

# 國際合資宣告對股東財富的影響

學生：郝培宏

指導教授：翁鶯娟 博士

國立高雄應用科技大學企業管理系碩士班

## 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，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的非高科技產業公司，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、大陸投資、新設、收購

# The Effects of International Joint Ventures on Shareholders' Wealth

Student : Pei-Hung Hao

Advisors : Dr. Ying-Juan Wong

Institute of Department of Business Administration  
National Kaohsiung University of Applied Sciences

## ABSTRACT

This research aims to investigate the effect of Greenfield and acquisitive international joint ventures announcements on shareholders' wealth. The study examines how stock price corresponded to the international joint ventures announcement of publicly listed companies of Taiwan from 2000 to 2011.

Empirical results are summarized as follows:

1. The positive cumulative abnormal return of the Greenfield announcements is better than the acquisitive announcements.
2. The positive cumulative abnormal return of the Greenfield announcements is even greater than the acquisitive announcements when applied by companies with a better past operating performance.
3. The positive cumulative abnormal return of the Greenfield announcements is even greater than the acquisitive announcements when applied by non-high-tech companies.

Key words: International Joint Ventures · event study · abnormal return · Investment in mainland China · Greenfield · acquisitive

# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

近年來，全球經濟環境發生了巨大的變化，由於快速的全球化、科技的發展、社會的進步及更激烈的競爭，使企業的生命週期逐漸縮短。貿易自由化、區域經濟的誕生對企業的經營造成不小的衝擊；特別是各國政府對資本與勞務的管制逐漸開放，促使許多企業紛紛採取國際化策略，進而促成了多國籍企業的興起。而台灣產業近幾年面臨原物料成本上升、法令日趨嚴格、新台幣升值、勞工成本上漲、環保意識抬頭、地價急遽飆升，在國際上又遭遇到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貿易保護主義的壓力，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、准許大三通、簽訂ECFA貿易協定及台灣政府放寬台資企業對大陸投資限額後，人流、物流及金流都相對較為容易，使兩岸企業往來更加頻繁。然而，在目前的大陸市場，台灣上市公司不單單只面對當地企業的競爭，為數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之前，先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）。

回顧國內外關於合資的研究，不少學者已對建立合資時的股東財富變化情形進行探討。McConnell & Nantell(1985), Johnson & Houston(1999),

蕭喬生(2001)研究美國國內合資會帶來綜效，並增加股東財富。連佑儀(2001)研究宣告國際合資的美國上市公司，發現對股東財富有正面的影響。黃炳彰(1999)、葉貞儀(2010)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。但是Finnerty, Owers & Rogers (1986)不認為國際合資的形成可以為公司股東帶來財富效果。Borde, Whyte, Wiant & Hoffman (1998)及Gupta & Misra (2000)發現國際合資無法產生顯著的財富效果。王秀菊(1994)研究結論認為台灣企業進行國際合資宣告，市場呈現負向反應，但未達到顯著水準。劉敏禎(2002)研究台灣上市公司宣告赴大陸直接投資，也得到類似結果。

對於以上實證結果的差異，我們嘗試以陳時奮(2011)所提出的兩個不同型式的合資：「新設合資」及「收購合資」，可能產生出不同的結論來探討。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、與當地政府的關係等；何鴻鈞(2001)研究表示，台商投資模式以(新設)合資經營較普遍，這種現象與大陸積極鼓勵合資經營，期望透過合資獲取技術與管理方法的政策，以及外商希望在人治色彩濃厚的大陸，能夠透過合作夥伴的協助，獲得較多當地總體環境及經營環境相關的資訊有直接關聯。而台商(新設)合資投資大陸主要動機為：「降低土地廠房投資風險」、「進入大陸國內市場」及「獲取政治法令公關資訊」。大陸為拉攏台灣投資，祭出許多投資優惠方案。尤其大陸寄望提高台灣對大陸經濟的依賴度，以達成其政治目的，故在開放初期推出數個開放的經濟特區，並輔以相當吸引力的投資優惠，例如：允許合資與合作經營的外資有30%的內銷權。劉敏禎(2002)的研究也認為合資經營，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。楊津霓(2009)則發現，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。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，

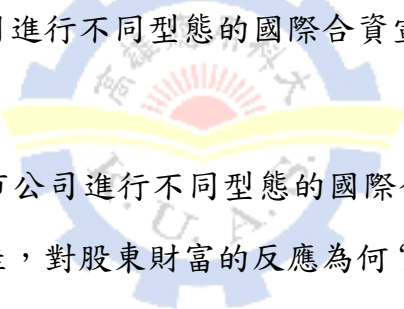
從而克服特定區位所造成不利制度方面的分歧。合資模式提供獲取知識了解目標市場，使現有資源為基礎的優勢，可以更充分利用，並提供機會獲得和發展新的企業特定資源。合資公司也可幫助企業獲得合法性，因為與當地的一家公司合作能夠幫助它建立符合當地規範、價值觀和期望的結構和活動(Brouthers et al., 2008)。企業面對不確定性高的外界環境時，若以內部化來掌握資源，就會使本身缺乏彈性，藉由資源互補提升彼此互賴程度的因素，來回應環境不確定性，以確保環境較可預測(蔡渭水, 范佐滢, 2004)。

另一方面，陳時奮(2011)又指出，跨國企業可以藉由「收購合資」降低當地公司層面的障礙，如：高科技、特許權、知名品牌等。然而針對中國大陸市場，陳立行(2011)認為目前中國大陸股市中，配合特殊股市環境而設立之制度尋常可見，例如：部份要約收購時，股東難以按最佳價格賣出所有股票，對小股東的保護恐有不足。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兩大缺失：1. 審批機關過於龐雜且欠缺效率；2. 國家安全問題之釐清；因審查過程冗長，使跨國企業失去收購的黃金時機，同時，中國境內保護主義高漲，致使收購失敗的可能性相對提高。劉家華(2006)也指出，雖中國政府已陸續頒布外資併(收)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(收)購成本，而且透明度不足，提高了外資併(收)購的風險和不確定性。同時，在併(收)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(收)購後該企業在中國銷售的潛力和遠期利潤估計困難。楊津霓(2009)則表示，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，並證實總體環境不確定性對績效有負向的影響。故本研究嘗試以公司自身狀況，並輔以大陸之制度面變化，來探究是否為對新設合資與收購合資異常報酬產生差異之原因。另外，加入其他解釋變數，探究是否會干擾

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。

## 第二節 研究目的

為了瞭解不同型態的企業國際合資是否能夠為企業帶來價值，本研究希望就企業的國際合資型態層面檢視合資宣告的效果，並討論台灣上市公司從事不同型態之合資活動時對股東財富的影響，藉以了解何種合資型態較會受到投資人的認同。本研究所探討的問題如下：

- 
- (一) 台灣上市公司進行不同型態的國際合資宣告時，對公司股東財富的影響。
  - (二) 探討台灣上市公司進行不同型態的國際合資宣告時，若其過去經營績效較佳，對股東財富的反應為何？
  - (三) 探討台灣上市公司進行不同型態的國際合資宣告時，若其屬於高科技產業或是非高科技產業，對股東財富的反應為何？

### 第三節 研究流程

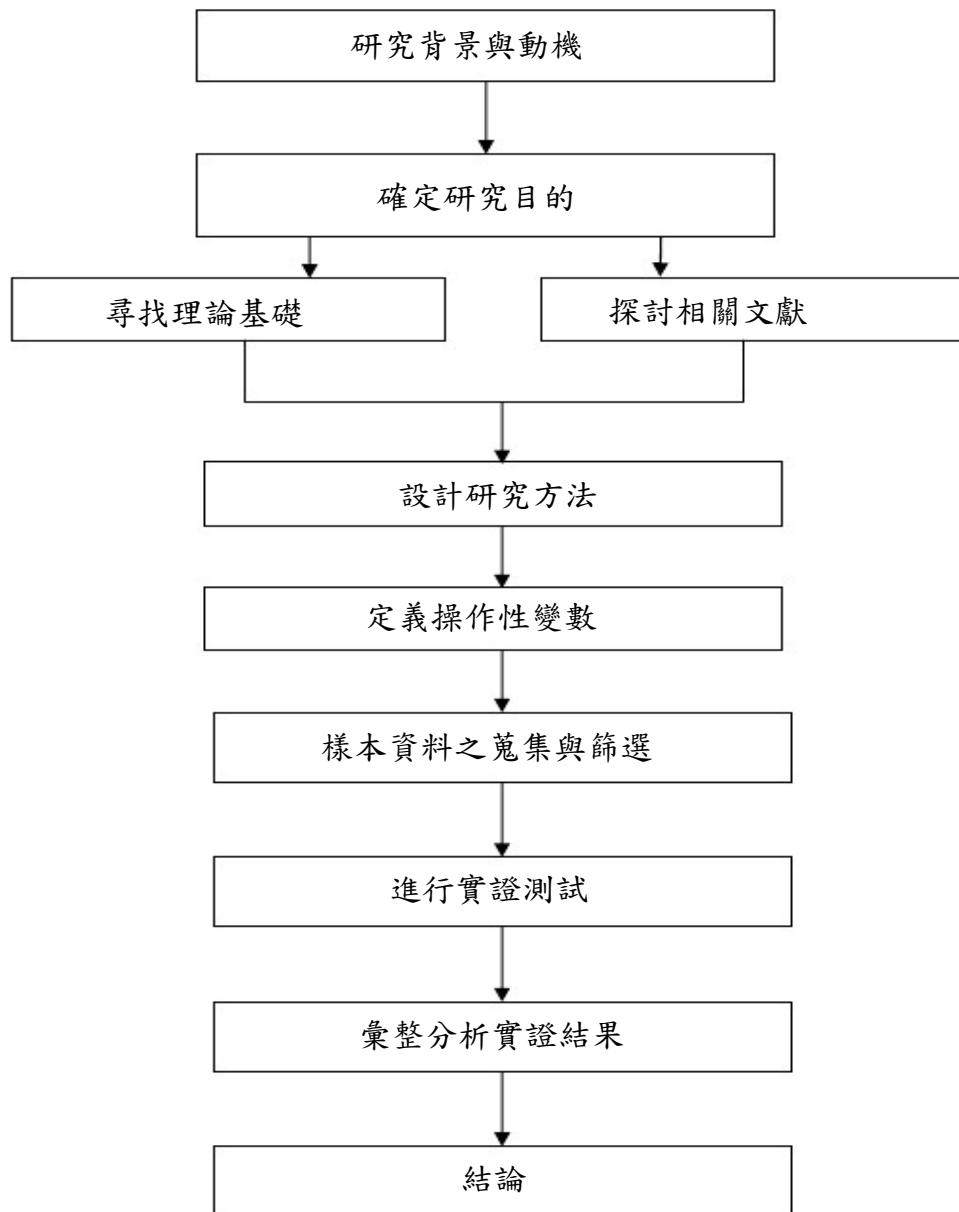


圖 1-1 研究流程圖

## 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. 石佳靈(2003)，策略競爭與經驗學習對國際合資宣告股東財富之影響，元智大學管理研究所碩士論文。
3. 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。
4. 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
5. 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
6. 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。
7. 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。
8. 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。
9. 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。
10. 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。
11. 郭圍洲(2003)，戒急用忍政策之政經分析，國立成功大學政治經濟學研究所碩士論文。



12. 高希均、李誠、林祖嘉(1992)，台灣突破-兩岸經貿追蹤，天下文化出版，台北，p.104-105。
13. 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。
14. 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
15. 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。
16. 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。
17. 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
18. 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。
19. 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。
20. 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。
21. 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。
22. 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
23. 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。

24. 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。
25. 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
26. 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。
27. 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學系研究所碩士論文。

#### 英文部份：

1. Andrew Delios and Paul W. Beamish(2002), Ownership Strategy of Japanese Firms: Transactional, Institutional and Experience Influences.
2. Atul Gupta, Carl B. McGowan , Lalatendu Misra and Agnes Missirian(1991), “Gains from Corporate Multi-nationalism: Evidence from The China Experience “Financial Review, August, pp387-407.
3. Atul Gupta, Lalatendu Misra (2000), “The Value of Experiential Learning by Organizations: Evidence from International Joint Ventures” Journal of Financial Research, Issue 1, Pages: 77-102, Vol. 23
4. A. Hughey and M. Kanabayashi(1983). “More U.S. and Japanese companies decide to operate joint ventures”, Wall Street Journal, p.33
5. A. M. Rugman and A. Verbeke(2004).” A perspective on regional and global strategies of multinational enterprises.” *Journal of International Business Studies*, 35: 3-18.
6. Bruce Kogut and Harbir Singh (1988). ‘The effect of national culture on the choice of entry mode’, *Journal of International Business Studies*, pp.411-432.

7. Claire E. Crutchley, Enyang Guo, and Robert S. Hansen(1991), "Stockholder benefits from Japanese-US joint ventures" *Financial Management*, vol. 20, No. 4
8. 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
9. Carl R. Anderson and Carl P. Zeithaml (1984), "Stage of the Product Life Cycle, Business Strategy, and Business Performance", *Academy of Management Journal*, 27, 5-24.
10. C. Y. Woo and G. Willard(1983). "Performance representation in business policy research: Discussion and recommendation." *Academy of Management Best Paper Proceedings*: 426.
11. D. Nitsch, P. Beamish and S. Makino.(1996)." Entry Mode and Performance of Japanese, FDI in Western Europe". *Management International Review*. 36: 27-38
12. Eccles, R.G., Lanes, K.L. andWilson, T.C. (1999) 'Are you paying too much for that acquisition?', *Harvard Business Review* 77(4): 136-146.
13. E.F. Fama, and M. C., Jensen(1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, pp301-325
14. Erin Anderson and Hubert Gatignon (1986). "Modes of foreign entry: A transaction cost analysis and propositions", *Journal of International Business Studies*, 17(3), pp. 1-26.
15. Haiyang Chen, 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.
16. Hayward, M.L.A. (2002) 'When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990-1995', *Strategic Management Journal*

23(1): 21-39.

17. Il Yung Chung, Kenneth J. Koford, Insup 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
18. Insup Lee and S.B. Wyatt(1990), "The Effects of International Joint Ventures on Shareholder Wealth " *Financial Review* , November, pp. 641-649.
19. Jean-Francois Hennart(1988), "A transaction costs theory of equity joint ventures", *Strategic Management Journal*, Volume 9, Issue 4, pages 361–374
20. J.F. Hennart (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
21. J.F. Hennart and Y.R. Park (1993). "Greenfield vs. acquisition: The strategy of Japanese investors in the United States" *Management Science*
22. J.F. Hennart and S. Reddy(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.
23. 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
24. Jeffrey Pfeffer and Phillip Nowak(1976) "Joint Ventures and Interorganizational Interdependence" *Administrative Science Quarterly*, Vol. 21, No. 3, pp. 398-418
25. J.M. Mezas(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.

26. Joseph E. Finnerty, James E. Owers and Ronald C. Rogers (1986), "The Valuation Impact of Joint Ventures . "MIR, Vol 26, p14-27
27. John J. McConnell and Timothy J. Nantell(1985), "Corporate Combinations and Common Stock Returns" The Journal of Finance, vol. 40, No. 2, , p519
28. JS Harrison, MA Hitt, RE Hoskisson and RD Ireland (2001), "Resource complementarity in business combinations: Extending the logic to organizational alliances" *Journal of Management* December 2001 vol. 27 no. 6 679-690
29. Kathryn Rudie Harrigan (1988)., "Joint ventures and competitive strategy", *Strategic Management Journal*, 9, p361-374
30. Keith D Brouthers, Lance Eliot Brouthers, Steve Werner (2002), "Industrial sector, perceived environmental uncertainty and entry mode strategy", *Journal of Business Research*, Volume 55, Issue 6, Pages 495–507
31. Keith D Brouthers, Lance Eliot Brouthers, Steve Werner (2008), "Resource-Based Advantages in an International Context," *Journal of Management*, 34(2), pp.189-217
32. K. M. Kelm, V. K. Narayanan and G. E. Pinches (1995), "Shareholder Value Creation during R&D Innovation and Commercialization Stages," *Academy of Management Journal* 38, 770-786
33. Makino, S., Lau, C-M and Yeh, R-S (2002), 'Asset-exploitation versus asset-seeking: Implications for location choice of foreign direct investment from newly industrialized economies' , *Journal of International Business Studies* 33(3): 403-421.
34. Michael J Barclay and Robert H Litzenberger (1988), "Announcement Effects of New Equity Issues and the Use of Intraday Price Data." *Journal of Financial Economics* 21, 71–99.
35. Nathalie Dierkens(1991), " Information Asymmetry and Equity Issues",

The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 26, No. 2, Page 181-199

36. Ninon Kohers and Theodor Kohers (2000). "The value creation potential of high-tech mergers", *Financial Analysts Journal*, Vol. 56, No. 3, pp. 40-50
37. N. Venkartraman 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,
38. Paul K. Chaney, Timothy M. Devinney and Russell S. Winter(1991), "The impact of new product introductions on the market value of firms", *The Journal of Business* Vol. 64, No. 4
39. R. E. Taylor(1984). "Joint ventures likely to be encouraged by friendlier attitude of U.S. officials", *Wall Street Journal*, p.8
40. Richard Roll(1986), "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers" *The Journal of Business*, Vol. 59, No. 2, Page 197-216
41. S.A. Johnson , and M.B. Houston(1999), "A Reexamination of the Motives and Gains in Joint Ventures", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
42. Sea Jin Chang (1995). International expansion strategy of Japanese firms: Capability building through sequential entry. *Academy of Management Journal*, 38(2): 383-407.
43. 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
44. 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

45. 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
46. Shih-Fen Chen(2011), "Re-Examining International Joint Ventures-Market Failure, Reciprocity, and the Choice of Greenfield vs. Acquisitive Entry" *Academy of International Business 53rd Annual meeting*
47. S. Lummer, J.J. McConnell(1990). "Stock valuation effects of international joint ventures." In *Pacific-Basin Capital Markets Research*, Rhee SG, Chang RP (eds.).Elsevier: Amsterdam; 531-546.
48. Stanley E Boyle(1968) "An estimate of number and size distribution of domestic joint subsidiaries." *Antitrust Law and Economics Review*, 1 : 81-92.
49. Stephen F. Borde , Ann Marie Whyte, Kenneth J. Wiant, Lorrie L. Hoffman(1998), "New evidence on factors that influence the wealth effects of international joint ventures" *Journal of Multinational Financial Management*, Volume 8, Issue 1, Pages 63-77
50. 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
51. Vihang R. Errunza and Lemma W. Senbet ( 1984), 'International Corporate Diversification Market Valuation , and Size Adjusted Evidence " *Journal of Finance* , p.727-743
52. 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
53. Yigang Pan, Peter S. K. Chi(1999), "Financial performance and survival of multinational corporations in China", Volume 20, Issue 4, pages 359-374