

國際合資宣告對台灣上市公司股東財富的影響-以新設合資與收購合資為例

The Effects of Taiwan Public-Listed Companies' International Joint Ventures on Shareholder Wealth – Greenfield v.s. Acquisitive Entry

翁鶯娟¹

國立高雄應用科技大學企業管理系

yjwong@cc.kuas.edu.tw

郝培宏²

國立高雄應用科技大學企業管理系研究所在職專班

tomdawal@gmail.com

摘要

本研究運用民國89年至100年間台灣上市公司所進行大陸合資宣告投資事件，得到樣本共206件，在本研究結果中發現，台灣市場對於合資事業宣告前一天至後一天有顯著正向異常報酬的現象，這代表市場對於企業進行合資事業投資的策略有反應。而將總樣本分群為新設及收購合資比較，發現新設合資事件在宣告前一天至後一天有正向異常報酬的現象，同時在以宣告前一天至後一天(-1, 1)為窗口的期間中，有顯著的正向累積異常報酬，然而，在同樣期間內，以收購合資事件分析並無顯著的異常報酬和累積異常報酬發生。另外，研究進行迴歸分析後發現過去經營績效與高科技或非高科技產業因素會影響累積異常報酬；市場認為過去經營績效較佳與非高科技產業的公司，強化新設合資事業累積異常報酬的正向效果優於收購合資事業。顯示市場上投資人對過去經營績效較佳的非高科技公司所做出來的決策較為信任，投資人通常會有較好的反應，因此股票市場在這兩個因素中產生正向累積異常報酬的情形。本研究的貢獻在於第一次以新設及收購合資策略分類來檢驗市場對此合資投資事件有何反應。

關鍵詞：國際合資、事件研究法、異常報酬、新設、收購

Keywords : International Joint Ventures、Event Study、Abnormal returns、Greenfield、Acquisition

壹、前言

近年來，台灣產業近幾年面臨法令日趨嚴格、勞工成本上漲、環保意識抬頭等問題；在國際上又遭遇競爭對手與他國簽訂自由貿易協定、其他開發中國家商品的廉價競爭及已開發國家的貿易保護主義，企業國際化已形成一股不可阻擋的趨勢。尤其在兩岸分別加入WTO、大三通、簽訂ECFA貿易協定及台灣政府放寬企業對大陸投資限額後，兩岸企業往來更加頻繁。然而，在目前的大陸市場，台灣公司不單只面對當地企業，眾多的外資企業也是強勁的競爭對手，因此在進行重大投資決策前，做好全面性的評估相當重要。

在考量國家主義與文化差異等因素下，合資因可用較低廉的成本，克服特定國家的經濟障礙，降低營運風險並取得互補性資源，而成為企業在國際化時，最常採用的一種進入模式(Harrigan, 1988)。藉由合資可產生資源的結合、風險分攤及增加市場力量等優勢，且能產生綜效(McConnell & Nantell, 1985)。而往往企業都藉由合資加強其本身的競爭力、穩定獲利、降低風險及達到技術規模等優勢(Hughey & Kanabayashi, 1983; Taylor, 1984)。

然而我們發現過去文獻，對合資宣告是否可為公司股東帶來財富看法不一，因此嘗試以陳時奮(2011)所提出的兩個不同型式的合資：「新設合資」及「收購合資」，來探討是否為產生差異的原因。另外以公司自身狀況，並輔以大陸之外部投資環境變化，來探究是否會影響新設合資與收購合資之累積異常報酬。另外，加入其他解釋變數，探究是否會影響新設合資與收購合資的累積異常報酬差異。本研究試圖以不同於以往分類的角度，來分析國際合資的活動，以作為台灣上市企業進行大陸投資前的參考。

貳、文獻探討

一、合資的定義

合資(Joint Venture)係為兩個以上之法人機構對於一個共同擁有之機構參與決策活動。Hennart (1988)認為權益合資(equity JVs)是兩個或多個公司賦予一獨立法律個體資產，並由此個體之營運利潤收取報酬。Hennart (1991)也對合資的股權加以限制，認為合資的控股比率應介於5%~95%之間，大於95%的權益比率則視為全資，小於5%則稱為財務性投資。

二、合資的類型

(一) 國內與國際合資

若依據參與合資公司的國籍來區分，合資可分為國內合資與國際合資。國內合資指參與合資的公司皆屬於同一國家內公司的連結合作；國際合資則是指參與合資的公司中至少有一家公司為不同國籍者(王秀菊, 1994)。國際合資有助於企業達成經濟規模、提供互補性資源、互相學習、降低風險及交易成本等優點，且可以克服某些國家的貿易障礙及經濟上的管制，進而降低營運上的風險(Harrigan, 1988; Hennart, 1988; Kogut, 1988)。

(二) 新設及收購合資

先前關於合資之論文研究多單純將合資歸納為新設合資。例如Boyle(1968)認為合資乃由兩家或兩家以上的企業共同創造一個企業，由這家公司進行經濟活動產生經濟成果。而陳時奮(2011)將國際合資分類為新設(透過資產市場)及收購(透過證券市場)合資。新設合資類似先前學者歸類之合資型態：跨國企業與當地企業共同新設一家企業，並和當地企業共同持有股權；收購合資主要是跨國企業購買當地企業現有的部分股權，而進入合資型態。合資可協助跨國企業向當地

企業取得互補性資產，並依目標資產的類別來選擇採用新設或收購合資。其中，促使跨國企業選擇國際合資的兩項原因分別為(1)跨國企業希望獲得無法在公開市場交易取得的資產；(2)跨國企業無法取得掌握目標資產的當地企業之所有股權。

跨國企業選擇採用新設或收購合資的動機有所不同，針對當地國家擁有的特殊資產，較適宜使用新設合資型態。跨國企業海外投資常遇到其所缺乏的當地國家特殊資產，掌握在當地企業手中，例如：市場熟悉度、政商關係和應對當地環境變化的適應力等。對跨國企業來說，複製當地國家的特殊資產非常耗時且時常是被禁止的(Chang, 1995; Mezias, 2002; Rugman and Verbeke, 2004)。為降低學習時間及成本，跨國企業可透過資產或證券市場來取得當地國家的特殊資產。然而當地國家的特殊資產在當地企業中非常普遍，使得跨國企業沒有一個明確的核心收購目標。而透過資產市場收購當地企業來取得當地國家特殊資產時，也將取得不需要的資產Hennart and Reddy(1997)，提高跨國企業成本。同時，透過證券市場也難以取得當地國家的特殊資產。

另外，跨國企業可試著設立獨資企業來解決上述問題，但有些當地國家特殊資產屬於默契，無法明確的撰寫成冊，如：當地市場知識；有些資產是純屬於個人，買家難以吸收，如：與當地政府的關係。在此種情況下，跨國企業可與當地企業組成新設合資事業體來解決此棘手問題。

陳時奮(2011)認為，針對當地企業擁有的特殊資產，較適合使用收購合資型態。利用新設合資降低資產市場的障礙或選擇收購合資型態來緩和證券市場的障礙。跨國企業到海外投資，常因無法複製當地企業擁有的特殊資產(如：高科技、特許權、知名品牌等)，而面對不利的競爭條件。為了加強競爭力，跨國企業可由外部市場取得當地企業的特殊資產，然而此類資產常常是難以教導、分享或轉移的。加上，此類資產因買賣雙方資訊不對稱之故，真實價值難以衡量，且因常與原企業其他有形無形資產連結在一起，無法完整包裝販賣。由於當地企業的特殊資產，難以直接在資產市場上取得，跨國企業可利用證券市場來收購當地企業，以取得當地企業的特殊資產。但存在於當地企業中的當地企業特殊資產，難以轉讓及應用，使得跨國企業必須增加成本，來對目標企業做審查及促使其履行合約。因此為降低交易成本，跨國企業可選擇透過證券市場收購目標企業的部分股權，與當地企業進入收購合資狀態。

三、國際合資宣告效果之國內外相關實證文獻

認為國際合資宣告市場會呈正向顯著反應的文獻：黃炳彰(1999)，研究顯示台灣企業進行國際合資宣告會對公司股東帶來正面且顯著的財富效果。蕭喬生(2001)，研究認為針對美國上市公司之合資宣告事件日，股東可獲得明顯正向的報酬。連佑儀(2001)，以有宣告國際合資的美國上市公司作為樣本，發現此事件的宣告對宣告公司的股東財富有正面的影響。吳玉仁(2002)，研究認為美國企業從事國際合資宣告，會為公司股東帶來正向且顯著的財富效果。林治蒔(2002)，探討美國企業所進行海外新設事業投資事件，指出合資新設事業宣告有累積正向異常報酬。呂碧榮(2003)，探討國際合資宣告分別對美日雙方股東財富的影響，研究結果發現公司的股價呈現正向且顯著的反應。葉貞儀(2010)，研究指出台灣上市公司國際合資確實會增進公司價值。McConnell & Nantell(1985)，研究美國公司與其他美國公司宣布合資的股價反應，研究結果發現合資宣告確實產生顯著正向異常報酬。Chen, Hu and Shieh (1991)，研究結果認為美國公司在中國大陸進行對外直接投資時，採行合資的方式能增加股東的財富。Gupta, McGowan, Misra and Missirian (1991)研究美國多國籍公司到中國大陸投資對股東價值的影響，發現宣告日當天會有正向顯著的異常報酬率。Crutchley, Guo & Hansen (1991) 探索日本企業與美國企業的合資宣告對股價的

反應，日本企業宣告週有正向顯著的異常報酬率，而美國企業宣告週亦有正向顯著的異常報酬率。Chen, Ho, Lee & Yeo (1999) 用新加坡上市公司樣本來衡量國際合資宣告的股價反應，結果發現宣告日期間的有正向顯著的異常報酬率。

認為國際合資宣告市場會呈負向顯著反應或影響不顯著的文獻：王秀菊(1994)，研究顯示台灣企業進行國際合資宣告市場成負向反應，但未達顯著水準。劉敏禎(2002)，研究台灣上市公司進行赴大陸合資投資宣告，發現宣告當日股票會出現正向但不顯著的異常報酬，且整個宣告期間，反而是呈現不顯著的負面反應。Finnerty、Owen and Rogers (1986) 研究結果發現，國際合資宣告對股票市場的影響不顯著。Lee and Wyatt (1990) 探討美國公司到國外與當地廠商的投資對公司股東財富的影響，研究結果顯示，宣告日之異常報酬率達負向的顯著水準。Chung, Koford and Lee (1993) 研究美國企業到國外與當地廠商合資宣告對普通股報酬的影響，研究結果發現宣告當天的有負向不顯著的異常報酬率。

由股東財富極大化的觀點，國際合資應可為股東帶來財富，由以上的整理可發現，多數國外內研究顯示國際合資宣告可增進股東財富，但仍有研究持負面看法，無法獲得一致的結論。故對於國際合資相關議題研究，便轉移至探討可能的解釋變數來說明造成差異的原因。

四、新設及收購合資產生差異的影響因素

本研究以新設及收購合資的分類，來探討國內外研究無法獲得一致結論現象。Wookcock, Beamish and Makino (1994) 曾以獨資、新設合資和購併三個進入策略，探討日本企業進入北美市場的策略績效，及Nitsch, Beamish and Makino(1996) 也以獨資、新設合資和購併三個進入策略，探討日本企業進入西歐市場的策略績效，研究結果皆發現，獨資策略之績效優於新設合資，而新設合資績效又優於併購策略 (獨資>新設合資>併購)。Pan, Chi(1999)研究跨國企業以新設合資、合作經營及獨資三個進入策略投資中國，結果指出，新設合資績效優於合作經營或獨資。

過去文獻在探討新設或收購產生差異的決定因素時，大致上著重在以下二類因素：(一)、「企業自身狀況」，包含過去經營績效、產業因素、合資經驗、企業規模、投資金額及外部環境等因素；(二)、「外部投資環境」，如地主國的制度、風險趨避程度等因素。

(一)、企業自身狀況

1. 過去經營績效：由於投資人對過去經營績效較佳的公司及其經營團隊所做出來的決策較為信任，因此當此類公司進行宣告新的投資計畫時，投資人通常會有較好的反應 (Chen & Ho, 1997)。羅美煒(1993)也認為過去經營績效與財富效果有顯著的正向關係，代表績效越好的公司愈適合到大陸投資。另外，學者也常用Tobin's q來衡量公司經營績效，Chen, Ho, Lee & Yeo (2000) 和黃炳彰 (2000) 以Tobin's q 的比率作為公司的投資機會的代理變數，發現投資機會高的公司確實會有顯著的正向異常報酬。王秀菊 (1994) 以總資產報酬率作為代理變數，發現經營績效越佳的公司因經營能力卓越，適合對外進行跨國合資。

財務績效較差的公司，較無法支援公司使用新設的方式，加上新設的時間成本較高，因此若公司急迫地想藉由收購既有的公司，利用被併購公司的上下游關係及原有客戶，快速地進入不同地區或產品市場，以期短期內幫助公司改善績效表現(Hennart & Park, 1993; Harrison, Hitt, Hoskisson & Ireland, 2001)，這時新設較不會被使用。另一方面，績效不好的公司也反映本身沒有能力有效使用既有的內部資源，公司通常希望透過併購的方式，替公司挹注新的技術與資源(Hayward, 2002)。

小結：綜合以上論點，顯示投資人對過去經營績效佳之公司所作決策有較好反應。同時，財務狀況較好的公司，會傾向以新設方式投資，而績效較差之公司，多以併購策略來向外拓展。本研究將以此論點為基礎，來探討對新設和收購合資宣告異常報酬的影響。

2. 產業因素：連佑儀(2001)研究指出當合資目的與科技有關時，該產業的Tobin's Q值愈高，將有更顯著的成長機會。陳慧萍(2005)研究資訊科技投資宣告，發現接受宣告公司之累積異常報酬對同業異常報酬具有顯著正向影響。程銀宗(2000)研究也發現，電子產業的重大投資案有較大的顯著異常報酬。Kohers and Kohers (2000)發現，高科技公司併購擁有正向且較高的溢酬。簡聖紋(2000)研究認為，國內上市公司赴大陸投資與股東財富間有正相關；其中只有機電業和電子產業與股東財富間有正向反應。林任達(2002)發現高科技產業在併購宣告後一日及宣告日平均異常報酬率及標準化平均異常報酬率，皆大於非高科技產業。陳時奮(2011)研究顯示，在需獲取資產的產業之研究與開發密集度(R&D intensity)較高的情況下，會傾向使用收購合資。蘇偉漢(2010)研究認為，高科技產業併購宣告當天以及宣告日前期間，都較非高科技併購有顯著的正向平均累積異常報酬。原因可能由於研究與發展等技術優勢的綜效，且電子股因其波動性較大之特性，能提供投資人較高報酬率，故募集資金較一般傳統產業容易。加上，近年政府以產業升級措施扶植高科技產業，使高科技產業的併購較能夠發揮綜效。

然而，Kelm et al.(1995)發現，投資者對較低科技密集度產業內之公司，所進行的新產品宣告之反應為正向，其發現公司的研發密集程度對異常報酬影響不顯著。林章德(2000)研究指出，電子產業與非電子產業之重大投資宣告均為正面的效果。謝佩霓(2001)實證結果也證實傳統產業公司財務績效會因合併活動而獲得改善。楊雅晴(2002)研究國內上市公司進行大陸投資的宣告效果，其中非電子產業在宣告日當天有顯著正向異常報酬，而電子產業並無顯著正向異常報酬。簡金成, et al. (2004)指出，對於董監事對母公司持股比率低且母公司對大陸子公司持股低之公司，突顯出存在潛在較嚴重之代理問題，相較於代理問題較輕之公司，其台灣母公司之經營績效與流動性較差，且負債比率在電子業公司亦相對顯著較高，顯示控制股東不顧小股東之權益，剝奪台灣母公司利益，形成債留台灣、錢進大陸不利台灣小股東情事。陳靜玫(2007)指出，台灣上市櫃公司從事大陸投資之宣告效果，在非電子產業方面會較電子產業為明顯。侯佩伶(2005)探討公司進行合資後對公司長期績效之影響，也發現高科技公司績效表現不如預期，隱含技術創新合資有較高的失敗率。

小結：上述文獻探討顯示，學者對於高科技業宣告效果及非高科技業宣告效果何者較佳的看法不一，因此擬將此因素納入，進一步釐清對國內上市公司大陸合資宣告效果的影響。

3. 合資經驗：Hennart & Park (1993)發現國際經驗愈豐富的公司愈傾向使用新設。Gupta & Misra (2000)的研究指出投資人對公司過去的國際合資經驗給予正面的評價。由於經驗的累積可以進行更有效率的營運，且過去經驗越多投資人反應越好。鄭俊宏(2005)認為，當政策處於變動性高時，過去合作經驗與客觀合資績效之關係存在著強烈的正向關係。因擁有當地合作夥伴的合資企業可從夥伴獲得當地的知識，從而克服特定區位所造成不利制度方面的分歧。Brouthers & Brouthers (2002)利用出口比例的概念來解釋國際經驗，當公司的海外經驗愈豐富，愈傾向選擇新設的進入模式。簡聖紋(2000)表示具有大陸投資經驗之企業，其進行投資行為宣告與股東財富間為負向反應。羅美煒(1993)研究指出，海外投資經

驗與財富效果為反向關係，顯示投資人認為海外投資經驗較豐富，並不直接代表之後重大投資成功機率提高，因此產生反向關係。

4. 規模大小：Errunza and Senbet (1984)研究指出，多國籍企業的異常報酬與公司規模呈正向關係，究其原因為大規模公司因其資本額較大，故較能忍受投資初期的成本，因而可以享有較長期的優勢。但王秀菊（1994）認為，公司規模較大的企業較適合在國內與外國企業進行合資活動，而規模較小企業，較適合至國外進行合資。林章德(2000)指出，不同資本額的國內上市公司從事重大投資行為宣告均有正面的資訊效果，但公司資本額小於20億的投資宣告事件，其資訊效果較強，顯示台灣股票市場具有小公司效應。許孟涵(2000)與黃欣蕙(2001)的研究均指出，母公司規模愈小，海外投資績效較佳。Chen, Ho, Lee, and Yeo (2000)以新加坡上市公司的國際合資事件為研究樣本，其發現公司規模與異常報酬間有顯著的負向關係；Gupta and Misra (2000)也得到負向關係的結果。楊雅晴(2002)研究發現，上市公司進行大陸投資宣告會受到公司規模的影響，且小規模公司的累積異常報酬均顯著大於大規模公司。
5. 投資金額：Caves & Mehra (1986)，Hennert & Park (1993)及Brouthers & Brouthers (2002)認為當公司進行海外投資的投資金額相對母公司規模較小的時候，公司的管理能力及財務資源可以應付使用新設方式所建立的子公司，因此會傾向使用新設；反之，若投資金額較大時，可能會使公司會面臨財務或管理資源不足的問題，因而傾向併購。羅美煒(1993)研究認為投資金額與財富效果為反向關係，顯示投資金額較大，可能使公司財務陷入困境，因而較不受投資人青睞。

(二)、外部投資環境

陳時奮(2011)研究提到，跨國企業可以藉由「新設合資」降低當地的國家層面的障礙，如：當地制度、市場熟悉度、政商關係和應對當地環境變化的適應力等。何鴻鈞(2001)研究整理指出，中外合資經營企業是中國大陸吸收外資最重要的一環，大陸積極以低廉的勞工及廣大的市場為誘因鼓勵外商投資合資經營企業。尤其大陸寄望提高台灣對大陸的依賴度，以達成其最終統一的目標，故開放初期推出數個開放的經濟特區，如深圳等，並輔以數個投資優惠，如：二免三減半稅率優惠。加上，允許合資與合作經營的外資有30%的內銷權。另外，外資企業經營期限為十年至三十年，台資可達五十年；台資企業可以購買土地，而其他外資不能購買。如此優惠的條件，聚集了大量的台商。然而，中國投資市場並不如想像中完美，楊津霓(2009)發現，中國市場環境的不確定性和複雜性產生，主要是透過一些規章和條例不可預測及頻繁的變化，提高了外國投資的成本和風險，總體環境的不確定性對績效有負向的影響，但當大陸台商對認知環境不確定增加時，會強化(新設)合資與績效間的正向關係。Brouthers & Brouthers (2002)認為當地主國文化的風險趨避程度愈高時，外國公司愈傾向使用新設。Anderson and Gatignon (1986)認為，在高度不確定的環境，企業最好維持較低的持股模式，例如：合資。企業面對不確定性高的外界環境時，藉由資源互補提升彼此互賴程度的因素，來回應環境不確定性，以確保環境較可預測(蔡渭水,范佐滢, 2004)。劉敏禎(2002)指出就大陸而言，如Chen、Hu與Shieh(1991)、Gupta, McGowan, Misra與Missirian(1991)研究呈現正向的異常報酬，顯示若採用(新設)合資經營，在一個人治的社會中，可以利用當地的人脈解決許多棘手的問題，且在投資初期不投入太多資源在適應新環境。

另外，陳時奮(2011)研究指出，跨國企業可以藉由「收購合資」降低當地公司特殊的障礙，

如：高科技、特許權、知名品牌、優越技術等。然而中國大陸市場，陳立行(2011)認為目前中國大陸股市中有大量的國有上市公司，而偏袒國有上市公司、配合特殊股市環境而設立之制度尋常可見。詹蕙嘉(2009)研究認為，目前大陸就外資收購其上市公司之制度面存在如下之缺失：1.審批機關過於龐雜且欠缺效率。大陸資本市場雖逐步開放，但因政策上限制，使外資收購多以間接方式。同時涉及收購之規範龐雜，且效力位階低於法律及行政法規。且每個法規均有其歸屬之主管部門，當法規間有衝突時，即造成主管機關權限之衝突，讓收購案相關審批之程序複雜化，使外資失去收購的黃金時機。2.國家安全問題之釐清。審核原則需符合大陸之國家產業政策，且不得因轉讓而使國有資產流失。國家安全問題幾乎是外資收購大陸上市公司所必須面對的。而大陸企業常利用民族主義情結維護自身利益，以國家安全作為反對之論點，然由於審查機關身負可能危害國家安全及造成國有資產流失之責任，將經濟問題泛政治化，致使外資收購失敗可能性相對提高。劉家華(2006)也指出，雖中國政府已陸續頒布外資併購的法規，但因法律效力低且穩定性差，無形中增加了外資的併購成本，而且透明度不足，提高了外資併購的風險和不確定性。同時，在併購過程中所碰到的最複雜問題，是對於目標公司的價值評估，對外資而言，中國的市場訊息較難收集與掌握，因此，對併購後該企業在中國銷售的潛力和遠期利潤估計困難。

Pan, Li and David (1999)認為地主國政府的法律性障礙程度可以影響廠商的先進或後進優勢，若是地主國保護先進者程度越高，則先進優勢則越高；反之亦然。

先進者優勢理論：

先進優勢觀點主要認為取得進入時機的先機，將有助於建構長期競爭優勢，其論點主要是由形成進入障礙之觀點來出發。先進優勢的理論認為，由於進入的先後順序就是一種優勢(Booz, Allen and Hamilton 1982; Crawford, 1977; Hopkins and Bailey, 1971)剛進入新的市場時，僅面臨有限的進入障礙，如政府法令、資金需求等，因而擁有諸多後進者之無法取得的優勢。

後進者優勢理論：

後進學者派並不贊同先進者可建立長期的競爭優勢，主因為進入風險高、沉沒成本高及先進者惰性會抵銷先入者之優勢，使後進者有許多搭順風車與模仿的機會，以長遠的角度來看，市場先進者反而會被後進者超越。Lecitt(1966)認為後進者可以避開新市場發展過程中之不確定性與風險。Boulding & Christen(2001)研究發現：不管是工業或消費市場，先進者之利潤一定比後進者要低。先進者雖能較早建立顧客印象與品牌等優勢，但也必須付出較高的競爭成本，後進者相對先入者，藉由學習先進者，可省去較多的進入成本，較有效率拓展市場。

蔡宏明(2007)在國政研究報告中提到，至2006年12月11日，中國加入WTO的5年過渡期結束，中國將完成絕大多數的入會承諾。例如，將開放化肥零售和批發業務。何鴻鈞(2001)指出，大陸為了促進產業升級，鼓勵外商投資高技術產業，祭出較為優惠之條件。而高偉峻(2009)指出，中國加入WTO後，承諾會加強在法律上以及行政上的透明度，而近年來中國已經逐步改善外資併購之法律環境。由以上文獻推論，大陸先前較保護本土企業，使先進者進入障礙較高；而在WTO過渡期後，大陸必須取消向WTO承諾之管制，降低進入障礙，可能嘉惠市場後進者。另外，因應加入WTO而採取的改革開放措施，或許能夠降低總體環境不確定性對績效造成的負向影響。

小結：在大陸的制度下，台商受到不同程度的限制，而總體環境的不確定性對績效有負向影響，使得先進者進入障礙較高，但當大陸台商對認知環境不確定增加時，會強化(新設)合資與績效間的正向關係。然而，大陸取消向WTO承諾之管制，降低進入障礙，或能降低總體環境不確

定性對績效的負向影響，嘉惠市場後進者，故希望藉此來探討對國內上市公司進行大陸合資宣告效果的影響。

參、研究方法

一、研究假設

合資企業的形成就如同價值創造的機制Koh and Venkatraman (1991)，而相較於國內合資，國際合資的跨國經營方式使得公司成為多國籍的企業。由先前的文獻整理中可知，多數學者研究指出國際合資應可為公司帶來財富。根據財務管理理論，CEO應以創造公司價值極大化為目標 (Fama& Jensen, 1985)，所以CEO在為企業選擇使用國際合資策略佈局時，應已了解到此投資活動能夠為企業股東創造價值才去進行，然後藉由有效率的股票市場而將投資所產生的價值合理的反映在股價上。基於以上的論點，本研究推論如下：

假設1-1：國際合資事件宣告會對股東帶來正向的異常報酬

Wookcock, Beamish and Makino (1994)，Nitsch, Beamish and Makino(1996)研究結果發現獨資績效優於新設合資，而新設合資績效又優於併購策略 (獨資>新設合資>併購)。Pan, Chi(1999)研究指出，新設合資之績效優於合作經營或獨資。

陳時奮(2011)提到，跨國企業可藉由「新設合資」降低當地國家特殊的障礙，如：當地制度、政商關係、應對當地環境變化的適應力等。何鴻鈞(2001)研究整理指出，大陸為拉攏台灣投資，祭出許多投資優惠。劉敏禎(2002)指出就大陸而言，如Chen、Hu與Shieh(1991)、Gupta, McGowan, Misra與Missirian(1991)研究合資宣告呈現正向的異常報酬，顯示若採用合資經營，在人治的社會中，可以利用當地的人脈解決許多棘手的問題。而楊津霓(2009)發現，總體環境不確定性對績效有負向的影響，但當大陸台商對認知環境不確定增加時，會強化(新設)合資與績效間的正向關係。

另一方面，陳時奮(2011)研究指出，跨國企業可以藉由「收購合資」降低當地公司特殊的障礙，如：知名品牌、優越技術等。然而針對大陸市場，陳立行(2011)認為目前大陸股市中，偏袒國有上市公司、配合特殊股市環境而設立之制度尋常可見。詹蕙嘉(2009)研究認為，目前大陸就外資收購其上市公司之制度面仍存在兩大缺失。高偉峻(2009)指出，目前大陸收購法規相對不成熟，且還有法律的詮釋問題。劉家華(2006)也指出，大陸併購法律效力低且穩定性差，增加外資的併購成本、風險和不確定性。同時，中國的市場訊息較難收集與掌握，故對併購後銷售的潛力和遠期利潤估計困難。綜合上述論點，採用新設合資策略對大陸市場進行投資，是較容易進入且投入較少成本；而採取收購合資，需面對較多劣勢和不確定性，故推論如下：

假設1-2：新設合資事件宣告帶來之正向異常報酬將優於收購合資

由於市場上投資人對過去經營績效較佳的公司及其經營團隊所做出來的決策較為信任，因此當此類公司進行宣告新的投資計畫時，投資人有較好的反應 (Chen & Ho, 1997)。羅美煒(1993)也認為經營績效與財富效果有顯著的正向關係。Chen, Ho, Lee & Yeo (2000)，黃炳彰 (2000)認為投資機會高的公司進行投資時，投資人會有較好的反應。王秀菊 (1994)以總資產報酬率作為代理變數，發現經營績效越佳的公司越適合對外進行跨國合資，故推論如下：

假設2：過去經營績效較佳的公司，會增強新設合資宣告對異常報酬的正向影響。

Kelm et al.(1995)認為投資者對較低科技集中度產業內之公司，所進行的新產品宣告之反應為正向的，其發現公司的研發密集程度對異常報酬影響不顯著。謝佩霓(2001)結果證實傳統產業公司財務績效會因合併活動而獲得改善。楊雅晴(2002)發現非電子產業在宣告日當天有顯著正向

異常報酬。陳靜玫(2007)則指出宣告效果，在非電子產業方面會較電子產業為明顯。侯佩伶(2005)探討公司進行合資後對公司長期績效之影響，也發現高科技公司績效表現不如預期，隱含技術創新合資有較高的失敗率。基於以上的論點，推論非高科技產業採取新設合資策略對大陸市場進行投資，將可強化新設合資宣告對異常報酬的正向影響。

假設3：非高科技產業的公司，會增強新設合資宣告對異常報酬的正向影響

二、研究範圍

本研究以民國89年到民國100年曾公開揭露在工商時報及聯合新聞網之聯合資料庫各大報歷史資料的上市公司之大陸合資事件為研究對象。為了提高研究的可信度，本研究對樣本的篩選建立以下標準。

- (一)、合資參與公司至少有一家為台灣證券交易所公開上市的公司；
- (二)、合資事件的資訊揭露必須公開刊載於工商時報及聯合新聞網之聯合資料庫各大報歷史資料，且以第一次刊登日期為主；
- (三)、宣告期間內，該公司必須無其他重大事件發生，如股利發放、現金增資等；
- (四)、合資的台灣上市公司，在宣告日前後至少分別有200天與30天的持續交易股價資料。
- (五)、我們依照之前學者廣泛使用的合資定義(Franko, 1971; Gomes-Casseres, 1989; Hennart and Reddy, 1997; 陳時奮, 2011)，將一合資型態定義為：台灣上市公司控制介於5%至95%之股權，而若控制大於95%以上股權則視為獨資。

根據上述的條件篩選後，最後總共蒐集了由103家台灣公司所宣告的206件大陸合資案。再自聯合新聞網之聯合資料庫各大報與工商時報的歷史資料，獲得公司名稱、合資宣告日期及投資金額，並利用公開資訊觀測站查詢公司所屬產業、是否為上市公司及是否有對大陸進行投資，再藉由台灣經濟新報獲取合併公司的歷史股價、財務比率等資料。

三、實證研究方法與變數操作性定義

(一)、事件研究法：藉由統計上的檢定方法，確定國際合資宣佈對股東財富是否能形成影響的方法即為事件研究法。事件研究法之目的，在於瞭解公司股票價格走向是否會受到公司特定事件的影響而改變，即是否會產生異常報酬。本文主要採用事件研究法來評估，並以Brown & Warner (1985) 市場模式所計算出來的異常報酬率做為衡量指標，藉以探討台灣上市公司國際合資宣告，是否有異常報酬的現象存在。

(二) 迴歸分析

除了探討國際合資宣告的異常報酬情形外，本研究也將利用迴歸分析以檢定各項變數對於累積異常報酬CAR 的影響方向與程度。

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 X1_i + \beta_2 X2_i + \beta_3 X3_i + \beta_4 EXP_i + \beta_5 SIZE_i + \beta_6 AMT_i + \beta_7 WTO_i$$

CAR_i：為i公司宣告合資事業前一天與後一天，三天的累積異常報酬；

X1_i：虛擬變數；新設合資事業為1；收購合資事業為0

X2_i：為宣告公司前一年的稅前權益報酬率；

X3_i：虛擬變數；產業屬高科技業為1；產業非屬高科技業為0

EXP_i：虛擬變數；當合資公司在當地已有營運經驗時為1；在當地無營運經驗時為0

SIZE_i：為公司規模大小；

AMT_i : 為投資金額;

WTO_i : 虛擬變數;

當合資公司的投資宣告日, 在2006年12月11日前為1; 在2006年12月11日後為0

本研究以事件研究法中的事件窗口(-1, 1)共三天的累積異常報酬CAR_i作為應變數(Y), 關於其他採用各項變數的原因及其設計, 以下將依序說明。

● 合資事業的所有權型式(自變數)(X1_i)之衡量:

陳時奮(2011)指出, 企業在進行合資事業投資時(投資金額或股份介於5%至95%區間), 可分為新設合資或收購合資, 因此本研究引用其分類方式(新設合資事業為1; 收購合資事業為0), 了解股票市場的反應是否會受到這個因素的影響。

干擾變數之衡量:

1. 經營績效(X2_i)

由於市場上投資人對過去經營績效較佳的公司及其經營團隊所做出來的決策較為信任, 因此當該公司進行投資計畫時, 投資人往往會有較好的反應(Chen & Ho, 1997)。Gupta, McGowan, Misra & Missirian (1991)以公司前一年投資的股票價格表現為衡量變數。Venkartraman & Ramaanjam (1986)提出用財務績效、營運績效及組織績效來衡量績效的好壞; Yadong (1997)則以平均投資報酬率、平均銷售成長率、平均資產報酬率來衡量績效; 王秀菊(1994)以總資產報酬率作為替代變數。而(Woo and Willard, 1983; Anderson and Zeithaml, 1984; Vengartraman and Ramanujam, 1986; Yadong, 1997; 柯清雲, 1993; 吳萬益, 1996)則以財務報表上的客觀數據資料: ROE作為衡量績效的指標。鑒於較多學者使用ROE衡量, 故擬採用ROE作為衡量績效的指標。

2. 產業因素(X3_i)

Chaney et al.(1991)認為公司處於以科技技術為主的產業擁有較大的科技機會以及推出不斷的產品創新來求生存, 其假設創新價值對處於以科技技術為主的產業的公司較大。程銀宗(2000)發現, 電子產業的重大投資案有較大的顯著異常報酬。然而, 陳靜玫(2007)研究指出, 台灣上市櫃公司從事大陸投資之宣告, 發現在非電子產業方面會較電子產業為明顯。侯佩伶(2005)探討公司進行合資後對公司長期績效之影響, 也發現高科技公司績效表現不如預期, 隱含技術創新合資有較高的失敗率。變數的定義為產業屬高科技業為1表示; 產業非屬高科技業為0表示。

控制變數之衡量:

1. 合資經驗(EXP_i)

Gupta, McGowan, Misra & Missirian (1991)發現國際涉入程度對股東財富是負向但不顯著的影響, 研究結果表示國際涉入程度高的企業較不適合採用合資的方式。Chen, Hu & Shieh (1991)則也得出類似的結論。然而, Gupta & Misra (2000)的研究指出投資人對公司過去的國際合資經驗給予正面的評價。本研究希望應用此變數嘗試來解釋合資異常報酬的差異。變數的定義為合資公司在當地已有營運經驗時為1, 在當地並無營運經驗時為0。在決定廠商是否為第一次進入新國家投資方面, 則利用公開資訊觀測站之各公司年報中, 轉投資項目來判定。

2. 公司規模大小(SIZE_i)

部分學者認為大規模的公司, 因資本較大能忍受合作初期投入的成本, 因此可以享有較長期的優勢。Errunza & Senbet (1984)研究指出多國籍公司的異常報酬與公司規模有正向關係。而

Chen, Hu & Shieh(1991)也發現廠商規模與異常報酬有不顯著但正向的關係。然而,Chen, Ho, Lee & Yeo (1999)以新加坡上市公司國際合資實證發現,廠商規模與異常報酬有顯著的負向關係。黃炳彰(1999),Gupta & Misra(2000)實證結果發現廠商規模與異常報酬呈現不顯著的負向關係。一般研究通常以普通股之市場價值來衡量公司規模,普通股之市場價值的一般計算方式是前一個月底之普通股發行股數乘以前一個月最後一個交易日之收盤價。

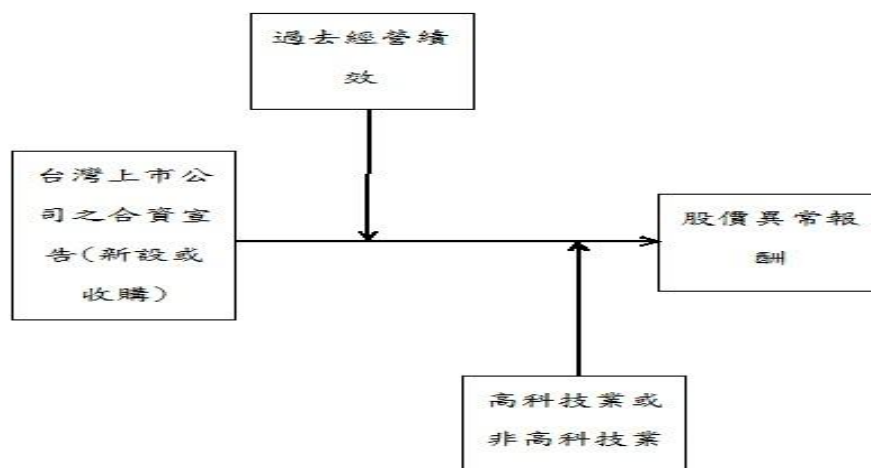
3. 投資金額(AMT_i)

Chen, Hu & Shieh(1991)研究美國公司對中國大陸進行海外合資宣告對於財富效果的影響,其結果顯示投資金額較小的公司享有顯著正向的異常報酬;Lummer & McConnell(1990)的實證結果卻認為投資金額越高所獲得報酬也越高,Chen, Ho, Lee & Yeo(1999)發現投資金額與異常報酬為正向但不顯著的關係。王秀菊(1994)研究台灣企業進行國際合資的財富效果,發現台灣企業到國際上合資初始投資金額越高越好。關於投資金額變數的定義,擬使用公司宣告日見報之投資金額,依台灣銀行即期買入與賣出的均價計算轉換匯率,並以得出的相對台幣金額來衡量。

4. 外部投資環境(WTO_i)

蔡宏明(2007)在國政研究報告指出,至2006年12月11日,中國加入WTO的5年過渡期結束,中國將完成絕大多數的入會承諾。例如,將開放化肥零售和批發業務。高偉峻(2009)指出,中國加入WTO後,承諾會加強在法律上以及行政上的透明度,而近年來中國已經逐步改善外資併購之法律環境。本研究認為大陸先前較保護本土企業,使先進者進入障礙較高;在WTO過渡期後,大陸必須取消承諾之管制,降低進入障礙,可能嘉惠市場後進者,並降低總體環境不確定性,減緩對績效造成的負向影響。本研究以此變數嘗試來解釋合資異常報酬的差異。變數的定義為當合資公司的投資宣告日在2006年12月11日前為1;投資宣告日在2006年12月11日後為0。

四、研究架構



肆、研究結果與分析

一、國際合資的宣告效果

觀察總樣本,在宣告年度2009至2011年間的新設合資宣告樣本數佔總樣本一半以上(約64%),而收購合資宣告樣本數也佔總樣本近一半(約46%),顯示近幾年為台灣企業赴大陸進行合資事業的高峰期,推測與兩岸簽訂ECFA協議及台灣政府提高台灣企業對大陸地區投資上限有關。新設合資共有135個樣本,佔總樣本數的66%,收購合資共有71個樣本,佔總樣本數的34%。

而合資案件數以食品工業(26件)、光電業(24件)、半導體業(14件)、塑膠工業(12件)、航運業(12件)、通信網路業(12件)及電機機械(10件)最多，佔總樣本的約53%；其中高科技業(包括半導體業、電腦及週邊設備業、光電業、通信網路業、電子零組件業、資訊服務業及其他電子業)合資案件數為72件，佔總樣本約35%。食品工業和光電業似乎最常利用合資形式投資大陸。而合資公司數以光電業(14家)、半導體業(8家)、電腦及週邊設備業(7家)、航運業(7家)和通信網路業(6家)最多，佔總樣本的約41%；其中高科技業合資公司數為45家，佔總樣本約44%。

另外，新設合資以光電業(17件)、食品工業(13件)、塑膠工業(12件)、電腦及週邊設備業(9件)、電機機械(9件)及生技醫療業(8件)最多，佔總樣本的約50%；其中高科技業新設合資為45件，佔總樣本約33%。收購合資以食品工業(13件)、半導體業(8件)、水泥工業(7件)、光電業(7件)最多，約佔總樣本半數；其中高科技業新設合資為27件，佔總樣本約38%。

本研究以全體樣本進行宣告日前五天到後五天的異常報酬檢定，結果發現在宣告日當天，在99%的顯著水準下為正向顯著，而宣告日前一天及後一天在95%的顯著水準下為正向顯著。因此我們選定研究樣本的事件窗口為(-1, 1)共三天。

表1 累積異常報酬基本統計量

宣告公司累積平均異常報酬			
宣告日期	平均異常報酬(%)	中位數	t 值
(-1,1)	1.2727	0.9367	4.878***

說明：***雙尾 T 檢定，1%信心水準下顯著不為0

另以全體樣本進行宣告日前一天到後一天，共三天的累積異常報酬檢定，結果發現平均異常報酬為1.2727，在99%的顯著水準下為正向顯著($t=4.878$)。故此實證結果支持本研究的假說1-1，即台灣上市公司國際合資的事件宣告會對股東帶來正向的異常報酬。

二、分類樣本分析

本研究將總樣本依據陳時奮(2011)的分類方式，分別以新設合資及收購合資進行檢定。其中新設合資樣本進行宣告日前五天到後五天的異常報酬檢定，結果發現：在宣告日當天及前後一天，在99%的顯著水準下皆為正向顯著。而以收購合資樣本進行異常報酬檢定，結果發現：沒有出現正向或負向顯著的情形。因此我們選定研究樣本的事件窗口為(-1, 1)共三天。

表2 新設合資與收購合資單變量分析

新設合資	收購合資	Difference test
Mean = 1.7997	Mean = 0.2708	1.5289
(5.627)***	(0.631)	(2.832)***

說明：***雙尾 T 檢定，1%信心水準下顯著不為0；()內代表差異數的 t 值。

表2顯示在事件窗口為(-1, 1)期間內的累積異常報酬(CAR)在新設合資與收購合資中，是否有顯著的差異；就累積異常報酬(CAR)來看，新設合資CAR的平均值為顯著正值(1.7997)，收購合資的CAR平均值為不顯著正數(0.2708)，且新設合資的CAR顯著大於收購合資的CAR($t=2.832$)。此結果為假設1-2提供了支持，說明當公司宣告國際合資事件時，如果採取新設合資模式，公司

的累積異常報酬會比採取收購合資模式來的高。

三、國際合資宣告效果的影響因素

關於假說2，研究結果列示於表3 Panel A，利用ROE的中位數(9.245)，將過去經營績效樣本分為高經營績效和低經營績效兩群來做比較。首先針對高經營績效部分，由表中顯示新設合資-高經營績效，其CAR的平均值為1.7610，而收購合資-高經營績效，其CAR的平均值為-0.5698。就高經營績效樣本來說，新設合資顯著高於收購合資的CAR($t=2.838$)。另就低經營績效樣本來說，新設合資並不顯著高於收購合資。此實證結果顯示，過去經營績效會加強新設合資的累積異常報酬。因此，本研究假設2獲得支持。

當考慮是否為高科技產業因素影響時，表3的Panel B顯示，針對高科技業而言，高科技業-新設合資的公司，其CAR的平均值為0.6868，而高科技業-收購合資的公司，其CAR的平均值為0.4774。就高科技業樣本來說，新設合資並不顯著高於收購合資。就非高科技業的樣本而言，非高科技業-新設合資的公司，其CAR的平均值為2.3561，而非高科技業-收購合資的公司，其CAR的平均值為0.1653，新設合資顯著高於收購合資的CAR($t=3.262$)。此研究結果顯示，在非高科技業的情況下，新設合資的正向累積異常報酬會越顯著。所以，本研究假設3的假設得到了支持。

表 3 新設合資與收購合資干擾分析

Panel A. 新設合資與收購合資之過去經營績效樣本分析

	新設合資	收購合資	Difference test
高經營績效	Mean = 1.7610	Mean = -0.5698	2.3308 (2.838)***
低經營績效	Mean = 1.8425	Mean = 0.9605	0.8820 (1.248)

Panel B. 新設合資與收購合資之高科技與非高科技產業樣本分析

	新設合資	收購合資	Difference test
高科技業	Mean = 0.6868	Mean = 0.4774	0.2094 (0.240)
非高科技業	Mean = 2.3561	Mean = 0.1653	2.1908 (3.262)***

說明：***雙尾 T 檢定，1%信心水準下顯著不為0。()內代表差異數的t值。

雖然單變量檢定的結果支持原先設定的假設，但此檢定並未控制其他會影響累積異常報酬(CAR)的重要變數。因此，本研究採用線性迴歸分析，並進一步將控制變數加入迴歸模型中進行檢驗，觀察其他重要因素是否會影響本研究結果。

針對假設1-2，表4 Model 1回歸樣本數為206筆，而結果新設合資之Beta值為1.498，t值為2.747，顯示新設合資事件宣告帶來之正向累積異常報酬將優於收購合資，假說1-2獲得支持。而迴歸模型中之VIF值皆小於5，判斷並無共線性問題。

在Model 2中，針對假設2，加入過去經營績效作為干擾變數。而為降低驗證合資型態與過去經營績效的干擾效果產生之潛在的多重共線性問題，依照Cohen, Cohen, West, & Aiken (2003)建議，將變數值進行中心化，即將數值減去該變數的樣本平均數得之。中心化後在迴歸模型中之VIF值均小於5，顯示變數間應無共線性問題。表4的Model 2顯示合資類型與過去經營績效的交乘項與CAR的係數為0.084，P值也達顯著水準，呈顯著的正相關，因此，回歸結果顯示過去經營績效對合資型態與CAR間關係具有顯著正向干擾效果，假設2獲得支持。

為了檢驗假設3，在Model 3加入高科技產業作為干擾變數。並將變數值進行中心化後，在迴歸模型中之VIF值均小於5，顯示變數間應無共線性問題。由表4觀察，高科技產業之Beta值為-1.004，t值為-1.651，而合資類型與高科技產業的交乘項與CAR，呈顯著的負相關，P值也達顯著水準，結果顯示高科技產業對合資類型(新設合資)與CAR間關係具有顯著負向干擾效果；另一種說法，呼應先前在表3顯示的結果，非高科技產業對新設合資有顯著正向干擾，假設3獲得支持。

表 4 研究假說檢定結果—整體樣本研究結果彙整表

變數	Model 1	Model 2	Model 3
(常數)	0.880 (1.389)	1.897*** (3.753)	1.924*** (3.786)
合資類型	1.498** (2.747)	1.476** (2.726)	1.498*** (2.773)
合資經驗	-0.229 (-0.400)	-0.274 (-0.479)	-0.461 (-0.780)
公司規模	-2.126E-9 (-1.493)	-1.664E-9 (-1.137)	-1.289E-9 (-0.827)
投資金額	-0.002 (-0.929)	-0.002 (-1.204)	-0.002 (-1.224)
外部環境	-0.456 (-0.815)	-0.534 (-0.954)	-0.342 (-0.612)
過去經營績效		0.001 (0.035)	
合資類型*過去經營績效		0.084** (2.281)	
高科技產業			-1.004* (-1.651)
合資類型*高科技產業			-2.052* (-1.785)
調整後 R 平方	0.036	0.051	0.055
F 值	2.514**	2.570**	2.694**
樣本數	206	206	206

*、**、***分別表達之0.1、0.05、0.01顯著水準（雙尾）；()內代表t值。

關於控制變數，合資經驗在各Model都呈現負向且不顯著。本研究加入公司規模作為迴歸分析的變數，但其結果並不影響各Model的結果。而關於投資金額呈現不顯著的負向效果，無法支持投資金額較小的公司能享有正向的異常報酬。針對外部環境的部分，結果顯示為負向且不顯著。

伍、結論與建議

一、結論

本研究之假設1-1，市場在宣告日前一天至宣告日後一天，對於公司進行合資事業投資宣告時有正向且顯著的反應，這說明了市場是有效率的，當公司的投資決定對於公司將來的經營情況有影響時，投資人認為營運團隊為了公司經營，進行投資決策是對公司未來有利的，因此對公司的宣告行為給予正面的反應，此結果與(McConnell and Muscarella,1985; Gupta, et al,1991;Crutchley, Guo and Hansen,1991; Chen, Hu and Shieh,1991;林治蒔,2002;黃炳彰, 1999;連佑儀, 2001;葉貞儀, 2010)結論一致。

針對假設1-2，結果顯示新設合資在進行宣告日前一天到後一天的異常報酬及累積異常報酬均呈現正向顯著，且經迴歸分析，再證實新設合資事件宣告帶來之正向累積異常報酬優於收購合資，顯示在大陸市場進行合資活動，新設合資可能為較佳之進入模式。本研究結果和Wookcock, Beamish and Makino(1994); Nitsch, Beamish and Makino(1996); Pan, Chi(1999) 等研究結果相同。

關於本研究之假設2，研究結果顯示，在過去經營績效變數的影響下，新設合資的累積異常報酬顯著高於收購合資，因此過去較佳經營績效會加強新設合資的累積異常報酬。且經由迴歸分析，再次證實過去經營績效對新設合資事件宣告所帶來的累積異常報酬呈現正向顯著干擾效果，與Chen & Ho, 1997；羅美煒(1993)；王秀菊(1994)；黃炳彰(2000)等研究結果一致。

另外，針對假設3，實證指出合資類型與高科技產業的相乘項與累積異常報酬，呈顯著的負相關，P值也達顯著水準，因此，結果顯示高科技產業對合資類型與累積異常報酬間關係具有顯著負向干擾效果，這表示非高科技業才能夠強化新設合資的累積異常報酬。簡金成, et al. (2004)指出，對於董監事對母公司持股比率低且母公司對大陸子公司持股低之公司，其台灣母公司之經營績效與流動性較差，且負債比率在電子業公司亦相對顯著較高，顯示控制股東不顧小股東之權益，剝奪台灣母公司利益，造成母公司績效不佳，形成債留台灣、錢進大陸不利台灣小股東與台灣經濟體質之情事。同時，侯佩伶(2005)提到關於公司進行合資後對公司長期績效之影響，發現高科技公司績效表現不如預期，隱含技術創新合資有較高的失敗率，或許可解釋本研究結果。

另外，關於其他解釋變數，合資經驗呈現負向不顯著，似乎代表台灣市場並不重視合資宣告企業是否有大陸合資經驗。公司規模部分，也不影響各模型的結果。而投資金額呈現負向效果，顯示投資金額較小的公司享有正向的異常報酬，與Chen, Hu & Shieh (1991) 研究一致，惟結果並不顯著。針對外部投資環境，本研究以大陸加入WTO五週年過渡期結束的時間點(2006年12月11日)，來檢視對假說的影響，然而結果顯示為負向不顯著。推測在WTO過渡期後，大陸所進行的制度改革及所取消之管制，或許不足以降低總體環境不確定性，減緩對績效造成的負向影響。

第二節 研究貢獻

本研究的貢獻在於：

- 對大陸投資之文獻而言，本研究首度以新設及收購型態之合資事業投資策略分類，來檢驗台灣市場是否對此投資宣告事件有不同的反應，而實證結果指出確實產生顯著差異。
- 對於台灣股市的投資人來說，本研究顯示若台灣過去績效良好的非高科技業母公司，採取

新設合資的方式轉投資大陸，將能夠產生相對較佳的累積異常報酬效果，此結論提供投資人在未來投資決策時參考。

- 對正準備第一次或再次前往大陸進行合資投資的台灣企業而言，本研究提供一個進行投資前的檢視依據，評估企業自身狀況及投資外在環境，選擇最適宜的合資進入模式，為公司股東創造最大財富。

三、研究限制與建議

本研究的研究限制包括以下幾點：

1. 目前台灣國內最主要的商業性報紙為經濟日報與工商時報，而聯合報系近年將其所屬報紙歷史資料，整合成為聯合資料庫，故本研究的國際合資宣告資料來源皆為聯合資料庫與工商時報，但國內外其他報章雜誌或網站可能事先報導，或許會發生訊息提前揭露的情況。另外，國內投資大眾的事件訊息來源，可能有相當比例並非來自聯合報系或工商時報，因而恐影響本研究測試出的結果。
2. 本研究樣本從聯合資料庫中鍵入關鍵字（合資、入股、入主、收購及股權），並同時以相同關鍵字人工檢視方式，自工商時報進行資料檢視與蒐集，由於聯合報系和工商時報對於有關合資事業的報導尚未建立固定的關鍵字，因此在蒐集樣本過程中一定會有遺漏之處。
3. 鑒於台灣政府對於海外投資有一些管控措施，尤其是對大陸地區的投資，故對於未經過投審會的同意，而自行經由第三地、私人名義或海外控股公司名義赴大陸投資之企業，本研究無法從選樣報紙上獲知其海外投資訊息，或證實宣告訊息的可靠性。
4. 由於台灣股票市場上有每日漲跌幅限制，重大事件宣告的反應效果或許會無法全然呈現，故可能會對本研究的分析結果產生一定的影響。
5. 變數的衡量會因為變數本身的性質而有所差異，另外，由於受到變數衡量的難易度與時間的因素，使得本研究在選取解釋變數無法全面性的比較。

未來研究建議：

1. 本研究僅以過去經營績效高低、科技產業兩因素，來探討是否干擾新設及收購合資的宣告效果。故建議後續研究者可改依不同產業別做細分，或是採用其他的干擾變數，如合資事業多角化因素，以進一步發現其他干擾合資宣告效果的變數。
2. 本研究僅探討合資經驗、公司規模、投資金額及外部投資環境等四項控制變數對新設及收購合資宣告效果的影響。故後續研究者可進一步探討其他控制變數，如股權結構，以找出影響合資宣告效果的其他因素。

參考文獻

中文部份：

1. 王秀菊(1994)，台灣企業國際合資宣告對股東財富影響之研究，輔仁大學管理學研究所碩士論文。
2. 呂碧榮(2003)，國際合資宣告對公司財富與產業競爭之影響—美日合資案之實證研究，元智大學管理研究所碩士論文。
3. 何鴻鈞(2001)，台商投資大陸之合資因素與績效關聯性研究，朝陽科技大學企業管理系碩士論文
4. 林任達(2002)，台灣高科技及非高科技企業跨國購併宣告對股票報酬與財務績效影響之研究，

中原大學企業管理研究所未出版碩士論文

5. 林冶蒔(2002)，美國企業海外新設事業投資宣告效果之研究，國立成功大學國際企業研究所碩博士班碩士論文。
6. 吳玉仁(2002)，策略性競爭影響公司價值之研究-以國際合資宣告為例，國立成功大學國際企業研究所碩博士班碩士論文。
7. 吳萬益、吳志正(1996)，台美日企業在台灣及大陸企業經營環境及競爭策略之研究台大管理論叢，第7卷，第1期，49-84。
8. 侯佩伶(2005)，公司進行合資後之長期績效，中興大學財務金融系所碩士論文。
9. 柯清雲(1993)，台商赴海外投資動機及進入策略之關係研究—以東南亞及大陸地區為例，國立成功大學企業管理研究所碩士論文。
10. 連佑儀(2001)，美國上市公司國際合資宣告對產業競爭者影響之研究，元智大學管理研究所碩士論文。
11. 陳立行(2011)，台灣、中國大陸與香港公開收購制度之比較研究，國立中正大學法律學系研究所在職專班學士後法律組論文
12. 陳靜玫(2007)，企業大陸投資產業效果之研究，逢甲大學經營管理碩士在職專班碩士論文。
13. 陳慧萍(2005)，聯合資訊科技投資事件多宣告資訊移轉效果對同業異常報酬之研究，雲林科技大學資訊管理系碩士班碩士論文。
14. 程銀宗(2000)，資本支出宣告之市場反應影響因素探討，國立中正大學企業管理研究所碩士班論文
15. 葉貞儀(2010)，台灣上市公司國際合資宣告對股東財富影響之研究，臺中技術學院事業經營研究所碩士論文。
16. 黃炳彰(1999)，國際合資宣告對股東財富影響之研究，成功大學國際企業研究所碩士論文。
17. 詹蕙嘉(2009)，論外資收購中國上市公司法制-以要約收購、協議收購為中心，國立交通大學科技法律所碩士論文。
18. 鄭俊宏(2005)，環境不確定性、合資夥伴選擇與兩岸合資績效之關聯性研究-樣本調查與個案分析之比較，中原大學企業管理研究所碩士論文。
19. 蔡宏明(2007)，大陸加入 WTO 五週年對兩岸經貿的影響，國政研究報告
20. 蔡渭水,范佐滢(2004)，台灣外向型中小企業異業策略聯盟運作模式之研究—以大陸台商台展集團為例，管理大趨勢研討會論文集，社團法人中華民國管理科學學會，頁 91-101。
21. 劉敏禎(2002)，企業赴海外直接投資之訊息宣告對股票報酬影響研究—以台灣上市公司在大陸投資為例，國立東華大學國際企業研究所碩士論文。
22. 簡金成,陳宗成,鄭雅云,吳姍穎(2004)，大陸投資涉入程度對財務結構與經營績效之影響，國立成功大學會計學系（所）行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告
23. 蕭喬生(2001)，美國國內合資宣告對同業競爭者股價的影響，元智大學工業工程與管理研究所碩士論文。
24. 蘇偉漢(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學系研究所碩士論文。

英文部份：

1. Anderson, C. and C. Zeithaml(1984), "Stage of the Product Life Cycle, Business Strategy, and Business Performance," *Academy of Management Journal*, 27, 5-24.
2. Anderson, E. and H. Gatignon (1986). 'Modes of foreign entry: A transaction cost analysis and propositions', *Journal of International Business Studies*, 17(3), pp. 1-26.
3. Boyle, Stanley E.(1968) "An estimate of number and size distribution of domestic joint subsidiaries." *Antitrust Law and Economics Review*, 1 : 81-92.
4. Brouthers KD, Brouthers LE, Werner S.(2002), "Industrial sector, perceived environmental uncertainty and entry mode strategy", *Journal of Business Research*, Volume 55, Issue 6, Pages 495–507
5. Chang, S. J. (1995). International expansion strategy of Japanese firms: Capability building through sequential entry. *Academy of Management Journal*, 38(2): 383-407.
6. Chen H, Michael Y. Hu and Joseph C. P. Shieh(1991), "The Wealth Effect of International Joint Ventures : The Case of U.S. Investment in China " *Financial Management*, Winter , pp 31-41.
7. Chung, I. Y.,, K. J. Koford , and I. Lee(1993), "Stock market views of corporate multi-nationalism : Some evidence from announcements of international joint ventures " *Quarterly Reviews of Economics and Finance* 33, p275-293
8. Claire E. Crutchley, Enyang Guo, and Robert S. Hansen(1991), "Stockholder benefits from Japanese-US joint ventures" *Financial Management*, vol. 20, No. 4
9. C. Patrick Woodcock, Paul W. Beamish, Shige Makino(1994), "Ownership-Based Entry Mode Strategies and International Performance," *Journal of International Business Studies*, Vol. 25, No. 2, pp. 253-273
10. Errunza V. R. & Senbet L.W.(1984), 'International Corporate Diversification Market Valuation , and Size Adjusted Evidence " *Journal of Finance* , p.727-743
11. Fama E.F., and M. C., Jensen(1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, pp301-325
12. Finnerty, J. E. Owners and R. C. Rogers (1986), "The Valuation Impact of Joint Ventures . " *MIR*, Vol 26, p14-27
13. Gupta, A. , Carl B. McGowan , Lalatendu Misra and Agnes Missirian(1991), "Gains from Corporate Multi-nationalism : Evidence from The China Experience " *Financial Review*, August, pp387-407.
14. Gupta, Atul, Misra Lalatendu(2000), "The Value of Experiential Learning by Organizations: Evidence from International Joint Ventures" *Journal of Financial Research*, Issue 1, Pages: 77-102, Vol. 23
15. Harrigan K.R(1988),, "Joint ventures and competitive strategy", *Strategic Management Journal*, 9, p361-374
16. Harrison JS, Hitt MA, Hoskisson RE and Ireland RD(2001), "Resource complementarity in business combinations: Extending the logic to organizational alliances" *Journal of Management* December 2001 vol. 27 no. 6 679-690

17. Hennart, J.F (1988), "A transaction costs theory of equity joint ventures", *Strategic Management Journal*, Volume 9, Issue 4, pages 361–374
18. Hennart, J.F(1991). "The transaction costs theory of joint venture: An empirical study of Japanese subsidiaries in the United States," *Management Science*, Vol.37, No.4, pp483-497
19. Hennart, J.F., & Reddy, S. (1997). "The choice between mergers/acquisitions and joint ventures: The case of Japanese investors in the United States," *Strategic Management Journal*, 18(1): 1-12.
20. Hennart, J.F., Park, YR. (1993). "Greenfield vs. acquisition: The strategy of Japanese investors in the United States" *Management Science*
21. Hughey, A.and M. Kanabayashi(1983). "More U.S. and Japanese companies decide to operate joint ventures", *Wall Street Journal*, p.33
22. Jeongsuk Koh and N. Venkatraman(1991) "Joint venture formations and stock market reactions : An assessment in the information technology sector", *Academy of Management Journal*, vol. 34, No. 4
23. John J. McConnell and Timothy J. Nantell(1985), "Corporate Combinations and Common Stock Returns" *The Journal of Finance*, vol. 40, No. 2, , p519
24. Kelm, K., V.K. Narayanan, and G. Pinches(1995), "Shareholder Value Creation during R&D Innovation and Commercialization Stages," *Academy of Management Journal* 38, 770-786
25. Kogut, B(1983). "FDI as a Sequential Process." In *The Multination Corporation in the 1980s*, edited by C. P. Kindleberger and D. Audretsch. Cambridge, MA : MIT Press
26. Kogut, B. and Singh, H(1988). 'The effect of national culture on the choice of entry mode', *Journal of International Business Studies*, pp.411-432.
27. Kogut, B(1988). 'Joint venture: Theoretical and empirical perspectives', *Strategic management journal*, Vol. 9, pp.319-332.
28. Kohers N, Kohers T(2000). "The value creation potential of high-tech mergers", *Financial Analysts Journal*, Vol. 56, No. 3, pp. 40-50
29. Lee, I., and S.B.Wyatt(1990), "The Effects of International Joint Ventures on Shareholder Wealth" *Financial Review* , November, pp. 641-649.
30. Lummer S, McConnell JJ(1990). "Stock valuation effects of international joint ventures." In *Pacific-Basin Capital Markets Research*, Rhee SG, Chang RP (eds.).Elsevier: Amsterdam; 531-546.
31. Mezas, J. M. (2002). "Identifying liabilities of foreignness and strategies to minimize their effects: The case of labor lawsuit judgments in the United States." *Strategic Management Journal*, 23: 229-244.
32. Nitsch, D., P. Beamish and S. Makino.(1996)." Entry Mode and Performance of Japanese, FDI in Western Europe". *Management International Review*. 36: 27-38
33. Rugman, A. M., & Verbeke, A.(2004)." A perspective on regional and global strategies of multinational enterprises." *Journal of International Business Studies*, 35: 3-18.
34. Sheng-Syan Chen, Kim Wai Ho(1997), "Market response to product-strategy and

- capital-expenditure announcements in Singapore: Investment opportunities and free cash flow”
Financial Management, Vol. 26, No. 3
35. Sheng-Syan Chen, Kim Wai Ho, Cheng-few Lee, Gillian H.H. Yeo(1999), “Effects of Executive Share Option Plans on Shareholder Wealth and Firm Performance: The Singapore Evidence”
Financial Review Vol. 34, Issue 2, pages 1–20
 36. Sheng-Syan Chen, Kim Wai Ho, Cheng-few Lee, Gillian H.H. Yeo(2000), ”Investment opportunities, free cash flow and market reaction to international joint ventures” *Journal of Banking & Finance*, Volume 24, Issue 11, Pages 1747-1765
 37. Shih-Fen Chen 陳時奮(2011), “Re-Examining International Joint Ventures- Market Failure, Reciprocity, and the Choice of Greenfield vs. Acquisitive Entry” *Academy of International Business 53rd Annual meeting*
 38. Stephen J. Brown, Jerold B. Warner(1985), “Using daily stock returns: The case of event studies,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, Issue 1, Pages 3-31
 39. Taylor, R. E (1984). “Joint ventures likely to be encouraged by friendlier attitude of U.S. officials”, *Wall Street Journal*, p.8
 40. Venkartraman, N and V. Ramaanjam (1986)“Measurement of business performance in strategy research: a comparison of approaches,” *Academy of Management Review*, Vol.11, Iss.4, pp.801-815,
 41. Woo, C. Y. and Willard, G (1983). “Performance representation in business policy research: Discussion and recommendation.” *Academy of Management Best Paper Proceedings*: 426.
 42. Yadong Luo(1997), “Partner Selection and Venturing Success: The Case of Joint Ventures with Firms in the People's Republic of China”, *Organization Science*, Vol. 8, No. 6, Page 648-662
 43. Yigang Pan, Peter S. K. Chi(1999), “Financial performance and survival of multinational corporations in China”, *Volume 20, Issue 4*, pages 359–374