

投資人情緒與月盈餘揭露之關聯性

曹壽民

國立中央大學企業管理學系
教授

李科翰*

國立中央大學企業管理學系
博士生

吳郁聆

國立中央大學企業管理學系
研究生

摘要

本研究探討投資人情緒如何影響公司自願性揭露月盈餘。實證結果顯示，投資人情緒與月盈餘揭露之間呈顯著正相關，當投資人情緒愈高時，公司愈會揭露月盈餘資訊。接著探討投資人情訊與揭露之月盈餘資訊為好消息或壞消息之關聯性，結果顯示當投資人情緒愈高，公司愈會揭露月盈餘為好消息之月盈餘資訊。另外，再額外測試的部分，本研究以法說會之舉辦與否來代替月盈餘之揭露，及選取市場周轉率以及資券餘額比代替投資人情緒，結果顯示兩者皆與公司月盈餘揭露間呈顯著正向關係，表示當投資人情緒愈高，公司愈願意揭露月盈餘資訊給投資人。

關鍵詞：投資人情緒、月盈餘揭露

*為通訊作者

E-mail : back740813@gmail.com

Investor Sentiment and Voluntarily Disclose Companies' Monthly Earnings

Shou-Min Tsao

Department of Business Administration
National Central University
Professor

Ko-Han Lee

Department of Business Administration
National Central University
Doctoral Student

Yu-Lin Wu

Department of Business Administration
National Central University
Postgraduate Student

Abstract

This study examines the relationship between investor sentiment and voluntarily monthly earnings disclosure. We find that a firm's propensity to disclose monthly earnings is positively relative to investor sentiment. In particular, this positive association between monthly earnings disclosure and investor sentiment is more pronounced when a firm disclose good news. The additional tests suggest that our results are robust when we proxy investor sentiment by market turnover rate and the balance of the balance of capital, and proxy corporate disclosure by conference calls.

Keywords : *Investor Sentiment, Monthly Earnings Disclosure*

壹、緒論

近年來，台灣證券市場發展日趨成熟，相關法令規定也相當完備，因此證券市場便成為投資人進行投資的主要途徑。在證券市場上，資訊取得難易度是影響投資人進行投資決策的主要因素，而資訊取得的主要途徑來自於公司相關資訊揭露，像是公司的財務報表、公開說明書、報章雜誌或公司召開的說明會等方式來瞭解公司的相關訊息。若以投資人的角度來看，則是以資訊的可靠、取得成本高低及是否具有時效性來考慮，所以公司資訊的揭露在投資人進行相關投資決策上則扮演了舉足輕重的腳色。而公司與投資人之間常常存在資訊不對稱的問題，通常公司相較於投資人擁有較多資訊，且通常較為充足且及時，往往導致逆選擇或是道德危機出現。因此，主管機關為了減少資訊不對稱的情況發生，於是訂定相關法律，強制規定證券發行公司必須定期公布相關的內部訊息給投資大眾。

1991年起，證期會（現金管會）要求上市（櫃）公司必須強制揭露財務預測。但在1997年金融風暴爆發時，發現上市（櫃）公司管理當局利用財務資訊操弄股價，或是修正財務預測將虧損修正為淨利等，進而反映管理當局有操弄財務報導之行為。因此，金管會於2005年將強制性財務預測相關規定取消，改採行自願性財務預測，避免管理當局以自利為目的進行財務報導的操縱。目前我國資訊揭露分為強制性揭露與自願性揭露，強制性揭露有其必須遵守的規範；而自願性揭露則是強制性揭露外管理當局自願提供公司相關資訊給外界的行為，過去研究指出公司為了降低交易成本，會有誘因主動揭露某些訊息給投資大眾，幫助投資大眾能做其最佳決策。而我國就目前上市櫃公司所提供的自願性揭露中，關於盈餘資訊的發佈主要有盈餘預測與月盈餘的宣告。

先前研究多主要以盈餘預測為主，所探討的主題例如：影響盈餘預測的因素、盈餘的準確性、盈餘預測揭露的次數與公司特性及資訊內涵等，關於月盈餘揭露之研究則較為缺乏。而月盈餘揭露的動機以及影響為何，蘇英慧（1996）研究結果顯示月盈餘宣告與股票報酬間是顯著相關，因此可知月盈餘的宣告是具有資訊效果的，也提供經營良好的企業有誘因自願提早揭露此一資訊，使公司更容易吸引資金投入；對投資人而言，也更能精確衡量公司的真實價值，以修正或訂定其投資決策；對債權人而言，則可以按時評估公司償債能力以及了解公司的經營狀況，避免壞帳的產生。

1980年代行為財務學是從傳統財務學中興起的新領域，牽涉到各種主觀認知以及心理的偏誤，較不易用量化的數據來觀察。Shleifer and Summers (1990)

提出雜訊交易者模型(DSSW)，在模型中認為市場存在理性套利者和雜訊交易者兩種投資人，資產價格主要是以兩種投資人間之互動所決定的。而投資人情緒(Investor sentiment)為雜訊交易中的一種非理性的因素，代表投資人對於未來市場的景氣與走勢的主要想法和期待，當情緒越樂觀時，投資人越有可能高估資產的價格；反之，當情緒越悲觀時，投資人越可能會低估資產的價格(周賓鳳、張宇志與林美珍 2007)，因此，投資人在進行投資決策時，容易受情緒影響，進而造成投資判斷上的偏誤，在情緒愈高昂時，可能會忽略一些負面的消息，或是過度反應正面的消息，使股價被高估；反之，情緒愈低時，可能會忽略正面的消息，或是過度反應負面的消息，進而低估股價。另一方面，成本抵換使得盈餘揭露也會受投資人情緒程度而有不同，在情緒樂觀時，投資人會評估管理者的盈餘揭露較不嚴謹，減少投資人的詳察，導致管理者面臨較低的揭露相關成本；在情緒悲觀時，投資人則會評估管理者的盈餘揭露比較嚴謹，增加投資人的詳察，導致管理者面臨較高的揭露相關成本(Brown, Christensen, Elliott and Mergenthaler 2012)。過去研究多探討情緒是否能解釋股票報酬，鮮少討論情緒變數是否為影響公司揭露月盈餘資訊的主要原因。

過往之研究大多利用測試投資人情緒是否會影響公司的決策，如資本投資、股利支付、股票分割和公司改名，或是檢驗投資人情緒是否能解釋股票報酬變動等，較少去探討投資人情緒是否為影響自願性資訊揭露的原因，而關於自願性資訊揭露的研究大多與盈餘預測相關，針對未來的年盈餘或是季盈餘做預測。在我國，月盈餘的揭露是證券市場上特有的狀況，而月盈餘資訊是一項較即時的盈餘資訊，讓投資人可以快速的掌握公司獲利能力的變化。在觀察我國月盈餘揭露的情況後，發現有些公司會經常性的揭露，但有些公司則不揭露，或是有些公司有時揭露有時沒揭露。因此，影響公司揭露月盈餘的動機是什麼？而投資人情緒是否會影響公司的月盈餘揭露政策為本研究主要探討之主題。

本文後續部分如下：第二章介紹投資人情緒和月盈餘揭露相關文獻回顧，第三章為假說發展與研究設計，第四章為研究設計，第五章為樣本選取與實證分析，第六章為額外測試，最後為本研究之結論。

貳、文獻回顧

一、投資人情緒之相關文獻

消費者信心指數最早是 1946 年起由美國密西根大學消費者研究中心每月

針對消費者進行問卷調查，並據以計算出密西根消費者信心指數(Michigan Consumer Confidence, MCCI)。這項指標主要是為了瞭解消費者對經濟環境的信心強弱程度，透過抽樣調查，反應消費者對目前與往後的經濟景氣與個人消費支出的看法，為消費者支出的領先指標。消費者信心指數上揚，代表著消費者有較強烈消費商品與服務意願，有利經濟擴張；若消費者信心指數下滑，代表著消費意願不強，經濟趨緩的可能性提高。

國外也有學者研究發現，以密西根大學每月的消費者信心指數當作衡量投資人情緒的指標，能有效的衡量投資人情緒的變動(Bergman and Roychowdhury 2008)。Brown and Cliff (2004)將投資人情緒變數整理為兩種，分為直接情緒指標與間接情緒指標，認為投資人情訊可以用來預測未來的股票報酬，並且認為投資者情緒代表投資人心理對未來股票市場走向的預期，情緒愈高，投資人會選擇忽略負面的訊息或是過度樂觀解讀正面訊息，導致高估股價；反之，當情緒愈低，投資人則可能選擇忽略正面的消息，並且過度解讀所接收到的負面訊息，進而低估股價。直接情緒指標(Direct Sentiment Index)由發佈機構調查投資大眾對未來市場景氣的看法所建立的投資人情緒指標。例如在美國，Investor's Intelligence Sentiment Index(II)是根據每周專業人士在報章雜誌所發表的預期市場未來走勢所建立而成，其他在美國常見的投資人情緒直接指標如 ML (Merrill Lynch)、AAII (American Association of Individual Investors)，國內有中央大學台灣經濟研究中心所編製的台灣消費者信心指數和世新大學財務金融系投資人情緒指數的調查。間接情緒指標(Indirect Sentiment Index)指的是應用市場上與投資人情緒有相關聯性的因素，像是氣候或是天氣對投資人情緒的影響，而衍生出投資人對未來市場走勢的預期指標。Brown and Cliff (2004)整理四類間接情緒指標，包括交易活動變數、市場績效變數、衍生金融商品變數和其他相關情緒代理變數等。相較之下，直接情緒指標更能表達且更能直接調查投資人當下對未來市場的看法，也更能得知投資人的投資意願。Chau, Deesomsak and Koutmos (2016)研究在美國股票市場中情緒所扮演的角色及對投資人交易行為的影響。研究結果發現因情緒誘導所產生的買賣是股價變動的重要決定因素。Lee, Kim and Park(2017)研究投資人情緒是否可以預測信用違約交換(CDS)的價格差異變動，研究結果發現，投資人情緒是主要影響全球金融危機期間 CDS 擴散變化的主要因素，並且可以解釋槓桿率和股票波動率最高公司 CDS 的價格差異。Siganos, Vagenas-Nanos, and Verwijmeren (2017)利用行為財務學的概念，蒐集 20 個國家的人在 Facebook 中所透露出正向與反向的情緒，探討這樣的情緒分歧是否對股票的價值產生分歧，研究結果發現投資人情緒的分歧與股價之間的變化是有正向關係存在的，尤其是對於個別投資人來

說。因此，本研究以直接情緒指標當作投資人情緒的替代變數。

二、投資人情緒與揭露之相關文獻

除了投資人變數選取的相關文獻外，過去文獻大多檢測投資人情緒對報酬之影響，Lee, Shleifer, and Thaler (1990)、Neal and Wheatley (1998)使用封閉型基金折價幅度作為投資人情緒代理指標；黃寶玉、倪衍森與賴步昇 (2011)使用期貨未平倉合約量、期貨與現貨價差、台幣兌美元比及券資比等來進行測試，結果發現期貨未平倉合約量、期貨與現貨價差兩項情緒指標間存在顯著的結算到期效應。周賓鳳、張宇志與林美珍 (2007)使用三個指標來衡量投資人情緒(包含新股發行比率、市場周轉率及資券餘額比)；許溪南、郭玟秀與鄭乃誠 (2005)使用選擇權賣權/買權之未平倉口數比值(put/call ratio)當作投資人情緒代理指標。因為市場的資料統計比較詳細和完整，因此學者可以採用很多的方法來衡量投資人的情緒波動，但間接情緒指標的使用上意見仍十分分歧，像是 Qiu and Welch (2006)的研究發現傳統以封閉型基金折價率當作投資人情緒指標的代理變數並不具有可以解釋市場報酬率的能力，因此目前也尚未有認可的間接情緒指標出現。Sun, Najand and Shen (2016)研究高頻交易投資人情緒與股市報酬之間的預測關係，研究發現 S&P 500 指數的報酬是會受到投資人情緒的影響，而情緒至少會對交易日最後兩個小時內持續帶來影響。Han and Li (2017)挑戰過去研究認為投資人情緒對於市場報酬為反向的預測因子，研究結果發現對於較小型的公司來說，投資人情緒會帶來較顯著的影響，而全球投資人的情緒反應也會影響中國的市場。

鄭高輯與林泉源 (2010)研究投資人情緒對投機型股票報酬之影響，研究結果顯示投資人情緒對投機性越大之股票的當期及未來報酬的影響越大。另一方面，有研究探討投資人情緒對盈餘預測和揭露資訊政策之影響，Bergman and Roychowdhury (2008)檢測公司如何藉由揭露政策反映投資人情緒，試圖影響情緒所引起的預期偏差，研究結果發現在投資人情緒低時，管理當局會增加對未來長期盈餘之財務預測，相反的，在投資人情緒高時，則會減少長期預測，以維持市場樂觀之狀態。Brown et al. (2012)則是探討投資人情緒是否影響公司揭露調整過盈餘之政策，研究顯示當投資人情緒越高時，公司越會揭露調整過後之盈餘，並且揭露更顯著的盈餘資訊。

三、月盈餘揭露之資訊內含之相關文獻

在證券市場上，資訊的取得充足與否是影響投資人進行投資決策的重大因

素，但公司與投資人之間存在資訊不對稱的問題，管理當局為了減少資訊不對稱的問題，因此訂定一些規範，強制公司揭露特定的資訊給投資大眾。過去研究指出，為了降低交易成本，公司會有誘因主動揭露某些訊息給投資大眾，幫助投資大眾能作其最佳決策，稱為「自願性揭露」。

目前我國公司所提供的自願性揭露中，相關的盈餘資訊發佈有盈餘預測與月盈餘宣告。盈餘預測是基於某些假設下，對未來盈餘的一種預測性資訊，而月盈餘則是屬於歷史的盈餘資訊，兩者在時間性質上不盡相同，盈餘預測包含的是整個會計年度，但月盈餘的資訊涵蓋期間則為一個月。目前的研究主要以「盈餘預測」為最多，主要探討影響盈餘預測的因素，施羿如 (1998)提出七項可能會影響管理當局是否自願揭露盈餘預測的變數，研究結果發現好消息、本身以往盈餘預測揭露的情況、當期同業對盈餘預測揭露的情況及當期有無強制性財務預測等四項因素，會成為影響管理當局自願性揭露盈餘預測的傾向。另一方面，也有研究探討關於盈餘的準確性、盈餘預測揭露的次數與公司特性及資訊內涵等相關研究，Skinner (1994)以訴訟成本觀點來探討管理當局的自願性揭露行為，管理當局較可能在季盈餘宣告前主動揭露壞消息；而在年度盈餘宣告前主動揭露好消息。賴璟昱 (2010)指出企業化國際程度越高，公司治理機制越良好，管理當局自願性盈餘預測之準確性越高。

自願性揭露關於盈餘資訊發佈的另一項為月盈餘的宣告，而月盈餘的自願性揭露為我國證券市場特有的現象，過往研究多以探討年度盈餘或季盈餘宣告的資訊內涵效果或是其對股價的影響，而會計資訊中又以盈餘資訊是含有最多資訊內涵，因此，盈餘和股價的關係一直是很多學者研究的議題。Pownall, Wasley and Waymire (1993)指出不同形式的盈餘預測形式的揭露皆具有資訊內涵，且季盈餘預測的資訊內涵是大於年度盈餘預測的。探討月盈餘資訊揭露之相關研究較為缺乏。廖克皇 (1997)探討管理當局自願揭露月盈餘行為的決定因素，以產業配對的方式並以 Logistic 分析，結果顯示經營績效、盈餘變異性及盈餘與股票報酬的相關性都為影響自願性揭露月盈餘資訊的顯著因素。金成隆與林修葳 (1998)研究國內上市公司自願性月盈餘揭露之行為，研究結果顯示月盈餘變異性較小的公司，較傾向於經常進行月盈餘之揭露；且採行經常性月盈餘揭露政策的公司，其反應係數是顯著高於非經常揭露者；但並未能支持非經常揭露者會選擇盈餘較佳的月份進行自願性盈餘揭露。本研究則進一步探討投資人情緒是否會影響月盈餘的揭露，並在後續章節做進一步的討論。

參、假說發展與研究設計

一、投資人情緒對月盈餘揭露的影響

本研究主要目的是探討投資人情緒是否會對月盈餘資訊自願性揭露產生影響。我國相關法令規定（「上市上櫃公司治理實務」），上市公司需要強制性揭露相關盈餘資訊（像年度盈餘與季盈餘），但月盈餘的揭露屬於非強制性揭露資訊，並為我國特有的盈餘資訊宣告。月盈餘的揭露行為可以被訊號發射理論解釋，雖然季盈餘的揭露是強制性的，但當公司月盈餘較平穩時，則較願意揭露月盈餘資訊給投資大眾，經常性的揭露政策則可以向市場傳遞公司風險較低的訊息，與月盈餘變動大的公司有所區隔，如此，投資人或貸款人所要求的風險貼水會比較低，透過經常性的揭露，其股價會比較高；若是舉債，付出的資金成本也較小（金成隆與林修葳 1998）。

在過往的研究中，關於盈餘的揭露（年度盈餘、季盈餘與月盈餘）是否具有資訊效果無一致的結論。因此，本研究探討月盈餘的揭露是否受投資人情緒的影響，公司揭露月盈餘的動機可能因為這個月的表現是比上一季季報發表資訊更好，而試圖提供更及時的資訊給投資大眾。因此，本研究推論，投資人情緒的高低與管理者揭露調整過的盈餘資訊呈現正相關。故發展本研究第一個假說：

H₁：投資人情緒愈高，公司愈會揭露月盈餘

二、投資人情緒對月盈餘為好消息壞消息之揭露影響

過去的研究(Bergman and Roychowdhury 2008)發現，當投資人情緒樂觀時，管理者會減少公司未來盈餘預測的自願性揭露，以維持市場的樂觀；但當投資人情緒悲觀時，管理者則會增加公司未來盈餘預測的自願性揭露，傾向使分析師對公司未來盈餘的預測是高於一般分析師的預測。反之，當投資人情緒悲觀時，市場參與者包括投資人與分析師，可能對公司未來前景的預期持悲觀的態度而低估公司的價值，因此管理者會增加對未來盈餘預測的自願性揭露，試圖去糾正悲觀的前景。過去研究指出，在企業管理者的短期揭露計劃中，通常會避免在盈餘宣布前揭露負面的消息，而在投資人情緒樂觀時，並不會減少自願性揭露，而會選擇揭露盈餘預測已降低短期市場對盈餘的樂觀預期(Skinner 1994; Soffer, Thiagarajan, and Walther 2000; Matsumoto 2002; Richardson, Teoh, and Wysocki 2004)。

過去的研究同時發現管理者視調整後盈餘為其中一項重要的績效，且願意揭露給投資人，投資人也了解管理者調整後盈餘資訊是比 GAAP 更具有資訊價

值，而受情緒影響較大的投資人，相對較依賴調整過的盈餘資訊，但受誤導的風險則較高。因此，本研究想進一步探討，當投資人情緒愈高時，公司是否愈會揭露好消息的月盈餘資訊給投資大眾，以及，當投資人情緒愈高時，公司是否愈不會揭露壞消息的月盈餘資訊給投資大眾

因此發展本研究第二個及第三個假設為：

H₂：當投資人情緒愈高時，公司愈會揭露月盈餘為好消息之資訊

H₃：當投資人情緒愈高時，公司愈不會揭露月盈餘為壞消息之資訊

肆、研究設計

一、主要研究變數衡量

(一) 投資人情緒指標

本研究以中央大學台灣經濟發展研究中心所編制公佈之各月份台灣消費者信心指數(CCI)作為投資人情緒之替代變數。目前台灣消費者信心指數是由中央大學台灣經濟研究中心所編製，以作為衡量民眾對總體經濟預期心理的主要參考情緒指標。我國於 1992 年 12 月間提報行政院主計處審議通過，調查名稱暫定為「台灣地區消費者信心調查」，主要提供當時總體經濟預測所辦理的統計調查，在 2000 年停辦，直到 2002 年 1 月才由台灣綜合研究院主導調查工作進行，並於 2004 年起由中央大學台灣經濟發展研究中心接手調查，台灣綜合研究院協辦，利用電腦隨機抽樣，透過電話訪問的方式，訪問對象為台灣地區 20 歲以上的民眾。

消費的信心指數是消費者對於國家當前清濟狀況滿意程度和對於未來經濟走向預期的綜合性指數，它顯示人們的消費意願和程度；其指數之增減，表示人們對於其財物和經濟狀況的感覺。其調查的項目分為六項：「未來半年國內物價水準」、「未來半年家庭經濟狀況」、「未來半年國內就業機會」、「未來半年國內經濟景氣」、「未來半年投資股票時機」及「未來半年購買耐久性財貨時機」，並依照過去主計處的調查方式進行調查，並與過去的相關資料進行比較，各項得分皆在 0-200 之間，分數為 100-200 之間，偏向樂觀；而得分落在 0-100 之間時，則是偏向悲觀。台灣消費者信心指數(CCI)發布之日期為每月份之 27

—30 日，公佈當月份之消費者信心指數(CCI)，過去之研究 Bergman and Roychowdhury (2008)指出前一月份的盈餘好壞會對本月份之消費者信心指數造成影響，也就是投資人的情緒影響具有遞延之效果，因此本研究以前一月份之消費者信心指數，來檢測投資人情緒是否影響公司揭露當月之月盈餘資訊。

(二) 月盈餘揭露變數

本研究以台灣經濟新報資料庫(TEJ)裡公佈之月盈餘資料為依據，惟各公司每月概算之稅前盈餘不一定每月都如期發布，且資料品質參差、缺漏、各單月累加與所發布之累計數不合、前後兩期發布數值不一致。且 2005 年 10 月之前，若公司僅發佈單月稅後盈餘，TEJ 資料庫無法估計所得稅利益（費用）對單月盈餘的影響，故單月稅前盈餘＝單月稅後盈餘，2005 年 11 月之後，TEJ 資料庫僅揭露公司發佈之資料，不自行推估。故本研究僅選取資料庫中有揭露月盈餘之公司來當作本研究之月盈餘揭露變數，並以季為揭露單位，當季都沒揭露為 0，揭露一次為 1，揭露兩次為 2，揭露三次為 3。

(三) 月盈餘揭露為好消息或壞消息之衡量

Penman (1980)及 Lees (1981)的研究皆指出自願揭露的公司多傾向發佈好消息，而公司自願性揭露月盈餘動機，可能因為這個月的表現是比上一季所公告之季報資料佳，因此公司提供一個更及時的資訊給投資大眾，根據揭露月盈餘這個特性。Penman (1980)及 Lees (1981)的實證研究皆指出自願揭露的公司多傾向發佈好消息，但 Ruland, Tung and Geoge (1990)的研究顯示，並不支持預測資訊多為好消息的假設，Gurun and Butler (2012) 表示，好消息會使投資人對公司未來營運有較正向的期待，並增加公司股票의 超額報酬。一般在研究自願性財務預測通常以未預期盈餘來定義資訊為好消息或是壞消息，Basu (1997)針對好消息與壞消息之定義為，年度股票報酬為正的為好消息，反之若為負的則為壞消息，而本研究採取廖克皇 (1997)和徐中琦與黃銘遠 (2012)之好消息與壞消息之定義，本研究以當月揭露之月盈餘與去年同期每月之盈餘做比較，高於上一年度同期月盈餘為好消息，公司越會揭露月盈餘資訊來傳達此一有利消息；反之，低於上一年度同期月盈餘則為壞消息，公司越不會揭露月盈餘資訊。並以季為單位，當季揭露零次好消息為 0，揭露一次好消息為 1，揭露兩次好消息為 2，揭露三次好消息為 3。

(四) 控制變數的衡量

公司規模(*SIZE*)：根據代理理論，當公司管理者（代理人）與股東或是債權人（委託人）之間目標有所衝突時，此時就會產生代理成本，因此委託人會監督代理人的行為，避免代理人因個人私利而影響委託人的利益。公司管理者為了取信股東以及債權人，願意接受某些限制，因此有動機來提供所有資訊。而根據國外有關盈餘揭露研究指出，自願性盈餘預測的揭露與公司規模是呈正相關的(Kasznik and Lev, 1995)。本研究取總資產總額之自然對數($SIZE = \log(Assest)$)。有利消息(*NEWS*)：當季公司之淨資產報酬率高於上一季之淨資產報酬率則為有利消息。經營績效(*ROE*)：根據訊號發射理論，當公司經營表現越好時，管理者可能會透過自願性揭露如盈餘預測，來傳遞對公司有利的消息給投資大眾，來區別自己與其他公司不同之處。本研究經營績效以上一季的股東權益報酬率來衡量($ROE = ROE_{t-1}$)。稅前淨利(*BTNI*)：本研究預期稅前淨利與月盈餘揭露為正相關。市價淨值比(*MB*)：普通股每股市價/每股帳面價值，當公司表現超出預期時，市價淨值比越高的股票，其股價超額報酬越大，亦即股價超額報酬為正且與市價淨值比呈正相關。Ajinkya, Bhojraj and Sengupta (2005)研究外部董事和企業所有權影響管理者之盈餘預測，實證結果市價淨值比與盈餘預測呈正相關。因此，本研究預測市價淨值比與月盈餘揭露為正相關。資產報酬率(*ROA*)：Bergman and Roychowdhury (2008)研究裡資產報酬率會影響管理當局的揭露政策，當資產報酬率越高時，管理當局越會揭露未來盈餘之預測。因此，本研究預測當資產報酬率越高時，公司越會揭露月盈餘資訊。

二、實證模型

本研究以 Poisson 迴歸來檢測本文之假說：

(一) H_1 之實證模型

假說 1 主要係探討投資人情緒與公司揭露月盈餘資訊間的關係，依變數為揭露月盈餘資訊公司，以季為單位。主要自變數方面，本研究以消費者信心指數(CCI)作為投資人情緒的替代變數。另外，公司規模、經營績效、有利消息、稅前淨利、市價淨值比以及資產報酬率等，亦為影響公司揭露月盈餘資訊之相關因素，因而將其作為控制變數。

$$DIS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t-1} + \beta_4 NEWS_{i,t} + \beta_5 BTNI_{i,t-1} + \beta_6 MB_{i,t-1} + \beta_7 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,-1t} \quad (1)$$

DIS：當季揭露月盈餘次數零次為 0，揭露月盈餘一次為 1，揭露月盈餘兩次為 2，揭露月盈餘三次為 3。*SENT*：投資人情緒，為前一月份之消費者信心

指數。*SIZE*：公司規模，上一季公司之總資產淨值取自然對數。*ROE*：經營績效，上一季公司之股東權益報酬率。*NEWS*：有利消息，當季公司之淨資產報酬率與上一季之淨資產報酬率差額。*BTNI*：稅前淨利，上一季公司之稅前淨利。*MB*：市價淨值比，上一季公司之普通股每股市價/每股帳面價值。*ROA*：資產報酬率，上一季公司之資產報酬率。

(二) H₂之實證模型

假說 2 主要係探討投資人情緒與公司揭露月盈餘為好消息或壞消息之關係。依變數為揭露月盈餘為好消息或壞消息之公司，主要自變數依然以消費者信心指數(CCI)作為投資人情緒之替代變數。另外，控制變數沿用假設 1 之控制變數。

$$GN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t-1} + \beta_4 NEWS_{i,t-1} + \beta_5 BTNI_{i,t-1} + \beta_6 MB_{i,t-1} + \beta_7 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$BN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t-1} + \beta_4 NEWS_{i,t-1} + \beta_5 BTNI_{i,t-1} + \beta_6 MB_{i,t-1} + \beta_7 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

GN：當月揭露之月盈餘高於去年同期平均每月之盈餘時為好消息，當季沒揭露好消息為 0，一次好消息為 1，兩次好消息為 2，三次好消息為 3。BN：當月揭露之月盈餘低於去年同期平均每月之盈餘時為壞消息，當季沒揭露壞消息為 0，一次壞消息為 1，兩次壞消息為 2，三次壞消息為 3。SENT：投資人情緒，為前一月份之消費者信心指數。SIZE：公司規模，上一季公司之總資產淨值取自然對數。ROE：經營績效，上一季公司之股東權益報酬率。NEWS：有利消息，當季公司之淨資產報酬率與上一季之淨資產報酬率差額。BTNI：稅前淨利，上一季公司之稅前淨利。MB：市價淨值比，上一季公司之普通股每股市價/每股帳面價值。ROA：資產報酬率，上一季公司之資產報酬率。

伍、樣本選取與實證結果

一、樣本選取

本研究以中央大學台灣經濟發展研究中心所編制發佈之台灣消費者信心指數(CCI)，作為投資人情緒的替代變數，並以月為單位作為衡量基準。研究所需之月盈餘揭露資訊與控制變數皆取自台灣經濟新報資料庫(TEJ)並加以計算而得。本研究之選樣基準為 2001 年至 2011 年之上市櫃公司。H₁ 為探討投資人情緒與月盈餘揭露之關係，此假說使用前一月份之消費者信心指數衡量投資

人情緒，樣本期間為 2001 年 1 月至 2011 年 12 月；月盈餘揭露資料使用當季揭露零次月盈餘資訊之公司為 0，揭露一次之公司為 1，揭露兩次為 2，揭露三次為 3，樣本期間為 2001 年 1 月至 2011 年 12 月；故假說一所使用之控制變數為當月所對應之上一季資料，樣本期間為 2000 年 12 月至 2011 年 11 月。而 H_2 為檢測投資人情緒與月盈餘揭露為好消息或壞消息之關係，好消息壞消息之衡量以當月月盈餘與上一期月盈餘比較，當月月盈餘大於上一季平均每月盈餘則為好消息，一樣以季為單位，揭露零次好消息為 0，揭露一次好消息為 1，揭露兩次好消息為 2，揭露三次壞消息為 3，樣本期間為 2001 年 1 月至 2011 年 12 月。本研究選樣過程如下，(1)樣本期間內原始資料共有 167,067 個公司/月度觀察值，(2)刪除控制變數所需資料不足者，共 8,472 個公司/月度觀察值。經由上述條件篩選過程，符合本研究選樣標準的樣本共有 158,595 筆公司/月度觀測值。表一為本研究樣本中，發佈月盈餘公司之樣本分配表。Panel A 樣本產業分配中可得知，揭露月盈餘公司的樣本部分，其中各產業揭露比例以證券業所占比最高約 77.35%，其次為金融業 51.11%，產業揭露月盈餘公司比重最低為水泥產業約占 1.30%。Panel B 為樣本各年度分配，2001 年揭露月盈餘公司比例為 21.02%，從 2004 年開始逐年降低，原因與金管會於 2004 年底宣布修正「公開發行公司公開財預測資訊處理準則」，將原本強制性財務預測制度改為自願性財務預測制度，因此造成願意揭露月盈餘之公司有逐年遞減的趨勢。Panel C 為樣本各年度月盈餘揭露比例分配，可觀察出一月(9.72%)、四月(9.76%)、五月(9.46%)及十一月(9.63%)揭露的平均百分比比較高，季報發布的月份(三月、六月、九月與十二月)比例並未因發佈季報而降低，僅十二月揭露的平均比率降低(5.99%)，可能與公司同時需進行年報的編製有關。

表一 樣本分配表

Panel A：樣本產業分配						
產業名稱	總全部樣本數		DIS		NDIS	
	N	%	N	%	N	%
水泥	924	0.58%	12	1.30%	912	98.70%
食品	2,904	1.83%	191	6.58%	2,713	93.42%
塑膠	3,526	2.22%	298	8.45%	3,228	91.55%
紡織	7,132	4.50%	1,023	14.34%	6,109	85.66%
電機	7,749	4.89%	1,072	13.83%	6,677	86.17%
電器電纜	1,947	1.23%	164	8.42%	1,783	91.58%
化學生技	10,322	6.51%	1,301	12.60%	9,021	87.40%
玻璃	659	0.42%	39	5.92%	620	94.08%

表一 樣本分配表 (續)

造紙	924	0.58%	24	2.60%	900	97.40%
鋼鐵	5,000	3.15%	1,410	28.20%	3,590	71.80%
橡膠	1,417	0.89%	122	8.61%	1,295	91.39%
汽車	624	0.39%	211	33.81%	413	66.19%
電子	85,957	54.20%	9,732	11.32%	76,225	88.68%
營建	7,735	4.88%	426	5.51%	7,309	94.49%
運輸	2,883	1.82%	138	4.79%	2,745	95.21%
觀光	1,588	1.00%	56	3.53%	1,532	96.47%
金融業	4,058	2.56%	2,074	51.11%	1,984	48.89%
百貨	2,316	1.46%	116	5.01%	2,200	94.99%
證券	1,320	0.83%	1,021	77.35%	299	22.65%
油電燃	1,545	0.97%	35	2.27%	1,510	97.73%
其他	8,065	5.09%	1,226	15.20%	6,839	84.80%
合計	158,595	100%	20,691		137,904	

【註】變數分組：DIS 為揭露月盈餘公司，NDIS 為未揭露月盈餘公司。DIS 比例為各產業揭露月盈餘公司數佔該產業總樣本公司數。NDIS 比例為各產業未揭露月盈餘公司數佔該產業總樣本公司數

Panel B : 樣本公司年度之分配

樣本年度	全部樣本數	DIS	NDIS	DIS (%)
2001	10,791	2,268	8,523	21.02%
2002	12,510	2,739	9,771	21.89%
2003	13,385	2,552	10,833	19.07%
2004	13,866	2,264	11,602	16.33%
2005	13,791	2,024	11,767	14.68%
2006	14,775	1,983	12,792	13.42%
2007	15,284	1,995	13,289	13.05%
2008	15,585	1,146	14,439	7.35%
2009	15,886	1,077	14,809	6.78%
2010	16,345	1,175	15,170	7.19%
2011	16,377	1,468	14,909	8.96%
合計	158,595	20,691	137,904	13.05%

【註】變數分組：DIS 為揭露月盈餘公司，NDIS 為未揭露月盈餘公司。

表一 樣本分配表 (續)

Panel C : 樣本公司各年度月份揭露月盈餘比例之分配												
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2001	8.4%	7.2%	4.4%	11.2%	10.8%	6.3%	9.1%	11.2%	7.2%	11.9%	7.2%	5.1%
2002	9.3%	6.9%	7.6%	12.4%	11.7%	6.6%	8.6%	9.3%	5.9%	8.6%	7.6%	5.5%
2003	12.9%	10.7%	8.5%	10.7%	8%	5.3%	8%	8%	4%	9.3%	9.3%	5.3%
2004	11.6%	11.1%	5.8%	11.6%	10.6%	6.3%	6.9%	8.5%	7.9%	9.5%	5.8%	4.4%
2005	9.2%	5.7%	7.5%	9.2%	9.2%	8.3%	6.7%	8.3%	6.7%	9.2%	10.8%	9.2%
2006	13.5%	8.3%	7.3%	5.2%	5.2%	7.3%	8.3%	8.3%	6.4%	14.6%	8.3%	7.3%
2007	9.4%	8.5%	4.7%	10.4%	10.4%	9.4%	10.4%	10.4%	6.6%	6.6%	8.5%	4.7%
2008	7.6%	4.5%	12.1%	9.1%	13.6%	7.6%	6.1%	12.1%	10.6%	9.1%	6.1%	1.5%
2009	6.5%	5.2%	5.2%	9.1%	9.1%	3.8%	9.1%	10.4%	10.4%	10.4%	11.7%	9.1%
2010	5%	9%	13%	6%	6%	13%	10%	6%	7%	10%	6%	9%
2011	13.5%	12.5%	8.7%	12.5%	9.5%	8.7%	5.8%	5.8%	4.8%	6.7%	6.7%	4.8%
平均	9.72%	8.15%	7.71%	9.76%	9.46%	7.51%	8.09%	8.94%	7.05%	9.63%	8.00%	5.99%

二、敘述統計

表二為投資人情緒與月盈餘揭露各變數敘述統計量，投資人情緒變數 (*SENT*) 的平均數和中位數分別為 74.20(75.92)，顯示研究期間投資人對於市場發展的情緒偏向保守悲觀。在控制變數中，公司規模 (*SIZE*) 之平均數為 6.5437 大於中位數 6.4525，顯示樣本中，有些公司之資產總額遠超過其他樣本，以至於樣本有右偏的現象。除了有利消息 (*NEWS*) 外，其餘變數也為右偏現象。

表二 敘述統計表 (N=158,595)

Variable	平均數	中位數	標準差	四分位數		
				0.25	0.5	0.75
<i>DIS</i>	1.4620	0.0000	0.3368	0.1210	0.0000	2.1430
<i>SENT</i>	74.2000	75.9200	9.4830	68.4500	75.9200	80.0800
<i>SIZE</i>	6.5437	6.4525	0.7320	6.0961	6.4525	6.8756
<i>ROE</i>	4.3587	4.1700	28.3406	0.4400	4.1700	10.3200
<i>NEWS</i>	-0.1581	1.2100	28.5360	-3.1300	1.2100	4.1000
<i>BTNI</i>	0.7074	0.0851	4.1048	0.0131	0.0851	0.3015
<i>MB</i>	1.5435	1.1500	3.1550	0.6600	1.1500	1.8900

【註】1. 變數定義：*DIS*：當季揭露月盈餘次數零次為 0，揭露月盈餘一次為 1，揭露月盈餘兩次為 2，揭露月盈餘三次為 3。*SENT*：第 *t* 個月消費者信心指數。*SIZE*：公司第 *t-1* 季總資產淨值取自然對數，以衡量公司規模。*ROE*：公司第 *t-1* 季淨資產報酬率，以衡量公司經營績效。*NEWS*：公司第 *t* 季淨資產報酬率-第 *t-1* 季淨資產報酬率。*BTNI*：公司第 *t-1* 季稅前淨利。*MB*：公司第 *t-1* 季普通股每股市價/每股帳面價值。

表三 投資人情緒變數(*SENT*)敘述統計表 (2001 年至 2017 年上半年)

Variable	平均數	中位數	標準差	四分位數		
				0.25	0.5	0.75
2001	65.74	62.84	6.029	62.04	62.84	70.73
2002	75.46	75.22	3.018	73.43	75.22	77.90
2003	78.53	78.85	4.186	76.60	78.85	80.05
2004	77.71	77.04	2.978	75.65	77.04	79.26
2005	73.81	73.27	1.608	72.94	73.27	74.88
2006	68.75	68.19	1.677	67.63	68.19	69.02
2007	66.24	66.38	1.758	65.90	66.38	67.49
2008	58.70	58.16	6.756	53.80	58.16	63.77
2009	54.49	52.56	5.735	49.62	52.56	57.48
2010	77.58	78.66	4.764	75.58	78.66	80.15
2011	84.47	85.49	2.903	83.95	85.49	86.11
2012	76.08	75.77	3.214	73.95	75.77	78.64
2013	76.50	76.29	1.767	75.31	76.29	78.23
2014	84.06	83.29	2.369	82.97	83.29	85.78
2015	87.89	88.84	3.431	85.14	88.84	90.72
2016	79.60	79.69	1.476	78.59	79.69	80.50
2017(1~6 月)	77.36	77.94	1.493	77.66	77.94	78.11

表三為投資人情緒變數 2001 至 2017 年上半年的敘述性統計資料，由表中可看出在 2007 年至 2009 年為消費者信心指數最低的時候，或許與當時正遭遇金融海嘯有關，因此造成消費者對市場產生不信任感，而 2012 年至 2015 年則是逐年上升，與大環境景氣慢慢變好也有所關聯，但整體來說台灣的消費者信心指數還是偏低，顯示台灣的消費者對市場較無信心。

表四為投資人情緒與月盈餘揭露各變數之統計量級差異檢定，投資人情緒變數(*SENT*)在揭露月盈餘的平均數(中位數)為 72.0723(73.1600)；而在未揭

露月盈餘下為 70.8661(73.0600); 揭露月盈餘公司與未揭露月盈餘公司在 (*SENT*) 的差異均達顯著水準, 顯示有揭露月盈餘公司受投資人情緒的影響大於未揭露月盈餘公司。由表 3 可知總樣本投資人情緒指標 (*SENT*), 平均數小於中位數, 呈現左偏現象。在經營績效 (*ROE*) 方面, 揭露月盈餘公司平均數 (中位數) 7.7736 為 (6.3000), 未揭露月盈餘公司平均數 (中位數) 為 3.8564 (3.8600), 兩者差異達顯著水準 ($t = -32.9801$), 則表示揭露月盈餘公司與未揭露月盈餘公司績效產生差異。

就公司規模 (*SIZE*) 而言, 揭露月盈餘公司之平均數 (中位數) 為 6.7165 (6.5053), 未揭露月盈餘公司之平均數 (中位數) 為 6.5177 (6.4443), 兩者平均數差異達顯著水準 ($t = -32.3541$), 表示揭露月盈餘公司規模大於未揭露月盈餘公司規模。有利消息 (*NEWS*), 揭露月盈餘公司發佈有利消息高於未揭露月盈餘公司, 揭露月盈餘公司與未揭露月盈餘公司有利消息發佈差平均數異達顯著水準 ($t = -3.337$)。稅前淨利 (*BTNI*), 揭露月盈餘公司的稅前淨利高於未揭露月盈餘公司, 且平均數差異達顯著水準 ($t = -18.7574$)。市價淨值比 (*MB*) 而言, 發現揭露月盈餘公司的市價淨值比高於未揭露月盈餘公司, 且市價淨值比平均數差異達顯著水準 ($t = -24.1878$)。資產報酬率 (*ROA*) 而言, 發現揭露月盈餘公司的資產報酬率高於未揭露月盈餘公司, 且淨資產報酬率平均數差異達顯著水準 ($t = -35.1482$)。

表四 月盈餘揭露樣本敘述統計量及差異檢定 (N=158,595)

Variable	平均數				中位數			Mann-Whitney U 差異檢定 Z 值
	總樣本	<i>DIS</i>	<i>NDIS</i>	差異檢定 t 值	總樣本	<i>DIS</i>	<i>NDIS</i>	
<i>SENT</i>	71.023	72.072	70.866	-18.646	73.1200	73.1600	73.0600	-8.535
<i>SIZE</i>	6.544	6.717	6.518	-32.354	6.4525	6.5053	6.4443	-15.539
<i>ROE</i>	4.359	7.774	3.846	-32.980	4.1700	6.3000	3.8600	-31.938
<i>NEWS</i>	-0.158	0.173	-0.208	-3.337	1.2100	2.2500	1.0600	-14.370
<i>BTNI</i>	0.707	1.271	0.623	-18.757	0.0851	0.1655	0.0753	-42.587
<i>MB</i>	1.544	1.869	1.495	-24.188	1.1500	1.4400	1.1000	-25.258

【註】1. 平均數差異為 t 統計量, 中位數差異為 z 統計量。2. 變數定義: *DIS*: 揭露月盈餘公司虛擬變數, 發佈為 1, 否則為 0。 *NDIS*: 未揭露月盈餘公司虛擬變數, 未發佈為 1, 否則為 0。 *SIZE*: 公司第 t-1 季總資產淨值取自然對數, 以衡量公司規模。 *ROE*: 公司第 t-1 季淨資產報酬率, 以衡量公司經營績效。 *NEWS*: 公司第 t 季淨資產報酬率-第 t-1 季淨資產報酬率。 *BTNI*: 公司第 t-1 季稅前淨利。 *SENT*: 第 t 個月消費者信心指數。 *MB*: 公司第 t-1 季普通股每股市價/每股帳面價值。

表五係各變數之 Pearson 積差相關分析之結果。由表可知，投資人情緒指標(*SENT*)與揭露月盈餘(*DIS*)呈現正相關，由相關分析結果可知投資人情緒越高，也比較傾向揭露月盈餘資訊。揭露月盈餘與公司規模呈正相關，表示規模較大的公司較會揭露月盈餘資訊，而揭露月盈餘與經營績效和好消息皆呈正相關，表示當公司經營績效越好或是當公司有好消息時，公司會傾向揭露月盈餘資訊。此外，自變數間之相關係數皆未達 0.8，因此初步排除變數間有共線性的問題。

表五 相關係數矩陣

	<i>DIS</i>	<i>SENT</i>	<i>SIZE</i>	<i>ROE</i>	<i>NEWS</i>	<i>BTNI</i>	<i>MB</i>
<i>DIS</i>	1.000						
<i>SENT</i>	0.041***	1.000					
<i>SIZE</i>	0.091***	-0.003	1.000				
<i>ROE</i>	0.047***	0.040***	0.043***	1.000			
<i>NEWS</i>	0.005	-0.006**	-0.003	-0.505***	1.000		
<i>BTNI</i>	0.053***	0.007***	0.381***	0.086***	-0.026***	1.000	
<i>MB</i>	0.040***	0.029***	0.009***	-0.044***	-0.008***	0.039***	1.000

【註】* 代表 $p < 0.1$ 、** 代表 $p < 0.05$ 、*** 代表 $p < 0.01$ 。

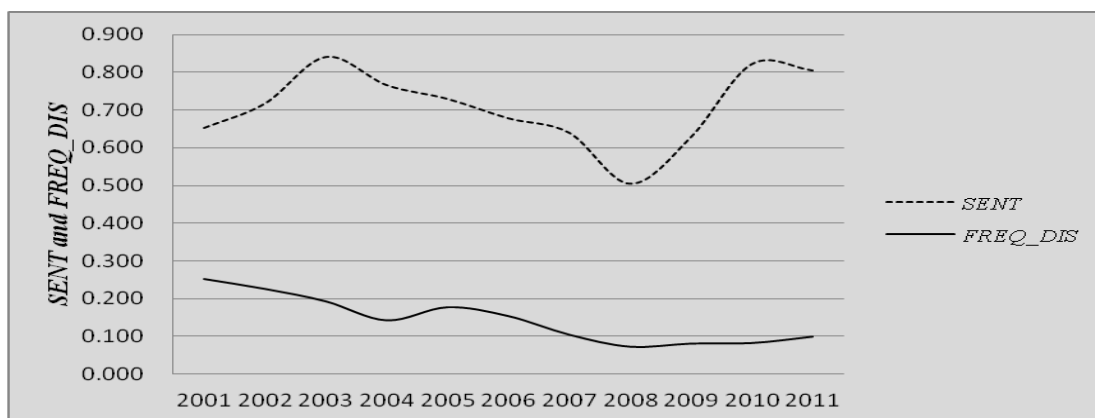
三、實證結果

(一) 投資人情緒對月盈餘揭露之影響

為瞭解投資人情緒與月盈餘揭露之關係，本研究以 Brown et al. (2012)和 Bergman and Roychowdhury (2008)的研究為推論，並先進行投資人情緒與盈餘揭露比例間關係的檢測，其結果如圖一。圖一為投資人情緒與揭露月盈餘公司比例之關係，由圖一可看出，投資人情緒在 2007-2008 年呈現劇烈下跌的情況，可能與當時正逢全球金融海嘯，造成市場低迷，也使得投資人情緒相對較低，造成公司願意揭露月盈餘的比例也逐年下降，而在 2008 年後，投資市場景氣回溫，使得投資人對市場的信心回溫，投資人情緒也逐漸上升，相對反映在月盈餘揭露公司的比例，亦較 2008 年逐漸緩步上升。因此，本研究將樣本切割成三段時間來進行研究，以 2008 年金融海嘯為切割點(2001~2006、2007~2008 及 2009~2011)，探討金融海嘯前後，投資人情緒對月盈餘揭露的影響，最後在探討整體樣本期間的影響。

另本研究採用 Poisson 迴歸模型進行實證分析，研究結果列示於表六的 Model 1。結果顯示在 2001~2006、2007~2008 與 2009~2011 及全部樣本區間，投資人情緒(*SENT*)係數皆為顯著正相關，表示當投資人情緒愈高，公司揭露月盈餘資訊之次數愈多，而在 2007~2008 此一區間，因為恰逢金融海嘯期間，所以投資人情緒對月營盈餘揭露之反應也顯著高於其他兩個區間，此結果與先前圖一顯示之結果一致，本研究實證結果與 Brown et al. (2012)研究結果一致，也就是當投資人情緒愈樂觀時，公司愈會傾向揭露月盈餘資訊給投資人，因為此時投資人對管理者揭露之月盈於資訊較不嚴格檢視，反之，當投資人情緒較為悲觀時，投資人對管理者揭露之月盈於資訊較為嚴格檢視。

其他控制變數方面，稅前淨利(*BTNI*)與揭露月盈餘為顯著負相關，表示當公司稅前淨利愈高時，公司愈不會揭露月盈餘給投資人，避免投資人對公司未來有過高之期望。另一方面，在公司規模(*SIZE*)與揭露月盈餘為顯著負相關，表示當公司規模愈大時，愈不會有動機去揭露月盈餘資訊，經營績效(*ROE*)與揭露月盈餘為顯著正相關，表示當公司經營績效愈好時，愈會揭露月盈餘資訊給投資人；有利消息(*NEWS*)與揭露月盈餘為顯著正相關，顯示當公司本季表現比上季好時，會有較高意願去主動揭露月盈餘資訊給投資人，希望投資人對公司未來前景更具信心，與 Penman (1980)及 Lees (1981)實證結果一致綜上所述，表六之 Model 1 結果顯示揭露月盈餘會受投資人情緒高低影響，且為顯著正相關，故本研究之假說 1 成立。



圖一 投資人情緒與揭露月盈餘公司比例之關係

表六 投資人情緒對月盈餘揭露的影響

<i>Variables</i>	<i>Model 1</i>			
	DIS			
	<i>ALL Observations</i>	2001–2006	2007–2008	2009–2011
<i>CONSTANT</i>	0.942 (0.538) ^{***}	1.352 (0.819) ^{***}	-4.541 (1.842) ^{**}	0.683 (1.091)
<i>SENT</i>	0.023 (0.004) ^{***}	0.005 (0.007) ^{**}	0.053 (0.014) ^{**}	0.013 (0.009) [*]
<i>SIZE</i>	-0.618 (0.073) ^{***}	-0.552 (0.107) ^{***}	-0.119 (0.243)	-0.582 (0.156) ^{***}
<i>ROE</i>	0.031 (0.003) ^{***}	0.052 (0.006) ^{***}	0.035 (0.017) ^{**}	0.021 (0.004) ^{**}
<i>NEWS</i>	0.032 (0.004) ^{***}	0.075 (0.007) ^{***}	0.011 (0.010)	0.015 (0.004) [*]
<i>BTNI</i>	-0.671 (0.093) ^{***}	-0.704 (0.139) ^{***}	-0.628 (0.248) ^{**}	-0.404 (0.137) [*]
<i>MB</i>	-0.032 (0.007) ^{***}	0.099 (0.042) ^{**}	0.496 (0.089) ^{***}	-0.015 (0.014) ^{**}
<i>ROA</i>	0.198 (0.009) ^{**}	0.175 (0.021) ^{**}	-0.017 (0.086) ^{***}	0.053 (0.014) ^{***}
<i>GROSS</i>	0.003 (0.005) ^{**}	0.002 (0.002) ^{**}	0.005 (0.004) ^{***}	0.002 (0.006) ^{**}
<i>NET</i>	0.003 (0.005) ^{**}	0.001 (0.006) ^{**}	0.006 (0.002) ^{***}	0.007 (0.009) ^{**}
<i>Fixed Industry Effects</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>
<i>Fixed Month Effects</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>
<i>Observations</i>	158,595	85,641	28,547	44,407
<i>Pseudo R²</i>	0.165	0.244	0.090	0.085

【註 1】* 代表 $p < 0.1$ 、** 代表 $p < 0.05$ 、*** 代表 $p < 0.01$ 。

【註 2】括號()內值為標準誤。

$$\text{【註 3】 } DIS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 NEWS_{i,t} + \beta_5 BTNI_{i,t} + \beta_6 MB_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

【註 4】模型 1 採用 Poission 迴歸，經過檢定資料有過度離散(over-dispersion)的問題，模型 1 括弧內的 z 值是經過修正最大似法所估計出的標準差，再據以調整的 z 值。

(二) 投資人情緒對月盈餘揭露為好消息和壞消息之關係

為瞭解投資人情緒對揭露月盈餘為好消息之關係，先進行投資人情緒與盈餘揭露微好消息比例間關係的檢測，其結果如圖二。由圖中可以看出，2005年之前投資人情緒與揭露好消息月盈餘公司比例間呈現負相關，原因可能是2005年之前證期會（現金管會）仍要求上市櫃公司必須強制揭露財務預測，同時也產生管理者操弄財務報導之現象，所以當投資人情緒高時，評估管理者的盈餘揭露會較不嚴謹，所以公司為維持市場看好情況，因此較不會揭露為好消息月盈餘資訊。但在2008年後可看出投資人情緒與揭露好消息月盈餘公司比例間呈現正相關，起因於金融海嘯後，投資人態度趨於保守，當投資人情緒高時，評估管理者的盈餘揭露會較不嚴謹，因此當公司當月盈餘表現是比上一季好時，會傾向揭露好消息月盈餘資訊給投資人，試圖提高市場看好情況。

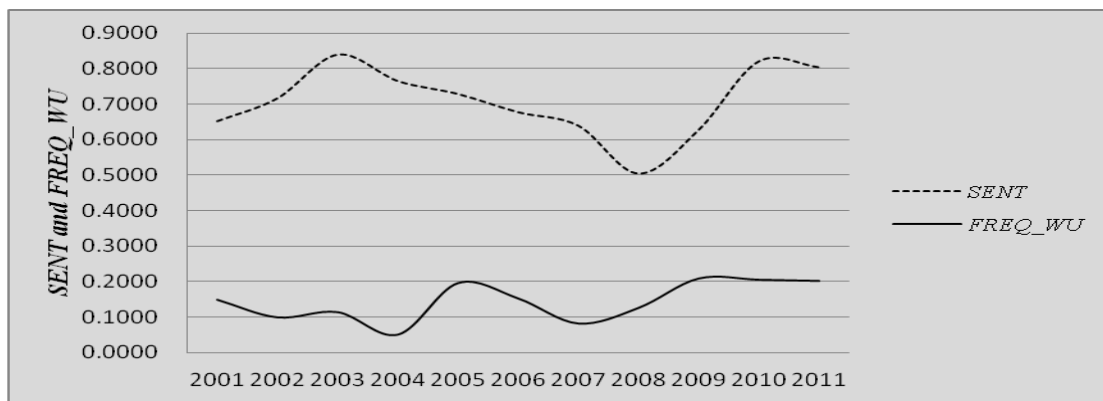
假說2採用Poisson迴歸模型進行實證分析。在假說1中，我們假設投資人情緒會影響月盈餘之揭露，結果也顯示當投資人情緒愈高，公司愈會願意揭露月盈餘資訊；因此，在假說2中，進一步探討投資人情緒如何影響揭露月盈餘為好消息，其研究結果列示於表七之Model 2。結果顯示在2001~2006、2007~2008與2009~2011及全體樣本四個樣本區間投資人情緒(*SENT*)係數皆為顯著正相關，表示當投資人情緒愈高，公司除了較願意揭露月盈餘資訊外，也愈會願意揭露月盈餘為好消息之月盈餘資訊，另外特別在2007~2008此一區間，因為恰逢金融海嘯期間，所以投資人情緒對月營盈餘揭露之反應也顯著高於其他兩個區間，此實證結果與先前圖二所顯示之結果一致，實證結果亦與Brown et al. (2012)之研究結果一致，也就是當投資人情緒愈樂觀時，管理者愈會傾向於揭露較為樂觀的盈餘資訊給投資人，並在盈餘發佈期間揭露比GAAP盈餘更顯著的數據。因此，本研究之假說2成立。

另外，因本國農曆新年期間會休市暫停交易，考慮到有可能會因此高估2月份之績效表現，因此本研究額外將第一季之樣本資料剔除後重新再進行分析，發現實證結果並未受到2月份交易天數較少之影響。

其他控制變數方面，稅前淨利(*BTNI*)與揭露月盈餘為顯著負相關，表示當公司稅前淨利愈高時，公司愈不會揭露好消息之月盈餘，因為不希望投資人對公司有過高或錯誤的期待。另一方面，在公司規模(*SIZE*)與揭露月盈餘為顯著負相關，表示當公司規模愈大時，愈不會有動機去揭露月盈餘資訊，經營績效(*ROE*)與揭露月盈餘為顯著正相關，表示當公司經營績效愈好時，愈會揭露好消息之月盈餘資訊給投資人；有利消息(*NEWS*)與揭露月盈餘為顯著正相關，顯示當公司本季表現比上季好時，會有較高意願去主動揭露月盈餘為好消息之資

訊給投資人知道，與 Penman (1980)及 Lees (1981)實證結果一致。綜上所述，表七之 Model 2 結果顯示揭露好消息之月盈餘會受投資人情緒高低影響，且為顯著正相關，故本研究之假說 2 成立。

為瞭解投資人情緒對揭露月盈餘為壞消息之關係，Model 3 採用 Poisson 迴歸模型進行實證分析。其研究結果列示於表八之 Model 3。結果顯示在 2001~2006、2007~2008 與 2009~2011 與整體樣本四個樣本區間投資人情緒 (*SENT*)係數皆為負相關，表示當投資人情緒愈高，公司較不願意揭露月盈餘為壞消息之月盈餘資訊，因為怕投資人會因此失去對公司的信心，而不繼續對公司進行投資。



圖二 投資人情緒與揭露好消息月盈餘公司比例

表七 投資人情緒對月盈餘揭露為好消息之影響

Variables	Model 2			
	GN			
	ALL Observations	2001~2006	2007~2008	2009~2011
CONSTANT	2.597 (0.302) ^{***}	0.792 (0.451) [*]	0.494 (0.958)	3.604 (0.549)
SENT	0.006 (0.002) ^{***}	0.030 (0.004) ^{***}	0.043 (0.010) ^{***}	0.010 (0.003) ^{***}
SIZE	-0.520 (0.039) ^{***}	-0.513 (0.056) ^{***}	-0.524 (0.103) ^{***}	-0.488 (0.074) ^{***}
ROE	-0.205 (0.004) ^{***}	-0.232 (0.006) ^{***}	-0.159 (0.009) ^{***}	-0.180 (0.009) ^{***}
NEWS	0.126 (0.004) ^{***}	0.154 (0.007) ^{***}	0.082 (0.009) ^{***}	0.104 (0.010) ^{***}
BTNI	-0.213 (0.029) ^{***}	-0.322 (0.052) ^{***}	-0.285 (0.085) ^{***}	-0.124 (0.033) ^{***}
MB	0.137 (0.014) ^{***}	0.168 (0.018) ^{***}	0.050 (0.027) [*]	0.108 (0.043) ^{**}
Fixed Industry Effects	Included	Included	Included	Included
Fixed Month Effects	Included	Included	Included	Included
Observations	40,125	21,067	7,536	11,522
Pseudo R ²	0.430	0.449	0.428	0.426

【註 1】* 代表 $p < 0.1$ 、** 代表 $p < 0.05$ 、*** 代表 $p < 0.01$ 。

【註 2】括號()內值為標準誤。

【註 3】 $GN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 NEWS_{i,t} + \beta_5 BTNI_{i,t} + \beta_6 MB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ (2)

【註 4】模型 2 採用 Poission 迴歸，經過檢定資料有過度離散(over-dispersion)的問題，模型 1 括弧內的 z 值是經過修正最大概似法所估計出的標準差，再據以調整的 z 值。

表八 投資人情緒對月盈餘揭露為壞消息之影響

Variables	Model 3			
	BN			
	ALL Observations	2001~2006	2007~2008	2009~2011
CONSTANT	-2.548 (0.314) ^{***}	-0.765 (0.451) [*]	-0.473 (0.958)	-3.563 (0.549)
SENT	-0.008 (0.088)	-0.030 (0.065)	-0.043 (0.042)	-0.010 (0.042)
SIZE	0.531 (0.035) ^{***}	0.513 (0.056) ^{***}	0.564 (0.103) ^{***}	0.472 (0.074) ^{***}
ROE	0.201 (0.005) ^{***}	0.241 (0.006) ^{***}	0.154 (0.009) ^{***}	0.183 (0.009) ^{***}
NEWS	-0.131 (0.005) ^{***}	-0.151 (0.007) ^{***}	-0.062 (0.009) ^{***}	-0.101 (0.010) ^{***}
BTNI	0.202 (0.026) ^{***}	0.313 (0.052) ^{***}	0.276 (0.085) ^{***}	0.113 (0.033) ^{***}
MB	-0.136 (0.017) ^{***}	-0.168 (0.018) ^{***}	-0.050 (0.027) [*]	-0.108 (0.043) ^{**}
Fixed Industry Effects	Included	Included	Included	Included
Fixed Month Effects	Included	Included	Included	Included
Observations	118,470	64,574	21,011	32,885
Pseudo R ²	0.438	0.449	0.428	0.426

【註 1】* 代表 $p < 0.1$ 、** 代表 $p < 0.05$ 、*** 代表 $p < 0.01$ 。

【註 2】括號()內值為標準誤。

【註 3】 $BN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 NEWS_{i,t} + \beta_5 BTNI_{i,t} + \beta_6 MB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ (2)

【註 4】模型 3 採用 Poission 迴歸，經過檢定資料有過度離散(over-dispersion)的問題，模型 1 括弧內的 z 值是經過修正最大似法所估計出的標準差，再據以調整的 z 值。

陸、額外測試

本研究在前面章節以探討投資人情緒對月盈餘揭露的影響及投資人情緒對月盈餘揭露為好消息之影響，為使本研究能更加嚴謹及考慮更加周全，本研究額外探討並加入一些替代變數來針對月盈餘揭露以及投資人情緒進行額外之測試，以期研究能更加完整。另外也這個部分也探討投資人情緒與月盈餘之揭露是否存在相關的內生性問題。

一、投資人情緒與舉辦法說會之關係

上市櫃公司會在每一季或每半年辦理一次法人說明會，說明公司的業績、財務預測，而公司的經理人也會對產業前景發表看法。法人內部的研究部門培養了不少的專業分析師，針對上市櫃公司的產業前景、營運狀況進行研究，並透過財務報表分析給予上市櫃公司的投資評價。而法說會，就成為上市櫃公司直接面對專業分析師的第一線管道。因此法說會成為投資人關係中最典型也最重要的社交場合。所以本研究為瞭解其他資訊揭露是否對投資人情緒造成影響，本研究將公司是否舉辦法說會(Earning results conference)選為另一種資訊揭露的代理變數，本研究利用 TEJ 上所公佈的上市(櫃)公司重要行事曆資料庫蒐集有舉辦法人說明會的公司，樣本期間為 2001 年 1 月至 2011 年 12 月，以一季為計算單位，舉辦零次法說會的為 0，舉辦一次法說會的為 1，舉辦兩次法說會的為 2，舉辦三次法說會的為 3。Model 4 採用 Poisson 迴歸模型進行實證分析，研究結果列示於表九之 Model 4。結果顯示在 2001~2006、2007~2008 與 2009~2011 與整體樣本四個樣本區間投資人情緒(*SENT*)係數皆為顯著正相關，表示當投資人情緒愈高，公司較願意主動舉辦法說會來揭露公司相關之營運資訊，因為希望加深投資人對公司的營運情況能更具信心，能繼續對公司進行投資。

其他控制變數方面，稅前淨利(*BTNI*)與法說會召開為顯著正相關，表示當公司稅前淨利愈高時，公司愈願意召開法說會來揭露相關資訊給投資人，希望投資人未來對公司繼續投資。另一方面，在公司規模(*SIZE*)與法說會之舉辦為顯著正相關，表示當公司規模愈大時，愈會有動機去舉辦法說會來揭露營運的相關資訊，經營績效(*ROE*)與法說會之舉辦為顯著正相關，表示當公司經營績效愈好時，愈會願意舉辦法說會來揭露好的經營績效資訊給投資人；有利消息(*NEWS*)與法說會之舉辦為顯著正相關，顯示當公司本季表現比上季好時，會有較高意願去主動舉辦法說會來揭露營運資訊給投資人，期望投資人對公司未來前景更具信心。

表九 投資人情緒對法說會之影響

Variables	Model 4			
	Earning results conference			
	ALL Observations	2001~2006	2007~2008	2009~2011
CONSTANT	-6.583 (0.218)***	-6.741 (0.314)***	-3.806 (0.662)***	-0.7328 (0.462)***
SENT	0.003 (0.002)*	0.003 (0.003)*	0.015 (0.008)**	0.006 (0.003)**
SIZE	0.747 (0.025)***	0.771 (0.032)***	0.495 (0.065)***	0.898 (0.059)***
ROE	0.040 (0.002)***	0.044 (0.003)***	0.041 (0.005)***	0.036 (0.005)***
NEWS	0.025 (0.002)***	0.023 (0.002)***	0.030 (0.005)***	0.036 (0.005)***
BTNI	0.026 (0.005)***	0.005 (0.006)**	0.042 (0.011)***	0.058 (0.013)***
MB	0.174 (0.011)***	0.143 (0.014)***	0.147 (0.022)***	0.365 (0.034)***
Fixed Industry Effects	Included	Included	Included	Included
Fixed Month Effects	Included	Included	Included	Included
Observations	158,595	85,641	28,547	44,407
Pseudo R ²	0.168	0.137	0.154	0.314

【註 1】* 代表 $p < 0.1$ 、** 代表 $p < 0.05$ 、*** 代表 $p < 0.01$ 。

【註 2】括號()內值為標準誤。

$$\text{【註 3】 } ERC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 NEWS_{i,t} + \beta_5 BTNI_{i,t} + \beta_6 MB_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

二、其他投資人情緒替代變數與月盈餘揭露之關係

為瞭解其他代表投資人情緒之指標與月盈餘揭露之關係，在這個部分本研究參考國內之研究(周賓凰、張宇志與林美珍 2007)，選取了兩種可代表投資人情緒之間接指標來進行額外之測試：市場周轉率(market turnover)及資券餘額比，市場周轉率(market turnover)：第 i 期上市股票交易量 / 第 i 期平均流通在外股數，過去研究指出，當市場周轉率愈高，代表投資人情緒愈高且願意多持有股票，資券餘額比：第 i 期市場融資餘額 / 第 i 期市場融券餘額，融資愈高與融券愈低代表一般投資人的市場情緒愈高，所以當資券餘額比愈高時代表投

資者看好市場未來之後續發展，本部分採用 Poisson 迴歸模型進行實證分析，研究結果列示於表十的 Model 5 與 Model 6。結果顯示在 2001~2006、2007~2008 與 2009~2011 及全部樣本區間，市場周轉率(MT)與資券餘額比係數皆為顯著正相關，表示當市場周轉率與資券餘額比愈高時（代表投資人情緒愈高），公司愈會揭露月盈餘資訊，而在 2007~2008 此一區間，因為恰逢金融海嘯期間，所以市周轉率及資券餘額比對月營盈餘揭露之反應也顯著高於其他兩個區間，此結果與先前圖一所顯示之結果一致，實證結果與 Brown et al. (2012)研究結果一致，也就是當投資人情緒愈樂觀時，公司愈會傾向揭露調整過後的盈餘資訊給投資人。

表十 市場周轉率及資券餘額比對月盈餘揭露的影響

Panel A	Model 5				
	Variables	DIS			
		ALL Observations	2001~2006	2007~2008	2009~2011
CONSTANT	2.649 (0.483)***	2.675 (0.662)	-2.415 (1.536)	0.702 (1.016)	
MT	1.014 (0.213)***	1.708 (0.242)***	2.356 (0.276)***	4.087 (0.284)***	
SIZE	0.652 (0.021)***	0.762 (0.038)***	0.483 (0.061)***	0.832 (0.042)***	
ROE	0.032 (0.002)***	0.041 (0.003)***	0.042 (0.005)***	0.028 (0.004)***	
NEWS	0.021 (0.001)***	0.028 (0.001)***	0.031 (0.005)***	0.038 (0.004)***	
BTNI	0.027 (0.002)***	0.007 (0.002)**	0.048 (0.018)***	0.028 (0.011)***	
MB	0.162 (0.011)***	0.158 (0.012)***	0.172 (0.021)***	0.342 (0.031)***	
Fixed Industry Effects	Included	Included	Included	Included	
Fixed Month Effects	Included	Included	Included	Included	
Observations	158,595	85,641	28,547	44,407	
Pseudo R ²	0.131	0.252	0.079	0.053	

表十 市場周轉率及資券餘額比對月盈餘揭露的影響（續）

Variables	Model 6			
	DIS			
	ALL Observations	2001~2006	2007~2008	2009~2011
CONSTANT	2.678 (0.478) ^{***}	2.832 (0.656) ^{***}	-2.601 (1.532) ^{***}	0.553 (1.031) ^{***}
資券餘額比	0.023 (0.011) ^{***}	0.053 (0.021) [*]	0.042 (0.031) ^{***}	0.011 (0.002) ^{***}
SIZE	0.623 (0.030) ^{***}	0.688 (0.024) ^{***}	0.367 (0.056) ^{***}	0.521 (0.053) ^{***}
ROE	0.049 (0.001) ^{***}	0.042 (0.005) ^{***}	0.048 (0.008) ^{***}	0.028 (0.005) ^{***}
NEWS	0.035 (0.002) ^{***}	0.043 (0.001) ^{***}	0.032 (0.005) ^{***}	0.028 (0.005) ^{***}
BTNI	0.036 (0.005) ^{***}	0.012 (0.006) ^{**}	0.052 (0.011) ^{***}	0.042 (0.013) ^{***}
MB	0.186 (0.014) ^{***}	0.201 (0.010) ^{***}	0.197 (0.051) ^{***}	0.288 (0.024) ^{***}
Fixed Industry Effects	Included	Included	Included	Included
Fixed Month Effects	Included	Included	Included	Included
Observations	158,595	85,641	28,547	44,407
Pseudo R ²	0.127	0.238	0.089	0.046

【註 1】* 代表 $p < 0.1$ 、** 代表 $p < 0.05$ 、*** 代表 $p < 0.01$ 。

【註 2】括號()內值為標準誤。

$$\text{【註 3】 } DIS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MT_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 NEWS_{i,t} + \beta_5 BTNI_{i,t} + \beta_6 MB_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$\text{【註 4】 } DIS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{資券餘額比}_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 NEWS_{i,t} + \beta_5 BTNI_{i,t} + \beta_6 MB_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

三、投資人情緒與月盈餘揭露內生性問題之測試

本文之應變數為月盈餘揭露之次數，主要自變數為投資人情緒代理變數，因為當公司財務績效變好時，同時也會影響消費者信心指數，而投資人情緒愈高，公司愈會揭露月盈餘資訊，所以，為解決此內生性問題，在這一部分進行測試。本研究利用兩階段迴歸處理內生性之問題，第一階段迴歸先利用投資人情緒與會影響投資人情緒之變數進行第一階段的迴歸分析，得出投資人情緒變

數預測值(predicted value)，第二階段迴歸在將得到之投資人情緒變數預測值代入原本之實證模型中，利用此方法解決內生性之問題。實證結果如表十一，得出之結果與假說一（表六）之結果無太大之差異，顯示投資人情緒與月盈餘揭露間並未存在內生性問題。

表十一 投資人情緒對月盈餘揭露的影響（兩階段最小平方法）

<i>Variables</i>	<i>SENT</i>	<i>DIS</i>
	<i>ALL Observations</i>	<i>ALL Observations</i>
<i>CONSTANT</i>	2.842 (0.462) ^{***}	0.936 (0.542) ^{***}
<i>predicted value of SENT</i>		0.019 (0.002) ^{***}
<i>SIZE</i>	0.546 (0.031) ^{***}	-0.632 (0.069) ^{***}
<i>ROE</i>	0.035 (0.004) ^{***}	0.029 (0.001) ^{***}
<i>NEWS</i>	0.027 (0.001) ^{***}	0.028 (0.003) ^{***}
<i>BTNI</i>	0.076 (0.007) ^{***}	-0.642 (0.085) ^{***}
<i>MB</i>	0.175 (0.011) ^{***}	-0.028 (0.004) ^{***}
<i>ROA</i>	1.621 (0.436) ^{***}	0.175 (0.003) ^{**}
<i>GROSS</i>	0.018 (0.017) ^{***}	0.002 (0.001) ^{**}
<i>NET</i>	0.594 (0.028) ^{***}	0.918 (0.521) ^{***}
<i>Fixed Industry Effects</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>
<i>Fixed Month Effects</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>
<i>Observations</i>	158,595	158,595

柒、結論

過去研究主要探討投資人情緒是否會影響公司資本投資、股利支付、股票分割或是公司改名等決策，或是檢驗投資人情緒是否能解釋股票報酬變動等，鮮少討論投資人情緒是否會影響自願性揭露的原因，關於自願性資訊揭露之研究大多與盈餘預測相關或是利用年度盈餘和季盈餘之宣告作為探討主題。相較於過去之研究，本研究主要探討投資人情緒與我國特有之月盈餘揭露間之關係，並進一步探討揭露月盈餘是否受投資人情緒樂觀或悲觀之影響。

實證結果顯示，投資人情緒與月盈餘揭露之間呈顯著正關係，亦即當投資人情緒愈高時，公司愈會揭露月盈餘資訊，希望吸引投資人來增加投資。另外，本研究更進一步將當月揭露之月盈餘與上一季平均每月月盈餘衡量，若大於上一期當月月盈餘則為好消息，反之為壞消息，來探討揭露之月盈餘資訊為好消息或是壞消息是否會影響投資人的情緒，實證結果顯示投資人情緒與揭露好消息或壞消息月盈餘係數為顯著正相關，亦即當投資人情緒愈高，公司除愈會揭露月盈餘，且揭露好消息之月盈餘資訊。本研究更進一步探討揭露月盈餘公司比例和揭露好消息月盈餘公司比例是否受投資人情緒影響，並將每季平均投資人情緒與每季平均揭露公司比例和每季平均揭露好消息月盈餘公司比例關係分別列圖，在 2007~2008 年投資人情緒明顯驟降，原因可能為當時全球發生金融海嘯，導致投資人對於市場之信心降低，造成投資人情緒低迷，且對未來景氣不看好，也造成公司揭露月盈餘之比例跟著降的，而在 2008 年後，金融海嘯所造成的影響逐漸趨緩，也反應再投資人情緒相較之前逐步上升，同步帶動公司月盈餘揭意願的提升，並較願意揭露月盈餘為好消息的訊息。

另外再額外測試之部份，本研究額外探討並加入一些替代變數來針對月盈餘揭露以及投資人情緒進行額外之測試，研究結果發現，投資人情緒與法說會(Earning results conference)之舉辦與否間呈正向關係，顯示當投資人情緒愈高時，公司愈願意舉辦法說會來揭露公司的盈餘資訊。另外本研究選取市場周轉率(MT)以及資券餘額比當作投資人情緒的替代變數，實證結果發現，市場周轉率(MT)與資券餘額比係數皆為顯著正相關，表示當市場周轉率與資券餘額比愈高時(代表投資人情緒愈高)，公司愈會揭露月盈餘資訊。

本研究可提供有關當局與投資人一定的參考，對於公司來說，本研究顯示投資人情緒愈高，公司欲揭露月盈餘資訊給予投資人，表示投資人情緒指標對於公司來說極具參考價值，未來公司或許可以參考相關的投資人情緒指標來決定公司是否適當的揭露公司月盈餘等相關資訊給投資人，來帶動並提高投資人的信心。

參考文獻

- 周賓凰、張宇志與林美珍，2007，〈投資人情緒與股票報酬互動關係〉，《證券市場發展季刊》，第 19 卷（2）：153-190 頁。
- 金成隆與林修葳，1998，〈台灣上市公司月盈餘揭露行為之實證研究〉，《證券市場季刊》，第 10 卷（3）：31-63 頁。
- 施羿如，1998，〈影響公司管理當局自願揭露盈餘預測因素之研究〉，國立台灣大學會計研究所碩士論文。
- 徐中琦與黃銘遠，2012，〈公開資訊之資訊內涵與投資人在不同情緒下投資行為之研究〉，《台灣銀行季刊》，第 63 卷（4）：112-129 頁。
- 許溪南、郭玟秀與鄭乃誠，2005，〈投資人情緒與股價報酬波動之互動關係：台灣股市之實證〉，《台灣金融財務季刊》，第 6 卷（3）：107-121 頁。
- 黃寶玉、倪衍森與賴步昇，2011，〈台灣股票市場資訊揭示與投資人情緒反應的互動關係〉，《台灣金融財務季刊》，第 12 卷（4）：115-144 頁。
- 廖克皇，1997，〈管理當局自願性月盈餘資訊揭露影響因素之探討〉，國立中興大學會計研究所碩士論文。
- 鄭高輯與林泉源，2010，〈投資人情緒對投機型股票報酬之影響〉，《International Journal》，第 2 卷（1）：021-035 頁。
- 賴璟昱，2010，〈國際化，公司治理與自願性盈餘預測之關聯性〉，國立政治大學會計研究所碩士論文。
- 蘇英慧，1996，〈月盈餘宣告對股價影響之實證研究〉，國立中興大學會計研究所碩士論文。
- Ajinkya, B., Bhojraj, S., and Sengupta, P. 2005. The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of accounting Research* 43(3): 343-376.
- Basu, Sudipta. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24: 3-37.
- Bergman, N. K., and Roychowdhury, S. 2008. Investor sentiment and corporate disclosure. *Journal of Accounting Research* 46(5): 1057-1083.

- Brown, G. W., and Cliff, M. T. 2004. Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of Empirical Finance* 11(1): 1-27.
- Brown, N. C., Christensen, T. E., Elliott, W. B., and Mergenthaler, R. D. 2012. Investor sentiment and pro forma earnings disclosures. *Journal of Accounting Research* 50(1): 1-40.
- Chau, F., Deesomsak, R., and Koutmos, D. 2016. Does investor sentiment really matter?. *International Review of Financial Analysis* 48: 221-232.
- Gurun, U. G. and A. W. Butler, 2012. Don't Believe the Hype: Local media slant, local advertising, and firm value. *The Journal of Finance* 67: 561-598.
- Han, X., and Li, Y. 2017. Can investor sentiment be a momentum time-series predictor? evidence from China. *Journal of Empirical Finance* 42: 212-239.
- Kaszniak, R., and Lev, B. 1995. To warn or not to warn: management disclosures in the face of an earnings surprise. *Accounting review: A quarterly journal of the American Accounting Association* 70(1): 113-134.
- Lee, C., Shleifer, A., and Thaler, R. H. 1991. Investor sentiment and the closed-end fund puzzle. *The Journal of Finance* 46(1): 75-109.
- Lees, F. A. 1981. Public disclosure of corporate earnings forecasts. *New York: The Conference Board*.
- Lee, J., Kim, S., and Park, Y. J. (2017). Investor sentiment and credit default swap spreads during the global financial crisis. *Journal of Futures Markets* 37(7): 660-688.
- Matsumoto, D. A. 2002. Management's incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review* 77(3): 483-514.
- Neal, R., and Wheatley, S. M. 1998. Do measures of investor sentiment predict returns?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33(04): 523-547.
- Penman, S. H. 1980. An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 132-160.
- Pownall, G., Wasley, C., and Waymire, G. 1993. The stock price effects of alternative types of management earnings forecasts. *Accounting Review* 896-912.

- Richardson, S., Teoh, S. H., and Wysocki, P. D. 2004. The walk-down to beatable analyst forecasts: the role of equity issuance and insider trading incentives. *Contemporary Accounting Research* 21(4): 885-924.
- Qiu, L., and Welch, I. 2004. *Investor sentiment measures*. National Bureau of Economic Research.
- Ruland, W., Tung, S. and George, N. E. 1990. Factors associated with the disclosure of managers' forecasts. *The Accounting Review* 65(3): 710-721.
- Siganos, A., Vagenas-Nanos, E., and Verwijmeren, P. 2017. Divergence of sentiment and stock market trading. *Journal of Banking & Finance* 78: 130-141.
- Shleifer, A., and Summers, L. H. 1990. The noise trader approach to finance. *Journal of Economic perspectives* 4(2): 19-33.
- Skinner, D. J. 1994. Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of accounting research* 32: 38-38.
- Soffer, L. C., Thiagarajan, S. R., and Walther, B. R. 2000. Earnings preannouncement strategies. *Review of Accounting Studies* 5(1): 5-26.
- Sun, L., Najand, M., and Shen, J. 2016. Stock return predictability and investor sentiment: A high-frequency perspective. *Journal of Banking & Finance* 73: 147-164.

