行政院國家科學委員會專題研究計畫　成果報告

以事件研究法分析當前金融市場數個重要事件之宣告對股價的影響

計畫類別：個別型計畫
計畫編號：NSC91-2416-H-018-009-
執行期間：91 年 08 月 01 日至 92 年 07 月 31 日
執行單位：國立彰化師範大學企業管理學系

計畫主持人：林哲鵬

報告類型：精簡報告

處理方式：本計畫可公開查詢

中　華　民　國 92 年 10 月 30 日

行政院國家科學委員會補助專題研究計畫成果報告

以事件研究法分析當前金融市場
數個重要事件之宣告對股價的影響

計畫類別：■個別型計畫　　□整合型計畫

計畫編號：NSC 91－2416－H－018－009

執行期間：91 年 08 月 01 日至 92 年 07 月 31 日

計畫主持人：林 哲 鵬

本成果報告包括以下應繳交之附件：

□赴國外出差或研習心得報告一份

□赴大陸地區出差或研習心得報告一份

□出席國際學術會議心得報告及發表之論文各一份

□國際合作研究計畫國外研究報告書一份

執行單位：逢甲大學財務金融學系

中　華　民　國　92　年　10　月　30　日

行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告

以事件研究法分析當前金融市場
數個重要事件之宣告對股價的影響

計畫編號：NSC 91-2416-H-018-009
執行期限：91 年 08 月 01 日至 92 年 07 月 31 日
主持人：林哲鵬　　國立彰化師範大學企業管理學系

一、中文摘要

台灣金融市場近年朝向國際化的發展，目前上市及上櫃公司家數已近千家，在此一市場中所產生的事件主體，已具有相當程度之獨特性供國際財金學界及投資人作為參考。有鑑於台灣近年電子商務金流世代的來臨、上市電子公司在本地的益形重要、以及企業紛赴大陸投資，本計畫乃就下列幾個主題進行研究，包括：(1)觀察銀行股價於財政部核准本地銀行從事網路銀行業務事件前後之變化、(2)查驗台灣上市電子公司處分重大投資收益與股價的關聯性、(3)估計台灣電子業增加資本支出之宣告對其股價的影響、以及(4)檢視台灣上市電子及非電子公司宣佈赴大陸投資與其股價之變動等四個事件之資訊內涵。

研究結果指出：(1)「財政部核准網路銀行業務」對銀行的股價有顯著正的影響，但「央行核准網路銀行外匯業務」對銀行股價的衝擊並不顯著；(2)投資人對於公司所處分的投資帶有重大投資利益時，會提前反應並給予正面的評價；(3)整體電子業資本支出宣告確實存在著資訊內函，對股價有顯著為正的影響。若將電子業再分成上、中、下游，增加資本支出之宣告對股價將分別造成顯著為正、不顯著、顯著為正的異常報酬；(4) 投審會核准國內上市公司赴大陸投資消息之宣告事件，在宣告日後第四天，會產生顯著之負向異常報酬。

關鍵詞：事件研究法、股價、異常報酬、電子銀行、處分利益、上市電子公司、海外投資、台灣

Abstract

Being an internationalizing financial market, Taiwan recently plays a role to provide meaningful contents for event study academicians. These event contents, to a certain degree, have their uniqueness to give future contributions to investors in understanding how stock prices are impacted by related announcements. In this project, we examines: (1) how stock prices will be affected when the application of local Taiwanese banks are approved to engage in e-bank business, (2) if there exists any abnormal returns when listed electronic companies exercise their major capital gains, (3) the relationship between capital expenditure announcements made by electronic companies and their stock prices, and (4) if there are announcement effects when listed Taiwanese enterprises decide to make overseas investments in Mainland.

According to the results, significant positive returns are mostly found associated with the announcements of above events, except that there are significant negative returns when Taiwanese enterprises decide to make overseas investments in Mainland. Market investors in Taiwan seem to be more positive on the development of e-bank business, the exercise of capital gains, the general capital expenditure decision rather than making overseas investments in China.

Keywords：Event studies, Stock prices, Abnormal returns, E-bank, Excise capital gains, Listed electronic companies, Overseas investment, Taiwan

二、緣由與目的

近年來事件研究法在財金領域上被廣泛的應用，主要的原因在於此研究法提供學者及投資人能更適切地加以觀察不同事件對於公司股價所產生的衝擊，並有機會檢測市場對新資訊反映的迅速程度。此外，學者們並可以由事件研究觀察到的實證結果，繼續推衍建構合宜的財金理論，以解釋、說明或印證相關的現象或先前的理論基礎，因此，多方地就各類事件加以謹慎地檢測具有其重要性。有關事件研究法在台灣股票市場中的應用，近年來，其實探討的事件也非常多，然而以台灣為研究主體發表於財金重要期刊者並不多見。有鑑於台灣近年電子商務金流世代的來臨、上市電子公司在本地的益形重要、以及企業赴大陸投資的現象，本計畫乃就下列幾個主題進行研究，包括： (1)觀察銀行股價於財政部核准本地銀行從事網路銀行業務事件前後之變化、(2)查驗台灣上市電子公司處分重大投資收益與股價的關聯性、(3)估計台灣電子業增加資本支出之宣告對其股價的影響、以及(4)檢視台灣上市電子及非電子公司宣佈赴大陸投資與其股價之變動等四個事件之資訊內涵。盼望本研究的投入，能從中發現具有價值的研究結果。茲就上述四個主題之重要性敘述如下：

(1)在網路銀行業務方面

隨著近年民營銀行與外商銀行的開放設立、信合社的改制、以及銀行、證券、保險等金融業務的重疊，國內銀行業者面臨著同業競爭、利潤降低以及客戶忠誠度減少等問題。為走出當前困局，銀行業者正積極朝向網路銀行金融業務發展。財政部於民國 88 年 5 月 26 日完成「網路銀行業務契約範本」並於民國 89 年 2 月 15 日核准財金公司開辦「網際網路銀行共用系統作業」，銀行自此得向財政部申請網路銀行業務，使其網路銀行從原先四項基本功能：提供客戶交易明細查詢、餘額查詢、匯率利率查詢、及理財試算，擴展至跨行轉帳、水電費繳交等業務。央行亦於民國 89 年底，核准 9 家銀行辦理網路銀行外匯業務，使該等銀行能夠透過網際網路將資金轉往海外帳戶。此一結合電腦設備與通訊網路之網路服務，不僅為金融業者帶來另一銷售通路，提供客戶更便利的服務，更能有效地降低銀行經營成本。陳琪（民 86）指出，結合電子科技與傳統業務所發展出之電子銀行，如：ATM、電話銀行、網路銀行等，將能有效地降低銀行建置成本的支出，提昇銀行的競爭力。鄭月遂（民 87）亦論及設置無人銀行的成本只須設置一般分行的 5％以下。美國研究機構的調查亦指出，金融機構在網路上的經營成本只要目前傳統銀行的 1/50。然而市場投資人如何對銀行 e 化轉型在市場予以反映，過去其實並未有過檢視。本部分之研究擬透過事件研究法，分析當財政部核准各銀行辦理網路銀行業務、央行核准各銀行辦理網路銀行外匯業務時，投資人對於該事件的反應，以及其資訊內涵對股價的影響，期能得到有趣的發現供各界參考。

(2)在公司處分重大投資收益方面

台灣上市公司經理人有時為了達成公司的既定盈餘目標獲成長率，往往利用處分資產所得或處分投資損益等營業外所得以操縱公司的盈餘。比起本業盈餘，台灣企業的營業外所得對投資人而言，反為另一相當重要的資訊。有鑑於電子產業在台灣本地的日形重要，本部分的研究擬觀察台灣上市電子公司處分重大投資收益之宣告對股價的衝擊，並檢視營業外所得中的處分投資收益是否具有盈餘以外的增額資訊內涵，期能以本地企業經營上的特殊性，對相關議題有更多的瞭解。

(3)在公司增加資本支出方面

公司在經營過程中，常面臨著市場的劇烈競爭。在技術的日新月異的世代，公司經理人更應避免盲目投資或過份擴張，否則可能導致獲利力降低，甚至產生財務危機。在公司經營活動中，資金的支出佔有重要的地位，若按期間長短來劃分，可分為收益支出及資本支出兩大類，期間在一定會計期間以內者稱為收益支出，超過者則稱為資本支出。資本支出基本上乃為

取得土地、房屋、設備、機器及其它大額且長期固定資產之一切支出。過去文獻對資本資出宣告對股價之影響得到的結論並不一致，有些指出資本支出宣告對股價有正面影響，但也有文獻指出支出宣告對股價有負向之衝擊。台灣產業結構隨著時代的變遷，資訊電子產業已經成為國內主流產業，電子股交易量也已佔整體股市 80%以上，不論由市值或成長性觀之，其他產業均難望其項背。資訊產品在台灣已成為全球之生產中心，其中 IC 代工、監視器、主機板、電源供應器、鍵盤、滑鼠、掌上型掃描器、視訊卡、機殼、桌上型掃描器及數據機等市場佔有率均為世界第一。由於電子產業具有技術進步快、產品生命週期短、生產成本與售價呈現長期下滑趨勢的特色，加上過去文獻鮮少以電子產業為中心就資本支出之宣告與股價變動之關連加以觀察，本部分之研究乃以此為中心，並擬再將電子業區分為上、中、下游，以檢視增加資本支出之宣告與股價變動的關連性。

(4)在台商宣佈赴大陸投資方面

近年來，隨著國內投資環境惡化，勞工成本上漲，環保意識抬頭，勞資糾紛不斷等種種不利因素，使得我國傳統出口商品的報價相對提高，價格競爭優勢逐漸喪失，促成我廠商海外投資的提升。台灣自 1987 年底起，我政府開始逐步放寬對大陸間接經貿交流的限制，加上大陸實施經濟改革以及政策的開放，以及其充沛又廉價的勞動力，並具有地緣及與台灣同文同種的優勢，使得國內廠商紛紛移往中國大陸投資發展。過去國內文獻曾指出上市公司到大陸投資的消息經宣佈以後，股東所得到的是負的異常報酬，表示公司管理當局在當時進行大陸投資的決策時其實並不受投資人的認同。隨著時代的改變、新政策的提出、本部分之研究欲繼續探討近年投資人是否仍對該等投資宣告仍持有類似的反應，並擬再將樣本區分為電子與非電子業兩大類加以探討，期能供政府作為施政及公司投資決策前的參考。

三、結果與討論

(1)在網路銀行業務方面

經實證後，我們發現「財政部核准網路銀行業務」會對銀行的股價造成顯著為正的影響。然而，投資人並無法在訊息出現時做出立即的判斷，而有資訊延後反映的現象。在「央行核准網路銀行外匯業務」對銀行股價的關聯性方面，其結果並不顯著，隱喻投資人對銀行從傳統臨櫃改至以網路銀行辦理外匯業務時，在經營上抱著未能有效地降低據點設置及人事成本的支出的想法。

(2)在公司處分重大投資收益方面

本研究之實證結果發現，投資人對於公司處分投資並且有重大的投資利益時多給予正面的評價，並會對該處分之宣告提前反應。若以事件前後不同觀察區間來看，處分日前之區間幾乎為顯著為正的累積異常報酬；但在處分日之後，多數觀察區間之累積異常報酬、包括整個事件期間窗口，其累積異常報酬並不顯著。若以事件前後不同觀察區間長短來看，處分日前後一個交易日與前後三個交易日之區間有顯著為正的累積異常報酬產生，而處分日前後五個交易日與整個事件期間窗口之區間雖然仍有正的累積異常報酬，但已不具有顯著性，顯示投資人對事件約在處分日後三天反應完畢。綜合本研究之結果，投資人對公司處分重大投資收益時，多會給予正面的評價並提前反應。

(3)在公司增加資本支出方面

整體而言，台灣上市電子公司增加資本支出之宣告增加對股東財富會帶來正向的影響，代表整體電子業資本支出宣告確實存在著某種資訊內涵。若將電子業再分成上、中、下游，研究結果發現上游擊下游電子業者宣告資本支出增加時，會造成股價顯著為正的異常報酬，但中游電子業者之宣告則未有顯著異常報酬的產生。此一結果可能肇因於上游業者為新技術開發的源頭，常會帶動整個電子產業的成長；但中游業者所生產的主要為連接器、電阻器、電源供應器、機殼….等產品，比起上、下游電子公司之產品較不具有高附加價

值，加上中游電子業進入性障礙較低，因此當資本資出增加時，並沒有顯著正向異常報酬的產生。

(4)在台商宣佈赴大陸投資方面

本部份研究的主要目的乃觀察國內上市公司進行赴大陸投資消息宣告時，宣告事件是否有正面的資訊效果。研究結果指出，就全體樣本而言，投審會核准國內上市公司赴大陸投資消息之宣告事件，在宣告日當天會產生了負向但不顯著之異常報酬，然而到了宣告日後第四天，負向異常報酬開始轉為顯著。此一結果顯示雖然大陸擁有成本低廉、市場廣大的優越投資環境，但由於海峽兩岸的不確定性關係，使得投資人對企業赴大陸投資，在先告當時並非具有相當的信心。就產業類別而言，電子業與非電子業公司其資訊效果的反應情況有所不同。國內投資人對於電子業赴大陸投資有較負面的反應，反映出國人對於電子業赴大陸投資將可能承受較大風險的看法。

四、計畫成果自評

本研究內容與原計畫相符、並達成預期之目標。研究之成果主要就近年台灣市場中數個重要之金融相關事件作了相當程度之檢視。未來擬就各個事件之特殊背景作進一步的說明，並嘗試投稿於財金領域之期刊，使財金社會對於當前的台灣市場有更深的認識與了解，

五、參考文獻

英文部分

Ball, R and Brown, P.(1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Number," Journal of Accounting Research, 159-178.

Blackwell, D.W.,W. Marr and M.F. Spivey (1990),"Plant-Closing Decisions and the Market Value of the Firm.", Journal of Financial Economics 26,277-288.

Borde, S.F., A.M. Whyte, K.J. Wiant and L.L. Hoffman, (1998) "New Evidence on Factors that Influence the Wealth Effects of International Joint Ventures", Journal of Multinational Financial Management 8, p.63-77.

Burton, B.M., A.A. Lonie and D.M. Power (1999), "The Stock Market reaction to Investment Announcements: The Case of Individual Capital Expenditure Projects", Journal of Business Finance and Accounting 25, 681-708.

Chen, H., M.Y. Hu, and J.C.P. Shieh, (1991) "The wealth Effect of International Joint Ventures: The case of U.S. Investment in China", Financial Management 20, p.31-41.

Chen, T.J. (1992) "Determinants of Taiwan's Direct Foreign Investment: The Case of A Newly Industrializing Country", Journal of Development Economics, p.397-407.

Chung, J. H., Peter Wright and Charlie Charoenwong (1998),"Investment Opportunities and Market Reaction to Capital Expenditure Decisions", Journal of Banking and Finance 22,41-60.

Chu, E. L.,(1991), "Market-based accounting research: an international comparison and new evidences. Ph. D. Dissertation, New York University.

Crutchley, C.E., E. Guo, and R.S. Hansen, (1991) "Stockholder Benefits from Japanese-U.S. Joint Ventures", Financial Management 20, p. 22-30.

Franklin Allen & Anthony M. Santomero (2001) "What do financial intermediaries do? " Journal of Banking & Finance

Gombola, Michael J. and George P. Tsetsekos (1992), Foreign and Demostic Divestments:Evidence on Valuation Effects of Plant Closings",Journal of International Business Studies 23, 203-223.

Lev, B.,(1989) "On the Usefulness of Earnings Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research," Journal of Accounting Research, Supplement, p.153-192.

Lipe, R. (1986), "The Information Contained in the Components of Earnings," Journal of Accounting Research, p.37-64.

McConnell, J.J. and C.J Muscarella (1985),"Corporate Capital Expenditure and Market Value of Firm ", Journal of Financial Economics 14,339-422.

McConnell, J.J. and T. Nantell (1985),"Corporate Combinations and Common Stock Returns":The Case of Joint Ventures.",Journal of Finance 14,519-536.

Mikkelson, W. and M. Parch (1986), "Valuation Effect of Security Offerings and the Issuance Process," Journal of Financial Economics, Vol.15, p.31-60.

Mohanram, P. and A. Nanda, (1996), "When do Joint Ventures Create Value?", Academy of Management Proceedings, p.35-40.

Statman, Meir and James F .Sepe（1989）,"Project Termination Announcements and The Market Value of The Firm", Journal of Finance 18,74-81.

Woolridge, R.J.(1988),"Competitive Decline and Corporate Resturcturings: Is a Myopic Stock Market to Blame?",

Journal of Applied Corporate Finance 1,26-56.

Woolridge, R.J. and C.C. Snow (1990),"Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions.", Strategic Management Journal 11,353-363.

Yanrui Wu, (2000) "Measuring the performance of foreign direct investment: a case study of China", Economics Letters 66, p.143-150.

中文部分

江怡慧、吳旻真，”電子銀行之探討”，產業金融第 110 期。

陳琪（1997）”也談企業競爭力之提升（上）”，萬通銀行雙季刊。

鄭月遂（1998）”台灣金融業邁向電子化時代”，台灣銀行第 34 卷 5 期。

葉其葳（1997）”網際網路對電子銀行服務影響之研究”。

徐淑卿（1993），台灣股票上市公司營業外所得增額資訊內涵之研究，碩士論文，私立東吳大學會計研究所。

蔡秀麗（1999），季營業外淨利增額資訊內涵之研究，碩士論文，私立東海大學管理研究所。

黃于慎（2001），會計盈餘資訊內涵之研究-資訊元分析法的應用，碩士論文，私立朝陽科技大學財務金融研究所。

吳宏仁(1994)，「台灣企業資本投資宣告對股東財富之影響」，輔仁大學管理學研究所碩士論文。

何威翰(1998)，「台灣個人電腦相關產業關聯性之研究」，淡江大學財務金融學系碩士論文。

林俊亨(1999)，「國內產業上、中、下游之廠商其股價變動相互關聯性之研究-以資訊電子業為例」，大葉大學事業經營研究所碩士論文。

張裕波（1998），「電子股上、中、下游股價關聯性之研究」，中正大學企業管理學系碩士論文。

程銀宗(2000)，「資本支出宣告之市場反應影響因素之探討」，中正大學財務金融研究所碩士論文。

陳柏錩(1999)，「上市公司資本支出、成長機會與股東財富影響之關係」，中正大學財務金融研究所碩士論文。

謝劍平(1993)，”閒餘現金流量與 Tobin’Q 對資本投資決策中股東財富效果的影響”，中國財務學會八十二年年會論文，509-529。

王秀菊(1993)，「台灣企業國際合資宣告對股東財富影響之研究」，輔仁大學管理科學研究所未出版碩士論文。

李文明(1993)，「台灣企業進行國外直接投資宣告對股東財富的影響」，輔仁大學管理科學研究所未出版碩士論文。

李燦勳(1994)，「上市公司赴東南亞投資財富效果之研究」，交通大學管理科學研究所未出版碩士論文。

吳清豐(1992)，「國際直接投資案宣告對股價影響之研究」，台灣大學商學研究所碩士論文。

何鴻鈞(2000)，「台商投資大陸之合資因素與績效關聯性之研究」，朝陽科技大學企業管理系碩士班碩士論文。

林章德(1999)，「上市公司重大投資宣告對股價影響之研究」，東海大學管理研究所碩士論文。

邱足恩(1994)，「上市公司從事海外直接投資對股東財富影響之研究」，政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。

邱亭彰(1992)，「台灣企業對外投資經營策略與績效之探討」，中興大學（台北）企業管理研究所未出版碩士論文。

周萱(1991)，「資訊業海外投資之研究」，政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。

徐宏志(1998)，「對外投資廠商的生產與研發決策之研究－以台灣製造業廠商為例」，台灣大學經濟學研究所未出版碩士論文。

許涵翔(1999)，「大陸經營環境變遷下台商赴越南投資之趨勢探討」，成功大學企業管理學系碩士論文。

陳清正(1993)，「台灣製造業赴東南亞投資之研究」，政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。

張淑華(1992)，「台灣企業海外直接投資效益之研究」，中山大學財務管理學系未出版碩士論文。

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。

黃楚淵(1995)，「台灣上市公司宣告海外直接投資訊息對股東財富之影響－異質條件變異數分析法」，政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。

簡聖紋(1999)，「海外投資宣告對股東財富影響之研究－「西進」與「南向」之比較」，朝陽科技大學企業管理系碩士班碩士論文。

羅美煒(1992)，「上市公司赴大陸投資消息宣告對股東財富影響之研究」，政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。