

公司被動發布訊息說明之市場反應研究 — 以電子及傳統產業為例

RESEARCH ON THE MARKET REACTION TOWARD THE INFORMATION ANNOUNCED PASSIVELY BY COMPANIES - USING THE ELECTRONICS AND TRADITIONAL INDUSTRIES AS AN EXAMPLE

王瑪如*

國立高雄第一科技大學財務管理系副教授

Ma-Ju Wang

*Associate Professor, Department of Finance, National Kaohsiung
First University Science and Technology*

摘要

公司發布重大訊息時，市場投資人全盤相信公司的說法嗎？又當媒體發布公司消息於先，公司卻澄清媒體說法於後，投資人是相信媒體或公司呢？本文以上市電子工業與鋼鐵、塑膠及建材營造等三大傳統產業為研究對象，將公司發布之訊息分為天災、人為事件與回應媒體報導等三類驗證之。實證結果發現，當天災發生，公司發布不受天災影響之訊息時，市場較相信電子工業之公司說法，負的異常報酬有限。當人為事件發生公司發布不受人為事件影響之訊息時，傳產業在此危機事件之聲明較能得到投資人之信任。當媒體發布公司負面消息時，傳產業較能於公司回應澄清說明後股價回穩，當媒體發布公司正面消息時，電子工業即使在公司出面否定訊息時，仍能持續維持上升的異常報酬。再者，電子工業在公司否定媒體報導有關資本結構異動之消息時，市場仍回報以正的異常報酬來支持公司。最後，當公司未明確回應媒體報導有關公司正面財務預測之消息時，投資人依舊相信媒體的報導，市場反應出正的異常報酬。由

*通訊作者，地址：高雄市燕巢區大學路1號，電話：07-6011000 轉 4027

E-mail: majuwang@nkfust.edu.tw

此觀察，在資訊不對稱下，媒體實扮演了舉足輕重的角色。迴歸分析發現，市價淨值比是影響公司被動發布訊息說明的市場宣告效果中之重要影響因素。

關鍵字：重大訊息、媒體、異常報酬

ABSTRACT

Do investors believe what companies say in major announcements? Do investors buy into the clarification from companies regarding media coverage? This paper examines listed companies in the electronics industry and the three traditional industries of steel, plastics, and building materials and construction. It further classifies company announcements into the three categories of natural disasters, man-induced events, and responses to media reports. The empirical results suggest that when natural disasters strike, the market finds “business-as-usual” announcements from electronics companies to be more convincing than similar statements from companies in the traditional industries, resulting in limited abnormal and negative returns. However, in the case of negative man-made events, the market finds “business-as-usual” announcements from companies in the traditional industries to be more convincing than similar statements from electronics companies. After negative news coverage in the media, the share prices for companies in traditional industries will stabilize after clarifications from the companies (in comparison to electronics companies). For electronics companies, after good news coverage, the share prices will continue to rise and the companies will react positively and have abnormal returns, even when the companies deny the media stories. The market will also react positively and has abnormal returns when electronics companies deny the media coverage concerning changes to their capital structures. Finally, investors will remain convinced of the media coverage and the market will react positively and has abnormal returns if companies do not specifically respond to positive news concerning their financial forecasts. In sum, the media plays a pivotal role in the context of information asymmetry. Regression analysis finds that the market to book ratio is the important factor that affects the market reaction toward the information announced passively by companies.

Keywords: Major Announcements, Media, Abnormal Returns

壹、緒論

台灣的上市(櫃)公司於公開資訊觀測站發布重大訊息，是根據證券交易法第157條之1第4項所稱「涉及該證券之市場供求，對其股票價格有重大影響，或對正當投資人之投資決定有重要影響之消息」，但在公開資訊觀測站發布相關消息後，市場是否真的會相信公司的說法？又媒體主動發布公司的新聞稿後，隨後公司卻常常出面予以澄清，究竟投資人是較相信公司的說法或是媒體呢？

近十幾年來，由於全球氣候變遷加上溫室效應的影響，使得颱風及地震等天災頻傳，造成的災害有日趨嚴重的趨勢；另外發生在與我國息息相關的經濟大國－美國的重大事件，如：911恐怖攻擊事件、美國西部因為工人罷工而封閉港口、美伊戰爭的爆發等，再加上我國電力公司因為施工造成的停電事件及工廠發生火災等等人為事件，天災人禍不單對於公司、社會甚至是整體經濟都造成了不小的衝擊。而每每事件發生，公司總是盡快發布重大訊息藉以讓投資人了解狀況，或者是安撫股民，而針對公司說法投資人是否被說服？再者現今大眾傳播媒體的報導時而搶先公司發布訊息，卻也常見到事後公司又出面澄清媒體的報導，而究竟媒體與公司何者較能取信於投資人呢？

天災人禍發生時(第一時間)，如果影響公司營運，媒體可能於最快的時間內報導(第二時間)，這兩個時點日可能會造成股市的影響，因證交法重大訊息揭露的要求下，這些重大事件發生後公司常會出面說明現況讓投資人了解，或能減少對股價之衝擊。但我們觀察到，對於不利公司之事件，公司偶而會出面澄清此負面的影響，或其說明有別於之前媒體之報導，甚至對公司正面的消息，公司亦偶而會出現不回應或否認的說明。我們想探討的是投資人是否相信公司澄清的說法？因資訊不對稱，媒體往往是降低資訊不對稱的橋樑，反倒是公司的說明投資人相信幾分呢？故本篇中我們並無納入主事件發生日與媒體對主事件訊息發布日，而是公司出面澄清說明或反向回應的市場反應。為此我們便以上述所提及之天然災害、人為事件、大眾媒體的報導，這些有可能會造成公司股價劇烈波動的外在訊息因素做為本研究的主題。

近年來全球在電子科技方面皆有重大的發展，使得電子產品日趨普遍、使用率節節攀升，而台灣也跟隨著全球的腳步前進著，其中如雨後春筍般成立的眾多電子公司，更是成為台灣的經濟成長率直線上升的功臣之一。本研究以TEJ的產業類別中的電子工業類股為主要研究對象之一；另外以TEJ的塑膠工業、鋼鐵工業及建材營造類三大傳產類股為對照產業，篩選出各標的公司於公開資訊觀測站發布之重大訊息有關天災、人禍、澄清媒體報導等，並將訊息細分為七大類探討。研究期間將訊息分為二類：(1)天災及人為事件樣本期間為1999年初至2009年底，共計10年。(2)媒體報導樣本

期間為2007年初至2009年底，共計3年。研究當電子工業與三大傳產於公開資訊觀測站發布相同性質之重大訊息時，藉由產業間之不同事件期間之異常報酬變化，以瞭解市場對訊息發布之反應及特質。

實證結果顯示當天然災害發生時，電子工業針對此類消息發布無影響訊息時，相對於三大傳產來說，市場的確出現正面反應。而當人為事件發生，公司發布無影響的訊息時，電子業的市場呈現負面反應；三大傳產卻出現市場正面反應。故相較於人為事件，市場對電子產業發布天災不受影響之信任度高，反之，市場對傳產業發布不受人為事件影響之信任度較高。

有關媒體類方面，當媒體報導公司負面消息，公司發布明確否定的訊息時，電子工業相對於三大傳產，其市場反應是為負面的。媒體報導公司正面消息，公司發布明確的澄清訊息時，電子工業相對於三大傳產而言市場卻呈現正面反應。此結果顯示相對於公司的澄清，市場仍比較相信媒體的報導。

再者，當媒體報導有關公司資本結構變動之後，公司卻發布不承認該訊息時，電子工業相對於三大傳產來說，市場反應為正面。而當媒體報導資本結構變動和正面財務預測的消息後，公司發布不承認亦不否認語意不清的訊息時，電子工業相對於三大傳產而言，市場皆呈現正面的反應。近年，電子業為加速擴充，頻頻增資、購併，此結果顯示縱使公司不正面回應，市場仍報以正向異常報酬反應。

最後，以迴歸分析觀察公司特性如何影響事件期間的異常報酬，分別對七個研究事件的市場宣告異常報酬進行迴歸分析，發現市價淨值比（P/E）是影響公司被動出面回應的市場宣告效果中相對重要的影響因素。在澄清媒體負面或正面報導公司消息的事件中，應收帳款週轉率與 ROE 亦為影響的因子之一，ROE 亦影響有關媒體財務預測的事件。

後續本文之架構分別是第二節之文獻回顧，探討國內外有關媒體資訊之相關文獻，以做為假說之基礎。第三節為研究設計，敘述樣本來源、研究假說及事件研究，第四節為實證結果，最後為結論。

貳、文獻探討

近來有許多文獻及模型解釋「投資者有限的注意力」(limited investor attention)，即投資者有限的注意力可能會造成對於訊息的反應不足及產生其他影響。接著這些模

型預測投資人會忽略訊息所發出的訊號而導致股價的訂價錯誤，此可能和下面四點有關：(1)公開且隨手可得的會計資訊 (Hirshleifer & Teoh, 2003; DellaVigna & Pollet, 2009)。(2)大公司比小公司有較快的傳播訊息能力 (Peng, 2005)。(3)忽略了會造成長期影響的資訊 (DellaVigna & Pollet, 2007)。(4)過度的資產價格聯動 (Peng & Xiong, 2006)。一個具有有限注意力且比較靜態的預測模型下，假設投資者對某家公司的關注直線下降時，對於特定公司之相關消息會使股價存在更嚴重的反應不足。例如：事件發生在非交易時間 (Francis, Pagach, & Stephan, 1992; Bagnoli, Clement, & Watts, 2005)、星期五盈餘宣告 (Friday earning announcements) (DellaVigna & Pollet, 2009)、市場下跌期間和低交易量 (Hou, Peng, & Xiong, 2008)。

Tetlock (2007) 分析了大眾傳播媒體的語言內容及悲觀的媒體預測，造成股票報酬向下修正及反轉現象。Tetlock, Saar-Tsechansky, and Macskassy (2008) 進一步發現以下三種結果：(1)媒體對特定公司發布負面預測新聞會降低該公司的盈餘。(2)負面的訊息造成公司的股價出現短暫的「反應不足」(underreact) 現象。(3)媒體對公司股價負面的盈餘及股價預測比其他基本的 (fundamentals) 預測新聞造成較大的影響。

DellaVigna and Pollet (2009); Hirshleifer, Lim, and Teoh (2011) 的研究模型中，假設投資人為風險趨避者並且忽略公司關於未來有利的盈餘表現等訊息，結果平均股價對於出乎意料之外的盈餘預測反應不足，以至於平均而言股票價格在有利的盈餘預測後出現太低的報酬；在不利的盈餘預測後卻有著過高的報酬，即存在盈餘資訊宣告後的漂移 (comovement)。DellaVigna and Pollet (2009) 指出周五投資人轉移了對工作的專注，在有限注意力下，導致對盈餘宣告反應不足，之後投資人會察覺錯價並修正之，故注意力降低增加了盈餘宣告的遞延反應，而於期間中有產生異常報酬的機會。他們發現對新訊息的反應不足是盈餘宣告後效果持續發酵的重要原因之一。

Fang and Peress (2009) 研究媒體報導與股票報酬之間橫斷面關係，結果為沒有媒體報導的股價報酬會高於高度媒體報導的股價報酬，他們更進一步提出會造成「沒有媒體報導溢酬理性代理架構」(no-media premium rational-agent framework)，是由於(1)交易阻礙假說 (impediments-to-trade)。其預期小規模公司因流動性較為不足、週轉率低、股價偏低，此阻礙交易的特性使其媒體報導溢酬效果存在且相對較大規模公司的效果來得大，是為其持續產生超額獲利的可能原因。(2)對於不完全多角化的補償。而不完全多角化的補償與 Merton (1987) 提出的投資者認知假說 (Investor Recognition Hypothesis) 一致，其假定在一個資訊不完全的市場下，投資者無法得知所有公司的資訊，因此對於不完全的多角化的股票需要提供更高的報酬來補償投資人的認知不足。李顯儀、吳幸姬與王元章 (2006) 發現投資人會有不同的投資行為可能是對於訊息所取得的質量、速度或對訊息認知上的差異而產生，比較容易被投資人預測到的訊

息會使投資人在買賣行為上產生差異，反之，較不易被預期的訊息，反而在買賣行為上較雷同。

對資訊的取得包括考慮到何時取得、中間媒體報導的影響，或是投資人行為等都是文獻曾經著墨的地方。一個消息的出現有可能如上述所言，投資者有限的注意使得反應不足而遞延反應，而我們討論的訊息不同於文獻的是，我們蒐集主事件發生於媒體報導後，後續公司持續發布相關訊息之股東連帶修正反應。與有限的注意力不太相同的是，我們的研究以公司實際對天災、人禍事件發生與媒體報導後之回應為前提，公司於事後出面說明與澄清這部分尚無文獻實證之探討，到底媒體的影響力如何？公司說明或澄清的有效性又是如何？尚待進一步的驗證。

參、研究設計

一、樣本篩選及資料處理

台灣的電子工業崛起於九〇年代，1999 年至 2009 年電子產業之市值與股市成交值已分別占大盤平均約 55%與 66%，逐年占大盤的比率列於下表 1 中，倘若將類股二分法，勢必其中包含一個是市值與成交值都佔全體過半的電子族群。就交易活絡與投資人關注上，電子業與其他產業確實有很大的差距。電子工業與相對上成立或上市時間更久的傳統產業有不同的發跡與歷史背景，台股的特性中，經常見到金融類股、電子工業類股與傳統產業股在不同時期各自分別或一起成為大盤的主角，業界亦常以此為分類說明，排除金融類股因適用金融法規的特殊規定有所不同，製造業中我們以電子工業與傳產業為分類，此為選擇兩類股分析之原因之一。

再者，電子工業於 2009 年以前因促進產業升級條例適用租稅優惠以來，是該工業能獲得政府實質租稅優惠而快速扶植的成長產業，相對於傳統已近成熟型產業，兩者產業特性自是不同。2010 年 5 月公布實施的產業創新條例是接續促進產業升級條例的重大經濟法案，工業局指出產創條例徹底調整過去產業政策租稅優惠「重高科技、輕傳產」的疑慮，如此政府願扶植的產業也可看出其相對的成長性。等等以上因電子工業發展的背景不同於傳產業，這也是我們將電子與傳產兩分類的另一原因。

從表 2 可以看出，除了電子工業類為主要研究對象外，排除金融類股後，另外選擇成交值位居第三、第四位的建材營造類及鋼鐵工業類和成交值位居第六位的塑膠工業類作為三大傳產代表，三者合計成交值占 9.2%，排行全體第三大類。（由於成交

表1 電子類股佔台灣加權股價指數之市值與成交值比（單位：百萬元）

年月	大盤市值	電子市值	電子市值%	大盤成交值	電子成交值	電子成交值%
1999	11,734,777	6,359,499	54%	29,490,924	19,312,038	65%
2000	8,162,271	4,515,478	55%	30,816,357	22,438,206	73%
2001	10,203,380	6,656,105	65%	18,410,428	14,904,911	81%
2002	8,919,055	4,728,439	53%	21,937,159	15,400,604	70%
2003	12,401,855	6,721,177	54%	20,482,274	11,715,251	57%
2004	13,879,986	6,645,610	48%	24,177,802	12,352,538	51%
2005	15,566,110	8,937,333	57%	19,050,954	13,649,609	72%
2006	19,409,102	10,887,940	56%	24,197,398	16,971,459	70%
2007	20,615,022	11,031,036	54%	33,521,243	22,663,584	68%
2008	11,685,283	6,020,927	52%	26,664,491	14,881,946	56%
2009	21,040,867	11,781,993	56%	30,118,118	18,615,028	63%

表2 2009年各產業成交值占全體%

證券名稱	成交值(%)	證券名稱	成交值(%)	證券名稱	成交值(%)
電子工業類	63.40%	食品工業類	1.55%	汽車工業類	0.83%
金融保險類	10.84%	橡膠工業類	1.47%	其他類	0.51%
建材營造類	3.62%	紡織纖維類	1.14%	觀光事業類	0.46%
鋼鐵工業類	3.21%	貿易百貨類	0.99%	造紙工業類	0.45%
航運業類	3.06%	水泥工業類	0.94%	電器電纜類	0.43%
塑膠工業類	2.37%	電機機械類	0.91%	油電燃氣類	0.29%
化學工業類	2.11%	生技醫療類	0.91%	玻璃陶瓷類	0.21%
合計 100%					

值位居第五位的航運業類，其中有頗多為較新興的類股，因此本研究未將這類的產業納入）。

故我們以TEJ資料庫取在2009年市值占五成以上、成交值占六成以上的電子業，共計56家公司，與前三大傳產代表共計60家公司為研究樣本。

上市公司於公開資訊觀測站發布之重大訊息種類很多，公司訊息澄清的主要原三大事件包括無法預期的天災（定義為颱風、地震、流感等）與人禍（如：大停電、戰爭、封港影響航運、恐怖攻擊、課徵反傾銷稅、火災、爆炸、外洩事件或勾結炒作股

票等)以及媒體報導。關於媒體訊息這一類,我們先搜尋公司澄清與出面回應媒體的公司訊息,整理後再分類於下:

- (一)當媒體報導關於公司負面的消息(如積欠工程款、公司財務出現狀況、污染資源等),公司提出明確的反向澄清時。
- (二)媒體報導公司正面訊息(如公司新合作案、擴大市場版圖等),但是仍有公司於媒體報導正面訊息後出面澄清。
- (三)媒體報導一類屬於併購或私募增資、赴海外上市等資本結構變動的消息,這類資本移動影響公司投資、融資政策頗鉅,相信應對股價有所影響,而在媒體報導完之後公司卻予以澄清否定。
- (四)對應於(三)之併購、私募增資、赴海外上市等,尋找當媒體發布這類資本結構變動的消息時,公司未明確回應或證實媒體報導,或以模糊不清的字眼,或以保密原則,或有待評估等回應之。
- (五)當媒體報導公司將接獲大單或盈餘成長等正面財務預測的消息,相較於前述報導資本的變動,當媒體報導財務預測將更能引起市場的共鳴,通常對股價有正向的影響是無庸置疑的,但卻有公司使用模糊不清的字眼回應此訊息時。

這三大類主事件對公司股價有相當程度的影響,我們卻發現有不少公司於主事件後又出面澄清或回應,是故我們整理後大致分為有關天災、人為事件以及媒體報導三大類,其中回應媒體分五小類來研究。

一家正常營運的公司遭遇颱風、地震等天災應是屬於隨機性的,而遭遇大停電、恐怖攻擊、查封港口、工廠爆炸、人為勾結炒作股價等人禍事件也屬偶發事件居多,但是因為其為營業外且多數屬於無法預知的事件,故對公司應具某種程度的影響。我們取樣本期間10年,自1999年01月01日起至2009年12月31日止以研究這兩類突發事件之市場反應。有關媒體報導,因為種類訊息相當廣泛且繁雜,故本文取2007年01月01日起至2009年12月31日止完整的3年媒體訊息作為樣本訊息期間,樣本計364件。

重大訊息依關鍵詞篩選與分類,並剔除不適當的¹樣本,而本研究的事件期取事件日的前後十天涵蓋了市場宣告效果之反應,且為了避免事件日互相影響,因此刪除選定事件日前後十天內出現的同類訊息。綜合四大產業與訊息分類,各產業與訊息項目數記錄於表3。電子業與三大傳產有關天災訊息量分別為513與581筆,人為事件分別為187與192筆,第三類有關反應媒體訊息自第3列至第7列內容,電子業與傳產分別為255筆與109筆,電子業與三大傳產總樣本分別為955筆與882筆,共計1,837筆。

表3 樣本數明細表

	電子工業	三大傳產	鋼鐵工業	塑膠工業	建材營造
天災－公司發布無影響之訊息	513	581	201	161	219
人為事件－公司發布無影響之訊息	187	192	65	46	81
公司否定媒體報導負面消息	49	23	8	3	12
公司否定媒體報導正面消息	14	6	1	4	1
公司否定媒體報導資本結構變動	18	5	2	2	1
公司未明確說明媒體報導資本結構變動	28	14	3	10	1
公司未明確說明媒體報導正面財務預測	146	61	19	20	22
合計	955	882	299	246	337

二、訊息分析與假說建立

事件的發生與公司的澄清，兩者對市場的綜合影響，基本上可視投資人對公司的信任程度，以及投資人對該事件之了解與其對公司說法之判斷而定。倘若投資人對公司的發言信任度愈高，應當對公司影響較小，但因為公司當局與投資人之間存在資訊不對稱，故最終市場上的表現為何，若無經過實際數據驗證，實難探知市場投資人的反應。有關天災人禍事件對台灣股市的影響目前少有文獻記錄，針對無文獻的部份我們將提出推論以建立假說。

當天然災害發生時，公司於公開資訊觀測站上發布天災對公司無影響的訊息，天災如莫拉克颱風、921地震、SARS流感等都曾無預警的產生大規模的破壞，尤其在台灣夏季易產生颱風，其破壞性往往無法預期，而股東分散各地也無法實地勘查天災對公司的影響，故當公司發布天災對公司無影響的訊息時，投資人是否認同？我們提出假說一。

假說一：當天然災害發生，公司發布不受影響時，市場對於公司所發布之訊息出現負的異常報酬反應。

當人為事件發生時，公司於公開資訊觀測站上發布人為事件對公司無影響的訊息，人為事件造成之損害最具代表性的包括民國 88 年 8 月 6 日全台大停電，民國 90 年 9 月美國 911 恐怖攻擊事件、民國 91 年 10 月美國西岸封港事件及民國 92 年 3 月間的美伊開戰等，其他尚包括出口國家課徵反傾銷稅（如民國 88 年 3 月美國商務部判定 4.75 釐米以上熱軋課徵 10.2%反傾銷稅）、廠房公司爆炸或火災、氣體外洩事件、相關內部人勾結炒作股票等，都可能對產業帶來直接性與間接性不同程度之影響，因此當公司發布不受影響訊息時，投資人是否認同公司之說法？故提出假說二。

假說二：當人為事件發生公司發布不受影響時。市場對於公司所發布之訊息出現負的異常報酬之反應。

第三大類有關媒體類的訊息方面，公司於公開資訊站出面說明或澄清媒體先前之報導內容，包括公司營運、投資與財務等正負面消息，以下分成幾部份探討。

當媒體報導關於公司的負面消息時，如：違約、污染資源等，公司公開澄清相關負面消息，公司方面應該是希望股價不要受到影響，但投資人是否認同公司的說法？而當媒體報導關於公司的正面消息時，如：大舉布建通路市場版圖等，公司卻公開澄清此正面消息。也許公司不想誤導投資人，擔心會因追價而被套牢，但是媒體報導公司正面消息相對上應是較受公司歡迎的，而此時公司的澄清是著眼於媒體太過樂觀的報導或者只是捕風捉影而已，投資人會相信哪種說法？我們提出假說三之一。

假說三之一：公司否定媒體報導正面或負面消息時，市場出現正向或負向異常報酬之反應。

當媒體報導關於公司資本結構之變動，如重大投資、併購、私募等消息，這類新聞原是公司尋求積極成長擴大規模之投資、融資行為，站在股東立場，既是影響未來持續成長之公司重大決策，相信股東較能正面看待此訊息。但此時若公司於觀測站上否定該訊息，本研究預期會對於公司股價產生負面的影響，而當公司於觀測站上未明確回應此消息，我們認為公司雖不是確定該消息，但沒有否認該項決策，我們預期投資人應會偏向選擇相信媒體的報導，故預期會對於公司股價產生正面的影響。股市一直是市場之火車頭，對於此類將影響公司未來成長性的消息，預料對股市有某種程度之影響。我們提出假說三之二。

假說三之二：公司否定或未明確回應媒體報導資本結構變動之消息時，市場出現正向異常報酬之反應。

當媒體報導關於公司財務上的預測時（如：訂單、營收、出貨等），因一般財務訊息跟股價最息息相關，媒體除了根據公司發布的訊息或狀況做報導，有時亦可能為媒體的臆測。訊息有正面與負面，我們觀察到的資料以媒體發布正面消息居多，考量到負面報導為其相反的概念，故取媒體正面報導這部分來研究。我們預期正面消息會對於公司股價產生正面的影響，但卻有不少公司於公開資訊觀測站上對此訊息未明確回應。是媒體報導為真或是來源有待釐清，投資人無從得知，我們希望能從市場反應推論一些可能之結果，故提出假說三之三。

假說三之三：公司未明確回應或證實媒體報導正面財務預測消息時，市場對於公司所發布之不確定訊息出現正向異常報酬之反應。

三、事件研究

採用事件研究法進行實證研究，探討當公司這三大類（天災、人為事件、對媒體反應）訊息發布時，市場之宣告反應效果；對於電子與傳產四大類股的股價是否產生影響。本研究選擇風險調整法中假設各別證券報酬率與市場投資組合報酬率呈現線性關係的市場模式（Market Model）之普通最小平方法（Ordinary Least Square, OLS）做為預期模式建立之依據，並以台灣證券交易所發行量加權股價指數，代表市場投資組合。各樣本公司於公開資訊觀測站重大訊息發布對三類訊息之回應宣告日為事件日，本研究將估計期間設定為事件日之前160日（ $t=-160$ ）至事件日前11日（ $t=-11$ ）共150天；將事件期間設定為事件日之前10日（ $t=-10$ ）至事件日後10日（ $t=+10$ ），共21天以觀察市場之反應。因其已涵蓋了大多數顯著性的異常報酬，為簡化報表，我們只取事件日前後5日呈現。

藉由市場模式估計預期報酬率及異常報酬率，檢定各類重大訊息的平均異常報酬率（Abnormal Average Return, AAR）、累計平均異常報酬率（Calculatvie Abnormal Average Return, CAAR）是否有顯著異於0，以判斷該事件或訊息是否產生股價異常報酬。除了事件期間每日AAR的觀察，另外也以不同期間之CAAR(-5,5), CAAR(-3,3), CAAR(-2,2), CAAR(-1,1), CAAR(-1,2), CAAR(-2,1)等進一步再檢定不同期間的顯著性，以確定市場之反應狀況是否具穩定性與一致性。

肆、實證研究分析

實證結果分為兩個部份，分別以表呈現平均異常報酬率（AAR）及累計平均異常報酬率（CAAR）在事件日附近是否出現顯著性；並以圖呈現事件期AAR及CAAR的趨勢，依前述假說的順序，實證如下。

一、天災發生時，公司發布不受影響之訊息

當天然災害發生時（如：颱風、地震、流感等），公司發布不受影響時，其市場的反應如表4上半部AAR所示，每日AAR報告 $t=-5$ 至 $t=5$ 之部分，再以不同事件期間CAAR之顯著性驗證之。

從表4上半部中可以得知，電子業於事件日（ $t=0$ ）時發布天災發生對於公司無影響的訊息後，電子業的AAR於事件日 $t=0$ 時出現1%的負顯著，反應了天災的負面

表 4 天災發生時，公司發布不受影響之訊息－AAR 及 CAAR

事件期	AAR		事件期	AAR		
	電子工業	三大傳產		電子工業	三大傳產	
-5	-0.2143* (-1.831)	-0.206* (-1.7327)	1	-0.1144 (-1.0536)	-0.0416 (-0.3292)	
-4	-0.1865 (-1.5253)	-0.1982 (-1.4088)	2	-0.0192 (-0.1674)	0.0541 (0.4001)	
-3	-0.1052 (-0.8897)	-0.0893 (-0.8087)	3	0.1064 (0.7932)	-0.4862*** (-3.5676)	
-2	-0.0142 (-0.1294)	-0.7733*** (-6.3587)	4	-0.1298 (-1.0739)	0.0576 (0.4415)	
-1	0.0367 (0.334)	-0.7711*** (-6.1784)	5	0.0891 (0.8033)	0.0113 (0.0823)	
0	-0.533*** (-4.7073)	-0.056 (-0.4474)				
天災	CAAR[-5,5]	CAAR[-3,3]	CAAR[-2,2]	CAAR[-1,1]	CAAR[-1,2]	CAAR[-2,1]
電子工業	-1.0844*** (-2.409)	-0.6428** (-1.799)	-0.644*** (-2.347)	-0.6107*** (-2.841)	-0.6298*** (-2.441)	-0.6249*** (-2.569)
三大傳產	-2.4987*** (-4.402)	-2.1634*** (-5.099)	-1.5879*** (-4.634)	-0.8687*** (-3.739)	-0.8146*** (-2.795)	-1.6421*** (-5.660)

註：AAR、CAAR 下方括弧數字為 t 值，***，**，* 分別代表 1%、5%、10% 顯著水準。

影響。反觀表 4 上半部的三大傳產，可以發現雖在公司 t=0 事件日出面澄清時負向反應變弱呈無顯著性，在事件日公司澄清後，t=3 仍有 1% 的負顯著影響。故相較於電子業產業的一日反應，傳產對於天災的反應較為劇烈，公司出面澄清有減緩負面的作用。

從表 4 下半部中 CAAR 各事件期間的檢定，可以看出整個事件期間因天災發生使得 CAAR 為負反應對公司可能產生不利之影響。兩大類產業相對看來，電子工業每一個區間裡的負 CAAR 皆小於三大傳產，故電子工業發布不受天災影響訊息時，市場的反應是接受度較高的。

再由圖 1 中可以看出，雖然公司於 t=0 時出面說明不受天災影響，但 CAAR 於事件期間仍有逐步自 CAAR=0 向下負數擴大的跡象，顯示投資人心中的不安。電子業在天災發生時，公司發布無影響的訊息 (t=0) 時，CAAR 雖然開始由正轉為負，但波動幅度仍在 1% 內；而三大傳產的 CAAR 則從 t=-10 開始就為負數，但在公司出面澄清天災對公司無影響，雖有減緩跌勢，但 t=0 之後，仍然繼續下降且與電子工業的差距遞增。全球性競爭與研發創新這兩個重點是電子業能否長久發展的關鍵因素，相對上天災是屬於突發事件為短暫地區性 (local) 影響，再者，產品與技術日新月異是

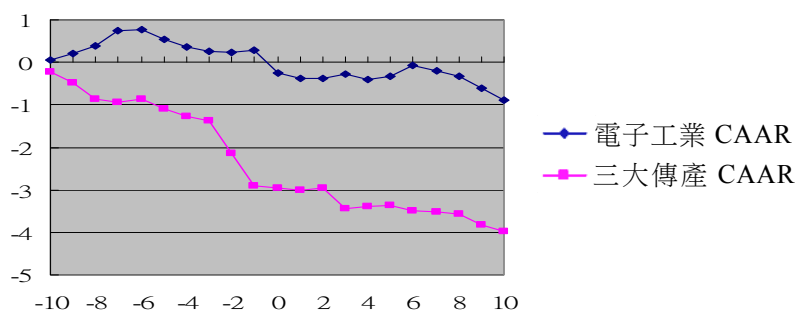


圖 1 天災發生時，公司發布不受影響之訊息－CAAR

電子業的特性，這些產業面的消息對電子業，短則波及獲利，長則影響成長性或是涉及產業結構轉型的問題，常常左右著股價的漲跌趨勢，故產業面的消息是比較容易取代或抵銷地區性的消息影響。因此我們認為市場比較相信電子工業針對此類消息發布對於公司無影響之訊息。綜合上述，實證支持假說一：當天然災害發生，公司發布不受影響時，市場對於公司所發布之訊息出現負的異常報酬反應。

二、人為事件發生時，公司發布不受影響之訊息

當人為事件發生（如：大停電、戰爭、封港影響航運、恐怖攻擊、課徵反傾銷稅、火災、爆炸、外洩事件或勾結炒作股票等），公司發布不受影響時之市場反應如表5上半部 AAR 所示。

表 5 上半部，電子業在 $t=-4$ 開始出現顯著負 AAR，公司於 $t=0$ 出面說明無影響後市場已減緩下跌，AAR 無顯著性，公司訊息發布後於 $t=2,3$ ，AAR 仍有弱負顯著，表該事件仍影響投資人信心。表中的傳產對於人為事件反應較為落後，於 $t=-3$ 時市場才有反應，且反應幅度較電子業為劇烈，但於 $t=0$ 公司說明不受影響後，AAR 出現正顯著且之後 AAR 無異常報酬，顯示投資人當時頗為相信公司的說法。

從表 5 下半部的檢定可知投資人在人為事件發生前已非常關注此類訊息，電子業的訊息反應又更為快速，其 CAAR 皆為負值，而除了 $[-1,1]$ 外其他的區間之 CAAR 都出現顯著。三大傳產方面雖然在 $[-3,3]$ 有負顯著，但幾乎在事件宣告日附近都出現正數且有 1% 顯著的水準。兩類產業相較之下，市場對於電子業人為事件發生時之反應敏感度較高，較早出現負異常報酬，事件後投資人對公司仍有疑慮。

表 5 人為事件發生時，公司發布不受影響之訊息—AAR 及 CAAR

事件期	AAR		事件期	AAR		
	電子工業	三大傳產		電子工業	三大傳產	
-5	-0.2704 (-1.6687)	0.886*** (3.8221)	1	-0.1527 (-0.8237)	0.3272 (1.7091)	
-4	-0.7323*** (-4.7071)	0.4549* (2.3081)	2	-0.3237* (-1.7005)	-0.0902 (-0.4987)	
-3	-0.6804*** (-4.0916)	-1.2987*** (-6.9523)	3	-0.3225* (-1.9679)	0.2249 (1.2546)	
-2	-0.4041** (-2.5144)	-0.7371*** (-3.6679)	4	220.09 (0.5994)	-0.3556 (-1.7416)	
-1	-0.0569 (-0.3331)	0.1206 (0.6037)	5	0.5093*** (2.364)	-0.2351 (-1.0255)	
0	-0.0629 (-0.387)	0.5415** (2.4462)				
人為事件	CAAR[-5,5]	CAAR[-3,3]	CAAR[-2,2]	CAAR[-1,1]	CAAR[-1,2]	CAAR[-2,1]
電子工業	-2.4067*** (-3.948)	-2.0033*** (-3.948)	-1.0004** (-2.176)	-0.2725 (-0.828)	-0.5963* (1.429)	-0.6767** (-1.760)
三大傳產	-0.1617 (-0.231)	-0.9119** (-1.765)	0.162 (0.363)	0.9893*** (2.757)	0.8991** (2.249)	0.8991** (2.249)

註：AAR、CAAR 下方括弧數字為 t 值，***，**，* 分別代表 1%、5%、10% 顯著水準。

投資人對傳產業之人為事件反應較為平和，且在公司說明後有明顯轉佳的現象，表示公司出面說明奏效。對正常獲利的公司而言，若成立較久，通常經營績效表現或信譽等都有優勢 (Zhao & Luo, 2002)。傳統產業成立較久，至今公司都還能穩定經營，也許因新興產業崛起，使得其績效不如從前，但是危機處理經驗的累積，平均而言應該不遜於新興產業，故若傳產業在過去能夠面對這些人為危機事件並安然度過，則在以後面對類似狀況時也較能妥善處理。再者，台灣的傳產業不同於歐美，家族企業不在少數，公司內部關係人持股比率偏高，Agrawal and Knoeber (1996) 指出，內部股東持股對公司績效有正向影響。傳產業在面對突發事件，由於內部人持股較大，基於自身利益會妥善積極處理。故傳產業可能基於成立年限較久經驗較豐富，在人為危機事件出現時也大多能得到投資人相對高的信任度。

從圖2中可以發現，人為事件相較於天災事件，會更早於公司出面說明之前即出現負面反應，畢竟天災不可預期，人為事件則是新聞公開後公司才回應，故CAAR上幾乎在事件日前一週即反應，人為事件發生，電子產業相對上市場負面影響較大，而傳產業在事件日後CAAR甚至開始回升，直到t=8兩大類產業回復相同的CAAR的水準。綜合以上結果，實證支持假說二：當人為事件發生，公司發布不受影響時。市場對於公司所發布之訊息出現負的異常報酬的反應。

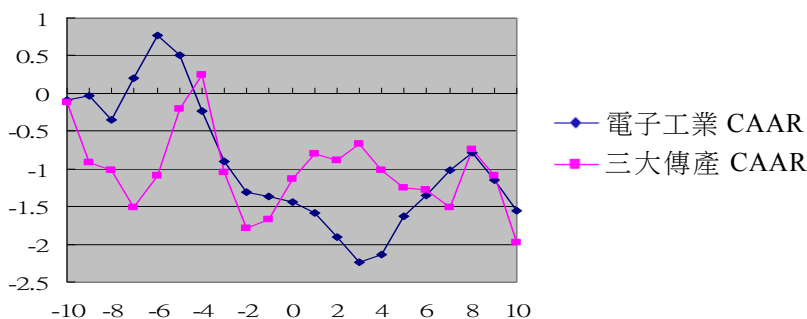


圖 2 人為事件發生時，公司發布不受影響之訊息－CAAR

三、媒體報導消息後之公司回應

(一)公司否定媒體負面報導的消息

當媒體報導關於公司負面的消息（如積欠工程款、公司財務出現狀況、污染資源等），公司提出明確的反向澄清時，市場的反應如表 6 上半部 ARR 所示。

電子業在事件日 $t=0$ 附近 AAR 無顯著性，可能因產業特性媒體訊息量較多，媒體負面報導與公司正面的說明較易平息投資人心中的疑慮。而傳產業在公司澄清訊息前雖有負 AAR，但 $t=1$ 之後市場亦回復平靜無顯著性。表 6 下半部可以看到電子業的 CAAR 在靠近 $t=0$ 附近之 $[-3,3]$ 、 $[-2,1]$ 出現負的弱顯著；媒體負面報導仍多少影響公司股價。三大傳產在各區間的 CAAR 皆無顯著性相對較佳。觀察圖 3 之 CAAR 趨勢，當媒體報導公司負面新聞，於公司出面澄清之前都是在下降當中，而電子業於公司出面說明後 CAAR 仍是往下的趨勢直到 $t=4$ 後才回升。而傳產業在公司出面說明之後 CAAR 即一路回升，故媒體報導負面消息而公司予以澄清時，傳產業可能處理訊息經歷較為豐富，較容易得到投資人認同。

(二)公司否定媒體正面報導的消息

一般媒體報導公司正面訊息都是較受公司歡迎的，如公司新合作案、擴大市場版圖等，但是仍有公司於媒體報導正面訊息後出面澄清，當時之市場反應摘要於表 7 上半部 AAR。

表 7 中之電子工業在 $t=-4,-3,-1$ 皆出現正數顯著的異常報酬，顯示媒體正向訊息發酵影響股價，但於公司澄清後即不見任何顯著性。而傳產業在 $t=-1$ 也有正數 AAR 弱顯著，宣告後 AAR 亦無顯著性。整體 AAR 看來，雖無較多的顯著性，但事件期附近每日電子業的 AAR 水準皆高於傳產業的 ARR。再由表 7 下半部的檢定中可看到三

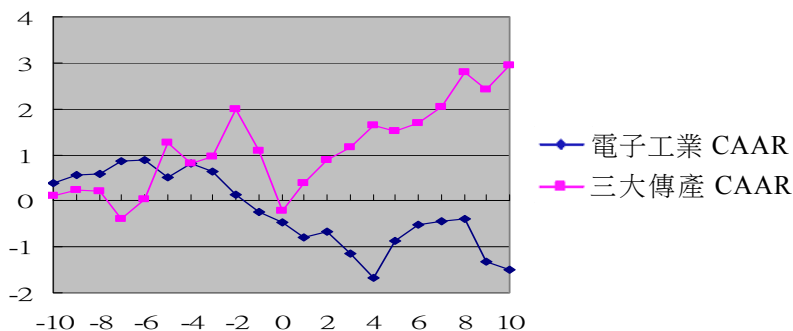


圖 3 公司否定媒體報導之負面消息－CAAR

表 6 公司否定媒體負面報導消息－AAR 及 CAAR

事件期	AAR		事件期	AAR		
	電子工業	三大傳產		電子工業	三大傳產	
-5	-0.3765 (-0.9909)	1.2321** (2.0868)	1	-0.3165 (-0.6558)	0.6103 (0.987)	
-4	0.2925 (0.7931)	-0.4525 (-0.7398)	2	0.1303 (0.3098)	0.5035 (1.2338)	
-3	-0.1768 (-0.4184)	0.144 (0.2737)	3	-0.4899 (-1.1269)	0.2689 (0.5522)	
-2	-0.4927 (-1.544)	1.0387** (2.0124)	4	-0.5208 (-1.1834)	0.4903 (0.6842)	
-1	-0.3798 (-0.9986)	-0.9109* (-1.7369)	5	0.8119** (2.3779)	-0.1406 (-0.2494)	
0	-0.2315 (-0.4859)	-1.3063** (-2.0282)				
澄清媒體 －負面	CAAR[-5,5]	CAAR[-3,3]	CAAR[-2,2]	CAAR[-1,1]	CAAR[-1,2]	CAAR[-2,1]
電子工業	-1.7498 (-1.131)	-1.9569* (-1.452)	-1.2902 (-1.152)	-0.9278 (-1.102)	-0.7975 (-0.790)	-1.4206* (-1.487)
三大傳產	1.4777 (0.666)	0.3484 (0.198)	-0.0646 (-0.042)	-1.6069 (1.218)	-1.1033 (-0.796)	-0.5681 (-0.402)

註：AAR、CAAR 下方括弧數字為 t 值，***，**，* 分別代表 1%、5%、10%顯著水準。

大傳產的 CAAR 皆為負數，反觀電子工業在事件期間的 CAAR 皆維持在正數，且於 [-5,5]、[-3,3]CAAR 也有弱顯著的正數，而傳產在期間中 CAAR 皆為負但無顯著性。

表 7 公司否定媒體正面報導的消息－AAR 及 CAAR

事件期	AAR		事件期	AAR		
	電子工業	三大傳產		電子工業	三大傳產	
-5	-0.7281 (-0.8054)	0.1101 (0.2694)	1	-0.4676 (-0.6038)	-1.2905 (-1.7255)	
-4	1.7275*** (1.8936)	0.1888 (0.8724)	2	0.4506 (0.5416)	-0.325 (-0.4399)	
-3	1.2813** (1.5026)	-1.0867 (-2.9572)	3	0.8895 (0.8707)	0.2902 (0.3095)	
-2	-0.046 (-0.084)	0.3648 (0.7657)	4	-0.1074 (-0.1547)	-1.0267 (-1.7923)	
-1	0.9741* (1.7321)	1.4606* (2.1954)	5	-0.5767 (-0.8852)	-1.4465 (-3.0895)	
0	0.7187 (0.8893)	-0.5773 (-0.6463)				
澄清媒體 －正面	CAAR[-5,5]	CAAR[-3,3]	CAAR[-2,2]	CAAR[-1,1]	CAAR[-1,2]	CAAR[-2,1]
電子工業	4.1158* (1.706)	3.8006* (1.436)	1.6299 (0.840)	1.2253 (0.759)	1.6759 (1.001)	1.1792 (0.606)
三大傳產	-1.4306 (-1.270)	-1.1639 (-0.453)	-0.3674 (-0.148)	-0.4072 (-0.200)	-0.7322 (-0.286)	-0.0424 (-0.023)

註：AAR、CAAR 下方括弧數字為 t 值，***，**，* 分別代表 1%、5%、10% 顯著水準。

圖 4 中，當媒體報導公司新合作案或擴大市場版圖等正面消息後，公司卻否定該項消息 (t=0)，但電子工業的 CAAR 皆為正數且呈現上升趨勢，CAAR 曾超越 4%，而三大傳產則為負數且一路下降也曾下降到 -4% 以上。因此電子工業大多以多角化方式經營以達到提升公司價值的目標，較能在投資人心中形成共識，故即使電子業針對此類消息提出澄清，市場還是認為媒體報導電子公司正面消息是可信的。而傳產業當公司出面說明時，市場即認為公司的說法比較屬實，可能因傳產公司可能已達成熟產業，創新的投資機會不若電子業公司來得具潛力，故 CAAR 是下降的。

故在圖 3 中，當媒體發布公司負面消息時，即使電子業公司出面澄清，公司仍受到負面訊息不少影響，而傳產公司反而能澄清負面訊息後股價回穩。反觀圖 4 中當媒體發布公司正面訊息時，電子業公司即使出面否定訊息，股價仍有正的異常報酬，但傳產公司出面說明時，市場卻大致相信公司的說法並無持續正的異常報酬，可能投資人認知傳產業未來投資發展性受限。綜合以上，支持假說三之一：公司否定媒體報導之正面或負面消息，市場對於公司所發布之訊息出現正向或負向異常報酬的反應。

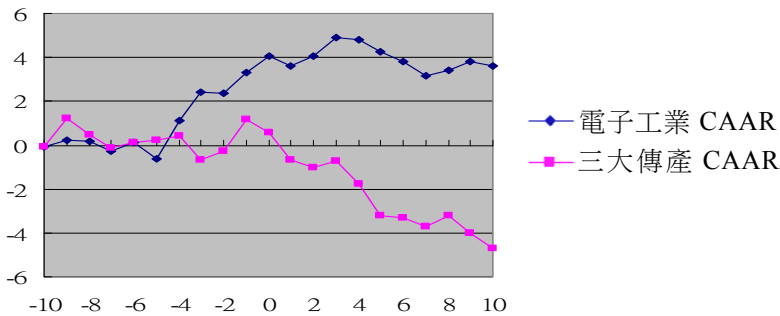


圖 4 公司否定媒體報導之正面消息－CAAR

(三)公司否定媒體報導資本結構變動之消息

媒體報導公司訊息的項目中尚有一類屬於併購或私募增資、赴海外上市等資本結構變動的消息，這類資本移動影響公司投資、融資政策頗鉅，相信應對股價有所影響，而在媒體報導完之後公司卻予以澄清否定，其市場反應如表 8 上半部 AAR 所示。

由表 8 上半部中發現，電子工業從 $t=-5 \sim t=0$ 雖無顯著性，但皆對此類消息呈現正向的回應，公司否定媒體報導說明之後於 $t=2$ 仍有正的弱顯著異常報酬。三大傳產業，市場早在 $t=-2, -1$ 便出現正顯著，當公司明確的否定相關報導 ($t=0$) 時市場出現正的 AAR 但已無顯著性，且在 $t=1, 3$ 出現 1% 和 5% 的負顯著；顯然投資人較認同公司否定的訊息，在 $t=0$ 後，電子業的 AAR 水平也都高於傳產業之 AAR。在表 8 下半部，CAAR 不同事件期間的檢定中，傳產公司在公司澄清之後雖多少影響股價，但整體而言，媒體報導合併或私募增資等資本結構之變動，仍為股價帶來加分的效果，電子工業在事件期間反應較為平和。

圖 5，公司於重大訊息上明確的否定媒體對於資本結構變化之相關報導，電子工業的 CAAR 在 $t=0 \sim t=4$ 之間依舊呈現上升趨勢；相對於三大傳產的 CAAR 而言，卻是在發布否定訊息後 ($t=1$) 便一路往下降，在 $t=4$ 時已成為負值。我們認為這是因為電子工業多處於成長期，故投資機會較多，市場較支持其融資決策來支應投資；反觀三大傳產，也許是有利可圖的投資機會有限，市場對於融資決策配合投資還抱持疑慮，使得電子工業相對上仍維持較大的正異常報酬。

(四)公司未明確回應媒體報導資本結構變動的消息

如同前小節所述，合併、私募增資、赴海外上市等可能影響資本變動的消息確實影響股價的變動，即使公司出面否定之，電子與傳產仍有不同程度的影響。接著尋找

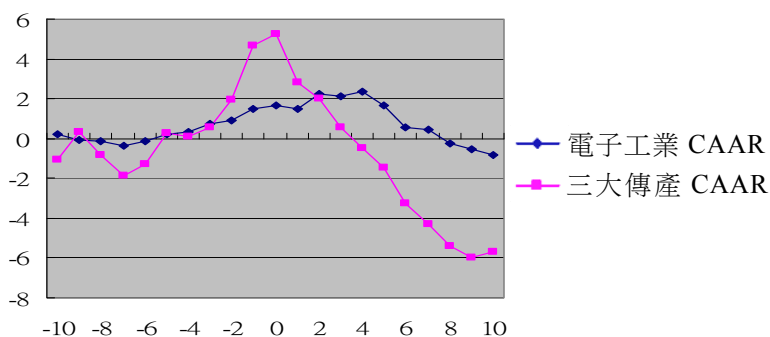


圖 5 公司否定媒體報導之資本結構變動的消息－CAAR

表 8 公司否定媒體報導資本結構變動的消息－AAR 及 CAAR

事件期	AAR		事件期	AAR		
	電子工業	三大傳產		電子工業	三大傳產	
-5	0.3806 (0.9864)	1.5601** (4.9515)	1	-0.172 (-0.4079)	-2.4492*** (-1.6314)	
-4	0.1198 (0.3496)	-0.2017 (-0.1335)	2	0.7667* (1.8785)	-0.7713 (-1.1698)	
-3	0.3901 (0.9153)	0.4798 (0.6867)	3	-0.1541 (-0.3849)	-1.4535** (-1.0763)	
-2	0.1807 (0.6474)	1.3875* (1.5184)	4	0.2299 (0.7791)	-1.0588 (-1.5055)	
-1	0.5454 (0.8176)	2.6948*** (2.796)	5	-0.6975* (-1.151)	-0.9804 (-1.5289)	
0	0.2097 (0.38)	0.5988 (0.9476)				
澄清媒體資本結構變動	CAAR[-5,5]	CAAR[-3,3]	CAAR[-2,2]	CAAR[-1,1]	CAAR[-1,2]	CAAR[-2,1]
電子工業	1.7995 (1.267)	1.7666** (1.747)	1.5305* (1.567)	0.5832 (0.720)	1.3499 (1.314)	0.7639 (0.958)
三大傳產	-0.194 (-0.093)	0.4869 (0.495)	1.4606* (2.099)	0.8444 (1.413)	0.0731 (0.063)	2.2319*** (3.783)

註：AAR、CAAR 下方括弧數字為 t 值，***，**，* 分別代表 1%、5%、10% 顯著水準。

對照組，亦即當媒體發布這類資本結構變動的消息，但公司未明確回應或證實媒體報導，或以模糊不清的字眼，或以保密原則，或有待評估等回應，其 AAR 於表 9 上半部所示。對照組 AAR 相對於表 8 幾乎無異常報酬，除了在電子業 t=0 公司發布訊息卻未明確說明時，市場 AAR 反應還是正顯著。

表 9 公司未明確回應媒體報導資本結構變動的消息 – AAR 及 CAAR

事件期	AAR		事件期	AAR		
	電子工業	三大傳產		電子工業	三大傳產	
-5	0.6892 (1.1826)	-0.5569 (-2.0418)	1	0.56 (0.8727)	-0.7764 (-2.2611)	
-4	0.2122 (0.4422)	-0.2113 (-0.4252)	2	-0.7989* (-1.8054)	0.1786 (0.5605)	
-3	-0.6495 (-1.2086)	-0.1691 (-0.4102)	3	0.295 (0.7189)	0.2625 (0.732)	
-2	-0.1377 (-0.2507)	0.3201 (0.6204)	4	0.5468 (0.9889)	-0.2439 (-0.681)	
-1	0.7087 (1.4189)	0.3181 (0.7287)	5	0.6694 (1.1386)	0.1658 (0.2868)	
0	1.6038*** (2.2414)	0.0826 (0.1336)				
模糊媒體資本 結構變動	CAAR[5,-5]	CAAR[3,-3]	CAAR[2,-2]	CAAR[1,-1]	CAAR[-1,2]	CAAR[-2,1]
電子工業	3.5713** (2.193)	1.5268 (1.149)	1.8691* (1.595)	2.7735*** (2.888)	2.0021** (1.849)	2.6405*** (2.494)
三大傳產	-0.5879 (-0.446)	0.202 (0.187)	0.1148 (0.121)	-0.3506 (-0.578)	-0.184 (-0.309)	-0.0519 (-0.056)

註：AAR、CAAR 下方括弧數字為 t 值，***，**，* 分別代表 1%、5%、10% 顯著水準。

表 9 下半部結果說明即使公司模糊應對，市場仍在公司說明期間具顯著反應，顯示投資人基本上對台灣龍頭產業的成長動力仍是抱持信心，即使電子工業發布模糊不清的說法，市場仍是支持媒體的報導。而傳產業則無任何顯著性，公司未明確說明，市場也未有表態，三大傳產的成立期間較長，資本結構較趨於穩定，可能也是市場預測三大傳產的資本結構不會有太大變動之原因。

圖 6 中，媒體報導關於公司未來將合併、增資、赴海外上市等資本結構變動之消息 ($t=0$) 時，電子業之 CAAR 一路向上攀升後持續保持正數，甚至在 $t=5$ 時 CAAR 達到 3.4% 的高點，而三大傳產的 CAAR 雖然在事件日 ($t=0$) 之後也呈現正數，但相對於電子業而言，三大傳產的 CAAR 不高且都在 0.1%~0.6% 之間起伏，可以清楚看出即使公司沒有清楚回應該訊息，市場對電子工業相關報導仍是支持居多。綜合(三)、(四)之說明，支持假說三之二：公司否定或未明確回應媒體報導之資本結構變動之消息時，市場對於公司所發布之訊息出現正向異常報酬的反應。尤其對電子工業有較大正數之異常報酬。

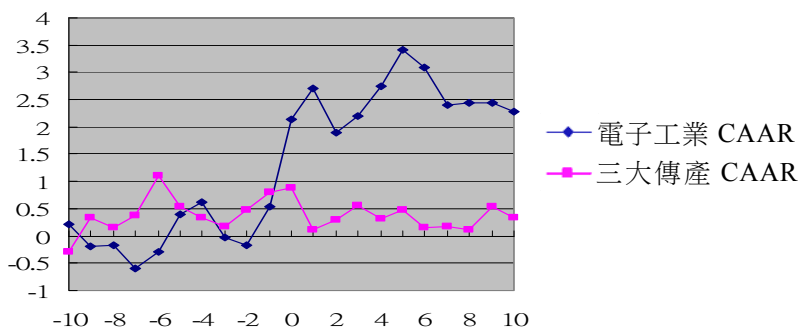


圖 6 公司未明確回應媒體報導資本結構變動的消息－CAAR

(五)公司未明確回應媒體報導正面財務預測的消息

當媒體報導公司將接獲大單或盈餘成長等正面財務預測的消息，相較於前述報導資本的變動，當媒體報導財務預測將更能引起市場的共鳴，通常對股價有正向的影響是無庸置疑的，但卻有公司使用模糊不清的字眼回應此訊息時，市場的反應如表 10 上半部 AAR 所示。

表 10 上半部，當媒體報導公司正面財務預測但公司未明確或以模糊不清字眼回應時，無論是電子或傳產業，市場都給予正向回應，傳產又較電子業更早於 $t=-3$ 即反應；投資人早在公司發布說明前即相信媒體對公司的正面報導，但公司於說明當日電子業 AAR 為正數且呈強顯著性，似乎公司採取模糊或保守的說法時，市場依舊相信媒體的正面訊息。表 10 下半部取 CAAR 不同事件期間，仍都是正顯著，尤其是電子業，一來可能傳產的股票特性比較穩定而電子業尚在成長期，故電子業和傳產反應出來的上升幅度不盡相同，同時也展現投資人對電子業的高度期待。故支持假說三之三：公司未明確回應或證實媒體報導之正面財務預測的消息，市場對於公司所發布之不確定訊息出現正向異常報酬的反應。

從圖 7 中可以看出，對於正面的財務預測兩大產業的 CAAR 皆在事件前媒體公布即往上升， $t=0$ 時公司出面不明確回應時達 CAAR 最高點附近，在公司回應之後 CAAR 即回降，似乎是利多將要結束的現象，而三大傳產在 $t=5$ 之後較電子業降更多， $t=9$ 時 CAAR 已回歸到訊息發布前的水準，但即使回跌 CAAR 仍在 0 以上，顯示財務方面的正向消息應該都是投資人最企盼的，即使公司對此報導遲疑略為影響投資人，但對電子業投資人似乎影響有限。

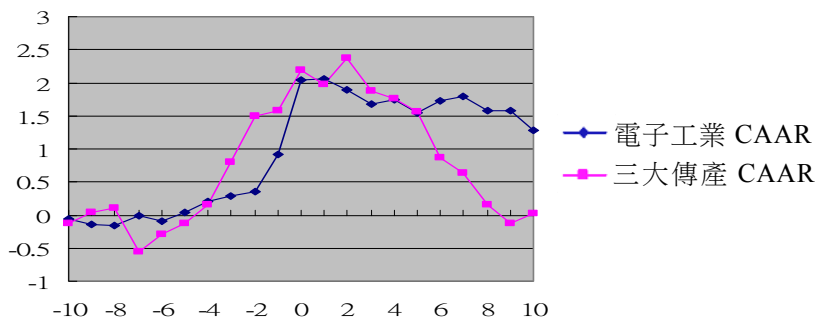


圖 7 公司未明確回應媒體報導正面財務預測之消息－CAAR

表 10 公司未明確回應媒體報導正面財務預測的消息－AAR 及 CAAR

事件期	AAR		事件期	AAR		
	電子工業	三大傳產		電子工業	三大傳產	
-5	0.1183 (0.5648)	0.1762 (0.5527)	1	0.022 (0.1018)	-0.2153 (-0.5517)	
-4	0.1673 (0.7509)	0.2805 (1.0065)	2	-0.1746 (-0.8418)	0.4053 (1.1975)	
-3	0.0858 (0.4356)	0.6318** (1.6405)	3	-0.2087 (-0.949)	-0.5103 (-1.4659)	
-2	0.0622 (0.3228)	0.6986** (2.1652)	4	0.0542 (0.293)	-0.114 (-0.3083)	
-1	0.5619*** (2.6289)	0.0849 (0.2405)	5	-0.1837 (-0.9137)	-0.1873 (-0.598)	
0	1.1323*** (5.3799)	0.6112* (1.4832)				
模糊媒體的 財務預測	CAAR[-5,5]	CAAR[-3,3]	CAAR[-2,2]	CAAR[-1,1]	CAAR[-1,2]	CAAR[-2,1]
電子工業	1.637*** (2.381)	1.4809*** (2.598)	1.6038*** (3.240)	1.7162*** (4.636)	1.5416*** (3.275)	1.7784*** (4.529)
三大傳產	1.8616* (1.419)	1.7061* (1.557)	1.5846* (1.646)	0.4808 (0.617)	0.886 (0.989)	1.1794* (1.365)

註：AAR、CAAR 下方括弧數字為 t 值，***，**，* 分別代表 1%、5%、10% 顯著水準。

伍、迴歸分析

本文從天災、人禍與媒體報導的七個分類事件，研究當公司被動說明或澄清事件後的市場反應，接著，為了解公司特性對市場反應之影響，我們將累計平均異常報酬 CAAR 當應變數，並從幾個財務報表分析的觀點，選取管理方向上的代表解釋變數以進行迴歸分析。自變數分別以現金流量比率（以公司營業活動之淨現金流入 / 流動負債）代表公司資金流動性，以負債比率（總負債 / 總資產）代表公司資本結構或融資政策特性，以應收帳款週轉率（銷貨收入 / 平均應收帳款）代表公司資產使用效率的狀況，以市價淨值比（P / E，每股市價 / 每股淨值）代表公司成長力或市場評價，以股東權益報酬率（ROE，稅後淨利 / 平均股東權益）代表公司獲利性，並以公司市值（取自然對數）與台灣加權股價指數報酬率為控制變數，最後並納入產業效果，以控制電子產業與傳統產業的差異。

為了觀察公司特性如何影響事件期間的異常報酬，分別對七個研究事件的市場宣告異常報酬 CAAR(-5,5)進行迴歸分析，刪除自變數有缺漏資料的樣本後，迴歸結果於表 11。

由迴歸的實證結果觀察，平均而言，解釋變數中，與市場對公司的成長性或評價息息相關的市價淨值比（P / E），是影響公司被動出面回應的市場宣告效果中較為重要的影響因素；7 個模型中有 3 個模型具 1~5%顯著性，其次為市值（公司規模）與股東權益報酬率（ROE），產業效果在公司澄清人禍與媒體負面報導事件中也達 1%顯著性，分別說明如下。

在澄明天災對公司無影響方面，P / E 與公司規模皆為正顯著影響，表示 P / E 較高、規模較大的公司其 CAAR 較大。在說明人禍事件不影響公司時，公司規模愈大 CAAR 愈大，而產業效果的迴歸係數為負顯著（1%顯著水準），表示若其為傳統產業，則 CAAR 較大，這結果與之前人禍事件研究中，觀察到傳產業出面說明不受人禍影響時能得到投資人相對高的信任結果相符。

當公司否定媒體負面或正面報導時，因樣本事件內容包括財務、營運、工廠管理等相關新聞，在顯著的解釋變數上，應收帳款週轉率具弱的正顯著，表示公司的資產管理效率愈高，CAAR 是愈大的。在否定媒體負面（正面）報導時，P / E 為負向（正向）的強顯著性，說明媒體報導對投資人之影響是相當明顯的。而當公司否定媒體負面報導時，若公司獲利性 ROE 愈高，公司的 CAAR 還是愈大的，若是電子業澄清負面報導 CAAR 亦愈大。

表 11 迴歸分析結果

應變數 CAAR(-5,5)	澄清天災 (1)	澄清人禍 (2)	澄清媒體 負面(3)	澄清媒體 正面(4)	澄清媒體資 本結構變動 (5)	未明確回應 媒體資本 結構(6)	未明確回應 媒體正面 財測(7)
截距	-6.0651** (-2.2424)	-5.9210* (-1.6614)	-1.5828 (-0.0948)	12.9783 (-1.3206)	-2.6744 (-0.2079)	2.0610 (0.1418)	11.1459** (2.2373)
現金流量 比率	-0.0004 (-0.2977)	-0.0030 (-0.2781)	-0.0757 (-0.8340)	0.0258 (0.6563)	0.1153 (1.6370)	0.0137 (0.2644)	0.0121 (0.5787)
負債比率	-0.0222 (-0.9049)	-0.0239 (-0.6858)	0.2245 (1.3132)	0.0824 (1.2974)	-0.0497 (-0.3684)	-0.0530 (-0.4406)	-0.0118 (-0.2486)
應收帳款 周轉率	-0.0004 (-0.5139)	-0.0123 (-0.4296)	0.6163* (1.8270)	0.2338* (1.8142)	-0.4175 (-1.2568)	-0.2576 (-0.9542)	0.0055 (0.1111)
市價淨值比	0.7910*** (2.7051)	-0.2644 (-0.7464)	-3.6439** (-2.5276)	7.8031*** (3.8874)	-0.6797 (-0.5247)	0.3172 (0.1293)	0.2689 (0.2850)
ROE	-0.0036 (-0.1458)	-0.0108 (-0.4237)	0.7195** (2.1525)	-0.2725 (-1.3468)	0.0408 (0.2205)	-0.0831 (-0.4636)	-0.1292* (-1.7765)
市值 (百萬元)	0.4688* (1.7492)	0.9279*** (2.5714)	-2.0551 (-1.2726)	-0.3084 (-0.3419)	1.0245 (0.5990)	0.3004 (0.2656)	-0.8265* (-1.8194)
指數報酬率	-0.3673 (-1.2537)	-0.3872* (-1.9653)	-0.8096 (-0.5390)	-0.9310 (-1.3521)	-1.7876* (-1.9502)	-0.3349 (-0.3582)	-0.0686 (-0.1784)
產業效果	0.0806 (0.1001)	-3.7857*** (-3.4819)	20.7321*** (3.4408)	-0.4968 (-0.1520)	-4.0688 (-0.5518)	2.3839 (0.6217)	-0.2114 (-0.1437)
樣本數	1094	379	20	72	23	42	217

有關公司否定或未明確回應媒體報導資本結構變動消息的實證研究，解釋變數幾乎都無顯著性，可能因資本的變動涉及公司中長期營運或成長規劃，市場上於極短期的時間，其實難以反應或評估公司否定或未明確回應的內容，若以 CAAR(-1,1)為應變數的迴歸分析中，結果顯示負債比率愈高 CAAR 愈低，仍符合一般對融資的想法。

在之前事件分析中，於事件宣告日，市場並未因公司未明確回應正面財務預測而有異常報酬下滑的現象，但是若以此迴歸分析來看，此時 ROE、市值愈大，CAAR 愈小，是否因為公司未來的財務預測仍有變數，故市場相對上較為保守因應所致。本研究並以 CAAR(-1,1)為應變數，再做一次迴歸的穩定性分析，因其迴歸結果大致上與 CAAR(-5,5)顯著性的變數一致，故未報告出來。

陸、結論與建議

公開資訊觀測站中的重大訊息一直是媒體與股市投資人獲取公司第一手資料之重要來源，但公司於重大訊息中發布之消息，投資人對其相信程度有多高呢？本文整理出訊息中的三大類，以電子工業與三大傳產業之股價為研究主軸，探討公司發布訊息時之市場反應，並以迴歸分析說明影響事件之因素，實證結果如下所述。

第一類訊息－當天災發生，公司發布不受天災影響之訊息時，相較於傳產業，市場較相信電子工業之公司說法，負的異常報酬有限。第二類訊息－當人為事件發生，公司發布不受人為事件影響之訊息時，相較於電子工業，傳產業在危機事件出現時較能得到投資人之信任，事件日後有較大的異常報酬，在後續迴歸分析中亦顯示，若為傳產業，此時公司有較大的異常報酬。

第三類訊息－有關媒體報導公司消息後的公司回應。首先，當媒體發布公司積欠款項、財務出狀況、涉汙染資源等負面消息時，傳產業較能於公司回應澄清說明後股價回穩，當媒體發布公司有新合作案、擴大市場等正面消息時，電子工業即使在公司出面否定訊息時，仍能持續維持上升的異常報酬。再者，電子工業在公司否定媒體報導有關公司併購、私募、海外上市等資本結構之異動消息時，市場仍回報以正的異常報酬來支持公司。最後，當公司未明確回應媒體報導有關公司正面財務預測之消息時，投資人依舊相信媒體的報導，市場反應出正的異常報酬。由此實證觀察到，在資訊不對稱下，媒體實扮演了舉足輕重的角色。

迴歸的實證結果觀察，市場對公司的成長性或評價息息相關的市價淨值比（P/E），是影響公司被動出面回應的市場宣告效果中相對重要的影響因素。在澄清媒體負面或正面報導公司消息的事件中，應收帳款週轉率與 ROE 亦為影響的因子之一，ROE 亦影響有關媒體財務預測的事件。

註解

1. 由於某些樣本公司曾經暫時停止交易，因此刪除該樣本，以下為刪除樣本之相關說明。電子工業：2342 茂矽之事件日：2003/04/29（由於茂矽 5 月 12 日起停止交易因此事件期證券碼無資料。）三大傳產：2024 志聯之事件日：2002/05/16（由於志聯工業股票自 1 月 22 日停止買賣，因此估計期無資料。）2024 志聯之事件日：

2002/10/09 (由於志聯工業因聲請重整因此自 2002 年 1 月 22 日停止買賣，所以造成估計期無資料。) 2505 國揚之事件日：1999/08/06 (證期會 1998 年 11 月 17 日緊急核准自 1998 年 11 月 20 日起停止交易二個月，到明年 1 月 19 日止，且證期會 1999 年 1 月 14 日表示，同意繼續暫停交易，因此估計期無資料。)

參考文獻

一、中文部分

1. 李顯儀、吳幸姬、王元章(2006)，機構投資人的買賣行為與公共訊息認知差異之研究，台灣管理學刊，6(1)，106-127。

二、英文部分

1. Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 31(3), 377-397.
2. Bagnoli, M., Clement, M. B., & Watts, S. G. (2005). Around-The-Clock Media Coverage and The Timing of Earnings Announcements. Working Paper, Purdue University.
3. DellaVigna, S., & Pollet, J. M. (2007). Demographics and industry returns. American Economic Review, 97(5), 1667-1702.
4. DellaVigna, S., & Pollet, J. M. (2009). Investor inattention and Friday earnings announcements. Journal of Finance, 64(2), 709-749.
5. Fang, L., & Peress, J. (2009). Media coverage and the cross-section of stock returns. Journal of Finance, 64(5), 2023-2052.
6. Francis, J., Pagach, D., & Stephan, J. (1992). The stock market response to earnings announcements released during trading versus nontrading periods. Journal of Accounting Research, 30(2), 165-184.
7. Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2003). Limited attention, information disclosure and financial reporting. Journal of Accounting and Economics, 36(1-3), 337-386.

8. Hirshleifer, D., Lim, S. S., & Teoh, S. H. (2011). Limited investor attention and stock market misreactions to accounting information. The Review of Asset Pricing Studies, 1(1), 35-73.
9. Hou, K., Peng, L., & Xiong, W. (2008). A Tale of Two Anomalies: The Implication of Investor Attention for Price and Earnings Momentum. Working Paper, Princeton University.
10. Merton, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. Journal of Finance, 42(3), 483-510.
11. Peng, L. (2005). Learning with information capacity constraints. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 40(2), 307-329.
12. Peng, L., & Xiong, W. (2006). Investor attention, overconfidence and category learning. Journal of Financial Economics, 80(3), 563-602.
13. Tetlock, P. C. (2007). Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market. Journal of Finance, 62(3), 1139-1168.
14. Tetlock, P. C., Saar-Tsechansky, M., & Macskassy, S. (2008). More than words: Quantifying language to measure firms' fundamentals. Journal of Finance, 63(3), 1437-1467.
15. Zhao, H., & Luo, Y. (2002). Product diversification, ownership structure, and subsidiary performance in China's dynamic market. Management International Review, 42(1), 27-48.

101 年 04 月 24 日收稿

101 年 04 月 30 日初審

101 年 07 月 05 日複審

102 年 01 月 03 日接受

作者介紹

Author's Introduction

姓名 王瑪如
Name Ma-Ju Wang
服務單位 國立高雄第一科技大學財務管理系副教授
Department Associate Professor, Department of Finance, National Kaohsiung First University Science and Technology
聯絡地址 高雄市燕巢區大學路 1 號
Address No.1, University Rd., Yanchao Dist., Kaohsiung City 82445, Taiwan.
E-mail majuwang@nkfust.edu.tw
專長 公司理財，公司治理，債券與票券
Specialty Corporate Finance, Corporate Governance, Bonds and Bills