

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士論文

媒體曝光度在金融風暴與非金融風暴時期

對併購宣告效果的影響

The Impact of Media Coverage on M&A Activities: Evidence in  
Financial Crisis and Nonfinancial Crisis

指導教授：莊凱旭 博士

研究生：程求煊

中華民國 102 年 7 月

## 謝辭

時光匆匆，轉眼間2年的碩士生活就在這不可思議的論文巨作下畫下句點。首先我要感謝我的家人全力支持我念碩士，由其是爸爸金錢的支柱，讓我可以不用煩惱日常生活，專心的讀碩士。再來我要謝謝我在台北的朋友，因為在台中念書導致聚會我常常缺席，謝謝你們的包容。最後是幫助我論文可以很順利完成的指導教授莊凱旭老師，從一開始的迷迷糊糊不知道要怎麼下筆，到現在整個完成，都要謝謝老師耐心與不悔的指導。還要謝謝幫我們口試的陳昭君老師與彰化師範大學企業管理學系系主任黃銘祥主任，承蒙口試委員的指導與匡正疏漏之處，使得我的論文更為完備，在此僅致上感謝。

最後，我終於完成碩士學位，學生生涯也告一段落，緊接著要踏入職場，謝謝許多人在這2年來的幫助，學習到不少不管是知識、學術亦或是職場先修班，有了這段學習經驗，未來我想我會更能夠面對挫折與挑戰的。

## 摘要

本研究探討台灣上市上櫃公司在金融風暴與非金融風暴時期，媒體的曝光度對主併公司的影響。研究期間為 2002 年至 2011 年間，共 346 個併購宣告樣本，採用事件分析法分析。實證結果顯示金融風暴時期進行併購活動比在非金融風暴時期進行併購活動來的好，而傳統產業進行併購活動也比電子業進行併購活動來的好。在金融風暴時期，媒體曝光度愈高，則主併公司之併購宣告效果較好，且較偏好使用現金付款方式。而在非金融風暴時期則顯示媒體曝光度越低，主併公司之併購宣告效果反而較高，且較偏好使用非現金付款方式。

**關鍵字：**金融風暴、媒體曝光度、併購、付款方式

## **Abstract**

This study examines the impact of media coverage on announcement returns in M&A activities. The sample is collected during the period of 2002-2011 covering 346 domestic bidding firms in the Taiwan market. Using the standard event study methodology with the market model, the empirical evidence shows that bidding firms obtain higher announcement returns during the financial crisis period than those in the nonfinancial crisis period. In addition, bidders in the conventional industries yield higher announcement returns than those in the electronic industries. A further analysis shows that bidding firms earn higher abnormal returns when bidders have higher media coverage and the payment method is cash during the period of financial crisis. Taking into account the period of nonfinancial crisis, bidders obtain higher announcement returns when bidders have lower media coverage and the payment method is not cash.

**Keywords: financial crisis, M&A, media coverage, payment method**

# 目錄

第一章、緒論.....	1
1.1、研究背景與動機.....	1
1.2、研究目的.....	3
1.3、實證發現.....	3
1.4、預期貢獻.....	4
1.5、研究架構.....	4
第二章、文獻探討.....	5
2.1、企業併購宣告相關文獻探討.....	5
2.2、新聞媒體之相關文獻探討.....	7
2.3、文獻小結.....	9
第三章、研究設計與方法.....	10
3.1、研究假說.....	10
3.2、研究樣本與資料來源.....	11
3.3、研究變數的定義與衡量.....	12
3.4、研究方法.....	13
第四章、實證結果.....	17
4.1、樣本資料敘述統計.....	17
4.2、全樣本之主併公司異常報酬率分析.....	19
4.3、媒體曝光度在金融風暴與非金融風暴時期，對主併公司的影響分析.....	22
4.4、媒體曝光度在金融風暴與非金融風暴時期，對不同產業之主併公司的影響分析.....	25
4.5、媒體曝光度在金融風暴與非金融風暴時期，對不同付款方式之主併公司的影響分析.....	31
第五章、結論.....	37
參考文獻.....	39

## 表目錄

表 1.1 台灣近十年企業併購金額與件數統計表.....	2
表 4.1 全樣本各年度併購件數分佈情形.....	17
表 4.2 金融風暴時期與非金融風暴時期各產業、各年度與不同媒體曝光度併購件數分佈情形.....	18
表 4.3 全樣本下，金融風暴與非金融風暴時期及各產業的 CAR.....	19
表 4.4 全樣本下，不同媒體曝光度 CAR 的差異.....	20
表 4.5 金融風暴與非金融風暴時期，不同媒體曝光度下的 CAR.....	23
表 4.6 金融風暴與非金融風暴時期，不同媒體曝光度下 CAR 的差異.....	24
表 4.7 電子業在金融風暴與非金融風暴時期，不同媒體曝光度下的 CAR.....	26
表 4.8 電子業在金融風暴與非金融風暴時期，不同媒體曝光度下 CAR 的差異.....	27
表 4.9 傳統產業在金融風暴與非金融風暴時期，不同媒體曝光度下的 CAR.....	29
表 4.10 傳統產業在金融風暴與非金融風暴時期，不同媒體曝光度下 CAR 的差異.....	30
表 4.11 金融風暴時期與非金融風暴時期，高媒體曝光度與不同付款方式間的 CAR... 32	32
表 4.12 金融風暴時期與非金融風暴時期，低媒體曝光度與不同付款方式間的 CAR.... 33	33
表 4.13 金融風暴時期與非金融風暴時期，不同媒體曝光度與不同付款方式間 CAR 的差異.....	35
表 4.14 金融風暴與非金融風暴時期，不同媒體曝光度與不同支付方式間 CAR 的差異.....	36

## 圖目錄

圖 3.1 本研究各時間參數關係圖 .....	13
-------------------------	----

# 第一章、緒論

## 1.1、研究背景與動機

企業成長可由兩個方式進行，一為內部成長，二為外部成長。外部成長則是經由併購的方式來擴張。併購活動可以擴充規模、增加市占率和創造綜效等效果。然而，陳旭東(2011)、Li(2011)和 Kyojik and Youngjoo(2012)這幾位學者表明，美國的金融風暴(financial crisis)是源於 2007 年爆發的次級房貸風暴，導致 2008 年許多金融機構發生倒閉、財務危機與併購等事件，例如 2008 年雷曼兄弟宣佈破產，影響全球的股市，使金融風暴開始蔓延全世界。而全球股市在美國的金融風暴襲擊下大跌，台灣自然而然地也受到此波金融風暴的衝擊，例如鄧欣怡(2008)表示全球的金融風暴連荷蘭最大的金融集團 ING 也發生危機，於是有富邦金控併購 ING 安泰人壽之事件。由此可知，儘管悠久歷史、良好的企業形象與龐大的資本額等優勢的金融機構，也無法在金融風暴中倖免。然而，這波金融危機延續了將近 20 個月，直至 2009 年 9 月國際經濟才有復甦跡象。

在全球金融風暴的橫掃下，台灣的併購市場也有些許變化，圖 1.1 為台灣近十年企業併購金額與件數統計表，其顯示在 2002 年台灣因為企業併購法的公佈與實施，簡化了核准程序，並移除法令限制來鼓勵企業進行併購活動，因此引發一股併購熱潮。但在 2007 年因為發生金融風暴，使併購交易風險提高，各企業更謹慎的來從事併購活動，所以併購案件稍有下降。然而，也有不少實力還不錯的企業也藉此機會從事併購活動，以求快速進入市場、增加競爭力。而經營不善的企業則極力尋求買主，度過難關。所以在 2008 年併購總金額更高達新台幣 1,479 億元，創併購金額的最高紀錄，使併購活動成為台灣企業重要的營運活動之一。

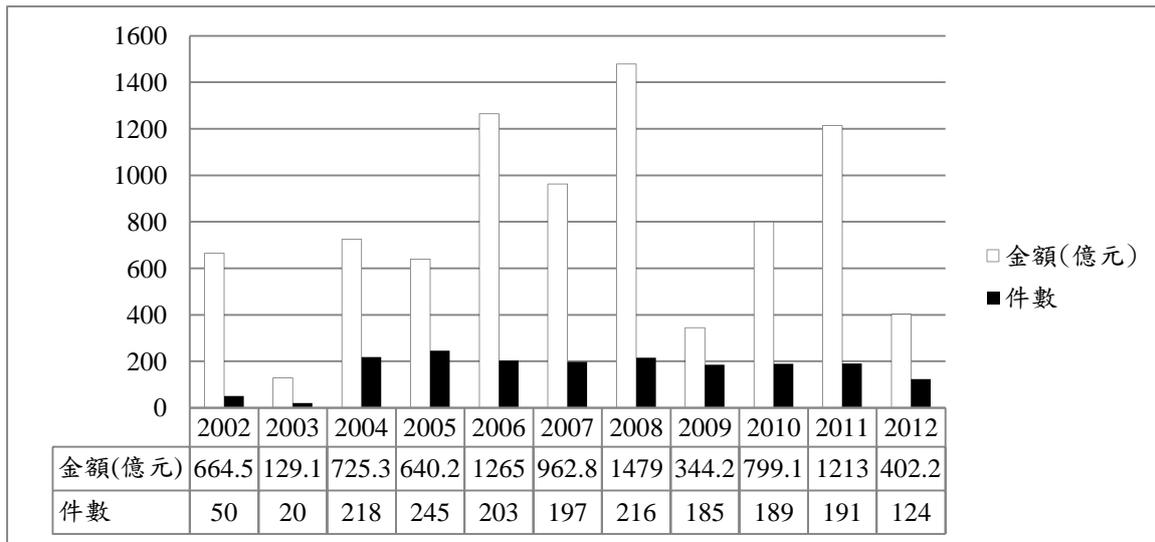


表 1.1 台灣近十年企業併購金額與件數統計表

另外，現今的資訊發展迅速，媒體不僅扮演了發佈消息及傳遞訊息的重要角色，也直接或間接的影響大眾的行為，更進一步影響金融市場。Demers and Vega(2011)、Engelberg and Parsons(2011)顯示，媒體的資訊傳播確實會影響投資人的決策，而隨著投資人不同的認知，亦會對公司有不同的評價。Fang and Peress(2009)、林孟慧(2011)和陳嵩翰(2011)顯示媒體的關注程度會影響公司的股價。而因為散戶投資人不像機構投資人取得資訊方便，所以新聞媒體就成為散戶投資人接收資訊的主要來源，對其影響重大。

有鑑於先前媒體報導的相關研究多著重在對股價的衝擊、交易量、流動率與投資人持股等關係。然而，國內文獻只有一篇周傳富(2012)針對媒體報導對併購事件之宣告效果的影響作探討。又因為金融風暴是近幾年發生的金融大事件，而其學者並未探討金融風暴是否因為媒體曝光度的不同而對主併公司有所影響的重要性，因此，本研究以台灣的併購市場來研究金融風暴與非金融風暴時期，媒體曝光度對主併公司宣告效果的影響。

另外，本研究也將探討在金融風暴與非金融風暴時期，主併公司進行併購活動是以何種付款方式來進行和是否因為產業類別的不同而影響併購宣告效果。例如：李淑芬(2006)顯示，因為電子業併購風險高，傳統產業比電子業更能顯現股東權益報酬率的效

益。古永嘉和胡珮高(2008)顯示，併購的付款方式分兩種，以現金或換股方式支付，公司選擇不同的付款方式也會對投資者有所影響。因此本文進一步分析在金融風暴與非金融風暴時期，不同付款方式是否因媒體曝光度的不同而有所差異。

## 1.2、研究目的

本研究係以全球金融風暴與非金融風暴時期為背景，探討媒體曝光度對台灣上市上櫃之主併公司的影響，基於上述研究背景與動機，本研究目的可歸納為：

- (一)主併公司的併購宣告效果，是否因媒體曝光度的高低而有所差異。
- (二)在金融風暴時期與非金融風暴時期，主併公司的併購宣告效果，是否因媒體曝光度的高低而有所差異。
- (三)在金融風暴時期與非金融風暴時期，不同產業的主併公司併購宣告效果，是否因媒體曝光度的不同而有所差異。
- (四)分析不同付款方式，在金融風暴時期與非金融風暴時期，是否因媒體曝光度的高低而有所差異。

## 1.3、實證發現

本研究以 2002 年 1 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日的國內上市上櫃併購事件為對象進行研究，共有 346 個併購宣告樣本。實證分析採用事件研究法之標準市場模型進行分析。目的為觀察在金融風暴與非金融風暴時期，媒體曝光度對主併公司併購宣告效果的影響。

實證結果發現在全樣本下，金融風暴時期的併購宣告效果比非金融風暴時期來的好，而傳統產業進行併購活動也比電子業來的好。在金融風暴時期時，高媒體曝光度的主併

公司進行併購活動可為股東創造財富，且較偏好使用現金付款方式。在非金融風暴時期，低媒體曝光度的主併公司進行併購活動可為股東創造財富，且較偏好使用非現金付款方式進行。

## 1.4、預期貢獻

本研究預期貢獻為研究時間 2002-2011 年的併購宣告樣本，此樣本期間涵蓋較新的樣本資料。再者，本研究進一步分析在金融風暴與非金融風暴時期的併購宣告效果，同時考量產業類別、付款方式與媒體曝光度對主併公司股東財富效果的影響。因此本研究將提供新的實證研究結論來說明媒體曝光度對主併公司財富效果的影響。

## 1.5、研究架構

本研究共分為五個章節，各章節內容說明如下：

### 第一章 緒論

詳述本研究背景與動機、研究目的、實證發現、預期貢獻與研究架構。

### 第二章 文獻探討

整理國內外相關實證研究文獻，並針對併購宣告效果與媒體報導進行文獻探討。

### 第三章 研究方法

建立本研究假說、敘述研究樣本、研究期間、資料來源及研究方法。

### 第四章 實證分析

進行第三章研究方法之實證分析結果。

### 第五章 結論

歸納研究內容進行本研究總結。

## 第二章、文獻探討

本研究的目的是探討在金融風暴與非金融風暴時期媒體曝光度對併購宣告效果的影響，在探討過去文獻中，發現鮮少有學者針對這部分作探討，因此本章將針對併購與媒體兩部份做文獻探討。

### 2.1、企業併購宣告相關文獻探討

併購一般是指合併(Merger)與收購(Acquisition)。合併是指兩個或兩個以上的公司依法規進行合併為一家公司，或成立新公司，可分為吸收合併與創設合併兩種。收購則指法律上雙方進行資產或股權的買賣行為，主併公司向目標公司購入資產或股票，亦可分為股權收購與資產收購兩類方式。

在過去的文獻中 Campa and Hernando(2006)、Rottke, Schiereck and Pauser(2011)、丁憲浩、胡聯國和莊雙喜(2007)、吳文德和陳振遠(2007)、陳聖謙(2009)與徐郁清(2010)等國內外學者大多探討併購效果對主併公司股東財富的影響。其顯示對股東財富有正向的影響。然而，劉邦典、余惠芳和林少斌(2006)則顯示主併公司的股價呈現負成長趨勢。

併購的國內文獻如沈建良(2000)針對國內電子業及食品業上市的主併公司進行購併活動對股價所產生的影響。研究期間為1987年至1999年，樣本為電子業53個及食品業30個。觀察其併購前後20天之主併公司的購併宣告效果。發現電子業與食品業上市公司購併宣告對股價有正面的影響，但電子業之購併宣告效果大於食品業；電子業上市公司相關購併宣告對股價的影響程度大於非相關購併宣告；而食品業上市公司相關購併宣告對股價的影響程度小於非相關購併宣告。

許淑瑋(2002)以曾從事購併宣告的上市公司為研究對象，研究期間為1992年至2000年，共163件有效樣本數。觀察其併購前後20天，主併公司的購併宣告效果。發現股票

市場對企業購併宣告效果有正面影響；而金融業則在宣告日之前數日出現顯著正向的異常報酬率。

丁憲浩、胡聯國和莊雙喜(2007)針對1999年至2005年正式宣告的國內併購事件進行分析，並將研究對象限制於主併公司為在此研究期間內宣告併購且目前未下市的股票上市之非金融業，共有73個樣本。分別計算併購事件宣告當日前後一日、一週、一個月、一季及一年之平均累積異常報酬。發現在併購前一個月、一季乃至一年和宣告次日，均有顯著的超額報酬，而宣告日後，主併公司亦有顯著的超額報酬。

吳文德和陳振遠(2007)探討公司治理與代理問題對主併公司併購績效之影響，以台灣曾經宣告併購的上市公司為研究對象，研究期間為1992年至2002年，共174家公司為樣本。以事件研究法觀察其併購前後30天，主併公司的購併宣告效果，並以多元迴歸模型找出影響企業併購宣告累積平均異常報酬率的重要變數，探討各變數對併購宣告累積平均異常報酬率的影響。發現上市的主併公司併購宣告對股東財富具有正面影響，且上市公司併購訊息宣告後會對股價造成顯著且正面的影響。

陳聖謙(2009)探討併購宣告、支付工具的選擇以及跨國因素之不同，對主併公司股東財富的影響。以台灣上市櫃公司的所有併購事件為研究對象，研究期間為2000年至2007年間，共有527個觀察值，採用事件研究法觀察其併購前後15天主併公司的購併宣告效果。發現併購宣告日前後期間，對於主併公司股東財富有顯著正向異常報酬。但觀察長期的事件期間，則變不顯著。另外採現金支付及混合支付，對主併公司股東為不顯著之正向平均累積異常報酬。採換股支付則有不顯著的負向平均累積異常報酬。以混合式支付在事件期間有正向不顯著平均累積異常報酬；在宣告日前後期間則有正向顯著平均累積異常報酬。

徐郁清(2010)探討台灣上市櫃公司的股票發生併購宣告時，對於併購公司股東財富的影響。研究期間為2008年至2009年間，共31家上市櫃公司的股票，採用事件研究法及多元迴歸統計模型來分析，以事件日前後10天為事件期，觀察購併事件在此期間中之宣告果。實證發現合併事件在併購宣告日前已有領先反應的現象，且合併事件對股東財富

具有正向效果。

相反的，劉邦典、余惠芳與林少斌(2006)，研究 1990 年代以後美國的最新併購發展趨勢。發現合併創造的價值表現在目標公司的股東股價上，主併公司的股價會呈現負成長趨勢。

而併購的國外文獻如 Billett, King, and Mauer(2004)研究目標和收購公司股票持有人在 80 年代和 90 年代的財富效應。研究期間為 1979 年到 1997 年，共 940 個樣本，使用迴歸分析，其結果發現併購後股票持有人有顯著的財富效應。

Campa and Hernando(2006)研究歐洲金融業的併購效果，研究期間為 1998 年到 2002 年，共有 172 個樣本，使用事件研究法觀察一個月、一季與一年的併購宣告效果。發現在宣告日後目標公司的股東報酬率平均是正的；而收購公司的股東報酬率是平均是負的。

Rotke, Schiereck and Pauser(2011)則針對建築業公司為研究對象來研究M&A是否會為股東創造價值，研究期間為1986年到2006年，共106個樣本，利用事件研究法與迴歸分析，觀察其併購前後20天，主併公司的購併宣告效果。研究發現建築業公司併購宣告對目標公司股東價值有正向效果。

## 2.2、新聞媒體之相關文獻探討

然而，現今的資訊發展迅速，媒體扮演了發佈消息及傳遞訊息的重要角色，也間接影響大眾的行為，更進一步的影響金融市場。在過去文獻中如林孟慧(2011)、陳嵩翰(2011)、Demers and Vega(2011)與Engelberg and Parsons(2011)等國內外學者大多探討媒體報導對股價的影響，其顯示大眾傳播確實會影響公司股價，而媒體的關注程度也會影響投資人的投資行為。對於股票報酬率也會有正相關。

媒體的相關文獻例如林孟慧(2011)研究媒體曝光度對庫藏股宣告效果的衝擊。研究

期間為 2001 年至 2009 年，共 641 家樣本，使用事件研究法與迴歸分析，觀察其前後 20 天宣告買回庫藏股結束後之股價反應。實證結果發現上市上櫃公司宣告買回庫藏股前整體之平均異常報酬為負，但宣告買回庫藏股後，其公司之異常報酬由負轉為正；納入媒體曝光度後發現，曾在新聞媒體曝光的樣本其宣告買回庫藏股期間與買回結束後之累積異常報酬較佳，但以媒體曝光程度區分，則發現買回結束後 1 個月媒體曝光度與買回結束後 1 個月的累積異常報酬有顯著正向影響。

陳嵩翰(2011)探討台灣股票市場的新聞效果、日內趨勢以及交易行為。盤中有揭露新聞的個股，其平均報酬較高；而區分產業時，發現無論產業為何，仍是盤中有新聞揭露的類別其平均報酬相對較高。

Engelberg and Parsons(2011)針對媒體報導在不同地區對投資者的影響。在控制盈餘、投資者等變數後，發現當地的媒體報導可以強烈地預測當地的交易情形。而且研究還顯示出當地的報導時間與當地的交易情形有強烈的相關性。

然而，相反的，Fang and Peress(2009)研究媒體報導和股票期望報酬率之間的關係。並將樣本取中位數區分為高度媒體報導、低度媒體報導與無媒體報導。其顯示無媒體報導的股票報酬率會比有高度媒體報導的高；媒體關注度愈低，其股票報酬率則越高；研究結果也表明，傳播媒體的確會影響股票報酬率。

周傳富(2012)針對媒體對併購宣告效果的影響進行研究，以我國上市櫃普通股之併購宣告事件為研究目的，研究期間為 1997 年至 2009 年，共 345 個樣本數。以事件研究法分析。實證結果顯示媒體關注程度越高，則主併公司之併購宣告效果反而越低。而在付款方式的部分，高媒體曝光的主併公司，其現金支付與換股支付間報酬率的宣告效果差異，皆低於低媒體曝光的主併公司。

## 2.3、文獻小結

根據以上相關文獻的探討可知，併購宣告對主併公司會有正向或是負向的報酬；而媒體的報導對股票報酬率也會有正向或負向影響。基於上述文獻的不一致，因此本文想進一步探討。然而，國內文獻周傳富(2012)只針對媒體對併購宣告效果的影響進行研究，但其沒有探討媒體曝光度在金融風暴與非金融風暴時期的重要性。因此本文想探討金融風暴時期與非金融風暴時期，媒體曝光度對併購宣告效果的影響。

## 第三章、研究設計與方法

### 3.1、研究假說

企業透過合併可擴張市場佔有率，提高企業的競爭力，增加股東財富。然而，大眾普遍接收訊息的主要來源為新聞媒體。因此新聞媒體在一般社會大眾下扮演了重要的角色。

在探討過去相關併購文獻如：Campa and Hernando(2006)、丁憲浩、胡聯國和莊雙喜(2007)、吳文德和陳振遠(2007)、陳聖謙(2009)與Rottke, Schiereck and Pauser(2011)等學者，其都支持併購宣告效果對主併公司股東財富有正向影響。

而媒體相關的過去文獻如: Engelberg and Parsons(2011)、林孟慧(2011)與陳嵩翰(2011)顯示，曾在媒體上有曝光的公司在宣告後其累積異常報酬有正向關係。然而，周傳富(2012)顯示媒體關注程度越高，則主併公司之併購宣告效果反而越低。

在金融風暴方面，Li(2011)和Kyojik and Youngjoo(2012)，這幾位學者表明，全球金融風暴(financial crisis)是從2007年爆發，直至到2009年結束。陳美菊(2009)顯示金融風暴會對全球房市、信貸市場、股市、匯市均造成嚴重的衝擊。鄧榮心(2010)隨著全球金融風暴的發生，其公司績效均相對較高；在金融風暴期間，公司會減少負向的盈餘管理，從事較多正向盈餘管理。基於上述，預測其媒體曝光度會影響企業併購，並且因為發生金融風暴，其媒體曝光度也會影響主併公司之股東報酬，因此，本文提出二個假說：

H<sub>1</sub>：媒體的曝光程度會對主併公司之併購宣告效果有影響。

H<sub>2</sub>：金融風暴時期，媒體的曝光程度會對主併公司之併購宣告效果有影響。

### 3.2、研究樣本與資料來源

本研究係以2002年1月1日至2011年12月31日國內上市上櫃主併公司併購事件為研究對象。研究所需的併購相關資料取自Securities Data Company(SDC)資料庫，而媒體資料與其他相關變數之資料則取自台灣經濟新報(TEJ)資料庫。

研究樣本初步搜尋整理後為2206筆，為符合本研究樣本，本研究參考許淑瑋(2002)、吳文德和陳振遠(2007)與丁憲浩、胡聯國和莊雙喜(2007)之研究方法，對樣本公司做出以下限制:(1)主併公司必須為上市上櫃且為合意和國內併購之台灣企業，此時剩714筆；(2)如果公司同一年度內有兩次以上併購宣告者，僅保留第一次併購事件，此時樣本剩644筆；(3)併購的性質必須為資產收購、吸收合併或股權收購；(4)消息來源以國內二大財經專業報紙-經濟日報與工商時報公開報導為準，輔以電子時報、財訊快報及精業嘉實新聞；(5)排除特殊限制的金融業、資料不齊全、宣告日不明確者加以刪除；最終樣本為346筆。

### 3.3、研究變數的定義與衡量

#### 一、媒體曝光度

本研究所使用的媒體資料取自於台灣經濟新報(TEJ)資料庫之金融大事記資料庫。Fang and Peress(2009)的媒體效果，是以公司在樣本期間內的見報次數當作媒體曝光度的變數，而本研究採事件研究法之市場模型，因此，參考 Fang and Peress(2009)的媒體效果，以該公司在估計期間內的日見報次數當作媒體的樣本數。

為區別媒體曝光度的不同，本研究亦參考周傳富(2012)的方法，將媒體曝光度分為高與低，並將全樣本公司之見報次數由高至低排列找出中位數，高於中位數以上者為「高媒體曝光度」；低於中位數以下者為「低媒體曝光度」。

### 3.4、研究方法

本研究旨在分析金融風暴時期與非金融風暴時期下，主併公司併購宣告期間之媒體效果。採事件研究法(Event Study)之標準市場模型進行分析。

#### 一、時間參數設定

過去使用事件研究法的文獻中發現，大多數的學者都廣泛採用 Brown and Warner(1985)所提出的市場模型(Market Model)來進行實證研究，因此，本文亦使用市場模型來進行分析。而事件日是指市場接收到該事件相關資訊的時點，將之設為 $t=0$ 。本研究是以上市上櫃公司宣告併購為研究樣本，因此將事件期間設為宣告日前15個交易日至宣告日後15個交易日，共計31個交易日為事件期。而估計期則是以宣告日前16個交易日至前195個交易日，共計180天為本研究之估計期。圖3.1為本研究各時間參數關係圖。

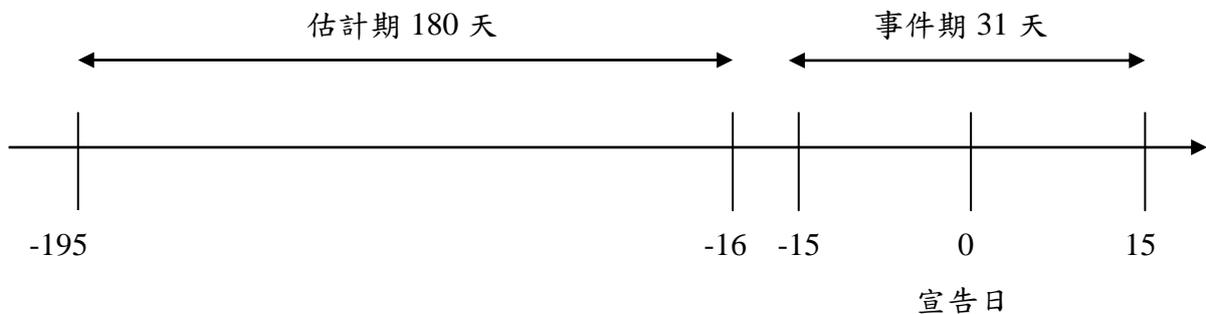


圖 3.1 本研究各時間參數關係圖

## 二、預期報酬率之計算

由於市場模式最被廣泛地應用在探討特定事件對股票價格的影響，因此本文使用市場模式來估計預期報酬率，以普通最小平方法(Ordinary Least Square, OLS)建立下列之迴歸模型：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_i$$
$$t = -195, \dots, -16, i = 1, 2, \dots, 346 \quad (3.1)$$

式中，

$R_{it}$ ：i 公司股票在第 t 日之報酬率

$R_{mt}$ ：市場投資組合在第 t 日之報酬率

$\alpha_i$ ：線性關係之截距項

$\beta_i$ ：線性關係之斜率，即迴歸係數

$t$ ：第 t 交易日

$\varepsilon_i$ ：誤差項

經過最小平方法(Ordinary Least Square, OLS)，可得到估計值截距項 $\hat{\alpha}$ 與斜率項 $\hat{\beta}$ ，因此事件期第 t 日的預期報酬率為：

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (3.2)$$

式中，

$E(R_{it})$ ：i 公司股票在第 t 日之預期報酬率

$R_{mt}$ ：市場投資組合在第 t 日之報酬率

### 三、事件異常報酬率之計算

#### (一) 異常報酬率(Abnormal Returns, AR)

利用上述之市場模式計算出每一交易日之預期報酬率，因此，事件期的實際報酬率減去預期報酬率，即為個別樣本公司的異常報酬率(Abnormal Returns, AR)，其計算方式如下：

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (3.3)$$

式中，

$AR_{it}$ ：i 公司股票在第 t 日之異常報酬率

$R_{it}$ ：i 公司股票在第 t 日之實際報酬率

$E(R_{it})$ ：i 公司股票在第 t 日之預期報酬率

#### (二) 平均異常報酬率(Average Abnormal Returns, AAR)

全樣本公司之平均異常報酬率為在事件期中，全樣本公司之異常報酬率相加後再除以樣本數 N，即可得平均異常報酬率，其計算方式如下：

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n AR_{i,t} \quad (3.4)$$

式中，

$AAR_t$ ：全樣本公司在事件期第 t 日的平均異常報酬率

N：總樣本數

### (三) 累積平均異常報酬率(Cumulative Average Abnormal Returns, CAAR)

平均異常報酬累積加總後，即可得累積平均異常報酬率(CAAR)，其計算方式如下：

$$CAAR_{(it)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t \quad (3.5)$$

式中，

$CAAR_{(it)}$ ：全樣本事件期 $t_1$ 到 $t_2$ 之累積平均異常報酬率

$t_1$ 和 $t_2$ ：計算累積平均異常報酬率之起始日與終止日

### 四、t 統計檢定

由於事件研究主要是了解併購宣告對主併公司的股價是否造成影響，需透過統計檢定的方式，檢定平均異常報酬率與累積平均異常報酬率是否顯著異於零，因此，本研究使用傳統的 t 統計檢定量的方式來檢定。

#### (一) 異常報酬率假設與檢定

$H_0 : AR_i = 0$ 。

$H_1 : AR_i \neq 0$ 。

檢定統計量：

$$t = \frac{AR_i}{\sqrt{VAR(AR_t)}} \quad (3.6)$$

#### (二) 累積異常報酬率假設與檢定

$H_0 : CAR_i = 0$ 。

$H_1 : CAR_i \neq 0$ 。

檢定統計量：

$$t = \frac{CAR_i}{\sqrt{VAR(CAR_t)}} \quad (3.7)$$

## 第四章、實證結果

### 4.1、樣本資料敘述統計

#### 一、依年度別分類的樣本數分析

本研究係以2002年1月1日至2011年12月31日間，國內上市櫃主併公司併購事件為研究樣本。符合本研究樣本共346筆。由表4.1全樣本年度分佈情形中顯示，在2002年間因政府放寬企業併購法，使企業併購手續簡化，因此引發一股併購熱潮，所以國內併購在2002年起件數稍有增加，除了2007年間因發生金融風暴導致併購件數稍有下降，其他年間併購件數均維持在穩定的狀態。

表 4.1 全樣本各年度併購件數分佈情形

年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Total
併購件數	21	29	32	41	37	33	32	40	51	30	346
百分比	6.07%	8.38%	9.25%	11.85%	10.69%	9.54%	9.25%	11.56%	14.74%	8.67%	100%

資料來源:本研究整理

#### 二、依產業別、金融風暴與非金融風暴時期的樣本數分析

表 4.2 為區分各年度、各產業及不同媒體曝光度在金融風暴時期與非金融風暴時期併購件數的分佈情形。在金融風暴時期電子業有 76 家，占全金融風暴時期樣本 72.38%；傳統產業有 29 家，占全金融風暴時期樣本 27.62%；而在非金融風暴時期電子業有 187 家，占全非金融風暴時期樣本 77.59%；傳統產業有 54 家，占全非金融風暴時期樣本 22.41%。顯示電子業較其他產業熱衷於進行併購活動。而該產業的媒體高曝光度在金融風暴 2007 年的數量為 23.68%，相對於非金融風暴時期的媒體高曝光度而言來的高；傳

統產業在 2007 年媒體高曝光度的數量為 6.90%，相對於非金融風暴時期而言相對較小，其顯示在金融風暴時期電子業的併購事件較為媒體所關注。

表 4.2 金融風暴時期與非金融風暴時期各產業、各年度與不同媒體曝光度  
併購件數分佈情形

金融風暴時期	曝光度	電子業 樣本數	百分比	傳統產業 樣本數	百分比	全樣本 樣本數	百分比
2007	H	18	23.68%	2	6.90%	20	19.05%
	L	9	11.84%	4	13.79%	13	12.38%
2008	H	8	10.53%	8	27.59%	16	15.24%
	L	12	15.79%	4	13.79%	16	15.24%
2009	H	13	17.11%	4	13.79%	17	16.19%
	L	16	21.05%	7	24.14%	23	21.90%
Total		76	100%	29	100%	105	100%
非金融風暴時期	曝光度	電子業 樣本數	百分比	傳統產業 樣本數	百分比	全樣本 樣本數	百分比
2002	H	9	4.81%	4	7.41%	13	5.39%
	L	6	3.21%	2	3.70%	8	3.32%
2003	H	15	8.02%	4	7.41%	19	7.88%
	L	7	3.74%	3	5.56%	10	4.15%
2004	H	17	9.09%	5	9.26%	22	9.13%
	L	6	3.21%	4	7.41%	10	4.15%
2005	H	19	10.16%	1	1.85%	20	8.30%
	L	17	9.09%	4	7.41%	21	8.71%
2006	H	17	9.09%	3	5.56%	20	8.30%
	L	14	7.49%	3	5.56%	17	7.05%
2010	H	17	9.09%	2	3.70%	19	7.88%
	L	22	11.76%	10	18.52%	32	13.28%
2011	H	7	3.74%	0	0.00%	7	2.90%
	L	14	7.49%	9	16.67%	23	9.54%
Total		187	100%	54	100%	241	100%

資料來源:本研究整理

## 4.2、全樣本之主併公司異常報酬率分析

本研究以國內上市(櫃)公司共 346 筆樣本，期間為 2002-2011 年。並以事件宣告日前 15 日(-15)及事件宣告日後第 15 日(+15)，共 31 個交易日為併購事件之事件期。為觀察不同時間點的併購宣告效果，本研究劃分不同事件窗口，分為事件前、事件後與橫跨事件前後。其全樣本之異常報酬列於表 4.3。

表 4.3 全樣本下，金融風暴與非金融風暴時期及各產業的 CAR

事件窗口	全樣本 CAR	F CAR	NF CAR	E CAR	T CAR
(-1,0)	0.60 ***	0.67	0.57 **	0.50 **	0.90 **
(-2,-1)	0.36 *	0.06	0.49 **	0.37 *	0.34
(-10,-1)	0.54	1.18	0.26	0.39	1.04
(-15,-1)	0.47	1.12	0.18	0.12	1.57
(0,1)	0.60 ***	0.65 *	0.57 **	0.51 **	0.88 **
(0,2)	0.00	-0.18	0.09	-0.10	0.33
(0,10)	-0.26	1.09	-0.84	-0.32	-0.04
(0,15)	-0.32	1.38	-1.06	-0.70	0.88
(-1,1)	0.82 ***	0.94 *	0.76 **	0.66 **	1.33 ***
(-2,2)	0.37	-0.12	0.58 *	0.27	0.67
(-10,10)	0.29	2.27 **	-0.58	0.06	1.00
(-15,15)	0.15	2.50 *	-0.88	-0.58	2.45
N	346	105	241	263	83

註 1: \*為在 90%之顯著水準，\*\*為在 95%之顯著水準，\*\*\*為在 99%之顯著水準下。

註 2: F 表金融風暴時期的 CAR。

註 3: NF 表非金融風暴時期的 CAR。

註 4: E 表電子業的 CAR。

註 5: T 表傳統產業的 CAR。

表 4.3 在全樣本的 CAR(-1,0)、(-2,-1)、(0,1)與(-1,1)為顯著正相關，例如 CAR(-1,1)的累積平均異常報酬為 0.82%，顯示主併公司從事併購活動在宣告日的前後一日會為股東帶來正向且顯著的短期財富效果。在金融風暴與非金融風暴時期的 CAR(-1,1)為顯著正相關，其累積異常報酬分別為 0.94%和 0.76%，且金融風暴時期的 CAR 大於非金融風暴時期的 CAR，顯示在金融風暴時期進行併購活動比在非金融風暴時期來的好。接著看電子業與傳統產業，在窗口(-1,1)也為正向顯著，其累積異常報酬分別為 0.66%和 1.33%，電子業的異常報酬比傳統產業的異常報酬低，顯示傳統產業進行併購活動比電子業來的好。

表 4.4 全樣本下，不同媒體曝光度 CAR 的差異

事件窗口	H CAR	L CAR	H-L CAR
(-1,0)	0.71 ***	0.49	0.22
(-2,-1)	0.84 ***	-0.12	0.96 ***
(-10,-1)	1.14 **	-0.06	1.20
(-15,-1)	1.52 **	-0.59	2.11 **
(0,1)	0.30	0.89 ***	-0.59
(0,2)	-0.34	0.35	-0.69
(0,10)	-0.47	-0.04	-0.44
(0,15)	-0.58	-0.06	-0.52
(-1,1)	0.67 **	0.97 **	-0.30
(-2,2)	0.50	0.23	0.27
(-10,10)	0.67	-0.10	0.77
(-15,15)	0.94	-0.65	1.59
N	173	173	

註 1:\*為在 90%之顯著水準，\*\*為在 95%之顯著水準，\*\*\*為在 99%之顯著水準下。

註 2: H 表高媒體曝光度的 CAR。

註 3: L 表低媒體曝光度的 CAR。

註 4: H-L 表高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR。

表 4.4 為全樣本加入媒體效果來看對併購事件之主併公司報酬的影響。使用前一章的方法將媒體曝光度之見報次數取中位數，高於中位數者為高媒體曝光度(H)，低於中位數者為低媒體曝光度(L)，最後再將高媒體曝光度減去低媒體曝光度來看其差異效果。

在高媒體曝光度下，宣告日前的 CAR 和 CAR(-1,1)皆為顯著正相關，其窗口(-1,1)之累積異常報酬為 0.67%；而低媒體曝光度下的 CAR(-1,1)也為正向顯著，其累積異常報酬為 0.97%，顯示高媒體曝光度在併購宣告可能有資訊外洩的情況，導致市場有提前反應的現象，而併購宣告後其股價則回檔下跌，所以導致併購宣告前後一天，低媒體曝光度的異常報酬比高媒體曝光度來的高。

而在差異化方面，CAR(-2,-1)及(-15,-1)也為正向顯著，其累積異常報酬分別為 0.96%及 2.11%，顯示在併購宣告前，高媒體曝光度的 CAR 顯著高於低媒體曝光度的 CAR。但在併購宣告後，CAR 雖不顯著但呈現負向的情形，表高媒體曝光度的 CAR 低於低媒體曝光度的 CAR。此結果與周傳富(2012)之實證結果相符，其實證發現在併購宣告前，高媒體曝光度的公司因為被媒體高度的報導，使投資人獲得了許多有關公司價值的資訊而使股價被過度高估，導致投資人做股價的修正，所以在併購宣告後有較低股票報酬的情形。

### 4.3、媒體曝光度在金融風暴與非金融風暴時期，對主併公司的影響分析

表 4.5 為比較金融風暴與非金融風暴時期，不同媒體曝光度下的平均累積異常報酬。在金融風暴與非金融風暴時期的高媒體曝光度，例如窗口(-2,-1)與(-15,-1)皆為正向顯著，其累積異常報酬分別為 0.92%、1.87%、0.81%及 1.37%，且金融風暴時期的異常報酬也比非金融風暴時期的異常報酬來的高，顯示高媒體曝光度在金融風暴時期進行併購活動會比非金融風暴時期來的好。

再觀察金融風暴與非金融風暴時期的低媒體曝光度，金融風暴時期的皆不顯著，而非金融風暴時期，低媒體曝光度的 CAR(-1,0)、(0,1)及(-1,1)，其累積異常報酬分別為 0.69%、1.04%及 1.21%，顯示事件宣告前後一天均呈現顯著正向效果。由此可見，在非金融風暴時期，低媒體曝光度的主併公司進行併購活動會比在金融風暴時期進行來的佳。

表 4.5 金融風暴與非金融風暴時期，不同媒體曝光度下的 CAR

事件窗口	FH CAR	NFH CAR	FL CAR	NFL CAR
(-1,0)	1.30 **	0.44	0.03	0.69 *
(-2,-1)	0.92 *	0.81 ***	-0.81	0.18
(-10,-1)	2.31 **	0.63	0.03	-0.10
(-15,-1)	1.87 *	1.37 *	0.35	-0.99
(0,1)	0.76	0.10	0.54	1.04 **
(0,2)	-0.23	-0.39	-0.14	0.56
(0,10)	0.63	-0.96 *	1.56	-0.72
(0,15)	0.18	-0.91	2.61	-1.21
(-1,1)	1.45 **	0.32	0.42	1.21 **
(-2,2)	0.70	0.42	-0.95	0.74
(-10,10)	2.94 **	-0.33	1.59	-0.82
(-15,15)	2.05	0.45	2.96	-2.20
N	53	120	52	121

註 1: \*為在 90%之顯著水準，\*\*為在 95%之顯著水準，\*\*\*為在 99%之顯著水準下。

註 2: FH 表金融風暴時期，高媒體曝光度的 CAR。

註 3: NFH 表非金融風暴時期，高媒體曝光度的 CAR。

註 4: FL 表金融風暴時期，低媒體曝光度的 CAR。

註 5: NFL 表非金融風暴時期，低媒體曝光度的 CAR。

表 4.6 為金融風暴與非金融風暴時期，不同媒體曝光度下平均累積異常報酬的差異。第一欄 FH-FL 為高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR。在宣告前 CAR(-1,0) 及(-2,-1)，其累積異常報酬分別為 1.27% 及 1.73%，為正向顯著，而宣告日後 CAR(0,2)、(0,10)及(0,15)，分別為-0.09%、-0.93%、及-2.43%，為負的平均累積異常報酬，但不顯著。顯示在併購宣告前，高媒體曝光度的 CAR 顯著高於低媒體曝光度的 CAR。但在併購宣告後，高媒體曝光度的 CAR 卻低於低媒體曝光度的 CAR。推測在金融風暴時期，高媒體曝光度宣告併購時其股價有提前反映的現象，而併購宣告後其股價則回檔下跌。

表 4.6 金融風暴與非金融風暴時期，不同媒體曝光度下 CAR 的差異

事件窗口	FH-FL CAR	NFH-NFL CAR
(-1,0)	1.27 *	-0.25
(-2,-1)	1.73 **	0.63
(-10,-1)	2.28	0.72
(-15,-1)	1.53	2.35 **
(0,1)	0.22	-0.95 *
(0,2)	-0.09	-0.95
(0,10)	-0.93	-0.24
(0,15)	-2.43	0.30
(-1,1)	1.03	-0.89
(-2,2)	1.65	-0.32
(-10,10)	1.35	0.49
(-15,15)	-0.91	2.65

註 1: \*為在 90%之顯著水準，\*\*為在 95%之顯著水準，\*\*\*為在 99%之顯著水準下。

註 2: FH-FL 表金融風暴時期，高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR。

註 3: NFH-NFL 表非金融風暴時期，高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR。

接著觀察第二欄，NFH-NFL 為高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR。而 CAR(-15,-1)的平均累積異常報酬為 2.35%為正向顯著，但 CAR(0,1)的累積異常報酬為-0.95%的負向顯著，顯示在宣告日當天，高媒體曝光度的 CAR 顯著低於低媒體曝光度的 CAR，也就是說在非金融風暴時期，媒體關注程度愈低的主併公司，進行併購活動，其股票報酬愈高，與 Fang and Peress(2009)之實證結果相符合。

#### 4.4、媒體曝光度在金融風暴與非金融風暴時期，對不同產業之主併公司的影響分析

本研究將樣本的產業類別區分為電子業與傳統產業，分別探討在不同時期不同的媒體曝光度對併購宣告效果的影響與差異化分析。表 4.7 為電子業在金融風暴與非金融風暴時期，不同媒體曝光度下的累積異常報酬結果。在金融風暴時期的電子業皆不顯著，而非金融風暴時期例如窗口(-1,1)為正向顯著，其累積異常報酬為 0.77%，顯示電子業的主併公司在非金融風暴時期進行併購活動，可以為股東帶來財富。

接著看高媒體曝光度在金融風暴與非金融風暴時期的異常報酬，窗口(-2,-1)為正向顯著，其異常報酬分別為 0.97%及 0.89%，表金融風暴時期的異常報酬大於非金融風暴時期的異常報酬，顯示電子業在金融風暴時期的高媒體曝光度進行併購活動比在非金融風暴時期的高媒體曝光度進行併購活動來的好。

再看低媒體曝光度的異常報酬，在金融風暴時期呈現全部不顯著的情形，而非金融風暴時期，CAR(0,1)及(-1,1)，其平均累積異常報酬分別為 1.18%及 1.26%則呈現正向顯著，顯示電子業在非金融風暴時期的低媒體曝光度進行併購活動會比在金融風暴時期的低媒體曝光度進行併購活動來的好。

表 4.7 電子業在金融風暴與非金融風暴時期，不同媒體曝光度下的 CAR

事件窗口	FE CAR	NFE CAR	FEH CAR	NFEH CAR	FEL CAR	NFEL CAR
(-1,0)	0.23	0.62 **	0.90	0.55 *	-0.47	0.70
(-2,-1)	-0.02	0.53 **	0.97 *	0.89 ***	-1.07	0.10
(-10,-1)	0.82	0.21	2.68 **	0.71	-1.14	-0.38
(-15,-1)	0.41	0.00	1.89	1.08 *	-1.15	-1.26
(0,1)	0.19	0.64 **	0.13	0.17	0.26	1.18 **
(0,2)	-0.49	0.06	-0.56	-0.32	-0.41	0.51
(0,10)	1.09	-0.90	0.31	-1.14 *	1.92	-0.62
(0,15)	0.64	-1.24	-0.70	-1.52 *	2.04	-0.92
(-1,1)	0.37	0.77 **	0.75	0.36	-0.02	1.26 **
(-2,2)	-0.51	0.59	0.41	0.57	-1.48	0.61
(-10,10)	1.91	-0.69	2.99 *	-0.43	0.78	-1.00
(-15,15)	1.04	-1.24	1.18	-0.44	0.89	-2.18
N	76	187	39	101	37	86

註 1: \*為在 90%之顯著水準，\*\*為在 95%之顯著水準，\*\*\*為在 99%之顯著水準下。

註 2: FE 表金融風暴時期，電子業的 CAR。

註 3: NFE 表非金融風暴時期，電子業的 CAR。

註 4: FEH 表金融風暴時期，電子業高媒體曝光度的 CAR。

註 5: NFEH 表非金融風暴時期，電子業高媒體曝光度的 CAR。

註 6: FEL 表金融風暴時期，電子業低媒體曝光度的 CAR。

註 7: NFEL 表非金融風暴時期，電子業低媒體曝光度的 CAR。

表 4.8 為電子業在不同媒體曝光度下的差異化分析，第一欄 FEH-FEL 表示電子業在金融風暴時期，高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR，CAR(-2,-1)及 CAR(-10,-1)均為正向顯著，表電子業高曝光度的異常報酬顯著大於低曝光度的異常報酬。

第二欄 NFEH-NFEL 表電子業在非金融風暴時期，高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR。而 CAR(-15,-1) 為正向顯著，而 CAR(0,1)為負顯著，其累積異常報酬分別為 2.34%及-1.01%，表非金融風暴時期的電子業在併購宣告後有反轉現象，且其市場認同度不高。

表 4.8 電子業在金融風暴與非金融風暴時期，不同媒體曝光度下 CAR 的差異

事件窗口	FEH-FEL CAR	NFEH-NFEL CAR
(-1,0)	1.37	-0.15
(-2,-1)	2.04 **	0.79
(-10,-1)	3.82 *	1.09
(-15,-1)	3.04	2.34 *
(0,1)	-0.13	-1.01 *
(0,2)	-0.15	-0.82
(0,10)	-1.61	-0.52
(0,15)	-2.75	-0.60
(-1,1)	0.77	-0.90
(-2,2)	1.89	-0.03
(-10,10)	2.22	0.57
(-15,15)	0.29	1.74

註 1: \*為在 90%之顯著水準，\*\*為在 95%之顯著水準，\*\*\*為在 99%之顯著水準下。

註 2: FEH-FEL 表電子業在金融風暴時期，高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR。

註 3: NFEH-NFEL 表電子業在非金融風暴時期，高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR。

表 4.9 為傳統產業在金融風暴與非金融風暴時期，不同媒體曝光度下的累積異常報酬。不區分媒體曝光度下的傳統產業，在金融風暴時期，在併購宣告前後一日如  $CAR(-1,0)$ 、 $(0,1)$  及  $(-1,1)$  均為正向顯著效果，而非金融風暴時期則皆不顯著，顯示傳統產業在金融風暴時期較為市場所接受。

接著看傳統產業高曝光度下的  $CAR$ ，非金融風暴時期一樣不顯著，而金融風暴時期在併購宣告前後一日的  $CAR(-1,0)$ 、 $(0,1)$  及  $(-1,1)$ ，其累積異常報酬分別為 2.43%、2.51% 及 3.42%，顯示傳統產業在金融風暴時期的高媒體曝光度在宣告日前後一天有顯著的正向報酬，可見較為市場所接受。

再看傳統產業低曝光度下的  $CAR$ ，非金融風暴時期一樣都不顯著，而金融風暴時期只有  $CAR(-15,15)$  顯著，顯示金融風暴時期，低媒體曝光度下的傳統產業進行併購活動時，會有股東財富效果。

表 4.9 傳統產業在金融風暴與非金融風暴時期，不同媒體曝光度下的 CAR

事件窗口	FT CAR	NFT CAR	FTH CAR	NFTH CAR	FTL CAR	NFTL CAR
(-1,0)	1.83 **	0.40	2.43 *	-0.11	1.26	0.69
(-2,-1)	0.29	0.37	0.78	0.37	-0.18	0.37
(-10,-1)	2.14 *	0.45	1.29	0.18	2.93	0.60
(-15,-1)	2.98 **	0.81	1.84	2.88	4.05	-0.32
(0,1)	1.85 ***	0.35	2.51 **	-0.30	1.23	0.71
(0,2)	0.62	0.17	0.71	-0.77	0.54	0.69
(0,10)	1.07	-0.64	1.51	-0.02	0.66	-0.98
(0,15)	3.33 **	-0.44	2.62	2.30	3.99	-1.92
(-1,1)	2.43 ***	0.74	3.42 **	0.12	1.52	1.07
(-2,2)	0.91	0.54	1.49	-0.40	0.36	1.06
(-10,10)	3.21 *	-0.19	2.80	0.16	3.59	-0.38
(-15,15)	6.31 **	0.37	4.46	5.18	8.04 **	-2.24
N	29	54	14	19	15	35

註 1: \*為在 90%之顯著水準，\*\*為在 95%之顯著水準，\*\*\*為在 99%之顯著水準下。

註 2: FT 表金融風暴時期，傳統產業的 CAR。

註 3: NFT 表非金融風暴時期，傳統產業的 CAR。

註 4: FTH 表金融風暴時期，傳統產業高媒體曝光度的 CAR。

註 5: NFTH 表非金融風暴時期，傳統產業高媒體曝光度的 CAR。

註 6: FTL 表金融風暴時期，傳統產業低媒體曝光度的 CAR。

註 7: NFTL 表非金融風暴時期，傳統產業低媒體曝光度的 CAR。

表 4.10 為傳統產業的差異化分析，第一欄 FTH-FTL 表示傳統產業在金融風暴時期，高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR，表中顯示無論在哪個窗口皆不顯著。

而第二欄 NFTH-NFTL 表傳統產業在非金融風暴時期，高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR。只有 CAR(-15,15) 為正向顯著，其異常報酬為 7.42%，顯示非金融風暴時期高曝光度大於低曝光度。

表 4.10 傳統產業在金融風暴與非金融風暴時期，不同媒體曝光度下 CAR 的差異

事件窗口	FTH-FTL CAR	NFTH-NFTL CAR
(-1,0)	1.17	-0.80
(-2,-1)	0.96	0.00
(-10,-1)	-1.64	-0.42
(-15,-1)	-2.21	3.19
(0,1)	1.28	-1.01
(0,2)	0.17	-1.46
(0,10)	0.85	0.96
(0,15)	-1.37	4.23
(-1,1)	1.90	-0.95
(-2,2)	1.13	-1.46
(-10,10)	-0.80	0.54
(-15,15)	-3.58	7.42 *

註 1: \*為在 90%之顯著水準，\*\*為在 95%之顯著水準，\*\*\*為在 99%之顯著水準下。

註 2: FTH-FTL 表傳統產業在金融風暴時期，高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR。

註 3: NFTH-NFTL 表傳統產業在非金融風暴時期，高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR。

#### 4.5、媒體曝光度在金融風暴與非金融風暴時期，對不同付款方式之主併公司的影響分析

接著本研究將進一步分析不同付款方式在金融風暴與非金融風暴時期，不同媒體曝光度對併購宣告效果的影響。表 4.11 為金融風暴時期與非金融風暴時期，高媒體曝光度與不同付款方式間的累積異常報酬。在現金付款方面，如  $CAR(-1,1)$  的異常報酬為 2.04%，為正向顯著，但採用其他方式付款的異常報酬均不顯著，顯示在金融風暴時期使用現金付款的異常報酬比使用其他方式付款的異常報酬來的顯著，表示在金融風暴時期使用現金付款方式較為市場所接受。而非金融風暴時期，如  $CAR(-2,-1)$ ，其現金付款與其他付款方式的異常報酬分別為 0.37% 及 0.90%，顯示在非金融風暴時期，使用其他方式付款會比現金付款來的好。

表 4.11 金融風暴時期與非金融風暴時期，高媒體曝光度與不同付款方式間的

CAR				
事件窗口	FHC CAR	FHO CAR	NFHC CAR	NFHO CAR
(-1,0)	1.77 **	0.60	0.41	1.11 **
(-2,-1)	1.20 *	0.49	0.37 **	0.90 ***
(-10,-1)	2.88 **	1.45	-0.13	1.58 **
(-15,-1)	3.03 **	0.11	-0.34	1.91 *
(0,1)	1.10	0.24	0.63	0.38
(0,2)	0.20	-0.87	0.30	-0.62
(0,10)	1.11	-0.10	-0.84	-0.83
(0,15)	1.59	-1.97	-0.95	-1.44 *
(-1,1)	2.04 **	0.56	0.71	0.95 **
(-2,2)	1.40	-0.38	0.67	0.27
(-10,10)	3.99 **	1.35	-0.97	0.75
(-15,15)	4.62 *	-1.86	-1.28	0.46
N	32	21	64	56

註 1: \*為在 90%之顯著水準，\*\*為在 95%之顯著水準，\*\*\*為在 99%之顯著水準下。

註 2: FHC 表金融風暴時期，高媒體曝光度中以現金付款的 CAR。

註 3: FHO 表金融風暴時期，高媒體曝光度中以其他付款方式的 CAR。

註 4: NFHC 表非金融風暴時期，高媒體曝光度中以現金付款的 CAR。

註 5: NFHO 表非金融風暴時期，高媒體曝光度中以其他付款方式的 CAR。

表 4.12 為金融風暴時期與非金融風暴時期，低媒體曝光度與不同付款方式間的累積異常報酬。在金融風暴時期如 CAR(-10,-1)及 CAR(-15,-1)，其現金付款與其他付款方式的異常報酬分別為-4.40%、-4.17%、-0.05%及 0.26%，顯示使用其他付款方式會比採用現金付款方式來的好。接著看非金融風暴時期，如 CAR(-1,1)，其現金付款與其他付款方式的異常報酬分別為 1.45%及 1.06%，其現金付款的異常報酬大於其他方式付款的異常報酬，顯示在非金融風暴時期採用現金付款會比其他付款方式來的好。

表 4.12 金融風暴時期與非金融風暴時期，低媒體曝光度與不同付款方式間的

事件窗口	CAR			
	FLC CAR	FLO CAR	NFLC CAR	NFLO CAR
(-1,0)	-0.14	0.03	0.20	0.99 **
(-2,-1)	-0.83	-0.80	0.36	0.07
(-10,-1)	-4.40 **	-0.05 **	-0.12	-0.08
(-15,-1)	-4.17 *	0.26 **	-0.60	-1.21
(0,1)	0.65	0.53	1.68 ***	0.67
(0,2)	0.72	-0.12	1.69 **	-0.11
(0,10)	2.52	1.55	2.10 *	-2.40 **
(0,15)	4.19 *	2.59	1.80	-3.00 **
(-1,1)	0.32	0.41	1.45 **	1.06 *
(-2,2)	-0.11	-0.92 *	2.05 ***	-0.04
(-10,10)	-1.88	1.49 **	1.97	-2.47 **
(-15,15)	0.02	2.85 **	1.20	-4.21 **
N	24	28	45	76

註 1: \*為在 90%之顯著水準，\*\*為在 95%之顯著水準，\*\*\*為在 99%之顯著水準下。

註 2: FLC 表金融風暴時期，低媒體曝光度中以現金付款的 CAR。

註 3: FLO 表金融風暴時期，低媒體曝光度中以其他付款方式的 CAR。

註 4: NFLC 表非金融風暴時期，低媒體曝光度中以現金付款的 CAR。

註 5: NFLO 表非金融風暴時期，低媒體曝光度中以其他付款方式的 CAR。

表 4.13 為金融風暴時期與非金融風暴時期，不同媒體曝光度與不同付款方式間累積異常報酬的差異。第一欄 FHC-FHO 為金融風暴時期高媒體曝光度中，現金付款的 CAR 減去其他付款方式的 CAR。而 CAR(-15,15)為正向顯著，其累積異常報酬為 6.48%，顯示在金融風暴時期的高媒體曝光度下，採用現金付款方式的 CAR 高於採用其他付款方式的 CAR。第二欄 NFHC-NFHO 為非金融風暴時期高媒體曝光度中，現金付款的 CAR 減去其他付款方式的 CAR。例如 CAR (-1,1)，其累積異常報酬為-0.24%的負向顯著。顯示非金融風暴時期高媒體曝光度下，採用現金付款方式的 CAR 低於採用其他付款方式的 CAR，也就是在金融風暴時期的高媒體曝光度中，採用現金付款，而在非金融風暴時期採用其他方式付款較好。

接著看低媒體曝光度。FLC-FLO 為金融風暴時期低媒體曝光度中，以現金付款的 CAR 減去以其他付款方式的 CAR。如 CAR(-10,-1)及 CAR(-15,-1)，其累積異常報酬為 -4.35%及-4.43%，顯示現金付款小於其他付款方式。而 NFLC-NFLO 為非金融風暴時期低媒體曝光度中，現金付款的 CAR 減去其他付款方式的 CAR。如 CAR(-2,2)，其累積異常報酬為 2.09%，為正向顯著，顯示現金付款的 CAR 高於其他付款的 CAR，也就是在非金融風暴時期的低媒體曝光度中，採用現金付款較好。

表 4.13 金融風暴時期與非金融風暴時期，不同媒體曝光度與不同付款方式間

CAR 的差異

事件窗口	FHC-FHO	NFHC-NFHO	FLC-FLO	NFLC-NFLO
	CAR	CAR	CAR	CAR
(-1,0)	1.17	-0.70 **	-0.17	-0.79
(-2,-1)	0.71	-0.53	-0.03	0.29
(-10,-1)	1.43	-1.71	-4.35 ***	-0.05
(-15,-1)	2.92	-2.25	-4.43 ***	0.61
(0,1)	0.86	0.25	0.12	1.01
(0,2)	1.07	0.92	0.84	1.81 *
(0,10)	1.21	-0.01	0.97	4.49 **
(0,15)	3.56	0.50	1.60	4.79 *
(-1,1)	1.48	-0.24 *	-0.09	0.39
(-2,2)	1.78	0.39	0.80 *	2.09 *
(-10,10)	2.64	-1.73	-3.38	4.44 **
(-15,15)	6.48 *	-1.75	-2.83	5.40 *

註 1: \*為在 90%之顯著水準，\*\*為在 95%之顯著水準，\*\*\*為在 99%之顯著水準下。

註 2: FHC-FHO 表金融風暴時期高媒體曝光度中，現金付款的 CAR 減去其他付款方式的 CAR。

註 3: NFHC-NFHO 表非金融風暴時期高媒體曝光度中，現金付款的 CAR 減去其他付款方式的 CAR。

註 4: FLC-FLO 表金融風暴時期低媒體曝光度中，現金付款的 CAR 減去其他付款方式的 CAR。

註 5: NFLC-NFLO 表非金融風暴時期低媒體曝光度中，現金付款的 CAR 減去其他付款方式的 CAR。

表 4.14 為不同媒體曝光度與不同支付方式間累積異常報酬的差異。FHC-FLC 為金融風暴時期，以現金付款中，高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR。如 CAR(-2,-1)的異常報酬為 2.03%，顯示以現金付款中，高媒體曝光度比低媒體曝光度高，也就是金融風暴時期的高媒體曝光度下，使用現金付款方式較好。NFHC-NFLC 為非金融風暴時期，以現金付款中，高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR。如 CAR(-1,1)的異常報酬為-0.74%，顯示以現金付款中，高媒體曝光度低於低媒體曝光度，也就是在非金融風暴時期的低媒體曝光度下，使用現金付款方式較好。

再看 FHO-FLO 表金融風暴時期以其他支付方式下，高媒體曝光度的 CAR 減去低媒

體曝光度的 CAR。其 CAR(-15,15)，異常報酬為-4.71%，表其他付款方式下，高媒體曝光度低於低媒體曝光度，顯示在金融風暴時期的低媒體曝光度下，使用其他付款方式較好。而 NFHO-NFLO 表非金融風暴時期以其他付款方式下，高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR。其 CAR(-10,10)的異常報酬為 3.22%，顯示以其他付款方式下，高媒體曝光度高於低媒體曝光度，也就是非金融風暴時期的高媒體曝光度使用其他方式付款較好。

表 4.14 金融風暴與非金融風暴時期，不同媒體曝光度與不同支付方式間 CAR 的差異

事件窗口	FHC-FLC CAR	NFHC-NFLC CAR	FHO-FLO CAR	NFHO-NFLO CAR
(-1,0)	1.91	0.21	0.57	0.12
(-2,-1)	2.03 *	0.01	1.29	0.82
(-10,-1)	7.28 ***	-0.01	1.50	1.66
(-15,-1)	7.20 **	0.26	-0.14	3.12 **
(0,1)	0.45	-1.05 **	-0.29	-0.29
(0,2)	-0.52	-1.39 **	-0.75	-0.51
(0,10)	-1.41	-2.94 **	-1.65	1.57
(0,15)	-2.60	-2.74	-4.56	1.55
(-1,1)	1.72	-0.74 *	0.15	-0.11
(-2,2)	1.51	-1.38 *	0.54	0.31
(-10,10)	5.87 **	-2.95	-0.15	3.22 *
(-15,15)	4.60	-2.48	-4.71 *	4.67 *

註 1: \*為在 90%之顯著水準，\*\*為在 95%之顯著水準，\*\*\*為在 99%之顯著水準下。

註 2: FHC-FLC 表金融風暴時期以現金付款下，高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR。

註 3: NFHC-NFLC 表非金融風暴時期以現金付款下，高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR。

註 4: FHO-FLO 表金融風暴時期以其他付款方式下，高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR。

註 5: NFHO-NFLO 表非金融風暴時期以其他付款方式下，高媒體曝光度的 CAR 減去低媒體曝光度的 CAR。

## 第五章、結論

本研究以 2002 年 1 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日的國內上市上櫃併購事件為對象進行研究，共有 346 個併購宣告樣本。實證分析採用事件研究法之標準市場模型進行分析。目的為觀察在金融風暴與非金融風暴時期，媒體曝光度對主併公司併購宣告效果的影響。研究結果發現如下：

在全樣本下，金融風暴時期進行併購活動比在非金融風暴時期來的好。而傳統產業進行併購活動也比電子業來的好。在加入媒體效果後之實證發現，在併購宣告前，高媒體曝光度的 CAR 顯著高於低媒體曝光度的 CAR。但在併購宣告後，高媒體曝光度的 CAR 卻低於低媒體曝光度的 CAR。此結果與周傳富(2012)之實證結果相符，其實證發現在併購宣告前，高媒體曝光度的公司因為被媒體高度的報導而使投資人獲得了許多有關公司價值的資訊，使股價被過度高估，導致投資人可以做股價的修正，所以在併購宣告時有較低股票報酬的情形。這樣的結果支持假說一——「媒體曝光程度會對主併公司之併購宣告效果有影響。」

為檢測假說二——「金融風暴時期，媒體曝光程度會對主併公司之併購宣告效果有影響。」區分不同時期，其實證發現在金融風暴時期，媒體曝光度愈高，則主併公司之併購宣告效果較好，而在非金融風暴時期則顯示媒體曝光度越低，主併公司之併購宣告效果反而較好，也支持假說二。

區分產業方面其實證結果發現電子業在金融風暴時期，媒體曝光度愈高，進行併購活動會為股東帶來財富。而傳統產業也在金融風暴時期，媒體曝光度愈高，進行併購活動時會有顯著的正向報酬，且較為市場所接受。

在付款方式方面，實證結果發現在金融風暴時期，媒體曝光度愈高，主併公司從事併購活動會較傾向使用現金付款的方式。而在非金融風暴時期，媒體曝光度愈高，主併公司從事併購活動則較傾向使用非現金付款方式。過去文獻如古永嘉與胡珮高(2008)研

究顯示採用現金支付比換股來的有利，其經營績效表現也較佳，與本研究結果相符，在金融風暴時期為使經營績效較佳，會選擇較有利的現金付款方式。

綜合以上所述，新聞媒體的報導對投資人傳達的資訊會有不同的影響效果，也顯示金融風暴與非金融風暴時期的媒體曝光度會影響併購宣告效果。

## 參考文獻

### 中文部分

- 丁憲浩、胡聯國與莊雙喜，2007，企業併購確實能為股東創造更多利益嗎？，*績效與策略研究*，第4卷，第3期，頁1-13。
- 古永嘉與胡珮高，2008，台灣企業併購付款方式之選擇，*輔仁管理評論*，第15卷，第3期，頁97-126。
- 全國商工行政服務入口網站  
<http://gcis.nat.gov.tw/main/subclassAction.do?method=getFile&pk=148>
- 吳文德與陳振遠，2007，公司治理與代理問題對企業併購績效影響之研究：以台灣上市公司為例，*澳門科技大學學報*，第1卷，第2期，頁71-93。
- 呂佳玲與林基煌，2008，家族企業公司治理、併購策略與績效之探討，*亞太經濟管理評論*，第11卷，第2期，頁107-134。
- 李淑芬，2006，企業購併前後之經營績效研究，國立成功大學高階管理研究所未出版碩士論文。
- 沈中華與李建然，2000，*事件研究法*，台北，華泰文化事業股份有限公司。
- 沈建良，2000，上市公司購併宣告對股價影響之研究-以電子業及食品業為例，國立政治大學企業管理學系未出版碩士論文。
- 周傳富，2012，媒體報導對併購事件宣告效果的影響，國立台北大學企業管理學系未出版碩士論文。
- 林孟慧，2011，媒體曝光度對庫藏股宣告效應之衝擊，國立高雄第一科技大學金融學系未出版碩士論文。
- 林瑞雲，2011，公司治理與併購宣告效果之關聯性，國立高雄第一科技大學財務管理學系未出版碩士論文。
- 倪鈺茹，2007，企業併購與經營績效之研究—以 EVA 與 FCF 為衡量指標，中原大學會計學系未出版碩士論文。
- 徐郁清，2010，上市上櫃企業併購之財富效果實證研究，開南大學財務金融學系未出版碩士論文。
- 翁鶯娟，2002，購併宣告對產業內競爭對手公司股價影響之研究—以台灣上市公司為例，國立成功大學企業管理學系專班碩士論文。
- 張世宗，2004，企業合併法律規範之研究-以企業併購法為中心，中國文化大學法律學系未出版碩士論文。
- 許淑瑋，2002，台灣企業購併後績效衡量之實證研究，台灣大學財務金融學系未出版碩士論文。

- 許露云，2006，台灣上市公司購併宣告對公司股票報酬之影響，南華大學財務管理學系未出版碩士論文。
- 陳安琳、湯惠雯與許銘峻，2000，企業購併對主併公司股東財富的影響，*亞太管理評論*，第5卷，第2期，頁171-182。
- 陳旭東，2011，金融風暴與企業盈餘管理之研究，國立台北大學會計學系未出版碩士論文。
- 陳美菊，2009，全球金融危機之成因、影響及因應，*臺灣經濟金融月刊*，第45卷，第4期，頁261-296。
- 陳嵩翰，2011，台灣股票市場的日內新聞效果與日報酬及波動度變化間的相關性，國立高雄第一科技大學金融學系未出版碩士論文。
- 陳聖謙，2008，併購宣告及支付工具對主併公司股東財富之影響，國立政治大學管理學系未出版碩士論文。
- 曾昱達，2002，大眾媒體推薦資訊對台灣股票市場之影響，朝陽科技大學財務金融學系未出版碩士論文。
- 葉士榮，2006，主併公司併購後短期宣告效果與營運績效衡量—台灣上市公司之實證研究，交通大學財務金融學系未出版碩士論文。
- 劉邦典、余惠芳與林少斌，2006，美國企業併購新事件與前瞻，*華人經濟研究*，第4卷，第1期，頁1-14。
- 鄧欣怡，2008，金融風暴發酵—富邦金控併購 ING 安泰人壽，*國政評論*，財金(評)097-158號 <http://www.npf.org.tw/post/1/4957>。
- 鄧榮心，2010，公司治理、股權結構與公司價值的關係-台灣市場受全球金融風暴影響之探討，國立中正大學財務金融學系未出版碩士論文。
- 謝尚倫，2008，媒體報導對初次上市股票績效之影響，國立政治大學財務管理學系未出版碩士論文。
- 羅明敏與呂兆文，1997，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，*台灣銀行季刊*，第52卷，第3期，頁83-101。

## 英文部分

- Aktas, N., E. D. Bodt and J. G. Cousin, 2011, “Do financial markets care about SRI? Evidence from mergers and acquisitions,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 35, No. 7, pp. 1753-1761.
- Asquith, P., R. F. Bruner and D. Mullins, 1983, “The gains to bidding firms from merger,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, No. 1-4, pp. 121-139.
- Billett, M. T., T. H. D. King and D. C. Mauer, 2004, “Bondholder wealth effects in mergers and acquisitions: New evidence from the 1980s and 1990s,” *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 1, pp. 107-135.
- Burns, N., Bill B. Francis, and H. Iftekhar, 2007, “Cross-listing and legal bonding: evidence from mergers and acquisitions,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, No. 4, pp. 1003–1031.
- Campa, J. M. and I. Hernando, 2006, “M&As Performance in the European Financial Industry,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30, No. 12, pp. 3367-3392.
- Campello, M., J. R. Graham and C. R. Harvey, 2010, “The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 97, No. 3, pp. 470-487.
- Cummins, J. D. and X. Xie, 2008, “Mergers and acquisitions in the US property-liability insurance industry: Productivity and efficiency effects,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, No.1, pp. 30-55.
- Demers, E. A. and C. Vega., 2011, “Linguistic Tone in Earnings Announcements: News or Noise?” *International Finance Discussion Papers*, No. 951.
- Dennis, D. K. and J. J. McConnell, 1986, “Corporate Mergers and Security Return,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 16, No. 2, pp. 151-174.
- Dodd, P., 1980, “Mergers proposals, management decision and stockholder wealth,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, No. 2, pp. 105-137.
- Engelberg, J. E. and C. A. Parsons, 2011, “The causal impact of media in financial markets,” *Journal of Finance*, Vol. 66, No.1, pp. 67-97.
- Fang, L. and J. Peress, 2009, “Media coverage and the cross-section of stock returns,” *Journal of Finance*, Vol. 64, No. 5, pp.2023–2052.
- Fields, L. P., J. W. Kolari and D. R. Fraser, 2007, “Bidder returns in bancassurance mergers: Is there evidence of synergy?” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, No. 12, pp. 3646-3662.
- Ghosh, A. and W. Ruland, 1998, “Managerial Ownership, The Method of Payment for Acquisitions and Executive Job Retention,” *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 2, pp.785-798.
- Hamilton, J. T. and R. Zeckhauser, 2004, “Media Coverage of CEOs: Who? What? Where? When? Why?” Working Paper, Sanford Institute of Public Policy, Duke University and Kennedy School of Government, Harvard University.

- Hansen, R. G., 1987, "A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions," *Journal of Business*, Vol. 60, No. 1, pp. 75-95.
- Jungwook, S. and O. Hiroyuki, 2011, "Does ownership matter in mergers? A comparative study of the causes and consequences of mergers by family and non-family firms," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 35, No. 1, pp. 193-203.
- KuiWai, L., 2011, "A study on the volatility forecast of the US housing market in the 2008 crisis," *Applied Financial Economics*, Vol. 22, No. 22, pp. 1869-1880.
- Kusewitt, J. B., 1985, "An Exploratory Study of Strategic Acquisition Factors Relating to Performance," *Strategic Management Journal*, Vol. 6, No. 2, pp. 151-169.
- Kyojik, S. and L. Youngjoo, 2012, "Long-Term Effects of a Financial Crisis:Evidence from Cash Holdings of East Asian Firms," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47, No. 3, pp. 617-641.
- Lily, H. F. and J. Peress, 2008, "Media Coverage and the Cross-Section of Stock Returns," *Journal of Finance*, Vol. 64, No. 5, pp. 2023-2052.
- Linn, S. C. and J. A. Switzer, 2001, "Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 25, No. 6, pp. 1113-1138.
- Liu, L. X. and Y. Zhang, 2006, "Media Coverage and IPO Underpricing," Unpublished working paper, Hong Kong University of Science and Technology.
- Lubatkin, M. and H. M. O'Neill, 1987, "Merger Strategies and Capital Market Risk," *Academy of Management Journal*, Vol. 30, No. 4, pp.665-684.
- Mandelker, G., 1974, "Risk and return: The case of merging firms," *Journal of Financial Economics*, Vol. 1, No. 4, pp.303-335.
- Martin, K., 1996, "The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership," *Journal of Finance*, Vol. 51, No. 4, pp.1227-1246.
- Myron, B. S. and E. S. Marie, and Yvette M. Bendeck, 1991, "The Intra-Industry Effects of Going-Private Transactions," *Journal of Finance Economics*, Vol. 46, No. 4, pp. 1537-1550.
- Nguyen, B. D., 2009, "Is More News Good News? Media Coverage of CEOs, Firm Value, and Rent Extraction," AFE/ASSA 2006 Boston Meetings, Department of Finance, and Center of Economics and Finance, Chinese University of Hong Kong.
- Panagiotis, N. F., L. P. Michael and E. Z. Nikolaos, 2011, "Robust Event Studies for Derogation from Suspension of Concentrations in Greece during the Period 1995–2008," *Journal of Industry, Competition and Trade*, Vol. 11, No. 1, pp. 67-89.
- Rottke, N., D. Schiereck and S. Pauser, 2011, "M&A in the Construction Industry -Wealth Effects of Diversification into Real Estate Life Cycle Related Services," *International Real Estate Review*, Vol. 14, No. 3, pp. 283–310
- Sara, H., 2012, "The Increasing Virulence of Man-Made Crises: Financial Crises and Global Instability," *Journal of Economic Issues*, Vol. 46, No. 2, pp. 491-498.
- Schwartz, A. J., 2009, "Origins of the Financial Market Crisis of 2008," *Cato Journal*, Vol. 29, No. 1, pp.19-23.

Shleifer, A. and R. Vishny, 2003, "Stock Market Driven Acquisitions," *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, No.3, pp. 295-311.