

CEPA 協議如何影響香港的企業？
對香港上市公司基於事件研究的考察

杜巨瀾

魏尚進

袁惠思

滬港發展聯合研究所

Shanghai-Hong Kong Development Institute

二零一零年九月

作者簡介

杜巨瀾教授為香港中文大學經濟學系副教授

研究方向：財務經濟學、國際財務學、應用理論、發展及過渡。

魏尚進教授為美國哥倫比亞大學金融學經濟學教授。

研究方向：國際金融、國際貿易、政府治理和改革、中國經濟以及宏觀經濟學。

袁惠思為香港中文大學經濟學系碩士畢業生

CEPA 協議如何影響香港的企業？

對香港上市公司基於事件研究的考察

How Did CEPA Affect Hong Kong Firm?

A Study Based on the Event Study of Listed Companies in Hong Kong

摘要

本文探討了香港上市公司的股票對 CEPA 協議簽署公告的價格反應。一般來說，香港的公司對 CEPA 作出了積極的反應。但是，在內地固定資產投資或營業額比重較大的公司的股價反應比比重較小的公司的反應更小。這可能是自由貿易安排加劇市場競爭和外國直接投資和貿易之間存在替代關的結果。

Abstract

This paper examines the stock price reaction of listed companies in Hong Kong to the announcement of the signing of CEPA. In general, Hong Kong companies reacted positively to CEPA. However, companies with a larger proportion of asset investment or business turnover in the Chinese mainland exhibit smaller positive responses than those with a smaller ratio. This points to the potential effects of market competition and the substitute relations between foreign direct investment and trade.

一、導言

過去幾十年，中國取得了顯著的經濟增長，成為主要的世界經濟大國，在亞太地區和世界經濟中的影響力迅速增長。自從中國在 1997 年恢復對香港行使主權，中國內地與香港的經濟一體化進程大大加快。尤其是，祖國大陸是香港親密的交易夥伴，在香港的上市公司在內地有大量的業務。在這項研究中，我們採用事件研究方法，探討了 2003 年簽署的內地與香港更緊密經貿關係安排(CEPA)對香港上市公司的影響。

CEPA 是香港與大陸經濟一體化進程中的一個里程碑。自從 1978 年中國實行開放政策，香港一直擔當著中國與外部世界聯繫的視窗的重要角色。香港與內地經濟日益相互依存。香港的未來同中國的經濟增長和政治穩定已經密不可分。毫無疑問的是，香港作為一個國際商業都市，和富有活力及快速增長的中國本土融合，會為香港以及國際社會創造了巨大的機遇。

CEPA 是內地與香港之間簽署的第一個自由貿易協定。CEPA 的核心部分是允許香港原產貨品零關稅進入內地市場。CEPA 的主體部分於 2003 年 6 月 29 日簽署。根據第一階段的協定，273 種商品從香港出口到內地於 2004 年 1 月 1 日起享受零關稅待遇。這些產品包括電器及電子產品，塑膠及紙製品，紡織品和服裝，化學產品、藥品、鐘錶、珠寶、化妝品及金屬製品。在服務貿易方面，CEPA 為香港企業提供了 18 種商務活動進入內地市場的自由。CEPA 的附件中指出的實現自由化的 18 個服務行業包括管理諮詢服務、倉儲服務、會議及展覽服務、運輸服務、廣告服務、旅遊服務、會計服務、視聽服務、房地產和建築服務、法律服務、醫療及牙科服務、銀行服務、分銷服務、證券服務、物流服務、保險服務、貨運代理服務和電信服務。

自由貿易協定的安排帶來的直接好處是節省關稅，這將增加香港對內地出口的消費產品的價格競爭力。一個更為長期的預期效應是零關稅能吸引更多具有高增值潛力的製造業活動設在或重新返回香港，促進香港品牌產品的發展，從而適應內地新興中產階級的消費需求。

這一自由貿易協定在香港被公認為是與內地實現更緊密聯繫的重要一大步。它涵蓋三個主要領域，即貨物貿易、服務貿易和貿易投資便利化。安排採用循序漸進方式，並為進一步的開放措施提供了機制。雖然這項協定是在內地履行向世界貿易組織(WTO)承諾的精神下商議形成的，該協議的許多條款比加入世貿組織的承諾更為優厚，使香港在和外國競爭對手的較量中佔有優勢。

本研究的目的是考察在內地有不同程度業務活動的香港上市公司的對 CEPA 的簽署的反應有無差異。分析分為兩個部分。首先，本研究探討是否香港上市公司圍繞 CEPA 的簽署呈現出顯著的異常收益率。其次，因為每個上市公司有其獨特的公司業務的地理分佈，CEPA 對不同公司的影響的差異性值得研究。本文提供了關於香港上市公司內地業務量和 CEPA 所帶來的異常收益率的關係的嶄新研究。

證券價格變動反映了 CEPA 的簽署對一家給定公司的未來現金流的期望的影響。更具體地說，在中國內地有業務接觸的香港上市公司，預計在 CEPA 簽署後有一個與其業務活動規模相關的超常收益。

我們的實證分析表明，CEPA 的簽署為香港上市公司帶來了總體來說相當積極的反應。這一積極的反應不僅限於從事受惠於 CEPA 行業的公司。事實上無論關聯或非關聯行業的企業，其股票價格的

反應的模式大致相同。當我們探討在中國內地業務量不同的企業的市場反應的差異性時，我們發現，在內地的資產或營業額的比例較低的公司反而顯示出較強的市場反應。我們將這一現象解釋為 CEPA 導致內地市場競爭加劇和先發優勢喪失的結果。我們的研究結果還表明外國直接投資(FDI)和貿易之間可能存在的替代關係。隨著 CEPA 大幅度降低貿易壁壘，外國直接投資的優勢相對減弱，因而之前在內地有大量直接投資的公司可能無法受惠於 CEPA。

在金融文獻中，對未被預期的資訊引致的股票價格的即時變動有相當廣泛和成熟的研究。本項研究不同於以往文獻，它專注於公司的業務地理分佈如何影響公司對自由貿易協定的反應，以前的文獻往往側重於考察整個股市的市場指數對某些事件的總體反應。本研究著重探求不同公司的股票價格的表現的差異。

以往很少有對類似問題的學術研究，但是若干前文對股票價格的反應的研究的見解和方法對這項研究頗有啟發意義。Thompson(1993)採用了股票市場的事件研究方法，探討加拿大-美國自由貿易協定(FTA)對加拿大製造業的影響，結果發現行業層級的異常收益率是顯著的和符合預期的。CEPA 同 FTA 相同，是自由貿易協定。然而，自由貿易協定談判通常在兩個或兩個以上的主權國家之間展開。因此，一個新的名字叫做“更緊密經貿關係的安排”在“一國兩制”的框架內採納，雖然在所有其它方面，CEPA 是一個自由貿易區。

這項研究在幾個方面提供了一個新的實證研究的視角。首先，本研究側重於個別股票的表現，而不是簡單地採用市場指數。調查個股表現的優勢是能夠細緻地刻劃香港公司在中國內地業務的地域分佈同公司對 CEPA 反映程度的差別。其次，絕大多數的文獻(例如，Yen, 1989;Mansur, 1991;ChanandWei, 1996, KimandMei, 2001,

Ma, SunandTang, 2003)只集中於政治活動，但這項研究主要探討內地與香港的經濟事件如何對香港公司和股票市場產生影響。

最後但並非最不重要的是，若干學術文章僅考察了事件發生前後數天股票價格對事件的反應。例如，WongandCheung(1999 年)只集中在短期(21 天)股票收益變化。不過，本研究著眼於較長時間。因此，得以進行更全面的研究。

二、數據

收集的資料主要有三個來源：Datastream 的國際資料庫，Lexis-NEXIS(學術宇宙新聞全文資料庫)和 Worldscope 資料庫。研究期間包括 2002 年 1 月 15 日至 2003 年 12 月 18 號。樣本公司股票每日收盤價和恒生加權指數(恒指)資料收集自 Datastream。我們計算了以百分比表示的每種股票和恒指在事件研究期間的日回報率。所有日回報率資料對股票分割和分紅進行了調整。

額外的公司財務資料，如企業規模和杠杆比率，收集自 Datastream。這些資料包括 2002 年末公司市場價值(MV)，總債務對權益比例(D/E)和每股收益對平均價格比例(E/P)。這裡平均價格計算為 2002 年 1 月 1 日和 2002 年 12 月 31 日的每日收盤價的平均值。

我們採用定量指標，即在祖國大陸的公司資產和營業額的比例，評估香港企業在內地業務參與的水準。香港上市公司通常在其年度報告中披露公司資產和營業額的地理分佈。我們從 Worldscope 和 Lexis-NEXIS 資料庫收集這些資料，後者又是從公司的年度報告採集了資訊。我們以公司在中國內地的資產和營業額占公司總資產和總營業額的比例作為香港公司內地業務重要性的衡量指標。

最後的樣本包括在香港交易所上市的滿足以下選擇標準的 486

家公司：(一)公司披露了其資產或營業額的地理分佈；(二)公司的普通股在事件研究期間內在香港交易所連續交易，(三)公司於 2002 年 1 月 14 日之前上市。在這 486 家公司內，435 家公司具有資產和營業額的地理分佈資料，約佔所有主機板和創業板市場上市的股票總數的 45%。那些雖然在香港交易所上市，但是沒有關於營業額或資產的地理分佈資料的公司，以及地理分佈資料資訊模糊不明的公司，一概不納入樣本之中。

為了考察從事不同行業的公司的股票價格的反應是否有差異，我們將樣本公司分成兩個小組。我們設置 CEPA 關聯行業虛擬變數，對於 279 家 CEPA 關聯行業的公司，該變數取值 1，而對於 207 家非關聯行業的公司，該變數取值 0。區分關聯和非關聯公司的依據是 CEPA 附件一和附件四。如果一家公司自述公司的主營行業同 CEPA 附件一或四相符，我們就認定它是關聯行業的企業。

三、研究方法

本研究採用了標準的市場模型進行事件研究，來計算異常收益率。在獲得異常收益率(AR)的或累計異常收益率後，我們進行橫截面回歸模型擬合，看看不同時段的累積異常收益率和香港公司在內地的業務參與度以及其它解釋變數之間的關係。回歸分析的目的是確定是否香港上市公司對 CEPA 的簽署的反應取決於他們在內地的業務參與度。

基本的橫截面回歸模型設計如下：

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1(Level_i) + e_i \quad (1)$$

CAR 是企業 i 的累積異常回報率， $Level_i$ 是香港公司 i 在內地參與程度指標， β_0 和 β_1 是 OLS 回歸模型的截距和斜率估計值， e_i 是零

均值擾動項。

Level_i 採用公司在上一個財政年度於內地營業額或資產的比例。判斷公司在內地的業務參與程度和股票價格的反應的關係，Level_i 的係數估計值的統計顯著性至關重要。為了避免混雜事件引起的其它影響，我們採用不同長短的事件視窗，包括圍繞事件發生前後幾天的短期視窗和較長期的事件視窗。在整個研究中我們用參數 t 檢驗方法來決定調查結果的統計顯著性。

由於同方差對金融市場資料來說是個值得懷疑的假設，本研究採用 White 的異方差-一致性調整的標準差。White 的最小二乘估計的方差近似估計提供了一個正確的計算標準誤差的方法，因為傳統的最小二乘標準誤差在異方差情況下不正確。

此外，由於香港公司對內地事件的反應可能受各公司的經營規模和財務狀況的影響，本文試圖通過像 Bradford and Robinson (1997) 那樣在回歸分析中控制諸如杠桿比率和企業規模等變數來解決這一問題。由此擴展的回歸模型被指定為如下：

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1(Level_i) + \beta_2(MV_i) + \beta_3(E/P_i) + \beta_4(D/E_i) + e_i \quad (2)$$

次處 MV_i ， E/P_i 和 D/E_i 分別是公司市場價值，每股盈利/平均價格比例和總債務對權益的比例。

為了研究從事 CEPA 關聯和非關聯行業的公司股票反應的差異，我們進一步在回歸模型中加入 CEPA 關聯行業虛擬變數。此外，我們還必須考慮關聯行業同公司在內地業務參與程度之間的互動對股價變化的影響。綜合這些因素，回歸模型如下所示：

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1(Level_i) + \beta_2(Dummy_i) + \beta_3(Interaction_i) + \beta_4(MV_i) + \beta_5(E/P_i) + \beta_6(D/E_i) + e_i \quad (3)$$

此處 $Dummy_i$ 是一個 CEPA 關聯行業虛擬變數， $Interaction_i$ 是一個變數為 $Level_i$ 和 $Dummy_i$ 的乘積。

四、實證結果

4.1 事件研究結果

在採用事件研究法分析 CEPA 的影響時遇到的主要問題是 CEPA 的覆蓋面和貿易開放的程度已在審議過程中被預期到。因此，我們將事件視窗設定為-120 至+120 天的範圍。如表一所示，股市對 CEPA 的反應表現得有些不明朗。沒有超過連續三個交易日非正常回報率顯著為正，甚至在事件日當天非正常回報率也是不顯著。這反映了 CEPA 的簽署並不導致市場作出反應。

然而，顯著性的累積異常回報率集中在 CEPA 簽署後的第 8 日到第 120 日，這也是事件視窗結束的日期。所有在此期間顯著的累積異常回報率都是正的，這表明，CEPA 的簽署為香港的上市公司帶來了一段相當長時期的正向股價反應。

為了把握關聯和非關聯行業公司的累積異常回報率是否不同，我們在表一中羅列了這兩類行業的累積異常回報率。顯而易見，隸屬兩類行業的公司的累積異常回報率同總樣本的表現大體相同。例如，兩類行業樣本與總樣本的統計意義上顯著的異常回報率的分佈都較為分散。此外，在 CEPA 簽署當天的異常回報率在統計意義上不顯著。隸屬於關聯行業的公司的累積異常回報率從 CEPA 簽署後的第 9 天起變得顯著，而非關聯行業中的公司股票的累積超常回報率從事件發生後的第 8 天起變得顯著。有趣的是，非關聯行業的股票累積超常回報率似乎比關聯行業股票的累積超常回報率要更大。然而，總體上說，兩類公司股票的累積異常回報率大致相同。

表一的資料表明，CEPA 的簽訂，對香港股市作為一個整體以類似的方式產生影響，而不僅僅只是針對關聯行業的股票發生作用。雖然所有的累積超常回報率有一個正值，統計上顯著的累積異常回報率是從時段(0, 8)開始的。因此，CEPA 對香港股市的影響是積極的，而股價的反應散佈在一個相當長的時間區間內。

4.2 使用中國資產比率進行的簡單的回歸分析的結果

表二列示了利用香港公司在內地資產比例對不同時間區段進行橫截面回歸分析的結果。一個突出的現象是本表中的所有資產比例變數的估計係數符號均為負值。這些發現表明，在中國內地資產比重越高，CEPA 簽署帶來的超常回報率就越低。

導致這一負向關係的潛在原因可能是 CEPA 協議將那些原來在內地有業務活動的公司的固有優勢削弱了。在 CEPA 推出後，越來越多的香港公司會進軍內地市場，競爭日益激烈，終將導致原有內地業務公司的市場份額和競爭優勢減弱。此外，由於中國內地不斷開放，正按照時間表履行對世貿組織的承諾，這也對一些香港公司的先發優勢產生不利影響。

另一方面，原來沒有或極少參與內地市場的香港公司，則會將 CEPA 的簽署視為一個寶貴的拓展商機的契機。由於內地從 2004 年 1 月 1 日起對從香港進口的 273 種原產地為香港的產品實行零關稅，這些公司可以立即有一個進入和擴大在中國內地市場佔有率的良機。

另一個解釋這一負向關係的原因是，CEPA 簽署前不少香港的製造業企業已經將生產基地逐步向中國南部各省轉移，以享有較低的生產成本，它們難以返回香港，因而 CEPA 安排可能不會給這些企業帶來什麼好處。因此，研究結果顯示出內地資產比例和股價反應

的負向關係。

4.3 關聯行業和非關聯行業企業

為了探討 CEPA 對關聯和非關聯行業是否存在不同影響，我們在回歸模型中加入一個關聯行業虛擬變數。根據表二中 B 欄的結果，Dummy_i 變數的估計係數在統計學意義上幾乎對所有考察時段都不顯著，這意味著是否隸屬於 CEPA 關聯行業對公司的異常回報率沒有重大影響。這可能是由於 CEPA 已經並將對一大批行業產生影響，因此市場的良好憧憬惠及幾乎所有行業，並非當前的關聯行業明顯得益，而是整體股市對 CEPA 簽署作出了積極反應。這和表一的結果也是吻合的，即關聯和非關聯產業的股票沒有明顯的不同反應。

為了確保分析的穩健性，我們對關聯行業和非關聯行業公司兩個子樣本分別進行截面回歸。研究結果列於表三。在欄目 A 和 B 中，內地資產比例變數的估計係數絕大部分為負，兩類行業的分析結果同表二欄目 A 中的結果類似，證明瞭 CEPA 影響同行業相關性關係不大。

此外，表二的欄目 B 列示了包含內地資產比例，關聯行業虛擬變數和兩者的交叉乘積項的回歸模型結果。我們發現，在所有的考察時期內，交叉乘積項沒有產生顯示出統計學意義上顯著性的估計係數。這個結果並不令人驚奇。從以上分析可知，CEPA 的影響對行業關聯性的依賴相當弱。因此，對事件產生的超額回報率並非主要依靠關聯行業的股價反應來拉動。

在表二的欄目 C 中，我們在回歸模型中加入了市場價值(MV)，盈利/平均價格比(E/P)和總債務/權益比(D/E)作為額外的解釋變數。結果顯示，E/P 和 D/E 對解釋超額回報率作用不大。另一方面，企業規模(MV)和超額回報率卻呈現出顯著的負向關係，這表明市值越小

的公司在 CEPA 簽署後有更大的超常回報率。事實上，CEPA 框架設計是旨在幫助中小型企業，無論它們是香港本地的企業還是海外設在香港的企業，根據中國加入 WTO 協定，香港公司進入內地絕大部分服務業的門檻過高。CEPA 在 WTO 之上進一步降低了對香港大部分服務行業的公司進入內地的門檻，讓它們順利進入內地的服務業。因此，香港小型企業可受惠於旨在降低資產，資本，營業額或運營方面市場准入要求的 CEPA 的措施。比如，CEPA 將進入內地的銀行的資產標準從世貿組織的 200 億美元降為 60 億美元。這些新的較低的門檻有助於香港銀行進入內地市場。

4.4 使用在內地業務量比例的回歸分析

作為在中國內地的業務參與度的另一衡量指標，我們運用公司在內地的營業額的比例。表四列出相應的截面資料回歸的結果。根據此表，我們發現運用資產比例和營業額比例所得到的結果大致相同。首先，在欄目 A 中，營業額比例變數的估計係數為負。第二，如表四欄目 B 所示，關聯行業虛擬變數的估計係數在統計上不顯著，這反映了行業背景的影響不大。第三，交互乘積變數的係數在統計學上沒有任何顯著性。第四，如表五所示，對關聯行業和非關聯行業股票分別進行回歸，所得結果相似，顯示行業屬性影響微弱。

五、外國直接投資和貿易：一個替代關係？

總體來說，採用在中國內地的資產和營業額比例來衡量香港企業在內地的業務參與度，所得結果頗為一致。但是，當我們用內地資產比例時，內地業務參與度變數的估計係數在更多的時段中呈現出統計顯著性。

從學理上說，以資產比例衡量業務參與度對於我們解釋結果格外具有意義。資產水準相當接近於外國直接投資(FDI)存量這一概念。

我們認為，香港公司在內地的資產數量幾乎等同於香港公司對內地直接投資的存量。因此，我們的研究結果直接指向一個潛在的外國直接投資和出口之間可能存在的競爭或替代關係，這在經濟上更有意義。因此，運用在內地的資產比例來量度香港企業在內地滲透程度可能更為合理和適當。

從橫截面回歸結果看，公司在內地資產比例和超常回報率之間存在一個明顯的負相關關係。這可能部分地同外國直接投資與貿易的潛在的替代關係有關。由於香港輸往內地的出口品中 90% 可以享受 CEPA 的開放措施下的零關稅，出口貿易可能對香港公司來說變得更有吸引力。此外，由於對內地投資成本，風險和靈活程度等問題的關注，對內地進行商品出口可能是香港公司的一種優越的進入內地的模式。由於固定資產投資是不容易被提取或轉移，CEPA 的簽署可能使外國直接投資的吸引力在一定程度上降低。另一方面，如果公司在內地沒有或只有微不足道的資產，他們能夠享受 CEPA 帶來的進入中國市場的大量的貿易商機，因而他們的超常回報率也就顯得更高。

六、穩健性測試

由於 CEPA 的資訊在正式簽署前已經為媒體披露，我們不僅僅關注 CEPA 的正式簽署之日，為確保分析的穩健性，我們選擇 CEPA 消息首次披露的日子作為事件發生日。CEPA 消息最初於 2003 年 6 月 16 日下午由香港特別行政區行政長官董建華證實，並宣佈 CEPA 協定將在 6 月 30 日在香港簽署。我們因此選擇 2003 年 6 月 17 日，即消息公佈後的首個交易日，作為事件日。

然而，無論是事件研究結果和橫截面資料回歸結果，在使用這一新的事件日後並沒有顯示任何同前面幾節得出的結果具有顯著差異

的結果。

七、結束語

CEPA 的簽署對香港股市及香港的公司產生重大影響。本研究側重考察香港上市公司在內地的資產和業務比例同公司股價對 CEPA 簽署的反應之間的關係。我們發現兩者之間存在負相關的關係。我們從 CEPA 自由貿易協定帶來的市場競爭加劇等角度予以解釋。據我們所知，本文是第一次從公司業務地理分佈的角度探討自由貿易協定對個別公司股票價格的影響。因此，本研究為這一文獻帶入了新的見解和視角。未來我們可以進一步拓展這一項實證研究，我們可以對 CEPA 安排的第二階段和第三階段作出考察。此外，對於進入製造業和服務業的企業分組進行更為細緻的分析可能會提供更精確的結果，揭示有趣的現象。

參考文獻

- Agmon, Tamir and M. Chapman Findlay, 1982, "Domestic Political Risk and Stock Valuation," *Financial Analysts Journal* November-December, 74-77.
- Ajayi, Richard A. and Seyed Mehdian, 1994, "Rational Investors' Reaction to Uncertainty: Evidence from the World's Major Markets," *Journal of Business Finance & Accounting* 21(4), 533-545.
- Billingsley, Randall S., Robert E. Lamy and G. Rodney Thompson, 1987, "The Reaction of Defense Industry Stocks to World Events," *Akron Business and Economic Review* 18(2), 40-47.
- Binder, John J., 1985, "Measuring the Effects of Regulation with Stock Price Data," *Rand Journal of Economics* 16(2), 167-183.
- Binder, John J., 1998, "The Event Study Methodology Since 1969," *Review of Quantitative Finance and Accounting* 11, 111-137
- Bradford, Bruce M. and H. David Robison, 1997, "Abnormal Returns, Risk, and Financial Statement Data: The Case of the Iraqi Invasion of Kuwait," *Journal of Economics and Business* 49, 193-204.
- Brown, Stephen, and Jarold Warner, 1980, "Measuring Security Price Performance," *Journal of Financial Economics* 8, 205-258.
- Brown, Stephen, and Jarold Warner, 1985, "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies," *Journal of Financial Economics* 14, 3-31.
- Bruner, Robert, and John Simms, 1987, "The International Debt Crisis and Bank Security Returns in 1982," *Journal of Money, Credit and Banking* 19, 46-55.
- Campbell, John Y., Andrew W. Lo, and A. Craig Mackinlay, 1997, *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton: Princeton University Press.
- Carter, David A. and Betty J. Simkins, 2004, "The Market's Reaction to Unexpected, Catastrophic Events: The Case of Airline Stock Returns and the September 11th Attacks," *Quarterly Review of Economics and Finance* 44, 539-558.

- Chan, Y. C and K. C. John Wei, 1996, "Political Risk and Stock Price Volatility: The Case of Hong Kong," *Pacific-Basin Finance Journal* 4, 259-275.
- Chan, Y. C., Andy C.W. Chui and Chuck C. Y. Kwok, 2001, "The Impact of Salient Political and Economic News on the Trading Activity," *Pacific-Basin Finance Journal* 9, 195-217.
- Cutler, David M., James M. Poterba and Lawrence H. Summers, 1989, "What Moves Stock Prices?" *Journal of Portfolio Management* 15(3), 4-12.
- Dann, Larry Y. and Christopher M. James, 1982, "An Analysis of the Impact of Deposit Rate Ceilings on the Market Values of Thrift Institutions," *Journal of Finance* 37(5), 1259-1275.
- Engle, Robert F., 1982, "Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation," *Econometrica* 50(4), 987-1008.
- Fama, Eugene, 1970, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance* 25(2), 383-417.
- Fama, Eugene, 1976, *Foundations of Finance*, New York: Basic Books.
- Fama, Eugene, 1991, "Efficient Capital Markets: II," *Journal of Finance* 46(5), 1575-1617.
- Fama, Eugene, Fisher, Lawrence, Jensen, Michael and Roll, Richard, 1969, "The Adjustment of Stock Prices to New Information," *International Economic Review* 10, 1-21.
- Frankfurter, George and Helmut Schneider, 1995, "Some Further Examination of the Event Study Method of Analysis," *Research in Finance* 13, 275-295.
- Grace, Elizabeth, Lawrence C. Rose and Imre Karafiath, 1995, "Using Stock Return Data to Measure the Wealth Effects of Regulation: Additional Evidence from California's Proposition 103," *Journal of Risk and Insurance* 62(2), 271-285.
- Hamilton, Lawrence C., 2004, *Statistics with Stata: Updated for Version 8*, Brooks/Cole-Thomson Learning.
- Henderson, Glenn V., Jr., 1990, "Problems and Solutions in Conducting Event Studies," *Journal of Risk and Insurance* 57(2), 282-306.

- Hill, R. Carter, William E. Griffiths and George G. Judge, 2001, *Undergraduate Econometrics*, 2nd Ed, John Wiley & Sons, Inc.
- Hong Kong Trade Development Council Research Department, 2003, *CEPA – Opportunities beyond WTO*, TDC Research.
- Hong Kong Trade Development Council Research Department, 2003, *CEPA and Opportunities for Hong Kong*, TDC Research.
- Hong Kong Trade Development Council Research Department, 2004, *CEPA I & II: Opportunities for Hong Kong*, TDC Research.
- Hong Kong Trade Development Council Research Department, 2004, *CEPA I & II: Opportunities for Hong Kong Manufacturing Industries*, TDC Research.
- Hong Kong Trade Development Council Research Department, 2004, *CEPA I & II: Opportunities for Hong Kong Services Industries*, TDC Research.
- Howell, Jude, 1993, *China Opens Its Doors: The Politics of Economic Transition*. Hemel Hempstead: Harvester Wheatsheaf.
- Hunter, Alan, 1999, *Contemporary China*, New York: St. Martin's Press.
- Hutchings, Graham, 2001, *Modern China: A Guide to a Century of Change*, Cambridge, Mass: Harvard University Press.
- Izan, Haji Y., 1978, "An Empirical Analysis of the Economic Effects of Mandatory Government Audit Requirements," Ph. D. dissertation, University of Chicago.
- Karafiath, Imre, 1988, "Using Dummy Variables in the Event Methodology," *The Financial Review* 23, 351-357.
- Kim, Harold Y. and Jianping P. Mei, 2001, "What Makes the Stock Market Jump? An Analysis of Political Risk on Hong Kong Stock Returns," *Journal of International Money and Finance* 20, 1003-1016.
- Koh, Jeongsuk and N. Venkatraman, 1991, "Joint Venture Formations and Stock Market Reactions: An Assessment in the Information Technology Sector," *Academy of Management Journal* 34(4), 869-892.
- Kohl, Edward R., 1999, *The Stock Market Reaction to Layoff Announcements in Germany*, Master Thesis, The American University

- Lobo, Bento J., 1999, "Jump Risk in the U.S. Stock Market: Evidence Using Political Information," *Review of Financial Economics* 8, 149-163.
- Luo, Qi, 2001, *China's Industrial Reform and Open-door Policy 1980-1997: a case study from Xiamen*. Aldershot: Ashgate Publishing Limited.
- Ma, Yulong, Huey-Lian Sun and Alex P. Tang, 2003, "The Stock Return Effect of Political Risk Event on Foreign Joint Ventures: Evidence from the Tiananmen Square Incident," *Global Finance Journal*, 14, 49-64.
- MacKinlay, A Craig, 1997, "Event Studies in Economics and Finance," *Journal of Economic Literature* 35, 13-39.
- Mansur, Iqbal, 1991, "Tests of Market Efficiency of Major Equity Market Following an Unanticipated Event: The Case of the Tiananmen Square Uprising," *Journal of Economics and International Relations* 4, 89-97.
- Mansur, Iqbal, Steven J. Cochran, and David K. Seagers, 1990, "The Relationship Between the Argentinean Debt Rescheduling Announcement and Bank Equity Returns," *The Financial Review* 25, 321, 334.
- McWilliams, Abigail and Donald Siegel, 1997, "Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues," *Academy of Management Journal* 40(3), 626-657.
- Miller, Darius P., 1999, "The Market Reaction to International Cross-Listings: Evidence from Depositary Receipts," *Journal of Financial Economics* 51, 103-123.
- Moise, Edwin E., 1994, *Modern China: A History*, London; New York: Longman.
- Niederhoffer, V., 1971, "The Analysis of World Events and Stock Prices," *Journal of Business* 44, 193-219.
- Peterson, Pamela P., 1989, "Event Studies: A Review of Issues and Methodology," *Quarterly Journal of Business and Economics* 28(3), 36-66.

- Rabe-Hesketh, Sophia and Brian S. Everitt, 2004, *A Handbook of Statistical Analyses Using Stata*, 3rd Ed, Boca Raton: CRC Press/Chapman & Hall.
- Reilly, Frank K. and Eugene F. Drzycimski, 1973, "Tests of Stock Market Efficiency Following Major Events," *Journal of Business Research* 1, 57-72.
- Ruback, Richard S., 1982, "The Effect of Discretionary Price Control Decisions on Equity Values," *Journal of Financial Economics* 10, 83-105.
- Salinger Michael, 1992, "Standard Errors in Event Studies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 39-53.
- Sefcik Stephan E. and Rex Thompson, 1986, "An Approach to Statistical Inference in Cross-Sectional Models with Security Abnormal Returns as Dependent Variable," *Journal of Accounting Research* 24(2), 316-334.
- Swary, Itzhak, 1986, "Stock Market Reaction to Regulatory Action in the Continental Illinois Crisis," *Journal of Business* 59(3), 451-473.
- Thompson, Aileen J., 1993, "The Anticipated Sectoral Adjustment to the Canada- United States Free Trade Agreement: An Event Study Analysis," *The Canadian Journal of Economics* 26(2), 253-271.
- Wong, Kie Ann and Yan-Leung Cheung, 1999, "The Effect of Relocation of Corporate Domicile on Stock Returns: The Case of Hong Kong," *Journal of Asian Business* 15, 28-39.
- Yen, Gili, 1989, "Stock Market Response to Political Events: A Case study of the Sino-British Talks," *Proceedings of the Inaugural International Conference in Asian-Pacific Financial Markets*, 823-833.

附錄

表一：CEPA:不同時間段的超常彙報率

| 事件窗口 | 全部樣本 | | 關聯行業股票 | | 非關聯行業股票 | |
|-------------|---------------------|-------|---------------------|-------|---------------------|-------|
| | CAR(%) ^a | 標準差 | CAR(%) ^a | 標準差 | CAR(%) ^a | 標準差 |
| (-120,+120) | 47.04*** | 14.09 | 43.36** | 16.86 | 43.71** | 18.11 |
| (-120,-21) | 7.51 | 2.62 | 8.07 | 9.12 | 3.30 | 9.79 |
| (-20,-1) | 4.35 | 2.99 | 2.60 | 3.58 | 6.01 | 3.84 |
| (0,+1) | 0.58 | 0.91 | 0.00 | 1.09 | 1.24 | 1.17 |
| (0,+2) | 0.84 | 1.12 | 0.26 | 1.34 | 1.44 | 1.44 |
| (0,+3) | 1.05 | 1.30 | 0.65 | 1.55 | 1.38 | 1.67 |
| (0,+4) | 0.62 | 1.46 | 0.18 | 1.74 | 0.98 | 1.87 |
| (0,+5) | 0.54 | 1.60 | 0.16 | 1.91 | 0.81 | 2.06 |
| (0,+6) | 1.53 | 1.73 | 0.95 | 2.07 | 2.01 | 2.23 |
| (0,+7) | 2.92 | 1.85 | 2.21 | 2.22 | 3.55 | 2.38 |
| (0,+8) | 3.65* | 1.97 | 2.68 | 2.35 | 4.60* | 2.53 |
| (0,+9) | 5.54*** | 2.08 | 4.51* | 2.49 | 6.54** | 2.68 |
| (0,+10) | 5.69*** | 2.19 | 4.44* | 2.62 | 6.93** | 2.81 |
| (0,+20) | 7.28** | 3.08 | 6.41* | 3.68 | 7.68* | 3.96 |
| (0,+30) | 12.82*** | 3.81 | 12.58*** | 4.55 | 12.03** | 4.89 |
| (0,+60) | 29.92*** | 5.65 | 28.95*** | 6.76 | 29.11*** | 7.26 |
| (0,+90) | 32.32*** | 7.24 | 31.03*** | 8.66 | 30.95*** | 9.31 |
| (0,+120) | 35.19*** | 8.70 | 32.69*** | 10.40 | 34.40*** | 11.18 |

附注：

*表明在10%水準上具有統計顯著性，**表明在5%水準上具有統計顯著性，***表明在1%水準上具有統計顯著性。

a為了保證估計結果不受自回歸條件異方差(ARCH)問題的影響，本研究採用Lagrange乘數檢驗，原假設是在5%統計顯著性上不存在ARCH效應。

表二：CEPA:運用公司資產地理分佈資訊的橫截面資料回歸結果

| Panel A^a. Regression Model: $CAR_i = \beta_0 + \beta_1(Asset_i) + e_i$ | | | | | |
|---|-----------|-------------------------|----------|-------------------------|----------------|
| Returns Period | Intercept | Std. Error ^b | Asset | Std. Error ^b | R ² |
| (-120,+120) | 71.17*** | 7.60 | -0.49*** | 0.16 | 0.0201 |
| (-120,-21) | 11.39*** | 3.68 | -0.05 | 0.09 | 0.0006 |
| (-20,-1) | 6.47*** | 1.51 | -0.04 | 0.03 | 0.0044 |
| (0,+1) | 1.43** | 0.65 | -0.02** | 0.01 | 0.0102 |
| (0,+2) | 1.89*** | 0.73 | -0.03** | 0.01 | 0.0116 |
| (0,+3) | 2.36*** | 0.82 | -0.03** | 0.01 | 0.0125 |
| (0,+4) | 2.33** | 0.95 | -0.04** | 0.02 | 0.0118 |
| (0,+5) | 1.90** | 0.94 | -0.03* | 0.02 | 0.0090 |
| (0,+6) | 2.67*** | 0.98 | -0.02 | 0.02 | 0.0043 |
| (0,+7) | 4.13*** | 1.04 | -0.03 | 0.02 | 0.0047 |
| (0,+8) | 4.99*** | 1.12 | -0.03 | 0.02 | 0.0046 |
| (0,+9) | 6.53*** | 1.25 | -0.02 | 0.02 | 0.0012 |
| (0,+10) | 6.78*** | 1.30 | -0.01 | 0.02 | 0.0008 |
| (0,+20) | 8.64*** | 1.55 | -0.02 | 0.03 | 0.0006 |
| (0,+30) | 16.76*** | 2.38 | -0.09** | 0.04 | 0.0100 |
| (0,+60) | 43.28*** | 3.89 | -0.31*** | 0.07 | 0.0425 |
| (0,+90) | 46.31*** | 4.31 | -0.31*** | 0.08 | 0.0300 |
| (0,+120) | 53.31*** | 5.03 | -0.40*** | 0.10 | 0.0380 |

Panel B^a. Regression Model: $CAR_i = \beta_0 + \beta_1(Asset_i) + \beta_2(Dummy_i) + \beta_3(Interaction_i) + e_i$

| Returns Period | Intercept | Std. Error ^b | Asset | Std. Error ^b | Dummy | Std. Error ^b | Interaction | Std. Error ^b | R ² |
|----------------|-----------|-------------------------|----------|-------------------------|--------|-------------------------|-------------|-------------------------|----------------|
| (-120,+120) | 77.48*** | 13.03 | -0.61** | 0.24 | -10.88 | 15.94 | 0.21 | 0.32 | 0.0211 |
| (-120,-21) | 11.59* | 6.03 | -0.14 | 0.12 | -0.66 | 7.60 | 0.16 | 0.18 | 0.0038 |
| (-20,-1) | 9.78*** | 3.13 | -0.06 | 0.06 | -5.56 | 3.40 | 0.04 | 0.06 | 0.0157 |
| (0,+1) | 2.81** | 1.25 | -0.04** | 0.02 | -2.35* | 1.42 | 0.03 | 0.02 | 0.0227 |
| (0,+2) | 3.19** | 1.46 | -0.04* | 0.02 | -2.20 | 1.62 | 0.03 | 0.03 | 0.0203 |
| (0,+3) | 3.82** | 1.53 | -0.06** | 0.02 | -2.51 | 1.77 | 0.04 | 0.03 | 0.0209 |
| (0,+4) | 3.95** | 1.72 | -0.06** | 0.03 | -2.77 | 2.03 | 0.04 | 0.03 | 0.0189 |
| (0,+5) | 3.10* | 1.75 | -0.04 | 0.03 | -2.03 | 2.02 | 0.02 | 0.03 | 0.0137 |
| (0,+6) | 3.76** | 1.74 | -0.02 | 0.03 | -1.81 | 2.07 | 0.00 | 0.04 | 0.0112 |
| (0,+7) | 5.48*** | 1.89 | -0.03 | 0.03 | -2.24 | 2.22 | 0.01 | 0.04 | 0.0114 |
| (0,+8) | 6.83*** | 2.08 | -0.04 | 0.03 | -3.08 | 2.40 | 0.01 | 0.04 | 0.0147 |
| (0,+9) | 8.37*** | 2.32 | -0.02 | 0.04 | -3.04 | 2.68 | 0.00 | 0.05 | 0.0113 |
| (0,+10) | 9.39*** | 2.40 | -0.03 | 0.04 | -4.38 | 2.79 | 0.02 | 0.05 | 0.0142 |
| (0,+20) | 11.64*** | 2.67 | -0.05 | 0.05 | -5.07 | 3.24 | 0.05 | 0.06 | 0.0080 |
| (0,+30) | 16.94*** | 3.04 | -0.09 | 0.05 | -0.28 | 4.61 | -0.01 | 0.09 | 0.0102 |
| (0,+60) | 46.6*** | 6.80 | -0.37*** | 0.11 | -5.76 | 8.22 | 0.12 | 0.14 | 0.0442 |
| (0,+90) | 48.42*** | 7.59 | -0.33** | 0.13 | -3.57 | 9.13 | 0.03 | 0.17 | 0.0305 |
| (0,+120) | 56.12*** | 8.74 | -0.40*** | 0.15 | -4.66 | 10.61 | 0.01 | 0.20 | 0.0391 |

Panel C^a. Regression Model: $CAR_i = \beta_0 + \beta_1 (Asset_i) + \beta_2 (Dummy_i) + \beta_3 (Interaction_i) + \beta_4 (MV_i) + \beta_5 (E/P_i) + \beta_6 (D/E_i) + e_i$

| Returns Period | Intercept | Std. Error ^b | Asset | Std. Error ^b | Dummy | Std. Error ^b | Interaction | Std. Error ^b |
|----------------|-----------|-------------------------|----------|-------------------------|---------|-------------------------|-------------|-------------------------|
| (-120,+120) | 81.21*** | 13.43 | -0.54** | 0.24 | -6.92 | 16.15 | 0.09 | 0.32 |
| (-120, -21) | 11.83* | 6.26 | -0.14 | 0.12 | -0.9 | 7.88 | 0.16 | 0.18 |
| (-20, -1) | 9.81*** | 3.16 | -0.07 | 0.06 | -5.91* | 3.46 | 0.04 | 0.06 |
| (0, +1) | 3.08** | 1.32 | -0.05** | 0.02 | -3.00* | 1.63 | 0.04* | 0.02 |
| (0, +2) | 3.32** | 1.54 | -0.06** | 0.03 | -3.12* | 1.85 | 0.04 | 0.03 |
| (0, +3) | 3.87** | 1.64 | -0.07*** | 0.03 | -3.63* | 2.01 | 0.06** | 0.03 |
| (0, +4) | 3.95** | 1.81 | -0.08** | 0.03 | -4.07* | 2.23 | 0.06* | 0.04 |
| (0, +5) | 3.18* | 1.82 | -0.06* | 0.03 | -3.29 | 2.22 | 0.04 | 0.04 |
| (0, +6) | 3.85** | 1.77 | -0.04 | 0.03 | -3.06 | 2.24 | 0.02 | 0.04 |
| (0, +7) | 5.62*** | 1.93 | -0.05 | 0.04 | -3.4 | 2.4 | 0.03 | 0.04 |
| (0, +8) | 7.04*** | 2.11 | -0.05 | 0.04 | -4.13 | 2.59 | 0.03 | 0.04 |
| (0, +9) | 8.61*** | 2.34 | -0.04 | 0.04 | -4.4 | 2.81 | 0.02 | 0.05 |
| (0, +10) | 9.75*** | 2.41 | -0.04 | 0.04 | -5.67* | 2.92 | 0.04 | 0.05 |
| (0, +20) | 11.96*** | 2.64 | -0.07 | 0.05 | -6.92** | 3.35 | 0.08 | 0.07 |
| (0, +30) | 17.59*** | 3.09 | -0.08 | 0.06 | -0.64 | 5.13 | -0.01 | 0.09 |
| (0, +60) | 49.30*** | 6.92 | -0.31*** | 0.11 | -2.52 | 8.33 | 0 | 0.15 |
| (0, +90) | 51.36*** | 7.77 | -0.26** | 0.13 | 0.2 | 9.17 | -0.07 | 0.17 |
| (0, +120) | 59.57*** | 8.93 | -0.33** | 0.15 | -0.12 | 10.59 | -0.11 | 0.2 |

Panel C^a. Regression Model: $CAR_i = \beta_0 + \beta_1 (Asset_i) + \beta_2 (Dummy_i) + \beta_3 (Interaction_i) + \beta_4 (MV_i) + \beta_5 (E/P_i) + \beta_6 (D/E_i) + e_i$ (Continuous)

| Returns Period | MV | Std. Error ^b | E/P | Std. Error ^b | D/E | Std. Error ^b | R ² |
|----------------|------------|-------------------------|-----------|-------------------------|---------|-------------------------|----------------|
| (-120,+120) | -0.0011*** | 0.0003 | -67.6 | 52.2 | 0.0025 | 0.0247 | 0.0342 |
| (-120, -21) | -0.0002** | 0.0001 | -1.75 | 22.84 | 0.0033 | 0.0171 | 0.0042 |
| (-20, -1) | -0.0001*** | 0 | 6.13 | 5.89 | -0.001 | 0.0028 | 0.0198 |
| (0, +1) | 0 | 0 | 0.36 | 2.77 | 0.0095 | 0.0075 | 0.0937 |
| (0, +2) | 0 | 0 | 5.90** | 2.99 | 0.0102 | 0.0083 | 0.0946 |
| (0, +3) | 0 | 0 | 7.87** | 3.95 | 0.0092 | 0.0085 | 0.0763 |
| (0, +4) | 0 | 0 | 8.73* | 4.86 | 0.01 | 0.0084 | 0.0662 |
| (0, +5) | 0 | 0 | 7.70* | 4.22 | 0.0101 | 0.0082 | 0.0604 |
| (0, +6) | 0 | 0 | 8.06 | 5.11 | 0.0107 | 0.0078 | 0.0554 |
| (0, +7) | 0.0000* | 0 | 7.87 | 5.36 | 0.0102 | 0.0082 | 0.0481 |
| (0, +8) | -0.0001*** | 0 | 6.71 | 5.68 | 0.0097 | 0.0083 | 0.0444 |
| (0, +9) | -0.0001*** | 0 | 8.62 | 6.13 | 0.0103 | 0.0082 | 0.0414 |
| (0, +10) | -0.0001*** | 0 | 6.58 | 6.05 | 0.0111 | 0.008 | 0.0428 |
| (0, +20) | -0.0001* | 0.0001 | 9.64 | 8.54 | 0.0145 | 0.0091 | 0.0356 |
| (0, +30) | -0.0002*** | 0.0001 | -2.95 | 9.45 | 0.0053 | 0.0177 | 0.0156 |
| (0, +60) | -0.0006*** | 0.0002 | -59.22*** | 21.98 | 0.0021 | 0.0176 | 0.0811 |
| (0, +90) | -0.0007*** | 0.0002 | -61.52** | 27.04 | -0.0009 | 0.0162 | 0.0622 |
| (0, +120) | -0.0008*** | 0.0002 | -71.99** | 31.78 | 0.0002 | 0.0158 | 0.0715 |

附注：

*表明在10%水準上具有統計顯著性，**表明在5%水準上具有統計顯著性，***表明在1%水準上具有統計顯著性。

a: 欄目 A, B 和 C 包含 435 家樣本公司

b: 所有的標準誤差項經過了異方差穩健性調整。

表三： CEPA:運用公司資產地理分佈資訊分行業的橫截面資料回歸結果

| Panel A^a. Regression Model: $CAR_i = \beta_0 + \beta_1(Asset_i) + e_i(Affiliated Industry Stocks)$ | | | | | |
|---|-----------|-------------------------|----------|-------------------------|----------------|
| Returns Period | Intercept | Std. Error ^b | Asset | Std. Error ^b | R ² |
| (-120,+120) | 66.60*** | 9.17 | -0.40* | 0.21 | 0.0118 |
| (-120,-21) | 10.93** | 4.63 | 0.02 | 0.13 | 0.0001 |
| (-20,-1) | 4.22*** | 1.31 | -0.03 | 0.03 | 0.0028 |
| (0,+1) | 0.45 | 0.67 | -0.01 | 0.01 | 0.0019 |
| (0,+2) | 0.99 | 1.42 | -0.02 | 0.01 | 0.0061 |
| (0,+3) | 1.32 | 0.89 | -0.01 | 0.02 | 0.0024 |
| (0,+4) | 1.18 | 1.08 | -0.02 | 0.02 | 0.0038 |
| (0,+5) | 1.08 | 1.02 | -0.02 | 0.02 | 0.0060 |
| (0,+6) | 1.95* | 1.12 | -0.02 | 0.02 | 0.0055 |
| (0,+7) | 3.24*** | 1.17 | -0.02 | 0.02 | 0.0047 |
| (0,+8) | 3.75*** | 1.20 | -0.02 | 0.02 | 0.0040 |
| (0,+9) | 5.32*** | 1.35 | -0.02 | 0.03 | 0.0016 |
| (0,+10) | 5.02*** | 1.41 | -0.01 | 0.03 | 0.0002 |
| (0,+20) | 6.57*** | 1.84 | 0.01 | 0.04 | 0.0001 |
| (0,+30) | 16.66*** | 3.46 | -0.09 | 0.07 | 0.0089 |
| (0,+60) | 40.85*** | 4.62 | -0.25*** | 0.09 | 0.0312 |
| (0,+90) | 44.85*** | 5.08 | -0.30*** | 0.11 | 0.0285 |
| (0,+120) | 51.45*** | 6.00 | -0.40*** | 0.13 | 0.0371 |

Panel B^a. Regression Model: $CAR_i = \beta_0 + \beta_1 (Asset_i) + e_i$ (Non-Affiliated Industry Stocks)

| Returns Period | Intercept | Std. Error ^b | Asset | Std. Error ^b | R ² |
|----------------|-----------|-------------------------|----------|-------------------------|----------------|
| (-120,+120) | 77.48*** | 13.04 | -0.61** | 0.24 | 0.0373 |
| (-120, -21) | 11.59* | 6.04 | -0.14 | 0.12 | 0.0089 |
| (-20, -1) | 9.78*** | 3.14 | -0.06 | 0.06 | 0.0074 |
| (0, +1) | 2.81** | 1.25 | -0.04** | 0.02 | 0.0255 |
| (0, +2) | 3.19** | 1.46 | -0.04* | 0.02 | 0.0198 |
| (0, +3) | 3.82** | 1.53 | -0.06** | 0.02 | 0.0311 |
| (0, +4) | 3.95** | 1.72 | -0.06** | 0.03 | 0.0258 |
| (0, +5) | 3.10* | 1.75 | -0.04 | 0.03 | 0.0137 |
| (0, +6) | 3.76** | 1.74 | -0.02 | 0.03 | 0.0037 |
| (0, +7) | 5.48*** | 1.89 | -0.03 | 0.03 | 0.0054 |
| (0, +8) | 6.83*** | 2.08 | -0.04 | 0.03 | 0.0063 |
| (0, +9) | 8.37*** | 2.32 | -0.02 | 0.04 | 0.0012 |
| (0, +10) | 9.39*** | 2.40 | -0.03 | 0.04 | 0.0027 |
| (0, +20) | 11.64*** | 2.67 | -0.05 | 0.05 | 0.0054 |
| (0, +30) | 16.94*** | 3.04 | -0.09 | 0.05 | 0.0128 |
| (0, +60) | 46.60*** | 6.80 | -0.37*** | 0.11 | 0.0588 |
| (0, +90) | 48.42*** | 7.60 | -0.33** | 0.13 | 0.0323 |
| (0, +120) | 56.12*** | 8.75 | -0.40*** | 0.15 | 0.0399 |

附注：

*表明在10%水準上具有統計顯著性，**表明在5%水準上具有統計顯著性，***表明在1%水準上具有統計顯著性。

a: 欄目 A 和 B 分別包含 257 和 178 家樣本公司

b: 所有的標準誤差項經過了異方差穩健性調整

表四：CEPA:運用公司營業額地理分佈資訊的橫截面資料回歸結果

Panel A^a. Regression Model: $CAR_i = \beta_0 + \beta_1(\text{Turnover}_i) + e_i$

| Returns Period | Intercept | Std. Error ^b | Turnover | Std. Error ^b | R ² |
|----------------|-----------|-------------------------|----------|-------------------------|----------------|
| (-120,+120) | 59.19*** | 6.96 | -0.20 | 0.19 | 0.0037 |
| (-120,-21) | 5.72 | 3.84 | 0.10 | 0.14 | 0.0024 |
| (-20,-1) | 5.40*** | 1.43 | -0.02 | 0.03 | 0.0018 |
| (0,+1) | 1.43*** | 0.53 | -0.02** | 0.01 | 0.0128 |
| (0,+2) | 1.59*** | 0.58 | -0.02 | 0.01 | 0.0059 |
| (0,+3) | 2.11*** | 0.66 | -0.03** | 0.01 | 0.0113 |
| (0,+4) | 2.44*** | 0.73 | -0.05*** | 0.01 | 0.0243 |
| (0,+5) | 2.19*** | 0.72 | -0.04** | 0.02 | 0.0168 |
| (0,+6) | 2.69*** | 0.78 | -0.02 | 0.02 | 0.0053 |
| (0,+7) | 3.83*** | 0.81 | -0.02 | 0.02 | 0.0022 |
| (0,+8) | 4.47*** | 0.85 | -0.01 | 0.02 | 0.0011 |
| (0,+9) | 6.16*** | 0.99 | -0.00 | 0.02 | 0.0001 |
| (0,+10) | 6.26*** | 1.02 | -0.00 | 0.02 | 0.0000 |
| (0,+20) | 8.36*** | 1.28 | -0.02 | 0.03 | 0.0011 |
| (0,+30) | 15.69*** | 2.04 | -0.06 | 0.04 | 0.0045 |
| (0,+60) | 39.97*** | 3.42 | -0.22*** | 0.07 | 0.0253 |
| (0,+90) | 42.07*** | 3.88 | -0.20** | 0.08 | 0.0131 |
| (0,+120) | 48.08*** | 4.44 | -0.27*** | 0.09 | 0.0194 |

Panel B^a. Regression Model: $CAR_i = \beta_0 + \beta_1(\text{Turnover}_i) + \beta_2(\text{Dummy}_i) + \beta_3(\text{Interaction}_i) + e_i$

| Returns Period | Intercept | Std. Error ^b | Turnover | Std. Error ^b | Dummy | Std. Error ^b | Interaction | Std. Error ^b | R ² |
|----------------|-----------|-------------------------|----------|-------------------------|--------|-------------------------|-------------|-------------------------|----------------|
| (-120,+120) | 67.82*** | 11.10 | -0.32 | 0.21 | -14.65 | 14.39 | 0.23 | 0.37 | 0.0059 |
| (-120,-21) | 7.35 | 5.76 | -0.01 | 0.13 | -3.14 | 7.91 | 0.20 | 0.29 | 0.0058 |
| (-20,-1) | 7.61*** | 2.90 | -0.01 | 0.05 | -3.55 | 3.19 | -0.03 | 0.06 | 0.0158 |
| (0,+1) | 2.39** | 1.05 | -0.02 | 0.02 | -1.56 | 1.17 | 0.00 | 0.02 | 0.0279 |
| (0,+2) | 2.53** | 1.16 | -0.02 | 0.02 | -1.53 | 1.29 | 0.00 | 0.02 | 0.0179 |
| (0,+3) | 2.86** | 1.20 | -0.03 | 0.02 | -1.24 | 1.42 | 0.00 | 0.03 | 0.0159 |
| (0,+4) | 3.53*** | 1.32 | -0.05** | 0.02 | -1.82 | 1.57 | 0.01 | 0.03 | 0.0296 |
| (0,+5) | 2.88** | 1.34 | -0.04* | 0.02 | -1.12 | 1.56 | 0.00 | 0.03 | 0.0205 |
| (0,+6) | 3.86*** | 1.35 | -0.03 | 0.02 | -1.95 | 1.64 | 0.01 | 0.03 | 0.0103 |
| (0,+7) | 5.23*** | 1.44 | -0.03 | 0.02 | -2.32 | 1.72 | 0.02 | 0.03 | 0.0081 |
| (0,+8) | 6.03*** | 1.57 | -0.02 | 0.03 | -2.57 | 1.84 | 0.01 | 0.04 | 0.0091 |
| (0,+9) | 7.86*** | 1.80 | -0.01 | 0.03 | -2.79 | 2.13 | 0.01 | 0.04 | 0.0076 |
| (0,+10) | 8.67*** | 1.84 | -0.02 | 0.03 | -4.00* | 2.17 | 0.02 | 0.04 | 0.0113 |
| (0,+20) | 11.01*** | 2.15 | -0.05 | 0.04 | -4.46* | 2.66 | 0.06 | 0.06 | 0.0072 |
| (0,+30) | 14.76*** | 2.38 | -0.03 | 0.05 | 1.66 | 3.88 | -0.06 | 0.08 | 0.0055 |
| (0,+60) | 42.32*** | 5.70 | -0.26*** | 0.10 | -3.98 | 7.13 | 0.06 | 0.13 | 0.0261 |
| (0,+90) | 45.76*** | 6.63 | -0.24** | 0.11 | -6.21 | 8.15 | 0.08 | 0.17 | 0.0145 |
| (0,+120) | 52.86*** | 7.39 | -0.30** | 0.12 | -7.95 | 9.24 | 0.05 | 0.18 | 0.0217 |

Panel C^a. Regression Model: $CAR_i = \beta_0 + \beta_1 (\text{Turnover}_i) + \beta_2 (\text{Dummy}_i) + \beta_3 (\text{Interaction}_i) + \beta_4 (MV_i) + \beta_5 (E/P_i) + \beta_6 (D/E_i) + e_i$

| Returns Period | Intercept | Std. Error ^b | Turnover | Std. Error ^b | Dummy | Std. Error ^b | Interaction | Std. Error ^b |
|----------------|-----------|-------------------------|----------|-------------------------|---------|-------------------------|-------------|-------------------------|
| (-120,+120) | 76.67*** | 11.67 | -0.28 | 0.2 | -10.51 | 14.45 | 0.1088 | 0.37 |
| (-120, -21) | 9.05 | 6.08 | 0 | 0.13 | -2.64 | 8.12 | 0.1876 | 0.29 |
| (-20, -1) | 7.76*** | 2.98 | -0.01 | 0.05 | -3.86 | 3.24 | -0.0294 | 0.06 |
| (0, +1) | 2.46** | 1.12 | -0.03 | 0.02 | -1.83 | 1.3 | -0.0012 | 0.02 |
| (0, +2) | 2.38* | 1.23 | -0.02 | 0.02 | -1.96 | 1.43 | 0.0002 | 0.02 |
| (0, +3) | 2.51* | 1.31 | -0.03 | 0.02 | -1.84 | 1.54 | 0.0102 | 0.03 |
| (0, +4) | 3.10** | 1.42 | -0.06** | 0.02 | -2.56 | 1.67 | 0.0211 | 0.03 |
| (0, +5) | 2.55* | 1.42 | -0.04* | 0.02 | -1.79 | 1.66 | 0.0043 | 0.03 |
| (0, +6) | 3.53** | 1.42 | -0.04 | 0.02 | -2.65 | 1.7 | 0.0224 | 0.03 |
| (0, +7) | 4.98*** | 1.52 | -0.03 | 0.03 | -3.00* | 1.79 | 0.024 | 0.03 |
| (0, +8) | 5.94*** | 1.65 | -0.02 | 0.03 | -3.16 | 1.92 | 0.0131 | 0.04 |
| (0, +9) | 7.79*** | 1.89 | -0.01 | 0.03 | -3.51 | 2.15 | 0.0117 | 0.04 |
| (0, +10) | 8.94*** | 1.9 | -0.02 | 0.03 | -4.67** | 2.2 | 0.0253 | 0.04 |
| (0, +20) | 10.98*** | 2.24 | -0.06 | 0.04 | -5.51** | 2.69 | 0.0727 | 0.06 |
| (0, +30) | 16.01*** | 2.52 | -0.03 | 0.05 | 1.69 | 4.19 | -0.069 | 0.09 |
| (0, +60) | 47.82*** | 5.83 | -0.24** | 0.09 | -1.39 | 7.1 | -0.0046 | 0.13 |
| (0, +90) | 51.57*** | 6.82 | -0.21* | 0.11 | -2.88 | 7.99 | -0.0054 | 0.16 |
| (0, +120) | 59.87*** | 7.6 | -0.26** | 0.12 | -4 | 9.04 | -0.0494 | 0.18 |

Panel C^a. Regression Model: $CAR_i = \beta_0 + \beta_1 (\text{Turnover}_i) + \beta_2 (\text{Dummy}_i) + \beta_3 (\text{Interaction}_i) + \beta_4 (MV_i) + \beta_5 (E/P_i) + \beta_6 (D/E_i) + e_i$
 (Continuous)

| Returns Period | MV | Std. Error ^b | E/P | Std. Error ^b | D/E | Std. Error ^b | R ² |
|----------------|------------|-------------------------|------------|-------------------------|---------|-------------------------|----------------|
| (-120,+120) | -0.0007*** | 0.0002 | -160.82*** | 53.07 | -0.0004 | 0.0263 | 0.0318 |
| (-120, -21) | 0 | 0 | -37.21 | 27.77 | 0.0033 | 0.0178 | 0.0089 |
| (-20, -1) | 0.0000** | 0 | 2.82 | 7.73 | -0.0024 | 0.0027 | 0.0192 |
| (0, +1) | 0 | 0 | 0.23 | 4.66 | 0.0085 | 0.0079 | 0.0818 |
| (0, +2) | 0 | 0 | 4.94 | 4.9 | 0.0099 | 0.0087 | 0.0832 |
| (0, +3) | 0 | 0 | 9.21 | 6.3 | 0.0094 | 0.009 | 0.0719 |
| (0, +4) | 0 | 0 | 10.83 | 7.67 | 0.0102 | 0.0088 | 0.0792 |
| (0, +5) | 0 | 0 | 8.46 | 6.96 | 0.0104 | 0.0086 | 0.065 |
| (0, +6) | 0 | 0 | 9.28 | 7.26 | 0.0113 | 0.0081 | 0.0554 |
| (0, +7) | 0 | 0 | 8.08 | 7.17 | 0.0107 | 0.0086 | 0.0426 |
| (0, +8) | 0.0000** | 0 | 5.48 | 7.27 | 0.0104 | 0.0087 | 0.0378 |
| (0, +9) | -0.0001** | 0 | 5.97 | 7.65 | 0.0118 | 0.0084 | 0.036 |
| (0, +10) | -0.0001* | 0 | -0.71 | 7.57 | 0.0126 | 0.0082 | 0.0383 |
| (0, +20) | -0.0001* | 0 | 7.18 | 11.51 | 0.015 | 0.0096 | 0.0307 |
| (0, +30) | -0.0001** | 0.0001 | -17.94 | 13.32 | 0.0091 | 0.0185 | 0.0146 |
| (0, +60) | -0.0004** | 0.0001 | -99.43*** | 20.77 | 0.0064 | 0.0182 | 0.0761 |
| (0, +90) | -0.0005*** | 0.0002 | -106.43*** | 27.09 | -0.0028 | 0.0176 | 0.0554 |
| (0, +120) | -0.0005*** | 0.0002 | -126.42*** | 30.41 | -0.0013 | 0.0172 | 0.0668 |

附注：

*表明在10%水準上具有統計顯著性，**表明在5%水準上具有統計顯著性，***表明在1%水準上具有統計顯著性。

a: 欄目 A, B 和 C 包含 435 家樣本公司

b: 所有的標準誤差項經過了異方差穩健性調整

表五： CEPA:運用公司營業額地理分佈資訊分行業的橫截面資料回歸結果

Panel A^a. Regression Model: $CAR_i = \beta_0 + \beta_1(\text{Turnover}_i) + e_i(\text{Affiliated Industry Stocks})$

| Returns Period | Intercept | Std. Error ^b | Turnover | Std. Error ^b | R ² |
|----------------|-----------|-------------------------|-----------|-------------------------|----------------|
| (-120,+120) | 53.18*** | 9.15 | -0.0971 | 0.31 | 0.0008 |
| (-120,-21) | 4.21 | 5.42 | 0.1963 | 0.26 | 0.0071 |
| (-20,-1) | 4.06*** | 1.33 | -0.0430* | 0.02 | 0.0085 |
| (0,+1) | 0.83 | 0.51 | -0.0252** | 0.01 | 0.0228 |
| (0,+2) | 1.00* | 0.58 | -0.0201* | 0.01 | 0.0126 |
| (0,+3) | 1.62** | 0.75 | -0.0263* | 0.02 | 0.0138 |
| (0,+4) | 1.72** | 0.85 | -0.0419** | 0.02 | 0.0231 |
| (0,+5) | 1.76** | 0.81 | -0.0415* | 0.02 | 0.0215 |
| (0,+6) | 1.91** | 0.93 | -0.0191 | 0.02 | 0.0035 |
| (0,+7) | 2.91*** | 0.94 | -0.0108 | 0.02 | 0.0010 |
| (0,+8) | 3.46*** | 0.96 | -0.0102 | 0.02 | 0.0009 |
| (0,+9) | 5.06*** | 1.13 | -0.0033 | 0.03 | 0.0001 |
| (0,+10) | 4.67*** | 1.15 | 0.0066 | 0.03 | 0.0002 |
| (0,+20) | 6.54*** | 1.57 | 0.0077 | 0.05 | 0.0002 |
| (0,+30) | 16.41*** | 3.06 | -0.0866 | 0.07 | 0.0077 |
| (0,+60) | 38.34*** | 4.28 | -0.1957** | 0.09 | 0.0194 |
| (0,+90) | 39.54*** | 4.74 | -0.1635 | 0.12 | 0.0088 |
| (0,+120) | 44.91*** | 5.55 | -0.2504* | 0.14 | 0.0158 |

Panel B^a. Regression Model: $CAR_i = \beta_0 + \beta_1(\text{Turnover}_i) + e_i$
(Non-Affiliated Industry Stocks)

| Returns Period | Intercept | Std. Error ^b | Turnover | Std. Error ^b | R ² |
|----------------|-----------|-------------------------|------------|-------------------------|----------------|
| (-120,+120) | 67.82*** | 11.11 | -0.3236 | 0.21 | 0.0129 |
| (-120,-21) | 7.35 | 5.77 | -0.0086 | 0.13 | 0.0000 |
| (-20,-1) | 7.61*** | 2.90 | -0.0129 | 0.05 | 0.0004 |
| (0,+1) | 2.39** | 1.05 | -0.0222 | 0.02 | 0.0102 |
| (0,+2) | 2.53** | 1.16 | -0.0166 | 0.02 | 0.0043 |
| (0,+3) | 2.86** | 1.20 | -0.0287 | 0.02 | 0.0113 |
| (0,+4) | 3.53*** | 1.32 | -0.0528** | 0.02 | 0.0292 |
| (0,+5) | 2.88** | 1.34 | -0.0376* | 0.02 | 0.0147 |
| (0,+6) | 3.86*** | 1.35 | -0.0318 | 0.02 | 0.0098 |
| (0,+7) | 5.23*** | 1.44 | -0.0267 | 0.02 | 0.0056 |
| (0,+8) | 6.03*** | 1.57 | -0.0195 | 0.03 | 0.0025 |
| (0,+9) | 7.86*** | 1.80 | -0.0103 | 0.03 | 0.0005 |
| (0,+10) | 8.67*** | 1.84 | -0.0165 | 0.03 | 0.0013 |
| (0,+20) | 11.01*** | 2.15 | -0.0545 | 0.04 | 0.0102 |
| (0,+30) | 14.76*** | 2.39 | -0.0288 | 0.05 | 0.0014 |
| (0,+60) | 42.32*** | 5.71 | -0.2600*** | 0.10 | 0.0336 |
| (0,+90) | 45.76*** | 6.63 | -0.2411** | 0.12 | 0.0205 |
| (0,+120) | 52.86*** | 7.39 | -0.3021** | 0.12 | 0.0266 |

附注：

*表明在10%水準上具有統計顯著性,**表明在5%水準上具有統計顯著性,***表明在1%水準上具有統計顯著性。

a:欄目 A 和 B 分別包含 250 和 185 家樣本公司

b:所有的標準誤差項經過了異方差穩健性調整