

南華大學

財務管理研究所碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION

INSTITUTE OF FINANCIAL MANAGEMENT

NAN HUA UNIVERSITY

**購回庫藏股及延長交易時間對異常報酬、經營績效
與市場精確度之影響分析**

**THE IMPACTS OF STOCK REPURCHASING AND TRADING
HOUR EXTENDING ON ABNORMAL RETURNS, OPERATING
PERFORMANCE, AND MARKET ACCURACY**

指導教授：簡明哲 博士

ADVISOR: PH.D. MING-CHE CHIEN

徐清俊 博士

ADVISOR: PH.D. CHING-JUN HSU

研究生：林惠敏

GRADUATE STUDENT : HUI-MIN LIN

中華民國九十三年六月

南 華 大 學

財務管理研究所

碩 士 學 位 論 文

購回庫藏股及延長交易時間對異常報酬、經營績效與市場
精確度之影響分析

研究生：林惠敏

經考試合格特此證明

口試委員：

徐靖俊
簡明如
許銀珮
黃子昂

指導教授：簡明如 徐靖俊

所 長：徐靖俊

口試日期：中華民國

93 年 5 月 21 日

南華大學財務管理研究所九十二學年度第二學期碩士論文摘要

論文題目：購回庫藏股及延長交易時間對異常報酬、經營績效與市場精確度之影響分析

研究生：林 惠 敏

指導教授：簡 明 哲 博士
徐 清 俊 博士

論文摘要內容：

在時間序列研究中，若一事件突然發生或改變，則有可能使得原有時間序列產生變化，即該事件對時間序列有顯著之影響，而庫藏股制度與延長交易時間二不同類型事件均可能使原有之時間序列產生變化。本研究以購回庫藏股宣告之上市公司 255 家共 305 次宣告與上櫃公司 75 家共 89 次宣告及延長交易時間宣告之上市公司 617 家上櫃公司 242 家之樣本，分別比較二不同類型事件對於異常報酬、經營績效及市場精確度之影響是否有差異，實證結果如下：

- 1.庫藏股購回與延長交易時間二種不同類型事件之宣告對於股價報酬皆具有顯著正向之異常影響，其中以高科技產業之股價報酬最為顯著。
- 2.企業購回庫藏股政策與政府延長交易時間制度對樣本公司之經營績效僅部份產生顯著且正面之影響，其中以高科技產業之 ROE 較為顯著。
- 3.股票投資者對於企業購回庫藏股政策及政府實施延長交易時間制度之宣告，於股市報酬之反應與企業實際經營績效之變動預期大部份呈現顯著且一致性關係，亦即市場資訊充份下，投資人之決策精確度高。
- 4.個別公司購回庫藏股宣告因具有訊息之獨立性與個別性，其對異常報酬率、經營績效及市場精確度之影響上，大部分會大於具有普偏性與一致性之延長交易時間制度之宣告。

關鍵詞：購回庫藏股、延長交易時間、異常報酬、經營績效、市場精確度

Title of Thesis : The Impacts of Stock Repurchasing and Trading Hour Extending on Abnormal Returns, Operation Performance, and Market Accuracy

Name of Institute : Institute of Financial Management, Nan Hua University

Graduate date : June 2004

Degree Conferred : M.B.A.

Name of Student : Hui-Min Lin

Advisor : Ph.D. Ming-Che Chien

Ph.D. Ching-Jun Hsu

Abstract

In time series study, the occurrence of an event may cause the original time series process to change significantly. The announcement of the stock repurchasing policy from a company or a change in the trading regulation from government is such a typically possible event to impact the stock returns. This study utilizes the event study to two different types of events, the stock repurchasing policy and the trading hour extending policy. A sample of 394 and 859 Taiwan TSE and OTC companies is collected and analyzed to event described above, respectively. The major empirical results are as follows:

1. The announcements of both stock repurchasing and trading hour extending policies have significantly positive impacts on stock returns. Among these, stock returns on high technology industry are the most significant ones.
2. The announcement of the stock repurchasing and trading hour extending policies have partially positive impacts in the operating performances of sample companies. Among these, the Returns on Equity (ROE) of the high technology industry are the most significant ones.
3. Market inventor's response to both stock repurchasing policy and trading hour extending policy are consistent with the operation performances of sample companies. Results above imply a high market accuracy in investors decision-making.
4. Due to the information disclosed from stock repurchasing policy is more independently and individually than that of trading hour extending policy, the impacts of stock repurchasing policy on stock returns, operating performances, and market accuracy are found to be large than those of trading hour extending policy.

Keywords : Abnormal Returns, Operating Performance, Market Accuracy Study.

目錄

論文口試委員審定書	i
中文摘要	ii
英文摘要	iii
目錄	iv
表目錄	v
圖目錄	vii
第一章 緒論	1
第一節 研究背景與動機	1
第二節 研究目的	3
第三節 論文架構	4
第二章 文獻回顧	6
第一節 宣告購回庫藏股	6
第二節 延長交易時間	10
第三章 研究設計	13
第一節 樣本選取與資料來源	13
第二節 研究流程設計	16
第三節 單根檢定	19
第四節 自我相關及條件異質變異數檢定	19
第五節 異常報酬檢定	20
第六節 經營績效研究法	23
第七節 市場精確度檢定	24
第四章 實證結果與分析	26
第一節 單根檢定	26
第二節 基本統計量分析	28
第三節 異常報酬實證結果	32
第四節 經營績效研究法實證結果	54
第五節 市場精確度研究法實證結果	60
第六節 本章結論	66
第五章 結論與建議	71
第一節 結論	71
第二節 後續研究	77
參考文獻	78
附錄一 平均異常報酬率趨勢圖	82
附錄二 累積平均異常報酬率趨勢圖	86

表目錄

表 3-1	宣告購回庫藏股之上市公司股價報酬率敘述性統計量	14
表 3-2	宣告購回庫藏股之上櫃公司股價報酬率敘述性統計量	14
表 3-3	宣告延長交易時間之上市公司股價報酬率敘述性統計量	15
表 3-4	宣告延長交易時間之上櫃公司股價報酬率敘述性統計量	16
表 4-1	宣告購回庫藏股之上市公司單根檢定	27
表 4-2	宣告購回庫藏股之上櫃公司單根檢定	27
表 4-3	宣告延長交易時間之上市公司單根檢定	27
表 4-4	宣告延長交易時間之上櫃公司單根檢定	28
表 4-5	宣告購回庫藏股之上市公司常態性檢定	29
表 4-6	宣告購回庫藏股之上櫃公司常態性檢定	29
表 4-7	宣告延長交易時間之上市公司常態性檢定	30
表 4-8	宣告延長交易時間之上櫃公司常態性檢定	30
表 4-9	宣告購回庫藏股之上市公司異質性檢定	31
表 4-10	宣告購回庫藏股之上櫃公司異質性檢定	31
表 4-11	宣告延長交易時間之上市公司異質性檢定	32
表 4-12	宣告延長交易時間之上櫃公司異質性檢定	32
表 4-13	上市公司宣告購回庫藏股前後交易日資料	34
表 4-14	上櫃公司宣告購回庫藏股前後交易日資料	35
表 4-15	宣告購回庫藏股之上市公司各產業別前後交易日資料	37
表 4-16	宣告購回庫藏股之上櫃公司各產業別前後交易日資料	39
表 4-17	宣告購回庫藏股之上市公司各購回目的前後交易日資料	43
表 4-18	宣告購回庫藏股之上櫃公司各購回目的前後交易日資料	45
表 4-19	上市公司宣告延長交時間前後交易日資料	48
表 4-20	宣告延長交易時間之上櫃公司前後日資料	49
表 4-21	宣告延長交易時間之上市公司各產業別前後交易日資料	52
表 4-22	宣告延長交易時間之上櫃公司各產業別前後交易日資料	53
表 4-23	宣告購回庫藏股之上市公司各購回目的經營績效分析	56
表 4-24	宣告購回庫藏股之上櫃公司各購回目的經營績效分析	56
表 4-25	宣告購回庫藏股之上市公司各產業別經營績效分析	57
表 4-26	宣告購回庫藏股之上櫃公司各產業別經營績效分析	58
表 4-27	宣告延長交易時間之上市公司各產業別經營績效分析	59
表 4-28	宣告延長交易時間之上櫃公司各產業別經營績效分析	59
表 4-29	宣告購回庫藏股之上市公司各購回目的市場精確度檢	62
表 4-30	宣告購回庫藏股之上櫃公司各購回目的市場精確度檢定	62
表 4-31	宣告購回庫藏股之上市各產業市場精確度檢定	63

表 4-32 宣告購回庫藏股之上櫃各產業市場精確度檢定	63
表 4-33 宣告延長交易時間之上市各產業市場精確度檢定	65
表 4-34 宣告延長交易時間之上櫃各產業市場精確度檢定	65
表 5-1 宣告購回庫藏股及宣告延長交易時間之結果彙整	76

圖 目 錄

圖 1-1	本論文架構圖	5
圖 3-1	購回庫藏股宣告日、事件期與估計期之關係圖	15
圖 3-2	延長交易時間宣告日、事件期與估計期之關係圖	16
圖 3-3	研究流程圖	18
圖 3-4	異常報酬計算流程圖	23
圖 4-1	宣告購回庫藏股之上市公司累積平均異常報酬率趨勢圖	34
圖 4-2	宣告購回庫藏股之上櫃公司累積平均異常報酬率趨勢圖	35
圖 4-3	宣告購回庫藏股之上市傳統產業累積平均異常報酬率趨勢圖	38
圖 4-4	宣告購回庫藏股之上市高科技產業累積平均異常報酬率趨勢圖	38
圖 4-5	宣告購回庫藏股之上市金融產業累積平均異常報酬率趨勢圖	38
圖 4-6	宣告購回庫藏股之上櫃傳統產業累積平均異常報酬率趨勢圖	40
圖 4-7	宣告購回庫藏股之上櫃高科技產業累積平均異常報酬率趨勢圖	40
圖 4-8	宣告購回庫藏股之上櫃金融產業累積平均異常報酬率趨勢圖	40
圖 4-9	上市公司以維護公司信用與股東權益為目的之累積平均異常報酬率趨勢圖	44
圖 4-10	上市公司以轉讓予員工為目的之累積平均異常報酬率趨勢圖	44
圖 4-11	上櫃公司以維護公司信用與股東權益為目的之累積平均異常報酬率趨勢圖	46
圖 4-12	上櫃公司以轉讓予員工為目的之累積平均異常報酬率趨勢圖	46
圖 4-13	宣告延長交易時間之上市公司累積平均異常報酬率趨勢圖	48
圖 4-14	宣告延長交易時間之上櫃公司累積異常報酬率趨勢圖	49
圖 A-1	宣告購回庫藏股之上市公司平均異常報酬率趨勢	82
圖 A-2	宣告購回庫藏股之上市傳統產業平均異常報酬率趨勢圖	82
圖 A-3	宣告購回庫藏股之上市高科技產業平均異常報酬率趨勢圖	82
圖 A-4	宣告購回庫藏股之上市金融產業平均異常報酬率趨勢圖	82
圖 A-5	上市公司以維護公司信用與股東權益為目的之平均異常報酬率趨勢圖	82
圖 A-6	上市公司以轉讓予員工為目的之平均異常報酬率趨勢圖	83
圖 A-7	宣告購回庫藏股之上櫃公司平均異常報酬率趨勢圖	83
圖 A-8	宣告購回庫藏股之上櫃傳統產業平均異常報酬率趨勢圖	83
圖 A-9	宣告購回庫藏股之上櫃高科技產業平均異常報酬率趨勢圖	83
圖 A-10	宣告購回庫藏股之上櫃金融產業平均異常報酬率趨勢圖	83
圖 A-11	上櫃公司以維護公司信用與股東權益為目的之平均異常報酬率趨勢圖	84

圖 A-12	上櫃公司以轉讓予員工為目的之平均異常報酬率趨勢圖	84
圖 A-13	宣告延長交易時間之上市公司平均異常報酬率趨勢圖	84
圖 A-14	宣告延長交易時間之上市傳統產業平均異常報酬率趨勢圖	84
圖 A-15	宣告延長交易時間之上市高科技產業平均異常報酬率趨勢圖	84
圖 A-16	宣告延長交易時間之上市金融產業平均異常報酬率趨勢圖	85
圖 A-17	宣告延長交易時間之上櫃公司平均異常報酬率趨勢圖	85
圖 A-18	宣告延長交易時間之上櫃傳統產業平均異常報酬率趨勢圖	85
圖 A-19	宣告延長交易時間之上櫃高科技產業平均異常報酬率趨勢	85
圖 A-20	宣告延長交易時間之上櫃金融產業平均異常報酬率趨勢	85
圖 B-1	宣告延長交易時間之上市傳統產業累積異常報酬率趨勢圖	86
圖 B-2	宣告延長交易時間之上市高科技產業累積異常報酬率趨勢圖	86
圖 B-3	宣告延長交易時間之上市金融產業累積異常報酬率趨勢圖	86
圖 B-4	宣告延長交易時間之上櫃傳統產業累積異常報酬率趨勢圖	86
圖 B-5	宣告延長交易時間之上櫃高科技產業累積異常報酬率趨勢圖	86
圖 B-6	宣告延長交易時間之上櫃金融產業累積異常報酬率趨勢圖	87

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

自 1997 年亞洲金融風暴迄今，台灣股市受國際市場經濟衰退與總統大選政黨輪替等政經因素之衝擊，國內外政經情勢丕變，我國股市受其影響而重挫。有鑑於此，政府財經單位不斷推出挽救股市之政策及辦法，在提振股市方面，有鑑於美國實施庫藏股制度於股市非理性下跌時具有實質效果，政府為穩定股市並提供個股在低檔時能有所支撐，再加上部份投資者及發行公司要求政府放寬公司買回自身股份之限制，讓公司得以自有資金進場穩定股市行情，立法院於 2000 年三讀修正通過證券交易法第二十八條之二規定，訂定「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」，庫藏股制度應運而生。根據「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」指出「庫藏股」係指公司持有自身已發行因特殊原因而由公司收回且尚未註銷之股票。其主要實施目的有下列三種：一、透過公司買回自家股票轉讓予員工；二、開放公司發行各種認股權商品，如附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股、認股權憑證等，以建立更多元化之管道；三、為維護公司信用及股東權益並辦理消除股份者。

在健全股市制度方面，由於台灣股市規模相較於國際股市仍屬淺碟型市場，且散户投資人占市場比例極高，此特性使得台灣股市易呈現暴起暴跌不穩定的現象。財政部為促進股市交易並利於與國際市場接軌，乃積極推動許多健興股市之制度，其中於 2000 年 9 月 16 日正式宣告台灣證券交易所將於 2001 年 1 月 1 日起，正式實施延長交易時間的新措施。由於台灣證券交易制度仍未健全，財政部不敢貿然實施上、下午盤制度，而先以延後股市收盤時間來代替，即股市交易時間由原訂上午九點至十二點

延長為上午九點至下午一點三十分，使得股市交易時間因而增加。

在時間序列研究中，若一事件突然發生或改變，則有可能使得原有時間序列產生變化，即該事件對時間序列有顯著之影響(莊慶仁, 2002)。一般而言，事件可分為同類事件(type of event)單一事件(single event)兩類。同類事件中所有樣本所要研究的事件是一樣的，但事件發生的日期可能不同，例如：研究庫藏股的宣告、財報的揭露對股價的影響；而單一事件中所有樣本所要研究的事件不但是一樣且各樣本事件發生的日期也完全相同，例如：延長交易時間及其他重大財經政策之宣告對股價的影響。

上述庫藏股制度與延長交易時間之宣告二者均能使原有之時間序列產生變化，代表此二事件對於時間序列可能有顯著之影響，在多數庫藏股制度之研究中，其實證結果均證實上市上櫃公司之庫藏股購回宣告均出現正向異常報酬(Dann, 1981；鄭桂蕙, 2002；蔡曉琪, 2001)。至於延長交易時間異常報酬之研究則尚無相關文獻，與之有關的研究多偏向延長交易時間對市場績效、成交量及波動性之研究，而宣告延長交易時間制度對於股票報酬之影響如何，尚有待進一步探討。而兩類事件基於本質上之差異，何者對於股市之影響較大，亦值得進一步進行研究。

李宗祥(2001)之研究顯示，國內上市櫃公司管理當局宣告買回庫藏股之最主要動機為公司股價被低估，透過庫藏股傳遞訊息給投資人，建立投資人對公司未來盈餘與股價之信心；而在延長交易時間後，市場整體流動性提高，市場週內各天流動性皆較延長前提高，顯示延長交易時間，有助於吸引更多投資人進入市場、活絡市場(黃玉娟, 2002)。根據資訊信號傳遞效果假說(Ross, 1977)，事件發生時投資人因「主觀」的預期而產生異常報酬，因此庫藏股制度與延長交易時間二事件所產生之異常報酬為資訊信號發射導致之結果。然而庫藏股制度與延長交易時間制度二事件宣告前後企業之客觀之經營績效為何，其與投資人之「主觀」之異常報酬和企業「客觀」經營績效間

之相關性為何，亦為本研究所欲探討者。

第二節 研究目的

過去文獻有關金融制度之變革如庫藏股制度與延長交易時間制度之研究，大致可區分為三大部份：一為以事件研究法(Event Study)來探討制度變革與股東財富之關係；二為以經營績效研究法(Operating Performance Study)來檢定代表公司經營績效之各項財務比率因制度變革是否產生顯著差異；三為市場精確度研究法(Market Accuracy Study)，探討投資者對制度變革反應在市場之異常報酬與企業實際之經營績效間是否具有顯著的相關性或精確度。

根據上節所提出之研究背景與動機，本研究應用上述三種分析方法分別比較庫藏股制度與延長交易制度之異常報酬、經營績效及市場精確度之檢定(Market Accuracy)。

本研究之主要研究目的有三：

1. 應用事件研究法分別探討投資大眾對於庫藏股制度與延長交易時間制度二不同類型事件之主觀評價反應，分析不同類型事件之宣告對股東財富之影響。
2. 應用經營績效研究法分別探討庫藏股制度與延長交易時間制度二不同類型事件對企業客觀經營績效之影響。
3. 應用市場精確度檢定法分別探討庫藏股制度與延長交易時間制度二不同類型事件，在投資大眾主觀的市場反應與企業客觀的經營績效間相關性(即市場精確度)是否顯著與一致。

第三節 論文架構

本研究之章節共區分為五大部分，分別為緒論、文獻回顧、研究方法、實證結果與分析及結論與建議，各章節主要探討內容如下：

第一章為緒論，主要描述本研究之背景、研究動機與目的，並提出論文架構。圖 1-1 為本研究之論文架構圖。

第二章為文獻回顧，針對事件研究法、經營績效研究法及市場精確度檢定法三部份收集國內外之實證文獻，期能對於本研究所欲探討之內容有更進一步的瞭解。

第三章為研究方法，根據文獻回顧之結果說明研究範圍與對象、變數衡量、本研究所使用之研究模型。

第四章為實證結果與分析，依據所收集之樣本資料進行實證研究，提出實證結果，進而提出研究分析。

第五章為結論與建議，針對本研究之實證結果，作一綜合歸納，並且提出未來研究建議，以供後續研究參考。

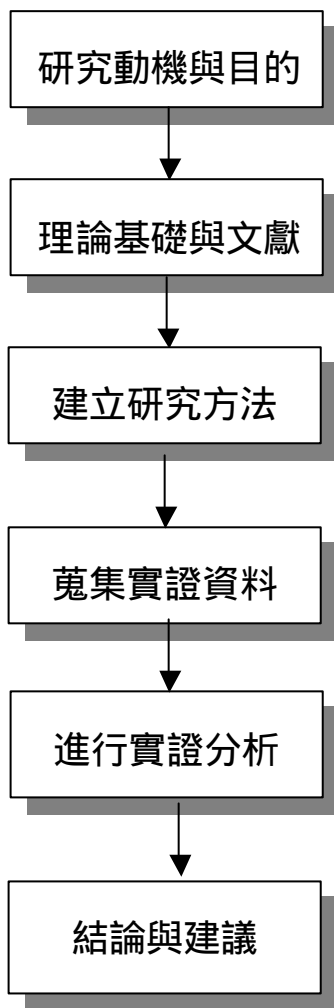


圖 1-1 本論文架構圖

第二章 文獻回顧

在時間序列研究中，若一事件突然發生或改變，則有可能原有時間序列產生變化，此表示該事件對時間序列有顯著之影響。而過去事件研究多集中於以事件發生之時點進行股價異常報酬的研究，且事件可分為同類事件(如宣告購回庫藏股)與單一事件(如宣告實施延長交易時間)二類，而本研究主要目的想瞭解二不同類型事件發生之影響差異。所以本章將針對眾多有關宣告購回庫藏股與宣告實施延長交易時間二種不同類型之事件方面文獻，進行一整合性之探討，以瞭解過去學者研究內容與結果，從中發覺本研究之研究方向與目的。以下將區分宣告購回庫藏股及宣告延長交易時間二部分文獻進行探討說明。

第一節 宣告購回庫藏股

一、國外宣告購回庫藏股之市場反應

Dann(1981)發現公司宣告股票購回當日，出現顯著之正向報酬，且實施庫藏股後，公司股價之上漲為永久性的，即在庫藏股買回期滿後，股價並不會就此回到宣告日前之水準；而 Vemaelen(1981)將宣告股票購回分為公開市場買入與公開收購二組進行觀察，發現二組股票價格均隨之上漲。

Liu and Ziebart(1997)針對 264 件集中市場樣本，應用市場指數調整法計算窗期為五天之庫藏股宣告購回的股票累積異常報酬，實證發現有 + 2.9% 累積異常報酬率，而 McNally(1999)以 702 個公開收購為樣本，實證結果發現以窗期三天之宣告購回庫藏股的市場反應平均股票累積異常報酬是 + 2.55%，此外，D' Mello

and Shroff(2000)以 166 個公開收購樣本進行研究，實證發現購回庫藏股宣告之三天市場反應的股票平均累積異常報酬高達 + 14.1%。

二、國內宣告購回庫藏股之市場反應

毛治文(1999)利用複迴歸與 t-test 針對 128 家上市公司進行研究，實證結果顯示，公司購回庫藏股之決策會傳達股價遭低估之訊息予投資人，並抑制股價繼續下跌，公司購回庫藏股後，股價會顯著上升。

邱鍵麟(1999)利用事件研究法，探討國內上市公司實施庫藏股制度此一事件對股價的影響程度，並視宣告實施庫藏股制度具有訊號發射的意義，進而針對此一訊號發射的效果、持續性及強弱程度個別檢驗，研究結論發現，平均而言全體樣本公司在宣告實施庫藏股當天與之後 2 天，皆有顯著的正向異常報酬產生，分別為 1.69%、2.18%與 1.05%。因此公司宣告實施庫藏股制度時，對股價會產生一正向的激勵效果，並立即反應於市場上。

王智慧(2001)亦採用事件研究法之市場模式及 Fama and French(1993;1996)三因子模式與 logit 迴歸，對 242 家上市公司進行研究，實證發現上市公司宣告買回股票之財富效果，無論是市場模式或 Fama and French 模式皆顯示在事件宣告前二日之累積異常報酬由正值轉為負值，即宣告日當天的正異常報酬率效果最強。

蔡曉琪(2001)以初次宣告買回公司股票之上市櫃公司為研究對象，採事件研究法及迴歸分析法，針對買回庫藏股票宣告效果做相關之實證研究。在異常報酬的持續力方面，實證結果顯示，宣告時異常報酬為正者，宣告效果具較好的持續力，亦即宣告時股價對宣告內含的資訊有反應不足的情況。宣告時異常報酬為

負者，宣告後股價並未回升，異常報酬並無顯著持續性。在影響買回宣告效果之因素方面，實證結果發現公司宣告前二年利潤率愈高者，宣告時所產生之異常報酬愈大，亦即宣告效果部份來自對過去二年會計利潤率重新評估的程度。市價對帳面價值比愈小及預定買回比率愈大的公司，宣告買回效果愈大，此結果支持公司宣告買回股份所內含的資訊可信度愈大的公司，宣告效果也較大。

李忠泰(2001)以事件研究法探討國內上市、上櫃公司宣告實施庫藏股後之股價變動情形，以 2000 年 8 月 7 日通過庫藏股法令至 2000 年 12 月 31 日間，第一次宣告實施庫藏股的公司為研究對象，利用市場模式、市場模式結合 GARCH 模式、三因子模式、與三因子結合 GARCH 模式四種模式進行探討，實證結果發現：(1)台灣股市宣告實施庫藏股的效應為顯著的正值。(2)宣告效應與宣告的買回比例呈正相關、與公司風險呈負相關、與產業別有關，其餘因素對於宣告實施庫藏股的影響並不顯著。

黃泰銘(2001)、游朝旭(2001)、郭法雲(2001)、蔡柳卿(2000)等以上市上櫃公司為樣本利用事件研究法與 OLS 進行分析研究，研究發現宣告購回前股價產生負的異常報酬率，宣告購回後股價會有正的異常報酬。

林逸翔(2002)針對 228 家上市公司採用 GARCH(1,1)、E-GARCH(1,1)及最小平方法進行事件研究，其實證研究結果顯示，以企業宣告買回庫藏股的日期為基準日，自宣告日後第二個營業日起至第三個營業日有顯著的正向平均異常報酬，且從累積平均異常報酬來看，確有穩定股價的效果，而所屬之產業別以及宣告日當天市價對每股淨值比率有異，則其庫藏股之效果也不同，實證結果發現在宣告日當天、宣告後第二天及第三天有正向之異常報酬產生。

三、國內宣告購回庫藏股目的之市場反應

而根據證交法第 28 條之 2 及買回辦法第 2 條、第 6 條之規定，公司執行庫藏股活動之目的有三：(一)透過公司買回自家股票轉讓予員工；(二)開放公司發行各種認股權商品；(三)為維護公司信用及股東權益並辦理消除股份者。由國內各學者實證研究結果顯示，以轉讓與員工或維護公司信用及股東權益為購回目的者，於宣告日後皆獲得顯著之正向異常報酬(楊踐為與陳明文,2002)，且以維護公司信用及股東權益之累積異常報酬顯著高於轉讓於員工為目的者，其宣告購回比率愈高者市場反應愈佳，顯示購回目的與市場具有密切的關聯性(鄭桂蕙，2002；游祥泰，2002；吳琇華，2002)。

游朝旭(2001)以事件研究法與迴歸模型探討股票市場對於公司實施庫藏股之反應，其中亦包括股價對於不同的買回目的、產業以及不同內部人持股比率、買回比例及收購溢價之反應是否有所不同，其實證結果發現：(1)宣告實施庫藏股前，上市公司股價有不理性下跌的現象發生，而上櫃公司則無此現象；至於實施庫藏股後，上市上櫃公司皆發現庫藏股制度有正的宣告效果與穩定價格的功用。(2)宣告買回目的為維護公司信用及股東權益者，其累計異常報酬顯著大於其他買回目的者；然而電子業與非電子業之累計異常報酬並無顯著不同。(3)0-20 日之累計異常報酬與買回比例及收購溢價間有顯著的正相關，至於內部人持股比率則無證據顯示與 0-20 日之累計異常報酬有任何的關係。

綜合以上各學者之實證研究，無論是國內或國外之庫藏股宣告其市場反應均呈現顯著為正之異常報酬；就宣告購回目的之市場反應而言，以維護公司信用及股東權益為目的之股票異常報酬較以轉讓予員工為目的之累積異常報酬為高。

第二節 延長交易時間

財政部於 2000 年 9 月 16 日宣告台灣股票市場將於 2001 年 1 月 1 日正式實施延長交易時間制度，與之相關研究多偏向延長交易時間對市場績效、成交量及波動性之研究，而宣告延長交易時間制度對股票價格產生異常報酬之研究則著墨較少，本研究僅探討交易時間改變市場績效之影響相關文獻。

French and Roll(1986)主要探討交易時間波動較非交易時間大之原因。其認為有三種可能之假設。(1)公開資訊(Publish information)假說，認為政府發佈新政策皆於正常上班時間內公佈，即在正規時間內，投資大眾會依據此一公開消息進行交易，使得在交易時間內之波動性較非交易時段中。(2)私人資訊(Private information)假說，認為私人資訊並不會披露於市場中，擁有資訊之投資人利用此資訊於市場中賺取利潤。此時資訊擁有者會於交易時段進行買賣，因而增加交易時段之波動性。(3)噪音(Noise)交易假說，認為噪音交易為股市波動之主因，交易時段內波動性較大為受私人資訊與噪音交易時影響。進一步研究交易時段與非交易時段之市場波動性關係，實證結果發現交易時段波動性約非交易時段之 13~100 倍不等。

Houston and Ryngaert(1992)探討 1942 年至 1952 年 NYSE 周六時不交易與 1968 年周三不交易二事件，實證結果發現減少交易時間對週報酬波動性及交易量並無產生影響，但對週內交易量及波動性之分配型態上會產生重分配現象。交易量與變異數在減少交易時間之後，有變高之情形，顯示出交易量與變異數會從縮短交易時間當週，轉移至隨後一週之交易日。

Nord' en(1994)以瑞典股價指數為研究對象，探討延長交易時間對於瑞典斯德哥爾摩股市波動性之影響，以瑞典股市股價指數為研究對象，進行深入研究瞭解延長交易時間前後波動性之變情形。實證結果發現，在瑞典斯哥爾摩股市中延長交易時間並不會使股價受更多噪音交易之干擾，政府單位能延長交易時數而不用擔心噪音交易使股價波動幅度增加。一般而言對於股市具有影響力之訊息，若在收盤後發生，投資大眾則等到隔日開盤時方能反應，而將股市交易時間延長，則能改善此一狀況，使投資大眾對於資訊能迅速反應，股市將更具效率性。

馬黛與廖怡玲(1998)以成交量為流動性指標，實證結果發現實施隔週休二日前大盤原始交易量顯著小於實施後，去除規模效應之平減成交量後，市場整體流動性於實施前後並無明顯改變。

黃玉娟與李羿儒(2002)以 SGX-ST 摩根台指期貨為樣本，針對延長交易時間對市場績效進行研究，實證結果發現，交易時間之增加對於流動性產生顯著影響，延長交易時間後市場整體流動性提高，各天流動性皆較延長前提高。

莊慶仁(2002)以台灣股價加權指數為對象，針對台灣股市價格行為進行研究，其實證結果發現延長交易時間後，在基本統計分析中，不論是交易期間、非交易期間之日報酬率與報酬標準差均較延長交易時間制度實施前高且其日報酬率與日內各期報酬皆更接近常態分配。

綜合以上文獻可發現，延長交易時間制度之實施不論是波動性、流動性及報酬率等，皆較實施制度前為高，顯示出實施延長交易時間制度對市場會產生影響。可得知延長交易時間制度對於社會投資人而言，為一正面的好消息，基於資

訊信號的傳遞當延長交易時間之宣告時亦會對市場產生影響。

第三章 研究設計

根據先前之研究動機及目的與文獻回顧後，本章將對本研究之資料選取與來源、研究流程、使用的研究方法及實證模型的建立等加以說明。

第一節、樣本選取與資料來源

針對宣告購回庫藏股及宣告實施延長交易制度二種不同類型事件異常報酬之研究，本研究之樣本股價及經營績效分析中所使用之財務比率等相關資料，皆取自台灣經濟新報資料庫(TEJ)，而各樣本之選取如下所示：

一、宣告購回庫藏股

本研究以國內上市櫃公司自庫藏股制度實施至今進行宣告購回的公司為研究對象，期間為民國 89 年 8 月 9 日起至民國 91 年 12 月 31 日止。採用之研究樣本以各上市櫃公司宣告庫藏股購回為樣本，排除宣告期間估計期相重疊、股價資訊不齊全及下市下櫃公司，及缺乏季財務資訊等樣本公司，總計在研究期間共有上市公司 255 家 314 次宣告及上櫃公司 75 家 89 次宣告。由於部分類股其宣告購回庫藏股之樣本數稀少或缺乏，為避免研究結果造成偏頗，本研究應用楊維禎(1997)之分類，將上市上櫃公司區分為傳統產業、高科技產業與金融產業三大類。而以購回庫藏股宣告之購回目的區分，以維護公司信用及股東權益為目的之上市櫃公司宣告各為 100 次與 21 次；而以轉讓予員工為目的之上市櫃公司宣告各為 205 次與 66 次。表 3-1、表 3-2 為上市櫃公司各產業之基本描述及各統計數。

本研究之庫藏股宣告日定義為上市櫃公司於台灣證券交易所股市觀測站之公告日為檢定基準日，宣告日、事件期與估計期之關係，如圖 3-1 所示。宣告日前 10 天到宣告後 10 天共計 21 天為事件期。本研究將估計期定義為宣告日前 192 天到前 372 天共計 180 天。本研究不取宣告日前 11 天到前 191 天共計 180 天，以免估計期臨近事件期所可能帶來之干擾。

表 3-1 宣告購回庫藏股之上市公司股價報酬率敘述性統計量

分類	平均數	標準差	中位數	最大值	最小值	樣本數
上市整體	-0.1774	2.5660	-0.048	7.00	-7.00	305
傳統產業	-0.1049	0.8299	-0.114	3.28	-5.4908	146
高科技產業	-0.1528	1.9197	-0.220	6.16	-4.94	127
金融產業	-0.2580	2.7522	-0.545	7.00	-6.97	32
購回目的						
維護公司信用 與股東權益	0.0928	3.3025	-0.270	6.99	-6.93	100
轉讓予員工	0.0990	3.6232	-0.495	6.99	-6.98	205

註：除樣本數為家數外，其餘均為%。

表 3-2 宣告購回庫藏股之上櫃公司股價報酬率敘述性統計量

分類	平均數	標準差	中位數	最大值	最小值	樣本數
上櫃整體	-0.2971	2.7428	-0.430	7.00	-6.99	89
傳統產業	-0.1067	1.3001	-0.059	3.28	-3.81	32
高科技產業	-1.1131	1.3481	-1.325	6.15	-5.36	55
金融產業	0.5995	2.6578	-0.070	5.64	-4.28	2
購回目的						
維護公司信用 與股東權益	0.4279	3.5748	1.190	6.67	-6.67	21
轉讓予員工	0.5952	4.6681	0.740	6.94	-6.79	66

註：除樣本數為家數外，其餘均為%。

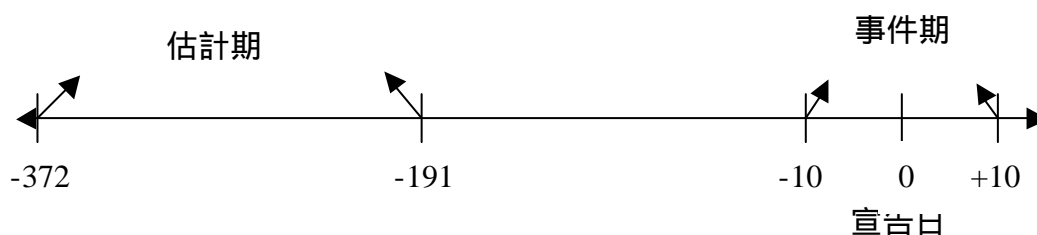


圖 3-1：庫藏股宣告日、事件期與估計期之關係圖

二、宣告延長交易時間制度

本研究以民國 89 年 9 月 16 日宣告延長交易時間制度之台灣上市櫃公司為研究對象。所採用之研究樣本以各類股之上市上櫃公司為樣本，排除股價資訊不齊全、下市下櫃公司及缺乏季財務資訊之樣本數，總計在研究期間上市公司共 617 家樣本，上櫃公司共 242 家樣本，由於部分類股樣本數稀少或缺乏，為避免研究結果造成偏頗，本研究應用楊維禎(1997)之分類，將上市上櫃公司區分為傳統產業、高科技產業與金融產業三大類。表 3-3、3-4 為上市櫃公司各產業之基本描述及各統計數。

本研究之宣告日定義為開始宣佈延長交易時間制度為檢定基準日，而宣告日、事件日與估計期間之關係，如圖 3-2 所示，宣告日前 10 到宣告後 10 天共計 21 天為事件期，而估計期則定義為宣告日前 191 天到前 372 天共計 180 天。

表 3-3 宣告延長交易時間之上市公司股價報酬率敘述性統計量

分類	平均數	標準差	中位數	最大值	最小值	樣本數
上市整體	0.1601	2.5484	0	7.00	-7.00	617
傳統產業	-0.1249	1.7091	-0.276	5.90	-6.33	308
高科技產業	-0.0065	2.5328	-0.070	6.55	-6.77	280
金融產業	-0.2433	2.4707	-0.52	6.96	-6.85	29

註：除樣本數為家數外，其餘均為%。

表 3-4 宣告延長交易時間之上櫃公司股價報酬率敘述性統計量

分類	平均數	標準差	中位數	最大值	最小值	樣本數
上櫃整體	-0.0657	2.5152	0	7.00	-7.00	264
傳統產業	-0.1054	1.0271	-0.117	2.73	-3.29	109
高科技產業	-0.0331	1.6418	0.052	6.61	-6.17	150
金融產業	-0.5580	2.1438	-0.525	5.43	-6.49	5

註：除樣本數為家數外，其餘均為%。

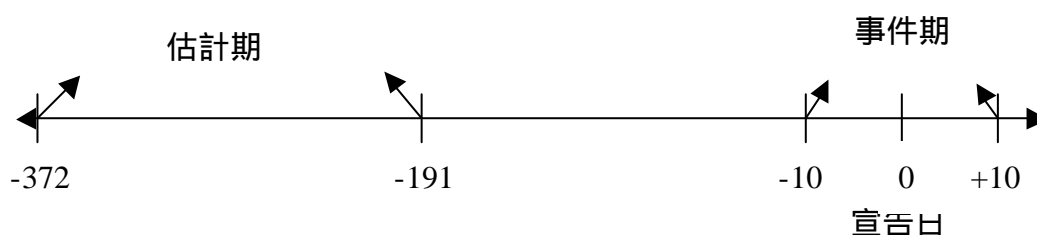


圖 3-2：延長交易時間宣告日、事件期與估計期之關係圖

三、基本統計量分析

如表 3-1 至 3-4 所示，在樣本期間內進行庫藏股購回宣告之上市櫃公司其整體股價報酬是呈現空頭的情形。而針對延長交易時間宣告之整體股價報酬方面，則是上市公司呈現多頭，上櫃公司則呈現空頭的情形。在標準差方面，在樣本期間內進行庫藏股購回宣告之上市櫃股價報酬的波動大於延長交易時間宣告的上市櫃股價報酬波動，顯示出進行庫藏股購回宣告比延長交易時間宣告相對上存在較高的風險。

第二節 研究流程設計

由於在傳統時間序列模型下，均假設變數序列之殘差項服從白噪音過程，即在常態分配下，自變數與自我落後期數、與因變數間需獨立，且具變異數齊一的特徵。然而 Engle(1982)證實許多金融性資料並不符合常態分配之過程，且其條件變異數具有

隨時間變動而變動的特徵。因此本研究需先針對序列資料的分佈做基本統計量說明，以檢視序列是否服從常態分配。

其次，本研究以 Jarque-Bera 來檢定序列是否為常態，進一步利用單根檢定來檢驗資料是否為定態，再以 L-B Q、L-B Q^2 與 ARCH-LM 檢定二資料序列是否具有異質性，若資料序列呈現異質性，則本研究以 GARCH(1.1)來作為股價呈現 ARCH 效應時之修正模型，若資料序列並無呈現異質性，則以市場模型進行研究。

最後，本研究將購回庫藏股宣告及延長交易時間宣告之時間序列分別進行事件研究中異常報酬的檢定，以探討二事件發生時對於股東財富變化之影響。而後，亦分別將購回庫藏股宣告及延長交易時間宣告之時間序列分別進行經營績效法檢定，以探討二事件發生前後樣本公司經營績效之變動情形。最後，將購回庫藏股宣告及延長交易時間宣告之時間序列在事件研究法與經營績效檢定法所得之結果，進行市場精確度檢定，本研究之流程如圖 3-3 所示。

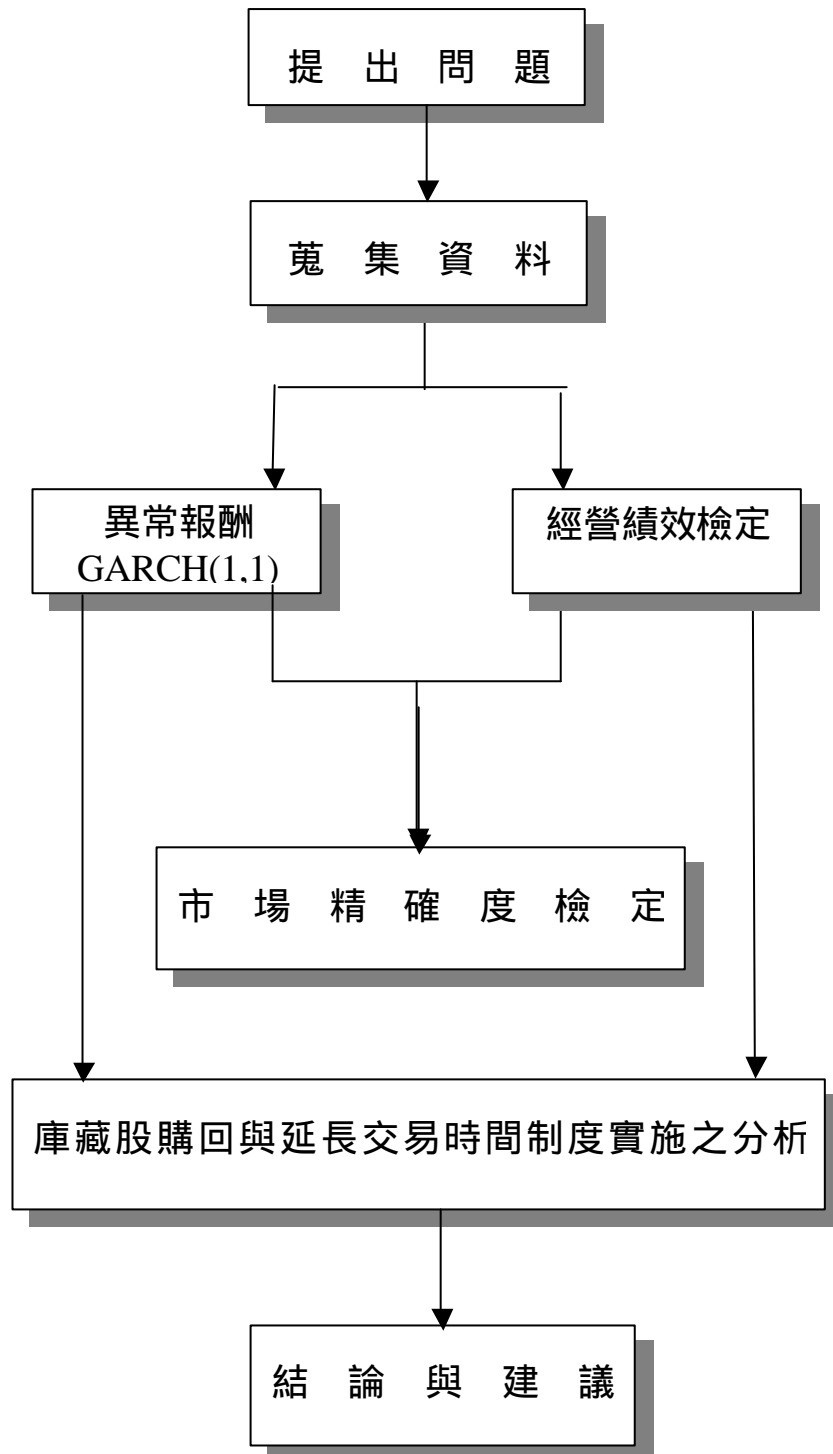


圖 3-3 研究流程圖

第三節 單根(Unit Root)檢定

在時間序列中，變數(Variable)通常為非定態(Non-stationary)之序列，如果直接進行迴歸分析將會造成假性迴歸(Spurious Regression)之現象；故本研究需先進行單根檢定以檢視觀測值序列是否存在非定態現象，並用 Dickey & Fuller(1981)所設計之 ADF 統計量，檢定漂浮項與時間趨勢項之一階自我迴歸模式(AR(1))，其方程式如下：

$$\Delta Y_t = \mathbf{b} + \mathbf{b}_1 Y_{t-1} + \sum_{k=1}^n \mathbf{g}_k \Delta T_{t-k} + \mathbf{e}_t \quad (3-1)$$

上式中 e_t 為白噪音過程(White Noise Process)，選擇適當的滯延期數 n 能確保誤差項之間為不相關的白噪音，使得迴歸式能夠盡量呈現系統的動態行為。

第四節 自我相關及條件異質變異數檢定

若要檢定一組的序列相關係數是否為 0，則須採用一聯合檢定，依據 Ljung-Box 的 Q 統計量，方程式如下：

$$Q(P) = n(n+2) \sum_{s=1}^p \frac{1}{n-s} \mathbf{r}_s^2 \sim X^2(P) \quad (3-2)$$

其中 n 為樣本數， s 表落後期數。此統計量之自由度為 P 之卡方分配。其虛無假設為自我相關統計量($\mathbf{r}_1, \mathbf{r}_2, \mathbf{r}_3 \dots \mathbf{r}_4$)皆為 0，對立假設為自我相關統計量不全為 0，若一估計量 $Q(P)$ 大於 5% 顯著水準之臨界值，則拒絕沒有序列相關的虛無假設。

所謂異質性即表示一序列之變異數並非為固定之常數，而會是隨時間而變動，檢定異質性時亦採用 Ljung-Box² 檢定法，如果報酬率平方的 $Q(P)$ 值大於報酬率之 $Q(P)$

值，則該序列具有異質性。此外，Engle(1982)所發展的 LM 檢定(Lagrange Multiplier Test)亦是檢定序列是否存在條件異質變異的統計方法。由於 ARCH 模型之估計值是採取反覆遞迴的方式(Iterative Procedure)，其過程較為複雜，因此在對模型進行估計之前需先檢定資料特性是否符合 ARCH 效應；通常以 ARCH - LM Test(Lagrange Multiplier，趨近於自由度為 P 的卡方統計量)作為檢定方式：虛無假設為： $a_1=a_2=a_3=\dots=a_p=0$ ， a_i 為條件變異數之參數估計值， $i=1, 2, 3, \dots, p$ 。其對立假設為不全為 0；若虛無假設不被拒絕，即表示此序列並不適用於 ARCH 模型做處理。

第五節 異常報酬檢定

異常報酬檢定乃指藉由觀察特定事件發生前後數天之股票價格變化，用以評估市場對此事件的反應，其作法，是先將樣本股票日價格轉換為日報酬率，觀察在事件期間內，該觀察樣本報酬率是否產生異常之情形，並透過統計檢定方式，瞭解此事件對於股東財富之影響。在效率市場假設下，特定事件發生時，對於市場來說等於是新資訊之流入，因此市場會對此新資訊作出反應。因此，可以藉由公司股價變化來了解資本市場對於此特定事件之態度與反應。

為檢定上市櫃公司對於庫藏股宣告購回及延長交易時間二類事件發生時報酬率之變化，本研究應用 Sharpe(1963)之市場模式(market model)，以估計此二種類型事件發生之異常報酬；股價資料在分析時常會產生胖尾、高峰等非常態現象，而使用市場模式時，如果股價呈現條件常態分配，且異質變異數呈現自我相關條件異質變異的現象(Auto Regressive Conditional Heteroscedasticity, ARCH)，則可以解釋股價之胖尾高峰現象。因此必須檢測股價是否有 ARCH 現象，若有則必須修正市場模型，本研究將以常用之 GARCH(1,1)來作為股價呈現 ARCH 效應時之修正模型。而市場模式乃假定

個別證券報酬率僅與市場報酬率有關，且呈線性關係：

$$E(\hat{R}_{iE}) = \hat{a}_i + \hat{b}_i R_{mE} \quad , \quad e_{it} \sim N(0, h_t) \quad (3-3)$$

$$h_t = d_0 + d_1 e_{t-1}^2 + d_2 h_{t-1} \quad , \quad E \in W = [t_1, t_2] \quad (3-4)$$

其中， i 代表樣本公司， t 代表時間， t_1 及 t_2 代表估計期開始與結束的時點， W 代表事件期的長度， E 代表事件期中的某一期；

R_{mE} 代表事件期 E 之市場報酬率；

$E(\hat{R}_{iE})$ 代表 i 公司在事件期某一期 E 之預期報酬率；

b_i 為第 i 種證券市場模式迴歸斜率，即為貝他係數(beta coefficient)；

e_{it} 為第 i 種證券第 t 日之隨機誤差項；

h_t 為模型殘差之異質條件變異數，其受過去 p 期誤差干擾項的影響，以及過去條件殘差變異數之影響。

本研究估計異常報酬率的步驟如下；異常報酬計算流程圖如圖 3-4 所示。

1. 以宣告日前 t_1 天至前 t_2 共 180 個日資料來估計市場模式之係數。
2. 以宣告日前 t_3 天至後 t_4 天共 21 個日資料來計算市場實際日報酬率。
3. 將步驟 1. 所推估的 a_i 、 b_i ，與步驟 2 所推估之市場實際日報酬率 R_{mE} ，代入

(3-3) 式中，估計每一樣本股票在事件期內每一交易日的預期報酬率 $E(\hat{R}_{iE})$ ，亦即 \hat{R}_{it} 值。

$$\hat{R}_{iE} = \hat{a}_i + \hat{b}_t R_{mE} \quad (3-5)$$

4.將事件期內各日之實際報酬率 R_{iE} 與報酬率估計值 \hat{R}_{iE} 相比較，即可得出各日異常報酬率估計值 AR_{iE} (Abnormal Return)。

$$AR_{iE} = R_{iE} - \hat{R}_{iE} \quad E \in W=[t_3, t_4] \quad (3-6)$$

5.將所有樣本股票事件期內各日之異常報酬率相加後，再除以股票數，可求得第 t 日之平均異常報酬率 AAR_t (Average Abnormal Return)。

$$AAR_t = \sum_{i=1}^N AR_{it} / N \quad (N \text{ 為樣本數}) \quad (3-7)$$

6.將每日之平均異常報酬予以累加，即可得到累積平均異常報酬率 $CAAR_t$ (Cumulative Average Abnormal Return)。

$$CAAR_t = \sum_{-10}^t AAR_t \quad (3-8)$$

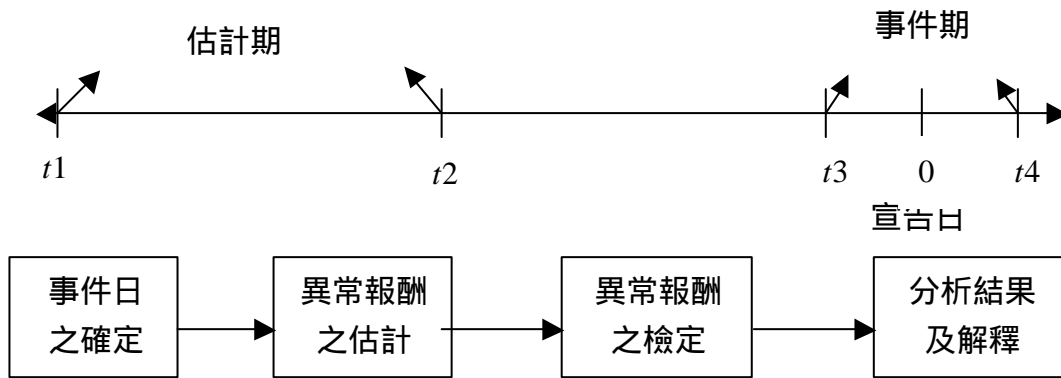


圖 3-4：異常報酬計算流程圖

第六節 經營績效研究法

針對經營績效所進行之研究繁多，而本研究應用 Hart and Apilado(2002)研究中所使用之經營績效分析法。Hart and Apilado(2002)首先定義用來分析經營績效的財務比率，並配適一簡單迴歸方程式，其主要探討事件之宣告是否對於宣告公司具有異常影響，觀察個別宣告公司經營績效的衡量變動值，並將其經營績效變動值加以平均作為衡量標準，據此結果進行宣告前後之經營績效變動結論。其所用之簡單方程式如下：

$$R_{it}^{firm} = b_{1i} + b_{2i}R_t^{industry} + \hat{b}_{3i}DUM_{it} + e_{it} \quad (3-9)$$

其中， R_{it}^{firm} 為樣本公司 i 在第 t 期之某一財務比率；

$R_t^{industry}$ 為整個產業在第 t 期某一財務比率之平均；

DUM_{it} 代表事件宣告前後財務比率變化之虛擬變數，事件宣告前為 0，宣告後為 1；

\hat{b}_{3i} 為 DUM_{it} 的係數估計值，代表事件宣告前後樣本公司經營績效之變動。若 \hat{b}_{3i} 顯著大於 0，表示事件宣告後之財務比率高於事件宣告前，若此時所選擇之財務比率效果是愈大愈好者，代表事件宣告之發生對於樣本公司之經營績效有正面貢獻，反之，則有負面之影響；若 \hat{b}_{3i} 不顯著，則表示事件之發生對於樣本公司經營績效之改變效果不大。

本研究中主要在探討事件之宣告是否對樣本公司之經營績效產生異常之影響，因此將針對樣本公司經營績效之變動值進行檢定，亦即 \hat{b}_{3i} 之 t 值。

在代表經營績效之各項財務指標中與股價報酬較具關聯性者即屬企業獲利能力指標，故本研究將以獲利能力指標來檢定樣本公司經營績效之變動。獲利能力為經營績效最直接的反應，通常亦為投資大眾最重視的指標，且獲利能力指標中 ROA、ROE 及 EPS 三指標皆為企業中評價獲利能力常用之指標，因此本研究選擇此三種獲利能力指標。

- 1.ROA：稅後純益 / 平均資產
- 2.ROE：稅後純益 / 平均淨值
- 3.EPS：稅後純益 / 普通股股數

以上之財務比率愈大，則表示樣本公司獲利能力愈好。

第七節 市場精確度檢定

市場精確度檢定應用第一部份事件研究法之異常報酬率及第二部份經營績效研究中衡量財務比率變動之值，分析兩者間相關性，以此相關性代表市場之精確度。本研究應用 Hart and Apilado(2002)市場精確度之定義，即為事件研究法中股票市場異

常報酬率之 t 檢定值與經營績效研究中 \hat{b}_{3i} 之 t 檢定值，此兩者間之相關係數即為市場精確度。

$$r_{t_{AR_i}, t_{b_{3i}}} = \frac{\sum_{i=1}^N (t_{AR_i} - \bar{t}_{AR_i})(t_{b_{3i}} - \bar{t}_{b_{3i}})}{\sqrt{\sum_{i=1}^N (t_{AR_i} - \bar{t}_{AR_i})^2 \sum_{i=1}^N (t_{b_{3i}} - \bar{t}_{b_{3i}})^2}} \quad (3-10)$$

其中， $r_{t_{AR_i}, t_{b_{3i}}}$ 為市場精確度；

t_{AR_i} 為事件研究中，樣本公司異常報酬率之 t 檢定值；

\bar{t}_{AR_i} 為樣本公司異常報酬率 t 檢定值之平均；

$t_{b_{3i}}$ 為經營績效研究中，樣本公司在事件宣告前後經營績效變動之 t 檢定值；

$\bar{t}_{b_{3i}}$ 代表樣本公司在事件宣告前後經營績效變動 t 檢定值的平均。

若代表市場精確度的相關係數顯著大於 0，則表示投資人面對庫藏股宣告及延長交易制度實施時，對此兩種事件宣告反應於股價上的預期是比較正確的，也就是市場資訊較佳，亦即市場精確度較高；反之，若相關係數顯著小於 0，則表示投資人對於事件宣告反應在股票市場上之預期是錯誤的，也就是市場資訊較差，亦即市場精確度較低，若此相關係數不顯著，表示投資人對事件宣告的預期不具有預測力。

第四章 實證結果與分析

本章將根據前一章節所介紹之相關計量方法及所蒐集的資料，針對上述各項研究模型，並詳細描述並分析本研究之實證結果。以瞭解購回庫藏股及實施延長交易時間二不同類型事件之宣告分別對異常報酬與經營績效之影響，並進一步探討異常報酬與經營績效二者間市場精確度之反應。

第一節 單根檢定

在進行迴歸分析時，需先針對兩市場之價格序列做定態檢定，以確保實證結果不因非定態過程而造成假性迴歸的現象。Bachman、Choi、Jeon & Kopecky(1996)提出在單根檢定中若選取遞延期數為四期時，即已考慮了誤差項的序列相關。因此，本文在單根檢定中，直接採用 Bachman etc.(1996)之建議，取落後四期為最適之估計期數。

表 4-1、表 4-2、表 4-3 及表 4-4 為庫藏股購回宣告樣本和延長交易時間宣告樣本之單根檢定結果。兩序列其估計值均大於單根檢定之臨界值，表示拒絕虛無假設為非定態序列之現象，因此二事件之股價報酬率為定態序列。

表 4-1 宣告購回庫藏股之上市公司單根檢定

分類	落後期數(K)	ADF-T 統計量
上市整體	4	-11.6188***
傳統產業	4	-7.7336***
高科技產業	4	-7.4224***
金融產業	4	-9.4006***
購回目的		
維護公司信用與股東權益	4	-9.6787***
轉讓予員工	4	-8.8492***

註：1. 臨界值是根據 Mackinnon(1991)之數值表決定，1%臨界值-3.4369，5%臨界值-2.8636，10%臨界值-2.5679。

2. ***為 1%顯著水準。

表 4-2 宣告購回庫藏股之上櫃公司單根檢定

分類	落後期數(K)	ADF-T 統計量
上櫃整體	4	-10.1373***
傳統產業	4	-5.1471***
高科技產業	4	-8.4977***
金融產業	4	-7.8149***
購回目的		
維護公司信用與股東權益	4	-7.6565***
轉讓予員工	4	-7.5827***

註：1. 臨界值是根據 Mackinnon(1991)之數值表決定，1%臨界值-3.4369，5%臨界值-2.8636，10%臨界值-2.5679。

2. ***為 1%顯著水準。

表 4-3 宣告延長交易時間之上市公司單根檢定

分類	落後期數(K)	ADF-T 統計量
上市整體	4	-5.7785***
傳統產業	4	-5.7683***
高科技產業	4	-5.1919***
金融產業	4	-5.8686***

註：1. 臨界值是根據 Mackinnon(1991)之數值表決定，1%臨界值-3.4369，5%臨界值-2.8636，10%臨界值-2.5679。

2. ***為 1%顯著水準。

表 4-4 宣告延長交易時間之上櫃公司單根檢定

分類	落後期數(K)	ADF-T 統計量
上櫃整體	4	-7.0489***
傳統產業	4	-5.8561***
高科技產業	4	-6.8865***
金融產業	4	-5.7386***

註：1. 臨界值是根據 Mackinnon(1991)之數值表決定，1%臨界值-3.4369，5%臨界值-2.8636，10%臨界值-2.5679。

2. ***為 1%顯著水準。

第二節 基本統計量分析

在傳統時間序列模型下，均假設變數序列之殘差項服從白噪音過程，即在常態分配下，自變數與自我落後期數及與因變數間需獨立，且具變異數齊一的特徵。然而 Engle(1982)證實許多金融性資料並不符合常態分配之過程，且其條件變異數具有隨時間變動而變動的特徵。因此本文需先針對序列資料的分佈做基本統計量說明，以檢視序列是否服從常態分配。表 4-5 至 4-8 為購回庫藏股宣告樣本與延長交易時間宣告樣本之敘述性統計分析與常態性檢定。

如表 4-5 至 4-8 所示，在偏態係數上，進行庫藏股購回宣告上市櫃公司之股價報酬與延長交易時間宣告之上市櫃公司大部分類股皆呈現出右偏的情形；在峰態係數上，購回庫藏股宣告及延長交易時間宣告二事件序列大部分類股皆呈現出高峽峰的現象。由以上分析可得知，二事件之報酬皆不符合常態分配的假設。

本研究進一步以 Jarque-Bera 來檢定序列是否符合常態分配的過程，如表 4-5 至 4-8 所示，購回庫藏股宣告及延長交易時間宣告之上市櫃公司皆顯著拒絕為常態分配的假設，此結果與 Engle(1982)主張金融性資料多不符合常態分配過程的看法一致。

表 4-5 宣告購回庫藏股之上市公司常態性檢定

分類	偏態	峰態	Jarque-Bera	Probability
上市整體	0.3877	3.6521	16.4219***	0.0000
傳統產業	0.3591	3.5153	24.3317***	0.0000
高科技產業	0.2275	3.3637	32.9389***	0.0000
金融產業	0.7288	4.2301	30.4638***	0.0000
購回目的				
維護公司信用 與股東權益	0.1952	2.6206	14.7117***	0.0000
轉讓予員工	0.1753	2.4145	53.0267***	0.0000

註 1. Jarque-Bera 為常態分配檢定統計量，虛無假設為 $H_0: D = 0$ ，表示該序列為一常態分配，而對立假設為 $H_1: D > 0$ ，表示該序列不為一常態分配。若 D 值大於 5% 顯著水準的臨界值，則拒絕該序列為常態分配。

2. *** 為 1% 顯著水準。

表 4-6 宣告購回庫藏股之上櫃公司常態性檢定

分類	偏態	峰態	Jarque-Bera	Probability
上櫃整體	0.4204	3.7628	20.6222***	0.0000
傳統產業	0.3881	2.0155	8.0818*	0.0135
高科技產業	0.1015	1.9138	20.9530***	0.0000
金融產業	0.2963	2.6185	6.8045*	0.0469
購回目的				
維護公司信用 與股東權益	-0.2431	2.4096	7.0690*	0.0171
轉讓予員工	0.0520	1.5525	20.9630***	0.0000

註 1. Jarque-Bera 為常態分配檢定統計量，虛無假設為 $H_0: D = 0$ ，表示該序列為一常態分配，而對立假設為 $H_1: D > 0$ ，表示該序列不為一常態分配。若 D 值大於 5% 顯著水準的臨界值，則拒絕該序列為常態分配。

2. * 為 10% 顯著水準；*** 為 1% 顯著水準。

表 4-7 宣告延長交易時間之上市公司常態性檢定

分類	偏態	峰態	Jarque-Bera	Probability
上市整體	0.8456	4.1080	34.2330***	0.0000
傳統產業	0.1939	4.5238	20.7065***	0.0000
高科技產業	-0.03754	3.9276	18.3607***	0.0000
金融產業	0.7288	4.2301	30.4638***	0.0000

註 1. Jarque-Bera 為常態分配檢定統計量，虛無假設為 $H_0: D = 0$ ，表示該序列為一常態分配，而對立假設為 $H_1: D > 0$ ，表示該序列不為一常態分配。若 D 值大於 5% 顯著水準的臨界值，則拒絕該序列為常態分配。

2. *** 為 1% 顯著水準。

表 4-8 宣告延長交易時間之上櫃公司常態性檢定

分類	偏態	峰態	Jarque-Bera	Probability
上櫃整體	0.7509	3.9925	27.0361***	0.0000
傳統產業	-0.2245	3.5532	22.2514***	0.0000
高科技產業	-0.1358	3.3554	19.6760***	0.0000
金融產業	0.1218	3.0141	11.4989***	0.0000

註 1. Jarque-Bera 為常態分配檢定統計量，虛無假設為 $H_0: D = 0$ ，表示該序列為一常態分配，而對立假設為 $H_1: D > 0$ ，表示該序列不為一常態分配。若 D 值大於 5% 顯著水準的臨界值，則拒絕該序列為常態分配。

2. *** 為 1% 顯著水準

除了常態性檢定外，序列自我相關及條件異質變異也常是金融資料可能具有之特性。本研究進一步以 Ljung-Box Q(L-B Q) 來檢定序列相關的問題。如表 4-9 至 4-12 所示無論是進行庫藏股購回宣告或延長交易時間宣告，上市櫃公司的殘差項在落後六期與十二期的 L-B Q 檢定下，其估計結果均拒絕無自我相關虛無假設，表示兩序列均存在自我相關的情形。在殘差項平方的自我相關方面，落後六期與十二期的 L-B Q^2 檢定，也拒絕了序列平方無自我相關虛無假設，此結果一方面說明兩序列存在高階的自我相關外，也隱含著序列有條件異質變異的現象，因此建議使用 GARCH 模型。

本研究在條件異質變異上使用 ARCH-LM 檢定，在觀察落後六期的殘差項估計值

後，發現兩序列均拒絕無條件異質變異虛無假設，表示存在有 ARCH 效果，或是說報酬的平均方程式中有條件異質變異數的特性，而必須使用 GARCH 模型來克服此一問題，故本研究以 GARCH(1,1)模型來作為股價呈現 ARCH 效應時之修正模型。

表 4-9 宣告購回庫藏股之上市公司異質性檢定

分類	L-BQ(6)	L-BQ(12)	L-BQ ² (6)	L-BQ ² (12)	ARCH LM(6)
上市整體	12.7450**	15.3080**	73.1080***	139.2000***	8.3505***
傳統產業	10.9321***	19.4026***	29.2398***	47.7411***	2.1953***
高科技產業	33.9950***	41.5040***	17.5342***	50.3718***	2.4931***
金融產業	5.7416*	8.3520*	20.6442**	24.3858*	1.7165**
購回目的					
維護公司信用 與股東權益	2.5814*	10.2533*	20.6513**	31.1497**	2.0665**
轉讓予員工	24.2370***	32.5942**	81.7747***	116.9878***	5.1052***

註：1. Ljung-Box 統計量：1%臨界值 16.81，5%臨界值 12.59，10%臨界值 10.65。

2. ARCH LM 為 Engle(1984)檢定 ARCH(1)的 Lagrangian Mutiplier 統計量，其為 χ^2 分配。

3. *為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

表 4-10 宣告購回庫藏股之上櫃公司異質性檢定

分類	L-BQ(6)	L-BQ(12)	L-BQ ² (6)	L-BQ ² (12)	ARCH LM(6)
上櫃整體	8.6787*	13.3180*	56.7420***	59.7150***	7.2912***
傳統產業	15.8469**	19.2210**	27.1695***	39.3994***	8.1244***
高科技產業	11.1141**	15.4747**	31.6448***	38.6715***	18.5048***
金融產業	10.5466*	11.3822*	20.3333**	27.6253**	6.9471**
購回目的					
維護公司信用 與股東權益	10.7950*	12.9210*	55.7970***	85.3380***	4.7212***
轉讓予員工	11.5020**	20.7680**	38.0710***	48.4880***	2.4832**

註：1. Ljung-Box 統計量：1%臨界值 16.81，5%臨界值 12.59，10%臨界值 10.65。

2. ARCH LM 為 Engle(1984)檢定 ARCH(1)的 Lagrangian Mutiplier 統計量，其為 χ^2 分配。

3. *為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

表 4-11 宣告延長交易時間之上市公司異質性檢定

分類	L-BQ(6)	L-BQ(12)	L-BQ ² (6)	L-BQ ² (12)	ARCH LM(6)
上市整體	22.9520**	24.9760*	61.0710***	84.9210***	4.3519***
傳統產業	11.3923**	22.0142**	25.8645***	36.7631***	4.9423***
高科技產業	13.8259*	21.1005**	26.2175***	30.6871***	7.4563***
金融產業	15.1880*	22.3130*	7.7035*	15.1230*	1.1807*

註：1. Ljung-Box 統計量：1%臨界值 16.81，5%臨界值 12.59，10%臨界值 10.65。

2. ARCH LM 為 Engle(1984)檢定 ARCH(1)的 Lagrangian Multiplier 統計量，其為 χ^2 分配。

3. *為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

表 4-12 宣告延長交易時間之上櫃公司異質性檢定

分類	L-BQ(6)	L-BQ(12)	L-BQ ² (6)	L-BQ ² (12)	ARCH LM(6)
上櫃整體	5.0337*	7.7814*	53.7970***	94.2920***	3.8117***
傳統產業	18.1961**	25.6474**	27.8838***	35.6231***	6.1029***
高科技產業	7.1034**	11.0940**	23.5663***	31.2270***	2.9540**
金融產業	14.5060*	28.0667**	50.1735***	51.1831***	5.8558***

註：1. Ljung-Box 統計量：1%臨界值 16.81，5%臨界值 12.59，10%臨界值 10.65。

2. ARCH LM 為 Engle(1984)檢定 ARCH(1)的 Lagrangian Multiplier 統計量，其為 χ^2 分配。

3. *為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

第三節 異常報酬實證結果

本研究應用事件研究法之觀念，並應用 GARCH 模型來探討投資大眾對於庫藏股制度與延長交易時間制度二不同類型事件之評價反應，即分析不同類型之事件宣告對股東財富之影響，其結果如下：

一、宣告庫藏股購回部分

庫藏股制度實施宣告日對股價影響之實證結果，如表 4-13 至表 4-18，圖 4-1

至圖 4-12 及附錄一則為事件期平均異常報酬率 AAR 與累積平均異常報酬率 CAAR 趨勢圖。

(一)上市、上櫃公司之異常報酬分析

由表 4-13 及圖 4-1 可知，上市公司於庫藏股宣告實施當日，顯著的具有正 4.280%之平均異常報酬率，之後連續四天均具有正的平均異常報酬。此外，累積平均異常報酬率從宣告日前二天起開始產生反轉現象，由原本一路下滑趨勢，逐日攀升，至宣告日後第二天起有正的累積異常報酬率，並且於宣告日後第十天達到 9.147%的水準。

由表 4-14 及圖 4-2 可知，上櫃公司於庫藏股宣告實施當日，顯著有正的 1.5336%之平均異常報酬率，之後連續八天均有正的平均異常報酬。此外，累積平均異常報酬率從宣告當日起開始產生反轉現象，由原本一路下滑趨勢，逐日攀升，至宣告日後第一天起有正的累積異常報酬率，並且於宣告日後第十天達到 2.5580%的水準。

根據上市、上櫃公司之異常報酬結果顯示，台灣股票市場中庫藏股實施之宣告，對於上市上櫃公司皆存在著正向的價格效果。由圖 4-1、圖 4-2 可知，上市公司之累積異常報酬率由宣告日前一天的-6.536%至宣告日後第十天已達 9.147%，上升達 15.683%，而上櫃公司的累積異常報酬率由宣告日前一天的-3.2943%至宣告日後第十天達 2.5580%，上升幅度達 5.8523%。此結果顯示，庫藏股施行之宣告效果對上市公司整體股價之影響較上櫃公司為大。

表 4-13 上市公司宣告購回庫藏股前後交易日資料

相對日期	平均異常報酬率	T 統計量	累積平均異常報酬率
-10	-1.726	-0.4423	-1.726
-9	-1.400	-0.3159	-3.126
-8	-1.548	-0.999	-4.674
-7	-0.911	-0.2217	-5.59
-6	-0.797	-0.355	-6.382
-5	-0.097	-0.897	-6.479
-4	-0.669	-0.268	-7.148
-3	-0.290	-1.175	-7.357
-2	0.484	0.791	-6.873
-1	0.337	0.052	-6.536
0	4.280	1.457***	-2.256
+1	1.797	1.324**	-0.459
+2	1.980	1.250**	1.521
+3	1.881	0.619*	3.402
+4	1.400	0.625	4.802
+5	-0.462	-0.245	4.340
+6	1.191	0.324	5.531
+7	0.197	0.013	5.728
+8	0.435	0.126	6.163
+9	1.758	0.442**	7.921
+10	1.226	0.314	9.147

*為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

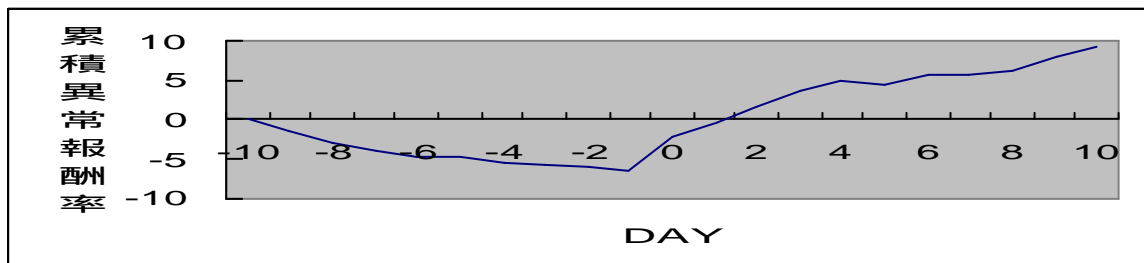


圖 4-1 宣告購回庫藏股之上市公司累積平均異常報酬率趨勢圖

表 4-14 上櫃公司宣告購回庫藏股前後交易日資料

相對日期	平均異常報酬率	T 統計量	累積異常報酬率
-10	-0.0141	-0.024*	-0.01413
-9	-1.3412	-2.314	-1.3553
-8	-0.2792	-0.529	-1.6345
-7	-0.1091	-0.177	-1.7436
-6	-0.3625	-0.636	-2.1061
-5	-0.6784	-1.315	-2.7845
-4	-0.5132	-0.806	-3.2977
-3	-0.1840	-0.337	-3.4817
-2	-0.0321	-0.060	-3.5137
-1	0.2195	0.363	-3.2943
0	1.5336	2.875***	-1.761
+1	2.2859	3.358***	0.5252
+2	1.9167	1.476**	2.4419
+3	0.0283	0.048	2.4701
+4	0.1011	0.166	2.5712
+5	0.0252	0.042	2.5964
+6	0.2913	0.554	2.8877
+7	0.3299	0.670	3.2176
+8	0.3443	0.792	3.5619
+9	-1.4001	-2.734**	2.1609
+10	0.3971	0.785	2.5580

*為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

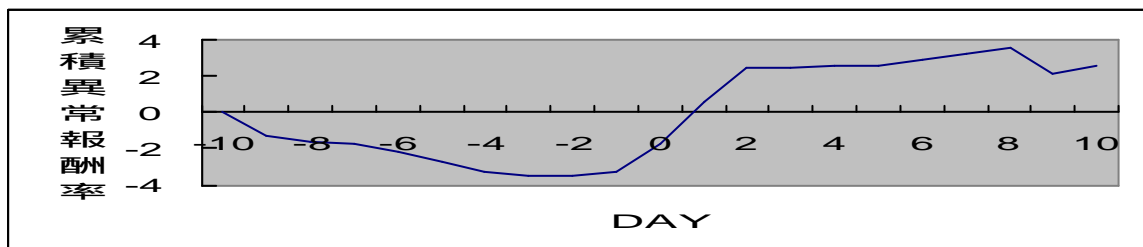


圖 4-2 宣告購回庫藏股之上櫃公司累積平均異常報酬率趨勢圖

(二)各產業別之異常報酬分析

由表 4-15 及圖 4-3 至 4-5 所示，上市公司傳統產業類股於庫藏股宣告實施當日，顯著的具有正 1.1792% 之平均異常報酬率，之後連續四天均具有正的平均異常報酬。此外，累積平均異常報酬率從宣告日起開始產生反轉現象，由原本一路下滑趨勢，逐日攀升，至宣告日後第二天起有正的累積異常報酬率，並且於宣告日後第十天達到 2.963% 的水準。高科技產業庫藏股宣告實施當日，顯著的具有正 3.9374% 之平均異常報酬率，之後連續十天均具有正的平均異常報酬。此外，累積平均異常報酬率從宣告日起開始產生反轉現象，由原本一路下滑趨勢，逐日攀升，至宣告日後第二天起有正的累積異常報酬率，並且於宣告日後第十天達到 3.762% 的水準。金融產業亦於庫藏股宣告實施當日，顯著具有正 1.5277% 之平均異常報酬率，之後連續十天均具有正的平均異常報酬且於宣告日後第十天達到累積異常報酬率 3.418% 的水準。

在表 4-16 及圖 4-6 至圖 4-8 上櫃公司部分，傳統產業於庫藏股宣告實施當日，顯著的具有正 1.4051% 之平均異常報酬率，之後連續四天均具有正的平均異常報酬。此外，累積平均異常報酬率從宣告日起開始產生反轉現象，由原本一路下滑趨勢，逐日攀升，至宣告日後第二天起有正的累積異常報酬率，並且於宣告日後第十天達到 1.5708% 的水準。而高科技產業庫藏股宣告實施當日，顯著的具有正 1.6095% 之平均異常報酬率，之後連續四天均具有正的平均異常報酬。此外，累積平均異常報酬率從宣告日起開始產生反轉現象，亦由原本一路下滑趨勢，逐日攀升，至宣告日後第二天起有正的累積異常報酬率，並且於宣告日後第四天達到 1.8424% 的水準；金融產業亦於庫藏股宣告實施當日，顯著的具有正 1.2375% 之平均異常報酬率，之後連續十天均具有正的平均異常報酬且於宣告日後第十天達到累積異常報酬率 1.6953% 的水準。

表 4-15 宣告購回庫藏股之上市公司各產業別前後交易日資料

相對日期	傳統產業	高科技產業	金融產業
-10	-1.4624* (-0.210)	-0.6551 (-0.146)	-1.3122 (-0.556)
-9	0.649 (0.326)	-1.5622 (-0.517)	-0.6835 (-0.1780)
-8	-1.095 (-0.956)	-1.5791** (-0.275)	-1.0543 (-0.688)
-7	1.001 (0.732)	-1.093* (-0.319)	-0.0223 (-0.118)
-6	0.2487 (0.084)	-1.981** (-0.805)	-1.0311 (-0.035)
-5	-2.5692 (-0.316)	-0.026** (-0.011)	-1.6388 (-0.144)
-4	-1.2233 (-1.1497)	-1.8182 (-0.223)	-1.3419 (-0.168)
-3	-1.8049* (-1.587)	-1.9090*** (-0.073)	-1.2048 (-0.113)
-2	-2.7881* (-1.681)	-0.9866 (-0.600)	-0.4777 (-0.697)
-1	1.1035 (1.391)	-1.0610 (-0.272)	0.6400 (0.131)
0	1.1792*** (1.836)	3.9374** (0.241)	1.5277** (0.594)
+1	1.5878*** (1.504)	2.1464* (0.584)	1.9200*** (0.385)
+2	1.0306 (0.194)	1.101 (0.483)	1.5317** (0.227)
+3	1.7028 (0.499)	1.0382 (0.091)	0.2346 (0.533)
+4	1.9831** (0.315)	0.1872 (0.049)	1.5482 (0.172)
+5	-1.0045 (-1.350)	0.9551 (0.317)	1.5727 (0.676)
+6	1.0371 (0.951)	1.2100* (0.043)	0.1419 (0.025)
+7	0.5059 (0.936)	1.3074 (0.614)	1.3265 (0.652)
+8	-1.0618 (-0.495)	0.9277 (0.291)	0.4433 (0.173)
+9	-1.2488 (-1.200)	1.6300 (0.214)	0.7717 (0.330)
+10	-0.0772 (-0.285)	1.9919* (0.939)	0.5319 (0.313)

*為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

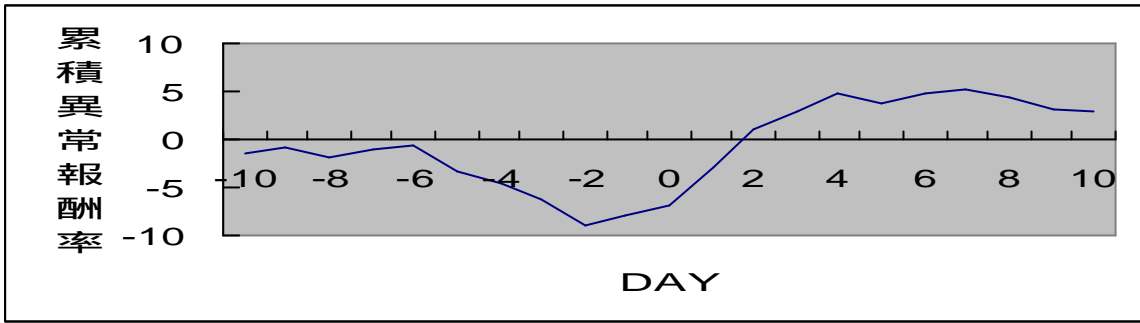


圖 4-3 宣告購回庫藏股之上市傳統產業累積平均異常報酬率趨勢圖

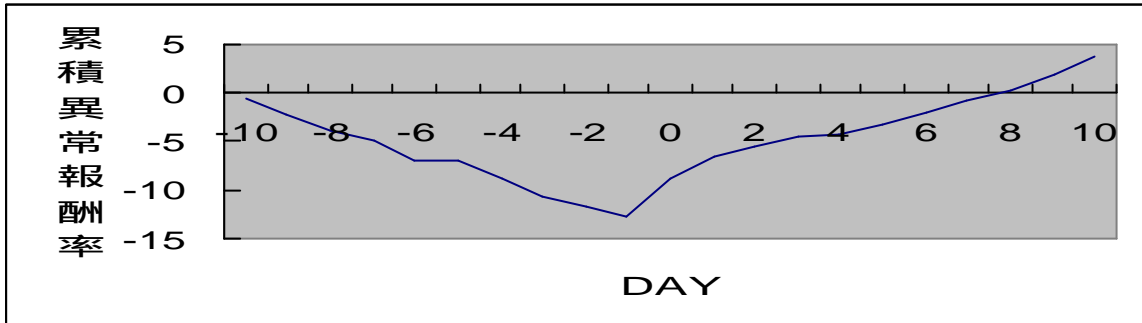


圖 4-4 宣告購回庫藏股之上市高科技產業累積平均異常報酬率趨勢圖

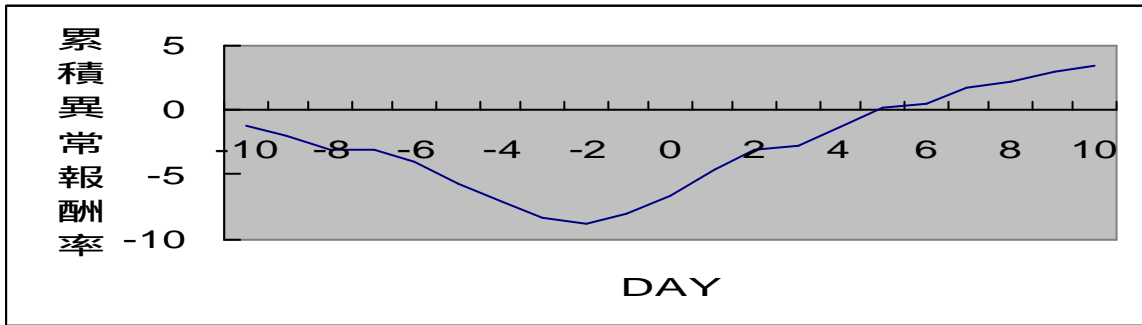


圖 4-5 宣告購回庫藏股之上市金融產業累積平均異常報酬率趨勢圖

表 4-16 宣告購回庫藏股之上櫃公司各產業別前後交易日資料

相對日期	傳統產業	高科技產業	金融產業
-10	0.1779 (0.079)	-0.0151 (-1.445)	-0.2238 (-0.145)
-9	-0.3933* (-2.309)	-1.0314 (-0.186)	-2.8425* (-1.644)
-8	-0.2483 (-0.918)	-0.1419 (-1.011)	-0.8450 (-0.615)
-7	-0.0279 (-1.205)	-0.4270 (-0.500)	0.9725 (0.482)
-6	-0.0538 (-1.867)	-0.6340 (-0.717)	2.1188* (1.684)
-5	-0.3075 (-0.348)	-0.3562 (-2.462)	-1.3513 (-1.325)
-4	-0.3288 (-1.966)	-0.9335* (-2.043)	-2.0675 (-1.404)
-3	-0.6375 (-1.900)	-1.2824* (-0.889)	1.6152 (0.922)
-2	-1.0725 (-1.096)	-0.4997 (-0.167)	0.3625 (0.354)
-1	0.9700 (0.662)	-0.0684 (-1.692)	0.5175 (0.226)
0	1.4051*** (2.548)	1.6095*** (1.106)	1.2375** (1.852)
+1	1.2954* (1.198)	1.1954** (1.618)	0.2938 (0.156)
+2	1.4033* (2.543)	1.0138 (0.351)	0.0488 (0.024)
+3	1.3954 (0.228)	0.6284** (2.221)	-0.4500 (-0.321)
+4	0.3808 (0.035)	0.3551 (0.808)	-1.5363 (-0.823)
+5	-0.3367* (-0.806)	-0.1538* (-1.922)	-0.0375 (-0.029)
+6	0.6025** (1.317)	0.5089 (0.869)	1.0113 (0.432)
+7	-0.6325 (-0.265)	-0.0046 (-0.097)	1.0515** (1.780)
+8	0.5833 (0.622)	0.7195 (0.538)	2.5938*** (2.303)
+9	-0.8600 (-0.308)	1.4754 (0.113)	-0.3515 (-0.573)
+10	-1.3888 (-1.219)	-0.1154 (-0.891)	-0.4163 (-0.425)

*為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

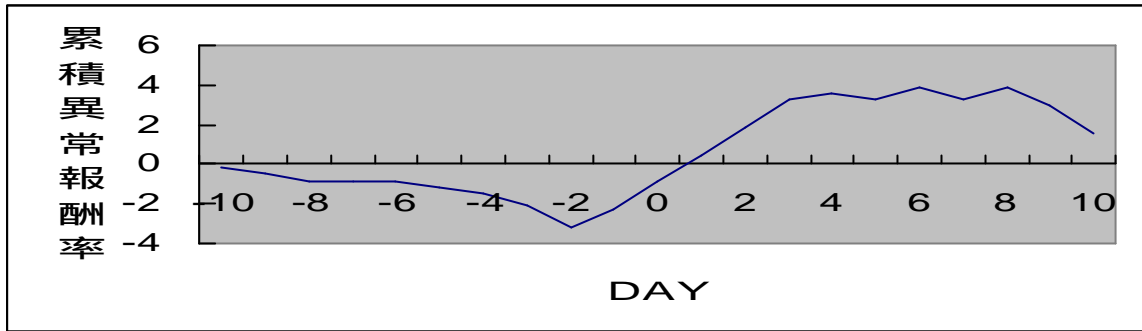


圖 4-6 宣告購回庫藏股之上櫃傳統產業累積平均異常報酬率趨勢圖

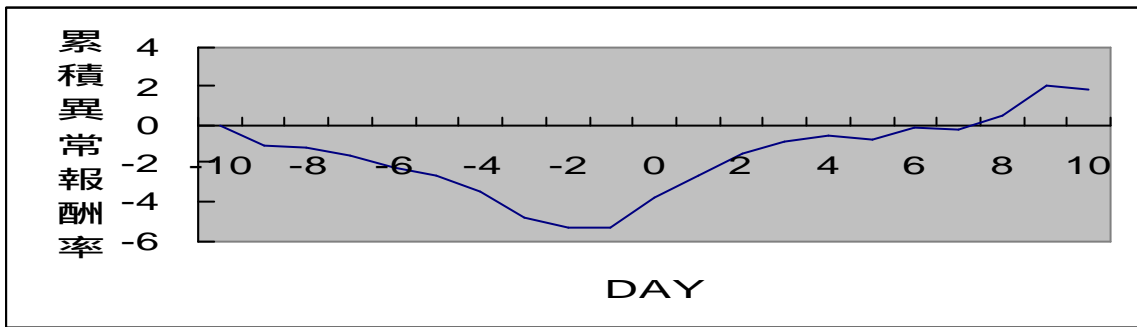


圖 4-7 宣告購回庫藏股之上櫃高科技產業累積平均異常報酬率趨勢圖

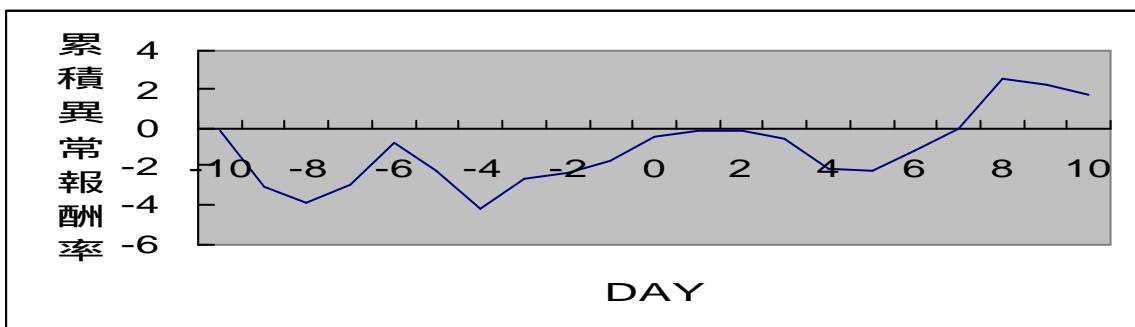


圖 4-8 宣告購回庫藏股之上櫃金融產業累積平均異常報酬率趨勢圖

(三) 不同庫藏目的之異常報酬分析

從事庫藏股買回之公司，主要目的有三種，而根據統計國內申請買回的上市上櫃公司其主要目的大部分為轉讓股份給予員工和維護公司信用及股東權益。為了探討不同買回目的對股價之影響是否不同，本研究將樣本分成維護公司信用及股東權益，與轉讓股份給予員工兩類，並分別觀察其平均異常報酬率和累積平均異常報酬率。

由表 4-17 及圖 4-9、4-10 可知，上市公司為維護公司信用及股東權益而買回庫藏股之宣告當日及其後一天的平均異常報酬率分別為 1.4863%、4.5854%，為轉讓股份給員工而購回庫藏股宣告當日及其後一天的平均異常報酬率則分別為 1.8441%及 3.1855%二者於宣告當皆有顯著之正值。

為維護公司信用及股東權益而買回庫藏股之累積異常報酬率由宣告日前一天的-0.9462%至宣告日後第十天已達 5.1340%，上升幅度達 6.0802%之多，而為轉讓股份給員工而購回之累積異常報酬率由宣告日前一天的-0.2098%至宣告日後第十天達 3.411%，僅達到 3.6208%。因此，宣告購回庫藏股目的之不同對於庫藏股施行之宣告效果有顯著之差異，其中以維護公司信用及股東權益之購回目的較以轉讓予員工之購回目的影響較大。

由表 4-18 及圖 4-11、4-12 可知，上櫃公司為維護公司信用及股東權益而買回庫藏股之宣告當日及其後一天的平均異常報酬率分別為 1.4711%、1.5942%，為轉讓股份給員工而購回庫藏股宣告當日及其後一天的平均異常報酬率則分別為 0.8389%及 1.8420%且均顯著。為維護公司信用及股東權益而買回庫藏股之累積異常報酬率由宣告日前一天的-0.3663%至宣告日後第十天已達 2.0037%，上升幅度達 2.3700%，而為轉讓股份給員工而購回之累積異常報酬率由宣告日前一天的-0.2098%至宣告日後第十天達 1.1690%，僅達到 1.3788%。因此，宣告購回庫藏股目的之不同對於庫藏股施行之宣告效果有顯著之差異，以維護公司信用及股東權益之購回目的較以轉讓予員工之購

回目的效果較佳。

綜合以上對上市櫃公司之異常報酬率檢定結果，發現無論是上市或上櫃公司，其於事件日前之平均異常報酬率皆有為負的現象，其中又以上市公司情況較為嚴重，但此情況於公司宣告後已獲得改善，上市櫃公司皆呈現正向的顯著異常報酬，且累積異常報酬皆於事件日後都出現由負轉正之情形，並持續上升，此意味著藉由庫藏股購回之施行宣告，的確可達成維護股東權益且維護公司股價之目的。

此外，當公司以維護公司信用及股東權益作為買回目的，即以穩定公司股價為號召時，正向異常報酬表現會較以轉讓股份予員工為目的者優。

表 4-17 宣告購回庫藏股之上市公司各購回目的前後交易日資料

相對日期	維護公司信用 與股東權益	T 統計量	轉讓予員工	T 統計量
-10	-2.2963*	-0.851	-0.9085	-0.085
-9	-0.9724	-0.448	-1.4586	-0.163
-8	-1.9539	-0.871	-1.0750***	-0.870
-7	0.2608	0.115	-1.7914	-0.363
-6	-0.6833	-0.287	-1.4181**	-0.073
-5	-1.0513	-0.439	-1.6873***	-0.435
-4	0.0224	0.010	-1.9184**	-0.096
-3	-1.5398	-0.782	-1.6458***	-0.818
-2	0.2319	0.104	-1.0551***	-0.014
-1	0.9462	0.382	-0.2098	-0.737
0	1.4863**	0.645	1.8411**	0.426
+1	4.5854***	1.880	3.1855***	0.845
+2	2.7731*	1.318	3.934***	0.713
+3	1.2812	0.586	2.2545*	0.061
+4	1.1576*	0.458	1.5073	0.163
+5	0.3314	0.150	0.4566	0.644
+6	0.1822	0.504	0.6074	0.234
+7	0.0292	0.013	-0.4569	-0.844
+8	0.1516	0.068	-0.6553	-0.664
+9	-0.8278	-0.390	1.9561*	0.080
+10	0.0235	0.010	1.9462*	0.221

*為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

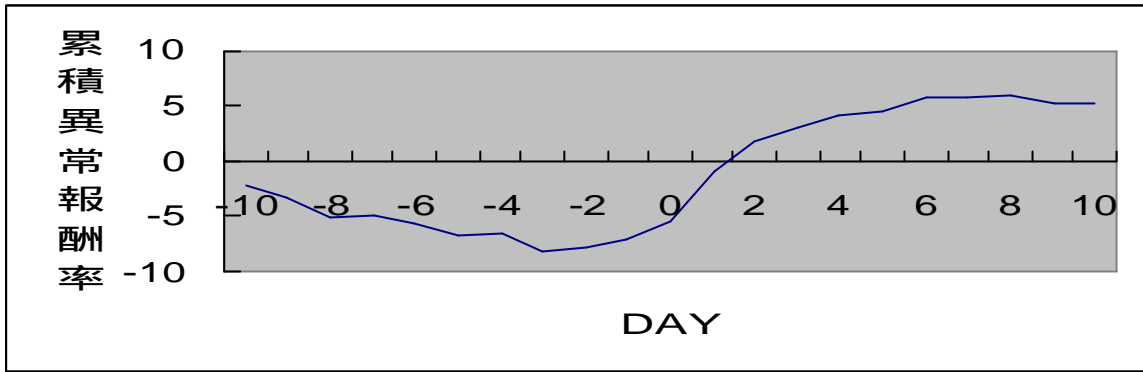


圖 4-9 上市公司以維護公司信用與股東權益為目的之累積平均異常報酬率趨勢圖

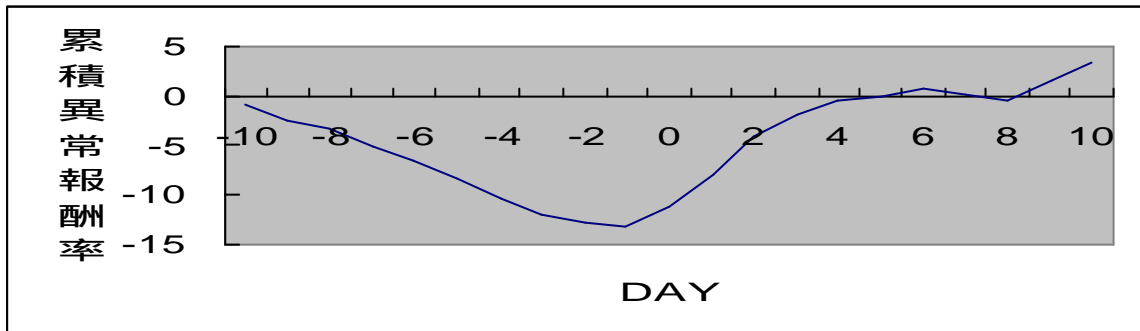


圖 4-10 上市公司以轉讓予員工為目的之累積平均異常報酬率趨勢圖

表 4-18 宣告購回庫藏股之上櫃公司各購回目的前後交易日資料

相對日期	維護公司信用 與股東權益	T 統計量	轉讓予員工	T 統計量
-10	0.3447	0.3400	-0.1359	-0.219
-9	-0.8858	-1.079	-1.4957*	-2.154
-8	-0.9926	-1.264	-0.0371	-0.527
-7	0.6905	0.651	-0.3804	-0.153
-6	0.4405	0.563	-0.6350	-0.803
-5	-2.3011**	-3.057	-0.1279	-0.936
-4	-0.8653	-0.882	-0.3938	-0.941
-3	1.1474	1.782	-0.8282	-0.256
-2	-1.2363	-1.767	0.3766	-0.057
-1	-0.3663	-0.693	-0.2052	-0.069
0	1.4711***	2376	0.8389*	0.819
+1	1.5942**	2.671	1.8420***	3.408
+2	0.6326	0.500	1.0130	1.432
+3	0.7468	0.639	-0.2155	-0.248
+4	1.1284**	1.293	-0.2475	-0.051
+5	-0.3347	-0.296	0.1473	0.067
+6	-1.2095	-1.273	-0.8005	-0.608
+7	0.2311	0.321	0.3634	0.863
+8	0.5384	0.752	0.2784	2.577
+9	-0.2626	-0.323	1.7871*	0.307
+10	1.4921	1.782	0.0255	0.785

*為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

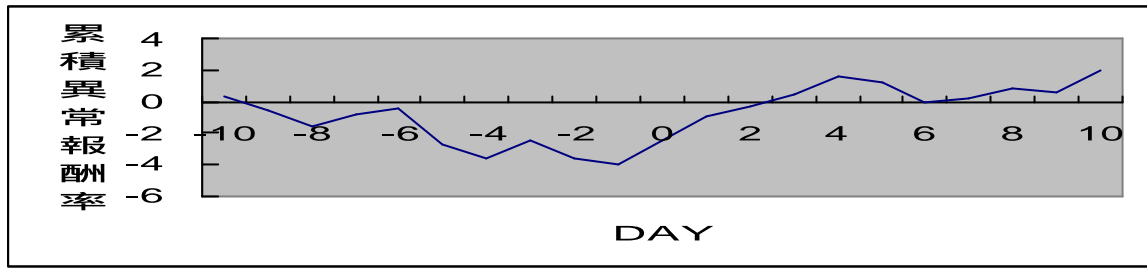


圖 4-11 上櫃公司以維護公司信用與股東權益為目的之累積平均異常報酬率趨勢圖

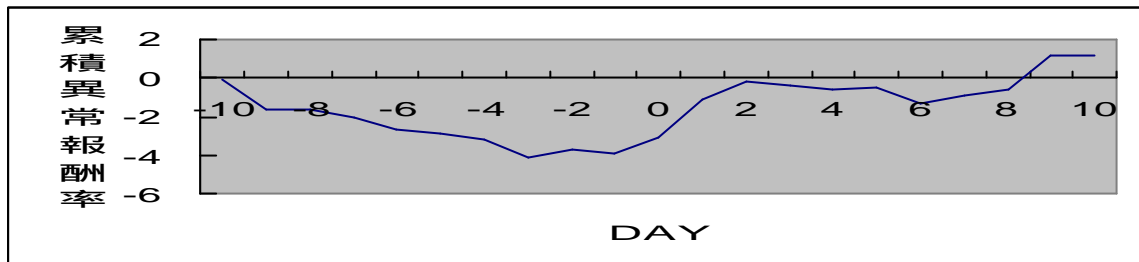


圖 4-12 上櫃公司以轉讓予員工為目的之累積平均異常報酬率趨勢圖

二、宣告延長交易時間部份

宣告延長交易時間制度對上市櫃公司股價影響之實證結果，如表 4-19 至表 4-22 所示，圖 4-13、4-14 及附錄二則為平均異常報酬率趨勢圖 AAR 及累積平均異常報酬率 CAAR 趨勢圖。

(一)上市櫃公司對宣告延長交易時間制度異常報酬之實證分析

由表 4-19 可知，上市公司於延長交易時間制度宣告當日，具有 2.8545% 之正的平均異常報酬率並達 10% 之顯著水準，之後連續六天有正的平均異常報酬。此外，累積平均異常報酬率從宣告日起開始產生反轉現象，由原本一路下滑趨勢，逐日攀升，宣告當日起有正的累積異常報酬率，並且於宣告日後第十天達到 3.3337% 的水準。。

由表 4-20 可知，上櫃公司於延長交易時間制度宣告當日，具有 1.5813%

之正的平均異常報酬率並達 10% 之顯著水準，之後僅有宣告當天有正的平均異常報酬。此外，累積平均異常報酬率從宣告日起開始產生反轉現象，由原本一路下滑趨勢，逐日攀升，宣告當日起有正的累積異常報酬率，並且於宣告日後第十天達到 2.8905% 的水準。

分析上市櫃公司之異常報酬結果顯示，於台灣股票市場中，宣告延長交易時間制度，對於上市櫃公司存在著正向的價格效果；由圖 4-13 及 4-14 可得知，上市公司之累積異常報酬率由宣告日前一天的-3.0816% 至宣告日後第十天已達 3.3337%，上升達 6.4153%，而上櫃公司之累積異常報酬率由宣告日前一天的-0.8249% 至宣告日後第十天已達 2.8905%，上升達 3.7154%。由上市櫃之異常報酬率分析結果顯示出，投資人對於延長交易時間宣告有樂觀之預期，並反應於股價上。

表 4-19 上市公司宣告延長交時間前後交易日資料

相對日期	平均異常報酬率	T 統計量	累積異常報酬率
-10	1.2817**	3.402	1.2817
-9	-1.4016***	-5.376	-0.1199
-8	-0.9233***	-3.651	-1.0432
-7	-1.3770***	-4.567	-2.4202
-6	-1.1957**	-2.958	-3.6159
-5	0.2600	1.818	-3.3558
-4	-0.1184	-0.314	-3.4742
-3	0.1704**	2.763	-3.3039
-2	-3.0816***	-8.724	-6.3854
-1	-1.2885*	-2.224	-7.6739
0	2.8545***	8.354	-4.8195
+1	1.7262***	8.324	-3.0933
+2	1.7881***	6.182	-1.3051
+3	1.7913***	7.195	0.4862
+4	0.0634***	9.929	0.5496
+5	0.6027**	2.660	1.1523
+6	2.2201***	9.346	3.3724
+7	-0.3424**	-3.509	3.0300
+8	-0.7253*	-2.288	2.3047
+9	0.0634	0.193	2.6812
+10	0.9655	1.194	3.3337

*為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

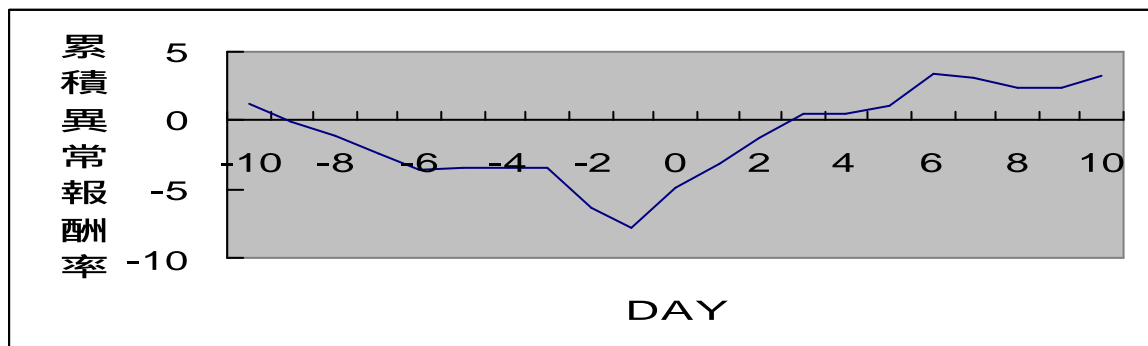


圖 4-13 宣告延長交易時間之上市公司累積平均異常報酬率趨勢圖

表 4-20 宣告延長交易時間之上櫃公司前後日資料

相對日期	平均異常報酬率	T 統計量	累積異常報酬率
-10	1.0628***	4.567	1.0628
-9	1.9032***	6.565	2.9660
-8	0.5257*	1.979	3.4918
-7	-1.3791***	-5.524	2.1127
-6	-1.4177**	-3.495	0.6949
-5	0.7512**	3.214	1.4461
-4	0.5099	1.885	1.9560
-3	0.9887***	4.089	2.9447
-2	-0.9924**	-3.201	1.9523
-1	-0.8249**	-3.431	1.1274
0	1.5813***	6.382	2.7087
+1	-0.3655	-0.949	2.3432
+2	-1.4656***	-4.720	0.8776
+3	0.5650*	1.945	1.4426
+4	0.7369	1.812	2.1795
+5	-1.4141***	-5.554	0.7654
+6	0.2417	5.554	1.0071
+7	0.5079	1.023	1.5150
+8	0.0939*	2.346	1.6089
+9	0.7543**	1.294	2.3632
+10	0.5273	1.693	2.8905

*為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

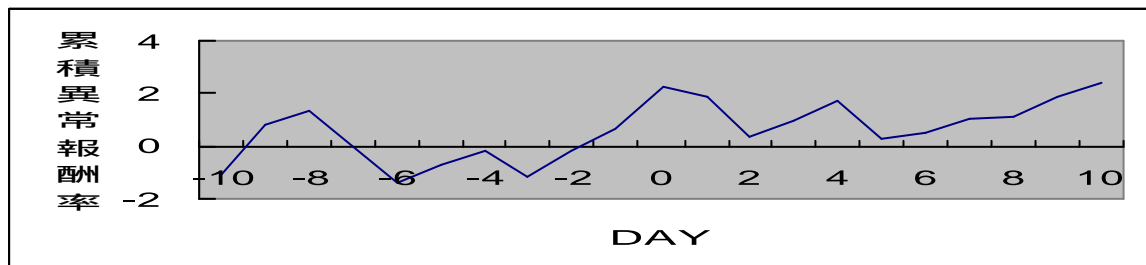


圖 4-14 宣告延長交易時間之上櫃公司累積異常報酬率趨勢圖

(二) 不同產業別之異常報酬分析

由表 4-21 可知於延長交易時間制度宣告當日，上市傳統產業、高科技產業及金融保險類股皆有正向之平均異常報酬率，且實施當日之後連六 九天皆有正的平均異常報酬率，且大多均達 10% 之顯著水準，其中以高科技產業類股之連續期間達九天最長，顯示出其資訊傳遞之遞延效果為較佳。

此外，傳統產業類股其累積平均異常報酬率從宣告日當天起開始產生反轉現象；高科技產業類股其累積平均異常報酬率從宣告日後二天開始產生反轉現象；而金融類股其累積平均異常報酬率從宣告日前一天開始產生反轉現象。

由傳統產業、高科技產業及金融產業類股之異常報酬分析結果顯示，宣告延長交易時間制度，對於各產業類股存在著正向的價格效果。如表 4-21 所示，傳統產業類股、高科技產業類股及金融類股之累積異常報酬率由宣告日前一天至宣告日後第十天之增加值各為 5.3179%、7.4858% 及 8.3854%，其中以金融產業類股之增加幅度最大，高科技產業類股次之，研究結果顯示宣告延長交易制度，社會大眾對於高科技產業類股及金融產業類股之反應較顯著。

而由表 4-22 可知於延長交易時間制度宣告當日，上櫃傳統產業、高科技產業及金融產業類股皆有正向之平均異常報酬率，且宣告當日之後連續二 三天皆有正的平均異常報酬率，且均達 10% 之顯著水準，其中以高科技產業類股之連續期間達六天最長。

此外，傳統產業類股其累積平均異常報酬率從宣告日當天起開始產生反

轉現象；高科技產業類股其累積平均異常報酬率從宣告日後二天開始產生反轉現象；而金融類股其累積平均異常報酬率從宣告日前一天開始產生反轉現象。

由傳統產業、高科技產業及金融產業類股之異常報酬分析結果顯示，宣告延長交易時間制度，對於各產業類股存在著正向的價格效果。如表 4-22 所示可得知，傳統產業類股、高科技產業類股及金融類股之累積異常報酬率由宣告日前一天至宣告日後第十天之增加值各為負 0.3410%、7.2266%及負 0.7058%，其中以高科技產業類股之增加幅度最大，而傳統產業與金融產業則呈現為增幅減少之現象，研究結果顯示宣告延長交易制度，社會大眾對於上櫃高科技產業類股及之反應較顯著。

由以上對上市櫃公司之異常報酬率檢定結果，發現無論是上市或上櫃公司，其於事件日前之平均異常報酬率皆有為負的現象，其中又以上市公司情況較為嚴重，但此情況於延長交易時間政策宣告後已獲得改善，大部分上市櫃公司皆呈現正向顯著之異常報酬，且累積異常報酬皆於事件日後都出現由負轉正之情形，並持續上升，此意味著社會投資大眾對於延長交易時間之政策宣告，抱持著樂觀之態度。

綜合宣告購回庫藏股及宣告延長交易時間之異常報酬實證結果，發現宣告購回庫藏股之上市櫃公司異常報酬較宣告延長交易時間之上市櫃公司有較大之異常報酬率；在區分產業別中，宣告購回庫藏股之上市櫃三產業的異常報酬率亦較宣告延長交易時間之上市櫃三產業異常報酬率大。

表 4-21 宣告延長交易時間之上市公司各產業別前後交易日資料

相對日期	傳統產業	高科技產業	金融產業
-10	0.7568*** (5.425)	1.3049*** (6.178)	-1.1554* (-2.307)
-9	-0.9047*** (-7.309)	0.2504 (1.322)	0.0777*** (4.377)
-8	-0.2357 (-1.828)	-0.9117*** (-4.568)	-1.3208** (-3.548)
-7	-0.8188*** (-6.691)	-0.9215*** (-4.642)	-1.5777** (-3.237)
-6	-0.5270*** (-4.815)	-1.2914*** (-6.791)	-0.6354 (-1.388)
-5	-0.7091* (-6.029)	-0.5680** (-2.853)	0.6262 (1.176)
-4	0.3238* (2.573)	-0.6763*** (-3.930)	-0.1757 (-0.515)
-3	0.3806** (2.841)	0.6149** (2.919)	-0.6262 (-1.268)
-2	-1.3076*** (-11.967)	-1.8656*** (-14.486)	-0.4304*** (-10.017)
-1	-0.6169*** (-5.524)	-1.5774*** (-6.650)	-0.5835 (-1.041)
0	0.8069*** (12.374)	1.9677*** (7.717)	0.7812*** (7.044)
+1	0.9723*** (8.579)	0.6455*** (10.123)	1.5500*** (8.763)
+2	0.8701*** (9.882)	1.4467*** (10.639)	1.9835*** (4.677)
+3	0.5413*** (4.516)	1.0344*** (3.874)	1.1181*** (9.670)
+4	1.2428*** (15.859)	0.1883 (0.671)	2.3996*** (7.142)
+5	0.4883*** (3.943)	1.9053*** (14.338)	0.5327 (0.770)
+6	1.0085*** (13.829)	0.1004 (0.328)	0.3215*** (13.599)
+7	-0.4189** (-3.427)	1.1939*** (4.483)	1.9462** (3.813)
+8	-0.5226*** (-5.482)	0.2676 (1.250)	-0.4381 (-0.777)
+9	0.2512* (3.173)	0.5957* (2.578)	-0.6735 (-1.996)
+10	-0.0220 (-0.249)	-1.8598*** (-5.754)	-1.1358* (-2.533)

*為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

表 4-22 宣告延長交易時間之上櫃公司各產業別前後交易日資料

相對日期	傳統產業	高科技產業	金融產業
-10	-0.0614*** (-5.164)	0.06457 (0.778)	2.3600* (2.741)
-9	2.1228*** (6.239)	0.2369* (2.175)	-2.6583** (-3.842)
-8	0.8025* (2.443)	-0.3644 (-0.278)	-1.4225 (-1.649)
-7	-1.1252*** (-3.768)	-2.4334*** (-4.025)	-1.8317 (-0.833)
-6	-0.1294 (-1.970)	-2.3015*** (-3.742)	1.8458 (1.700)
-5	2.0022** (2.768)	0.1031 (1.621)	-0.1883 (-0.483)
-4	0.6743 (1.178)	0.3542 (1.335)	1.0617* (3.119)
-3	-1.4017*** (-4.532)	0.7248 (0.075)	1.4392* (2.469)
-2	-0.1018* (-2.527)	-0.1396 (-0.902)	-0.0167* (-2.621)
-1	-1.6940** (-2.888)	-0.0771* (-2.035)	0.8908 (0.607)
0	0.3891*** (6.155)	0.6868* (2.479)	1.2283 (1.062)
+1	1.079 (0.227)	0.3871 (0.779)	1.3833** (5.813)
+2	0.1838*** (4.347)	0.1120* (1.382)	0.2742* (2.669)
+3	-0.2477 (-1.049)	0.5608 (1.031)	0.7708* (3.090)
+4	-1.5401*** (-8.785)	1.6370** (2.931)	-1.999 (-1.196)
+5	-0.7696** (-3.576)	1.6365 (1.484)	-2.6775** (-4.591)
+6	0.4543*** (6.452)	1.5719*** (4.426)	1.2458*** (9.582)
+7	-0.7696** (-3.576)	-0.2194 (-0.773)	-0.7608 (-0.396)
+8	-1.0681* (-2.604)	-0.2631 (-1.018)	-0.8108 (-0.726)
+9	0.7214** (3.366)	0.6821 (1.128)	-0.285 (-0.238)
+10	2.1034*** (1.097)	0.5349 (1.342)	1.025 (0.905)

*為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

第四節 經營績效研究法實證結果

本研究應用經營績效研究法觀念，以 Hart and Apilado(2002)之模型來探討比較庫藏股制度與延長交易時間制度二不同類型事件對經營績效之影響，其實證結果如下：

一、宣告購回庫藏股部份

表 4-23 至表 4-26 為購回庫藏股宣告前後代表各樣本公司經營績效變動 b_i 其 t 值平均及其檢定。樣本公司之 b_i 其 t 值之平均大小代表著購回庫藏股宣告對樣本公司經營績效的影響。若樣本公司代表經營績效變動之 b_i 其 t 值平均顯著大於 0，且此經營績效之財務比率為愈大愈好者，則表示購回庫藏股宣告對樣本公司有正向顯響，例如 ROA、ROE 及、EPS 等。

(一) 以購回目的區分

由表 4-23 可知，上市公司以維護公司信用及股東權益為目的之購回庫藏股宣告，在股東權益報酬率(ROE)、總資產報酬率(ROA)及每股盈餘(EPS)三類上，除股東權益報酬率(ROE)外，皆呈現正向且顯著之影響，尤以每股盈餘 EPS 更高達 0.4013。上市公司以轉讓予員工為目的之購回庫藏股宣告方面，在股東權益報酬率(ROE)、總資產報酬率(ROA)及每股盈餘三類上，皆呈現負向且顯著之影響，尤以股東權益報酬率(ROE)其值達負 1.532% 最為顯著。

由上可知，上市公司以維護公司信用及股東權益及轉讓予員工之二目的之購回庫藏股宣告，僅以維護公司信用及股東權益之目的對總資產報酬率(ROA)及每股盈餘(EPS)二代表經營績效之財務比率產生正向之影響。而為維護公司及股東權益之購回庫藏股宣告，在三類代表經營績效

財務比率之影響上，皆較轉讓予員工的購回目的宣告有較大顯著之正向影響；亦顯示出購回庫藏股宣告之後第三季經營績效僅有以維護公司信用及股東權益為目的之公司其在每股盈餘(EPS)及總資產報酬率(ROA)二類經營績效上較宣告前三季較佳。

由表 4-24 可知，上櫃公司為維護公司信用及股東權益為目的之購回庫藏股宣告，除股東權益報酬率(ROE)外對總資產報酬率(ROA)及每股盈餘(EPS)三類上，皆呈現正向且顯著之影響，尤以每股盈餘(EPS)更高達 0.951。上櫃公司以轉讓予員工為目的之購回庫藏股宣告方面，在股東權益報酬率(ROE)、總資產報酬率(ROA)及每股盈餘三類上，部分呈現負向且不顯著之影響，尤以股東權益報酬率(ROE)其值達-5.616%。

由上可知，上櫃以維護公司信用及股東權益及轉讓予員工之二目的之購回庫藏股宣告，僅以維護公司信用及股東權益之目的對總資產報酬率 ROA 及每股盈餘 EPS 二類代表經營績效之財務比率產生正向之影響，而以維護公司信用及股東權益購回目的之購回庫藏股宣告，在三類代表經營績效財務比率之影響上，皆較轉讓予員工的購回目的宣告有較佳顯著之正向影響；亦顯示出購回庫藏股宣告之後第三季經營績效僅有以維護公司信用及股東權益為目的之公司其在每股盈餘 EPS 及總資產報酬率 ROA 二類上較宣告前三季為佳。

表 4-23 宣告購回庫藏股之上市公司各購回目的經營績效分析

	每股盈餘 EPS	總資產報酬率 ROA	股東權益報酬率 ROE
維護公司信用	0.4013***	0.185***	-0.112**
及股東權益	(11.165)	(9.701)	(-2.936)
轉讓予員工	-0.138*	-0.432*	-1.352***
	(-2.407)	(-2.142)	(-3.731)

*為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

表 4-24 宣告購回庫藏股之上櫃公司各購回目的經營績效分析

	每股盈餘 EPS	總資產報酬率 ROA	股東權益報酬率 ROE
維護公司信用	0.951***	0.728***	-0.123**
及股東權益	(5.222)	(9.927)	(-0.884)
轉讓予員工	-0.328**	-4.073*	-5.616
	(-3.204)	(-0.839)	(-0.875)

*為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

(二) 以不同產業別來區分

由表 4-25 可知，宣告購回庫藏股對於整體上市公司之經營績效除每股盈餘(EPS)外，大部分皆呈現正向之影響，但並不顯著。若進一步將整體進行宣告之上市公司區分為傳統產業、高科技產業與金融產業三類。實證結果發現，三產業中高科技產業對於股東權益報酬率(ROE)、總資產報酬率(ROA)及每股盈餘(EPS)三財務比率呈現正向之影響，顯示出對於高科技產業而言，購回庫藏股之宣告對於其經營績效上有顯著之影響；而在傳統產業部分，其股東權益報酬率(ROE)呈現負值。而其他二類指標呈現出正向但不顯著之情形，亦即傳統產業對於購回庫藏股之宣告對其前後三季經營績效並未產生顯著正向影響。

由表 4-26 可知，購回庫藏股宣告對於整體上櫃公司之經營績效除每

股盈餘(EPS)外，皆呈現正向之影響，但並不顯著。而進一步將整體上櫃公司區分為傳統產業、高科技產業與金融產業三類，實證結果發現，三產業中僅有高科技產業對於經營績效三財務比率皆呈現正向顯著之影響；而金融保險產業對股東權益報酬率(ROE)、總資產報酬率(ROA)與每股盈餘(EPS)不顯著。而在傳統產業部分，其(ROA)與(EPS)皆呈現負值，而 ROE 呈現正值，亦即傳統產業對於購回庫藏股之宣告對其經營績效上大部分指標並無正向影響。

以上實證結果可發現，購回庫藏股宣告對於經營績效變動上，僅對上市上櫃高科技產業具有正向且顯著之影響。對於傳統產業，購回庫藏股宣告則在上市上櫃市場中大部分指標皆呈現負向影響，而上市上櫃市場之金融產業對於購回庫藏股宣告亦為負向之影響。此外，購回庫藏股宣告對於整體宣告上市公司之經營績效相較於上櫃公司而言，宣告後三季經營績效皆具有較高之影響。

表 4-25 宣告購回庫藏股之上市公司各產業別經營績效分析

	每股盈餘 EPS	總資產報酬率 ROA	股東權益報酬率 ROE
整體上市公司	-0.780*	0.531	0.949**
	(-1.808)	(1.484)	(3.353)
傳統產業	0.636*	0.201*	-0.357*
	(1.176)	(0.960)	(-0.953)
高科技產業	-0.197**	0.680**	0.919*
	(-2.524)	(2.352)	(1.871)
金融產業	-0.902	-0.122	-0.513*
	(-0.738)	(-0.787)	(-0.758)

*為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準。

表 4-26 宣告購回庫藏股之上櫃公司各產業別經營績效分析

	每股盈餘 EPS	總資產報酬率 ROA	股東權益報酬率 ROE
整體上櫃公司	-0.262** (-2.760)	0.221 (1.590)	0.143 (1.515)
傳統產業	-0.641 (-0.332)	-0.749 (-0.741)	1.903** (3.574)
高科技產業	-0.414*** (-3.535)	9.019* (1.288)	-13.335* (-1.386)
金融產業	-0.067 (-0.033)	-0.840 (-0.148)	-0.982* (-0.593)

*為 10% 顯著水準；**為 5% 顯著水準；***為 1% 顯著水準。

二、宣告延長交易時間部份

由表 4-27 可知，延長交易制度宣告對於整體上市公司之經營績效皆呈現正向之影響，除每股盈餘(EPS)不顯著外，其他二類指標皆呈現顯著；若進一步將整體上市公司區分為傳統產業、高科技產業與金融產業三類，其實證結果發現，三產業中傳統產業對於股東權益報酬率(ROE)、總資產報酬率(ROA)及每股盈餘(EPS)三財務比率呈現正向之影響，此結果顯示出，延長交易時間宣告後對於傳統產業之經營績效有顯著正向之影響；而在高科技產業與金融產業部分，其(ROA)皆呈現負值，(EPS)與(ROE)呈現正值，此結果顯示，延長交易時間宣告後高科技產業與金融產業大部分經營績效指標具有正向影響。

由表 4-28 可知，延長交易時間宣告對於整體上櫃公司之經營績效皆呈現正向之影響，但並不顯著；若進一步將整體上櫃公司區分為傳統產業、高科技產業與金融產業三類，其實證結果發現三產業對於延長交易之宣告在經營績效之影響上均不顯著。

以上實證結果可發現，延長交易時間宣告對於經營績效之變動，僅對上櫃

公司三產業及上市之傳統產業具有正向且顯著之影響。延長交易時間宣告則對於高科技產業及金融產業在之經營績效指標上大部分呈現不顯著正向影響。此外，延長交易時間宣告對於整體上市公司之經營績效相較於整體上櫃公司而言，皆具有較高之影響。

綜合宣告購回庫藏股及宣告延長交易時間之經營績效實證結果，發現宣告購回庫藏股之上市櫃公司經營績效指標變動大部分較宣告延長交易時間之上市櫃公司經營績效指標有較大之變動。

表 4-27 宣告延長交易時間之上市公司各產業別經營績效分析

	每股盈餘 EPS	總資產報酬率 ROA	股東權益報酬率 ROE
整體上市公司	0.676 (0.110)	0.188*** (38.425)	0.490*** (7.232)
傳統產業	0.641* (0.114)	0.421*** (18.563)	0.294** (3.099)
高科技產業	1.234*** (16.965)	-0.998*** (-22.197)	17.272*** (14.015)
金融產業	0.258* (2.342)	-0.268** (-3.005)	6.806 (1.771)

*為 10% 顯著水準；**為 5% 顯著水準；***為 1% 顯著水準。

表 4-28 宣告延長交易時間之上櫃公司各產業別經營績效分析

	每股盈餘 EPS	總資產報酬率 ROA	股東權益報酬率 ROE
整體上櫃公司	0.078 (0.890)	0.022 (0.001)	0.795*** (12.157)
傳統產業	0.816* (0.083)	0.102 (0.054)	0.432 (0.007)
高科技產業	0.788*** (0.055)	1.565*** (16.623)	7.272*** (15.676)
金融產業	0.762 (0.308)	0.110 (1.382)	3.550 (1.159)

***為 1% 顯著水準。

第五節 市場精確度研究法實證結果

本研究應用 Hart and Apilado(2002)之模型市場精確度檢定法來探討庫藏股制度與延長交易時間制度二不同類型事件，在投資大眾主觀的市場反應與企業客觀經營績效間的相關性(或市場精確度)是否顯著與一致，其實證結果如下：

一、宣告購回庫藏股份

本部份在探討投資人對於購回庫藏股宣告對股價報酬之反應與樣本公司經營績效因宣告所產生的反應，兩者間是否有關聯性，若樣本公司因購回庫藏股而變動之經營績效為有利的，且購回庫藏股宣告日有正的異常報酬，兩者呈現正相關，此時投資人對於購回庫藏股之預期，反應在股價報酬上是正確的，即代表市場精確度較高；反之兩者呈現負相關則表示市場精確度較低。

(一)以購回目的區分

由表 4-29 可知，上市公司以維護公司信用與股東權益為購回目的之市場精確度，除股東權益報酬率(ROE)外，在總資產報酬率(ROA)與每股盈餘(EPS)二經營績效上，皆為正向且顯著的，代表投資人對於樣本公司購回庫藏股之宣告，在股票市場上的預測是比較正確的，顯現較高的市場精確度，亦即代表投資人主觀的市場反應與企業客觀經營績效間之市場精確度為一致且顯著的。而以轉讓予員工為購回目的之市場精確度，在股東權益報酬率(ROE)、總資產報酬率(ROA)與每股盈餘(EPS)三經營績效上皆為正值，其中股東權益報酬率(ROE)、總資產報酬率(ROA)二指標為顯著，代表投資人對於樣本公司之宣告，在股票市場上的預測是比較正確的，亦即顯現較高的市場精確度。

進一步比較兩種購回目的之市場精確度，發現以維護公司信用與股東權

益為購回目的之三類經營績效市場精確度之表現，以每股盈餘(EPS)指標與總資產報酬率(ROA)較轉讓予員工之購回目的之市場精確度為佳。結果顯示，投資大眾對於維護公司信用及股東權益之市場反應與企業客觀經營績效間具有較佳之市場精確度。

由表 4-30 可知，上櫃公司以維護公司信用與股東權益為購回目的之市場精確度，在股東權益報酬率(ROE)、總資產報酬率(ROA)與每股盈餘(EPS)三經營績效上，皆為正向且顯著的，代表投資人對於樣本公司購回庫藏股之宣告，在股票市場上的預測是比較正確的，顯現較高的市場精確度，亦即代表投資人主觀的市場反應與企業客觀經營績效間之市場精確度為一致且顯著的。而以轉讓予員工為購回目的之市場精確度，在總資產報酬率(ROA)與每股盈餘(EPS)二經營績效上皆為正值，而以總資產報酬率(ROA)指標為顯著，代表投資人對於樣本公司之宣告，在股票市場上的預測是比較正確的，亦即顯現較高的市場精確度。

進一步比較兩種購回目的之市場精確度，發現以維護公司信用與股東權益為購回目的之經營績效市場精確度表現，較轉讓予員工之購回目的市場精確度為佳，此結果顯示，投資大眾對於維護公司信用及股東權益之市場反應與企業客觀經營績效間具有較佳之市場精確度。

表 4-29 宣告購回庫藏股之上市公司各購回目的市場精確度檢定

購回目的	每股盈餘 EPS	總資產報酬率 ROA(%)	股東權益報酬率 ROE(%)
維護公司信用 與股東權益	0.997***	0.574***	-0.152
轉讓予員工	0.199	0.489*	0.647**

*為 10% 顯著水準；**為 5% 顯著水準；***為 1% 顯著水準。

表 4-30 宣告購回庫藏股之上櫃公司各購回目的市場精確度檢定

購回目的	每股盈餘 EPS	總資產報酬率 ROA(%)	股東權益報酬率 ROE(%)
維護公司信用 與股東權益	0.397***	0.856***	0.297*
轉讓予員工	0.364	0.656**	-0.318

*為 10% 顯著水準；**為 5% 顯著水準；***為 1% 顯著水準。

(二) 以不同產業區分

由表 4-31 可知，整體上市公司之市場精確度，在股東權益報酬率(ROE)、總資產報酬率(ROA)與每股盈餘(EPS)三經營績效上，投資人對於樣本公司之宣告，在股票市場上的預測是比較正確的，亦即顯現較高的市場精確度；而進一步區分傳統產業、高科技產業與金融產業，其結果發現，除金融產業之總資產報酬率(ROA)為負外，其餘產業在權益報酬率(ROE)、總資產報酬率(ROA)與每股盈餘(EPS)三經營績效財務比率上，投資人對於樣本公司之庫藏宣告，在股票市場上的預測是較正確的，亦即顯現較高的市場精確度，其中尤以高科技產業於三經營績效財務比率上之市場精確度最為顯著。

而整體宣告庫藏上櫃公司之市場精確度，如表 4-32 所示在總資產報酬率 ROA 與每股盈餘 EPS 三經營績效上，投資人對於樣本公司之宣告，在股票市

場上的預測是比較正確的，亦即顯現較高的市場精確度。而進一步區分傳統產業、高科技產業與金融產業，結果發現，除傳統產業之股東權益報酬率 ROE 與金融產業之股東權益報酬率 ROE 為負外，其餘傳統產業、高科技產業與金融產業三產業皆對於股東權益報酬率 ROE、總資產報酬率 ROA 與每股盈餘 EPS 三經營績效財務比率上，投資人對於樣本公司之宣告，在股票市場上的預測是較正確的，亦即顯現較高的市場精確度。

由上可知，投資人對於整體宣告上市上櫃公司之預測較為正確，亦即市場精確度皆較高，而整體上市公司庫藏宣告對於三經營績效財務比率之市場精確度較上櫃公司之市場精確度較為佳。

表 4-31 宣告購回庫藏股之上市各產業市場精確度檢定

	每股盈餘 EPS	總資產報酬率 ROA(%)	股東權益報酬率 ROE(%)
整體上市公司	0.619***	0.700**	0.607***
傳統產業	0.608**	-0.118	0.248
高科技產業	0.616***	0.425**	0.153
金融產業	0.337***	-0.278	0.738***

*為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

表 4-32 宣告購回庫藏股之上櫃各產業市場精確度檢定

	每股盈餘 EPS	總資產報酬率 ROA(%)	股東權益報酬率 ROE(%)
整體上櫃公司	0.244*	0.942***	-0.091
傳統產業	0.184	-0.403	0.252
高科技產業	0.335	0.054*	0.129*
金融產業	0.440*	0.935*	-0.034

*為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

二、宣告延長交易時間部份

由表 4-33 可知，整體上市公司之市場精確度，投資人對於延長交易時間之宣告除股東權益報酬率(ROE)外，其餘總資產報酬率(ROA)與每股盈餘(EPS)二經營績效，在股票市場上的預測是比較正確的，亦即顯現較高的市場精確度。進一步區分傳統產業、高科技產業與金融產業，結果發現，除傳統產業與金融產業在股東權益報酬率(ROE)為負外，其餘傳統產業、高科技產業與金融產業三產業在股東權益報酬率(ROE)、總資產報酬率(ROA)與每股盈餘(EPS)三經營績效財務比率上，投資人對於延長交易之宣告，在股票市場上的預測是較正確的，亦即顯現較高的市場精確度，尤以高科技產業於三經營績效財務比率上之市場精確度最為精確。

而整體上櫃公司之市場精確度方面，如表 4-34 所示，在總資產報酬率(ROA)與每股盈餘(EPS)三經營績效上，投資人對於延長交易之宣告，在股票市場上的預測是比較正確的，亦即顯現較高的市場精確度。進一步區分傳統產業、高科技產業與金融產業，結果發現，除金融保險之股東權益報酬率(ROE)外，投資人對於延長交易之宣告對三經營績效財務比率，在股票市場上的預測是較正確的，亦即顯現較高的市場精確度。

由上可知，投資人對於整體宣告上市上櫃公司之預測較為正確，亦即市場精確度皆較高，而投資人在上市公司經營績效財務比率之市場精確度較上櫃公司之市場精確度為精確。

綜合宣告購回庫藏股及宣告延長交易時間之市場精確度實證結果，發現宣告購回庫藏股之上市櫃公司市場精確度大部分較宣告延長交易時間之上市櫃公司市場精確度大；在區分產業別中，宣告購回庫藏股之上市櫃三產業的市場精確度大

部分亦較宣告延長交易時間之上市櫃三產業市場精確度大。

表 4-33 宣告延長交易時間之上市各產業市場精確度檢定

	每股盈餘 EPS	總資產報酬率 ROA(%)	股東權益報酬率 ROE(%)
整體上市公司	0.325	0.874***	-0.022
傳統產業	0.284	0.325***	-0.038
高科技產業	0.273***	0.213**	0.029**
金融產業	0.241*	0.127***	-0.172

*為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

表 4-34 宣告延長交易時間之上櫃各產業市場精確度檢定

	每股盈餘 EPS	總資產報酬率 ROA(%)	股東權益報酬率 ROE(%)
整體上櫃公司	0.559**	0.678**	-0.001
傳統產業	0.361	0.281*	0.056
高科技產業	0.331**	0.319**	0.117*
金融產業	0.329	0.267	-0.166

*為 10%顯著水準；**為 5%顯著水準；***為 1%顯著水準。

第六節 本章結論

本研究以購回庫藏股宣告之上市櫃公司為樣本，上市公司 255 家共 305 次宣告與上櫃公司 75 家共 89 次宣告及延長交易時間宣告之上市櫃公司各 617 家與 242 家之樣本，進行二不同類型事件對於異常報酬、經營績效及市場精確度之影響分析，綜合上述各節之實證結果，歸納出幾點推論：

一、異常報酬

(一) 宣告購回庫藏股部分

在購回庫藏股部分，實證結果顯示，上市櫃公司對於實施庫藏股制度之宣告，在平均異常報酬率及累積平均異常報酬率方面，二市場皆有顯著之正面影響。此外上市公司在累積平均異常報酬率相較於上櫃公司之累積平均異常報酬率較大且顯著，顯示投資大眾對於上市公司購回庫藏股之宣告有較佳反應。庫藏股之宣告購回效應所引起的異常報酬為顯著之正值，可能之原因為市場普遍將宣告購回庫藏股視為一個利多消息之反應，且根據 Ross(1977) 假說，暗示公司認為其股價被低估，而宣告購回庫藏股將促使股價有上漲空間之理論結果一致。

在區分上市櫃公司之購回庫藏股目的時，本研究發現若公司買回目的為維護公司信用及股東權益時，庫藏股施行的宣告日當天及其後一天，相對於為轉讓股份予員工之庫藏股宣告，其累積平均異常報酬率較高，此結果顯示出，市場對於上市櫃公司欲維護公司信用及股東權益為目的之庫藏股宣告較公司欲轉讓股份予員工者，有較佳的反應。而可能之原因為，當公司利用維護公司信用與股東權益作為買回目的時，即以穩定公司股價、甚至拉抬公司

股價為號召，其正向異常報酬表現會優於以配股激勵員工的轉讓予員工作為買回目的。

(二)宣告延長交易時間部分

在延長交易時間部分，實證結果顯示，上市櫃公司對於延長交易時間宣告，在平均異常報酬率及累積異常報酬率方面，二市場皆有顯著之正面影響。此外上市公司在累積異常報酬率相較於上櫃公司之累積異常報酬率較大且顯著，顯示投資大眾對於上市公司延長交易宣告有較佳反應。

而區分傳統產業類股、高科技產業類股及金融產業類股之異常報酬分析時，發現三種產業類股之宣告當天皆有正向之異常報酬，且皆為顯著；傳統產業類股、高科技產業類股及金融產業類股分別在宣告當天產生反轉現象，顯示市場對延長交易時間制度有正向反應。

延長交易時間之宣告效應所引起的異常報酬不論在上市櫃公司及三產業中皆為顯著之正值，可能之原因為市場普遍將延長交易時間宣告視為一個利多消息之反應。

二、經營績效研究法

(一)宣告購回庫藏股部分

以維護公司及股東權益之購回目的之購回庫藏股宣告，在三類代表經營績效財務比率之影響上，皆較轉讓予員工的購回目的宣告有較大顯著之正向影響；亦顯示出購回庫藏股宣告之後三季經營績效僅有以維護公司信用及股東權益為目的之公司其在每股盈餘 EPS 及總資產報酬率(ROA)二類上較宣告前三季為佳。

購回庫藏股宣告對於經營績效變動上，僅對上市上櫃市場之高科技產業部分指標上具有正向且顯著之影響；對於傳統產業，購回庫藏股宣告則在上市上櫃市場中大部分指標呈現負向影響；而上市上櫃市場之金融產業對於購回庫藏股宣告亦為負向之影響。此外，購回庫藏股宣告對於上市公司之經營績效相較於整體宣告上櫃公司而言，宣告後三季經營績效大部分具有較高之影響。

(二)宣告延長交易制度部分

延長交易時間宣告對於經營績效之變動，僅對上櫃公司三產業及上市傳統產業具有正向且顯著之影響；上，延長交易時間宣告則對於高科技產業及金融產業之經營績效指標大部分呈現正向影響；。此外，延長交易時間宣告對於整體上市公司之經營績效相較於整體上櫃公司而言，皆具有較高之影響。

由以上企業宣告購回庫藏股政策與政府宣告延長交易時間制度對樣本公司前後之經營績效變動，僅部份指標宣告後較宣告前之經營績效變動產生顯著且正面之影響。其可能之原因為獲利能力指標受政策宣告之影響程度較不顯著。

三、市場精確度檢定

(一)宣告購回庫藏股部分

在購回庫藏股部分，實證結果顯示，投資人對於整體宣告上市上櫃公司之預測較為正確，亦即市場精確度皆較高，而整體宣告上市公司對於三經營績效財務比率之市場精確度較整體宣告上櫃公司之市場精確度較為精確。

上市櫃公司以維護公司與股東權益為購回目的之三類經營績效市場精確

度之表現，僅每股盈餘 EPS 指標與總資產報酬率 ROA 較以轉讓予員工之購回目的之市場精確度佳，顯示出，投資大眾對於維護公司信用及股東權益之市場反應與企業客觀經營績效間具有較佳市場精確度。

(二)宣告延長交易制度部分

整體上市公司之市場精確度，除股東權益報酬率 ROE 外，其餘總資產報酬率 ROA 與每股盈餘 EPS 二經營績效上，投資人對於樣本公司之宣告，在股票市場上的預測是比較正確的，亦即顯現較高的市場精確度。

整體宣告上櫃公司之市場精確度，在總資產報酬率 ROA 與每股盈餘 EPS 三經營績效上，投資人對於樣本公司之宣告，在股票市場上的預測是比較正確的，亦即顯現較高的市場精確度。

上市公司除傳統產業與金融產業在股東權益報酬率 ROE 為負外，其餘傳統產業、高科技產業與金融產業三產業皆對於股東權益報酬率 ROE、總資產報酬率 ROA 與每股盈餘 EPS 三經營績效財務比率上，投資人對於樣本公司之宣告，在股票市場上的預測是較正確的，亦即顯現較高的市場精確度

上櫃公司除金融產業之股東權益報酬率 ROE 外，其餘三產業對三經營績效財務比率上，投資人對於樣本公司之宣告，在股票市場上的預測是較正確的，亦即顯現較高的市場精確度。

投資人對於整體宣告上市上櫃公司之預測較為正確，亦即市場精確度皆較高，而整體宣告上市公司對於三經營績效財務比率之市場精確度較整體宣告上櫃公司之市場精確度較為精確。

由以上結果可知宣告購回庫藏股之上市櫃公司的市場精確度較高，其可能原因為由庫藏股宣告與上市櫃公司之長期經營績效間的關係觀察，庫藏股之實施可能具有矯正股價被低估之偏誤，宣告效果效好者，其公司及產業未來的投資可能較佳，亦可能意味著投資人能藉由觀察庫藏股的宣告效果，判斷公司及產業未來之經營績效。而宣告延長交易時間部分，上市櫃公司大部分具較高之市場精確度，可能之原因為顯示政府財金單位所擬定之政策對於改善整體市場之效果已有初步成效，投資大眾能藉由政府政策之宣告，判斷公司未來之經營績效。



第五章 結論與建議

事件研究法在過去學者的研究焦點中大多著墨於觀察特定事件發生前後數天之股票價格變化，用以評估市場對此一事件的反應，很少針對不同類型之事件、事件發生後經營績效的變動、股票價格變化(異常報酬)與經營績效變動二者之相關性研究，所以本研究的目的即針對此三方面議題加以探討。本研究先以 GARCH(1,1)模型，計算出宣告購回庫藏股及宣告延長交易時間二事件對於股票報酬率之變化，接著再運用經營績效法來探討此二類事件進行宣告前後經營績效之變動，最後再運用市場精確度檢定法，來探討二類事件之異常報酬與經營績效間之相關程度。

第一節 結論

依據前述之研究結果及文獻探討，本研究使用事件研究法、經營績效研究法及市場精確度檢定法，來分析宣告庫藏股購回及延長交易時間制度二不同類型事件對股東財富、經營績效及投資大眾主觀之市場反應與企業客觀經營績效間相關性之影響。實證結果分為三部份，表 5-1 為其結果彙整表。

一、異常報酬

(一) 宣告購回庫藏股部分

在購回庫藏股部分，實證結果顯示，上市櫃公司對於實施庫藏股制度之宣告，在平均異常報酬率及累積異常報酬率方面，二市場皆有顯著之正面影響；此外上市公司在累積異常報酬率相較於上櫃公司之累積異常報酬率較大且顯著，顯示投資大眾對於上市公司購回庫藏股之宣告有較佳反應。在區分上市櫃公司之購回庫藏股目的時，市場對於上市櫃公司欲維護公司信用及股

東權益為目的之庫藏股宣告較公司欲轉讓股份予員工者，有較佳的反應。

(二)宣告延長交易時間部分

在延長交易時間部分，實證結果顯示，上市櫃公司對於延長交易時間宣告，在平均異常報酬率及累積異常報酬率方面，二市場皆有顯著之正面影響。此外上市公司在累積異常報酬率相較於上櫃公司之累積異常報酬率較大且顯著，顯示投資大眾對於上市公司延長交易宣告有較佳反應。

區分傳統產業類股、高科技產業類股及金融產業類股之異常報酬分析時，發現三種產業類股之宣告當天皆有正向之異常報酬，且皆為顯著；傳統產業類股、高科技產業類股及金融產業類股分別在宣告當天產生反轉現象，顯示市場對延長交易時間制度有正向反應。

由上可知庫藏股購回宣告與延長交易時間宣告二種不同類型事件在宣告日當天皆具有顯著之正向異常報酬率。且宣告購回庫藏股之異常報酬率效果較宣告延長交易時間較大。

二、經營績效研究法

(一)宣告購回庫藏股部分

以維護公司及股東權益之購回目的之購回庫藏股宣告，在三類代表經營績效財務比率之影響上，皆較轉讓予員工的購回目的宣告有較大顯著之正向影響；亦顯示出購回庫藏股宣告之後三季經營績效僅有以維護公司信用及股東權益為目的之公司其在每股盈餘 EPS 及總資產報酬率 ROA 二類上較宣告前三季較佳。

購回庫藏股宣告對於經營績效變動上，僅對上市上櫃市場之高科技產業部分指標上具有正向且顯著之影響；對於傳統產業上，購回庫藏股宣告則在上市上櫃市場中大部分指標呈現正、負向影響；而上市上櫃市場之金融產業對於購回庫藏股宣告亦呈現正向、負向之影響。此外，購回庫藏股宣告對於整體宣告上市公司之經營績效相較於整體宣告上櫃公司而言，宣告後三季經營績效上大部分具有較高之影響。

(二)宣告延長交易時間部分

延長交易時間宣告對於經營績效變動上，僅對上櫃公司三產業及上市市場之傳統產業具有正向且顯著之影響；對於高科技產業及金融產業上，延長交易時間宣告則在上市市場中經營績效指標上大部分呈現正向影響。此外，延長交易時間宣告對於整體上市公司之經營績效相較於整體上櫃公司而言，皆具有較高之影響。

由上可知企業購回庫藏股政策與政府延長交易時間制度對樣本公司之經營績效僅部份產生顯著且正面之影響。

三、市場精確度檢定

(一)宣告購回庫藏股部分

在購回庫藏股部分，實證結果顯示，投資人對於整體宣告上市上櫃公司之預測較為正確，亦即市場精確度皆較高，此結果亦與郭敏華、洪舒雯(2003)研究有相同之結論。而整體宣告上市公司對於三經營績效財務比率之市場精確度較整體宣告上櫃公司之市場精確度較為精確。上市櫃公司以維護公司與股東權益為購回目的之三類經營績效市場精確度之表現，僅每股盈餘 EPS 指標與總資產報酬率 ROA 較以轉讓予員工之購回目的之市場精確度佳，顯示出，投資

大眾對於維護公司信用及股東權益之市場反應與企業客觀經營績效間具有較佳市場精確度。

(二)宣告延長交易制度部分

整體上市公司之市場精確度，除股東權益報酬率 ROE 外，其餘總資產報酬率 ROA 與每股盈餘 EPS 二經營績效上，投資人對於樣本公司之宣告，在股票市場上的預測是比較正確的，亦即顯現較高的市場精確度。整體宣告上櫃公司之市場精確度，在總資產報酬率 ROA 與每股盈餘 EPS 三經營績效上，投資人對於樣本公司之宣告，在股票市場上的預測是比較正確的，亦即顯現較高的市場精確度。

上市公司除傳統產業與金融產業在股東權益報酬率 ROE 為負外，其餘傳統產業、高科技產業與金融產業三產業皆對於股東權益報酬率 ROE、總資產報酬率 ROA 與每股盈餘 EPS 三經營績效財務比率上，投資人對於樣本公司之宣告，在股票市場上的預測是較正確的，亦即顯現較高的市場精確度。上櫃公司除金融產業之股東權益報酬率 ROE 外，其餘三產業對三經營績效財務比率上，投資人對於樣本公司之宣告，在股票市場上的預測是較正確的，亦即顯現較高的市場精確度。

投資人對於整體宣告上市上櫃公司之預測較為正確，亦即市場精確度皆較高，而整體宣告上市公司對於三經營績效財務比率之市場精確度較整體宣告上櫃公司之市場精確度較為精確。

股票投資者對於企業購回庫藏股政策及政府實施延長交易時間制度之宣告，於股市報酬之反應與企業實際經營績效之變動預期大部份呈現顯著且一致

性關係，亦即市場資訊充份下，投資人之決策精確度高。

而個別公司購回庫藏股宣告因具有訊息之獨立性與個別性，其對異常報酬率、經營績效及市場精確度之影響上，大部分會大於具有普偏性與一致性之延長交易時間制度之宣告。

事件研究法在過去學者的研究焦點中大多著墨於觀察特定事件發生前後數天之股票價格變化，用以評估市場對此一事件的反應，很少針對不同類型之事件、事件發生後經營績效的變動、股票價格變化(異常報酬)與經營績效變動二者之相關性研究，而本研究之貢獻所在即是針對宣告購回庫藏股及宣告延長交易時間二不同類型之事件發生對於股價異常報酬之影響、二事件發生前後經營績效之變動與股價異常報酬及經營績效變動二者間之相關程度，以期能對於政府財金單位制定新政策及發佈新法令上有所助益，或作為企業及投資人進行投資策略時之參考。

表 5-1 宣告購回庫藏股及宣告延長交易時間之結果彙整

事件	異常報酬	經營績效	市場精確度
宣告購回庫藏股	<ol style="list-style-type: none"> 1.上市櫃公司皆具有正向異常報酬率。 2.二種購回目的皆具有正向異常報酬率。 3.三類產業皆具有正向異常報酬率。 	<ol style="list-style-type: none"> 1.上市櫃公司大部分獲利能力指標宣告後有正向經營績效。 2.二種購回目的大部分獲利能力指標具有正向經營績效。 3.三類產業大部分獲利能力指標具有正向經營績效。 	<ol style="list-style-type: none"> 1.上市櫃公司大部分為正向顯著之市場精確度。 2.維護公司信用及股東權益為目的之市場精確度較高。 3.三類產業大部分具有正向市場精確度。
宣告延長交易時間	<ol style="list-style-type: none"> 1.上市櫃公司皆具有正向異常報酬率。 2.三類產業皆具有正向異常報酬率。 	<ol style="list-style-type: none"> 1.上市櫃公司獲利能力指標宣告後皆有正向經營績效。 2.三類產業大部分獲利能力指標具有正向經營績效。 	<ol style="list-style-type: none"> 1.上市櫃公司大部分為正向顯著之市場精確度。 2.三類產業大部分具有正向市場精確度。
比較結果	宣告購回庫藏股之上市櫃公司及三類產業皆有較大之宣告效果。	宣告購回庫藏股之上市櫃公司及三類產業皆有較大之正向經營績效變動。	宣告購回庫藏股之上市櫃公司及三類產業皆有較大之市場精確度。

第二節 後續研究

在事件研究中，本研究僅針對事件宣告日進行實證研究，未考慮其他可能之變數，後續研究者可針對其宣告購回數量、宣告公司之規模、執行購回庫藏股之成效、成交量、流動性，不同之預測模式(如 Fama & French 三因子模式、四因子模式)等等因素，以進行實證研究；而事件期及估計期的選擇，亦可多嘗試不同之天數與時點。

在財務金融市場上，事件宣告所帶來的訊息影響可發現正的衝擊(好消息)與負的衝擊(壞消息)二方面會產生不同之影響，本研究在事件宣告時之異常報酬率計算上採用 GARCH(1,1)模型，並未考慮事件宣告時好、壞消息上不對稱之影響，因此，建議後續研究者可採用 EGARCH 模型，來處理不對稱之衝擊影響。

此外，事件研究法之研究主要區分為二類，一為同類型事件不同時點之研究，如購回庫藏股宣告及盈餘宣告等；二為單一時點事件之研究，如政府重大政策之改變(延長交易時間制度之實施、金融合併法之通過及會計原則變動等)。本研究為研究不同類型之事件所帶來之影響，乃於二類中挑選購回庫藏股宣告及延長交易時間宣告為事件進行異常報酬率、經營績效與市場精確度之研究，而後續研究者可另行選擇其他不同類型之事件進行更為詳細之研究，例如盈餘宣告與會計原則變動等。

在經營績效研究中，許多研究利用 CAMELS 指標進行經營績效之研究，而本研究僅針對股東權益報酬率(ROE)、總資產報酬率(ROA)及每股盈餘(EPS)等三項有關經營績效之財務比率進行研究，後續研究者可針對非財務比率(如銷貨數等)進行更為詳細之分析。

參考文獻

中文部份

毛治文(民 88),「內部關係人持股比例及其變動與上市公司購回庫藏股之關連性研究」,私立中國文化大學會計研究所未出版之碩士論文。

王智慧(民 90),「台灣公司買回自己股票的財富效果及其決定因素之實證研究」,國立高雄第一科技大學金融營運所未出版之碩士論文。

吳琇華(民 91),「公司宣告實施庫藏股效應之再檢視」,朝陽科技大學財務金融系未出版之碩士論文。

吳碧珠、許世雄(民 80),「當前國內公營銀行經營績效問題之探討(上)(下)」,今日合庫,第 17 卷,第 8、9 期,17-36 頁。

李宗祥(民 90),「上市公司買回本公司股份之研究」,台灣大學財務金融學研究所未出版碩士論文。

林逸翔(民 91),「宣告實施庫藏股對股價之影響」,東吳大學企業管理學系未版碩士論文。

邱鍵麟(民 90),「台灣上市公司實施庫藏股制度對股價影響之研究」,長庚大學企業管理研究所未出版之碩士論文。

張玉玲(民 82),「財務政策與績效相關性之研究 - 以台灣製造業上市公司為例」,淡江大學國際企業研究所未出版論文。

莊慶仁(民 91),「延長交易時間對台灣股市價格行為之影響」,國立成功大學企業管理研究所未出版碩士論文。

許李瑋(民 87),「我國銀行業購併之績效與綜效之實證研究」,中國文化大學國際企業管理研究所未出版碩士論文。

郭法雲(民 90),「我國庫藏股制度之實證研究：資訊效果與資訊傳遞動機」,2001 會計理論與實務研討會,東吳大學會計學系。

郭敏華、洪舒雯(民 92),「內部人持股變動與庫藏股宣告效果」,台灣金融財務季刊,第四輯第二期,81-102 頁。

陳香如(民 81),「商業銀行經營績效評估模式之建立與應用」,國立中央大學財務管理研究所未出版碩士論文。

游朝旭(民 90),「庫藏股制度實施初期對於股價影響之探討」,國立中山大學財務管理學系研究所未出版之碩士論文。

游翔泰(民 91),「股票購回資料內涵之研究:以台灣股票市場為例」,逢甲大學企業管理所未出版之碩士論文。

黃玉娟(民 91),「延長交易時間對市場績效之影響 - 以 SGX-DT 摩根台指期貨為例」,企銀季刊,第二十五卷第二期,143-171 頁。

黃泰銘(民 90),「庫藏股宣告期間買賣價差之實證研究」,淡江大學財務金融學系金融研究所未出版之碩士論文。

黃莉貞、王鈺棻、張慧琴(民 90),「庫藏股制度之股價效應實證研究」,實用稅務,第 318 卷,90-93 頁。

楊維禎(民 86),「科學園區管理績效研究」,台北銀行月刊,第二十七卷第二期,2-18 頁。

楊踐為、陳明文(民 91),「庫藏股制度實施宣告對股東財富影響之研究 - 以台灣上市公司為例」,證券金融,第 72 卷 55-80 頁。

廖怡玲(民 81),「實施隔週休二日制對台灣股市影響之實證研究」,國立中山大學財務管理研究所未出版碩士論文。

趙英龍(民 92),「我國銀行業同質性合併與異質性合併之比較」,國立台北大學經濟學研究所未出版碩士論文。

蔡柳卿(民 89),「母子公司交叉持股之資訊內涵與經濟誘因之實證研究」,政治大學會計學研究所未出版之博士論文。

蔡曉琪(民 90),「我國上市上櫃公司買回庫藏股票之研究」,國立台北大學會計學系未

出版之碩士論文。

鄭桂蕙(民 91),「公司買回庫藏股之資訊內涵：投資人觀點」, 國立政治大學會計研究所未出版之博士論文。

英文部份

Anderson, E. and H. Gatignon(1986), “Modes of Foreign Entry: A Transaction Cost Analysis and Propositions,” *Journal of International Business Studies*, Fall, pp.1-26.

Bachman, Daniel, Jongmoo Jay Choi, Bang Nam Jeon and Kenneth J. Kopecky(1996), “Common factors in international stock prices: evidence from a cointegration study,” *International Review of Financial Analysis*, 5:1, pp.39-53

Cornett, M.M. & H.Tehranian(1992), “Changes in Corporate Performance Associated with Bank Acquisitions,” *Journal of Financial Economics*, Vol.31(2), pp.211-234.

D’Mello R. and P.K. Shroff(2000), “Equity Undervaluation and Decisions Related to Repurchase Tender Offers: An investigation,” *Journal of Finance*, 55, pp.2399-2424.

Dann, L.Y.(1981), “Common Stock Repurchase, “ An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders,” *Journal of Financial Economics*, Vol9, pp.113-138.

Engle, R.F. (1982), “Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of UK Inflation,” *Econometrica*, 50:1, pp.987-1008.

Engle, R.F. and T. Bollerslev (1984), “Modeling the Persistence of Conditional Variance,” *Econometric Review*, 5:3, pp.1-50.

Fama, E. E. and K. R. French(1993), “Common Risk Factors in the Return on Bonds and Stocks,” *Journal of Finance Economics*, Vol.33, pp.3-56.

Fama, E. F. and K.R. French(1996), “Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies,” *Journal of Finance*, Vol.51, pp.55-84.

French, K.R. and R. Roll (1986), “Stock Return Variances: The Arrival of Information and

- the Reaction of Traders, " *Journal of Financial Economics*, Vol.17, No. 1, pp.5-26.
- Hart, J.H. & V.A.Apilado (2002), "Inexperienced Banks and Interstate Mergers," *Journal Economics and Business*, Vol.54, pp.313-330.
- Houston, J.F. and M.D. Ryngaert (1992), "The Links between Trading Time and Market Volatility," *The journal of Financial Research* , Vol.15, 2, pp.91-100.
- Liu, C. and D. Ziebart(1997), "Stock Returns and Open-Market Stock Repurchase Announcement," *The Financial Review*, 32, pp.709-728.
- MvNally, W. (1999), "Open Market Stock Repurchase Signaling," *Financial Management* Vol.28, pp.55-67.
- Norden , Joel, F. Houston and Michael D. Ryngaer (1992), "The Link between Trading Time and Market Volatility," *Journal of Financial Research*,Vol.XV, NO.2, Summer, pp.72-88.
- Pilloff, S.J(1996), "Performance Changes and Shareholder Wealth Creation Associated with Mergers of Publicly Traded Banking Institutions, " *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.28, pp.294-310.
- Rogalski, R.J.(1984), "New Findings Regarding Day-of-the Week Returns Over Trading and Non-Trading Periods: A Note," *The Journal of Finance*, Vol.39, No.5 pp.1603-1614.
- Schefczyk, M.(1993), "Operational Performance of Airlines:An Extension of Traditional Measurment Paradigms," *Strategic Management Journal* , Vol.24, pp.301-317.
- Vermaelen, T.(1981) ,"Common Stock Repurchases and Market Signaling:An Empirical Study," *Journal of Financial Economics* ,Vol.9, pp.139-183.
- Walker, Ernest W. and Petty J.Willian (1987), "Financial Differences between Large and Small Firms," *Financial Management*, Vol.10, pp.61-68.

附錄一 平均異常報酬率趨勢圖

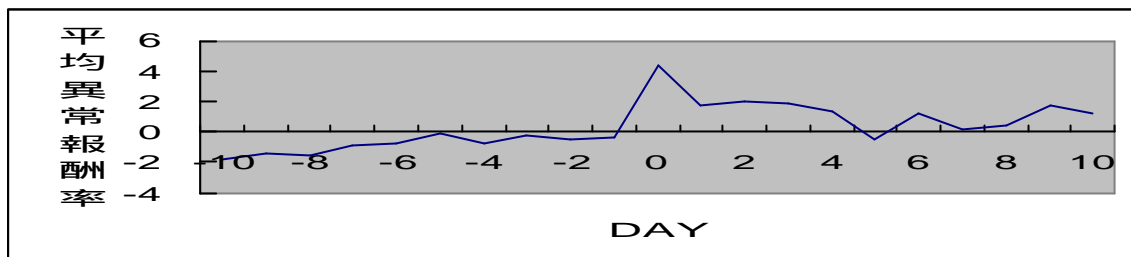


圖 A-1 宣告購回庫藏股之上市公司平均異常報酬率趨勢圖

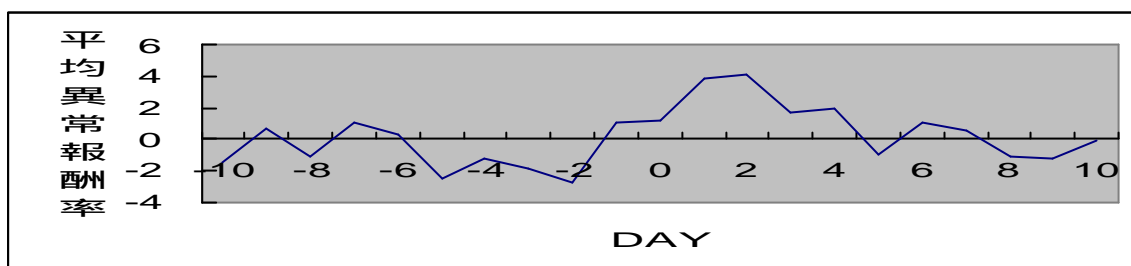


圖 A-2 宣告購回庫藏股之上市傳統產業平均異常報酬率趨勢圖

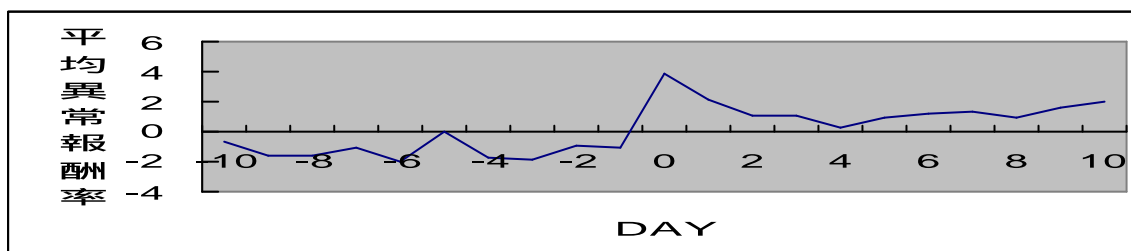


圖 A-3 宣告購回庫藏股之上市高科技產業平均異常報酬率趨勢圖

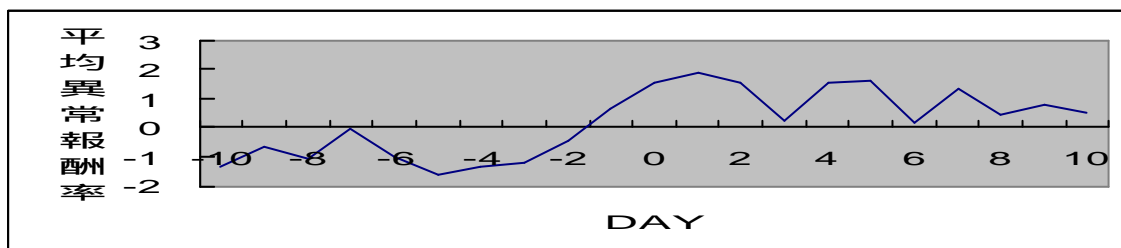


圖 A-4 宣告購回庫藏股之上市金融產業平均異常報酬率趨勢圖

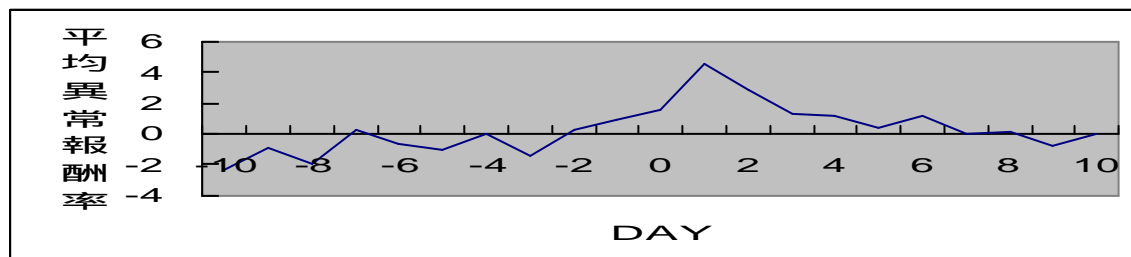


圖 A-5 上市公司以維護公司信用與股東權益為目的之平均異常報酬率趨勢圖

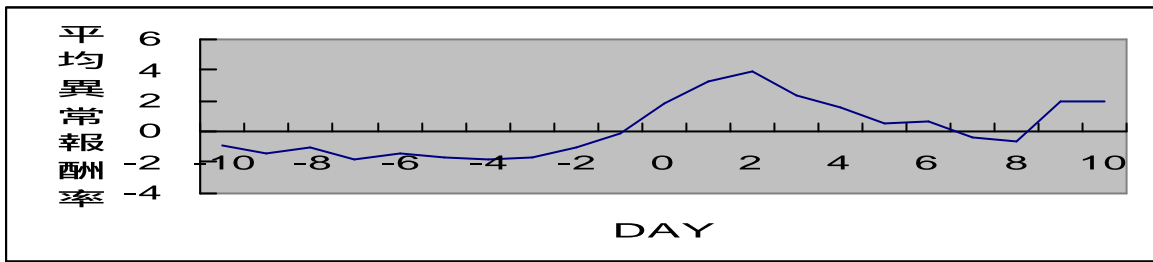


圖 A-6 上市公司以轉讓予員工為目的之平均異常報酬率趨勢圖

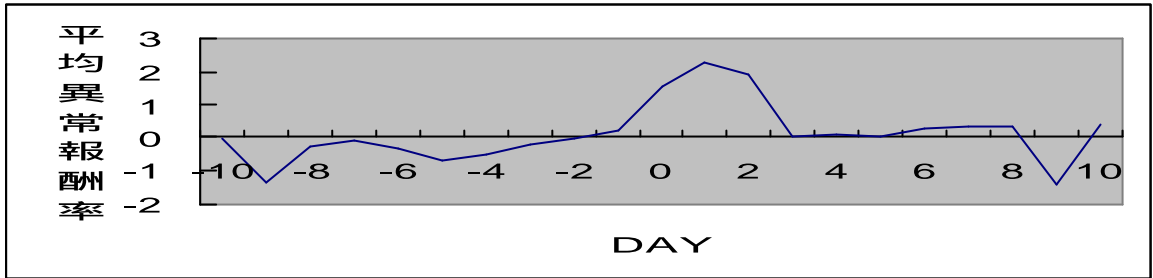


圖 A-7 宣告購回庫藏股之上櫃公司平均異常報酬率趨勢圖

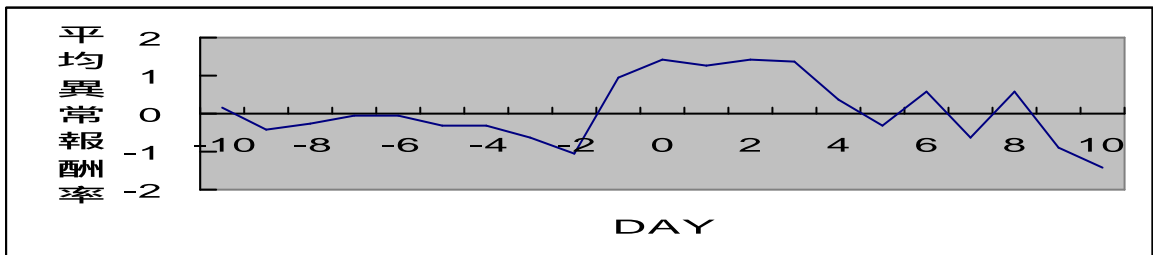


圖 A-8 宣告購回庫藏股之上櫃傳統產業平均異常報酬率趨勢圖

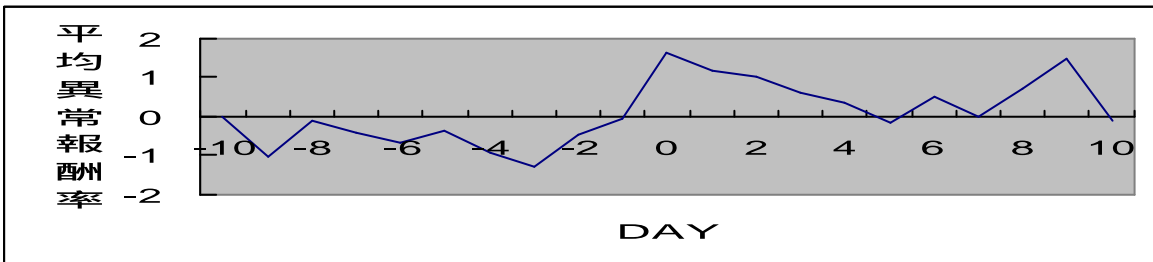


圖 A-9 宣告購回庫藏股之上櫃高科技產業平均異常報酬率趨勢圖

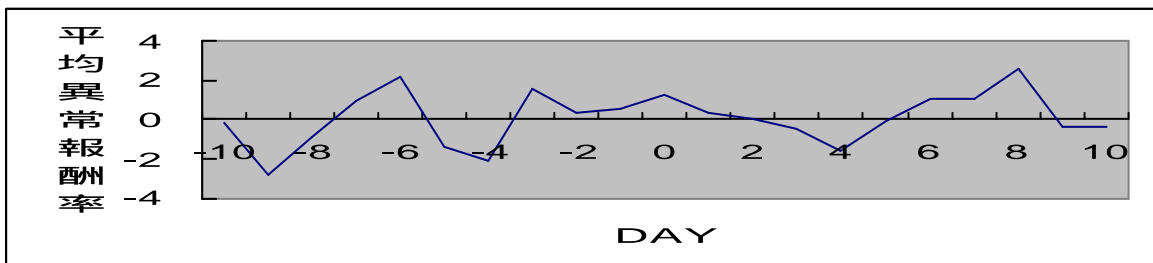


圖 A-10 宣告購回庫藏股之上櫃金融產業平均異常報酬率趨勢圖

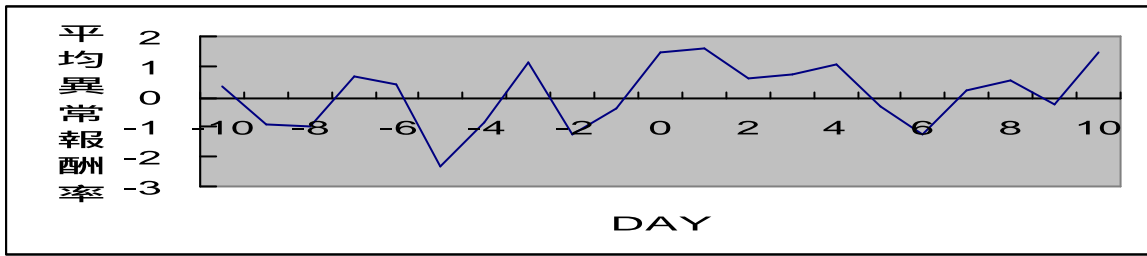


圖 A-11 上櫃公司以維護公司信用與股東權益為目的之平均異常報酬率趨勢圖

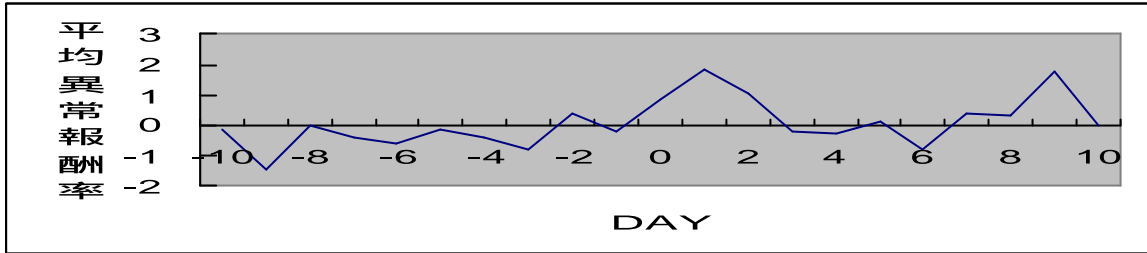


圖 A-12 上櫃公司以轉讓予員工為目的之平均異常報酬率趨勢圖

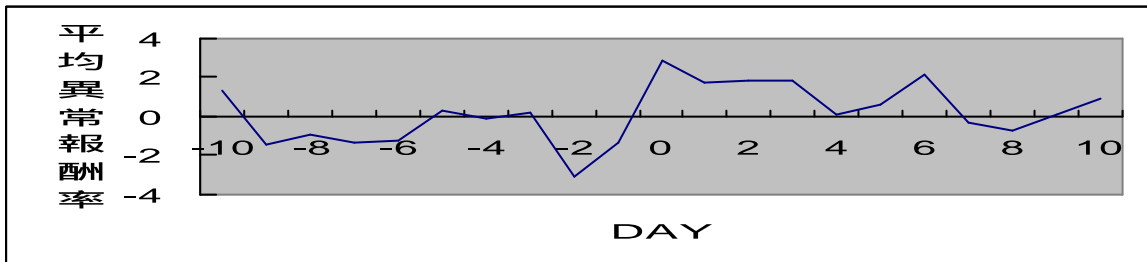


圖 A-13 宣告延長交易時間之上市公司平均異常報酬率趨勢圖

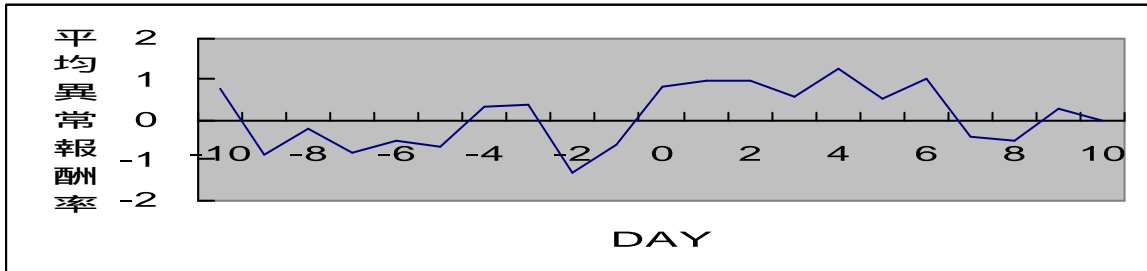


圖 A-14 宣告延長交易時間之上市傳統產業平均異常報酬率趨勢圖

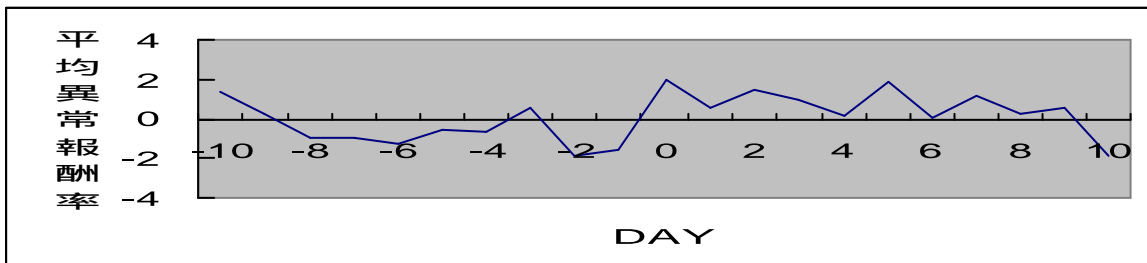


圖 A-15 宣告延長交易時間之上市高科技產業平均異常報酬率趨勢圖

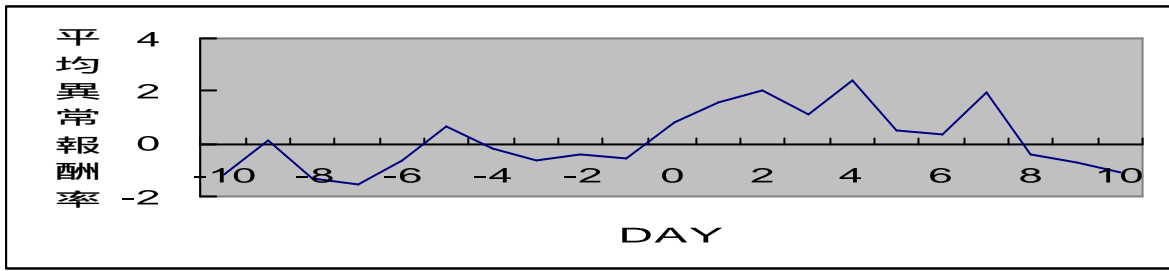


圖 A-16 宣告延長交易時間之上市金融產業平均異常報酬率趨勢圖

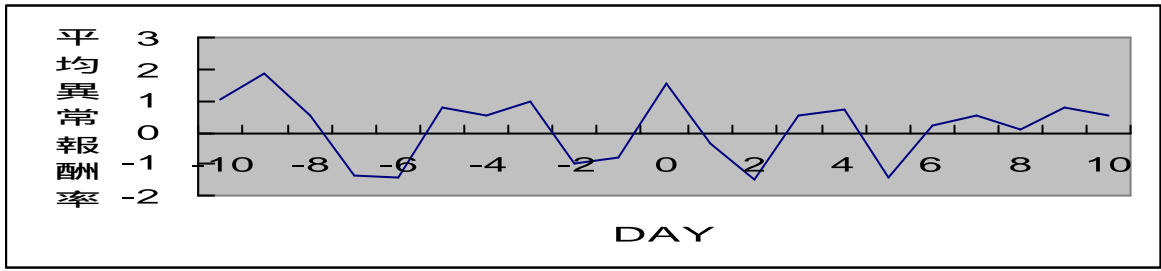


圖 A-17 宣告延長交易時間之上櫃公司平均異常報酬率趨勢圖

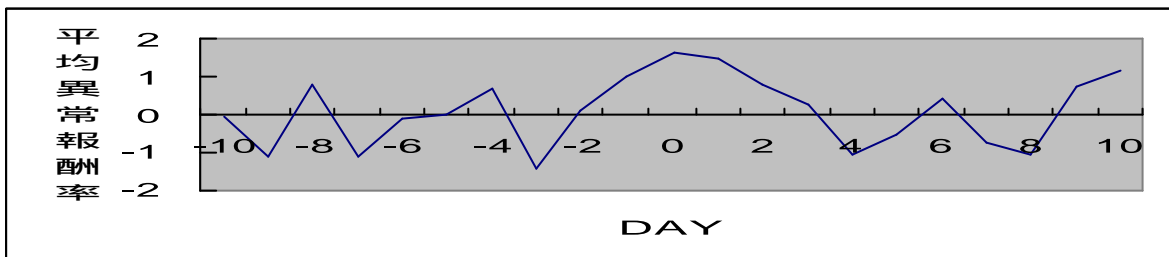


圖 A-18 宣告延長交易時間之上櫃傳統產業平均異常報酬率趨勢圖

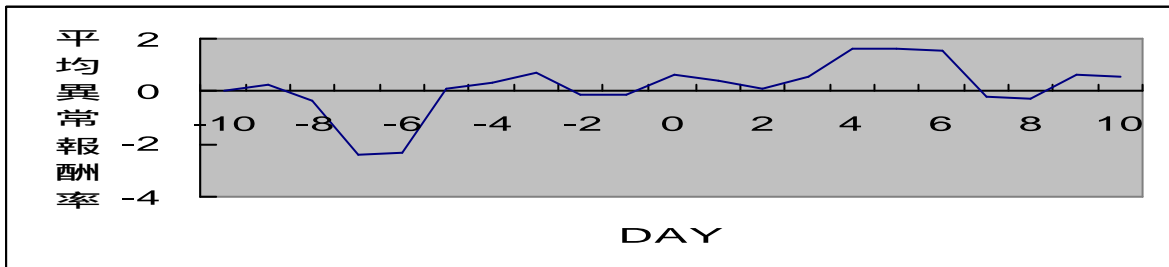


圖 A-19 宣告延長交易時間之上櫃高科技產業平均異常報酬率趨勢

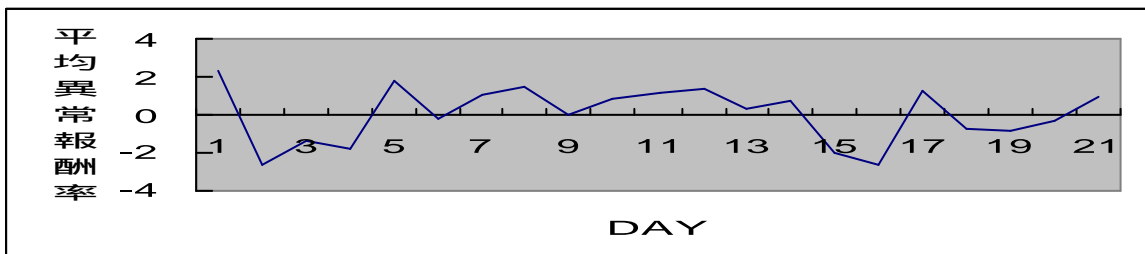


圖 A-20 宣告延長交易時間之上櫃金融產業平均異常報酬率趨勢

附錄二 累積平均異常報酬率趨勢圖

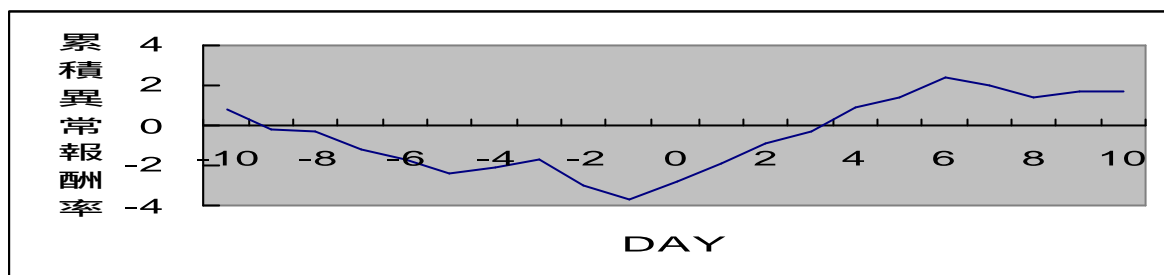


圖 B-1 宣告延長交易時間之上市傳統產業累積異常報酬率趨勢圖

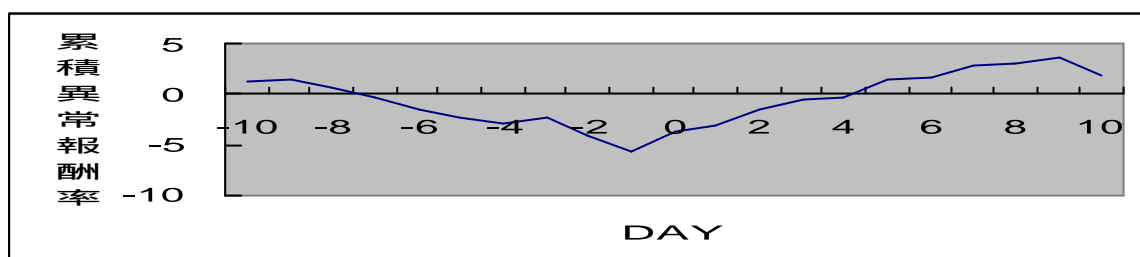


圖 B-2 宣告延長交易時間之上市高科技產業累積異常報酬率趨勢圖

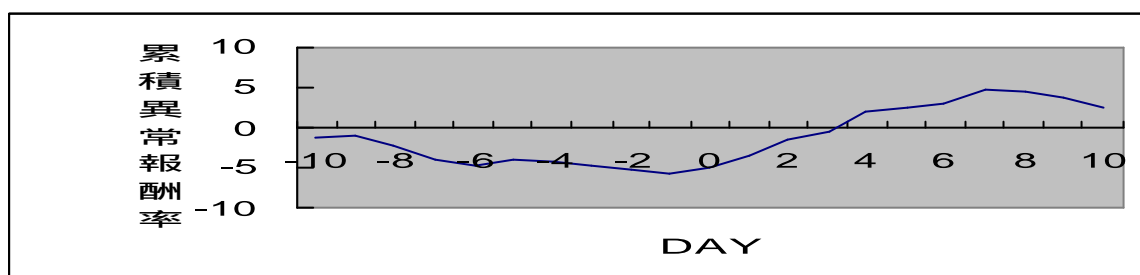


圖 B-3 宣告延長交易時間之上市金融產業累積異常報酬率趨勢圖

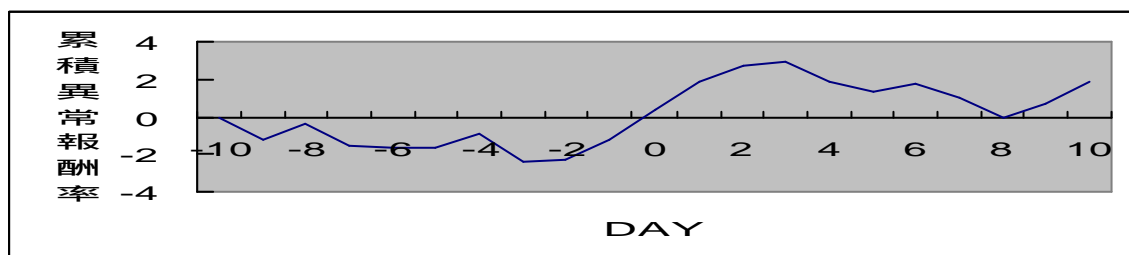


圖 B-4 宣告延長交易時間之上櫃傳統產業累積異常報酬率趨勢圖

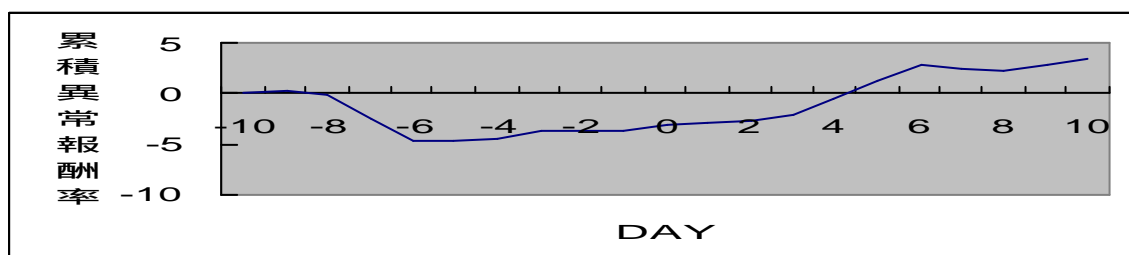


圖 B-5 宣告延長交易時間之上櫃高科技產業累積異常報酬率趨勢圖

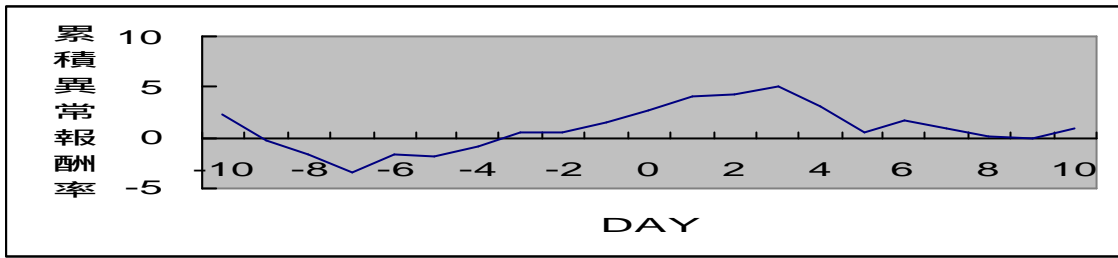


圖 B-6 宣告延長交易時間之上櫃金融產業累積異常報酬率趨勢圖