

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

全球化的趨勢，加上台灣與大陸於2010年六月簽定兩岸ECFA之後，更帶動國內企業購併(Merger and Acquisition, M&A)市場的熱絡。台灣在2002年加入世界貿易組織(WTO)後，企業面臨全球化更直接的國際競爭。在激烈的競爭中，為擴大市場利基、鞏固市場地位及吸收他人優勢，許多企業藉由購併的方法更容易達成營運目標，創造股東價值。

就企業不同發展歷程中，各有不同的併購理由。在營運起始期的企業，因尋求資金或營運上的需要引進新投資人；營運成長期的企業，可能需要利用購併，以擴張產能或進行垂直與水平整合；營運高原期的企業，為尋求下一個成長動力，需藉由購併引進新產品、新技術經營多角化；營運衰退期的企業，可能進行企業重組與非核心事業重組公司內部資源，以突破瓶頸。總之，購併的行為，有可能給企業經營帶來新的能量，進一步帶動企業成功轉型，提升購併後企業的國際競爭力。

近年來，國內企業購併活動頻繁，2003年企業購併法通過後，其立法目的在「在利企業以併購進行組織調整，發揮企業經營效率」。企業併購法公布施行至後今已滿九年。九年來，併購件數和金額從91年的50件(合計金額664.5 億)到99年的併購件數189件(合計金額達799.1億)，這九年併購件數總計為1523件，合計總金額為7,009.3億，這其中具有以下的特色：

- (1) 中小企業比重有偏高的趨勢：大規模的企業併購(資本額20 億以上)佔總件數比例為19%，中小型公司(資本額5億元以下)更佔了 60.3%，其餘介於小規模和大規模間的企業則佔了20.7%。
 - (2) 產業類別以營建、電子、電機業等公司比例較重，例如民國99年公司之併購，營建、電子、電機業等公司比例分別占14.8%、13.8%及10.6%，其他類佔13.8 %。
 - (3) 合併方式進行的併購最多：綜上，由99年併購件數觀察，產業採行合併方式進行併購占79.8%之比例，且併購行為多發生於中小型公司。
- 資料來源：經濟部商業司新聞稿(2011年五月)

台灣經濟在許多產業領域上的競爭，早已延伸到國際市場。面臨自由化競爭、微利時代，規模經濟需求、全球化趨勢及跨入新市場問題上，併購可以壯大企業的規模，降低成本，增加產能，這些都有利於面對國際市場上的激烈競爭。因此，國內的中小型企業被購併的意願也在提升。進行併購的每一企業，無不希望藉由併購行為形成經濟規模，強大企業在市場上的競爭地位，甚至也有些公司

希望透過併購帶動股價上揚，增加股東財富。

併購的動機以及影響併購成敗的因素其實非常複雜，舉凡企業規模、產業別、相關或非相關併購、善意或非善意併購、併購期間長短、支付方式、國內或跨國等種種皆有可能。都有可能反映在併購溢價及後續整合困境方面。

第二節 研究目的

企業併購與企業經營一樣，從購併動機，購併形式（如收購、合併、參股、合資、策略聯盟），購併過程，購併綜效（如產業、營運、財務綜效），購併存在相當程度的風險，購併是否真的能創造綜效，提高企業的價值，從西方的實証資料顯示，成功的併購案件只佔三分之一。由此可見購併案不一定是一加一等於二或大於二，也有可能是小於二。購併案發生的初期，通常合併效益不會太明顯，觀察購併案成功與否，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。

綜合上列所述，本篇論文欲探討之研究問題如下列所示：

- 一、購併是否影響公司股東財富？購併事件是否增加或減少股價的異常報酬？
- 二、檢定不同年度購併事件是否影響股價的異常報酬？
- 三、檢定不同購併態度是否影響股價異常報酬表現？
- 四、檢定不同的購併方式是否影響股價異常報酬？
- 五、檢定不同產業的購併是否有不同的股價異常報酬表現？
- 六、檢定不同財務比率是否影響股價異常報酬？

第三節 研究架構與流程

本研究論文架構共分成五個章節，各章內容依序分述如下：第一章、緒論：說明本論文研究動機、目的、背景以及研究問題、研究流程等等。並簡述論文之架構與流程；第二章 文獻探討：本章包含購併相關的理論基礎、相關國內外文獻之彙整及歸納；第三章 研究方法：資料樣本概述、研究方法(事件研究法)；第四章實證結果：此章節列示實際統計結果之整理與歸納；第五章結論：本研究結論與後續建議。

本研究之研究流程架構如下圖 1-1 所示：

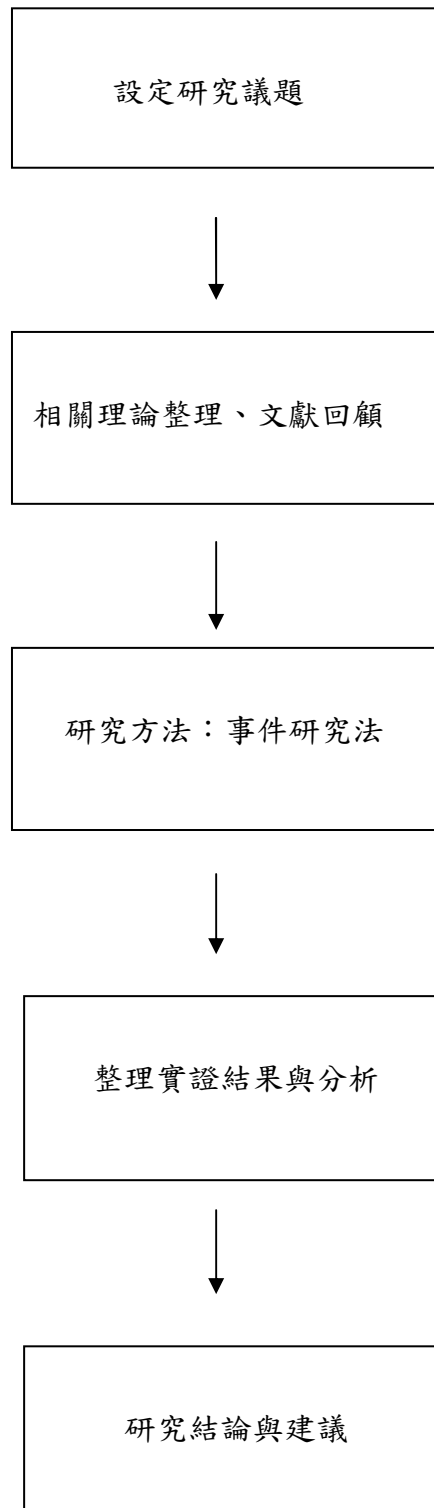


圖 1-1 研究流程圖

第二章文獻探討

第一節 購併的定義與類型

壹. 購併的定義

「購併」乃合併與收購 (Mergers & Acquisition, M&A) 等兩種不同的法律特性的行為。(伍忠賢, 2009)。(在我國的企業併購法中另有加入分割一項)。

合併 (Mergers) 的方式有吸收合併 (Merger) 與創立合併 (**Consolidation**) 兩種；而收購 (Acquisition) 指收購公司 (Acquiring company) 透過資產或股權的購入來掌控被收購的公司。

貳. 購併的類型：

一、一般可區分為以下四種：(伍忠賢, 2009)

(一)、存續 (吸收) 合併 (Statutory Merger)：

指甲、乙兩家公司合併，甲公司存序續，乙公司消滅，乙公司的資產與債務被甲公司吸收。

(二)、新設 (創設) 合併 (Statutory Consolidation)：

指兩家或兩家以上的公司依公司法所規定的程序，以創設一家新公司的方式進行合併。原有之各公司均解散，而由新設之公司概括承受權利與義務。實務上這種情形不多見。

(三)、資產收購 (Purchase of Assets)：

又稱營業讓與，指收購公司購買目標公司全部或部分的資產，例如土地、機器廠房、員工客戶、商標商譽等等。買方可以選擇性承受賣方的債務。

(四)、股權收購 (Purchase of Stock)：

指收購公司以直接或間接方式購入全部或部分目標公司的股權，而成為目標公司的股東，並同時須依持股比例概括承受目標公司的權利與義務。此外目標公司可以在收購公司的主導之下，仍具有獨立法人身分繼續存在，即維持母、子公司的關係，子公司的債務或營運績效將影響母公司的價值。或者子公司解散，與母公司結合成一體。

參. 購併之型態

可以分別以財務觀點、多角化方向、主動或被動、進行的方式等四個

面向探討 (伍忠賢, 2009)

一、以財務的觀點探討

(一)、營運合併(Operating merger)

收購企業和目標公司合併後會有營運項目的綜效產生。營運綜效 (Operational Synergy) 主要來自經濟規模。例如宏碁收購捷威、佰德的案例，預估每年綜效至少1.5億美元，而且可以持續五年。

(二)、財務合併(Financial merger)

併購後雙方仍然獨立運作，但兩家公司財務風險會降低，有可能會使盈餘增加、舉債增強等，稱之為財務綜效(Financial Synergy)。

二、依多角化方向探討

企業多角化可分為垂直、水平、複合 (或無關)，因此合併依雙方產業關聯的方向、程度，可分為水平合併、垂直合併、複合式多角化合併 (Conglomerate Merger)

(一)、水平式合併(Horizontal Mergers)

又稱之為橫向合併。生產和銷售相同或相似產品、或經營相似業務、提供相同勞務的企業間的合併，例如如美國波音公司與麥道公司的合併，法國雷諾汽車公司與瑞典富豪汽車公司的合併，均屬橫向合併。橫向合併的主要目的是把一些規模較小的企業聯合起來，組成企業集團，實現規模效益；或利用現有生產設備，增加產量，提高市場佔有率。但是過度的橫向合併可能會削弱企業間的競爭，甚至會造成少數企業壟斷市場的局面，犧牲市場經濟的效率。因此，在某些國家往往制訂有反托拉斯法規，以限制橫向合併的蔓延。

(二)、垂直式合併(Vertical Mergers)

又稱之為縱向合併，即在同一類型產業中，上下游的經營權或所有權移轉，依整合的上下游方向，又可分向前整合和向後整合。向前整合(Forward Integration)即下游併購上游。下游的公司因而掌握上游的原料，原料的來源穩定，且可以壓低價格。例如汽車製造公司合併橡膠輪胎企業或汽車零配件廠，可保證汽車零配件的供應；向後整合(Backward Intergration)，上游併購下游，上游公司的產品或服務獲得行銷通路，可降低行銷風險。例如 1995 年美國迪士尼公司收購大都—美國廣播公司，可以使前者製作的娛樂節目通過後者傳播給公眾。不過，企業集團的形成，可能會因管理能力

不足而喪失原有的靈活性和效率，這是合併前所必需考慮的
(三)、複合式合併(Conglomerate Mergers)

又稱同源式合併，主併公司與目標公司彼此的業務性質不大一樣，以多角化策略以進行併購，業務上有互補的作用，並且可以分散風險，替企業創造獲利機會。

三、依企業主動或被動

(一)、攻擊式併購(Offensive Merger)：產業景氣時企業透過併購來開闢企業版圖。

(二)、防禦式併購(Defensive Merger)：產業不景氣時透過併購以減少過度競爭或者發揮規模經濟稱之。

四、以進行方式來區分

(一)、善意併購：如果合併案是獲得合併方公司管理階層的支持，這樣的合併就稱為善意合併。有時候為了對抗惡意的購併，被購併的公司管理階層，常會尋求友善的公司來合併，以防止被購併後，管理階層的工作不保。

(二)、惡意併購：惡意購併是指目標公司管理階層非常反對該購併案，因為怕工作不保，會失去薪資與非薪資的福利。但是購併公司仍積極運作，想要達成購併的任務，購併公司會設法直接向目標公司的股東收購 51% 的股權。

文獻中，Morck、Shleifer 與 Vishny(1989)¹³ 以名列財星 500 大的 454 家公司為樣本(研究期間為 1981~1985 年)，比較更換管理者、善意購併與惡意購併三種公司控制方法，以托賓 q(Tobins q，資產市價/資產重置價值)作為衡量績效的標準；結果發現，被惡意購併之公司的托賓 q 值明顯較低，顯示歐美企業的管理者若表現不佳，即受到購併之威脅。另外，Morck 等人(1989)也發現，當公司的管理者同時也是設立者(例如家族企業的成員擔任重要職位)，且所屬產業績效不佳時，較不願以內部控制的方式(如更換管理者)來從事改善，最後往往是藉由惡意購併的外部機制作為結局。就上述實證結果而言，被惡意購併的目標公司多為管理效率不彰者，購併後勢必更動高階人事來整頓公司。壹班多會利用改變策略、修改制度與作業流程、處分閒置資產、調整財務結構等措施來進行改善，可能因而產生綜效。

Schwert(2000)¹⁴ 分析 1975~1996 年間 2346 家曾被出價的上市目標公司，發現在這些惡意購併的案例中，買方在購併期間(宣佈目的-63~126 天)的平均超額報酬率為負。

另外，Schwert(2000)的實證顯示，若出現其他競價者，買方的超額報酬率較低。而下列因素與超額報酬率的關係為正：買方以現金付款、主並公司規模較大、目標公司於購併前後的股價上漲程度較高，超額報酬率應該低(或為負)；又如目標公司的股價上漲程度愈高，買方可能要付出更高的代價，報酬率較低；這些結果有待進一步的研究與探討。

五、依財務戰略(Tactics)來區分：(徐俊明 2008)

- (一)、公開收購(Tender Offers)：係指不經集中市場或證券商，對非特定人購買有價證券的行為。當目標公司的管理階層不願意被購併，主併公司可直接以公開收購的方式向目標公司的股東買入股票，以便跳過管理階層。通常此種情形收購價會比市價高。
- (二)、融資買下(Leverage Buyouts, LBOs)：指主併者以高負債的方式買下目標公司。此例常見於管理者向公司買下股權，再申請下市。其原因一般為代理人成本、公司價值被低估、稅盾、或併購之威脅等。例如在1980年代美國出現不少LBO的案例就大多與這些因素有關。融資買必須藉助於金融機構的支持，因此收購成本可能較高。
- (三)、分段式併購(Toehold)：主併者可以在正式併購前逐次購買目標公司的股權，等到更瞭解對方的狀況且具有部分控制權力後，才進行併購。這種方式稱為兩步驟收購(Two-step Offers)。此作法所花費的時間較長，但遇到的抗拒通常較小，可降低風險。

六、依購併付款方式區分：

購併是否會因不同的付款方式(現金或換股)而使購併者的股價表現具有差異?觀念上，如果購併者認為本身未來股價將上漲，應該會以現金來支付購併案；因此，以換股方式付款會讓市場解讀為購併者仍有許多不確定性，未來股價不見得會有佳績，所以才利用換股方式進行購併。15 前述之推論係基於資訊不對稱(Information Asymmetry)的情況，投資人將因管理者的動作而有不同的解讀。

文獻 Franks、Harris 與 Titman(1991)¹⁶ 研究 1975~1984 年間美國的購併案例發現，購併者宣佈以現金支付時，其平均股價報酬率(經風險調整)為 0.8%，而換股購併的平均報酬率則為 3.2%。

除了短期的表現外，Loughran 與 Vihj(1997)¹⁷ 比較購併者以現

金及換股兩種方式付款的長期表現(1970~1989 年期間的 947 個案例)，利用性質類似、未從事購併的公司對照組作比較，結論是以現金付款之平均報酬率較高(購併後的五年共 61.7%)，而換股的平均報酬率則較低(五年共-25.0%)。

第二節 購併動機

企業的購併動機因時空環境不同而有差異，史上第一次的併購浪潮發生於19世紀晚期工業革命後至20世紀初，以橫向併購第一次併購浪潮的特徵，在英、美、德等資本主義高度發達國家，各式各樣的併購浪潮席捲各產業，大企業在各行業的市場份額迅速提高，形成了比較大規模的壟斷。

20世紀20年代發生的第二次併購浪潮以縱向併購為主，即把一個部門的各個生產環節統一在一個企業聯合體內，形成縱向托拉斯組織，行業結構轉向寡頭壟斷。第二次併購浪潮中有85%的企業併購屬於縱向併購。通過這些併購。通過這些併購，主要工業國家普遍形成了主要經濟部門的市場被一家或幾家企業壟斷的局面。

第三次併購浪潮出現在20世紀50年代中期。主要起因於二次大戰後，各國經濟經過40年代後起和50年代的逐步恢復，在60年代迎來了經濟發展的黃金時期，主要發達國家都進行了大規模的固定資產投資。隨著第三次科技革命的興起，一系列新的科技成就得到廣泛應用，社會生產力實現迅猛發展。在這一時期，以混合併購為特征的第三次併購浪潮來臨，其規模，速度均超過了前兩次併購浪潮。

20世紀80年代興起的第四次併購浪潮的顯著特點是以融資併購為主，規模巨大，數量繁多。1980-1988年間企業併購總數達到20000起，1985年達到頂峰。此次併購的特徵是：企業併購以融資併購為主，交易規模空前；併購企業範圍擴展到國外企業；出現了小企業併購大企業的現象。

進入20世紀90年代以來，經濟全球化，一體化發展日益深入。在此背景下，跨國併購作為對外直接投資（FDI）的方式之一逐漸替代跨國創建而成為跨國直接投資的主導方式。從統計數據看，1987年全球跨國併購僅有745億美元，1990年就達到1510億美元，1995年，美國企業併購價值達到4500億美元，1996年上半年這一數字就達到2798億美元。2000年全球跨國併購額達到11438億美元。但是從2001年開始，由於受歐美等國經濟增長速度的停滯和下降以及911事件的影響，全球跨國併購浪潮出現了減緩的跡象，但從中長期的發展趨勢來看，跨國併購還將得到繼續發展。（MBA智庫百科，2011）

因為不同時空背景的併購動機有差異，所以在併購動機的研究領域上，並沒有一個理論可以放諸四海皆準，儘管如此，關於於企業併購動機相關研究，仍然是一個在管理學上值得探討的議題，目前相關研究，較常見的有以下方面：

壹、差異效率 (Differential Efficiency)

部份公司盈餘狀況雖不理想，如能與營運狀況良好的公司合併即能提昇績效。例如某高營運效率高的公司，併購了另一家效率較差的公司後，其過剩的管理資源得以充分利用。差異效率理論常適用於解釋橫向併購。

貳、非效率管理理論 (Inefficient Management)

目標公司無法替換有效率的管理，而訴諸於需要成本的收購。也就是從外部介入來改善其績效。當收購完成後，目標公司的管理者往往會被替換。

參、規模經濟 (conomies of Scale)

併購可以在兩種層面實現企業的規模效益，即產量的提高和單位成本的降低。通過併購，還可以對資產進行補充和調整。對內，水平兼併可實現產品單一化生產，降低多種經營帶來的不適應；垂直兼併將各生產流程納入同一企業，節省交易成本等。對外，兼併強化市場占有率，增強企業整體實力，能夠針對不同的市場需要予以滿足。

肆、多角化 (Diversification)

為了降低和分散風險，某些企業會採用複合式合併的方式，實現多角化經營。該理論隱含的假設前提是，通過多角化，經營降低的市場風險足以彌補由此增加的管理成本和產生的新風險。例如從事不同季節性的產品，可產生盈餘互補，降低盈餘巨幅變動，穩定公司經營之風險。

伍、管理者主義 (Managerialism)

許多管理者基於本身私利，關心自身的利益甚於股東利益。他們通過併購並來快速擴大企業規模，借此來增加自己的收入並提高職位的保障程度。在早期此種併購動機頗為常見，但是近年來隨著公司法人治理結構的改善以及股票市場的效率也不斷增強，伴隨各項資訊的透明化，上述動機的併購行為將會越來越少。

陸、市場勢力理論 (Market Power Theory)

市場勢力理論又稱市場力量理論、市場壟斷力理論，認為企業收購同行

業的其他企業的目的在於尋求占據市場支配地位，或者說兼併活動發生的原因是它會提高企業的市場占有份額。

根據這一理論，企業在收購一個競爭對手後，即產生了將該競爭者擠出市場的效應，可能會在削減或降低現有競爭對手的市場份額的同時，提高其市場地位和控制能力，從而可以提高其產品的價格和市場的壟斷程度，獲得更多的超額利潤即壟斷利潤。

柒、交易費用理論 (Transaction Cost Theory)

本理論最早由諾貝爾經濟學獎得主 Ronald H. Coase 於 1937 年發表的經典性論文《企業的性質》中用於分析企業的起源和規模時提出的。根據 Coase 的解釋，交易費用是運用市場價格機制的成本，並以此來解釋企業存在的原因，它包括兩個主要內容：(1)發現貼現價格，獲得精確的市場信息的成本。(2)在市場交易中，交易人之間談判、討價還價和履行合同的成本。市場交易過程是要花費代價的，此價格是不確定的、未知的，要將其轉化為已知，是要付出代價的。同時，市場交易過程並不總是順利的，因為交易人之間經常會發生糾紛、衝突，因此就需要談判、履約甚至訴諸法律，所有這一切都要花費成本。因此，「通過形成一個組織，並允許一個權威來支配資源，就能節約某些市場運行成本」，這也形成許多企業進行併購決策的考量因素。

捌、傲慢假說 (Hubris Hypothesis)

由美國加州大學學者 Richard Roll 於 1986 年提出，認為許多經營者高估自己的能力，認為購併目標公司後必能使其轉虧為盈，因此產生買貴或買錯標的現象。

除了以上常見的相關理論之外，上海復旦大學王春、齊豔秋在 2001 年(外國經濟與管理，2001)分析比較西方企業併購與中國大陸企業併購時，發現中國大陸企業的併購動機呈現以下的特色：

1. 救濟型併購——消除虧損的動機
2. 存量調整式併購——優化資源配置的動機
3. 擴張型併購——組建企業集團的動機
4. 投機型併購——獲取低價資產的動機
5. 資源型併購——享受優惠政策的動機
6. 管理型併購——降低代理成本的動機

作者並且發現，相較於西方國家，中國企業的併購動機中，政治考量或政策考量多於經濟考量，也就是許多非經濟因素，例如配合政策、獲取特權、人事決策、行政干擾等都有可能影響到併購的決策，對於這一類威權管制下的經濟體系內部企業併購，值得有識者進一步深入研究。

第三節 國內外針對購併與股價與公司績效之相關研究

由於購併研究，在管理學的研究範疇中是相當重要的領域，相關文獻與研究相當多，本文的文獻範圍主要界定在併購活動對股價、股東報酬以及公司營運績效等面向。

壹、 購併與股價及股東報酬的相關研究

- 一、 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，以1983年7月1日至2009年12月15日購併成功的台灣上市或上櫃公司為研究標的，共計505件研究樣本。經過檢定分析後，獲得以下主要的結論：(1) 國內上市公司購併宣告當天對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) 高科技購併比非高科技購併具有較強的購併正面宣告效果。(3) 相關購併在購併宣告前後短期間及比非相關購併具有較強之購併正面宣告效果，且購併宣告前後兩者表現不同。(4) 國內購併在購併宣告前後短期間比國際購併具有較強之購併正面宣告效果。(5) 換股購併在購併宣告前後短期間及整體事件期平均較現金購併具有較強之購併正面宣告效果。
- 二、 蔡慧珊（2008）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，並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。最後，再採用橫斷面複迴歸進行分析，探討影響企業併購宣告之重要變數，並加以探討主併公司的屬性特徵與併購宣告效果之間的關係。研究結果發現：(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) 企業併購私募基金或是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。
- 三、 許露云（2006）台灣上市公司購併宣告對公司股票報酬之影響。以上市公司於1989年至2000年宣佈購併事件共146個樣本，採用事件研究法進行實證分析。實證結果顯示：(1) 國內上市公司購併宣告當天對主併公司股東報酬率有顯著的正面效果。(2) 高科技產業購併宣

告對股東報酬率有正向效果。(3) 相關性購併宣告對股東報酬率具有正面宣告效果。(4) 在國外購併宣告日當天對股東報酬率有著正向的報酬率。(5) 迴歸結果可發現購併地區、產業的相關性、過去績效表現等變數對主併公司累積異常報酬率有顯著解釋能力

- 四、 李滄靖 (2004) 台灣上市併購公司之股票長期績效分析，以1992年7月至2001年6月間156件購併完成案件為研究樣本，旨在探討台灣上市併購公司購併後其股票的三年長期績效，其次分析不同購併型態（相關、非相關、國內與國際購併）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) 國際購併中的大型公司 (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購併之後二年有顯著之正向異常報酬
- 五、 翁鶯娟 (2002) 購併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購併宣告中對產業中競爭對手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購併宣告的前後一天 (-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，其權益價值下跌的幅度將會較低財務槓桿公司下跌的幅度更大。
- 六、 Andrei Shleifer, , Robert W. Vishny (2003) 研究了90年代後期，美國和世界經濟經歷了大波兼併和收購。他發現被兼併者的價值往往被高估，尤其是透過股票市場交易。作者並提出一個模型：「股市驅動收購」，因為股票市場提供一個誘因，驅動著併購活動的進行。
- 七、 Jarrell & Poulsen (1987) 針對1962-1985年成功的663件收購股票對主併公司股東財富的影響進行實證研究，發現在1960年代有4.5~5%，70年有1~2%，80~85年為-1%之溢酬。Bradley, Desai and Kim (1988) 發現當主併公司的競爭者愈多時，主併公司股東損失的愈多，目標公司股東所享的利益也愈多。總括來說，併購對主併公司股東是不利的。
- 八、 Dodd (1980) 採用日股價資料，以美國 1971-1977 年間，NYSE掛

牌上市且有交易行為之公司為研究對象，其研究結果顯示在購併宣告日前，主、被併公司皆有正向累積異常報酬；在購併宣告日當天，主併公司有負向異常報酬，而被併公司則有正向異常報酬，因此認為購併對主併公司不利。

九、 Limmack (1991) 採用市場模式、調整 β 模式及相對指數模式，以月報酬率探討英國 1977-1986 年間，529家主併公司與552家被併公司購併事件對股東財富的影響，其研究結果顯示：在成功的購併案中，主併公司在宣告前六個月間有顯著的正向累積異常報酬，在宣告月份到購併完成日間則有顯著的負向累積異常報酬。被併公司則在宣告前六個月間有顯著且正向的累積異常報酬，在宣告月份到購併完成日間則同為有顯著的負向累積異常報酬。

十、 Harris and Ravenscraft (1991) 以事件研究法，比較美國跨國收購與國內收購的差異；並以橫斷面迴歸分析探討產業因素、負稅因素、主併公司的國籍與匯率因素對累積異常報酬的影響，其研究結果顯示：(1) 高度技術密集型產業，發生跨國購併的機會較國內購併來得高，且產品成本與市場的完全性為發生跨國購併的重要因素。(2) 跨國購併案中被併公司的股東財富效果大於國內購併案者。(3) 跨國購併之股東財富效果與美元貶值有顯著的正向關係，即匯率走勢對是否從事跨國購併有顯著的影響能力。

大致上，國內外相關研究購併活動之實證文獻，多以購併宣告對股東財富之影響的研究為最；或有甚者，並輔以比較不同購併型態、動機、方法或支付方式。然相關研究或許可能受限於樣本因素，且如只針對購併宣告期間的股價異常報酬加以探討，未進一步瞭解購併後年度與宣告當期報酬之間的關連性，可能將無法確切表達企業購併後的績效改善程度。

貳、購併與公司營運績效的相關研究

- 一、 洪宏達 (2003) 以 1987-1998 年間為研究期間，以40個購併樣本為標的。發現在購併後三年內，台灣上市公司從事購併活動後的績效表現並不如預期。此外，購併活動易發生於其績效較整個市場或經濟體之表現為差的產業中。
- 二、 陳隆麒、孫梅瑞(2000, 6)。探討在購併綜效的發揮與國內上市公司裡潛在的代理成本對公司購併後經營績效的影響，其中以股票報

酬率代表短期績效，而以財務指標代表長期經營績效，同時也探討影響購併公司經營績效的重要因素，並透過實證方式瞭解這些因素如何影響國內上市公司從事購併活動的經營績效表現，其中重要的實證研究發現包括「國內上市公司購併宣告對股票報酬率具有顯著的正向效果」；「目標公司為上市或公開發行公司對購併宣告效果有顯著正向的影響」；「購併類型對購併宣告效果有顯著的影響」；「過去經營績效對購併後總資產週轉率有顯著負向的影響」；負債比率對購併後資產報酬率有顯著正向的影響」；以及「購併時期對購併宣告效果與購併後財務績效指標有顯著的影響」等。

三、呂佩君(2001)，研究1993年至1998年間，從事購併之證券。以有母數之t檢定及無母數之Wilcoxon差異檢定法。發現：(1)主併券商之購併，對成長力有幫助，但償債能力帶來負績效。(2)主併綜合券商之財務槓桿指數、固定資產週轉率及資金配置績效較經紀商高，但償債能力績效較低。(3)大規模券商在財務槓桿指數及固定資產週轉率兩項績效指標顯著高於小規模券商，且償債能力及資金配置績效亦顯著高於小規模券商。(4)先成立券商在獲利能力、成長力及償債能力之購併績效均較後成立券商高，僅在活動力之總資產週轉率及自有資金週轉率績效表現較差。(5)上櫃券商償債能力績效表現高於未上櫃券商，但活動力之總資產週轉率及自有資金週轉率績效較差。(6)短期購併績效有顯著異於零，主併券商之短期償債能力即有惡化現象產生；不同型態主併券商之短期購併績效亦有顯著差異產生。

四、蘇羨惠(2000)以1991年至2000年間台灣上市主併公司之購併宣告樣本為研究對象，在探討主併公司購併宣告效果部份，採用事件研究法。其研究結果顯示：整體樣本之主併公司，尤其是高科技樣本，其從事購併活動時能為股東創造正向之財富效果。獲利能力在總樣本和非高科技樣本中具有顯著正向關係。

五、林佳緯(2003)，選取在民國90年之前曾從事併購活動之本國上市銀行，以主併銀行購併前、後各三年為期，分析其購併績效發現：(1)所有樣本銀行在從事購併活動之後，不論在資本適足性、流動性、獲利性、經營能力或成長性方面，所有財務指標的購併績效均呈現顯著的負績效跡象。此外，各主併銀行之投資成長率與獲利性存在正向關係。(2)購併活動後不同的時期，確實會對主併銀行產生不同正、負向影響的購併績效：樣本銀行在購併後第一年，除營業費用率外，其餘財務指標有顯著性的正向績效，但於購併後第二、三

年，所有財務指標持續及顯著的惡化。(3) 主併銀行於購併後與同期間國內銀行平均比較，在資本適足性方面獲得改善，但其餘財務指標並不存在優勢，特別是獲利性方面。(4) 大規模主併銀行在購併後，資本適足性會優於小規模主併銀行；在流動性方面：小規模主併銀行的存放比率無論在購併前後均顯著的優於大規模主併銀行，獲利性於購併後亦優於大規模主併銀行；經營能力方面，大規模主併銀行除總資產週轉率顯著優於小規模主併銀行外，其餘均以小規模主併銀行較佳。(5) 除總資產週轉率方面，其餘財務指標並不存在過去營運績效表現愈佳的主併銀行，在購併後表現會愈佳，因此購併活動不應為提升經營績效的主要考量。

六、胡慈容(2003)，從長期的角度出發，研究購併事件對主併公司股東財富的影響，並進一步探討購併績效是否受到產業相關程度的影響，並透過「產業乘數法」及Tobin Q 來衡量企業購併之價值變化。研究發現，目標公司購併前的超額價值為負。此外，不論是複合式或相關購併，主併公司在購併前之銷售乘數、Tobin Q 之中位數亦為負值，代表主併公司在從事購併行為時，本身表現就不太好。結果也顯示，有2/3 的公司購併後價值降低。這些結果說明，原本表現欠佳的公司，在購併後績效更差。因此企業在從事購併行為時，應仔細考慮本身管理能力及目標公司的價值，以免購入已折價之公司，不但無法達到預期綜效，還破壞原有的公司價值。

七、Sudarsanam, Holl And Salami (1996) 採用市場模式與複迴歸分析，以美國1980-1990 年間429個成功購併案件為研究對象，其研究結果顯示：(1) 購併宣告對被併公司有顯著的正向累積異常報酬，對主併公司則有顯著的負向累積異常報酬。(2) 財務綜效、營運綜效與市場綜效皆可為雙方創造更大之價值。(3) 多重價與否及支付方式對購併參與雙方之股東財富亦有重大影響。

八、Bradley, Desai and Kim (1988)研究1963-1984 年間美國成功併購案例，其研究結果顯示：(1) 成功的購併確實能產生顯著的綜效利益，使公司資源做更有效率的配置。(2) 被併公司股東比主併公司股東產生較大正向異常報酬，此額外增加的正向報酬來自於主併公司股東減少的報酬。此外，當遇有第三競爭者收購被併公司股票時，主併公司將付出超額的成本。

第三章 研究資料與方法

第一節 資料說明

壹、樣本概述

本研究以 2005 年至 2007 年間台灣地區境內宣告購併事件之上市櫃公司為研究樣本，涵蓋期間為三年，總樣本數共 187 家。

本研究進一步將樣本依照不同特性分類：

- 一、分年度：2005 年、2006 年、2007 年
- 二、購併態度：善意購併、非善意購併
- 三、購併方式：資產購併、回購、收購、合併
- 四、產業類別：營建業、製造業、交通與公共事業、量販業、零售業、服務業

貳、資料來源

本研究主要樣本來源分兩部份：

- 一、購併公司資料從 SDC 資料庫取得
- 二、其他個股股價、開盤價、收盤價、財報資料等等取自 DATASTREAM 資料庫。

第二節 研究方法

本研究採用事件研究法，探討購併前後公司之異常報酬表現情況，其步驟如下：

壹、研究假說

事件研究法，是為探討某一特定事件的發生或公佈時，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股票市場證券價格與特定事件間是否有關聯性之實證。主要也就是利用統計方法檢定異常報酬率狀況，亦即檢定期望異常報酬率是否為零，因此統計上定義虛無假說為：

其中，

R_{jt} 為第 j 證券於第 t 期的實際報酬率。

$E(R_{jt})$ 為第 j 證券於第 t 期的預期報酬率。

為第 j 證券於第 t 期的異常報酬率。

平均異常報酬定義為：

$$AR_{jt} = \frac{\sum_{j=1}^N AR_{jt}}{N}$$

若只觀察平均異常報酬率有時無法得知反應異常報酬率的精確日期，僅知道發生的時間範圍，因此考慮從第一期到第 t 期的累積平均異常報酬率，其定義為：

$$CAR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \sum_{k=1}^t AR_{jk}$$

貳、事件期與估計期之設定：

本研究定義事件日為公司宣告購併日。事件期定義為宣告購併前五日至宣告購併後五日。估計期之設定則採取文獻建議。本研究估計期及事件期設定如下圖所示。

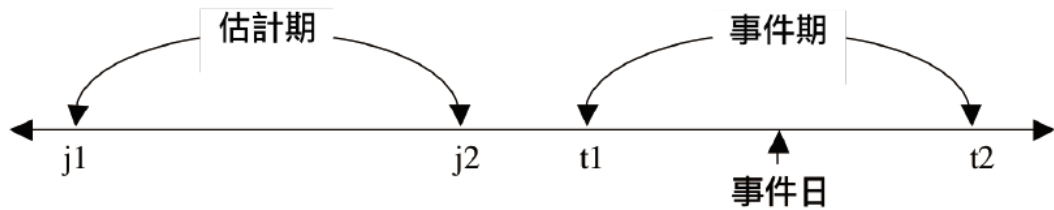


圖 3-1 估計期與事件期示意圖

參、選擇預期模式

本論文乃採用事件研究法的市場指數調整模型(Market Adjusted Returns Model)建立股票報酬率之預期模式以及估計事件發生時，個別證券所產生的異常報酬率。先設定在沒有該事件影響下個別證券的預期報酬率，再以事件發生後的實際報酬率減去預期報酬率估計之。此模式是直接將市場報酬當作個股的預期報酬率再用個股的報酬率減掉市場報酬率，即可得異常報酬 AR 亦即，

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \epsilon_{jt}$$

其中， R_{mt} 為市場報酬率。

α_j 與 β_j 為估計參數。

ϵ_{jt} 為誤差項。

肆、事件研究之統計檢定

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。

一、個別樣本異常報酬率

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

其中，

AR_{iE} 為 i 公司在事件期 E 之異常報酬

R_{iE} 為實際報酬率

$E(R_{iE})$ 為預期報酬率

二、個別樣本累積異常報酬率

個別樣本累積異常報酬率即將事件窗口中，各日的異常報酬率予以逐日

累加而得。定義為：

$$CAR_i = \sum_{E=b}^e AR_{iE}$$

其中，

CAR_i 為證券 i 在事件窗口的累積異常報酬率。

b 為事件窗口的起始日。

e 為事件窗口的結束日。

伍、分析結果：

對於研究目的所建立之假設，進行統計顯著性 T 檢定以及解釋。

AR 的 T 統計量：

$$t_{tm}^{ar} = \frac{AR_t}{\frac{1}{N} \sqrt{\sum_{j=1}^N \frac{1}{(T_j - 1)} \sum_{t=t_1}^{t_2} \left(\hat{\epsilon}_{jt} - \sum_{t=1}^{T_j} \left[\frac{\hat{\epsilon}_{jt}}{T_j} \right] \right)^2}}$$

CAR 的 T 統計量：

若檢定結果異常報酬顯著異於零則表示宣告購併對公司股價具影響力，等於零則反之。

另本篇亦有運用到橫斷面複迴歸分析，為看主併公司宣告前一年度財務比率和事件期的累積異常報酬之間的關係，一併探討財務比率對購併宣告之累積異常報酬的影響。

橫斷面複迴歸公式如下：

$$CAR_{(t,k)} = \alpha_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \varepsilon$$

其中，

$CAR_{(t,k)}$ 為購併宣告前第t日至購併後第k日之累積異常報酬加總。

α_0 為回歸截距項

X_1 為ROE

X_2 為負債比率

X_3 為流動比率

X_4 為總資產周轉率

ε 為回歸殘差項

附錄 購併宣告全體樣本

宣告日	主併公司	目標公司
2005年1月4日	Far EastOne Telecommun Co Ltd	Arcoa Communications Co Ltd
2005年1月21日	Walsin Lihwa Corp	Walsin Lihwa Corp
2005年2月4日	Speed Tech Corp	Speed Tech Corp
2005年2月16日	Yageo Corp	Compostar Technology Co Ltd
2005年2月18日	Hon Hai Precision Industry Co	Antec Electric System Co Ltd
2005年2月21日	UMC	Becom Electronic Inc
2005年2月28日	Sporton International Inc	Sporton International Inc
2005年3月16日	Asustek Computer Inc	Gemtek Technology Co Ltd
2005年3月16日	Enfield Medical Co Ltd	RTS Excelsior Co Ltd
2005年3月17日	Winbond Electronics Corp	Jaztek Technology Inc
2005年3月21日	Billion Electric Co Ltd	Zhe Quan Technology Co Ltd
2005年3月23日	Genesys Logic Inc	Genesys Logic Inc
2005年4月1日	AU Optronics Corp	Wellypower Optronics Corp
2005年4月6日	Walsin Technology Corp	Pan Overseas Electn Co Ltd
2005年4月8日	Compal Electronics Inc	Accton Technology Corp
2005年4月12日	Teapo Electronic Corp	Luminous Town Electric Co Ltd
2005年4月12日	Teapo Electronic Corp	Luxon Electronics Corp
2005年4月21日	Taiwan Cellular Corp	Taiwan Tele Shop Co
2005年4月22日	Sampo Corp	Eoming Device Pro Co Ltd
2005年6月13日	Merry Electronics Co Ltd	Huges Hi-Tech Inc
2005年6月15日	AU Optronics Corp	Quanta Display Inc
2005年6月20日	Princeton Technology Corp	HiMARK Technology-RF Assets
2005年7月11日	Gemtek Technology Co Ltd	Antek Networks Inc
2005年7月20日	Da-Cin Construction Co Ltd	Da-Cin Construction Co Ltd
2005年7月20日	Zenitron Corp	G-TECH Optoelectronics Corp
2005年7月21日	C Sun Manufacturing Co Ltd	Nano-Architect Research Corp
2005年7月24日	Hon Hai Precision Industry Co	Action Electronics Co Ltd
2005年8月5日	ThaiLin Semiconductor Corp	ChipMOS LOGIC Tech Inc
2005年8月15日	Epistar Corp	United Epitaxy Co Ltd
2005年8月19日	Avid Electronics Corp	Ching Chan Technology Co Ltd
2005年8月24日	Elite Semiconductor Memory	Advanic Technologies Inc
2005年8月25日	Chi Mei Optoelectronics Corp	Chi Mei Electroluminescence
2005年8月29日	Phoenix Tour Intl Inc	Phoenix Tour Intl Inc
2005年8月30日	Taiwan Mobile Co Ltd	Mobitai Communications Corp

宣告日	主併公司	目標公司
2005年8月31日	Unitech Printed Circuit Board	Unitech Printed Circuit Board
2005年9月5日	Formosan Rubber Group Inc	Formosan Rubber Group Inc
2005年9月5日	Walsin Technology Corp	Prosperity Dielectrics Co Ltd
2005年9月5日	Vertex Precision Electn Inc	Vertex Precision Electn Inc
2005年9月6日	Walsin Technology Corp	Prosperity Dielectrics Co Ltd
2005年9月8日	Siliconware Precision Ind Co	King Yuan Electronics Co Ltd
2005年9月8日	Hon Hai Precision Industry Co	Tatung Co Ltd
2005年9月16日	Cheng Uei Precision Ind Co Ltd	Darts Technologies Corp
2005年9月19日	Hanpin Electron Co Ltd	Hanpin Electron Co Ltd
2005年9月30日	Asustek Computer Inc	Advantech Co Ltd
2005年9月30日	Asustek Computer Inc	Advantech Co Ltd
2005年9月30日	Fui Industrial Co Ltd	Fui Industrial Co Ltd
2005年10月3日	Cameo Communications Inc	Global Sun Technology Inc
2005年10月3日	Prodisc Technology Inc	Optodisc Technology Corp
2005年10月5日	Asustek Computer Inc	Askey Computer Corp
2005年10月6日	ECS	Tatung Co-Desktop PC Business
2005年10月24日	Walsin Technology Corp	HannStar Board Corp
2005年10月28日	K Laser Technology Inc	K Laser Technology Inc
2005年11月8日	Eclat Textile Co Ltd	Cheng Li Zhong Hua Xue Yi Tech
2005年11月30日	Pan Intl Industrial Corp	Hon Hai Precision Industry Co
2005年12月8日	Chi Mei Optoelectronics Corp	Landmark International Ltd
2005年12月12日	Sino-American Elec Co Ltd	Dingmei Technology Co Ltd
2005年12月12日	Sino-American Elec Co Ltd	Guangmei Technology Co Ltd
2005年12月12日	Lan Fa Textile Co Ltd	Lan Fa Textile Co Ltd
2005年12月22日	Hon Hai Precision Industry Co	Yageo Corp
2006年1月18日	Powerchip Semiconductor Corp	Macronix Intl Co Ltd-Wafer
2006年1月19日	King Yuan Electronics Co Ltd	Hsieh Yong Capital Co Ltd
2006年1月20日	Lite-On IT Corp	Meiloon Industrial Co Ltd
2006年1月23日	Quanta Computer Inc	RoyalTek Co Ltd
2006年1月25日	Universal Scientific Indl Co	ABIT Computer Corp-Main Board
2006年1月27日	Walsin Technology Corp	MMC Electn Taiwan-Condenser
2006年2月10日	Yung Chi Paint & Varnish Mnfg	Cmass Investment Co Ltd
2006年2月13日	Chi Mei Optoelectronics Corp	Yuan Qi Investment Co Ltd
2006年2月15日	System Corp	Sysware Corp
2006年2月15日	UMC	UMC
2006年2月16日	CNet Technology Inc	Amigo Technology Co Ltd

宣告日	主併公司	目標公司
2006年3月7日	President Chain Store Corp	President Bai Hua Co Ltd
2006年3月9日	Far Eastern Dept Stores Ltd	Bai Yang Investment Co Ltd
2006年3月9日	Far Eastern Textile Ltd	Far Eastern Invest(Hldg)Ltd
2006年3月16日	CTCI Corp Ltd	Xingli Investment Co Ltd
2006年3月17日	Lite-On Technology Corp	Lite-On Automotive Corp
2006年3月18日	Lite-On Technology Corp	Stark Technology Inc
2006年3月23日	Ho Tung Chemical Corp	Paotze Investment Ltd
2006年4月4日	Chipbond Technology Corp	Hua Yang Electronics Co Ltd
2006年4月7日	AU Optronics Corp	Quanta Display Inc
2006年4月10日	Lite-On IT Corp	BenQ Corp-Optical Storage Bus
2006年4月12日	Yageo Corp	ChipCera Technology Co Ltd
2006年4月13日	Chi Mei Optoelectronics Corp	Leadtek Global Group Ltd
2006年4月26日	Chi Mei Optoelectronics Corp	Landmark International Ltd
2006年5月2日	Simplo Technology Co Ltd	Xuan Pu Technology Co Ltd
2006年5月13日	Cradle Technology Corp	Origo Co Ltd
2006年5月25日	Mayer Steel Pipe Corp	Fullchamp Technologies Co Ltd
2006年5月29日	Proyoung Business Information	Ching Chi Optoelec Tech
2006年6月2日	High Tech Computer Corp	Dopod(Cayman)Holding Corp
2006年6月7日	Chunghwa Telecom Co Ltd	Chief Telecom Inc
2006年6月12日	Lite-On Technology Corp	Logah Technology Corp
2006年6月20日	Hon Hai Precision Industry Co	Premier Image Technology Corp
2006年6月20日	Shinkong Synthetic Fiber Corp	Shin Kong Securities Co Ltd
2006年6月27日	VIA Technologies Inc	Via Networking Tech Inc
2006年7月5日	Everlight Chem Indl Corp	Lianqiao Bio-Tech Co
2006年7月10日	ECS	Uniwill Computer Corp
2006年7月17日	Far Eastern Dept Stores Ltd	Pacific Investment Co Ltd
2006年7月22日	Lee Chang Yung Chem Ind Corp	Taiwan Polypropylene Co Ltd
2006年7月25日	Chung Hung Steel Co Ltd	Dragon Steel Corp
2006年8月4日	Far EastOne Telecommun Co Ltd	LM Ericsson-Op Telecom Equip
2006年8月4日	Asustek Computer Inc	Gigabyte Technology Co Ltd
2006年8月8日	AU Optronics Corp	Toppan CFI(Taiwan)Co Ltd
2006年8月15日	Hon Hai Precision Industry Co	Quanta Computer Inc
2006年8月17日	China Steel Corp	Chung Hung Steel Co Ltd
2006年8月22日	AU Optronics Corp	Lighthouse Technology Co Ltd
2006年8月25日	Compal Electronics Inc	Arcadyan Technology Corp
2006年8月28日	Gia Tzoong Enterprise Co Ltd	Chia Hung Investment Co Ltd

宣告日	主併公司	目標公司
2006年9月6日	C-Media Electronics Inc	Kuro
2006年9月7日	Wintek Corp	Hannstar Display Corp
2006年9月13日	Weltrend Semiconductor Inc	Prosil Electronics Ltd
2006年9月14日	Far Eastern Dept Stores Ltd	Far Eastern Geant Co Ltd
2006年9月15日	Far Eastern Dept Stores Ltd	Yuan Bai Enterprise Co Ltd
2006年9月19日	Hon Hai Precision Industry Co	Sunfar Computer Co Ltd
2006年10月4日	Ta Ya Electric Wire & Cable Co	Yong Zhe Investment Co Ltd
2006年10月4日	Ta Ya Electric Wire & Cable Co	Youda Investment Co Ltd
2006年10月12日	Chunghwa Telecom Co Ltd	Spring House Entertainment Inc
2006年10月20日	Yang An Electronics Co Ltd	Yangtek Electronics Co Ltd
2006年10月31日	Aiptek International Inc	Air2U Inc
2006年10月31日	JetMaster Integration Corp	Yea Shin Development Co Ltd
2006年11月1日	JetMaster Integration Corp	Yea Shin Development Co Ltd
2006年11月7日	Uni-President Enterprises Corp	Tait Marketing & Distribution
2006年11月8日	Test Rite International Co Ltd	Tong Lung Metal Industry Co
2006年11月14日	Lite-On Technology Corp	Li Shin International
2006年11月15日	AmTRAN Technology Co Ltd	Innolux Display Corp
2006年11月17日	MediaTek Inc	AmTRAN Technology Co Ltd
2006年11月21日	Epistar Corp	Epitech Technology Corp
2006年11月21日	Epistar Corp	Highlink Technology Corp
2006年11月26日	Foxconn Technology Co Ltd	Unimicron Technology Corp
2006年12月6日	Taiwan Semiconductor Mfg	XinTec Inc
2006年12月10日	Formosa Intl Hotels Corp	Domino's Pizza Inc-Taiwan Ops
2006年12月15日	ECS	ECS
2006年12月25日	MediaTek Inc	Airoha Technology Corp
2006年12月26日	Chunghwa Telecom Co Ltd	Senao International Co Ltd
2006年12月27日	PhytoHealth Corp	TCM Biotech International Corp
2007年1月2日	Taiwan FamilyMart Co Ltd	Taiwan Niko Mart Co Ltd
2007年1月26日	Taiwan Semiconductor Mfg	Taiwan Semiconductor Mfg
2007年2月1日	Lite-On IT Corp	Philips & BenQ Digital Storage
2007年2月6日	Gallant Precision Machining Co	Syntran Co Ltd
2007年2月7日	BenQ Corp	Lite-On IT Corp
2007年2月9日	Arima Optoelectronics Corp	Cleavage Enterprise Co Ltd
2007年2月12日	Chinese Maritime Transport Ltd	Taiwan Navigation Co Ltd
2007年2月13日	Siliconware Precision Ind Co	ChipMOS Tech(Bermuda)Ltd
2007年2月13日	ChipMOS Tech(Bermuda)Ltd	ChipMos Technologies Inc

宣告日	主併公司	目標公司
2007年3月7日	Yulon Motor Co Ltd	Hua Chuang Auto Info Technical
2007年3月14日	MiTAC Technology Corp	MiTAC Precision Tech Corp
2007年3月26日	Sinbon Electronics Co Ltd	Golden Bridge Electech Inc
2007年3月27日	Wistron Corp	Alpha Networks Inc
2007年3月30日	Sunwealth Elec Machine Ind Co	Chien Heng Precise Technology
2007年4月9日	Chunghwa Telecom Co Ltd	ELTA Technology Co Ltd
2007年4月9日	CyberLink Corp	WASAY Software Technology Inc
2007年4月13日	Mayer Steel Pipe Corp	Fullchamp Technologies Co Ltd
2007年5月8日	High Tech Computer Corp	Dopod Intl Corp-Asts
2007年5月18日	Ability Enterprise Co Ltd	BenQ Corp-Digital R&D
2007年5月18日	MediaTek Inc	ElecVision Inc-Asset
2007年5月18日	Taiwan Mobile Co Ltd	Taiwan Telecommun Network Svcs
2007年5月31日	UMC	Chip Advanced Technology Inc
2007年6月7日	Hon Hai Precision Industry Co	AmTRAN Technology Co Ltd
2007年6月15日	Sinbon Electronics Co Ltd	Golden Bridge Bectech Inc
2007年6月28日	Powerchip Semiconductor Corp	Apacer Technology Inc
2007年6月28日	Uni-President Enterprises Corp	Success Well International LLC
2007年6月28日	Asustek Computer Inc	Taiwan Chi Cheng Entrp Co Ltd
2007年6月28日	Highlight Tech Corp	Te Yang Tech Corp
2007年7月2日	Netronix Inc	Sable Corp
2007年7月24日	Asustek Computer Inc	Ability Enterprise Co Ltd
2007年8月6日	Youngtek Electronics Corp	Gainner Technology Corp
2007年8月10日	Wintek Corp	Hannstar Display Corp-Gen 3
2007年8月10日	Lee Chang Yung Chem Ind Corp	Taiwan Polypropylene Co Ltd
2007年8月15日	Far Eastone Telecommun Co Ltd	New Century InfoComm Tech Co
2007年8月23日	Jenn Feng Industrial Co Ltd	Jenn Feng Industrial Co Ltd
2007年8月27日	Yageo Corp	Compostar Technology Co Ltd
2007年8月27日	Taiwan Semiconductor Mfg	Vanguard Intl Semicon Corp
2007年9月4日	FSP Technology Inc	Puter Electronics Co Ltd
2007年9月4日	ASE Group	ASE Test Ltd
2007年9月7日	Compal Electronics Inc	Simpal Electronics Co Ltd
2007年9月7日	Compal Electronics Inc	Vibo Telecom Inc
2007年10月12日	C-Media Electronics Inc	Ipeer Multimedia Intl Ltd
2007年10月17日	Chunghwa Telecom Co Ltd	KKBox Inc
2007年10月29日	Systex Corp	Megatime Tech Corp Ltd

宣告日	主併公司	目標公司
2007年11月13日	Taiwan Semiconductor Mfg	Taiwan Semiconductor Mfg
2007年12月3日	Chunghwa Telecom Co Ltd	Chunghwa Sys Integration Co
2007年12月3日	Chunghwa Telecom Co Ltd	Donghua Telecom Co Ltd
2007年12月17日	Test Rite International Co Ltd	B&Q International Co Ltd
2007年12月17日	Hannstar Display Corp	Huali Investment Corp
2007年12月17日	Asia Cement Corp	Yuan Long Stainless Steel Co
2007年12月18日	Lien Hwa Industrial Corp	MiTAC Inc
2007年12月20日	China Ecotek Corp	China Steel Machinery Corp
2007年12月20日	Awea Mechantronic Co Ltd	Falcon Machine Tools Co Ltd
		Pacific
2007年12月21日	Oriental Union Chemical Corp	Petrochemical(Holding)

SDC Platinum - Securities Data Company

全球合併收購及合作創業資料庫

為知名之全球金融交易資料庫，包含全球金融市場中完整而正確的資訊。

依事件分類，提供全球公司策略事件相關內容，其相關事件有策略聯盟、全球企業購併事件、全球初次公開發行公司、股票購回等。

本資料庫主要包括公司投資與融資等公司重大事件的資料庫。舉凡購併、創投、股票融資、債券融資、庫藏股宣告、公司控制或公司合併併購等公司重大事件，SDC 皆有相當詳細資料。

第四章 實證結果與分析

本論文以事件研究法進行分析，並觀察於 2005 年至 2007 年間台灣上市上櫃公司，事件期採購併宣告日當日前後五天及(CAR-2, 2)，(CAR-3, 3)，(CAR-5, 5)的異常報酬表現情形。且再進一步將樣本依照不同產業、不同年份、不同購併方式等構面分類，檢視是否因構面不同而對購併後的異常報酬有不同的影響。

本章節內容依序分述如下：第一小節為樣本特性簡述，第二小節為各種不同類別樣本下之異常報酬統計結果，第三小節為橫斷面複回歸分析。

第一節 樣本特性簡述

本研究於 2005 年至 2007 年三年間共取得樣本數 187，其中購併態度為善意者佔 134，非善意佔 53。購併方式為資產購併者佔 14，回購者佔 18，合併佔 52，收購佔 2，其他佔 101。產業類別部份營建業佔 3，製造業佔 147，交通與公共事業佔 15，量販業佔 4，零售業佔 7，服務業佔 11。各類別樣本匯總如下表 4-1 所示。

表 4-1 樣本特性簡表

分類方式		樣本數
總樣本數		187
依年度分	2005	59
	2006	74
	2007	54
依購併態度分	善意	134
	非善意	53
依購併方式分	資產購併	14
	回購	18
	合併	52
	收購	2
	其他	101
依產業分	營建業	3
	製造業	147
	交通與公共事業	15
	量販業	4
	零售業	7
	服務業	11

第二節 異常報酬統計結果

本小節事件期分別採宣告購併日前五天至宣告後第五天；宣告購併日前兩天至宣告後第二天(CAR-2, 2)，宣告購併日前三天至宣告後第三天(CAR-3, 3)進行分析。並將樣本進行以下分類，第一為全體樣本下之平均異常報酬及累積平均異常報酬之檢定、第二為依年度將樣本分類、第三為依購併態度不同分類、第四類依照購併方式不同分類、第五則為按照產業類別分類。分別檢視其異常報酬表現情況。

壹、全體樣本

本研究於樣本期間共取得樣本數 187，其平均異常報酬及累積平均異常報酬之統計結果則如下表 4-2 所示

表 4-2 全體樣本之異常報酬檢定結果

AR	Mean	Std Dev	Minimum	Maximum
-5	0.0030*	0.0213	-0.0757	0.0720
-4	-0.0009	0.0236	-0.0715	0.0720
-3	-0.0002	0.0223	-0.0759	0.0683
-2	0.0013	0.0237	-0.0875	0.0663
-1	0.0019	0.0226	-0.0739	0.0777
0	0.0021	0.0230	-0.0581	0.0817
1	0.0044**	0.0265	-0.0766	0.0792
2	-0.0026	0.0217	-0.0692	0.0656
3	0.0015	0.0207	-0.0687	0.0732
4	0.0024	0.0221	-0.0470	0.0972
5	-0.0004	0.0197	-0.0642	0.0853
CAR(-2, 2)	0.0071*	0.0574	-0.1629	0.3515
CAR(-3, 3)	0.0083	0.0696	-0.1993	0.4358
CAR(-5, 5)	0.0124*	0.0981	-0.2588	0.5921

由上表 4-2 可知，異常報酬於宣告前五日及宣告後第一日出現顯著正異常報酬，另累積平均異常報酬於 CAR(-2, 2)及 CAR(-5, 5)有出現顯著正異常報酬。

註：***表示在 1%顯著水準下顯著、**表示在 5%顯著水準下顯著、*表示在 10%顯著水準下顯著。資料來源：本研究整理。

貳、依年度分類

本研究於樣本期間共取得樣本數 187，其中，於 2005 年取得樣本數為 59，2006 年取得樣本數為 74，另於 2007 年取得樣本數為 54。不同年度分類下之平均異常報酬及累積平均異常報酬之統計結果則如下表 4-3 所示

表 4-3 2005、2006、2007 年樣本之異常報酬檢定結果

	2005		2006		2007	
	Mean	t Value	Mean	t Value	Mean	t Value
CAR(-2, 2)	0.0105	1.42	0.0126	1.77*	-0.0042	-0.6
CAR(-3, 3)	0.0093	1.15	0.0153	1.69*	-0.0023	-0.26
CAR(-5, 5)	0.0105	1.11	0.0197	1.39	0.0045	0.38
AR t=-5	0.0042	1.64	0.0038	1.35	0.0006	0.22
AR t=-4	-0.0032	-1.07	-0.0020	-0.72	0.0030	0.88
AR t=-3	-0.0049	-1.65	0.0045	1.98*	-0.0016	-0.48
AR t=-2	0.0005	0.19	0.0050	2.02**	-0.0030	-0.76
AR t=-1	0.0004	0.13	0.0050	1.79*	-0.0007	-0.22
AR t=0	0.0082	2.80***	-0.0008	-0.26	-0.0007	-0.25
AR t=1	0.0040	1.12	0.0054	1.77*	0.0034	0.97
AR t=2	-0.0027	-0.85	-0.0021	-0.78	-0.0033	-1.33
AR t=3	0.0037	1.37	-0.0018	-0.76	0.0035	1.23
AR t=4	0.0016	0.51	0.0006	0.28	0.0057	1.77*
AR t=5	-0.0014	-0.55	0.0019	0.77	-0.0024	-1.00
N	59		74		54	

由上列表 4-3 可知，於 2005 年，宣告購併當日出現顯著正異常報酬；另於 2006 年，購併宣告前三日、前二日、前一日及後一日皆有出現顯著正異常報酬，2007 年則僅於宣告購併後第四日出現顯著正異常報酬表現。

註：***表示在 1%顯著水準下顯著、**表示在 5%顯著水準下顯著、*表示在 10%顯著水準下顯著。資料來源：本研究整理。

參、依購併態度分類

本篇將購併態度分為兩種，第一為善意購併，第二類則為非善意，於 187 個樣本中，善意購併之樣本佔 134，另非善意購併則佔了 53。下表 4-4 列示為不同購併態度下平均異常報酬及累積平均異常報酬的統計結果。

表 4-4 善意、非善意購併態度之異常報酬檢定結果

	善意		非善意	
	Mean	t Value	Mean	t Value
CAR(-2, 2)	0.00318	0.62	0.017	2.37**
CAR(-3, 3)	0.00475	0.75	0.0174	2.19**
CAR(-5, 5)	0.0104	1.12	0.0175	1.82*
AR t=-5	0.0049	2.47**	-0.0018	-0.85
AR t=-4	-0.0012	-0.55	-0.0002	-0.08
AR t=-3	0.0005	0.23	-0.0020	-0.72
AR t=-2	0.0022	1.03	-0.0010	-0.34
AR t=-1	0.0033	1.66*	-0.0017	-0.59
AR t=0	0.0018	0.88	0.0029	0.91
AR t=1	0.0020	0.82	0.0106	3.42***
AR t=2	-0.0061	-3.41***	0.0062	2.05**
AR t=3	0.0011	0.60	0.0023	0.89
AR t=4	0.0018	0.92	0.0038	1.40
AR t=5	0.0001	0.04	-0.0016	-0.87
N	134		53	

觀察上表 4-4 可發現累積平均異常報酬方面，非善意購併有出現顯著正的異常報酬，但善意購併則無；平均異常報酬於 AR(-5, 5)，則無一致性結果。

註：***表示在 1%顯著水準下顯著、**表示在 5%顯著水準下顯著、*表示在 10%顯著水準下顯著。資料來源：本研究整理。

肆、依購併方式分類

此處依照購併方式不同進行分類，分別檢視其平均異常報酬與累積平均異常報酬的表現情況，於 187 個樣本中，資產收購者佔 14，回購者佔 18，收購佔 52，合併佔 2，其他佔 101。其統計結果如下表 4-5 所示。

表 4-5 不同購併方式下之異常報酬檢定結果

	資產購併		回購		收購		合併		其他	
	Mean	t Value	Mean	t Value	Mean	t Value	Mean	t Value	Mean	t Value
CAR(-2, 2)	0.0382	2.75**	0.0179	1.03	0.0118	1.29	-0.0087	-0.29	-0.0002	-0.03
CAR(-3, 3)	0.0369	3.25***	0.0097	0.52	0.0196	1.78*	0.0041	0.07	-0.0016	-0.25
CAR(-5, 5)	0.0176	0.79	0.0109	0.44	0.0280	1.85*	0.0125	0.16	0.0039	0.42
AR t=-5	0.0009	0.19	-0.0046	-1.30	0.0028	1.07	-0.0035	-1.06	0.0049	2.05**
AR t=-4	-0.0078	-0.80	-0.0037	-0.61	0.0007	0.28	0.0198	1.09	-0.0007	-0.28
AR t=-3	0.0036	0.64	-0.0082	-1.31	0.0053	1.86*	0.0170	0.99	-0.0025	-1.14
AR t=-2	0.0099	1.16	-0.0087	-1.54	0.0024	0.73	-0.0036	-1.00	0.0014	0.64
AR t=-1	0.0157	2.61**	-0.0085	-1.30	0.0038	1.09	-0.0172	-15.53**	0.0013	0.66
AR t=0	0.0072	0.94	0.0032	0.56	0.0058	1.51	0.0044	0.58	-0.0008	-0.42
AR t=1	0.0101	1.26	0.0185	2.56**	0.0036	0.93	0.0039	0.86	0.0015	0.63
AR t=2	-0.0048	-1.65	0.0074	1.15	-0.0039	-1.27	0.0038	0.29	-0.0036	-1.66*
AR t=3	-0.0049	-0.64	0.0062	1.04	0.0025	0.83	-0.0043	-0.35	0.0011	0.60
AR t=4	-0.0025	-0.42	0.0112	1.76*	0.0022	0.64	-0.0053	-1.01	0.0017	0.89
AR t=5	-0.0099	-1.63	-0.0017	-0.54	0.0027	0.83	-0.0026	-8.05*	-0.0004	-0.21
N	14		18		52		2		101	

觀察上表 4-5 得知，按資產收購方式購併者於 CAR(-2, 2)、CAR(-3, 3)有較顯著的正異常報酬，採用收購方式購併者次之，其餘方式顯著性相對較差。

註：***表示在 1%顯著水準下顯著、**表示在 5%顯著水準下顯著、*表示在 10%顯著水準下顯著。資料來源：本研究整理。

伍、依產業分類

此處將樣本按產業分類，於 187 個樣本中，營建業佔 3，製造業佔 147，交通與公共事業佔 15，量販業佔 4，零售業佔 7，服務業佔 11。下表 4-6 及表 4-7

列示為不同產業類別下，累積平均異常報酬及平均異常報酬的統計結果。

表 4-6 不同產業類別下之累積平均異常報酬檢定結果

	營建業		製造業		交通與公共事業	
	Mean	t Value	Mean	t Value	Mean	t Value
CAR(-2, 2)	0.0507	1.06	0.0071	1.74*	-0.0018	-0.19
CAR(-3, 3)	0.0606	1.06	0.0064	1.39	-0.0016	-0.18
CAR(-5, 5)	0.0611	0.67	0.0088	1.49	0.0017	0.17
N	3		147		15	
	量販業		零售業		服務業	
	Mean	t Value	Mean	t Value	Mean	t Value
CAR(-2, 2)	0.0650	1.78	-0.0240	-2.01*	0.0063	0.16
CAR(-3, 3)	0.1367	2.01	-0.0206	-1.31	0.0045	0.09
CAR(-5, 5)	0.2508	1.65	-0.0282	-1.97*	0.0011	0.02
N	4		7		11	

表 4-7 不同產業類別下之平均異常報酬檢定結果

AR	營建業		製造業		交通與公共事業	
	Mean	t Value	Mean	t Value	Mean	t Value
-5	-0.0093	-0.96	0.0025	1.41	0.0006	0.27
-4	0.0023	1.00	-0.0012	-0.61	0.0020	0.66

-3	-0.0027	-0.21	-0.0006	-0.32	0.0008	0.25
-2	0.0074	1.20	0.0005	0.28	-0.0021	-0.81
-1	0.0040	0.19	0.0029	1.49	-0.0034	-1.69
0	-0.0027	-0.23	0.0029	1.49	0.0015	0.30
1	0.0145	0.54	0.0044	2.07**	0.0042	1.13
2	0.0275	1.53	-0.0036	-2.12**	-0.0020	-0.57
3	0.0126	0.63	0.0000	-0.02	-0.0006	-0.20
4	0.0036	0.15	0.0014	0.79	0.0074	2.01*
5	0.0038	1.64	-0.0003	-0.21	-0.0068	-2.93**
N	3		147		15	
AR	量販業		零售業		服務業	
	Mean	t Value	Mean	t Value	Mean	t Value
-5	0.0351	2.11	-0.0077	-1.78	0.0114	1.75
-4	0.0286	1.29	-0.0009	-0.41	-0.0121	-2.32**
-3	0.0333	1.96	0.0025	0.69	-0.0099	-1.43
-2	0.0262	1.94	-0.0066	-1.88	0.0104	0.83
-1	-0.0004	-0.07	-0.0065	-2.13*	0.0014	0.17
0	-0.0003	-0.11	-0.0106	-2.18*	0.0026	0.26
1	0.0229	1.63	-0.0037	-0.42	0.0010	0.07
2	0.0165	0.71	0.0034	0.69	-0.0092	-1.03
3	0.0384	2.48*	0.0008	0.14	0.0080	0.94
4	0.0226	0.90	0.0025	0.73	0.0008	0.12
5	0.0278	1.31	-0.0015	-0.25	-0.0035	-0.34
N	4		7		11	

觀察上列表 4-6 資料，推論產業類別與購併宣告之異常報酬率似乎無明顯關連性，製造業與有顯著正異常報酬；零售業則有顯著負異常報酬。平均異常報酬檢定部份，製造業、量販業有顯著正異常報酬；服務業、零售業則有顯著負異常報酬表現，交通與公共事業則正負皆有。

註：***表示在 1%顯著水準下顯著、**表示在 5%顯著水準下顯著、*表示在 10%顯著水準下顯著。資料來源：本研究整理。

第三節 橫斷面複迴歸分析：

本研究選擇四大財務變數，來衡量購併與財務績效關聯。

1. 股東權益報酬率= 稅後損益 / 平均股東權益淨額 即為衡量公司的獲利能力。

2. 負債比率 = 負債總額 / 資產總額 是衡量一家公司財務結構的重要指標。
3. 流動比率 = 流動資產 / 流動負債 為評估公司當期變現能力及短期償債能力。
4. 總資產週轉率 = 銷貨淨額 / 資產總額 是衡量公司的經營能力。

本小節利用複迴歸檢視宣告購併前一年之 ROE、負債比率、流動比率、總資產週轉率等財務比率和累積平均異常報酬之間的關係。其中，應變數累積平均異常報酬為宣告日前後 2 日、前後 3 日、前後 5 日。自變數分別為各個財務比率。其迴歸結果如下表所示：

表 4-8 累積異常報酬率與財務比率之複迴歸分析結果

CAR(-2, 2)					
	1	2	3	4	5
股東報酬率(-1)	-0.0009***				-0.0008***
	(0.0000)				(0.0002)
負債比率(-1)		0.0550**			0.0388
		(0.0197)			(0.2329)
流動比率(-1)			0.0006		0.0016
			(0.5383)		(0.1496)
總資產週轉率(-1)				0.0004	0.0011
				(0.9593)	(0.9051)
CAR(-3, 3)					
	1	2	3	4	5
股東報酬率(-1)	-0.0011***				-0.0010***
	(0.000)				(0.0002)
負債比率(-1)		0.0763***			0.0518
		(0.0075)			(0.1886)
流動比率(-1)			0.0007		0.0021
			(0.5640)		(0.1127)
總資產週轉率(-1)				0.0057	0.0059
				(0.5283)	(0.5799)

續表 4-8 累積異常報酬率與財務比率之複迴歸分析結果

CAR(-5, 5)					
	1	2	3	4	5

股東報酬率(-1)	-0.0018***				-0.0017***
	(0.0000)				(0.0000)
負債比率(-1)		0.1009**			0.0595
		(0.0121)			(0.2727)
流動比率(-1)			0.0015		0.0032*
			(0.4019)		(0.0835)
總資產周轉率(-1)				0.0024	0.0069
				(0.8489)	(0.6406)

由上列表 4-8 可看出，對異常報酬率較具影響力的財務比率為股東報酬率以及負債比率，股東報酬率對於購併宣告日之股價，有不利影響；反之負債比率有正面影響。另流動比率與總資產周轉率對累積平均異常報酬率的影響則較不明顯。

註：***表示在 1%顯著水準下顯著、**表示在 5%顯著水準下顯著、*表示在 10%顯著水準下顯著。資料來源：本研究整理。

第五章 結論與建議

第一節 結論

本研究欲探討購併事件發生對公司的股東財富(亦即異常報酬)與財富績效之關聯性。本文實證選取於2005年至2007年間從SDC(Securities Data Company)資料庫中一共篩選出187個有宣告購併事件的樣本,採用事件研究法並以市場指數調整模式估計異常報酬,檢視其異常報酬於宣告購併事件前後的表現情形。

依事件期的設定分兩個部份來觀察,購併宣告日當日前後五天,另一部分為當宣告購併前2日至宣告購併後2日;當宣告購併前3日至宣告購併後3日;宣告購併前5日至宣告購併後5日,來觀察異常報酬之表現。

綜合上述,本研究另將樣本以不同特性分類,有以下發現:

一、全體樣本

就觀察短期累積平均異常報酬(CAR)可發現, $(-2, 2)$ 、 $(-5, 5)$ 購併後有顯著的正異常報酬表現, $(-3, 3)$ 雖仍表示有正的異常報酬,但其結果並不顯著。另觀察平均異常報酬(AR)可看出於宣告購併前五日及宣告後第一日有顯著正異常報酬表現,推測可能是因資訊洩漏導致異常報酬提早開始反應。

二、不同年度樣本

檢視累積平均異常報酬(CAR)的表現,於2005年及2007年皆不顯著,僅於2006年有顯著性,且2006年樣本數相對於2005年及2007年較多,故其結果亦相對具代表性。2006年統計結果顯示,購併宣告前三日、前二日、前一日及後一日皆有出現顯著正異常報酬。亦隱含購併資訊早已於宣告日前事先洩漏,市場已提早反應。

三、購併態度

非善意購併之累積平均異常報酬(CAR)不論於 $(-2, 2)$ $(-5, 5)$ $(-3, 3)$ 下皆有出現顯著正的異常報酬，但善意購併則無。本文認為對主併公司非善意購併相對於善意購併而言，較無其他考量，更能夠以股東最大財富為目標原則；善意購併則需考量例如原本高階主管人員職位等人事問題故影響其異常報酬。

四、購併方式

比較四種購併方式以及混合購併方式下於購併後的異常報酬表現，其中以資產購併以及收購這兩種方式的表現較佳且具顯著性。資產購併方式下之累積平均異常報酬(CAR) 於 $CAR(-2, 2)$ 及 $CAR(-3, 3)$ 有顯著正異常報酬表現，另收購方式下則於 $CAR(-3, 3)$ 及 $CAR(-5, 5)$ 有顯著正異常報酬表現。

五、產業類別

產業類別的異常報酬結果較不一致，有出現顯著正及負異常報酬，因其囿限於取樣分類不夠完整而導致統計結果較不具代表性。

六、財務比率

本研究利用複歸迴檢視宣告購併前一年之 ROE、負債比率、流動比率、總資產周轉率等財務比率和累積平均異常報酬之間的關係，結果發現對異常報酬具有顯著影響力的財務比率為 ROE 與負債比率，由統計結果看出 ROE 與累積平均異常報酬呈現顯著負相關；另負債比率與累積平均異常報酬則呈現顯著正相關。

第二節 未來研究建議

- 一、本研究因人力限制及時間成本考量，所採用樣本期間為 2005 年至 2007 年，取得樣本數共 187 個。後續研究者，若可拉長樣本期間取得更多樣本數則統計結果亦可更趨穩健。
- 二、事件研究法中，假設殘差項變異數為同質變異，然而諸多文獻研究指出異常報酬之變異數可能為異質變異，此為事件研究法的缺點，應再更進一步將 ARCH、GARCH 模式納入考量可使結果更具可信度。
- 三、此論文將樣本以數個構面分類後分別進行檢視，除期間、產業等等構面之外也可再將企業規模、相關或非相關併購、景氣循環等因素納入考量使其更完整。

參考文獻

一、參考書目：

1. 伍忠賢 (2009),《企業併購：理論與實務》(三版),台北,新陸經銷
2. 徐俊明 (2008),《財務管理原理》(三版),台北,雙葉書廊有限公司
3. 徐俊明 (2010),《財務管理理論與實務》(三版),台北,雙葉書廊有限公司
4. 方嘉麟、林進富、樓永堅 (2009),《企業併購個案研究二》(一版),台北,元照出版公司
5. 方嘉麟、林進富、樓永堅 (2009),《企業併購個案研究三》(一版),台北,元照出版公司
6. 沈中華、李建然, (2000),《事件研究法-財務與會計實證研究必備》,華泰文化事業股份有限公司。

二、中文文獻

1. 許露云, (2006),《台灣上市公司購併宣告對公司股票報酬之影響》,私立南華大學財務管理研究所,碩士論文。
2. 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。
3. 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所,碩士論文。
4. 李洳靖 (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。
5. 洪宏達 (2003),《購併活動對主併公司經營績效之影響—以台灣上市公司為例》,國立中山大學財務管理學系碩士在職專班,碩士論文。
6. 蘇羨惠 (2000),《財務績效、股權結構與購併宣告效果之探討》,私立淡江大學國際貿易研究所,碩士論文。
7. 呂佩君 (2001),《主併券商購併績效之研究》,國立中央大學企業管理研究所,碩士論文。
8. 孫梅瑞 (2000),《國內上市公司從事公司購併活動對企業經營績效影響之研究》,國立政治大學企業管理研究所,博士論文, p. p147-159
9. 胡慈容 (2003),《企業購併之長期績效評估》,私立東海大學企業管理研究所,碩士論文。
10. 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》,國立成功大學高階管理士在職專班,碩士論文。
11. 陳香文 (2008),《論我國企業併購法制—以合併及收購為中心》,國立高雄大學法律學研究所,碩士論文。

12. 林佳緯 (2003),《我國上市銀行購併活動後之經營績效評估》,國立中央大學企業管理研究所,碩士論文。
13. 台灣經濟新報股份有限公司 (2010),《事件研究技術文件》,灣經濟新報股份有限公司。
14. 林存政 (2006),《臺灣公司併購交易媒介之選擇》,國立清華大學經濟學系,碩士論文。
15. 孫泓毅 (2005),《台灣敵意併購之效益分析》,國立清華大學科技管理研究所,碩士論文。
16. 葉士榮 (2006),《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》,國立交通大學財務金融研究所,碩士論文。
17. 朱淳銘 (2004),《企業進行購併與其公司規模關係》,國立政治大學財管系,碩士論文。
18. 黃莉雅 (2008),《評價波動和購併活動—以台灣上市公司為例》,國立中正大學財務金融研究所,碩士論文。
19. 王春、齊豔秋 (2001),《外國經濟與管理》2001 年第 23 卷第 6 期,上海復旦大學
20. 廖俊杰、陳家好 (2009),《買貴了還是買對了?主併者併購溢價與長短期股票報酬的非線性關係》,中華管理評論,2009年5月第十二卷二期。
21. 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》,私立中原大學企業管理研究所碩士論文。
22. 張美珍 (2000),《企業併購之套利機會分析》,國立中山大學財務管理學系研究所,碩士論文
23. 黃幼玲 (2006),《台灣購併市場發展現況與趨勢》,證券櫃檯月刊第119期,22-26
24. 潘俐霖 (2005),《購併宣告對主併公司股價影響之研究—以台灣上市櫃電子股為例》,國立臺北大學國際財務金融碩士在職專班,碩士論文。
25. 黃若熏 (2010),《上市(櫃)公司購併後之長期績效》,私立淡江大學財務金融學系碩士在職專班,碩士論文。
26. 鄭志賢 (2010),《新上市(櫃)股票之長期績效》,私立淡江大學財務金融學系碩士在職專班,碩士論文。
27. 羅明敏與呂兆文 (1995),《台灣企業海內外購併宣告對主併公司股東財富影響之實證研究》,臺灣銀行季刊第五十二卷第三期,83-101頁。

三、英文文獻

1. Agrawal, A., J. F. Jaffe, and G. N. Mandelker, 1992, "The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly, *Journal of Finance* 47(4), 1605-1621.
2. Andrei Shleifer and Robert W. Vishny(2003)," Stock market driven acquisitions" , *Journal of Financial Economics* ,70:295-311.
3. Dodd, P., (1980), "Mergers Proposals ,Management Discretion and StockholderWealth" , *Journal of Financial Economics* ,PP105 - 138 .
4. Limmack, R. J., (1991), "Corporate Mergers and Shareholder Wealth Effects: 1977-1986 ,*Accounting and Business Research* 21 , PP 239 - 251 .
5. Lyon, J. D., Barber, B. M. and Tsai, C. L. (1999). Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns. *Journal of Finance*, 54, 165-201
6. Lang, L. H. P., R. M. Stulz, and R. A. Walkling, 1989, Managerial performance, Tobin' s Q, and the gains from successful tender offers, *Journal of Financial Economics* 24,137-154.
7. Loughran, T. and A. M. Vihj, 1997, Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions? *Journal of Finance* 52 (5), 1765-1790.
8. Lyon, J. D., B. M. Barber, and C. Tsai, 1999, Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns, *Journal of Finance* 54(1), 165-201.
9. Malatesta, P. H., 1983, The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms, *Journal of Financial Economics* 11, 155-181.
10. Mandelker, G., 1974, Risk and return: The case of merging firms, *Journal of Financial Economics* 1, 303-335.
11. Martin, K., 1996, The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership, *Journal of Finance* 51(4), 1227-1246.
12. Mitchell, M. L. and E. Stafford, 2000, Managerial decisions performance, *The Journal of Business* 73(3), 287-329.
13. Rau, P. R. and T. Vermaelen, 1998, Growth, value and the post-acquisition performance of acquiring firms, *Journal of Financial Economics* 49, 223-253.
14. 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 , PP 673 - 698 。
15. Andrei Shleifera,* , Robert W. Vishny , Stock market driven
acquisitions , Journal of Financial Economics 70 (2003) 295 - 311
16. Banker, R. D., S. Das and S. M. Datar (1993), “Complementarity of Prior
Accounting Information : The Case of Stock Dividend Announcement” , The
Accounting Review 68 , PP 28 - 47 。
17. Kaplan, S. N. and M. S. Weisbach (1992), “The Success of Acquisitions: Evidence
form Divestitures” , The Journal of Finance , March , PP 107 - 139 。
18. Duggal, R., (1995), “Agency Cost and Firm Value: Further Evidence from Bidding
Firms” , International Journal of Finance , Vol.7 (2) , PP 1183 - 1194 。

三、參考網站

1. 經濟部(Ministry of Economic Affairs, R. O. C.)全球資訊網 ,
http://www.moea.gov.tw/Mns/populace/news/News.aspx?kind=1&menu_id=40&news_id=21637
2. 台灣證交所公開資訊觀測站 , <http://mops.twse.com.tw/mops/web/index>
3. 台灣併購與私募股權協會(MAPECT) , <http://www.mapect.com/>
4. 黃齊元的部落格 <http://cyhuangblog.blogspot.com/>
5. MBA 智庫百科 , 2011 , <http://wiki.mbalib.com/zh-tw/>
6. 會計研究發展基金會 <http://www.arfd.org.tw/mdb/news/index.asp>
7. 臺灣總合股務資料處理公司
<http://www.twevote.com.tw/Investor/RelatedDataDetail.aspx?DBID=662>