

國立臺灣大學管理學院會計學研究所

碩士論文

Graduate Institute of Accounting

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis

年報文字資訊訊息框架效果之研究

Message Framing Effect of Textual Information in

Annual Reports

The seal of National Taiwan University is a circular emblem. It features a central bell (the 'University Bell') flanked by two traditional Chinese lanterns. Above the bell, the Chinese characters '臺灣' (Taiwan) are written. Below the bell, the characters '愛' (Love) and '學' (Study) are visible. The outer ring of the seal contains the university's name in Chinese: '國立臺灣大學' (National Taiwan University) and the motto '勵品敬人' (Encourage good character, respect people).

劉妍伶

Liu, Yen-Ling

指導教授：陳國泰 博士

Advisor: Chen, Kuo-Tay, Ph.D.

中華民國 100 年 6 月

June, 2011

## 謝辭

本論文的完成首先要感謝的是我的指導教授陳國泰老師，謝謝老師在百忙之中依然每星期抽空，從選題開始到資料分析等過程中一路給予學生指導與幫助。同時也要謝謝我的口試委員，時任台大會研所所長的林世銘主任與輔大會計系的黃美祝老師，是他們寶貴的建議與提點使本文得以益臻完善。另外感謝參與本研究內容分析實驗的同學與學弟妹們，謝謝他們在忙碌於自身論文與課業的同時依然願意抽空協助資料編碼，如果沒有他們的幫忙，本論文必然無法順利完成。

論文的寫作是漫長而珍貴的學習歷程，一路走來還得要感謝台大會研所的眾多同學、朋友與系上的助教們；可能是在教研館短暫相遇的互道加油、暫時得以拋開煩惱的聚餐談心、一起抱著筆電趕進度的忙亂或是網路上無病呻吟時的回應與同情，我的好姊妹懿儒、曉涵、冠好、佳如、雨珊以及所有會研的同學們，謝謝大家的相互支持與鼓勵，各位的存在為論文寫作的過程增添了痛苦與焦慮之外的快樂色彩，讓我很慶幸能進入台大會研，在一群深具專業與熱情的同儕間共度永難忘懷的兩年光陰。另外要特別提到的是會研所裡大家的好朋友柏宏，謝謝他明明自己也身處水深火熱卻依然願意幫忙解決我的各種計量分析問題，如果沒有他，本篇論文的實證部分必然是一場災難；另外還有我的同門婉華，因為她的陪伴和互相打氣讓我不會覺得孤單或惶恐，也很佩服她能在面臨了重大磨難的同時亦能堅毅執著的完成論文；在此深深的致上對兩人的感謝之意，亦想趁此機會對他們說：有你真好。

想要感謝的人還有我的弟弟與好朋友惠雯、惠珊，謝謝他們在論文寫作的空檔陪著我放鬆玩樂，讓我有繼續往前走的動力。最後最需要感謝的是我的爸爸、媽媽，謝謝他們在論文寫作的一路上給我鼓勵、謝謝他們支持我完成碩士班的學業，也謝謝他們 20 幾年來對我不求回報的付出。今天我即將畢業，論文的完成告訴我：「總有一天，我們能笑著緬懷過去的艱辛」，以此與大家共勉之。

劉妍伶 謹誌於民國百年六月

## 摘要

企業年報中的敘述性資訊是管理當局用以向外部關係人溝通企業經營成果的重要工具。本論文在年報文字資訊具有資訊內涵的前提下，探討企業致股東告書中是否存在以印象管理為目的的揭露策略，並研究投資人是否受到管理當局揭露策略之影響。本研究以內容分析法對台灣上市公司 2007 年度致股東報告書進行訊息框架類目的分類、編碼，以此作為分析之主要資料。分析結果發現管理當局會視營運結果來調整資訊提供的策略，當中含有企業自利歸因的傾向。此外，多元迴歸分析結果顯示，有利之訊息框架在企業盈餘宣告時對於累積異常報酬率具有額外解釋能力；相對地，不利訊息框架則對股價異常報酬無顯著影響。另一方面，被定義為有利框架的背景資訊中，僅有描述企業本年度表現較往年佳之自體比較資訊與累積異常報酬率具有顯著正相關，顯示並非所有具正面框架作用的論述都能實際提升資訊接收者對企業的價值判斷，投資人對資訊的認知與詮釋可能受其他心理效應的影響，而使訊息框架未能產生管理當局所期望的印象管理效果。

關鍵詞：印象管理、自利歸因、訊息框架、致股東報告書、文字資訊、資訊內涵

## Abstract

Accounting narratives in the annual reports are an important medium for companies to communicate business performance. Under the assumption that narratives are informative, this study attempts to investigate (1) whether the management engage impression management by adopting different disclosure strategies in the president's letters and (2) whether investors are affected by these strategies. Applying content analysis, we categorize the message frames contained in the president's letter section in the annual report of Taiwan's listed companies and use them as the data for analysis. The results show that management would adjust disclosure strategy depending on companies' operating results. Besides, their selections of information have a systematic pattern consistent with self-serving attribution. On the other hand, the result of multiple regression analysis indicates that favorable message frames can give an extra explanation of cumulative abnormal return during earnings announcement, but unfavorable frames can't. In addition, among background information defined as favorable message frame, only the self-comparing information that describes company's operating results are better than past years has significant positive relation to cumulative abnormal returns. The results indicate that not all favorable statements in the president's letters really have abilities to enhance investor's valuation of company's performance.

Since investors' cognition and interpretation of textual information might be influenced by other psychology effects, message frames don't necessarily bring the effect of impression management conforming to company's expectation.

**Keywords:** Impression management, Self-serving attribution, Message Framing, The president's letter/The chairman's statement, Textual information, Information content



# 目錄

中文摘要 .....	I
英文摘要 .....	II
目錄 .....	IV
表目錄 .....	V
圖目錄 .....	VI
<b>第一章 緒論 .....</b>	<b>1</b>
第一節 研究動機與目的 .....	1
第二節 研究架構 .....	3
<b>第二章 文獻探討與假說發展 .....</b>	<b>4</b>
第一節 會計與文字資訊內涵 .....	4
第二節 印象管理與自利歸因 .....	8
第三節 框架理論 .....	11
第四節 假說發展 .....	16
<b>第三章 研究方法 .....</b>	<b>20</b>
第一節 內容分析法 .....	20
第二節 假說模型與變數之衡量、定義 .....	29
<b>第四章 研究結果 .....</b>	<b>40</b>
第一節 內容分析法編碼結果 .....	40
第二節 假說一之檢定 .....	44
第三節 假說二之迴歸實證 .....	48
<b>第五章 結論與建議 .....</b>	<b>59</b>
第一節 研究結論 .....	59
第二節 研究建議與限制 .....	61
<b>參考文獻 .....</b>	<b>64</b>
<b>附錄 .....</b>	<b>69</b>
附錄一、內容分析編碼須知 .....	69
附錄二、內容分析編碼範例 .....	74
附錄三、內容分析編碼表 .....	76

## 表目錄

表 3-1 樣本選取.....	28
表 3-2 假說二迴歸模型自變數彙總表.....	38
表 4-1 環境影響資訊內容分析編碼結果.....	40
表 4-2 財務績效同業比較資訊內容分析編碼結果.....	40
表 4-3 財務績效自體比較資訊內容分析編碼結果.....	41
表 4-4 非財務績效資訊內容分析編碼結果.....	41
表 4-5 自體比較資訊呈現狀況.....	44
表 4-6 內在歸因之母體比例差檢定.....	45
表 4-7 環境影響資訊呈現狀況.....	45
表 4-8 外在歸因之母體比例差檢定.....	46
表 4-9 訊息框架與累積異常報酬率迴歸模型之敘述統計：依變數與控制變數.....	48
表 4-10 訊息框架與累積異常報酬率迴歸模型之敘述統計：解釋變數.....	48
表 4-11 假說 2-1 模型之 Pearson 相關分析.....	51
表 4-12 假說 2-2 模型之 Pearson 相關分析.....	52
表 4-13 假說 2-1：有利訊息框架與累積異常報酬率之複迴歸模型.....	53
表 4-14 假說 2-2：不利訊息框架與累積異常報酬率之複迴歸模型.....	57

## 圖目錄

圖 1-1 研究架構圖.....	3
圖 3-1 內容分析類目清單.....	23





# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機與目的

與企業價值攸關的資訊可以有多種來源與表達揭露形式，其中由公司自行提供的年報中就至少包含了由損益、資產負債等會計科目所組成的數字報表和其他各種以文字敘述揭露的企業相關資訊。相對於依循制式會計準則所編製的財務報表，文字資訊以人們所熟悉的日常溝通語言寫成，對投資人來說在閱讀時較不形成專業障礙；而其以企業內部的觀點敘述為文，可用以調節外部人與企業本身之間對企業價值判斷的重大歧異。這些特性因此使致股東報告書、管理階層討論與分析等文字內容成為年報中四大財務報表之外，資本市場眾多關係人所重視的資訊。文字資訊在年報揭露時所扮演的角色主要有二，其一是彙總與解釋當年度企業經營結果，其二則是提供管理階層認為可能影響企業未來現金流量的預期資訊；證券監理與主管機關要求企業為文字資訊揭露其目的就在於藉此兩類資訊來協助投資人或其他外部人更有效地評估公司的盈餘持續性、盈餘品質與建立對企業未來價值的合理預期，只是文字資訊一旦被賦予了此等資訊內涵，同時也不可避免地面臨了其他會計揭露共同存在的允當表達問題。

為確保企業按一般公認會計原則編製財務報表以忠實呈現企業經營成果與財務狀況，企業年報在對外發布前尚需經會計師查核簽證，只是報表審計的範圍並不包含文字敘述性資訊，所以在沒有編製規範須遵循且不需經第三人對該資訊提供公正意見的情形下，文字資訊成為管理階層得以自由運用的對外發言工具，在為溝通的過程中不禁讓人疑惑：管理階層是客觀的描述現實，還是策略性的選擇對自己有利的資訊？所謂的“價值攸關”資訊，究竟是股東價值攸關，還是管理階層自我的利益攸關？管理當局為了追求高股價與自我報酬原就不乏印象管理動

機，而文字資訊揭露的自主性恰好就提供了他們為此意圖的機會，有鑑於此本研究希望瞭解台灣企業年報文字資訊在為營運結果說明解釋時是否存有管理階層選擇特定訊息，以自利歸因、訊息框架的揭露策略進行印象管理的情況，進一步討論文字資訊中所存在的印象管理操作是否真能發揮管理階層期望的效果：影響資訊接收人對企業營運結果的評價或是改變對企業未來價值的預期，並藉觀察資本市場的股價反應來獲致管理當局自利性揭露策略有效與否的實證證據。

研究文字資訊在溝通企業經營成果同時是否潛藏了企業本身的自利意圖和投資人對此的反應，有助於日後證券主管機關形成文字資訊揭露的相關規範；而無論市場是能識破管理階層意圖還是真陷於以訊息框架為印象管理的效果之中，本研究希望能提醒年報閱讀者注意此等現象的存在，因為其可能已使年報中文字資訊的提供失去了原先單純的初衷。



## 第二節 研究架構

本文共分五個章節，除本章緒論外，第二章至第五章分別為文獻探討與假說發展、研究方法、研究結果、結論與建議。研究之流程架構如下圖：

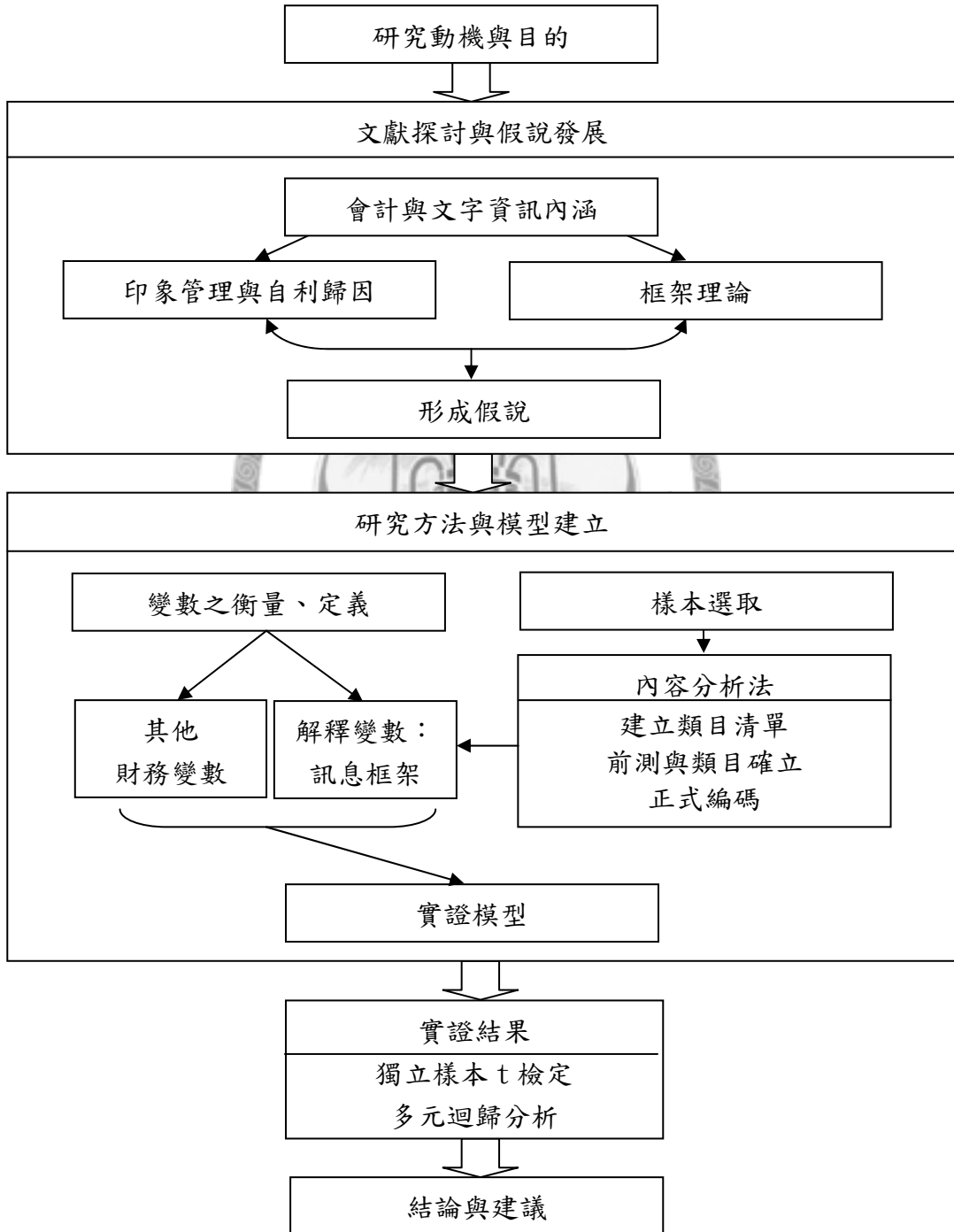


圖 1-1 研究架構圖

## 第二章 文獻探討與假說發展

本研究係在年報文字資訊具有資訊內涵的前提下，討論管理階層是否因此藉文字資訊的表達揭露為印象管理的操作；並試圖以訊息框架的角度切入，瞭解投資人在接收特定資訊時，是否會因此改變價值判斷的依據。因此在文獻探討部份，將論述與本研究假說相關的各個理論與以往之研究，第一至第三小節分別為：一、會計與文字資訊內涵，二、印象管理與自利歸因，三、框架理論；第四節則彙總前三小節之概念，說明本研究之假說及其推論過程。

### 第一節 會計與文字資訊內涵

企業對其營運結果與其他相關資訊的報導揭露一直是會計準則制定機構與證券監理機關所關心的課題，一般認為企業資訊公開的目的最主要在降低企業內部管理階層與外部投資人的資訊不對稱和代理成本問題，以健全及維持證券資本市場募資的效率與公平性。由於有價證券之價值並非來自於證券本身，而是取決於發行企業之未來營運與現金流量，故證券市場交易價格的形成與投資人的買賣決策皆重大仰賴各類企業價值攸關的資訊提供，基於此財務會計理論很重大的一部份即聚焦於會計資訊應具備所謂的資訊內涵(Information Content)，亦即該等資訊必須能影響資訊使用者對一公司價值的知覺判斷，進而改變其決策行為。理想的會計資訊應具備資訊內涵是不爭的共識，只是如何決定某類資訊是否具備資訊內涵卻非易事，直到 Ball and Brown 在 1968 年以事件研究法(Event Study)提供了企業盈餘資訊與其股價報酬關聯的實證，自此開啟了會計學者以資本市場的實際反應測試特定資訊是否具有資訊內涵的一系列實證研究。

企業所提供的眾多會計資訊中，除了量化的財務資訊外亦包括非以數字表達的文字資訊。敘述性的資訊揭露在最近幾年來逐漸受到重視，主要原因在於證券

監理機關認為純量化資訊包括財務報表與其下簡短的附註揭露有所侷限與不足，投資人可能無法就此來評斷企業的盈餘品質或用以預測未來的公司經營狀況(US SEC,1987)。有鑑於此各國監理機關開始鼓勵甚至是要要求公司提供致股東報告書、管理階層討論與分析(MD&A)等，被認為能傳達管理階層觀點的文字資訊。Epstein and Pava(1993)、Anderson and Epstein(1996)、Abrahamson and Amir(1996)等各國學者研究調查會計資訊的使用情形，發現文字資訊特別是致股東報告書係年報中資訊使用者認為相當重要且對其決策可能有影響的部份。相關的研究像是 Bartlett and Chandler(1997)統計，在年報的 17 個章節裡，致股東報告書得到最多研究受訪者閱讀，同時被排序為第 2 重要的資訊。Arnold and Moizer(1984)指出致股東報告書是僅次於財務報表，分析師與機構投資人認為最重要的年報資訊。在致股東報告書之外管理階層討論與分析亦有眾多實證顯示其可能具有協助決策的能力，例如 Barron et al.(1999)、Clarkson et al.(1999)發現 MD&A 中的資訊有助分析師預測企業績效；Tennyson et al.(1990)研究文字資訊是否具有解釋企業破產的能力，證實 MD&A 與致股東報告書中管理階層對企業的描述能增強對破產與非破產公司的區別。Bryan(1997)指出 MD&A 中有關未來預期的主題像是營運規劃、資本支出計畫與企業短窗期的未來績效有顯著關係。另一方面企業本身對敘述性資訊的提供益加重視的趨勢也可從 Arthur Anderson 的調查結果中一窺端倪，Arthur Anderson 在 1996 年指出：「在所有調查的公司中有超過半數者其年報所提供的文字資訊篇幅等同或甚至超越會計準則與法規所明確要求的量化會計資訊」。而在 2001 年 Arthur Anderson 也指出大型公開發行公司其年報中文字資訊的比率由 1996 年時的 45% 成長至 2000 年時的 57%(Arthur Anderson,1996;2001)。(轉引自 Clatworthy and Jones,2003)。

與年報文字資訊相關的早期研究開始於以問卷、統計調查來瞭解資訊使用人對敘述性資訊的重視程度與是否會依當中的資訊來進行決策，由於如此做法在實證的證據上略顯不足，所以後進的研究方式則主要採內容分析法對文本進行系統

性的編碼，藉此瞭解文字資訊是否與企業股價報酬或是未來之財務績效具有統計上的相關性，例如前段所提及 Bryan 的研究與 Frazier et al.(1984)皆以內容分析法證實 MD&A 中的資訊與企業未來績效有所關聯。會計領域採用內容分析法從事文字資訊的研究可以分為兩大類，分別為主題分析和可讀性分析(Jones and Shoemaker,1994)。主題分析部份多聚焦於以人工或電腦程式在特定類目或語詞庫之下辨認特定主題、計算字詞出現次數、分類說法或觀點，以此界定文本之主題敘述強度(Level)或正負向語意(Tone)；例如：Bryan(1997)為證實 MD&A 中的資訊與企業未來績效有所關聯，以美國 CRSP 資料庫中的公司為研究標的，按盈餘為公司排序後以系統抽樣方式選取會計年度 1990 年 250 家公司的 MD&A，以內容分析法進行分析。Bryan 首先將 MD&A 中陳述的主題按美國 SEC 強制揭露的資訊類別分為 7 大類，包括：PRICE(有關產品售價變化的資訊)、VOLUME(有關銷量變化的資訊)、CAPITAL(預計資本支出)、FUTURE(已知可能會影響銷售價量、成本或營收的市場趨勢).....等，之後再將 7 大類的資訊按其說法區分為有利(favorable)、不利(unfavorable)、中性(neutral)、闕漏(missing)，Bryan 的實證結果指出管理階層在 MD&A 中所提供的部份類別資訊尤其是對市場趨勢的描述其說法與企業未來短期的銷貨收入與每股盈餘有顯著的正向關聯，而預計資本支出類別資訊的說法好壞亦與未來企業的股價報酬率有顯著的相關。Sun(2010)研究有非等比例存貨增加的企業其 MD &A 中對此的解釋是否會影響未來績效，在實驗設計上同樣以內容分析 568 家企業 MD&A，先辨認其中是否有提及存貨增加的主題資訊，並將該解釋性文字歸類為有利、不利與中性；Sun 的研究結果顯示，管理階層對於存貨增加所提出的有利解釋與企業未來的獲利能力與銷貨成長具有顯著的正相關，由此可見 MD&A 中所提供關於財務會計量化資訊的補充說明，能幫助年報閱讀者解釋特定科目的變動原因。Kothari et al.(2009)分析不同資訊來源：管理當局、分析師與財金新聞的資訊揭露與企業資金成本、股價報酬波動性與分析師預測準確度的關聯性，當中係以內容分析軟體 GI(General Inquirer，由哈佛教授 Stone 與其同僚所開發，

後經 Buvac 等人延伸發展)內建的語詞庫對分析文本中的文字與片語進行正負向 (Positive/Negative)歸類，由於語詞庫中已依字詞屬性事先發展出各類別的字詞清單，所以所謂的歸類指的就是連結(match or map)分析文本與語詞庫中的類別清單，並計算文本中各屬性類別的字詞數與其在整體文本中的出現頻率。文字資訊研究的另一大主題，可讀性分析的研究則主要以計算句子長度、平均音節等分析句構、文法的方式試圖用不同角度定義文本的可閱讀與可瞭解性，進一步使用各種可讀性指標探討資訊接收者對文本閱讀難度的反應或是其與資金成本、股價報酬或是企業財務績效的關聯性。Flesch(1948)曾提出判斷可讀性的方程式<sup>1</sup>，成為現今可讀性相關研究廣泛使用的指標，只是人類資訊處理與認知過程的複雜程度及當中存在的各類個體差異使得可讀性的衡量始終有其侷限性，一定程度的限制了此領域研究的進一步發展。

綜上所述，以往的研究基本支持年報文字資訊具備有資訊內涵的論述，只是文字資訊一旦足以影響投資人知覺並改變其決策行為，那麼管理階層就可能有意藉此來傳達特定資訊，以達印象管理的目的並使公司因此受益，此一思維也成為本研究討論的主軸。

---

<sup>1</sup> Flesch 的可讀性方程式指標： $206.835 - (1.015L + 0.8463S)$ ：L=以字數為單位的每句長度，S=每 100 字所含的音節數。數值愈低表示文章可讀性愈低，愈難以閱讀。

## 第二節 印象管理與自利歸因

印象管理 (Impression Management) 源自於心理學文獻 (Schlenker,1980; Schneider,1981)指個體意圖控制、影響他人對自身的知覺、評價，而在形成印象的過程中所展現出的各類行為(Leary and Kowalski,1990)。印象管理的概念除了在人類、社會心裡學與企業組織行為學中受到注目外，會計領域方面，亦有不少研究與此理論相關，以解釋企業資訊揭露時所產生的會計政策選擇與盈餘操縱行為；例如 Watts and Zimmerman(1986)提出實是性會計理論(Positive Accounting Theory)，指出企業會計政策的選擇具有經濟後果，基於紅利、債務契約與政治成本三項假說動機，管理階層會選用能呈現其期望盈餘的會計方法。除了會計政策的選擇外，對企業財務報導而言，印象管理的發生尚包括管理階層選擇資訊並利用特定的呈現方式達到影響甚至是扭曲資訊接收者對其財務狀況與營運結果知覺的情況。在眾多的會計揭露中，文字資訊由於較少被規範與不需經會計師查核簽證而成為印象管理經常操弄的主體(Brennan et al.,2009)，因此 Merkl-Davies and Brennan (2007) 整理了以往與印象管理相關的文字資訊研究，並將其分為七大類，包括：語法操弄、修辭操弄、結果歸因、主題操弄、資訊選擇、視覺強調效果與績效比較，此七大類別的研究主軸，基本上亦代表了管理階層藉文字資訊揭露而為印象管理的幾種主要手法。

運用印象管理於文字資訊的報導揭露，如同前述在實務操作上具有多種型態，而本節接下來將特別討論“結果歸因”此種方法。歸因理論(Attribution Theory)源於心理學(Heider,1982)，顯示了人類在解釋自體或他人行為的結果時具有推論原因的需求、傾向，並藉此種因果關係的連結形成對行為結果的評價。繼 Heider 之後，Kelley 與 Weiner 亦提出相關的歸因概念，儘管陸續有對前者的理論進行擴充，然不論是在 Weiner 的二維歸因理論或是 Kelley 的三度理論之中，皆延續了 Heider



最早對行為的內在與外在歸因，即最主要將行為的原因歸於內在自體所造成或是由外在情境所導致的兩類別狀況。相對於內因係由個體所主導控制因此能決定行為的發生與不發生，外因則帶有更多不可抗力的成份，對於行為的解釋也就更傾向於其具有先天的必然性。歸因理論之下亦指出人類進行歸因時經常出現的謬誤與偏差，其中自利歸因偏誤(Self-Serving Bias)即印象管理方法中“結果歸因”的理論源頭。自利歸因係指為了滿足自身的利益，個體傾向將正向、成功的行為結果歸功於自身的努力，反之則將負向、失敗的情況歸咎於外在因素的不利影響。早期以自利歸因為題並以文字資訊的陳述做為研究標的者包括 Bettman and Weitz (1983)、Staw et al.(1983)、Salancik and Meindl(1984)、Clapham and Schwenk(1991)，其皆調查 1970-1980 年代美國企業致股東報告書的陳述，並一致發現其中有自利歸因的現象存在。各篇研究的主題相同僅在研究方法上略有不同，例如 Bettman and Weitz 較早的研究並未將樣本依其特性分類，因此其僅指出調查企業普遍皆有自利歸因的狀況；而 Staw et al.則選取 46 家盈餘顯著成長與 29 家盈餘顯著衰退的企業，發現盈餘衰退者會出現較多將營運結果歸因於產業與環境因素的狀況；另一方面 Salancik and Meindl 以穩定度(以營收或盈餘的變動程度衡量)為區別樣本的依據，結論卻指出無論哪類別的公司皆有明顯自利歸因的意圖，且總體來說將有利結果歸因於內在因素或是將不利結果歸因於外在因素的比例皆是反方向歸因的三倍；而 Clapham and Schwenk 在 Salancik and Meindl 之後依前者的分類方式檢視美國電力與天然氣公司自利歸因的狀況，得出在穩定與否的不同公司類別間存在不同歸因的型態。美國以外，Aerts (1994)以比利時企業的年報為研究對象，其研究結論則指出管理當局會以技術性的會計揭露方式報導不佳的營運結果，反之則更多的以因果連結的陳述方式來報導良好的表現。以上研究由於受限於研究之時的分析工具，樣本數皆不出 100 家，有鑑於此再加上文字資訊揭露的要求與規範隨著時間推移而有不同，故近年來依然有不少以企業自利歸因行為為主題的研究，這些研究並在前人的基礎上另有一些新的發現。Clatworthy and Jones(2003)研究稅前淨

利變動排行前 50 家與後 50 家之英國企業，發現即使是報導截然不同的營運表現，兩組樣本所呈現的好壞消息數並無不同，顯示可能有管理階層選擇性呈現資訊的狀況，同時無論表現好壞企業有一致的訊息揭露策略，皆顯現出明顯的自利歸因現象。而 Hooghiemstra (2001)發現自利歸因行為在跨文化下的差異，指出東方企業相比西方企業較少自利歸因的狀況，並探討其中的原因。

上述研究基本為：企業文字資訊揭露並非單純為事實陳述，而是確實存在有管理階層自利目的之歸因效果，提供了證據。在此之外，Baginski et al.(2000)和 Lee et al.(2004)進一步研究企業文字資訊內的歸因情況與資本市場股價反應的關聯性。前者發現在管理階層盈餘預測資訊中，悲觀的盈餘預測發布相對於樂觀而言伴隨著較多具有因果連結的文字陳述(與 Aert 在 1994 年時的推論略有出入)，且悲觀的預期主要被歸於外因，樂觀者則較多歸因於組織內部的因素；研究並指出盈餘預測中若出現具有因果關係的說明解釋能增強預測的可信度，亦能提升未預期盈餘的異常報酬率反應。Lee et al.(2004)則提出企業對於負面事件若有不利歸因(Self-Disserving Attribution)的情況(此指將事件的發生歸責於企業內部、可控制的因素)則一年後的股價表現會優於未為此種不利歸因的企業，作者解釋此種結果可能是因為投資人認為企業歸責於己除了顯現不推諉卸責的負責任態度外，亦傳達了企業已偵知導致不利結果的原因並有望在未來對其有效控制的訊息；因此投資人對於該等企業未來的營運表現會較具信心，並能進一步反應在股價上。Lee 等人的研究反過來認為不利歸因具有正向印象管理的作用，使得人們對管理階層普遍所為自利歸因的作用產生疑問，若是投資人能看穿自利歸因的現象，那麼管理階層還有為此操作的必要性嗎？管理階層是會繼續傾向於具自利歸因論述的文字揭露，亦或是乾脆回歸客觀的事實報導呢？此為文字資訊歸因在印像管理的主題上留下了許多值得討論的議題。

### 第三節 框架理論

框架(Frame)在社會科學研究裡最早被定義為人們用以瞭解、詮釋並對行為與現象做出回應的基模(Schema) (Goffman,1974)，簡單來說框架是人類受生理與社會文化影響所建立賦予所處環境一切事物意義的認知架構，其內涵包含了個體所累積的經驗法則甚至是各種刻板印象、意識形態。在這之後，心理學者提出框架效應(Framing Effect)一詞，認為框架效應是一認知偏差效果，具有相同涵義的資訊若是以不同的方式呈現會使資訊接收者因此產生違反理性、不符合一致決策準則的行為(Plous,1993)。框架效應的發生係由於人類運用框架來簡化資訊處理過程，Fiske and Taylor (1991)提出人類具有盡可能避免思考的特性，故人們會無意識地運用已經建立的框架做為心智過濾器(Mental Filter)，依循其中預設的準則來理解接收到的訊息。以框架來處理資訊，就 Fiske and Taylor 的觀點看來就好比試圖走一條認知捷徑，資訊提供者若是能瞭解訊息接收者所預設的框架，就能有目的的介入這樣的過程，引導接收者產生其所期望的反應。Bazerman(1983)與 Miller and Fagley(1991)在行為財務學領域研究不同說法與不同組合呈現的決策情境對投資人的行為影響，其藉由兩組方案的描述，與觀察人們在各組下的選擇傾向來探知框架效應的存在，其所設計的情境與計畫選項簡化描述如下(轉引自 Bazerman(2002), *Judgment in Managerial Decision Making*)：

A 公司經歷了經營上的危機，很有可能必須關閉三個廠房並資遣 6,000 名員工來度過這次危機，公司副總裁提出兩個計畫來因應這樣的難關。

#### 第一組方案

計畫 a：此計畫能保留一間廠房與 2,000 名員工。

計畫 b：此計畫有 1/3 的機率能保留所有的廠房與員工(三間廠房與 6,000 名員工)，然而有 2/3 的失敗機率會導致關閉所有廠房與資遣所有員工。

## 第二組方案

計畫 c：此計畫需要關閉兩間廠房與資遣 4,000 名員工。

計畫 d：此計畫有 2/3 的機率導致公司得關閉所有的廠房與資遣所有員工，卻也有 1/3 的機率得以挽救所有的廠房與員工。

仔細地檢視兩組方案不難發現計畫 a 與計畫 c、計畫 b 與計畫 d 基本上具有完全相同的期望值，理性的決策者在兩組方案中應該會有一致的選擇(同時選擇 a、c 或 b、d)，只是當兩組方案試圖以不同的觀點為描述，使第一組方案從“所得”的角度呈現，第二組則從“所失”的角度切入時，如此安排最後卻讓絕大部份的受測者在第一組方案中選擇計畫 a，而在第二組方案中選擇計畫 d。Kahneman and Tversky(1979) 展望理論(Prospect Theory 或譯前景理論)的概念可用以解釋不確定情境決策下此種普遍且系統性的非理性行為，展望理論中提出 1.人們在評價一事件時其損失(不利)或利得(有利)的判斷係建立在一中性的參考點(Reference Point)上。2.參考點一旦建立，低於參考點的狀況會被人們視為潛在的損失，反之則是潛在的利得；以上述情境來說，第一組方案的參考點係為關閉三間廠房與資遣 6,000 名員工，而第二組方案的參考點則建立在保留所有廠房與員工之上。3.人們厭惡損失的反應遠大於接收到同等利益的快樂，因此展望理論以 S 型的效用曲線取代期望效用論理(Expected Utility Theory)的觀點，認為人們在損失或利得的情境下對於風險的態度有所不同：會盡可能確保已確定的利得，另一方面則不願接受確定的損失。這說明了在參考點以上被解讀為具有潛在利得的第一組方案，受測者會傾向選擇確定的計畫 a；反之在參考點之下以潛在損失描述的第二組方案，受測者則更願意冒險選擇不確定的計畫 d。總結來說，展望理論指出人們藉參考點來決定所處的情境，這基本上就是一種運用框架以詮釋資訊的狀況，而對於選項陳述的框架化行為或者是說將同樣的提案包裝成不同說法的目的其實是在試圖改變人們認知的參考點，參考點一旦改變，人們對原本相同的陳述或是選項即會產生不同觀感，也就發生了所謂的框架效應。展望理論首先以參考點的轉移來解釋框架效應的發生，

在其之後行為財務學、行為會計學、管理學、組織行為學領域除繼續致力於探討框架效應的來源外，並將焦點放在肇因於框架效應的非理性決策，在研究方法上這些學門多採用實驗設計或問卷調查的方式試圖藉資訊接收者反應來歸納框架效應下的行為效果，同時找出其背後的機制。例如，Levin et al.(1998)亦辨認了決策時的框架效應，然而其進一步將框架效應區分為：Standard Risky Choice Frame、Attribute Frame 與 Goal Frame，每一種類型的框架效應其機制與導致的決策結果有所不同，Levin 等人的研究指出展望理論僅能良好的解釋 Standard Risky Choice Frame，而對另兩類效應缺乏解釋能力。1990 年代開始學者亦嘗試以模糊痕跡理論 (FIT,Fuzzy-Trace Theory)與機率心理模式(PPM,Probabilistic Mental Models)來解釋風險情境下決策的框架效應；而 Chang et al.(2002)以實驗方式呈現問題選項對大學研究生進行施測，試圖比較展望理論與模糊痕跡理論和機率心理模式三理論下對於資本預算決策中框架效果的解釋能力，其研究希望藉此改進管理會計或是財務會計的報表編制方式，以呈現較不易致非理性決策的客觀資訊。

框架相關的研究另外普遍見於新聞、政治議題等與訊息傳播有關學門的文獻中，這些領域視資訊提供者的特定觀點為一種框架，而多採用 Entman(1993)對於框架的定義：框架主要牽涉了選擇與凸顯兩個作用。框架的動作係指將一認知真實的某部份面向挑選出來、特別處理，以使其凸顯於整體的訊息中，並因此建構起資訊接收者心中對該事實的定義、因果歸因、道德評估，甚至是提出對該事件的處置建議。Entman 對框架的定義在傳播領域形成框架分析下的一個分支，研究主軸聚焦在辨認資訊媒介中所存在的框架，此種框架被稱為訊息框架(Message Frame)，具體來說指透過特定字詞、片語、刻板印象、資訊來源、句子等要素所形成具有特定觀點的判斷性訊息(Entman,1993)。Entman 以降，學者陸續提出多種訊息框架的架構方法，Kuypers(2009)以修辭操弄的觀點來定義訊息框架，認為框架是資訊提供者有意識或無意識藉著訊息建立觀點，以引導人們對給定情境下的事實產生特定詮釋方式的一個過程；Iyengar(1994) 提出兩種訊息框架的表現形式，

分別為插曲式或主題式，前者在資訊傳達時僅陳述單一事件而省略其他相關資訊的提供，後者則在呈現一概念時伴有與該主題相關的背景資訊。插曲式的訊息框架目的在聚焦，主題式則在分散注意力，資訊接收者在不同的說法下因而可能產生不同的歸因行為。總結來說訊息框架的研究，在研究方法上多是蒐集傳播訊息並以內容分析法辨認標的文本中(例如：新聞報導、公共政策)研究者所預先定義的框架，進一步瞭解各種框架下資訊接收者的反應，例如：國內不少研究以新聞框架來分析核四、聖火來台、健保保費調整或是失業等議題的特定報導觀點，並探討各種框架下的閱聽者觀感與反應。

框架效應與訊息框架雖各自具有不同的定義，並在各自的定義下發展出各異的研究方法，然溯其本源皆不脫 Goffman 最早將框架視為認知架構的概念，核心主旨基本上都在：資訊的陳述方式會影響訊息接收者的認知，並可能因此影響其行為。兩個概念可以說是一體兩面，定義的差異就吾人看來只在於切入的面向、觀點不同，訊息框架被解釋為具有印象管理效果的資訊表現形式，其研究焦點在訊息傳播時資訊提供者所使用框架的辨認與其架構方式的探究；而框架效應則是資訊經框架化後的效果，如同展望理論在框架效應下所開展的研究，所重則在受框架作用影響的認知過程、決策行為，和導致非理性決策的框架效應運作機制。框架理論發展至今其涵義相當多元且複雜，訊息框架與框架效應的相關研究雖可視為本主題研究下的兩個主要分支，然此二者一為行為作用一為效果，所以幾乎所有研究都同時涉及此兩方的定義。像是訊息框架下的研究在辨認完各類框架後尚得觀察接收者的反應；框架效應的研究下，研究者在為實驗設計時，亦得先行決定如何呈現經框架作用的情境資訊。雖然有上述各種定義雜揉於研究中的狀況，但在各分支領域中，研究者多只採用單一觀點的定義，這也使得人們在理解框架理論時產生歧異。

本研究在研究方法上係採用新聞傳播領域中對框架的分析方式，換言之係先

行定義訊息框架的類型再以內容分析法對目標文本進行編碼，以此辨認企業致股東報告書中是否存在框架作用，並檢驗資訊接收者即市場投資人是否對該訊息框架產生反應。特別要提到的是，本研究在定義框架時亦運用了展望理論下以參考點做為評價準則的概念機制，所以基本上是融合了訊息框架與框架效應理論的一篇研究。而在下一小節假說發展部份將更具體的說明本研究對框架的定義。



#### 第四節 假說發展

年報文字資訊中包含了管理階層對於公司現狀與未來的描述，原先證券主管機關鼓勵企業提供此等資訊的目的係為協助投資人藉著對企業內部營運較為瞭解的管理階層觀點，來調整其對公司未來營運績效與現金流量的預期，進一步希望資本市場中的證券價格能反映實質的企業價值；然而由於主管機關給予文字資訊在揭露時較多彈性與自主空間，再加上會審法規並未將其納入會計師查核範圍，以致過往多國研究皆指出文字資訊業已成為企業當局向外界為印象管理的重要工具。

文字資訊必須先有資訊內涵，如此才可能產生印象管理的效果，所以研究企業年報中敘述性資訊是否存在企業印象管理的意圖，可說是從內部管理階層的角度來觀察文字資訊對其而言是否具備了資訊內涵，基於此本研究仍屬於文字資訊內涵的相關研究，只是焦點放在會計敘述性資訊中的印象管理效果，並主要討論以下兩個子議題：

- 一、台灣企業致股東報告書中是否存在有公司管理階層印象管理的意圖。
- 二、基於自利意圖所為的印象管理行為是否具有影響資本市場投資人對企業價值判斷的能力。

本章第二與第三節分別討論過自利歸因和訊息框架，兩者基本上都可視為印象管理的手法運用，而自利歸因的概念亦可稱得上是一種廣義的訊息框架，因為它涵括了對資訊的選擇、凸顯以建構起資訊接收者認知過程的因果歸因。所以為研究以上議題，本文在以內容分析法對致股東報告書為編碼、分類之工作時，係統一由訊息框架的概念來發展內容分析的類目清單，換言之在建立類目時本研究是以致股東報告書中“哪些特定資訊具有框架作用”為思考，以此定義並辨認訊息



框架。框架作用可以是各種形態表現，使用具有正負向觀點的詞語、改變段落或語句編排、強調或輕描帶過某議題等都可以被認定是一種訊息框架，所以企業單只是在致股東報告書中伴隨營運結果陳述提供相關背景資訊，可能就得以引起資訊接收者的框架效應，而本研究對於訊息框架的第一層定義即來源於此。然而單以背景資訊的提供與否來定義訊息框架略顯粗略，故本研究另外加入展望理論的概念定義致股東報告書中的框架作用。前一節曾提及在展望理論之下，資訊接收人處在獲利或損失不同的情境下會有不同的決策準則，而投資人對損失與獲利的判斷、認知係建立在一參考點之上；特定背景資訊若具有參考點的特性，在公司為營運結果陳述時能使資訊使用者由原本單純接受企業自體陳述進而產生價值判斷的過程，轉變為關注自體與參考點陳述之間的差異狀況，藉著這樣的定錨與比較，資訊接收者可能因此改變對企業表現好壞的評價，所以即使是對外為損失之文字資訊揭露，可能得以透過提供一定的背景資訊而顯現較有利於企業之訊息，並減少投資人對企業的負面評價；相對於壞消息之傳達，良好的獲利表現也有可能藉著特定參考點的建立更加地提高其在投資人心目中的正面評價。歸結以上說明，在本研究中用以發展內容分析類目的訊息框架需符合以下定義：

(一) 營運結果陳述以外出現在致股東報告書中的背景資訊。

(二) 具有作為定錨參考點的特性，資訊接收人得以依此對企業表現的好壞產生與單獨接收營運結果資訊時不同的價值判斷。

基於以上之條件，本研究辨認致股東報告書中具訊息框架作用的三類特定資訊包括：

1. 總體與產業環境影響資訊
2. 同業比較資訊
3. 企業自體比較資訊

三類資訊的明確定義在研究方法一章說明內容分析法之編碼工作時會有更詳細的

解釋，以下將說明為驗證兩個研究命題，根據上述內容分析類目所發展的假說。

首先在第一個議題部份，對管理階層來說特定資訊的提供可能是有意為之亦可能是無意識的舉動，為能客觀衡量抽象的印象管理意圖，本研究以自利歸因的觀點檢視致股東報告書中的說法，認為管理階層的印象管理意圖會表現在其對營運結果的歸因中，而使特定資訊的提供與否隨之產生特定的型態。理論上基於自利的目的，企業在作歸因時會傾向把對自己有利的結果歸因於自身的貢獻，而將不好的結果歸因於外；以此自成功的情境中取得報償，並避免因失敗而受到譴責。本研究中所分類的背景資訊：自體比較資訊及總體與產業環境影響資訊，符合內在與外在歸因的情境。前者在出現本年度表現較往年佳的陳述時，含有企業自體成長的內在歸因效果；而對於環境影響資訊的不利陳述則相對具外在歸因的意圖。故本研究假設企業在表現良好的當年度會傾向呈現自體比較資訊，並降低對環境的有利陳述，以此凸顯員工與管理人員的努力和貢獻；反之在表現不佳盈餘呈現衰退的狀況下，則會盡可能的將其歸咎於環境的不利影響，並刻意避免在文字語句中直接提及自身衰退、表現不佳的狀況。具體而言，本研究藉驗證進步與退步企業致股東報告書內自體比較與環境影響兩類資訊的提供型態，來探討其中是否存有管理階層印象管理的意圖，因此所發展的第一個假說如下：

H1：當年度營運績效表現進步的公司會在年報文字資訊中提供較多的自體比較資訊；而退步者則更傾向運用總體環境或產業影響之資訊。

本研究第二個議題旨在討論印象管理是否真能對市場中的資訊使用者產生影響，以框架理論的觀點來看也就是驗證訊息框架是否介入了人們資訊接收與認知過程而產生所謂的框架效應。在總體與產業環境影響資訊、同業比較資訊、企業自體比較資訊中能使年報閱讀者提升對企業價值判斷的子類目訊息，被本研究認為有利的訊息框架；相反的則為不利訊息框架。由於就印象管理的自利意圖來看，企業較可能主動提供的特定資訊應為有利框架，故本研究的焦點也放在此類

框架作用上，推論在控制了年報中的盈餘揭露資訊與若干財務變數後，證券市場投資人會因為文字資訊中有利訊息框架的出現而提升其原本對企業營運結果的好壞判斷，形成本研究的第二個假說：

H2-1：證券市場對年報文字資訊之有利訊息框架會產生正面的股價反應

相對於有利框架，不利訊息框架理應有與前者相反的市場反應，故本研究亦形成假說二下的第 2 組推論：

H2-2：證券市場對年報文字資訊之不利訊息框架會產生負面的股價反應

本文第三章接下來說明如何蒐集資料及建立實證模型以驗證上述假說。



## 第三章 研究方法

### 第一節 內容分析法

#### 一、 內容分析法之意涵

內容分析(Content Analysis)的運用可追溯自 18 世紀的瑞典，在當時係為檢視一本基督教讚美詩集的內容，與試圖瞭解該詩集內容對閱聽者所產生的效果。由於研究目的牽扯到複雜的教派鬥爭，導致此時的研究有思慮不周、設計匆促、驟下斷言甚至是服務特定利益團體的弊病，然而意圖瞭解傳播內容、傳播來源與閱聽人效果並開始採用定量分析的做法卻已直指現代內容分析法的核心。現代內容分析法主要源於傳播學領域，隨著 1930 年代以後美國新聞媒體與傳播研究的勃興，學者廣泛使用內容分析來對報紙等大眾傳播內容進行研究，並嘗試提出內容分析之定義。Berelson(1952)的定義將內容分析歸納成六個特徵：1.只適用於社會科學、2.主要適用於決定傳播影響、3.主要適用於語言的造句法和語意層面、4.客觀性：基於規則而屏除成見、5.系統性：自始至終依循一致的類目定義與編碼規則、6.定量性：對內容加以量化，以利計量分析。由於 1952 年時內容分析的應用領域尚不普及，因此六個特徵中的前三個就現在來看顯得過於狹窄。就運用學門來說內容分析亦被用來分析藝術、文學；而就功能來看除了分析內容的本質與影響外尚涉及對內容呈現方式或是來源意向等多面向的研究，所分析的標的除了句法與語意外亦涵括了訊息所能包含的多重意義，可能是特定的議題、類別、或是本研究所討論的“框架”。即使有以上定義略顯狹隘的問題，Barelson 強調：「內容分析是針對傳播的明顯內容作客觀、系統、定量的描述」此一見解卻多能為往後學者所認同，並成為內容分析法的重要特性。Barelson 以外 Holsti(1969)彙總在他之前內容分析的定義，將內容分析解釋為任何能用以客觀、系統性辨認訊息特徵的技術

或工具；Weber(1990)認為內容分析是一種研究方法論，藉著使用一組程序來對文字內容進行有效推論。上述二者的定義偏向於內容分析法做為研究方法與工具的一面，而 Stempel et al.(2003)則從較廣義的觀點指出內容分析是一個正式的系統，研究人員運用此從事人們平日亦所為只是較不嚴謹的動作：自所觀察的內容中試圖歸納形成結論。

總結以上對內容分析法的定義，可以說內容分析法是一種將傳播內容以特定規則進行系統性分類，並以計量統計來分析各類別資料關係的研究方法(Riffe et al.,2005)。自 1930 年代以來，內容分析法逐漸被廣泛地運用在社會與行為科學的各個領域，舉凡任何涉及訊息傳播與人類語言表達的內容像是報章雜誌、書籍、各類文件甚至是影片、演講等皆可做為內容分析的資料，箇中原因即在於內容分析藉由推論、分析能將質性的資料轉化成量化的數值，除了質性的瞭解內容意涵外，亦能以數量統計去找出內容間與內容和閱聽人、傳播來源的關聯所在。由此可見內容分析的功能或說是適用範圍甚為廣博，包括了：1.檢視傳播內容的本質、2.探究內容表達的形式、3.分析傳播來源的特質、4.蠡測閱聽人的特性以及 5.驗證傳播內容的效果(王石番,1991)。會計領域對於文字資訊內涵之研究主要即以內容分析為研究方法，以此辨認會計敘述性資訊，例如：致股東報告書、管理階層討論與分析或是分析師報告、財經新聞等各類訊息的特徵，而本研究亦以內容分析法為本，運用內容分析對致股東報告書的內容進行分類、編碼，並以其結果為變數藉計量方法對研究假說進行實證。

## 二、 編碼方法

本研究所發展的兩個假說，旨在探討年報文字資訊在彙總揭露當年度營運結果時，是否存在藉特定資訊的陳述來達到企業當局印象管理的意圖，以及藉此影響資訊使用者決策判斷的效果。由於研究的主軸聚焦於資訊接收者對所謂特定資

訊的知覺、觀感，因此在內容分析法的應用上，本研究係採取人工編碼方式，將所選取之樣本：年報致股東報告書部份，經編碼人員閱讀後，依研究人員事先所定義之類目，決定特定資訊的出現與否，與對該等資訊的知覺判斷。以人工為編碼雖有樣本數不如電腦編碼之缺點，然考量研究主軸，人工編碼有以下必要性及其優於電腦編碼的特點：1.決定年報中是否存在特定資訊時，由於各家企業致股東報告書之書寫模式各異，大部份皆有資訊片段散落於全文的狀況，因此需人工閱讀來區分各段落甚至是各句子之陳述主題。2.人工閱讀而後決定類目的資訊處理過程，中間含有較電腦機械式編碼更多的主觀性與敏感性，所判斷的不僅只是詞句的出現與否，在需要辨認文字的意涵與屬性時人工編碼能比電腦編碼更直接的為此判斷。

以人工進行內容分析法的過程包含：類目清單之建立、前測與類目確立、正式編碼三個部份，以下分別說明各步驟之內容。

#### (一)類目清單建立

本研究以訊息框架理論做為類目建立之基礎，並定義訊息框架為企業當局在年報文字資訊中所提供除了自身狀況以外之其他背景資訊。研究者藉閱讀多份企業所發布的致股東報告書，先行彙整出具有引導資訊接收者建立判斷基準、具有參考比較性質的三類背景資訊，以此做為內容分析的第一層編碼類目；爾後再任意選取其他多篇致股東報告書，彙總第一層主題類目可能出現的內容，並以知覺屬性做為第二層編碼類目，進一步區分各主題資訊的方向性。兩層次的類目建構其類別名稱與架構如下圖所示：



圖 3-1 內容分析類目清單

## (二)前測與類目確立

在初步建立類目後，研究人員即依此編製編碼須知與編碼表草稿，並抽選樣本年度以外企業之致股東報告書做為標的文本，經三位編碼人員進行前測後，分析編碼員在分類、編碼上的歧異，以此做為調整類目清單與修正類目定義的依據。在本研究中實際進行前測後並無增減類目，而僅對有疑義的類別調整其類目定義，並針對編碼人員難以清楚劃分類別的內容情境，增修類目判斷依據與參考之字詞、

文句。最終所確立的內容分析類目與其定義、判例說明如下；以確立之類目所編寫的編碼須知與定稿之編碼表請見本文後之附錄。

I. 總體或產業環境影響資訊：企業年報文字資訊中有關總體環境、景氣、政府政策或產業狀況的相關陳述；計分「不利」、「有利」、「中性」與「無相關陳述」。

- ✓ 對於總體/產業環境之不利陳述：年報文字資訊提及該年度總體環境或產業狀況為企業帶來的負面影響。
- ✓ 對於總體/產業環境之有利陳述：年報文字資訊提及該年度總體環境或產業狀況有利之面向。
- ✓ 對於總體/產業環境之中性陳述：指對同一年度的敘述，同時具有有利及不利面向，而無法衡量何者力道為大；或是國際(外銷)與國內狀況(內銷)陳述不一致。
- ✓ 無相關陳述：年報文字資訊未出現以上陳述，亦即無提及任何有關總體環境或產業狀況資訊者歸入此類。

本研究僅針對與營運結果有關之陳述進行分類、編碼，所提供文本中所含未來展望之資訊，在此不應列入考量。另外編碼人員有時會發現總體環境與產業環境有不一致陳述之情況，此時須以產業環境之陳述為準，予以適當分類；若是有有利與不利描述交雜之情形者，則需要以結論段為編碼之判斷依據，無法判斷有利或不利何者力道大、或國際/國內(內外銷)陳述不一時，則需要歸入中性。

II. 同業比較資訊：企業年報文字資訊中有關其他同業業者之績效陳述；計分「盈餘為正，營收、獲利、財務績效較同業來得佳」、「虧損，損失情況較同業來得輕微」、「財務績效表現較同業為差」、「無與同業財務績效比較之相關陳述」。另外並有「非財務方面較同業表現為佳」之類別。



- ✓ 盈餘為正，營收、獲利、財務績效較同業來得佳：企業當年度營運有正的會計盈餘，且在文字資訊中提及其在營收、獲利等財務績效上較同產業其他業者平均表現更佳。
  - ✓ 虧損，損失情況較同業來得輕微：企業當年度虧損，然據公司陳述其損失狀況比同業平均來得輕微。
  - ✓ 財務績效表現較同業為差：無論企業當年度係有盈餘或虧損，而提及其財務績效表現落後於同業其他業者平均者。
  - ✓ 無與同業財務績效比較之相關陳述：指以上情況皆不存在，年報文字資訊除揭露企業本身營運結果外，未出現任何與同業比較之詞彙。
  - ✓ 非財務方面較同業表現為佳：此指企業提及其在財務績效以外包括品牌形象、消費者認同、社會責任履行、人才培育、研發、公司治理、顧客服務等層面有較同產業業者更佳之表現
- 文件中若提及同業一致表現不佳或良好而未有自身與同業比較孰佳之敘述時，應歸入「無與同業財務績效比較之相關陳述」下。除財務績效之同業比較資訊外，企業若有提及非財務績效部份較同業表現佳者應列入：「非財務方面較同業表現為佳」的類目，且此類陳述可與財務績效同業比較之任一類目並存。

III. 自體比較資訊：係指企業年報文字資訊中所提及以往年度之營收或獲利表現。除了以文字方式陳述外，若企業以圖表、數字方式呈現以自體歷史績效為標竿之情況亦為符合本分類之資訊；計分「本年度財務績效較往年為佳」、「本年度財務績效較往年為差」、「年度中財務績效表現漸佳」、「無與歷史財務績效比較之相關陳述」與「非財務績效面表現較往年進步」。

- ✓ 本年度財務績效較往年為佳：年報文字資訊提及本年度財務績效有

比以往任一期更佳之狀況。

- ✓ 本年度財務績效較往年為差：年報文字資訊提及本年度財務績效有比以往任一期更差之狀況。
- ✓ 年度中財務績效表現漸佳：年報文字資訊對於企業自身當年度的營運結果與財務績效陳述有由負轉正或表現益佳之狀況。
- ✓ 無與歷史財務績效比較之相關陳述：以上狀況皆不存在，即企業僅報導當年度營運結果，未提及以往年度財務績效。
- ✓ 非財務績效面表現較往年進步：此指企業提及其在財務績效以外包括品牌形象、消費者認同、社會責任履行、人才培育、研發、公司治理、顧客服務等層面在本年度有比企業以往更佳之表現。

一份待編碼文件僅能在「本年度財務績效較往年為佳」、「本年度財務績效較往年為差」、與「無與歷史財務績效比較之相關陳述」三類中擇一歸類；「年度中財務績效表現漸佳」此類別則可能與「本年度財務績效較往年為佳」、「本年度財務績效較往年為差」兩者並存。若是待編碼文件以文字、圖表併呈方式提及多項財務績效且各有增減時，以實際以文字資訊呈現者為準。在同時提及營收與獲利，然增減方向不一時，以獲利數字為準。若是有分部門或產品別之敘述時，則應以合併狀況為準。另外企業若提及非財務績效面之進步時應歸於「非財務績效面表現較往年進步」，且此類別與以上各類並不衝突。

### (三)正式編碼

研究人員先是自公開資訊觀測站逐篇下載所選取樣本之年報，並經 PDF 編輯軟體將企業年報中“致股東報告書”部份擷取為待編碼之文本(本文之後即以“文本”指稱待編碼之企業致股東報告書)；爾後徵求具備商學知識之研究生十二名，將其分為六組，以每組兩位編碼人員加上一位研究人員之編制，正式開始內

容分析編碼工作。編碼人員被要求在編碼工作前參加實驗說明會，並熟讀編碼須知中之類目定義與注意事項，每組編碼人員會按其組別分配到研究人員已彙整完畢的文本電子檔，每閱讀完一篇文本，編碼人員須將編碼結果以筆畫記於本次研究所提供之編碼表冊中，重複此動作直到完成所分配文本的所有編碼工作。

各組編碼完成後，一篇文本共計蒐集到三個觀察值，在為各主題類目資訊出現與否或是有關其方向、比較結果之類別判定時，不論是互斥之類目或是允許與其他類目並存之類別，皆須滿足有兩個以上觀察值同時歸入之情況，才視為對該類別之有效編碼。研究人員最後整理各樣本之觀察值，以上述條件彙總編碼結果，完成內容分析工作。

### 三、 樣本選取

本研究選取企業年報中“致股東報告書”部份做為內容分析之標的，之所以以致股東報告書做為分析主體，其理由在於：1.致股東報告書係企業年報刊印的首要部份，在正式進入財務報表章節之前，致股東報告書基本彙總並以文字呈現了本年度財務報表所欲揭露的企業營運結果，相對於財務報表閱讀需要具備較多的會計知識，閱讀致股東報告書較無技術門檻，能預期其輔助營運結果揭露、擴大企業相關資訊傳播的效果。2.年報中其他文字資訊，例如：管理階層討論與分析、企業風險揭露與因應或是財務報表中各會計科目的附註，其揭露須遵循特定規範，有一定的格式要求；相對於此雖然仍有部份企業會依特定欄目編寫致股東報告書，然而總體而言企業在為此一部份之寫作時，不論是在主題陳述或格式編排上皆擁有較大之自由度。對於本研究欲討論管理階層在為文字資訊揭露時是否具特定意圖的命題來說，致股東報告書的揭露因存在較多的自主空間而被認為是較為理想的研究標的。

本研究選取於台灣證券交易所股票上市之公司做為研究樣本，並以單一年度為時間尺度。在年報年份的選擇上，考量研究之時2010年度年報尚未發布，而2008、

2009 年度適逢金融海嘯及其餘波，此可能使本研究所欲衡量的營運結果陳述缺乏多元的主題、說法，以致無法獲得理想隨機的常態觀察值，故本研究係回溯至 2007 年度之企業年報，其中並有假說欲討論 2007 年報於 2008 年度發布之時的短窗期股價反應。

截至本年度 3 月於台灣證券交易所上市之公司共計 870 家，除存託憑證因資訊揭露之規範異於本國第一上市公司外，另考量金融保險業其業務性質、財務結構甚至是監理法規與其他產業的特異性，因此預先排除此二類別，使可能有效樣本縮減為 765 家公司。另外因缺乏 2007 年度年報或是基於配合假說中其他資訊之可得性而有以下情況者，亦排除在有效樣本之外：

- A. 2007 年度年報發布日前下市之公司(即在 2008 年 4 月底前已下市之公司)
- B. 2007 年後始上市之公司(又可細分為無 2007 年度年報，或是雖有該年度年報，然無公布日後研究窗期之股價資料者)
- C. TEJ 資料庫中無假說事件期：年報公布日之資訊者
- D. 年報檔案損毀者

最終以內容分析編碼之有效樣本合計為 647 家上市公司，彙整樣本資訊請見以下表格。

表 3-1 樣本選取

台灣證券交易所上市	存託憑證	金融保險業	2007 年度年報發布日前下市	2007 年後始上市	缺乏事件期資訊	年報檔案損毀	有效樣本
870	47	58	38	75	4	1	<b>647</b>

## 第二節 假說模型與變數之衡量、定義

為求證本研究的兩個假說，本節將分別說明各假說實證之迴歸模型與統計檢定方法，並解釋其中的各項變數。

### 一、 假說一

H1：當年度營運績效表現進步的公司會在年報文字資訊中提供較多的自體比較資訊；而退步者則更傾向運用總體環境或產業影響之資訊。

本假說旨在討論年報文字資訊的揭露是否存在管理當局印象管理意圖，而導致致股東報告書所提供的資訊、說法在財務績效表現進步和退步的公司間形成差異。在此運用獨立樣本 t 檢定，檢定以進步、退步為類的兩樣本群體，其自體比較資訊與環境影響資訊在該類別公司中出現的機率是否存在顯著差異。換言之在本假說下所為之二組母體比例差檢定包括：

(一) 第一組檢定：內在歸因部份(自體比較資訊)

$$H_0 : P_I - P_D \leq 0$$

$$H_1 : P_I - P_D > 0$$

符號涵義： $P_I$  =分類為進步之樣本擁有自體比較資訊的比例

$P_D$  =分類為退步之樣本擁有自體比較資訊的比例

相關變數意義如下：

#### 1. 進步與退步(Improving and Declining)

二項類別變數，以本年度(2007 年)稅前盈餘與上一年度(2006 年)稅前盈餘差將樣本公司劃分成兩類。今年度盈餘高於去年度者為進步(Improving)；反之則為退步(Declining)。

#### 2. 自體比較資訊

二項類別變數，以“有”和“無”代表各樣本自體比較資訊的提供狀況。此類變數係以內容分析編碼之結果為依據，除“無與歷史財務績效比較之相關陳述”之類目外，企業於致股東報告書中出現其他各類別財務績效自體比較資訊皆列

入本變數”有”的類別。

(二) 第二組檢定：外在歸因部份(總體環境或產業影響資訊)

$$H_0 : P_I - P_D \leq 0$$

$$H_1 : P_I - P_D > 0$$

符號涵義： $P_I$  =分類為進步之樣本擁有總體環境或產業影響資訊的比例

$P_D$  =分類為退步之樣本擁有總體環境或產業影響資訊的比例

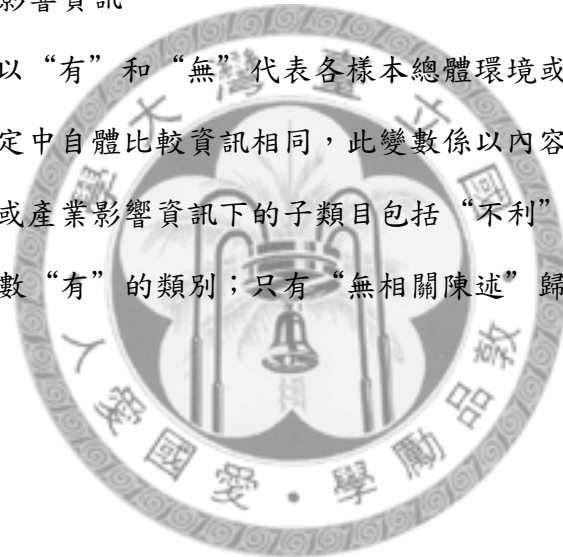
相關變數意義如下：

1. 進步與退步(Improving and Declining)

同第一組檢定之定義。

2. 總體環境或產業影響資訊

二項類別變數，以“有”和“無”代表各樣本總體環境或產業影響資訊的提供狀況。與前組檢定中自體比較資訊相同，此變數係以內容分析編碼之結果為依據，在總體環境或產業影響資訊下的子類目包括“不利”、“有利”及“中性”皆屬於本類別變數“有”的類別；只有“無相關陳述”歸入本變數“無”的類別。



## 二、假說二

H2-1：證券市場對年報文字資訊之有利訊息框架會產生正面的股價反應

H2-2：證券市場對年報文字資訊之不利訊息框架會產生負面的股價反應

本研究的第二個假說係推論當年報中出現特定文字資訊時，其可能對資訊接收者產生訊息框架的作用，而以證券市場實際的股價反應來論證訊息框架是否具有改變資訊使用人知覺判斷與投資決策的能力。在探討資訊內涵與股價反應的關聯性時，事件研究法是被廣泛使用的研究設計，Ball and Brown 在 1968 年運用事件研究觀察盈餘發布前後月份的股價異常報酬，除了被認為是近代財務與會計領域中引入此法的先驅外，亦開啟了此後以事件研究探討特定資訊內涵的研究之門。除了用以探討資訊之內涵外，事件研究的文獻還包括了市場效率性研究、解釋異常報酬率研究或是事件研究本身方法論之研究(Hendersson,1990;Bowman,1983)，以上研究之分類並非互斥，在為資訊內涵之研究時，通常亦同時進行解釋異常報酬的分析(沈中華、李建然,2000)。本研究以事件研究法為基礎，加入過往資訊內涵研究中經常使用的控制變數與欲研究之解釋變數：訊息框架作用，形成以下複迴歸模型：

$$CAR_i(-2,3) = \alpha_0 + \beta_1 ES_i + \beta_2 GO_i + \beta_3 Size_i + \beta_4 Debt_i + \beta_5 Share_i + \beta_6 F_{1i} + \beta_7 F_{2i} + \beta_8 F_{3i} + \beta_9 (F_1 \times ES)_i + \beta_{10} (F_2 \times ES)_i + \beta_{11} (F_3 \times ES)_i + \varepsilon_i$$

註：假說 2-1 與 2-2 之模型僅在訊息框架部份有所差異。即第一組假說討論有利訊息框架( $FF_n$ )之主效果及其與未預期盈餘的交互項；第二組假說部份則以不利訊息框架( $UF_n$ )代之。

符號涵義： $\alpha_0$ =常數項， $\beta_1 \sim \beta_{11}$ =自變數係數， $\varepsilon$ =殘差項

CAR=累積異常報酬率， $F_1 \sim F_3$ =訊息框架；

ES(Earnings Surprise)=未預期盈餘，GO(Growth Opportunity)=成長機會；

Size=公司規模，Debt=負債比率，Share(Share Turnover)=股票週轉率。

相關變數定義如下：

(一) 應變數：累積異常報酬率 Cumulative Abnormal Return

迴歸模型中累積異常報酬率(Cumulative Abnormal Return) 是事件研究法下用以衡量市場投資人反應的應變數，一資訊要能引起股價的異常變動才被認定具有資訊內涵或影響投資人決策的能力，累積異常報酬率的公式係為

$$CAR_i(t, T) = \sum_t^T AR_{i,t} = \sum_t^T [R_{i,t} - E(R_{i,t})]$$

$CAR_i(t, T)$ ：證券  $i$  於第  $t$  至  $T$  期之累積異常報酬率

$AR_{i,t}$ ：證券  $i$  第  $t$  期的異常報酬率

$R_{i,t}$ ：證券  $i$  第  $t$  期之實際報酬率

$E(R_{i,t})$ ：證券  $i$  第  $t$  期之預期報酬率

$i$  證券於第  $t$  期之異常報酬率等於該證券當期實際報酬率與預期報酬率間的差數；而累積異常報酬率則為事件期內( $t \sim T$  期)各期異常報酬率之累加。報酬率的預期模式眾多，包括市場模式、平均調整模式與市場指數調整模式，本研究以風險調整模式中使用最為普遍的一種變型：市場模式，按 OLS(普通最小平方)迴歸估計法來建立證券的預期報酬率。其計算方式如下：

$$E(R_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$$

$\alpha_i$ ：無風險利率

$R_m$ ：台灣上市股票加權股價指數(不含金融保險類股)報酬率

$\beta_i$ ： $i$  證券風險係數，代表證券對市場指數的敏感程度

在為累積異常報酬率之計算時，本研究係以企業年報公佈日做為事件日( $t=0$ )，同時為避免過長的期間內會有其他干擾事件的影響，選取事件期前兩天與事件後 3 天的短窗期做為事件期(事件窗期= $[-2,3]$ )。最終以  $CAR_i(-2,3)$  做為迴歸模型中的應變數，並選取事件期前 260~30 天( $-260 \sim -30$ )做為計算預期報酬率的估計期<sup>2</sup>。

<sup>2</sup> 估計期的選擇並無特殊規定，Peterson(1989)認為該期間不適宜過長或過短，並建議日報酬資料的估計期長度在 100~300 天之間。



## (二) 自變數

### 1. 未預期盈餘 Earnings Surprise

盈餘資訊是最早在事件研究中被證實具有資訊內涵的會計事項揭露，在以往的研究中包括 Ball and Brown(1968)與 Beaver et al.(1979)等人都曾以未預期盈餘衡量企業盈餘發布時釋出於市場的增額資訊，並研究其與異常報酬率的關聯性，發現之間具有顯著的正相關。由於企業年報中包含盈餘在內的各項資訊，日後學者在研究特定會計資訊是否具有資訊內涵、或解釋異常報酬率時，多以 Ball and Brown 的實證為基礎，將未預期盈餘做為本身事件研究模型最重要的控制變數。未預期盈餘指企業所發布的實際盈餘與市場預期盈餘的差額，本研究以年報發布前最近期的分析師預測盈餘做為市場預期盈餘的代理變數(在缺少分析師預測的情況下，則以企業 2006 年的每股盈餘替代之)，並以年報發布當日之每股股價平減計算模型中的未預期盈餘，其公式為：

$$\text{Earnings Surprise(ES)}_{i,t} = \frac{\text{EPS}_{i,t} - \widehat{\text{EPS}}_{i,t}}{\text{Price}_{i,0}}$$

$\text{ES}_{i,t}$ ：i 證券 t 年度之未預期盈餘，t=2007 年

$\text{EPS}_{i,t}$ ：企業發布 i 證券 t 年度之實際每股稅前盈餘

$\widehat{\text{EPS}}_{i,t}$ ：分析師預測 i 證券 t 年度之每股稅前盈餘

$\text{Price}_i$ ：i 證券年報發布日(第 0 期)之每股股價

未預期盈餘之外，ERC(Earnings Response Coefficient)盈餘反應係數的相關研究指出，某些企業特性會影響投資人在盈餘發布時對未預期盈餘的反應程度。本研究考量以往研究的實證結果與資料蒐集的可行性選擇成長機會、企業規模、負債比率與股票週轉率做為迴歸模型的其他控制變數。以下第 2 至 5 項將分別說明這些變數。

### 2. 成長機會 Growth Opportunity

一個具有成長機會、前景看好的公司其投資人對未預期盈餘的反應程度應該高

於前景不樂觀者，換言之成長機會應與累積異常報酬率呈現正向相關。Collins and Kothari(1989)以企業市值對帳面價值的比率來衡量一公司的成長機會，以實證證實了以上的論述；而其以市價淨值比衡量成長機會，邏輯在於效率市場投資人能在接收到盈餘資訊前即藉其他領先指標偵知企業未來的狀況，因此能預先反應於企業市值上而使市價淨值比成為一公司成長機會存在與否的判斷指標。本研究循此，以企業市價淨值比取自然對數值 $\ln(MV/BV)$ 來衡量成長機會，其中 MV 與 BV 分別為年報公布日每股股價及每股帳面價值。

### 3. 企業規模 Size

企業規模愈大則其受市場關注的情況較規模小的公司為高，因此其股價隱含了更多市場上包括分析師預測、新聞報導等的公開資訊，證券價格本身即具有一定程度的資訊內涵。所以規模大的公司在企業盈餘發布時，投資人對其未預期盈餘的反應較小，亦即企業規模會與盈餘反應係數呈負相關，同時和累積異常報酬率之間的關係亦為負向。Fama and French(1992)用以解釋股價報酬的三因子模型其中之一即為規模要素，Banz(1981)在此之前的實證也為企業規模與累積報酬的負向關聯提供證據，故本研究以企業規模做為模型的控制變數，並採用公司市值的自然對數： $\ln MV$ 做為規模的衡量指標。

### 4. 負債比率 Debt Ratio

企業的資本結構會影響盈餘反應係數的大小，Dhaliwal et al.(1991)的研究證實負債比率愈高的公司其投資人對未預期盈餘的反應程度愈低，也因此負債比率會與累積異常報酬率呈現負相關。良好的盈餘資訊能增強企業債信，所以負債比率高的公司其盈餘資訊主要對債權人造成影響，投資人對未預期盈餘的反應因此會低於資本結構主要以權益組成的公司。綜上，本研究以公司 2007 年報中之負債比率取自然對數： $\ln(Debt/Assets)$ 做為衡量一公司資本結構的指標，並預期迴歸模型中此控制變數將與累積異常報酬呈負相關。

## 5. 股票週轉率 Share Turnover

以成交量/流通股數計算股票週轉率，以此控制盈餘宣告時市場交易動能對股價異常報酬之影響，並以股票週轉率取自然對數值置入本研究之迴歸模型。

## 6. 訊息框架 Message Frame

### 6-1 有利框架

致股東報告書中在總體與產業環境影響、同業比較、企業自體比較各類別下有助年報閱讀者在接收營運結果資訊時提升其對企業價值判斷的子類目訊息，係為有利的訊息框架。由於本研究定義框架的觀點在於參考點的建立，認為企業會藉參考點背景資訊的提供來凸顯自身狀況，而參考點的陳述必須在較自身營運績效敘述來得差的情況下，才有降低資訊使用者對公司本身負面資訊或是提高正面資訊評價的作用，故本研究迴歸模型中的有利訊息框架係以下列三變數來衡量：

#### a. 有利之環境影響框架 $FF_1$

類別虛擬變數，按照內容分析法之編碼結果，有利的環境影響框架係指致股東報告書中總體或產業環境影響資訊出現有“不利”、“中性”之類別。環境的不利影響訊息具有外在歸因的效果，可能得以降低人們對表現不佳企業的負面評價；而中性資訊部份同時包含了環境有利及不利影響的描述，只是一旦提及不利影響基本上就具有降低比較參考點的效果，所以在此亦將中性類別視為有利之訊息框架。

就本研究之觀點，有利訊息框架應能提升投資人對企業表現之評價而形成正向的股價反應，然就有利之環境影響框架而言，企業所提供的外在不利影響資訊其與企業股價報酬關聯的方向性卻不一定是正向的，這是因為除確訊息框架之作用外，有關環境不利影響的陳述在訊息接收者角度尚有多種詮釋觀點，例如：可能被視為是一種持續性的景氣不利訊號；或是顯現了企業無核心能力來克服不利影響的問題；亦有可能被認為是企業推諉卸責的一種說詞，如同 Lee(2004)指出外在歸因所帶來的反效果。基於環境不利影響資訊

中所具有的多元訊號，本研究因無法分離各類效果僅只能為當中具有資訊內涵的預期，尚無法確知其在迴歸模型中的方向性。

b. 有利之同業比較框架  $FF_2$

類別虛擬變數，按照內容分析法之編碼結果，有利的同業比較框架係指致股東報告書中出現有同業比較資訊並被歸類為“盈餘為正，營收、獲利、財務績效較同業來得佳”、“虧損，損失情況較同業來得輕微”之類別。提供以上兩類別資訊之目的係以同產業中其他競爭者或是產業平均之營運情況形成對企業評價時的參考點，參考點若是低於被評價企業本身之績效表現，則企業之營運結果即屬有利之情境，因此定義此二子類目為有利之同業比較框架，同時其應引起投資人正向的股價反應，而在迴歸模型中與累積異常報酬率呈正相關。

c. 有利之自體比較框架  $FF_3$

類別虛擬變數，按照內容分析法之編碼結果，有利的自體比較框架係指致股東報告書中出現有拿今年營運結果與以往年度比較之資訊並被歸類為“本年度財務績效較往年為佳”、“年度中財務績效表現漸佳”之類別。此兩類資訊的提供係以以前年度表現做為參考點，來映襯現今的狀況，藉此使資訊接收人對企業評價的依據轉向兩時點間表現的落差，而獲致企業處於成長階段的有利結論。本研究預期有利之自體比較框架能帶來正向股價反應，所以在迴歸模型中預期方向為正。

## 6-2 不利框架

相對於前述有利之訊息框架，致股東報告書中可能導致投資人在評估企業營運結果之時據該等資訊降低其對企業評價者為不利的訊息框架。本研究迴歸模型同樣以下列三變數來衡量不利之訊息框架，基本上其定義與對股價所造成的影響係與前述之有利框架相反，理論建構的邏輯在於企業致股東報告書中若提供有較

本身營運結果正面之背景資訊，會因此建立企業處於不利、落後情境的印象，進一步引起負面的股價反應。

a. 不利之環境影響框架 UF<sub>1</sub>

類別虛擬變數，依內容分析法之編碼，係指致股東報告書中總體或產業環境影響資訊出現有“有利”之類別。與前述有利之環境影響框架相同，本研究難以預期此資訊與迴歸模型中累積異常報酬率的關聯方向。

b. 不利之同業比較框架 UF<sub>2</sub>

類別虛擬變數，指致股東報告書中出現有同業比較資訊並被歸類為“財務績效表現較同業為差”之類別。此類資訊應與累積異常報酬率呈負相關。

c. 不利之自體比較框架 UF<sub>3</sub>

類別虛擬變數，按照內容分析法之編碼結果，不利的自體比較框架為“本年度財務績效較往年為差”之類別資訊。此類資訊將使資訊接收者形成企業財務績效衰退、經營狀況惡化的評價，故預期其將帶來負面的股價反應，在迴歸模型中與累積異常報酬率的相關性應為負向。

6-3 訊息框架與未預期盈餘之交乘項

除了有利及不利訊息框架之主效果係用以衡量背景資訊是否具有影響投資人決策之資訊內涵外，本研究訊息框架與股價異常報酬率之迴歸模型中，亦加入了各類訊息框架與未預期盈餘之交乘項，以此探討訊息框架是否影響投資人對未預期盈餘的反應程度。

假說二複迴歸模型之變數彙整如下頁表 3-2：

表 3-2 假說二迴歸模型自變數彙總表

變數	意義	操作型定義	預期方向	
控制變數	ES	未預期盈餘	實際盈餘與市場預期盈餘差額，以每股股價平減。 $\frac{(\text{實際每股盈餘} - \text{分析師預期每股盈餘})}{\text{每股股價}}$	+
	GO	成長機會 (以市價淨值比為代理變數)	市價淨值比取自然對數 $\ln(\text{每股股價}/\text{每股帳面價值})$	+
	Size	公司規模	普通股權益市值取自然對數 $\ln(\text{流通在外股數} \times \text{每股股價})$	-
	Debt	負債比率	企業負債比率取自然對數 $\ln(\text{總負債}/\text{總資產})$	-
	Share	股票週轉率	股票週轉率取自然對數 $\ln(\text{成交量}/\text{流通股數} \times 100(\%))$	+
解釋變數 假說 2-1	FF <sub>1</sub>	有利之環境影響框架	虛擬變數，依內容分析法編碼之結果，文本提供“不利”、“中性”之類目時為 1；否則為 0。	?
	FF <sub>2</sub>	有利之同業比較框架	虛擬變數，依內容分析法編碼之結果，文本提供“盈餘為正，營收、獲利、財務績效較同業來得佳”、“虧損，損失情況較同業來得輕微”之類目時為 1；否則為 0。	+
	FF <sub>3</sub>	有利之自體比較框架	虛擬變數，依內容分析法編碼之結果，文本提供“本年度財務績效較往年為佳”、“年度中財務績效表現漸佳”之類目時為 1；否則為 0。	+
	FF <sub>n</sub> *ES	有利框架與未預期盈餘之交互項	有利之訊息框架 × 未預期盈餘	與各框架主效果相同
解釋變數 假說 2-2	UF <sub>1</sub>	不利之環境影響框架	虛擬變數，依內容分析法編碼之結果，文本提供“有利”之類目時為 1；否則為 0。	?
	UF <sub>2</sub>	不利之同業比較框架	虛擬變數，依內容分析法編碼之結果，文本提供“財務績效表現較同業為差”之類目時為 1；否則為 0。	-

表 3-2 假說二迴歸模型自變數彙總表(續)

變數		意義	操作型定義	預期方向
解釋變數	$UF_3$	不利之自體比較框架	虛擬變數，依內容分析法編碼之結果，文本提供“本年度財務績效較往年為差”之類目時為1；否則為0。	-
假說2-2	$UF_n * ES$	不利框架與未預期盈餘之交互項	不利之訊息框架 × 未預期盈餘	與各框架主效果相同



## 第四章 研究結果

本章第一節將先對致股東報告書之編碼結果進行說明，第二節和第三節則分別為本研究假說一與假說二的實證結果。

### 第一節 內容分析法編碼結果

表 4-1 至表 4-4 列示內容分析法編碼結果，除觀察總體樣本資訊類別的分配狀況外，另外以本年度與去年度稅前盈餘差為指標，將所有樣本區分為進步或是退步兩個類別，以觀察兩類公司在說法或是資訊呈現上的差異情形。

表 4-1 環境影響資訊內容分析編碼結果

環境影響資訊	Improving or Declining					
	退步		進步		總樣本	
	家數	%	家數	%	家數	%
有利	10	4.6%	63	14.7%	73	11.3%
中性	38	17.4%	67	15.6%	105	16.2%
不利	113	51.8%	148	34.5%	261	40.3%
無	57	26.1%	151	35.2%	208	32.1%
總數	218	100.0%	429	100.0%	647	100.0%

表 4-2 財務績效同業比較資訊內容分析編碼結果

同業比較資訊	Improving or Declining					
	退步		進步		總樣本	
	家數	%	家數	%	家數	%
較同業佳 <sup>a</sup>	5	2.3%	18	4.2%	23	3.6%
較同業差	0	.0%	0	.0%	0	.0%
無	213	97.7%	411	95.8%	624	96.4%
總數	218	100.0%	429	100.0%	647	100.0%

a.較同業佳(包含盈餘較同業佳,或是損失較同業輕微)



表 4-3 財務績效自體比較資訊內容分析編碼結果

自體比較資訊	Improving or Declining					
	退步		進步		總樣本	
	家數	%	家數	%	家數	%
較往年佳	30	13.8%	387	90.2%	417	64.5%
較往年差	163	74.8%	22	5.1%	185	28.6%
無	25	11.5%	20	4.7%	45	7.0%
總數	218	100.0%	429	100.0%	647	100.0%
年終漸佳	4	1.8%	7	1.6%	11	1.7%

表 4-4 非財務績效資訊內容分析編碼結果

非財務績效 資訊	Improving or Declining					
	退步		進步		總樣本	
	家數	占退步公司 (218)%	家數	占進步公司 (429)%	家數	占樣本總數 (647) %
較同業佳	9	4.1%	35	8.2%	44	6.8%
較往年佳	35	16.1%	77	17.9%	112	17.3%

表 4-1 列示環境影響資訊部份編碼結果，就總樣本來看，2007 年度致股東報告書中對於外在環境的敘述以不利影響占多數達 40.3%，而未提及此類資訊者則約占所有樣本公司的三成，同時描述了有利與不利影響的“中性”類別則占 16.2%，僅有 11.3% 的公司在其中提供了總體或產業的有利影響資訊。另一方面從進步與退步兩類別觀察，進步公司致股東報告書中未提及外在影響因素的比例為 35.2%，高於退步公司的 26.1%。而退步公司中有 51.8% 者，描述了環境對企業營運造成的不利影響，相對於此進步公司敘述環境有利條件的比例僅有 14.7%，由於企業經營的成敗除了自身的競爭優勢外尚有很大一部份需仰賴外在環境的支持、配合，所以若以景氣、產業決定論的觀點來看，進步公司提供有利的環境影響資訊者其比例似乎有些偏低；在進步的公司群體中甚至有 34.5% 的比例描述了外在環境的不利影響，除了真有可能企業本身的核心能力使其得以打破環境的不利影響，另一對此現象的可能解釋就屬本研究所關注的印象管理意圖，部份進

步的公司可能藉不提供或是反過來提供與現實不符的不利影響資訊企圖凸顯自體的有機成長，或有可能藉描述不利的外在環境來建立有利的訊息框架，以此提高市場投資人對其經營績效的評價。

由表 4-2 可知，在所有 647 家公司致股東報告書中，僅有 23 家提供了財務績效同業比較資訊，同時有提供此類資訊者，皆是描述企業優於其他同業而無反向說明自身劣後的狀況，此一現象相當符合人們的比較心理：只願意指出相對於他人的優勢與成就，而不願提及比較後的不利結果。另外觀察“較同業佳”資訊的家數分配狀況，可知進步公司提供此類資訊的家數與比例高於退步者，似乎符合自體進步幅度愈高的公司愈可能在財務績效表現上超越同業的直覺，只是真正出現同業比較資訊的觀察值過少，無法以此推論資訊的提供是否與財務績效進步與否有所關聯。而就本研究觀點不論財務績效進步與否企業只要有優於同業平均的表現時，均有誘因傳達同業比較資訊，只是對退步者而言其作用在隱性歸因於影響所有同業的不利因素藉此減少負面評價；而對進步者來說則在藉此凸顯自身的優勢與良好表現。

在財務績效自體比較資訊方面，表 4-3 顯示所分析的 647 家公司中僅有 7% 未提及此類資訊，由於本研究在定義此類別時並不限以文字陳述或是以比較報表呈現，而台灣上市公司部份習慣在致股東報告書中提供今年與上一年度之比較報表，故總體而言編碼結果顯示有此資訊的比例相當高。另一方面絕大部份的公司皆是以上一年度的表現作為標竿來與本年度營運結果進行比較，所以進步與退步的兩類公司其說法多數可對應“較往年佳”與“較往年差”的類目。只是退步的公司其不提供自體比較資訊或是拿去年度以外的表現作為比較基準的比例較進步的公司為高，約占退步公司總數的四分之一，代表有部份公司不願在致股東報告書中言明較去年度表現退步的狀況；相對於此，進步公司中則有高達 90.2% 的比例提供了績效有所成長的敘述，此一現象一定程度顯示了管理當局隱惡揚善的報導傾向。

表 4-4 彙總了同業比較與自體比較資訊類目下非財務績效資訊的敘述情況，總體樣本公司中有 44 家(6.8%)提供了在品牌、研發、公司治理或是企業社會責任等非財務績效方面較其他同業表現來得好的資訊；而有 112 家(17.3%)公司在致股東報告書中提及企業 2007 年度在部份非財務績效面上優於往年表現的訊息。財務績效表現進步的公司提供非財務部份較同業佳此類資訊的比例高於退步者，而非財務部份較往年佳的資訊提供方面，進步與退步公司的比例並無太大差異。



## 第二節 假說一之檢定

本研究的第一個假設欲驗證進步與退步兩類別公司其特定資訊的提供與否是否具有某種型態，並以自利歸因的觀點推論進步的公司會較退步的公司願意提供自體比較資訊；而退步者與進步者相比會較希望藉環境影響資訊的提供來轉移資訊接收者的歸因方向。財務績效自體比較資訊在退步與進步的類別企業中提供情形如下表4-5：

表 4-5 自體比較資訊呈現狀況

Improving or Declining		自體比較資訊		
		無	有	總數
退步	家數	25	193	218
	行 N %	11.5%	88.5%	100.0%
	列 N %	55.6%	32.1%	33.7%
進步	家數	20	409	429
	行 N %	4.7%	95.3%	100.0%
	列 N %	44.4%	67.9%	66.3%
總數	家數	45	602	647
	行 N %	7.0%	93.0%	100.0%
	列 N %	100.0%	100.0%	100.0%
獨立性卡方檢定		自由度	$\chi^2$	p-value
$Chi^2$		1	10.346	.001***

註：\*\*\*雙尾檢定在顯著水準1%下顯著

為證實財務績效自體比較資訊的提供與否(有、無)和財務績效表現(進步或退步)間是否相關，將以內容分析法編碼的647家公司按致股東報告書中自體比較資訊之有無加以分類。218家退步的公司中，提供此類資訊者有193家，無提供者則有25家；429家進步的公司中則有409家提供有財務績效自體比較資訊，20家公司未提供。獨立性卡方檢定Pearson統計量為10.346(p值=.001)，顯示致股東報告書中是否提及自體比較資訊與公司當年度的財務績效表現間具有顯著相關。

進一步以獨立樣本t檢定驗證進步的公司群體中其自體比較資訊提供的比例是否顯著高於退步公司，其結果如表4-6：

表 4-6 內在歸因之母體比例差檢定

“有”提供自體比較資訊	家數	平均數	標準差	平均數的標準誤	t	p-value
進步	429	.95	.211	.010	2.846	.003***
退步	218	.89	.319	.022		

註：\*\*\*單尾檢定在顯著水準1%下顯著

由表4-6可知，進步的公司中提供有財務績效自體比較資訊者達95%，退步公司則是89%，兩類別比例差檢定的統計量t值為2.846(p值=.003)，顯示財務績效有所進步的公司提供自體比較資訊的比例顯著高於表現退步的公司，符合本研究假說一的預期。

表 4-7 環境影響資訊呈現狀況

Improving or Declining	環境影響資訊			
	無	有	總數	
退步	家數	57	161	218
	行 N %	26.1%	73.9%	100.0%
	列 N %	27.4%	36.7%	33.7%
進步	家數	151	278	429
	行 N %	35.2%	64.8%	100.0%
	列 N %	72.6%	63.3%	66.3%
總數	家數	208	439	647
	行 N %	32.1%	67.9%	100.0%
	列 N %	100.0%	100.0%	100.0%
獨立性卡方檢定		自由度	$\chi^2$	p-value
$Chi^2$		1	5.429	.020**

註：\*\*雙尾檢定在顯著水準5%下顯著

表 4-8 外在歸因之母體比例差檢定

“有”提供 環境影響資訊	家數	平均數	標準差	平均數的 標準誤	t	p-value
進步	429	.65	.478	.023	-2.400	.009***
退步	218	.74	.440	.030		

註：\*\*\*單尾檢定在顯著水準1%下顯著

環境影響資訊的提供情況如表4-7，同樣以獨立性卡方檢定先行檢驗環境影響資訊的提供和財務績效表現間的相關性。218家退步公司中提供有環境影響資訊者計161家，未提供者則有57家；而在進步的429家公司中，有278家曾在致股東報告書中提及外在環境對其經營的影響，151家未曾提及。Pearson卡方統計量為5.429(p值=.020)顯示環境影響資訊的提供與否在雙尾檢定5%的顯著水準下亦與財務績效表現有顯著相關。表4-8係以獨立樣本t檢定驗證退步類別下的公司在提供環境影響資訊的比例上是否顯著的高於進步的類別，檢定結果顯示，進步的公司中提供有環境影響資訊者達65%，退步公司則是74%，兩獨立樣本比例差檢定的統計量t值為-2.400(p值=.009)，顯示財務績效有所退步的公司提供環境影響資訊的比例顯著高於表現進步的公司，亦符合本研究假說一的預期。

歸納以上，本年度財務績效有所進步的公司在致股東報告書中的說法存在有內在歸因的傾向：即將有利的經營成果藉與過往績效比較而指向自體成長的內因，同時為了凸顯成功是基於自身努力的結果，亦會減少提及外在環境為企業經營所帶來的有利影響；所以進步的類別下，公司提供自體比較資訊的比例顯著大於退步者，即使實質的外在影響係屬有利但存在部份公司基於自利歸因而不願提供此資訊，因此導致進步公司中提供環境影響資訊的比例亦顯著低於退步之公司。與進步一類的公司相反，經營成果較前年度退步的公司其在失敗情境下的敘述策略則會轉變為外在歸因，除避免提供較往年表現不佳的訊息，以降低資訊接收人因此將營運不利結果歸咎於企業內部的機會外，退步的公司會盡可能的提供外在環境的不利影響資訊，以使資訊接收者能藉此將公司的經營不善指向大環境的因素，也就是在投資人心中建立時也命也，非戰之罪的印象；基於此退步的公司提供環

境影響資訊的比例會顯著大於進步之類，在自體比較資訊的提供部份則會顯著小於營運表現進步的公司。本研究實證進步與退步不同類別公司在資訊提供時所存在的型態差異，顯示企業致股東報告書中的訊息揭露含有管理當局資訊選擇的行為，公司可能運用自利歸因的敘述策略解釋營運結果而實現其印象管理的意圖。



### 第三節 假說二之迴歸實證

本研究的第二個假設旨在探討當企業致股東報書中出現有可能具訊息框架作用之特定資訊時，投資人是否會因為接收到這些訊息而改變僅根據盈餘發布或年報中財務數字所形成的價值判斷。具體而言即希望瞭解文字資訊的訊息框架是否在量化的營運結果報導外具有資訊內涵而能解釋資本市場證券的累積異常報酬。為此前一章中已述及本研究以事件研究法為基礎所發展的假說模型，以下將說明複迴歸模型中各變數敘述性統計、相關分析之資料，最後則列示迴歸分析之實證結果。

表 4-9 訊息框架與累積異常報酬率迴歸模型之敘述統計：依變數與控制變數

變數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準離差
CAR	.123	-.110	-10.826	15.176	5.861
ES	-.009	-.012	-.165	.289	.066
GO	.472	.457	-.462	1.777	.537
Size	8.844	8.763	6.297	12.343	1.366
Debt <sup>a</sup>	3.434	3.564	2.180	4.260	.519
Share	-.732	-.588	-4.187	1.505	1.226

a. Debt負債比率係以百分位數(%)值取自然對數

表 4-10 訊息框架與累積異常報酬率迴歸模型之敘述統計：解釋變數

變數	平均數	標準離差	變數	平均數	標準離差
FF <sub>1</sub>	.570	.496	UF <sub>1</sub>	.110	.312
FF <sub>2</sub>	.030	.176	UF <sub>2</sub>	.000	.000
FF <sub>3</sub>	.650	.477	UF <sub>3</sub>	.280	.451
FF <sub>1</sub> *ES	-.007	.045	UF <sub>1</sub> *ES	-.001	.017
FF <sub>2</sub> *ES	-.000	.007	UF <sub>2</sub> *ES	.000	.000
FF <sub>3</sub> *ES	-.001	.049	UF <sub>3</sub> *ES	-.009	.038

註：有效樣本N=623

上表4-9為本研究觀察值之敘述統計資料，原選取之樣本公司總數應為647家，



然有18家公司在計算累積異常報酬率時其估計期日報酬資料未達研究需求樣本數100天的下限，另有6家因缺乏成交量資訊以致未能計算事件日時之股票週轉率，故最終輸入迴歸式中的有效樣本僅有623個觀察值。本研究所選取的樣本公司在2007年度年報發布前兩天與後三天短窗期之累積異常報酬率平均數為.123%，最小值為-10.826%，最大值則為15.176%，同時標準差達5.861，顯示台灣上市公司在年報發布前後股價累價異常報酬的離散程度相當高。而平均未預期盈餘在以每股股價平減過後，等於每一元之市值所包含的盈餘未能預期數為-.009，中位數為-.012，代表平均來說分析師對於證券每股盈餘之預期係高於企業實際宣告數，而有較為樂觀的傾向。另外其他控制變數在表中之敘述統計量係取自然對數後之值。在本研究之解釋變數：訊息框架部份，表4-10之敘述性統計提供了樣本公司致股東報告書中框架作用的呈現狀況，由於用以衡量訊息框架的變數為類別虛擬變數，其值只有1或0，所以在表中之平均數代表有效樣本623家公司中具有該類型訊息框架之比例。以有利框架和不利框架出現比例成對比較三類訊息框架變數，可知無論哪一類之訊息框架皆是以有利型態出現的比例為高，其中有利之環境影響框架與自體比較框架平均數分別達.570、.650，顯示本研究所選取之樣本公司在2007年度致股東報告書中有半數以上者提供了環境對其之不利或中性影響資訊，亦有過半數者提及了較往年財務績效表現佳之自體比較資訊。相對於有利的訊息框架，具不利框架作用的資訊其提供比例相當低，此結果雖符合本研究對於訊息框架的推論，即管理當局有誘因藉有利訊息框架的提供來提升投資人對其企業評價；然缺乏不利框架的說法，可能導致之後迴歸分析時難以以此有效地解釋股價變異。

下頁表4-11與之後表4-12列示了迴歸模型中各變數的相關分析結果。表4-11中假說2-1之模型自變數間相關性較高者包括：成長機會與公司規模的相關係數為.471，由於成長機會係以市價淨值比為代理變數而公司規模是以市值來衡量，故兩變數間原本就存在一定程度的關聯性，相關係數低於.60尚屬普通相關；另外公司規模與股票週轉率間、成長機會與有利之自體比較框架兩組變數的相關分別為.268與.218，亦為自變數間相關程度較高者，不過仍屬於無共線性隱憂的低度相關。另一方面由表4-11可見，相關係數較高者出現在有利訊息框架與未預期盈餘的交互項下，未預期盈餘本身與其和有利環境影響框架、有利自體比較框架所形成之交互項間相關係數達.668、.736，另外亦有部份訊息框架與未預期盈餘

交互項和訊息框架主效果間相關係數超過.30，為進一步驗證交互項與主效果變數間是否有共線性問題，以整體模型(包含控制變數、本研究解釋變數與交互項)執行共線性診斷，其中VIF(變異數膨脹因素)最高者為未預期盈餘之3.819，未達具共線性標準之值(VIF=10)，因此整體模型尚無多元共線性之疑慮，仍可用以實證訊息框架對累積異常報酬率的解釋能力。表4-12中假說2-2之模型與表4-11在控制變數部份係屬重複，而在不利訊息框架與未預期盈餘交互項和自變數主效果間之相關係數未有超過.60者，尚未達高度相關水準，因此應可以此所列之自變數執行迴歸分析而無共線性之問題。



表 4-11 假說 2-1 模型之 Pearson 相關分析

Pearson 相關	CAR	ES	GO	Size	Debt	Share	FF <sub>1</sub>	FF <sub>2</sub>	FF <sub>3</sub>	FF <sub>1</sub> *ES	FF <sub>2</sub> *ES	FF <sub>3</sub> *ES	VIF
CAR	1.000												--
ES	.098***	1.000											3.819
GO	.080**	.082**	1.000										1.386
Size	-.011	-.032	.471***	1.000									1.425
Debt	-.069**	.103***	-.053*	-.099***	1.000								1.026
Share	.056*	-.115***	.180***	.268***	-.021	1.000							1.104
FF <sub>1</sub>	-.131***	-.065*	-.177***	.000	-.001	-.039	1.000						1.083
FF <sub>2</sub>	.018	-.012	.027	.134***	-.034	.035	.086**	1.000					1.166
FF <sub>3</sub>	.118***	.158***	.218***	.160***	.020	.069**	-.129***	.038	1.000				1.122
FF <sub>1</sub> *ES	.060*	.668***	.117***	.039	.026	-.022	-.143***	-.009	.145***	1.000			1.992
FF <sub>2</sub> *ES	-.001	.098***	.014	.016	.046	-.026	-.017	-.335***	-.019	.138***	1.000		1.178
FF <sub>3</sub> *ES	.079**	.736***	-.039	-.148***	.102***	-.150***	-.047	-.036	-.014	.374***	.136***	1.000	2.495

註：\*\*\*單尾檢定在顯著水準 1% 下顯著； \*\*單尾檢定在顯著水準 5% 下顯著； \*單尾檢定在顯著水準 10%下顯著

表 4-12 假說 2-2 模型之 Pearson 相關分析

Pearson 相關	CAR	ES	GO	Size	Debt	Share	UF <sub>1</sub>	UF <sub>3</sub>	UF <sub>1</sub> *ES	UF <sub>3</sub> *ES	VIF
CAR	1.000										--
ES	.098***	1.000									1.617
GO	.080**	.082**	1.000								1.343
Size	-.011	-.032	.471***	1.000							1.420
Debt	-.069**	.103***	-.053*	-.099***	1.000						1.027
Share	.056*	-.115***	.180***	.268***	-.021	1.000					1.104
UF <sub>1</sub>	.047	-.020	.142***	.186***	.041	.079**	1.000				1.117
UF <sub>3</sub>	-.069**	-.206***	-.185***	-.170***	-.018	-.038	-.129***	1.000			1.193
UF <sub>1</sub> *ES	.018	.251***	.052*	-.072**	-.010	-.110***	-.234***	-.038	1.000		1.148
UF <sub>3</sub> *ES	.087**	.571***	.192***	.163***	.019	.004	.022	-.366***	.138***	1.000	1.704

註：\*\*\*單尾檢定在顯著水準 1% 下顯著； \*\*單尾檢定在顯著水準 5% 下顯著； \*單尾檢定在顯著水準 10%下顯著

表 4-13 假說 2-1：有利訊息框架與累積異常報酬率之複迴歸模型

$$CAR_i(-2,3) = \alpha_0 + \beta_1 ES_i + \beta_2 GO_i + \beta_3 Size_i + \beta_4 Debt_i + \beta_5 Share_i + \beta_6 FF_{1i} + \beta_7 FF_{2i} + \beta_8 FF_{3i} + \beta_9 (FF_1 \times ES)_i + \beta_{10} (FF_2 \times ES)_i + \beta_{11} (FF_3 \times ES)_i + \varepsilon_i$$

變數名稱 <sup>a</sup>	預期方向	盈餘宣告與股價反應模型			本研究迴歸模型		
		標準化係數	t值	p-value <sup>b</sup>	標準化係數	t值	p-value <sup>b</sup>
$\alpha$	--	--	2.516	.006	--	2.509	.006
ES	+	.104	2.573	.005***	.084	1.090	.138
GO	+	.092	2.019	.022**	.058	1.251	.101
Size	-	-.078	-1.686	.046**	-.074	-1.569	.059*
Debt	-	-.081	-2.016	.022**	-.084	-2.110	.018**
Share	+	.070	1.694	.046**	.066	1.600	.055*
FF <sub>1</sub>	?				-.108	-2.621	.005***
FF <sub>2</sub>	+				.031	.737	.231
FF <sub>3</sub>	+				.092	2.209	.014**
FF <sub>1</sub> *ES	?				-.041	-.729	.233
FF <sub>2</sub> *ES	+				.008	.188	.426
FF <sub>3</sub> *ES	+				.038	.610	.271
樣本N			623			623	
F值 <sup>c</sup>			3.542(.004)***			2.881(.001)***	
Adjusted R <sup>2</sup>			.020			.032	
改變量F值 <sup>c</sup>			---			2.292(.034)**	

a. 變數定義

CAR(-2,3)=以年報發布日為事件日，事件日前二日與後三日為事件窗期，以市場模式OLS估計法所計算之證券累積異常報酬率。

ES=2007年度企業發布之實際稅前盈餘與年報發布前最近期之分析師預測盈餘差，以年報發布日每股股價平減之未預期盈餘。

GO=年報發布日(每股股價/每股帳面價值)取自然對數值。

Size=年報發布日之(流通在外股數×每股股價)取自然對數值。

Debt=年報發布日之企業負債比率取自然對數值。

Share=年報發布日之(證券成交量/流通在外股數)%取自然對數值。

FF<sub>1</sub>=虛擬變數，依內容分析法編碼之結果，文本提供“不利”、“中性”之類目時為1；否則為0。

FF<sub>2</sub>=虛擬變數，依內容分析法編碼之結果，文本提供“盈餘為正，營收、獲利、財務績效較同業來得佳”、“虧損，損失情況較同業來得輕微”之類目時為1；否則為0。

FF<sub>3</sub>=虛擬變數，依內容分析法編碼之結果，文本提供“本年度財務績效較往年為佳”、“年度中財務績效表現漸佳”之類目時為1；否則為0

FF<sub>n</sub>\*ES=有利之訊息框架×未預期盈餘

- b. \*\*\*單尾檢定在顯著水準 1% 下顯著
- \*\*單尾檢定在顯著水準 5% 下顯著
- \*單尾檢定在顯著水準 10%下顯著
- c. \*\*\*雙尾檢定在顯著水準 1% 下顯著
- \*\*雙尾檢定在顯著水準 5% 下顯著
- \*雙尾檢定在顯著水準 10%下顯著

表4-13為有利訊息框架與累積異常報酬率之複迴歸實證結果。由於以往研究已指出盈餘宣告時未預期盈餘的大小、公司成長機會、公司規模、資本結構、股票週轉率等因素具有影響股價或是解釋事件期間累積異常報酬率的能力，因此本研究先以上述這些因子輸入依變數為累積異常報酬率之迴歸式，形成一般盈餘宣告時普遍使用的股價反應模型；之後再加入本研究之解釋變數，藉層級式迴歸分析觀察假說二之模型其R<sup>2</sup>的改變量是否達顯著水準，以此來推論致股東報告書中帶有訊息框架的說法是不是擁有額外解釋股價異常報酬的能力。表4-13的左邊欄位列示了本研究控制變數與股價反應的迴歸式，此一盈餘宣告與股價反應模型之判定係數(Adjusted R<sup>2</sup>)為.020，F值為3.542(p值=.004)顯示判定係數達顯著水準(雙尾檢

定)，根據Lev(1989)的文獻回顧歸納，此種意圖解釋異常報酬率的短窗期橫剖面研究，平均而言判定係數都不高，大多在5%以下，本研究所選取之樣本實證結果符合過往研究此類模型對累積異常報酬的解釋能力。另外在各個自變數部份(單尾檢定)：未預期盈餘係數顯著性檢定之t值為2.573(p值=.005)，達1%的顯著水準；其他自變數亦達5%的顯著水準；顯示以上變數均能顯著解釋累積異常報酬率之變異，且其影響方向符合過往研究之實證與本研究的預期。

在前述盈餘宣告與股價反應模型之外加入衡量訊息框架之變數，形成本研究假說二之迴歸模型，表4-13右邊欄位顯示有利訊息框架進入迴歸式後的分析結果，其中R<sup>2</sup>的改變量F值2.292(p值=.034)，顯示加入有利之訊息訊息框架主效果及其與未預期盈餘交互項之變數後，能顯著地增加原本模型解釋應變數變異的程度，而使本研究整體模型的判定係數達.032，判定係數的F值2.881(p值=.001)亦達1%之顯著水準(雙尾檢定)。整體模型解釋能力的提高表示盈餘宣告時，在控制了未預期盈餘與其他變數之影響後，年報中致股東報告書所提供的文字資訊亦與累積異常報酬率具有相關性。進一步來看迴歸中訊息框架各變數解釋依變數CAR的能力(單尾檢定)，有利之自體比較框架(FF<sub>3</sub>)其t值2.209(p值=.014)達5%的顯著水準，表示與應變數之間具有顯著的正相關，符合本研究假說2-1所預期：證券市場對有利訊息框架會產生正向的股價反應，然而變數FF<sub>1</sub>與FF<sub>2</sub>則不完全支持上述假說。有利之同業比較框架(FF<sub>2</sub>)其係數方向雖符合預期，但t值.737(p值=.231)未達顯著水準，由於致股東報告書中有此種框架說法的比例甚低，推測可能因此影響此變數對股價變異的解釋能力。在有利之環境影響框架(FF<sub>1</sub>)部份，t值為-2.621(p值=.005)達1%的顯著水準，不過其與應變數間的相關係為負向顯著，由於致股東報告書中出現的環境不利影響資訊對市場投資人來說具有多種認知詮釋觀點，故本研究在前章節變數定義時已先對此變數之係數方向為不確定的預期，而實證結果基本上支持本研究認為其具有資訊內涵的假設，只是在此同時亦顯示了環境不利影響資訊中訊息框架的作用並不突出，管理當局可能無法藉外在歸因來降低投資人對其在失敗情境下

的負面評價亦無法借此映襯利的企業營運成果以達提高正面評價的作用，可以說本研究定義的有利環境影響框架並不對投資人產生框架效應，也因此無法引起正向的股價反應。迴歸當中有利之訊息框架與未預期盈餘的交互項其係數方向與主效果相同，不過未有達顯著水準之情況，顯示有利訊息框架未能重大影響投資人對於未預期盈餘的反應，而無法與累積異常報酬率產生顯著相關。

表4-14列示不利訊息框架與累積異常報酬率之複迴歸實證結果。同樣以層級式迴歸先行控制訊息框架以外之其他變數，而在不利訊息框架進入模型後整體迴歸之判定係數為.018，F值2.272(p值=.017)，雖然判定係數仍達到5%之顯著水準，可是 $R^2$ 改變量F值.693(p值=.597)未達顯著水準(雙尾檢定)，顯示被定義為不利訊息框架之文字資訊未能顯著增加對股價累積異常報酬率的解釋能力。就各變數而言，除了不利之同業比較框架(UF<sub>2</sub>)因原本內容分析編碼結果未能有此類說法而被排除在模型之外外，其餘不利訊息框架之主效果或是與未預期盈餘之交互項皆未達顯著水準，代表當中不具額外的資訊內涵而未能支持本研究之假說。與有利之訊息框架相比，致股東報告書中具有不利框架作用的特定資訊之所以未能影響投資人的決策、未能解釋累積異常報酬率之變異，就本研究觀點來看係由於不利框架具有降低投資人對企業評價的效果，管理當局不願提供此種對企業可能造成不利衝擊之訊息，使得樣本觀察值中出現此類說法的比例過少，可能因此影響了變數的解釋能力；另一方面屬於不利框架的類別資訊其在致股東報告書中的呈現多不涉管理階層的主動意圖而屬無意提及的情況居多，與自利意圖下企業會刻意凸顯特定資訊的效果有別，這也是有利訊息框架得以解釋股價變異而不利框架則否的可能解釋。



表 4-14 假說 2-2：不利訊息框架與累積異常報酬率之複迴歸模型

$$CAR_i(-2,3) = \alpha_0 + \beta_1 ES_i + \beta_2 GO_i + \beta_3 Size_i + \beta_4 Debt_i + \beta_5 Share_i + \beta_6 UF_{1i} + \beta_7 UF_{2i} + \beta_8 UF_{3i} + \beta_9 (UF_1 \times ES)_i + \beta_{10} (UF_2 \times ES)_i + \beta_{11} (UF_3 \times ES)_i + \varepsilon_i$$

變數名稱 <sup>a</sup>	預期方向	盈餘宣告與股價反應模型			本研究迴歸模型		
		標準化係數	t值	p-value <sup>b</sup>	標準化係數	t值	p-value <sup>b</sup>
$\alpha$	--	--	2.516	.006	--	2.779	.003
ES	+	.104	2.573	.005***	.083	1.651	.050**
GO	+	.092	2.019	.022**	.083	1.794	.037**
Size	-	-.078	-1.686	.046**	-.093	-1.967	.025**
Debt	-	-.081	-2.016	.022**	-.084	-2.082	.019**
Share	+	.070	1.694	.046**	.068	1.639	.051*
UF <sub>1</sub>	?				.047	1.111	.134
UF <sub>3</sub>	-				-.035	-0.814	.208
UF <sub>1</sub> *ES	?				-.001	-.027	.489
UF <sub>3</sub> *ES	-				.026	.505	.307
樣本N			623			623	
F值 <sup>c</sup>			3.542(.004)***			2.272(.017)**	
Adjusted R <sup>2</sup>			.020			.018	
改變量F值 <sup>c</sup>			---			.693(.597)	

a. 變數定義

CAR(-2,3)=以年報發布日為事件日，事件日前二日與後三日為事件窗期，以市場模式OLS估計法所計算之證券累積異常報酬率。

ES=2007年度企業發布之實際稅前盈餘與年報發布前最近期之分析師預測盈餘差，以年報發布日每股股價平減之未預期盈餘。

GO=年報發布日(每股股價/每股帳面價值)取自然對數值。

Size=年報發布日之(流通在外股數×每股股價)取自然對數值。

Debt=年報發布日之企業負債比率取自然對數值。

Share=年報發布日之(證券成交量/流通在外股數)%取自然對數值。

UF<sub>1</sub>=虛擬變數，依內容分析法編碼之結果，文本提供“有利”之類目時為1；否則為0。

UF<sub>2</sub>=虛擬變數，依內容分析法編碼之結果，文本提供“財務績效表現較同業為差”之類目時為1；否則為0。

UF<sub>3</sub>=虛擬變數，依內容分析法編碼之結果，文本提供“本年度財務績效較往年為差”之類目時為1；否則為0。

UF<sub>n</sub>\*ES=不利之訊息框架 × 未預期盈餘

- b. \*\*\*單尾檢定在顯著水準 1% 下顯著
- \*\*單尾檢定在顯著水準 5% 下顯著
- \*單尾檢定在顯著水準 10%下顯著
- c. \*\*\*雙尾檢定在顯著水準 1% 下顯著
- \*\*雙尾檢定在顯著水準 5% 下顯著
- \*雙尾檢定在顯著水準 10%下顯著



## 第五章 結論與建議

### 第一節 研究結論

本研究探討台灣上市公司致股東報告書之內容是否存在有企業管理當局運用自利歸因、訊息框架之陳述策略進行印象管理的現象；並以資本市場股價反應測試投資人是否在具有訊息框架作用之特定資訊出現時改變其對企業價值的判斷。研究選取金融保險業與存託憑證以外於台灣證券交易所上市之 647 家公司，以內容分析法按預先定義之訊息框架類目，對樣本企業 2007 年度之致股東報告書進行特定資訊出現與否及其屬性、方向的歸類編碼。內容分析的結果加上自台灣經濟新報資料庫所擷取之財務變數形成用以驗證假說的實證模型。

在假說一部份，以卡方獨立性檢定和獨立樣本 t 檢定分析進步與退步兩類別公司致股東報告書中自體比較資訊與環境影響資訊之呈現是否具有特定型態，檢定結果顯示財務績效表現進步與否確實和特定資訊的提供具有顯著相關性。而進步公司致股東報告書中提及自體比較資訊之比例顯著大於退步之公司；退步之公司提供有環境影響資訊的比例亦顯著高於進步者。實證結果顯示致股東報告書中管理當局會視其經營成果來調整資訊提供的策略，支持本假說所認為致股東報告書說法含有企業自利歸因傾向的推論。

假說二以框架理論切入，希望驗證具訊息框架作用的資訊是否影響市場上投資人的決策行為。為驗證此假說本文以事件研究法為基礎，建立以訊息框架作為解釋變數，應變數為證券累積異常報酬率之迴歸模型。迴歸分析的結果顯示在控制了未預期盈餘、成長機會、負債比率……等變數之影響後，有利之訊息框架在企業盈餘宣告時具有額外解釋累積異常報酬率的能力，可以此推論致股東報告書中被定義為有利訊息框架之資訊應具有資訊內涵；然就三類型之有利框架而言，

僅有描述企業本年度表現較往年佳之自體比較框架與累積異常報酬率具有顯著正相關，支持本研究所認為有利訊息框架能帶來正向股價反應的假說，另外兩類型之訊息框架變數則未能完全符合本研究之預期。而在不利訊息框架部份，迴歸分析結果顯示此類資訊未能對股票之累積異常報酬產生額外的解釋能力，推測原因可能在於樣本公司中此類說法過少或是不利框架之資訊通常係管理階層無意識提及所導致。



## 第二節 研究建議與限制

以往會計領域對年報文字資訊的研究主要以內容分析法取得量化的文本主題類目、正負向語意或可讀性指標，並試圖尋找上述文字資訊之特徵與財務績效、證券異常報酬等因子的關聯性，並期以文字資訊建立對該等因子之有效預期。相對於此，本文研究企業致股東報告書是否具有印象管理之效果及其所致之投資人反應，已脫離了單純討論文字資訊特徵與特定財務指標關聯性之研究範疇，試圖以心理學效應的觀點來分析文字資訊提供時是否因此介入資訊接收者之認知過程而使其對有利或是不利資訊的價值判斷為之改變甚至出現悖離理性決策的現象，然就廣義來看仍屬文字資訊內涵主題下之延伸研究。另一方面本研究為了解文字資訊對年報使用者的心理影響，在研究過程中自行發展內容分析編碼表(附錄三)與編碼須知(附錄一)，相信能對日後有志從事同類研究者提供參考；同時基於本文研究結果所生之啟發在於：研究實證指出致股東報告書中隱含有企業管理當局自利歸因的印象管理行為，據此證券主管機關在年報資訊揭露時可能需考量對文字資訊為適度的監管，辨認各種具印象管理的資訊揭露策略與該種手法運用下可能導致失卻允當表達之情形，藉此防範管理階層濫用年報中之文字資訊產生嚴重誤導投資人決策之情況。而對年報資訊使用者而言，由於致股東報告書中陳述外部環境對企業經營之影響的說法與企業所提及本年度與以往營業結果的比較資訊在有利框架的情境下係具資訊內涵，故人們在詮釋所接收之資訊時應更進一步思考企業提供該資訊的目的，並瞭解文字資訊作為輔助財務報表資訊揭露的功能角色，基本上並不宜單純以企業所提供的文字資訊作為決策判斷時的唯一考量。

相關主題之下對後續研究的建議包括有：

- 一、本研究係以特定資訊的出現與否來認定致股東報告書中是否具有可能導致框架效應之訊息框架作用，內容分析之編碼只考量各類資訊有無、有利與不利

之類別，進一步之研究可設法衡量訊息框架之強弱，例如以電腦程式計算背景資訊正負面字詞的出現次數並予以一正負向之分數，量測此分數與自體營運結果陳述之正負分數差以決定訊息框架作用之強弱等。

二、訊息框架的來源與表現形式眾多，本研究所定義之訊息框架只能涵括一部份框架的作用機制，後續研究者可嘗試從不同角度定義框架、或取法傳播領域對新聞框架之分析方法以發展更具精確性、更能反映市場投資人決策機制改變效果的框架定義。

三、除了框架與自利歸因理論之外，人類心理在文字資訊傳播時的複雜解譯過程給予了管理當局在文字陳述時進行各類印象管理的操作空間，因此亦可探究不同認知心理效應或印象管理方法對於投資人認知之影響。

四、本研究受限於實證模型之限制，大抵只能衡量具訊息框架作用之資訊其在企業盈餘宣告外增額的資訊內涵。對於文字資訊認知心理效應之研究更進一步應思考如何發展衡量決策機制由財務報表數值資料轉換至文字意涵效果之模型，如此才能更貼近本主題研究之核心問題。

五、本研究之主軸基本上以訊息框架為主，除此定義內容分析之類目外，亦以訊息框架之下特定類別資訊的出現型態來分析管理當局提供之致股東報告書中是否含有自利歸因的意圖，對於自利歸因作用的討論基本上僅是粗略的辨認其存在及視其為達成印象管理的一種揭露策略；然而自利歸因本身其實即可自成一有意義的研究主題，除了發展針對自利歸因作用的內容分析類目外亦可進一步討論自利歸因資訊呈現後，後續長期的股價影響或是管理階層報酬資料等，以此瞭解企業本身與其管理當局是否真能從自利歸因的行為中得利。

本文最後條列研究過程中所面臨的限制，其可能對研究造成不利影響而使本

研究之實證未能盡善盡美：

### 一、研究樣本數仍顯不足

由於需以人工編碼來判定致股東報告書中特定資訊的出現與否及其屬性、方向之子類別，故本研究實際所能分析的文本數遠不及以電腦程式編碼之其他文字資訊研究。而以人工編碼、樣本觀察值顯有不足之情況亦導致下列之其他研究限制。

### 二、內容分析編碼過程難以客觀一致

本文所欲探討之其中一命題在於特定資訊是否具有改變資訊接收者認知過程與決策判斷的效果；以人工編碼雖能較有效的捕捉文字資訊意涵，並模擬資本市場投資人資訊接收處理的過程，然以人工編碼的同時卻也犧牲部份內容分析法運用時之客觀性。即使本研究已力求類目定義精確並提供判例與特定情境之編碼準則以期編碼人員在為資訊歸類時盡可能得出統一之判斷，仍然難以此涵括致股東報告書中的眾多說法，亦無法完全消除編碼者在資訊詮釋過程的個別變異性。囿於人工編碼過程中涉及主觀的知覺，難以藉客觀量化的指標給予每一分析文本“標準答案”之分類，故本研究要求一文本需經三位編碼人員編碼，以相互印證之方式來補客觀性不足的問題。

### 三、致股東報告書中之說法未盡平均

本研究所定義之同業比較資訊在所選取之樣本中出現的比例相當少，另外被視為不利訊息框架之類別資訊出現在企業致股東報告書的比例亦不高，由於本研究依內容分析所建立的變數皆屬類別虛擬變數，在部份解釋變數觀察值不足的情況下，可能導致該變數在模型中解釋能力不顯著。為此可能需要拉長研究的時間維度，以獲取較為多元的文字資訊說法，只是將研究樣本選取擴及至多年度之之做法仍舊得面臨人工編碼樣本數有限的限制。

## 參考文獻

### 一、中文文獻

- 王石番，1991，傳播內容分析法—理論與實證(二版)，台北市：幼獅文化事業。
- 沈中華與李建然，2000，事件研究法：財務與會計實證研究必備，台北市：華泰文化。

### 二、英文文獻

- Abrahamson, E., and E. Amir. 1996. The information content of the president's letter to shareholders. *Journal of Business Finance and Accounting* 23 (8): 1157-1182.
- Aerts, W. 1994. On the use of accounting logic as an explanatory category in narrative accounting disclosures. *Accounting, Organizations and Society* 19 (4-5): 337-353.
- Andersen, A. 1996. What's the story: A survey of narrative reporting in annual reports. . London: Arthur Andersen.
- Andersen, A. 2001. Spice up the story: A survey of narrative reporting in annual report. . London: Arthur Andersen.
- Anderson, R. H., and M. J. Epstein. 1996. *The usefulness of corporate annual reports to shareholders in Australia, New Zealand, and the United States: an international comparison*: JAI Press, Greenwich, Conn.
- Arnold, J., and P. Moizer. 1984. A survey of the methods used by UK investment analysts to appraise investments in ordinary shares. *Accounting and Business Research* 14 (55): 195-207.
- Baginski, S. P., J. M. Hassell, and W. A. Hillison. 2000. Voluntary causal disclosures: Tendencies and capital market reaction. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 15 (4): 371-389.
- Ball, R., and P. Brown. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6 (2): 159-178.
- Banz, R. W. 1981. The relationship between return and market value of common stocks.



*Journal of Financial Economics* 9 (1): 3-18.

- Barron, O. E., C. O. Kile, and T. B. O'Keefe. 1999. MD&A quality as measured by the SEC and analysts' earnings forecasts. *Contemporary Accounting Research* 16 (1): 75-109.
- Bartlett, S., and R. Chandler. 1997. The corporate report and the private shareholder: Lee and Tweedie 20 years on. *British Accounting Review* 29 (3): 245-261.
- Bazerman, M. 1983. Negotiator judgment: A critical look at the rationality assumption. *American Behavioral Scientist* 27 (2): 211-228.
- Bazerman, M. H. 2002. *Judgment in managerial decision making*. New York: Wiley.
- 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* 17 (2): 316-340.
- Berelson, B. 1952. *Content analysis in communication research*. Vol. 1: Free Press.
- Bettman, J. R., and B. A. Weitz. 1983. Attributions in the board room: Causal reasoning in corporate annual reports. *Administrative Science Quarterly* 28 (2): 165-183.
- Bowman, R. G. 1983. Understanding and conducting event studies. *Journal of Business Finance and Accounting* 10 (4): 561-584.
- Brennan, N. M., E. Guillamon-Saorin, and A. Pierce. 2009. Impression management. Developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures- a methodological note. *Accounting Auditing and Accountability* 22 (5): 789-832.
- Bryan, S. H. 1997. Incremental information content of required disclosures contained in management discussion and analysis. *The Accounting Review* 72 (2): 285-301.
- Chang, C. J., S. H. Yen, and R. R. Duh. 2002. An empirical examination of competing theories to explain the framing effect in accounting related decisions. *Behavioral Research in Accounting* 14: 35-46.
- Clapham, S. E., and C. R. Schwenk. 1991. Self serving attributions, managerial cognition, and company performance. *Strategic Management Journal* 12 (3): 219-229.
- Clarkson, P. M., J. L. Kao, and G. D. Richardson. 1999. Evidence that management discussion and analysis (MD&A) is a part of a firm's overall disclosure package. *Contemporary Accounting Research* 16 (1): 111-134.

- Clatworthy, M., and M. J. Jones. 2003. Financial reporting of good news and bad news: Evidence from accounting narratives. *Accounting and Business Research* 33 (3): 171-186.
- Collins, D., and S. Kothari. 1989. An analysis of the cross-sectional and intertemporal determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics* 11 (2-3): 143-181.
- Dhaliwal, D. S., K. J. Lee, and N. L. Fargher. 1991. The association between unexpected earnings and abnormal security returns in the presence of financial leverage. *Contemporary Accounting Research* 8 (1): 20-41.
- Entman, R. M. 1993. Framing: Toward clarification of a fractured paradigm. *Journal of Communication* 43 (4): 51-58.
- Epstein, M. J., and M. L. Pava. 1993. *The shareholder's use of corporate annual reports*: JAI Press, Greenwich, Conn.
- Fama, E. F., and K. R. French. 1992. The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance* 47 (2): 427-465.
- Fiske, S. T., and S. E. Taylor. 1991. *Social cognition*: McGraw-Hill Book Company.
- Flesch, R. 1948. A new readability yardstick. *Journal of applied psychology* 32 (3): 221-233.
- Frazier, K. B., R. W. Ingram, and B. M. Tennyson. 1984. A methodology for the analysis of narrative accounting disclosures. *Journal of Accounting Research* 22 (1): 318-331.
- Goffman, E. 1974. *Frame analysis: An essay on the organization of experience*: Harvard University Press.
- Heider, F. 1982. *The psychology of interpersonal relations*: Lawrence Erlbaum.
- Henderson, G. V. 1990. Problems and solutions in conducting event studies. *The journal of Risk and Insurance* 57 (2): 282-306.
- Holsti, O. R. 1969. *Content analysis for the social sciences and humanities*: Addison-Wesley Reading, MA.
- Hooghiemstra, R. 2001. Cultural differences in self-serving behaviour in accounting narratives. Paper read at APIRA Conference, at Adelaide.
- Iyengar, S. 1994. *Is anyone responsible?: How television frames political issues*:

University of Chicago Press.

- Jones, M. J., and P. A. Shoemaker. 1994. Accounting narratives: A review of empirical studies of content and readability. *Journal of Accounting Literature* 13 (1): 142-184.
- Kahneman, D., and A. Tversky. 1979. Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica* 47 (2): 263-292.
- Kothari, S. P., X. Li, and J. E. Short. 2009. The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: A study using content analysis. *The Accounting Review* 84 (5): 1639-1670.
- Kuypers, J. A. 2009. *Rhetorical criticism: perspectives in action*: Lexington Books.
- Leary, M. R., and R. M. Kowalski. 1990. Impression management: A literature review and two-component model. *Psychological Bulletin* 107 (1): 34-47.
- Lee, F., C. Peterson, and L. Z. Tiedens. 2004. Mea culpa: Predicting stock prices from organizational attributions. *Personality and Social Psychology Bulletin* 30 (12): 1636-1649.
- Levin, I., S. Schneider, and G. Gaeth. 1998. All frames are not created equal: A typology and critical analysis of framing effects. *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 76 (2): 149-188.
- Merkel-Davies, D. M., and N. M. Brennan. 2007. Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: incremental information or impression management? *Journal of Accounting Literature* 27: 116-196.
- Miller, P. M., and N. Fagley. 1991. The effects of framing, problem variations, and providing rationale on choice. *Personality and Social Psychology Bulletin* 17 (5): 517-522.
- Peterson, P. P. 1989. Event study: A review of issues and methodology. *Quarter Journal of Business and Economics* 28: 36-66.
- Plous, S. 1993. *The psychology of judgment and decision making*: McGraw-Hill Book Company.
- Riffe, D., S. Lacy, and F. Fico. 2005. *Analyzing media messages : using quantitative content analysis in research*. Mahwah, N.J.: Lawrence Erlbaum.

- Salancik, G. R., and J. R. Meindl. 1984. Corporate attributions as strategic illusions of management control. *Administrative Science Quarterly* 29 (2): 238-254.
- Schlenker, B. R. 1980. *Impression management: The self-concept, social identity, and interpersonal relations*: Brooks/Cole Pub. Co., Monterey, Calif.
- Schneider, D. J. 1981. Tactical self-presentations: Toward a broader conception. In *Impression management theory and social psychological research*, 23-40.
- Staw, B. M., P. I. McKechnie, and S. M. Puffer. 1983. The justification of organizational performance. *Administrative Science Quarterly* 28 (4): 582-600.
- Stempel, G. H., D. H. Weaver, and G. C. Wilhoit. 2003. Content Analysis. In *Mass communication research and theory*. Boston: Allyn and Bacon.
- Sun, Y. 2010. Do MD&A disclosures help users interpret disproportionate inventory increases? *The Accounting Review* 85 (4): 1411-1440.
- Tennyson, B. M., R. W. Ingram, and M. T. Dugan. 1990. Assessing the information content of narrative disclosures in explaining bankruptcy. *Journal of Business Finance and Accounting* 17 (3): 391-410.
- Watts, R. L., and J. L. Zimmerman. 1986. *Positive accounting theory*: Prentice-Hall Inc., .
- Weber, R. P. 1990. *Basic content analysis*: Sage.

## 資料分類/編碼須知 (年報文字資訊框架效應研究:內容分析部份)

### 壹、 研究簡介

本次資料分類、編碼係屬於年報文字資訊框架效應研究之一部份，目的在分析企業對其年報文字資訊的陳述方式。分析資料來源為經研究人員擷取之 2007 年上市公司年報：致股東報告書部份，編碼人員須對該等文字揭露進行財務訊息呈現方式與背景資訊分類之判讀。

### 貳、 一般注意事項

- 一、編碼人員進行編碼前請務必閱讀本須知(文件一)，並聽從研究人員之說明，以瞭解編碼過程中須善加注意之事項與各類目的定義。
- 二、除了編碼須知外，本次研究亦提供參考範例，包括研究人員所擷取之某公司年報文字資訊(文件二)，與相對應之編碼表填寫範例(文件三)；編碼人員在編碼前亦請務必閱讀該參考範例，以確保編碼人員瞭解類目定義無虞。
- 三、編碼人員在正式開始編碼前須接受一篇模擬性的編碼訓練。
- 四、在編碼過程中，請務必專心、細心、耐心閱讀資料內容，遵循本研究之類目定義，在研究人員所提供的編碼表中，以「v」在適當的欄位畫記。
- 五、在編碼過程中如有判斷疑義時，請先參循以下之特別注意事項與編碼填寫範例(文件三)中的類目定義與其所提供之判斷指標/參考詞彙；若資訊判讀之困難仍無法解決，請在編碼表「Part 4 備註事項」中申明問題。
- 六、編碼完成後請將研究人員所提供之編碼表與相關輔助文件一併交研究人員。

### 參、 特別注意事項

- 一、編碼者請先在編碼表中公司代碼欄內填入文檔檔案名之 4 位數代碼，每一張編碼表對應一份文檔。
- 二、編碼人員對於資訊的處理包括：財務資訊呈現方式以及背景資訊判讀--2007(96)年營運結果、背景資訊判讀—2008(97)年未來展望與預計營運計畫，共計 3 個部份，下面說明本研究對各部份及其細項類目之定義。編碼人員必

## 附錄一、內容分析編碼須知

須能過濾掉文本中非屬於本研究定義之部份，僅對符合者進行分類、編碼。

三、『Part 1 財務資訊呈現方式』：企業年報文字資訊其目的之一在傳遞當年度的營運結果，企業在其文字資訊中報導營運結果時有多種不同的呈現方式，有單純以文字敘述說明好壞者，亦有提出實際財務數字輔助說明者；本研究在財務資訊呈現方式下計有「在文字資訊中無提及與營運結果相關之財務數字」與「營運結果說明中提及財務數字」兩大類，判定的依據在於所編碼之年報文字資訊是否出現以阿拉伯數字(或以國字正體書寫之數字)呈現之營收或獲利等任意財務績效結果(亦包含每股盈餘、財務比率及以上各項目之變動率)。在「營運結果說明中提及財務數字」此類下，編碼者還須進一步細分財務數字的呈現方式，包括營收、獲利、每股盈餘之總額(毛額或淨額皆含在內)、變動額、變動率，或是以圖表、財務比率方式呈現等等之狀況；編碼者須注意一份待編碼文件中可能有多樣的財務數字呈現方式，因此在「營運結果說明中提及財務數字」之下可複選符合編碼文件的各細目，並得自行在「其他」欄位下加註研究人員未列舉之數字呈現方式。

四、『Part 2 背景資訊判讀--2007(96)年營運結果』：企業在為自身營運結果之揭露時，多伴有背景資訊之陳述，本研究聚焦於「總體/產業環境」、「同業比較」、「自體比較」三類背景資訊。一份待編碼文件中可能同時含有此三類背景資訊，亦可能三類資訊皆無。編碼者必須在所編碼之文本中篩出以上三類背景資訊，並進一步判讀各類資訊基於其內容所能納入的細目。**在企業有分業務/分事業陳述時，請以有關企業整體之陳述為判斷依據。**以下為三類背景資訊之定義及其下各類目之判定指標和參考詞彙，編碼人員請務必牢記各類目定義，編碼過程中若有疑義請隨時查閱本須知之說明或編碼表填寫範例(文件三)。

IV. **總體/產業環境資訊**：企業年報文字資訊中有關總體環境、景氣、政府政策或產業狀況的相關陳述；計分「不利」、「有利」、「中性」與「無相關陳述」。企業有時會以多組詞彙進行陳述，其中可能夾雜有利、不利陳述，此時請以彙總狀況判斷，即依總體而言，概括來說等結論段意見為準。

- ✓ **對於總體/產業環境之不利陳述**：年報文字資訊提及該年度總體環境或產業狀況的負面影響；可能出現詞彙包括：  
金融風暴、景氣悲觀凝重、匯率起伏不定、受油價攀高之不利影響、利多政策退場、環境詭譎多變、景氣陰晴不定、對 XX 產業而言為艱辛的一年、競爭更形激烈、成長力道與消費趨緩/衰退
- ✓ **對於總體/產業環境之有利陳述**：年報文字資訊提及該年度總體環境或產業狀況有利之面向；可能出現詞彙包括：  
得力於政府政策、市場需求成長、寬鬆之財政/貨幣政策、市場前景良好、全球經濟成長

## 附錄一、內容分析編碼須知

- ✓ **對於總體/產業環境之中性陳述**：指對同一年度的敘述，同時具有以上有利及不利面向，而無法衡量何者力道為大；或是國際(外銷)與國內狀況(內銷)陳述不一致。
- ✓ **無相關陳述**：年報文字資訊未出現以上陳述，亦即無提及任何有關總體環境或產業狀況資訊者歸入此類。

請編碼人員特別注意，在此部份(編碼表之 **Part 2**)僅針對與營運結果有關之陳述進行分類、編碼，所提供文本中所含未來展望之資訊，在此不應列入考量。(所提供之文本有些會將本年度營運結果與下年度營業計畫或對下年度之預期分開書寫，此時編碼人員可逕行略過對下年度之陳述，待 **Part 3** 時再行檢視；然有時文本敘述方式係混合本年度與對下年度展望之資訊，此時須以人工判讀陳述之主體，並將後者予以過濾另置於 **Part 3** 之編碼範圍內。)

另外編碼人員有時會發現總體環境與產業環境有不一致陳述之情況，此時須以產業環境之陳述為準，予以適當分類。編碼人員須注意在「總體/產業環境資訊」此一部份的資訊判讀中，一份待編碼文件只允許且須被納入一類目之下。

- V. **同業比較資訊**：企業年報文字資訊中有關其他同業業者之績效陳述；計分「盈餘為正，營收、獲利、財務績效較同業來得佳」、「虧損，損失情況較同業來得輕微」、「財務績效表現較同業為差」、「無與同業財務績效比較之相關陳述」。另外並有「非財務方面較同業表現為佳」之類別。
- ✓ **盈餘為正，營收、獲利、財務績效較同業來得佳**：企業當年度營運有正的會計盈餘，且在文字資訊中提及其在營收、獲利等財務績效上較同產業其他業者平均表現更佳；可能出現詞彙包括：  
為同業中之冠/最佳者、超越同業成長均值
  - ✓ **虧損，損失情況較同業來得輕微**：企業當年度虧損，然據公司陳述其損失狀況比同業平均來得輕微；可能出現詞彙包括：  
將虧損狀況控制至業界最佳
  - ✓ **財務績效表現較同業為差**：無論企業當年度係有盈餘或虧損，而提及其財務績效表現落後於同業其他業者平均者；可能出現詞彙包括：  
為同業中落後者、營收/獲利低於同業均值
  - ✓ **無與同業財務績效比較之相關陳述**：指以上情況皆不存在，年報文字資訊除揭露企業本身營運結果外，未出現任何與同業比較之詞彙。

## 附錄一、內容分析編碼須知

編碼人員須注意以上各類別除「財務績效表現緊迫產業龍頭」外，一份待編碼文件基本上只允許且須容入一類目下。另外文件中若提及同業一致表現不佳或良好而未有自身與同業比較孰佳之敘述時，應歸入「無與同業財務績效比較之相關陳述」下。除財務績效之同業比較資訊外，企業若有提及非財務績效部份較同業表現佳者應列入以下類目，且此類陳述可與財務績效同業比較之任一類目並存：

- ✓ **非財務方面較同業表現為佳**：此指企業提及其在財務績效以外包括品牌形象、消費者認同、社會責任履行、人才培育、研發、公司治理、顧客服務等層面有較同產業業者更佳之表現。請僅在有明顯提及與同業之比較時才列入此類，單單說明獲獎或獲得認證不得計入。可能之陳述方式包括有：  
在 xx 方面：在同業中表現卓越、領先業界

VI. **自體比較資訊**：係指企業年報文字資訊中所提及以往年度之營收或獲利表現。除了以文字方式陳述外，若企業以圖表、數字方式呈現以自體歷史績效為標竿之情況亦為符合本分類之資訊；計分「本年度財務績效較往年為佳」、「本年度財務績效較往年為差」、「年度中財務績效表現漸佳」、「無與歷史財務績效比較之相關陳述」與「非財務績效面表現較往年進步」。

- ✓ **本年度財務績效較往年為佳**：年報文字資訊提及本年度財務績效有比以往任一期更佳之狀況；可能之陳述包括：  
營收/獲利/銷量創新高、較前年成長、有效的成本抑減、創歷史新高
- ✓ **本年度財務績效較往年為差**：年報文字資訊提及本年度財務績效有比以往任一期更差之狀況；可能之陳述包括：  
虧損狀況係創業以來最糟者、獲利情況不如去年、成立以來最不理想的一年
- ✓ **年度中財務績效表現漸佳**：年報文字資訊對於企業自身當年度的營運結果與財務績效陳述有由負轉正或表現益佳之狀況；可能之陳述包括：  
新一季盈餘已轉虧為盈
- ✓ **無與歷史財務績效比較之相關陳述**：以上狀況皆不存在，即企業僅報導當年度營運結果，未提及以往年度財務績效。

一份待編碼文件僅能在「本年度財務績效較往年為佳」、「本年度財務績效較往年為差」、與「無與歷史財務績效比較之相關陳述」三類中擇一歸類；「年度中財務績效表現漸佳」此類別則可能與「本年度財務績效較往年為佳」、「本年度財務績效較往年為差」兩者並存。編碼人員須注意若是待編碼文件以文字、圖表併呈方式提及多項財務績效且各有增減



## 附錄一、內容分析編碼須知

時，以實際以文字資訊呈現者為準。在同時提及營收與獲利，然增減方向不一時，以獲利數字為準。若是有分部門或產品別之敘述時，則應以合併狀況為準。另外企業若提及非財務績效面之進步時應歸於下類，且此類別與以上各類並不衝突：

- ✓ **非財務績效面表現較往年進步**：此指企業提及其在財務績效以外包括品牌形象、消費者認同、社會責任履行、人才培育、研發、公司治理、顧客服務等層面在本年度有比企業以往更佳之表現。

五、『Part 3 背景資訊判讀—2008(97)年未來展望與預計營運計畫部份』：企業年報文字資訊除本年度營運結果之揭露外，亦多有對新一年度產業環境、供需預測的陳述。原不列入 Part2 考量之未來展望資訊係為本部份之編碼標的，須進行編碼分類的資訊種類包括：

- I. **總體/產業環境展望資訊**：請按 Part 2 中之類目定義與注意事項，為企業對新一年度之總體與產業環境預期進行分類。
- II. **預期新一年度之財務績效表現資訊**：針對新一年度企業對其營收、獲利表現之預期予以分類；計分「樂觀/看好/預期成長」、「悲觀/不看好/預期衰退」、「中性/維持水準/充滿挑戰」三類。「中性/維持水準/充滿挑戰」此類別係指未明確預測新年度財務績效表現走向，僅以努力因應挑戰，有信心克服難關等字句或單純陳述營業計畫與目標、發展策略、預計銷量、期許成長茁壯等等之方式為說明；或是預期銷售與獲利維持水準者。另外請注意審慎樂觀應歸於「樂觀/看好/預期成長」此一類別之下。

六、備註事項：編碼人員如有任何疑義請務必於備註事項欄中註記。編碼完畢後請在編碼表最後簽名表示完成該份文本之編碼。

~ 竭誠感激您的協助，謝謝！~

文件二

## 資料分類/編碼範例：年報文字資訊

(年報文字資訊框架效應研究:內容分析部份)

### 0000公司2009年度致股東報告書

各位股東、貴賓大家好：

歡迎各位股東、貴賓蒞臨參加本公司2010年股東常會，本人在此謹代表公司董事、監察人及全體同仁，對各位股東、貴賓在百忙中撥冗蒞臨大會表示最真誠的謝意，同時也感謝大家長期以來對本公司的愛護與支持。

Part 2  
總體/產業環境:中性陳述

回顧過去一年自2008年第四季起，由於金融海嘯的衝擊，全球景氣快速惡化，引發二次經濟大蕭條的疑慮，所幸在各主要國家通力合作下，快速以積極的振興方案刺激經濟，2009年下半年全球經濟開始觸底回穩轉趨復甦。

Part 3  
總體/產業環境展望:有利陳述

根據國際貨幣基金會(IMF)預測，全球經濟成長率可望由2009年的負1.1%上升至2010年的4.1%，但景氣復甦的力量仍將來自新興國家。台灣也受世界景氣變動的波及，出口從2008年第四季起急速下滑，2009年上半年出口總值較2008年同期下降超過30%；隨全球經濟好轉，我國出口也逐月回溫，雖然2009年出口總額仍較2008年下降20%，但11、12月出口都恢復正成長，而且單月總額都超過美金200億元，根據主計處統計2009年經濟成長率為負1.87%。(展望2010年，國際景氣雖面臨工業國家失業率居高不下、各國振興經濟政策退場時程、國際原料及商品價格等不確定因素，國際景氣仍可望逐步復甦，加以政府積極改善投資環境，全力推動六大新興產業，預估經濟成長率應可達成4.72%。)

即使2009年台灣經歷金融海嘯、股市震盪、經濟起伏不定，及國際穀物變動激烈的環境，本公司在全體同仁努力下，仍然創下公司自

## 附錄二、內容分析編碼範例

文件二

Part 2  
自體比較:  
本年度財務  
績效較往年  
為佳

Part 3  
預期新一年度之財務績效  
表現:中性/充滿挑戰

成立以來次高的經營績效。展望新的一年我們深信長期以來建構的垂直整合經營模式，在各項品牌強化、精耕通路等行銷策略及採購與研發經營策略下，將有充份準備來因應未來的挑戰。

本公司未來將持續進行下列經營策略，以因應世界貿易國際化、商業化、科技化、環保化的挑戰：

- 一、應用集團在種雞、種豬、水產具有厚實核心的基因優勢，建立強大的世界性優質化產品，如近幾年研發成功的多產及優質肉質好吃的優良品種。目前並積極擴大種豬基因庫的市場佔有率。
- 二、加速集團在全球各區域資源、資訊整合及市場規劃，創造公司的優勢競爭力，例如：強化現有全球國際商品採購資訊網連線系統的運作，發揮原物料的採購利基。
- 三、利用集團在全球各區域的獨特技術優勢並強化本地研發，從事技術及產品創新。
- 四、擴大食品加工廠、飼料廠及種豬場產能規模，提高高附加值的食品加工版圖，未來業務營收比重朝向飼料40%、畜產養殖30%及食品加工30%調整，提升公司獲利能力。
- 五、強化自我品牌以客戶為導向的行銷通路建立。
- 六、擴大連雲港產能規模，並提高投資中國事業版圖。
- 七、年輕化的中、高階管理人員之培育。

有關2009年度營運狀況，2010年度營運目標及第一季營運情形詳細說明，現在請本公司總經理 xxx 先生向各位股東、貴賓報告。最後謹祝

各位股東、貴賓

身體健康 平安如意

董事長 XXX

## 資料分類/編碼表

(年報文字資訊框架效應研究:內容分析部份)

**Part 1：財務資訊呈現方式**

<b>I. 公司代碼</b>		
<b>II. 財務資訊呈現方式</b>		
● 在文字資訊中無提及與營運結果相關之財務數字		
營運結果說明中提及財務數字(複選)	營收總額(毛額或淨額)	
	營收變動額	
	營收變動率	
	獲利總額(毛額或淨額)	
	獲利變動額	
	獲利變動率	
	每股盈餘/虧損	
	每股盈餘變動額	
	每股盈餘變動率	
	以單一年度圖表方式呈現	
	以兩年度以上比較圖表呈現	
	各項財務比率	
	各項財務比率變率	
預算執行情形		
其他: _____		

**Part 2：背景資訊判讀—2007(96)年營運結果部份**

<b>I. 總體/產業環境</b>	
*在總體環境與產業環境有不一致陳述之情況下，以產業環境為準。	
**有利不利陳述參雜時，以結論段意見為準；若無法判斷結論則歸於中性陳述項下。	
***對未來環境、景氣展望之資訊係屬 Part 3 之範圍，在此不予考量。	
● 不利陳述	
● 有利陳述	
● 中性陳述	
● 無相關陳述	
<b>II. 同業比較</b>	
*若是提及同業一致表現不佳或良好，則非屬本類目之定義，應歸入無相關陳述中。	
● 盈餘為正，營收、獲利、財務績效較同業平均來得佳	

### 附錄三、內容分析編碼表

● 虧損，損失情況較同業平均來得輕微	
● 財務績效表現較同業平均為差	
● 無與同業財務績效比較之相關陳述	
● 非財務方面較同業表現為佳 (可與財務績效同業比較之任一類目並存)	
<b>III. 自體比較</b>	
*在以圖表方式提及多項財務績效且各有增減時，以實際以文字資訊呈現者為準。	
**同時提及營收與獲利，然增減方向不一時，以獲利數字為準。	
***在有分部門敘述時，以合併狀況為準。	
****對未來展望之資訊，係屬 Part 3 之範圍，在此不予考量。	
● 本年度財務績效較往年為佳	
● 本年度財務績效較往年來得差	
● 年度中財務績效表現漸佳(可與前二者並存)	
● 無與歷史財務績效比較之相關陳述	
● 非財務績效面表現較往年進步 (可與財務績效自體比較之任一類目並存)	

#### Part 3：背景資訊判讀—2008(97)年未來展望部份

<b>I. 總體/產業環境展望</b>	
*在總體環境與產業環境有不一致陳述之情況下，以產業環境為準。	
● 不利陳述	
● 有利陳述	
● 中性陳述	
● 無相關陳述	
<b>II. 預期新一年度之財務績效表現</b>	
● 樂觀/看好/預期成長	
● 悲觀/不看好/預期衰退	
● 中性/維持水準/充滿挑戰	

#### Part4:備註事項：

---



---



---



---



---

編碼人員:\_\_\_\_\_