

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士論文

跨國及國內購併對主併公司財富效果之影響:金融危機

前後的績效表現

The Wealth Effects between Cross-border and Domestic Mergers
and Acquisitions: The performance of pre- and post- financial
crisis

指導教授：莊凱旭 博士

研究生：陳郁涵

中華民國 102 年 7 月

致謝

一晃眼，二年就從眼前飛過，碩士論文完成的同時，代表著我的學生生涯暫時劃下休止符。雖然離開學校並不代表永遠的分離，畢竟，心中總有萬分的惆悵感。但是今天終於完成我的碩士論文，首先要感謝我的指導老師莊凱旭老師。感謝老師在論文指導上所花費的精力與時間，從老師身上學到了做研究認真的態度，以及做學問精確嚴謹的方法，並且在健康生活上給予叮嚀和鼓勵，讓我在學術上與生活上都留下許多深刻且精彩美好的體驗與成長。如果沒有老師的嚴厲督促，細心栽培與耐心教導，緊盯學生的論文進度，我想這本論文是沒這麼快完成的。還有感謝黃明祥老師、陳昭君老師百忙抽空前來參予學生論文口試，給予學生寶貴的意見，批評與指正論文的缺失，讓學生的論文品質更佳的完善，郁涵在此衷心的感謝。

此外，我還要感謝研究室的所有成員，所有幫助過我的學長學弟和同學們，除了陪伴我兩年多的研究所生涯，也樂幫助我解決各式各樣的問題。最後還要感謝默默支持我完成這段學業的家人，爸爸、妹妹跟男友，謝謝你們包容我的因壓力而產生的脾氣，也感謝你們毫不吝嗇的鼓勵與擁抱，你們無條件的包容是我能完成論文的最大助力，謝謝你們大家。

摘要

本研究以 2002 年至 2011 年間台灣上市櫃公司 196 個宣告購併事件的樣本，探討購併宣告對主併公司股東財富與財務績效之影響。並進一步探討，發生金融危機時期前後，跨國與國內對主併公司財富效果之影響。本研究採用事件研究法之市場模型進行實證分析，檢視其不同購併地區、不同的購併方式以及金融危機前後是否影響異常報酬。本研究進一步利用橫斷面複迴歸分析，控制公司財務變數，探討影響異常報酬的因素。研究實證結果顯示：

- 一、台灣上市櫃公司購併宣告當天，主併公司有顯著正向之異常報酬。
- 二、國內購併宣告日當天，主併公司有顯著正向之異常報酬，而跨國購併則未有顯著性異常報酬。
- 三、本研究在金融風暴時期後發現宣告日的前後一天，主併公司採國內購併比跨國購併有顯著較高之異常報酬，然而此現象並未出現在金融危機時期前。
- 四、在購併支付方式方面，發現在宣告日當天，現金購併比換股購併有顯著較高之異常報酬。
- 五、在橫斷面複迴歸方面，主併公司之總資產報酬率及主併公司規模與累積異常報酬有負向顯著關係。

關鍵詞：購併、事件研究法、異常報酬率

Abstract

This study uses 196 samples to examine wealth effects between domestic and cross-border M&As for bidding firms in the Taiwan market. The sampling period covers 10 years from 2002 to 2011. The analysis of wealth effects also takes into account pre- and post- financial crisis. Using the event study methodology with the market model, the empirical evidence shows that bidding firms create significant positive abnormal returns on the announcement date. A further analysis shows that bidders in the domestic transactions obtain significant positive abnormal returns on the announcement date, but the results do not hold in cross-border transactions. Furthermore, the results show that there is higher abnormal return for bidding firms to acquire a domestic company than those to acquire an overseas company after the financial crisis period. However, these results cannot hold before the financial crisis period. Bidders also earn higher abnormal returns when the payment method is cash. When carrying on the cross-sectional multiple regression analysis, the results reveal that bidders obtain higher announcement returns when bidder size is small and bidders have lower ROA.

Keywords: mergers and acquisitions, event study methodology, abnormal returns.

目錄

第一章	緒論.....	1
第一節	研究背景與動機.....	1
第二節	研究目的.....	2
第三節	研究樣本、方法與實證發現.....	3
第四節	預期貢獻.....	3
第五節	研究架構.....	4
第二章	文獻探討.....	5
第一節	購併宣告之相關實證研究文獻.....	5
第二節	跨國及國內購併對股東財富影響之相關研究.....	9
第三節	文獻小結.....	12
第三章	研究假說與設計.....	13
第一節	研究假說.....	13
第二節	資料來源與選樣標準.....	16
第三節	研究方法.....	18
第四節	研究變數之操作性定義.....	23
第四章	實證結果與分析.....	26
第一節	樣本特性.....	26
第二節	購併事件累積異常報酬率分析.....	30
第三節	相關分析與橫斷面複迴歸分析.....	37
第五章	研究結論.....	40
參考文獻	43

表目錄

表 3-1 樣本選取過程	17
表 3-2 研究變數之定義.....	25
表 4-1 依年度劃分之樣本	26
表 4-2 依購併地區分類之樣本.....	27
表 4-3 依國內外購併以金融風暴前後分類之樣本	28
表 4-4 依支付方式分類之樣本.....	29
表 4-5 全體樣本在各事件窗口下之平均累積異常報酬檢定表.....	30
表 4-6 以不同購併地區在各事件窗口下之平均累積異常報酬檢定表	32
表 4-7 金融危機前後跨國及國內購併之累積異常報酬檢定表.....	34
表 4-8 不同支付方式在各事件窗口下之累積平均異常報酬檢定.....	36
表 4-9 相關分析(Pearson Correlation).....	37
表 4-10 橫斷面複迴歸分析.....	39

圖目錄

圖 1 事件研究期間.....	19
-----------------	----

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

隨著經濟環境、資訊科技的改變造成市場競爭程度更趨激烈，近年來由於全球化的趨勢，企業為了在全球化競爭時代脫穎而出，紛紛追隨競爭腳步而擴展其業務與規模，透過購併相關產業來提升競爭優勢。受到國際化與全球化的影響，公司競爭範圍與壓力逐漸擴大，為提高競爭優勢及核心能力，勢必不斷成長使得經濟規模提升，才能面對全球性的競爭。依據 Smith *et al.* (1991) 觀點，企業追求成長的方式主要有兩種，一為內部成長，即是利用企業內部資源，發展符合經營目標的策略，使企業規模呈現穩定漸進的成長；一為外部成長，企業為快速改善營運體質及節省成本，以達成追求企業成長與股東財富極大化之目的，通常是透過購併 (Merger and Acquisition) 或合資 (Joint Venture) 的方式以達到外部擴張。林之韻 (2010) 表明企業為了維持競爭優勢，使企業營運有穩定性的獲利，必定會不斷追求成長。企業的成長可透過內部發展或藉由外部成長來完成，故企業通常透過種種策略性活動，以達到擴大市占率、抑止或消除競爭對手等目的。購併策略極大的優勢在於其能快速縮短時效，面對外界環境變動時的快速應變能力，因而購併成為現代企業的快速成長方程式。雖然企業可能有其他的內部成長策略，但是相較於內部成長策略或者是其他的成長擴張方案，購併對企業整體的影響效果最明顯也最為直接。

過去有許多學者探討企業進行購併活動對於公司的績效影響，其在眾多的國內外之實證相關文獻上，依據 Doukas and Travlos (1988) 之研究，發現從事跨國購併會提高主併公司的股東財富；杜曉君 (2000) 之實證研究亦支持此說法。此外，林政君 (2005) 也發現跨國購併事件，具有正向之財富效果。另外，蘇倬漢 (2010) 之研究，發現國內上市公司在購併宣告當天對於股票報酬率有正向的效果，且宣告前後短期內確實能為主併

公司創造股東財富，國內購併在購併宣告前後短期間比國際購併具有較強的正面宣告效果，然而關於跨國購併是否優於國內購併在實證上並無定論，只能發現跨國購併與國內購併之間可能產生的綜效有所不同，其公司在進行購併活動時對主併公司的股價是否會產生累積異常報酬 (CAR)，這些宣告對於投資人或一般股東會產生心理上的反應，故本研究透過事件研究法去探討當主併公司進行跨國與國內購併之間是否會有所差異，利用股價報酬率去衡量短時間內財富效果的影響。另外，在針對金融危機時期，加以探討金融危機對於企業購併之影響。

第二節 研究目的

根據前述背景與動機所言，主併公司在進行國內及跨國購併上是否具有財富效果之差異，然而前人相關研究關於此主題，亦無明確之定論。故本研究欲針對台灣上市櫃公司，探討主併公司的短期購併宣告效果，其研究目的如下：

1. 探討跨國購併與國內購併宣告對於股東財富之影響。
2. 在發生金融危機時期與未發生金融危機時期，跨國與國內購併對於主併公司財富效果之影響。
3. 檢視購併地區、金融危機前後、支付方法、總資產報酬率、負債比率、銷貨成長率、市值等主要研究變數對主併公司購併宣告效果的影響。

第三節 研究樣本、方法與實證發現

本研究以台灣上市櫃公司在 2002 年 1 月至 2011 年 12 月間，有宣告進行購併之公司為研究對象。樣本總計可得 196 筆購併事件樣本，以事件研究法之市場模型進行主併公司購併事件累積異常報酬分析，其實證結果顯示，主併公司在宣告日當天及前後一天進行購併宣告時具有顯著正向之累積異常報酬。國內購併宣告當天對主併公司有顯著正向之異常報酬，反之跨國購併則未有顯著性之異常報酬。在發生金融危機後公司進行購併宣告日前後一天時，跨國及國內購併對主併公司之股東財富存在顯著的影響力，且國內購併較跨國購併更能為股東帶來更多的財富效果，然而此結論並未發生在金融危機時期前。在支付方式方面，在宣告日當天發現現金購併比換股購併有顯著較高之異常報酬。最後在橫斷面複迴歸方面，主併公司之總資產報酬率及主併公司規模與累積異常報酬有負向顯著關係。

第四節 預期貢獻

本文研究的預期貢獻是研究 2007 年發生金融風暴前後時跨國及國內購併是否有顯著之異常報酬。由於前人並未做過當市場發生金融危機時，主併公司宣告購併是否對股東財富會有所影響。故在針對金融危機時期，加以探討金融危機對於企業跨國與國內購併之影響。其得到結果在宣告日的前後一天發現金融風暴時期後主併公司採國內購併比跨國購併有顯著較高之異常報酬，然而此結論並未出現在金融危機時期前。

第五節 研究架構

本研究共分為五章，論文架構如下：

第一章為緒論。

說明本研究之研究背景及動機、研究問題與目的、樣本方法、實證發現及研究架構。

第二章為文獻探討。

說明購併宣告與跨國及國內購併對股東財富影響之相關實證研究文獻。

第三章為研究假說與設計。

推論本研究之假說，說明變數之操作性定義，敘述使用之資料來源與研究方法。

第四章為實證分析。

說明實證研究之結果。

第五章為研究結論。

根據實證結果，提出總結。

第二章 文獻探討

購併研究發展至今的相關實證研究不斷在增加，然而不同學者針對不同的角度其研究結果而有所差異，綜觀前人所大部分探討為購併宣告對主併公司及目標公司之股東財富的影響，本研究探討跨國與國內購併對於主併公司股東財富之影響，茲將相關的國內外實證整理如下：

第一節 購併宣告之相關實證研究文獻

企業進行購併活動主要是因為購併提供了企業拓展其業務與規模及改變經營績效來增加公司價值的一種途徑，隨著全球化的開放以及市場的自由化，讓購併活動更加的頻繁，在競爭激烈的環境中購併活動已成為企業成長為發展的手段。從過去的文獻可以發現，目前有許多學者研究主併公司在進行購併宣告後對股價之影響，但是都沒有一致性的結論。其實證結果可歸納為三大類，分別為主併公司在購併宣告後有顯著正向之累積異常報酬、主併公司在購併宣告後有顯著負向之累積異常報酬以及主併公司在購併宣告後沒有顯著之累積異常報酬，茲將分類如下：

從過去的國外文獻可以發現，主併公司在購併宣告後，會產生顯著正向之異常報酬。如，Asquith *et al.* (1983) 以 1963 年至 1978 年間在 NYSE 或 AMEX 上市公司共 214 個購併事件主併公司為樣本，採事件研究法之市場模式進行實證分析，發現購併活動對主併公司可獲得顯著正向之累積異常報酬，相對規模公司對股票異常報酬也有正向關係。Bradley *et al.* (1988) 以 1963 年至 1984 年間在 NYSE 或 AMEX 上市公司成功公開購併的目標公司共 236 個購併案件，採事件研究法之市場模式，也發現成功公開購併之目標公司其宣告購併對目標公司有顯著正向之累積異常報酬。Shelton (2000) 研究以 1962 年至 1983 年間之購併案，共 199 個樣本，採用事件研究法去探討購併宣告對主併公司與目標公司股價之影響。主併公司與目標在購併宣告日當天均有顯著正向報酬。Shahrur (2005) 之實證結果顯示，購併活動對主併公司有顯著正向之累積異常

報酬。

而國內過去研究文獻中發現，陳匯中 (1995) 以台灣 1989 年至 1994 年間，共 42 家上市之主併公司為樣本，採用市場模式與事件研究法，研究購併型態、購併地點及位處不同之產業的購併宣告對股東財富之影響，發現主併公司在購併宣告當日有顯著正向之異常報酬，故能增加主併公司之股東財富。孫梅瑞 (2000) 以 1987 年至 1997 年間，台灣 147 件購併宣告為研究樣本，探討購併活動對主併公司經營績效之影響，其實證結果顯示，國內上市公司購併宣告對股東財富具有顯著的正向之異常報酬。許淑瑋 (2002) 以台灣上市公司為樣本，採事件研究法及市場模式估計異常報酬，其研究結果顯示，購併宣告對股東財富有正面的影響。張峻豪 (2002) 探討國內電子業上市公司主併公司從事購併行為對公司股價之影響，研究期間為 1989 年至 2001 年間，經蒐集相關之資料後，共取得 60 個符合條件的購併樣本。以事件研究法來分析主併公司的購併宣告效果。經實證結果分析，資訊電子業上市公司購併宣告對股東財富有正面之影響。邱信彰 (2006) 也是以事件研究法及市場模式來估計異常報酬，發現整體樣本公司在進行購併宣告時的确會帶來正向之累積異常報酬。許露云 (2006) 以台灣上市公司為研究對象，採用事件研究法及市場模式法進行實證分析，發現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。葉宜芳 (2008) 採用事件研究法之市場模式進行分析，再以複迴歸分析股票異常報酬之因素，其結果顯示國內企業購併之宣告，主併公司可以獲得顯著的正向之異常報酬。毛郁芬 (2010) 研究 2004 年至 2008 年間台灣上市、上櫃企業國內購併事件為研究對象，採用事件研究法研究企業購併消息宣告對主併公司之影響，結果顯示全體樣本在企業購併消息之宣告，主併公司股價平均異常報酬率及累積平均異常報酬率，皆有正面之影響。且全體樣本之主併公在購併宣告後 1 日，能獲取顯著正向之異常報酬。

另外，在過去國外文獻中，也有些學者發現主併公司在購併宣告後，會產生負向且顯著的異常報酬。如，Limmack (1991) 採用市場模式，以月報酬率探討英國 1977 年至 1986 年間，共 529 家主併公司與 552 家被併公司購併事件對股東財富的影響，其研究結果顯示，在成功的購併案中，在宣告月份到購併完成日間則有顯著之負向累積異常

報酬。Duggal (1995) 採用市場模式與複迴歸分析，以美國 1985 年至 1989 年間，NYSE 或 ASE 掛牌上市之 155 家主併公司為就對象，發現主併公司在購併宣告後具有不顯著之負向累積異常報酬。Waheed and Mathur (1995) 以美國前 25 大銀行之購併案件，結果發現平均而言，除了進入高風險國家之案件外，其他案件都具有顯著的負向異常報酬。Sudarsanam *et al.* (1996) 採用市場模式與複迴歸分析，以美國 1980 年至 1990 年間共 429 個成功購併案件為研究對象，其研究結果顯示購併宣告對主併公司則有顯著的負向累積異常報酬。Loughran and Anand (1997) 以 1970 年至 1989 年間於 NYSE、AMEX 或 NASDAQ 之從事購併活動 947 家公司為研究對象，發現以吸收購併以換股完成之購併活動，主併公司之股票報酬呈現顯著的負向異常報酬。Blackburn *et al.* (1997) 採市場模式進行美國購併宣告對主併公司即被併公司股票異常報酬之影響的分析，發現主併公司具有顯著負向的異常報酬。Dutta and Jog (2009) 利用買進持有之異常報酬法及平均每月日曆時間異常報酬法，探討 1993 年至 2002 年間，在 TSX 上市之加拿大企業發生之購併事件，發現加拿大企業在購併後會產生負向的異常報酬，且在購併消息後，市場在短期會產生過度的反應。

就國內學者文獻方面，朱淳銘 (2005) 以 1989 年至 2005 年間的台灣上市公司有購併案件為樣本，將主併公司按市值區分大小後，大公司在上市的市場上，在金融證券業及其他產業下都有顯著負向的累積異常報酬率。丁憲浩等人 (2007) 以 1999 年至 2005 年間之國內購併事件進行討論，研究國內上市非金融公司購併事件之宣告，是否能為主併公司股東創造利益，其結果發現主併公司股價長期時出現零或負向累積異常報酬。呂佳玲與林基煌 (2008) 以國內購併事件宣告之上市上櫃公司為研究樣本，研究期間為 1996 年至 2005 年間，分析控制股東於家族企業股權結構及董監事結構中所扮演的角色，及對多角化購併及購併績效之影響，其實證結果發現在購併宣告後主併公司為顯著的負向影響。林麗嬌等人 (2009) 之實證結果發現，國內之上市公司宣告會影響公司市場價值，並且在宣告當天呈現負向累積的異常報酬，企業購併消息的揭露，對主併公司股票報酬在平均異常報酬及累積異常報酬率方面，都具有負面的影響。

最後，從過去的國外文獻發現，主併公司在購併宣告後，會產生不顯著之累積異常報酬。如：Franks *et al.* (1991) 探討 1975 年至 1984 年間，在 NYSE 或 AMEX 之收

購的公司，採用事件研究法去做實證分析，其結果發現主併公司在購併宣告後無顯著之異常報酬。Becher (2000) 採用事件研究法檢視 1980 年至 1997 年間美國 558 購併案件，其結果顯示主併公司在購併宣告時呈現無顯著之異常報酬。Dube and Glascock (2006) 探討 1975 年至 1996 年間，非公營事業、金融事業及國外之企業，並在紐約證券交易所和 NASDAQ 掛牌之企業，加入了股票績效、營運績效及風險變數，以 Fama-French 回歸模型做進一步研究，實證結果發現，在購併後一年和三年，無論是現金收購、現金合併和股票合併皆無顯著的異常報酬。

就國內學者文獻方面，謝劍平與張竣傑 (1996) 利用市場模式與複回歸分析，發現在高 Tobin's Q 之主併公司在購併宣告後沒有產生顯著的異常報酬。且杜曉君 (2000) 和林哲鵬與陳玟靜 (2002) 等學者發現購併宣告對併購公司股東財富皆無顯著的影響。王淑芬與洪淑玲 (2008) 以 1986 年至 2004 年間北美石油產業之購併事件為樣本，探討購併後市場績效與營運績效是否會有所改善，以購併支付方式作為樣本分類，並透過回歸模型之建立，探討影響營運績效之因素與來源，發現就短期績效購併宣告後主併公司無顯著之異常報酬。林顛倫 (2010) 以 1990 年至 2009 年共有 293 筆之台灣上市公司為研究對象，探討全球併購與累積平均異常報酬之影響因素，採用事件研究法計算累積平均異常報酬，其研究結果顯示併購宣告的前三日到後三日呈現不顯著之異常報酬。

第二節 跨國及國內購併對股東財富影響之相關研究

在購併地點購併宣告效果方面，台灣市場主要因為地狹人稠，內陸市場發展有限，其過去研究都認為，若透過跨國購併方式，可獲得豐富資源與技術，其國際行銷的通路也變得比較廣闊，以達到股東之利益比國內購併佳，也有另一種說法，主併公司購併國內公司比國外公司擁有較佳的內部資訊，故較能為股東帶來更多的財富，其因去探討市場的不同，跨國及國內購併對於股東財富效果影響是否有所不同，茲將國內外的實證相關研究分類為跨國購併績效優於國內購併績效、國內購併績效優於跨國購併績效以及國內外購併均無顯著差異，其彙整敘述如下：

從過去國內外文獻中可以發現，許多學者發現跨國購併宣告優於國內購併宣告。如：Doukas and Travlos (1988) 研究國際購併能否提高主併公司之股東財富。以 1975 年至 1983 年共計 301 件購併事件為研究樣本。以市場模式及累積異常報酬分析為研究方法。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。Kang (1993) 研究 1975 年至 1988 年間日本企業在美國之購併案件，其結果發現日本主併公司跨國購併具有顯著正向之異常報酬。Markides and Ittner (1994) 針對 1975 年至 1988 年間 276 件美國併購案的研究顯示，跨國併購案通常會為主併公司帶來財富效果；而本土的併購案，主併公司則呈現零或負向異常報酬之現象。同樣地，Becher (2000) 亦採用事件研究法檢視 1980 年至 1997 年間美國 558 家銀行併購案，在從事宣告前 30 日至其後 5 日之 36 日事件窗口期間，發現在特定項目上跨國購併較具優勢，或許具有正向財富效果。Corhay and Rad (2000) 研究 1990 年至 1996 年間，荷蘭企業跨國購併之財富效果，實證結果顯示荷蘭企業跨國購併具有顯著且正向之異常報酬。Ben-Amar and Andre (2006) 針對加拿大於 1998 年至 2002 年間的購併案件，其研究結果同樣也發現，跨國購併會為主併公司帶來顯著正向之異常報酬。Gubbi *et al.* (2010) 以 2000 年至 2007 年間共 425 件印度公司的跨國購併案，採事件研究法進行累積異常報酬之研究。其研究結果發現跨國購併具有顯著正向之異常報酬，故跨國購併的確會為主併公司帶來超額報酬。反之，也有些學者針對跨國購併案件去探討，其實證結果為國內購併宣告是優於跨國購

併宣告。如：Datta and Puia (1995) 以 1978 年至 1990 年間，美國為主併公司的大型跨國購併案件為研究對象，樣本共 112 件。採用事件研究法及市場模式法來估計平均異常報酬，其實證結果發現，跨國購併宣告對美國主併公司的股東財富產生顯著負面之異常報酬。Aybar and Ficici (2009) 針對 1991 年至 2004 年間跨國購併案的研究，發現跨國購併在累積平均異常報酬率上呈現顯著負向的結果。

在研究本國跨國購併對股票異常報酬之影響方面，葉秋美 (1993) 研究 1987 年至 1992 年間，共 64 家上市主併公司的購併宣告對股東財富的影響，其研究結果顯示國際購併在宣告日有正向且顯著的異常報酬；而國內購併除了宣告日有正向的異常報酬外，其餘皆為不顯著的負向報酬。許銘峻 (1999) 研究國內上市主併公司於 1987 年至 1998 年 8 月購併案件共 155 個樣本為研究樣本，採事件研究法及迴歸分析法探討主併公司購併宣告對股東財富之影響。其研究結果為跨國購併具有顯著正向之異常報酬，而國內較不顯著。羅明敏 (1999) 以 1989 年至 1997 年間共有 86 個研究樣本，採用事件研究法及市場模式法探討購併宣告對主併公司股東財富之影響，其實證結果顯示，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；國際購併相較國內購併在購併宣告後其對股東財富有較大之影響程度。同樣地，許淑瑋 (2002) 探討台灣企業購併後績效之研究，研究期間為 1992 年至 2000 年間共 186 家上市公司購併事件（其中國內購併 108 家，國際購併 78 家），是由主併公司的角度出發，以股票報酬率及財務績效指標分別衡量購併活動所帶來的短期宣告效果與長期財務績效影響。最後獲得實證結果發現，國際購併在短期事件窗口有正累積異常報酬；而國內購併則不顯著。由此可見購併地區是否在國外對投資人會造成不同反應，當一般產業從事國際購併宣告時，可得到更豐富的資源與技術、拓展國外市場與國際行銷通路，故市場會給予正面的反應。林玫君 (2005) 分別去探討台灣企業跨國與國內併購行為財富效果之研究，研究期間為 1996 年至 2004 年間之 65 件跨國購併及 87 件國內購併案，其實證結果發現國內併購案之主併公司未具有顯著之異常報酬，而跨國併購案則具有顯著之正向報酬。許露云 (2006) 以台灣上市公司去探討購併宣告對公司股票報酬率之影響。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。研究期間於 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。實證結果顯示，在國外購併宣告日當天對股東報酬率有著正向的報酬率。

反之，也有些學者針對跨國購併對股票異常報酬之影響方面，其結果發現國內購併是優於跨國購併的，如：張峻豪（2002）針對國內電子業上市公司主併公司從事購併行為對公司股價之影響，研究期間為 1989 年至 2001 年間，經蒐集相關之資料後，共取得 60 個符合條件的購併樣本。以事件研究法來分析主併公司的購併宣告效果。經實證結果分析，國際購併具有不顯著的正向異常報酬，而國內購併則具有顯著的正向異常報酬。還有，蘇倬漢（2010）探討台灣地區上市公司購併宣告對股東財富影響之研究，其實證結果發現，國內購併之購併宣告對股東財富在宣告前後短期內較國際購併具有極為顯著的正向效果。當然也有學者認為國際購併或國內購併之宣告效果並無顯著的差異，如：杜曉君（2000）表明國內經濟成長穩定、股市蓬勃、加上政策法令的鼓勵，使得企業從事購併活動的情形愈來愈頻繁，故想去探討購併事件宣告時主併特質對股東財富影響，其研究期間為 1990 年至 1998 年間共有 97 家上市公司購併事件（其中國內購併 44 家，國際購併 52 家），採用事件研究法及市場模式法進行實證分析。最後實證結果顯示，主併公司經營績效愈好，股東財富愈低，還有國際購併或國內購併之宣告效果並無顯著的差異。陳匯中(1995)在研究 1989 年至 1994 年間，共有 42 家上市主併公司的購併宣告對股東財富的影響，其研究結果也顯示國際購併在宣告日有正向且顯著異常報酬，而國內購併在宣告當日的異常報酬並不顯著，而兩者宣告效果之差異，在統計上不具顯著性。

第三節 文獻小結

企業從事購併活動確實能夠為主併公司創造更多的利益嗎？對此，經由國內外許多相關文獻得知，許多學者對於購併宣告並未有一致性之看法。由過去許多文獻中也得知，國內外學者研究購併宣告對主併公司股東財富之影響，其結果分為很多種，為主併公司在購併宣告後有正向且顯著之累積異常報酬、主併公司在購併宣告後有負向且顯著之累積異常報酬以及主併公司在購併宣告後沒有顯著之累積異常報酬。另外，從過去國內外文獻中也可以發現，國內外之實證研究對於跨國與國內購併，是否具顯著差異尚無一致性之定論，所以本文特別針對兩者間之可能差異，進一步深入之探討。另外，本文研究除了延續過去文獻的做法，另一方面彌補過去文獻得不足，再加以研究 2007 年發生金融風暴前後¹時跨國及國內購併是否有顯著之異常報酬。最後以複迴歸分析總資產報酬率、負債比率、主併公司規模、銷貨成長率等研究變數對購併事件累積異常報酬率之影響，找出合理解釋並加以詮釋。

¹ 2007 年起陸續發生美國次級房貸風暴，金融機構虧損等，造成歐美直接受創頗為嚴重，而引發 2008 年金融風暴之影響(Hassan and Johnson (2010))。

第三章 研究假說與設計

本研究的主要目的是要探討跨國與國內購併宣告對主併公司股東財富之影響，並探討金融風暴發生前後對於主併公司進行跨國或國內購併宣告是否會造成股東財富有異常報酬之影響，最後利用橫斷面複迴歸，探討造成累積異常報酬之原因。本章根據過去學者之實證研究，發展本研究之假說，並建立衡量變數及確立研究方法，以便進行實證分析。

第一節 研究假說

一、主併公司購併宣告對股東財富之影響

企業進行購併活動主要是因為購併提供了企業拓展其業務與規模以及改變經營績效來增加公司價值的一種途徑，其目的是為了追求外部成長來達到公司股東財富最大化的原則，檢視主併公司之股價，是否會受到購併宣告而有所影響。從過去的學術文獻中，關於公司進行購併活動對於主併公司股東財富是否有利益有眾多討論。根據國內外學者實證結果發現，Asquith *et al.* (1983)、Bradley *et al.* (1988)、Shelton (2000)、Shahrur (2005)、陳匯中 (1995)、孫梅瑞 (2000)、許淑瑋 (2002)、張峻豪 (2002)、邱信彰 (2006)、許露云 (2006)、葉宜芳 (2008)、毛郁芬 (2010) 等學者探討購併活動對主併公司皆有顯著正向的累積異常報酬，但 Limmack (1991)、Duggal (1995)、Waheed and Mathur (1995)、Sudarsanam *et al.* (1996)、Loughran and Anand (1997)、Blackburn *et al.* (1997)、Dutta and Jog (2009)、朱淳銘 (2005)、丁憲浩等人 (2007)、呂佳玲與林基煌 (2008)、林麗嬌等人 (2009) 等學者研究結果顯示購併宣告對主併公司則有顯著的負向累積異常報酬，甚至 Franks *et al.* (1991)、Becher (2000)、Dube and Glascock (2006)、謝劍平與張竣傑 (1996)、杜曉君 (2000)、林哲鵬與陳玟靜 (2002)、王淑芬與洪淑玲 (2008)、林顛倫 (2010) 等學者則得到無顯著的影響。從過去文獻中我們可以得知，主併公司進行購併宣告時對於股東財富效果亦未有一致性之看法。故本研究亦假設公司在購併活動時，會以股東財富的

最大化為經營準則，主併公司股東可享有正向的累積異常報酬。

假說 1：主併公司在進行購併宣告時是否具有顯著正向之累積異常報酬

二、購併地區對主併公司股東財富之影響

在購併地區對主併公司股東財富影響方面，台灣市場主要因為地狹人稠，內陸市場發展有限，其過去研究都認為，若透過跨國購併方式，可獲得豐富資源與技術，其國際行銷的通路也變得比較廣闊，以達到股東之利益比國內購併佳，也有另一種說法，主併公司購併國內公司比國外公司擁有較佳的內部資訊，故國內購併會較跨國購併優，其因去探討市場的不同，跨國及國內購併對於股東財富效果影響是否有所不同，從過去國內外文獻中發現，近年來伴隨著購併活動的增加，國內外學者之實證研究，主併公司對於跨國與國內購併的宣告效果，因購併地區的不同而結果也有所差異，故彙整以下學者針對國際及國內購併哪一個對於主併公司是正向顯著的異常報酬，Doukas and Travlos (1988)、Kang (1993)、Markides and Ittner (1994)、Becher (2000)、Corhay and Rad (2000)、Ben-Amar and Andre (2006)、Gubbi *et al.*(2010)、葉秋美(1993)、許銘峻 (1999)、羅明敏 (1999)、許淑瑋 (2002)、林政君 (2005)、許露云 (2006) 都一致認為國際購併對於主併公司都帶來正向的累積異常報酬。另外，Datta and Puia (1995)、Aybar and Ficici (2009)、張峻豪 (2002)、蘇倬漢 (2010) 支持國內購併之宣告效果優於國際購併，且國內購併對主併公司股東財富帶來正向累積異常報酬。最後，杜曉君(2000)、陳匯中 (1995) 支持跨國購併與國內購併皆無顯著差異。

綜上所述之文獻，發現國內外之實證研究對於跨國與國內購併，是否具顯著差異尚無一致性之定論，因此本研究假設跨國與國內購併對主併公司股東財富有所差異。

假說 2：跨國與國內購併之主併公司股東財富有所差異

三、發生金融危機前後對主併公司股東財富之影響

由於前人並未做過當市場發生金融危機時，主併公司宣告購併是否對股東財富會有所影響。故本文針對 Hassan and Johnson (2010) 說明 2007 年起陸續發生美國次級房貸風暴，金融機構虧損等，造成歐美直接受創頻為嚴重，而引發 2008 年金融風暴之影響。將樣本以 2007 年區分樣本前後，比較金融風暴發生前與發生後跨國購併與國內購併是否具有顯著差異性。其提出假說：

假說 3：在金融危機時期與非金融危機時期下，跨國購併是否優於國內購併

四、購併支付方式對主併公司股東財富之影響

在購併支付方式對主併公司股東財富影響方面，因市場存在著資訊不對稱的情形，股價有可能被高估或低估，主併公司對於自己公司的價值了解程度較高，所以會選擇較有利的支付方式，發現現金支付的時候，通常表示股價會被低估，股價在購併後有較多的成長空間。實證研究下，Myers and Majluf (1984) 提出當主併公司的股價被市場高估時，會傾向採取以換股的支付方式進行併購活動；反之當股價被低估時，主併公司偏好以現金支付方式進行併購。Jensen (1986) 指出當主併公司擁有愈多自由現金流量或是舉債能力時，愈會採取現金或負債為購併的支付方式。根據 Agrawal *et al.* (1992) 的研究顯示，對股東的財富之影響而言，以現金支付都比以換股的方式來得有利。Loughran and Vijh (1997) 以 1970 至 1989 年期間 120 件併購案為樣本，研究主併公司以股票籌資或現金購併的異常報酬，發現主併公司以現金支付方式之購併活動，其股東長期有顯著正向異常報酬；而以換股支付方式的購併活動，主併公司之股票報酬長期則呈現顯著負向報酬。國內相關研究方面，楊勝淵 (2001)、周庭志 (2011) 則發現企業採用現金方式進行購併支付的公司，在購併後績效顯著優於採股票方式支付的公司。經由以上國內外文獻所彙整之實證研究，提出以下本文之研究假說：

假說 4：從事現金購併之主併公司股東財富優於從事股票購併之主併公司

第二節 資料來源與選樣標準

一、資料來源

本研究以台灣上市櫃公司在 2002 年 1 月至 2011 年 12 月間，有宣告進行購併之公司為研究對象。購併樣本資料來自 SDC (Security Data Company) 之 Merger and Acquisitions 資料庫。而主併公司的股價資訊、總資產報酬率、負債比率、銷貨成長率及公司規模等衡量公司股東財富效果所需的財務資料，則是自台灣經濟新報資料庫 (TEJ) 取得。使用軟體為台灣經濟新報事件研究法軟體。

二、選樣標準

本文將 SDC 和 TEJ 資料庫所取得的資料合併後，依照以下步驟及條件來取得實證研究所需之樣本。本研究之樣本選擇需符合下列之條件：

- (1) 主併公司宣告購併時，必須是台灣證券交易所公開上市櫃的公司。
- (2) 排除合併過後主併公司持有被併公司 50%以下股權²。
- (3) 宣告日不明確者，不列入研究樣本。
- (4) 無法取得估計期足夠股價資訊者（估計期樣本數小於 100 天），不列入研究樣本。
- (5) 同一主併公司宣告不同之購併事件，購併時間重疊者(其購併之目標公司相同者與購併日期一樣者)不列入研究樣本，只選取第一個為樣本。
- (6) 將金融保險產業（SIC codes 6000-6999）及公用事業（SIC codes 4900-4999）自樣本刪除。

²母公司握有子公司大部分股權（50%以上），為子公司控制者，故當合併完成時，不像一般企業購併，母子公司合併並不會涉及控制權的移轉，公司原有的經營團隊也不會做重大的改變。因此，母子公司合併某種程度來說，為一種公司內部交易活動(self-dealing)。

經由上述條件篩選後，總計可得 196 筆購併事件樣本，其中國內購併事件樣本有 115 筆，約佔總樣本數的 59%，跨國購併則有 81 筆樣本，佔總樣本數的 41%。本研究之樣本選取過程，如表 3-1 所示。

表 3-1 樣本選取過程

樣本選取過程	
選樣標準	樣本數
於 2002~2011 年間購併宣告事件之家數	1974
合併過後主併公司持有被併公司 50%以上股權	401
扣除：	
金融保險產業及公用事業	94
主併公司宣告購併時，必須是台灣證券交易所公開上市的公司。	90
同一主併公司宣告不同之購併事件，購併期間重疊者(其購併之目標公司相同者與購併日期一樣者)不列入研究樣本	3
樣本期間內財務資料缺漏-估計期未達到最小樣本數(100)	18
最終樣本	196

資料來源：SDC 及 TEJ 資料庫

第三節 研究方法

本研究旨在探討跨國及國內的購併活動對於主併公司的股東財富之影響，並且研究發生金融危機時期前後時，判斷在購併地區不同是否對主併公司股東財富的影響有顯著的差異。

事件研究法源自於 Fama *et al.*(1969) 探討公司發佈新資訊對於股價的影響，其後來 Fama (1970)、Brown and Warner (1985)、沈中華與李建然 (2000)等學者也表明事件研究法是用來衡量新資訊對於股票波動所造成影響的一個不錯方法。故本文透過事件研究法 (Event study) 探討主併公司進行購併宣告時，是否會引起公司股價的異常變動，亦即股價是否會產生異常報酬率 (Abnormal Returns, AR)，以瞭解市場股價與購併宣告事件是否有顯著關聯性。而所謂的異常報酬率則是實際發生的股價報酬 (Realized return) 與模型推算出來的預期報酬率 (Expected return) 的差異值，Brown and Warner (1985)。其中，事件研究法計算股票預期報酬率的方法，可分為平均調整法 (Mean Adjusted Returns Model)、市場指數調整法 (Market Adjusted Returns Model) 及市場模式法 (Market Model)，Brown and Warner (1985) 實證發現以上不論採用何種估計報酬的方法，對其結果差異影響不大。但就目前來說，以市場模式法最為廣泛的使用。而周賓鳳與蔡坤芳 (1996) 以台灣股票市場 (RSE) 日資料為樣本，研究這三種股票預期報酬率之方法，驗證出以市場模式法表現最佳。因此本研究採用市場模式作為個別股價預期報酬的估計方式。其次，藉由統計檢定來檢視其統計值是否具有顯著性，最後利用複迴歸模型衡量公司財務績效指標，如總資產報酬率、負債比率、銷貨成長率及公司規模等對於主併公司的異常報酬是否有顯著性影響。

一、時間參數之設定

在事件研究法過程中，首先須確定事件日，事件日為首次公開購併事件資訊的時點，本研究設定主併公司發佈購併宣告消息之日定義為事件日，並將事件日設定為第 0 日，並將事件期設定為事件日前後 20 天為事件窗口，共計 41 天，觀察購併事件在此期間的異常報酬率影響；而在估計股票報酬率之參數部分，為避免估計期太短或太長可能會導致預期模式的預測能力資料發生結構性的改變，故估計期設定為事件日前 220 天至前 21 天，共計 200 天，如圖 1 所示。

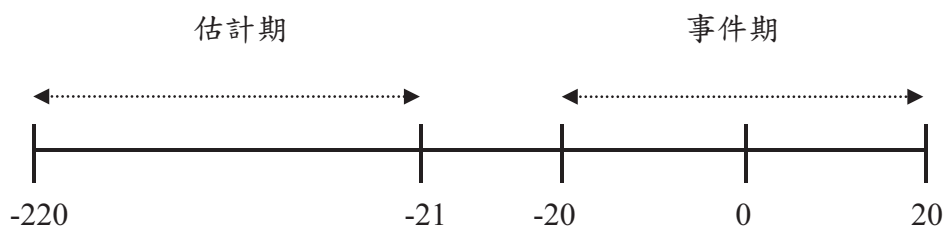


圖 1 事件研究期間

二、預期報酬模式

本研究以最廣泛使用之市場模式，計算個別公司之股票的預期報酬率。市場模式法係以估計期之資料，以普通最小平方法（Ordinary Least Square, OLS）建立以下回歸模式：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}, \quad t = -220, \dots, -21, \quad i = 1, 2 \dots 196$$

其中，

R_{it} ：i 公司在第 t 日之報酬率

R_{mt} ：市場投資組合在第 t 日之報酬率

α_i ：線性關係之截距項

β_i ：線性關係之斜率，即迴歸係數，用以測量 i 證券在第 t 日之報酬率與市場投資組合
在第 t 日的報酬率變動關係

ε_{it} ：i 公司在第 t 日的殘差項

t：表示第 t 交易日

經由以上所示之公式，將估計期間的各公司股票之預期報酬率與市場投資組合的報酬進行普通最小平方法，可求得個別證券在事件期某一期之預期報酬率，其計算方式如下：

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

其中，

$E(R_{it})$ ：表示 i 證券於事件期第 t 日之預期報酬率

R_{mt} ：表示事件期第 t 日股票市場之報酬率

由上述公式所算出之公司預期報酬率與事件期實際報酬率之差異值，即為公司的異常報酬率 (Abnormal Returns, AR)：

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

其中，

AR_{it} ： i 證券在第 t 日之異常報酬率

R_{it} ： i 證券在第 t 日之實際報酬率

三、平均異常報酬 (AR) 及累積平均異常報酬 (CAR) 之計算

由上述依據市場模式計算出個別樣本公司每一交易日之預期報酬率之後，可推得個別樣本公司的每日異常報酬率 (AR_{it})，即為實際股價報酬率與預期報酬率之差。接著為求得總樣本公司的平均異常報酬率 (Average Abnormal Return, AAR_t)，必需將個別樣本公司第 t 日之異常報酬率相加之後在除以樣本數 N ，其公式如下：

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^n AR_{it}$$

其中，

AAR_t ：全體樣本在事件期第 t 日之平均異常報酬率

N ：總樣本數

之後將事件期全體樣本公司之平均異常報酬率累計加總後，即可得到全體樣本公司之累積平均異常報酬率（Cumulative Abnormal Return, CAR）：

$$CAR_{(t_1,t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t$$

其中，

$CAR_{(t_1,t_2)}$ ：全體樣本事件期之累積平均異常報酬率

t_1 和 t_2 ：分別表示累積異常報酬率之起始日和終止日

四、統計檢定

由於事件研究法主要是對某件事的發生是否對股價有異常的影響，僅觀察對個別公司股票所估計的異常報酬率，並無法做成結論。因此必須檢定平均異常報酬率或是累積平均異常報酬率是否顯著異於零。統計方法是採用傳統的 T 檢定，探討事件引起事件期變異數改變的問題，其 T 值的計算方式如下：

1. 平均異常報酬率之假設與檢定

假設 H_0 ： $AR_t = 0$

H_1 ： $AR_t \neq 0$

檢定統計量

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

2. 累積平均異常報酬率之假設與檢定

假設 H_0 ： $CAR_t = 0$

H_1 ： $CAR_t \neq 0$

檢定統計量

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

五、橫斷面複迴歸分析

本研究利用複迴歸分析探討異常報酬的影響因素，並探討各變數對購併宣告之累積異常報酬的影響。自變數為主併公司購併地區、金融危機時期、支付方式，另外加入主併公司規模及衡量公司財務績效（總資產報酬率、負債比率、銷貨成長率）等控制變數進行複迴歸分析；應變數為事件窗口的累積異常報酬率。實證模型如下：

$$CAR = \alpha_0 + \beta_1 CROSS + \beta_2 FC + \beta_3 PMT + \beta_4 ROA + \beta_5 TLTA + \beta_6 Size + \beta_7 SALES + \varepsilon$$

其中，

CROSS：為虛擬變數，若主併公司購併地區是國內為 0，跨國為 1

FC：為虛擬變數，若購併時期是金融危機前為 0，金融危機後為 1

PMT：為虛擬變數，若支付方式是換股為 0，是現金為 1

ROA：總資產報酬率

TLTA：負債比率

Size：主併公司規模

SALES：銷貨成長率

ε ：為誤差

第四節 研究變數之操作性定義

在探討企業購併宣告消息對主併公司之累積異常報酬影響，本文利用財務變數及控制變數來衡量與購併之間的關聯並做深入探討，財務變數中，使用總資產報酬率、負債比率、主併公司規模、銷貨成長率，而控制變數則有主併公司購併地區、金融危機前後及支付方式，以下是各變數之操作性定義：

一、應變數操作性定義

主併公司之股價累積異常報酬率 (CAR)，為異常報酬 (AR) 的累加值。

二、自變數操作性定義

(1) 購併地區 CROSS

本研究依目標公司所在地分為跨國購併及國內購併，在迴歸模型中，以虛擬變數表示，國內購併設定為 0，跨國購併設定為 1。

(2) 金融危機時期 Financial Crisis，以 FC 表示

本研究依據 2007 年發生金融危機為時點，將樣本區分 2007 年前金融危機發生前設定為 0，2007 年後金融危機發生後設定為 1。

(3) 支付方式 PMT

本研究探討支付方式對企業進行購併活動績效表現之影響，在迴歸模型中，以虛擬變數表示，主併公司採用換股方式設定為 0，主併公司採用現金方式設定為 1。

(4) 總資產報酬率 ROA

根據 Bradford and Robison (1997)、羅明敏與呂兆文 (2001) 都曾利用總資產報酬率來解釋主併公司之累積異常報酬，總資產報酬率的高低可以看出資產的使用率，總資產報酬率越高表示公司經營績效越好，事業風險越低，因此，總資產報酬率與主併公司之累積異常報酬為正向關係。故本研究預期總資產報酬率與主併公司之累積異常

報酬之影響為正向。其衡量方式： $\text{總資產報酬率} = \text{購併宣告前一年底主併公司之稅前息前折舊前之常續性淨利} / \text{資產總額} * 100(\%)$ 。

(5) 負債比率 TLTA

根據 Ohlson (1980) 認為負債比率是可以被解釋為公司破產的原因之一，而 Bradford and Robison (1997) 也曾利用負債比率來解釋主併公司之累積異常報酬，當負債比率越高時，財務槓桿使用的程度越高，進而達到財務風險也就越高，再來會導致風險的增加，因此當負債比率越高時，其累積異常報酬就會越小，故本研究預期負債比率與主併公司購併宣告時累積異常報酬之間存在負向關係。其衡量方式： $\text{負債比率} = \text{購併宣告前一年底負債總額} / \text{資產總額} * 100(\%)$ 。

(6) 主併公司規模 SIZE

根據 Moeller *et al.* (2004) 指出，主併公司市值規模與主併公司宣告購併期間股價累積異常報酬之間具有負向關係，市值較大的主併公司，在購併宣告時之累積異常報酬會比市值小的公司還來的低，故本研究預期市值對宣告購併時累積異常報酬之影響為負向，本研究將主併公司規模以購併前一年之樣本公司市值為衡量指標。其衡量方式： $\text{市價總值} = \text{流通在外股數}(\text{個股}) * \text{未調整收盤價}$ ，並將市價總值取自然對數來計算。

(7) 銷貨成長率 SALES_G

根據 Martin (1996) 指出公司處於快速成長階段時，銷貨成長率會變得很高，此時成長快速的企業會透過購併的方式來增加規模，但是對被併公司過度支付的情形也比較容易出現，故本研究採用銷貨成長率以購併宣告前一年度之銷貨成長率為衡量累積異常報酬的指標，並預期銷貨成長率與主併公司之累積異常報酬之影響為負向。其衡量方式： $\text{銷貨成長率} = (\text{銷貨收入淨額} - \text{去年同期銷貨收入淨額}) / (\text{去年同期銷貨收入淨額}) * 100(\%)$ 。

表 3-2 研究變數之定義

應變數	定義
累積異常報酬 (CAR)	異常報酬 (AR) 的累加值
自變數	定義
購併地區 (CROSS)	國內購併為 0，跨國為 1
金融危機 (Financial Crisis)	發生金融危機前為 0，發生金融危機後為 1
支付方式 (PMT)	換股為 0，是現金為 1
總資產報酬率 (ROA)	購併宣告前一年底主併公司之稅前息前淨利/資產總額*100(%)
負債比率 (LNTA)	購併宣告前一年底負債總額 / 資產總額 *100(%)
主併公司規模 (SIZE)	購併宣告前一年之樣本公司流通在外股數(個股)*未調整收盤價取自然對數
銷貨成長率 (SALESG)	購併宣告前一年度之銷貨成長率

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，第一節說明各樣本分類之情況。第二節為各種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。

第一節 樣本特性

一、樣本敘述統計

(一)依年度別分類之樣本數統計

表 4-1 為主併公司購併宣告樣本之各年度的分佈狀況。其中從 2004 年開始，國內購併宣告樣本數由 6 % 開始大幅增加，直到 2007 年購併數量受到金融風暴衝擊景氣的影響而明顯減少至 7 %。

表 4-1 依年度劃分之樣本

年度	樣本數	百分比
2002	13	7%
2003	23	12%
2004	12	6%
2005	20	10%
2006	23	12%
2007	14	7%
2008	17	9%
2009	29	15%
2010	31	16%
2011	14	7%
合計	196	100%

資料來源：本研究整理

(二)依購併地區分類

表 4-2 依購併地區宣告目標公司所在地做區分，如購併地區在國外則為跨國購併，反之，則為國內購併。由表 4-2 可知國內的購併樣本有 115 筆資料占總樣本 59%；國際的購併樣本有 81 筆資料占總樣本 41%。

表 4-2 依購併地區分類之樣本

年度	國內		跨國	
	樣本數	百分比	樣本數	百分比
2002	7	6%	6	7%
2003	14	12%	9	11%
2004	8	7%	4	5%
2005	16	14%	4	5%
2006	13	11%	10	12%
2007	6	5%	8	10%
2008	7	6%	10	12%
2009	21	18%	8	10%
2010	17	15%	14	17%
2011	6	5%	8	10%
合計	115	100%	81	100%

資料來源：本研究整理

(三)依金融風暴前後分類

表 4-3 是依國內外購併以金融風暴前後做區分，以 2007 年為切割時點，2007 年以前為未發生金融風暴，2007 年以後為發生金融風暴。由表 4-3 可知國內購併樣本不管有無發生金融風暴，其樣本數都很平均，金融風暴前樣本共 58 筆；金融風暴後樣本共 57 筆，而跨國購併樣本在金融風暴前後就有所落差，金融風暴前樣本為 33 筆；金融風暴後樣本為 48 筆。

表 4-3 依國內外購併以金融風暴前後分類之樣本

年度	國內				跨國			
	金融風暴前		金融風暴後		金融風暴前		金融風暴後	
	樣本數	百分比	樣本數	百分比	樣本數	百分比	樣本數	百分比
2002	7	12%			6	18%		
2003	14	24%			9	27%		
2004	8	14%			4	12%		
2005	16	28%			4	12%		
2006	13	22%			10	30%		
2007			6	11%			8	17%
2008			7	12%			10	21%
2009			21	37%			8	17%
2010			17	30%			14	29%
2011			6	11%			8	17%
合計	58	100%	57	100%	33	100%	48	100%

資料來源：本研究整理

(四)依支付方式分類

表 4-4 是依主併公司購併支付方式做區分，其中現金購併共 102 筆資料佔全體樣本的 52%，而換股購併共 32 筆資料僅佔全體樣本的 16%，可見台灣企業購併多傾向使用現金購併。從表中可以發現 2007 年因為開始發生金融危機，估計大部分公司沒有足夠現金去購併他間公司，而採用換股方式購併。

表 4-4 依支付方式分類之樣本

年度	換股		現金	
	樣本數	百分比	樣本數	百分比
2002	2	6%	5	5%
2003	3	9%	11	11%
2004	1	3%	6	6%
2005	8	25%	5	5%
2006	4	13%	8	8%
2007	0	0%	10	10%
2008	2	6%	8	8%
2009	5	16%	18	18%
2010	4	13%	21	21%
2011	3	9%	10	10%
合計	32	100%	102	100%

資料來源：本研究整理

附註：刪除支付方式不明確者共 62 筆樣本。

第二節 購併事件累積異常報酬率分析

一、全體購併樣本之平均累積異常報酬率分析

本研究的假說一是：「主併公司在進行購併宣告時是否具有顯著正向之累積異常報酬」，以事件研究法之市場模型的方法觀察全體樣本購併宣告在不同事件窗口下之主併公司股價報酬率之變化，得到 t 檢定結果如表 4-5。研究結果顯示在 (-20,0)、(-15,0)、(-5,0)、(-1,1)、(0,0) 等窗口下之平均累積異常報酬率均為顯著且正向之異常報酬。以短期效果來說，在宣告日當天及前後一天宣告購併對主併公司之股東財富的確帶來正向效果。其中 (-20,0)、(-15,0)、(-5,0) 表示市場對於購併宣告有過度反應的情況，可能購併資訊提前被揭露，產生之事件效果在股票市場上提前被反應，但是在 (0,20) 窗口下出現顯著負向之異常報酬，表示在宣告後的 20 天有反轉的現象。整體而言，本實證結果支持假說一：主併公司在進行購併宣告時具有顯著正向之累積異常報酬。

表 4-5 全體樣本在各事件窗口下之平均累積異常報酬檢定表

事件窗口	個數	平均累積異常報酬	
		CAR%	CAR% t-value
(-20,0)	196	2.0682	2.7209 ***
(-15,0)	196	0.5970	2.2577 **
(-5,0)	196	0.4473	3.2687 ***
(-20,20)	196	0.3395	0.5642
(-10,10)	196	0.6789	0.4575
(-1,1)	196	0.8174	2.5640 ***
0	196	0.3996	2.0323 **
(0,5)	196	0.5642	-0.8150
(0,15)	196	-0.3190	-1.0173
(0,20)	196	-1.0716	-1.5010 *

附註：*、**、***、分別代表 10%、5%、1% 之統計顯著水準，以粗體表示。

二、不同購併地區之累積異常報酬率分析

本研究的假說二是：「跨國與國內購併之主併公司股東財富是否有差異」，分析不同地區購併事件宣告期間以各事件窗口分別檢測在特定期間平均累積異常報酬之檢定，得到 t 檢定結果如表 4-6。檢視跨國購併樣本在各事件窗口下之平均累積異常報酬，研究結果顯示在 (-20,0)、(-5,0) 的窗口下之平均累積異常報酬，均為顯著正向之異常報酬，表示跨國購併宣告在事件窗口有顯著且正向之表現，可知企業從事跨國購併宣告有提前走漏消息的可能，而引起投資者對企業的青睞，但是在 (-20,20) 跨國購併事件窗口下確呈現不顯著的狀態，以至於這段期間內的累積異常報酬增加幅度有限，使得對股東財富並沒有很顯著的影響力。另一方面檢視國內購併樣本在各事件窗口下之平均累積異常報酬 t 檢定之結果。發現 (-20,0)、(-15,0)、(-5,0)、(-1,1)、0 等窗口之平均累積異常報酬率均為顯著正向之平均累積異常報酬，但是在整體事件窗口 (-20,20) 觀察，國內購併有 0.1194% 的不顯著之平均累積異常報酬。可知在特定期間內顯示出國內購併對主併公司股東財富具有即期與短期的宣告效果，且會使主併公司之股東財富增加，且從表 4-6 可看出，在購併宣告日當天企業從事國內購併比跨國購併有顯著較高的累積異常報酬，可推論主併公司購併國內公司比國外公司擁有較佳的內部資訊，故較能為股東帶來更多的財富。但是整體來說，國內購併對主併公司之累積異常報酬並不存在顯著影響力。

最後，檢視跨國及國內購併之差異效果方面，發現(-20,0)、(-15,0)、(-1,1)、0 等窗口下，國內購併較跨國購併有較高的平均累積異常報酬。以宣告日當天觀察，國內購併有 0.4778% 的正向之累積異常報酬，而跨國購併則是有 0.2886% 的正向之累積異常報酬，因此國內購併比跨國購併有不顯著較高的 -0.1893% 平均累積異常報酬產生。且在宣告日前後一天 (-1,1) 觀察，國內購併有 0.9302% 的正向之累積異常報酬，而跨國購併則是有 0.6573% 的正向之累積異常報酬，因此國內購併比跨國購併有不顯著較高的 -0.2729% 平均累積異常報酬產生。故整體而言，本實證結果支持假說二：跨國與國內購併之主併公司股東財富是有差異的。

表 4-6 以不同購併地區在各事件窗口下之平均累積異常報酬檢定表

事件窗口	跨國購併				國內購併				差異	
	個數	跨國購併		個數	國內購併		差異 CAR%	差異 t-value		
		CAR%	t-value		CAR%	t-value				
(-20,0)	81	1.9212	1.6384 *	115	2.1718	2.1669 **	-0.2506	0.1625		
(-15,0)	81	0.4232	0.4365	115	2.1625	2.5546 ***	-1.7393	1.3515		
(-5,0)	81	1.4102	1.9430 *	115	1.3886	2.6599 ***	0.0216	-0.0241		
(-20,20)	81	1.2751	0.8008	115	0.1194	0.0843	1.1557	-0.5423		
(-10,10)	81	0.8607	0.7438	115	-0.0277	-0.0285	0.8884	-0.5884		
(-1,1)	81	0.6573	1.2482	115	0.9302	2.3330 **	-0.2729	0.4132		
0	81	0.2886	0.9437	115	0.4778	1.8547 *	-0.1893	0.4733		
(0,5)	81	0.1695	0.2435	115	-0.6631	-1.4652 *	0.8325	-1.0029		
(0,15)	81	0.1300	0.1397	115	-1.1087	-1.4689 *	1.2387	-1.0338		
(0,20)	81	-0.3575	-0.3412	115	-1.5745	-1.6260 *	1.2170	-0.8530		

附註：(1)*、**、***、分別代表10%、5%、1%之統計顯著水準，以粗體表示。

(2)差異 CAR%=跨國購併%-國內購併 CAR%。

三、在金融危機前後跨國及國內購併之累積異常報酬

本研究的假說三是：「在金融危機時期與非金融危機時期下，跨國購併是否優於國內購併」，分析金融危機前與後，跨國及國內購併之累積異常報酬以各事件窗口分別檢測在特定期間平均累積異常報酬之檢定，得到 t 檢定結果如表 4-7。檢視金融危機時期前後跨國與國內購併之差異檢定，發現在金融危機時期前 (-15,0) 的窗口下有顯著 3.4038% 的正向之平均累積異常報酬，而在金融危機時期後 (-15,0) 之窗口則有不顯著 0.7302% 的正向之平均累積異常報酬。可知公司在金融危機時期前，購併宣告日的前 15 天下進行購併活動會比在金融危機時期後進行購併活動績效要來的好，且在金融危機時期前公司進行國內購併有 1.7530% 的平均累積異常報酬，而跨國購併卻有 -1.6508% 的平均累積異常報酬，故在金融危機時期前公司進行國內購併比跨國購併有不顯著較高的累積異常報酬。但是在發生金融危機時期後，公司進行購併宣告日的前後一天 (-1,1)，卻發現跨國及國內購併對主併公司之股東財富存在顯著的影響力，且國內購併有 1.3379% 的顯著正向累積異常報酬，而跨國購併有 1.2760% 的顯著正向累積異常報酬，故國內購併較跨國購併更能為股東帶來更多的財富效果，然而此結論並未發生在金融危機時期前。另一方面，在金融危機時期後，公司在宣告日的後五天 (0,5) 窗口下，進行購併有 -1.8597% 的顯著負向異常報酬，但是在金融危機時期前進行購併活動有 0.4107% 不顯著之正向異常報酬，可知公司在金融危機時期後的宣告後五天這期間進行購併活動會使的股東報酬變差。最後分析金融危機時期前後，跨國及國內購併之差異效果，發現在 (-10,10) 的窗口下，不論有無發生金融危機公司進行國內購併有 3.5204% 顯著正向之累積異常報酬，然而此結論並未出現在公司進行跨國購併時。

表 4-7 金融危機前後跨國及國內購併之累積異常報酬檢定表

事件窗口	金融危機前			金融危機後			金融危機前後差異		
	國內購併 CAR%	國際購併 CAR%	差異 CAR%	國內購併 CAR%	國際購併 CAR%	差異 CAR%	金融危機 前後國內 差異 CAR%	金融危機 前後國際 差異 CAR%	
(-20,0)	1.1247	0.6137	0.5110	3.2373 **	2.8201	0.4172	2.1127	2.2064	
(-15,0)	1.7530	-1.6508	3.4038 **	2.5792 **	1.8490	0.7302	0.8262	3.4999	
(-5,0)	1.0918	0.1998	0.8920	1.6906 **	2.2423 **	-0.5517	0.5988	2.0425	
(-20,20)	-1.4307	-1.6612	0.2306	1.6967	3.2938	-1.5971	3.1274	4.9550	
(-10,10)	-1.7726	-1.2357	-0.5369	1.7478	2.3020	-0.5541	3.5204 *	3.5376	
(-1,1)	0.5295	-0.2427	0.7723	1.3379 **	1.2760 *	0.0619	0.8084	1.5188	
(0,0)	0.5215	0.0288	0.4927	0.4334	0.4672	-0.0338	-0.0881	0.4384	
(0,5)	-0.1404	-0.5511	0.4107	-1.1949	0.6648	-1.8597 *	-1.0545	1.2159	
(0,15)	-1.5309	-1.4714	-0.0594	-0.6791	1.2309	-1.9101	0.8517	2.7024	
(0,20)	-2.0338	-2.2461	0.2123	-1.1072	0.9409	-2.0480	0.9267	3.1870	
樣本數	58	33	-	57	48	-	-	-	

附註：*、**、***、分別代表 10%、5%、1% 之統計顯著水準，以粗體表示。

四、不同支付方式之累積異常報酬率分析

本研究的假說四是：「從事現金購併之主併公司股東財富優於從事股票購併之主併公司」，分析不同支付方式之累積異常報酬率以各事件窗口分別檢測在特定期間平均累積異常報酬之檢定，得到 t 檢定結果如表 4-8。檢視換股購併事件之檢定，研究顯示發現 (-20,0)、(-15,0)、(-5,0)、(-20,20)、(-10,10) 等窗口之平均累積異常報酬率均為正向且顯著之異常報酬，可知在宣告購併前主併公司對目標公司的資產價值處於資訊不對稱的狀態下，較傾向於換股的方式來支付購併金額，藉此來分散風險的效果。另一方面，檢視現金購併事件之檢定，研究顯示在宣告日的前後一天及宣告日當天的窗口之平均累積異常報酬率，均具顯著的正向報酬，可知現金購併對主併公司股東財富在宣告日前後短期內具有顯著的正向效果。最後，檢視現金與換股購併之差異效果，發現 (-15,0) 的窗口下，換股購併較現金購併有較高的 4.1861% 之平均累積異常報酬。以整個事件期 (-20,20) 觀察，換股購併有 5.3004% 的正向之平均累積異常報酬，而現金購併卻是 -0.6829% 的負向之平均累積異常報酬，因此換股購併比現金購併有不顯著較高的 5.9834% 平均累積異常報酬產生。

表 4-8 不同支付方式在各事件窗口下之累積平均異常報酬檢定

事件窗口	換股購併				現金購併				差異效果	
	個數	換股購併 CAR%	CAR%	t-value	個數	現金購併 CAR%	CAR%	t-value	差異	差異
									CAR%	t-value
(-20,0)	31	4.6962	2.3225 **		102	0.6924	0.6522	4.0038	-0.9217	
(-15,0)	31	4.6735	2.5920 ***		102	0.4874	0.5710	4.1861	-1.8995 *	
(-5,0)	31	3.4740	2.8582 ***		102	1.0018	1.7069 *	2.4722	-1.4693	
(-20,20)	31	5.3004	1.8890 *		102	-0.6829	-0.4336	5.9834	-1.6067	
(-10,10)	31	5.1035	2.4841 **		102	-0.2563	-0.2411	5.3599	-1.5664	
(-1,1)	31	0.2512	0.2703		102	1.2205	2.8154 ***	-0.9693	-1.4932	
0	31	-0.1319	-0.2456		102	0.5423	2.0871 **	-0.6742	-0.7298	
(0,5)	31	0.1029	0.0944		102	0.3174	0.6101	-0.2145	-0.8867	
(0,15)	31	0.6195	0.3661		102	-0.7300	-0.8620	1.3494	-1.5172	
(0,20)	31	0.4723	0.2423		102	-0.833	-0.8138	1.3053	-1.5645	

附註：(1)*、**、***、分別代表10%、5%、1%之統計顯著水準，以粗體表示。

(2)刪除支付方式不明確者共62筆樣本。

第三節 相關分析與橫斷面複迴歸分析

一、相關分析

企業在進行購併活動造成的異常報酬，可由一些衡量公司績效的財務比率來分析其差異，故為了分析各個企業在不同財務比率下，是否也會造成不同的異常報酬。本研究以負債比率、市值、總資產報酬率、銷貨成長率為分析因子，在做橫斷面複迴歸前，進行皮爾森相關分析(Pearson Correlation)，檢測變數之間是否因相關係數在迴歸分析中造成共線性之問題，共線性問題也就是所謂的線性重合問題，亦即自變數間存在著嚴重的共線性(線性重合)問題時，自變數對應變數的解釋能力將可能因為自變數彼此間具有替代性而使得其解釋能力降低。一般而言，若自變數間的相關係數超過 0.8，則共線性(線性重合問題)相當嚴重，此時通常剔除影響力較弱的自變數。表4-9皮爾森相關分析，相關係數最高者，為主併公司規模與總資產報酬率之間 0.3603，小於 0.8。且由表可知，變數之間的相關係數除了公司規模與總資產報酬率之間 0.3603 的中度相關外，其餘皆為小於 0.3 的弱相關。

表 4-9 相關分析(Pearson Correlation)

	(-1,1)	ROA	LNTA	SALESG	SIZE	CROSS	PMT	FC
(-1,1)	1							
ROA	-0.1827***	1						
LNTA	-0.1000	-0.2075***	1					
SALESG	-0.1165*	0.0230	-0.0103	1				
SIZE	-0.1216*	0.3603***	0.0295	0.0377	1			
CROSS	-0.0302	0.1258*	0.0211	-0.0343	0.0994	1		
PMT	0.0943	0.0034	-0.0066	-0.1213	-0.0298	0.1835***	1	
FC	0.1188*	0.0263	-0.0540	-0.1769**	0.0234	0.0957	0.0687	1

附註：(1) *、**、***、分別代表 10%、5%、1% 之統計顯著水準，以粗體表示。

(2) ROA：總資產報酬率，LNTA：負債比率，SALESG：銷貨成長率，SIZE：主併公司規模，CROSS：購併地區，PMT：支付方式，FC：金融危機

二、橫斷面複迴歸分析

本研究之複迴歸分析以購併宣告日前後一天之累積異常報酬為應變數，其主要變數如購併地區、金融危機、支付方式、總資產報酬率、負債比率、主併公司規模、銷貨成長率作為自變數，另外也納入購併地區與金融危機的交乘項來表示金融危機時期下跨國購併是否優於國內購併，其迴歸結果如表 4-10。研究結果顯示，迴歸模型一及迴歸模型二係以購併地區及其他自變數與主併公司累積異常報酬進行迴歸分析之結果，發現主併公司規模對於主併公司累積異常報酬具有顯著的解釋力，由表可知當主併公司規模的增加會顯著減少主併公司之股東財富。迴歸模型三及迴歸模型四是以購併地區、金融危機與其他自變數對主併公司累積異常報酬進行迴歸分析之結果，實證結果皆顯示，購併地區與金融危機的交乘項與總資產報酬率皆有顯著的解釋力，可知總資產報酬率的增加會顯著減少主併公司之股東財富；反之，購併地區與金融危機的交乘項的增加則是會顯著增加主併公司之股東財富，表示說主併公司在金融危機後且採跨國購併，此時會增加主併公司之股東財富。此外迴歸模型五及迴歸模型六係以購併地區、金融危機、支付方式與其他自變數對主併公司累積異常報酬進行迴歸分析之結果，實證研究指出，金融危機與支付方式都對主併公司具有顯著的解釋力，可知當購併時點發生在金融危機後及購併支付方式採現金購併對主併公司之股東財富具有顯著正向的累積異常報酬。

綜上所述，由以上的分析做出以下之結論：

- (1) 當主併公司進行購併活動時，增加公司規模會導致主併公司的股東財富減少
- (2) 主併公司在金融危機後且採跨國購併，此時會增加主併公司之股東財富。
- (3) 當購併時點發生在金融危機後及購併支付方式採現金購併對主併公司之股東財富具有顯著正向的累積異常報酬。

表 4-10 橫斷面複迴歸分析

$$CAR(-1,1) = \alpha_0 + \beta_1 CROSS + \beta_2 FC + \beta_3 CROSS * FC + \beta_4 PMT + \beta_5 ROA + \beta_6 TLTA + \beta_7 Size + \beta_8 SALES G + \varepsilon$$

	CAR					
	(-1,1)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
截距項	6.0415 (3.6198)	5.4007 (3.3516)	5.7815 (3.3158)	5.5556 (3.1927)	4.1150 (1.7074)	1.4623 (0.9504)
購併地區	0.6308 (0.9978)	0.6350 (1.0018)	-0.9236 (-1.0948)	-0.8764 (-1.0372)	0.8901 (1.1058)	0.7102 (0.8898)
金融危機			-0.3998 (-0.4956)	-0.2210 (-0.2769)	1.7188 ** (2.0950)	1.9411 ** (2.4002)
購併地區*金融危機			3.2953 *** (2.6801)	3.2449 *** (2.6339)		
支付方式					1.6464 * (1.7768)	1.6406 * (1.7635)
總資產報酬率	-0.0725 * (-1.9642)	-0.0565 (-1.6039)	-0.0797 ** (-2.1969)	-0.0804 ** (-2.2114)		-0.1143 *** (-2.6339)
負債比率	-0.0258 (-1.4226)		-0.0254 (-1.4277)	-0.0250 (-1.4051)	-0.0252 (-1.0654)	-0.0348 (-1.5291)
主併公司規模	-0.3344 * (-1.8236)	-0.4010 ** (-2.2557)	-0.2835 (-1.5563)	-0.2852 (-1.5618)	-0.3568 (-1.4261)	
銷貨成長率	-0.0076 (-1.5831)	-0.0075 (-1.5590)	-0.0066 (-1.3818)			
樣本數	196	196	196	196	196	196
Adjusted R-squared	0.0690	0.0640	0.1048	0.1005	0.1047	0.0975
F 值	3.8901	4.3334	4.2605	4.6301	3.5919	3.8722

附註:(1)*、**、***、分別代表 10%、5%、1% 之統計顯著水準，以粗體表示。

(2)括號外為係數，括號內為 t 值。

(3)若主併公司購併地區是國內購併設定為 0，跨國購併設定為 1；若購併時間在 2007 年前金融危機發生前設定為 0，2007 年後金融危機發生後設定為 1；主併公司支付方式採用換股方式設定為 0，採用現金方式設定為 1。

(4)CROSS：購併地區、FC：金融危機、PMT：支付方式、ROA：總資產報酬率、TLTA：負債比率、Size：主併公司規模、SALES G：銷貨成長率。

第五章 研究結論

過去學者在購併活動相關議題之研究上，大多著墨於公司的經營績效與股東之財富效果，故本研究欲探討進行跨國及國內購併活動對主併公司之股東財富與財富績效之關聯性。此外，根據過去學者在購併相關研究上，很少針對發生金融危機時期前後，公司進行購併活動對於股東財富與影響來做探討。本研究以 2002 年至 2011 年間之台灣上市櫃宣告公司為研究對象，以事件研究法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之反應，判斷企業購併消息對主併公司股價累積平均異常報酬率之影響，後續並以橫斷面複迴歸模型探討影響累積異常報酬之因子。依據第四章實證分析結果，本章得出以下結論。

一、企業購併宣告對主併公司股東財富具有顯著且正向之影響

本研究就全體樣本的實證結果顯示，在 $(-20,0)$ 、 $(-15,0)$ 、 $(-5,0)$ 、 $(-1,1)$ 、 0 等窗口下皆有顯著正向之累積異常報酬，推測可能是因購併宣告資訊有洩漏的可能而導致累積異常報酬提早開始反應。另外，在宣告日當天 0 以及宣告日前後一天 $(-1,1)$ 皆有顯著正向之效果。此結果與國內研究如邱信彰 (2006)、許露云(2006)、葉宜芳(2008)、毛郁芬(2010)等學者有一致的結論，而國外如 Asquith *et al.* (1983)、Bradley *et al.* (1988)、Shelton (2000)、Shahrur (2005)等眾多學者均有一致結論。研究結果顯示，購併宣告的確會提高主併公司之股東財富。

二、國內購併在宣告日當天有顯著且正向之影響

在探討購併地區不同時，跨國與國內購併對主併公司股東財富之影響，其實證結果發現，國內購併在宣告日當天及宣告前後一天都具有顯著正向之累積異常報酬，而跨國購併則未有顯著性的異常報酬。可知國內購併對主併公司股東財富具有即期與短期的宣告效果，且會使主併公司之股東財富增加，故推斷國內公司認為內部股東對於外部投資

人擁有較佳的內部資訊，故能較即時反應股票市場的改變。而兩者宣告效果之差異，在統計上確不具顯著性。此實證結果與張峻豪（2002）的結論一致，在購併宣告時其國內購併比起國際購併具有更顯著的正向異常報酬，且與蘇倬漢（2010）國內購併之購併宣告對股東財富在宣告前後短期內較國際購併具有極為顯著的正向效果的結論也相一致。

三、在金融危機發生前後，跨國與國內購併方面

以金融危機發生前與後區分樣本其實證結果顯示，在發生金融危機後公司進行購併宣告日前後一天時，跨國及國內購併對主併公司之股東財富存在顯著的影響力，且國內購併較跨國購併更能夠為股東帶來更多的財富效果，然而此結論並未發生在金融危機時期前。可知主併公司在金融危機後進行購併活動，可以用較低的成本去收購目標公司，藉此提升主併公司之股東財富，且主併公司購併國內公司比國外公司擁有較佳的內部資訊，故主併公司在進行國內購併比跨國購併更能夠為主併公司帶來更多的財富效果。

四、在支付方式方面

現金購併之主併公司股東，在宣告日當天及宣告日前後一天均有顯著正向之異常報酬；而換股購併之主併公司股東則無，可知現金購併對主併公司股東財富在宣告日前後短期內具有顯著的正向效果。但是在整體事件期 (-20,20) 而言，現金購併之主併公司股東呈現出不顯著負向之累積異常報酬，而換股購併之主併公司股東則顯示出顯著正向之累積異常報酬。另外，在分析現金與換股購併之差異效果方面，在宣告日當天發現現金及換股購併皆無顯著性差異。

五、在橫斷面複迴歸方面

由複迴歸分析結果可發現，主併公司在金融危機時期後之宣告日前後一天 (-1,1) 進行跨國購併活動會增加股東財富，此一結論與在計算公司累積異常報酬之影響有所不同，主要是在分析複迴歸時，加入了其他控制變數而導致結論改變。另一方面，從支付方式方面可看到公司進行購併活動採用現金支付方式優於換股購併，此一結論與累積異常報酬之結論相同。最後，主併公司之總資產報酬率及規模與累積異常報酬率間存在著顯著的負向關係，可知主併公司在進行購併活動時，沒辦法發揮綜效或者購併成本高估使得財務績效惡化。根據 Roll (1986) 的傲慢假說，管理人員過去的經營績效愈好就愈自恃不凡，及使其原本係以股東財富最大化為目標，卻往往買貴了目標公司，導致主併公司之股東財富減少。

參考文獻

丁憲浩、胡聯國、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,第四卷,第三期,頁 1-13。

毛郁芬 (2010),「企業併購消息宣告與股價累計平均異常報酬率之關聯性研究」,國立台北大學企業管理學系碩士論文。

王淑芬、洪淑玲 (2008),「北美石油產業購併之績效研究」,亞太經濟管理評論,第十二卷,第一期,頁 77-96。

呂佳玲、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,第十一卷,第二期,頁 107-134。

杜曉君 (2000),「購併事件宣告時主併公司特質對股東財富影響之研究-以台灣上市公司為例」,東吳大學會計研究所碩士論文。

沈中華、李建然 (2000),「事件研究法—財務與會計實證研究必備」,台北:華泰文化事業公司出版。

林之韻 (2010),「購併前評估管理之研究:以電腦公司為例」,國立政治大學企業管理研究所碩士論文。

林玫君 (2005),「台灣企業跨國與國內併購行為財富效果之比較分析」,國立彰化師範大學會計學系企業高階管理班碩士論文。

林哲鵬、陳玟靜 (2002),「企業購併宣告對主併公司股價之影響-加入產業別分類後實證」,產業管理學報,第三卷,第一期,頁 73-99。

林顛倫 (2010),「全球併購與累積平均異常報酬之影響因素:台灣上市公司的實證研究」,臺灣大學商學研究所碩士論文。

林麗嬌、陳彥儒、汪若庭 (2009),「台灣上市公司購併宣告對股東財富之影響」,國立勤益科技大學管理學術研討會。

- 邱信彰 (2006),「財務績效在不同董監及法人持股結構下對購併宣告效果影響之研究」,東吳大學企業管理研究所碩士論文。
- 孫梅瑞 (2000),「國內上市公司從事公司購併活動對企業經營績效影響之研究」,國立政治大學企業管理研究所博士論文。
- 孫梅瑞、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,頁 155-184。
- 徐啟升、林灼榮、李涓靖 (2005),「台灣上市併購公司之股票長期績效分析」,證券期貨月刊,第二十二卷,第四期。
- 翁寬、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,頁 55-79。
- 張峻豪 (2002),「國內上市公司從事購併活動對股價之影響研究—以資訊電子業為例」,國立政治大學企業管理研究所碩士論文。
- 許淑瑋 (2002),「台灣企業購併後績效衡量之實證研究」,國立台灣大學財務金融研究所碩士論文。
- 許銘峻 (1999),「企業購併宣告對主併公司股東財富的影響」,國立中山大學企業管理研究所碩士論文。
- 許露云 (2006),「台灣上市公司購併宣告對公司股票報酬之影響」,南華大學財務管理研究所碩士論文。
- 陳匯中 (1995),「上市公司購併宣告對股東財富影響之研究」,國立政治大學企業管理研究所碩士論文。
- 葉宜芳 (2008),「國內企業購併宣告與主併公司股東財富間的關係」,長庚大學企業管理研究所碩士論文。
- 謝劍平、張峻傑 (1996),「台灣企業購併決策與 Tobin's Q 比率之相關性研究」,台灣銀行季刊,頁 35-53。

羅明敏 (1999), 「台灣企業海內外併購宣告對主併公司股東財富影響之實證研究」, 朝陽大學財務金融研究所碩士論文。

Agrawal, A., Faffe J.F. and Mandelker G.N. 1992, The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly, *Journal of Finance* 47, 1605-1621.

Asquith, P., Bruner R. and Mullins D. 1983, The Gains to Bidding Firms from Merger, *Journal of Financial Economics* 11, 121-140.

Aybar, B. and Ficici, A. 2009, Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinational. *Journal of International Business Studies* 40, 1317-1338.

Ben Amar, W. and Andre, P. 2006, Separation of ownership from control and acquiring firm performance: The case of family ownership in Canada. *Journal of Business Finance & Accounting* 133, 517-543.

Blackburn, V.L., Dark, F.H. and Hanson R.C. 1997, Mergers, Method of Payment and Returns to Manager- and Owner-Controlled Firms, *Financial Review* 32, 569-589.

Bradley, M., Desai, A. and Kim E. 1988, Synergistic Gains From Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stock-holders of target and Acquiring Firm, *Journal of Financial Economics* 21, 3-40.

Corhay, A. and Rad ,A.T. 2000, International Acquisitions and Shareholder Wealth-Evidence from the Netherlands, *International Review of Financial Analysis* 9, 163-174.

Datta, D.K. and Puia, G. 1995, Cross-border acquisitions: An examination of the influence of related and cultural fit on shareholder value creation in U.S. *Acquiring Firms in: Management International Review* 35, 337-359.

Doukas J. and Travlos N.G. 1988, The Effect of Corporate Multinationalism on shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisition, *Journal of Finance* 43, 1161-1175.

Dube Sema and Glascock John L. 2006, Effects of the Method of Payment and the Mode of Acquisition on Performance and Risk Metrics, *International Journal of Managerial Finance* 2, 176-195.

Duggal, R. 1995, Agency Cost and Firm Value: Further Evidence from Bidding Firms, *International Journal of Finance* 7, 1183-1194.

Dutta, S. and Jog, V. 2009, The Long-term Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly, *Journal of Banking and Finance* 33, 1400-1412.

Franks, J.R., Harris R.S. and Titman S. 1991, The Post-Merger Shareprice Performance of Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics* 29, 81-96.

Gubbi, S.R., Aulakh, P.S., Ray,S., Sarkar, M.B. and Chittoor, R. 2010, Do international acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value? The case of Indian firms. *Journal of International Business Studies* 41, 397-418.

Kang, J. 1993, The international market for corporate control: mergers and acquisitions of U.S. firms by Japanese firms. *Journal of Financial Economics* 34, 345-371.

Limmack, R.J. 1991, Corporate Mergers and Shareholder Wealth Effects: 1977-1986, *Accounting and Business Research* 21, 239-251.

Loughran ,Tim and Anand M.Vijh , 1997, Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions? *Journal of Finance* 52, 1765-1790.

Markides, C.C. and Ittner, C.D , 1994, Shareholder benefits from corporate international diversification: Evidence from U.S. international acquisitions, *Journal of International Business Studies* 25, 343-366.

Michael. C. Jensen , 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review* 76, 323-329.

Myers, Stewart C. and Majluf, Nicholas S. 1984, Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investor Do not have, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.

Shahrur, Husayn , 2005, Industry structure and horizontal takeovers: Analysis of wealth effects on rivals, suppliers, and corporate customers, *Journal of Financial Economics* 76, 61-98.

Shelton L.M. 2000, Merger Market Dynamics: Insight into the Behavior of Target and bidder firms, *Journal of economic behavior and organization* 41, 363-383.

Smith, G.D., Arnold, D.R. and Bizzell, B.G. 1991, *Business Strategy and Policy*, 3rd edition, Boston: Houghton Mifflin, 58-75.

Sudarsanam, S., Holl, P. and Salami, A. 1996, Shareholder wealth gains in mergers: effect of synergy and ownership structure, *Journal of Business Finance and Accounting* 23, 673-698.

Waheed, A. and Mathur, I. 1995, Wealth Effects of Foreign Expansion by U.S. Banks, *Journal of Banking and Finance* 19, 823-842.