

南華大學

財務管理研究所碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION

INSTITUTE OF FINANCIAL MANAGEMENT

NAN HUA UNIVERSITY



台灣上市公司購併宣告對公司股票報酬之影響  
THE EFFECT OF PUBLIC-LISTED COMPANIES' M&A  
ANNOUNCEMENT IN TAIWAN

指導教授：許鈺珮 博士

ADVISOR: PH.D. YU-PEI HSU

研究生：許露云

GRADUATE STUDENT: LU-YUN HSU

中華民國九十五年七月

## 準碩士推薦函

本校財務管理研究所研究生 許露云 君在本校 碩士班 修業 二 年，已經完成本所碩士班規定之修業課程及論文研究之訓練。

1.在修業課程方面：許露云 君已修滿 39 學分，其中必修科目：

財務管理專題研討、投資決策理論與分析、金融市場與機構等科目，成績及格（請查閱碩士班歷年成績）。

2.在論文研究方面：許露云 君在學期間已完成下列論文：

(1)碩士論文：台灣上市公司購併宣告對公司股票報酬之影響

(2)另有發表期刊：

「公司購併宣告對公司股票報酬率波動之影響」—證券櫃檯

月刊 124 期

本人認為 許露云 君已完成南華大學財務管理研究所之碩士養成教育，符合訓練水準，並具備本校碩士學位考試之申請資格，特向碩士資格審查小組推薦其初稿，

名稱：台灣上市公司購併宣告對公司股票報酬之影響，以參加碩士論文口試。

指導教授：許金珮 簽章

中華民國 95 年 9 月 10 日

南 華 大 學

財 務 管 理 研 究 所

碩 士 學 位 論 文

台灣上市公司購併宣告對公司股票報酬之影響  
The Effect of Public-Listed Companies' M&A Announcement in Taiwan.

研究生：許露云

經考試合格特此證明

口試委員：施嘉隆

張瑞真

許銀珊

\_\_\_\_\_

指導教授：許銀珊

所 長：徐清俊

口試日期：中華民國 95 年 5 月 28 日

## 版權宣告

本論文之內容並無抄襲其他著作之情事，且本論文之全部或一部份並未使用在申請其他學位論文之用。

# 南華大學財務管理研究所九十一學年度第二學期碩士論文摘要

論文題目：台灣上市公司購併宣告對公司股票報酬之影響

研究生：許露云

指導教授：許鈺珮 博士

## 論文摘要內容：

在過去 10 年所進行的許多購併案件中，主併公司是否真能因購併活動而對其股東財富產生正面效益，此乃值得探討之問題。當企業從事購併消息揭露時，訊息的傳遞及對股東報酬的影響為本研究所要討論的重點。本研究以上市公司於 1989 年至 2000 年宣佈購併事件共 146 個樣本，採用事件研究法進行實證分析。由於傳統市場模式並未考量殘差項異質變異之情形，故本研究改採一般化自身迴歸異質變異數法 (GARCH) 估計市場模式。實證結果顯示：

1. 國內上市公司購併宣告當天對主併公司股東報酬率有顯著的正向效果。
2. 高科技產業購併宣告對股東報酬率有正向效果。
3. 相關性購併宣告對股東報酬率具有正面宣告效果。
4. 在國外購併宣告日當天對股東報酬率有著正向的報酬率。
5. 迴歸結果可發現購併地區、產業的相關性、過去績效表現等變數對主併公司累積異常報酬率有顯著解釋能力。

關鍵詞：購併、事件研究法、市場模式、GARCH。

**Title of Thesis:** The Effect of Public-Listed Companies' M&A Announcement in Taiwan.

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

**Graduate date:** July 2006

**Degree Conferred:** M.B.A.

**Name of student:** Lu-Yun Hsu

**Advisor:** Ph.D. Yu-Pei Hsu

## Abstract

The merger and acquisition (M&A) behaviors in Taiwan have grown rapidly for last ten years. By means of M&A activities, the enterprises of Taiwan are able to acquire more technology, know-how, capital, and resources of customers. Obviously, it is the shortcut for the enterprises of Taiwan to improve their competition. For M&A cases happened in the last ten years, whether the M&A activities increase the stockholder's wealth of merging companies is worthy to discuss. When the information of M&A activities is revealed, how do the stock prices change as time goes by? And will the declaration effect influence the stock prices in the short run? This research collects 146 samples of the M&A events declared from 1989 to 2000 and uses the event study method to analyze empirically. Since traditional market model does not take the residual variances into consideration, this research adopts GARCH model to estimate the results. The empirical results are as follows:

1. The M&A activities of the public-listed companies in Taiwan positively affect the stock rate of return on the declaration day.
2. The declaration of M&A activities positively influences the return of the stock prices of the Hi-tech industry.
3. The declaration of relevant M&A activities affects the stock prices positively.
4. The declaration of the foreign countries M&A activities in influences the stock prices in a positive way.

5. Variables including M&A area, the relationship of industry, the firm's past performance, etc, have significant explanatory power for the accumulated abnormal rate of return.

Keywords : M&A, event study method, market model, GARCH.

# 目 錄

準碩士推薦函	ii
論文口試委員審定書	iii
版權宣告	iv
目錄	vii
表目錄	ix
圖目錄	x
第一章 緒論	1
第一節 前言	2
第二節 研究背景與動機	3
第三節 研究目的	3
第四節 研究流程及論文架構	4
第二章 文獻探討	5
第一節 購併動機之理論文獻探討	5
第二節 購併宣告之相關實證文獻探討	6
第三節 文獻小結	12
第三章 研究設計	13
第一節 研究流程圖	13
第二節 研究樣本、資料來源及選樣標準	14
第三節 研究方法	16
第四章 實證結果與分析	28
第一節 樣本特性	28
第二節 資料檢定	31
第三節 事件期異常報酬率分析	32
第四節 實證小結	47
第五章 結論與建議	50
第一節 結論	48
第二節 研究限制與後續研究建議	50
參考文獻	51
附錄 購併宣告全體樣本	55

## 表目錄

表 3-1	全年劃分之樣本	15
表 3-2	預期符號表	27
表 4-1	依年度劃分之樣本	28
表 4-2	樣本依產業別分類	29
表 4-3	樣本依購併類型分類	30
表 4-4	樣本依購併地區分類	30
表 4-5	各樣本單根檢定	31
表 4-6	全體樣本購併宣告資料	32
表 4-7	高科技樣本宣告購併資料	35
表 4-8	傳統產業宣告購併資料	37
表 4-9	相關性產業購併宣告資料	39
表 4-10	非相關性產業購併宣告資料	41
表 4-11	國內購併宣告資料	43
表 4-12	國外購併宣告資料	45
表 4-13	橫斷面複迴歸分析	46

# 圖目錄

圖 1-1	論文架構圖	4
圖 3-1	研究流程圖	14
圖 3-2	研究期間設定圖	18
圖 4-1	全體樣本事件期異常報酬率	32
圖 4-2	高科技產業購併宣告異常報酬率	34
圖 4-3	傳統產業購併宣告異常報酬率	36
圖 4-4	相關性產業購併宣告異常報酬率	38
圖 4-5	非相關性產業	40
圖 4-6	國內購併宣告報酬率	42
圖 4-7	國外購併宣告報酬率	44



# 第一章 緒論

本章分成四節。第一節為前言，第二節為研究背景與動機，進而引申出第三節本論文的研究目的，最後整理出第四節的研究流程及論文架構。

## 第一節 前言

購併(Merger and Acquisition, M&A)是合併(Merger)與收購(Acquisition)的簡稱而來，因為牽涉到兩個不同的法人個體的權利義務問題，而有不同的併購型態的結合方式，此兩者皆是以取得或強化對某公司經營權與控制權所進行之財務活動。

公司經營的目的在追求股東財富極大化，藉此增加股東財富。而公司追求成長的方式有二種：1.內部擴充，係指企業利用資本預算程序決定投資方案，使企業規模呈現穩定漸進的成長。2.外部擴充，乃是激烈且驟進的成長方式，即所謂的收購與合併。一般將以購併方式取得某家公司主導權或經營權的企業稱為主併公司(Acquiring Firm)而將被取得主導權或經營權的公司稱為目標公司(Target Firm)。

因為購併提供企業擴展其業務與規模、改變經營績效及增加公司價值最重要的途徑，所以隨著國際間的開放，市場的自由化、區域經濟的整合愈加頻繁，處在這種競爭情況下的公司，必須以購併做為其發展的手段。

當公司選擇購併來提高企業價值，目的是為了追求綜效(Synergy)。主要是希望當兩家公司購併後所創造出來的價值愈大，也就是 1+1 大於 2 的原理，則綜效就存在。

而購併可分為 4 種類型：(1)水平式購併：指收購從事相同業務之公司的橫向發展，其重點是可產生規模經濟，降低營運成本，及擴張市場佔有率，進而降低市場競爭壓力。(2)垂直式購併：同產業中、下游公司間的收購行為。其目的為可獲得穩定零組件、原料、成品及供應來源，或產品銷售通路，其重點在於提高效率，以便降低生產成本。(3)中心式(又稱同源式)購併：同一產業中，業務性質不太相關的公司之結合，是屬於大型企業多角化經營的模式。由收購與本業相關而前景好的事業體，可使整個集團產生更高的競爭優勢，而建立在某個領域的領先地位。(4)複合式購併：不同產業中，業務性質完全不同且互不往來公司間之結合，亦是集團式多角化收購模式。其動機是促進企業業績的大幅成長，並且避免資金過於集中某產業，而將投資風險分散。

## 第二節 研究背景與動機

全球化的購併風潮，最早發生於本世紀初期，隨後逐漸在全球各地形成熱潮。其中又以美國最為盛行，到目前為止，已經發生了 5 次購併熱潮。在這 5 次的購併熱潮中，每次特性及目標均不盡相同，也就因為如此，相關的法律規章也不斷地訂定及修改，以規範日益盛行的購併案。近年來，美國在強勁的經濟成長與解除銀行業與證券業間不可相互經營的限制下，企業購併案屢創新高。依據統計資料可知，1997 年宣佈的購併案有 10,700 件，購併總金額為 9,570 億美元，1998 年為 11,900 多億美元，而 1999 年在美國高科技產業購併熱潮的帶動之下，購併總金額高達 14,000 億美元，創下歷史新高。

根據歐洲經濟暨合作發展組織最新出版的財經市場調查報告，歐洲是全球以企業購併取得股權風氣最盛的地區，尤其以英國最為愛好此道。僅在 5 年前，以購併取得股權最盛的是美國，如今英國躍居全球第一，預示著歐洲新的經營策略已起步，但

這一策略卻不一定師法美國。這份財經報告首先指出，去年全世界共有 29 個國家參與跨國購併，總件數有 5,000 餘件，不論購併總值或是件數，皆較前年大幅成長 50%。而在這 5,000 餘件中，其中 2,785 件的買主是歐洲企業家，只有 1,808 件是美國買主。歐洲買主中，最多的是英國，約佔了全世界購併交易總值的三分之一，德、法緊追在後。不過這份財經報告特別指出，歐洲的購併風潮並不是突然而來的，而是漸進的，以 1999 年為例，全世界購併金額的前十名幾乎全是歐洲的買主與賣主，只是進行得沒有那麼轟動罷了。

台灣在過去 10 年來，購併活動呈現快速成長，尤其在加入世界貿易組織後，台灣企業不可避免地面臨更直接、激烈的國際競爭態勢，而購併可讓企業獲取更多技術知識、資金來源及市場客戶，乃是提升企業競爭力的捷徑。尤其對目前尚未能提供完整金融服務的國內金融機構而言，購併活動能夠促使其加速整合腳步以因應國際化競爭。

當國內陸續通過「金融機構合併法」、「金融控股公司法」及「企業併購法」等相關購併法令，表示政府努力移除法令限制、簡化核准程序及提供稅的誘因而來鼓勵國內企業進行購併活動以幫助台灣經濟達到全球化。然而在過去 10 年所進行的許多購併案件中，主併公司是否真能因購併活動而對其股東財富產生正面效益，此乃值得探討之問題。而當企業從事購併消息揭露時，訊息的傳遞與短期股價變化的關係又是如何。當主併公司宣告購併時，股價的短期波動關係亦為本研究所要討論的重點。

### 第三節 研究目的

基於上述研究動機，本文以台灣上市公司購併宣告事件為樣本，針對資料進行

實證研究，欲達成下列之目的：

1. 探討台灣上市公司購併宣告時主併公司之累積異常報酬。
2. 探討台灣企業從事不同型態之購併宣告時對股價報酬率變化之關係。
3. 探討高科技產業與傳統產業購併宣告與股價的關聯性。
4. 探討國內外購併行為是否會為主併公司股價帶來影響。
5. 最後並以橫斷面複迴歸探討影響累積異常報酬的因素。

#### 第四節 研究流程及論文架構

本研究共分為5章，論文架構如圖1-1所示。論文架構簡述如下：第一章為緒論，說明本研究之研究動機、研究目的及研究架構。第二章為文獻探討。第三章為研究設計，並詳述所採用之研究方法及研究樣本。第四章為實證結果。第五章為結論與建議。

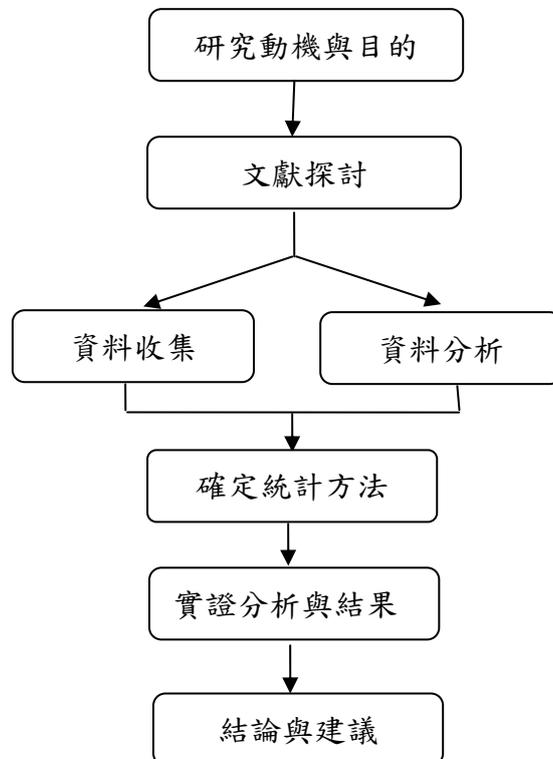


圖 1-1 論文架構圖

## 第二章 文獻探討

由研究背景與動機進而探討前學者之文獻，並將文獻整理於本章節。本章分為二節。第一節介紹購併動機的文獻，來與本論文之結果相互佐證。二節介紹購併實證的文獻探討，找尋文獻研究不足之處加以探討。

### 第一節 購併動機之理論文獻探討

企業從事購併活動之動機，或是為了追求購併綜效，或是為了滿足管理者的私心。茲將過去文獻中，對於購併動機之探討彙整如下。

#### 一、多角化(Diversification)

Levy and Sarnat (1970)認為若依股東之立場言，只能透過資本市場投資組合理論來分散其系統風險。管理當局認為複合式合併所形成的多角化經營，可以穩定盈餘源流，降低股東所承受的風險，使公司價值增加，此論點與投資組合理論相似。

#### 二、代理問題(Agency Problem)

代理理論係由Jensen and Meckling (1976)提出，從代理問題的觀點去研究購併有兩個方向：

- (一)若管理當局不為股東戮力以赴，那麼其績效不佳，使得公司股價遠低於其潛在價值，此時便可能招來其它公司的惡意接收，而此種接收經常會把管理者撤換或剝奪其權力。因此害怕招來惡意接收，管理者會努力經營，使股價與

公司潛在價值一致。依此觀之，合併活動可以解決代理問題。

(二)另有一派研究者主張合併活本身經常就是一種代理問題，主張該項觀點的學者認為經理的報酬通常與公司規模成正相關，因此在「經理自利主義」(Managerialism)的驅使，於是經理人更想盡辦法擴充公司規模。又某些成熟公司獲利力高，但乏適當的投資機會，因此公司每年有過多的現金，不過又不願意加發股利給股東，此時購併其他公司便成為消耗多餘現金的很好途徑。

### 三、傲慢假說(Hubris Hypothesis)

Richard Roll(1986)認為有許多公司經營者太過傲慢，太過高估自己的能力，認為併購目標公司後必能使其轉虧為盈，因此往往造成買貴了或買錯了的情況。

### 四、差異效率理論(Differential Efficiency Theory)

根據Copeland and Weston (1988)所提出的理論觀點主要是認為，公司的經營間存在著效率性的差異，因此當兩家管理效率不同的公司合併後，透過經營能力的移轉，改善標的公司的經營效率與管理技巧，則將使整個併購案產生綜效。

### 五、市場力理論(Market Power Theory)

Scherer and Ross (1990)支持合併的另一重要理由就是合併可擴張市場佔有率，如此將可獲得規模經濟和提高公司的競爭力。但是實際上擴張市場佔有不一定能產生規模經濟，此外，過高的市場佔有率會招致政府的管制。

## 第二節 購併宣告之相關實證文獻探討

對於公司而言，由於購併動機及公司特質等因素之差異，會造成不同的購併宣告效果。茲將與本研究有關之國內外實證文獻加以整理說明。

#### 一、購併宣告對主併公司股價影響

蔣為峰(1989)以1971年4月至1988年12月在台灣上市主併公司，共21件購併事件為研究樣本。利用市場模式估算異常報酬及累積異常報酬，估計期為宣告日前180日至宣告日前60日，事件期為宣告日前59日至宣告日後30日。研究結果顯示，購併宣告將增加主併公司之股東財富，且購併宣告支持台灣證券市場符合半強式效率資本市場之假說。

陳匯中(1995)以1989年1月至1994年12月進行購併宣告在台上市之主併公司，共42件為研究樣本。採用傳統事件研究法及殘差分析法，以市場模式計算異常報酬及累積異常報酬。研究結果顯示，上市公司進行購併宣告將使股東財富增加。

洪麗惠(1995)以1987年1月至1994年12月止共45家上市公司為研究樣本，採事件研究法，利用市場模式計算異常報酬及累積異常報酬，並以T-Test 檢定異常報酬之顯著性。同時，亦利用迴歸式分析宣告日前一日至當日共兩日累積異常報酬之顯著解釋變數。研究結果顯示，購併宣告對主併公司之股東財富在宣告當日與前一日有顯著正報酬；但就整個觀察期間而言，則為顯著負向的宣告效果。其次，經營績效較佳之主併公司及自由現金流量高之主併公司，其購併宣告之累積異常報酬較大。經營績效較差之主併公司，其購併宣告之累積異常報酬與自由現金流量比成正相關。

簡秀薇(1998)以1988年2月至1996年12月止，共120個購併事件為樣本。運用事件研究，以市場模式計算異常報酬及累積異常報酬。以T-Test 檢定異常報酬

是否顯著異於零。實證結果顯示，購併宣告對主併公司股東財富有不顯著之正向效果。目標公司與主併公司之相對規模與購併宣告之累積異常報酬間呈現顯著正向相關。

孫梅瑞與陳隆麒(2002)以1987年至1997年間共138個購併宣告樣本。採用事件研究法與統計檢定，其中以股票報酬率代表短期績效，而以財務指標代表長期經營績效。實證結果顯示台灣上市公司從事購併活動，以爭取時間價值、整合資金與技術資源的公司制行為，具有提升股東財富與增加公司價值。

翁霓與杜曉君(2003)以台灣上市公司1990年至1998年間曾經宣告購併事件共79件為研究樣本。採用事件研究法進行實證分析。實證結果顯示主併公司資產報酬率愈好，購併宣告時的股東財富愈低。

Asquith, Bruner and Mullins (1983)以1963年至1978年在NYSE或AMEX上市之主併公司共214個案為研究樣本。採市場模式進行累積異常報酬分析。研究結果顯示，購併宣告的確會提高主併公司之股東財富，即價值創造假說成立。

Draper and Paudyal(1999)以1988年至1996年間主併購案計930個樣本，其中主併公司349個，目標公司581個。利用事件研究法得到主併公司併購宣告日當天，其股東財富不顯著負向效果，但目標公司有顯著正向效果。

Kiyamaz and Mukherjee (2000)以美國上市公司於1982年至1991年共計253個樣本，其中為主併公司樣本112個，為目標公司樣本141個。採用國際市場模式與迴歸分析法。美國主併公司併購宣告效果並不會因目標公司所屬國家而有所不同。

Shelton (2000)以1962年至1983年間之併購案，計199個樣本。採用事件研究法去探討併購宣告對主併公司與目標公司股價之影響。主併公司與目標在併購宣告日當天均有顯著正向報酬，但在宣告前一日，卻有不顯著之負向報酬。

## 二、支付方式

羅素良(1991)以1989年及1990年在台灣上市之主併公司共22件購併案例為研究對象，其中換股購併之樣本計3件，現金購併之樣本則有19件。探討購併宣告是否使主併公司股東獲得異常報酬，及以換股或現金方式進行交易之主併公司，其股東財富是否顯著不同。以市場模式估算異常報酬及累積異常報酬，再以T-Test檢定異常報酬之顯著性。研究結果顯示，平均而言，換股購併之主併公司股東，在宣告日前後之事件期有顯著之異常報酬；而現金購併之主併公司股東則無。

葉秋美與顏錫銘(1993)以1987年至1992年間的64家上市購併公司為樣本，利用CUSUM-SO<sub>5</sub>檢定再以事件研究法與殘差分析為研究，發現宣告期間中換股購併顯然要比現金支付的主併公司要享有較高的利得。

Travlos(1987)以1972年至1981年在NYSE或AMEX上市之主併公司，共167件購併事件為研究樣本，其中以現金購併者計100件，而換股購併者計67件。以市場模式及殘差分析為研究方法。實證結果顯示，現金購併會使主併公司之股東財富減損，而換股購併使主併公司之股東獲得正常報酬。

Loughran and Vijh (1997)以1970年至1989年期間因從事購併活動而於NYSE、AMEX 或NASDAQ下市之947家公司為研究對象，並利用迴歸分析與T-Test檢定。結果顯示，相對於對照公司而言，主併公司以公開收購並以現金完成之購併活動，其長期股東財富具有顯著之正報酬；而以吸收購併並以換股完

成之購併活動，主併公司之股票報酬呈現顯著之負報酬。至於目標公司之長期股東財富則有顯著之正報酬。

### 三、對目標公司股價影響

Mandelker(1974)以1941年至1962年間之252家目標公司，運用普通股每月的報酬率分別計算經風險調整後之月異常報酬率，並以「合併生效日」為事件日，結果發現目標公司於購併宣告前享有12%的正向異常報酬。

Dodd(1980)以1971年至1977年間126家主併公司及151目標公司為樣本。實證結果顯示，在宣告日前40天至宣告日期間累積報酬為23.42%，且在購併宣告日當天有4.3%的異常報酬。

Bradley, Desai and Kim(1988)探討1963年至1984年236個成功股票收購事件對股東財富之影響，但其更進一步探究法令限制對購併之影響，實證結果在無法令限制時，目標公司股東利益之增加是建立在購併公司股東財富之減少，而當股票收購產生激烈競爭時，得標之主併公司將付出超額成本。

### 四、產業相關程度之購併宣告效果

彭一正(1992)以1987年至1991年工商時報或經濟日報披露之海外購併事件，且主併公司為國內上市公司，共計19件為研究樣本。運用市場模式估算異常報酬。研究結果顯示非相關產業購併會顯著的增加股東財富，相關產業購併則無顯著變化。而在相關產業購併中，以取得技術為目的之主併公司，會產生顯著之正向異常報酬；至於以取得市場為目的之主併公司，其股東財富則無顯著變化。

謝惠貞(1997)以1987年至1996年進行購併宣告之上市公司共85件為研究標

的。採事件研究法，利用市場模式估計異常報酬及累積異常報酬。研究結果顯示，主併公司從事購併活動可獲取正向但不顯著之報酬。國內購併事件中，未有足夠證據支持從事相關產業購併活動者所獲之利得會大於從事非相關產業購併活動者；但國際購併事件中則支持從事相關產業購併活動者所獲之利得會大於從事非相關產業購併活動者。

羅明敏與呂兆文(1995)以1989年1月至1997年12月共86個購併事件為樣本。採事件研究法。其次，運用複迴歸模式分析宣告日前一日至宣告日當日之2日累積異常報酬之顯著解釋變數。研究結果顯示，購併宣告對主併公司股東財富具正面且顯著之影響。相關性產業購併宣告具有正向且顯著之宣告效果；而非相關產業之購併，僅在購併宣告後期，更多相關資訊揭露後才具宣告效果。相關產業購併與非相關產業購併兩者之宣告效果並無顯著之差異。

Agrawal, Jaffe and Mandelkder(1992)則針對購併行為對股東財富的影響作長期分析，其研究發現相關與非相關購併均為股東帶來負向報酬，但相關購併卻表現更差。

## 五、國內外購併宣告對股價之影響

Doukas and Travlos(1988)以1975年至1983年共計301件購併事件為研究樣本。以市場模式為研究方法。實證結果顯示，從事國際購併的確能提高主併公司之股東財富。倘若主併公司從未至目標公司所在國投資，主併公司將可藉由此一跨國購併獲得顯著利得。

彭一正(1992)以1987年至1991年共計19購併事件為研究樣本。運用市場模式估算異常報酬。實證結果顯示，國際購併宣告帶給主併公司股東顯著且正向之異常報酬。就產業相關性而論，非相關產業購併會顯著的增加股東財富，相關

產業購併則無顯著變化。

羅明敏與呂兆文(1995)以1989年1月至1997年12月共86個購併事件為研究樣本。採事件研究法。研究結果顯示，購併宣告對主併公司股東財富具正面且顯著之影響。國際購併宣告能為主併公司股東帶來正向之異常報酬；而國內購併宣告僅具短暫的即期宣告效果。

陳可欣(2001)以1987年1月至2000年1月之跨國併購案計53個樣本。採用三因子模式法探討主併公司跨國併購宣告對股東財富短期與長期的影響，並分析目標公司所在國為已開發國家否對累積異常報酬之影響。研究結果為主併公司從事跨國併購具有長期顯著的累積異常報酬。

### 第三節 文獻小結

從事購併活動對於主併公司而言是否有利，對此，經由國內外的許多相關文獻得知，學者們對此並未有一致的看法。而由文獻中也得知，國內外學者研究領域多為探討購併宣告對主併公司及目標公司股東財富之影響，其次是支付方式之購併宣告效果對股票累積報酬之關聯，而對於購併型態、產業別等探討較不多見。

因此本研究除了延續過去文獻的作法，另一方面彌補過去文獻的不足，再加以研究高科技產業與傳統產業出現購併宣告時，其報酬率的變化有何不同。最後並以橫斷面複迴歸分析總資產報酬率、每股盈餘與負債比率等研究變數對購併事件累積異常報酬率的影響，找出合理的解釋，加以詮釋。

## 第三章 研究設計

本章分為四節。第一節先確立研究流程圖，第二節說明研究樣本的來源與選擇樣本的標準，第三節介紹本研究所使用的研究方法。

### 第一節 研究流程圖

此節為本研究流程圖，先做資料的收集並選用市場模式。並利用單根檢定資料是否為定態。其後加以檢定異質性與否，如果有 ARCH 效果則選用 GARCH 模型的估計參數，無 ARCH 效果則選用 OLS 模型的估計參數。選定最合適的估計參數後再加以計算異常報酬率。再用橫斷面複迴歸找出影響異常報酬率之因素，最後再做結論。

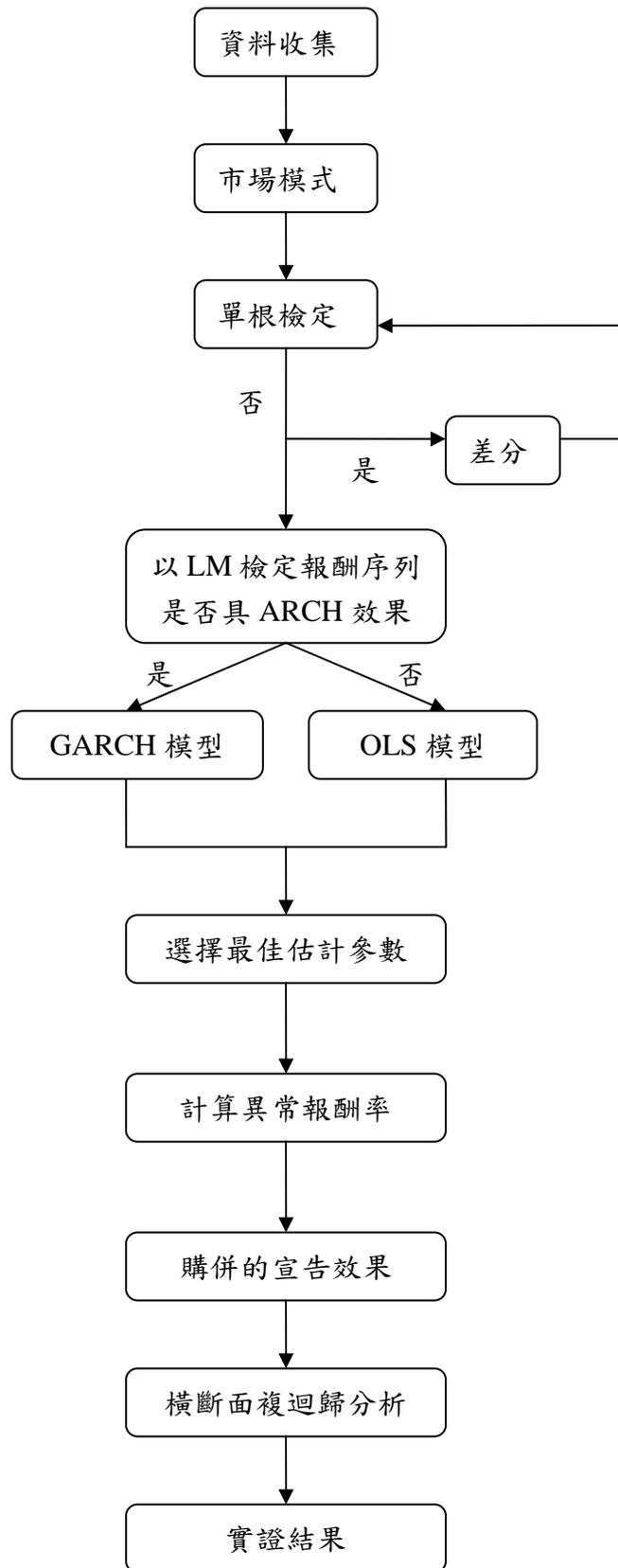


圖 3-1 研究流程圖

## 第二節 研究樣本、資料來源及選樣標準

### 一、研究樣本

由於國內購併件數不像國外那麼多，因此本研究以1989年至2000年間台灣地區境內宣告購併事件之上市公司為研究樣本，涵蓋期間為12年，樣本數共146家購併資料(參見附錄)，依年度劃分樣本見表3-1。使用軟體為台灣經濟新報事件研究法軟體。

表3-1 依年度劃分之樣本

年度	樣本數	百分比
2000年	17	11.6%
1999年	19	13%
1998年	14	9.6%
1997年	15	10.3%
1996年	15	10.3%
1995年	10	6.8%
1994年	7	4.8%
1993年	13	8.9%
1992年	8	5.6%
1991年	4	2.7%
1990年	12	8.2%
1989年	12	8.2%
合計	146	100%

### 二、資料來源

- 1.購併事件資料初次查詢自上市公司公開說明書及嘉義市立圖書館知識贏家資料庫。
- 2.購併宣告之確認取自國家圖書館館藏之歷年報紙。
- 3.關於宣告購併公司發行人加權指數之日報酬資料取自「台灣經濟新報資料

庫」。(由於台灣經濟新報資料庫之股票報酬率已對股票除權、除息、股票股利和現金股利等進行調整，因此可直接採用。)

### 三、選樣標準

- 1.主併公司宣告購併時，需已是台灣證券交易所公開上市之公司。
- 2.為確保主併公司之相關資料能完整取得，購併事件必須為吸收合併、資產收購或股權收購，創設合併不列入研究樣本。
- 3.宣告日不明確者不列入本研究樣本。
- 4.公司同一年度內有兩次以上購併宣告，僅保留第一次購併事件。因第二次購併事件可能為受第一次購併事件影響，所以不考慮第二次購併宣告。
- 5.無法取得估計期足夠股價資料者不列入本研究樣本。

## 第三節 研究方法

### 一、單根檢定

基於財務資料、變數多存在單根的普遍現象，因此在進行時間數列的實證研究之前，大多採用單根檢定，以決定實證模型是採原始水準變數，或是採用差分的方式進行。所以進行模型估計之前，我們必須先確定資料是否具穩定性(Stationary)，若資料具有非穩定的性質，則傳統的 $t$ 分配與 $F$ 分配將過度拒絕虛無假設，而導致不正確的統計推論。也就是當迴歸分析若具有極高的 $R^2$ 值而 $DW$ 值趨近於零，顯示高度自我相關之下，則呈現虛假迴歸的情形，此時一切的統計推論將不具任何意義。所以首先必須檢定資料的穩定性。

Said and Dickey(1984)提出ADF檢定，在原模型中加入變數的落差項以解決誤差項可能不為白噪音(White Noise)的問題。對於一時間數列 $Y_t$ ，ADF所要檢定數列是否恆定之迴歸式有下列3種主要形式：

$$\Delta Y_t = \rho Y_{t-1} + \sum_{t-1}^P \lambda_t \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3-1)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \rho Y_{t-1} + \sum_{t-1}^P \lambda_t \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3-2)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta_t + \rho Y_{t-1} + \sum_{t-1}^P \lambda_t \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3-3)$$

其中：

$Y_t$  為數列y的原始資料值。

$\Delta Y_t$  為數列Y取一階差分(First difference)。

$\alpha$  為漂浮項(Drift)。

$t$  為時間趨勢變數。

$\varepsilon_t$  為誤差項。

其虛無假設與對立假設分別為： $H_0: \rho = 0$ ， $H_1: \rho \neq 0$  若接受虛無假設  $H_0$ ，則  $Y_t$  為非定態的時間數列，反之則為定態的數列。

## 二、事件研究法

是為了解某一特定事件的發生或公佈，與股票市場證券價格間關聯性之實證。此方法最早是由 Fama, Fisher, Jensen and Roll(1969)探討公司股票分割之訊息效果與資本市場效率的關係所使用方法，日後學者就稱這種研究方法為事件研究法。也就是利用統計方法檢定異常報酬率狀況，亦即檢定期望異常報酬率是否為零，虛無假設為  $H_0: E(R_i | event) - E(R_i) = 0$ ，其中  $E(R_i | event)$  與  $E(R_i)$  分別代表有無事件發生之下的期望報酬率，藉以明瞭事件是否對公司股價造成影響。

### (一)研究期間之確定

- 1.本研究係指公司首次發佈宣告購併的訊息訂為事件日。
- 2.本研究的事件期指宣告日前第30日至宣告日後第30日，共計61天。
- 3.本研究的估計期指宣告日前第31日至宣告日前320日，合計290日。
- 4.本研究觀察期為宣告日前第320天至宣告日後第30天，合計351日。

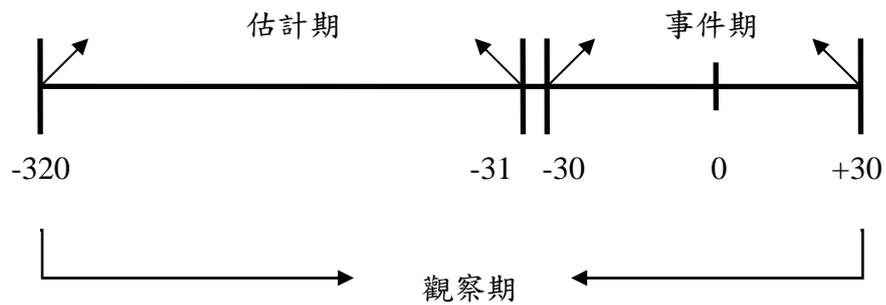


圖 3-2 研究期間設定圖

### (二)定義與估計異常報酬率

一般來說，股票報酬率預期模式可以分為三大類：

#### 1.平均調整模式(Mean Adjusted Returns Model)

此模式存在一個強烈假設，亦即個別證券事件期的預期報酬率即為估計期平均報酬率。

$$E(\hat{R}_{iE}) = \frac{1}{T_i} \sum_{t=t_1}^{t_2} R_{it} \quad (3-4)$$

其中：

$R_{it}$  代表  $i$  公司在估計期  $t$  期的報酬率。

$E(R_{iE})$  代表  $i$  公司事件期  $E$  期的預期報酬率。

## 2. 市場指數調整模式(Market Adjusted Returns Model)

此模式是假設某公司股價報酬率事件期在某一期之預期報酬率即為當期市場報酬率，亦即

$$E(\hat{R}_{iE}) = R_{mE} \quad (3-5)$$

其中：

$R_{mE}$  為市場報酬率。

$R_{mE}$  市價加權指數。

## 3. 市場模式(Market Model)

根據Brenner(1979)研究報告指出，無論使用平均調整模式、市場指數調整模式或市場模式，其所獲得的結果差異並不大。因此，本研究以文獻上最常被使用的市場模式，作為預期報酬率的估計模式。市場模式係指假設個別證券的報酬率可以由市場報酬率來解釋，即彼此間存在一簡單線性關係。利用普通最小平方法(Ordinary Least Square, OLS)建立以下迴歸模式：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3-6)$$

其中：

$R_{it}$  為第  $i$  種股票在第  $t$  期之日報酬率。

$R_{mt}$  為第  $t$  期時市場投資組合日報酬率，以台灣加權股價指數為代理變數。

$\alpha_i$  為市場模式之截距項。

$i$  為衡量第  $i$  種證券報酬率隨市場報酬率變動之情形

$\varepsilon_{it}$  為誤差項

經過最小平方法即可以得到估計值  $\hat{\alpha}_i$  與  $\hat{\beta}_i$ ，因此事件期  $E$  期的預期報酬率為：

$$E(\hat{R}_{iE}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mE} \quad (3-7)$$

然而股價報酬率往往出現波動聚集(Volatility Clustering)的現象，亦即大波動伴隨著大波動。Engle(1982)提出自我相關異質條件變異數(Autoregressive Conditional Heteroscedasticity Variance, ARCH)模式以及 Bollerslev(1986)提出的一般化 ARCH 模式(Generalized ARCH, GARCH)可以描述此現象。一般實務上，GARCH(1,1)為較常用的模型，因此本文亦以此模式作為假設，亦即

$$\begin{aligned} R_{it} &= \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}, \quad \varepsilon_{it} | \varepsilon_{it-1}, \varepsilon_{it-2}, K \sim N(0, \sigma_{it}^2) \\ \sigma_{it}^2 &= w_i + a_i \varepsilon_{it-1}^2 + b_i \sigma_{it-1}^2 \end{aligned} \quad (3-8)$$

其中，模式的參數必須使用最大概似(Maximum Likelihood)估計法，經過計算可以得到最大概似估計值(Maximum Likelihood Estimator, MLE)。因此事件期  $E$  期的預期報酬率計算方式如下：

$$E(\hat{R}_{iE}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mE} \quad (3-9)$$

### 三、Durbin-Watson檢定

在檢定GARCH效果時，首先須檢定殘差值是否具有一階無關二階相關的特性，且該數列呈高峰肥尾的分配。對於一階相關以Durbin-Watson(DW)統計量來檢定；二階相關以拉氏乘數(LM Test)來檢定。設迴歸模型 $Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + \varepsilon_t$ 且 $\varepsilon_t = \rho \varepsilon_{t-1} + \eta_t$ ， $i = 1, \dots, n$ ， $|\rho| < 1$ ， $\eta_t$ ， $i = 1, \dots, n$ ，為獨立 $N(0, \sigma^2)$ ，Durbin-Watson檢定統計量 $d$ 為：

$$d = \frac{\sum_{i=1}^n (\varepsilon_i - \varepsilon_{i-1})^2}{\sum_{i=1}^n \varepsilon_i^2}, i = 1, \dots, n \quad (3-10)$$

展開(3-10)式得：

$$d = \frac{\sum_{i=1}^n \varepsilon_i^2 - 2 \sum_{i=2}^n \varepsilon_i \varepsilon_{i-1} + \sum_{i=1}^n \varepsilon_{i-1}^2}{\sum_{i=1}^n \varepsilon_i^2} \quad (3-11)$$

因 $\varepsilon_n^2 + \varepsilon_1^2$ 相對於 $\sum_{i=1}^n \varepsilon_i^2$ 而言，其值很小，故

$$d \approx \left( 1 - \frac{\sum_{i=2}^n \varepsilon_i \varepsilon_{i-1}}{\sum_{i=1}^n \varepsilon_i^2} \right) = 2(1 - \hat{\rho}) \dots \text{且 } \text{Var}(d) \approx 4\text{Var}(\hat{\rho}) \quad (3-12)$$

$$\text{其中 } \hat{\rho} = \frac{\sum_{i=2}^n \varepsilon_i \varepsilon_{i-1}}{\sum_{i=1}^n \varepsilon_i^2}$$

使用 $d$ 來檢定虛無假設 $H_0: \rho = 0$  vs.  $H_1: \rho > 0$ ，其判斷標準為：

1. 當 $d < d_L$ 或 $d > 4 - d_L$ 時，拒絕虛無假設。

2. 當  $d_U < d < 4 - d_U$  時，無法拒絕虛無假設。
3. 當  $d_L \leq d \leq d_U$  或  $4 - d_U \leq d \leq 4 - d_L$  時，無法判斷。

另外，也可利用P-value來判斷是否拒絕虛無假設，當P-value<0.05時，即拒絕虛無假設，表示為有自我相關存在。

#### 四、Lagrange Multiplier(LM)檢定

LM檢定法為檢定虛無假設  $\alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_p = 0$  是否成立。根據Breusch(1978)在關於異質變異數檢定的文章中指出，在常態性假設下，LM統計量等於迴歸式的判定係數( $R^2$ ) 乘上樣本數(=  $N \times R^2$ )：

$$LM = N \times R^2 \sim \chi^2(P) \quad (3-13)$$

當虛無假設為真時，LM統計量趨近於卡方分配  $\chi_p^2$ ，其中  $P$  為自由度。故

LM檢定的步驟如下：

1. 由OLS迴歸求得殘差項
2. 以殘差項跑下式迴歸分析：

$$\varepsilon_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_p \varepsilon_{t-p}^2 \text{ 求得判定係數}(R^2)。$$

3. 以上式迴歸式的判定係數乘上樣本數，即為LM統計量；若觀察值具有GARCH效果，則LM值顯著。

#### 五、異常報酬率估計模式

##### (一) 個別樣本異常報酬率

所謂的異常報酬是以事件期的實際報酬率減去預期報酬率，亦即

$$AR_{iE} = R_{iE} - E(\hat{R}_{iE}) \quad (3-14)$$

其中：

$AR_{iE}$  為  $i$  公司在事件期  $E$  之異常報酬率。

$R_{iE}$  為實際報酬率與  $E(\hat{R}_{iE})$  為預期報酬率。

$AR_{iE}$  研究事件引起之報酬+干擾事件引起的報酬。

## (二)全體樣本平均異常報酬

全體樣本平均異常報酬率是指將所有事件樣本的日異常報酬相加總，再除以全體購併樣本數。因此欲進行統計檢定之前，必須先計算平均異常報酬率(Average Return, AAR)，定義為：

$$AAR_E = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{iE}}{N} \quad (3-15)$$

其中：

$N$  為公司個數。

$AR_{iE}$  為事件期第  $i$  家公司的異常報酬率。

## (三)個別樣本累積異常報酬率

個別樣本累積異常報酬率即將事件窗口中，各日的異常報酬率予以逐日累加而得。定義為：

$$CAR_i = \sum_{E=b}^e AR_{iE} \quad (3-16)$$

其中：

$CAR_i$  為證券  $i$  在事件窗口的累積異常報酬率。

$b$  為事件窗口的起始日。

$e$  為事件窗口的結束日。

#### (四)全體樣本累積平均異常報酬率

全體樣本累積平均報酬率是將事件窗口各日的平均異常報酬率累加起來，(Cumulative Return, CAAR)。累積平均異常報酬率定義如下：

$$CAAR(\tau_1, \tau_2) = \sum_{E=\tau_1}^{\tau_2} AAR_E \quad (3-17)$$

許多文獻將個別證券異常報酬率標準化(Standardized)後，計算平均異常報酬率以及累積異常報酬率。其目的是將異常報酬率的分配轉換為標準常態分配，以符合齊一分配(Identical Distribution)之條件。

## 六、統計檢定

### (一)標準化殘差法

最早由Patell(1976)首先提出；其特色係將個別證券異常報酬率標準化，並且修正了事件期異常報酬率的變異數：

$$t = \frac{ASAR_E}{\text{Var}(ASAR_E)} = \frac{\sum_{i=1}^N SAR_{iE}}{\sqrt{\sum_{i=1}^N \frac{T_i - 2}{T_i - 4}}} \quad (3-18)$$

其中：

$ASAR_E$  平均標準化異常報酬率

$T_i$  為  $i$  公司估計期的期數，亦即  $T_i = t_2 - t_1$

$SAR_{iE}$  為  $i$  公司在事件期  $E$  之標準化異常報酬率，計算公式如下：

$$SAR_{iE} = \frac{AR_{iE}}{\hat{S}_i \sqrt{1 + \frac{1}{T_i} + \frac{(R_{mE} - \bar{R}_{mi})^2}{\sum_{j=t_1}^{t_2} (R_{mj} - \bar{R}_{mi})^2}}} \quad (3-19)$$

### (二) 標準化橫剖面檢定法

最早由Boehmer, Musumeci and Poulsen(1991)提出，除了仍保留了橫剖面個別證券異常報酬率無相關的假設，以及股價形成的過程在估計期與事件期內，沒有發生結構的改變之假設以外，其他的假設都給予剔除了。以下介紹其統計檢定量計算如下：

$$t = \frac{ASAR_E}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (SAR_{iE} - ASAR_E)^2}} \quad (3-20)$$

### (三) 符號檢定法

符號檢定為常用之無母數檢定法，其基本假設是事件日的橫斷面獨立且在虛無假說下，個別證券之異常報酬率是否顯著異於0.5。其統計檢定量為：

$$t_{ST}^{SAR} = \left| P - \frac{1}{2} \right| \left[ \frac{\left( \frac{1}{2} \right)^2}{N} \right]^{\frac{1}{2}} \quad (3-21)$$

其中  $P$  為事件期間異常(累積異常)報酬率大或小於0(取次數較多者)之觀察值占樣本總數之百分比(Frequency of Positive Residuals)。另外，檢定標準化樣本累積異常報酬率(SCAR)之統計檢定量為：

$$t_{ST}^{SCAR} = \left| P - \frac{1}{2} \right| \left[ \frac{\left( \frac{1}{2} \right)^2}{N} \right]^{\frac{1}{2}} \quad (3-22)$$

### 七、橫斷面複迴歸分析

為了一併探討公司特徵-經營績效、獲利能力與購併宣告時累積異常報酬率之間的關係，本研究再以橫斷面複迴歸分析，一併探討公司的特徵對購併宣告之累積異常報酬的影響，藉此找出企業購併宣告時影響主併公司股價報酬的因素。且依據第二章理論文獻探討產生表 3-2 預期符號表。橫斷面複迴歸公式如(3-23)：

$$CAR_{(t,k)} = \alpha_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \varepsilon \quad (3-23)$$

其中：

$CAR_{(t=-1,k=0)}$ ：指購併宣告前 1 日與宣告日當天累積異常報酬之加總。

$CAR_{(t=-10,k=10)}$ ：指購併宣告前第 10 日與購併宣告後第 10 日累積異常報酬之加總。

$CAR_{(t=-20,k=20)}$ ：指購併宣告前第 20 日與購併宣告後第 20 日累積異常報酬之加總。

$CAR_{(t=-30,k=30)}$ ：指購併宣告前第 30 日與購併宣告後第 30 日累積異常報酬之加總。

$X_1$ : 虛擬變數，若國際購併則為 1，國內購併則為 0。

$X_2$ : 虛擬變數，若為相關產業則為 1，非相關購併則為 0。

$X_3$ : 虛擬變數，若主併公司為高科技產業則為 1，非高科技則為 0，高科技與非高科技參照公開資訊觀測站之定義。

$X_4$ : 經營績效，以主併公司宣告前一年度之總資產報酬率來做為衡量指標。

$X_5$ : 獲利能力，以主併公司宣告前一年度每股盈餘(EPS)為衡量指標。

$X_6$ : 代理成本，以負債比率作為購併公司潛在代理成本的變數。

$\varepsilon$  : 為複迴歸方程式的誤差項。

表 3-2 預期符號表

變數代號	變數名稱	預期符號
$X_1$	地點因素	+
$X_2$	相關因素	+
$X_3$	產業因素	+
$X_4$	經營績效	-
$X_5$	獲利能利	+
$X_6$	代理成本	-

## 第四章 實證結果與分析

本章將依據前章節的研究方法進行實證分析。本章共分三節，第一節說各樣本分類之狀況。第二節是將各樣本資料針對上章所述各研究模型做檢定，並詳述本研究之實證結果。第三節為橫斷面複迴歸分析，找出影響異常報酬之變數。第三節做實證小結。

### 第一節 樣本特性

#### 一、樣本敘述統計

##### (一)依年度別分類的樣本數統計

表 4-1 為購併宣告樣本於各年度的分佈情況。其中從 1995 年開始，國內的購併宣告樣本數大幅增加，到 1999 年甚至達到總樣本比例的 13%。

表 4-1 依年度劃分之樣本

年度	樣本數	百分比
2000 年	17	11.6%
1999 年	19	13%
1998 年	14	9.6%
1997 年	15	10.3%
1996 年	15	10.3%
1995 年	10	6.8%
1994 年	7	4.8%
1993 年	13	8.9%
1992 年	8	5.6%
1991 年	4	2.7%
1990 年	12	8.2%
1989 年	12	8.2%
合計	146	100%

##### (二)依產業分類的樣本數統計

表 4-2 為購併宣告分佈於各產業的情形，其中購併宣告主要是集中於高科

技產業，光是電子類就佔了全部樣本的 33%。而傳統產業，如食品業、紡織、造紙，各佔 10.9%、7.5%、1.4%。

表 4-2 樣本依產業別分類

產業別	樣本數	百分比
電子類	49	33.6%
橡膠類	8	5.5%
電機機械	4	2.7%
水泥	5	3.4%
塑膠	21	14.4%
食品	16	10.9%
汽車	3	2.1%
航運	4	2.7%
紡織	11	7.5%
百貨	4	2.7%
鋼鐵	4	2.7%
電器電纜	9	6.2%
造紙	2	1.4%
其他	6	4.2%
合計	146	100%

### 三、依購併類型分類

表 4-3 是依購併宣告主併公司與被併公司是否為相關性產業作區分，而相關性產業定義採取公開資訊觀測站之分類。在相關性產業方面，從 1989 年的 10 件減少至 1994 年 6 件，再升至 2000 年的 16 件，而非相關部份則沒有太大的變化。

表 4-3 樣本依購併類型分類

年度	相關		非相關		總數
	樣本數	百分比	樣本數	百分比	樣本數
2000 年	16	12.7%	1	5%	17
1999 年	16	12.7%	3	15%	19
1998 年	11	8.7%	3	15%	14
1997 年	13	10.4%	2	10%	15
1996 年	13	10.4%	2	10%	15
1995 年	9	7.1%	1	5%	10
1994 年	6	4.8%	1	5%	7
1993 年	11	8.7%	2	10%	13
1992 年	8	6.3%	0	0	8
1991 年	2	1.6%	2	10%	4
1990 年	11	8.7%	1	5%	12
1989 年	10	7.9%	2	10%	12
合計	126	100%	20	100%	146

## 四、依購併地區分類

表 4-4 是依購併宣告目標公司的所在地做區分，如購併地區為國外則為國外購併，反之則為國內購併。由表 4-4 可知國內的購併樣本有 86 筆資料占了總樣本的 58% 以上。

表 4-4 樣本依購併地區分類

年度	國內購併		國外購併		總數
	樣本數	百分比	樣本數	百分比	樣本數
2000 年	14	16.3	3	5%	17
1999 年	13	15.1	6	10%	19
1998 年	6	6.9	8	13.3%	14
1997 年	9	10.4	6	10%	15
1996 年	12	13.9	3	5%	15
1995 年	4	4.6	6	10%	10
1994 年	6	6.9	1	1.7%	7
1993 年	5	5.7	8	13.3%	13
1992 年	4	4.6	4	6.7%	8
1991 年	0	0	4	6.7%	4
1990 年	7	8.7	5	8.3%	12
1989 年	6	6.9	6	10%	12
合計	86	100%	60	100%	146

## 第二節 資料檢定

### 一、單根檢定

所以進行模型估計之前，我們必須先確定資料是否具穩定性(Stationary)，若資料具有非穩定的性質，則傳統的  $t$  分配與  $F$  分配將過度拒絕虛無假設，而導致不正確的統計推論。也就是當迴歸分析若具有極高的  $R^2$  值而  $DW$  值趨近於零，顯示高度自我相關之下，則呈現虛假迴歸的情形，此時一切的統計推論將不具任何意義。所以首先必須檢定資料的穩定性。Bachman, Choi, Jeon and Kopecky(1996)提出在單根檢定中若選取遞延期數為 4 期時，即已考慮了誤差項的序列相關。因此本文採用 Bachman etc.(1996)之建議，取落後 4 期為最適之估計期數。

表 4-5 為各樣本單根檢定結果。其估計值均大於單根檢定之臨界值，表示拒絕虛無假設為非定態序列之現象，因為股價報酬率為定態序列。

表 4-5 各樣本單根檢定

分類	落後期數(K)	ADF-T 統計量
全體	4	-3.449***
高科技產業	4	-3.984***
傳統產業	4	-2.571*
國外	4	-5.612***
國內	4	-4.361***
相關	4	-2.831*
非相關	4	-3.851*

註：1.臨界值是根據 Mackinnon(1991)之數值表決定。1%臨界值-3.4369，5%臨界值-2.8636，10%臨界值-2.5679。  
2.為 10%顯著水準，\*\*\*為 1%顯著水準。

### 第三節 事件期異常報酬率分析

#### 一、全體樣本事件期宣告效果分析

本論文以市場模式的方法下，觀察 61 天的事件內股價報酬率之變化，圖 4-1 為全體樣本異常報酬率之直條圖。由圖 4-1 可知，整個事件期內股價正負波動並不一致，雖然宣告日當天與後一天有 0.132% 與 0.146% 正向異常報酬，但是並不顯著。大至上事件日前十天大多是正向的異常報酬率，而事件日後正向與負向異常報酬率各佔一半。表 4-6 為整個事件報酬率，由圖 4-1 可知整個事件期，總共有 31 個天數是負向異常報酬率，30 個天數是正報酬率，在標準化平均累計異常報酬率方面，在事件日前 16 天後幾乎都是負的累計報酬率。

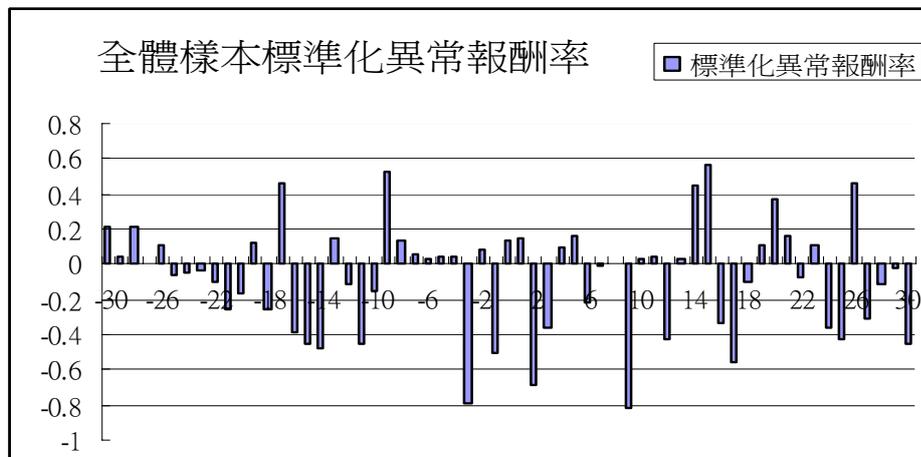


圖 4-1 全體樣本事件期異常報酬率

表 4-6 全體樣本購併宣告資料

事件期	標準化平均異常報酬率	標準化平均累計異常報酬率	事件期	標準化平均異常報酬率	標準化平均累計異常報酬率
-30	0.2089	0.2089	0	0.1322	-1.87
-29	0.0429	0.2518	1	0.1469	-1.7231
-28	0.2178	0.4696	2	-0.6874	-2.4105
-27	0.0102	0.4798	3	-0.3604	-2.7709
-26	0.1081	0.5879	4	0.0983	-2.6726
-25	-0.0604	0.5275	5	0.1651	-2.5075
-24	-0.0483	0.4792	6	-0.2142	-2.7216
-23	-0.0295	0.4497	7	-0.0068	-2.7284
-22	-0.1036	0.3461	8	0.0078	-2.7207
-21	-0.2527	0.0934	9	-0.8165	-3.5372
-20	-0.1606	-0.0672	10	0.0309	-3.5062
-19	0.1168	0.0496	11	0.0377	-3.4685
-18	-0.2607	-0.211	12	-0.425	-3.8935
-17	0.4551	0.244	13	0.035	-3.8585
-16	-0.3828	-0.1388	14	0.4515	-3.407
-15	-0.4509	-0.5897	15	0.5675	-2.8396
-14	-0.4763	-1.066	16	-0.3301	-3.1697
-13	0.1499	-0.9161	17	-0.5616	-3.7313
-12	-0.1139	-1.03	18	-0.099	-3.8302
-11	-0.454	-1.4839	19	0.1145	-3.7157
-10	-0.1547	-1.6387	20	0.3683	-3.3474
-9	0.5251	-1.1136	21	0.1657	-3.1817
-8	0.1346	-0.979	22	-0.0726	-3.2542
-7	0.055	-0.924	23	0.1058	-3.1485
-6	0.0361	-0.8879	24	-0.3551	-3.5036
-5	0.0385	-0.8495	25	-0.427	-3.9306
-4	0.0462	-0.8033	26	0.4575	-3.4731
-3	-0.7859	-1.5892	27	-0.3033	-3.7764
-2	0.089	-1.5002	28	-0.1076	-3.8839
-1	-0.502	-2.0022	29	-0.0169	-3.9008
			30	-0.4494	-4.3502

## 二、以傳統與高科技產區分之異常報酬率

樣本為高科技產業時標準化平均報酬率的分佈如圖 4-2。在事件日當天高科技產業有正的 0.2516% 報酬率，但此正向報酬率僅持續了 1 天，接著在隔日就產生了負的 0.0442% 報酬效果。整體的報酬率方面，總共有 37 個事件日產生負的報酬率，由圖 4-2，在宣告日後也只有 8 天產生正向的報酬效果。

在標準化平均累計異常報酬率方面在事件日前 27 日後皆為正的累計異常報酬率，直到事件日後 17 日才有負的累計異常報酬率出現。

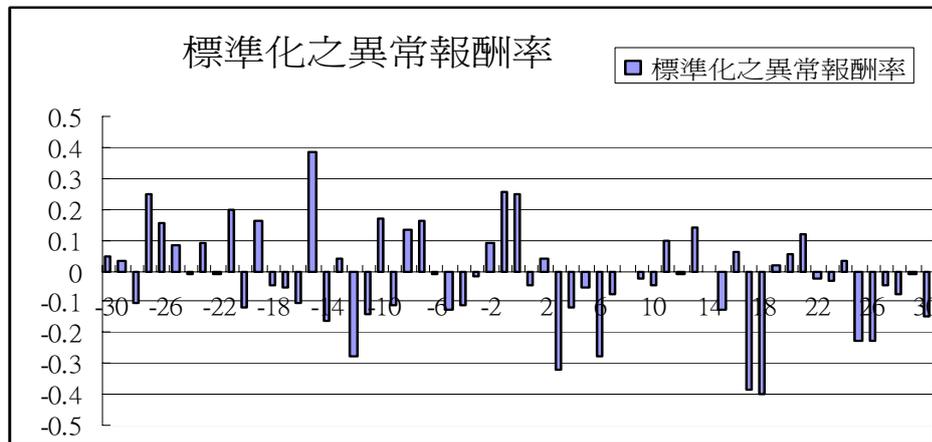


圖 4-2 高科技產業購併宣告異常報酬率

表 4-7 高科技樣本宣告購併資料

事件期	標準化平均異常報酬率	標準化平均累計異常報酬率	事件期	標準化平均異常報酬率	標準化平均累計異常報酬率
-30	0.0449	0.0449	0	0.2516	1.0984
-29	0.0355	0.0804	1	-0.0442	1.0542
-28	-0.1047	-0.0243	2	0.0414	1.0956
-27	0.2501	0.2259	3	-0.3208	0.7748
-26	0.1519	0.3778	4	-0.116	0.6588
-25	0.0817	0.4595	5	-0.0518	0.6069
-24	-0.0143	0.4452	6	-0.2754	0.3315
-23	0.0909	0.5362	7	-0.0757	0.2559
-22	-0.0106	0.5256	8	-0.0018	0.2541
-21	0.1977	0.7233	9	-0.0261	0.228
-20	-0.1157	0.6076	10	-0.0439	0.184
-19	0.164	0.7716	11	0.0947	0.2787
-18	-0.0473	0.7243	12	-0.0107	0.2681
-17	-0.0532	0.6711	13	0.1381	0.4061
-16	-0.1008	0.5703	14	-0.0034	0.4027
-15	0.383	0.9533	15	-0.1291	0.2737
-14	-0.1598	0.7935	16	0.0638	0.3374
-13	0.0392	0.8327	17	-0.3813	-0.0439
-12	-0.2765	0.5562	18	-0.399	-0.4428
-11	-0.1434	0.4129	19	0.0201	-0.4227
-10	0.1695	0.5824	20	0.0525	-0.3702
-9	-0.1096	0.4728	21	0.1198	-0.2504
-8	0.1305	0.6033	22	-0.0226	-0.273
-7	0.162	0.7653	23	-0.0329	-0.3059
-6	-0.0121	0.7532	24	0.0333	-0.2726
-5	-0.1225	0.6308	25	-0.2267	-0.4993
-4	-0.1141	0.5166	26	-0.2241	-0.7234
-3	-0.0146	0.502	27	-0.0495	-0.7729
-2	0.0881	0.5902	28	-0.0739	-0.8468
-1	0.2566	0.8468	29	-0.0125	-0.8594
			30	-0.1472	-1.0066

由圖 4-3 可觀察到，傳統產業跟高科技產業一樣，在宣告日當天有正向的 0.0674% 報酬，但也只持續了一天，接下來就連續產生負向報酬。一般而言傳統產業購併金額不較高科技產業高，所以投資大眾的注意力較小，所以當購併宣告時股價波動並無太大變化。而在整個事件期除了事件日前 30 至 25 日是正的累計報酬率之外皆呈現負的報酬率。

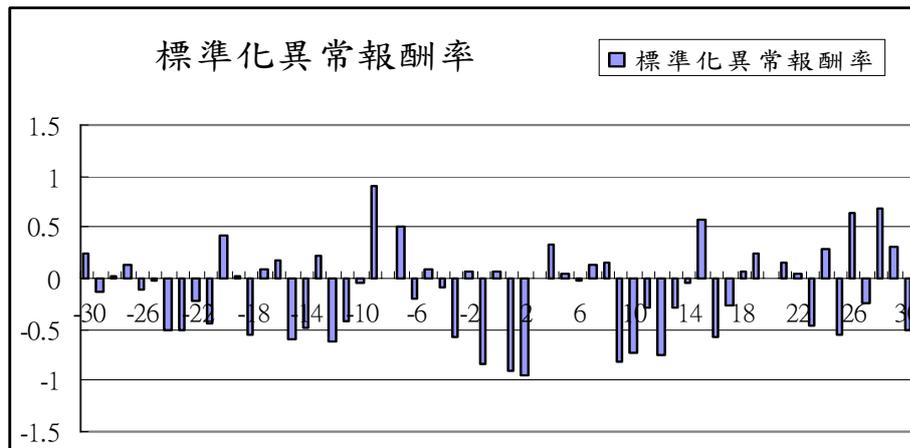


圖 4-3 傳統產業購併宣告異常報酬率

表 4-8 傳統產業購併宣告資料

事件期	標準化平均異常報酬率	標準化平均累計異常報酬率	事件期	標準化平均異常報酬率	標準化平均累計異常報酬率
-30	0.2453	0.2453	0	0.0674	-3.3382
-29	-0.1285	0.1168	1	-0.9049	-4.2431
-28	0.0116	0.1283	2	-0.9401	-5.1832
-27	0.1366	0.265	3	0.0021	-5.1811
-26	-0.1126	0.1523	4	0.3323	-4.8488
-25	-0.0116	0.1408	5	0.0451	-4.8037
-24	-0.5041	-0.3633	6	-0.0292	-4.8328
-23	-0.5111	-0.8744	7	0.1401	-4.6928
-22	-0.2197	-1.0942	8	0.1654	-4.5274
-21	-0.4362	-1.5304	9	-0.8224	-5.3498
-20	0.4138	-1.1166	10	-0.733	-6.0828
-19	0.0325	-1.0841	11	-0.2849	-6.3677
-18	-0.5432	-1.6274	12	-0.7581	-7.1259
-17	0.0965	-1.5308	13	-0.2929	-7.4188
-16	0.1811	-1.3497	14	-0.0461	-7.4649
-15	-0.5961	-1.9458	15	0.574	-6.8908
-14	-0.4914	-2.4372	16	-0.5633	-7.4541
-13	0.2212	-2.216	17	-0.2694	-7.7235
-12	-0.62	-2.836	18	0.0672	-7.6563
-11	-0.4106	-3.2465	19	0.2492	-7.4071
-10	-0.0464	-3.293	20	-0.0029	-7.41
-9	0.9152	-2.3778	21	0.1557	-7.2543
-8	0.0004	-2.3774	22	0.0541	-7.2002
-7	0.5176	-1.8597	23	-0.473	-7.6732
-6	-0.2014	-2.0612	24	0.2865	-7.3866
-5	0.0814	-1.9797	25	-0.5536	-7.9402
-4	-0.0977	-2.0774	26	0.639	-7.3012
-3	-0.5682	-2.6456	27	-0.2343	-7.5355
-2	0.0772	-2.5685	28	0.693	-6.8425
-1	-0.8371	-3.4056	29	0.3006	-6.5419
			30	-0.5148	-7.0567

### 三、以購併產業的相關性區分的異常報酬率

當主併公司與目標公司為相同性產業時，主併公司的購併宣告日當天為公司帶來正向微量的 0.0061% 報酬。而在整個事件期間內正向的報酬率達 26 個事件日。當企業從事與公司產業相關的購併時，可以藉著設備與技術的交流而達到降低成本的優點，較被市場認同。表 4-9 在標準化平均累計異常報酬率方在事件日前 23 為正的累計異常報酬率，之後則幾乎呈現負的累計異常報酬率。

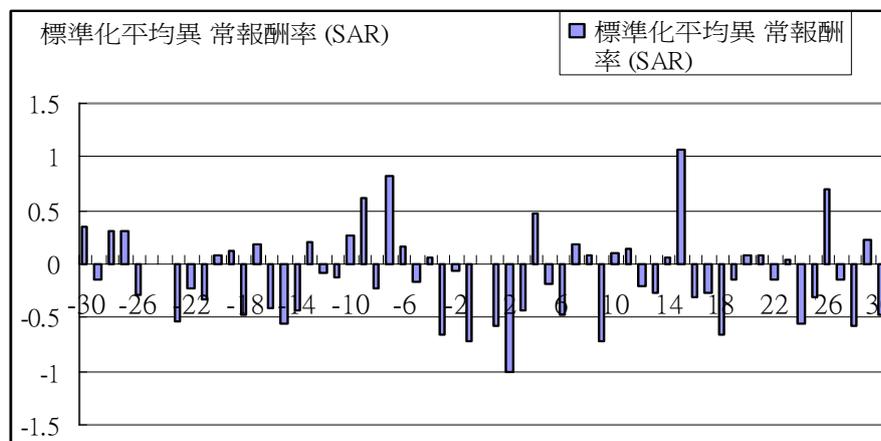


圖 4-4 相關性產業購併宣告異常報酬率

表 4-9 相關性產業購併宣告資料

事件期	標準化平均異常報酬率	標準化平均累計異常報酬率	事件期	標準化平均異常報酬率	標準化平均累計異常報酬率
-30	0.343	0.343	0	0.0061	-1.9388
-29	-0.1395	0.2035	1	-0.5843	-2.5231
-28	0.3057	0.5093	2	-1.0116	-3.5347
-27	0.2995	0.8087	3	-0.4274	-3.9622
-26	-0.2896	0.5191	4	0.4791	-3.4831
-25	-0.0076	0.5115	5	-0.1872	-3.6703
-24	0.0067	0.5182	6	-0.4633	-4.1335
-23	-0.5425	-0.0243	7	0.1886	-3.9449
-22	-0.226	-0.2503	8	0.0782	-3.8667
-21	-0.3265	-0.5768	9	-0.7124	-4.579
-20	0.0807	-0.4961	10	0.1089	-4.4702
-19	0.1267	-0.3694	11	0.1373	-4.3329
-18	-0.4711	-0.8405	12	-0.2058	-4.5387
-17	0.1848	-0.6558	13	-0.2595	-4.7982
-16	-0.4057	-1.0614	14	0.0556	-4.7426
-15	-0.5512	-1.6127	15	1.0693	-3.6732
-14	-0.4327	-2.0454	16	-0.3038	-3.977
-13	0.2087	-1.8367	17	-0.2727	-4.2497
-12	-0.0876	-1.9243	18	-0.6482	-4.8979
-11	-0.1182	-2.0425	19	-0.1495	-5.0474
-10	0.2723	-1.7702	20	0.0721	-4.9753
-9	0.6079	-1.1623	21	0.0855	-4.8897
-8	-0.2201	-1.3823	22	-0.1447	-5.0345
-7	0.8182	-0.5642	23	0.0457	-4.9888
-6	0.163	-0.4011	24	-0.56	-5.5488
-5	-0.1553	-0.5564	25	-0.298	-5.8468
-4	0.0575	-0.4989	26	0.6979	-5.1489
-3	-0.6612	-1.16	27	-0.1522	-5.301
-2	-0.0679	-1.2279	28	-0.5841	-5.8851
-1	-0.7171	-1.945	29	0.2342	-5.6509
			30	-0.4666	-6.1175

圖 4-5 是當公司從事非相關性產業的購併宣告時，整個股價報酬率的變化。在事件日當天享有正向的 0.3060% 報酬率，而且此正向效果持續了 2 天。當公司從事多角化的經營時，使的公司的資金分散而降低經營風險，至於未來的股價變化就有賴公司的管理者努力經營。

表 4-10 在標準化平均累計異常報酬率方面在事件日前 18 日後皆呈現負的平均累計異常報酬率。

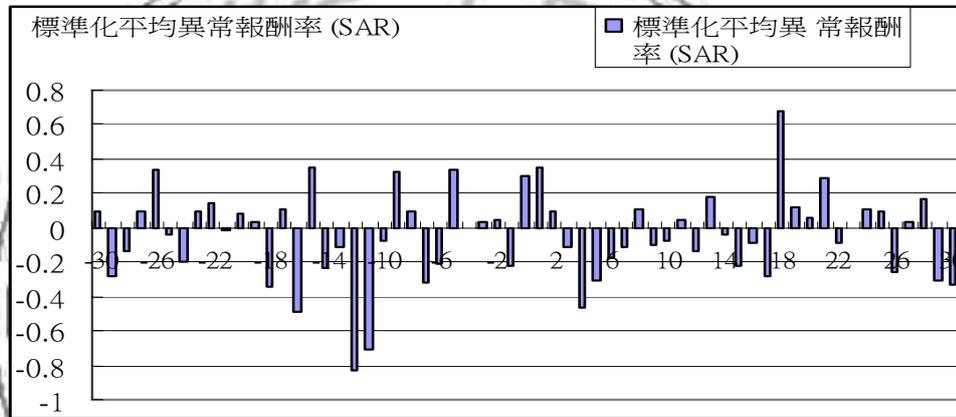


圖 4-5 非相關性產業

表 4-10 非相關性產業購併宣告資料

事件期	標準化平均異常報酬率	標準化平均累計異常報酬率	事件期	標準化平均異常報酬率	標準化平均累計異常報酬率
-30	0.0911	0.0911	0	0.306	-1.7334
-29	-0.2826	-0.1915	1	0.3443	-1.3892
-28	-0.1318	-0.3234	2	0.0971	-1.2921
-27	0.0905	-0.2328	3	-0.1151	-1.4072
-26	0.3384	0.1056	4	-0.4656	-1.8728
-25	-0.0365	0.0691	5	-0.3121	-2.1849
-24	-0.2001	-0.131	6	-0.1758	-2.3607
-23	0.0973	-0.0337	7	-0.1179	-2.4786
-22	0.1486	0.1149	8	0.1116	-2.367
-21	-0.0173	0.0976	9	-0.0965	-2.4634
-20	0.0843	0.1819	10	-0.0717	-2.5351
-19	0.0321	0.214	11	0.0401	-2.4951
-18	-0.3488	-0.1348	12	-0.1416	-2.6366
-17	0.1102	-0.0246	13	0.1787	-2.458
-16	-0.4889	-0.5135	14	-0.0359	-2.4938
-15	0.348	-0.1655	15	-0.2264	-2.7202
-14	-0.2301	-0.3956	16	-0.0828	-2.8031
-13	-0.115	-0.5106	17	-0.2868	-3.0899
-12	-0.8271	-1.3377	18	0.6808	-2.409
-11	-0.7061	-2.0438	19	0.114	-2.295
-10	-0.0757	-2.1194	20	0.0618	-2.2332
-9	0.3209	-1.7985	21	0.293	-1.9402
-8	0.0972	-1.7013	22	-0.0839	-2.0242
-7	-0.3209	-2.0222	23	-0.0066	-2.0308
-6	-0.2149	-2.2371	24	0.1057	-1.9251
-5	0.3439	-1.8932	25	0.0995	-1.8256
-4	-0.0086	-1.9018	26	-0.2599	-2.0856
-3	0.0338	-1.8681	27	0.0311	-2.0545
-2	0.051	-1.8171	28	0.1646	-1.8899
-1	-0.2223	-2.0394	29	-0.3034	-2.1933
			30	-0.3265	-2.5198

#### 四、以目標公司為國內外做區分

圖 5-6 當目標公司為國內公司時，其主併公司購併日當日有負向 0.1852% 報酬，且此負向的報酬持續了 4 日。從表 4-11 可知，在事件期間-6 日至+14 日間明顯的可看出幾乎都是負向的關係。此訊息可能代表著雖然企業從是相關的水平式購併可以藉由技術的傳遞而達到合理化的經營，可是投資人反應在股價上面的表現似乎是不太認同，因此對於股票報酬產生了差異。

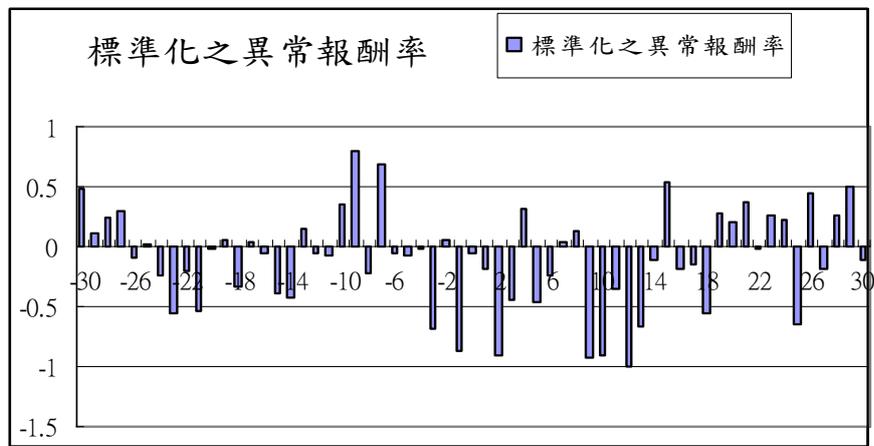


圖 4-6 國內購併宣告報酬率

表 4-11 國內購併宣告資料

事件期	標準化平均異常報酬率	標準化平均累計異常報酬率	事件期	標準化平均異常報酬率	標準化平均累計異常報酬率
-30	0.4883	0.4883	0	-0.0645	-1.6773
-29	0.1067	0.5951	1	-0.1852	-1.8624
-28	0.2394	0.8345	2	-0.9101	-2.7725
-27	0.3005	1.135	3	-0.4425	-3.2151
-26	-0.0913	1.0437	4	0.3066	-2.9084
-25	0.0206	1.0643	5	-0.4608	-3.3692
-24	-0.2319	0.8324	6	-0.2486	-3.6178
-23	-0.563	0.2694	7	0.0327	-3.5851
-22	-0.2039	0.0655	8	0.1243	-3.4608
-21	-0.5332	-0.4677	9	-0.9181	-4.3789
-20	-0.0254	-0.4931	10	-0.9037	-5.2827
-19	0.0575	-0.4356	11	-0.3427	-5.6253
-18	-0.3376	-0.7732	12	-1.006	-6.6313
-17	0.0393	-0.734	13	-0.6583	-7.2896
-16	-0.0555	-0.7895	14	-0.1146	-7.4042
-15	-0.3824	-1.1719	15	0.5326	-6.8716
-14	-0.4345	-1.6065	16	-0.1864	-7.058
-13	0.1557	-1.4508	17	-0.1472	-7.2052
-12	-0.0619	-1.5126	18	-0.5631	-7.7683
-11	-0.0746	-1.5872	19	0.2812	-7.4871
-10	0.3429	-1.2443	20	0.2082	-7.2789
-9	0.8038	-0.4405	21	0.3743	-6.9046
-8	-0.2167	-0.6572	22	-0.0235	-6.928
-7	0.681	0.0238	23	0.2538	-6.6743
-6	-0.0491	-0.0253	24	0.2299	-6.4444
-5	-0.0779	-0.1032	25	-0.6571	-7.1016
-4	-0.022	-0.1252	26	0.448	-6.6535
-3	-0.6774	-0.8026	27	-0.1842	-6.8377
-2	0.0527	-0.7499	28	0.2517	-6.5861
-1	-0.8628	-1.6127	29	0.4961	-6.09
			30	-0.1037	-6.1937

圖 4-7 在國外購併宣告方面，雖然宣告日當天有著正向的 0.5207% 報酬率，可是只持續了一天，就出現了負向的報酬率。在圖 5-7 表可知在宣告日前後的正向報酬率並不太明顯，直到了+10 後有明顯的正向報酬率出現。因為台灣受限於土地及資源的缺乏，所以公司從事國外的購併可以取得原物料及產品技術的提升，使得在購併後對於公司的報酬有著較高的預期。表 4-12 標準化平均累計異常報酬率在宣告日發生第天後+10 皆呈現正的平均累計異常報酬率。

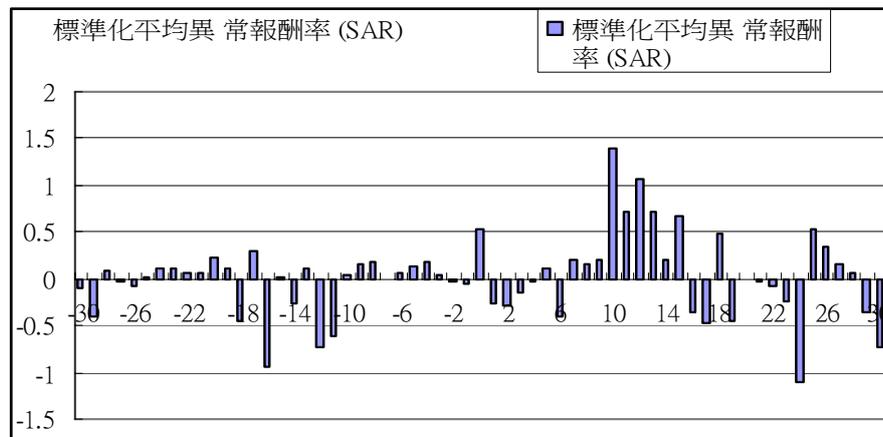


圖 4-7 國外購併宣告報酬率

表 4-12 國外購併宣告資料

事件期	標準化平均異常報酬率	標準化平均累計異常報酬率	事件期	標準化平均異常報酬率	標準化平均累計異常報酬率
-30	-0.0884	-0.0884	0	0.5207	-1.162
-29	-0.3988	-0.4873	1	-0.2737	-1.4357
-28	0.0935	-0.3937	2	-0.2757	-1.7114
-27	-0.041	-0.4348	3	-0.1567	-1.8681
-26	-0.0838	-0.5185	4	-0.0357	-1.9039
-25	0.0198	-0.4987	5	0.1106	-1.7932
-24	0.1187	-0.38	6	-0.3974	-2.1906
-23	0.1042	-0.2758	7	0.2133	-1.9773
-22	0.0681	-0.2077	8	0.1556	-1.8217
-21	0.0716	-0.1361	9	0.1935	-1.6282
-20	0.2281	0.092	10	1.3959	-0.2323
-19	0.1049	0.197	11	0.7123	0.48
-18	-0.4466	-0.2496	12	1.0657	1.5457
-17	0.3069	0.0573	13	0.7265	2.2722
-16	-0.9371	-0.8798	14	0.1975	2.4697
-15	0.0282	-0.8516	15	0.6622	3.1318
-14	-0.273	-1.1246	16	-0.3496	2.7822
-13	0.1053	-1.0193	17	-0.4626	2.3196
-12	-0.7344	-1.7537	18	0.4878	2.8074
-11	-0.6107	-2.3644	19	-0.4481	2.3593
-10	0.0302	-2.3341	20	-0.0105	2.3488
-9	0.1554	-2.1787	21	-0.0401	2.3087
-8	0.1761	-2.0027	22	-0.0736	2.2351
-7	-0.0077	-2.0104	23	-0.2516	1.9836
-6	0.0561	-1.9543	24	-1.1002	0.8833
-5	0.1284	-1.8259	25	0.5217	1.4051
-4	0.1786	-1.6473	26	0.3476	1.7527
-3	0.0326	-1.6148	27	0.1638	1.9165
-2	-0.0197	-1.6344	28	0.0714	1.9879
-1	-0.0482	-1.6827	29	-0.3588	1.6291
			30	-0.7381	0.891

### 第三節 橫斷面複迴歸分析

為了一併探討公司特徵-經營績效、獲利能力與購併宣告時累積異常報酬率之間的關係，本研究再以橫斷面複迴歸分析，一併探討公司的特徵對購併宣告之累積異常報酬的影響，藉此找出企業購併宣告時影響主併股價報酬的因素。

表 4-13 橫斷面複迴歸分析

自變數	CAR(1,0)	CAR(-10,+10)	CAR(-20,+20)	CAR(-30,+30)
	係數	係數	係數	係數
截距項	-0.0021 (-0.2219)	0.0238 (1.7938)	0.0065 (0.3569)	0.0507 (1.4383)
X <sub>1</sub> 跨國購併	0.0155 (2.2978) *	0.0177 (1.8515) *	0.0158 (1.2007)	0.0468 (1.8394) *
X <sub>2</sub> 相關購併	0.0031 (0.4004)	-0.0066 (-0.5996)	-0.0158 (-0.6317)	-0.0624 (-2.1365) **
X <sub>3</sub> 產業因素	-0.0039 (-0.3320)	-0.0136 (-0.8214)	-0.0222 (-0.9775)	-0.0197 (-0.4466)
X <sub>4</sub> 經營績效	-0.0028 (-1.1142)	-0.0103 (-2.0843) **	-0.0040 (-0.5874)	-0.0089 (-0.6731)
X <sub>5</sub> 獲利能力	0.0044 (0.6202)	-0.0018 (-0.1818)	-0.0216 (-1.5565)	-0.0271 (-1.0054)
X <sub>6</sub> 代理成本	-0.0152 (-0.1388)	-0.0225 (-0.6387)	-0.0157 (-0.083)	-0.0265 (-0.6239)
判定係數	0.0104	0.0334	0.0148	0.0504
F 值	0.638	1.765	0.354	1.569

註：1 括號內為 *t* 值。

2\* 表示顯著水準為 0.1，\*\* 表示顯著水準為 0.05。

表 4-13 為在四個事件窗口的複迴歸分析結果。由迴歸結果可發現購併地區在 CAR(1,0)、CAR(-10,+10)及 CAR(-30,+30)顯著。購併的相關性在 CAR(-30,+30)顯著，績效表現在 CAR(-10,+10)下顯著且與累積異常報酬呈現負向關係。此結果與研究者翁霓與杜曉君(2004)有相似情形，在傲慢假說之下，管理人員過去的經營績效愈好將愈自恃不凡，使其原本以股東財富極大化為目標，卻往往買貴了目標公司，使得股東財

富減少。

## 第四節 實證小結

根據第四章的研究設計，本章利用蒐集的研究樣本股價與財務資料進行統計實證分析產生實證，並在以下做個小結。

- 1.國內上市公司購併宣告當天對股票報酬率有顯著的正向效果。但在整個事件期正負波動並不太一致。
- 2.高科技產業購併宣告對股東報酬率有正向效果，在事件日前股價波動偏向正向的報酬率。而傳統產業在宣告日當天有正向的0.0674%報酬，在宣告日後的第9日產生明顯的負向股價波動直到15日。
- 3.相關性購併宣告當天具有微量0.00061%正面宣告效果，在整個事件期股價波動呈現負向較多。在非相關性產業方面，事件日當天享有0.3060%報酬率且持續2天，在宣告日後18至21日也產生一股正向的股價波動。
- 4.在購併公司為國內公司時，宣告日當天主併公司有負向 0.1852%報酬，且此報酬持續 4 日。但購併公司為國外時，購併宣告日當天有著正向 0.5207%的報酬率，且在 7 日後產生一股正向的波動直到 15 日。

## 第五章 結論與建議

由於事件研究法在過去學者的研究中大多集中在觀察特定事件發生前後數天之股票價格的變化，用以評估市場對此一事件的反應，很少針對不同類型事件與影響其報酬率的變數來作探討。本研究是以 1989 年至 2000 年的上市公司購併宣告為研究對象，並且事件期間設為 30 天，以便觀察購併前後一個月的股價變化，並根據第四章實證結果做一彙整性結論。

### 第一節 結論

依據前述之研究結果及文獻探討，本研究使用事件研究法、橫斷面複迴歸來分析購併宣告對股價報酬率之變化與影響之變數，以下作一彙整之結論。

#### 一、國內上市公司購併宣告當天對股票報酬率有正向的效果

就全體樣本的實證結果顯示，國內上市公司宣告會影響公司市場價值，並且在宣告日當天有正的平均異常報酬。與國內研究者，如陳匯中(1995)、洪麗惠(1995)、孫梅瑞與陳隆麒(2002)等有一致的結論。根據差異效率理論及市場力理論，台灣上市公司從事購併活動，可以透過經營能力的移轉，改善標的公司的經營效率與管理技巧，則將使整個併購案產生綜效，且合併可擴張市場佔有率，如此將可獲得規模經濟和提高公司的競爭力。

#### 二、高科技產業購併宣告對股東報酬率有正向效果

在高科技產業方面，宣告日當天有0.2516%的正向平均異常報酬率，此結果與國內研究者羅明敏與呂兆文(1995)相似，但本研究的正向異常報酬率並沒有維

持很長的時間。由於高科技產業常以國際購併為主，一般而言購併金額較高，而存在研究與發展等技術優勢的綜效，因此較受投資人關注。經由實證發現報酬率也比傳統產業好。

### 三、相關性購併宣告日當天具有正面宣告效果

在產業相關性方面，本研究相關產業的購併只在宣告日當天有正向的平均異常報酬率，接著就呈現負向的平均異常報酬率，在平均累計報酬率方面幾乎是呈現負向報酬率的情況，此結果與國外學者 Agrawal, Jaffe and Mandelkder(1992)相似。

### 四、在國外購併在宣告日當天有著正向的報酬率

國外購併在宣告日天有即期宣告正向的異常報酬，雖然只持續一天，但宣告日後正向報酬的天數仍佔大多數，此結果與國內研究者彭一正(1992)、羅明敏與呂兆文(1995)相似。因為台灣受限於土地及資源的缺乏，所以根據多角化假說公司從事國外的購併可以取得原物料及產品技術的提升，使得在購併後對於公司的報酬有著較高的預期。

### 五、在橫斷面複迴歸方面

由迴歸結果可發現購併地區在  $CAR(1,0)$ 、 $CAR(-10,+10)$ 及  $CAR(-30,+30)$ 顯著。購併的相關性在  $CAR(-30,+30)$ 顯著，績效表現在  $CAR(-10,+10)$ 下顯著且與累積異常報酬呈現負向關係。在傲慢假說之下，管理人員過去的經營績效愈好將愈自恃不凡，使其原本以股東財富極大化為目標，卻往往買貴了目標公司，使得股東財富減少。

### 六、投資決策意涵

本論文的研究結果，無論是在全體樣本或是各分類樣本，雖然在宣告日當天大多有正向的報酬率，但是後續股價正負波動並無一致。投資人在進行短線交

易時應謹慎收集資訊及判讀，才不會錯估買賣點造成損失。

## 七、預期符號解釋

本論文的研究結果與預期的符號大致上來說並無太大差異，值得一提的是在經營績效方面由於在傲慢假說之下使得經營績效與報酬率呈現負方向關係。而負債比率的提高能降低公司代理成本所以呈現負向關係。

## 第二節 研究限制與後續研究建議

### 一、研究限制：

#### 1. 蒐集上難免有所疏漏

由於台灣的購併活動並無專責整理的資訊來源，所以在資料收蒐方面本研究主要來自工商時報與經濟日報報導，因此在樣本的蒐集上難免有所疏漏。

#### 2. 景氣循環對實證結果的影響難以避免

本研究的樣本為 1989 年至 2000 年，本期的期間長達 12 年，因此對於經濟、政治、產業環境及景氣循環造成對實證結果的影響難以避免。

#### 3. 對於真正的事件日可能會與實際上有所差異

對於真正的購併宣告時間可能礙於商業機密或公司外在因素而無法真正掌握，所以只收集購併事件第一次刊登於工商時報與經濟日報的日期作為宣告日，對於真正的事件日可能會與實際上有所差異。

### 二、後續研究建議：

1. 近年來由於購併相關法令陸續通過及放寬限制，購併活動日漸增多，所以後續研究者可以考慮納入二次購併加以分析。

2. 本論文主要探討各分類樣本購併宣告對股票報酬的影響，後續的研究者可以使

用標準化橫剖面法或符號檢定來做分析。

## 參考文獻

### 中文部份

洪麗惠(1995)，「購併宣告對股東財富的影響-Jensen閒餘現金流量與Tobin's Q 兩假說之驗證」，東吳大學管理研究所碩士論文。

翁霓與杜曉君(2003)，「主併公司特質及購併型態對股東財富影響之研究-以台灣上市公司為例。」，東吳大學商學學報，第四十四期，55-79頁。

孫梅瑞與陳隆麒(2002)，「台灣地區上市公司從事購併活動對經營績效影響之研究」，中山管理評論，第十卷第一期，155-184頁。

陳匯中(1995)，「上市公司購併宣告對股東財富的影響」，國立政治大學企業管理研究所碩士論文。

陳可欣(2001)，「台灣企業跨國購併宣告對股東財富的影響」，高雄第一科技大學財務管理研究所碩士論文。

陳若暉與林任達(2005)，「台灣高科技及非高科技企業跨國購併對財務績效影響之研究」，中原學報，第三十三卷第二期，133-148頁。

葉秋美與顏錫銘(1993)，「台灣企業海內外購併支付方式對股東財富之影響」，台灣銀行季刊，第四十五卷第四期，24-35頁。

彭一正(1992)，「台灣企業進行國際購併對股東財富影響之實證」，輔仁大學理學研究碩士論文。

蔣為峰(1989)，「企業購併與股東財富關係之實證研究」，國立中興大學企業管理研究所碩士論文。

謝惠貞(1997)，「購併活動對國內上市主併公司價值影響」，國立台灣大學會計學研究所士論文。

簡秀薇(1998)，「股權結構與購併宣告對股價之影響」，淡江大學企業管理研究所碩士論文。

羅素良(1991)，「購併支付方式之理論探討與實證研究」，國立成功大學企業管理研究所碩士論文。

羅明敏與呂兆文(1995)，「台灣企業海內外購併宣告對主併公司股東財富影響之實證研究」，臺灣銀行季刊第五十二卷第三期，83-101頁。

### 西文部份

Asquith, P. Robert, F. and W. David(1983), "The Gains to Bidding Firms from Merger," *Journal of Financial Economics*, Vol.11, pp.121-139.

Agrawal, A., J.F., Jaffe and G. Mandelker(1992), "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of An Anomaly," *Journal of Finance*, Vol.47, pp.1605-1621.

Bradley, M.A, A. Deasi and E.H. Kim(1988), "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between The Stockholders of Target and Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, Vol.21, pp.3-40.

Brenner, M.(1979), "The Sensitivity of the Efficient Market Hypothesis to Alternative Specifications of the Market Model," *Journal of Finance*, Vol.34, pp.915-929.

Boehmer E., J. Musumeci and A. Poulsen(1991), "Event Study Methodology under Conditions of event-induced variance," *Journal of Financial Economics*, Vol.30, pp.253-272.

Bollerslev, T.(1986),"Generalized Autoregressiv Conditional Heteroscedasticity," *Journal of Econometrics*, Vol.31, pp.307-327.

Breusch, T.(1978), "Testing for Autocorrelation in Dynamic Linear Models," *Australian Economic Papers*, 17, pp.334-355.

Bachman, D., Choi, J., Jeon, B. and J. Kenneth(1996), "Common factors in international stockprices: evidence from a cointegration study," *International Review of Financial Analysis*, 5(1):pp.39-53.

Copeland, Thomas E. and J. Fred Weston(1988), *Financial Theory and Corporate Policy*, 3rd Ed, Addison Wesley.

- Draper, P. and K. Paudyal(1999), “Corporate Takeovers: Mode of Payment, Return and Trading Activity,” *Journal of Business Finance and Accounting*, June/July, pp.521-555.
- Dodd, P.(1980), “Mergers Proposals, Management Decision and Stockholder Wealth,” *Journal of Financial Economics*, Vol.45, pp.105-138.
- Doukas, J. and Nickolaos G. Travlos(1988), “The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders’ Wealth: Evidence from International Acquisitions,” *The Journal of Finance*, Vol.38, pp.1161-1175.
- Engle(1982), “Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom in Action,” *Econometrica*, Vol.50(4), pp.987-1007.
- Fama, E. F., L. Fisher, M. C. Jensen and R. Roll(1969), “The Adjustment of Stock Prices to New Information,” *International Economic Review*, Vol.10, pp.1-21.
- Jensen, M.C. and W.C. Meckling(1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure,” *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305-360.
- Kiyamaz, H. and T. K. Mukherjee(2000), “The Impact of Country Diversification on Wealth Effects in Cross-Border Mergers,” *The Financial Review*, Vol.35, pp.37-58.
- Levy, H. and M. Sarnat(1970), “International diversification of investment portfolios,” *American Economic Review*, Vol.60, pp.668-675.
- Loughran T. and M. Vih(1997), “Do Long-Term Shareholders benefit from Corporate Acquisitions?” *Journal of Finance*, Vol.5, pp.1765-1790.
- Mandelker, G.(1974). “Risk and Return: The Case of Merging Firm,” *Journal of Financial Economics*, Vol.24, pp.303-335.
- Patell, James M.(1976), “Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: Empirical tests,” *Journal of Accounting Research*, Vol.14(2), pp.246-274.
- Richard, R.(1986), “ The hubris Hypothesis of Corporate Takeover,” *Journal of Business*, Vol.59, pp.197-216.
- Said, S.E. and Dickey, D.A.(1984), “Testing for Unit Roots in Autoregressive-Moving

Average Models of Unknown Order,” *Biometrika*, Vol.71, pp.599-607.

Scherer, F.M. and D. Ross(1990), *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Boston: Houghton Mifflin Company.

Shelton L. M.(2000), “Merger Market Dynamics: Insight into the Behavior of Target and Bidder Firms,” *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol.41, pp.363-383.

Travlos, Nickolaos, G.(1987), “Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms’ Stock Return,” *Journal of Finance*, Vol.42, pp.943-963.

附錄 購併宣告全體樣本

2 0 0 0 年	主併公司	目標公司	宣告日
	台積電	世大	1月8日
	鍊德科技	信群科技	1月19日
	年興紡織	至興實業	1月19日
	室基科技	全國電子	2月24日
	威盛電子	美商旭上繪圖晶片部門	4月7日
	致茂電子	全華科技	4月8日
	國巨	飛利浦電子	5月4日
	潤泰	大潤發	5月27日
	致伸	拓漢	6月27日
	精英	鑫明	8月21日
	中橡	印度碳煙廠	8月15日
	力山	力二工業/力友工業/台灣速立	8月15日
	矽品	矽豐	8月23日
	倫飛電腦	志合	9月20日
	中聯資	聯鋼	9月21日
	智邦科技	台康資訊/禾翔通信	10月6日
中鋼	彥馬/群馬鋼廠	11月2日	
1 9 9 9 年	主併公司	目標公司	宣告日
	國巨	聲寶	1月21日
	茂矽	美聯合記憶體	2月2日
	日月光	摩托拉中壢/南韓 兩廠	2月6日
	所羅門	香港慶成	2月20日
	鴻海精密	廣宇科技	2月24日
	華新	燁興鋼鐵	4月17日
	致茂電子	俊傑科技	6月15日
	聯電	合泰/聯成/聯嘉/聯瑞	6月15日
	台塑	東帝士集團汽車事業部	7月19日
	宏碁	龍捲風科技	8月6日
	英業達	岡業	9月13日
	仁寶	神寶科技	10月1日
愛之味	美商美爾建技	10月18日	
聯強國際	泰 Complex 公司	10月22日	

1 9 9 9 年	統一	Cressida 食品廠	10 月 26 日
	長榮	立榮海運	12 月 14 日
	燁輝	彥武大馬據點	12 月 7 日
	中橡	馬鞍山金星化工	12 月 16 日
1 9 9 8 年	台積電	德基	12 月 13 日
	華新麗華	太平洋科技	1 月 14 日
	鴻海精密	泰國高效公司	4 月 30 日
	宏碁	Siemens Nixdorf PC	4 月 30 日
	中橡	南韓 LG 集團碳煙廠	4 月 30 日
	國巨	德記洋行	7 月 15 日
	智邦科技	美國 SMC	7 月 21 日
	台塑	三富汽車	7 月 31 日
	中環	三菱美子公司 Vebatim 加州/墨國 製造廠	8 月 4 日
	英業達	瑞士商迪吉多電腦台灣分公司	8 月 11 日
	楠梓電	摩托羅拉新加坡兩印刷電路廠	8 月 19 日
	聯電	新日鐵半導體(NPX)	9 月 30 日
	統一	美西速食麵加工廠	11 月 6 日
	宏遠	泰國織布工廠	11 月 24 日
亞泥	台南預拌混凝土廠	12 月 19 日	
1 9 9 7 年	主併公司	目標公司	宣告日
	神達	美電腦天地(Computer Land)	1 月 21 日
	福聚	香港某一實驗工廠	3 月 1 日
	南港	聯銷/茂訊	3 月 7 日
	中橡	景德製藥	4 月 7 日
	聯強國際	大陸雷射電腦公司(Laser Computer)	6 月 12 日
	智邦科技	美 SMC 網路部門	6 月 26 日
	大東	大字名店	7 月 16 日
	美式	美蒙哥馬利家具百貨	8 月 2 日
	川飛	立新橡膠	8 月 9 日
	中鋼	岡山鋼鐵	9 月 11 日
	台達電	金士頓公司網路與資料儲存部門	9 月 13 日
	矽品	Artest 及 Abpaq	9 月 19 日
	東隆	美國小飛機場	10 月 3 日
台聚	中油二輕	10 月 28 日	

	亞瑟	豐銀證券	11月8日
1 9 9 6 年	主併公司	目標公司	宣告日
	中興電	正勝工程/衛宇科技	1月23日
	統一實	台機鋼品廠	3月10日
	致伸	美 Storm 公司	3月11日
	國豐	南港	3月27日
	國巨	德 Vitrohm 集團	5月23日
	台硝	台灣互力公司	7月1日
	中石化	正大尼龍廠	8月6日
	川飛	合力	8月15日
	華航	國華	8月29日
	三商行	佳誼公司	8月30日
	聯成石化	華塑集團-華夏塑膠/亞洲聚合/台 達化工	9月7日
	台灣聚合	華塑集團-華夏塑膠/亞洲聚合/台 達化工	9月8日
	宏和	龍興石業公司	10月23日
	統一	美國媽媽餅乾	11月20日
	台化	英瑞集團紡織紗工廠	12月11日
1 9 9 5 年	主併公司	目標公司	宣告日
	聯成石化	大陸群山化工	3月17日
	台化	台麗	3月24日
	中紡	大陸五家針織廠	5月3日
	台泥	美國大陸碳煙公司	6月2日
	中橡	美國大陸碳煙公司	6月3日
	美式家具	通美家具	9月22日
	榮成紙業	寶成紙業	10月2日
	裕隆	美國莫比士	10月12日
東陽化學	福和工程塑膠	10月12日	
大成	大陸遼寧大成農牧公司	11月17日	
1 9 9 4 年	主併公司	目標公司	宣告日
	廣豐	祥華實業	3月1日
	統一實	台機馬口鐵廠	4月23日
	幸福	永康水泥工司	5月30日
	興農化學	南億公司	7月28日
	東元電機	美國西屋馬達廠	9月23日

	裕隆	福昌半導體	10月12日	
	中日飼料	巨蛋超商	12月28日	
1993年	主併公司	目標公司	宣告日	
	春雨	墨西哥同光廠	1月7日	
	建大	深圳建泰膠廠	1月20日	
	中紡	雅茲內衣	3月4日	
	嘉畜	越南觀光飯店	3月6日	
	華新	大陸上海通訊電纜公司	3月25日	
	和桐化工	國記興業/益謙鋼鐵	4月30日	
	達新	福建達福公司	6月16日	
	神達	美 Microware	7月12日	
	幸福	楊梅廠	8月28日	
	聯電	華旭電子	9月24日	
	卜蜂	時時樂	9月26日	
	建大	大陸深圳輪胎廠	10月16日	
	台塑	美艾佛瑞克系統公司	11月17日	
	1992年	主併公司	目標公司	宣告日
		長榮海運	日林兼造船廠	2月12日
神達		美 Compac 公司	2月13日	
台揚科技		加拿大加揚科技	2月18日	
裕民		中裕航運	2月29日	
華新		華邦電子	6月30日	
國喬		必詮	8月20日	
統一		美 Famous Amos	9月19日	
1991年	味全	日新和株式會社	9月12日	
	主併公司	目標公司	宣告日	
	遠紡	北美地區紗廠	9月24日	
	中橡	英國葛蘭素尼西林藥廠	6月30日	
	國喬	馬來西亞黏性膠帶廠	4月20日	
	麗正	美國 REI 公司	4月17日	
1990年	主併公司	目標公司	宣告日	
	聯成石化	群聯化工公司	1月10日	
	統一	台灣王安電腦	1月23日	
	麗正	香港盛倫電子公司	4月7日	
	遠紡	菲律賓一紡紗廠	4月17日	

1 9 9 0 年	聲寶	香港傑仕家電	5月12日
	全友	美國 Microcosm 公司	5月18日
	中化	亨達公司	6月5日
	碧悠	美國 Polytronix 公司	7月14日
	味全	美國味全公司	7月18日
	國喬	國亨化學	10月1日
	裕隆	江申工對公司	10月24日
	台光	寶彰電工	12月7日
1 9 8 9 年	主併公司	目標公司	宣告日
	華電	順豐公司中壢廠	2月10日
	味全	國內某一知名電腦廠商	2月20日
	大飲	旭順食品公司	5月23日
	遠紡	菲律賓 Fisllyn 公司	8月23日
	聲寶	美國 Payless 租車公司	8月24日
	華夏	喬治亞海灣塑膠	11月18日
	華園	美國假日飯店	11月21日
	中日飼料	大祐實業飼料廠	11月24日
	台聚	美國慧智公司	12月12日
	國喬	美國慧智公司	12月12日
大成	善農飼料廠	12月20日	