

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－考量自我選擇問題

The Effect of Media Coverage on Information  
Content of Filing Annual Financial Reports –  
The Consideration of Self-Selection Bias

指導教授：許書偉 博士

研究生：蔡宓璇 撰

中華民國一〇七年七月

## 謝辭

時光匆匆，歲月如梭，研究所兩年的光陰一晃而過，忙碌地忘了停下腳步看看自己曾走過的旅途；忙碌地忘了細細品嚐在學習旅程中的酸甜苦辣。如今，已來到研究所學習旅程中的最後一站，回頭望去，一路的風景歷歷在目，恍如昨日，而過程中的收穫是人生中重要的寶藏，與老師和同學間所經歷的歡笑與淚水更是回憶是最美麗的幅畫。

首先，最感謝的莫過於指導教授許書偉老師，在與老師相處的過程由衷感謝老師的諄諄教誨以及關心，老師所教導的不僅僅是論文而已，更多的是學習與做人的態度，以及老師總是注意到許多我不曾注意到的細節跟身體健康。憶及老師曾說過的一句話「論文最重要的並不是結果，而是過程」，讓我當頭棒喝並省思以往的學習方式，也非常感謝老師縱然忙碌，依然在每次我有問題時，給我方向完成本篇論文。此外，也非常感謝口試委員林秀鳳老師以及許永聲老師所給予的寶貴建議，使本篇論文更加完善。

再來，同樣非常感謝的就是家人，我的父親、母親、姊姊，你們的支持與愛是我堅持動力，亦是我在面對低潮時最好的避風港。謝謝父親與母親的辛勞，支持我研究所，謝謝你們包容著我因為忙碌不常回家，但也讓我更珍惜每次的相處時間。也非常謝謝姊姊在我茫然時，給我許多的意見、並幫助我。也非常感謝我的男朋友議賢，謝謝你在每次我低落與不適時陪伴我、鼓勵我；謝謝你每次再我熬夜時，陪著我一起努力，謝謝你每次騎著很遠的機車，只為讓我放鬆壓力，謝謝你即使很累還是幫我瞻前顧後。謝謝這些愛我的人，讓你們幸福是我努力的泉源，謝謝你們，我愛你們。

最後，要感謝的便是同學與夥伴，研究所兩年在人生中僅僅是短暫的時光，但是卻是求學生涯最美麗的回憶。感謝我的夥伴怡君，我們一同讀著陌生的文獻，一同聊亂七八糟的話，一起相互鼓勵、並肩作戰，並且幫著我抓著令人頭昏眼花的資料，是位非常單純可愛的朋友。感謝紫郡，陪我一起經歷了研究所黑暗期，但也一起經歷了最歡樂的時光，我們熬夜聊著感情；熬夜聊著八卦，認識你，讓我知道長大了還是可以遇到好朋友；感謝舜雅總是像媽媽一樣維護著研究室的秩序；感謝宜璇總是帶給研究室許多歡笑；感謝沅潤，在我遇到不會的問題時，總是二話不說地教導我。在研究室。我們一同熬夜奮鬥困難的報告；一起成為神奇寶貝大師；一起在研究室唱歌，因為有你們，研究室不是被

報告與論文淹沒的空間，而是充滿歡笑與淚水的家，雖然未來大家不同處於城市，但是大家的感情一定不會散。

研究所的旅途在完成本篇論文時即結束，寥寥幾句難以表達我的感謝之意。但是因為有你們，我才得以順利完成此篇論文；因為有你們，論文並不僅僅是論文，而是在學術外，記述了許許多多回憶、經驗以及收穫。

蔡宓璇 謹誌  
于東海大學會計研究所  
中華民國一〇七年七月



# 媒體報導對年度財務報告申報資訊內涵之影響

## — 考量自我選擇問題

### 摘 要

指導教授：許書偉 博士

研究生：蔡宓璇

學 號：G05430109

本研究旨在探討媒體報導對年度財務報告申報資訊內涵之影響並考量自我選擇問題。台灣雖規定上市櫃公司須在法定期限內向主管機關申報財務報告，並公開於公開資訊站；但投資人若未注意，則投資人就不會利用該資訊進行決策而將其所內涵的資訊反映在股價中。過去研究指出，媒體報導可吸引投資人的注意力，故若媒體報導年度財務報告申報資訊應能吸引投資人的注意力，進而驅使投資人進行投資決策，提高財務報告之資訊內涵。然而，研究指出未考慮樣本自我選擇的特性，則研究結果可能僅為公司的特質所造成，導致在檢驗媒體報導對年度財務報告申報資訊內涵之影響時有所偏誤。

本研究以 2014 至 2015 年，各上市櫃公司於「公開資訊觀測站」上所登錄之年度財務報告申報日作為事件日，並以事件日及後各兩日之累積異常報酬衡量投資人的反應，以 Michaely et al. (2016) 之兩階段的研究方式檢驗在考自我選擇問題後，媒體報導對年度財務報告申報資訊內涵之影響。

研究結果發現：(1)媒體報導的選擇並不會影響投資人對財務報告申報的反應，且在控制不可觀察特質後，公司年度申報財務報告期間有媒體報導時，更能吸引投資人的注意力，亦即該公司年度財務報告申報的資訊內涵較高。(2)研究另以媒體報導財務申報資訊篇數進行測試，實證結果顯示無論是以媒體報導篇數之多寡或以媒體報導之虛擬變數的測試結果均一致。(3)研究亦另以固定效果模型分離自我選擇效果，實證結果與採用兩階段之研究設計的實證結果一致，表示公司年度申報財務報告若有媒體報導會提高投資人對未預期盈餘之注意力之推論並不受自我選擇之影響而有所偏誤。

**關鍵詞：**媒體報導、資訊內涵、自我選擇問題

# **The Effect of Media Coverage on Information Content of Filing Annual Financial Reports – The Consideration of Self-Selection Bias**

Advisor: Dr. Shu-Wei Hsu

Graduate Student Name: Mi-Hsuan Tsai

Graduate Student No.: G05430109

## **Abstract**

This study examines the effect of media coverage on the information content of filing annual financial reports by considering the bias arising from self-selection. Regulators requires listed firms to report financial reports on the Market Observation Post System (MOPS) within the deadline. However, if investors do not pay attention to the information, they cannot be impounded into price. Recent studies suggest that the media coverage could attract investors' attention and improve the information content of financial reports. However, recent studies also suggest that if the issue arising from self-selection was not be considered, and the results could be biased.

This study collects filling dates of annual financial reports from 2013 to 2015 on the MOPS and media coverage data on the filing from media databases. In addition, this study considers the self-selection problem using the two-stage method suggested by Michaely et al. (2016).

The results are as follows: (1) Company's annual financial report has media reports that will increase investors' attention to unexpected earnings and are not subjected to self-selection biases. (2) The results from the number of media reports is consistent with the empirical results if a media coverage dummy is used. (3)The results is remained if firm fixed effect model is used.

**Keywords:** *Media coverage, Information content, Self-Selection Bias*

# 目錄

謝辭 .....	I
中文摘要 .....	III
英文摘要 .....	IV
目錄 .....	V
表目錄 .....	VII
圖目錄 .....	VIII
<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 文獻探討</b> .....	<b>6</b>
第一節 盈餘宣告與財務報告之資訊內涵 .....	6
第二節 投資人注意力 .....	8
第三節 媒體報導與市場反應 .....	10
第四節 自我選擇之問題及處理 .....	11
<b>第參章 研究設計</b> .....	<b>13</b>
第一節 觀念性架構 .....	13
第二節 研究假說 .....	14
第三節 樣本選取與資料來源 .....	16
第四節 實證模型 .....	18
第五節 變數定義與衡量 .....	23
<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 相關性檢定 .....	37
第三節 多元回歸分析 .....	39
第四節 額外測試 .....	46

第五章 結論與建議.....	52
第一節 研究結論.....	52
第二節 研究限制與建議.....	54
第三節 研究貢獻.....	55
參考文獻.....	56



## 表目錄

表 3-1 樣本篩選過程.....	16
表 3-2 產業分布表.....	17
表 3-3 兩階段研究方式之目的與樣本彙總表.....	21
表 3-4 變數彙總表.....	30
表 4-1 敘述性統計量.....	34
表 4-2 平均數差異檢定.....	36
表 4-3 Person 相關性檢定.....	38
表 4-4 媒體報導財務報告對投資者注意力之影響—未考量自我選擇問題.....	41
表 4-5 媒體報導財務報告對投資者注意力之影響—考量自我選擇問題.....	44
表 4-6 媒體報導財務報告對投資者注意力之影響—固定效果模型.....	45
表 4-7 媒體報導財務申報篇數對投資者注意力之影響—未考量自我選擇問題.....	49
表 4-8 媒體報導財務申報篇數對投資者注意力之影響—考量自我選擇問題..	50
表 4-9 媒體報導財務申報篇數對投資者注意力之影響—固定效果模型.....	51



## 圖目錄

圖 1-1 研究架構圖.....	5
圖 3-1 觀念性架構圖.....	13
圖 3-2 事件日、事件期和估計期之關係圖.....	23



# 第壹章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

財務報告是投資人在進行投資決策時的重要參考資訊。公司以財務報告做為向投資大眾傳達公司營運狀況及經營績效的重要管道；因此投資人亦會透過財務報告中的資訊做為其決策的依據。過去實證結果發現，當公司發布盈餘資訊時，公司的股價與交易量皆會有所影響(Ball and Brown 1968; Beaver 1968)，表示盈餘資訊具有資訊內涵。因此，投資人會利用財務報告所提供的盈餘資訊來預測公司營運狀況及其未來的價值，並依此進行投資決策而反映在股票市場上。

傳統財務理性預期(rational expectations)理論認為理性的投資者能充分利用所得到的資訊，並做出最佳的預期。而 Fama (1970)亦提出效率市場假說(efficient market hypothesis)的理論，說明大多數的投資人是理性的且會追求最大利潤，並且不放棄任何看似有用的資訊，而影響股票價格的資訊皆能反應在股價上；即使某些投資人在面對資訊時可能會過度反應或沒有反應，市場套利機制也能使價格修正至理性價格，因此投資人不能利用已存在之資訊來獲取超額的報酬。故在效率市場下，投資人可迅速且完全地將財務報告中所隱含的資訊的反應於股價上。

然而實際上是市場並非是有效率的；而投資人亦非是理性的且往往不能及時的反應財務報告所內涵的盈餘資訊，從而有資訊反映延遲的現象。過去文獻亦指出市場是無效率的，且盈餘宣告後股價反映不足亦是股票市場上持續存在的現象(Ball and Brown 1968; Fama 1998)，即盈餘宣告後股價持續反映(post-earnings announcements drift, PEAD)。而最近的文獻則多以投資人注意力有限的觀點來探討投資人對盈餘資訊反應不足的現象，認為投資人對標的公司之未預期盈餘反應不足的原因是因為投資人的認知與注意力是有限的(Hirshleifer et al. 2009; DellaVigna and Pollet 2009)。因此當投資人在面對許多資訊時，僅能有選擇的去分配注意力，並專注於特定的資訊上，而對未注意的資訊反應不足。

故當投資人在面對許多資訊且注意力有限時，如何吸引投資人之注意力就非常的重要，因其攸關於投資人進行投資決策。過去文獻指出，較突出、較易看（聽）到與較容易處理的資訊更能攫取投資人的注意力(Yantis and Jonides

1990; Hirshleifer and Teoh 2003)。亦即當資訊越容易被吸收時，表示投資人能更快的解讀資訊所隱含的意義並依所得到的資訊進行決策，進而將投資決策反應在股價上。

而台灣證券交易法第三十六條雖規定上市櫃公司須在法定期限內向主管機關申報財務報告，並公開於公開資訊站<sup>1</sup>；但投資人若未注意到公司已申報財務報告，則投資人就不會利用該資訊進行決策。文獻顯示公司經由公開資訊站申報財務報告，雖可使投資人更即時取得公司財務報告而將其內涵資訊反應在股價上；但股票市場依然存有盈餘宣告後股價持續反映的現象(林靖傑與莊素增 2011)。而事實上，台灣各公司申報財務報告的時間也並不一致，且又多集中於期限前申報，使得投資人難以在第一時間注意公司的財務報告(林慧珊 2017)。因此，因為投資人的注意力是有限制，所以在公司申報財務報告時候，可能無法立即且完全解讀盈餘所內涵的資訊並將其反應於股價上。

而投資人除自行上網查閱外，大多依賴媒體來取得所需要之資訊，如報章雜誌及電視新聞。過去文獻亦指出當有媒體報導之公司能吸引投資人的注意力(洪家瑜 2010)，且其財務報告的資訊內涵也越高(許書偉與江承霖 2017)。因此，本研究進一步探討在公司財務申報日時，其資訊經由媒體報導受否更能吸引投資人注意力，進而將財務報告中隱含的資訊反應於股票市場上的股價上。故本文以投資人於股票市場上的反應去探討媒體報導與財務報告之市場反應。

---

<sup>1</sup>台灣證券交易法第三十六條規定發行有價證券之公司，除經主管機關核准者外，應依下列規定公告並向主管機關申報：一、於每會計年度終了後三個月內，公告並申報經會計師查核簽證、董事會通過及監察人承認之年度財務報告。二、於每半會計年度終了後二個月內，公告並申報經會計師查核簽證、董事會通過及監察人承認之財務報告。三、於每會計年度第一季及第三季終了後一個月內，公告並申報經會計師核閱之財務報告。四、於每月十日以前，公告並申報上月份營運情形。

## 第二節 研究目的

國外研究指出因投資人注意力有限，故若有許多公司同時發佈其盈餘資訊時，投資人會受到其他公司之盈餘資訊所影響，而分散注意力(Hirshleifer, Lim, and Teoh 2009)。然而若財務申報資訊經由媒體報導可吸引投資人的注意力，使投資人將注意力放置在被報導的公司，進而驅使投資人進行投資決策(洪家瑜 2010；許書偉與江承霖 2017)。因此，若媒體有報導年度財務報告申報資訊應能吸引投資人的注意力，從而有較大的市場反應，且其財務報告具有較高之資訊內涵。

然而過去研究指出自我選擇可能使得研究結果的推論範圍受限，而造成研究結果有所偏誤。例如 Michaely, Rubin, and Vedrashko(2016)發現，若未考慮樣本自我選擇的特性，則會使研究結果有所偏誤，公司特質會影響樣本並非隨機分配，而造成樣本間的特性有明顯的差異性，此時比較兩組的樣本並進行分析則研究結果會有所偏誤。換言之，公司申報財務報告時有媒體報導之樣本除了有媒體報導外，將同時具備某些相同的公司特質，而這些特徵也會影響市場對於公司申報資訊的反應。因此，若未處理樣本間的異質性的問題，則研究結果可能因自我選擇而有所偏誤，故本文係探討媒體報導對年度財務報告申報資訊內涵之影響，並考量自我選擇之問題。綜上所述，本研究之研究目的為媒體報導是否會吸引投資人注意力，從而影響年度財務報告申報的資訊內涵，並考量自我選擇之影響。

### 第三節 研究架構

本研究之研究架構共分為五章，各章內容簡述如下：

#### 第壹章 緒論

緒論包含本研究之背景與動機、研究目的以及研究架構。

#### 第貳章 文獻回顧

文獻回顧包含盈餘宣告與財務報告之資訊內涵、投資人注意力、媒體報導與市場反應以及自我選擇之問題及處理共四部分。

#### 第參章 研究設計

研究設計包含觀念性架構圖、本研究之假說、樣本選取與資料來源、實證模型以及變數定義與衡量。

#### 第肆章 實證結果與分析

此章係將本研究所蒐集之樣本資料進行敘述統計分析、迴歸分析，並說明以及分析實證之結果

#### 第伍章 結論

本章係根據實證之結果提出結論，並說明本研究限制、研究貢獻以及未來研究建議。

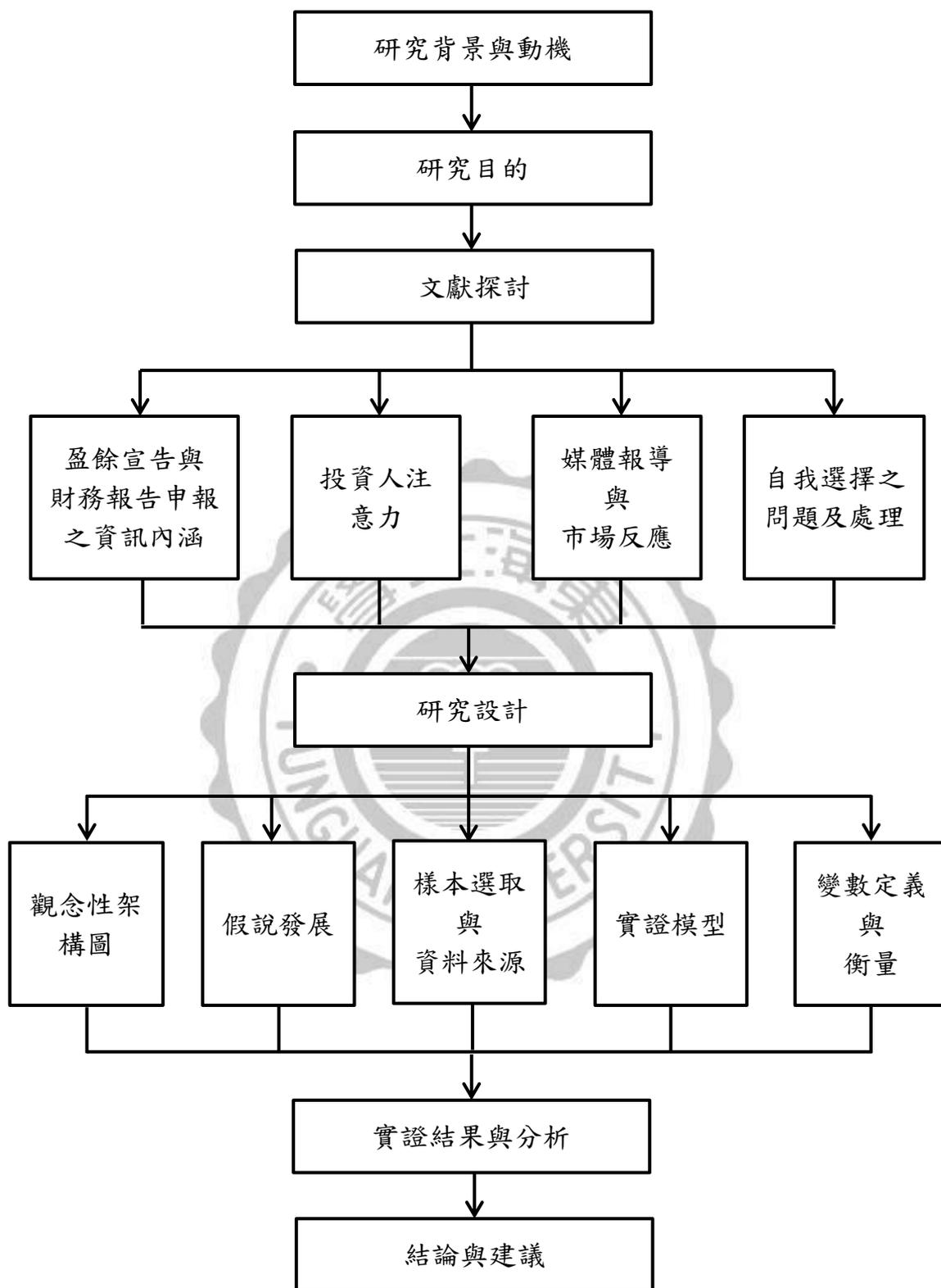


圖 1-1 研究架構圖

## 第貳章 文獻探討

### 第一節 盈餘宣告與財務報告之資訊內涵

#### 一、盈餘宣告之資訊內涵

Beaver (1968) 認為盈餘宣告的時候，股價與交易量會有所變動，並提出資訊內涵之概念。作者將資訊內涵定義為若公司所發布之新資訊能使投資人改變對該公司未來股票報酬率之預期，並且影響市場的價格，則可稱該資訊是有資訊內涵。作者分別以股票交易量與股票報酬變異數衡量年度盈餘宣告的資訊內涵，並以 1961 年到 1965 年之 143 家上市公司為研究對象，共計 506 個樣本。實證結果發現，在盈餘宣告週的前後 8 週之異常報酬變異數大於非宣告週的變異數，且於宣告前後 8 週也皆有異常交易量的情況，表示盈餘宣告是有資訊內涵的。

Landsman and Maydew (2002) 探討於 Beaver (1968) 研究發表後三十年之盈餘是否仍具有資訊內涵。隨著經濟環境日趨複雜，造成公司之創新技術的變革與無形資產的增加，然而會計卻不及這些變化的速度，從而有眾多研究質疑盈餘是否具有資訊內涵 (Brown, Lo, and Lyset 1999; Collins, Maydew, and Weiss 1997)。因此作者以 Beaver (1968) 所研究之股票異常報酬波動與股票異常交易量檢驗 1972 到 1998 年間之季盈餘是否仍具有資訊內涵。研究結果顯示季盈餘資訊仍具有資訊內涵，表示盈餘資訊並未隨時間的推移而降低，且更顯示季盈餘之資訊內涵隨著時間的推移而增加。

DeFond, Hung, and Trezevant (2007) 探討市場參與者是否確實使用盈餘宣告所內涵的資訊，以及辨認財務報導環境因素，及其對盈餘宣告資訊內涵的影響。作者利用短窗期的方式進行研究，樣本取自 26 個國家共 50000 多筆年度盈餘宣告。研究結果發現盈餘的品質越高、投資人保護法規的強制力越強時，年度盈餘宣告的資訊性就越高；期中財務報導發佈地越頻繁，年度盈餘宣告的資訊性就越低。

Landsman, Maydew, and Thornock (2012) 同樣以股票異常報酬波動與股票異常交易量探討強制採用 IFRS 之年度盈餘宣告的資訊內涵。並以採用當地會計準則的 11 個國家與強制採用 IFRS 的 16 個國家為其研究樣本。研究結果發現強制採用 IFRS 之國家的股價異常報酬波動幅度和股價異常交易量皆為增加，

表示相較於沒有採用 IFRS 之國家，採用 IFRS 國家之公司的盈餘宣告的具有較大的資訊內涵。此外，研究亦發現在強制採用 IFRS 後，盈餘報告延遲的情況會減少，並分析師追蹤人數和國外投資會有增加的現象。

## 二、財務報告之資訊內涵

Foster III and Vickrey (1978) 指出證券交易委員會(states securities and exchange commission，簡稱 SEC)要求公司於 10-K 中所揭露之資訊需比於揭露於年度報告(ARS)中有更多之資訊，因此作者欲檢視 10K 中的增額資訊是否具有資訊內涵。研究結果發現整體市場會利用 10-K 中所揭露的增額資訊於市場中制定證券的均衡價格，表示於 10-K 中所揭露之增額資訊具有資訊內涵。

Amir and Livnat (2005)表示美國的上市公司大約會有 80%會於向 SEC 申報定期報告(10Q/K)之前會事先以新聞稿之方式公布盈餘資訊給投資大眾；但是僅會向 SEC 申報定期報告而不會先行公佈盈餘資訊的新聞稿之上市公司僅有約 8%的；其餘約 12%則採用有時會發佈，有時不會發佈的混合策略。過去關於市場對盈餘資訊反應的研究，其資料多取自 Compustat 資料庫，從而忽略了僅向 SEC 申報定期報告的公司，因此，作者以與僅之公司為研究對象，以探討兩者首次發佈盈餘宣告之市場反應是否有所不同。研究結果顯示，僅向 SEC 申報定期報告之公司其市場反應的顯著性弱於有預先發佈初步盈餘宣告之公司，表示公司預先發佈初步盈餘宣告會比向 SEC 申報定期報告更受到投資人注意。

林靖傑與莊素增(2011)探討台灣在成立公開資訊觀測站後，財務報表之年度盈餘宣告透過網路申報後的市場反應。作者分別以交易量、股價報酬、異常報酬三個變動量衡量成立公開資訊觀測站後申報年度財務報表的市場反應。實證結果顯示，在公開資訊觀測站成立後，無論是在交易量、股價報酬或是異常報酬方面皆有顯著的影響，且雖存有盈餘宣告後股價持續反應的現象，但相對成立前的幅度較小。表示透過網路申報財務報表，有助於投資人降低資訊取得的成本及減少市場對資訊的反應時間。

顏信輝、張瑀珊與鄭力尹(2016)探討在直接採用 IFRS 後對公司年度財務報表宣告事件與盈餘數字資訊內涵的影響。作者以 2010 至 2011 年為非直接採用 IFRS 期間；以 2013 年為直接採用 IFRS 期間，並以兩期間之上市櫃公司為研究樣本。研究結果顯示，直接採用 IFRS 後公司股價異常波動幅度小於非直接採用 IFRS 期間，表示在全面直接採用 IFRS 後，財務報告之資訊內涵較高。

## 第二節 投資人注意力

### 一、心理學之注意力理論

Stroop (1935)於實驗中要求受測者念出與文字所印刷的顏色，然而此文字的字義顏色與其所著之顏色並不相同，例如：文字「黃色」的印刷顏色藍色，此時文字之自義與其所印刷之顏色不相同而受測者於實驗時，需念出黃色，此時字義便會干擾受測者的認知，使反應時間變長。最後實驗結果發現，相較於字義與印刷色相同，受測者對字義與印刷色不同的反應時間較長。心理學及稱此為斯特魯普效應(Stroop Effect)。

Broadbent (1958)提出瓶頸理論，認為注意力為一個具有選擇性的過濾器，因此當感官接收到刺激的時候會先攔截住不需要的刺激輸入，且同時的傳輸認為有需要之訊息至意識中。表示注意力可過濾所接收到的訊息，讓個體只接收認為較重要之訊息。

Cherry (1953)進行雙耳分聽實驗(dichotic listening with shadowing)，是瓶頸理論所倚重的典範，受測者在實驗時會同時在左耳與右耳聽到不同的訊息，然而受測者被要求僅能注意一中個耳朵的訊息，並且複誦該耳朵的訊息內容，另一個耳朵所聽到的訊息則不用注意與複誦。實驗結果發現，受測者幾乎無法複誦未注意之耳朵的訊息內容。

Kahneman (1973)提出容量模式，並視注意力是分類以及辨別刺激的認知資源(cognitive resources)，且此認知資源並非是無限的。作者認為個人需要認知資源去處理所接受到的刺激，因此若面對的刺激愈複雜，便需要更多的認知資源；若通時面對許多複雜與困難的刺激時，認知資源便會消耗殆盡。因此在認知資源有限的情形下，若個人同時面對大量且複雜的刺激時，會因會無法在同時間處理大量的複雜資訊，而做出選擇，從而僅處理最重要的資訊。

Johnston and Heinz (1978)提出多元理論，係綜合瓶頸理論與容量理論而發展出來。作者認為人類可自由的選擇把瓶頸致於早期或晚期的選擇，其中早期的選擇係指把瓶頸放置在辨認之前；晚期的選擇係指把瓶頸放置在語意分析之後。然而，與早期的選擇相比晚期的選擇需要耗費較多心力。故多元理論強調人類注意力之控制可有彈性的依外部環境而對注意力做最適的處理。

## 二、投資人注意力與市場反應

Hirshleifer and Teoh (2003)探討公司資訊呈現方式的選擇企業以及投資者注意力和處理能力有限的情況下，不同呈現方式對市場反應的影響。作者認為投資人之注意力與處理能力是有限的，故當資訊呈現的形式較顯著且也較容易處理時，比起較不顯著以及僅僅隱含於公開資訊中之資訊更容易被投資人所吸收。研究結果顯示，投資者注意力為有限時，公司資訊呈現方式的不同會影響市場上的價格，而投資人亦會傾向比較容易理解的資訊。

Hirshleifer et al.(2009)認為人的反應只能專注一件事，而不能一心二用，才能有效的處理其他事情，因此在有許多不相關資訊出現時，可能造成投資者注意力的分散，而導致對特定公司相關資訊的反應不足，故提出「投資人分心假說」。當投資人致力於處理特定公司盈餘宣告消息並理解其對公司獲利能力的影響時會受到其他公司宣告消息的阻礙，使得投資人將注意力轉移到其他公司，此時投資人對特定公司盈餘宣告消息所反映的股價與交易量會較低。研究結果發現，在宣告日時，當其他公司有較多盈餘宣告，且盈餘宣告為互為競爭的情況下，在宣告日會對公司未預期盈餘的反應較弱、與較低的交易量，以及較大的盈餘宣告後股價持續反應，支持投資人分心假說。

DellaVigna and Pollet (2009)為探討投資人的注意力為有限時是否會影響股票的報酬率，因此作者以星期五的盈餘宣告與非星期盈餘宣告以比較市場對未預期盈餘的反應。若星期五會分散投資人的注意力從而降低決策品質，則投資人對星期五盈餘宣告之未預期盈餘的反應會較小，而盈餘宣告後股價持續反應的程度會大於非星期五宣告的盈餘資訊。研究結果顯示，投資人對星期五宣告之盈餘資訊的立即反應較小但盈餘宣告後股價持續反應的程度會較大，支持作者假說，表示投資人因注意力是有限的，且會於周五時會因週末到而分心，導致投資人對週五之盈餘資訊反應不足。

Frederickson and Zolotoy(2016)以投資人注意力有限的觀點探討當投資者面臨許多盈餘宣告，且盈餘宣告為互為競爭的情況下，投資者在排列公司盈餘宣告處理順序的因素，作者研究兩個可能的排列因素，一為盈餘宣告公司的公司知名度，二為處理盈餘宣告時的預期成本。研究結果發現當有許多其他公司與特定公司的宣告日為同一天時候，若有越多的公司排列在特定公司前面，則會減少對特定公司之當日未預期盈餘影響，並增加未預期盈餘宣告後股價持續反應，結果支持盈餘宣告公司的知名度具有排列效應，且無明顯證據支持預期盈餘宣告的處理成本具有排列效應。

### 第三節 媒體報導與市場反應

Peress (2008)探討投資人注意力不集中是否會導致對於盈餘資訊反應不足從而有盈餘宣告後股價持續反映的現象。故作者以媒體曝光度作為衡量投資人注意力之代理變數，並比較同公司於同年度所宣告之盈餘資訊，且其未預期盈餘也相同之盈餘宣告。研究結果發現若資訊被華爾街日報報導的次數越多，即盈餘宣告之媒體曝光度較高，則公司宣告盈餘資訊時，其交易量會較大且盈餘宣告後股價持續反映程度較小。

Lu, Wei, and Tsai(2012)探討於盈餘宣告日前，質化（淨樂觀程度）媒與量化（被提到的次數）之媒體報導對股票市場反應之影響，並以台灣上市公司作為研究對象。研究結果顯示，在盈餘宣告日前之媒體曝光度與新聞內容所表達的情緒，會顯著影響盈餘宣告期間的累積異常報酬。另外，作者亦考量周末對投資人之影響，研究結果表示，相較於其他交易日宣告盈餘資訊的公司，在周末宣告盈餘資訊的公司的累積異常報酬較低。表示投資人於週末時較容易分心。

Frederickson and Zolotoy(2016)以投資人注意力有限的觀點探討當投資者面臨許多盈餘宣告，且盈餘宣告為互為競爭的情況下，投資者是否會依公司知名度排列公司盈餘宣告的處理順序。作者以公司廣告費用、媒體曝光度、分析師關注性以及公司規模做為公司知名度的代理變數。研究結果發現當有許多其他公司與特定公司的宣告日為同一天時候，若有越多的公司排列在特定公司前面，則會減少對特定公司之當日未預期盈餘影響，並增加未預期盈餘宣告後股價持續反應，結果支持投資人會依盈餘宣告公司的知名度來排列盈餘宣告的處理順序。表示投資人會優先處理公司知名度較高之公司的盈餘資訊。

許書偉與江承霖 (2017)探討媒體報導對年度資訊內涵之影響並以股票的異常報酬波動和股票的異常交易量來衡量財務報告申報資訊內涵。研究結果顯示在公司申報財務報告申報時，有媒體報導公司申報財務報告之資訊相較於沒有媒體報導，有媒體報導之財務報告具有較高的資訊內涵。此外，若媒體報導公司申報財務報告之資訊篇數越多，則其資訊內涵亦越高。

#### 第四節 自我選擇之問題及處理

Lennox, Francis, and Wang(2012)回顧了 75 篇主要期刊之相關會計文章發現，在以 Heckman (1979)兩階修正段估計法(Heckman two-stage approach)處理自我選擇問題時，容易因為選擇模型設定上些微的差異，導致研究結果產生不同的結果。此外，作者亦發現在建立第一階段選擇模型(choice model)時，若內生變數(解釋變數)與所選擇之控制變數關係很弱時，則採用兩階段估計法所估計之研究結果，其偏誤情形會比採用最小平方方法還嚴重。故作者認為兩階段估計法容易因為選擇模型設定之些許差異而改變估計結果，從而較欠缺穩健性，因此建議使用最大概似法處理自我選擇問題。

李建然與林秀鳳(2013)探討在控制自我選擇偏誤之下，台灣四大會計師事務所之審計品質是否會比非四大會計師事務所好。作者以內生性二元處理模型(Endogenous Binary Treatment Model,EBTM)最大概似法(maximum likelihood estimator)、EBTM 兩階段估計法(two-stage approach)及固定效果回歸模型(fixed effect regressing model)分離自我選擇效果。實證結果顯示，研究樣本的確有自我選擇問題，若未分離自我選擇效果，則將無做出穩健結論且實證結果相當分歧；而在以多種估計模型處理自我選擇問題後，台灣四大會計師事務所之審計品質優於非四大會計師事務所。顯示當樣本資料有自我選擇問題時，控制自我選擇偏務的重要性。

廖秀梅、湯麗芬與李建然(2016)探討董監事暨重要職員責任保險(Directors'and Officers'liability insurance，簡稱 D&O 保險)與盈餘穩健性間的關聯性，此外，作者亦探討若公司於海外募資所面臨的訴訟風險增加時，是否會造成 D&O 保險與盈餘穩健性間的關聯性有所差異。研究結果發現，購買 D&O 保險之決策係為公司的自我偏好，因此作者以 EBTM 最大概似法並輔以 Heckman (1979)兩階段修正估計法及傾向分數配對法(propensity-score matching method)處理自我選擇問題。實證結果發現，以傾向分數配對法分離自我選擇效果會造成研究樣本大幅減少，而使研究結果較不具代表性；而以其他估計方法處理自我選擇問題後，顯示公司購若購買 D&O 保險，則該公司之盈餘品質的穩健性較高，且並未有穩健地證據支持公司海外募集資金的活動會造成 D&O 保險與盈餘穩健性間的關聯性有所差異。

Michaely et al. (2016)探討造成對週五所發布之宣告資訊反應不足之結論是否受自我選擇之影響。作者提及公司的特質會影響樣本並不是隨機地被分成週五宣告與非週五宣告兩種類型，而若特質為不可觀察公司特質時，則以公司特

質配對公司之方式、工具變數(instrumental variables)以及 Heckman (1979)兩階段估計法等研究方式，雖能解決部分樣本異質性的問題，但卻難以分離出不可觀察之公司特質所造成的影響。因此作者另提出兩階段程序的研究方式，以處理因公司不可觀察之特質所造成之自我選擇問題。而作者亦指出若研究包含多種主題時，僅採用單一固定效果可能無法完全分離自我選擇效果；作者同樣指出，虛擬變數之固定效果會減少樣本量，若研究屬樣本量較少的事件型研究，如現金增資、買回庫藏股等，可能使模型之檢定力降低；此外，若固定效果又與實驗變數進行交互效果時，則對模型檢定力之影響會加劇。因此固定效果模型雖可控制公司不可觀察之特質所造成之自我選擇偏誤，但若研究包含多種主題且樣本量較少時，可能難以完整校正自我選擇偏誤。



## 第參章 研究設計

### 第一節 觀念性架構

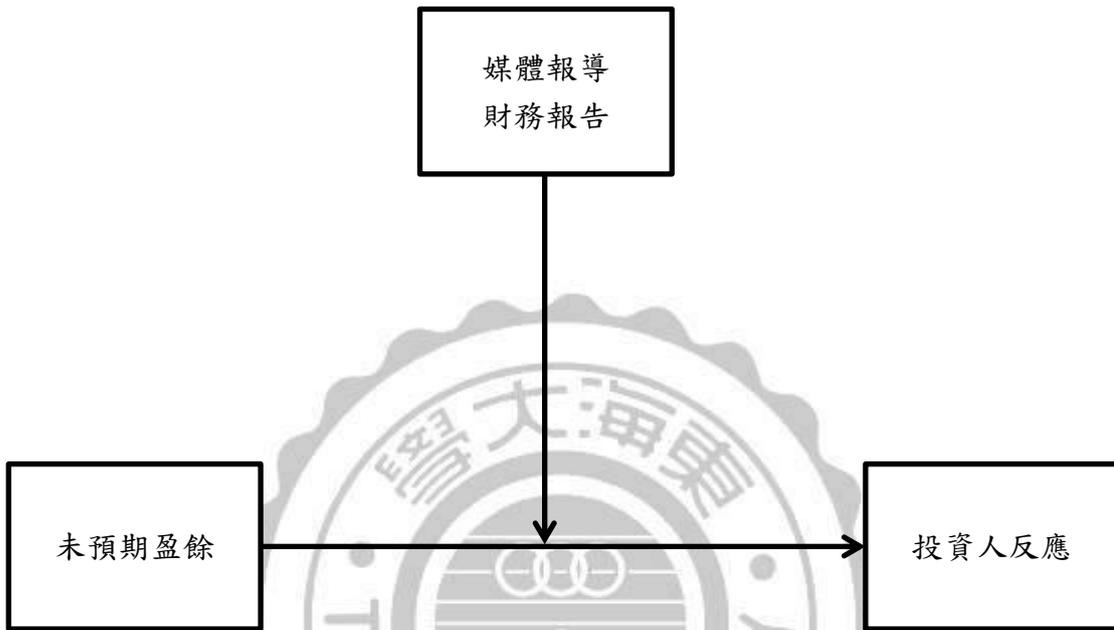


圖 3-1 觀念性架構圖

## 第二節 研究假說

財務報告是投資人預測公司前景及營運狀況的重要資訊來源之一。因財務報告具有資訊內涵，所以當公司公告財務報告時，投資人會根據財務報告所提供的內容進行投資決策 (Beaver 1968; 林靖傑與莊素增 2011)。此外，無論是年度、季度(May 1971) 的財務報告或是不同國家的財務報告 (DeFond et al. 2007)，皆會影響市場參與者的決策行為。也就是說，財務報告所內涵的資訊是投資人進行投資決策時的依據之一。

然而投資人並不能及時的反應財務報告所內涵的盈餘資訊。根據效率市場理論，市場參與者能將盈餘資訊即時且完全的反應在股價上(Fama 1970)；但實際上，盈餘宣告後股價反映不足卻是股票市場持續存在的現象 (Ball and Brown 1968; Hirshleifer et al. 2009; DellaVigna and Pollet 2009)。也就是說，當標的公司公告財務報告時，投資人無法立即且精確地對財務報告所內涵的資訊進行判斷進而調整投資的決策，造成市場對標的公司之盈餘資訊反應不足，而從盈餘資訊宣告日延遲到盈餘資訊宣告後的期間反應，相關文獻稱此現象為盈餘宣告後股價持續反映(post-earnings announcements drift)。而最近的文獻則以投資人注意力有限的觀點探討投資人對盈餘資訊反應不足的現象(DellaVigna and Pollet 2009; Hirshleifer et al. 2009; Frederickson and Zolotoy 2015)。

心理學指出因注意力是一種稀少的認知資源，所以當一個人同時處理多種資訊或執行多種任務時績效會受影響(Stroop 1935; Tversky and Kahneman 1973)。由於個人的注意力是有限的，所以當一個人在面對許多資訊時，僅會關注相關或重要資訊並過濾掉不相關或不重要的資訊(Broadbent 1958; Cherry 1953)。綜言之，因為注意力是有限的，所以個人會有選擇的去分配注意力，並將注意力集中於特定的想法或資訊上，而較未被注意的其他想法與資訊則會被迅速遺忘或忽略。

而在股票交易市場中，投資人在處理公司盈餘資訊時會因注意力的限制而會受到其他公司盈餘資訊的阻礙。相關研究顯示，當投資人的時間、認知與注意力是有限時，會使得投資者被其他公司的盈餘資訊所吸引，而減少對標的公司財務報告的關注並忽略財務報告所隱含的資訊，也就是對標的公司之未預期盈餘反應不足(Hirshleifer et al. 2009; DellaVigna and Pollet 2009)。因此，注意力的限制使投資人易被無關的資訊所干擾，而忽略或無法立即解讀盈餘所帶來的資訊，造成投資人對未預期盈餘反應不足及盈餘宣告後股價持續反應。

因投資人的注意力有限，所以會被其他公司的盈餘資訊所干擾進而分心，然而資訊刺激程度的不同對投資人而言，亦有不同的反應程度。當資訊較突出、較易看（聽）到與較容易處理時，投資人會更容易吸收，且也更能攫取投資人的注意力(Yantis and Jonides 1990; Hirshleifer and Teoh 2003)。此外，人們在進行決策時，會傾向利用容易記起的資訊，而資訊容易記起與否跟媒體報導具有關聯性(Kahneman 2011)。相關研究顯示，經由媒體報導的資訊能吸引投資人的關注進而做出決策(洪家瑜 2010； Barber and Odean 2007)；且經由媒體報導的公司，其財務報告具有較高的資訊內涵(許書偉與江承霖 2017)。而在有許多其他公司宣告其盈餘資訊時，投資人處理盈餘資訊的順序，也會優先處理媒體曝光度較高的公司(Frederickson and Zolotoy 2015)。因此經由媒體報導的資訊更能吸引投資人的注意力，並且增加對該公司財務報告的熟悉感，進而將其投資決策反應在股價上。

綜上所述，由媒體報導的資訊能吸引投資人注意力，而減少投資人的分心情況。因投資人注意力有限，故在進行決策時會被其他公司的盈餘資訊所分心，而無法立即解讀標的公司財務報告所帶來的資訊；然而當資訊經由媒體報導時能吸引投資人注意力，使投資人進一步分析財務報告所隱含資訊，並將其反應於股價上。不同於國外公司之盈餘宣告，台灣因法規因素，投資人以財報報告作為決策的依據。因此，建立假說如下：

H：公司年度申報財務報告若有媒體報導會提高投資人對未預期盈餘之注意力。

### 第三節 樣本選取與資料來源

本研究探討媒體報導公司年度財務報告申報之市場反應，並以投資人注意之觀點。公司財務報告申報的媒體報導資料是以人工之方式逐一蒐集後再整理故本研究以 2014 至 2017 年為研究期間，並以各上市櫃公司於「公開資訊觀測站」上所登錄之年度財務報告申報日作為事件日；相關財務資料期間為 2013 至 2016 年，因各公司所上傳之年度財務報告係為前一年度，故相關財務資料即以媒體所報導該年度之財務報告作為資料期間。

本研究以台灣上市櫃公司為研究對象，媒體報導資料取自 UDN 聯合知識庫及知識贏家資料庫，其中包含聯合報、經濟日報、中國時報、中時晚報、聯合晚報及工商時報等六間媒體之資料，並以人工之方式蒐集自事件日<sup>2</sup>到事件日後的 2 個交易日，共 3 個交易日中報導內容有年度財務申報資訊之新聞<sup>3</sup>；其他公司相關財務資料則取自公開資訊觀測站與台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal, TEJ)。

表 3-1 為本研究之樣本篩選過程，原始樣本資料為 2014 至 2017 之上市櫃公司，樣本數為 5731 筆；首先排除金融、保險、證券業、存託憑證、非曆年制，共計 89 筆；刪除未於法定期限內申報財務報告之樣本公司，共計 71 筆；最後刪除無法計算出異常報酬與相關財務資料之遺漏值，共計 68 筆；最終樣本數為 5503 筆樣本資料。表 3-2 為本研究之產業分布表，電機機械產業佔整體樣本的比例最高，約為 14.14%，其次為生技醫療產業，約為 8.78%。

表 3-1 樣本篩選過程

研究期間：2014 至 2017 年	
上市櫃公司原始觀察值	5731
減：金融、保險、證券業、存託憑證及非曆年制	(89)
未依法令規定申報之樣本	(71)
遺漏值	
無法計算出異常報酬之樣本公司	(43)
相關財務資料遺漏之樣本公司	(25)
最終觀察值	5503

<sup>2</sup> 本研究之事件日係為台灣上市櫃公司於公開資訊觀測站上所登錄之年度財務報告申報日，期間為 2014 至 2017 年。

<sup>3</sup> 新聞報導內容包含合併營收、營業淨利（損）、本期淨利（損）、稅後純益（損）、每股純益（損）、每股盈餘等，即視為年度財務申報資訊之新聞。

表 3-2 產業分布表

產業名稱	次數	百分比(%)
化學工業	455	8.27
文化創意業	340	6.18
水泥工業	287	5.22
半導體	150	2.73
生技醫療	483	8.78
光電業	105	1.91
汽車工業	249	4.52
油電燃氣業	28	0.51
建材營造	24	0.44
玻璃陶瓷	44	0.80
食品工業	18	0.33
紡織纖維	305	5.54
航運業	195	3.54
通信網路業	96	1.74
造紙工業	91	1.65
貿易百貨	89	1.62
塑膠工業	121	2.20
資訊服務業	6	0.11
橡膠工業	311	5.65
鋼鐵工業	400	7.27
觀光事業	101	1.84
農業科技	309	5.62
電子商務	27	0.49
電子通路業	152	2.76
電子零組件	64	1.16
電腦及週邊	13	0.24
電器電纜	145	2.63
電機機械	778	14.14
其他電子業	47	0.85
其他	70	1.27
合計	5503	100

## 第四節 實證模型

本研究目的係為驗證媒體報導財務報告是否能吸引投資人注意力，並在市場有所反應。許書偉與江承霖 (2017)之研究探討投資人對媒體報導年度財務資訊之反應，並以股票的異常報酬波動與異常交易量衡量投資人的反應。本研究針對投資人對媒體報導年度財務資訊之未預期盈餘的反應，並以累積異常報酬衡量投資人的反應。過去研究指出，若未考慮樣本自我選擇的特性，則研究結果會有所偏誤。由於公司特質並不是隨機地被分成公司申報資訊有媒體報導與沒有媒體報導兩種類型，因此兩種類型的樣本其特性會有明顯的差異性，而這些公司特徵亦會影響市場對於公司申報資訊的反應。換言之，若未考慮樣本自我選擇的特性，意即沒有妥善處理樣本間的異質性的問題，則研究結果可能僅為公司的特質所造成，導致在檢驗媒體報導對年度財務報告申報資訊內涵之影響時有所偏誤。

本研究為處理媒體報導可能產生的自我選擇問題，參考 Michaely et al. (2016)之研究設計分為兩部分驗證本研究假說。首先不考慮自我選擇的問題，初步測試媒體報導財務報告是否能吸引投資人注意力；其次以兩階段的方式處理自我選擇的問題。以下針對各部分之研究模型進行說明。

### 一、初步測試

為檢驗媒體報導財務報告是否能吸引投資人注意力，並在市場有所反應。本研究參照 Hirshleifer et al. (2009)之實證模型進行初步測試，其研究模型如下：

$$CAR_i = \alpha_0 + \alpha_1 UE_i + \alpha_2 Coverage_i + \alpha_3 (UE_i \times Coverage_i) + \sum_j \lambda_j CONTROLS_{ij} + \varepsilon \quad (1)$$

其中， $i$  為公司； $CAR$ 為累積異常報酬； $UE$ 為未預期盈餘之分組，由小到大大共分為十組； $Coverage$ 為媒體有無報導財務報告之虛擬變數。

由式(1)中，公司申報資訊有無媒體報導與未預期盈餘的交乘項( $UE_i \times Coverage_i$ )之係數 $\alpha_3$ 表示，公司申報資訊有媒體報導時，投資人對未預期盈餘的反應程度。因此，本研究預期 $\alpha_3$ 顯著為正，初步支持假說，表示在財務申報

日，公司申報資訊有媒體報導與沒有媒體報導的相比，更能吸引投資人的注意力，而使投資人對公司申報資訊的未預期盈餘反應較大。

## 二、自我選擇(Self-Selection Bias)的考量

過去研究指出自我選擇可能使得研究結果的推論範圍受限，造成研究結果有所偏誤。自我選擇係指樣本在特定的組別中並非隨機分佈，造成某一組別與另一組別的樣本特性有明顯的差異性，此時比較兩組的樣本並進行分析則研究結果會有所偏誤。以本研究之情境而言，如果公司的特質會影響樣本的分佈，意即樣本並不是隨機地被分成有媒體報導與沒有媒體報導兩種類型，將造成實驗組與對照組（有媒體報導的公司和沒有媒體報的公司）間存在可觀察和不可觀察特質的差異，而這些特徵也會影響市場對於公司申報資訊的反應，從而使得研究結果將同時包含了自我選擇效果(self-selection effect)以及處理效果(treatment effect)兩種效果（李建然與林秀鳳 2013）<sup>4</sup>。

換言之，公司申報財務報告時有媒體報導，這些樣本除了有媒體報導外，將同時具備某些相同的公司特質，如媒體能見度高的公司或其他可觀察與不可觀察到的公司特質，使得樣本並非隨機組成。若未處理兩組樣本內，樣本公司可觀察及不可觀察的異質特性，意即如未分離自我選擇效果，則研究結論會有所偏誤。

過去文獻多以 Heckman (1979)兩階段估計法、最大概似法、傾向分數配對法或固定效果迴歸模型處理自我選擇問題。然而 Lennox et al. (2012)認為兩階段估計法容易因為選擇模型設定之些許差異而改變估計結果。Michaely et al. (2016)亦提出上述方法雖能解決部分樣本異質性的問題，但卻難以分離出不可觀察之公司特質所造成的影響。因此本研究參考 Michaely et al. (2016) 之研究設計，以兩階段的方式檢視研究結果是否受自我選擇的影響，並於表 4-3 列示各階段之目的與研究樣本。

第一階段之目的在檢驗投資者對經媒體報導之未預期盈餘反應較大之結果是否受到媒體報導與否之公司間異質性差異的影響。為檢驗樣本異質性的程度，本研究在此階段僅限於公司申報財務報告時沒有媒體報導的樣本 ( $Coverage_i$  為 0 之樣本)，並以虛擬變數  $Reported_i$  進行迴歸分析。當  $Reported_i$

---

<sup>4</sup> 僅用最小平方法所估計之研究結果將同時包含自我選擇效果(self-selection effect)及處理效果(treatment effect)，而處理效果才是反應媒體報導對年度資訊內涵之影響效果（李建然與林秀鳳 2013）。

為 1 時表示公司於研究期間至少有一個財務申報資訊有媒體報導過，否則為 0。換言之，此一階段之樣本為申報時媒體沒有報導，但研究期間內，有些公司財務報告之申報媒體曾經報導，其他公司之申報則媒體未曾報導。其研究模型如下：

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 UE_i + \beta_2 Reported_i + \beta_3 (UE_i \times Reported_i) + \sum_j \eta_j CONTROLS_{ij} + \varepsilon \quad (2)$$

式(2)未預期盈餘與公司有無媒體報導過的交乘項( $UE_i \times Reported_i$ )之係數 $\beta_3$ 代表，公司特質為有媒體報導公司時，投資人對未預期盈餘的反應程度。亦即，藉由 $Reported_i$ 變數，樣本可分為有媒體報導公司（公司至少有一個財務申報資訊經由媒體報導）與沒有媒體報導公司兩種類型，且在研究樣本僅限於公司財務申報資訊時沒有媒體報導之樣本，可比較兩類型中投資人對於未經媒體報導之申報資訊的反應。

如果資訊經由媒體報導能吸引投資人的注意力，而不是某公司某些特質才會吸引媒體報導，則投資人對這兩種類型公司未經媒體報導的申報之反應應該沒有差異。因此，當 $\beta_3$ 為不顯著時，表示吸引投資人的注意力而造成市場有所反應是因資訊經由媒體報導，而不是因為公司的特質所引起。另一方面，若 $\beta_3$ 顯著為正時，表示投資人對媒體曾經報導樣本之未預期盈餘的反應較大，這表明本研究式(1)之研究結果可能受自我選擇的影響，而且造成式(1)研究結果的原因可能不是財務報告經由媒體報導而吸引投資人的注意力。

本研究第一階段探討投資者的反應是否受到過去媒體報導的影響，亦即處理公司特質差異造成的自我選擇問題，第二階段則試圖解決因實驗組與對照組（有媒體報導的公司和沒有媒體報的公司）間可觀察和不可觀察特質的差異而造成自我選擇之問題。本研究在此階段利用相對同質性的樣本，以檢驗媒體報導公司申報資訊對投資人之影響。亦即，將樣本侷限於公司特質為有媒體報導過的樣本( $Reported_i$ 為 1 之樣本)，並重新執行式(1)之迴歸分析。

此階段係比較相對同質的樣本（曾有媒體報導公司）下，媒體報導公司申報資訊對投資人反應之影響。若未預期盈餘與公司申報資訊媒體報導的交乘項( $UE_i \times Coverage_i$ )之係數顯著為正，則支持假說且研究結果不受自我選擇之影響。換言之，在財務報告申報日，媒體對申報資訊的報導，更能吸引投資人的

注意力，使投資人對公司的未預期盈餘反應較大。相反地，若未預期盈餘與公司申報資訊有無媒體報導數的交乘項( $UE_i \times Coverage_i$ )之係數 $\alpha_3$ 不顯著，則表示沒有足夠的證據說明媒體報導公司申報資訊能吸引投資人之注意力。

表 3-3 兩階段研究方式之目的與樣本彙總表

	第一階段	第二階段
目的	檢測研究結論是否受公司間異質性差異的影響，即檢驗媒體報導的自我選擇對投資人的影響。換言之，媒體會去選擇具有某些公司特性的公司來報導，因此，此階段是為檢驗影響投資人的注意力是因為這些公司特質所引起。	解決因實驗組與對照組間可觀察和不可觀察特質的差異而造成自我選擇之問題，即檢驗在控制不可觀察因素後，媒體報導效果對於投資人注意力之影響。
樣本	樣本限於公司申報財務報告時沒有媒體報導的樣本 $Coverage_i = 0$ 之樣本	利用相對同質性的樣本，即將樣本侷限於公司特質為有媒體報導過的樣本 $Reported_i = 1$ 之樣本

本研究先前的模型均對樣本進行限制，本研究另以下列模型檢驗在全樣本下，媒體報導公司申報資訊能吸引投資人之注意力之研究結論是否受自我選擇之影響而有所偏誤。本研究在式(1)全樣本模型下增加虛擬變數 $Reported_i$ ，用以捕捉公司為有媒體報導過與沒有媒體報導過之公司特質。其研究模型如下：

$$\begin{aligned}
 CAR_i = & \gamma_0 + \gamma_1 UE_i + \gamma_2 Coverage_i + \gamma_3 Reported_i \\
 & + \gamma_4 (UE_i \times Coverage_i) + \gamma_5 (UE_i \times Reported_i) \\
 & + \sum_j \vartheta_j CONTROLS_{ij} + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{3}$$

由式(3)中，公司申報資訊有無媒體報導與未預期盈餘的交乘項( $UE_i \times Coverage_i$ )之係數 $\gamma_4$ 可得知投資人是否會因為公司申報資訊有媒體報導，而對公司未預期盈餘的反應程度較大。若 $\gamma_4$ 顯著為正，則表示在考慮自我選擇問題的情況下，公司於財務申報日之申報資訊有媒體報導時，更能吸引投資人的注意力，而使投資人對公司申報資訊的未預期盈餘反應較大。然而，公司於研究期間被媒體所報導過的次數最少為1次，最多為28次，報導頻率相距甚大，而造成此差距之因素可能為公司之特質，公司被媒體報導過1次與28次相比

其公司特質也有所不同。因此，為更完整的分離出本研究自我選擇之問題，本研究以公司媒體報導頻率 (*Freq\_Reported*) 取代變數媒體報導公司 (*Reported<sub>i</sub>*) 重新執行式(3)，預期結果與式(3)一致。

過去文獻多以固定效果模型來處理公司不可觀察之特質所造成的自我選擇問題(Gormley and Matsa 2013; Coles, Daniel and Naveen 2008; 李建然與林秀鳳 2013)。因此，為加強本研究之結論，本研究以兩種固定效果模型檢驗在全樣本下，媒體報導公司申報資訊能吸引投資人之注意力之研究結論是否受自我選擇之影響而有所偏誤。其一為增加固定產業效果，其二為固定公司效果。研究模型分別如下：

$$\begin{aligned}
 CAR_i &= \mu_0 + \mu_1 UE_i + \mu_2 Coverage_i + \mu_3 (UE_i \times Coverage_i) \\
 &+ \sum_j \rho_j CONTROLS_{ij} + \sum_k \sigma_k INSTURYF_{ik} \\
 &+ \sum_j \dot{\rho}_j (CONTROLS_{ij} \times UE_i) + \sum_k \dot{\sigma}_k (INSTURYF_{ik} \times UE_i) + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{4}$$

$$\begin{aligned}
 CAR_i &= \omega_0 + \omega_1 UE_i + \omega_2 Coverage_i + \omega_3 (UE_i \times Coverage_i) \\
 &+ \sum_l \tau_l FIRMFi_l + \sum_l \dot{\tau}_l (FIRMFi_l \times UE_i) + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{5}$$

由式(4)、(5)中，公司申報資訊有無媒體報導與未預期盈餘的交乘項 ( $UE_i \times Coverage_i$ ) 之係數  $\mu_3$ 、 $\omega_3$  可得知投資人是否會因為公司申報資訊有媒體報導，而對公司未預期盈餘的反應程度較大。因此，本研究同樣預期  $\mu_2$  與  $\omega_2$  顯著為正表示，在考慮自我選擇問題的情況下，公司於財務申報日之申報資訊有媒體報導，更能吸引投資人的注意力，而使投資人對公司申報資訊的未預期盈餘反應較大。

許書偉與江承霖 (2017) 之研究除以媒體有無報導財務報告之虛擬變數進行檢驗外，另以媒體報導財務申報資訊篇數之連續變數檢驗媒體報導的篇數越多是否更能吸引投資人之注意力。因此，本研究將於額外測試以媒體報導財務申報資訊篇數之連續變數 ( $NumCov_i$ ) 取代媒體有無報導財務報告之虛擬變數 ( $Coverage_i$ ) 重新執行迴歸分析以增加本研究之結果的穩健性。

## 第五節 變數定義與衡量

### 一、應變數：累積異常報酬(CAR)

本研究係以投資人注意之觀點探討媒體報導公司年度財務報告申報之市場反應。故本文採用事件研究法並以累積異常報酬衡量投資人於市場上的反應，並以年度財務報告申報日為事件日[t=0]；而事件日至事件日後的2個交易日[t+2]，共3個交易日為事件期[t,t+2]；估計期為事件日前的10個交易日至前的59個交易日[t-59, t-10]，以及事件日後的10個交易日至後的59個交易日[t+10, t+59]，共計100的交易日作為估計期。事件日、事件期和估計期說明如下：

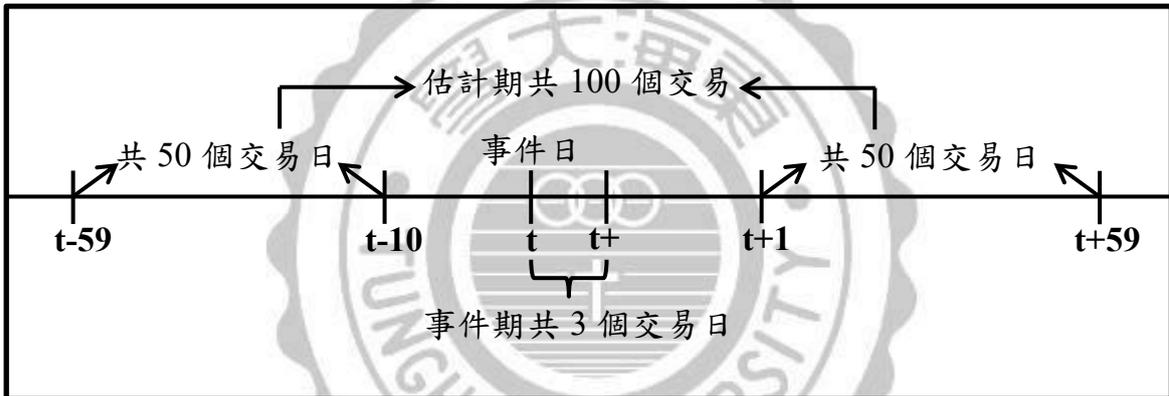


圖 3-2 事件日、事件期和估計期之關係圖

本研究以市場模型(market model)衡量各公司財務申報事件期之累積異常報酬。市場模型係假定個別公司的股票報酬率僅和市場的報酬率相關，且為線性關係，即以估計期之資料建立最小平方法(OLS)的迴歸模型，迴歸模型如下：

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

其中， $R_{i,t}$ 為i公司於估計期在第t交易日的股票報酬率； $R_{m,t}$ 為市場組合於估計期在第t交易日的報酬率，本研究則以台灣證券交易所公告之發行量加權股價指數加以衡量； $\alpha_i$ 為i公司市場模型的迴歸截距項； $\beta_i$ 為i公司市場模型的風險係數； $\varepsilon_{i,t}$ 為i公司於第t交易日的隨機誤差項。

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

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

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

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

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

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

最後，加總樣本公司於事件期間[t,t+2]共計 3 個交易日的異常報酬，即可計算出本研究的應變數，即 i 公司於事件期累積異常報酬，以探討媒體報導公司年度財務報告申報之市場反應。迴歸模型如下：

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

## 二、實驗變數：財務報告申報資訊有無媒體報導(Coverage)

本研究媒體報導財務申報之實驗變數為財務報告申報資訊有無媒體報導之虛擬變數(Coverage)，係為公司財務報告申報資訊有無媒體報導，為一個虛擬變數，係指公司在事件期的時候，公司財務報告申報資訊若有媒體報導者為 1，否則為 0。

### 三、控制變數

本研究根據過去文獻，考量其他可能影響市場反應的公司特質，控制其他因素對媒體報導財務報告申報資訊效果的影響。

#### 1. 媒體報導公司(*Reported*)

媒體報導公司係指公司特質為有媒體報導公司，為一虛擬變數，若公司至少有一個財務申報資訊經由媒體報導者為 1，否則為 0。Michaely et al. (2016) 發現公司的特質會影響樣本並非是隨機的分布到特定的群體，導致群體間的樣本特性有明顯的差異性。然而這些特質也會影響市場對於公司申報資訊的反應，從而有自我選擇的問題。因此，本研究以虛擬變數 *Reported* 用以捕捉公司有媒體報導過與沒有媒體報導過之公司特質，以檢驗投資人對未預期盈餘反應較大的結果是否受公司異質性的影響。

#### 2. 公司媒體報導頻率(*Freq\_Reported*)

Michaely et al. (2016) 指出，不同的公司特質會影響事件頻率的不同。換言之，若樣本公司於研究期間被媒體所報導過的次數不同，甚至有一定的差距，則造成此差距之因素可能為公司之特質，因此本研究以公司媒體報導頻率之連續變數 (*Freq\_Reported*) 取代媒體報導公司 (*Reported*) 之虛擬變數，以更好的分離自我選擇之影響。此外，為避免研究結果受極端值之影響，本研究將篇數以加 1 後取自然對數之方式衡量<sup>5</sup>，其計算方式為計算於研究期間各事件共有幾則媒體報導公司財務報告申報之相關資訊並加 1 後取自然對數，即加總各事件日的報導篇數後加 1 取自然對數。

#### 3. 未預期盈餘(*UE*)

過去文獻發現未預期盈餘會影響市場反應。Beaver, Clarke, and Wright (1979) 研究未預期盈餘之變動幅度與異常報酬間的關聯性，其結果發現未預期盈餘的變動幅度會與市場反應呈正向關係，而許書偉與李建然(2013)以本期盈

---

<sup>5</sup> 傳統上在處理樣本資料數值相距甚大時，多採用取數值自然對數之方式，惟因本研究加總各事件日的報導篇數後，多數樣本媒體報導的次數為 1，若直接取自然對數後數值將為 0，故本研究以加總各事件日的報導篇數後加 1 取自然對數之方式衡量，避免研究結果受極端值之影響。

餘與去年同期盈餘之變動數衡量未預期盈餘，其結果亦顯示未預期盈餘和市場反應呈正向關係。故本研究預測未預期盈餘對市場反應的影響為正，並參照顏信輝等(2016)以當年每股盈餘減前一年每股盈餘平減前一年每股盈餘的絕對值之方式加以衡量。然而 Kothari (2001)指出股價異常報酬和未預期盈餘間為高度的非線性關係，因此本研究參照 Hirshleifer et al. (2009)之研究方法，將未預期盈餘分為十組，以處理未預期盈餘之極端值與非線性問題。

$$\text{未預期盈餘}(UE) = \frac{\text{當年每股盈餘} - \text{去年每股盈餘}}{|\text{去年每股盈餘}|}$$

#### 4. 散戶持股比率(*Individual*)

散戶持股比率會影響市場反應，為一虛擬變數，若散戶持股比率大於或等於中位數為 1，否則為 0。Barber and Odean (2007)指出個人投資者因其認知有限，故較容易被不尋常與極端事件所吸引，而有分心的情況，因此本研究預期散戶持股比率對市場反應的影響為負。並參照許書偉與江承霖 (2017)之作法，且計算結果若小於 0 則以 0 替代原先數值，其計算方式如下：

$$\begin{aligned} \text{散戶持股比率}(\textit{Individual}) = & \text{自然人持股比率} - \text{自然人董監持股比率} \\ & - \text{自然人大股東比率} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{自然人董監持股比率} = & \text{董監持股比率} - \text{集團法人董監持股比率} \\ & - \text{友好法人董監持股比率} - \text{外部法人董監持股比率} \end{aligned}$$

$$\text{自然人大股東比率} = \text{大股東持股比率} - \text{集團法人非董監持股比率} -$$

$$\text{友好法人非董監持股比率} - \text{外部法人非董監持股比率}$$

## 5. 公司規模(Size)

過去文獻發現公司的規模大小會影響市場反應。Atiase (1985) 指出公司的規模較大者，其資訊透明度較高，且資訊傳播的速度亦較快，故在盈餘資訊發佈的時候，大公司會因盈餘資訊所內涵「未預期」的資訊量比較少而有較小的市場反應。然而，Chih et al. (2009)指出公司規模對股票異常報酬之影響為顯著的正相關。故本研究對公司規模之影響方向不進行預測，並參照 Atiase et al. (1989)以公司年底流通在普通股之市值總額取自然對數之方式加以衡量。

$$\text{公司規模(Size)} = \ln(\text{公司年底流通在普通股之市值總額})$$

## 6. 負債比率(Debt)

負債比率可控制公司的風險，為公司負債總額占公司資產總額之比例。Chih, Lin, Chen, and Chou(2009)指出負債比率可做為公司舉債能力之衡量，亦可表公司之潛在財務危機，故公司之負債比率越高時會面臨較大之經營壓力，從而影響公司的績效和市場反應。然而，王雍智(2010)指出公司之經營特質屬高風險的時候，舉債能提升公司之價值。故本研究對負債比率之影響方向不進行預測，並參考 Chih et al. (2009)以負債總額除以資產總額之方式加以衡量。

$$\text{負債比率(Debt)} = \frac{\text{負債總額}}{\text{資產總額}}$$

## 7. 淨值市價比(BM)

過去文獻發現淨值市價比的高低會影響市場反應。Rosenberg et al. (1985)研究發現淨值市價比和股價報酬率間為顯著正相關。Chih et al. (2009)和張琬喻、楊弘章與陳佳吟(2014)研究淨值市價比與公司財務、市場績效間之關聯，其結果顯示淨值市價比和股價異常報酬率間為顯著負相關。故本研究對淨值市價比之影響方向不進行預測，並參照 Fama and French (1995)以年底股東權益帳面價值除以年底普通股市價之方式加以衡量。

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

## 8. 盈餘申報期間落差(Lag)、落差平方(Lag<sup>2</sup>)與立方(Lag<sup>3</sup>)

盈餘申報期間落差為公司會計年度終了日至財務報告申報日的差距天數。Penman (1987)研究顯示公司盈餘申報時間的落差愈小，則其財務報告的資訊內涵較高。許書偉與江承霖(2017)指出若盈餘申報時間的落差愈大，投資人可能會藉由其他方式來取得資訊，其結果顯示盈餘申報時間的落差與股價異常報酬波動呈顯著負相關。此外 Hirshleifer et al. (2009)盈餘申報期間落差可能存有非線性的影響，故本研究參照 Hirshleifer et al. (2009)加入落差平方(LAG<sup>2</sup>)與立方(Lag<sup>3</sup>)以控制非線性之影響。呈上所述，本研究預期盈餘申報期間落差對市場反應的影響為負，並參照 Hirshleifer et al. (2009)以公司財務報告申報日減公司會計年度日之方式加以衡量。

$$\text{盈餘申報期間落差}(Lag) = \text{公司財務報告申報日} - \text{公司會計年度終了日}$$

## 9. 盈餘持續性(EP)

盈餘持續性係為公司的當期盈餘相較於上期盈餘為增加的或當其盈餘於未來持續維持之可能性。Kormendi and Lipe (1987)發現盈餘持續性與市場對未預期盈餘之反應程度為正向關係。故本研究預期盈餘持續性對市場反應的影響為正，並參照 Hirshleifer et al. (2009) 以前四年每股盈餘一階自我相關之方式加以衡量盈餘持續性，其計算方法如下：

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

其中， $\Delta EP_{i,t}$ 代表 i 公司在第 t 期每股盈餘的變動數； $\Delta EP_{i,t-1}$ 代表 i 公司在第 t-1 期每股盈餘的變動數； $\lambda_1$ 及代表 i 公司之盈餘持續性(EP)。

#### 10. 年度(YEAR)、星期(WEEKDAY)之時間效果

年度不同時，其相關法令規範以及經濟環境也有所不同，從而對盈餘資訊的反應有不同之影響；而不同之星期亦會影響投資人對盈餘資訊的反應有所不同。故本研究以年度、季度與星期之虛擬變數固定不同時間之效果。

#### 11. 產業固定效果(INSTURYF)

不同產業之公司其公司特質會有所不同。Michaely et al. (2016)發現公司特質不同會使樣本並非是隨機分布，導致樣本間存有異質性。然而這些特質亦會影響市場對於公司申報資訊的反應，從而有自我選擇的問題。故本研究參考 Michaely et al. (2016)之作法，加入產業固定效果以捕捉公司之特質。

#### 12. 公司固定效果(FIRMF)

不同公司的公司特質會有所不同。Michaely et al. (2016)發現公司特質不同會使樣本並非是隨機分布，導致樣本間存有異質性。然而這些特質亦會影響市場對於公司申報資訊的反應，從而有自我選擇的問題。故本研究參考 Michaely et al. (2016)之作法，加入公司固定效果以捕捉公司之特質。

表 3-4 變數彙總表

變數名稱	代號	說明	預期符號
<b>應變數</b>			
累積異常報酬	<i>CAR</i>	事件日至事件日後的 2 個交易日[t+2]，共 3 個交易日為事件期[t,t+2]，並以市場模型計算事件期之累積異常報酬。	
<b>實驗變數</b>			
財務報告申報資訊有無媒體報導	<i>Coverage</i>	虛擬變數，公司財務報告申報資訊若有媒體報導者為 1，否則為 0。	+
<b>控制變數</b>			
媒體報導公司	<i>Reported</i>	虛擬變數，公司至少有一個財務申報資訊經由媒體報導者為 1，否則為 0。	+
公司媒體報導頻率	<i>Freq_Reported</i>	連續變數，公司於研究期間之財務申報資訊被媒體所報導過的次數，即並加總各事件日的報導篇數後加 1 取自然對數。	+
未預期盈餘	<i>UE</i>	當年每股盈餘減前一年每股盈餘平減前一年每股盈餘的絕對值之方式加以衡量	+
散戶持股比率	<i>Individual</i>	散戶持股率大(等)於中位數者為 1，否則為 0。	-
公司規模	<i>Size</i>	公司年底流通在普通股之市值總額取自然對數	?
負債比率	<i>Debt</i>	負債總額除以資產總額	?
淨值市價比	<i>BM</i>	年底股東權益帳面值除以普通股市價	?
盈餘申報期間落差	<i>Lag</i>	公司財報申報日減會計年度日	-
落差平方	<i>Lag<sup>2</sup></i>	公司財報申報日減會計年度日之平方	-
落差立方	<i>Lag<sup>3</sup></i>	公司財報申報日減會計年度日之立方	-

盈餘持續性	<i>EP</i>	前四年每股盈餘一階自我相關	+
年度	<i>YEAR</i>	年度之虛擬變數	?
星期	<i>WEEKDAY</i>	星期之虛擬變數	?
產業固定效果	<i>INSTURYF</i>	產業別之虛擬變數	?
公司固定效果	<i>FIRMF</i>	公司之虛擬變數	?



## 第肆章 實證結果與分析

本章節係依據第參章所設立之實證模型驗證本研究之假說。第一節為各變數的敘述性統計量；第二節為各變數間之相關性檢定；第三節為本研究假說之多元迴歸分析；第四節為額外測試。

### 第一節 敘述性統計量

本研究係探討媒體報導公司年度財務報告申報之市場反應，並以累積異常報酬衡量投資人的反應。本節為彙總各變數的敘述性統計量，並分別列示年度申報資訊有媒體報導與沒有媒體報導之敘述性統計量，最後以平均數差異檢定加以分析公司年度財務報告申報資訊是否有媒體報導之兩者間是否具顯著差異。為避免研究結果受離群值之影響，本研究之連續變數皆以 Winsorize 之方法分別將前、後 1% 之樣本以該變數之 1% 與 99% 的數值以取代。此外本研究之控制變數 *Freq\_Reported* 之衡量係將研究期間媒體報導之加總篇數加 1 後取自然對數；*UE* 之衡量是以分組的方式<sup>6</sup>；*Individual* 是以虛擬變數執行回歸分析，因此，為了解變數之分布情況，在此以未分組以及連續變數列示敘述性統計量。

表 4-1 Panel A 為全體樣本之各變數的敘述性統計量。本研究之觀察值為 5503 筆，應變數累積異常報酬 (*CAR*) 之平均數為 -0.001，表示平均而言投資人者對於樣本公司之年度財務報告的反應呈負向，此結果和顏信輝等 (2016) 之研究發現一致。實驗變數財務報告申報資訊有無媒體報導 (*Coverage*) 之平均數為 0.195，表示在全體樣本中約有 20% 的樣本公司於申報年度財務報告之期間，有媒體報導該樣本公司的年度財務報告申報資訊。

控制變數之部分，媒體報導公司之虛擬變數 (*Reported*) 與公司媒體報導頻率 (*Freq\_Reported*) 之連續變數係為控制自我選擇效應的變數。媒體報導公司 (*Reported*) 之平均值為 0.421，顯示在全體樣本中約有 42% 的樣本公司有媒體報導過該樣本公司的年度財務報告申報資訊；公司媒體報導頻率 (*Freq\_Reported*) 之最大值為 28 次，顯示全體樣本公司於研究期間的之相關年度財務報告資訊，最多有被媒體報導過 28 次。至於其他控制變數未預期盈餘 (*UE*) 之平均數為 0.056；散戶持股比率 (*Individual*) 之平均數為 0.459，顯示，樣

<sup>6</sup> 本研究未預期盈餘之衡量方式，係由小至大分為 10 組，10 表示為好消息，為了解分布情形，在此之敘述性統計以未分組前之數值。

本公司之散戶投資者平均而言持股約有 45.9%，與許書偉與江承霖(2017)之研究發現一致；公司規模(*Size*)之平均數為 15.098；負債比率(*Debt*)之平均數為 0.410，表示平均而言樣本公司之總負債佔總資產比率約 41%；淨值市價比(*BM*)之平均數為 0.893；盈餘申報期間落差(*Lag*)之平均數為 83.461，顯示平均而言樣本地公司財報申報至會計年度日之差距為 84 天；盈餘持續性(*EP*)之平均數為 0.276，與林慧珊(2017)和與廖秀梅與陳依婷(2010)之研究結果差異並不大。

表 4-1 Panel B 與 Panel C 分別為年度申報資訊有媒體報導與沒有媒體報導之敘述性統計量，表 4-2 為兩群體之平均數檢定，為了解兩群體間是否具顯著差異，本研究將彙總上述三張表格進行分析，並加以檢定公司年度財務報告申報資訊是否有媒體報導之兩者間是否具顯著差異。應變數年度申報資訊有媒體報導與沒有媒體報導之累積異常報酬(*CAR*)平均數分別為 0.007 與 -0.003，檢定結果顯示年度申報資訊有媒體報導之累積異常報酬顯著大於沒有媒體報導者(*t* 值=7.12，*p* 值<0.01)；故單變量之檢定結果初步之本研究之假說媒體報導會吸引投資人對於年度財部報告申報之注意力。然而單變量檢定，並未考慮控制變數之影響，亦無法釐清自我選擇之問題，故難以作為可靠之結論。因此，本研究將近一步考量相關控制變數所造成之影響與考量自我選擇之問題。此外，由 Panel B 之敘述性統計可發現，年度申報資訊有媒體報導之公司中，約有 25% 的公司其申報資訊的曾被媒體報導篇數達 2 篇以上。

控制變數之部分，年度申報資訊有媒體報導與沒有媒體報導之未預期盈餘(*UE*)分別為 0.493 與 -0.037，顯示年度申報資訊有媒體報導之未預期盈餘顯著大於沒有媒體報導者(*t* 值=4.06，*p* 值<0.01)；散戶持股比率(*Individual*)之平均數分別為 0.392 與 0.475，顯示年度申報資訊有媒體報導之散戶持股比率顯著小於沒有媒體報導者(*t* 值=-13.69，*p* 值<0.01)；公司規模(*Size*)之平均數分別為 16.164 與 14.840，顯示年度申報資訊有媒體報導之公司規模顯著大於沒有媒體報導者(*t* 值=30.47，*p* 值<0.01)；負債比率(*Debt*)之平均數分別為 0.427 與 0.406，顯示年度申報資訊有媒體報導之負債比率顯著大於沒有媒體報導者(*t* 值=3.47，*p* 值<0.01)；淨值市價比(*BM*)之平均數分別為 0.773 與 0.922，顯示年度申報資訊有媒體報導之淨值市價比顯著小於沒有媒體報導者(*t* 值=-8.12，*p* 值<0.01)；盈餘申報期間落差(*Lag*)之平均數分別為 80.183 與 84.253，顯示年度申報資訊有媒體報導的申報時間顯著早於沒有媒體報導者(*t* 值=-13.38，*p* 值<0.01)；盈餘持續性(*EP*) 之平均數分別為 0.222 與 0.290，檢定結果顯示兩者具顯著差異(*t* 值=-6.93，*p* 值<0.01)。

表 4-1 敘述性統計量

Panel A 全樣本(n=5,503)								
	觀察 值	平均 數	標準 差	Q <sub>1</sub>	中位 數	Q <sub>3</sub>	最小值	最大值
<i>CAR</i>	5503	-0.001	0.038	-0.019	-0.002	0.015	-0.112	0.132
<i>Coverage</i>	5503	0.195	0.396	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>Reported</i>	5503	0.421	0.494	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000
<i>Freq_Reported</i>	5503	1.184	2.288	0.000	0.000	1.000	0.000	28.000
<i>UE</i>	5503	0.056	3.448	-0.370	0.042	0.533	-20.826	16.500
<i>Individual</i>	5503	0.459	0.181	0.326	0.468	0.595	0.055	0.827
<i>Size</i>	5503	15.098	1.380	14.095	14.955	15.907	12.175	19.386
<i>Debt</i>	5503	0.410	0.178	0.276	0.407	0.534	0.058	0.901
<i>BM</i>	5503	0.893	0.545	0.522	0.805	1.175	0.119	13.522
<i>Lag</i>	5503	83.461	9.081	82.000	87.000	89.000	48.000	91.000
<i>EP</i>	5503	0.276	0.287	0.029	0.282	0.504	-0.232	0.930
Panel B 申報資訊有媒體報導之樣本( <i>Coverage</i> =1)								
	觀察 值	平均 數	標準 差	Q <sub>1</sub>	中位 數	Q <sub>3</sub>	最小值	最大值
<i>CAR</i>	1071	0.007	0.044	-0.017	0.003	0.026	-0.112	0.132
<i>Reported</i>	1071	1.000	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
<i>Freq_Reported</i>	1071	3.966	3.488	1.000	3.000	5.000	1.000	28.000
<i>UE</i>	1071	0.439	3.442	-0.196	0.108	0.583	-20.826	16.500
<i>Individual</i>	1071	0.392	0.187	0.238	0.386	0.533	0.055	0.827
<i>Size</i>	1071	16.164	1.423	15.207	16.035	17.079	12.221	19.386
<i>Debt</i>	1071	0.427	0.172	0.300	0.427	0.555	0.058	0.901
<i>BM</i>	1071	0.773	0.532	0.408	0.679	0.992	0.119	6.770
<i>Lag</i>	1071	80.183	10.794	76.000	84.000	89.000	48.000	91.000
<i>EP</i>	1071	0.222	0.298	-0.041	0.178	0.463	-0.232	0.930

註：

(1) *CAR* 為累積異常報酬；*Coverage* 為財務報告申報資訊有無媒體報導之虛擬變數，有媒體報導為 1，否則為 0；*Reported* 為媒體報導公司之虛擬變數，樣本公司於研究期間至少有一個財務申報資訊經由媒體報導者為 1，否則為 0；*Freq\_Reported* 為媒體報導公司之連續變數，樣本公司於研究期間之財務申報資訊經由媒體報導篇數；*UE* 為未預期盈餘之分組，共十組；*SIZE* 為公司規模；*Debt* 為負債比率；*BM* 為淨值市價比；*Lag* 為盈餘申報期間落差；*EP* 為盈餘持續性。

表 4-1 敘述性統計量 (續)

Panel C 申報資訊沒有媒體報導之樣本( <i>Coverage</i> = 0)								
	觀察 值	平均 數	標準差	Q <sub>1</sub>	中位 數	Q <sub>3</sub>	最小值	最大值
<i>CAR</i>	4432	-0.003	0.037	-0.003	-0.020	0.013	-0.112	0.132
<i>Reported</i>	4432	0.281	0.449	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000
<i>Freq_Reported</i>	4432	0.511	1.113	0.000	0.000	1.000	0.000	12.000
<i>UE</i>	4432	-0.037	3.443	0.023	-0.424	0.524	-20.826	16.500
<i>Individual Size</i>	4432	0.475	0.176	0.484	0.347	0.606	0.055	0.827
<i>Debt</i>	4432	14.840	1.238	14.703	13.960	15.586	12.175	19.386
<i>BM</i>	4432	0.406	0.179	0.402	0.270	0.530	0.058	0.901
<i>Lag</i>	4432	0.922	0.544	0.840	0.550	1.215	0.119	13.522
<i>EP</i>	4432	84.253	8.428	87.000	83.000	89.000	48.000	91.000
	4432	0.290	0.282	0.304	0.046	0.516	-0.232	0.930

註：

(1) *CAR* 為累積異常報酬；*Reported* 為媒體報導公司之虛擬變數，樣本公司於研究期間至少有一個財務申報資訊經由媒體報導者為 1，否則為 0；*Freq\_Reported* 為媒體報導公司之連續變數，樣本公司於研究期間之財務申報資訊經由媒體報導篇數；*UE* 為未預期盈餘之分組，共十組；*SIZE* 為公司規模；*Debt* 為負債比率；*BM* 為淨值市價比；*Lag* 為盈餘申報期間落差；*EP* 為盈餘持續性。

表 4-2 平均數差異檢定

	申報資訊有媒體報導 (n=1071)		申報資訊無媒體報導 (n=4432)		平均數差異檢定		
	平均數	標準差	平均數	標準差	差異	t 統計量	p 值
<i>CAR</i>	0.007	0.044	-0.003	0.037	0.009	7.12***	0.000
<i>Reported</i>	1.000	1.065	0.281	0.449	0.719	52.38***	0.000
<i>Freq_Reported</i>	3.966	3.488	0.511	1.113	3.455	55.33***	0.000
<i>UE</i>	0.439	3.442	-0.037	3.443	0.476	4.06***	0.000
<i>Individual</i>	0.392	0.187	0.475	0.176	-0.083	-13.69***	0.000
<i>Size</i>	16.164	1.423	14.840	1.238	1.324	30.47***	0.000
<i>Debt</i>	0.427	0.172	0.406	0.179	0.021	3.47***	0.000
<i>BM</i>	0.773	0.532	0.922	0.544	-0.150	-8.12***	0.000
<i>Lag</i>	80.183	10.794	84.253	8.428	-4.070	-13.38***	0.000
<i>EP</i>	0.222	0.298	0.290	0.282	-0.067	-6.93***	0.000

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) *CAR* 為累積異常報酬；*Reported* 為媒體報導公司之虛擬變數，樣本公司於研究期間至少有一個財務申報資訊經由媒體報導者為 1，否則為 0；*Freq\_Reported* 為媒體報導公司之連續變數，樣本公司於研究期間之財務申報資訊經由媒體報導篇數；*UE* 為未預期盈餘之分組，共十組；*SIZE* 為公司規模；*Debt* 為負債比率；*BM* 為淨值市價比；*Lag* 為盈餘申報期間落差；*EP* 為盈餘持續性。

## 第二節 相關性檢定

本節係為彙總應變數累積異常報酬(*CAR*)，實驗變數財務報告申報資訊有無媒體報導(*Coverage*)、媒體報導財務報告資訊篇數(*NumCov*)以及相關控制變數間之 Pearson 相關性分析。並進一步利用膨脹係數(*Varian Inflation Factor* , *VIF*)以檢測各變數之間(未與*UE*執行交乘之前)是否具共線性之問題。

表 4-2 為列示本研究全樣本之各變數之 Person 相關性檢定的結果，其相關係數介於 0.802 至 -0.368 間。應變數累積異常報酬(*CAR*)與實驗變數財務報告申報資訊有無媒體報導(*Coverage*)呈顯著正相關(係數為 0.096，*p* 值<0.01)，初步支持本研究之假說。

至於控制變數部分，應變數累積異常報酬(*CAR*)與控制變數皆為顯著相關(*p* 值<0.1)，其中與未預期盈餘(*UE*)、公司規模(*Size*)皆為顯著正相關，而與散户持股比率(*Individual*)、負債比率(*Debt*)、淨值市價比(*BM*)、盈餘申報期間落差(*Lag*)以及盈餘持續性(*EP*)皆呈顯著負相關。

此外，各控制變數間(不包含為處理自我選擇之變數)，相關係數皆小於 0.8，最大值為 0.523，表示各變數間共線性問題並不嚴重。本研究亦利用 *VIF* 進一步檢驗各模型之共線性問題，檢驗結果顯示各模型之 *VIF* 值皆小於 10，表示，本研究之模型應沒有嚴重之共線性問題。

表 4-3 Person 相關性檢定

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) <i>CAR</i>	1.000										
(2) <i>Coverage</i>	0.096***	1.000									
(3) <i>Reported</i>	0.066***	0.577***	1.000								
(4) <i>Freq_Reported</i>	0.061***	0.598***	0.607***	1.000							
(5) <i>UE</i>	0.076***	0.055***	0.040***	0.013	1.000						
(6) <i>Individual</i>	-0.043***	-0.182***	-0.176***	-0.252***	-0.037***	1.000					
(7) <i>Size</i>	0.059***	0.380***	0.438***	0.523***	0.050***	-0.368***	1.000				
(8) <i>Debt</i>	-0.034**	0.047***	0.064***	0.074***	-0.046***	-0.064***	0.047***	1.000			
(9) <i>BM</i>	-0.004***	-0.109***	-0.090***	-0.119***	-0.066***	0.215***	-0.192***	0.115***	1.000		
(10) <i>Lag</i>	-0.074***	-0.177***	-0.196***	-0.194***	-0.046***	0.070***	-0.183***	0.137***	0.152***	1.000	
(11) <i>EP</i>	-0.046***	-0.093***	-0.095***	-0.136***	-0.013	0.236***	-0.259***	0.114***	0.219***	0.099***	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) *CAR* 為累積異常報酬；*Coverage* 為公司財務報告申報資訊於事件日有無媒體報導者之虛擬變數，公司財務報告申報資訊有媒體報導為1，否則為0；*Reported* 為媒體報導公司之虛擬變數，樣本公司於研究期間至少有一個財務申報資訊經由媒體報導者為1，否則為0；*Freq\_Reported* 為媒體報導公司之連續變數，樣本公司於研究期間之財務申報資訊經由媒體報導篇數；*UE* 為未預期盈餘之分組，共十組；*SIZE* 為公司規模；*Debt* 為負債比率；*BM* 為淨值市價比；*Lag* 為盈餘申報期間落差；*EP* 為盈餘持續性。

### 第三節 多元回歸分析

本研究為探討媒體報導公司年度財務報告申報資訊對市場反應的影響，並以累積異常報酬(CAR)衡量投資人的反應。誠如前述，為避免研究結果因樣本自我選擇的特性而有所偏誤，本研究參考 Michaely et al. (2016)之研究設計分為兩部分驗證本研究假說。首先不考慮自我選擇的問題，初步測試媒體報導財務報告是否能吸引投資人注意力；其次以兩階段的方式處理自我選擇的問題。以下為各部分之回歸結果分析。

#### 一、初步測試

表 4-4 為未考量自我選擇問題下媒體報導財務報告對投資者注意力影響之迴歸分析結果。本研究於模型一列示投資人對媒體報導年度財務資訊之反應，即未包含公司申報資訊有無媒體報導與未預期盈餘之交乘項 ( $UE_i \times Coverage_i$ )，以檢驗實證結果是否與先前研究一致。模型二為為未考量自我選擇問題下，投資人對媒體報導年度財務資訊之未預期盈餘的反應。各模型的 F 值分別為 6.5920(p 值<0.01)、6.9272(p 值<0.01)，表示各模型的解釋力皆具有統計上的顯著性；調整後  $R^2$  分別為 0.035 與 0.038。

表 4-4 模型一之實證結果顯示，累積異常報酬(CAR)與財務報告申報資訊有無媒體報導(Coverage)呈顯著正相關(係數 0.0077，p 值<0.01)，表示公司於年度申報財務報告期間，若有媒體報導該公司的年度財務報告申報資訊，則該公司於年度申報財務報告期間之累積異常報酬(CAR)會大於無媒體報導年度財務報告申報資訊之公司，與許書偉與江承霖 (2017)之研究結果一致，即公司年度申報財務報告若有媒體報導，更能吸引投資人之注意力。模型二之實證結果則顯示，累積異常報酬(CAR)與未預期盈餘(UE)的關係並不顯著；而累積異常報酬(CAR)和公司申報資訊有無媒體報導與未預期盈餘之交乘項 ( $UE_i \times Coverage_i$ )呈顯著正相關(係數 0.0022，p 值<0.01)，代表未預期盈餘並不會吸引投資人的注意力，但若公司申報資訊有媒體報導會提高投資人對未預期盈餘的注意力。換言之，在財務報告申報日，媒體對申報資訊的報導，更能吸引投資人的注意力，則投資者對於未預期盈餘的敏感性愈高。實驗結果初步支持本研究假說，即在未考慮自我選擇問題時，公司年度申報財務報告若有媒體報導會提高投資人對未預期盈餘之注意力之推論。

控制變數之部分，模型一與模型二之係數和符號大致相同，但顯著水準於不同模型中有所差異。其中，累積異常報酬( $CAR$ )和散戶持股比率與未預期盈餘之交乘項( $UE_i \times Individual_i$ )均呈顯著負相關，與預期結果一致，表示公司散戶持股比率越大，則投資人對公司未預期盈餘之敏感性愈小。累積異常報酬( $CAR$ )和淨值市價比與未預期盈餘之交乘項( $UE_i \times BM_i$ )均呈顯著正相關，表示公司淨值市價比愈大，則投資人對公司未預期盈餘之敏感性愈大。此外，模型二之累積異常報酬( $CAR$ )和公司規模與未預期盈餘之交乘項( $UE_i \times Size_i$ )呈顯著負相關，表示公司規模愈大，則投資人對公司未預期盈餘之敏感性愈小。



表 4-4 媒體報導財務報告對投資者注意力之影響—未考量自我選擇問題

變數名稱	模型一 全樣本		模型二 全樣本		
	係數	t值	係數	t值	
<i>UE</i>	+	0.0286	0.48	0.0372	0.63
<i>Coverage</i>	+	0.0077***	5.43	-0.0052	-1.56
<i>UE × Coverage</i>	+			0.0022***	4.27
<i>Individual</i>		0.0023	0.99	0.0021	0.91
<i>Size</i>		0.0016*	1.72	0.0029***	3.00
<i>Debt</i>		-0.0002	-0.03	0.0014	0.24
<i>BM</i>		-0.0011	-0.55	-0.0014	-0.67
<i>Lag</i>		0.0352**	2.19	0.0361**	2.25
<i>Lag</i> <sup>2</sup>		-0.0005**	-2.24	-0.0005**	-2.29
<i>Lag</i> <sup>3</sup>		0.0000**	2.27	0.0000**	2.32
<i>EP</i>		-0.0000	-0.01	0.0004	0.08
<i>UE × Individual</i>	-	-0.0006*	-1.75	-0.0006*	-1.68
<i>UE × Size</i>	?	-0.0002	-1.63	-0.0005***	-2.98
<i>UE × Debt</i>	?	-0.0014	-1.39	-0.0016	-1.64
<i>UE × BM</i>	?	0.0006*	1.76	0.0007*	1.91
<i>UE × Lag</i>	-	-0.0009	-0.34	-0.0011	-0.44
<i>UE × Lag</i> <sup>2</sup>	-	<0.0001	0.27	<0.0001	0.36
<i>UE × Lag</i> <sup>3</sup>	-	<-0.0001	-0.21	<-0.0001	-0.28
<i>UE × EP</i>	+	-0.0009	-1.24	-0.0009	-1.34
<i>Constant</i>		-0.8373**	-2.22	-0.8746**	-2.33
<i>YEAR</i> 、 <i>WEEKDAY</i>		Yes		Yes	
<i>INSTURYF</i>		No		No	
<i>FIRMF</i>		No		No	
觀察值		5503		5503	
Adj. <i>R</i> <sup>2</sup>		0.035		0.038	
F 值		6.5920***		6.9272***	

註：

(1)變數定義參見表 3-4 之變數彙總表

(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)所有控制變數均與未預期盈餘進行交乘，包含年度(*YEAR*)、星期(*WEEKDAY*)產業固定效果(*INSTURYF*)與公司固定效果(*FIRMF*)。

## 二、自我選擇的考量

本節為考量自我選擇問題下，媒體報導財務報告對投資者注意力影響之迴歸分析結果。本研究參考 Michaely et al. (2016) 之研究設計，以兩階段的方式考量自我選擇之問題，模型一與模型二分別為研究設計之第一階段與第二階段。此外，本研究也進一步檢驗在全樣本下，媒體報導財務報告對投資者注意力影響研究結果是否受自我選擇影響而有所偏誤。模型三與模型四為全樣本下考量自我選擇問題之實證結果，其中模型四為以媒體報導頻率 (*Freq\_Reported*) 取代變數媒體報導公司 (*Reported*) 之實證結果。各模型的 F 值分別為 4.9544 (p 值 < 0.01)、3.5404 (p 值 < 0.01)、6.5801 (p 值 < 0.01) 與 6.5814 (p 值 < 0.01)，表示各模型的解釋力皆具有統計上的顯著性；調整後  $R^2$  分別為 0.032、0.039、0.038 與 0.038。

表 4-5 模型一之實證結果顯示，累積異常報酬 (*CAR*) 和公司申報資訊有無媒體報導與未預期盈餘之交乘項 ( $UE_i \times Reported_i$ ) 呈不顯著，表示吸引投資人的注意力而造成市場有所反應係因資訊經由媒體報導，而非因為公司之特質所引起，換言之，媒體會去選擇具有某些公司特性的公司來報導，然而媒體的選擇並不會影響到投資人的注意力。模型二之實證結果顯示，累積異常報酬 (*CAR*) 和公司申報資訊有無媒體報導與未預期盈餘之交乘項 ( $UE_i \times Coverage_i$ ) 呈顯著正相關 (係數 0.0021, p 值 < 0.01)，表示在財務報告申報日，媒體對申報資訊的報導，更能吸引投資人的注意力，則市場對於未預期盈餘的敏感性愈高，實驗結果支持本研究假說，即在控制不可觀察特質後，公司年度申報財務報告若有媒體報導會提高投資人對未預期盈餘之注意力之推論。此外，模型三與模型四之實證結果與模型一與模型二之研究結果一致，模型三之累積異常報酬 (*CAR*) 和公司申報資訊有無媒體報導與未預期盈餘之交乘項 ( $UE_i \times Reported_i$ ) 呈不顯著；模型四之累積異常報酬 (*CAR*) 和公司媒體報導頻率與未預期盈餘之交乘項 ( $UE_i \times Freq\_Reported_i$ ) 呈不顯著；累積異常報酬 (*CAR*) 和公司申報資訊有無媒體報導與未預期盈餘之交乘項 ( $UE_i \times Coverage_i$ ) 呈均顯著正相關，顯示實證結果並不會受媒體報導的自我選擇效果影響且在控制不可觀察因素後，支持本研究假說，即公司年度申報財務報告若有媒體報導會提高投資人對未預期盈餘之注意力之推論並不受自我選擇之影響而有所偏誤。

控制變數之部分，各模型之係數和符號與初步測試時大致相同，但顯著水準於不同模型中有所差異。其中，累積異常報酬 (*CAR*) 和公司規模與未預期盈餘之交乘項 ( $UE_i \times Size_i$ ) 皆呈顯著負相關，表示公司規模愈大，則投資人對公司未預期盈餘之敏感性愈小。累積異常報酬 (*CAR*) 和散戶持股比率與未預期盈

餘之交乘項( $UE_i \times Individual_i$ )大多呈顯著負相關，與預期結果一致，表示公司散戶持股比率越大，則投資人對公司未預期盈餘之敏感性愈小。累積異常報酬(CAR)和淨值市價比與未預期盈餘之交乘項( $UE_i \times BM_i$ )大多呈顯著正相關，表示公司淨值市價比愈大，則投資人對公司未預期盈餘之敏感性愈大。累積異常報酬(CAR)和負債比率與未預期盈餘之交乘項( $UE_i \times Debt_i$ )大多呈顯著負相關，表示負債比率愈大，則投資人對公司未預期盈餘之敏感性愈小。

表 4-6 為以固定效果模型考量自我選擇問題下，媒體報導財務報告對投資者注意力影響之迴歸分析結果。本研究以兩種固定效果模型檢驗在全樣本下，媒體報導公司申報資訊能吸引投資人之注意力之推論是否受自我選擇之影響而有所偏誤，模型一為納入固定產業效果之實證結果；模型二為固定公司效果之實證結果。兩種固定效果模型之 F 值分別為 3.3312(p 值<0.01)與 1.1091(p 值<0.01)，表示各模型的解釋力皆具有統計上的顯著性；調整後  $R^2$  分別為 0.039 與 0.056。

表 4-6 模型一與模型二之實證結果均與採用兩階段之研究設計的實證結果一致。實證結果顯示，在控制產業或公司固定效果後，累積異常報酬(CAR)和公司申報資訊有無媒體報導與未預期盈餘之交乘項( $UE_i \times Coverage_i$ )均呈顯著正相關，模型一與模型二之係數分別為 0.0020(p 值<0.01)、0.0021(p 值<0.05)，表示在財務報告申報日，媒體對申報資訊的報導，更能吸引投資人的注意力，則市場對於未預期盈餘的敏感性愈高，實驗結果進一步強化本研究之假說推論，即公司年度申報財務報告若有媒體報導會提高投資人對未預期盈餘之注意力。此外，本研究亦測試納入公司固定效果與相關控制變數後之實證結果，實證結果顯示，累積異常報酬(CAR)和公司申報資訊有無媒體報導與未預期盈餘之交乘項( $UE_i \times Coverage_i$ )均呈顯著正相關，係數為 0.002(p 值<0.05)，與模型二之研究結果一致，惟因篇幅過多，故未列於表中。

控制變數之部分，模型一之累積異常報酬(CAR)和公司規模與未預期盈餘之交乘項( $UE_i \times Size_i$ )呈顯著負相關，表示公司規模愈大，則投資人對公司未預期盈餘之敏感性愈小。其餘變數與未預期盈餘之交乘項關係並不顯著。此外本研另外測試納入公司固定效果與相關控制變數後之實證結果顯示，控制變數與未預期盈餘之交乘項關係皆不顯著，惟因篇幅過多，故未列於表中。

表 4-5 媒體報導財務報告對投資者注意力之影響—考量自我選擇問題

變數名稱	模型一 申報無媒體報導 (Coverage=0)		模型二 申報曾有媒體報導 (Reported=1)		模型三 全樣本		模型四 全樣本		
	係數	t值	係數	t值	係數	t值	係數	t值	
<i>UE</i>	+	-0.0816	-1.16	0.1010	1.18	0.0368	0.62	0.0366	0.61
<i>Coverage</i>	+			-0.0039	-0.97	-0.0059	-1.59	0.0042	-1.04
<i>UE × Coverage</i>	+			0.0021***	3.38	0.0022***	3.82	0.0020***	3.11
<i>Reported</i>		0.0012	0.44			0.0013	0.46		
<i>UE × Reported</i>		-0.0002	-0.41			-0.0001	-0.21		
<i>Freq_Reported</i>								-0.0011	-0.44
<i>UE × Freq_Reported</i>								0.0003	0.61
<i>Individual</i>		0.0005	0.19	0.0061	1.52	0.0021	0.92	0.0021	0.90
<i>Size</i>		0.0030***	2.76	0.0013	0.83	0.0027***	2.75	0.0030***	2.93
<i>Debt</i>		0.0042	0.67	-0.0121	-1.14	0.0012	0.20	0.0017	0.28
<i>BM</i>		-0.0035	-1.59	0.0028	0.80	-0.0014	-0.69	-0.0014	-0.67
<i>Lag</i>		0.0183	0.96	0.0449*	1.94	0.0359**	2.24	0.0359**	2.24
<i>Lag<sup>2</sup></i>		-0.0003	-1.06	-0.0006**	-1.97	-0.0005**	-2.28	-0.0005**	-2.28
<i>Lag<sup>3</sup></i>		<0.0001	1.15	<0.0001**	1.99	<0.0001**	2.31	<0.0001**	2.30
<i>EP</i>		0.0030	0.65	-0.0004	-0.06	0.0003	0.07	0.0004	0.09
<i>UE × Individual</i>	-	-0.0003	-0.75	-0.0013**	-2.12	-0.0006*	-1.68	-0.0006*	-1.67
<i>UE × Size</i>	?	-0.0003*	-1.93	-0.0004*	-1.81	-0.0004***	-2.79	-0.0005***	-2.97
<i>UE × Debt</i>	?	-0.0021**	-2.01	-0.0003	-0.15	-0.0016	-1.62	-0.0017*	-1.68
<i>UE × BM</i>	?	0.0010***	2.79	0.0001	0.10	0.0007*	1.92	0.0006*	1.90
<i>UE × Lag</i>	-	0.0038	1.26	-0.0041	-1.12	-0.0011	-0.43	-0.0011	-0.41
<i>UE × Lag<sup>2</sup></i>	-	-0.0001	-1.28	0.0001	1.08	<0.0001	0.35	<0.0001	0.33
<i>UE × Lag<sup>3</sup></i>	-	<0.0001	1.30	<0.0001	-1.04	<0.0001	-0.28	<0.0001	-0.26
<i>UE × EP</i>	+	-0.0013*	-1.75	-0.0009	-0.78	-0.0009	-1.34	-0.0009	-1.34
<i>Constant</i>		-0.4339	-0.96	-1.0230*	-1.90	-0.8690**	-2.31	-0.8732**	-2.32
<i>YEAR、WEEKDAY</i>		Yes		Yes		Yes		Yes	
<i>INSTURYF</i>		No		No		No		No	
<i>FIRMF</i>		No		No		No		No	
觀察值		4432		2315		5503		5503	
Adj. R <sup>2</sup>		0.032		0.039		0.038		0.038	
F值		4.9544***		3.5404***		6.5801***		6.5814***	

註：(1)變數定義參見表 3-4 之變數彙總表

(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)控制變數均與未預期盈餘進行交乘，包含年度、星期、產業固定效果與公司固定效果。

表 4-6 媒體報導財務報告對投資者注意力之影響—固定效果模型

變數名稱	固定產業效果			固定公司效果	
	模型一			模型二	
	全樣本			全樣本	
		係數	t值	係數	t值
<i>UE</i>	+	0.0404	0.67	-0.0016	0.13
<i>Coverage</i>	+	-0.0035	-1.01	-0.0049	-0.83
<i>UE × Coverage</i>	+	0.0020 <sup>***</sup>	3.79	0.0021 <sup>**</sup>	2.35
<i>Individual</i>		0.0027	1.12		
<i>Size</i>		0.0028 <sup>***</sup>	2.76		
<i>Debt</i>		-0.0001	-0.02		
<i>BM</i>		-0.0022	-0.98		
<i>Lag</i>		0.0369 <sup>**</sup>	2.28		
<i>Lag</i> <sup>2</sup>		-0.0005 <sup>**</sup>	-2.33		
<i>Lag</i> <sup>3</sup>		<0.0001 <sup>**</sup>	2.36		
<i>EP</i>		0.0006	0.15		
<i>UE × Individual</i>	-	-0.0006	-1.50		
<i>UE × Size</i>	?	-0.0005 <sup>***</sup>	-2.79		
<i>UE × Debt</i>	?	-0.0016	-1.53		
<i>UE × BM</i>	?	-0.0012	1.78		
<i>UE × Lag</i>	-	<0.0001	-0.46		
<i>UE × Lag</i> <sup>2</sup>	-	<0.0001	0.38		
<i>UE × Lag</i> <sup>3</sup>	-	-0.0010	-0.31		
<i>UE × EP</i>	+	-0.0010	-1.37		
<i>Constant</i>		-0.8990 <sup>**</sup>	-2.37	-0.0041	-0.06
<i>YEAR、WEEKDAY</i>		Yes		No	
<i>INSTURYF</i>		Yes		No	
<i>FIRMF</i>		No		Yes	
觀察值		5503		5503	
Adj. <i>R</i> <sup>2</sup>		0.039		0.056	
F值		3.3312 <sup>***</sup>		1.1091 <sup>***</sup>	

註：(1)變數定義參見表 3-4 之變數彙總表

(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)控制變數均與未預期盈餘進行交乘，包含年度、星期、產業固定效果與公司固定效果。

## 第四節 額外測試

為增加實證結果的穩健性，本研究另執行以下的額外測試。本研究之實驗變數係為媒體有無報導財務報告之虛擬變數，然而，有媒體報導的樣本公司 ( $Coverage_i=1$ ) 中，媒體於申報期間有所報導的次數最少為 1 次，最多達 14 次，相距甚大<sup>7</sup>。因此，本研究將於額外測試以取自然對數後的媒體報導財務申報資訊篇數 ( $NumCov_i$ ) 取代主測試中媒體有無報導財務報告之虛擬變數 ( $Coverage_i$ )，重新執行主測試之迴歸分析，以瞭解媒體報導篇數之多寡對研究結果的影響。

### 一、初步測試

表 4-7 為未考量自我選擇問題下媒體報導財務報告資訊篇數對投資者注意力影響之額外測試。模型一與模型二之 F 值分別為 6.7957 (p 值 < 0.01)、7.1506 (p 值 < 0.01)；調整後  $R^2$  分別為 0.037 與 0.040，表示各模型的解釋力皆具有統計上的顯著性。表 4-7 模型一顯示，累積異常報酬 (CAR) 與媒體報導財務報告資訊篇數 ( $NumCov$ ) 呈顯著正相關 (係數 0.0091，p 值 < 0.01)，表示公司於年度申報財務報告期間，若有媒體報導該公司的年度財務報告申報資訊，則該公司於年度申報財務報告期間之累積異常報酬 (CAR) 會大於無媒體報導年度財務報告申報資訊之公司。模型二顯示，累積異常報酬 (CAR) 與未預期盈餘 (UE) 的關係並不顯著；而累積異常報酬 (CAR) 和媒體報導財務報告資訊篇數與未預期盈餘之交乘項 ( $UE_i \times NumCov_i$ ) 呈顯著正相關 (係數 0.0025，p 值 < 0.01)，表示在財務報告申報日，媒體對申報資訊的報導，更能吸引投資人的注意力，則市場對於未預期盈餘的敏感性愈高，均與主測試結論一致，初步支持本研究假說。其餘測試結果和主測試結果大致相似，故不再重述。

### 二、自我選擇的考量

表 4-8 為考量自我選擇問題下，媒體報導財務報告資訊篇數對投資者注意

<sup>7</sup> 本研究額外針對年度申報資訊有媒體報導 ( $Coverage_i=1$ ) 之類型的樣本公司以連續變數進行敘述性統計，結果顯示年度申報資訊有媒體報導的樣本公司 ( $n=1071$ ) 於申報期間平均媒體報導的次數為 1.595 次；標準差為 1.065；最小值為 1；最大值為 14。傳統上在處理樣本資料數值相距甚大時，多採用取數值自然對數之方式，惟因本研究媒體報導次數雖相距甚大，但是多數樣本的媒體報導的次數僅有 1 次，因此若直接取自然對數後數值將為 0，故本研究媒體報導財務申報資訊篇數之連續變數  $NumCov_i$  係以加 1 取自然對數之方式衡量，其計算方式為計算媒體於事件期所報導的次數後加 1 再取自然對數，避免研究結果受極端值之影響。

力影響之迴歸分析結果。各模型的 F 值分別為 4.9544(p 值<0.01)、3.8929(p 值<0.01)、6.7932(p 值<0.01)與 6.7909(p 值<0.01)；調整後 R<sup>2</sup> 分別為 0.032、0.044、0.039 與 0.039，表示各模型的解釋力皆具有統計上的顯著性。表 4-8 之模型一顯示，累積異常報酬(CAR)和媒體報導財務報告資訊篇數與未預期盈餘之交乘項( $UE_i \times Reported_i$ )呈不顯著，表示吸引投資人的注意力而造成市場有所反應係因資訊經由媒體報導，而非因為公司之特質所引起，也就是說，媒體的選擇並不會影響到投資人的注意力。模型二顯示，累積異常報酬(CAR)和媒體報導財務報告資訊篇數與未預期盈餘之交乘項( $UE_i \times NumCov_i$ )呈顯著正相關(係數 0.0023，p 值<0.01)，表示在財務報告申報日，媒體對申報資訊的報導愈多，愈能吸引投資人的注意力，則市場對於未預期盈餘的敏感性愈高。模型三與模型四之測試結果同樣與模型一與模型二之測試結果一致，表示實證結果並不會受媒體自我選擇效果影響且在控制不可觀察因素後，支持本研究假說，即公司年度申報財務報告若有媒體報導會提高投資人對未預期盈餘之注意力之推論並不受自我選擇之影響而有所偏誤，同樣與主測試結論一致。其餘測試結果和亦和主測試結果大致相似，故不再重述。

表 4-9 為以固定效果模型考量自我選擇問題下，媒體報導財務報告資訊篇數對投資者注意力影響之迴歸分析結果。兩種固定效果模型之 F 值分別為 3.4286(p 值<0.01)與 1.1106(p 值<0.01)；調整後 R<sup>2</sup> 分別為 0.040 與 0.057，表示各模型的解釋力皆具有統計上的顯著性。模型一顯示累積異常報酬(CAR)和媒體報導財務報告資訊篇數與未預期盈餘之交乘項( $UE_i \times NumCov_i$ )呈顯著正相關(係數 0.0023，p 值<0.01)，與主測試之結果一致，表示在財務報告申報日，媒體對申報資訊的報導，更能吸引投資人的注意力，則市場對於未預期盈餘的敏感性愈高。而模型二顯示累積異常報酬(CAR)和媒體報導財務報告資訊篇數與未預期盈餘之交乘項( $UE_i \times NumCov_i$ )呈顯著正相關(係數 0.0018，單尾 p 值 0.0672，p 值<0.1)，同樣與主測試之結果一致。此外，本研究亦於額外測試納入公司固定效果與相關控制變數後之實證結果，實證結果顯示，累積異常報酬(CAR)和公司申報資訊有無媒體報導與未預期盈餘之交乘項( $UE_i \times Coverage_i$ )均呈顯著正相關，係數為 0.0017(p 值 0.1，達 10%顯著水準)，與模型二之研究結果一致，惟因篇幅過多，故未列於表中。

綜上所述，本研究之額外測試，其測試結果皆與主測試一致，換言之，無論是以媒體報導篇數之多寡或以媒體報導之虛擬變數的測試結果均一致。表示媒體自我選擇並不會影響本研究的實證結果；且在控制不可觀察因素後，媒體於報導期間對公司申報資訊的報導次數愈多，愈能吸引投資人的注意力，則市場對於未預期盈餘的敏感性愈高，支持本研究之假說推論。換言之，公司年度申報財務報告若有媒體報導會提高投資人對未預期盈餘之注意力之推論並不

受自我選擇之影響而有所偏誤。



表 4-7 媒體報導財務申報篇數對投資者注意力之影響—未考量自我選擇問題

變數名稱	模型一 全樣本 CAR(0,2)		模型二 全樣本 CAR(0,2)		
	係數	t值	係數	t值	
<i>UE</i>	+	0.0268	0.45	0.0307	0.52
<i>NumCov</i>	+	0.0091***	6.05	-0.0055	-1.49
<i>UE × NumCov</i>	+			0.0025***	4.37
<i>Individual</i>		0.0023	0.99	0.0020	0.87
<i>Size</i>		0.0014	1.58	0.0029***	3.02
<i>Debt</i>		-0.0006	-0.10	0.0011	0.18
<i>BM</i>		-0.0011	-0.51	-0.0015	-0.70
<i>Lag</i>		0.0349**	2.18	0.0347**	2.17
<i>Lag</i> <sup>2</sup>		-0.0005**	-2.22	-0.0005**	-2.21
<i>Lag</i> <sup>3</sup>		<0.0001**	2.26	<0.0001**	2.24
<i>EP</i>		<-0.0001	-0.01	0.0004	0.09
<i>UE × Individual</i>	-	-0.0006*	-1.73	-0.0006	-1.60
<i>UE × Size</i>	?	-0.0002*	-1.72	-0.0005***	-3.24
<i>UE × Debt</i>	?	-0.0013	-1.33	-0.0016	-1.57
<i>UE × BM</i>	?	0.0006*	1.75	0.0007*	1.95
<i>UE × Lag</i>	-	-0.0008	-0.31	-0.0008	-0.32
<i>UE × Lag</i> <sup>2</sup>	-	<0.0001	0.24	<0.0001	0.24
<i>UE × Lag</i> <sup>3</sup>	-	<-0.0001	-0.18	<-0.0001	-0.17
<i>UE × EP</i>	+	-0.0009	-1.25	-0.0009	-1.36
<i>Constant</i>		-0.8285**	-2.20	-0.8432**	-2.24
<i>YEAR、WEEKDAY</i>		Yes		Yes	
<i>INSTURYF</i>		No		No	
<i>FIRMF</i>		No		No	
觀察值		5503		5503	
Adj. <i>R</i> <sup>2</sup>		0.037		0.040	
F 值		6.7957***		7.1506***	

註：(1)變數定義參見表 3-4 之變數彙總表

(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)控制變數均與未預期盈餘進行交乘，包含年度、星期、產業固定效果與公司固定效果。

表 4-8 媒體報導財務申報篇數對投資者注意力之影響—考量自我選擇問題

變數名稱	模型一 申報無媒體報導 (Coverage=0)		模型二 申報曾有媒體報導 (Media_Com=1)		模型三 全樣本		模型四 全樣本	
	係數	t值	係數	t值	係數	t值	係數	t值
<i>UE</i>	+ -0.0816	-1.16	0.0912	1.07	0.0306	0.51	0.0315	0.53
<i>NumCov</i>	+		-0.0027	-0.63	-0.0059	-1.48	-0.0044	-0.95
<i>UE × NumCov</i>	+		0.0023***	3.41	0.0025***	3.93	0.0024***	3.32
<i>Reported</i>	0.0012	0.44			0.0009	0.31		
<i>UE × Reported</i>	-0.0002	-0.41			-0.0000	0.01		
<i>Freq_Reported</i>							-0.0010	-0.38
<i>UE × Freq_Reported</i>							0.0001	-0.13
<i>Individual</i>	0.0005	0.19	0.0059	1.48	0.0020	0.88	0.0020	0.86
<i>Size</i>	0.0030***	2.76	0.0013	0.82	0.0028***	2.82	0.0031***	2.95
<i>Debt</i>	0.0042	0.67	-0.0130	-1.22	0.0010	0.16	0.0013	0.21
<i>BM</i>	-0.0035	-1.59	0.0028	0.80	-0.0015	-0.71	-0.0015	-0.70
<i>Lag</i>	0.0183	0.96	0.0432*	1.85	0.0346**	2.16	0.0349**	2.18
<i>Lag<sup>2</sup></i>	-0.0003	-1.06	-0.0006*	-1.89	-0.0005**	-2.20	-0.0005**	-2.22
<i>Lag<sup>3</sup></i>	0.0000	1.15	0.0000*	1.92	0.0000**	2.23	0.0000**	2.25
<i>EP</i>	0.0030	0.65	-0.0003	-0.04	0.0003	0.07	0.0004	0.10
<i>UE × Individual</i>	- -0.0003	-0.75	-0.0013**	-2.04	-0.0006	-1.61	-0.0006	-1.59
<i>UE × Size</i>	? -0.0003*	-1.93	-0.0006**	-2.18	-0.0005***	-3.10	-0.0005***	-3.04
<i>UE × Debt</i>	? -0.0021**	-2.01	-0.0001	-0.07	-0.0016	-1.56	-0.0016	-1.58
<i>UE × BM</i>	? 0.0010***	2.79	0.0001	0.13	0.0007*	1.95	0.0007*	1.95
<i>UE × Lag</i>	- 0.0038	1.26	-0.0036	-0.99	-0.0008	-0.32	-0.0008	-0.33
<i>UE × Lag<sup>2</sup></i>	- -0.0001	-1.28	0.0000	0.95	0.0000	0.24	0.0000	0.25
<i>UE × Lag<sup>3</sup></i>	- 0.0000	1.30	-0.0000	-0.92	-0.0000	-0.17	-0.0000	-0.18
<i>UE × EP</i>	+ -0.0013*	-1.75	-0.0009	-0.80	-0.0009	-1.35	-0.0009	-1.37
<i>Constant</i>	-0.4339	-0.96	-0.9722*	-1.81	-0.8394**	-2.23	-0.8490**	-2.26
<i>YEAR、WEEKDAY</i>	Yes		Yes		Yes		Yes	
<i>INSTURYF</i>	No		No		No		No	
<i>FIRMF</i>	No		No		No		No	
觀察值	4432		2315		5503		5503	
Adj. R <sup>2</sup>	0.032		0.044		0.039		0.039	
F值	4.9544***		3.8929***		6.7932***		6.7909***	

註：(1)變數定義參見表 3-4 之變數彙總表

(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)控制變數均與未預期盈餘進行交乘，包含年度、星期、產業固定效果與公司固定效果。

表 4-9 媒體報導財務申報篇數對投資者注意力之影響－固定效果模型

變數名稱	固定產業效果			固定公司效果	
	模型一			模型二	
	係數	t值		係數	t值
<i>UE</i>	+	0.0344	0.57	-0.0023	-0.19
<i>NumCov</i>	+	-0.0039	-1.03	-0.0010	0.15
<i>UE × NumCov</i>	+	0.0023***	3.98	0.0018*	1.80
<i>Individual</i>		0.0026	1.08		
<i>Size</i>		0.0028***	2.77		
<i>Debt</i>		-0.0005	-0.08		
<i>BM</i>		-0.0023	-1.02		
<i>Lag</i>		0.0357**	2.21		
<i>Lag</i> <sup>2</sup>		-0.0005**	-2.26		
<i>Lag</i> <sup>3</sup>		0.0000**	2.29		
<i>EP</i>		0.0007	0.15		
<i>UE × Individual</i>	-	-0.0005	-1.42		
<i>UE × Size</i>	?	-0.0005***	-3.02		
<i>UE × Debt</i>	?	-0.0016	-1.47		
<i>UE × BM</i>	?	0.0007*	1.83		
<i>UE × Lag</i>	-	-0.0009	-0.35		
<i>UE × Lag</i> <sup>2</sup>	-	0.0000	0.28		
<i>UE × Lag</i> <sup>3</sup>	-	-0.0000	-0.21		
<i>UE × EP</i>	+	-0.0010	-1.39		
<i>Constant</i>		-0.8713**	-2.30	-0.0040	-0.06
<i>YEAR、WEEKDAY</i>		Yes		No	
<i>INSTURYF</i>		Yes		No	
<i>FIRMF</i>		No		Yes	
觀察值		5503		5503	
Adj. <i>R</i> <sup>2</sup>		0.040		0.057	
F值		3.4286***		1.1106***	

註：(1)變數定義參見表 3-4 之變數彙總表

(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)控制變數均與未預期盈餘進行交乘，包含年度、星期、產業固定效果與公司固定效果。

## 第五章 結論與建議

本章結論與建議係為歸納前述之實證結果並說明相關研究限制及研究貢獻。本章共分為三部分，第一節為研究結論；第二節為研究限制與建議；第三節為研究貢獻。

### 第一節 研究結論

本研究旨在探討媒體報導對年度財務報告申報資訊內涵之影響並考量自我選擇問題。財務報告是投資人在進行投資決策時的重要參考資訊，過去文獻亦指出盈餘資訊具有資訊內涵，然而實際上市場並不能及時反應財務報告所內涵的盈餘資訊，從而有盈餘宣告後股價持續反映(PEAD)的現象。最近文獻指出投資人對盈餘資訊反應不足係因投資人注意力有限，故若有許多公司同時發佈其盈餘資訊時，投資人會受到其他公司之盈餘資訊所影響，而分散注意力。但亦有研究指出，媒體報導可吸引投資人的注意力，使投資人將注意力放置在被報導的公司，進而驅使投資人進行投資決策。因此，若媒體有報導年度財務報告申報資訊應能吸引投資人的注意力，從而有較大的市場反應，且其財務報告具有較高之資訊內涵。

然而，過去文獻發現若未考慮樣本自我選擇的特性，則會使研究結果有所偏誤。也就是說，公司申報財務報告時有媒體報導之樣本除了有媒體報導之特質外，亦可能同時具備某些相同的公司特質，如媒體能見度高的公司或其他可觀察與不可觀察到的公司特質，亦即兩種類型的樣本其特性會有明顯的差異性。因此，若沒有妥善處理樣本間的異質性的問題，則研究結果可能僅為公司的特質所造成，導致在檢驗媒體報導對年度財務報告申報資訊內涵之影響時有所偏誤。

本研究以台灣上市櫃公司於「公開資訊觀測站」上所登錄之年度財務報告申報日作為事件日，事件期為事件日後的 2 個交易日，共計 3 個交易日。研究期間為 2014 年至 2017 年，其他公司相關財務資料期間為 2013 至 2016，並以股票之累積異常報酬衡量投資人的反應，探討媒體報導對年度財務報告申報資訊內涵之影響並考量自我選擇問題。茲將研究結論彙總說明如下：

一、在未分離自我選擇效果時，公司年度申報財務報告期間有媒體報導時，更能吸引投資人的注意力，亦即該公司年度財務報告申報的資訊內涵較高。

二、媒體的選擇並不會影響到投資人的注意力，且在控制不可觀察特質後，公司年度申報財務報告期間有媒體報導時，更能吸引投資人的注意力，亦即該公司年度財務報告申報的資訊內涵較高。換言之，公司年度申報財務報告若有媒體報導會提高投資人對未預期盈餘之注意力之推論並不受自我選擇之影響而有所偏誤。

三、研究另以媒體報導財務申報資訊篇數之連續變數取代媒體有無報導財務報告之虛擬變數進行測試，以檢驗媒體報導篇數之多寡對研究結果的影響。實證結果顯示，累積異常報酬和媒體報導財務報告資訊篇數與未預期盈餘之交乘項呈顯著正相關，表示在分離自我選擇效果後，公司年度申報財務報告期間媒體報導越多時，愈能吸引投資人的注意力，則該公司年度財務報告申報的資訊內涵越高。換言之，無論是以媒體報導篇數之多寡或以媒體報導之虛擬變數的測試結果均一致。

四、研究亦另以固定效果模型分離自我選擇效果，以檢驗媒體報導對研究結果的影響。實證結果顯示，累積異常報酬和媒體報導財務報告資訊篇數與未預期盈餘之交乘項呈顯著正相關，與採用兩階段之研究設計的實證結果一致。表示公司年度申報財務報告若有媒體報導會提高投資人對未預期盈餘之注意力之推論並不受自我選擇之影響而有所偏誤。

## 第二節 研究限制與建議

1. 本研究之公司財務報告申報的媒體報導資料是以人工之方式逐一蒐集後再整理，然而，因為新聞資料庫之資料搜尋功能的限制，故搜尋時易因其他專有名詞與公司名稱相同，導致新聞數量過於龐大，例如：台南企業(1473)，則搜尋「台南」二字之結果將會一併列出新聞內容包含此二字之所有新聞。因此，在在搜尋此類公司且新聞數量過於龐大時，本研究僅能分別設定以下關鍵字如：股票代碼、每股盈餘、合併營收、營業淨利(損)和稅後純益(損)等搜尋條件。然而新聞記者於撰寫新聞時，可能不限於上述的詞彙，且並非皆會列出股票代碼，故難免遺漏一些新聞未納入樣本資料中。
2. 本研究之媒體報導資料係從 UDNdata 聯合資料庫與知識贏家資料庫中蒐集整理，然而投資人除可從資料庫中所包含的 6 家媒體取得資訊外，亦可自行上網查閱相關網頁以獲取所需要之資訊外，如鉅亨網、奇摩股市、中央社以及其他媒體等，然而這些網頁除保存時間有限外，亦未有資料庫可以查詢，因此本研究未能將這些資訊納入研究樣本中。
3. 本研究僅以累積異常報酬衡量投資人注意力，然而投資之注意力或許亦能從其他面向加以觀察，因此建議後續之研究能進一步以不同之方式衡量投資之注意力，以檢驗研究結果是否有所差異性。

### 第三節 研究貢獻

本研究之結果有助於了解公司年度申報財務報告之媒體報導對投資人注意力之影響，並提供進一步證據以釐清公司特質與媒體報導效果。我國法令規定上櫃公司須於期限內將公司年度財務報告申報並上傳公開資訊觀測站，然而若投資人未注意到此資訊，則投資人就不會利用該資訊進行決策，也就不會將其內涵資訊反應在股價上。因此，公司若想將相關財務資訊傳遞給投資人，使年度財務報告中之資訊能充份的反應在股價上，則公司應思考如何和媒體建立連結的管道，以幫助將資訊傳遞給投資人。

而本研究在考量自我選擇問題後並未發現媒體的選擇會影響投資人的注意力。亦即，媒體雖會去選擇具有特定公司特性的公司來報導，且某些具有特定特質的公司亦會主動與媒體建立關係，促使媒體選擇該公司來報導，然而這些公司特性並不會影響投資人的注意力。因此，此發現有助於幫助未來在探討此類議題之研究時，可排除控制自我選擇問題。此外，本研究控制自我選擇之研究方法與過去研究的差異在於，本研究係以 Michaely et al. (2016) 之兩階段方式處理自我選擇問題，此方法可避免因模型設定而造成估計結果有所不同，亦可分離因公司不可觀察特質對研究結果所造成的影響。

## 參考文獻

- 王雍智，2010，資本結構與公司績效關聯性之研究-臺灣股市的新啟示，企業管理學報，第 85 期：71-110。
- 李建然與林秀鳳，2013，大型會計師事務所之審計品質真的比非大型會計師事務所好嗎？從抑制盈餘管理的角度探討-控制自我選擇偏誤的重要性，中華會計學刊，第 9 卷 1 期：77-110。
- 林靖傑與莊素增，2011，財務報表網路申報之市場反應研究，中華管理評論國際學報，第 14 卷第 4 期：1-26。
- 林慧珊，2017，財務報告申報期限與申報集中對投資者注意力之影響，東海大學會計學研究所論文。
- 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：1-18。
- 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。
- 許書偉與江承霖，2017，媒體報導、投資者注意力與財務報告申報資訊內涵，會計審計論叢，第 7 卷第 1 期：75-103。
- 許書偉與李建然，2013，淨值門檻管制會誘發盈餘管理嗎？，會計評論 第 57 期：73-103。
- 廖秀梅、湯麗芬與李建然，2016，董監事暨重要職員責任保險與盈餘穩健性，會計評論，第 63 期：109-150。
- 顏信輝、張瑀珊與鄭力尹，2016，直接採用 IFRS 前後財務報表資訊內涵之比較，會計評論，第 62 期：33-74。
- 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*: 21-36.
- Atiase, R. K., L. S. Bamber, and S. Tse. 1989. Timeliness of financial reporting, the firm size effect, and stock price reactions to annual earnings announcements. *Contemporary Accounting Research* 5 (2): 526-552.
- 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. 2007. All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *The 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.
- Broadbent, D. E. 1958. Effect of noise on an “intellectual” task. *The Journal of The Acoustical Society of America* 30 (9): 824-827.
- Brown, S., K. Lo, and T. Lys. 1999. Use of R<sup>2</sup> in accounting research: Measuring changes in value relevance over the last four decades. *Journal of Accounting and Economics* 28 (2): 83-115.
- Cherry, E. C. 1953. Some experiments on the recognition of speech, with one and with two ears. *The Journal of The Acoustical Society of America* 25 (5): 975-979.
- Chih, H.-H., Y.-E. Lin, W.-R. Chen, and P.-H. Chou. 2009. Does CEO media coverage affect firm performance?. *Chiao Da Management Review* 29 (1): 139-173.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. 2008. Boards: Does one size fit all?. *Journal of financial economics* 87(2): 329-356.
- Collins, D. W., E. L. Maydew, and I. S. Weiss. 1997. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics* 24 (1): 39-67.
- DeFond, M., M. Hung, and R. Trezevant. 2007. Investor protection and the information content of annual earnings announcements: International evidence. *Journal of Accounting and Economics* 43 (1): 37-67.
- DellaVigna, S., and J. M. Pollet. 2009. Investor inattention and Friday earnings announcements. *The Journal of Finance* 64 (2):709-749.
- Fama, E. F. 1998. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics* 49 (3): 283-306.
- Fama, E. F., and K. R. French. 1995. Size and book-to-market factors in earnings and returns. *The Journal of Finance* 50 (1): 131-155.
- Foster III, T. W., and D. Vickrey. 1978. The incremental information content of the 10-K. *Accounting Review*: 921-934.
- Frederickson, J. R., and L. Zolotoy. 2015. Competing earnings announcements: Which announcement do investors process first? *The Accounting Review* 91 (2): 441-462.
- Gormley, T. A., and Matsa, D. A. 2013. Common errors: How to (and not to) control for unobserved heterogeneity. *The Review of Financial Studies* 27(2): 617-661.
- Heckman, J. J. 1979. Sample Selection Bias as a Specification Error. *Econometrica* 47(1): 153-161.
- Hirshleifer, D., and S. H. Teoh. 2003. Limited attention, information disclosure, and financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 36 (1): 337-386.
- 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.

- Johnston, W. A., and S. P. Heinz. 1978. Flexibility and capacity demands of attention. *Journal of Experimental Psychology: General* 107 (4): 420.
- Kahneman, D. 1973. *Attention and effort*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall
- Kahneman, D. 2011. *Thinking, fast and slow*: Macmillan.
- Kormendi, R., and R. Lipe. 1987. Earnings innovations, earnings persistence, and stock returns. *Journal of Business*: 323-345.
- Kothari, S. 2001. Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1): 105-231.
- 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.
- Lennox, C. S., Francis, J. R., & Whag, Z. 2012. Selection models in accounting research. *Accounting Review* 87(2): 589-616.
- Lu, Y.-C., Y 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.
- Malkiel, B. G., and E. F. Fama. 1970. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance* 25 (2): 383-417.
- Michaely, R., A. Rubin, and A. Vedrashko. 2016. Are Friday announcements special? Overcoming selection bias. *Journal of Financial Economics* 122 (1): 65-85.
- Penman, S. H. 1987. The distribution of earnings news over time and seasonalities in aggregate stock returns. *Journal of Financial economics* 18 (2): 199-228.
- Peress, J. 2008. Media coverage and investors' attention to earnings announcements. *New York* 33 (0): 1-57.
- Rosenberg, B., K. Reid, and R. Lanstein. 1985. Persuasive evidence of market inefficiency. *The Journal of Portfolio Management* 11 (3): 9-16.
- Stroop, J. R. 1935. Studies of interference in serial verbal reactions. *Journal of Experimental Psychology* 18 (6): 643.
- Tversky, A., and D. Kahneman. 1973. Availability: A heuristic for judging frequency and probability. *Cognitive Psychology* 5 (2): 207-232.
- Yantis, S., and J. Jonides. 1990. Abrupt visual onsets and selective attention: voluntary versus automatic allocation. *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance* 16 (1): 121.