

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士在職專班論文

公司生命週期對購併績效之探討

Corporate life cycle and firm performance in M&As

指導教授：莊凱旭 博士

研究生：潘明雄

中華民國 108 年 1 月

東海大學碩士在職專班學位論文  
學位考試委員審定書

本校 財務金融研究所 碩士在職專班 潘明雄 君

所提之論文(中文)： 公司生命週期對購併績效之探討

(英文)： Corporate life cycle and firm performance in  
M&As

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 曾耀鋒

考試委員 莊凱旭 (指導教授)

王崑之

系所主任 陳春偉

中華民國 108 年 1 月 9 日

# 東海大學財務金融學系

## 碩士論文學術倫理聲明書

本人 褚明群 (學號:G10044710) 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被取消之後果，本人也願一併概括承受。

立證人: 褚明群 (簽名)

中華民國 108 年 01 月 21 日

## 謝辭

總算把論文完成了，來到最後寫謝詞的時候，我應該可以形容它是一場馬拉松賽，內心的掙扎猶豫多過勞心勞力，在要越過終點線之前，誠摯的感謝師恩我的指導老師-莊凱旭博士，非常耐心的指導，也有耐心的等待，每當我想放棄時總能適時給我鼓勵讓我重燃信心有動力繼續往前進，感謝您，讓我能完成論文和口試。

另外要感謝口試委員-王凱立博士，口試召集人——曾耀豐博士，感謝您們在口試時指正論文的缺失以及改進的方向，提出寶貴的意見使其能有更嚴謹、讓論文的內容更加完整。謝謝您們。

同時也要感謝碩班同學的幫忙謝謝芳如每次碰面總是會問你論文到底要不要完成進度到哪裏?謝謝妳。榮茹、芸榕謝謝妳們沒有兩位我論文是無法完成，也感謝季芬的相挺，謝謝。仕豪、豐貴、永泉謝謝你們，感謝身邊支持的人。謝謝大家，有你們真好。

潘明雄 謹致於  
東海大學財務金融研究所  
中華民國 108 年 1 月

## 中文摘要

本研究探討公司生命週期對企業購併績效之影響。本研究採用 Anthony and Ramesh (1992)的分類法，將公司生命週期區分為成長期、成熟期與衰退期之公司，來檢驗對主併公司在企業購併績效之影響。利用事件研究法分析 2001 年到 2011 年間的 475 個樣本，本研究發現主併公司在不同生命週期下皆有正向的異常報酬。另外，在使用現金支付下，成熟期公司獲得較高報酬。然而，成長期主併公司在非現金支付下，有較高的報酬。另外，就長期績效的分析下，本研究發現相反的結論。進一步分析產業下，製造業不論在現金與非現金下都獲得較高報酬。然而，當主併公司為電子業時，成長期公司或較高報酬。整體而言，本研究發現公司生命週期對主併公司購併績效表現有重要的影響。

關鍵詞:購併、生命週期、事件研究法、異常報酬

## **Abstract**

This study examines corporate life cycle on the influence of firm performance in M&As. Following Anthony and Ramesh's (1992) study, the current study classifies corporate life cycle into growth, mature and stagnant stages. Using the sample of 475 transactions during the period of 2001-2011, the results find that bidding firms obtain positive announcement returns. In addition, mature firms generate higher announcement returns when payment is cash. When payment is not cash, growth firm obtain higher announcement returns. However, the results are reverse when analyzing long run firm performance. In addition, when bidding firms are manufacturing firms, these firms obtain higher announcement returns. Growth electronic bidding firms generate higher announcement returns. Overall, the evidence shows that corporate life cycle plays a role to influence firm performance for bidding firms in M&As.

Keywords: Mergers and Acquisitions · Corporate Life Cycle · Event Study · Abnormal Returns

# 目錄

中文摘要.....	V
ABSTRACT.....	VI
目錄.....	VII
圖目錄.....	IX
表目錄.....	X
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	3
第三節 研究發現.....	4
第四節 研究架構.....	5
第二章 理論類型與文獻探討.....	6
第一節 企業併購之相關文獻.....	6
第二節 企業生命週期之相關文獻.....	11
第三章 研究資料與方法.....	15
第一節 資料來源.....	15
第二節 企業生命週期階段的劃分.....	16

第三節 研究方法.....	18
第四章 實證結果與分析.....	23
第一節 樣本之敘述統計.....	23
第二節 宣告報酬.....	25
第五章 結論與建議.....	31
第一節 結論.....	31
第二節 未來研究建議.....	31
參考文獻.....	33



## 圖目錄

圖 1.1.1 企業併購案件數量與金額統計表 .....	37
圖 1.1.2 企業併購案件類別數量統計表 .....	38
圖 3.3.1 事件研究法各期間關係圖 .....	19

## 表目錄

表 4.1.1 以生命週期及支付方式做分類的樣本數.....	23
表 4.1.2 敘述統計量(N=475).....	24
表 4.1.3 主併公司在成長期、成熟期及衰退期各變數之敘述統計量.....	25
表 4.2.1 不同支付方式下的報酬.....	26
表 4.2.2 事件日後 3 個月 6 個月和 12 個月的報酬.....	27
表 4.2.3 不同支付方式下的報酬(製造業、電子業、服務業).....	29
表 4.2.4 事件日後 3 個月 6 個月和 12 個月的報酬(製造業、電子業、服務業).....	29
表 1.1.1 企業併購案件數量統計表.....	39
表 1.1.2 企業併購案件金額統計表.....	40
表 3.2.1 生命週期各階段之公司特性.....	17

# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

在經貿自由化、區域經濟的整合及產業無國界的趨勢下，全球產業已進入了多角化競爭的時代，在全球競爭日益激烈以及科技加速轉變下，企業要如何生存、成長、擴張，進而在市場上脫穎而出，考驗著企業的智慧與應變能力。為了要在全球競爭的市場上找尋優勢，企業持續性的進行企業重整與轉型是必要的，而在講求策略性的經營管理下，企業常以併購(Mergers and Acquisitions)的方式來尋求外部成長，以爭取時間價值以及整合各方的資源(如:技術、人才、客戶、市場)，進而掌握住快速勝出的關鍵。併購改變了各行各業的國際競爭法則，而為了迅速擴大市場佔有率，世界各國相繼掀起併購熱潮。

「資誠聯合會計師事務所」(PricewaterhouseCoopers,簡稱 PwC)，2015 年全球 CEO (Chief Executive Officer)調查報告中發現，多數CEO 為迎接新時代來臨，採取「Double T」之取向，即跨界(Transboundary)及轉型(Transformation)。「跨界」指企業在產業邊界融解的新局勢中，企業運用自身的核心能力及科技，尋求本業以外的跨產業的競爭及合作。「轉型」則是企業藉數位化浪潮之勢，改變企業並增加價值，進行組織改造，驅動企業本身的轉型。2008 年金融海嘯以來，全球金融市場面臨劇烈變化，再加上數位科技的進步，金融產業的「Double T」趨勢愈加顯著，挑戰也越來越多。

企業併購是極為困難的管理技術，從併購動機、併購形式(如合併、收購、股份轉讓、分割)、併購過程、到產生併購綜效(synergy) (如產業、營運、財務綜效)，其中併購存在相當程度的風險，而併購是否真的能創造綜效，提高企業的價值? Michael E. Port 在 1989 年所發表的文章中提到，美國三十三家著名企業在 1950 年至 1986 年間 3,788 件重大併購中，發現有半數以上都遭遇失敗。由此可見併購案不一定會產生綜效，也有可能是災難。而併購案發生的初期，通常合併效益不會太明顯，觀察併購案成功與否，至少需要三年到五年，有些甚至要長達十年，才能產生合併綜效。

企業的併購動機會因時空環境不同而有所差異，首先就併購的歷史發展來說，自十九世紀末於美國發生首次併購以來，共經歷大約五次的併購浪潮。第一次的併購浪潮發生於 1897-1904 年間，以水平式的整合來擴大市場佔有率，以達成規模經濟並取得獨佔之利益。第二次併購浪潮則在 1916-1929 年間，多採垂直式的整合來擴大企業的營運規模，但是此波併購浪潮因 1929 年的經濟大蕭條來臨而結束。第三次的併購浪潮發生在 1965-1969 年間，以複合式併購來擴大多角化經營，此次併購主要是透過集團式併購擴大組織規模，使公司發展出更具效率的管理模式。第四次的併購浪潮發生在 1981-1989 年間，以融資併購為主，將企業範圍擴展到國外企業。而第五次的併購浪潮是從 1992 年起至 2000 年間，此次併購最主要是強調策略的經營，利用跨國併購作為對外直接投資(Foreign Direct Investment ;FDI)的方式之一。由以上幾波併購浪潮，我們可以發現水平整合可快速擴大市場佔有率、開拓新市場、並拉大與競爭者的差距；垂直整合也可達成規模經濟。企業透過併購不僅可取得互補性的技術或資源，進行多角化經營，或藉由區域性的整合，成為全球化企業。

邁向國際化的台灣，在面臨薄利時代的到來、規模經濟的轉變、到全球化技術的取得問題上，也持續朝併購邁進，因為併購可以降低營運成本，達到規模經濟，提高營業收入，進而提昇市場競爭力量，並可分散風險，擴大業務領域，強化組織，提昇經營管理效率。因此，國內的中小型企業對購併的意願也在提升。我國於 2002 年「企業併購法」通過後，國內企業併購案件頻繁，從表 1.1.1、表 1.1.2 與圖 1.1.1、圖 1.1.2（如附錄）可以看出併購件數和金額，從 2002 年的 50 件，合計金額 664.5 億，到 2015 年的併購件數 224 件，合計金額達 528.5 億，這 14 年間併購件數總計為 2,505 件，合計總金額為 9,994.2 億，這其中以合併的案件最多，佔全部案件的 76.7%，其次是分割佔全部案件 17%。而就金額來看，可以發現 2008 年金融風暴時達到最高峰。

近年來有學者將企業生命週期理論(Life-cycle theory)與企業併購做結合，探討兩者間的關聯。企業生命週期的觀念最早是由 Haire (1959)提出的，他是最早將組織發展與生物生長做結合的學者，認為大多數組織在發展成長中皆會存在一致且可預期的過程與形態，就如同自然界生物成長有一定的生命週期現象，其認為企業發展從初創、成長至成熟穩定經營的發展過程中，均會依循著一種類似成長模式，且會根據每一階段所面臨

的挑戰，調整其經營策略，讓企業隨時處於最佳狀態。而 Chandler (1962) 與 Scott (1971) 認為企業在發展過程中有規律性，其可以將企業發展過程分為數個階段。隨著企業所處階段不同，所採行之策略也會有所差異。而在企業任何發展歷程，皆有可能需要藉由併購，以達到公司長期發展目標，並創造股東財富。成長期的企業可能需要利用併購，以擴張規模或進行垂直與水平整合；成熟期的企業可能因尋找下一個成長的動力，而須藉由併購引進新技術或新產品，進行多角化經營；而衰退期的企業則可能進行企業重組與非核心事業分割，以整合資源突破瓶頸。不論是以上哪個發展歷程的企業，無不希望藉由併購行為擴大經濟規模，加強企業在市場上的競爭力，更希望透過併購帶動股價上揚，增加股東財富。

## 第二節 研究目的

本文所要討論的是，當主併公司宣告併購後，股東是否能在市場上獲得超額報酬。本研究結合企業併購和生命週期理論這兩項議題，參考 Owen and Yawson 在 2010 年的生命週期與併購活動關聯性之研究架構，並且再額外導入 Anthony and Ramesh 於 1992 年所使用的生命階段衡量指標，透過股利發放率、銷售成長率、資本支出率與企業年齡（總資產報酬率），將主併公司之生命週期分為成長期、成熟期與衰退期，並採用事件研究法，研究台灣的上市公司在各生命週期階段，對於併購宣告對企業經營績效的影響。

本研究目的主要包含以下四點：

- 一、主併公司所處生命週期在併購的異常報酬是否有不同？
- 二、不同生命週期的主併公司的長期異常報酬的表現？
- 三、以現金與非現金的併購方式是否有不同異常報酬？
- 四、不同產業的併購是否有不同的異常報酬表現？

### 第三節 研究發現

實證結果顯示不論在成長期、成熟期或衰退期，主併公司進行購併宣告都會產生顯著且正向的累積異常報酬。結論顯示，在現金支付下，成長期主併公司獲得 0.4373% 的宣告報酬，成熟期主併公司獲得 0.9338% 宣告報酬，衰退期主併公司獲得 0.0928% 的宣告報酬。在非現金支付下，成長期主併公司獲得 1.3458% 的宣告報酬，成熟期主併公司獲得 0.2397% 宣告報酬，衰退期主併公司獲得 0.3113% 的宣告報酬。結論顯示，非現金支付比現金支付對成長期及衰退期主併公司能創造較高報酬。相反的，成熟期主併公司在現金支付比非現金支付能創造較高報酬。

就長期的購併宣告報酬來看，除了衰退期主併公司以非現金支付獲得較高報酬外，其餘的公司在併購後的報酬幾乎都是負值。以購併後 12 個月的長期表現來看，研究發現在現金支付上，衰退期公司的長期績效比成長及成熟期公司都來的差。然而就非現金支付上，衰退期公司有較高的長期報酬，但沒有統計上的顯著水準。

本文進一步將產業分為製造業、電子業與服務業，希望能藉此來看出不同產業在併購方面的績效表現。由表 4.2.3 可以發現，製造業在(-1,1)窗口方面，衰退期公司在現金與非現金支付下，均有較高報酬。相反的，當購併公司為電子業時，成長期公司不論在現金與非現金支付下都將有較高的購併後的長期報酬。另外，就服務業而言，成熟期公司在現金支付下，將獲得較高的報酬。但是當公司利用非現金支付下，成長期公司將獲得較高報酬。

另外，結論也顯示，製造業主併公司在現金支付下有較高的長期報酬，而成熟期公司在非現金支付下有較高長期報酬。但電子公司在成熟期和衰退期在現今與非現金支付下，有較高的長期報酬，但無統計上顯著水準。服務業的衰退期公司，在現金支付下有較高長期報酬。成長期的服務業公司在非現金支付下有較差的長期報酬。

## 第四節 研究架構

本文研究主題為「購併活動對公司所處生命週期與購併後財務績效的影響」，茲將本文內容分為五章，各章內容綱要說明如下：

### 第一章緒論

說明本研究背景與動機、研究目的，並概述本研究之架構。

### 第二章文獻探討

說明併購與生命週期的類型，並對相關的國內外實證研究文獻加以彙整及歸納。針對併購與企業生命週期分別列述說明之。

### 第三章研究資料與方法

說明資料樣本的取得來源、方法與條件，並概述研究方法(事件研究法)。

### 第四章實證結果與分析

本章列示實際統計結果之整理與歸納。

### 第五章結論與建議

依據實證結果，進一步彙整說明本研究之結論，並敘明本研究之後續建議。

## 第二章 理論類型與文獻探討

本章將分別對併購與企業生命週期之相關文獻進行探討。

### 第一節 企業併購之相關文獻

企業進行併購活動主要是因為併購提供了企業拓展其業務與規模及改變經營績效來增加公司價值的一種途徑，隨著全球化的開放及市場的自由化，讓併購活動更加的頻繁，在競爭激烈的環境中併購活動已成為企業成長為發展的手段。傳統上通常利用股票報酬率來觀察公司併購宣告對股東財富之影響。從過去的文獻可以發現，目前有許多學者研究主併公司在進行購併宣告後對股價之影響，但是都沒有一致性的結論。Bruner (2004) 於著作中彙整了近代共 15 篇以財務會計觀點探討併購後經營績效的研究，其中僅四篇研究認為併購能顯著提升經營績效，然而有九篇研究顯示併購綜效並不明顯，甚至有兩篇研究結果指出併購會帶來價值毀滅。因此，實證結果可歸納為三大類，分別為主併公司在併購宣告後有顯著正向之累積異常報酬、主併公司在併購宣告後有顯著負向之累積異常報酬以及主併公司在併購宣告後沒有顯著之累積異常報酬。

#### 一、企業併購後對股東財富效果有正面影響

Asquith、Burner and Mullins (1983)，以 1963 年至 1978 年間在 NYSE(New York Stock Exchange)或 AMEX(American Stock Exchange)上市公司共 214 個併購事件主併公司為樣本，採事件研究法之市場模式進行實證分析，發現併購活動對主併公司可獲得顯著正向之累積異常報酬，相對規模公司對股票異常報酬也有正向關係。

Bradley、Desai and Kim (1988)，以 1963 年至 1984 年間在 NYSE 或 AMEX 上市公司成功公開併購之目標公司共 236 個併購案件，採事件研究法之市場模式，發現成功公開併購之目標公司股東比主併公司股東產生較大顯著正向之異常報酬。



Shelton (2000) 研究 1962 年至 1983 年間之併購案，共 199 個樣本，採用事件研究法去探討併購宣告對主併公司與目標股價之影響。主併公司與目標公司在併購宣告日當天均有顯著正向報酬。

Billett、King and Mauer(2004) 研究目標和收購公司股票持有人在 80 年代和 90 年代的財富效應。研究期間為 1979 年到 1997 年，共 940 個樣本，使用迴歸分析，其結果發現併購後股票持有人有顯著的財富效應。

Shahrur (2005) 研究 1987 年至 1999 年間之併購案，採用事件研究法去探討併購宣告對主併公司財富效果之影響。實證結果顯示，併購活動對主併公司有顯著正向的股東財富效果。

許淑瑋 (2002) 以併購宣告的上市公司為研究對象，研究期間為 1992 年至 2000 年，共 163 件有效樣本數。觀察其併購前後 20 天，主併公司的併購宣告效果。發現股票市場對企業併購宣告效果有正面影響；而金融業則在宣告日之前數日出現顯著正向的異常報酬率。

李滄靖 (2004) 探討台灣上市併購公司之股票長期績效分析，以 1992 年 7 月~2001 年 6 月間 156 件併購完成案件為研究樣本，旨在探討台灣上市公司併購後其股票的三年長期績效，其次分析不同併購型態(相關、非相關、國內與國際併購)之長期異常報酬情況，最後探討產業別因素與併購公司過去績效因素對長期異常報酬的影響。經過實證研究，作者發現以下情況比較可能產生顯著的異常報酬：(1)國際併購中的大型公司；(2)電子業的長期異常報酬較非電子產業顯著。(3)價值型公司較成長型公司於併購後有顯著之正向異常報酬。

蔡慧珊 (2008) 以從事併購虧損公司的主併公司為研究對象，利用事件研究法來衡量主併公司的股價異常報酬率，進行分析併購宣告效果，進一步探討產業相關性、併購地區、支付方式與目標公司型態對併購宣告效果的影響，再採用橫斷面複迴歸進行分析，其研究結果顯示：(1)企業從事併購虧損公司能享有正面的宣告效果。其中主併公司進行產業非相關的併購宣告能有顯著的正面累積異常報酬。(2)從事國內併購活動可為主併公

司帶來正面的宣告效果。(3)以現金支付進行併購交易的宣告效果高於非以現金支付的宣告效果。(4)企業併購私募公司或併購子公司都可為其產生正面之宣告效果。(5)複迴歸分析中發現，主併公司規模對其併購宣告效果有顯著之負面影響，而主併公司的財務槓桿程度、獲利能力與經營績效對其併購宣告效果有顯著之正面影響。

許傑 (2009)探討併訊息揭露時，訊息的傳遞對股東財富的影響，實證發現市場對不同生命週期階段之主併公司宣告併購有不同的評價，而非電子業之成長期公司併購宣告會有正面效果。

蘇倬漢 (2010) 探討台灣地區上市公司併購宣告對股東財富影響之研究，以 1983 年 7 月 1 日~2009 年 12 月 15 日併購成功的台灣上市或上櫃公司為研究標的，共計 505 年研究樣本。其結果顯示：(1)國內上市公司併購宣告當天股票報酬率有正向的效果，且宣告前後短期內確實能為主併公司創造股東財富。(2)高科技併購比非高科技併購具有較強的併購正面宣告效果。(3)相關併購在併購宣告前後短期間及比非相關併購具有較強之併購正面宣告效果，且併購宣告前後二者表現不同。(4)國內併購在併購宣告前後短期間比國際併購具有較強之併購正面宣告效果。(5)換股併購在併購宣告前後短期間及整體事件期平均較現金併購具有較強之併購正面宣告效果。

## 二、企業併購後對股東財富效果有負面影響

Meeks (1977) 以英國 1964 年至 1971 年的樣本，觀察企業在併購後營運績效變動的情況，結果發現主併公司的資產報酬率在併購後出現持續下滑的現象，並且會在未來五年左右的期間跌落至最低點，然後有三分之二的公司績效表現劣於產業平均值。

Ravenscraft and Scherer (1987) 指出企業在併購後的營業利益佔總資產比率，比未進行併購的控制樣本公司，顯著減少了 1%至 2%的水準，尤其以多角化的併購行為，對減損公司價值與獲利能力的情況最為嚴重。同時若被併的目標公司財務狀況不佳，主併公司的資產報酬率還會以每年 0.5%的速率持續衰退。

Agrawal、Jaffe and Mandelker (1992)的實證研究指出了主併公司的股東財富在併購事件完成後的 5 年內會顯著的減少多達 10%

Sudarsanam、Holl and Salami (1996)，也以美國在 1980~1990 年間成功之併購案件為研究對象，發現宣告併購對主併公司有顯著且負向之累積異常報酬，且支付方式對併購雙方之股東財富有重大影響。

Draper and Paudyal (1999)，利用事件研究法研究美國 1988~1996 年間之併購案件，發現主併公司在併購宣告當日之股東財富會有不顯著之負向效果。

Owen and Yawson (2010)探討主併公司生命週期對併購活動的影響，實證結果發現成熟期公司比衰退期公司成為主併公司的可能性大，且主併公司生命週期階段與併購宣告後之異常報酬呈顯著負相關。

翁鶯娟 (2002)併購宣告對產業內競爭對手公司股價影響，主要研究蔓延效果及競爭效果在併購宣告中對產業中競爭公司股東財富的影響，本研究實證結果發現主併公司及其對手公司之累積異常報酬在併購宣告的前後一天(-1, +1)均為顯著性的負異常報酬。該研究同時發現，當產業內對手公司如具有較高的財務槓桿時，其權益價值下跌幅度將會較低財務槓桿公司下跌的幅度更大。

劉建宏 (2005) 研究 1997 年至 2001 年台灣從事併購之上市公司績效，結果顯示併購後企業經濟附加價值並未提升，顯示國內併購案並未存有綜效，市場附加價值向下滑落，顯示企業併購決策不利於股東財富。

劉邦典、余惠芳與林少斌 (2006)，研究 1990 年代以後美國的最新併購發展趨勢。發現合併創造的價值表現在目標公司的股東股價上，主併公司的股價會呈現負成長趨勢。

### 三、企業併購後對股東財富效果沒有影響

Stillman (1983)透過蒐集 1964 年到 1972 年間水平併購之企業及其競爭對手的資料進行實證研究，發現企業無法透過水平併購的方式任意抬高產品的市場價格，或者利用水平併購而達到市場壟斷的目的。

Eckbo (1983) 之研究也得到類似的結果，作者先假設水平併購能使企業間增加勾結協議的機會，進而使股東獲得超額報酬，再以 1963-1978 年間曾進行水平購併公司的股價報酬進行研究，衡量併購日與反托拉斯(Anti-trust)控告日前後是否有異常報酬，然而實證結果發現並沒有異常報酬的情形。

Franks、Harries 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。

謝劍平與張竣傑（1996）利用市場模式研究發現，高 Tobin's Q 之主併公司在宣告購併後沒有產生顯著的異常報酬。

黃仁正（2002）發現公司於併購後，其績效並無顯著差異，認為可能是受到了主併公司是否達成其併購動機、動機達成情形以及時間等因素的影響。即短期內欲衡量併購效益，應著眼於其目標綜效之改善，而不宜直接以經營績效作為判斷併購行為成功與否之依據。

## 第二節 企業生命週期之相關文獻

關於企業生命週期區分為幾個階段較為合適，有下列文獻可供參考。其中以 Anthony and Ramesh (1992)提出的分位法，將企業生命週期劃分成三階段，此方法亦為財務會計研究常見的分類方法，亦較常被一般研究採用。

Chandler (1962) 指出當公司所處的生命週期階段改變後，其策略與結構勢必要跟著改變，以擬定更適合所處生命週期階段的整體戰略。Chandler(1962)將階段的觀念導入生命週期模型中，並以營業額、地區、產品線和組織結構四個變數，將企業成分為五個階段，其認為企業組織結構和經營策略會隨著生命週期階段而有所差異。其認為每個過程都會對組織帶來常態競爭及困境，並面對下個階段的變遷與新的挑戰，所以企業的策略與結構也會隨著生命階段的不同而改變，所採取的經營模式與內部結構也會跟著產生新的推移方式。

Scott (1973) 則以產品線、配銷通路、組織結構、產品-服務交易、R&D 組織、績效測度、獎勵、控制系統、及策略選擇等九項變數，將企業之生命週期分為三個階段。

Rink and Swan (1979) 等援引自行銷學及個體經濟學領域中產品生命週期概念，形成企業生命週期之理論。其指出每一種產品皆會經歷開始期、成長期、成熟期與衰退期等數個生命週期階段，故企業也可依據產品所處的階段，歸屬於不同的生命週期階段。

Peterson (1983) 以企業成立年限作為區分生命週期階段標準，將企業生命週期分為三個成長階段，幼年-企業年成立二十年以下；中年-企業成立介於二十至六十年間；成熟年-企業成立年限超過六十年。

Quinn and Cameron (1983) 將企業生命週期分為四個階段，分別為創業階段、集體階段、制度化與控制階段、及結構完成階段。認為創業階段之企業多由一人主導，雖然企業具有創造力和活力，但是缺乏正式的規劃與控制。而隨著企業的演進，組織內的成員為了達成共識而增加溝通與協調，即進入集體階段。接下來，企業會較強調效率，並

訂定許多制度條款以保持組織穩定。最後，企業會進入結構完成階段，此階段之企業已建立完整的組織結構，且也可達充分授權和細微分工。

Miller and Friesen (1984) 則利用定義法將企業之生命週期分為五個階段，包括企業年齡小於十年及沒有正式結構之初創期、營收成長率大於 15% 及開始成立策制度的成長期、營收成長率小於 15% 且有官僚組織結構之成熟期、產品線和營業部門多元化的再生期、以及產品需求和利潤下降的衰退期。Kazanjian and Drazin (1989) 基於 Miller and Friesen (1984) 所提出的五階段組織生命週期模型理論，進行重新分析時，指出三階段或四階段的組織生命週期都較五階段更具有預測能力。

Smith, Mitchell and Summer (1985) 利用要素-集群法，將生命週期劃分為四個階段，依照組織結構型態、獎酬制度、溝通過程、決策型態、預算規劃、銷售成長率、以及規模和年齡等，將企業分為四個階段。

Adizes (1989) 的著作「企業生命週期」一書中所述，企業在各個成長階段皆會面臨到不同的挑戰，不論是企業內部的營運問題或外在環境的衝擊，若企業無法跳過這些成長階梯的鴻溝，則將會無法繼續成長而落入衰退階段。Adizes (1989) 將企業的生命週期 (Corporate Life-cycles) 分成追求期 (Infant stage)、學步期 (Go-Go stage)、青春期 (Adolescence stage)、壯年期 (Prime stage)、穩定期、貴族期 (Aristocracy stage)、官僚早期、官僚期及滅亡等九個階段，每個階段都會遇到不同的成長瓶頸，及不同的致命問題，唯有能突破障礙的那些企業，才能順利活下來，否則即被淘汰。

Pashley and Philippatos (1990) 也是利用要素-集群法，將生命週期劃分為四個階段，其利用市占率、槓桿程度、股利、流動性和獲利能力等變數，將企業之生命週期分為四個階段，包括晚期擴張或早期成熟期階段、復甦成熟階段、晚期成熟或早期衰退階段以及衰退階段。

Anthony and Ramesh (1992) 和 Black (1998) 則是利用股利發放率、營收成長率、資本支出率以及企業年齡四個變數，將生命週期分為三個階段，分別為成長期、成熟期和衰退期。

Gomez-Mejia (1992)採用問卷衡量法，將企業分為四個階段。成立年數不超過五年且規模不大的企業，為初創期之企業。若企業每年的營收成長率超過 20%且公司結構和技術快速成長，則表示為成長期企業。成熟期之企業的成长會趨於穩定且緩慢，消費者對企業所提供的產品和服務也十分熟悉。當成長率開始下降或企業處於衰退中的產業時，即企業進入了衰退期。雖然問卷衡量法較能區別出企業所屬之生命週期，但若樣本公司過少或問卷回收率過低，則可能會使實證結果有所偏誤。

Fernley (1996)即利用定義法，將生命週階段劃分為創業、加速、制度化與控制、和反省及再生階段，其認為剛成立之企業，創辦人和員工必須花費相當多的時間與精神來維持企業之生存，且這個階段最重要的是，要擬定經營目標和策略，以及維持財務來源穩定。在加速階段的企業會開始快速的成長，且因為具有高度彈性，可迅速因應市場的需求和環境的變化，此階段的企業應該要在可控制的環境下擴大其規模和經營範圍，並且加強組織內的溝通和協調。而在制度化與控制階段之企業已步入成熟狀態，且已成至一定的規模，所以，這階段的企業應該發展適當的組織結構會計及資訊管理系統。當企業面臨發展瓶頸且難以突破時，即表示進入反省及再生階段，此時應該積極尋找成長和發展的機會，

Owen and Yawson (2010)使用了保留盈餘的存量比率做為主要的生命週期代理變數，把主併公司分成成長期、成熟期、衰退期三種階段，實證處在不同生命階段將會如何影響公司成為併購買方之債向，以及對股東財富的宣告效果。實證發現成長期的公司因為資金的不足，儘管有較多的投資機會，也難成為併購的買方；而成熟期的公司處在成長的中途點，同時也具備足夠的資本，因此成為了併購市場中的主角；至於衰退期的公司已缺乏創新的空間和成長的熱情，所以也鮮少進行併購行為。而在併購宣告對於股東財富效果的實證發現，擁有較低保留盈餘存量的公司，也就是成長初期的公司會有較為正面的市場反應。

陳吟愷 (2004) 引用 Anthony and Ramesh (1992) 的方法，利用股利支付率、銷貨成本率、資本支出率以及公司成立年限等四個衡量變數，作為樣本公司觀察期間各年度所處之企業生命週期的判斷因子，探討企業處在不同企業生命週期階段的盈餘管理會有

何特質與變化。研究結果顯示，無論是處於何種企業生命週期的公司，皆有從事盈餘管理來操縱盈餘的行為發生，尤以企業生命週期處於成長期的公司，情況最為嚴重。

邱垂昌、洪福讚（2008）以企業生命週期角度探討智慧資本與企業價值之關聯性，分別從人力資本、創新資本、顧客資本與流程資本等四個構念進行探究。若以衰退期為基期，僅有流程資本與企業價值呈顯著正向關係。而成長期與顧客資本之交互項及成熟期與顧客資本之交互項與企業價值呈顯著正向關係，此結果顯示在電子資訊業，成長期與成熟期相較於衰退期，顧客資本與企業價值之正向關聯性更高。

許傑（2009）結合了企業生命週期與併購宣告效果的議題，研究法發現台灣上市櫃公司併購宣告當天對股價異常報酬有正向的效果。主併公司處於不同生命週期時，因面對不同的競爭情況、技術與市場需求，而有不同的經營計畫，所以企業所屬不同的生命階段，併購的宣告亦會產生相異的評價，並以成長階段主併公司的市場反應最為正面，但對於衰退期的主併公司持有較負面的看法。



## 第三章 研究資料與方法

### 第一節 資料來源

#### 一、資料來源

本研究以台灣上市公司在 2001 年 1 月到 2011 年 12 月間，有併購宣告事件的公司作為研究對象。併購宣告事件的樣本資料來自台灣經濟新報 TEJ (Taiwan Economic Journal) 資料庫，而主併公司的個股股價以及財報資訊-股利發放率、銷售成長率、資本支出率、總資產報酬率等衡量公司生命週期所需的財務資料，則是由 TEJ(Taiwan Economic Journal) 資料庫取得。

#### 二、樣本選取標準

針對研究所需的樣本，本文將依照以下的步驟及條件來建構所需之研究樣本。篩選樣本之標準為：

- (1) 在台灣證券交易所公開上市上櫃者。
- (2) 本研究是以財務資料作為判斷主併公司生命週期階段的依據，因此若財報資料不齊全或無法取得者，則自樣本中刪除。
- (3) 主併公司股價資訊不齊全或無法取得之公司，亦自樣本中刪除。
- (4) 若主併公司在同年度連續併購多起目標者，取當年度第一起併購宣告為樣本。最後，根據 DeAngelo and Stultz (2006) 之文獻，將金融保險產業 (SIC codes 6000-6999) 及公用事業 (SIC codes 4900-4999) 自樣本中刪除。

經由上述條件篩選後，總計可得 475 個主併公司的樣本資料，來進行後續實證分析。

## 第二節 企業生命週期階段的劃分

本研究在劃分企業生命週期階段所採用的方法為分位法，參考 Owen and Yawson (2010)的生命週期與併購活動關聯性之研究架構，並根據 Anthony and Ramesh (1992)之文獻將企業之生命週期分為成長期、成熟期和衰退期三個階段。其認為企業在不同生命週期階段，所採取的經營策略不同，衡量績效的指標也不盡相同。在成長階段，企業最重要的目標為擴大市場佔有率，因此得以銷售成長率和資本支出率作為衡量公司是否達成目標之標準。而隨著企業進入成熟階段，相對於成長階段之投資機會較少，會有較多的閒置資金，企業較可能以股利方式將資金發放給股東，因此股利發放率亦可為衡量生命週期階段之標準。隨著公司處於不同生命週期階段，其所面臨的經營問題會有所差異。例如，在草創期企業需要面臨較大的營運風險，為使新產品成功上市，所投入研發支出較高，此時營收成長較不穩定，故資產報酬率較低。進入成長期後，企業大規模的生產與銷售，進而提高資產報酬率。當企業發展至成熟期時，因達到規模經濟的產能，此時可降低生產成本而提升生產效率，因此資產報酬率達到最高(Sellingand Stickney, 1989; Anthony and Ramesh, 1992)。因此本研究使用四種變數來辨認企業的生命週期，分別是股利發放率(DP)、銷售成長率(SG)、資本支出率 (CEV)以及公司年齡(AGE) (如表 3.2.1)。

變數公式介紹

1.股利發放率 (DP):

$$DP_t = \frac{DIV_t}{IBED_t} \times 100\%$$

其中， $DP_t$ :第 t 年普通股現金股利發放率

$DIV_t$ :第 t 年普通股現金股利

$IBED_t$ :第 t 年非常項目及停業前之淨利

2.銷售成長率 (SG)

$$SG_t = \frac{SALES_t - SALES_{t-1}}{SALES_{t-1}} \times 100\%$$

其中， $SG_t$ :第 t 年銷售成長率

$SALES_t$ :第 t 年淨銷貨收入

$SALES_{t-1}$ :第 t-1 年淨銷貨收入

表 3.2.1 生命週期各階段之劃分

生命週期階段	企業生命週期劃分變數			
	股利發放率 MDP	銷售成長率 MSG	資本支出率 MCEV	公司年齡 AGE
成長期(Growth)	低	高	高	低
成熟期(Mature)	中	中	中	中
衰退期(Stagnant)	高	低	低	高

註：綜合指標分數 4-6 分為成長期，7-9 分為成熟期，10-12 分為衰退期。個別指數分數計算為：銷售成長率和資本支出率中屬前三分之一者，而股利發放率及公司年齡中屬後三分之一者，給予 1 分；股利發放率、銷售成長率、資本支出率及公司年齡皆屬中間三分之一者，給予 2 分；銷售成長率及資本支出率中屬後三分之一者，而股利發放率和公司年齡中屬前三分之一者，給予 3 分

### 3. 資本支出率 (CEV):

$$CEV_t = \frac{CE_t}{VALUE_t} \times 100\%$$

其中， $CEV_t$ :第 t 年資本支出率

$CE_t$ :第 t 年固定資產購置支出

$VALUE_t$ :第 t 年總資產帳面價值

四個財報方面的生命週期變數，DP、SG 及 CEV，都是利用樣本公司每年度計算。每一個公司年度，每個變數的中位數都是利用併購宣告日前五年的財務資料計算(以 MDP、MSG、MCEV 表示)。接著採用 Anthony and Ramesh(1992)，Black(1998)，謝松年(2001)的企業生命週期區分方法-分位法，將企業生命週期分成成長期、成熟期、衰退期三個階段。分位法將銷售成長率(SG)和資本支出率(CEV)由大排到小，股利支付率(DP)和總資產報酬率(ROA)由小排到大，依照三分法分成三組。分別將四種變數按企業所處的生命週期給予個別的分數：成長期給予 0 分，成熟期 1 分，衰退期 2 分。而每一個生命週期變數都會有一個分數，它的組成是由 MDP, MSG 及 MCEV 的個別加總產生，最後將四個變數所得的分數加總，形成一個綜合判斷指標。4~6 為成長期，7~9 為成熟期，10~12 為衰退期，如表 3.2.1。

### 第三節 研究方法

事件研究法主要目的，探討當某一事件發生時(如公司股利宣告或併購宣告)是否會引起股價的異常變動，因而產出異常報酬率(abnormal returns;簡稱 AR)，此資訊可以用來瞭解市場證券價格與特定事件是否有關聯性。主要就是利用統計方法檢定異常報酬率狀況，亦即檢定異常報酬率是否為零，藉以明瞭事件是否對公司股價造成影響。一般來說，股票報酬率預期模式可分為三大類:平均調整模式 (Mean Adjusted Returns Model)，市場指數調整模式 (Market Adjusted Returns Model)、以及市場模式 (Market Model)，其中以市場模式最常被使用，因此，本研究採用事件研究法的市場模式，作為估計個別公司預期報酬率之研究方法。

#### 一、時間參數之選擇

事件研究法的第一步驟為決定事件日，事件宣告日為首次公開併購事件資訊之時點，本研究以 TEJ 資料庫中的宣告日定義為事件宣告日，並將事件宣告日設定為

第 0 日( $t=0$ )，並以  $-t$  表示宣告日前第  $t$  個交易日，以  $t+$  表示宣告日後第  $t$  個交易日。本研究以宣告日前第 30 個交易日至宣告日後第 360 個交易日(-30,360)作為事件期，觀察併購事件在此期間的宣告效果。而在估計股票異常報酬率之參數部份，為避免估計期設定太短而損及預測能力，以及預防估計期設定太長使模型產生不穩定之現象，本文根據沈中華與李建然 (2000)利用宣告日前 282 個交易日至宣告日前第 31 個交易(-282,-31)，共計 252 天作為估計期，如圖 3.3.1 所示。

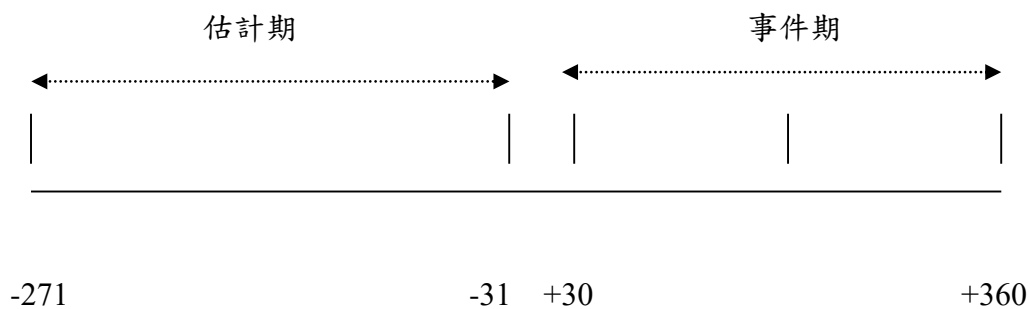


圖 3.3.1 事件研究法各期間關係圖

## 二、預期報酬率之衡量

首先，先計算個別公司之股票報酬率。本文利用 TEJ 資料庫所提供已調整除權及除息效果後的股價，來計算個別股票報酬率，計算公式如下：

$$R_{it} = \ln \frac{P_{it}}{P_{it-1}}$$

其中， $R_{it}$ ：i 公司股票在  $t$  日之報酬率

$P_{it}$  和  $P_{it-1}$ ：i 公司股票第  $t$  日和第  $t-1$  日之收盤價

其次，利用市場模式來計算預期報酬率。此模式認為個別股票的報酬率與市場報酬之間存在線性關係，以數學方程式表達如下：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}, t = -271, \dots, -31$$

其中， $R_{it}$ ：i 公司在第 t 日之報酬率

$\alpha_i$ ：市場模式之截距項

$\beta_i$ ：i 公司證券之報酬率受市場報酬率變動的影響程度，視為系統風險

$R_{mt}$ ：市場投資組合在第 t 日之報酬率

$\varepsilon_{it}$ ：i 公司證券在第 t 日之殘差項

根據上述之市場模式，將估計期(-282，-31)間個別公司之報酬率與市場報酬代入，以最小平方估計法 (Ordinary Least Square, OLS) 進行迴歸後，可求得估計期之截距項 $\hat{\alpha}$ 與斜率項 $\hat{\beta}$ ，將這兩個估計參數和市場報酬代入市場模式中，及可求得預期報酬率，其計算方式如下：

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

其中， $E(R_{it})$ ：i 公司股票在事件期第 t 日的預期報酬率

$R_{mt}$ ：事件期第 t 日股票市場報酬率

## 一、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：以事件期的實際報酬率減去上述公式所計算出之公司的預期報酬率，即為公司的異常報酬率亦稱超額報酬(excess return)：

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

其中， $AR_{it}$ ：i 公司股票在第 t 日之異常報酬率

$R_{it}$ ：i 公司股票在第 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，藉以降低非研究事件的干擾對股票報酬的影響。首先，計算出每間公司於事件期間之異常報酬率後，再將個別樣本公司第 t 日異常報酬率相加後再除以樣本數 N，即可求得全體樣本之平均異常報酬率 (Average Abnormal Return, AAR)：

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

其中， $AAR_t$ ：全體樣本在事件期第 t 日之平均異常報酬率

$N$ ：總樣本數

(三)、累積平均異常報酬(Cumulative Average Abnormal Returns, CAAR)計算方式如下：將事件期間內全體樣本公司之平均異常報酬率累計加總後，即可得到全體樣本公司之累積平均異常報酬率：

$$CAAR_{(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t$$

其中， $CAAR_{(t_1, t_2)}$ ：全體樣本在事件期 $t_1$ 到 $t_2$ 之累積平均異常報酬率

$t_1$ 和 $t_2$ ：分別表示計算累積平均異常報酬之起始日和終止日

### 三、統計檢定

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異於零，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)、平均異常報酬率(AAR)之假設檢定：

假設 $H_0: AAR_t = 0$

檢定統計量

$$t = \frac{AAR_t}{\sqrt{\text{Var}(AAR_t)}} = \frac{AAR_t}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{t=1}^N (AAR_t - \sum_{t=1}^N \frac{AAR_t}{N})^2}}$$

(二)、累積平均異常報酬率(CAAR)之假設檢定：

假設 $H_0: CAAR_t = 0$

檢定統計量

$$t = \frac{CAAR_t}{\sqrt{\text{Var}(CAAR_t)}} = \frac{CAAR_t}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{t=1}^N (CAR_t - \sum_{t=1}^N \frac{CAR_t}{N})^2}}$$

根據上述公式進行檢定後，若檢定結果為顯著，則拒絕 $H_0$ ，表示主併公司併購之宣告對事件期間之報酬率有顯著影響。



## 第四章 實證結果與分析

本章節將依據前章節的研究方法進行實證研究分析，並將依序說明企業處於不同的生命週期對於購併的宣告效果、以及支付方式對於購併的宣告效果、最後分析不同產業的併購是否有不同的購併宣告效果。

### 第一節 樣本之敘述統計

本研究旨在探討不同生命週期階段之主併公司進行購併後，其對公司股東財富的影響為何，因此，本文根據生命週期綜合指標將主併公司分為成長期、成熟期與衰退期，再依不同的支付方式區分為現金與非現金如表 4.1.1。可看出成長期之樣本數為 80 筆，成熟期樣本數為 319 筆，而衰退期之樣本數為 76 筆，其顯示出成熟階段之公司較會進行購併活動。另外，資料也顯示不同的生命週期階段皆喜好以現金方式做為支付工具。

表 4.1.1 以生命週期及支付方式做分類的樣本數

		主併公司			
支付方式		成長期	成熟期	衰退期	樣本總數
	現金	43	172	57	272
	非現金	37	147	19	203
	樣本總數	80	319	76	475

表 4.1.2 敘述統計量(N=475)

研究變數	平均數 (Mean)	最大值 (Max)	中位數 (Median)	最小值 (Min)	標準差 (Std)
股利發放率(%)	0.4564	10.2113	0.442	-1.9677	0.6234
銷售成長率(%)	0.1336	7.7655	0.0802	-1.0000	0.4883
資本支出率(%)	0.0602	0.3549	0.0384	0.0000	0.0695

另從區分企業生命週期的變數來看，其樣本敘述統計量如表 4.1.2 所示，可以看出國內主併企業的股利發放率平均為 45.64%。另外，銷售成長率平均為 13.36%。資本支出率平均為 6.02%。接著，再細分從各個不同的生命週期來看，如表 4.1.3 所示。從生命週期判斷變數的平均數來看，主併公司之股利發放率會隨著公司生命週期階段而改變，其依序為 7.2%、46.9%及 79.94%，從中可以發現股利發放率會由小到大變化，表示成長階段之公司，較不會將公司的資金以股利的方式發放給股東，故股利發放率最小，而成熟期和衰退期的公司，因為投資機會較少或資金來源穩定，較會以股利的方式將多餘的資金發給股東，所以有較高的股利發放率，其中又以衰退期更為明顯。

而依照主併公司之銷售成長率的生命週期區分，分別為 36.67%、11.61%及 -3.43%，其結果顯示公司的銷售成長率會隨著公司生命週期階段改變而逐漸遞減，即成長階段的公司銷售額有成長空間，故銷售成長率較高，但進入衰退期的公司銷售額已趨於穩定，故銷售成長率較低。

在資本支出率方面，隨著公司生命週期階段的變化，可以發現主併公司的資本支出率從 11.78%、5.37%至 2.71%逐漸遞減，其結果表示成長公司為了增加公司的生產力，較有購買機器設備之需求，因此會將較多的資金投入其中，故資本支出率較高，而成熟期和衰退期公司在資本支出方面較少，因而資本支出率較成長期公司低。

表 4.1.3 主併公司在成長期、成熟期及衰退期各變數之敘述統計量

研究變數	平均數 (Mean)	最大值 (Max)	中位數 (Median)	最小值 (Min)	標準差 (Std)
成長期 (N=80)					
股利發放率(%)	0.0720	0.5637	0.0000	-1.4988	0.2440
銷售成長率(%)	0.3667	7.7655	0.2404	-1.0000	1.0137
資本支出率(%)	0.1178	0.3436	0.0980	0.0004	0.0923
成熟期 (N=319)					
股利發放率(%)	0.4690	10.2113	0.4462	-1.9677	0.6889
銷售成長率(%)	0.1161	1.9065	0.0973	-0.7987	0.2733
資本支出率(%)	0.0538	0.3549	0.0351	0.0000	0.0620
衰退期 (N=76)					
股利發放率(%)	0.7994	2.4110	0.7888	0.0492	0.3298
銷售成長率(%)	-0.0343	0.2710	-0.0191	-0.5536	0.1517
資本支出率(%)	0.0271	0.0722	0.0244	0.0003	0.0235

## 第二節 宣告報酬

本文以市場模式觀察購併前後各一天之主併公司股價報酬率之變化，表 4.2.1 為主併公司依生命週期階段分類後在事件期 (-1,1) 之累積異常報酬 t 檢定之結果。表中顯示不論在成長期、成熟期或衰退期，主併公司進行購併宣告都會產生顯著且正向的累積異常報酬。結論顯示，在現金支付下，成長期主併公司獲得 0.4373% 的宣告報酬，成熟期主併公司獲得 0.9338% 宣告報酬，衰退期主併公司獲得 0.0928% 的宣告報酬。在非現金支付下，成長期主併公司獲得 1.3458% 的宣告報酬，成熟期主併公司獲得 0.2397% 宣

告報酬，衰退期主併公司獲得 0.3113%的宣告報酬。結論顯示，非現金支付比現金支付對成長期及衰退期主併公司能創造較高報酬。相反的，成熟期主併公司在現金支付比非現金支付能創造較高報酬。

表 4.2.1 不同支付方式下的報酬

t 日	支付方式	成長期(%)	成熟期(%)	衰退期(%)
(-1,1)	現金	0.4373*** (4.46)	0.9338** (2.82)	0.0928*** (3.15)
	非現金	1.3458** (2.65)	0.2397** (2.63)	0.3113*** (3.41)
(-2,2)	現金	-0.2406 (-1.18)	0.7557* (1.77)	0.3887 (0.49)
	非現金	1.2187 (1.29)	0.1491*** (4.29)	-0.0696 (-1.09)
(-5,5)	現金	-0.9939** (-2.74)	0.6656 (1.09)	-0.1927 (-0.19)
	非現金	0.7712 (0.58)	0.6946 (0.96)	0.3375** (2.32)
(-10,10)	現金	-2.4546** (-2.35)	0.3196 (0.44)	0.8185 (0.60)
	非現金	-1.6867 (-1.03)	-0.1593 (-0.18)	-0.2082 (-0.12)

註：1. (-1, 1)代表事件日前一天到後一天的異常報酬，此數字的單位為百分比。

2. ( )中的值為檢定的 t 值。

3. \*, \*\*, \*\*\*，分別代表 10% 5% 1%的顯著水準。

表 4.2.2 事件日後 3 個月 6 個月和 12 個月的報酬

		成長期(%)	成熟期(%)	衰退期(%)
3M	現金	-1.7237*** (-4.46)	-4.7887*** (-6.40)	-0.5929*** (-3.16)
	非現金	-7.3840*** (-6.90)	0.4533** (2.21)	5.0194*** (5.24)
6M	現金	-0.5178*** (-3.08)	-6.037*** (-7.87)	-6.4539** (-2.15)
	非現金	-18.0296*** (-3.35)	-0.1438** (-2.04)	8.6928 (1.08)
12M	現金	-8.2982** (-2.67)	-8.7405*** (-6.43)	-11.6306*** (-4.05)
	非現金	-25.0093*** (-3.01)	-4.4796** (-2.65)	16.2350 (1.04)

由表 4.2.2 可以得知，就長期的購併宣告報酬來看，除了衰退期主併公司以非現金支付獲得較高報酬外，其餘的公司在併購後的報酬幾乎都是負值。以購併後 12 個月的長期表現來看，研究發現在現金支付上，衰退期公司的長期績效比成長及成熟期公司都來的差。然而就非現金支付上，衰退期公司有較高的長期報酬，但沒有統計上的顯著水準。

本文進一步將產業分為製造業、電子業與服務業，希望能藉此來看出不同產業在併購方面的績效表現。由表 4.2.3 可以發現，製造業在(-1,1)窗口方面，衰退期公司在現金與非現金支付下，均有較高報酬。相反的，當購併公司為電子業時，成長期公司不論在現金與非現金支付下都將有較高的購併後的報酬。另外，就服務業而言，成熟期公司在現金支付下，將獲得較高的報酬。但是當公司利用非現金支付下，成長期公司將獲得較高報酬。

另外，表 4.2.4 結論也顯示，製造業主併公司在現金支付下有較高的長期報酬，而成熟期公司在非現金支付下有較高長期報酬。但電子公司在成熟期和衰退期在現金與非

現金支付下，有較高的長期報酬，但無統計上顯著水準。服務業的衰退期公司，在現金支付下有較高長期報酬。成長期的服務業公司在非現金支付下有較差的長期報酬。

表 4.2.3 不同支付方式下的報酬(製造業、電子業、服務業)

		製造業(%)			電子業(%)			服務業(%)		
		成長期	成熟期	衰退期	成長期	成熟期	衰退期	成長期	成熟期	衰退期
(-1,1)	現金	-0.9906***	0.9749**	1.0300**	1.4871	0.5656	-0.5264	-0.6676	1.3458	-0.2775
		(-3.57)	(2.07)	(2.60)	(1.09)	(1.01)	(-0.55)	(-1.58)	(1.34)	(-1.48)
	非現金	2.0565	-1.5081**	3.0976	0.8671***	0.2162**	0.5829***	2.6192***	1.6139**	-0.0051***
		(1.32)	(-2.84)	(1.30)	(3.86)	(2.47)	(4.57)	(3.79)	(2.64)	(-3.01)
(-2,2)	現金	-1.3162**	0.5549	2.9187	1.2304	0.1981	-0.5113	-3.6878	1.7554*	-0.1384**
		(-2.73)	(0.88)	(1.50)	(0.59)	(0.30)	(-0.38)	(-2.27)	(1.75)	(-2.21)
	非現金	1.9647	-1.2486*	1.5870**	0.7244**	0.0477***	0.8263**	2.5057***	1.3994*	-0.7935***
		(1.01)	(-1.89)	(2.49)	(2.61)	(3.09)	(2.91)	(4.78)	(1.97)	(-4.56)
(-5,5)	現金	-0.4323***	1.2935	2.5405	-0.5071	-0.7226	-1.1889	-4.1576	2.0802	-0.7276
		(-3.16)	(1.47)	(0.81)	(-0.29)	(-0.77)	(-0.78)	(-3.10)	(1.47)	(-2.04)
	非現金	-1.6994	0.0989	4.3508	0.9622***	0.6312**	-0.5391*	5.1841**	1.2524*	1.0978**
		(-0.67)	(1.09)	(1.47)	(3.56)	(2.75)	(-1.65)	(2.43)	(1.63)	(2.51)
(-10,10)	現金	-3.2213**	0.3799	2.0196	-1.2633	-0.5273	-0.0025	-5.5586	1.7533*	1.1369
		(-2.94)	(0.33)	(0.51)	(-0.51)	(-0.49)	(-0.01)	(-1.22)	(1.98)	(0.87)
	非現金	-2.2870	-0.2002	0.0015*	-1.2667	0.3118	1.5457**	3.0957	-0.6345	1.3132**
		(-0.82)	(-1.15)	(2.00)	(-1.55)	(1.24)	(2.56)	(1.62)	(-1.32)	(2.58)

表 4.2.4 事件日後 3 個月 6 個月和 12 個月的報酬(製造業、電子業、服務業)

		製造業(%)			電子業(%)			服務業(%)		
		成長期	成熟期	衰退期	成長期	成熟期	衰退期	成長期	成熟期	衰退期
<b>3M</b>	現金	-2.3254 (-1.52)	-5.8521 * (-1.96)	4.4182 (0.40)	-1.2794 (-0.21)	-5.7407 * (-1.78)	-5.1848 (-1.04)	-2.1972 *** (-3.56)	-2.3164 *** (-4.54)	-2.4208 *** (-3.41)
	非現金	-3.1417 (-1.28)	9.3244 ** (2.92)	4.2398 *** (3.91)	-7.4104 (-1.73)	0.3153 (2.11)	5.2927 (2.77)	-16.7706 *** (-5.48)	-6.2011 ** (-2.44)	0.5713 *** (4.20)
<b>6M</b>	現金	9.5299 *** (3.99)	-9.6141 * (-1.70)	-14.0119 (-0.77)	-2.9516 (-0.28)	-7.4959 *** (-14.58)	-14.1927 * (-1.76)	-12.5522 *** (-7.12)	0.8149 *** (4.11)	-10.2069 *** (-3.19)
	非現金	-14.1325 *** (-3.88)	11.5789 * (1.64)	5.5895 ** (2.59)	-17.2835 *** (-3.13)	-4.3616 * (-1.67)	23.9978 * (1.84)	-31.2741 *** (-6.13)	-1.5357 *** (-5.27)	-11.8259 *** (-3.32)
<b>12M</b>	現金	34.0709 ** (2.72)	-15.7033 (-1.49)	-18.6459 (-0.52)	-23.9517 (-1.36)	-5.0863 (-0.55)	-25.2408 * (-1.64)	-5.5586 ** (-2.22)	-8.7434 *** (-4.62)	13.0953 *** (7.86)
	非現金	-6.4500 ** (-2.22)	21.5192 ** (2.16)	8.4431 *** (3.29)	-18.8585 (-1.49)	-17.2737 (-1.57)	41.2222 (1.42)	-103.6729 *** (-7.14)	-4.6503 *** (-4.39)	-11.7204 *** (-3.06)



## 第五章 結論與建議

### 第一節 結論

本研究從公司所處生命週期併購事件是否有不同股價的異常報酬來進行分析。結論顯示，非現金支付比現金支付對成長期及衰退期主併公司能創造較高報酬。相反的，成熟期主併公司在現金支付比非現金支付能創造較高報酬。就長期的購併宣告報酬來看，除了衰退期主併公司以非現金支付獲得較高報酬外，其餘的公司在併購後的報酬幾乎都是負值。以購併後 12 個月的長期表現來看，研究發現在現金支付上，衰退期公司的長期績效比成長及成熟期公司都來的差。然而就非現金支付上，衰退期公司有較高的長期報酬，但沒有統計上的顯著水準。本文進一步將產業分為製造業、電子業與服務業得知，製造業在(-1,1)窗口方面，衰退期公司在現金與非現金支付下，均有較高報酬。相反的，當購併公司為電子業時，成長期公司不論在現金與非現金支付下都將有較高的購併後的長期報酬。另外，就服務業而言，成熟期公司在現金支付下，將獲得較高的報酬。但是當公司利用非現金支付下，成長期公司將獲得較高報酬。另外，結論也顯示，製造業主併公司在現金支付下有較高的長期報酬，而成熟期公司在非現金支付下有較高長期報酬。但電子公司在成熟期和衰退期在現今與非現金支付下，有較高的長期報酬，但無統計上顯著水準。服務業的衰退期公司，在現金支付下有較高長期報酬。成長期的服務業公司在非現金支付下有較差的長期報酬。

### 第二節 未來研究建議

股價報酬率往往出現波動聚集(volatility clustering)的現象，亦即大波動伴隨著大波動，在估計期，市場模式係數可能會被高估。此外由於企業的生命週期階段是一項持續動態的過程，特別是像經過併購這種大規模且長遠影響的事件，有可能讓這些公司產生所謂返老還童，或是加速老化的現象。所以這些公司在併購之後的生命階段變化，也可能是未來可行的研究方向。

另外本研究資料經刪除遺缺不全之資料，以及因為要區分現金與非現金的支付和產業(製造業、電子業、服務業)的計算，實際只得出 475 筆可用資料。這也是未來可改進的研究方向。

## 參考文獻

### 一、中文部份:

- 李滄靖(2004),「台灣上市併購公司之股票長期績效分析」,私立東海大學國際貿易研究所,碩士論文。
- 邱垂昌、洪福讚(2008),「在不同企業生命週期下智慧資本與企業價值關聯性之研究」當代會計,9(2), 201-236。
- 翁鶯娟(2002),「購併宣告對產業內競爭對手公司股價影響之研究—以台灣上市公司為例」,成功大學企業管理學系碩士在職專班,碩士論文。
- 許淑瑋(2002),「台灣企業併購後績效衡量之實證研究」,國立台灣大學財務金融學研究所,碩士論文。
- 許傑(2009),「購併與生命週期之關聯性研究」,私立東海大學管理學院財務金融研究所,碩士論文。
- 陳吟愷(2003),「企業生命週期與盈餘管理關聯性之研究」,國立中山大學企業管理學系研究所碩士論文。
- 黃仁正(2002),「台灣上市公司併購動機、動機達成程度與經營績效之研究」,東海大學企業管理學系研究所碩士論文。
- 劉邦典、余惠芳、林少斌(2006),「美國企業併購新事件與前瞻」,華人經濟研究,4(1), 1-14.
- 劉建宏(2005),「企業購併經營績效評估:經濟附加價值與市場績效觀點」,私立東吳大學會計學系,碩士論文。
- 蔡慧珊(2008),「企業併購虧損公司對股東財富影響之研究」,國立交通大學管理科學系,碩士論文。
- 謝松年(2001),「財務預測對委託簿異質性之影響與企業生命週期之關係研究」,國立中正大學會計學研究所碩士論文。
- 謝劍平、張竣傑(1996),「台灣企業購併決策與 Tobin'Q 比率之相關性研究」,臺灣銀行季刊,第47卷第3期,35-55。
- 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。

## 二、英文部份:

- Adizes, I. (1989). *Corporate Lifecycles: How and why corporations grow and die and what to do about it*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- Agrawal, A., Jaffe, J. F., and Mandelker, G. N. (1992). The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly. *The Journal of finance*, 47(4), 1605-1621.
- Anthony, J. H., and Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and economics*, 15(2), 203-227.
- Asquith, P., Bruner, R. F., and Mullins, D. W. (1983). The gains to bidding firms from merger. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 121-139.
- Billett, M. T., King, T. H. D., and Mauer, D. C. (2004). Bondholder wealth effects in mergers and acquisitions: New evidence from the 1980s and 1990s. *The Journal of Finance*, 59(1), 107-135.
- Black, E. L. (1998). Life-cycle impacts on the incremental value-relevance of earnings and cash flow measures. *Journal of Financial Statement Analysis*, 4, 40-57.
- Bradley, M., Desai, A., and Kim, E. H. (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of financial Economics*, 21(1), 3-40.
- Bruner, R. F. (2004). *Applied mergers and acquisitions* (Vol. 173). John Wiley and Sons.
- Chandler, A. D. (1962). *Strategy and structure: Chapters in the history of the American enterprise*. Massachusetts Institute of Technology Cambridge.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial economics*, 81(2), 227-254.
- Draper, P., and Paudyal, K. (1999). Corporate takeovers: mode of payment, returns and trading activity. *Journal of Business Finance and Accounting*, 26(5-6), 521-558.
- Eckbo, B. E. (1983). Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth. *Journal of financial Economics*, 11(1), 241-273.
- Fernley, T. G. A. (1996). The pivotal role of an AMC in the life cycle of an association. *Association Management*, 48(7), 4-5.

- Franks, J., Harries, R., and Titman, S. (1991). The postmerger share-price performance of acquiring firms. *Journal of Financial economics*, 29(1), 81-96.
- Gomez-Mejia, L. R. (1992). Structure and process of diversification, compensation strategy, and firm performance. *Strategic management journal*, 13(5), 381-397.
- Haire, M.(1959), *Biological models and empirical history of the growth of organizations . Modern Organizational Theory*. New York: John Wiley and Sons.
- Kaplan, S. N., and Weisbach, M. S. (1992). The success of acquisitions: Evidence from divestitures. *The Journal of Finance*, 47(1), 107-138.
- Kazanjian, R. K., and Drazin, R. (1989). An empirical test of a stage of growth progression model. *Management Science*, 35(12), 1489-1503.
- Meeks, G. (1977). *Disappointing marriage: A study of the gains from merger* (Vol. 51). CUP Archive.
- Miller, D., and Friesen, P. H. (1984). A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management science*, 30(10), 1161-1183.
- Owen, S., and Yawson, A. (2010). Corporate life cycle and M&A activity. *Journal of banking and finance*, 34(2), 427-440.
- Pashley, M. M., and Philippatos, G. C. (1990). Voluntary divestitures and corporate life-cycle: some empirical evidence. *Applied Economics*, 22(9), 1181-1196.
- Peterson, P. P. (1983). Financial decisions and the life-cycle of corporations. In Florida State University: The Financial Management Association Meeting.
- Quinn, R. E., and Cameron, K. (1983). Organizational life cycles and shifting criteria of effectiveness: Some preliminary evidence. *Management science*, 29(1), 33-51.
- Ravenscraft, D. J., and Scherer, F. M. (1987). *Mergers, sell-offs, and economic efficiency*. Brookings Institution Press.
- Rink, D. R., and Swan, J. E. (1979). Product life cycle research: A literature review. *Journal of business Research*, 7(3), 219-242.
- Selling, T. I., and Stickney, C. P. (1989). The effects of business environment and strategy on a firm's rate of return on assets. *Financial Analysts Journal*, 45(1), 43-52.
- Scott, B.R. (1971). *Stages of Corporate Development – Part 1*, Case No. 9-371-294, Intercollegiate Case Clearing House, Boston, Massachusetts.
- Scott, B. R.(1973). The industrial state : Old myths and new realities. *Harvard Business Review*, 51(2), 133-148.

- Shahrur, H. (2005). Industry structure and horizontal takeovers: Analysis of wealth effects on rivals, suppliers, and corporate customers. *Journal of Financial Economics*, 76(1), 61-98.
- Shelton, L. M. (2000). Merger market dynamics: insights into the behavior of target and bidder firms. *Journal of economic behavior and organization*, 41(4), 363-383.
- Smith, K. G., Mitchell, T. R., and Summer, C. E. (1985). Top level management priorities in different stages of the organizational life cycle. *Academy of management Journal*, 28(4), 799-820.
- Stillman, R. (1983). Examining antitrust policy towards horizontal mergers. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 225-240.
- Sudarsanam, S., Holl, P., and Salami, A. (1996). Shareholder wealth gains in mergers: effect of synergy and ownership structure. *Journal of Business Finance and Accounting*, 23(5-6), 673-698.

圖 1.1.1 企業併購案件數量與金額統計表

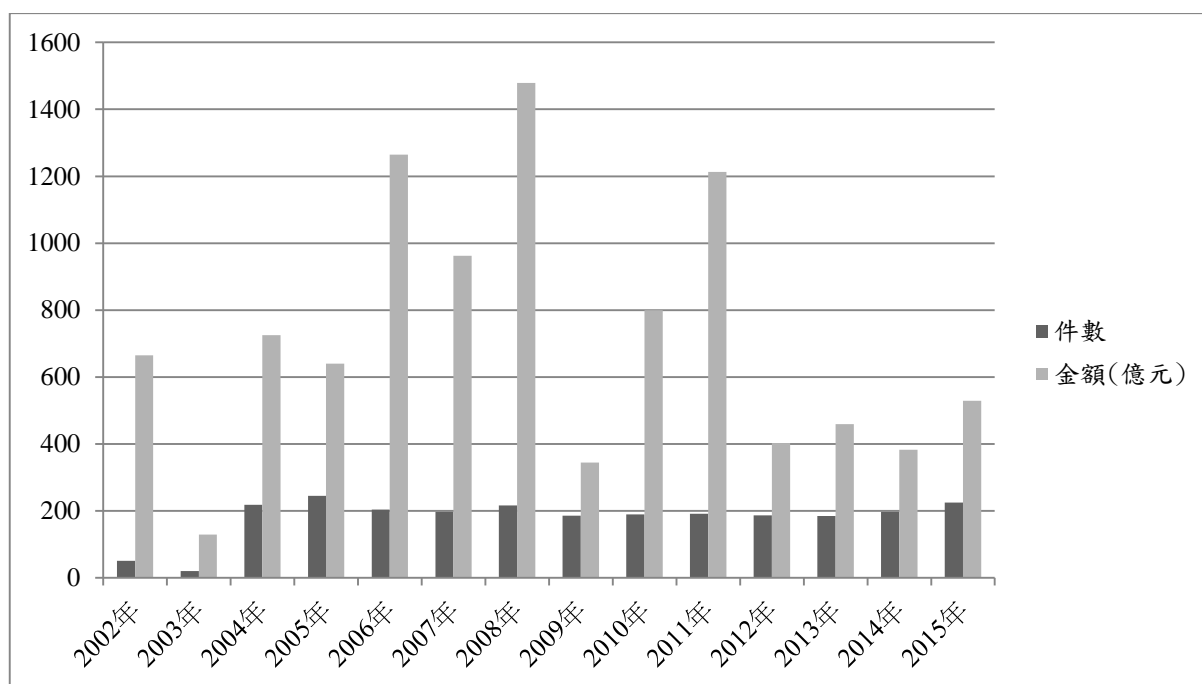


圖 1.1.2 企業併購案件類別數量統計表

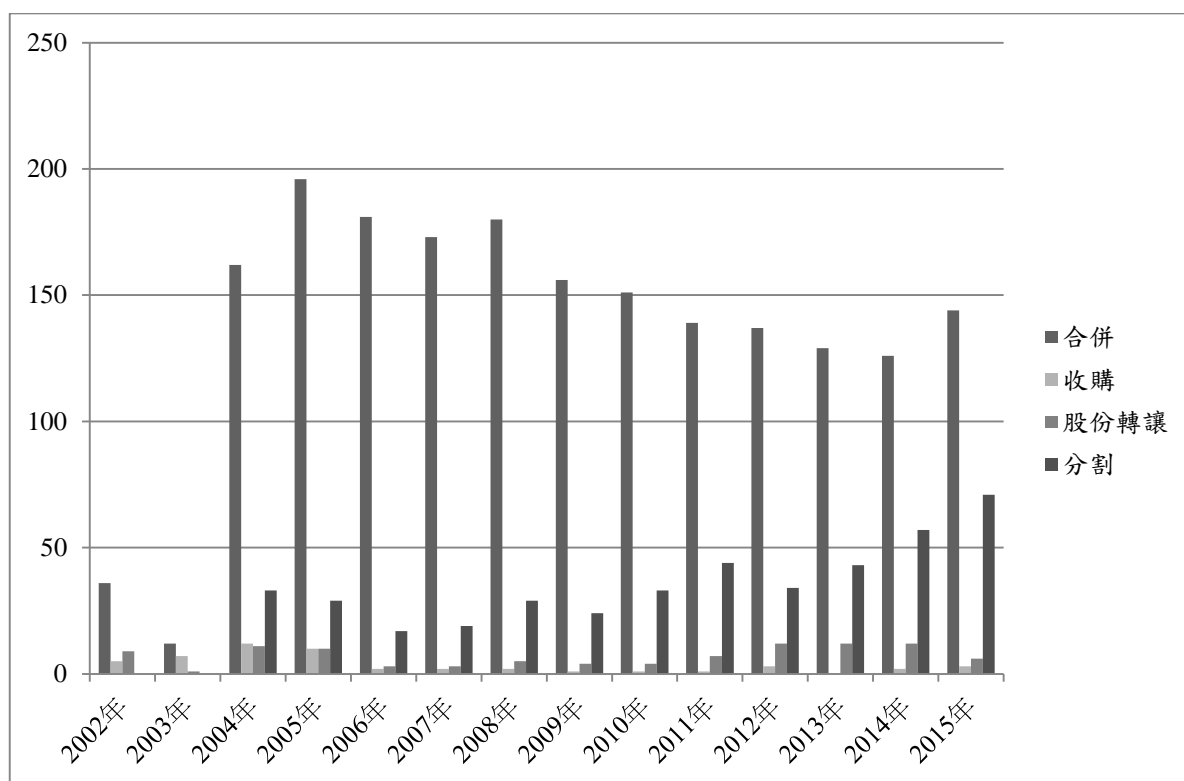




表 1.1.1 企業併購案件數量統計表

年度	合併	收購	股份轉讓	分割	合計
2002年	36	5	9	0	50
2003年	12	7	1	0	20
2004年	162	12	11	33	218
2005年	196	10	10	29	245
2006年	181	2	3	17	203
2007年	173	2	3	19	197
2008年	180	2	5	29	216
2009年	156	1	4	24	185
2010年	151	1	4	33	189
2011年	139	1	7	44	191
2012年	137	3	12	34	186
2013年	129	0	12	43	184
2014年	126	2	12	57	197
2015年	144	3	6	71	224
合計:	1922	51	99	433	2505

資料來源:經濟部商業司

表 1.1.2 企業併購案件金額統計表

年度	合併	收購	股份轉讓	分割	合計
2002年	254.4	18.7	391.4	0.0	664.5
2003年	38.0	35.6	55.5	0.0	129.1
2004年	330.0	27.3	176.0	192.0	725.3
2005年	365.4	7.6	139.8	127.4	640.2
2006年	1,188.0	1.9	8.8	66.3	1,265.0
2007年	827.6	6.4	11.7	117.1	962.7
2008年	190.0	0.0	989.7	299.3	1,479.1
2009年	275.0	0.0	20.8	48.4	344.2
2010年	421.5	0.4	88.4	288.9	799.2
2011年	125.5	0.0	837.0	250.6	1,213.1
2012年	284	6.5	15.1	230.4	402.2
2013年	242.3	0.0	115.5	101.1	458.8
2014年	104.9	0.3	135.3	141.8	382.3
2015年	256.2	32.6	186.3	53.5	528.5
合計:	4902.8	137.3	3,171.3	1,916.8	9,994.2

資料來源:經濟部商業司