

國立交通大學

財務金融研究所

碩士論文

主併公司併購後短期宣告效果與營運績效衡量

—台灣上市公司之實證研究

The Acquiring Companies' Announcement Effect and Its
Operating Performance Studies— The Case of Listed Company
In Taiwan

研究生：葉士榮

指導教授：林建榮 博士

中華民國九十六年六月

主併公司併購後短期宣告效果與營運績效衡量

—台灣上市公司之實證研究

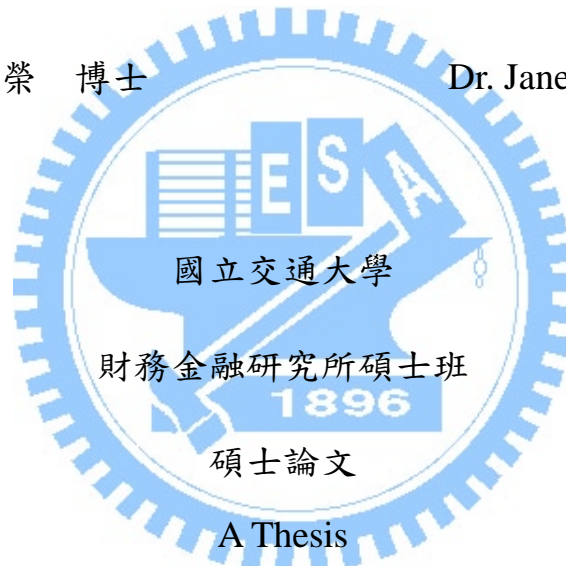
The Acquiring Companies' Announcement Effect and Its
Operating Performance Studies— The Case of Listed Company
In Taiwan

研究生：葉士榮

Student : Shih-Jung Yeh

指導教授：林建榮 博士

Dr. Jane-Raung Lin



A Thesis

Submitted to Graduate Institute of Finance
National Chiao Tung University
in partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of
Master of Science
in
Finance

June 2007

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國九十六年六月

主併公司併購後短期宣告效果與營運績效衡量

—台灣上市公司之實證研究

學生：葉士榮

指導教授：林建榮 博士

國立交通大學財務金融研究所碩士班

2007 年 6 月

摘要

全球購併熱潮在 2000 年時達到顛峰，而台灣在 2003 年通過企業併購法後，也加速了併購案的成長。究竟購併活動對主併公司股東財富的影響為何，一直是學者積極研究的課題。主併公司是否真能因購併活動而對其股價產生正面效益，亦為本研究所要討論的重點。本研究以台灣上市主併公司為樣本，使用事件研究法分析其短期宣告效果；在長期併購績效則以財務比率找出與股價報酬率的相關性。實證結果如下

1. 國內股票市場對企業購併宣告有正面反應。但其購併消息亦存在容易提前洩漏的現象。
2. 影響其購併宣告效果的重要變數有購併地區、產業相關性、收購目標公司股數多寡與併購案成功與否
3. 影響主併公司營運績效的重要因素，包含併購地區、併購目標公司股數多寡、過去績效表現、代理問題程度。

關鍵字：事件研究法、宣告效果、併購。

The Acquiring Companies' Announcement Effect and Its
Operating Performance Studies– The Case of Listed Company
In Taiwan

Student: Shih-Jung Yeh

Advisor: Dr. Jane-Raung Lin

Graduate Institute of Finance
National Chiao Tung University



The global M&A activities reach its peak in Year 2000. After Taiwan passes the M&A Laws, it accelerates Taiwan's M&A market. However, we are still wondering if the acquiring companies can have a better operation after M&A. In acquiring companies' point of view, we measure the short-term effect of M&A announcement and its operating performance with stock return and financial ratios. We adopt event study and group tests to analyze the abnormal returns; in the aspect of operating financial performance, this research tries to find out what are the important factors affecting financial ratios after M&A.

The results are listed below:

1. As a whole, stock market in Taiwan responds positively to the corporate M&A announcements. It also shows that the M&A information may leak out in advance.

2. The factors affecting short-term abnormal returns of M&A announcements are geographic regions, industry relatedness, past performance of the acquiring company and the percentage of the stocks acquired.

3. The factors which affect the acquiring companies' operating performance are geographic regions, agency problems, pass performance.



誌 謝

本文承蒙林建榮教授之悉心指導，始能順利完成，謹此致上最誠摯的謝意。又財金所諸位師長，均熱心提供許多寶貴的意見，在此一併致謝。

如果沒有許許多多同學的鼎力幫助，這篇論文也不會如此順利的產生，在這要感謝我的同學逸民給我論文方向上的建議，台大好友雅筑大方的分享，凱秩、翠伶教導我SDC資料庫的使用，同學正霆，主動提醒我事件研究法資料處理上該注意的地方與之後的實證解釋，同學明琪幫我在英文摘要上文法的修改，同學琬惠在之後的EXCEL使用上、論文排版與圖表美化、及許許多多的後製上幫許多大忙。還有其他同學在我論文期間給予的支持，與精神上莫大的鼓勵；特別要感謝我的女友舒琦，在我寫論文的時候，無微不至的關心與體諒，沒有很”愣性”的要求我做很多事，默默的支持我。

最後，謹以此文獻給我摯愛的雙親及為我學業經濟上付出很大心力的姐姐。

葉士榮 謹誌於國立交通大學財務金融所碩士班

中華民國九十六年六月

目 錄

| | |
|----------------------|------|
| 封面內頁 | |
| 簽名頁 | |
| 摘要..... | i |
| ABSTRACT..... | ii |
| 誌謝..... | iv |
| 目 錄 | v |
| 表目錄..... | vii |
| 圖目錄..... | viii |
| | |
| 第一章 緒論..... | 1 |
| 第一節 研究動機..... | 1 |
| 第二節 研究架構..... | 2 |
| 第二章. 文獻探討..... | 3 |
| 第一節 公司併購相關文獻..... | 3 |
| 第三章. 研究設計..... | 7 |
| 第一節 樣本選取標準..... | 7 |
| 第二節 研究假說..... | 11 |
| 第三節 研究變數之操作性定義..... | 15 |
| 第四節 研究方法..... | 18 |
| 第四章 短期購併宣告效果分析 | 24 |
| 第一節 購併宣告異常報酬率分析..... | 24 |
| 第二節 分群檢定分析..... | 27 |
| 第三節 小結..... | 31 |
| 第五章 營運財務績效分析 | 33 |

| | |
|-------------------|----|
| 第一節 財務績效迴歸分析..... | 33 |
| 第二節 小節..... | 36 |
| 第六章 結論 | 37 |
| 第一節 研究結論..... | 37 |
| 第二節 研究限制與建議..... | 38 |
| 參考文獻..... | 40 |



表目錄

| | |
|-------------------------------------|----|
| 表 3.1 併購分布年份..... | 9 |
| 表 3.2 樣本產業分佈..... | 9 |
| 表 3.3 目標公司所屬國家..... | 10 |
| 表 4.1 全部樣本之平均異常報酬率..... | 24 |
| 表 4.3 全部樣本之平均累積異常報酬率..... | 25 |
| 表 4.5 購併地區對累積異常報酬率之影響分析..... | 27 |
| 表 4.6 產業相關性對累積異常報酬率之影響分析..... | 28 |
| 表 4.7 股數收購的多寡對累積異常報酬率之影響分析..... | 29 |
| 表 4.8 目標公司的過去經營績效對累積異常報酬率之影響分析..... | 30 |
| 表 4.9 併購是否完成對累積異常報酬率之影響分析..... | 31 |
| 表 5.1 財務績效表現之複迴歸分析..... | 35 |



圖目錄

| | |
|---------------------|----|
| 圖 1-1 本研究流程圖 | 2 |
| 圖 4.2 AR 走勢圖 | 25 |
| 圖 4.4 CAR 走勢圖 | 26 |



第一章 緒論

第一節 研究動機

台灣企業想要發展出自由品牌，降低成本、增加通路據點，邁向國際市場，併購其他國際企業是最簡單的方法。全球購併熱潮在2000年時達到巔峰，但後來因為國際情勢持續不穩定與全球經濟的衰退，造成全球購併活動暫緩了些；此時亞洲的購併活動卻反向熱絡，2003上半年亞洲購併業務為全球的20%，創下歷史新高。而從2000年到2002年間，台灣國內陸續通過「金融機構合併法」、「金融控股公司法」及「企業併購法」等相關購併法令，以簡化法規限制、放寬購併申請規定等措施，鼓勵企業藉由購併改善公司體質、發揮經營效率，進而促進市場的健全完善，鼓勵國內企業進行購併活動來使台灣的企業達到全球化。《企業併購法》施行後，國內企業併購活動變得十分活絡，對於企業進行組織調整，加速轉型，以達規模經濟，降低成本，發揮經營效率，提升國際競爭力，有相當助益。其中，台灣高科技公司- 鴻海，2005年下半年一連發動了五起併購案，橫跨三大洲，先在美州墨西哥併購摩托羅拉工廠，又再芬蘭併購藝摩科技，最後又再併購國基，是一個國內企業從自我成長到併購提升自己企業價值與競爭力的好典範。

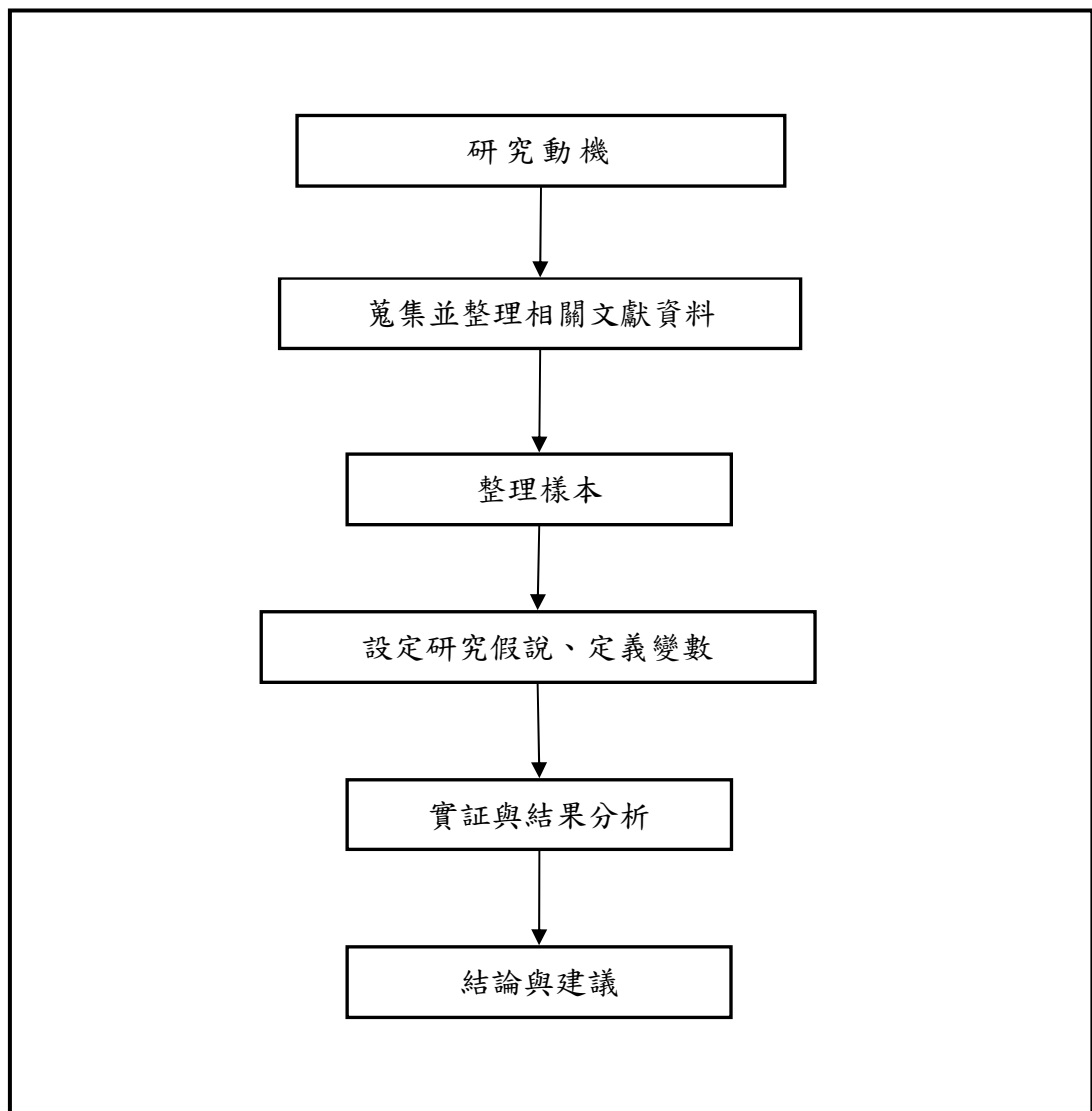
然而就在全球企業前仆後繼地以購併達成策略目標的同時，究竟購併活動對主併公司股東財富的影響為何，一直是學者積極研究的課題。主併公司是否

真能因購併活動而對其股價產生正面效益，此乃值得探討之問題，亦為本研究所要討論的重點。

第二節 研究架構

本研究之架構如下：第一章為前言，第二章為文獻探討，第三章為研究方法，第四章為短期實證結果與分析，第五章為長期實證結果與分析，最後則為結論與建議。

圖 1-1 研究流程圖



第二章 文獻探討

第一節 公司併購相關文獻

(一) 併購理論

併購理論之前的文獻歸類大部分分為四種:營運，財務，市場力量。前兩項著重於增加綜效與多角化來降低系統風險; 而後一項則強調市場競爭力以及併購管制環境之改變對於併購的影響程度

- 1.財務綜效理論(Financial Synergy Theory)：公司併購有助於資金成本之降低，進而提升公司價值.當公司在某一產業時，藉由結合非相關之產業降低經濟景氣與不景氣循環間之衝擊來降低公司投資組合之系統風險。
- 2.營運綜效理論(Operational Synergy Theory)：Porter(1985)，企業透過併購可以提高生產效率，單位成本下降，利潤增加，產生規模經濟的效能。
- 3.市場力量理論(Market Power Theory)：也稱市場綜效。 Singh and Montgomery(1987)認為企業會因為併購行為而提升本身企業的佔有率，進而藉由市場力量影響市場的產品價格與性質等能力，產生市場綜效。

過去研究購併的領域，分為兩大部分：第一個是以股票的報酬率衡量對股東財富的影響；而第二部分則是以財務績效指標作為衡量對公司經營績效的影響。在股票報酬率方面，大部分的實證研究都顯示認為目標公司的股東財富享有明顯的異常報酬；但就主併公司的部分則產生不同意見。Dodd(1980)與Walker(2000)

的結論是購併宣告會導致主併公司有顯著負的累積異常報酬；而Asquith(1983)則有相反的意見，認為購併宣告會使主併公司的股東財富增加。在國內實證研究結論則大多得到購併宣告可使主併公司股東享有顯著正向的累積異常報酬之結論，如許淑瑋(2002)、蘇羨惠(2001)、曾品玉(2001)、孫梅瑞(2000)、杜曉君(2000)與蕭惠元(1996)。而對主併公司有負向累積報酬的則有洪麗惠(1995)。國內的謝劍平和張竣傑（1995）則是認為併購事件對主併公司沒有特別影響。

而在財務績效指標方面，主要是根據購併前後的財務資料來評估購併活動對主併公司財務績效的影響度。國內有陳志光(80)將資產報酬率、資產週轉率、股東權益報酬率、營業成本率、負債比率以及市場佔有率，分別代表營運、市場及財務三項綜效進行分析研究。實證結果皆無顯著差異。吳昭欣(81)將25項財務指標以因素分析選出，規模性、安全性、收益性資產效率以及資本結構等六項經營績效評價構面。林嬋娟、吳安妮(81)將資產報酬率、股東權益報酬率、營業成本率、負債比率、市場佔有率以及現金流入量比率，作為綜效與績效衡量指標。實證結果則無明顯營運綜效產生，市場綜效則要三年後才開始顯現。王佳宜(84)以第一手資料(問卷及訪談)與財務資料兩種，財務指標有固定資產週轉率、股東權益報酬率、自有資金比率、市場佔有率、經營風險變異性以及稅後純益成長率六項，結果顯示企業併購前後皆有顯著差異。吳美麗(84)將財務指標分析，取出營運綜效之規模報酬、財務綜效之償債能力、營運綜效之獲利能力與管理效率、財務綜效之財務槓桿效果、經營績效以及財務綜效之安全性進行分析，結果顯示製

造業財務與經營綜效表現比併購前佳，營運綜效則無差異。而國外較有名的則有 Hearly, et al(1992)則以營運現金流量報酬率來作為績效指標，並以此進行分析研究。實證結果認為，企業能更有效地使用資源，所以併購後會有顯著正向的營運綜效。Jeanette A. Switzer (1996) 根據前面Healy, et al. (1992) 之研究，進一步以調整前後之營運現金流量報酬率作為績效指標，分別對主併與被併雙方進行分析研究。結果發現，不論營運現金流量報酬率調整前後，主併公司於併購後績效皆顯著較併購前佳；併購績效改善幅度受到主併被併公司間規模大小的影響，目標規模愈小，績效改善效果愈大。而David Loree, et al (2000) 站在分析師的角度，以每股盈餘作為衡量指標，分析國際併購各項因素對股價的影響。而其研究結果發現，主併公司先前國際併購的經驗以及對於目標公司所在國家之經營經驗對於預期盈餘會有正向的影響。

不論國內外，均有許多文獻探討影響購併成效的重要因素，例如購併地區、產業相關性及代理問題程度等變數。在 Ghosh(2001)之研究中，發現產業相關性對購併後營運現金流量有顯著影響；根據管理效率差異理論與傲慢假說，公司過去績效表現亦為影響購併成效的重要因子(Morck, 1990；Roll, 1986；許淑瑋(2002)；曾品玉, 2001;洪麗惠, 1995)。代理問題在購併領域中，亦為一重要課題，已有一些學者 (Morck, 1990；Jensen, 1986) 從事研究。在國內實證文獻方面，許淑瑋(2002)認為影響一般產業主併公司長期經營績效的重要因素，包含支付方法、相對規模、過去績效表現、代理問題程度及所屬產業別。

孫梅瑞(2000)認為目標公司公開發行與否、產業相關性、過去經營績效及代理成本對購併後經營績效有顯著影響；杜曉君（2000）則認為主併公司特質，如法人持股比例，與購併型態，如經營績效、自由現金流量、產業相關性及公司規模等為主併公司股東財富之顯著解釋變數。



第三章 研究設計

本章根據相關的理論與實證研究，發展本研究之研究假說，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 樣本選取來源與標準

本研究樣本蒐集以從西元 1990 年 1 月 1 日至 2006 年 12 月 31 日間有發生併購行為的台灣上市公司為研究對象。

一、資料來源

有關本研究所述各項的資料來源，說明如下：

- 1.SDC 資料庫：取得主併公司的上市代碼、宣告日、主併公司產業別、目標公司產業別、主併公司的國家、目標公司的國家、收購股數、目標公司的盈虧。
- 2.台灣經濟新報資料庫（TEJ）：公司股價交易資訊及相關財務資料。

二、選樣標準

本研究係以1990年1月1日至2006年12月31日間，曾從事購併宣告的上市公司為研究對象。其選樣標準如下：


- (一) 公司必須為台灣證券交易所公開上市的公司，以確保能完整取得主併公司之相關資料。
- (二) 因為考慮金融業是較特殊的產業，其財報與資本形成與一般產業並不同。因此本研究樣本剔除金融業公司。

(三)以主併公司財務報表資料能完整取得者為主。

(四)SDC 上的台灣上市公司併購案，要有明確之宣告日、購併股數及購併地點

產業別等資料。篩選樣本公司排除主併公司產業代碼(SIC CODE)為 6000-6700 受政府高度管制、9000-9999 政府部門產業以及 4900-4999 的金融產業，才能列入購併宣告樣本；此外，只有確實完成購併計畫者，才列入財務研究樣本。

(五)為從事長期財務績效衡量，樣本必須於台灣經濟新報資料庫中具有購併年度前三年，購併年度後至少一年、至多三年之財務資料。



在全部546個樣本中，由表3.1可看出近幾年之購併活動，相較於1990年代初期，的確較為蓬勃，在2003年因為通過企業併購法，造成購併案快速增加，從2003年75件，2004年78件，2005年75件到2006年則增加到82件購併宣告事件；併購事件在1993年最少，只有3件。表3.2就購併地點來看，國內購併事件約佔69.6%(380件)，國際購併事件佔30.4% (166件)，兩者略有差距。在樣本產業分布表上，可以看到台灣的農林漁牧業跟礦產業併購案在取樣期間沒有發生過，而併購案發生最多的則是在製造業裡的機械共有325件，接著就是運輸與衛生業有54件，其餘數量則大致相差不多，併購案比較少的則是屬建築業與服務業，分別為12件與18件。最後，就產業相關性來看，高達65.8%(359件)的購併活動屬於相關性購併（水平購併與垂直購併），僅34.2%(187件)為非相關性購併（複合式購併），可見國內企業仍偏愛在自己熟悉的經營領域內從事購併活動。

表 3.1 併購分布年份

| 年份 | 併購事件數 | 年份 | 併購事件數 | 年份 | 併購事件數 |
|------|-------|------|-------|------|-------|
| 1990 | 8 | 1996 | 17 | 2002 | 57 |
| 1991 | 4 | 1997 | 8 | 2003 | 75 |
| 1992 | 5 | 1998 | 17 | 2004 | 78 |
| 1993 | 3 | 1999 | 30 | 2005 | 75 |
| 1994 | 4 | 2000 | 38 | 2006 | 82 |
| 1995 | 13 | 2001 | 32 | | |

資料來源:SDC

表 3.2 目標公司所屬國家

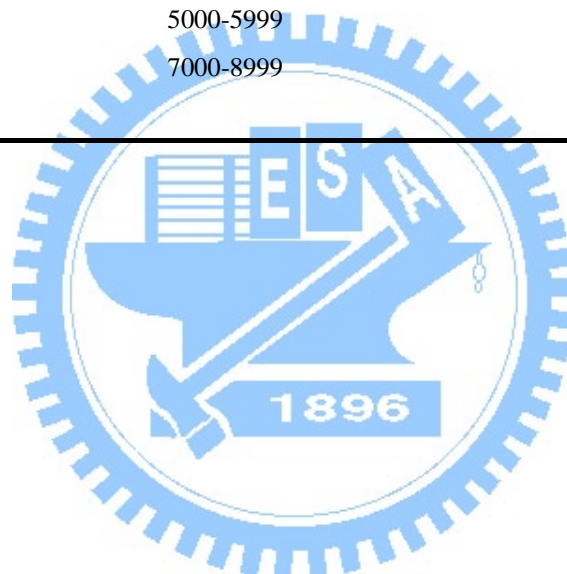
| 目標公司所屬 國家 | 件數 | 目標公司所屬 國家 | 件數 | 目標公司所屬 國家 | 件數 |
|--------------|----|--------------|----|--------------|-----|
| Australia | 2 | India | 3 | Singapore | 6 |
| Canada | 1 | Ireland Rep | 1 | S. Korea | 6 |
| China | 39 | Israel | 1 | Sweden | 2 |
| Finland | 1 | Italy | 1 | Thailand | 2 |
| Germany | 6 | Japan | 7 | U.K. | 1 |
| Honduras | 1 | Malaysia | 4 | U.S. | 56 |
| HK | 20 | Mexico | 3 | | |
| Hungary | 1 | Netherlands | 2 | Taiwan | 380 |

資料來源:SDC

表 3.3 樣本產業分佈

| SIC 產業分類 | SIC CODE | M&A 件數 |
|----------|-----------|--------|
| 農林漁牧業 | 0100-999 | 0 |
| 礦產業 | 1000-1499 | 0 |
| 建築業 | 1500-1799 | 12 |
| 製造業 | | |
| 食品 紡織 印刷 | 2000-2799 | 37 |
| 化學 汽油 | 2800-2999 | 24 |
| 橡膠 塑膠 玻璃 | 3000-3299 | 22 |
| 金屬 | 3300-3499 | 28 |
| 機械 | 3500-3899 | 325 |
| 其它 | 3900-3999 | 1 |
| 運輸與衛生業 | 4000-4899 | 54 |
| 批發與零售買賣業 | 5000-5999 | 25 |
| 服務業 | 7000-8999 | 18 |
| Total | | 546 |

資料來源:SDC



第二節 研究假說

假說1：上市公司從事購併宣告對其股票報酬率有正面影響。

企業在進行購併活動時，通常是基於股東財富極大化的動機，但是亦有可能是管理者為滿足自身目的而進行，因而產生代理問題。究竟購併活動是否真能增加股東財富，已成為購併領域重要研究課題之一。Sudarsanam、Holl and Salami (1996)與Mandelker(1988)之實證結論為購併宣告導致顯著負向的累積異常報酬；Asquith(1983)則認為購併宣告的確可提高股東財富。相較於國外實證結論無法得到共識，國內實證結果大多得到購併宣告可使主併公司股東享有顯著正向的累積異常報酬之結論，如許淑瑋(2002)、曾品玉(2001)與孫梅瑞(2000)。

假說2：從事國際購併的主併公司績效表現優於從事國內購併者。

台灣地區由於腹地狹小，國內市場發展受限，又面臨加入WTO後，國際化競爭日趨激烈，台灣企業無不苦思如何因應此一競爭態勢。倘若能經由國際購併活動，獲得豐富資源與技術、現有國外市場及國際行銷通路，則應可發揮比國內購併更高的購併綜效。依據Doukas and Travlos(1988)之研究，發現從事國際購併會提高主併公司的股東財富；許淑瑋(2002)、杜曉君(2000)之實證研究亦支持此說法。

假說3：從事相關購併的主併公司績效表現優於從事非相關購併者。

相關購併(水平購併與垂直購併)可獲得生產要素、行銷通路及拓展市場佔有率等相關資源挹注，使主併公司原有資源得到更充分運用，創造營運綜效，故相

關購併相較於非相關購併（複合式購併），較能創造綜效價值。依據Singh and Montgomery(1987)之實證結果顯示，相關性購併具有較高之股票報酬；Ghosh(2001)則發現營運現金流量增進較易發生於非相關購併。國內亦未得到一致的研究結論，依據許淑瑋(2002)、孫梅瑞（2000）之研究，部分支持此說法；但杜曉君(2000)則得到非相關產業購併活動為主併公司創造較高報酬的結論。

假說4：擁有目標公司過半的股數對主併公司績效表現有正向影響。

擁有目標公司過半的股數，代表相對的對目標公司會擁有更大的控制力，對於如何整合運用目標公司之資產及其經營效率改善的能力，影響更大。

假說5：目標公司過去經營績效對主併公司績效表現有正向影響。

根據管理效率差異理論，公司過去經營績效越好，在進行購併活動時，自然預期其可創造較高的綜效價值。對於目標公司過去表現得越出色，對於併購後的整合與文化適應上應有更好的表現，產生出最大的合併綜效。對主併公司也會產生比較正面的績效。

假說6：併購是否完成在對主併公司績效表現有正向影響。

併購是否有成功對於主併公司績效應該會有正面的影響。對於一個併購案的成功與否，攸關於投資大眾對這案子的信心。如果被一般大眾看好，相對的，合併成功機率就會增加；如果不看好，對於此交易案則會有不好的影響。

假說7：主併公司從事購併活動後，會產生營運綜效。

根據營運綜效理論，企業基於股東價值極大化的動機，會經由購併活動產生規模經濟效益、提高效率利益及降低成本費用。本文藉由資產報酬率與營業費用率(Ansoff, 1971；許淑瑋, 2002；孫梅瑞, 2000)來觀察企業之獲利能力與成本控制能力是否增進，進而產生營運綜效。

假說8：主併公司從事購併活動後，會產生市場綜效。

根據市場力理論，經由購併活動，企業可達到更高的市場佔有率，產生市場壟斷效益。本文藉由營收成長率及總資產周轉率(許淑瑋, 2002；孫梅瑞, 2000；林永隆, 1998)來衡量企業是否產生市場綜效。

假說9：公司過去經營績效對主併公司績效表現有正向影響。

根據管理效率差異理論，主併公司過去經營績效越好，在進行購併活動時，自然預期其可創造較高的綜效價值。Morck(1990)及許淑瑋(2002)洪麗惠(1995)之研究結果均支持此說法。另一方面，根據Roll(1986)的傲慢假說，過去經營績效越好的公司，其管理者易過於自視甚高而高估目標公司價值，反而導致其購併後績效變差。杜曉君(2000)與曾品玉(2001)之實證結果支持公司過去經營績效與公司價值呈負相關的說法。

假說10：代理問題程度對主併公司績效表現有負向影響。

根據Jensen(1986)的自由現金流量假說，當企業自由現金流量愈多，管理者愈會從事不效率的投資活動，使得代理問題惡化。因此自由現金流量低的主併公

司，表示其代理問題程度較低，其所從事之購併活動應能為公司創造高價值。許淑瑋(2002)杜曉君(2000)與楊勝淵(1999)之研究結論均支持代理問題程度對主併公司績效表現有負面影響。



第三節 研究變數之操作性定義

一、自變數操作性定義


(一) 購併地區

根據目標公司所在地區而劃分為國際購併與國內購併兩種型態。在複迴歸模型中以虛擬變數表示之。

$$\text{併購地區} \begin{cases} \text{國際併購}=1 \\ \text{國內併購}=0 \end{cases}$$

(二) 產業相關性

根據主併公司與目標公司主要營業項目是否相關而劃分為相關購併與非相關購併兩種型態。倘若主併公司與目標公司屬於同一產業或為上、下游廠商關係，亦歸類於相關購併。在複迴歸模型中以虛擬變數表示之。


$$\text{產業相關性} \begin{cases} \text{相關併購}=1 \\ \text{非相關併購}=0 \end{cases}$$

(三) 收購股權多寡

主併公司為取得目標公司經營權，以收購目標公司股數超過百分之五十為準。以主併公司收購目標公司股數達到百分之五十與收購目標公司股數低於百分之五十為分界。在複迴歸模型中以虛擬變數表示之。

$$\text{收購股權} \begin{cases} \text{收購股數超過百分之五十}=1 \\ \text{收購股數低於百分之五十}=0 \end{cases}$$

(四)代理問題程度

依據Jensen (1986) 的代理理論，自由現金流量(FCF)愈多，將使代理問題愈趨嚴重，故本文以FCF 作為代理問題程度的替代變數。依據杜曉君 (2000) 與楊勝淵(1999)之研究，FCF 可定義為來自營業活動現金流量減除資本支出，但資本支出定義難以判定，故以購置固定資產之現金支出替代之；另外為避免公司規模造成研究結果有所偏誤，故再將資產總額列入考慮：

$$FCF\text{比率} = \frac{\text{併購前兩年平均自由現金流量}}{\text{資產總額}}$$

(五) 過去經營績效

根據許淑瑋 (2002) 與孫梅瑞 (2000) 之研究，均以Tobin's Q 為公司過去經營績效表現之指標。因此本研究也將Tobin's Q 作為主併公司過去績效表現的替代變數。但由於資產之重置成本不易取得，所以以資產總額取代之：

$$Tobin's\ Q = \frac{\text{權益市值} + \text{長期負債} + \text{短期負債}}{\text{資產總額}}$$

二、 績效衡量變數

(一) 短期宣告效果

為探討台灣企業在短期間是否受到購併事件宣告之影響，乃採用事件研究法從事相關研究，亦即觀察其股票報酬率是否有所變化。故在短期宣告效果部分有兩重要衡量指標：

1. 異常報酬率 (Abnormal Return, AR)
2. 累積異常報酬率 (Cumulative Abnormal Return, CAR)

關於AR 與CAR 的計算方式，將列於事件研究法部分。

(二) 營運財務績效

為了解台灣企業長期間是否因購併活動而改善其經營績效，乃進行營運財務績效差異檢定。以下即將各財務績效指標的操作性定義分別說明如下：

1. 全體樣本

本研究以資產報酬率與營業費用率衡量企業在從事購併活動後，其獲利能力與成本費用是否因規模經濟、交易成本經濟利益及差異效率而產生營運綜效。



$$\text{資產報酬率} = \frac{\text{平均資產總額}}{\text{稅前息前淨利}}$$

$$\text{營業費用率} = \frac{\text{營業收入淨額}}{\text{營業費用}}$$

企業可藉由購併活動而提升其市場佔有率，進而達到獨佔或寡佔之局面，但由於目前台灣企業大多已從事多角化經營，較難定義及衡量其主要營業活動之市場佔有率，故本研究以營收成長率、總資產周轉率、總資產成長率、營業毛利率來衡量其市場綜效之表現。

$$\text{營收成長率} = \frac{\text{本期營業收入淨額} - \text{前期營業收入淨額}}{\text{前期營業收入淨額}}$$

$$\text{總資產周轉率} = \frac{\text{營業收入淨額}}{\text{平均資產總額}}$$

$$\text{總資產成長率} = \frac{\text{當期總資產} - \text{去年同期總資產}}{\text{去年同期總資產}}$$

$$\text{營業毛利率} = \frac{\text{營業收入} - \text{成本}}{\text{營業收入}}$$

第四節 研究方法

一、事件研究法

事件研究法主要是利用股票異常報酬率來衡量特定事件（如購併宣告）與公司股票價格之間的關連性。

（一）時間參數設定

由於須觀察企業在購併宣告日前後之股價變化，故須先對事件資訊的時間參數，如宣告日、事件期及估計期，作定義：

1. 宣告日：以購併宣告實際刊載於主要新聞媒體之日為宣告日，假如當日適逢股市休市，則以休市後的第一個交易日作為宣告日基準。
2. 事件期：以宣告日前20個交易日至宣告日後20個交易日為事件研究之事件期。
3. 估計期：以宣告日前121個交易日至宣告日前21個交易日為事件研究之估計期。
4. 事件窗口：選擇(-5, 0)、(-3, 0)、(-1, 0)、(0, +1)、(0, +3)、(0, +5)、(-8, -3)、(+3, +8)等八個窗口作為計算累積異常報酬率之事件窗口。

(二) 預期報酬模式

本研究以最常使用之市場模式，計算各股票的預期報酬率。所謂市場模式，乃假設個別股票報酬率與市場報酬率間，存在一簡單線性關係。

市場模式是以估計期資料，利用普通最小平方法(Ordinary Least Square ;簡稱 OLS)建立以下回歸模式

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

其中， ε_{it} 為誤差項且 $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2)$ 經過最小平方法即可以得到估計值 $\hat{\alpha}_i$ 與 $\hat{\beta}_i$ ，因此事件期 E 期的預期報酬率為

$$E(\hat{R}_{iE}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mE}$$

雖然股票報酬率數列間常具有異質變異數性質（簡稱ARCH 現象），須改採GARCH 模式估計參數；但根據孫梅瑞（2000）之研究，OLS 估計組樣本與 OLS+GARCH 估計組樣本對異常報酬率的計算結果，並無顯著差異，故本研究決定以OLS法進行市場模式參數估計。

(三) 異常報酬率估計模式

因為事件發生，導致每一證券產生異常報酬。所謂的異常報酬是以事件期的實際報酬率減去預期報酬率，亦即

$$AR_{iE} = R_{iE} - \hat{R}_{iE}$$

將事件窗口中之各日異常報酬率累計後，即可獲得累積異常報酬率

CAR_{iE} 。即

$$CAR_{iE} = \sum_{E=a}^b AR_{iE}$$

二、事件研究之統計檢定

由於事件研究主要是對某事件的發生是否對股價造成影響，僅觀察對個別證券並無法作出結論。因此必須檢定平均異常報酬率或是累積異常報酬率是否顯著異於零。

平均異常報酬率之檢定

(1) t-value計算法

根據Brown與Warner(1985)，檢定事件期某一期 E 之是否顯著異於零，計算如下：

$$t = \frac{AAR_E}{\frac{1}{N} \sqrt{\sum_{i=1}^N \hat{S}_i^2}}$$

其中， \hat{S}_i^2 為估計期之殘差變異數。而若採用GARCH市場模式，模式之假設將會與t-value互相抵觸，因此未列入考慮。

(2) 普通橫剖面法

此方法常見於事件研究法當中，主要精神就是要克服報酬率的變異數位事件影響而改變的問題，因此以估計期的變異數推估事件期異常報酬率的變異數便沒有太大意義。考慮以橫剖面的個別證券異常報酬率之變異數作為平均異常報酬率之變異數，計算如下

$$t = \frac{AAR_E}{\sqrt{\text{Var}(AAR_E)}} = \frac{AAR_E}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=*}^N (AR_{iE} - AAR_E)^2}}$$

累積異常報酬率之檢定

基本上，要檢定累積異常報酬率的方式與平均異常報酬率想法是近似的，目前除了沈中華與李建然(2000)，文獻上鮮少有詳細的說明與討論，以下將僅列舉計算方式。

(1) t-value 計算法

$$t = \frac{ACAR_{\tau_1, \tau_2}}{\sqrt{\text{Var}(ACAR_{\tau_1, \tau_2})}} = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N \frac{\sum_{E=\tau_1}^{\tau_2} \left(\frac{AR_{iE}}{\hat{S}_i} \right)}{\sqrt{m}}$$

其中， $m = \tau_2 - \tau_1 + 1$

(2) 普通橫剖面法

$$t = \frac{ACAR_{\tau_1, \tau_2}}{\sqrt{\text{Var}(ACAR_{\tau_1, \tau_2})}} = \frac{ACAR_{\tau_1, \tau_2}}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left(CAR_{i, \tau_1, \tau_2} - \sum_{i=1}^N \frac{CAR_{i, \tau_1, \tau_2}}{N} \right)^2}}$$

在分群差異檢定方面，係以主要研究變數，即購併地區、產業相關性、併購目標公司股數多寡、目標公司過去績效表現與併購成功與否，作為樣本分群標準。如果是虛擬變數則直接分成兩組。

在樣本分類後，即可計算各組在不同事件窗口下之累積異常報酬，最後再以 t 檢定量檢視兩組是否有顯著差異，以了解各研究變數對購併宣告累積異常報酬率的影響程度。

三、複迴歸模型

(一) 營運績效衡量

本研究利用複迴歸模型找出影響企業購併宣告累積異常報酬率之重要變數，並探討各變數對營運財務績效的影響。自變數包含主要研究變數，即購併地區、產業相關性、併購目標公司股數多寡、目標公司過去績效表現與併購成功與否進行複迴歸分析。應變數為各項財務比率。實證模型如下：

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{i=1}^5 \beta_i X_{i,t} + \varepsilon$$

其中， $Y_{i,t}$ 為主併公司併購前後三年財務比率平均值之差

X_i 為模型中第 i 個自變數 $i=1, 2, \dots, 5$

分別代表購併地區區、產業相關性、併購是否完成、收購股數超過半數與否、目標公司過去經營績效

β_i ，為相關迴歸係數， $i=1, 2, \dots, 5$

本研究以F統計量檢定複迴歸模型整體係數顯著與否，以t檢定量檢定個別係數顯著與否。

四、差異檢定

本研究利用各財務績效指標，對主併公司購併前後的績效表現作一比較，以了解主併公司之財務績效表現是否因購併活動而有明顯改進。本研究先以主併公司各績效指標於購併前三年與購併後三年的平均值進行差異檢定。若樣本資料為大樣本（ $N > 30$ ），採用成對t檢定進行差異檢定。



第四章 短期購併宣告效果分析

本章共分為三個部分，第一節利用事件研究法對全部樣本進行購併宣告效果分析；第二節則是影響主併公司異常報酬的重要因素；第三節為小結。

第一節 購併宣告對股東財富的影響

一、全部樣本宣告效果分析

表4.1為全部樣本在購併宣告事件期內（ $T=-20\sim+20$ ）每日之平均異常報酬率及其t統計量之整理。表4.1指出，具有顯著異常報酬率現象日期有 $T=-17, -9, -1, 0, +1, +2$ 及 $+4$ 等七個日期。其中在 $-17, -1, 0, +1$ 是正報酬，而 $-9, +2, +4$ 都是負報酬。特別值得注意的是，在宣告日當日、前後日都有顯著的正異常報酬現象，可見購併宣告所帶來的正面影響反映很快。而在 -1 所產生的正異常報酬率，可以讓我們聯想到，應該是有內部消息提早洩漏而造成的結果。使得宣告日前就提早反映異常報酬了。而 $+2, +4$ 所帶來負的異常報酬，則是表示在 $0, +1$ 之股價宣告效果已反應過度，所以有拉回的現象。

從圖4.2 AR走勢圖可看出，在宣告日後，主併公司異常報酬率呈現正向反應，可見購併宣告對主併公司股東財富會帶來正面影響。

而為了更進一步的去了解購併宣告對企業帶來的影響，本研究分別計算 $(-5, 0)$ 、 $(-3, 0)$ 、 $(-1, 0)$ 、 $(0, +1)$ 、 $(0, +3)$ 、 $(0, +5)$ 、 $(-8, -3)$ 、 $(+3, +8)$ 等八個事件窗口的累積異常報酬率(CAR)，並進行檢定，實證結果列於表4-3。

表4.1 全部樣本之平均異常報酬率(N=546)

| | | | | | | | | | | | |
|---------|-----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|----------------------|-----------------------|---------|---------|-----------------------|--------|
| T | -20 | -19 | -18 | -17 | -16 | -15 | -14 | -13 | -12 | -11 | |
| 平均AR | 0.0946 | 0.0451 | 0.0868 | 0.2885 | 0.0409 | 0.0519 | 0.0704 | -0.1145 | -0.1313 | 0.0902 | |
| t-value | 0.9563 | 0.4559 | 0.8771 | 2.9166 ^{***} | 0.4138 | 0.5246 | 0.7114 | -1.1576 | -1.3277 | 0.9117 | |
| T | -10 | -9 | -8 | -7 | -6 | -5 | -4 | -3 | -2 | -1 | |
| 平均AR | 0.0843 | -0.3061 | -0.131 | -0.0887 | -0.1034 | 0.0236 | -0.1817 | -0.0856 | 0.0088 | 0.2679 | |
| t-value | 0.8521 | -3.0949 ^{***} | -1.3243 | -0.8965 | -1.0457 | 0.2382 | -1.8367 ^{**} | -0.8659 | 0.0886 | 2.7086 ^{***} | |
| T | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| 平均AR | 0.3403 | 0.3773 | -0.3717 | 0.0075 | -0.2537 | -0.201 | -0.0169 | -0.1263 | 0.0038 | -0.0302 | 0.1534 |
| t-value | 3.4406 ^{***} | 3.8146 ^{***} | -3.758 ^{***} | 0.0758 | -2.5653 ^{***} | -2.032 ^{**} | -0.1706 | -1.2765 | 0.0389 | -0.3049 | 1.551 |
| T | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | |
| 平均AR | -0.0066 | -0.1718 | -0.1833 | -0.1344 | 0.0153 | -0.1189 | -0.0558 | -0.0818 | -0.0854 | -0.2098 | |
| t-value | -0.0666 | -1.7373 | -1.8535 [*] | -1.359 | 0.1543 | -1.2023 | -0.5641 | -0.8268 | -0.8629 | -2.1211 ^{**} | |

1. ^{***}表示顯著水準為0.01；^{**}表示顯著水準為0.05；^{*}表示顯著水準為0.1。

圖4.2 AR走勢圖

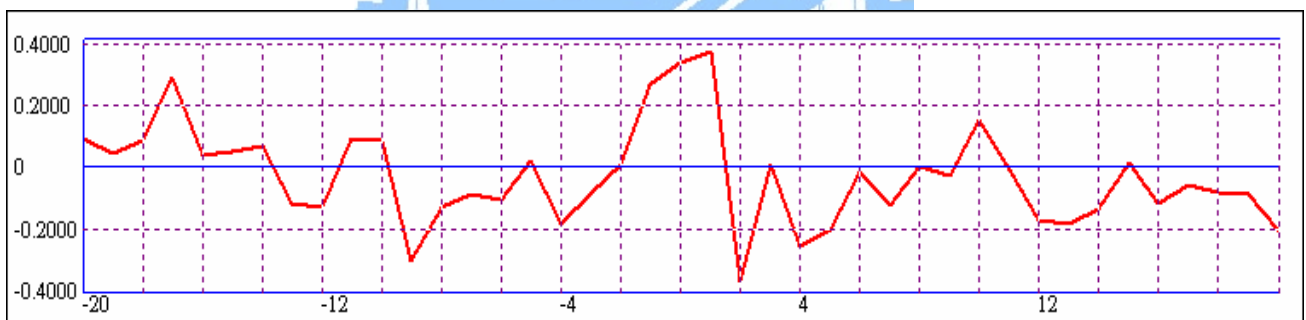


表4.3 全部樣本之平均累積異常報酬率 (N=546)

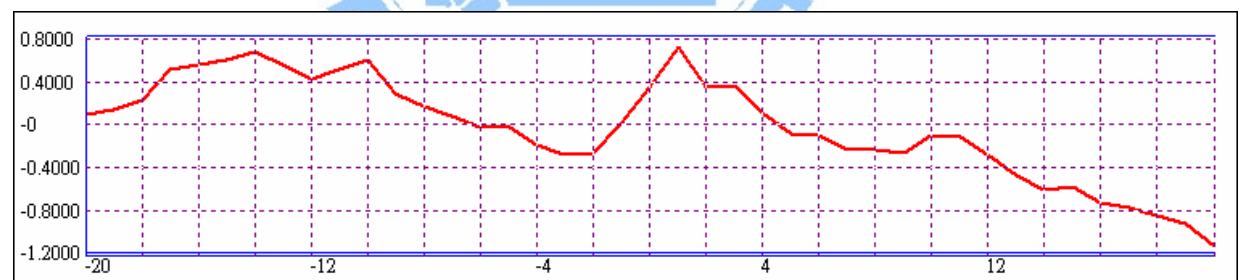
| | | | | | | | | |
|----------|--------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|---------------------|---------|-----------------------|-----------------------|
| 事件窗口 | (-5,0) | (-3,0) | (-1,0) | (0,+1) | (0,+3) | (0,+5) | (-8,-3) | (+3,+8) |
| 平均 CAR | 0.3737 | 0.5315 | 0.6082 | 0.7176 | 0.3534 | -0.1013 | -0.5665 | -0.5865 |
| t-value | 1.5424 | 2.6867 ^{***} | 4.3482 ^{***} | 5.1302 ^{***} | 1.7865 [*] | -0.4182 | -2.3345 ^{**} | -2.4208 ^{**} |
| 橫剖面法 t 值 | 1.3569 | 2.2603 ^{**} | 3.7678 ^{***} | 4.1522 ^{***} | 1.5416 | -0.3472 | -2.0895 ^{**} | -2.1962 ^{**} |

1. ^{***}表示顯著水準為0.01；^{**}表示顯著水準為0.05；^{*}表示顯著水準為0.1。

由表4.3可看到，達到顯著水準為0.01以上的窗口有(-3, 0)、(-1, 0)、(0, +1)、(0, +3)、(-8, -3)、(+3, +8)這五個事件窗口，而在短期事件窗口(-3, 0)、(-1, 0)、(0, +1)、(0, +3)的CAR皆為正值，故可支持假說1主併公司併購後短期宣告效果具有正面反應的說法，且與國內一般相關研究結論一致，如許淑瑋(2002)、孫梅瑞(2000)、曾品玉(2001)；而在事件窗口(+3, +8)則有明顯的負報酬率，顯示距離宣告日愈遠，過度反應的股價愈會回到原來價值面。

圖4.4可以從全部樣本的CAR走勢圖中，發現除了宣告日後有正累積異常報酬外，在購併宣告日前的數天亦有正累積異常報酬率出現，表示一般併購案中的確存在消息提早走漏的現象。在宣告日兩日後，反應過度的股價就會回穩慢慢走下。

圖4.4 CAR 走勢圖



第二節 影響主併公司異常報酬的重要因素

以購併地區、產業相關性、目標公司股數收購多寡、目標公司過去的經營績效、併購案是否完成，等五樣作為樣本分群標準，並採用(-3, 0)、(-1, 0)、(0, +1)、(0, +3)及(-1, +1)等五個事件窗口，檢視各組間之累積異常報酬率是否存在顯著差異。

一、購併地區對累積異常報酬率的影響

表4.5 購併地區對累積異常報酬率之影響分析

| 事件窗口 | | (-3,0) | (-1,0) | (0,+1) | (0,+3) | (-1,+1) |
|-----------------|--------------|---------|-----------|-----------|----------|-----------|
| 國際併購 (N=157) | CAR | 0.8057 | 0.7726 | 0.8363 | 0.7309 | 1.2643 |
| | t-value | 2.298** | 3.1162*** | 3.3734*** | 2.0846** | 4.1637*** |
| | 橫剖面法 t 值 | 1.7096 | 2.5081 | 2.8303 | 1.935 | 3.3624 |
| 國內併購 (N=149) | CAR | (-3,0) | (-1,0) | (0,+1) | (0,+3) | (-1,+1) |
| | t-value | 0.0336 | 0.2868 | 0.2898 | 0.0738 | 0.4378 |
| | 橫剖面法 t 值 | 0.0877 | 1.0596 | 1.0709 | 0.1927 | 1.321 |
| 兩者差異 | Δ CAR | 0.7721 | 0.4858 | 0.5465 | 0.6571 | 0.8265 |
| | t-value | 1.1831 | 1.0811 | 1.1516 | 1.05497 | 1.4634* |

1. *** 表示顯著水準為0.01；** 表示顯著水準為0.05；* 表示顯著水準為0.1。

表4.5為依照購併地區分為國際購併與國內購併兩組後的累積異常報酬率差異檢定結果。在國際購併組樣本中可以看到有呈現出顯著正的累積異常報酬率，分別在短期事件窗口中(-3,0)、(-1,0)、(0,+1)、(0,+3)、(-1,+1)；而在國內購併組中，皆無顯著的異常報酬。由此可見，購併地區是否在國外，會對投資人造成不同反應，當企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，所以市場會給予正面的反應。本實證結果也可支持假說2，對於併購國外公司投資人認為與併購國內公司相比，併購國外公司會有更好的表

現。

二、產業相關性對累積異常報酬率的影響

表4.6 列出各樣本群依照產業相關性分為相關購併與非相關購併兩組後的累積異常報酬率差異檢定結果。由表4.6 可看出，在樣本中，相關購併組在短期事件窗口(-3,0)、(-1,0)、(0,+1)、(0,+3)、(-1,+1)皆具有正的顯著的CAR；而非相關購併組在短期事件窗口 (-1,0)、(0,+1)、(-1,+1)也呈現顯著的正的CAR。可見併購相關性的產業對主併公司的宣告效果與併購不相關的比較起來是比較受投資人看好的。一般來說，從事非相關購併的企業，是為了將資金分配至不同產業，增加不同的收入、降低經營風險。但對投資人來講，企業待在自己比較熟悉的產業從事合併，會比參與自己不熟悉的別種產業，要重新摸索，還要來的看好。話說隔行如隔山，如果轉到自己不熟悉的產業摸索，通常就比較不會有很好的綜效，因而達不到比較好的合併效果。此實證結果有支持假說3。

表4.6 產業相關性對累積異常報酬率之影響分析

| 事件窗口 | (-3,0) | (-1,0) | (0,+1) | (0,+3) | (-1,+1) |
|--------------|----------|-----------|-----------|----------|-----------|
| 相關併購 | | | | | |
| (N=327) | | | | | |
| CAR | 0.5514 | 0.6379 | 0.7294 | 0.5489 | 1.0175 |
| t-value | 2.2549** | 3.6889*** | 4.218*** | 2.2447** | 4.8046*** |
| 橫剖面法 t 值 | 1.8513 | 3.0524 | 3.2557 | 1.8821 | 3.8859 |
| 非相關併購 | | | | | |
| (N=177) | | | | | |
| CAR | 0.5111 | 0.571 | 0.6786 | -0.0481 | 0.9163 |
| t-value | 1.5206 | 2.4025** | 2.8552*** | -0.143 | 3.1479*** |
| 橫剖面法 t 值 | 1.3396 | 2.2761 | 2.5683 | -0.1319 | 2.9166 |
| 兩者差異 | | | | | |
| Δ CAR | 0.0403 | 0.0669 | 0.0508 | 0.597 | 0.1012 |
| t-value | 0.0833 | 0.2048 | 0.14653 | 1.2793* | 0.2475 |

1. ***表示顯著水準為0.01；**表示顯著水準為0.05；*表示顯著水準為0.1。

三、 股數收購的多寡對累積異常報酬率的影響

由表4.7可看出，在樣本中，收購股數高於百分之五十的那組，在短期事件窗口 (-1,0)、(0,+1)、(-1,+1)具有明顯的正CAR；而收購股數低於百分之五十那組結果則是皆不顯著；而在兩者的差異裡 (-1,0)、(0,+1)、(-1,+1)有顯著的差。可見併購股數越多，或許是收購超過百分之五十的股數，之後，在於合併後會擁有更大的控制權，可以控制公司的營運方向，對主併公司來說，對於整合或管理上會有正面的幫助，也比較會有合併上的綜效。此實證結果也與假說4相同。

表4.7 股數收購的多寡對累積異常報酬率之影響分析

| 事件窗口 | | (-3,0) | (-1,0) | (0,+1) | (0,+3) | (-1,+1) |
|-----------------------|--------------|--------|-----------|-----------|---------|-----------|
| 併購股數超過 50% (N=121) | CAR | 0.5846 | 0.8299 | 1.1191 | 0.4804 | 1.1296 |
| | t- value | 1.3794 | 2.7695*** | 3.7344*** | 1.1336 | 3.0778*** |
| | 橫剖面法 t 值 | 1.0616 | 2.3376 | 3.2374 | 1.0804 | 2.6995 |
| 併購股數低於 50% (N=98) | CAR | 0.0481 | 0.1061 | -0.2692 | -0.169 | 0.1475 |
| | t- value | 0.1083 | 0.3376 | -0.8565 | -0.3803 | 0.3832 |
| | 橫剖面法 t 值 | 0.09 | 0.3257 | -0.6284 | -0.3227 | 0.3105 |
| 兩者差異 | Δ CAR | 0.5365 | 0.7238 | 1.3883 | 0.6494 | 0.9821 |
| | t- value | 0.6988 | 1.5021* | 2.5221*** | 0.9452 | 1.5512* |

1. *** 表示顯著水準為0.01；** 表示顯著水準為0.05；* 表示顯著水準為0.1。

四、目標公司的過去經營績效對累積異常報酬率的影響(獲利或虧損)

將目標公司過去一年的每股營收分成獲利或虧損兩組。由表4.8可看出，在樣本中，過去一期目標公司是虧損的，在短期事件窗口(-1,0)、(-1,+1)有顯著的正CAR；而目標公司過去一年是獲利的則無顯著的累積異常報酬。就過去公司的經營對購併宣告效果僅有部分解釋力。再從兩者差異來看，反而是目標公司前一期有獲利的會帶給主併公司比較好的異常報酬。但因為不顯著，所以在這裡目標公司過去的經營績效對主併公司的異常報酬來說解釋的能力不強。所以無法實證結果無法支持假說5。

表4.8 目標公司的過去經營績效對累積異常報酬率之影響分析

| 事件窗口 | (-3,0) | (-1,0) | (0,+1) | (0,+3) | (-1,+1) |
|------------------------|-------------------------|---------|--------|---------|---------|
| 目標公司合併前一期獲利 (N=120) | CAR 0.2091 | 0.0878 | 0.4399 | -0.0325 | 0.3862 |
| | t-value 0.534 | 0.3172 | 1.5889 | -0.083 | 1.139 |
| | 橫剖面法 t 值 0.4556 | 0.2707 | 1.1379 | -0.0646 | 0.9182 |
| 目標公司合併前一期虧損 (N=45) | CAR 0.4927 | 0.8863 | 0.1179 | 0.1373 | 1.035 |
| | t-value 0.7406 | 1.8842* | 0.2506 | 0.2063 | 1.7965* |
| | 橫剖面法 t 值 0.6065 | 1.544 | 0.1988 | 0.1959 | 1.4222 |
| 兩者差異 | Δ CAR -0.2836 | -0.7985 | 0.322 | -0.1698 | -0.6488 |
| | t-value -0.3040 | -1.2110 | 0.4550 | -0.1967 | -0.7718 |

1. *** 表示顯著水準為0.01；** 表示顯著水準為0.05；* 表示顯著水準為0.1。

五、併購是否完成對累積異常報酬率的影響

表4.9 是彙整樣本群依照購併是否完成分為兩組，一組是有完成，一組則是因某些原因最後沒達成合併。在全部樣本中，在未完成與完成併購組的累積異常報酬率在(-3,0)、(-1,0)、(0,+1)、(0,+3)三個窗口都是顯著的正CAR。完成與未完成的差異，也並沒有表現顯著。表示投資人對於併購案的成功與否，沒有直接關

聯性。所以對於假說6，也是沒有辦法支持。

表4.9 併購是否完成對累積異常報酬率之影響分析

| 事件窗口 | | (-3,0) | (-1,0) | (0,+1) | (0,+3) | (-1,+1) |
|------------------|--------------|----------|-----------|-----------|---------|-----------|
| 完成併購 (N=234) | CAR | 0.5269 | 0.5962 | 0.6013 | 0.3136 | 0.831 |
| | t-value | 1.7887* | 2.8621*** | 2.8867*** | 1.0646 | 3.2573*** |
| | 橫剖面法 t 值 | 1.3972 | 2.5024 | 2.2837 | 0.9391 | 2.7213 |
| 未完成併購 (N=269) | CAR | 0.5463 | 0.6303 | 0.8079 | 0.3617 | 1.1139 |
| | t-value | 2.0495** | 3.344*** | 4.286*** | 1.3569 | 4.8251*** |
| | 橫剖面法 t 值 | 1.8671 | 2.8626 | 3.5622 | 1.1517 | 4.1286 |
| 兩者差異 | Δ CAR | -0.0194 | -0.0341 | -0.2066 | -0.0481 | -0.2829 |
| | t-value | -0.0407 | -0.1052 | -0.5945 | -0.1049 | -0.6943 |

1. ***表示顯著水準為0.01；**表示顯著水準為0.05；*表示顯著水準為0.1。

第四節 小結

一、 購併宣告對股東財富的影響

由宣告日及短期事件窗口(0,+1)、(0,+3)皆出現顯著正向的異常報酬率看來，代表國內股票市場對企業購併宣告大部分都存有正面反應，故假說1可支持國內上市公司從事購併宣告對其股票報酬率有正面影響。但由宣告日前亦有出現正累積異常報酬率來看(-3,0)、(-1,0)，表示台灣的企業購併活動中常有消息提早走漏的現象。

二、 影響主併公司購併宣告效果的重要因素

1. 分群檢定與迴歸分析之實證結果皆顯示從事國際購併的主併公司股東能得到比從事國內購併者高的股票報酬率。支持假說2。

2. 分群檢定與迴歸分析之實證結果顯示相關購併與非相關購併比較起來，具有正面且顯著的宣告效果。故從事相關購併的主併公司績效表現優於從事非相關購併者的假說成立也與許淑瑋(2002)實證結果一致。同樣的實證結果也支持假說3。
3. 由分群檢定與迴歸分析之結果發現收購目標公司的股數超過百分之五十與收購目標公司股數低於百分之五十的比較，收購超過過半股數的公司比較收購股份低於百分之五十的公司的累積異常報酬率還要顯得出色。此結果也符合假說4。
4. 由分群檢定與迴歸分析結果發現，過去績效表現較佳的目標公司從事購併宣告的累積異常報酬率與目標公司過去績效表現較差者比較起來沒有十分顯著的差異。兩者的比較結果看起來沒有很明顯。所以並不支持假說5。
5. 由分群檢定與複迴歸之實證結果可知，購併宣告累積異常報酬率與併購成功與否，關係並沒有很顯著。所以投資人並不能看出併購案以後的成功與否。實證結果不顯著，所以無法支持假說6。

第五章 營運績效分析

本章分為兩節，第一節透過複迴歸分析找出影響營運績效的重要變數；第二節為小結。

第一節 財務績效迴歸分析

本研究從546個併購樣本中選取234個完成購併的樣本。但由於同一時期同一間公司有重複的併購行為、產業特性特殊或無法取得其詳細財務比率，以致無法進行財務比率比較者，則從財務績效研究樣本中刪除，最後有效樣本數為76件。

利用複迴歸模型討論影響主併公司財務績效表現的重要因素，同樣以本研究中的主要研究變數如購併地區、產業相關性、收購股數多寡、代理問題程度與過去經營績效作為自變數；而應變數為主併公司購併前後三年財務比率平均值之差。表5.1 即列出財務績效指標之複迴歸實證結果。由表中可發現除了產業相關性變數外，其餘研究變數均對各財務績效指標皆有產生顯著的影響。

併購地區在國內的，其資產報酬率要比在國外的好；很多併購國外公司的案子到後來都失敗，因為國際併購要考量的東西太多了。各國的風土人情、企業文化、整合在在都考驗一個管理團隊的智慧與規劃。最近的一個例子，明基併購西門子，反而把自己給拖垮。所以併購後才是真正考驗的開始。大致上看來，資產報酬率都是國內的比國外的還要好。而併購國外公司的其營業費用率也顯著的高於併購國內的企業，因為併購國外公司,由於地理疆界的隔閡，因此在各方面的

溝通，整合，協調所需耗費的各項費用(管理、銷售、研發方面)比起併購國內企業還要更高的花費。在營收成長率方面，併購國外企業的成长會比較快。併購國外的公司，不外乎就是為了打入國際市場，或是取得更新的技術，相對的就會把營收成長率拉高。總資產週轉率則是國內公司會比較有效率的使用，併購國外公司通常市值就會變大。總資產週轉率就很難再提升了。總資產成長率因為併購了國外的公司，所以成長會比併購國內公司來得高。營業毛利率，國外的就比較好了。因為市場增加，銷貨增加，所以毛利率就會相對的提升了。

在產業相關性方面，併購不相關產業的企業在資產報酬率、營收成長率比併購相關企業的公司成長還要好，有可能是因為投資不同的產業，所以可以多角化經營，降低風險、增加收益。而其他財務比率，則是併購相關產業才會有增加的趨勢。

而併購股數多寡在對營收成長率、營業毛利率皆有明顯的負相關，併購股數越高，可以取得更多的控制權，相對來說對於原目標公司的經營方向有可能會有大動作的改變，所產生的磨合效應(例如溝通、協調其不同的企業文化合併所產生的衝突)，有可能對其合併後的毛利率與營收成長率產生影響，造成主併公司合併後毛利率與營收成長率顯著的下降。

代理問題程度大小對資產報酬率、營收成長率、總資產週轉率、總資產成長率及營業毛利率都產生顯著正面的影響，對營業費用率則產生負面的影響。或許

是表示代理問題程度越大的企業對長期經營績效，因為可支配的現金多，所以在長期的經營績效上有充沛的資金，因而有好的發展。不支持假說10。

最後主併公司過去績效表現好的對其資產報酬率、營業費用率、營收成長率、總資產周轉率、總資產成長率及營業毛利率都產生負面影響。可見過去表現較佳的主併公司，根據Roll的傲慢假說，容易自視過高而高估目標公司價值，反而使其長期經營績效變差。所以不支持假說9。

表5.1 財務績效表現之複迴歸分析

| 自變數 | 資產報酬率 | 營業費用率 | 營收成長率 | 總資產周轉率 | 總資產成長率 | 營業毛利率 |
|--------------------|----------------------|------------------------------------|-------------------------------------|----------------------|--------------------------------------|-------------------------------------|
| | 迴歸係數 | 迴歸係數 | 迴歸係數 | 迴歸係數 | 迴歸係數 | 迴歸係數 |
| 截距 | -1.1478 (-0.2363) | 1.9742 (0.1461) | 22.2491 (0.5724) | 0.0229 (0.2017) | -18.8911 (-1.4460) | 1.4380 (0.4376) |
| 併購地區 | -1.4113 (-0.3972) | 19.9554 (2.0186 ^{**}) | 34.1504 (1.2009) | -0.0626 (-0.7549) | 12.1090 (1.2669) | 1.3707 (0.5701) |
| 產業相關性 | -1.5314 (-0.4573) | 4.1860 (0.4493) | -22.9355 (-0.8558) | 0.0033 (0.0420) | 11.6474 (1.2930) | -2.5033 (-1.1047) |
| 併購股數超過50% | -0.3626 (-0.1110) | -9.0847 (-0.9992) | -43.2907 (-1.6552 [*]) | 0.0241 (0.3156) | -2.5297 (-0.2878) | -4.0478 (-1.8305 ^{**}) |
| 代理問題程度 | 28.1209 (1.5818) | -63.8863 (-1.2918) | 293.8728 (2.0656 ^{**}) | 0.3838 (0.9253) | 189.2938 (3.9586 ^{***}) | 21.2982 (1.7706 ^{**}) |
| 過去績效表現 | -2.5562 (-1.0837) | -1.8106 (-0.2759) | -20.0393 (-1.0616) | -0.0812 (-1.4748) | -9.4144 (-1.4838) | -2.8079 (-1.7593 ^{**}) |
| F 值 | 0.6890 | 1.2435 | 1.8604 | 0.6983 | 4.0332 | 2.0459 |
| 調整的 R ² | (-0.0215) | (0.0162) | (0.0549) | (-0.0208) | (0.1701) | (0.0660) |

附註：1. 併購地區：國際併購=1，國內併購=0。產業相關性：相關併購=1，非相關併購=0。

收購股數：超過50%=1，低於50%=0。過去績效表現：Tobin's Q 為替代變數。

代理問題程度：FCF 比率為替代變數。

2. 括號內為t 值。

3. ***表示顯著水準

第二節 小結

一、 影響主併公司營運財務績效表現的重要因素

由一般產業的複迴歸結果，可以發現影響主併公司長期經營績效的重要因素

如下：

1. 併購區域對營業費用率有顯著正面影響，併購區域在國外的比併購目標公司在國內所增加的營業費用有很明顯的增加。
2. 併購股數多寡在對營收成長率、營業毛利率皆有明顯的負相關。主併公司收購股數如果超過50%，其營收成長率及營業毛利率會大幅下降。
3. 主併公司過去的績效表現對資產報酬率、營收成長率、總資產周轉率、總資產成長率及營業毛利率產生顯著負面影響，而對營業費用率產生顯著正面影響。
4. 代理問題程度大小對購併後績效有顯著影響，自由現金流量愈多者，其長期經營績效愈佳。

第六章 結論

第一節 研究結論

本研究是以1990年至2006年間，曾從事購併宣告的上市公司為研究對象，討論其在從事購併行為後，短期之內是否對股東財富產生正面影響，以及長期間內經營績效是否改善。

一、購併宣告對股東財富的影響

整體而言，國內股票市場對企業購併宣告有正面反應。但其購併消息亦存在容易提前洩漏的現象。

二、影響主併公司購併宣告效果的重要因素

影響其購併宣告效果的重要變數有購併地區、產業相關性、收購目標公司股數多寡；併購案成功與否與目標公司過去績效表現則不具有解釋能力。

三、影響主併公司財務績效表現的重要因素

影響主併公司經營績效的重要因素，包含併購地區、併購目標公司股數多寡、過去績效表現、代理問題程度。

第二節 研究限制與後續研究建議

一、 研究限制

本研究在蒐集資料與進行實證過程中，實難避免部分外在因素限制對實證結果的干擾，將其說明如下：

1. 本研究之資訊蒐集主要來自SDC，因為是國外機構，所以在樣本蒐集上難免會有所遺漏以及對事件宣告日之決定有所誤差。
2. 雖然欲納入目標公司的部分作相關研究，但由於台灣許多購併案件之目標公司為未公開發行公司或海外公司，其財務資料之蒐集非常困難，因此只能做初步的大略分類。

二、 後續研究建議

完成本研究後，由於上述研究限制，故擬予後續研究者下列建議：

1. 未來隨著購併案例的增加，後續研究者應可增加多種樣本，或從產業類進入分析。
2. 在蒐集樣本過程中，可考慮配搭找報紙的方式，以更深入了解公司併購的訊息與上市公司在購併行為上的異同之處。
3. 由於台灣市場易有資訊洩漏現象，使得實證檢定結果不易支持經濟動機的產生，建議可拉長事件期窗口，以做更完整的討論。
4. 研究者或可再將主併公司表現與產業平均作一比較，以讓長期財務績效實證

研究更為完整。

5. 可試著研究金融機構，由於金融控股法的通過，使得國內金融機構更易於進行異業合併，後續研究者或可針對金融控股公司與一般金融機構合併之購併行為影響作一探討。



參考文獻

Ansoff, H. I., R. G. Brandenburg, F. E. Portner, and R. Radosevich, 1971.

Acquisition behavior of U.S. manufacturing firms. *Vanderbilt University*

Press :1946-1965.

Dodd, P., 1980, Mergers proposals, management discretion and stockholder wealth,

Journal of Financial Economics 8, 105-138.

Doukas, J. and N. G. Travlos, 1988, The effect of corporate multinationalism on

shareholders wealth : evidence from international acquisitions. *The Journal of*

Finance XLIII:1161-1175

David Loree, Chun-Chung Chen, Stephen Guisinger, 2000, International Acquisitions:

Do Financial Analysts Take Note? , *Journal of World Business* 35(3), 300-313.

Ghosh, A., 2001, Does operating performance really improve following corporate

acquisitions? *Journal of Corporate Finance* 7:151-178

Healy, P., K.G. Palepu, and R.S. Ruback, 1992, Does Corporate Performance

Improve after Merger? *Journal of Financial Economics* 31,135-175.

Jensen, M.C., Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers,

American Economic Review 76, 323-329.

Mandelker, G., 1988, Risk and return: the case of merging firms. *Journal of*

Financial Economics 20:293-315

Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny, 1990, Do managerial objectives drive bad acquisitions? *The Journal of Finance* XLV 1:31-48

Poter, M.E. (1985), *Competitive strategy*, Free Press, New York

Roll, R., 1986. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business* 59:197-216

Singh, H. and C. A. Montgomery, 1987, Corporate acquisition strategies and economic performance. *Strategic Management Journal* 8:377-386

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

Switzer, J.A., 1996, Evidence on Real Gains in Corporate Acquisitions, *Journal of Economics and Business* 48:443-460

Walker, M. M., 2000, Corporate takeovers, strategic objectives, and acquiring-firm shareholder wealth, *Financial Management* 29, 53-66.

中文:

王佳宜，1995，我國企業購併後企業文化與綜效之關係研究，文化大學企業管理研究所未出版碩士論文。

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未出版碩士論文

吳昭欣，1992，台灣企業合併收購的績效評估—以股票上市公司為例，東海大學企業管理研究所未出版碩士論文。

吳美麗，1994，台灣製造業購併前後績效購併綜效與經營績效之實證研究，淡江大學管理科學研究所未出版碩士論文。

林永隆，1998，企業購併綜效在財務上之探討，中興大學企業管理研究所未出版碩士論文

林嬋娟、吳安妮，1992，台灣企業併購綜效及績效之實證研究，會計評論，第26期。

洪麗惠，1995，購併宣告對股東財富的影響-Jensen 閒餘現金流量與Tobin's Q 兩假說之驗證，東吳大學企業管理學研究所未出版碩士論文

許淑瑋，2002，台灣企業購併後績效衡量之實證研究，台灣大學財務金融學研究所碩士論文。

曾品玉，2001，從代理問題探討購併行為及其相關研究-以上市公司為例，輔仁大學管理學研究所未出版碩士論文

孫梅瑞，2000，國內上市公司從事公司購併活動對經營績效影響之研究，政治大學企業管理研究所未出版博士論文

陳志光，1991，我國企業購併前後綜效及經營績效之比較研究，政治大學會計研究所未出版碩士論文。

楊勝淵，1998，台灣企業購併實質效益之研究，成功大學國際企業研究所未出版

碩士論文

謝劍平與張竣傑，1995，「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，47(3)：35-55。

蕭惠元，1996，購併活動對股價行為與會計資訊之影響-以台灣上市公司為

例，東吳大學會計研究所未出版碩士論文

