例如：世紀(5314)、世界(5347)等此類公司。另外若公司名稱經更改過，因採用關鍵字搜尋，可能蒐集不到資料，造成資料缺漏機會發生。
3. 除了本研究所用之 UDNdata 聯合資料庫與知識贏家資料庫，投資人還可以透過其餘相關網頁如奇摩股市、中央社或是鉅亨網等來獲取訊息，但是這些網頁資訊保存的時間有限，也未有資料庫供查詢，因此本研究不納入考量。
4. 本研究發現影響媒體是否報導及報導次數的公司治理變數並不相同，建議後續研究可進行更深入之調查。

參考文獻

- 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 卷第 2 期：165-184。
- 吳幸姬與李顯儀，2005，訊息發佈對市場的反應強度之研究，*中華管理學報*，第 6 卷第 4 期：73-92。
- 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 卷第 1 期：113-146。
- 陳美華與洪世炳，2005，公司治理、股權結構與公司績效關係之實證研究，*企業管理學報*，第 65 期：129-153。
- 高建華，2006，新產品預告策略與股價之關係，成功大學國際企業研究所學位論文。
- 許博渝，2007，公司治理機制與資訊揭露透明度，中原大學會計研究所學位論文。
- 陳瑞斌與許崇源，2007，公司治理結構與資訊揭露之關聯性研究，*交大管理學報*第 27 卷第 2 期：55-109。
- 葉銀華、李存修與柯承恩，2002，*公司治理與評等系統*，臺北：商智文化。
- 薛明玲與蔡朝安，2003，從資訊揭露看公司治理，*月旦法學雜誌*，第 96 卷：335-243。
- Agrawal, A., and C. R. Knoeber. 1996. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative analysis* 31 (03):377-397.
- Agrawal, A., and G. N. Mandelker. 1990. Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative analysis* 25 (02):143-161.
- Badrinath, S. G., J. R. Kale, and T. H. Noe. 1995. Of shepherds, sheep, and the cross-autocorrelations in equity returns. *Review of Financial Studies* 8 (2):401-430.
- Ball, R., and P. Brown. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*:159-178.
- 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*:67-92.
- Beaver, W. H., R. Clarke, and W. F. Wright. 1979. The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors. *Journal of Accounting Research*:316-340.
- Black, B. 2001. The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review* 2 (2):89-108.
- Borden, M. J. 2007. The role of financial journalists in corporate governance. *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, Forthcoming 12 (2):311-369.
- Bulkley, G., and R. Herrerias. 2005. Does the precision of news affect market underreaction? Evidence from returns following two classes of profit warnings. *European Financial Management* 11 (5):603-624.
- Chan, K. 1993. Imperfect Information and Cross-Autocorrelation among Stock Prices. *The Journal of Finance* 48 (4):1211-1230.
- Chan, W. S. 2003. Stock price reaction to news and no-news: drift and reversal after headlines. *Journal of Financial Economics* 70 (2):223-260.
- Chen, C. C., and J. R. Meindl. 1991. The construction of leadership images in the popular press: The case of Donald Burr and People Express. *Administrative Science Quarterly*:521-551.
- Chordia, T., and B. Swaminathan. 2000. Trading volume and cross-autocorrelations in stock returns. *The Journal of Finance* 55 (2):913-935.
- Chu, E. L. 1996. Reconsideration for the relationship between earnings and stock returns in Taiwan. *NTU Management Review*:163-186.
- Cohen, B. H. 1963. Recall of categorized words lists. *Journal of Experimental Psychology* 66 (3):227.
- Conrad, J., M. N. Gultekin, and G. Kaul. 1991. Asymmetric predictability of conditional variances. *Review of Financial Studies* 4 (4):597-622.
- Cooke, T. E. 1991. An assessment of voluntary disclosure in the annual reports of Japanese corporations. *The International Journal of Accounting* 26 (3):174-189.

- Deephouse, D. L. 2000. Media reputation as a strategic resource: An integration of mass communication and resource-based theories. *Journal of Management* 26 (6):1091-1112.
- Donaldson L., Davis, J. H. 1991. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*: 49-64.
- Duggal, R., and J. A. Millar. 1999. Institutional ownership and firm performance: The case of bidder returns. *Journal of Corporate Finance* 5 (2):103-117.
- Dyck, A., and L. Zingales. 2002. The corporate governance role of the media: National Bureau of Economic Research.
- El-Gazzar, S. M. 1998. Predisclosure information and institutional ownership: A cross-sectional examination of market revaluations during earnings announcement periods. *Accounting Review*:119-129.
- Fama, E. F. 1970. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. *The Journal of Finance* 25 (2):383-417.
- Fama, E. F., and K. R. French. 1992. The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance* 47 (2):427-465.
- Fang, L., and J. Peress. 2009. Media coverage and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance* 64 (5):2023-2052.
- Foster, F. D., and S. Viswanathan. 1993. Variations in trading volume, return volatility, and trading costs; Evidence on recent price formation models. *The Journal of Finance* 48 (1):187-211.
- Glosten, L. R., and P. R. Milgrom. 1985. Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of Financial Economics* 14 (1):71-100.
- Gompers, P. A., J. Ishii, and A. Metrick. 2010. Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States. *Review of Financial Studies* 23 (3):1051-1088.
- Grossman, S. J., and J. E. Stiglitz. 1980. On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review*:393-408.
- Healy, P. M., and K. G. Palepu. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal*

of Accounting and Economics 31 (1):405-440.

Hope, O. K. 2003. Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy: An International Study. *Journal of Accounting Research* 41 (2):235-272.

Islam, R. 2002. The right to tell: the role of mass media in economic development: *World Bank Publications*.

Iyengar, S., and D. R. Kinder. 1987. News that matters: Agenda-setting and priming in a television age. *News that Matters: Agenda-Setting and Priming in a Television Age*.

Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4):305-360.

Jensen, M. C., and R. S. Ruback. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11 (1):5-50.

Kandel, E., and N. D. Pearson. 1995. Differential interpretation of public signals and trade in speculative markets. *Journal of Political Economy*:831-872.

Karpoff, J. M., P. H. Malatesta, and R. A. Walkling. 1996. Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence. *Journal of Financial Economics* 42 (3):365-395.

Keats, B. W., and M. A. Hitt. 1988. A causal model of linkages among environmental dimensions, macro organizational characteristics, and performance. *Academy of Management Journal* 31 (3):570-598.

Kelton, A. S., and Y.-w. Yang. 2008. The impact of corporate governance on Internet financial reporting. *Journal of Accounting and Public Policy* 27 (1):62-87.

Kim, O., and R. E. Verrecchia. 1991. Market reaction to anticipated announcements. *Journal of Financial Economics* 30 (2):273-309.

Klapper, L. F., and I. Love. 2004. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance* 10 (5):703-728.

Klein, A. 1998. Firm performance and board committee structure 1. *The Journal of Law and Economics* 41 (1):275-304.

Klibanoff, P., O. Lamont, and T. A. Wizman. 1998. Investor Reaction to Salient News

- in Closed-End Country Funds. *The Journal of Finance* 53 (2):673-699.
- 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.
- Lipe, R. C. 1986. The information contained in the components of earnings. *Journal of Accounting Research*:37-64.
- McCombs, M. E., and D. L. Shaw. 1972. The agenda-setting function of mass media. *Public Opinion Quarterly* 36 (2):176-187.
- Merton, R. C. 1987. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance* 42 (3):483-510.
- Millstein, I. M., and P. W. MacAvoy. 1998. The active board of directors and performance of the large publicly traded corporation. *Columbia Law Review*:1283-1322.
- Mitchell, M. L., and J. H. Mulherin. 1994. The impact of public information on the stock market. *The Journal of Finance* 49 (3):923-950.
- Morse, D. 1981. Price and trading volume reaction surrounding earnings announcements: A closer examination. *Journal of Accounting Research*:374-383.
- Nguyen, B. D., and K. M. Nielsen. 2010. The value of independent directors: Evidence from sudden deaths. *Journal of Financial Economics* 98 (3):550-567.
- Nichols, D. C., and J. M. Wahlen. 2004. How do earnings numbers relate to stock returns? A review of classic accounting research with updated evidence. *Accounting Horizons* 18 (4):263-286.
- Oswald, S. L., and J. S. Jahera. 1991. The influence of ownership on performance: An empirical study. *Strategic Management Journal* 12 (4):321-326.
- Patton, A., and J. C. Baker. 1987. Why wont directors rock the boat. *Harvard Business Review* 65 (6):10-&.
- Randøy, T., and J. I. Jenssen. 2004. Board independence and product market competition in Swedish firms. *Corporate Governance: An International Review* 12 (3):281-289.
- Shiller, R. J., and J. Pound. 1989. Survey evidence on diffusion of interest and information among investors. *Journal of Economic Behavior & Organization* 12

(1):47-66.

Urrutia, J. L., and J. D. Vu. 1999. Is it good or bad to make the cover of business week? *Quarterly Journal of Business and Economics*:64-76.

Wathen, C. N., and J. Burkell. 2002. Believe it or not: Factors influencing credibility on the Web. *Journal of the American Society for Information Science and Technology* 53 (2):134-144.

Weisbach, M. S. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20:431-460.

