

國立臺灣大學管理學院財務金融研究所



碩士論文

Department of Finance

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis

臺灣上市公司實施購回庫藏股與維持目標槓桿比及防禦敵意併購關聯性之實證研究

The Relationship between Maintain Target Leverage Ratio and Defend Hostile Takeover with Repurchase: An Empirical Study for Taiwan Listed Companies

歐 瑄

Hsuan-Ou

指導教授：姜堯民 博士

Advisor: Yao-Min Chiang, Ph.D.

中華民國一百零六年六月

June 2017

國立臺灣大學 (碩) 博士學位論文  
口試委員會審定書

台灣上市公司實施購回庫藏股與維持目標槓桿比及防禦敵意併購關聯性之實證研究

The Relationship between Maintain Target Leverage Ratio and Defend Hostile Takeover with Repurchase: An Empirical Study for Taiwan Listed Company

本論文係歐瑄君 (R04723014) 在國立臺灣大學財務金融學系、所完成之碩 (博) 士學位論文，於民國 106 年 6 月 23 日承下列考試委員審查通過及口試及格，特此證明

口試委員：

姜堯民

(簽名)

(指導教授)

黃柏弘

張邦芬

系主任、所長

曾郁仁

(簽名)

(是否須簽章依各院系所規定)

## 誌謝

首先感謝指導教授姜堯民教授悉心指導，多次與我討論如何訂定研究方向與論文主題等方面，並提供許多改善研究方法的具體建議，使我的實證研究與論文撰寫更為完善與順利。此外，我亦要感謝兩位口試委員張邦茹副教授與黃柏凱助理教授，兩位口試委員於論文口試時給予併購消息之分類、事件研究法選擇事件期之考量、敘述統計數據之呈現等相關建議，著實讓我獲益良多，並讓我的論文研究面向更臻完善。

而在修讀研究所過程中，胡星陽教授所開設之財務理論與公司治理兩門課程內容提及公司股利政策、資本結構、管理階層激勵制度等，皆提供我撰寫論文的靈感；李賢源教授開設之固定收益證券與其衍生商品、利率衍生性商品市場、結構型財務與信用衍生商品及金融創新此四門課程則以結合時事為主軸，讓我對於撰寫論文的實際貢獻更有所認知；王耀輝教授開設之計量分析則讓我學習許多統計研究方法，使我分析實證研究結果時更為順利；何耕宇教授開設之投資管理課程透過引導學生研讀多篇經典論文讓我了解論文撰寫架構，在蒐集參考文獻時更有效率。而除授課教授外，我也很高興能在研究所認識一群優秀的同儕，撰寫論文時與同學們彼此討論打氣、互相督促進度更是不可或缺的生活調味料。

最後，我要感謝我最珍貴的家人，感謝一路上學習生涯中有父親、母親、妹妹的陪伴，在我精疲力竭時成為我最堅實的依靠，在我困惑煩惱時給予我精神上的支持與鼓勵，讓我在短暫休息後可以打起精神重新出發、繼續向前邁進。從構思研究主題、蒐集資料、閱讀參考文獻，到撰寫論文、進行迴歸分析、修正不足後，終於完成這一篇碩士論文，對我而言這是一項莫大肯定，而未來我也會秉持此努力不懈之初心迎接各式各樣的挑戰！

## 摘要

本研究以2000年至2016年間宣告購回庫藏股之臺灣上市公司為樣本，進行槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬之迴歸分析，並根據公開資訊觀測站重大訊息公告蒐集「有公告併購消息且為被併購方」之公司，以分析投資人對於「維持目標槓桿比」與「防禦敵意併購」此兩項未於法令明文之庫藏股購回動機之看法。

研究結果發現無論何種產業及槓桿比變化比例，購回庫藏股之宣告效果在各事件期皆具顯著異常正報酬，但槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬僅於電子業和槓桿比變化比例大之公司呈顯著負相關。就買回用途而言，以「買回註銷」與「轉讓員工」為買回用途者在各事件期皆具統計顯著正報酬，但槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬僅於「轉讓員工」此用途呈顯著負相關。

從槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬呈負相關可發現投資人偏好公司將槓桿比維持於一適當範圍內；然而「被併購方」之樣本其事件期累積異常報酬平均數與中位數幾乎不具統計顯著且低於其他類別之樣本，故投資人對於「以購回庫藏股防禦敵意併購」尚無意識。

**關鍵字：**購回庫藏股；事件研究法；目標槓桿比；防禦敵意併購；臺灣上市公司。

## Abstract

This study investigates Taiwan listed companies which repurchase treasury shares during 2000 to 2016 and uses regression analysis to find the relationship between the proportion of changes in leverage ratio and cumulative abnormal return of event period. The study also collects information about takeover targets from Market Observation Post System to analyze investors' opinion about maintaining target leverage ratio and defending hostile takeovers, the motivation of repurchases which aren't listed in Taiwan's regulation.

The results show that declaration effect of repurchase has statistically significant positive cumulative abnormal return, regardless of industry and changes in leverage ratio. But the proportion of changes in leverage ratio and cumulative abnormal return of event period are statistically significant negative relevant only in electric industry and companies with large changes in leverage ratio. In terms of repurchase purposes, companies use "buy back and write off" and "transfer to employees" have statistically significant positive cumulative abnormal return. However, the proportion of changes in leverage ratio and cumulative abnormal return of event period is only statistically significant negative relevant in "transfer to employees" this category.

To summarize, negative relevant between the proportion of changes in leverage ratio and cumulative abnormal return of event period indicates that investors prefer companies maintain their leverage ratio in an optimal range. However, the mean and median of cumulative abnormal return of event period of takeover targets are not statistically significant and even lower than other categories shows that investors may not aware that defending hostile takeover can be one of the motivation of repurchase.

**Keywords: Repurchase; Event study; Target leverage ratio; Takeover deterrence; Taiwan listed companies.**

## 目錄



口試委員審定書.....	1
誌謝.....	2
摘要.....	3
Abstract.....	4
目錄.....	5
第一章 研究動機與目的.....	7
第二章 文獻探討.....	9
第三章 研究樣本與研究方法.....	12
3.1 樣本與資料來源.....	12
3.2 樣本分類方式.....	12
3.3 異常報酬計算.....	13
第四章 敘述統計.....	14
第五章 實證結果與分析.....	16
5.1 維持目標槓桿比之實證研究.....	16
5.2 防禦敵意併購之實證研究.....	18
第六章 結論.....	19
參考文獻.....	21

## 圖表目錄

表 1、2000 年至 2016 年各年度與槓桿比變化比例各級距之樣本數.....	24
表 2、2000 年至 2016 年各年度與各產業之樣本數.....	26
表 3、2000 年至 2016 年各年度與各買回用途之樣本數.....	27
表 4、2000 年至 2016 年各年度與公告併購消息之樣本數.....	28
表 5、所有樣本之事件期累積異常報酬敘述統計量.....	29
表 6、2000 年至 2016 年各年度之事件期累積異常報酬敘述統計量.....	30
表 7、槓桿比變化比例各級距之事件期累積異常報酬敘述統計量.....	32
表 8、各產業之事件期累積異常報酬敘述統計量.....	36
表 9、各買回用途之事件期累積異常報酬敘述統計量.....	38
表 10、有無公告併購消息之事件期累積異常報酬敘述統計量.....	41
表 11、所有樣本之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬迴歸分析.....	43
表 12、各產業樣本之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬迴歸分析.....	46
表 13、各買回用途樣本之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬迴歸分析.....	54
表 14、各槓桿比變化比例級距樣本之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬迴歸分析.....	62
表 15、槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬迴歸分析彙總表.....	84

## 第一章 研究動機與目的

公司購回庫藏股可基於許多動機，如 Jensen(1986)提出管理階層為避免資金閒置可購回庫藏股，Dann(1981)認為投資人會將公司購回庫藏股視為公司發布股價被市場低估的資訊，此正面消息將修正被低估的股價，Opler and Titman(1996)認為公司會透過購回庫藏股以達到最適槓桿比，Jolls(1998)發現以給予認股權為管理階層主要激勵政策的公司會更有意願購回庫藏股，Hodrick(1999)則提及購回庫藏股可為公司防禦敵意併購的方法之一。在購回庫藏股之宣告效果方面，Liu and Ziebart(1997)、Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen(2000)、Chan, Ikenberry and Lee(2004)等研究顯示公司宣告購回庫藏股後具顯著正異常報酬，而 Lin, Lin, and Liu(2011)的研究則進一步發現此異常報酬因不同產業而有所差異。

目前臺灣針對實施庫藏股之法令則明文規範於證券交易法第 28-2 條，其中第 1 項詳列可為股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司購回庫藏股之情事僅限以下三者：一、轉讓股份予員工。二、配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權憑證之發行，作為股權轉換之用。三、為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理銷除股份者。由此條文便可發現臺灣現行法令並未將「維持目標槓桿比」與「防禦敵意併購」列入購回庫藏股之目的，故本研究欲以事件研究法得出 2000 年至 2016 年間臺灣上市公司宣告購回庫藏股之異常報酬，並以「購回庫藏股前一年負債比較前二至五年平均負債比之高與低」、「所屬產業」、「買回用途」等分類，以觀察「維持目標槓桿比」之公司宣告購回庫藏股是否存在顯著異常報酬，及此現象在不同買回用途與不同產業中是否存在差異；此外，本研究以當年度於公開資訊觀測站公告為「被併方之公司、併購方之公司、關係人互併之公司」分為三組樣本，以研究「防禦敵意併購」之公司宣告購回庫藏股是否存在顯著異常報酬，並根據實證結果進而探討投資人對於「維持目標槓桿比」與「防禦敵意併購」此兩項非法令明



文規定之購回庫藏股動機有無意識及是否有將此兩項動機明文規定之必要。


本文架構共分為六章，第一章闡述研究動機與目的，第二章為文獻探討，第三章描述本文使用的研究樣本資料及研究方法，第四章則是敘述統計，第五章呈現實證結果並進行分析，最後一章為結論。



## 第二章 文獻探討

公司在實施庫藏股時有許多考量因素——Dittmar(2000)提及公司實施購回庫藏股的動機可分為以下五種：一、閒置資金假說：Jensen(1986)認為擁有大量閒置資金的管理階層會增加股利或購回庫藏股，避免資金用於低報酬率的投資計劃甚或浪費。故公司若無適當投資機會，可透過購回庫藏股將多餘現金發還股東。二、公司價值低估假說：Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen(1995)研究發現價值型公司傾向於公司價值遭市場低估時購回庫藏股，Vermaelen(1981)研究顯示公司購回庫藏股與往後盈餘增長呈正相關，故當公司認為股價被市場低估時，可購回庫藏股以提高股價，進而反映未來公司價值提升。三、最適槓桿比率假說：Ross(1985)認為每間公司皆應有一個最適槓桿比，故在「公司有最適槓桿比存在且以其為目標槓桿比」之前提下，當公司槓桿比低於目標槓桿比時，公司可購回庫藏股以降低股東權益進而提升槓桿比。四、提供管理階層誘因假說：認股權可提高管理階層經營公司之動機，而當管理階層執行認股權時，公司可購回庫藏股以提供其所需股票，避免為提供執行認股權而發行新股以致稀釋每股價值。而Weisbenner(2000)研究亦顯示管理階層偏好以購回庫藏股取代增加股利，以提高其持有的認股權價值。五、防禦敵意併購假說：Hodrick(1999)認為當公司成為被敵意併購之標的時，公司可購回庫藏股以提高股價，進而提高併購方收購股份之成本，增加敵意併購之困難。

對於上述公司購回庫藏股之五項動機，許多學者不乏以實證資料進行驗證：Stephens and Weishbach(1998)實證研究發現公司確實會在價值被市場低估時增加購回庫藏股。Fenn and Liang(1998)則發現公司購回庫藏股與其自由現金流量呈正相關，並與邊際融資成本呈負相關，意即公司會透過購回庫藏股以減少自由現金流量所衍生的管理階層代理成本；此研究亦發現對於發放股利之公司而言，購回庫藏股與管理階層持有之認股權價值呈正相關，而增加股利發放則與認股權價值



呈負相關，故公司確實會以購回庫藏股取代發放股利，進而提升管理階層經營動機。Bagwell(1991)發現當被併公司購回庫藏股以防禦敵意併購時，可顯著增加併購者併購成本，且較發放現金股利或不採取任何行動有效。而有關我國購回庫藏股動機之研究，Tsai and Guo(2004)研究發現臺灣非金融保險業公司宣告購回的資訊效果較強；Wang, Lin, Fung, and Chen(2013)研究則發現以買回註銷為購回庫藏股動機之公司長期表現較佳；Lee, Lu, and Liu(2014)則發現臺灣購回庫藏股之動機並無充足證據支持閒置資金假說，但對於臺灣購回庫藏股公司是否有以維持目標槓桿比或防禦敵意併購為動機，學術研究則較無著墨。

而在公司宣告購回庫藏股後，許多文獻實證分析發現此宣告確實有顯著正報酬：Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen(1995)研究發現價值型公司實施庫藏股購回的異常正報酬高達 45.3%；Liu and Ziebart(1997)研究則指出市場對於購回庫藏股之宣告效果過於樂觀；Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen(2000)研究顯示加拿大股市中價值型公司購回庫藏股有顯著正報酬；Hatakeda and Isagawa(2004)研究 1995 年至 1998 年之日本公司，並發現公司在宣告購回庫藏股後股價有明顯上升；Chan, Ikenberry and Lee(2004)研究則顯示購回盈餘相關之訊息在庫藏股宣告後發布將使宣告後長期仍存在顯著正報酬。Manconi, Peyer, and Vermaelen(2017)研究超過 9000 筆來自 31 個非美國之庫藏股購回樣本，發現平均而言購回庫藏股在短期與長期皆有統計顯著之超額正報酬。然而除上述文獻外，亦有一些文獻主張購回庫藏股之宣告並不會有顯著正報酬：Mitchell and Stafford(2000)研究認為購回庫藏股之異常表現並無可靠證據佐證；Mishra(2005)研究印度公司，發現購回庫藏股之長期正報酬並不明顯。

目前文獻對於宣告效果顯著程度之實證結果各有差異，而宣告公司所屬產業亦與宣告效果顯著程度有關：Chen(2003)研究顯示金融業的宣告效果比傳統產業

顯著；Lin, Lin, and Liu(2011)以事件研究法分析臺灣 2000 年至 2008 年購回庫藏股之公司，其宣告效果以金融業最顯著，電子業則最不顯著。



綜上所述，公司購回庫藏股之動機不盡相同，但卻沒有針對臺灣購回庫藏股公司是否有最適槓桿比率假說與防禦敵意併購假說適用之研究，故本研究著重於觀察臺灣上市公司是否有以「維持目標槓桿比」與「防禦敵意併購」為主因而購回庫藏股及其異常報酬與槓桿比變化或併購消息是否有顯著相關，並以產業類型與申報買回用途分群進行迴歸分析，以分析槓桿比變化或併購消息在不同產業、不同買回用途下，對宣告購回庫藏股事件期之異常報酬之解釋能力。

### 第三章 研究樣本與研究方法



#### 3.1 樣本與資料來源

本研究以於2000年1月至2016年12月購回庫藏股之臺灣上市公司為樣本，購回庫藏股公司產業類型、宣告日期、買回用途、槓桿比等資料來源為臺灣經濟新報資料庫 TEJ，併購消息之資料來源為公開資訊觀測站之重大訊息公告。

#### 3.2 樣本分類方式

本研究之目標槓桿比(本文之槓桿比=總負債/總資產)是以公司購回庫藏股當年度回推前二至五年，以此四年之槓桿比平均作為目標槓桿比，並以購回庫藏股前一年之槓桿比減去前二至五年之平均槓桿比後，再除以前二至五年之平均槓桿比，即可得出槓桿比變化比例。公式如下：

$$\text{槓桿比變化比例} = \frac{(\text{購回庫藏股前一年之槓桿比} - \text{前二至五年之平均槓桿比})}{\text{前二至五年之平均槓桿比}}$$

此比例若為負值代表前一年度槓桿比低於過去四年平均槓桿比，故公司為維持目標槓桿比將有動機購回庫藏股以提高負債；反之，此比例若為正值則代表前一年度槓桿比高於過去四年平均槓桿比，故公司若購回庫藏股將使槓桿比更為提升，提高破產風險。本研究將槓桿比變化比例以「四分位數」和「增加/減少 50%以上/以下」此兩種分類方式各將樣本分為四個級距。

#### 【表 1、2000 年至 2016 年各年度與槓桿比變化比例各級距之樣本數】

產業分類參考 TSE 產業別，將所有樣本依其產業別區分為「金融業 (含金控公司、證券業、銀行)」、「電子業」及「非金融業且非電子業」。其中電子業包含「電腦及週邊、電子零組件、光電業、半導體、通信網路業、資訊服務業、電子通路業、其他電子業」等八類。

#### 【表 2、2000 年至 2016 年各年度與各產業之樣本數】

買回用途共分為買回註銷、轉讓員工、股權轉換、合併受讓、認股權轉換、轉讓公司債、轉讓可轉債、其他等八類。

**【表 3、2000 年至 2016 年各年度與各買回目的之樣本數】**

併購消息以「有無於公開資訊觀測站重大訊息公告」分為兩類，有公告併購消息者再以公告公司為「併購方」、「被併購方」、「關係人互併」分為三類。

**【表 4、2000 年至 2016 年各年度與公告併購消息之樣本數】**

### 3.3 異常報酬計算

本研究使用 TEJ 事件研究系統計算事件期異常報酬。選用之資料頻率為日資料，報酬率型態為連續複利報酬率。事件日為「購回庫藏股之董事會決議公告日」，估計期間為-252 至-20 天，事件期間則有「-1 至 1 天、-1 至 3 天、-1 至 5 天、-1 至 10 天」四種，以不同天期的事件期累積異常報酬觀察投資人是否有過度反應。採用方法為 OLS 風險調整模式：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}, t = -252 \sim -20$$

其中 $R_{it}$ 為*i*公司第*t*期的報酬率， $R_{mt}$ 為市場第*t*期的報酬率(指數分類為「上市」，指數代碼為「上市+上櫃」)， $\alpha_i$ 為截距項， $\beta_i$ 為迴歸係數，代表該公司對市場指數的敏感度， $\varepsilon_{it}$ 為誤差項。將各公司估計期之報酬率帶入後即可得出以市場報酬率建立股價報酬率之迴歸模型，並可求得事件期之預期報酬率( $E(R_{it})$ )公式如下：

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}, t = -1 \sim 1; -1 \sim 3; -1 \sim 5; -1 \sim 10$$

異常報酬率( $AR_{it}$ )則為事件期實際報酬率與預期報酬率之差，公式如下：

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}), t = -1 \sim 1; -1 \sim 3; -1 \sim 5; -1 \sim 10$$

將事件期缺值之樣本扣除後，樣本總計數為 2,795 筆，將各公司事件期異常報酬累加後即為事件期累積異常報酬(Cumulative Abnormal Return, CAR)。將各年度各公司購回庫藏股前五年槓桿比缺值之樣本扣除後，有效樣本總計數為 2,777 筆。

## 第四章 敘述統計

由於 2008 年至 2009 年股市因金融海嘯重創，許多公司購回庫藏股係因其管理階層認為股價被市場嚴重低估，而此購回動機並非本研究欲探討，故本研究將所有樣本分為「全樣本區間」與「不含 2008 年與 2009 年」兩群，並分別觀察敘述統計。表 5 為所有樣本之事件期累積異常報酬敘述統計量，由表 5 可知不論是所有樣本或不含 2008 年與 2009 年之樣本，各事件期之事件期累積異常報酬之平均數與中位數皆顯著大於零，而累積異常報酬之全距則隨事件期拉寬而增加。

### 【表 5、所有樣本之事件期累積異常報酬敘述統計量】

接下來本研究依購回庫藏股年度、槓桿比變化比例、公司所屬產業、宣告買回用途及有無公告併購消息等五項再進行分類，並針對事件期累積異常報酬進行敘述統計分析。表 6 為 2000 年至 2016 年各年度之事件期累積異常報酬敘述統計量，由表 6 可發現各年度宣告日前一天至後三天及前一天至後五天所有平均累積異常報酬與累積異常報酬中位數皆顯著大於零，而宣告日前一天至後一天及前一天至後十天事件期累積異常報酬之平均數與中位數則有部分年度較不具統計顯著，故可知臺灣上市公司購回庫藏股之宣告效果並未及時反映至股價，即臺灣股市並非效率市場。

### 【表 6、2000 年至 2016 年各年度之事件期累積異常報酬敘述統計量】

表 7 為槓桿比變化比例各級距之事件期累積異常報酬敘述統計量，由表 7 可發現除以「增加/減少 50% 以上/以下」區分級距中「增加 50% 以上」此級距之宣告日前一天至後一天平均累積異常報酬與累積異常報酬中位數較不具統計顯著外，不論是所有樣本或不含 2008 年與 2009 年之樣本，其他各級距各事件期之事件期累積異常報酬平均數與中位數皆顯著大於零。

### 【表 7、槓桿比變化比例各級距之事件期累積異常報酬敘述統計量】

表 8 為各產業之事件期累積異常報酬敘述統計量，由表 8 可發現不論是所有樣本或不含 2008 年與 2009 年之樣本，金融業、電子業與非金融業且非電子業此三類樣本之各事件期平均累積異常報酬與累積異常報酬中位數皆顯著大於零，即購回庫藏股之宣告效果不具產業差異性。

### 【表 8、各產業之事件期累積異常報酬敘述統計量】

表 9 為各買回用途之事件期累積異常報酬敘述統計量<sup>1</sup>，由表 9 可發現不論是所有樣本或不含 2008 年與 2009 年之樣本，以「買回註銷」與「轉讓員工」為買回用途之各事件期累積異常報酬平均數與中位數皆顯著大於零，此原因應係「買回庫藏股並註銷代表公司管理階層傳遞股價被市場低估的訊息給投資人，故投資人預期未來公司前景看好，並較願意投資」所致；而以轉讓員工為目的者因須配合公司激勵政策，故投資人認為公司購回庫藏股之執行率較高，進而提升其投資意願。而以「買回註銷及轉讓員工」為買回用途之各事件期累積異常報酬僅平均數顯著大於零；此外，以「股權轉換」為買回用途者，除宣告日前一天至後十天外，其他事件期累積異常報酬之中位數皆顯著大於零。

### 【表 9、各買回用途之事件期累積異常報酬敘述統計量】

表 10 為根據有無公告併購消息分類之事件期累積異常報酬敘述統計量，由表 10 可發現不論是所有樣本或不含 2008 年與 2009 年之樣本，「併購方」、「關係人互併」及「無公告併購消息」之樣本各事件期累積異常報酬平均數與中位數皆顯著大於零；反而「被併購方」各事件期之累積異常報酬平均數與中位數皆不具統計顯著，且由於樣本數並不多，故可了解臺灣股市以「防禦敵意併購」為公司購回庫藏股之動機並不常見。

### 【表 10、有無公告併購消息之事件期累積異常報酬敘述統計量】

<sup>1</sup> 由於「認股權轉換、轉讓公司債、轉讓可轉債」以此三類為買回用途的樣本皆各只有一筆，故無計算平均數、中位數等敘述統計數據之必要；而扣除 2008 年與 2009 年之樣本後，以「合併受讓」及「其他」為買回用途的樣本皆僅剩一筆。



## 第五章 實證結果與分析



針對宣告購回庫藏股是否有異常報酬文獻多有探討，而本研究先針對此議題，以 2000 年至 2016 年臺灣上市公司為樣本進行敘述統計，觀察購回庫藏股之宣告效果，並進一步以宣告公司購回年度、槓桿比變化比例、所屬產業、買回用途、有無公告併購消息等分類，以觀察不同類別樣本之宣告效果。

此外，由於臺灣現行法令並未將「維持目標槓桿比」與「防禦敵意併購」列入購回庫藏股之買回用途，故針對「維持目標槓桿比」此潛在購回動機，本研究將以槓桿比變化比例為解釋變數，以事件期累積異常報酬為被解釋變數進行迴歸分析，以觀察槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬之關聯；而本研究也將以有無公告併購消息及公司為併購方、被併購方及關係人互併分類，觀察不同類別之事件期累積異常報酬，並依據實證研究之結果進行分析討論。

### 5.1 維持目標槓桿比之實證研究

表 11 為所有樣本之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬迴歸分析。從表 11 可發現不論是所有樣本或不含 2008 年與 2009 年之樣本，各事件期之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬皆呈顯著負相關，故可知投資人對於前一年槓桿比已較過往平均槓桿比高的公司購回庫藏股，因擔心槓桿比遠高於過往平均值而升高破產風險，故對此抱持較為負面的看法；而對於前一年槓桿比較過往平均槓桿比低的公司，投資人對於此類型公司購回庫藏股則持較為正面的看法，並反映於事件期累積異常報酬。從研究結果可發現若公司購回庫藏股將使其槓桿比遠離過往平均槓桿比時，投資人將有所顧忌，故此類公司宣告購回庫藏股之累積異常報酬亦較差。由此可知對投資人而言，每間公司可透過購回庫藏股提高槓桿比，但仍應將其維持在與過往平均槓桿比相去不遠的水準。

#### 【表 11、所有樣本之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬迴歸分析】

接下來本研究將所有樣本依「金融業」、「電子業」及「非金融業且非電子業」分類後，分別進行二十四次迴歸分析，結果如表12。從表12可發現不論是所有樣本或不含2008年與2009年之樣本，電子業各事件期之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬皆呈顯著負相關；金融業則僅「宣告日前一天至後五天」與「宣告日前一天至後十天」此較長事件期之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬具顯著負相關。非金融業且非電子業所有樣本除「宣告日前一天至後一天」外，其他事件期之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬負相關皆不具統計顯著。

### 【表 12、各產業樣本之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬迴歸分析】

本研究亦將所有樣本依「買回註銷、轉讓員工、買回註銷及轉讓員工」分類後，分別進行二十四次迴歸分析，結果如表13。從表13可發現不論是所有樣本或不含2008年與2009年之樣本，以「轉讓員工」為買回用途之樣本各事件期之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬皆呈顯著負相關；而以「買回註銷」為買回用途之樣本則僅「宣告日前一天至後十天」此長天期事件期之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬方呈顯著負相關。

由於將購回之庫藏股轉讓員工並不影響公司之槓桿比，僅當公司將購回股份註銷時股東權益方會減少，槓桿比因而提升，故「買回註銷」此買回用途應與槓桿比變化較為直接相關，而本研究之迴歸分析結果卻是以「轉讓員工」為買回用途之樣本其槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬較具統計顯著負相關，此部分則有待探究。

### 【表 13、各買回用途樣本之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬迴歸分析】

此外，本研究將所有樣本依槓桿比變化比例，以「四分位數」和「增加/減少50%以上/以下」此兩種分類方式各將樣本分為四個級距，共進行六十四次迴歸分析，結果如表14。從表14可發現以「四分位數」區分級距時，所有樣本之「小於Q1」此級距各事件期之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬皆呈顯著負相關；而若以「增加/減少50%以上/以下」區分級距時，不論是所有樣本或不含2008

年與2009年之樣本，「增加50%以上」此級距之較長天期事件期(宣告日前一天至後五天、宣告日前一天至後十天)之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬亦呈顯著負相關。故可知當購回庫藏股之公司槓桿比變化比例大時，槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬之負相關較具統計顯著。所有槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬迴歸分析結果彙總如表15所示。

**【表 14、各槓桿比變化比例級距樣本之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬迴歸分析】**

**【表 15、槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬迴歸分析彙總表】**

## 5.2 防禦敵意併購之實證研究

根據表 10 之基本統計量，購回庫藏股之公司為「被併購方」之樣本各事件期累積異常報酬平均數與中位數幾乎不具統計顯著且為負值，並低於購回庫藏股之公司為「併購方」、「關係人互併」及「無公告併購消息」之樣本平均數與中位數，故可了解以「防禦敵意併購」為購回庫藏股動機在臺灣上市公司其實並不常見，亦呼應樣本數少之現象。

## 第六章 結論

本研究使用2000年至2016年間宣告購回庫藏股之臺灣上市公司為樣本，並以各公司事件期累積異常報酬與槓桿比變化比例進行迴歸分析，觀察「維持目標槓桿比是否為臺灣上市公司購回庫藏股動機之一」及投資人對此潛在動機之反應。此外，本研究根據公開資訊觀測站重大訊息公告，將購回庫藏股公司分為「有公告併購消息但為併購方」、「有公告併購消息但為關係人互併」、「有公告併購消息且為被併購方」及「無公告併購消息」四類，探討「臺灣上市公司是否會以購回庫藏股防禦敵意併購」且有無顯著異常報酬。

實證結果發現無論何種產業，購回庫藏股之宣告效果在各事件期皆具顯著異常正報酬，但槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬僅於電子業呈顯著負相關。就買回用途而言，以「買回註銷」與「轉讓員工」為買回用途者，無論事件期間長短皆具統計顯著正報酬，但槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬僅於「轉讓員工」此用途呈顯著負相關。而以槓桿比變化比例區分樣本時，所有級距之各事件期皆具顯著異常正報酬，但僅槓桿比變化比例大之級距，其槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬方呈顯著負相關，故可發現投資人對於公司購回庫藏股將使公司槓桿比高於過往平均槓桿比此增加破產風險之舉並不認同。

雖然並非每個迴歸模型皆具統計顯著，但確實可看出在不同產業、不同買回目的、不同槓桿比變化比例下，槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬皆呈反向關係，亦即對於槓桿比已較過往平均高的公司購回庫藏股時，投資人將因公司主動提高破產風險而抱持負面看法；而當槓桿比較過往平均低的公司購回庫藏股時，異常正報酬顯現投資人對此是抱持較為正面的看法。故對投資人而言，公司的槓桿比維持於一定比例才是最好的，而此與維持目標槓桿比之理論亦相呼應，故「維持目標槓桿比」此購回庫藏股之動機雖未明文規範於法令中，但從槓桿比變化比

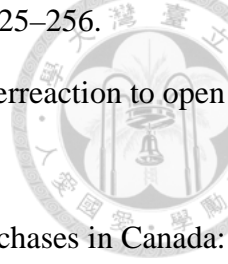
例與事件期累積異常報酬間之關係便可發現投資人對此項動機已然有所認同與了解；然而從「被併購方」之樣本其事件期累積異常報酬平均數與中位數幾乎不具統計顯著且低於其他類別之樣本便可知投資人對於「以購回庫藏股防禦敵意併購」尚無意識。



## 參考文獻



- Bagwell, L. S., 1991, Share Repurchases and Takeover Deterrence , *RAND Journal of Economics*, Vol. 22(1), pp. 72-88.
- Bagwell, L. S., and Shoven, J. B., 1988, Share Repurchases and Acquisitions: An Analysis of Which Firms Participate, Auerbach, Alan J. (ed.) *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago: University of Chicago Press.
- Brown, D. T. and Ryngaert, M. D., 1991, The Determinants of Tendering Rates in Interfirm & Self-Tender Offers , *Journal of Business*, Vol. 65(4), pp. 529-556.
- Chan, K., Ikenberry, D. and Lee, I., 2004, Economic Sources of Gain in Stock Repurchases , *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39(3), pp.461-479.
- Chen, D., 2003, The announcement effect of stock repurchase on share prices: an empirical analysis on the Taiwan Stock Exchange. *Commerce & Management Quarterly*, 4 (4), 377-400.
- Dann, L. Y., 1981, Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Stockholders and Bondholders , *Journal of Financial Economics*, Vol. 9(2), pp. 113-138.
- Dittmar, A. K., 2000. Why do firms repurchase stock? *The Journal of Business*, 73, 331-355.
- Fenn, George. W., and Liang, Nellie. 1998. Good News and Bad News about Share Repurchases , *Finance and Economics Discussion Series Paper No. 98-4*.
- Hatakeda, T., and Isagawa, N., 2004, Stock price behavior surrounding stock repurchase announcements:evidence from Japan, *Pacific Basin Finance Journal*, 12(3), 271-290.
- Hodrick, L. S., 1999, Does stock price elasticity affect corporate financial decisions?

- 
- Journal of Financial Economics Volume 52, Issue 2, Pages 225–256.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., and Vermaelen, T., 1995, Market underreaction to open market share repurchases , Journal of Financial Economics.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J. and Vermaelen, T., 2000, Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading , Journal of Finance, Vol. 55(5), pp. 2373-2397.
- Jensen, M. C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers , American Economic Review, Vol. 76(2), pp. 323-329.
- Jolls, C., 1998, Stock Repurchases and Incentive Compensation , NBER Working Paper No. w6467.
- Lee, S. C., Lu, M. H., and Liu, J. C., 2014, Taiwanese Firms' Motives for Repurchasing Shares, Journal of Business and Economics, Volume 5, No. 3, pp. 327-337.
- Liu, C.S., and Ziebart, D., 1997, Stock returns and open market stock repurchase announcements, Financial Review, 32, 709-728.
- Manconi, A., Peyer,U. and Vermaelen, T., 2017, Are Buybacks Good for Long-Term Shareholder Value? Evidence from Buybacks around the World, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 436/2014.
- Mishra, A., 2005, An Empirical Analysis of Share Buybacks in India. ICFAI Journal of Applied Finance, Vol. 11, No. 5, pp. 5-24.
- Mitchell, M. L. and Stafford, E., 2000, Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance, Journal of Business, Vol. 73(3), pp. 287-329.
- Opler, T. C. and Titman, S., 1996, The Debt-Equity Choice: An Analysis of Issuing Firms, Working Paper, Ohio State University, Columbus.
- Ross, S. A., 1985, Debt and Taxes and Uncertainty, Journal of Finance 40 (July):

637-657.

Stephens, C. P. and Weisbach, M. S., 1998, Actual Share Reacquisitions in Open-Market Repurchase Programs, *Journal of Finance*, Vol. 53(1), pp. 313-333.



Tsai, L. C., and Guo, F. Y., 2004, An Empirical Study on Stock Repurchases in Taiwan: The Information Effect and Signaling Motivation, *The International Journal of Accounting Studies*, pp. 81-112.

Vermaelen, T., 1981, Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study, *Journal of Financial Economics*, Vol. 9(2), pp. 139-183.

Wang, L. H., Lin, C. H., Fung, H. G., and Chen, H. M., 2013, An analysis of stock repurchase in Taiwan, *International Review of Economics & Finance* Volume 27, Pages 497–513.

Weisbenner, S. J., 2000, Corporate Share Repurchases in the 1990s: What Role Do Stock Options Play? AFA 2002 Atlanta Meetings; FEDS Working Paper No. 2000-29



表 1、2000 年至 2016 年各年度與槓桿比變化比例各級距之樣本數



A.以「四分位數」區分級距

年度	小於 Q1	大於 Q1 小於 Q2	大於 Q2 小於 Q3	大於 Q3	總計
2000	52	39	47	55	193
2001	32	54	44	58	188
2002	32	31	23	43	129
2003	45	25	23	48	141
2004	47	60	62	89	258
2005	40	37	40	41	158
2006	33	26	44	45	148
2007	34	28	30	38	130
2008	131	116	87	88	422
2009	21	23	18	18	80
2010	17	16	14	8	55
2011	53	52	61	50	216
2012	18	25	44	26	113
2013	18	13	9	14	54
2014	23	20	20	17	80
2015	62	75	83	37	257
2016	36	53	44	22	155
總計	694	693	693	697	2777

B.以「增加/減少 50%以上/以下」區分級距

年度	減少 50%以上	減少 0%-50%	增加 0%-50%	增加 50%以上	總計
2000	5	97	83	8	193
2001	6	83	93	6	188
2002	2	62	57	8	129
2003	4	66	61	10	141
2004	1	118	127	12	258
2005	9	70	75	4	158
2006	5	59	78	6	148
2007	3	63	61	3	130
2008	7	259	146	10	422
2009	1	48	29	2	80
2010	2	33	19	1	55
2011	1	115	93	7	216
2012	2	46	64	1	113
2013	1	31	20	2	54
2014	2	42	35	1	80
2015	6	144	105	2	257
2016	7	86	60	2	155
總計	64	1422	1206	85	2777

表 2、2000 年至 2016 年各年度與各產業之樣本數



年度	產業類別			總計
	金融業	電子業	非金融業且非電子業	
2000	16	40	137	193
2001	25	44	119	188
2002	15	55	59	129
2003	11	80	50	141
2004	4	188	66	258
2005	3	94	61	158
2006	8	102	38	148
2007	4	99	27	130
2008	25	257	140	422
2009	4	45	31	80
2010	4	33	18	55
2011	5	145	66	216
2012	3	68	42	113
2013	0	40	14	54
2014	1	42	37	80
2015	16	158	83	257
2016	6	86	63	155
總計	150	1576	1051	2777



表 3、2000 年至 2016 年各年度與各買回用途之樣本數

買回用途

年度	買回註銷	轉讓員工	買回註銷及轉讓員工	股權轉換	合併受讓	認股權轉換	轉讓公司債	轉讓可轉債	其他	總計
2000	74	114	1	3	0	0	0	1	0	193
2001	68	120	0	0	0	0	0	0	0	188
2002	58	70	0	1	0	0	0	0	0	129
2003	51	88	0	1	0	0	1	0	0	141
2004	96	159	1	2	0	0	0	0	0	258
2005	72	85	0	1	0	0	0	0	0	158
2006	59	88	0	0	1	0	0	0	0	148
2007	37	89	0	3	0	1	0	0	0	130
2008	205	205	3	1	4	0	0	0	4	422
2009	54	21	0	2	2	0	0	0	1	80
2010	24	28	1	1	0	0	0	0	1	55
2011	94	117	3	2	0	0	0	0	0	216
2012	63	50	0	0	0	0	0	0	0	113
2013	25	28	1	0	0	0	0	0	0	54
2014	44	36	0	0	0	0	0	0	0	80
2015	140	111	4	2	0	0	0	0	0	257
2016	83	70	2	0	0	0	0	0	0	155
總計	1247	1479	16	19	7	1	1	1	6	2777

表 4、2000 年至 2016 年各年度與公告併購消息之樣本數

有無公告併購消息

年度	有併購消息			無併購消息	總計
	併購方	被併購方	關係人互併		
2000	8	0	3	182	193
2001	6	0	4	178	188
2002	8	1	11	109	129
2003	1	0	9	131	141
2004	2	0	11	245	258
2005	3	1	11	143	158
2006	2	0	13	133	148
2007	3	2	5	120	130
2008	1	1	41	379	422
2009	0	0	9	71	80
2010	0	0	9	46	55
2011	2	0	11	203	216
2012	0	0	7	106	113
2013	1	0	1	52	54
2014	0	0	3	77	80
2015	0	0	13	244	257
2016	0	0	8	147	155
總計	37	5	169	2566	2777



表 5、所有樣本之事件期累積異常報酬敘述統計量

事件期累積異常報酬(%)

年度	平均數				中位數			
	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
全樣本區間	1.78***(+)	2.66***(+)	3.10***(+)	3.73***(+)	1.78***(+)	2.38***(+)	2.67***(+)	3.12***(+)
不含 2008 年與 2009 年	1.90***(+)	2.70***(+)	3.09***(+)	3.59***(+)	1.85***(+)	2.39***(+)	2.57***(+)	2.94***(+)

事件期累積異常報酬(%)

年度	最大值				最小值			
	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
全樣本區間	22.76	39.08	53.90	52.48	-23.69	-38.01	-39.50	-49.65
不含 2008 年與 2009 年	22.76	39.08	53.90	52.48	-23.69	-38.01	-39.50	-49.65

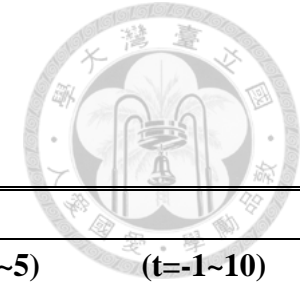
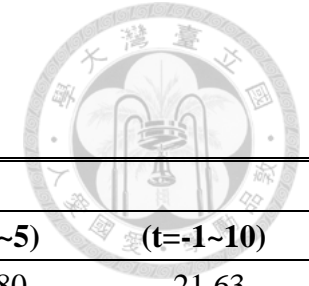


表 6、2000 年至 2016 年各年度之事件期累積異常報酬敘述統計量

事件期累積異常報酬(%)

年度	平均數				中位數			
	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
2000	2.58***(+)	3.76***(+)	4.52***(+)	5.70***(+)	1.93***(+)	3.40***(+)	4.16***(+)	4.62***(+)
2001	2.26***(+)	4.42***(+)	5.25***(+)	5.48***(+)	1.30***(+)	3.34***(+)	3.99***(+)	4.04***(+)
2002	1.74***(+)	2.18***(+)	2.31***(+)	2.60***(+)	1.35***(+)	1.60***(+)	1.53***(+)	1.86
2003	1.39***(+)	1.86***(+)	2.01***(+)	2.29***(+)	1.38***(+)	1.53***(+)	1.63***(+)	1.96***(+)
2004	0.39	1.31***(+)	1.67***(+)	2.09***(+)	0.91**(+)	1.89***(+)	2.07***(+)	2.11***(+)
2005	1.50***(+)	2.13***(+)	2.82***(+)	3.49***(+)	1.86***(+)	2.17***(+)	2.75***(+)	3.64***(+)
2006	1.58***(+)	1.98***(+)	2.15***(+)	3.07***(+)	1.69***(+)	1.89***(+)	1.87***(+)	2.42***(+)
2007	0.85*(+)	1.71***(+)	2.49***(+)	2.55***(+)	1.53***(+)	2.25***(+)	3.06***(+)	2.64***(+)
2008	0.94***(+)	2.35***(+)	2.99***(+)	4.33***(+)	1.05***(+)	2.25***(+)	2.94***(+)	4.27***(+)
2009	2.86***(+)	3.29***(+)	3.88***(+)	4.58***(+)	3.07***(+)	3.62***(+)	3.48***(+)	4.89***(+)
2010	2.19***(+)	2.50***(+)	1.86***(+)	1.19*(+)	2.09***(+)	2.65***(+)	1.59***(+)	1.23
2011	1.20***(+)	2.09***(+)	2.37***(+)	2.75***(+)	1.57***(+)	2.43***(+)	2.43***(+)	2.24***(+)
2012	2.65***(+)	3.09***(+)	3.47***(+)	3.83***(+)	2.35***(+)	1.72***(+)	2.44***(+)	3.55***(+)
2013	2.36***(+)	2.56***(+)	2.68***(+)	3.21***(+)	2.15***(+)	2.24***(+)	2.40***(+)	2.40***(+)
2014	1.77***(+)	1.84**(+)	2.09***(+)	2.01***(+)	2.49***(+)	2.08***(+)	2.27***(+)	1.81***(+)
2015	3.38***(+)	4.07***(+)	4.26***(+)	5.28***(+)	2.89***(+)	3.41***(+)	3.27***(+)	4.87***(+)
2016	3.05***(+)	3.70***(+)	4.20***(+)	4.60***(+)	2.27***(+)	2.83***(+)	3.39***(+)	3.71***(+)



事件期累積異常報酬(%)

年度	最大值				最小值			
	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
2000	19.39	24.44	29.91	52.48	-10.95	-19.78	-19.80	-21.63
2001	22.76	39.08	53.90	46.00	-11.73	-10.48	-15.97	-16.08
2002	19.17	18.56	18.30	39.91	-11.12	-12.46	-14.12	-14.02
2003	13.86	14.31	21.33	49.22	-17.81	-16.86	-18.22	-25.32
2004	16.26	22.33	27.17	38.91	-19.54	-19.19	-24.53	-22.47
2005	12.46	21.35	26.86	33.77	-17.66	-17.93	-20.04	-24.84
2006	20.63	28.05	28.39	34.20	-17.27	-17.21	-20.07	-25.58
2007	12.60	16.94	18.90	22.18	-21.72	-29.89	-30.58	-49.65
2008	19.02	29.26	32.28	50.44	-16.77	-20.82	-20.91	-35.09
2009	12.84	22.12	24.47	25.92	-16.77	-19.89	-28.74	-25.56
2010	11.54	12.18	11.72	11.09	-5.23	-5.58	-7.18	-8.36
2011	13.72	17.09	22.09	32.40	-16.86	-24.99	-25.29	-38.94
2012	17.08	27.64	23.88	25.52	-5.63	-4.72	-7.09	-8.36
2013	8.63	12.49	10.32	26.49	-6.86	-6.60	-8.35	-12.22
2014	9.98	16.73	17.42	22.75	-22.07	-29.51	-17.06	-26.52
2015	22.02	28.14	34.08	32.89	-23.69	-38.01	-39.50	-39.69
2016	18.34	22.78	19.58	27.87	-16.10	-19.28	-22.64	-17.69





表 7、槓桿比變化比例各級距之事件期累積異常報酬敘述統計量

7.1 全樣本區間

事件期累積異常報酬(%)

槓桿比變化比例	平均值				中位數			
	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
<b>A.以「四分位數」區分級距</b>								
小於 Q1	2.06***(+)	2.94***(+)	3.44***(+)	4.32***(+)	2.23***(+)	2.63***(+)	3.06***(+)	3.51***(+)
大於 Q1 小於 Q2	1.81***(+)	2.69***(+)	3.17***(+)	3.80***(+)	2.01***(+)	2.53***(+)	2.81***(+)	3.56***(+)
大於 Q2 小於 Q3	1.99***(+)	2.90***(+)	3.36***(+)	3.90***(+)	1.56***(+)	2.15***(+)	2.51***(+)	2.95***(+)
大於 Q3	1.26***(+)	2.12***(+)	2.42***(+)	2.91***(+)	1.31***(+)	2.08***(+)	2.37***(+)	2.61***(+)
<b>B.以「增加/減少 50%以上/以下」區分級距</b>								
減少 50%以上	2.81***(+)	4.20***(+)	4.48***(+)	5.78***(+)	2.36***(+)	3.61***(+)	3.97***(+)	4.69***(+)
減少 0%-50%	1.95***(+)	2.79***(+)	3.31***(+)	4.06***(+)	2.13***(+)	2.52***(+)	2.86***(+)	3.38***(+)
增加 0%-50%	1.57***(+)	2.46***(+)	2.82***(+)	3.26***(+)	1.42***(+)	2.11***(+)	2.40***(+)	2.68***(+)
增加 50%以上	1.12*(+)	2.07***(+)	2.37***(+)	3.37***(+)	2.07*(+)	2.09***(+)	3.24***(+)	4.09***(+)



事件期累積異常報酬(%)

槓桿比變化比例	最大值				最小值			
	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
<b>A.以「四分位數」區分級距</b>								
小於 Q1	20.63	29.26	34.08	49.22	-23.69	-38.01	-39.50	-39.69
大於 Q1 小於 Q2	22.02	32.19	34.29	52.48	-22.07	-24.99	-28.74	-38.94
大於 Q2 小於 Q3	19.39	29.94	28.43	42.75	-17.27	-19.78	-22.64	-21.33
大於 Q3	22.76	39.08	53.90	50.44	-21.72	-29.89	-30.58	-49.65
<b>B.以「增加/減少 50%以上/以下」區分級距</b>								
減少 50%以上	15.25	21.35	26.86	25.78	-10.61	-9.34	-12.02	-6.97
減少 0%-50%	22.02	32.19	34.29	52.48	-23.69	-38.01	-39.50	-39.69
增加 0%-50%	22.76	39.08	53.90	50.44	-21.72	-29.89	-30.58	-49.65
增加 50%以上	12.37	24.44	26.14	40.84	-13.71	-15.17	-15.16	-25.32

## 7.2 不含 2008 年與 2009 年



## 事件期累積異常報酬(%)

槓桿比變化比例	平均值				中位數			
	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
<b>A.以「四分位數」區分級距</b>								
小於 Q1	2.26***(+)	3.02***(+)	3.51***(+)	4.17***(+)	2.46***(+)	2.64***(+)	3.06***(+)	3.40***(+)
大於 Q1 小於 Q2	2.01***(+)	2.82***(+)	3.15***(+)	3.73***(+)	2.02***(+)	2.48***(+)	2.78***(+)	3.18***(+)
大於 Q2 小於 Q3	2.05***(+)	2.89***(+)	3.30***(+)	3.67***(+)	1.57***(+)	2.11***(+)	2.46***(+)	2.74***(+)
大於 Q3	1.27***(+)	2.06***(+)	2.39***(+)	2.79***(+)	1.42***(+)	2.06***(+)	2.28***(+)	2.65***(+)
<b>B.以「增加/減少 50%以上/以下」區分級距</b>								
減少 50%以上	2.97***(+)	3.78***(+)	4.10***(+)	5.23***(+)	2.36***(+)	3.49***(+)	3.96***(+)	3.95***(+)
減少 0%-50%	2.12***(+)	2.90***(+)	3.33***(+)	3.93***(+)	2.20***(+)	2.53***(+)	2.83***(+)	3.29***(+)
增加 0%-50%	1.63***(+)	2.43***(+)	2.82***(+)	3.12***(+)	1.43***(+)	2.02***(+)	2.26***(+)	2.53***(+)
增加 50%以上	1.40**(+)	2.44***(+)	2.45***(+)	3.76***(+)	2.07*(+)	3.55***(+)	3.23**(+)	4.09***(+)



事件期累積異常報酬(%)

槓桿比變化比例	最大值				最小值			
	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
<b>A.以「四分位數」區分級距</b>								
小於 Q1	20.63	28.14	34.08	49.22	-23.69	-38.01	-39.50	-39.69
大於 Q1 小於 Q2	22.02	32.19	34.29	52.48	-22.07	-24.99	-25.29	-38.94
大於 Q2 小於 Q3	19.39	29.94	27.17	34.37	-17.27	-19.78	-22.64	-21.33
大於 Q3	22.76	39.08	53.90	46.00	-21.72	-29.89	-30.58	-49.65
<b>B.以「增加/減少 50%以上/以下」區分級距</b>								
減少 50%以上	15.25	21.35	26.86	25.78	-10.61	-9.34	-12.02	-6.97
減少 0%-50%	22.02	32.19	34.29	52.48	-23.69	-38.01	-39.50	-39.69
增加 0%-50%	22.76	39.08	53.90	46.00	-21.72	-29.89	-30.58	-49.65
增加 50%以上	12.37	24.44	26.14	40.84	-13.71	-15.17	-15.16	-25.32



表 8、各產業之事件期累積異常報酬敘述統計量

8.1 全樣本區間

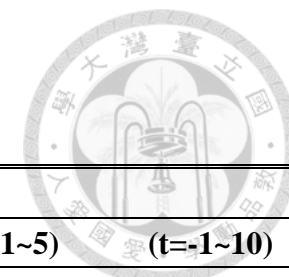
事件期累積異常報酬(%)

產業類別	平均數				中位數			
	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
金融業	1.62***(+)	2.10***(+)	2.61***(+)	3.04***(+)	0.82***(+)	1.51***(+)	1.68***(+)	1.94***(+)
電子業	1.58***(+)	2.36***(+)	2.83***(+)	3.38***(+)	1.83***(+)	2.42***(+)	2.70***(+)	3.25***(+)
非金融業且非電子業	2.10***(+)	3.19***(+)	3.57***(+)	4.36***(+)	1.83***(+)	2.42***(+)	2.72***(+)	3.15***(+)

事件期累積異常報酬(%)

產業類別	最大值				最小值			
	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
金融業	19.03	22.19	27.14	52.48	-10.35	-10.81	-13.48	-20.21
電子業	22.02	28.14	34.08	50.44	-22.07	-29.89	-30.58	-49.65
非金融業且非電子業	22.76	39.08	53.90	49.22	-23.69	-38.01	-39.50	-39.69

8.2 不含 2008 年與 2009 年



事件期累積異常報酬(%)

產業類別	平均數				中位數			
	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
金融業	1.98***(+)	2.59***(+)	3.07***(+)	3.74***(+)	0.92***(+)	1.81***(+)	1.65***(+)	2.31***(+)
電子業	1.63***(+)	2.30***(+)	2.69***(+)	3.01***(+)	1.89***(+)	2.39***(+)	2.51***(+)	2.86***(+)
非金融業且非電子業	2.27***(+)	3.29***(+)	3.67***(+)	4.41***(+)	1.93***(+)	2.45***(+)	2.74***(+)	3.24***(+)

事件期累積異常報酬(%)

產業類別	最大值				最小值			
	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
金融業	19.03	22.19	27.14	52.48	-10.35	-9.05	-8.39	-13.35
電子業	22.02	28.14	34.08	38.91	-22.07	-29.89	-30.58	-49.65
非金融業且非電子業	22.76	39.08	53.90	49.22	-23.69	-38.01	-39.50	-39.69



表 9、各買回用途之事件期累積異常報酬敘述統計量

9.1 全樣本區間

事件期累積異常報酬(%)

買回用途	平均數				中位數			
	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
買回註銷	2.14***(+)	3.23***(+)	3.69***(+)	4.44***(+)	2.09***(+)	2.88***(+)	3.20***(+)	3.74***(+)
轉讓員工	1.47***(+)	2.20***(+)	2.62***(+)	3.18***(+)	1.53***(+)	2.02***(+)	2.37***(+)	2.61***(+)
買回註銷及轉讓員工	2.43*(+)	4.23***(+)	4.52***(+)	5.55***(+)	2.78	3.98	3.85**(+)	6.21***(+)
股權轉換	2.61**(+)	2.47	3.20*(+)	3.20	2.79**(+)	2.36**(+)	2.68**(+)	3.90
合併受讓	0.82	1.39	1.56	-2.66	0.32	-0.95	0.06	-2.44
其他	-1.04	-1.67	-1.99	-2.61	-0.04	0.83	-0.88	-0.44

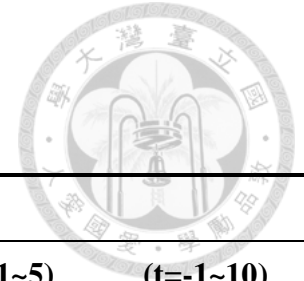


事件期累積異常報酬(%)

買回用途	最大值				最小值			
	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
買回註銷	22.02	29.94	32.28	50.44	-23.69	-38.01	-39.50	-49.65
轉讓員工	22.76	39.08	53.90	52.48	-22.07	-24.99	-25.29	-38.94
買回註銷及轉讓員工	12.41	12.19	15.41	20.14	-6.21	-3.82	-2.26	-8.11
股權轉換	14.66	21.92	27.17	34.37	-6.62	-16.54	-13.72	-19.48
合併受讓	5.30	12.21	13.09	10.07	-2.63	-6.29	-9.16	-14.24
其他	1.99	3.65	4.78	7.28	-4.87	-10.41	-10.78	-18.51



9.2 不含 2008 年與 2009 年



事件期累積異常報酬(%)

買回用途	平均數				中位數			
	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
買回註銷	2.28***(+)	3.18***(+)	3.61***(+)	4.16***(+)	2.13***(+)	2.79***(+)	3.05***(+)	3.57***(+)
轉讓員工	1.58***(+)	2.30***(+)	2.66***(+)	3.13***(+)	1.58***(+)	2.06***(+)	2.34***(+)	2.51***(+)
買回註銷及轉讓員工	3.02*(+)	4.32**(+)	4.71***(+)	5.42**(+)	4.19	4.88	5.50*(+)	6.56**(+)
股權轉換	2.81**(+)	3.54**(+)	4.27**(+)	3.99	2.76**(+)	2.63**(+)	2.88**(+)	3.24

事件期累積異常報酬(%)

買回用途	最大值				最小值			
	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
買回註銷	22.02	29.94	29.91	49.22	-23.69	-38.01	-39.50	-49.65
轉讓員工	22.76	39.08	53.90	52.48	-22.07	-24.99	-25.29	-38.94
買回註銷及轉讓員工	12.41	12.19	15.41	20.14	-6.21	-3.82	-2.26	-8.11
股權轉換	14.66	21.92	27.17	34.37	-3.86	-2.88	-6.33	-9.18



表 10、有無公告併購消息之事件期累積異常報酬敘述統計量

10.1 全樣本區間

事件期累積異常報酬(%)

有無公告併購消息		平均數				中位數			
		(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
有公告併購消息	併購方	1.40**(+)	1.79**(+)	2.79***(+)	2.74**(+)	1.11**(+)	1.52**(+)	2.73**(+)	1.62**(+)
	被併購方	-3.69	-3.84	-4.44	-6.30*(+)	-0.33	-0.98	0.06	-4.30**(+)
	關係人互併	1.43***(+)	2.24***(+)	2.64***(+)	2.53***(+)	1.52***(+)	2.36***(+)	2.67***(+)	2.68***(+)
無公告併購消息		1.82***(+)	2.71***(+)	3.15***(+)	3.84***(+)	1.80***(+)	2.40***(+)	2.67***(+)	3.19***(+)

事件期累積異常報酬(%)

有無公告併購消息		最大值				最小值			
		(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
有公告併購消息	併購方	7.71	17.90	26.41	35.96	-8.52	-7.95	-7.49	-16.89
	被併購方	4.22	2.52	3.40	-0.09	-17.66	-17.16	-15.43	-14.72
	關係人互併	14.26	16.67	28.50	24.67	-13.80	-12.96	-17.32	-17.66
無公告併購消息		22.76	39.08	53.90	52.48	-23.69	-38.01	-39.50	-49.65

10.2 不含 2008 年與 2009 年



事件期累積異常報酬(%)

有無公告併購消息		平均數				中位數			
		(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
有公告併購消息	併購方	1.67***(+)	2.02**(+)	3.08***(+)	2.99**(+)	1.15**(+)	1.56***(+)	2.81***(+)	1.75**(+)
	被併購方	-5.41	-4.56	-5.56	-6.80	-4.11	-1.79	-5.11	-6.20**(+)
	關係人互併	1.75***(+)	2.41***(+)	2.71***(+)	2.64***(+)	1.80***(+)	2.53***(+)	2.67***(+)	2.68***(+)
無公告併購消息		1.92***(+)	2.74***(+)	3.13***(+)	3.67***(+)	1.89***(+)	2.39***(+)	2.56***(+)	3.02***(+)

事件期累積異常報酬(%)

有無公告併購消息		最大值				最小值			
		(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)	(t=-1~1)	(t=-1~3)	(t=-1~5)	(t=-1~10)
有公告併購消息	併購方	7.71	17.90	26.41	35.96	-3.97	-7.95	-6.45	-16.89
	被併購方	4.22	2.52	3.40	-0.09	-17.66	-17.16	-15.43	-14.72
	關係人互併	14.26	15.06	18.30	22.37	-13.80	-12.96	-17.32	-15.56
無公告併購消息		22.76	39.08	53.90	52.48	-23.69	-38.01	-39.50	-49.65



表 11、所有樣本之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬迴歸分析

11.1 全樣本區間

ANOVA(t=-1~1)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	308.86	308.86	11.3680	0.0008
殘差	2775	75394.35	27.17		
總和	2776	75703.21			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	1.7766	0.0989	17.9611	0.0000
槓桿比變化比例	-1.2652	0.3752	-3.3716	0.0008

ANOVA(t=-1~3)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	328.90	328.90	7.9538	0.0048
殘差	2775	114748.54	41.35		
總和	2776	115077.44			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.6588	0.1220	21.7878	0.0000
槓桿比變化比例	-1.3056	0.4629	-2.8202	0.0048

ANOVA(t=-1~5)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	489.23	489.23	9.7531	0.0018
殘差	2775	139198.89	50.16		
總和	2776	139688.13			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.0931	0.1344	23.0134	0.0000
槓桿比變化比例	-1.5923	0.5099	-3.1230	0.0018

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	863.36	863.36	11.2170	0.0008
殘差	2775	213590.26	76.97		
總和	2776	214453.62			

**11.2 不含 2008 年與 2009 年****ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	274.53	274.53	10.6146	0.0011
殘差	2273	58787.18	25.86		
總和	2274	59061.71			

**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	251.19	251.19	6.4918	0.0109
殘差	2273	87950.03	38.69		
總和	2274	88201.22			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.7268	0.1665	22.3850	0.0000
槓桿比變化比例	-2.1153	0.6316	-3.3492	0.0008

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	1.9014	0.1066	17.8314	0.0000
槓桿比變化比例	-1.3153	0.4037	-3.2580	0.0011

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.7019	0.1304	20.7153	0.0000
槓桿比變化比例	-1.2581	0.4938	-2.5479	0.0109

**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	414.21	414.21	8.8389	0.0030
殘差	2273	106517.37	46.86		
總和	2274	106931.58			

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	628.89	628.89	8.8743	0.0029
殘差	2273	161078.47	70.87		
總和	2274	161707.36			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.0949	0.1435	21.5616	0.0000
槓桿比變化比例	-1.6156	0.5434	-2.9730	0.0030

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.5965	0.1765	20.3756	0.0000
槓桿比變化比例	-1.9907	0.6682	-2.9790	0.0029





表 12、各產業樣本之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬迴歸分析

12.1 全樣本區間

A. 金融業

ANOVA(t=-1~1)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	25.91	25.91	1.0491	0.3074
殘差	148	3654.96	24.70		
總和	149	3680.87			

ANOVA(t=-1~3)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	90.02	90.02	2.5335	0.1136
殘差	148	5258.55	35.53		
總和	149	5348.57			

ANOVA(t=-1~5)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	186.29	186.29	3.8959	0.0503
殘差	148	7076.91	47.82		
總和	149	7263.21			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	1.6660	0.4081	4.0822	0.0001
槓桿比變化比例	-3.9923	3.8978	-1.0243	0.3074

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.1801	0.4895	4.4535	0.0000
槓桿比變化比例	-7.4416	4.6753	-1.5917	0.1136

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.7340	0.5679	4.8142	0.0000
槓桿比變化比例	-10.7054	5.4237	-1.9738	0.0503

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	875.99	875.99	11.3554	0.0010
殘差	148	11417.15	77.14		
總和	149	12293.13			

**B. 電子業****ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	163.93	163.93	5.8928	0.0153
殘差	1574	43786.03	27.82		
總和	1575	43949.96			

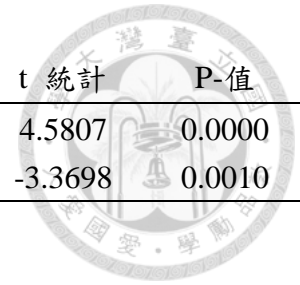
**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	222.31	222.31	5.7492	0.0166
殘差	1574	60863.60	38.67		
總和	1575	61085.91			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.3041	0.7213	4.5807	0.0000
槓桿比變化比例	-23.2142	6.8889	-3.3698	0.0010

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	1.5748	0.1329	11.8525	0.0000
槓桿比變化比例	-1.1411	0.4701	-2.4275	0.0153

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.3543	0.1567	15.0286	0.0000
槓桿比變化比例	-1.3288	0.5542	-2.3977	0.0166





## ANOVA(t=-1~5)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	423.59	423.59	9.1870	0.0025
殘差	1574	72573.03	46.11		
總和	1575	72996.62			

## ANOVA(t=-1~10)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	894.80	894.80	12.5202	0.0004
殘差	1574	112490.82	71.47		
總和	1575	113385.62			

## C.非金融業且非電子業

## ANOVA(t=-1~1)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	136.46	136.46	5.1565	0.0234
殘差	1049	27759.81	26.46		
總和	1050	27896.26			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.8183	0.1711	16.4754	0.0000
槓桿比變化比例	-1.8342	0.6052	-3.0310	0.0025

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.3695	0.2130	15.8217	0.0000
槓桿比變化比例	-2.6659	0.7534	-3.5384	0.0004

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.0998	0.1587	13.2332	0.0000
槓桿比變化比例	-1.4445	0.6361	-2.2708	0.0234

**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	80.73	80.73	1.7616	0.1847
殘差	1049	48071.16	45.83		
總和	1050	48151.89			

**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	53.37	53.37	0.9492	0.3301
殘差	1049	58986.50	56.23		
總和	1050	59039.88			

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	18.61	18.61	0.2216	0.6379
殘差	1049	88079.41	83.97		
總和	1050	88098.02			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.1937	0.2088	15.2943	0.0000
槓桿比變化比例	-1.1110	0.8371	-1.3273	0.1847

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.5706	0.2313	15.4365	0.0000
槓桿比變化比例	-0.9034	0.9273	-0.9743	0.3301

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	4.3557	0.2827	15.4101	0.0000
槓桿比變化比例	-0.5334	1.1331	-0.4707	0.6379



## 12.2 不含 2008 年與 2009 年

### A. 金融業

#### ANOVA(t=-1~1)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	30.32	30.32	1.2568	0.2645
殘差	119	2870.42	24.12		
總和	120	2900.74			

#### ANOVA(t=-1~3)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	80.59	80.59	2.5032	0.1163
殘差	119	3830.99	32.19		
總和	120	3911.58			

#### ANOVA(t=-1~5)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	179.72	179.72	4.3022	0.0402
殘差	119	4971.14	41.77		
總和	120	5150.86			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.0064	0.4472	4.4865	0.0000
槓桿比變化比例	-4.9019	4.3726	-1.1211	0.2645

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.6370	0.5166	5.1042	0.0000
槓桿比變化比例	-7.9922	5.0515	-1.5822	0.1163

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.1414	0.5885	5.3378	0.0000
槓桿比變化比例	-11.9354	5.7543	-2.0742	0.0402

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	636.98	636.98	9.6414	0.0024
殘差	119	7861.96	66.07		
總和	120	8498.94			

**B. 電子業****ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	232.40	232.40	8.8146	0.0030
殘差	1272	33537.17	26.37		
總和	1273	33769.57			

**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	218.79	218.79	6.1024	0.0136
殘差	1272	45604.79	35.85		
總和	1273	45823.57			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.8736	0.7401	5.2338	0.0000
槓桿比變化比例	-22.4698	7.2365	-3.1051	0.0024

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	1.6484	0.1439	11.4515	0.0000
槓桿比變化比例	-1.4755	0.4970	-2.9689	0.0030

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.3147	0.1679	13.7895	0.0000
槓桿比變化比例	-1.4317	0.5795	-2.4703	0.0136



**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	475.51	475.51	11.2578	0.0008
殘差	1272	53726.55	42.24		
總和	1273	54202.06			

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	793.44	793.44	12.4933	0.0004
殘差	1272	80784.13	63.51		
總和	1273	81577.58			

**C.非金融業且非電子業****ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	31.56	31.56	1.2511	0.2637
殘差	878	22150.97	25.23		
總和	879	22182.54			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.7090	0.1822	14.8689	0.0000
槓桿比變化比例	-2.1106	0.6290	-3.3553	0.0008

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.0365	0.2234	13.5921	0.0000
槓桿比變化比例	-2.7264	0.7713	-3.5346	0.0004

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.2614	0.1694	13.3524	0.0000
槓桿比變化比例	-0.7901	0.7064	-1.1185	0.2637

**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	16.36	16.36	0.3785	0.5386
殘差	878	37942.39	43.21		
總和	879	37958.74			

**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	1.29	1.29	0.0241	0.8767
殘差	878	47073.69	53.61		
總和	879	47074.98			

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	4.28	4.28	0.0532	0.8176
殘差	878	70606.48	80.42		
總和	879	70610.76			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.2830	0.2217	14.8111	0.0000
槓桿比變化比例	-0.5688	0.9245	-0.6152	0.5386

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.6706	0.2469	14.8671	0.0000
槓桿比變化比例	-0.1598	1.0297	-0.1552	0.8767

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	4.4087	0.3024	14.5801	0.0000
槓桿比變化比例	0.2910	1.2611	0.2307	0.8176





表 13、各買回用途樣本之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬迴歸分析

13.1 全樣本區間

A. 買回註銷

ANOVA(t=-1~1)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	51.10	51.10	2.0571	0.1517
殘差	1245	30928.18	24.84		
總和	1246	30979.28			

ANOVA(t=-1~3)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	56.69	56.69	1.3968	0.2375
殘差	1245	50525.66	40.58		
總和	1246	50582.35			

ANOVA(t=-1~5)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	130.64	130.64	2.5867	0.1080
殘差	1245	62880.26	50.51		
總和	1246	63010.91			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.1255	0.1419	14.9798	0.0000
槓桿比變化比例	-0.7848	0.5472	-1.4343	0.1517

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.2063	0.1814	17.6795	0.0000
槓桿比變化比例	-0.8265	0.6993	-1.1819	0.2375

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.6463	0.2023	18.0228	0.0000
槓桿比變化比例	-1.2547	0.7802	-1.6083	0.1080

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	360.04	360.04	4.6961	0.0304
殘差	1245	95451.87	76.67		
總和	1246	95811.91			

**B.轉讓員工****ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	216.92	216.92	7.4021	0.0066
殘差	1477	43283.55	29.31		
總和	1478	43500.47			

**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	208.10	208.10	4.9972	0.0255
殘差	1477	61507.40	41.64		
總和	1478	61715.50			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	4.3865	0.2493	17.5973	0.0000
槓桿比變化比例	-2.0830	0.9612	-2.1670	0.0304

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	1.4937	0.1411	10.5842	0.0000
槓桿比變化比例	-1.4262	0.5242	-2.7207	0.0066

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.2253	0.1682	13.2281	0.0000
槓桿比變化比例	-1.3969	0.6249	-2.2354	0.0255



**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	275.94	275.94	5.5685	0.0184
殘差	1477	73190.10	49.55		
總和	1478	73466.04			

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	347.06	347.06	4.5413	0.0333
殘差	1477	112876.06	76.42		
總和	1478	113223.12			

**C.買回註銷及轉讓員工****ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	36.03	36.03	1.7483	0.2073
殘差	14	288.54	20.61		
總和	15	324.57			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.6519	0.1835	14.4509	0.0000
槓桿比變化比例	-1.6085	0.6816	-2.3598	0.0184

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.2125	0.2279	14.0962	0.0000
槓桿比變化比例	-1.8039	0.8465	-2.1310	0.0333

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.0843	1.1642	1.7904	0.0950
槓桿比變化比例	-7.3399	5.5512	-1.3222	0.2073

**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	27.05	27.05	0.8618	0.3690
殘差	14	439.45	31.39		
總和	15	466.51			

**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	27.32	27.32	0.9336	0.3503
殘差	14	409.62	29.26		
總和	15	436.94			

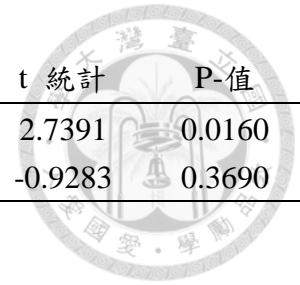
**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	101.31	101.31	2.5449	0.1330
殘差	14	557.29	39.81		
總和	15	658.60			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.9353	1.4367	2.7391	0.0160
槓桿比變化比例	-6.3597	6.8508	-0.9283	0.3690

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	4.2214	1.3871	3.0434	0.0088
槓桿比變化比例	-6.3909	6.6142	-0.9663	0.3503

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	4.9751	1.6179	3.0750	0.0082
槓桿比變化比例	-12.3074	7.7148	-1.5953	0.1330





### 13.2 不含 2008 年與 2009 年

#### A. 買回註銷

##### ANOVA(t=-1~1)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	33.04	33.04	1.4313	0.2318
殘差	986	22764.08	23.09		
總和	987	22797.13			

##### ANOVA(t=-1~3)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	18.58	18.58	0.4900	0.4841
殘差	986	37394.30	37.93		
總和	987	37412.89			

##### ANOVA(t=-1~5)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	70.10	70.10	1.5343	0.2158
殘差	986	45046.56	45.69		
總和	987	45116.66			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.2665	0.1532	14.7992	0.0000
槓桿比變化比例	-0.6846	0.5722	-1.1964	0.2318

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.1714	0.1963	16.1564	0.0000
槓桿比變化比例	-0.5134	0.7334	-0.7000	0.4841

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.5925	0.2154	16.6748	0.0000
槓桿比變化比例	-0.9971	0.8050	-1.2387	0.2158

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	222.94	222.94	3.2197	0.0731
殘差	986	68274.97	69.24		
總和	987	68497.92			

**B.轉讓員工****ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	238.65	238.65	8.5052	0.0036
殘差	1251	35101.83	28.06		
總和	1252	35340.48			

**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	250.11	250.11	6.3676	0.0117
殘差	1251	49136.83	39.28		
總和	1252	49386.94			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	4.1261	0.2652	15.5563	0.0000
槓桿比變化比例	-1.7782	0.9910	-1.7943	0.0731

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	1.6102	0.1501	10.7256	0.0000
槓桿比變化比例	-1.6621	0.5699	-2.9164	0.0036

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.3365	0.1776	13.1549	0.0000
槓桿比變化比例	-1.7016	0.6743	-2.5234	0.0117

**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	328.53	328.53	6.8903	0.0088
殘差	1251	59647.74	47.68		
總和	1252	59976.27			

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	318.62	318.62	4.4361	0.0354
殘差	1251	89853.62	71.83		
總和	1252	90172.25			

**C.買回註銷及轉讓員工****ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	33.48	33.48	1.3835	0.2643
殘差	11	266.21	24.20		
總和	12	299.70			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.7004	0.1957	13.7990	0.0000
槓桿比變化比例	-1.9502	0.7429	-2.6249	0.0088

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.1696	0.2402	13.1964	0.0000
槓桿比變化比例	-1.9206	0.9119	-2.1062	0.0354

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.5046	1.4328	1.7481	0.1083
槓桿比變化比例	-8.2721	7.0327	-1.1762	0.2643

**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	4.75	4.75	0.1383	0.7171
殘差	11	378.17	34.38		
總和	12	382.92			

**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	7.13	7.13	0.2186	0.6493
殘差	11	358.65	32.60		
總和	12	365.78			

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	147.06	147.06	3.4801	0.0890
殘差	11	464.84	42.26		
總和	12	611.90			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	4.1214	1.7077	2.4135	0.0344
槓桿比變化比例	-3.1166	8.3820	-0.3718	0.7171

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	4.4713	1.6630	2.6886	0.0211
槓桿比變化比例	-3.8163	8.1629	-0.4675	0.6493

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	4.3434	1.8933	2.2941	0.0425
槓桿比變化比例	-17.3360	9.2930	-1.8655	0.0890





表 14、各槓桿比變化比例級距樣本之槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬迴歸分析

14.1 全樣本區間

A. 以「四分位數」區分級距

A-1 小於 Q1

ANOVA(t=-1~1)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	95.58	95.58	3.9466	0.0474
殘差	692	16759.18	24.22		
總和	693	16854.76			

ANOVA(t=-1~3)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	217.93	217.93	5.6263	0.0180
殘差	692	26804.64	38.74		
總和	693	27022.58			

ANOVA(t=-1~5)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	271.38	271.38	5.7491	0.0168
殘差	692	32664.76	47.20		
總和	693	32936.14			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	1.3014	0.4247	3.0641	0.0023
槓桿比變化比例	-2.6349	1.3263	-1.9866	0.0474

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	1.7976	0.5372	3.3466	0.0009
槓桿比變化比例	-3.9787	1.6774	-2.3720	0.0180

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.1625	0.5930	3.6470	0.0003
槓桿比變化比例	-4.4398	1.8517	-2.3977	0.0168

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	421.46	421.46	5.4384	0.0200
殘差	692	53627.78	77.50		
總和	693	54049.24			

**A-2 大於 Q1 小於 Q2****ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	5.61	5.61	0.1973	0.6570
殘差	691	19635.22	28.42		
總和	692	19640.83			

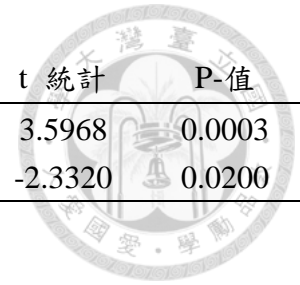
**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	33.44	33.44	0.8394	0.3599
殘差	691	27530.40	39.84		
總和	692	27563.84			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.7327	0.7598	3.5968	0.0003
槓桿比變化比例	-5.5329	2.3726	-2.3320	0.0200

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	1.6254	0.4527	3.5907	0.0004
槓桿比變化比例	-2.5282	5.6910	-0.4442	0.6570

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.2523	0.5360	4.2019	0.0000
槓桿比變化比例	-6.1738	6.7387	-0.9162	0.3599





**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	37.20	37.20	0.7392	0.3902
殘差	691	34771.85	50.32		
總和	692	34809.04			

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	158.62	158.62	2.1458	0.1434
殘差	691	51080.18	73.92		
總和	692	51238.81			

**A-3 大於 Q2 小於 Q3****ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	9.69	9.69	0.3456	0.5568
殘差	691	19367.12	28.03		
總和	692	19376.81			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.7055	0.6024	4.4913	0.0000
槓桿比變化比例	-6.5114	7.5733	-0.8598	0.3902

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.8417	0.7301	3.8921	0.0001
槓桿比變化比例	-13.4460	9.1790	-1.4649	0.1434

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	1.8614	0.3003	6.1980	0.0000
槓桿比變化比例	3.4889	5.9346	0.5879	0.5568



**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	60.02	60.02	1.4326	0.2317
殘差	691	28947.39	41.89		
總和	692	29007.40			

**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	23.98	23.98	0.5001	0.4797
殘差	691	33138.22	47.96		
總和	692	33162.21			

**ANOVA(t=-1~10)**

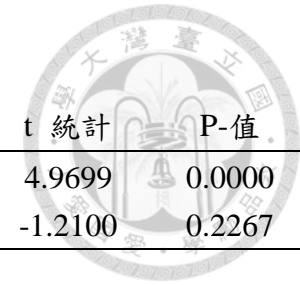
	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	24.77	24.77	0.3696	0.5434
殘差	691	46311.14	67.02		
總和	692	46335.90			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.5691	0.3672	6.9971	0.0000
槓桿比變化比例	8.6841	7.2554	1.1969	0.2317

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.1503	0.3929	8.0190	0.0000
槓桿比變化比例	5.4899	7.7629	0.7072	0.4797

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.6886	0.4644	7.9425	0.0000
槓桿比變化比例	5.5788	9.1770	0.6079	0.5434





**A-4 大於 Q3**

**ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	41.11	41.11	1.4641	0.2267
殘差	695	19516.80	28.08		
總和	696	19557.91			

**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	18.05	18.05	0.4024	0.5261
殘差	695	31167.40	44.85		
總和	696	31185.45			

**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	23.07	23.07	0.4185	0.5179
殘差	695	38309.80	55.12		
總和	696	38332.87			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	1.5512	0.3121	4.9699	0.0000
槓桿比變化比例	-0.9271	0.7662	-1.2100	0.2267

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.3107	0.3944	5.8586	0.0000
槓桿比變化比例	-0.6143	0.9683	-0.6344	0.5261

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.6401	0.4373	6.0374	0.0000
槓桿比變化比例	-0.6945	1.0735	-0.6469	0.5179

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	16.67	16.67	0.1867	0.6658
殘差	695	62073.54	89.31		
總和	696	62090.22			

**B.以「增加/減少 50%以上/以下」區分級距****B-1 減少 50%以上****ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	51.52	51.52	2.6665	0.1075
殘差	62	1197.86	19.32		
總和	63	1249.37			

**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	26.19	26.19	0.9336	0.3377
殘差	62	1739.41	28.05		
總和	63	1765.60			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.0915	0.5566	5.5540	0.0000
槓桿比變化比例	-0.5904	1.3665	-0.4320	0.6658

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	-2.0786	3.0466	-0.6823	0.4976
槓桿比變化比例	-7.9061	4.8416	-1.6329	0.1075

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	0.7112	3.6712	0.1937	0.8470
槓桿比變化比例	-5.6373	5.8343	-0.9662	0.3377

**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	74.01	74.01	1.9852	0.1638
殘差	62	2311.32	37.28		
總和	63	2385.33			

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	15.79	15.79	0.3305	0.5674
殘差	62	2961.32	47.76		
總和	63	2977.10			

**B-2 減少 0%-50%****ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	9.26	9.26	0.3451	0.5570
殘差	1420	38117.11	26.84		
總和	1421	38126.37			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	-1.3864	4.2320	-0.3276	0.7443
槓桿比變化比例	-9.4758	6.7254	-1.4090	0.1638

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.0758	4.7902	0.6421	0.5232
槓桿比變化比例	-4.3764	7.6125	-0.5749	0.5674

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	1.8461	0.2222	8.3068	0.0000
槓桿比變化比例	-0.6947	1.1826	-0.5875	0.5570



**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	32.22	32.22	0.8036	0.3702
殘差	1420	56940.14	40.10		
總和	1421	56972.37			

**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	54.45	54.45	1.0980	0.2949
殘差	1420	70420.02	49.59		
總和	1421	70474.47			

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	170.44	170.44	2.2214	0.1363
殘差	1420	108950.77	76.73		
總和	1421	109121.22			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.6026	0.2716	9.5814	0.0000
槓桿比變化比例	-1.2957	1.4454	-0.8964	0.3702

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.0617	0.3021	10.1353	0.0000
槓桿比變化比例	-1.6843	1.6074	-1.0479	0.2949

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.6176	0.3757	9.6281	0.0000
槓桿比變化比例	-2.9799	1.9994	-1.4904	0.1363



**B-3 增加 0%-50%**

**ANOVA(t=-1~1)**

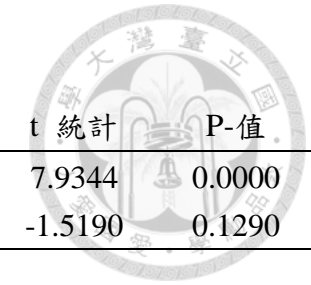
	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	63.86	63.86	2.3072	0.1290
殘差	1204	33326.72	27.68		
總和	1205	33390.58			

**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	18.24	18.24	0.4238	0.5152
殘差	1204	51821.06	43.04		
總和	1205	51839.30			

**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	14.81	14.81	0.2890	0.5909
殘差	1204	61675.84	51.23		
總和	1205	61690.65			



	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	1.8367	0.2315	7.9344	0.0000
槓桿比變化比例	-1.8567	1.2223	-1.5190	0.1290

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.6067	0.2887	9.0305	0.0000
槓桿比變化比例	-0.9923	1.5242	-0.6510	0.5152

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.9496	0.3149	9.3666	0.0000
槓桿比變化比例	-0.8940	1.6629	-0.5376	0.5909

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	14.77	14.77	0.1935	0.6601
殘差	1204	91912.36	76.34		
總和	1205	91927.14			

**B-4 增加 50%以上****ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	63.57	63.57	1.9733	0.1638
殘差	83	2673.99	32.22		
總和	84	2737.57			

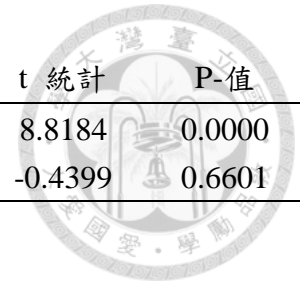
**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	110.00	110.00	2.2067	0.1412
殘差	83	4137.51	49.85		
總和	84	4247.52			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.3901	0.3844	8.8184	0.0000
槓桿比變化比例	-0.8930	2.0299	-0.4399	0.6601

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.9121	1.4195	2.0515	0.0434
槓桿比變化比例	-2.1348	1.5197	-1.4048	0.1638

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	4.4369	1.7657	2.5128	0.0139
槓桿比變化比例	-2.8082	1.8904	-1.4855	0.1412





**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	187.93	187.93	3.3718	0.0699
殘差	83	4626.05	55.74		
總和	84	4813.98			

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	391.65	391.65	3.4810	0.0656
殘差	83	9338.53	112.51		
總和	84	9730.18			

**14.2 不含 2008 年與 2009 年****A. 以「四分位數」區分級距****A-1 小於 Q1****ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	25.75	25.75	1.1686	0.2801
殘差	567	12493.70	22.03		
總和	568	12519.45			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	5.4560	1.8670	2.9223	0.0045
槓桿比變化比例	-3.6705	1.9989	-1.8362	0.0699

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	7.8277	2.6527	2.9508	0.0041
槓桿比變化比例	-5.2988	2.8400	-1.8657	0.0656

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	1.8437	0.4287	4.3006	0.0000
槓桿比變化比例	-1.4489	1.3403	-1.0810	0.2801



**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	90.36	90.36	2.7025	0.1007
殘差	567	18957.04	33.43		
總和	568	19047.39			

**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	95.87	95.87	2.3174	0.1285
殘差	567	23455.05	41.37		
總和	568	23550.92			

**ANOVA(t=-1~10)**

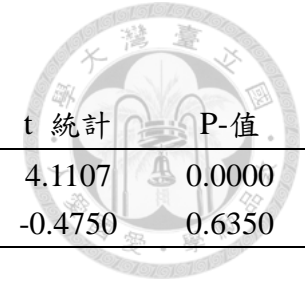
	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	187.34	187.34	2.8745	0.0905
殘差	567	36952.82	65.17		
總和	568	37140.15			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.2445	0.5281	4.2503	0.0000
槓桿比變化比例	-2.7142	1.6510	-1.6439	0.1007

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.7152	0.5874	4.6225	0.0000
槓桿比變化比例	-2.7957	1.8365	-1.5223	0.1285

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.0574	0.7373	4.1469	0.0000
槓桿比變化比例	-3.9081	2.3051	-1.6954	0.0905





**A-2 大於 Q1 小於 Q2**

**ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	6.07	6.07	0.2256	0.6350
殘差	564	15174.83	26.91		
總和	565	15180.90			

**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	5.82	5.82	0.1568	0.6923
殘差	564	20926.20	37.10		
總和	565	20932.02			

**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	31.39	31.39	0.6794	0.4101
殘差	564	26056.04	46.20		
總和	565	26087.43			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	1.8282	0.4447	4.1107	0.0000
槓桿比變化比例	-2.9589	6.2295	-0.4750	0.6350

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.6395	0.5222	5.0541	0.0000
槓桿比變化比例	-2.8967	7.3153	-0.3960	0.6923

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.7353	0.5828	4.6937	0.0000
槓桿比變化比例	-6.7284	8.1629	-0.8243	0.4101

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	149.39	149.39	2.1685	0.1414
殘差	564	38853.35	68.89		
總和	565	39002.74			

**A-3 大於 Q2 小於 Q3****ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	29.30	29.30	1.1058	0.2934
殘差	568	15049.61	26.50		
總和	569	15078.91			

**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	63.83	63.83	1.5817	0.2090
殘差	568	22922.84	40.36		
總和	569	22986.67			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.8166	0.7116	3.9580	0.0001
槓桿比變化比例	-14.6785	9.9679	-1.4726	0.1414

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	1.7566	0.3553	4.9434	0.0000
槓桿比變化比例	6.8280	6.4930	1.0516	0.2934

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.4534	0.4385	5.5944	0.0000
槓桿比變化比例	10.0780	8.0134	1.2576	0.2090



**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	24.34	24.34	0.5339	0.4653
殘差	568	25896.04	45.59		
總和	569	25920.38			

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	19.57	19.57	0.3170	0.5736
殘差	568	35059.76	61.72		
總和	569	35079.33			

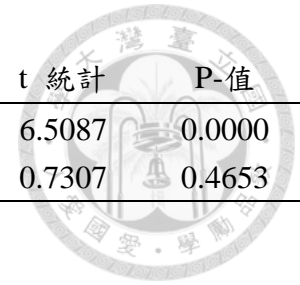
**A-4 大於 Q3****ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	11.43	11.43	0.4070	0.5238
殘差	568	15949.43	28.08		
總和	569	15960.86			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.0338	0.4661	6.5087	0.0000
槓桿比變化比例	6.2234	8.5173	0.7307	0.4653

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.4287	0.5424	6.3219	0.0000
槓桿比變化比例	5.5799	9.9103	0.5630	0.5736

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	1.4384	0.3498	4.1117	0.0000
槓桿比變化比例	-0.5440	0.8528	-0.6379	0.5238



**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	0.64	0.64	0.0147	0.9037
殘差	568	24917.08	43.87		
總和	569	24917.72			

**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	22.85	22.85	0.4195	0.5175
殘差	568	30940.43	54.47		
總和	569	30963.28			

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	10.46	10.46	0.1190	0.7302
殘差	568	49903.59	87.86		
總和	569	49914.05			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.1034	0.4373	4.8104	0.0000
槓桿比變化比例	-0.1291	1.0659	-0.1211	0.9037

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.6320	0.4873	5.4017	0.0000
槓桿比變化比例	-0.7693	1.1878	-0.6477	0.5175

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.9535	0.6188	4.7728	0.0000
槓桿比變化比例	-0.5204	1.5085	-0.3450	0.7302



B.以「增加/減少 50%以上/以下」區分級距

B-1 減少 50%以上

ANOVA(t=-1~1)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	26.99	26.99	1.5456	0.2192
殘差	54	942.89	17.46		
總和	55	969.88			

ANOVA(t=-1~3)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	41.58	41.58	1.6246	0.2079
殘差	54	1382.11	25.59		
總和	55	1423.70			

ANOVA(t=-1~5)

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	106.57	106.57	3.2267	0.0780
殘差	54	1783.50	33.03		
總和	55	1890.07			



	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	-0.7320	3.0265	-0.2419	0.8098
槓桿比變化比例	-5.9109	4.7545	-1.2432	0.2192

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	-0.8107	3.6643	-0.2212	0.8257
槓桿比變化比例	-7.3370	5.7563	-1.2746	0.2079

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	-3.2484	4.1625	-0.7804	0.4386
槓桿比變化比例	-11.7460	6.5390	-1.7963	0.0780

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	39.28	39.28	0.9528	0.3334
殘差	54	2226.17	41.23		
總和	55	2265.45			

**B-2 減少 0%-50%****ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	0.91	0.91	0.0370	0.8476
殘差	1113	27465.22	24.68		
總和	1114	27466.14			

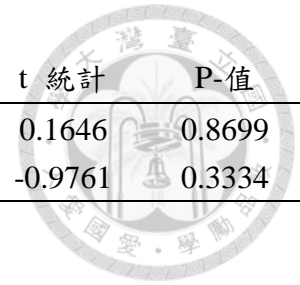
**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	13.79	13.79	0.3898	0.5326
殘差	1113	39379.66	35.38		
總和	1114	39393.45			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	0.7654	4.6504	0.1646	0.8699
槓桿比變化比例	-7.1310	7.3055	-0.9761	0.3334

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.0854	0.2391	8.7227	0.0000
槓桿比變化比例	-0.2477	1.2882	-0.1922	0.8476

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.7635	0.2863	9.6534	0.0000
槓桿比變化比例	-0.9630	1.5425	-0.6243	0.5326





**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	44.21	44.21	1.0053	0.3162
殘差	1113	48941.90	43.97		
總和	1114	48986.11			

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	98.50	98.50	1.4572	0.2276
殘差	1113	75236.07	67.60		
總和	1114	75334.57			

**B-3 增加 0%-50%****ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	60.69	60.69	2.2193	0.1366
殘差	1029	28137.72	27.34		
總和	1030	28198.41			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.0818	0.3191	9.6564	0.0000
槓桿比變化比例	-1.7242	1.7196	-1.0026	0.3162

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.5596	0.3957	8.9959	0.0000
槓桿比變化比例	-2.5737	2.1321	-1.2071	0.2276

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	1.9092	0.2480	7.6978	0.0000
槓桿比變化比例	-1.9777	1.3276	-1.4897	0.1366



**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	19.55	19.55	0.4635	0.4961
殘差	1029	43399.09	42.18		
總和	1030	43418.64			

**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	16.81	16.81	0.3343	0.5633
殘差	1029	51736.09	50.28		
總和	1030	51752.90			

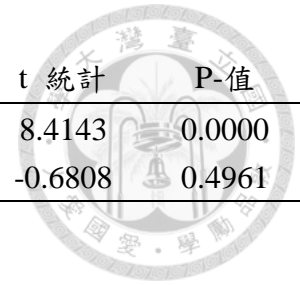
**ANOVA(t=-1~10)**

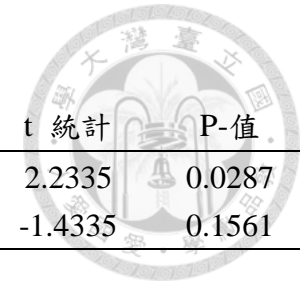
	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	28.24	28.24	0.3890	0.5330
殘差	1029	74707.10	72.60		
總和	1030	74735.35			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.5918	0.3080	8.4143	0.0000
槓桿比變化比例	-1.1225	1.6487	-0.6808	0.4961

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	2.9625	0.3363	8.8087	0.0000
槓桿比變化比例	-1.0408	1.8001	-0.5782	0.5633

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.3056	0.4041	8.1795	0.0000
槓桿比變化比例	-1.3492	2.1632	-0.6237	0.5330





**B-4 增加 50%以上**

**ANOVA(t=-1~1)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	62.32	62.32	2.0550	0.1561
殘差	71	2153.26	30.33		
總和	72	2215.59			

**ANOVA(t=-1~3)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	116.08	116.08	2.2520	0.1379
殘差	71	3659.74	51.55		
總和	72	3775.83			

**ANOVA(t=-1~5)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	233.77	233.77	4.3240	0.0412
殘差	71	3838.53	54.06		
總和	72	4072.31			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	3.3048	1.4797	2.2335	0.0287
槓桿比變化比例	-2.3082	1.6102	-1.4335	0.1561

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	5.0414	1.9290	2.6134	0.0109
槓桿比變化比例	-3.1502	2.0992	-1.5007	0.1379

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	6.1458	1.9756	3.1109	0.0027
槓桿比變化比例	-4.4704	2.1498	-2.0794	0.0412

**ANOVA(t=-1~10)**

	自由度	SS	MS	F	顯著值
迴歸	1	537.92	537.92	4.5914	0.0356
殘差	71	8318.35	117.16		
總和	72	8856.28			

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	9.3655	2.9083	3.2203	0.0019
槓桿比變化比例	-6.7812	3.1647	-2.1427	0.0356





表 15、槓桿比變化比例與事件期累積異常報酬迴歸分析彙總表

事件期累積異常報酬	全樣本區間				不含 2008 年與 2009 年			
	t=-1~1	t=-1~3	t=-1~5	t=-1~10	t=-1~1	t=-1~3	t=-1~5	t=-1~10
所有樣本	***(-)	***(-)	***(-)	***(-)	***(-)	**(-)	***(-)	***(-)
<b>各產業</b>								
金融業			*(-)	***(-)			**(-)	***(-)
電子業	**(-)	**(-)	***(-)	***(-)	***(-)	**(-)	***(-)	***(-)
非金融業且非電子業	**(-)							
<b>各買回用途</b>								
買回註銷				**(-)				*(-)
轉讓員工	***(-)	**(-)	**(-)	**(-)	***(-)	**(-)	***(-)	**(-)
買回註銷及轉讓員工								*(-)
<b>各槓桿比變化比例級距</b>								
A.以「四分位數」區分級距								
小於 Q1	**(-)	**(-)	**(-)	**(-)				*(-)
大於 Q1 小於 Q2								
大於 Q2 小於 Q3								
大於 Q3								
B.以「增加/減少 50%以上/以下」區分級距								
減少 50%以上							*(-)	
減少 0%-50%								
增加 0%-50%								
增加 50%以上			*(-)	*(-)			**(-)	**(-)