

品牌價值、投資者認同對新產品上市宣告績效之影響

-以廣告支出作為中介型調節效果

翁鶯娟

國立高雄應用科技大學 企業管理研究所 助理教授

Email Address: yjwong@kuas.edu.tw

陳珮櫻

國立高雄應用科技大學 企業管理研究所 碩士生

Email Address: s78020683@yahoo.com.tw

摘要

本研究以 2002 年至 2012 年台灣上市品牌公司為樣本，以事件研究法探討上市公司推出新產品宣告之股價異常報酬影響。利用多元迴歸分析來探討品牌價值對新產品宣告之股價異常報酬是否有正向的影響，以及納入投資者認同作為中介效果是否影響之間關聯性，最後加入廣告支出作為干擾效果，以檢視此變數對品牌價值及投資者認同、新產品宣告異常報酬所以帶來的影響效果。

本研究實證研究發現，品牌價值對新產品宣告之異常報酬可帶來正向影響，並且在納入投資者認同為中介效果後，品牌價值雖仍顯著，但影響程度明顯減弱，顯示投資者認同對於「品牌價值影響新產品宣告異常報酬」具有部分中介效果，代表其意義提升投資者認同可作為品牌價值影響新產品宣告異常報酬為重要的途徑之一，並且在品牌價值及投資者認同、新產品宣告異常報酬加入廣告支出作為干擾效果，發現廣告支出投入多寡，品牌價值可影響投資者對該上市品牌公司所釋放出的訊息，進而提升投資者認同而影響該上市品牌公司之股價以及品牌價值對新產品宣告之產生股價的影響性。另外，廣告支出與品牌價值之交互作用下會透過投資者認同而影響新產品宣告之股價異常報酬，故與本研究預期中介型干擾相符。

關鍵詞：品牌價值、投資者認同、廣告支出、中介型干擾、多元迴歸分析

第一章 緒論

近年來，隨著現今科技的進步與發達，各個國際品牌消費性電子產品紛紛崛起，產品不斷的推陳出新，產品功能一代比一代增強，因此消費者的選擇也越來越多元，例如：從過往傳統手機到現今的智慧型手機；傳統電腦到現今平板電腦、筆記型電腦等等，在市場現況的推動之下，台灣過去以原廠委託製造(original equipment manufacturing; OEM)或原廠委託設計(original design manufacturer; ODM)的模式經營下，近年來不斷受制於國際品牌大廠強勢的議價能力，加上廠商間商業模式的同質化，以及大陸、東南亞等新興國家以其低廉製造成本的競爭之下，OEM 或 ODM 的利潤率逐漸萎縮，這種低附加價值卻有高營運風險的產業模式，未來發展愈顯艱辛(洪順慶及吳長生，1999)，因此台灣必須在全球價值鏈中另尋其他的切入點。

從施振榮先生提出的微笑曲線(smiling curve)理論來看，「品牌行銷」是價值鏈中最具價值的環節之一(施振榮，2005)，因此政府在「挑戰2008國家發展重點計畫」中，已將發展品牌列為台灣產業升級、企業與國家競爭力提升的重要工作。自從1989年「中華民國原創品牌協會」成

立後，政府即積極地提昇台灣產品/品牌之形象，並開始有規模、有計畫的推動台商自創國際品牌(洪順慶及吳長生，2000)，至今雖已具初步成效，但台灣品牌的國際競爭力仍有待進一步的強化。另一方面，自創品牌對國內業者經營績效的影響至今尚無定論，特別是台商長期以代工業務為主，投入品牌經營後，成為代工客戶的競爭對手，訂單立刻大幅喪失，品牌還沒帶來正面貢獻，生存的臍帶就可能先被切斷，導致某些堅持自創品牌者(如宏碁)，其績效有時甚至是負面(洪清德，2004)；亦有研究發現，台灣消費性電子產業中，從事品牌經營的廠商與專業代工業者之間的無形資產價值並無顯著差異(朱博湧等，2007)。

因此，在市場競爭越來越激烈之下，國內外品牌企業也只有快速研發新產品或功能提升，來搶得國內外市場，並且在第一時間取得獲利，竭盡所能縮短上市時間，根據過去研究認為，新產品發展為企業成長重要動力，故新產品宣告往往具有正向的宣告效果，尤其在高科技產業效果將更為明顯(Chaney et al., 1991)。台灣實證新產品宣告效果，亦支持國外之研究(林哲鵬、郭怡萍，2007；晏以明，2009)。

另外，廣告可以建立品牌權益，而品牌權益往往會影響到投資者對公司未來現金流量與股價的預期(Lane and Jacobson, 1995)，並使大眾認為公司品牌具有較高的知覺價值(Srivastava et al., 1998)。有些文獻則直接連結廣告在投資層面的影響，發現廣告的曝光量可吸引投資者注意並引發投資者認同(Arbel et al., 1983；Kent and Allen, 1994)，進而降低風險(Klein and Bawa, 1976, 1977；McAlistert al., 2007)，而投資者亦偏好將該標的公司的股票納入其投資組合中(Falkenstein, 1996；Friederand Subrahmanyam, 2005；Lane and Jacobson, 1995)。

根據文獻指出，投資者不僅受廣告曝光量的影響認同程度，本身也會影響公司價值。在廣告影響投資者認同方面，廣告可將公司決策訊息傳遞給投資者，進而提升投資者對公司品牌的熟悉度(Friederand Subrahmanyam, 2005；Kent and Allen, 1994；Monroe et al., 1991)。Baker et al. (2002) 發現同時在紐約和倫敦上市的公司可吸引分析師和媒體關注，使得投資者知悉公司資訊的程度大為提高，進而提升公司價值。Chen et al. (2004) 發現公司納入S&P500 指數成分股之後，因流動性增加、資訊不對稱降低、媒體關注、交易成本降低等因素而引發投資者認同，可對股價產生正向影響。公司被更多投資者認同之後，會降低因陌生所造成的影子成本(Shadow cost)，進而降低投資者的預期報酬，提高公司的市場價值(Kadlec and McConnell, 1994；Lehavy and Sloan, 2008；Merton, 1987)。

除此之外，推出新產品能夠藉由廣告來宣傳知名度，影響消費者在購買此產品時，能進一步優先考慮，並且也會對股價產生影響。使該公司藉由廣告能夠收取更高的價格，獲得更大的市場份額和銷售(Boulding, Eunky and Staelin, 1994)，並提高消費者的忠誠度(Kamakura and Russell 1994)，避免競爭力上的威脅。從汽車產業實證研究顯示，該品牌公司推出新產品越早採取廣告支出先驅者會比後者推出產品更容易獲取現金流量(Bowman and Gatignon 1996)。因此，廣告支出能提高該品牌公司對推出新產品所獲得績效及報酬，尤其是先推出新產品的品牌公司先驅者。近年來，也有實證上顯示指出企業投入更多在行銷資源上，能夠更好地維持產品上的創新，並且促使新產品的使用率(Chandy and Tellis, 2000)。

根據過往文獻，大多探討品牌價值或廣告對股價的影響或者如何衡量品牌權益方式，鮮少研究納入投資者認同及新產品宣告效果如何去影響股價，因此本文納入投資者認同、廣告作為中介及干擾，去探討品牌價值如何影響新產品宣告其異常報酬。

本研究之目的在於探討台灣上市產業之品牌為例，經由上述的研究背景與動機，藉由實證來了解品牌價值對新產品宣告異常報酬之績效影響，並提供及幫助業界當品牌推出新產品時，如何制定決策之用，以及納入投資者認同、廣告來探討對新產品宣告之績效的整體影響，瞭解其台灣上市產業品牌價值的表現。因此，本研究之目的如下：

1. 探討台灣上市的品牌價值是否對新產品宣告效果之檢定異常報酬 (abnormal returns, 簡稱AR) 其股價有顯著之影響。
2. 探討品牌價值是否透過投資者認同中介而影響新產品宣告之異常報酬。
3. 探討品牌價值與投資者認同、新產品宣告異常報酬是否透過廣告支出調節作用而影響之間關係。
4. 探討納入投資者認同及廣告支出，分析台灣上市公司的品牌價值對新產品宣告是否對其股價更有顯著之整體影響。

第二章 文獻探討與研究假設

一、品牌價值與新產品宣告異常報酬之間關係

根據過去的文獻指出，人們很早就意識到品牌對企業是很有價值，慢慢才認真研究來估算其價值(Farquhar 1989, Lipman 1989)，並且許多研究學者發現，一項品牌產品會對未來利潤、長期現金流量、消費者願意購買此產品品牌價格、購併、收購決策、股票價格、競爭替代利益、行銷成功等皆呈正向影響(Srivastava and Shocker, 1991; Keller, 1993; Mahajan et al., 1994; Simon and Sullivan, 1993; Lane and Jacobson, 1995; Bharadwaj et al., 1993; Ambler, 1997)，經由品牌產品所帶來的影響不勝枚舉，因此在競爭激烈且迅速變化的各個產業中，創新是現代企業維持成長及存活的關鍵因素，其中又以推出新產品及開發即為現今企業創新的具體表現之一。Boz, Allen and Hamilton(1982)認為，發展及推出新產品可為企業帶來：(1)改善企業形象 (2)獲取新顧客 (3)拓展新市場 (4)企業重新定位。故品牌價值及推出新產品可攸關影響整體市場之企業、消費者及通路等，因此，品牌價值對推出新產品宣告能夠提供好的機會去創造額外的附加價值(Grand Metropolitan, 1997)，並且為公司帶來可觀的利潤收益。當品牌公司推出新產品並宣告上市時，即是釋出公司有能力在未來獲取較高報酬的訊息，進而增加股東權益，使股東願意投資股票，使新產品宣告異常報酬呈現正向反應，並且當公司新產品提前宣告上市時 (Mishra and Bhabra, 2001)，若伴隨明確證據，也可導致新產品宣告異常報酬呈現正向反應，反之若股票市場沒有實體證據預告產品上市，則在股票市場上不會有所反應。

再來，根據過去文獻指出，Woolridge and Snow (1990)、Chaney et al. (1991)、Chaney and Devinney (1992)、Kokuatal (1997) 大多研究皆支持當具有高知名度的品牌公司進行推出新產品宣告時，市場將會對新產品宣告呈現更正向超額報酬反應，相較企業經營績效也會有較佳的表現，以及從競爭者角度來看，Mullen and Mainz(1989)認為具有高品牌價值的公司比一般競爭者更能夠產生額外價格溢酬，並且推出新產品可增加公司競爭力，對長期績效有正面異常報酬的影響(陳宏生，2003)。另外在長期投資而言，Doyle(1990)認為高品牌價值相較於其他競爭對手者能夠為企業帶來更持久及差異性優勢的效果，並且當推出新產品宣告時，能夠使宣告公司產生正向異常報酬外，對於其他競爭對手者則會產生顯著負向超額報酬的影響(Sheng-Syan Chen et al., 2005)。所以，當台灣企業投入經營品牌時，其品牌價值愈高者，相較於其他競爭對手其經營績效也會有較佳的表現，並且反應在市場股價異常報酬上。

經由以上所述可知，品牌價值對上市公司推出新產品宣告會對其股價有正面提升的幫助，有助於企業推出新產品在市場上的整體表現。故本研究推論當品牌價值越高時，推出新產品宣告公司其異常報酬會有較高影響。因此，本研究假說如下：

H1: 當品牌價值越高時，推出新產品宣告公司之正向異常報酬為越高。

二、投資者認同對品牌價值及新產品宣告異常報酬間關係之中介效果

過去研究學者指出，Madden et al.(2006)在1994-2001年間列名在Interbrand「全球100大品牌調查(Top 100 Global Brands Scoreboard)」中以111家公司形成投資組合，在控制了規模與市場佔有率的可能影響後，發現由品牌公司形成的投資組合，其股價報酬與風險均顯著優於市場平均及其他比較標的，其代表當品牌價值越高時，品牌也有利於對企業推出新產品的表現，因此對該企業股價報酬能夠產生正面的影響(Chaney et al.,1991)，但當企業推出新產品宣告時，會有產生許多因素，如Sheng-Syan Chen、Kim Wai Ho、Kueh Hwa Ik and Cheng-few Lee(2002)提出策略競爭、投資機會、技術機會、專利權、宣告頻率、利率因素等，都會連帶影響投資者、股東及企業內部績效、市場價值對其股票市場的價格產生變動，其中，資本市場亦是資訊不對稱的市場，廠商對於自己公司本身的獲利能力有較完整的資訊，相較而言，投資人就必須去分析廠商所釋放的訊息，以判斷如何在資本市場中買賣股票(Asquith and Mullins, 1986)。

因此，Mullen and Mainz(1989)就提出當產品附加品牌時，相較於其他同類型的產品，有品牌的產品傳遞給購買者或投資者會有較高的評價印象，此外，Per Kent and Allen(1994)認為品牌知名度對這些資訊流通較高的公司可作為一個網聯點，若推出、研發新產品時，便可以迅速傳達該品牌推出新產品至消費者及投資大眾者，當消費者對品牌態度越正面，他們回應公司推出新產品行銷活動的速度就越快，並願意嘗試此品牌所推出一系列的新產品(Keller,1993)，或者當品牌公司對推出、研發新產品上市宣告時，品牌價值會增強品牌說服力、資訊流程、購買決策信心、滿意度等提供給消費者、投資者其價值(Aaker,1991)，使得投資者可預期未來企業盈餘、現金流量及公司價值將會有所增加，故可反應至股價上漲並產生正向報酬。此外，個人投資者最佳偏好具有較高知名度的品牌股票公司，並且傾向持有熟悉的投資標的，因為投資者認為他們對這些投資標的較為瞭解，更能有效掌握資訊並訂定較佳的投資決策(Merton, 1987)。Klein et al.(1976)就提出投資人會表現出傾向投資於具有較高認同度的股票和參數估計風險低的股票投資組合，使股東獲得其股票價值(Yovovich,B.G.,1988)

另外，根據過去研究指出，投資者認同程度多寡會影響公司及市場價值。Merton(1987)在資訊不對稱架構下的資本資產訂價模型中提出投資者認同假說，以投資者人數作為投資者認同程度之衡量變數，其研究發現當公司投資者認同度提高時，公司價值亦隨之提高。Baker et al.(1999)與Christie and Huang(1994)之研究結果亦支持Merton的看法；Kadlec and McConnell(1994)以轉換到紐約證券交易所上市的股票為研究對象，利用記名股東人數的變化來觀察投資者認同，也發現公司在轉移掛牌交易所之後投資者人數與股價皆隨之上升。因此，當品牌公司推出新產品宣告時，投資者認同是對品牌公司推出新產品宣告是有實質上的幫助，因為當品牌公司推出一系列新產品時，會吸引投資者去投資此企業上，並使得該企業在股票市場上獲得更多額外的正向異常報酬(Chaney, Devinney and Winter,1991)，對於企業未來營運績效及市場價值產生重要性的影響。因此，依循上述觀點便提出投資者認同可作為品牌價值與新產品宣告異常報酬之間中介變數。

藉由上述論述，故本研究推論當品牌價值受到投資者認同，將對新產品宣告公司股價具有推

升效果，進而提高異常報酬，故在兩者之間具有中介效果。因此，本研究假設如下：

H2: 投資者認同對品牌價值及新產品宣告公司的異常報酬之間關係具有中介效果。

三、廣告支出之調節效果

(一) 對品牌價值與新產品宣告異常報酬間關係之調節效果

對於企業而言，廣告是用來宣傳產品及提升企業形象的方法，投入廣告可將公司內部訊息可傳達給外部社會大眾者得知，並進一步提升公司品牌熟悉度及公司、產品知名度，當公司產品藉由廣告宣傳時，相較於其他競爭者的產品，會因為知名度的提高，進而贏得較高的市場價格優勢。並且廣告支出也可幫助企業達成差異化策略，因為公司知名度和產品識別度的提升，可進一步為公司創造價值，廣告支出可為品牌公司當推出新產品或行銷過程中，創造無形及有形的價值，使得其他競爭者難以模仿的對象(Ho, Keh and Ong, 2005)。

過去研究指出，廣告可以影響企業各種績效，包括銷售額、利潤以及企業價值(Leone 1995；Erickson and Jacobson 1992；Joshi and Hanssens 2004)。從財務觀點出發，則要衡量廣告所產生的盈餘、品牌價值與企業價值。Mankiw (1997)認為投資廣告支出與品牌推出新產品有關，若品牌公司藉以廣告宣傳此新產品時，則可使得消費大眾獲得此訊息並產生購買行為，導致該品牌公司績效增強並提升在股票市場中的股價報酬呈正向反應，從汽車產業實證研究顯示，若該品牌公司推出新產品越早採取廣告支出先驅者將會比後者推出產品更容易獲取現金流量(Bowman and Gatignon 1996)。因此，廣告支出能提高該品牌公司對推出新產品所獲得績效及股價報酬，並且在未來上可能會得到產品市場的優勢、獲取穩定的報酬而造成獨占市場的力量(Srivastava, Shervani, and Fahey 1998)，尤其是先推出新產品的品牌公司先驅者，因此當企業推出新產品時，其中這也顯示市場能夠創造更多機會帶來差異化和競爭利益，對長期能為公司帶來利潤及正向股價報酬(Chaney et al.1991)。

此外，當品牌公司推出新產品時，可透過廣告支出投入多寡增加該品牌在市場上知名度並與其他競爭對手產生差異化，以提高公司在市場中的剩餘價值，使公司股票流動性增加，產生較高的股票價格與交易量(Gardiol, Gibson-Asner, Tuchschnid, 1997)，促使此公司股票的股價呈現正向反應。Bly (1993)指出，當一間品牌公司很少推出新產品時，若推出新產品將會花費比兩倍以上更多的廣告費用及促銷，此目的在於越昂貴的宣傳訊息，代表其可信度越高，促使消費大眾能購買此項推出新產品，提高市場上的市佔率並且反應至股價報酬，故在推出新產品宣告時，花費高昂的廣告支出，將會伴隨越強烈的股價反應與交易量，無疑的是向市場發出公司具有獲利前景的市場訊息。經由上述論說，故本研究推論當廣告支出較高時，會增強品牌價值及新產品宣告異常報酬之間關係。因此，本研究假設如下：

H3：當廣告支出較高時，會增強品牌價值及新產品宣告異常報酬間之正向影響關係；反之，當廣告支出較低時，則會減弱品牌價值及新產品宣告異常報酬間之正向影響關係。

(二) 對品牌價值與投資者認同間關係之調節效果

Dhalla (1978)的看法，認為廣告本質是資本投資，故廣告支出會向股票市場中現有投資者及潛在投資者，透露目前公司和未來營運計劃方向和新上市產品訊息等，使得投資者從廣告內容所帶來的訊息，衡量對此公司股票定價與投資市場中公司股票的實際價值(Chemmanur and Yan, 2007)。依Efficient Markets Hypothesis(EMH)提出，投資者會基於有用的訊息，進而反應至股價上，使股價上漲(Fama and French, 1992)，為公司市場價值帶來正向的影響(Chauvin and Hirschey,

1993; Mathur and Mathur,1995)。因此，廣告支出可以視為投資、行銷行為，由以上述可得知廣告支出對於投資者可產生影響，除此之外，廣告支出會增強品牌優勢，使消費者、投資者對該品牌具有較高的知覺價值(Srivastava, Shervani and Fahey, 1998)，還可以同時替品牌創造新的消費者及投資者，並提升品牌知名度，Cobb-Walgren et al.(1995)就提出藉由廣告的曝光率可增加品牌被消費者、投資者喚起的機率，使得消費者、投資者購買或投資該品牌推出的新產品可能性，並且 Shimp(1997)認為廣告支出可強化品牌形象、改善品牌態度，使得消費者對該品牌產生品牌忠誠度，當品牌價值越高，消費者對品牌的評價越高(余主惠，2002)，為無形市場基礎資產帶來重要策略及績效(Aaker 1996; Keller 1998)。

因此，品牌價值會藉由廣告支出而影響投資者認同，在廣告影響投資者認同方面，投資者對一間品牌公司是否有投資價值取決於投資者對該品牌公司或產品的觀感 (Lane and Jacobson, 1995)，可採能見度衡量方式，如股票價格、品牌公司名譽、廣告活動、和產品受歡迎程度，在眾多的股票中成為投資標的，以使公司股票流動性增加，吸引投資人透買此股票(Merton, 1987; Chai and Choi, 2010)，可看出此品牌公司是否具投資獲利，廣告支出可將公司決策訊息傳遞給投資者，進而提升投資者對公司品牌的熟悉度(Frieder and Subrahmanyam, 2005; Kent and Allen, 1994; Monroe et al., 1991)，故廣告曝光量會吸引投資者注意並引發投資者認同(Arbel et al., 1983; Kent and Allen, 1994)，然而在資訊不對稱的市場中，當廣告支出將公司決策訊息傳遞給投資者時，訊息必須是昂貴才足以採信(Milgrom and Roberts, 1986)，其中，Nelson (1974)就提出大量的廣告預算即是一項高成本訊息，越昂貴的訊息透露強烈的訊號，才增加訊息的可信度，此目標群體才會接受這項訊息(Kirmani and Rao, 2000)，因此當該品牌公司廣告支出高時，也就越強烈透露出此本身公司的獲利能力及營運績效，投資者因此會越關注此品牌公司所釋放的訊息，以判斷如何在資本市場中買賣股票(Asquith and Mullins, 1986)，這些訊息可提供給投資者對此企業在市場價值上的看法，進而決定是否投資。經由上述論說，故本研究推論在廣告支出作為干擾時，會增強品牌價值及投資者認同之間關係。因此，本研究假設如下：

H4：當廣告支出較高時，會增強品牌價值及投資者認同間之正向影響關係；反之，當廣告支出較低時，則會減弱品牌價值及投資者認同之正向影響關係。

四、廣告支出與品牌價值對投資者認同與新產品宣告異常報酬間關係之中介型干擾效果

依據假說四之推導，品牌價值能透過廣告支出的曝光度進而提高知名度去影響投資者及消費者，另外，相較於研究發展支出(R&D)或以探索、開發為目的投資，廣告支出在公司行為所有價值鏈中，較與創新價值鏈中的商品化時期有關(Gu and Li,2010)，能明確向投資者或消費者告知，公司何時推出新產品或新形象的時機，能讓投資者對此公司抱持著樂觀且正面的態度去看待，並且投資此公司，使新產品股價異常報酬提升。

Cook, Kieschnick, and Van Vess(2006)指出，當該品牌公司推出新產品若在廣告上大力宣傳時，投資者會評估廣告支出的行銷活動，主要專注於特定事件，如公司變換口號或標誌、品牌介紹、公司規模擴大宣布、名人支持等(Conchar,Zinkhan, and Bodkin, 2003; Hozier and Schatzberg, 2000)，將可吸引更多散戶投資者關注並抬高股票價值以及投資人會對公司預期營收增加，進而投資，使得新產品股價呈現正向異常報酬。因此，廣告曝光量不僅會吸引投資者注意並引發投資者認同(Arbel et al., 1983; Kent and Allen, 1994)，增加市場上的能見度，進而降低風險 (Klein and Bawa, 1976, 1977; McAlister et al., 2007)，在眾多的股票中成為投資標的，並且投資者

偏好將該標的公司的股票納入其投資組合中(Falkenstein,1996;FriederandSubrahman yam,2005;Lane and Jacobson,1995)，投資者會察覺此公司是具有發展性，便提高此公司的剩餘價值(Joshi and Hanssens 2007)，使公司股票的流動性增加，產生較高的股票價格與交易量(Gardiol,Gibson-Asner,Tuchschnid, 1997)，增加股東權益，使股東願意投資股票使股價呈現正向反應。除此之外，Hirschey and Weygandt (1985)研究提出廣告支出對公司未來價值產生影響，結果發現廣告支出具有1至5年的效果，增加1單位廣告費用會使公司未來市值上升約7單位。Sougiannis (1994)研究也發現公司投入的廣告費用與其股價呈正向關係，高額的廣告能夠使產品的單位售價高於競爭品牌，增加價格貼水，有助於提高現金流入，促使有正向的股價報酬，並且Gorchels (2003)提出在品牌龍頭裡，當投入廣告支出越多時，能使消費者更容易接受新產品或供應商通路分配至推出新產品，顧客能更清楚地認知到功能性強的產品，加快消費者對新產品接受的速度而使營收增加，企業具有能力從消費者身上獲取利潤(Kaufman, Jayachandran,and Rose 2006； Kamakura et al. 2003)，導致企業現金流量也跟著增加(Chandy and Tellis, 2000)，亦使得推出新產品市佔率及績效也就越高。因此，廣告支出不僅僅只是藉由宣傳知名度達到認同效果外，投入成本多寡也是會造成認同點之一。反之，倘若該品牌公司不符合投資者心中的價值時，推出新產品亦即投資者無法感受到認同，那麼廣告支出則會降低，並且使得減弱品牌價值與投資者認同之間關係，間接影響對該品牌公司股價的影響。

因此，品牌公司可透過廣告支出行銷投入多寡可以對投資人釋放有關公司活動與獲利前景的訊息，若投資者預期公司所進行推出新產品資訊是具有獲利性的，則這項活動的宣告將獲得正向的異常報酬，相反的，若投資人不認同公司推出新產品此項活動時，則導致此事件活動將會有負的異常報酬。經由上述論說，故本研究推論在廣告支出與品牌價值的交互作用之下，會透過投資者認同而與新產品宣告異常報酬之間呈正向關係。因此，本研究假設如下：

H5:廣告支出與品牌價值的交互作用會透過投資者認同而與新產品宣告異常報酬呈現正向關係。

第三章 研究方法

本研究依據前述文獻探討中，加以推論完成研究假說，因此本章第一節為研究架構，第二節為樣本和資料來源，第三節為說明股價異常報酬之衡量，第四節為說明評估品牌價值之模型，第五節說明投資者認同變數定義及衡量，第六節說明廣告變數定義及衡量，第七節為控制變數之說明。

一、研究架構

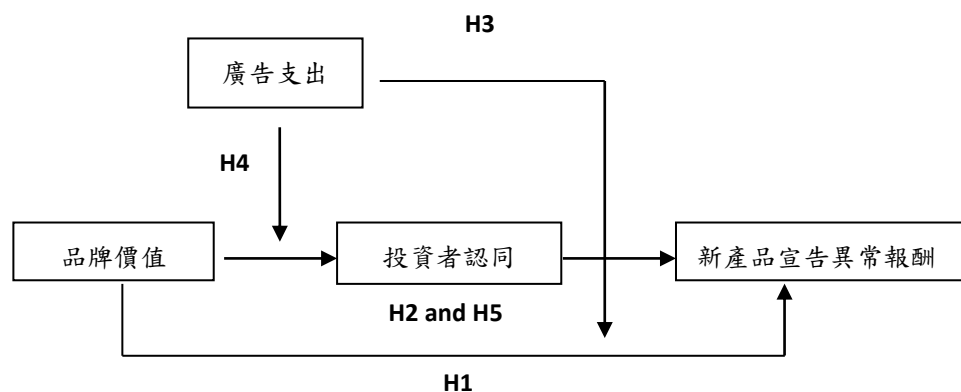


圖 3-1 研究架構圖

二、樣本及資料來源

本研究檢視台灣上市公司的新產品宣告效果，我們於「新聞知識資料庫」中，以“推出”、“新產品”、“發售”、“新上市”等關鍵字收集2002年1月1日至2012年12月31日間與新產品有關的事件，計算異常報酬所需之股價資料，取自台灣經濟新報股價資料庫。

而其餘資料皆取自於台灣經濟新報資料庫中。品牌價值、廣告支出、公司規模、資產報酬率與負債比率、研究發展費用率、總資產機會成長率取自「財務資料模組」；機構投資者持股取自「公司治理資料模組」。

三、以事件研究法衡量新產品宣告之異常報酬

本研究以事件分析法(Event Study)觀察新產品宣告對其股價的影響。事件研究法源起於1960年代Ball and Brown及Fama, Fisher, Jensen and Roll (沈中華、李建然, 2000)，為近代會計及財務領域實證研究所廣泛運用之研究設計之一。事件研究法主要目的，探討當某一事件(例如公司股利宣告或盈餘發佈等等事件)發生時是否會引起股價的異常變動，因而產出異常報酬率(Abnormal Returns；簡稱AR)，此資訊可以用來瞭解市場證券價格與特定事件是否有關聯性。在研究過程中，首先需決定研究假說為何。決定研究假說以後，需確定事件的種類及其事件日，估計期及事件期之計算期間，並以股價日報酬率估算其預期報酬率，再透過實際報酬與預期報酬之差額，觀察事件於宣告期間是否具有異常報酬的產生，最後藉由統計檢定來檢視其統計值是否顯著。

(一)決定研究假說

利用統計方法檢定異常報酬率狀況，亦即檢定期望異常報酬率是否為零，虛無假設為： $H_0: E(R_i | event) - E(R_i) = 0$ ，其中 $E(R_i | event)$ 與 $E(R_i)$ 分別代表有無事件發生之下的期望報酬率。藉此了解事件是否對公司股價造成影響。

(二)事件日的確定

事件研究法的第二步，即確定所要研究的事件。所謂的「事件日」，係指市場「接收」到該事件即將發生或可能發生的時間點，而非該事件「實際」上發生的時間點，此時點通常以「宣告日」為準。由於必須建立證券預期報酬率為何，因此必須根據一段時間(t_1 至 t_2)來建立預期模式，此一區間稱為估計期，且估計期長度共計 T 期， $T = t_2 - t_1 + 1$ 。以此估計期建立之股票報酬率預期模式，預測可能會受到事件影響的事件期間(t_3 至 t_4)，亦即事件期共計 W 期， $W = t_4 - t_3 + 1$ 。一般來說，常將事件日定義為第0期，事件日一期定義為-1期，前二期定義為-2期，事件日後期則為+1期，後二期為+2期等等以此類推，時點認定的適當與否，對於研究是否正確會有決定性的影響。

(三)市場模式

估計某一事件發生或公佈後，對於股價影響，必須建立股票報酬率的「預期模式」，以估計「預期報酬」(expected returns)。股票報酬率的預期模式有很多種，應用最廣的是「市場模式」(Market Model)。此模式假設個股股票的報酬率與市場報酬率間存在線性關係，並以市場報酬率建立股價報酬率之迴歸模式，公式如下：

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

R_{it} ：表示 i 公司 t 期的報酬率，計算方式為（該股 X 日時收盤價-該股 $[X-1]$ 日時收盤價）/ 市場 $[X-1]$ 日時收盤價。 R_{mt} ：表示 t 期的市場加權股票指數之報酬率，計算方式為（市場 X 日時收盤指數-市場 $[X-1]$ 日時收盤指數）/ 市場 $[X-1]$ 日時收盤指數。 α_i ：表示迴歸截距項。 $\varepsilon_{i,t}$ ：表示迴歸殘差項。 β_i ：表示迴歸斜率。

(四)建立股票報酬率的「預期模式」

針對誤差項的部分，根據 Fama(1973)之研究，市場模式有下列之假設：

$$E(\varepsilon_{it}) = 0 ; \text{Cov}(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{i\gamma}) = \tau, \gamma [t_1, t_2] ; \text{Cov}(\varepsilon_{it}, R_{mt}) = 0$$

因此，經由以上所示之公式，可求得個別證券在「事件期」某一期之「預期報酬率」，即為：

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} \quad (2)$$

R_{it} ：表示 i 公司 t 期之預期報酬率，經由估計期計算得來。 R_{mt} ：表示第 t 期市場加權指數股票之報酬率。

(五)估計平均異常報酬率(AAR)、累積異常報酬(CAR)

一旦估計出「預期報酬率」，也就可以得到異常報酬率。為了了解某一特定事件之異常報酬率或累積效果的行為，並且提供有關異常報酬率，何時開始出現關聯以及何時結束，採用異常報酬率 (AR) 及累積異常報酬率 (CAR) 以看出此項反應。異常報酬 (Abnormal Returns, AR_{it}) 指以事件期的實際報酬減去事件期的預期報酬：

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (3)$$

AR_{it} ：表示 i 公司第 t 期之異常報酬率。 R_{it} ：表示 i 公司第 t 期之實際報酬率。 \hat{R}_{it} ：表示 i 公司第 t 期之預期報酬率。累積異常報酬率 (Cumulative Abnormal Returns, CAR(T))，則為特定期間內每日異常報酬率的累加值。

(六)異常報酬率的檢定

如果異常報酬率為「正」，我們可以推論事件對股價有正的影響；如果異常報酬率為「負」，我們可以推論事件對股價有負的影響。但只知道正負仍不夠，因為我們不確定此種影響是否足夠明顯，因此必須進行「顯著性檢定」。

四、解釋變數-品牌價值

本研究使用 Hirose 模型來計算，因 Hirose 模型所使用的是公開的財務資料，故資料較易取得，且利用公認的會計原則，因此較為客觀。故本研究選擇 Hirose 為品牌鑑價模型。

Hirose 模型可分為三大構面，區分為價格優越性(Prestige Driver, PD)、忠誠度(Loyalty Driver, LD)與擴張力(Expansion Driver, ED) (Hirose et al., 2002)。

(一)價格優勢(Prestige Driver, PD)

價格優勢=每單位價格溢酬×品牌管理成本率×本公司銷售成本

$$= \left(\frac{\text{該公司銷售額}}{\text{該公司銷售成本}} - \frac{\text{基準企業銷售額}}{\text{基準企業銷售成本}} \right) \times \left(\frac{\text{廣告宣傳成本}}{\text{營運成本}} \right) \times \text{本公司銷售成本}$$

$$PD = \frac{1}{5} \sum_{i=-4}^0 \left\{ \left(\frac{S_i}{C_i} - \frac{S_i^*}{C_i^*} \right) \times \frac{A_i}{OE_i} \right\} \times C_0 \quad (1)$$

S_i : 銷售量

C_i : 銷售成本

S_i^* : 基準企業的銷售量

C_i^* : 基準企業的銷售成本

A_i : 廣告與促銷成本

OE_i : 營運成本

(二) 忠誠度 (Loyalty Driver, LD)

$$\text{忠誠度 (LD)} = \frac{\text{過去五年平均銷售成本} - \text{過去五年銷售成本之標準差}}{\text{過去五年平均銷售成本}}$$

$$LD = \frac{\mu_c - \sigma_c}{\mu_c}$$

μ_c : 五年的平均銷售成本

σ_c : 五年的銷售成本標準偏差值

(2)

(三) 擴張力 (Expansion Driver, EP)

$$\text{擴張力 (ED)} = \frac{\left(\begin{array}{l} \text{過去兩年海外銷售額成長率之平均} + \\ \text{過去兩年非本業部門銷售額成長率之平均} \end{array} \right)}{2}$$

$$ED = \frac{1}{2} \left\{ \frac{1}{2} \sum_{i=1}^0 \left(\frac{SO_i - SO_{i-1}}{SO_{i-1}} + 1 \right) + \frac{1}{2} \sum_{i=1}^0 \left(\frac{SX_i - SX_{i-1}}{SX_{i-1}} \right) \right\}$$

SO_i : 國外的營業額

SX_i : 非本業市場區隔營業額

(3)

Hirose 品牌鑑價模型由這三個主要因子，價格優勢性除以折現率、忠誠度與擴張力的乘積，所得出的品牌價值的結果 (Hirose et al., 2002)。

其公式如下：

$$BV = f(\text{PD}, \text{LD}, \text{ED}, r) = \frac{\text{PD}}{r} \times \text{LD} \times \text{ED} \quad (4)$$

$$BV = \frac{\frac{1}{5} \sum_{i=4}^0 \left\{ \left(\frac{S_i}{C_i} - \frac{S_i^*}{C_i^*} \right) \times \frac{A_i}{OE_i} \right\} \times C_0}{r} \times \frac{\mu_c - \sigma_c}{\mu_c} \times \frac{1}{2} \left\{ \frac{1}{2} \sum_{i=1}^0 \left(\frac{SO_i - SO_{i-1}}{SO_{i-1}} + 1 \right) + \frac{1}{2} \sum_{i=1}^0 \left(\frac{SX_i - SX_{i-1}}{SX_{i-1}} \right) \right\} \quad (5) \quad r: \text{折現值}$$

Hirose模型採用之折現率為無風險利率，故本研究使用公開資訊觀測站所發行2002年至2012年共十年政府債券，各十年票面利率平均後以2.1%作為折現率之無風險利率(鄭聖揮, 2010)。一般認為政府債券之票面利率為政府對未來總體經濟變化之預測，而加權利率則為市場對未來總體經濟變化之預測，故兩者優劣難以取決，因此本研究兩者擇一採票面利率作為折現率之無風險利率。Hirose品牌鑑價模型最大的特點是在於採用的數據都是企業合併財務報表的數據，且具有採用期望現金流量法、透明度高與使用過去合併的財務報表為基礎所以不會因人為的因素而受到影響(謝天生, 2009)。

五、中介變數-投資者認同

Tse and Devos(2004) 以機構投資者持股變動率來衡量投資者認同程度，發現其對於投資者人數與股價均具有正向影響。計算方式為法人持股-前一年法人持股除以前一年法人持股，經由以上所述，本文以機構投資者持股變動率作為投資者認同之觀察變項。

六、調節變數-廣告

Chauvin and Hirschey (1993) 探討廣告密集度與公司市場價值之關聯性，發現廣告支出對公司價值具有顯著正向的影響。計算方式為廣告費用除以營收淨額，本文納入廣告密集度作為廣告之觀察變項。

七、控制變數

為了排除其它因素也會對新產品上市宣告造成影響，但為非本研究主要探討的變數，本研究分別加入公司規模、負債比率、資產報酬率、研究發展費用率、總資產機會成長率。

(一)公司規模

沈榮芳(2005)與曾姿蓉(2006)研究結果指出公司資訊揭露程度與公司規模呈現顯著正向關係。為了避免公司規模對異常報酬的影響，因此將公司規模做為控制變數，以公司總資產取自然對數，作為衡量公司規模大小的代理變數。

(二)負債比率

當公司增加負債時，公司必須要揭露資訊給予債權人，以籌得較低成本的資金或是確保能獲得資金(Watts and Zimmerman, 1990)。根據融資順位理論，負債比率愈高，則獲利會愈低，因此公司價值將較差。本研究負債比率計算公式如下：

$$\text{負債比率} = \text{負債總額} / \text{資產總額} * 100\%$$

(三)資產報酬率

根據訊息理論觀點，經理人有動機去揭露資訊，來驗證公司的獲利情形，一方面，獲利能力佳的公司，故傾向揭露較多的資訊(Lev and Penman, 1990)，獲利能力佳，則市場價值也愈高。資產報酬率(Return on asset, ROA)，其意指公司每投資一元的資產可以累積的利潤。故本研究

資產報酬率之計算公式如下：

$$\text{資產報酬率} = \text{稅後淨利} / \text{總資產} * 100\%$$

(四)研究發展費用率

眾多研究大多支持研發投入為推動企業創造自身價值的動因，對企業之績效有正面的影響。此外，Lev and Zarwain(1999)認為研發活動、資訊科技、品牌、人力資源等創新活動，會持續影響企業的產品、營運、經濟狀況及市場價值。對公司是否能持續成長的影響，因此本研究加入研究發展費用率做為控制變數，以衡量未來公司成長機會。故本研究發展費用率之計算公式如下：研究發展費用率=研究發展費用/營業收入淨額*100%

(五)總資產機會成長率

Mason&Merton(1985)認為產能擴充、新產品的引進、資產更新、維修支出皆可視為企業的成長機會。此外，企業的成長機會會影響股權與資本結構對公司經營績效會產生顯著的差異性。因此本研究加入總資產成長率作為控制變數，以衡量未來公司價值影響程度。故本研究總資產機會成長率之計算公式如下：

$$\text{總資產機會成長率} = (\text{本期總資產} - \text{上一期總資產}) / \text{上一期總資產} * 100\%$$

第四章 結果分析與討論

一、樣本敘述統計

本研究檢視台灣上市公司的新產品宣告效果，總共為 22 個產業，我們於「新聞知識資料庫」中，以推出、新產品、發售、新上市等關鍵字收集 2002 年 1 月 1 日至 2012 年 12 月 31 日，觀察樣本總共為 2348 個觀測值，排除金融保險業與欠缺研究所需變數資料觀察樣本，在這十年期間與新產品有關的事件，計算有關於品牌價值、投資者認同、廣告支出、異常報酬所需之股價資料，取自台灣經濟新報股價資料庫。

其中研究樣本以電子工業所占的比率最高(29.4%)，其次為光電業(9.8%)與食品工業(7.7%)，其代表由於電子業每年度隨著科技環境的改變、市場上競爭激烈，較容易在各年度以推出、發售、上市新產品，藉由獲取市場上之市佔率。其中各產業中，又以 2003 年(14.35%)推出、發售、上市新產品所佔的比率為最高，其次為 2010 年度(14.14%)及 2004 年(10.22%)，其餘皆維持在 7%~8% 之間。

二、敘述統計及相關分析

(一)各變數敘述性統計

從表 4-1 可看出，品牌價值的平均數為 24.33、新產品宣告異常報酬的平均數為 0.81、投資者認同的平均數為 0.18、廣告支出的平均為 4.01。

(二)皮爾森相關分析

相關分析是用檢驗兩兩隨機配對之變數間的關係，為了探討品牌價值、投資者認同、廣告支出、新產品宣告異常報酬間的相關程度，本研究採用 Pearson 相關係數檢驗兩兩隨機配對之變數間的相關程度。

表 4-1 顯示，品牌價值與新產品宣告異常報酬、投資者認同、廣告支出均有顯著正相關，相關係數為 0.897、0.379、0.285；新產品宣告異常報酬與投資者認同、廣告支出均有顯著正相關，相關係數為 0.678、0.363；投資者認同與廣告支出均有顯著正相關，相關係數為 0.442。由表可知，除了品牌價值對新產品宣告異常報酬相關係數有超過 0.8 之外，故其餘各變數相關係數並未

高於 0.8，因此初步判定本研究各變數之間共線性問題並不嚴重，故可進行後續更進一步的資料分析動作。

表 4-1 各變數之平均數、標準差及相關性分析

| 變數 | 平均數 | 標準差 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
|------------|-------|-------|---|--------|---------|--------|---------|--------|---------|----------|---------|
| 1.公司規模 | 7.08 | 1.49 | 1 | 0.338* | 0.121** | 0.046* | -0.080* | 0.041* | -0.028 | -0.193* | -0.124* |
| 2.負債比率 | 38.18 | 20.37 | | 1 | -0.323* | 0.032 | -0.168* | -0.029 | -0.028 | -0.088** | -0.087* |
| 3.資產報酬率 | 5.35 | 12.66 | | | 1 | 0.235* | -0.028 | -0.007 | -0.004 | -0.018 | -0.017 |
| 4.總資產機會成長率 | 10.8 | 31.55 | | | | 1 | -0.044* | 0.040* | 0.083** | 0.064** | 0.034 |
| 5.研究發展率 | 3.31 | 9.85 | | | | | 1 | -0.049 | -0.057* | -0.026 | -0.018 |
| 6.品牌價值 | 24.33 | 4.032 | | | | | | 1 | 0.897** | 0.379** | 0.285** |
| 7.新產品宣異常報酬 | 0.81 | 5.72 | | | | | | | 1 | 0.678** | 0.363** |
| 8.投資者認同 | 0.18 | 1.48 | | | | | | | | 1 | 0.442** |
| 9.廣告支出 | 4.01 | 34.53 | | | | | | | | | 1 |

備註: **、*分別表示達 1%、5%之顯著水準

三、新產品宣告日後股價異常報酬分析

本研究以 Brown and Warner (1985)所提出的市場模式，來估算出市場股價的預期報酬，接著求出各公司在宣告日前後一天的單天股價報酬，最後以單一樣本 t 檢定的方式，檢定公司是否會因為推出新產品，而產生累積異常的股價報酬(CAR)。檢定包含區間檢定，區間檢定為(-1,+1)的事件期間。

當公司在推出新產品時，區間檢定(-1,+1)的結果區間平均累積異常報酬為正值(0.807)，且股價累積異常報酬皆顯著(t 值 6.83***)，代表公司推出新產品前一天至後一天時，市場的投資對於此訊息是抱持正面且樂觀態度，並看好公司的未來營運，因此當公司推出新產品時，前一天至後一天可影響公司呈正向的股價報酬。

四、統計迴歸分析

(一)品牌價值與新產品宣告異常報酬之直接效果

本階段先以迴歸分析品牌價值對新產品宣告異常報酬之影響。表 4-2 模式二呈現品牌價值對新產品宣告異常報酬之影響，模式一先置入公司規模、負債比率、資產報酬率、資產機會成長率、研究發展費用率做為控制變數後，模式二則置入自變數品牌價值，模式之整體累積解釋變異量 R²分別為 0.013 與 0.412，結果顯示品牌價值對新產品宣告異常報酬之 β 值為 0.899 達 P<0.001 之

顯著水準，故本研究假設一成立，表示上市公司的品牌價值對新產品宣告異常報酬有正向的影響，意即當品牌價值較高的上市公司，將對推出新產品宣告異常報酬會有提升的影響性。再來，模式三是針對投資者認同對新產品宣告異常報酬之影響。模式三置入自變數投資者認同，模式之整體累積解釋變異量 R^2 的控制變數及投資者認同分別為 0.013 與 0.473，結果顯示投資者認同對新產品宣告異常報酬之 β 值為 0.694 達 $P < 0.001$ 之顯著水準，表示投資者認同對新產品宣告異常報酬之間具有正面顯著影響性的關係，意即當投資者對於公司企業的認同度愈高時，推出新產品宣告股價報酬也隨之增加。

表4-2 模式五呈現品牌價值與投資者認同之影響關係，模式四先置入公司規模、負債比率、資產報酬率、資產機會成長率、研究發展費用率做為控制變數後，模式五則置入自變項品牌價值，模式之整體累積解釋變異量 R^2 分別為 0.046 與 0.191，結果顯示品牌價值對投資者認同之 β 值為 0.383 達 $P < 0.001$ 之顯著水準，表示上市公司品牌價值對投資者認同程度多寡具有有正向的影響，意即當品牌價值越高，投資者認同程度將也越高。

表 4-2 品牌價值、投資認同、新產品宣告異常報酬之直接效果

| | 新產品宣告異常報酬 | | | 投資者認同 | |
|-------------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|
| | Model 1 | Model 2 | Model 3 | Model 4 | Model 5 |
| <u>控制變數</u> | | | | | |
| 公司規模 | -0.016 | -0.078*** | 0.108*** | -0.18*** | -0.206*** |
| 負債比率 | -0.049* | 0.024* | -0.016 | -0.048* | -0.017 |
| 資產報酬率 | -0.041 | 0.008 | -0.019 | -0.032 | -0.011 |
| 資產機會成長率 | 0.092*** | 0.047*** | 0.037** | 0.08*** | 0.060** |
| 研究發展費用率 | -0.063** | -0.012 | -0.031* | -0.046* | -0.024 |
| <u>自變數</u> | | | | | |
| 品牌價值 | | 0.899*** | | | 0.383*** |
| 投資者認同 | | | 0.694*** | | |
| R^2 | 0.013 | 0.412 | 0.473 | 0.046 | 0.191 |
| F-value | 6.263*** | 8.162*** | 5.033*** | 22.449*** | 29.673*** |

備註:***、**、*分別表示達 <0.001 、 0.01 、 0.05 之顯著水準

(二)投資者認同對品牌價值與新產品宣告異常報酬之中介效果

中介效果 (mediator) 指的是自變數對依變數的影響是透過中介變數所影響，根據 Baron & Kenny (1986) 對中介變數的看法，不管使用何種統計方法，中介模式的驗證都需符合以下四個條件：第一，自變數要能預測依變數。第二，自變數要能預測中介變數。第三，中介變數要能預測依變數。第四，當加入自變數及中介變數來預測依變數時，自變數對依變數的預測力應當不顯著或歸零。若符合這四個條件時，這個模式就符合完全中介模式。若只符合前三個條件，則稱為部分中介模式。本研究檢測中介效果，以迴歸方式分別先檢測直接效果再看是否為部分中介效果還是完全中介。

根據表 4-3 前三個條件皆符合 Baron & Kenny (1986) 所提出都呈顯著水準，當考慮投資者認

同為中介效果之後，品牌價值之 β 值由 0.899 下降為 0.746，雖仍達顯著水準，但可顯示投資者認同對品牌價值與新產品宣告異常報酬的相關性具有「部分中介」的影響力，顯示投資者認同對品牌價值提升新產品宣告異常報酬並非唯一中介途徑。根據上述論述，本研究第二條假說成立。

表 4-3 投資認同之中介效果

| 新產品宣告異常報酬 | | | |
|----------------|----------|-----------|----------|
| | Model 1 | Model 2 | Model 3 |
| <u>控制變數</u> | | | |
| 公司規模 | -0.016 | -0.078*** | 0.004 |
| 負債比率 | -0.049* | 0.024* | 0.031*** |
| 資產報酬率 | -0.041 | 0.008 | 0.013* |
| 資產機會成長率 | 0.092*** | 0.047*** | 0.023*** |
| 研究發展率 | -0.063** | -0.012 | -0.003 |
| <u>自變數</u> | | | |
| 品牌價值 | | 0.899*** | 0.746*** |
| 投資者認同 | | | 0.398*** |
| R ² | 0.013 | 0.412 | 0.94 |
| F-value | 6.263*** | 8.162*** | 9.051*** |

備註:***、**、*分別表示達<0.001、0.01、0.05之顯著水準

(三)廣告支出與投資者認同之中介型干擾效果

本研究主要探討廣告支出與品牌價值是否會透過投資者認同而影響新產品宣告之中介型干擾。根據 Baron and Kenny (1986)以及 Muller et al.(2005)之建議，驗證中介型干擾首先必須檢驗變數與變數間是否有存在中介效果，此檢驗通過後，後續才需繼續探討下去。而本研究投資者認同對品牌價值及新產品宣告異常報酬之間呈中介效果，此部分已在前面加以探討並通過檢測。接著若欲支持本研究的假設，符合條件分別為三種步驟，第一，首先檢測自變數與干擾變數交乘項對依變數(β_{43})必須顯著；第二，檢測自變數與干擾變數交乘項對中介變數必須顯著(β_{53})並且中介變數對依變數要顯著(β_{64})或者也可選擇自變數對中介變數顯著(β_{51})並且干擾變數和中介變數交乘項要顯著(β_{65})，第二步驟兩種顯著方式擇一選擇；第三，最後再比較(β_{43})和(β_{63})，最後(β_{63})的關係應顯著劇減，若不顯著則稱之為完全中介型干擾(Yiu and Bruton, 2007; Peng et al., 2009)。為了處理共線性問題，本研究參考 Aiken and West (1991)的作法，將主要變數減去平均數，進行集中化處理(Centering)以避免共線性問題。其中交互作用項(品牌價值 x 廣告支出、投資者認同 x 廣告支出)是由品牌價值、投資者認同、廣告支出其減去各變數平均數後相乘而得。

1.廣告支出與品牌價值對新產品宣告異常報酬之影響

本部分以迴歸方式進行干擾假設之驗證(模式一)，透過表 4-4 呈現廣告支出對品牌價值與新產品宣告異常報酬關係之影響。由表 4-4 之模式一可以看出，在置入品牌價值與廣告支出之交乘項之後，整體累積解釋變異量 R^2 為 0.824，同時 β 值為 0.149，且達 $p < 0.001$ 顯著水準，代表在中介型干擾第一步驟：廣告支出在品牌價值與新產品宣告異常報酬有顯著的干擾作用，而為了瞭解廣告支出之干擾型態，在干擾作用呈現顯著之前提下，將近一步繪製交互作用進行探討。

本研究以廣告支出高平均減去廣告支出低之平均，若數值大於 0 則屬於廣告支出高，反之廣告支出低。接著以品牌價值正負一個標準差之值帶入迴歸式當中，用以繪出干擾作用效果。由圖 4-1 可看出，當廣告支出較高時，品牌價值對新產品異常報酬影響最強，反之廣告支出較低時，影響性會較弱。另外，在品牌價值高的情況下，廣告支出高與廣告支出低的新產品宣告異常報酬

差異程度比品牌價值低時還大。因此故本研究假說三成立。

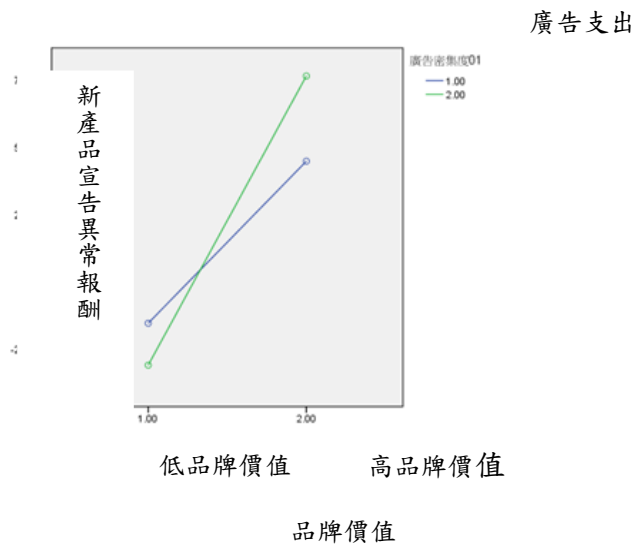


圖 4-1 廣告支出對品牌價值與新產品宣告異常報酬之干擾作用

2. 廣告支出與品牌價值對投資者認同之影響

透過表 4-4 可知廣告支出會干擾品牌價值與新產品宣告異常報酬的關係。因此通過中介型干擾第一步驟檢測，接著是步驟二：探討廣告支出是否會干擾品牌價值與投資者認同的關係。本部分以迴歸方式進行干擾假設之驗證(模式二)，透過表 4-4 呈現廣告支出對於品牌價值與投資者認同之影響。由表 4-4 可以看出，在置入品牌價值與廣告支出之交乘項後，整體累積解釋變異量 R^2 為 0.201，同時 β 值為 0.067，且達 $P < 0.001$ 顯著水準，代表廣告支出在品牌價值與投資者認同之間具有顯著干擾性影響，而為了瞭解廣告支出之干擾作用型態，在干擾顯著之前提下，將進一步繪製交互作用圖進行探討。由圖 4-2 可看出，當廣告支出較高時，品牌價值對投資者認同影響最強，反之廣告支出較低時，影響性會最弱。故本研究假說四成立。

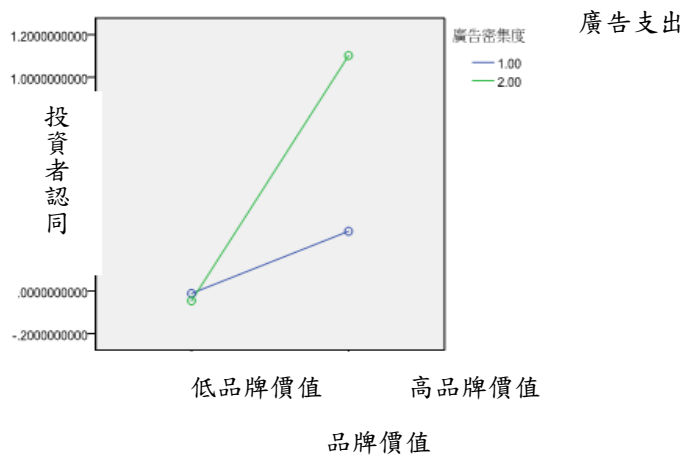


圖 4-2 廣告支出對品牌價值與投資者認同之干擾作用

3.廣告支出、品牌價值、投資者認同與新產品宣告異常報酬之中介型干擾

透過表 4-4 可知廣告支出會干擾品牌價值與投資者認同的關係，因此通過中介型干擾步驟二的檢驗，最後步驟三:探討廣告支出與品牌價值的交互作用是否會透過投資者認同而影響新產品宣告異常報酬。本部分同樣以迴歸進行假設之驗證(模式三)，透過表 4-4 呈現品牌價值、廣告支出、品牌價值與廣告支出交乘項、投資者認同以及投資者認同與廣告支出的交乘項對新產品宣告異常報酬之影響。

若欲支持本研究之假設，模式一中的自變數(品牌價值)和干擾變數(廣告支出)之交乘項(β_{43})必須顯著；在模式二的自變數(品牌價值)和干擾變數(廣告支出)之交乘項(β_{53})必須顯著並且模式三中的投資者認同(β_{64})也要顯著，或者也可以選擇模式二中的自變數(β_{51})要顯著，並且在模式三中的干擾變數(廣告支出)和中介變數(投資者認同)的交乘項(β_{65})要顯著；最後 β_{63} 應劇減，若不顯著則稱之為完全中介型干擾。根據上述檢驗過程，本研究之 β_{43} 顯著($\beta=0.149, P<0.001$)； β_{53} 顯著($\beta=0.067, P<0.001$)， β_{64} 也顯著($\beta=0.479, P<0.001$)；最後比較 β_{43} 與 β_{63} ，發現 β_{63} 劇減至顯著，因此本研究假設五成立，屬於中介型干擾。

表 4-4 中介型干擾

| | 新產品宣告異常報酬 Model 1 | 投資者認同 Model 2 | 新產品宣告異常報酬 Model 3 |
|----------------|--------------------------|--------------------------|---------------------------|
| <u>控制變數</u> | | | |
| 公司規模 | -0.081*** | -0.154*** | 0.002 |
| 負債比率 | 0.006 | 0.022 | 0.018*** |
| 資產報酬率 | 0.003 | 0.006 | 0.009 |
| 資產機會成長率 | 0.043*** | 0.055*** | 0.016*** |
| 研究發展率 | -0.012 | -0.011 | -0.006 |
| <u>自變數</u> | | | |
| 品牌價值 | 0.986***(β_{41}) | 0.321***(β_{51}) | 0.5*** (β_{61}) |
| 廣告支出 | 0.031***(β_{42}) | 0.073***(β_{52}) | 5.734***(β_{62}) |
| 品牌價值*廣告支出 | 0.149***(β_{43}) | 0.067***(β_{53}) | 0.063***(β_{63}) |
| <u>中介變數</u> | | | |
| 投資者認同 | | | 0.479***(β_{64}) |
| 投資者認同*廣告支出 | | | -0.172***(β_{65}) |
| R ² | 0.824 | 0.201 | 0.071 |
| F-value | 64.343*** | 73.559*** | 56.125*** |

備註:***、**、*分別表示達<0.001、0.01、0.05 之顯著水準

第五章 研究結論與建議

一、研究結論

(一)品牌價值與投資者認同、新產品宣告異常報酬的正面關係以及投資者認同的中介效果

從過去文獻指出，Woolridge and Snow (1990)、Chaney et al. (1991)、Chaney and Devinney (1992)、Kokuatal (1997) 大多研究皆支持當具有高知名度的品牌公司進行推出新產品宣告時，

市場將會對新產品宣告呈現更正向超額報酬反應，相較企業經營績效也會有較佳的表現，以及從競爭者角度來看，Mullen and Mainz(1989)認為具有高品牌價值的公司比一般競爭者更能夠產生額外價格溢酬，並且推出新產品可增加公司競爭力，對長期績效有正面異常報酬的影響(陳宏生,2003)。另外在長期投資而言，Doyle(1990)認為高品牌價值相較於其他競爭對手者能夠為企業帶來更持久及差異性優勢的效果，並且當推出新產品宣告時，能夠使宣告公司產生正向異常報酬外，對於其他競爭對手者則會產生顯著負向超額報酬的影響(Sheng-Syan Chen et al., 2005)。所以，當台灣企業投入經營品牌時，其品牌價值愈高者，相較於其他競爭對手其經營績效也會有較佳的表現，並且反應在市場股價異常報酬上。與本研究結果假說一實證相符。

依據本研究之實證結果，投資者認同對品牌價值與新產品宣告異常報酬之關係具有部分中介效果。針對過去研究顯示，Madden et al.(2006)發現由品牌公司形成的投資組合，其股價報酬與風險均顯著優於市場平均及其他比較標的，其代表當品牌價值越高時，品牌也有利於對企業推出新產品的表現，因此對該企業股價報酬產生正面的影響(Chaney et al.,1991)，但當企業推出新產品宣告時，會有許多因素，其中因素包含投資機會、專利權、宣告頻率等，都會連帶影響投資者、股東及企業內部績效、市場價值等對其股票市場的價格產生影響。Mullen and Mainz(1989)就有研究指出當產品附加品牌時，相較於其他同類型的產品，有品牌的產品傳遞給購買者或投資者會有較高的評價印象影響，並且投資者認同程度多寡會影響公司及市場價值。Merton (1987)在資訊不對稱架構下的資本資產訂價模型中提出投資者認同假說，以投資者人數作為投資者認同程度之衡量變數，其研究發現當公司投資者認同度提高時，公司價值亦隨之提高。因此，當品牌公司推出新產品上市宣告時，當投資認同提高時，投資者對於此訊息視為樂觀且正面資訊，可預期未來企業盈餘、現金流量及公司價值將會有所增加，便導致投資此公司增加，故推出新產品呈現正向異常報酬。與本研究結果假說二實證相符。

(二)廣告支出之調節效果

從本研究統計結果之分析中瞭解，廣告支出不只干擾品牌價值與新產品宣告異常報酬間之關係，也會干擾投資者認同與新產品宣告異常報酬之關係。其結果顯示出當廣告支出越高時，會增強品牌價值與新產品宣告，也會強品牌價值與投資者認同關係；反之廣告支出低時，則減弱品牌價值與新產品宣告異常報酬，也會減弱品牌價值與投資者認同關係。皆與Bly (1993)與Milgrom and Roberts(1986)的論敘廣告支出越高，可信度影響性也就越高相符。但其中廣告支出高低對品牌價值與新產品宣告異常報酬干擾以及品牌價值與投資者認同干擾，略顯有不同差異影響性，從圖4-1與4-2可看出，圖4-1中，當品牌價值高時，廣告支出高比廣告支出低在新產品異常報酬差異性較小；但在圖4-2中，當品牌價值高時，廣告支出高比廣告支出低在投資者認同差異性較大，代表其差異性不同的原因，廣告支出對品牌價值、新產品宣告異常報酬的影響性可能僅包含創造更多機會帶來差異化和競爭利益，對長期會帶來利潤及市場份額(Chaney et al.1991)及在未來上可能會得到產品市場的優勢、獲取穩定的報酬而造成獨占市場的力量(Srivastava, Shervani, and Fahey 1998)等，本身在市場地位上具有知名度及優勢，故廣告支出高低並不會有太大的差異影響；然而當廣告支出對品牌價值、投資者認同干擾影響時，則包含認知、情感及行為，偏向於投資者心理層面進而影響態度至行為的產生，故在廣告支出高則會明顯比廣告支出低差異性還來的大。與本研究結果假說三、四實證相符。故廣告支出作為干擾差異性方面，研究建議可進一步釐清變數之間的關係，並且外加其它控制變數來作為探討。

(三)廣告支出與品牌價值會透過投資者認同而影響新產品宣告異常報酬

藉由本研究之分析結果可以驗證品牌價值、廣告支出、投資者認同與新產品宣告異常報酬為中介型干擾 (Muller et al.,2005) 。根據前述之結論，品牌價值會透過投資者認同進而影響新產品宣告異常報酬，可知投資者認同作為部分中介角色。而許多研究皆可證實廣告支出的確會影響財務面(Leone 1995; Erickson and Jacobson 1992; Joshi and Hanssens 2004)及行銷面的看法(Srivastava, Shervani and Fahey, 1998) 。本研究也發現不同廣告支出的確會影響品牌價值與新產品宣告、投資者認同的關係。當品牌價值能透過廣告支出的曝光度進而提高知名度去影響投資者及消費者時，相對廣告支出增加也會因而影響。在 Cook, Kieschnick, and Van Vess(2006)指出，當該品牌公司推出新產品若在廣告上大力宣傳時，將可吸引更多散戶投資者並抬高股票價值以及投資人會對公司預期營收增加，進而投資。因此，廣告曝光量不僅會吸引投資者注意並引發投資者認同(Arbel et al., 1983; Kent and Allen, 1994)，增加市場上的能見度，進而降低風險 (Klein and Bawa, 1976, 1977 ; McAlister et al., 2007)，並且投資者會察覺此公司是具有發展性，便提高此公司的剩餘價值(Joshi and Hanssens 2007)，使股東願意投資股票使股價呈現正向反應。倘若該品牌公司不符合投資者心中的價值時，推出新產品亦即投資者無法感受到認同，那麼廣告支出則會降低，並且使得減弱品牌價值與投資者認同之間關係，間接影響對該品牌公司股價的影響。因此該品牌公司推出廣告支出投入多寡，也可以對投資人釋放有關公司活動與獲利前景的訊息，如果投資者預期公司所進行的活動是具有獲利性的，則這項活動的宣告將獲得正向的異常報酬，相反的，若投資人不認同公司從事此項活動，則會導致有負的異常報酬。基於上述與實證研究相符，故品牌價值與廣告支出的交互作用會透過投資者認同而影響新產品宣告異常報酬。與本研究結果假說五實證相符。

二、管理上的建議

(一)針對廣告支出特性調整管理措施

依據本研究之研究結果，廣告支出多寡確實會造成品牌價值與新產品宣告異常報酬、投資者認同不同關係，但在實務上也許難以分辨產業特性廣告支出如何投入多或少，然而透過理論介紹及本研究之發現，財務及行銷管理者則可大致上瞭解廣告支出多寡的特性及所在意的方向有哪些，可做為提升或降低投資者認同、新產品宣告異常報酬的參考依據。像廣告支出高低，影響投資者認同差異性比新產品宣告異常報酬差異性來的大，其中不免包含心理、認知、行為層面因素的影響，因此行銷或財務管理者應持續觀察投資者或消費者行為以及推出新產品所帶來的影響性，藉以衡量品牌公司的管理決策是否能產生對企業、市場有益行為之幫助，並加以改善、調整，以尋求適當的管理措施，達到企業績效及市佔率。

(二)創造新產品宣告異常報酬的發展機會

本文實證結果有助於財務及行銷管理人員了解，品牌行銷策略中的廣告決策可作為提升投資者認同或投資者溝通之間橋樑，便提高新產品宣告異常報酬，因此建議任何有益於新產品宣告異常報酬發展機會，除了投入廣告之外，也可針對 Sheng-Syan Chen、Kim Wai Ho、Kueh Hwa Ik and Cheng-few Lee (2002) 所提出策略競爭、投資機會、技術機會、專利權、宣告頻率、利率因素等著重這幾方面之制定相關管理決策，以創造推出新產品發展機會而影響投資者認同，並使得提升股價。

三、研究限制與未來研究建議

(一)研究限制

1. 研究對象

本研究主要探討上市公司財務的變化，利用以台灣經濟新報(TEJ)公開的財務資料為依據，雖然為公開、透明觀測的財務資料且計算簡易，但在計算Hirose模型公式中，也有限制對象如獨佔事業、國營企業、無上市企業及不足五年的新興企業都不適用於Hirose評價模型；以及上市公司的產業類型難以區分何謂品牌及非品牌上市公司。

2. 因果關係推論限制

本研究根據文獻與相關理論推論變數間的方向性及因果性，在研究設計上以縱斷面之設計，所獲得相關數據僅了解施測過去的情況，而無法了解現在時間點的變動是否有因為不同因素面的改變產生不同影響性。故後續研究中可以橫斷面方式探討，以比較兩種探討方式的不同，以進一步確認本研究過去跟現今的相關變數之因果關係。

(二)未來研究建議

1. 依據本研究之研究結果，廣告支出多寡確實會造成品牌價值與新產品宣告異常報酬、投資者認同不同關係。雖然本研究實證結果以廣告支出高對其變數間有正向的影響性，與理論相符，但在實務上仍有許多疑慮，其中不免於廣告支出高也會造成股價負面的問題，像是其中代理成本則會導致經理人將多餘資金錯置，引發過度推出廣告量，遠遠超過必要的廣告量，由於廣告與銷售量的關係短期內很難有效衡量(Eastlack and Rao, 1989)，因此這樣廣告擴張對股東價值不一定有利，反而則使股票市場造成股價下跌。故各產業應針對該公司規模、營運方式、策略競爭等推出不同廣告支出特性，尋求適當的管理措施，達到企業績效及市佔率。
2. 本研究以上市公司為研究對象，故建議後續研究者可針對不同上市上櫃產業並區分其品牌及非品牌部分，進行比較品牌及非品牌兩者差異性對新產品宣告異常報酬之間關係，看呈現出來的結果是否會產生不一樣的效果，並進而提出品牌價值對實務管理上的貢獻及看法。
3. 本研究實證結果得知，投資者認同存在於品牌價值影響新產品宣告異常報酬之間為部分中介效果，代表增進投資者認同為台灣該品牌上市公司透過品牌價值提升推出新產品股價的重要路徑之一，也可針對消費者認知及行為面去做後續研究，或者持續探討其他可能影響的中介因子。

參考文獻

中文部分

1. 洪順慶，吳長生(1999)，地主國特性與自創國際品牌績效之關係研究—以台灣廠商為例，國立政治大學學報，第七十八期，197-220。
2. 施振榮(2005)，全球品牌大戰略：品牌先生施振榮觀點，台北：天下雜誌股份有限公司。
3. 洪順慶，吳長生(2000)，台灣廠商自創國際品牌策略與行銷績效之關係研究，中山管理評論，第八卷第一期，71-104。
4. 洪清德(2004)，使命感，客戶網路和供應商網路：影響我國電子資訊產業代工和自創品牌策略抉擇因素的探討，管理學報，第二〇一卷第四期，451-476。
5. 朱博湧，林裕凌，鄧美貞，何玉玲(2007)，無形資產價值影響因素之研究—以台灣IC 設計業為例，2007 現代管理與創新學術研討會，明新科技大學管理學院。
6. 林哲鵬，郭怡萍(2007)，競爭策略下新產品宣告對股價的影響：就台灣資訊電子產業公司之檢視，科技管理學刊，第12 卷，第1 期，1-28 頁。
7. 余主惠(2002)，廠商行銷投入對品牌權益影響長期觀點之研究，國立政治大學企業管理研

究所碩士論文。

8. 沈中華、李建然(2000)。事件研究法。臺北市，華泰。
9. 謝天生(2009)，英國、日本、德國品牌權益模型實證分析與台灣品牌權益模型之建構-以台灣電腦產業為例。台灣科技大學管理學院碩士論文。
10. 沈榮芳(2005)，資訊揭露透明度對公司價值影響之研究-以台灣上市、上櫃公司為例。中華大學經營管理研究所碩士論文，未出版。
11. 曾姿蓉(2006)，臺灣股票上市時機與異常報酬關聯性之研究。銘傳大學大學財務金融學系碩士論文，未出版。
12. 鄭聖揮(2010)，探討產品召回對品牌價值的影響-以台灣汽車產業為例。高雄應用科技大學企業管理系碩士論文。

英文部分

1. Aaker, David. A. (1991).Managing brand equity, capitalizing on the value of a brand name. The Free Press., New York.
2. Aaker, D. A. and R. Jacobson .(1994).The Financial Information Content of Perceived Quality, Journal of Marketing Research, 31(2), 191-201.
3. Arbel, A., Carvell, S., and Strebels, P.(1983). "Giraffes, Institutions, and Neglected Firms," Financial Analysis Journal, Vol. 39, No. 3, pp. 57-63.
4. Asquith, Paul and David W. Mullins.(1986).Signaling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues, Finance Management, 15, 27-44.
5. Baker, H. K., Nofsinger, J. R., and Weaver, D. G.(2002). "International Cross- listing and Visibility," Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 37, No. 3, pp. 495-521.
6. Boulding, William, Eunkyu Lee, and Richard Staelin.(1994). "Mastering the Mix: Do Advertising, Promotion, and Sales Force Activities Lead to Differentiation?" Journal of Marketing Research, 31 (May), 159-72.
7. Brown, Stephen J and Jerold B. Warner.(1985) "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies." Journal of Financial Economics 14, 3-31.
8. Baron, R. M., & Kenny, D. A.(1986) .The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. Journal of Personality and Social Psychology, 51, 1173-1182 ..
9. Boz, Allen & Hamilton. (1982).New Products Management for the 1980s, New York: Booz, Allen & Hamilton.
10. Bowman, Douglas and Hubert Gatignon.(1996) .Order of Entry as a Moderator of the Effect of the Marketing-Mix on Market Share,Marketing Science, 15(3), 222-242 , .
11. Baker, H. K., Powell, G. E., and Weaver, D. G.(1999). Does NYSE Listing Affect Firm Visibility?,Financial Management, Vol. 28, No. 2 , pp. 46-54.
12. Christie, W. G. and Huang, R.,(1994). "Market Structures and Liquidity: A Transactions Data Study of Exchange Listings," Journal of Financial Intermediation, Vol. 3, No. 4 , pp. 300-326.
13. Chandy, Rajesh and Gerard J. Tellis.(2000). The Incumbents' Curse? Incumbency, Size and

Radical Product Innovation, *Journal of Marketing*, 64(3), 1-17.

14. Cook, D. O., Kieschnick, R., & Van Ness, R. A.(2006).On the marketing of IPOs. *Journal of Financial Economics*, 82, 35-61.
15. Cobb-Walgren, C.J., Ruble, C.A. and Donthu N.(1995)."Brand equity, brand preference, and purchase intent", *Journal of Advertising*, Vol. 24 No. 3, pp. 25-40.
16. Chaney, Paul K., Devinney, Timothy M., and Winer, Russell S. (1991). "The Impact of New Product Introductions on the Market Value of Firms", *Journal of Business*, vol. 64, 573-610.
17. Chaney, Paul K., and Devinney, Timothy M.(1992).New product innovations and stock price performance, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol.19, 677-695.
18. Chen, H., Noronha, G. and Singal, V. (2004) . "The Price Response to S&P 500 Index Additions and Deletions: Evidence of Asymmetry and A New Explanation," *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 4, pp.1901-1929.
19. Christie, W. G. and Huang, R.(1994). "Market Structures and Liquidity: A Transactions Data Study of Exchange Listings," *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 3, No. 4 , pp. 300-326.
20. Chauvin, K. W. and Hirschey, M.(1993).Advertising, R&D Expenditures and the Market Value of the Firm, *Financial Management*, Vol. 22, No. 4, , pp. 128-140.
21. Fama, Eugene .F.(1970).Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, 25, 383-417.
22. Falkenstein, E. G.(1996). "Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings," *Journal of Finance*, Vol. 51, No. 1 , pp. 111-135.
23. Farquhar, P.H. (1989). Managing brand equity , *Marketing Research*, Vol. 1 pp. 24-33.
24. Frieder, L. and Subrahmanyam.(2005)."Brand Perceptions and the Market for Common Stock," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40, No. 1, pp. 57-85.
25. Farris, Paul W. and David J. Reibstein. (1979). "How Prices, Ad Expenditures, and Profits Are Linked," *Harvard Business Review*, (6), 173-184.
26. Foerster, S. R. and Karolyi, G. A.(1999). "The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition of Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the U.S.," *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 3, pp. 981-1013.
27. Graham, R. C. and Frankenberger, K. D., (2000).The Contribution of Changes in Advertising Expenditures to Earnings and Market Values, *Journal of Business Research*, Vol. 50, No. 2, pp.149-155.
28. Grand Metropolitan Annual Report. (1997) .London: Grand Metropolitan ,PLC.
29. Gardiol, Gibson-Asner,Tuchschnid. (1997).Are liquidity and corporate control priced by shareholders? Empirical evidence from Swiss dual class shares,*Journal of Corporate Finance* .Volume 3, Issue 4, December, Pages 299–323.
30. Grullon, G., Kanatas, G., and Weston, J. P.(2004). "Advertising, Breadth of Ownership, and Liquidity," *Review of Financial Studies*, Vol. 17, No. 2, pp. 439-461.
31. Han, H. B. and Manry, D., (2004). "The Value-relevance of R&D and Advertising Expenditure:

- Evidence from Korea,” *The International Journal of Accounting*, Vol. 39, No. 2, pp. 155-173.
32. Hirose et al.,(2002). *The Report of the Committee on Brand Valuation* , The Ministry of Economy, Trade and Industry of the Government of Japan. , June 24.
 33. Joshi, Amit and Dominique M. Hanssens. (2007). “Advertising Spending and Market Capitalization,” Working Paper No. 388, Marketing Studies Center.
 34. Klein, R. and Bawa, V. (1976). “The Effect of Estimation Risk on Optimal Portfolio Choice,” *Journal of inancial Economics*, Vol. 3, No. 3 , pp. 215-231.
 35. Kadlec, G. B. and McConnell, J. J.(1994). “The Effect of Market Segmentation and Illiquidity on Asset Prices: Evidence from Exchange Listings,” *Journal of Finance*, Vol. 49, No. 2, pp. 11-35.
 36. Kamakura and Russell.(1994).“Understanding brand competition using micro and macro scanner data”*Journal of Marketing Research*, Vol.31 289-303.
 37. Keller, K. L.(1993).Conceptualizing, Measuring, and Managing Customer-Based Brand Equity. *Journal of Marketing*. 57(1), pp.14.
 38. Koku, P. S., Jagpal, H. S., and Viswanath, P.V.(1997).The Effect of New Product Announcements and Preannouncements on Stock Price”, *Journal of Market Focused Management*, vol. 2, 183-199.
 39. Kadlec, G. B. and McConnell, J. J., (1994) . “The Effect of Market Segmentation and Illiquidity on Asset Prices: Evidence from Exchange Listings,” *Journal of Finance*, Vol. 49, No. 2, pp. 11-35.
 40. Klein, R. and Bawa, V.(1977).“The Effect of Limited Information and Estimation Risk on Optimal Portfolio Diversification,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, No. 1, pp. 89-111.
 41. Kirmani, Amna and Akshay R. Rao.(2000). No Pain, No Gain: A Critical Review of the Literature on Signaling Unobservable Product Quality, *Journal of Marketing*, 64 (2), 66-79.
 42. Kaufman, Peter, Satish Jayachandran, and Randall L. Rose. (2006).The Role of Relational Embeddedness in Retail Buyers’ Selection of New Products, *Journal of Marketing Research*,43 (November), 580–87.
 43. Lane, Vicki and Robert Jacobson.(1995).Stock Market Reactions to Brand Extension Announcements: The Effects of Brand Attitude and Familiarity,*Journal of Marketing*, 59(January), 63-77.
 44. Lipman.(1989).How to decide how to decide how to...: Modeling limited rationality. *Journal of the Econometric Society*, Vol.59 1105-1125.
 45. Lev and Penman.(1990). “Voluntary Forecast Disclosure, Nondisclosure, and Stock Prices” *Journal of Accounting Research*.Vol. 28, No. 1, pp. 49-76.
 46. Lev and Zarwoin.(1999).The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Theme *Journal of Accounting Research* 37(2),353-385.
 47. Merton, R. C. (1987).“A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information,” *Journal of Finance*, Vol. 42, No. 3, pp. 483-510.
 48. Mullen, M. and Mainz, A.(1989). Brand Bids and Balance Sheet:Putting a Price on Protected

- Products, *Acquisitions Monthly*, Vol.24, pp.26-27.
49. Madden, T. J., F. Fehle and S. Fournier. (2006) Brands Matter: An Empirical Demonstration of the Creation of Shareholder Value through Branding, *Journal of the Academy of Marketing Science*, 34(2), 224-235.
 50. Mishra and Harjeet S. Bhabra.(2001). Assessing the Economic Worth of New Product Pre-announcement Signals: Theory and Empirical Evidence, *Journal of Product and Brand Management*, 10 (2), 75-93.
 51. Milgrom, P. and J. Roberts. (1986). Price and Advertising Signals of Product Quality, *Journal of Political Economy*, 94, 796-821.
 52. Mason&MertonMason, S.P., Merton, R.C. (1985).The role of contingent claims analysis in corporate finance. In: Altman, E.I. (Ed.), *Recent Advances in Corporate Finance*. Irwin, Homewood, IL, pp. 7–54.
 53. Nelson. (1974) .Philip. Advertising as Information, *Journal of Political Economy*, 82 (4), 729-754.
 54. Ohlson, J. A.(1995).Earnings, Book Value and Dividends in Equity Valuation, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2, pp. 661-667.
 55. Per Kent and Allen.(1994).Competitive interference effects in consumer memory for advertising: the role of familiarity. *Journal of Marketing*, Vol.58 97-106.
 56. Rao, V. R., Agarwal, M. K., and Dahlhoff, D.(2004). How Is Manifest Branding Strategy Related to the Intangible Value of A Corporation, *Journal of Marketing*, Vol. 68, No. 4, , pp. 126-141.
 57. Srivastava, R. K., Shervani, T. A., and Fahey L.(1998). “Market-based and Shareholder Value: A Framework for Analysis,” *Journal of Marketing*, Vol. 62, No. 1 , pp. 2-18.
 58. Srivastava R. and Shocker A. D.(1991). Brand equity: A perspective on its meaning and measurement, *MSI Report*, Cambridge, 91–124.
 59. Srivastava, R. K., Shervani, T. A., and Fahey L.(1998). “Market-based and Shareholder Value: A Framework for Analysis,” *Journal of Marketing*, Vol. 62, No. 1 , pp. 2-18.
 60. Sheng-Syan Chen · Kim Wai Ho · Kueh Hwa Ik and Cheng-few Lee.(2002) How Does Strategic Competition Affect Firm Values? A Study of New Product Announcements, *Financial Management*.Vol. 31, No. 2, pp. 67-84.
 61. Shimp. (1997) . *Promotion Management and Marketing Communications (seconded)* Dryden, Hinsdale.
 62. Tse, Y. and Devos, E.(2004). “Trading Costs, Investor Recognition and Market Response: An Analysis of Firms that Move from the Amex (Nasdaq) to Nasdaq (Amex),” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, No. 1, pp. 63-83.
 63. Watts and Zimmerman. (1990). “Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective” *The Accounting Review*.Vol. 65, No. 1, pp. 131-156 .
 64. Woolridge, J. R., and Snow, C. C.(1990).Stock market reaction to strategic investment decisions”, *Strategic Management Journal*, vol. 11, 353-363.

65. Yovovich, B.G. (1988). What is a Brand Really Worth, Adweek's Marketing Week, August, pp. 18-20.24.