

東海大學管理學院財務金融研究所
碩士論文

國家發展程度對購併宣告報酬之影響
— 以全球購併樣本進行探討

Country Development on the impact of Announcement
Returns in M&As: An International Evidence

指導教授：莊凱旭 博士

研究生：黃致安

中華民國 104 年 7 月

東海大學碩士學位論文

學位考試委員審定書

本校 財務金融研究所 碩士班 黃致安 君

所提之論文(中文)： 國家發展程度對購併宣告報酬之影響
— 以全球購併樣本進行探討

(英文)： Country Development on the impact of
announcement returns in M&As:

An International Evidence

經本委員會審查，符合碩士學位論文標準

學位考試委員會

召集人

葉榮烈

考試委員

莊凱旭

(指導教授)

蔡宗毅

鄧一博
王崑元

系所主任

鄧一博

中華民國 104 年 6 月 21 日

東海大學財務金融學系

碩士論文學術倫理聲明書

本人 黃致安 (學號: G102440013) 已完全了解學術倫理之定義。僅此聲明，本人呈交之碩士論文絕無抄襲或由他人代筆之情事。若被揭露具有違背學術倫理之事實或可能，本人願自行擔負所有之法律責任。對於碩士學位因違背學術倫理而被取消之後果，本人也願一併概括承受。

立證人： 黃致安 (簽名)

中華民國 104 年 6 月 21 日

致謝

這兩年研究生生涯時光飛逝，真的是一轉眼就結束了，想到當初剛入學的時光，碩一暑假的畢業旅行，初入學術界論文殿堂，最後到現在竟然開始在寫學位論文的謝詞，終於可以開始體會前人所說的「歲月如梭」感覺了。

當然這個部份是謝詞，不免俗的要來感謝許多人，當然這些都是發自內心的感謝。最該感謝的應當是我的家人—父母親以及兄長，對於我要念碩士學位想法不遺餘力的支持，不管是物質上的支持或贊助，以及精神上的鼓勵，讓我這兩年碩士時光可以沒有顧慮的作好該作的事情，不需要另外為了生活煩憂。

另一方面，非常感謝我的指導老師—莊凱旭博士，總是非常有耐心的等待我去 Meeting，對於我緩慢進度也沒有多加苛責，反而是很有耐心給予指導，並且適時提出建議讓我思考關於論文的寫作以及方向，而最終終於能完成這篇學位論文和完成口試。同時口試召集人—蕭榮烈博士、校外口委—葉宗穎博士、校內口委—郭一棟博士以及王凱立博士，在口試時提出了對論文的寶貴意見以及文章的缺失，對於文章的精進有著無比的幫助，有著你們充實的學術研究能力的支持，才能讓論文的內容品質更加得完整。

同時也感謝班上同學是這樣的好相處，讓我這兩年碩士生涯過的很愉快，以及在課業上的幫助，還有報告、論文寫作上的相互激盪以及討論。王昱翔、王智民、江勇霖、李駿逸、沈怡伶、林奕勳、柳志欣、許晨詠、陳瑋琳、陳慧捷、賀偉棋、楊詒晶、葉官翰、趙柏竣以及謝有貞，謝謝你們！沒有你們，我的碩士生涯不會這麼的有意義，也必然失去色彩！還有在台中工作的老朋友，謝謝你！讓我再枯燥乏味的研究時光，能帶我在台中四處晃晃，導覽這個美麗的城市！讓我的生活能多點滋潤。

摘要

過去研究企業購併宣告之異常報酬的文獻，較少以全球觀點來探討，人類發展程度指數(HDI)。人類發展指數是自 1990 年開始由聯合國開發計畫署(UNDP)所衡量一個國家社會、經濟發展水準的標準，指數的組成分別來自國民健康狀況、教育水準以及生活水準。本研究將探討全球企業購併宣告時，是否會因為人類發展程度指數的高低而有所不同，並且將進一步的探討在金融危機與非金融危機期間、購併支付方式的不同、是否為跨國購併三個情況對於購併宣告效果的影響為何。研究期間為 2007 年至 2010 年共 4 年，總計有 1,345 個有效購併宣告事件，利用事件研究法市場模型分析，本研究實證發現人類發展程度指數對購併宣告報酬無顯著影響。

關鍵字：事件研究法、異常報酬、購併、人類發展指數

Abstract

This study examines the impact of HDI (Human Development Index) on announcement returns in M&A. The analysis of announcement returns also takes into account pre- and post-financial crisis, cross-border and domestic deals, and the method of the payment in M&A. The sampling period covers 4 years from 2007 to 2010 with 1,345 samples for bidding firms. Using event study methodology with market model, the evidence shows that HDI is not an important determinant to influence announcement returns in M&A.

Keywords: Event Study, Abnormal Return, M&A, Human Development Index (HDI)

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	2
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 企業購併與購併宣告相關文獻	5
第二節 企業購併與支付方式相關文獻	6
第三節 企業購併與交易地區相關文獻	7
第四節 文獻總結	9
第三章 研究設計	10
第一節 資料來源和樣本篩選	10
第二節 人類發展程度指數(Human Development Index)	10
第三節 研究方法	13
第四章 實證結果分析	17
第一節 樣本特性	17
第二節 購併事件累積異常報酬率分析	18
第五章 結論	30
參考文獻	33

表目錄

表 4-1 依年度劃分與人類發展程度指數劃分之樣本數量表.....	16
表 4-2 全體樣本各事件窗口之累積異常報酬檢定表.....	17
表 4-3 以人類發展指數高低在不同事件窗口下之累積異常報酬檢定表.....	19
表 4-4 以支付方式在不同人類發展指數國家之累積異常報酬檢定表.....	21
表 4-5 以跨國跟非跨國交易在不同人類發展指數國家之累積異常報酬檢定表.....	24
表 4-6 以金融危機前後在不同人類發展指數國家之累積異常報酬檢定表.....	27

圖目錄

圖 3-1 人類發展程度指數組成關係圖.....	11
圖 3-2 事件研究法各時間參數關係圖.....	13

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

根據 Smith, Arnold and Bizzell (1991)的說法，一個企業的成長除了來自於內部的成長，如業績的提升、營收的改變等等，以及使用企業內部的資源，制訂定經營策略的目標，讓企業穩定的朝目標發展；另一方面就是來自於外部成長，外部成長則是可以藉由企業購併來進行。購併對於企業的好處眾多，如減少進入的障礙、增加市占率、購併之綜效、取得關鍵原物料或相關技術等等原因。但是對於主併公司的購併宣告效果來說，購併相關的文獻結果都不一致。

Owen and Yawson (2010)的研究發現美國企業偏好與有著較高的人類發展程度指數(HDI)國家進行購併活動，而美國在外國直接投資(Foreign Direct Investment)的全球份額中占的比例高達 32.89% (3.369 兆美元)，第二名與第三名分別是法國(19.61%)與英國(19.58%)¹，由此可知美國的購併相關經驗與產業相當的成熟，因此為何美國企業會挑選人類發展指數較高的國家境行購併行為，同時之間美國也是人類發展程度指數中名列前茅的國家，以上兩點的因素，是否代表了與人類發展指數高的國家的企業進行購併活動，所獲得的報酬較高？然而過往文獻中較少有使用人類發展程度指數以及全球觀點切入來進行購併宣告異常報酬，因此本研究將以此為研究方向進行實證研究。

¹ 此數據與排名資料來自於聯合國貿易和發展會議(UNCTAD)的 Trade and Development 2007。

第二節 研究目的

本文研究目的主要有：

- (1) 主併公司的購併宣告效果，是否會因為國家發展程度²的高低有所不同。
- (2) 支付方式對於購併宣告效果的影響，是否會因為國家發展程度不同而有所影響。
- (3) 主併公司國家之發展程度高低在跨國購併或非跨國購併中，對於主併公司的購併宣告效果之影響。
- (4) 在金融危機期間與非金融危機期間，主併公司的購併宣告效果是否會因為國家發展程度的高低而有所不同。

第三節 研究樣本、方法與實證發現

本研究以 2007 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日間，全球有進行購併宣告事件的公司為研究對象。樣本共計 1,345 個購併宣告事件，並且以事件研究法的市場模型對主併公司的累積異常報酬進行分析。

實證結果發現了在事件宣告日當天，全樣本中主併公司的累積異常報酬在(-10,+10)的事件窗口中為 0.31%但是統計上並無顯著水準。按照人類發展程度指數高低分類的情況之下，主併公司在人類發展程度中的累積異常報酬在(-10,+10)的事件窗口中為 2.49%且顯著的累積異常報酬，人類發展程度極高與人類發展程度高的國家為 0.40%和-0.36%但都不顯著。

² 本文利用人類發展程度指數的高低，來作為衡量國家發展程度的高低。人類發展程度相關說明請見第三章的第二節。

在人類發展程度高低與支付方式不同的條件之下，現金支付方式的人類發展程度極高與其他人類發展程度中，事件窗口(-10,+10)的累積異常報酬分別是為 0.11%和-0.5%，結果不顯著；至於在非現金支付方式的情況下，事件窗口(-10,+10)的累積異常報酬率，人類發展程度極高為 0.76%，其他人類發展程度是 0.95%。而 HDI 高低與交易地區的條件之下，跨國購併且人類發展程度極高的國家在購併宣告事件中，會有顯著為負的累積異常報酬，例如(-5,+5)、(-2,+2)事件窗口分別為-1.09%和-0.58%；在其他人類發展程度的情況下，沒有顯著的累積異常報酬；反之在非跨國購併且人類發展程度極高的狀況下，購併宣告能帶來顯著正的累積異常報酬，事件窗口(-10,+10)有 0.82%的累積異常報酬，但是在其他人類發展程度的情況之下則是沒有顯著的累積異常報酬。最後在 HDI 高低與金融危機前後的條件之下，事件窗口(-10,+10)在人類發展程度極高和其他人類發展程度中，累積異常報酬分別是 0.46%和 0.23%，結果都不顯著；而在非金融危機期間，事件窗口 (-10,+10)在人類發展程度極高和其他人類發展程度中，累積異常報酬分別為 0.33%和-0.17%，結果統計上不顯著。

第四節 預期貢獻

由於過去文獻對於購併事件宣告異常報酬、全球觀點與人類發展程度指數相關的研究相當稀少，故本研究的貢獻之一在於補足這一方面的不足。本研究利用 2007 年至 2010 年之間，人類發展程度指數的高低，對於主併公司的購併宣告事件之累積異常報酬率的影響。並且進一步的探討將樣本區分購併支付方式、主併公司與被併公司地區以及金融危機時期與非金融危機時期之差異。本研究可提供新的實證結果來說明人類發展程度指數對於主併公司累積異常報酬的影響，並做為主併公司的購併決策或是投資人的投資決策作為參考依據。

第五節 研究架構

本文共分 5 個章節，論文結構如下所述：

第一章為緒論。

描述本研究之動機、研究目的以及研究架構。

第二章為文獻探討。

整理並加以探討國內外相關的實證研究文獻，針對購併宣告異常報酬、購併支付方式、金融時期的購併活動等主題進行相關文獻探討。

第三章為研究設計。

設定研究樣本及條件，並陳述資料來源及研究方法。

第四章為實證結果分析。

進行第三章所設計的研究方法並獲得實證結果分析。

第五章為結論。

歸納本研究內容，並進行總結。

第二章 文獻探討

第一節 企業購併與購併宣告相關文獻

在本節文獻中，根據多篇文獻的結果可以得知，企業購併宣告的效果沒有定論，購併宣告有著正面影響、負面影響以及沒有影響三種結論。本節針對過去相關文獻進行分析與探討。

一、企業購併後對股東財富效果有正面影響

Asquith、Bruner and Mullins (1983)使用 1963 年到 1979 年之間的購併活動樣本，研究購併宣告和股東財富之間的關係，並且使用事件研究法中的市場模式，其結果發現了購併活動中主併公司可以獲得正且顯著的累積異常報酬。Bradley, Desai and Kim (1988)研究 1963 年到 1984 年間屬於 NYSE 或 AMEX 的上市公司，並且使用事件研究法，共有 236 個購併事件樣本，結果發現了目標公司有著顯著為正的累積異常報酬。Shelton (2000)在以事件研究法分析 1962 年到 1983 年間共 199 個樣本，結果發現主併公司和被併公司在並購宣告日當天有著正且顯著的報酬。Shahrur (2005)的研究同樣利用事件研究法，以 1987 年到 1999 年間的資料為樣本，實證結果發現了水平購併案的樣本中，主併公司和被併公司的股東財富效果都是顯著為正。

國內研究的部份，孫梅瑞(2000)使用台灣 1987 年到 1997 年共 147 件購併宣告為樣本，其研究發現國內上市公司購併宣告後對於股東財富效果有著正且顯著的報酬率。另外像是陳匯中(1995)、許淑瑋(2002)、許露云(2006)、丁憲浩(2007)等等研究都指出購併宣告對於股東財富效果有正面且顯著的影響。

二、企業購併後對股東財富效果有負面影響

同時企業購併後對股東財富的第二種可能的影響就是讓股東財富減損，國外的相關研究如：Agrawal、Jaffe and Mandelker (1992)的實證研究指出了主併公司的股東財富在購併事件完成後的5年內會顯著的減少多達10%。Loughran and Anand (1997)研究NYSE、AMEX 和 NASDAQ 在 1970 年至 1989 年之間有著購併活動的 947 間企業，其結果發現主併公司的股票報酬顯著為負。而 Blackburn、Darn and Hanson (1997) 的研究以美國為目標並使用市場模式，結果發現了主併公司報酬顯著為負。

國內相關的研究，如：丁憲浩、胡聯國、莊雙喜(2007)研究國內的市場發現了，在長期的觀點來看，主併公司的股價累積異常報酬率是為零或是負的。呂佳玲和林基煌(2008)以國內 1996 年至 2005 年國內的購併宣告事件為樣本，實證結果為主併公司的併購績效有著顯著為負的影響。

三、企業購併後對股東財富效果沒有影響

企業在購併後對於股東財富的影響最後一種可能結果就是沒有影響，Frank、Harris and Titman (1991)研究 NYSE 和 AMEX 在 1975 年至 1984 年間的購併公司，並且使用事件研究法，其結果發現主併公司在購併宣告後沒有顯著的異常報酬。Kaplan and Weisbach (1992)的研究同時也指出了事件宣告日當天主併公司沒有顯著的異常報酬。

第二節 企業購併與支付方式相關文獻

研究購併支付方式的相關學者、文獻眾多，但也並未有定論，對於何種支付方式股東財富效果最佳並沒有固定的說法，如：蔡佳玲(2014)的研究實證結果指出，長期時公司以混合支付方式的主併公司，對於公司績效會有顯著的正向績效。陳聖謙(2008)的研究提到了主併公司採取現金支付或是混合支付，對在事件期主併公司的股東來說，有著

不顯著但為正的平均累積異常報酬。目標為非上市公司，主併公司可以獲得顯著為正的異常報酬；並且若是使用股票做為支付方式，更可以帶來比現金支付方式還要高的短期異常報酬(Chang, 1998; Fuller, Netter and Stegemoller, 2002; Moeller, Schlingemann and Stulz, 2004; Officer, 2009)。

Myers and Majluf (1984)的研究中提到了因為市場存在著資訊不對稱(Information Asymmetry)的情況，公司的股價有被高估或是低估的可能，而主併公司必定對於自身經營以及財務瞭解程度較高，必然會選擇對於自己最有利的支付方式，因此主併公司的股價被高估的時候，主併公司會傾向使用股票做為購併支付工具；反之，當主併公司的股價是被市場低估的時候，主併公司會偏好使用現金支付方式來做為購併支付工具。同時 Jensen (1986)的研究也提到主併公司的自由現金流量越多或是舉債能力越好的時候，就越會利用現金支付或舉債來進行購併的支付。Loughran and Vijh (1997)的研究也發現了，平均來說以股票做為購併支付方式，購併的報酬率顯著為負(-25%)；反之當使用現金作為購併支付方式時報酬率卻是顯著為正(61.7%)。

第三節 企業購併與交易地區相關文獻

在跨國購併中，很有可能因為嚴重的資訊不對稱，使得主併公司在評價目標公司的價值會有所錯誤，相較之下目標公司為國內公司時資訊不對稱問題較不嚴重，因此認為跨國購併不能為主併公司帶來利益；相反的支持者如 Shaked、Michael and McClain (1991)則認為跨國購併有著風險分散、降低成本、減少貿易障礙、降低稅賦等等的優點。

Doukas and Travlos (1988)研究 1975 年至 1983 年間共 301 個購併事件樣本，並使用事件研究法之市場模式，其結果發現了主併公司可以從跨國購併中增加股東財富。Francis、Hasan and Sun (2008)研究 1990 年代晚期至 2003 年主併公司為美國，共計有

9,109 個樣本，其結果發現了跨國購併使得股東財富效果顯著為正。其他研究如 La Porta et al. (2000) 和 Kiyamaz (2004) 的研究結果都指出了跨國購併會使股東財富效果增加。另一方面，Datta and Puia (1995)、Denis et al. (2002)、Moeller and Schlingemann (2005) 和 Aybar and Ficici (2009) 等學者的研究結果則是指出跨國購併會使股東財富效果減損。

國內學者研究部分如：陳安琳、湯惠雯和許銘峻(2000)使用事件研究法市場模式的實證結果指出，跨國購併在宣告日當天以及宣告日前後 15 天皆有著顯著為正的報酬，相反的國內購併則無顯著的異常報酬。陳可欣(2001)研究 1987 年至 1990 年間，我國共計 53 件的跨國購併案，其實證結果發現了跨國購併宣告使我國主併公司的股東財富效果有著長期顯著為正的效果。羅明敏和呂兆文(2001)研究我國 1989 年至 1997 年共 86 個購併事件樣本，其結果我國企業從事購併宣告，對於主併公司之股東財富效果有著顯著為正的影響。許淑瑋(2002)的以我國為樣本的研究指出，1992 年至 2000 年間，跨國購併事件使主併公司股東財富效果為正，國內購併事件對主併公司則是沒有顯著的效果。反之如張峻豪(2002)、蘇倬漢(2010)等學者的研究皆指出了國內購併有著顯著為正的報酬。

第四節 文獻總結

綜合以上文獻的觀點，企業從事購併活動對於主併公司以及股東財富的影響，仍無法有確切的定論，學者們也沒有一致的看法，不論是主併公司在購併宣告後有顯著為正之累積異常報酬率的結論、主併公司在購併宣告後有顯著為負之累積異常報酬率的結論，甚至是主併公司在購併宣告後沒有顯著影響之累積異常報酬率的結論。此外對於支付方式以及跨國購併與否之相關的研究，國內外學者也沒有固定的結論。而過往的研究也沒有將人類發展程度指數與支付方式、購併地區相結合之研究，並在最後與金融風暴時期與否加以比較，故本文除了延續過往研究的作法，更將進一步的分析人類發展程度指數對購併宣告效果的影響，以期能彌補過往文獻不足之處。

第三章 研究設計

第一節 資料來源和樣本篩選

本研究以全球作為樣本基礎，在 2007 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日間的購併宣告事件為研究對象，共計 4 年的期間。購併宣告事件的樣本使用 SDC (Security Data Company) 的 Mergers and Acquisitions 資料庫，而公司相關的財務資料以及相關的市場指數則是使用 Datastream 資料庫的數據。

本研究將 SDC 資料庫與 Datastream 資料庫所取得的資料合併後，進一步的篩選樣本，條件如下：

- (1) 目標公司必須為上市公司，但主併公司則無限制。
- (2) 刪除公營事業以及金融保險相關產業。
- (3) 樣本資料不齊全、有遺漏或是宣告日期不明確的也不列入樣本。
- (4) 購併事件過後，主併公司持有目標公司股權低於 50% 者同樣不計入樣本。

經過上述篩選條件後，剩下了 1,345 個有效購併宣告事件樣本。

第二節 人類發展程度指數(Human Development Index)

在本研究中，對於劃分各國的分類，不再使用傳統的人均 GDP (pre-capita GDP) 做為衡量的指標，將使用較為全面衡量社會發展程度，聯合國開發計劃署(United Nations Development Programme, UNDP)的人類發展指數(Human Development Index, HDI)做為衡量的指標。

人類發展程度指數的組成分成三個部份，分別來自：

- (1) 預期壽命指數
- (2) 教育程度指數
- (3) 收入程度指數

第一個預期壽命指數為出生時預期的壽命，並將之指數化；第二個教育程度指數則是由 25 歲以上(包含 25 歲)人口花費在學校接受教育年數的平均教育年數以及 5 歲兒童一生中所預期要接受教育年數的預期受教育年數，兩者再指數化的結果；第三個收入程度指數則是利用人均國民總收入，也就是購買力平價美元 (PPP)並將之指數化的結果。最後三個指數利用幾和平均數方法即可得到該國該年度的人類發展程度指數的值。

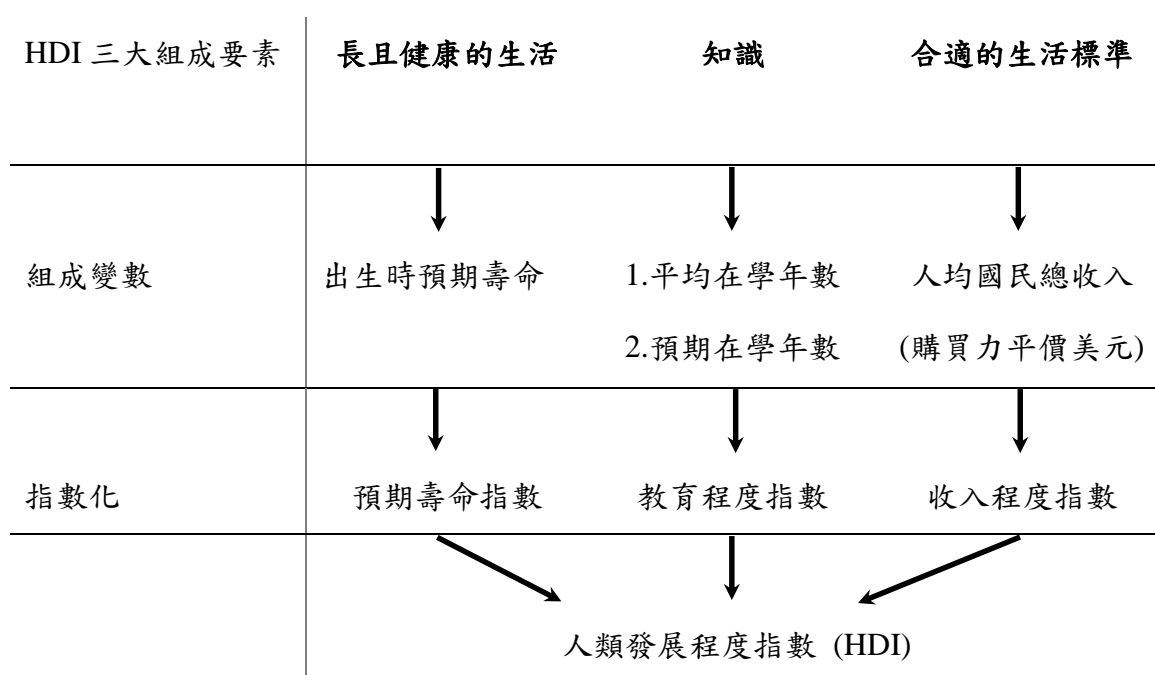


圖 3-1 人類發展程度指數組成關係圖

資料來源：Human Development Reports Technical Notes 2014

Wallace (2004)在訪問人類發展程度指數主要創建者 Amartya Sen，提到了人類發展程度指數和人均 GDP 相比較有著較多優點，如：人均 GDP 只有衡量收入，但是人類發展程度指數確會受到國民壽命以及教育的影響、人類發展程度指數也是一種最為廣泛被接受作為比較國際間繁榮程度的一種方法等優點。此外人均 GDP 的高低並不會完全反映在人類發展程度指數的高低上，高人均 GDP 可能會有著很低的人類發展程度指數，例如：科威特(Kuwait)有著很高的人均 GDP 但是該國的人類發展程度指數確很低，起因於他們該國的教育程度較低；同時烏拉圭(Uruguay)相較起來約只有一半的人均 GDP，但是卻有著較高的 HDI (Human Development Reports 2001)。

Owen and Yawson (2010)的研究中，同樣也是使用人類發展程度指數來衡量國家發展程度，並提到入學率、國民平均壽命、企業質量與電話普及率等等，皆會影響跨國購併的決策，更近一步的他們還發現了人類發展程度指數的高低和美國企業進行跨國購併有著顯著為正的關係。

考量到資料收集的完整性與來源，本研究將使用聯合國開發計畫署使用的人類發展程度指數³作為人類發展程度高低的依據，並且有 4 大分類，分別為人類發展程度極高 (Very high human development)、人類發展程度高(High human development)、人類發展程度中(Medium human development)、人類發展程度低(Low human development)。

³ 有關人類發展程度指數相關數據資料皆來自於聯合國開發計畫署網站。網址如下：
<http://hdr.undp.org/en>

第三節 研究方法

本研究使用事件研究法，根據 Brown and Warner (1985) 年的研究指出，事件研究法中平均調整法(Mean Adjusted Returns Model)、市場指數調整法(Market Adjusted Returns Model)、市場模式法(Market Model)三者對於估計報酬率的結果差異不大，因此使用其中最為普遍利用的市場模式法(Market Model)。

一、時間參數

一開始必須先確定相關日期的時間點，首先關注的是事件日，也就是公司宣告的日期，且宣告日設為第 0 日($t=0$)，並將宣告日前後各 15 個交易日所包含的其間設定為事件期間，共計 31 日，並且觀察在這段期間因為購併宣告的影響。至於估計期的部分則是利用宣告日的前 16 個交易日至前 195 個交易日，共計 180 天，如圖 1 所示。

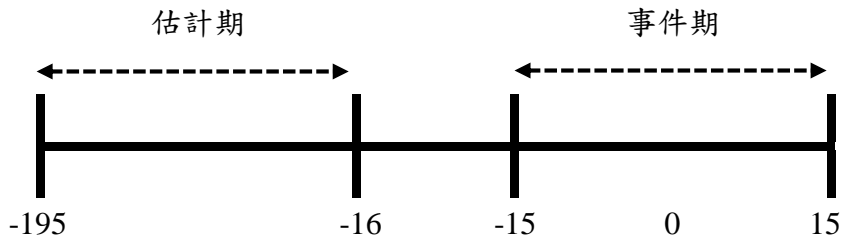


圖 3-2 事件研究法各時間參數關係圖

二、預期報酬率計算

由於本研究使用市場模式法計算各個公司的股票預期報酬率，故以最小平方法 (Ordinary Least Square, OLS) 建立迴歸模型如下：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}, t = -195, \dots, -16 \quad (1)$$

其中，

R_{it} 為 i 公司在第 t 日的報酬率

R_{mt} 為市場投資組合在第 t 日的報酬率

α_i 為線性關係之截距項

β_i 為線性關係之斜率項

ε_{it} i 公司在第 t 日的殘差項

根據上式最小平方法(OLS)的估計可得截距項 $\hat{\alpha}$ 和斜率項 $\hat{\beta}$ ，故事件日 t 的預期報酬率為下式：

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (2)$$

其中：

$E(R_{it})$ 為 i 公司股票在事件期第 t 日的預期報酬率

R_{mt} 為事件期第 t 日股票市場報酬率

三、異常報酬計算、平均異常報酬與累積異常報酬之計算

(一) 異常報酬(Abnormal Returns, AR)計算方法如下式：

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (3)$$

其中，

AR_{it} 為 i 公司股票在第 t 日之異常報酬

R_{it} 為 i 公司在第 t 日之實際報酬率

(二) 平均異常報酬(Average Abnormal Returns, AAR)將 AR 進一步的作平均，如下：

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (4)$$

其中，

AAR_t 為全部樣本在事件期第 t 日的平均異常報酬

(三) 累積平均異常報酬(Cumulative Average Abnormal Returns, CAR)計算方式如下：

$$CAR_{(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad (5)$$

其中，

$CAR_{(t_1, t_2)}$ 為全樣本事件期 t_1 到 t_2 的累積異常報酬

t_1, t_2 分別為累積異常報酬之起使日和終止日

四、檢定統計量

事件研究法為研究事件的發生對於股價是否有異常的影響與變動，因此必須檢定平均異常報酬率和累積異常報酬率是否顯著為零，而不能僅僅透過各別企業的估計股價的異常報酬率來做結論。本研究使用傳統的 T 檢定，其計算方式如下：

(一) 平均異常報酬(AAR)假設檢定

$$H_0 : AAR_t = 0$$

$$H_1 : AAR_t \neq 0$$

檢定統計量

$$t = \frac{AAR_t}{\sqrt{VAR(AAR_t)}} \quad (6)$$

(二) 累積平均異常報酬(CAR)假設檢定

$$H_0 : CAR_t = 0$$

$$H_1 : CAR_t \neq 0$$

檢定統計量

$$t = \frac{CAR_t}{\sqrt{VAR(CAR_t)}} \quad (7)$$

第四章 實證結果分析

本章節將依據前章節的研究方法進行實證研究分析，並將依序說明依據人類發展程度指數的高低對於購併宣告之間的效果、支付方式對於人類發展程度指數高低不同的國家的購併宣告效果、金融危機對於 HDI 高低不同的國家的購併宣告效果。

第一節 樣本特性

一、樣本敘述統計

(一)依照年度別分類之樣本數與依照人類發展程度指數分類之樣本統計

表 4-1 為各個年度主併公司購併宣告事件數量的分佈情形。從表中可以觀察到從 2007 年與 2008 年高於 2009 年與 2010 年，其原因應是受到金融風暴所影響，之所以 2007 年至 2008 年的購併事件多於 2009 年至 2010 年，推測原因如下：此次金融危機為全球經濟環境的衝擊非常巨大，導致許多企業蒙受損失，因而出現經營上的困難，因此在金融危機期間發生了被購併的事件增加。

表 4-1 依年度劃分與人類發展程度指數劃分之樣本數量表

年度	未分類 樣本數(%)	HDI 分類		
		HDI Very high N (%)	HDI High N (%)	HDI Medium N (%)
2007	427(32)	336(33)	73(27)	18(27)
2008	324(24)	238(24)	71(26)	15(23)
2009	312(23)	248(25)	44(16)	20(30)
2010	282(21)	189(19)	80(30)	13(20)
合計	1345	1011	268	66

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分析

使用事件研究法之市場模型實證之全體樣本的併購宣告效果在各個事件窗口下主併公司的累積異常報酬變化以及顯著性之結果，如下表(表 4-2)。研究結果顯示全樣本底下，累積異常報酬在非常靠近宣告日為負，如事件窗口(-5,0)、(0)、(0,+5)、(-5,+5)，其累積異常報酬分別是-0.01%、-0.05%、-0.07%以及-0.03%，但統計上都不顯著。反之在愈遠離事件宣告日，累積異常報酬較大，如事件窗口(-10,0)、(0,+10)，累積異常報酬為 0.22%和 0.09%，以及(-15,+15)的 0.39%、(-10,+10)的 0.31%。

表 4-2 全體樣本各事件窗口之累積異常報酬檢定表

事件窗口	N	CAR	p-value
(-15,+15)	1345	0.0039	0.2910
(-10,+10)	1345	0.0031	0.2920
(-5,+5)	1345	-0.0003	0.9140
(-2,+2)	1345	0.0003	0.8470
(-1,+1)	1345	0.0003	0.8270
(-10,0)	1345	0.0022	0.3820
(-5,0)	1345	-0.0001	0.9830
0	1345	-0.0005	0.5590
(0,+5)	1345	-0.0007	0.6850
(0,+10)	1345	0.0009	0.6700

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

二、HDI 高低之累積異常報酬分析

表 4-3 為根據 HDI 高低分組下，各組在各個事件窗口中平均累積異常報酬率之結果，以及相關的檢定。分類的依據是按照聯合國開發計畫署(UNDP)的分類，將各國每年的指數高低分組，依照聯合國開發計畫署提供的資料總共有四組，分別為人類發展程度極高(Very high human development)、人類發展程度高(High human development)、人類發展程度中(Medium human development)、人類發展程度低(Low human development)。

根據下表的組成可以觀察到人類發展程度越高的國家，進行購併的次數越多，人類發展程度極高組成的國家在四年內有 1,011 個購併事件宣告，而人類發展程度高的國家則有 268 次，人類發展程度中等的國家則只有 66 個，至於人類發展程度低的國家則是完全沒有購併宣告的發生。

根據下表的結果也可以發現，人類發展程度極高的樣本，靠近事件宣告日的累積異常報酬都是負的，如事件窗口(-5,+5)的-0.07%、(-5,0)的-0.01%、(0)的-0.05%以及(0,+5)的-0.11%，但是統計上並不顯著。至於人類發展程度高的國家，累積異常報酬皆為負數並且不顯著。最後人類發展程度較低的樣本，購併宣告效果有顯著為正的報酬，事件窗口(-10,+10)的 2.49%。

表 4-3 以人類發展指數高低在不同事件窗口下之累積異常報酬檢定表

事件窗口	HDI Very High			HDI High			HDI Medium		
	N	CAR	p-value	N	CAR	p-value	N	CAR	p-value
(-15,+15)	1011	0.0046	0.3090	268	-0.0041	0.4980	66	0.0003	0.2580
(-10,+10)	1011	0.0040	0.2630	268	-0.0036	0.4740	66	0.0249	0.0740*
(-5,+5)	1011	-0.0007	0.7950	268	-0.0007	0.8570	66	0.0169	0.2580
(-2,+2)	1011	0.0006	0.7520	268	-0.0015	0.6090	66	0.0089	0.4540
(-1,+1)	1011	0.0000	0.9880	268	-0.0004	0.8730	66	0.0031	0.6490
(-10,0)	1011	0.0034	0.2620	268	-0.0044	0.2910	66	0.0066	0.3160
(-5,0)	1011	-0.0001	0.9830	268	-0.0008	0.7910	66	0.0100	0.3810
0	1011	-0.0005	0.6290	268	-0.0004	0.7530	66	0.0032	0.6890
(0,+5)	1011	-0.0011	0.5540	268	-0.0003	0.9210	66	-0.0005	0.8370
(0,+10)	1011	0.0007	0.7730	268	-0.0010	0.8180	66	0.0052	0.5010

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

三、HDI 高低與不同支付方式之累積異常報酬分析

由於人類發展程度極高的國家數量遠較於其他三組(人類發展程度高、人類發展程度中、人類發展程度低)來的大，因此本研究將人類發展指數分為兩組分來比較，第一組是人類發展程度極高、第二組則是由人類發展程度高和人類發展程度中和人類發展程度低所組成。往後的研究皆是以此分組進行。

本節將探討 HDI 高低對購併支付方式的累積異常報酬率以及相關檢定的結果。表 4-4 分為上下兩部分，Panel A 為現金支付公司全樣本以及非現金支付公司全樣本的累積異常報酬和相關檢定；Panel B 則是現金支付公司和非現金支付公司各自再將樣本分割人類發展程度極高(HDI Very High)以及其他(HDI others)共兩組，並且比較人類發展程度高低間的差異。

事件窗口(-1,+1)下，現金購併的累積異常報酬為 0.1%；非現金購併的累積異常報酬為-0.07%，但統計檢定皆不顯著，而兩者之間的累積異常報酬差異 0.16%也同樣不顯著。這結果和前述的 Frank、Harris and Titman (1991)以及 Kaplan and Weisbach (1992)的研究結果相同，購併事件宣告沒有顯著的異常報酬。進一步的分析在人類發展程度分組下，現金購併的人類發展程度極高和其他的累積異常報酬在事件窗口(-1,+1)下分別為 0.09% 和 0.11%，結果不顯著，兩者差異之結果亦同。另一方面在非現金購併之中，人類發展程度極高的該組累積異常報酬在(-1,+1)為-0.11%而其他的該組中為 0.08%，兩者之差為-0.19%，但結果都不顯著。

表 4-4 以支付方式在不同人類發展指數國家之累積異常報酬檢定表

Panel A		現金購併		非現金購併				
事件窗口	N	CAR	p-value	N	CAR	p-value	差異	p-value
(-15,+15)	763	0.0022	0.5160	582	0.0060	0.4020	-0.0038	0.6350
(-10,+10)	763	-0.0006	0.8380	582	0.0081	0.1550	-0.0087	0.1760
(-5,+5)	763	-0.0029	0.2000	582	0.0033	0.4510	-0.0062	0.2060
(-2,+2)	763	0.0012	0.4320	582	-0.0009	0.7640	0.0021	0.5310
(-1,+1)	763	0.0010	0.4280	582	-0.0007	0.7830	0.0016	0.5420
(-10,0)	763	0.0005	0.8540	582	0.0044	0.3380	-0.0039	0.4620
(-5,0)	763	-0.0017	0.3330	582	0.0022	0.5530	-0.0039	0.3380
0	763	0.0005	0.4900	582	-0.0017	0.2550	0.0022	0.1850
(0,+5)	763	-0.0007	0.6870	582	-0.0006	0.8360	-0.0001	0.9860
(0,+10)	763	-0.0007	0.7370	582	0.0029	0.4500	-0.0037	0.4130

(續下頁)

Panel B	現金購併								非現金購併								
	HDI Very High			HDI others					HDI Very High			HDI others					
	事件窗口	N	CAR	p-value	N	CAR	p-value	差異	p-value	N	CAR	p-value	N	CAR	p-value	差異	p-value
	(-15,+15)	554	0.0043	0.2880	209	-0.0032	0.6390	0.0074	0.3420	457	0.0050	0.5670	125	0.0097	0.3190	-0.0047	0.7190
	(-10,+10)	554	0.0011	0.7620	209	-0.0050	0.4030	0.0061	0.3800	457	0.0076	0.2590	125	0.0095	0.2880	-0.0019	0.8670
	(-5,+5)	554	-0.0029	0.2500	209	-0.0030	0.5480	0.0001	0.9890	457	0.0020	0.7090	125	0.0081	0.2270	-0.0062	0.4600
	(-2,+2)	554	0.0020	0.2300	209	-0.0009	0.8120	0.0029	0.4690	457	-0.0011	0.7620	125	-0.0001	0.9730	-0.0010	0.8600
	(-1,+1)	554	0.0009	0.4910	209	0.0011	0.6850	-0.0002	0.9420	457	-0.0011	0.7120	125	0.0008	0.8100	-0.0019	0.6740
	(-10,0)	554	0.0022	0.4950	209	-0.0040	0.4080	0.0062	0.2860	457	0.0049	0.3730	125	0.0025	0.7250	0.0024	0.7890
	(-5,0)	554	-0.0013	0.5530	209	-0.0030	0.3790	0.0018	0.6600	457	0.0014	0.7530	125	0.0050	0.3310	-0.0036	0.5970
	0	554	0.0006	0.4890	209	0.0003	0.8560	0.0004	0.8320	457	-0.0018	0.3410	125	-0.0015	0.4030	-0.0002	0.9300
	(0,+5)	554	-0.0011	0.5490	209	0.0003	0.9420	-0.0014	0.7600	457	-0.0012	0.7380	125	0.0016	0.7180	-0.0028	0.6230
	(0,+10)	554	-0.0005	0.8240	209	-0.0013	0.7930	0.0007	0.8900	457	0.0022	0.6380	125	0.0056	0.3790	-0.0034	0.6650

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

四、HDI 高低與交易地區之累積異常報酬分析

本節將比較在 HDI 分組的情況下，跨國購併或是非跨國購併對於購併事件的累積異常報酬結果。表 4-5 Panel A 為跨國購併和非跨國購併對於異常報酬的結果；Panel B 則是進一步將跨國購併與非跨國購併切割成人類發展程度極高(HDI Very High)和其他(HDI others)，共兩組，比較人類發展程度高低間的差異。

在 Panel A 可以觀察到在全球購併事件，非跨國購併占了大多數，跨國購併較少，分別是非跨國購併 985 個交易樣本和跨國購併 360 個交易樣本。Panel A 的部分，跨國購併與非跨國購併在(-1,+1)事件窗口下，累積異常報酬率皆為正，分別是 0.06% 與 0.01%，但結果並不顯著。

在 Panel B 的部分，跨國購併且人類發展程度極高的該組，事件窗口(-5,+5)、(-2,+2)、(0,+5)的結果都是累積異常報酬顯著為負，分別為-1.09%、-0.58%、-0.97%，顯示出人類發展程度極高國家的企業在進行跨國購併時，有顯著為負的累積異常報酬；反之在其他人類發展程度中，同樣的事件窗口下累積異常報酬分別是 0.97%、0.40% 以及 0.74%，但是都不顯著；而在兩者差異中，人類發展程度極高國家的企業購併宣告異常報酬顯著低於其他人類發展程度國家的企業，從(-10,+10)的-1.88%、(-5,+5)的-2.07%、(-2,+2)的-0.98%、(-1,+1)的-0.84%、(0,+5) 的-1.71% 以及(0,+10)的-1.59% 這 6 個事件窗口可以觀察到這個結果。最後在非跨國購併部份，人類發展程度極高的這組中，事件窗口(-10,+10)累積異常報酬為 0.82% 並顯著，而人類發展程度其他則是-0.49%，但是不顯著；這個事件窗口中還可以得到一個結論就是人類發展程度極高國家的企業在非跨國購併的異常報酬大於非人類發展程度極高國家的企業，兩者之差為 1.31% 並且顯著。

表 4-5 以跨國跟非跨國在不同人類發展指數國家之累積異常報酬檢定表

Panel A		跨國購併			非跨國購併				
事件窗口	N	CAR	p-value	N	CAR	p-value	差異	p-value	
(-15,+15)	360	-0.0056	0.4180	985	0.0073	0.0920	-0.0129	0.1130	
(-10,+10)	360	-0.0032	0.5470	985	0.0055	0.1260	-0.0087	0.1770	
(-5,+5)	360	-0.0035	0.4210	985	0.0009	0.7290	-0.0044	0.3800	
(-2,+2)	360	-0.0022	0.3840	985	0.0012	0.5220	-0.0035	0.2800	
(-1,+1)	360	0.0006	0.7440	985	0.0001	0.9280	0.0005	0.8430	
(-10,0)	360	-0.0029	0.5270	985	0.0040	0.1760	-0.0069	0.2040	
(-5,0)	360	0.0006	0.8510	985	-0.0003	0.9040	0.0009	0.8240	
0	360	0.0005	0.6380	985	-0.0008	0.3990	0.0014	0.3670	
(0,+5)	360	-0.0035	0.2620	985	0.0004	0.8340	-0.0039	0.2840	
(0,+10)	360	-0.0020	0.5990	985	0.0019	0.4470	-0.0039	0.3900	

(續下頁)

Panel B

跨國購併

非跨國購併

事件窗口	HDI very high				HDI others				HDI very high				HDI others			
	N	CAR	p-value	差異	N	CAR	p-value	p-value	N	CAR	p-value	差異	N	CAR	p-value	p-value
(-15,+15)	230	-0.0064	0.4960		130	-0.0041	0.6610	0.8660	781	0.0078	0.1300		204	0.0054	0.4360	0.7730
(-10,+10)	230	-0.0100	0.1370		130	0.0088	0.3180	0.0900*	781	0.0082	0.0530*		204	-0.0049	0.4190	0.0770*
(-5,+5)	230	-0.0109	0.0390**		130	0.0097	0.1860	0.0230**	781	0.0023	0.4700		204	-0.0043	0.3490	0.2370
(-2,+2)	230	-0.0058	0.0730*		130	0.0040	0.3530	0.0690*	781	0.0025	0.2730		204	-0.0035	0.3160	0.1510
(-1,+1)	230	-0.0024	0.2840		130	0.0060	0.0850	0.0430**	781	0.0007	0.6800		204	-0.0022	0.4350	0.3790
(-10,0)	230	-0.0009	0.8820		130	-0.0064	0.3440	0.5430	781	0.0047	0.1830		204	0.0015	0.7600	0.6050
(-5,0)	230	-0.0019	0.6460		130	0.0050	0.3390	0.3000	781	0.0005	0.8600		204	-0.0032	0.3410	0.3960
0	230	-0.0006	0.6450		130	0.0026	0.2070	0.1910	781	-0.0004	0.7250		204	-0.0024	0.0570	0.2540
(0,+5)	230	-0.0097	0.0060***		130	0.0074	0.2210	0.0150**	781	0.0014	0.5330		204	-0.0034	0.2680	0.2060
(0,+10)	230	-0.0077	0.0890		130	0.0082	0.2100	0.0460**	781	0.0032	0.2720		204	-0.0030	0.5140	0.2570

註：*、**、***分別代表10%、5%、1%之統計顯著水準，並以粗體表示

五、HDI 高低與金融危機前後之累積異常報酬分析

本段在比較 HDI 分組之下，進一步的比較金融危機前後的累積異常報酬的差異，金融危機為 2007 年至 2008 年共兩年，而 2009 年至 2010 的兩年則是屬於非金融危機的時期⁴。表 4-6 分為 Panel A 和 Panel B 兩部分，Panel A 為全體樣本分為金融危機時期與非金融危機時期；Panel B 則進一步將樣本依照 HDI 而分為人類發展程度極高(HDI Very High)與其他(HDI others)，共兩組，比較人類發展程度高低間的差異。

實證結果可以觀察到在 Panel A 中，金融危機時期的累積異常報酬沒有顯著的結果，反之在非金融危機時期異常報酬是負的，如事件窗口(0,+5)的累積異常報酬為-0.58%且顯著；同時也觀察到金融危機時期累積異常報酬顯著大於非金融危機時期，由事件窗口(-2,+2)的 0.57%、(-1,+1)的 0.43%以及(0,+5)的 0.92%可得這個結果。

在 Panel B 中，金融危機期間人類發展程度極高在事件窗口(-1,+1)和(-10,+10)的累積異常報酬為 0.16%與 0.46%，而其他人類發展程度則是 0.39%與 0.23%，但皆不顯著，同時事件窗口(-1,+1)差異為-0.23%，(-10,+10)差異為 0.23%，結果也是不顯著。而在非金融危機期間，人類發展程度極高該組中，事件窗口(-1,+1)的累積異常報酬為-0.21%，為 0.33%，結果不顯著；而在其他人類發展程度中，(-1,+1)、(-10,+10)的累積異常報酬分別是-0.23%與-0.17%，結果也是不顯著；但是在兩者差異的比較之中，事件窗口(-10,0)的差異為 1.36%並且顯著，顯示出非金融危機期間人類發展程度極高國家的企業的累積異常報酬大於非人類程度極高國家的企業。

⁴ 對於金融危機和購併事件宣告異常報酬相關的文獻，本研究參考 C. C. Yen and H. C. Yu (2014)的研究，將 2007 年與 2008 年定義為金融危機期間。

表 4-6 以金融危機前後在不同人類發展指數國家之累積異常報酬檢定表

Panel A		金融危機		非金融危機			差異	p-value
事件窗口	N	CAR	p-value	N	CAR	p-value		
(-15,+15)	751	0.0040	0.3810	594	0.0037	0.5360	0.0004	0.9600
(-10,+10)	751	0.0040	0.3040	594	0.0020	0.6610	0.0020	0.7390
(-5,+5)	751	0.0021	0.4740	594	-0.0033	0.3550	0.0054	0.2420
(-2,+2)	751	0.0028	0.1730	594	-0.0029	0.2290	0.0057	0.0720*
(-1,+1)	751	0.0022	0.1980	594	-0.0021	0.2340	0.0043	0.0800*
(-10,0)	751	0.0010	0.7530	594	0.0037	0.3670	-0.0028	0.5890
(-5,0)	751	-0.0012	0.6060	594	0.0014	0.6520	-0.0026	0.5040
0	751	0.0001	0.9430	594	-0.0011	0.2450	0.0012	0.4220
(0,+5)	751	0.0034	0.1250	594	-0.0058	0.0130**	0.0092	0.0040***
(0,+10)	751	0.0034	0.2270	594	-0.0023	0.4600	0.0057	0.1750

(續下頁)

Panel B

金融危機

非金融危機

事件窗口	HDI very high			HDI others					HDI very high			HDI others				
	N	CAR	p-value	N	CAR	p-value	差異	p-value	N	CAR	p	N	CAR	p-value	差異	p-value
(-15,+15)	574	0.0042	0.4480	177	0.0035	0.6550	0.0007	0.9460	437	0.0051	0.4960	157	-0.0005	0.9540	0.0056	0.6060
(-10,+10)	574	0.0046	0.3230	177	0.0023	0.7520	0.0023	0.7880	437	0.0033	0.5600	157	-0.0017	0.8150	0.0050	0.5820
(-5,+5)	574	0.0013	0.7020	177	0.0048	0.4240	-0.0035	0.6140	437	-0.0034	0.4450	157	-0.0029	0.5670	-0.0004	0.9480
(-2,+2)	574	0.0034	0.1560	177	0.0009	0.8260	0.0025	0.5930	437	-0.0031	0.3020	157	-0.0023	0.5210	-0.0009	0.8510
(-1,+1)	574	0.0016	0.4040	177	0.0039	0.2420	-0.0023	0.5530	437	-0.0021	0.3540	157	-0.0023	0.3890	0.0002	0.9580
(-10,0)	574	0.0004	0.9010	177	0.0026	0.6570	-0.0022	0.7510	437	0.0073	0.1660	157	-0.0063	0.2440	0.0136	0.0710*
(-5,0)	574	-0.0013	0.6350	177	-0.0009	0.8400	-0.0004	0.9340	437	0.0016	0.6960	157	0.0009	0.8040	0.0006	0.9080
0	574	0.0001	0.9580	177	0.0001	0.9510	0.0000	0.9900	437	-0.0012	0.3330	157	-0.0010	0.4910	-0.0002	0.9260
(0,+5)	574	0.0027	0.2930	177	0.0058	0.2070	-0.0031	0.5540	437	-0.0061	0.0320	157	-0.0049	0.1970	-0.0013	0.7900
(0,+10)	574	0.0039	0.2280	177	0.0016	0.7690	0.0024	0.7080	437	-0.0035	0.3510	157	0.0010	0.8480	-0.0046	0.4910

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

第五章 結論

過去學者較少著墨在人類發展指數與購併事件宣告異常報酬的議題上，尤其又以全球觀點切入，研究實證人類發展程度的高低和購併宣告累積異常報酬間的關係，因此本研究希望探討全球觀點下，利用人類發展指數切入，探討購併事件宣告異常報酬率的影響。

本研究以 2007 年至 2010 年，共計 4 年，以全球的購併事件為樣本為研究對象，並且利用事件研究法之市場模式觀察、估計購併宣告事件前後的股價變動，進一步的了解購併宣告事件是否有購併宣告果的影響。並依據第四章的實證結果得出下列結論。實證結果發現：

(1) 全體樣本之下，累積異常報酬沒有顯著的結果，和 Frank, Harris and Titman (1991)、Kaplan and Weisbach (1992)的實證結果相同，主併公司在購併宣告後沒有顯著的異常報酬。

(2) 人類發展程度的高低和購併事件宣告異常報酬之間並沒有顯著的關係，但是在人類發展程度中等的事件窗口(-10,+10)，有著顯著為正的累積異常報酬 2.49%。表示在人類發展程度相對較低國家的企業在購併宣告事件之中，有著正的累積異常報酬。

(3) 在比較支付方式不同之時，事件窗口(-1,+1)在現金購併中報酬為 0.1%，在非現金購併中為-0.07%，但兩者皆不顯著，因此在支付方式中沒有顯著結果。而進一步利用人類發展程度指數區分樣本，在現金購併中，人類發展程度極高與其他人類發展程度的累積報酬在事件窗口(-1,+1)分別是 0.09%和 0.11%，兩者都不顯著；另一方面在非現金購併

分組中，人類發展程度極高與其他人類發展程度在事件窗口(-1,+1)中的累積異常報酬為-0.11%和 0.08%，結果也是都不顯著。因此在支付方式與人類發展程度之間沒有顯著的關係。

(4) 在交易地區的不同，跨國購併於事件窗口(-1,+1)的累積異常報酬為 0.06%而非跨國購併為 0.01%，兩者都不顯著，和陳安琳、湯惠雯和許銘峻(2000)、許淑瑋(2002)的部分結論相同。另一方面加入人類發展程度指數比較後，發現了人類發展程度極高國家的企業在進行跨國購併時，累積異常報酬顯著為負，並且小於非人類發展程度極高國家的企業，由(-5,+5)、(-2,+2)、(0,+5)等事件窗口可以得到此結果，其累積異常報酬率分別是-1.09%、-0.58%、-0.97%，差異分別是-2.07%、-0.98%、-1.71%。

(4) 在金融危機期間的與否，金融危機期間購併宣告異常報酬沒有顯著的結果，而非金融危機期間購併宣告異常報酬為負(-0.58%)並且顯著；兩者差異的結果則是顯示了金融危機期間的累積異常報酬大於非金融危機期間，在事件窗口(-2,+2)、(-1,+1)、(0,+5)的結果可得證。再進一步的分析，金融危機期間不論是人類發展程度極高或是非人類程度發展極高皆沒有顯著的結果；另一方面，非金融危機期間事件窗口(-10,0)，人類發展程度極高的累積報酬率為 0.73%但是不顯著，非人類發展程度極高的累積異常報酬為 -0.63%，同樣不顯著。但是仍然可以得到一個結論，非金融危機期間累積異常報酬兩者相比較，人類發展程度極高國家的企業顯著大於非人類發展程度極高國家的企業，兩者差為 1.36%。

綜上所述，購併支付方式不同的累積異常報酬，不會受到人類發展程度高低的影響。非金融危機期間人類發展程度極高的累積異常報酬大於非人類發展程度極高的群組；金融危機期間則無顯著的結果。最後交易地區不同的累積異常報酬，在跨國購併的情況下，人類發展程度極高的群組累積異常報酬顯著為負，同時顯著小於非人類發

展程度極高之群組；另一方面非跨國購併的情況下，人類發展程度極高的群組累積異常報酬顯著為正，並且大於非人類發展程度極高群組。由本研究實證結果可知，人類發展程度指數對購併宣告效果之異常報酬並無顯著影響，本研究進一步讓我們了解人類發展程度指數在購併中對於宣告報酬之影響。

參考文獻

中文部分

- 丁憲浩、胡聯國、莊雙喜(2007)，「企業購併確實能為股東創造更多利益嗎」，*績效與策略研究*，4卷，3期，1-13。
- 羅明敏、呂兆文(2001)，「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*，52(3)。
- 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。
- 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*，十一卷，二期，107-134。
- 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*。
- 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」，*國立中山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*。
- 陳可欣(2001)，「臺灣企業跨國購併宣告對股東財富的影響」，*國立高雄第一科技大學財務金融研究所學位論文*。
- 陳安琳、湯惠雯和許銘峻(2000)，「企業購併對主併公司股東財富的影響」。 *亞太管理評論*，5(2)，171-182。
- 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*。

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」,政治大學管理碩士學程學位論文。

陳郁涵(2013),「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」,東海大學財務金融研究所碩士論文。

蔡佳玲(2014),「台灣高科技業購併綜效之實證研究：以購併類型、區域、支付方式觀點探討」,朝陽科技大學財務金融系學位論文。

蘇倬漢(2010),「台灣地區上市公司購併宣告對股東財富影響之研究」,國立中山大學企業管理研究所碩士論文。

外文部分

- Agrawal, A., Jaffe., J. F., and Mandelker, G. N. (1992), The post-Merger Performance of Acquiring Firms: A re-Examination of an Anomaly. *Journal of Finance*, 47(5), 1605-1622.
- Asquith, p., Bruner, R., & Mullins, D. (1983). The Gains to Bidding from Merger. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 51-83.
- 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.
- 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.
- Chang, S. (1998), Takeovers of Privately Held Targets, Method of Payment, and Bidder Returns, *Journal of Finance*, 2, 773-784.
- Yeh, C. C. and Yu, H. C. (2014), The Value relevance of Fair Value Accounting Information during Financial Crisis, *Chiao Da Management Review*, 34, 2, 1-26.
- 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 US, *Acquiring Firms in: Management International Review*, 35, 337-359.
- Denis, D.J., Denis, D.K., Yost, K. (2002), Global Diversification, Industrial diversification and Firm Value, *The journal of Finance*, 57, 1951-1979.
- Francis, B. B., Hansan, I. and Sun, X. (2008), Financial Market Integration and the Value of Global Diversification: Evidence foe US Acquirers in Cross-border Mergers and Acquisitions, *Journal of Banking & Finance*, 32, 1522-1540.
- Frank, J. R., Harris R. S. and Titman S. (1991), The Post-Merger Shareprice Performance of Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, 29, 81-96.
- Fuller, K., Netter J., Stegemoller, M. (2002), What Do Returns to Acquiring Firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions, *Journal of Finance*, 4, 1763-1793.

- Jensen, M. C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Kaplan, S. and M. S. Weisbach. (1992), The success of Acquisitions: Evidence from divestitures, *Journal of Finance*, 47, 107-138.
- Kiyamaz, Z. (2004), Cross-border Acquisitions of US Financial Institutions: Impact of macroeconomic factors, *Journal of Banking & Finance*, 28, 1413-1439.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (2000), Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- Loughran, Tim and Anad M. Vijh (1997), Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions? *Journal of Finance*, 52, 1765-1790.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., Stulz, R. M. (2004), Firm Size and the Gains from Acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 1, 201-228.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. (2005), Global diversification and Bidder Gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions, *Journal of Banking & Finance*, 29, 533-564.
- Myers, Stewart C. and Majluf, Nicholas S. (1984), Corporate Finance and Takeovers, *American Economics Review*, 76, 323-329.
- Officer, M. S., Poulsen, A. B., Stegemoller, M. (2009), Target Firm Information Asymmetry and Acquirer Returns, *Review of Finance*, 3, 467-493.
- Owen, S. and Yawson, S. (2010), Human Development and Cross-border Acquisitions, *Journal of Empirical Finance*, 17, 689-701.
- Shahrur, H. (2005). Industry Structure and Horizontal Takeovers: Analysis of wealth effects on rival, suppliers, and corporate customers. *Journal of Financial Economics*, 94, 461-488.
- Shaked, I., A. Michael and D. McClain (1991), The Foreign Acquirer Bonanza: Myth or Reality, *Journal of Business Finance and Accounting*, 18, 431-447.

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.

United Nations Development Programme (2014), *Human Development Reports Technical Notes 2014*.

Wallace, L. (2004), *People in economics, Finance & Development*, 41(3), 4-5.