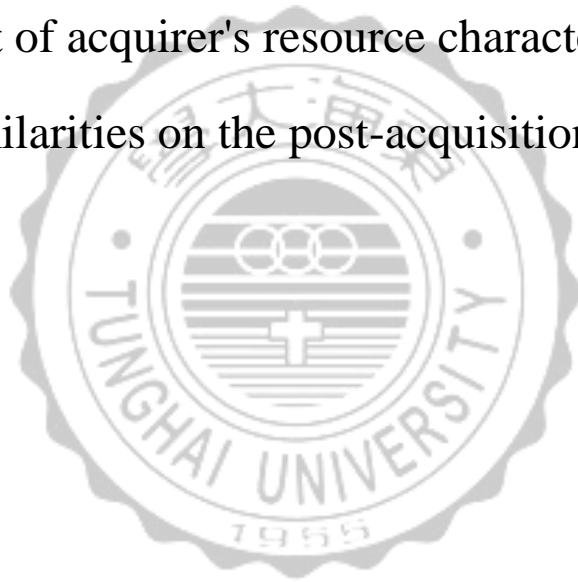


東海大學企業管理學研究所

碩士論文

主併企業資源特質與產業相似性對併購後績效之影響

The effect of acquirer's resource characteristics and industrial similarities on the post-acquisition performance.



指導教授：黃延聰 博士

研究生：林子翔 撰

中華民國一〇一年十一月

論文名稱：主併企業資源特質與產業相似性對併購後績效之影響

校所名稱：東海大學企管系碩士班

畢業時間：2012 年

研究生：林子翔

指導教授：黃延聰

論文摘要：

企業併購是近幾年企業為尋求競爭優勢主要方式之一，所時常選擇的策略工具之一，因此這幾年在策略研究中，逐漸重視策略活動所為企業帶來的綜效探討，雖然在學術上對於影響併購後績效表現的關鍵因素尚未有定論，然而此議題依然是實務界所受重視的範疇，本研究希望能藉此，探討影響併購成果的關鍵因素，以提供管理者進行實務活動時的參考依據。

本研究主要以主併企業的角度，探討企業利用併購活動做為策略工具時，自身內部的資源對於未來併購後績效成果的影響。分別由併購企業雙方的產業相似性與主併企業的資本密集度、債務密集度、研究與開發密集度以及行銷密集度，做為企業資源的衡量指標，並且以併購後的企業資產報酬，做為企業綜效實現的衡量指標。

本研究以 2000 年至 2008 年的美國上市企業做為研究對象，總共有 88 間企業做為研究樣本。研究結果指出，併購雙方的產業相似性，對於併購後績效產生正向的影響，代表企業如果選擇相似產業進行併購，有利產生競爭優勢。同時主併企業在併購執行前的資本密集度、研究與開發密集度與行銷密集度有顯著的影響，而債務密集度的部分則無明顯影響。

關鍵字：企業併購、關鍵資源、併購績效

Title of Thesis : The effect of acquirer's resource characteristics and industrial similarities on the post-acquisition performance.

Name of Institute : Department of Business Administration, Tunghai University.

Graduation Time : (MM/YY) 11/2012

Student Name : Lin Tzu Hsiang

Advisor Name : Hunag Yen Tsung

Abstract :

Merge and acquisition is one of strategic tool for companies as one of main way to pursue competition advantage recent years, for this reason, merge and acquisition become one of main field for strategic research, scholar take more concern on this topic and discuss how this strategic activity can bring the synergy for companies. Although it still have no certain conclusion on academic for which key factor influence the post-acquisition performance, this issue still get high attention on practical field. This research aim to discuss how some of key factors can contribute the synergy of post-acquisition, also offer an advice for managers when the execute M&A strategy.

This research aim for acquirer's view point, discuss inner resource of acquire can make different influence for post-acquisition performance when M&A as a main strategic tool for extending competitive advantage. In this research, we use industrial similarities, capital intensity, debt intensity, R&D intensity and marketing intensity as measurement index. The Return of Sales (ROA) as the measurement index for post-acquisition performance, to realize the synergy for acquirer.

The research sample of this essay are companies which have been use M&A as strategic tool in 2000 to 2008, the total sample we get is 88 companies. According to the analysis result, industrial similarities can bring the positive effect to acquirer's performance, it implied that choose similar industry as target, will benefit the competitive advantage for acquirer. On the other head, the capital intensity, R&D intensity and marketing intensity makes significant influence for post-acquisition performance, however the debt intensity is not.

Key words : Merge and Acquisition, Key Resource, Post-acquisition Performance.

目 次

| | | |
|------------|----------------------------|----|
| 第一章 | 緒論..... | 1 |
| 第一節 | 研究背景與動機..... | 1 |
| 第二節 | 研究問題與目的..... | 3 |
| 第三節 | 研究流程..... | 6 |
| 第二章 | 文獻探討與研究架構..... | 7 |
| 第一節 | 併購定義與併購績效..... | 7 |
| 第二節 | 資源基礎理論..... | 11 |
| 第三節 | 併購績效決定因素..... | 14 |
| 第四節 | 策略配適性..... | 19 |
| 第五節 | 產業相似性對併購後績效影響..... | 21 |
| 第三章 | 研究方法..... | 23 |
| 第一節 | 構念操作化..... | 23 |
| 第二節 | 抽樣方法..... | 29 |
| 第三節 | 統計方法..... | 31 |
| 第四章 | 實證分析..... | 32 |
| 第一節 | 描述性統計分析結果..... | 32 |
| 第二節 | 併購前主購企業變項對併購後資產報酬之影響力..... | 36 |
| 第五章 | 討論與結論..... | 57 |
| 第一節 | 研究結果與討論..... | 58 |
| 第二節 | 研究意涵..... | 62 |
| 第三節 | 研究限制與未來建議..... | 63 |
| 參考文獻 | | 64 |
| 附錄 | | 71 |

表 目 錄

| | | |
|-------|--------------------------------------|----|
| 表 4.1 | 本研究變項的平均數、標準差..... | 33 |
| 表 4.2 | 相關係數..... | 35 |
| 表 4.3 | 併購前各三年各項資源對併購後一年資產報酬的迴歸分析結果..... | 37 |
| 表 4.4 | 併購前各三年各項資源對併購後二年資產報酬的迴歸分析結果..... | 41 |
| 表 4.5 | 併購前各三年各項資源對併購後三年資產報酬的迴歸分析結果..... | 45 |
| 表 4.6 | 併購前各三年各項資源對併購後一、二年資產報酬的迴歸分析結果..... | 49 |
| 表 4.7 | 併購前各三年各項資源對併購後一、二、三年資產報酬的迴歸分析結果..... | 53 |
| 表 4.8 | 本研究自變項平均的平均數、標準差..... | 55 |
| 表 4.9 | 本研究各項資源變項平均對併購後主併企業資產報酬的迴歸分析結果..... | 56 |
| 表 5.1 | 研究假設分析結果..... | 61 |
| 表 7.1 | 本研究樣本所涉及之企業名單..... | 71 |
| 表 7.2 | 樣本企業之產業分類概況..... | 73 |



圖 目 錄

| | | |
|-------|--------------|----|
| 圖 1.1 | 研究流程..... | 6 |
| 圖 2.1 | 研究架構圖..... | 22 |
| 圖 3.1 | 樣本取樣流程圖..... | 30 |



第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

近幾年，許多企業為了擴大企業規模，多會採取企業併購(Mergers and Acquisitions)的方式，選擇做為策略管理中多角化經營的策略工具之一，許多管理者藉由此一策略活動，期待以此能夠增強企業的競爭能力。企業併購在過去幾十年來，儼然成為企業組織所能接受的結構與行為(Hirsch, 1986)。

二十世紀中期以後，企業併購此一策略，儼然成為大、小企業較常使用的策略方法之一。近期台灣各產業也因為積極尋求企業競爭力，越來越多企業選擇併購活動，做為競爭力成長的策略工具，因此在近幾年掀起併購風潮，經濟部為提升台灣企業的企業經營效率，於民國 91 年 2 月 6 日公告企業併購法，自該法實施至民國 99 年中，台灣企業共執行超過 1500 件企業併購活動，總金額達新台幣 7000 億元，當中中小型企業所占比率高達 60.3%。在併購活動中，部分廠商採取價值鏈的上、下游整合方式，使得企業在營運過程中，能夠控制成本與原物料，亦或能拓展銷售市場；另外有些企業採取同質產業的收購，拓展企業的產品或服務產出，增加企業的市場佔有率，此類的併購目的主要是透過行銷、研究開發等企業功能的整合，以獲得規模經濟，降低製造成本，更甚提升產業競爭能力。

Pablo (1994)視企業併購為企業資源的一種投資，企業通常會投注大量的資金，做出具策略性意義的併購決策，最終目的是創造綜效，發揮併購的價值。然而，企業的併購活動並非絕對能帶來成功的綜效結果；因此，在整體的決策流程當中，管理者都必須審慎的做出相關決策，舉凡策略目標的制定、收購目標的選定、收購方式等等，這些併購前的相關流程都會影響整體併購案的成功性。

近來台灣許多企業逐漸採取併購策略，做為企業版圖擴張的策略工具，有效創造併購後的財務綜效，即成為當前企業應該關注的焦點。多數學者透過相關研究認為，企業併購的最終目標在於創造企業綜效，而這些綜效的來源不外乎是在創造企業的規模經濟、範疇經濟與重要核心能耐的移轉(Barkema, 2008; Hitt,

Harrison, & Ireland, 2001; Harrison, 1991; Larsson & Finkelstein, 1999; Lubatkin, 1983)。

許多學者針對企業併購此一領域的研究，多數採取單一觀點的探討，例如以策略管理、經濟學、財務管理、組織學及人力資源管理議題等為理論基礎(Larsson & Finkelstein, 1999)，特別是多數文獻多著重於財務觀點，本研究主要由策略層次探討，並且聚焦於整合後影響績效創造的因素探討。

企業收購後的績效表現是許多學術領域的研究重點，包含財務經濟(financial economics)、工業組織(industrial organization)與策略管理(strategic management)。多數相關研究都是由財務經濟觀點出發，而多數財務研究從目標企業最終的股東權益獲利觀點為基礎，以此檢驗證收購表現的優劣(Datta, 1991)。近年有策略管理的相關研究出現，著重討論企業內部資源的配適性，對於收購後綜效成效的影響。許多學者長期爭議，認為企業在併購活動中之所以能產生企業綜效，主要原因除了併購活動符合主併企業的策略目標與策略特質外，企業內部的資源配適性亦扮演影響併購後績效表現的關鍵影響因素(Barkema, 2008)，因為當主併企業與併購標的在策略特質與目標有共同性時，倘使雙方企業內部的資源特質有所差異，則在整合過程中，主併企業必須花費更多的風險與成本，以進行併購後整合，可能延後更甚減損併購後之經營綜效的產生。

對於企業內部資源，在併購會對企業綜效產生何等影響，Barney (1986)認為併購雙方企業的策略性關鍵資源特質如果具有差異化，較能夠為企業創造更大的綜效價值。針對前述的觀點，近期許多研究進行驗證，探討參與企業併購活動雙方企業，彼此的關鍵性資源與產業配適之程度，以了解企業內部資源的配適性，對於併購後績效所產生的影響，當中不乏學者不僅以資源基礎理論觀點探討，並且也有部分學者以策略配適的觀點，探究併購雙方的產業相似問題；然而，在相關學術研究中，產業相似性對併購後績效的依存關係尚未有所定論，這也是本研究所欲探究的議題之一。

過去 Harrison (1991)以資源基礎觀點(Resource Based Viewpoint)進行併購雙方

企業資源配適性對未來績效的探討，認為企業間核心能耐移轉的可行性，會影響收購後的績效表現，強調各企業具有關鍵資源配置之差異性，並且將併購雙方企業的關鍵資源的相對相似程度，視為未來績效表現的預期指標。本研究承襲資源基礎論觀點，分別探討執行併購活動的主併企業，在產業相似程度與主併企業資源配置程度進行探討，以主併企業的財務分配，了解各企業對於發展資源的配置情況，同時探究資源的相關性對於未來併購後績效之影響。

第二節 研究問題與目的

企業可以透過併購的方式，提升企業綜效、增加市場佔有率以及擴大企業版圖(余尚武、江玉柏, 1998)。但是不適當的企業併購案不僅無法發揮併購後綜效，同時也是企業投資的一種龐大虧損，其背後原因可能來自於企業的核心資源無法有效移轉，或者核心資源配置產生缺口，不易產生併購後的綜效，使得併購活動的風險與成本大幅提升。因此，本研究探討參與併購活動的雙方企業，在產業屬性上的相似程度，對於收購後的綜效績效影響。

1980 年代以後，許多企業併購相關研究開始著重於併購活動的前期階段，探討併購活動前，主併企業對於併購標的的選擇、併購活動各流程的策略執行，由這些前期流程延伸出策略配適的概念，基於這樣的研究脈絡，許多學者開始探究，策略資源的綜效表現是否會影響併購後績效(Harrison, 1991; Kusewitt, 1985; Lubatkin, 1987; Shelton, 1988; Singh & Montgomery, 1987)。Barkema (2008)承襲過去學者對於併購後綜效的定義，認為最終的綜效目標在於創造企業的規模經濟、範疇經濟和核心能耐移轉，因此建議企業在進行併購活動時，應該妥善注意企業的策略配適程度，以提升核心資源的移轉效能，使整體併購活動發揮綜效極大化。

企業併購此一領域，長期以來，研究者多由策略或者財務的觀點，關注收購活動的參與雙方企業，各自所處的產業相似性，對收購後整合所能產生的影響(Kaplan & Weisbach, 1992; Lubatkin, 1987)，深度探討擁有相似資源的雙方企業，其

管理風格、組織文化、與一般管理流程，但卻缺乏對於併購企業先備的相關且具價值性之資源與能耐，對於併購活動後能對主併企業產生何等影響的深度探討 (Palich, Cardinal, & Miller, 2000; Robins & Wiersema, 1995)。

根據資源基礎理論的觀點，Barney (1991)認為企業必須透過資源的發展，以獲得更佳績效表現，這些需持續發展的資源必須具備價值性、稀少性、不易模仿與難以替代的特性。在競爭激烈的環境之中，企業如要創造競爭優勢，必須不斷地進行企業資源的價值創造，同時確保關鍵資源必須難以受到競爭者模仿 (Grant, 1988)，如此才能讓企業內部的各項資源配置發揮綜效。由於企業的資源並非可以用交換而得，也無法單受某間企業單獨控制，因此企業併購成為主併企業獲得他家企業資源的重要途徑，並且能突破資源疆界 (Teece, 1982; Wernerfelt, 1988)。

學者基於資源基礎觀點，對於併購企業的資源配適程度看法至今沒有定論，部分學者發現許多企業，傾向於選擇資源配適相近的標的做為併購目標，希望能達成規模經濟並且有效移轉核心能耐 (Hitt, Hoskisson, Ireland, & Harrison, 1984; Stewart, 1984)。然而 Lubatkin (1987)的研究則無法顯著證實資源相關性對於併購後財務表現的影響；但是 Barney (1986)在研究中對於併購企業資源配適提出不同想法，建議以具備差異化的策略資源做為創造併購後綜效極大化的基礎，同時 Finkelstein (2009)也在研究中提出，認為並非僅有資源相似性可以創造企業的潛在收購綜效，資源差異性能夠將富有價值的差異性資源，得以有機會重置。在資源相異的情況之下，主併企業能夠針對資源相異之處，利用功能移轉或學習的方式，創造具有價值性的綜效成果，提升企業的競爭能力 (Capron, Dussauge, & Mitchell, 1998; Harrison, 1991)。

本研究以資源基礎理論為研究基礎，承襲前述各學者的研究，延伸探討進行企業併購策略的企業內部，關鍵性的資源配置，對於併購後績效可能產生若干程度的影響，綜合過去學者的研究脈絡，分別從併購雙方企業的產業相似性與主併企業內部資源配置性，探討企業的資源配適程度，對於併購後績效的影響，以了解企業的內部資源在併購活動中，所扮演的重要性，同時了解哪些類型的資源要

素，對於併購後企業綜效創造，能帶來更為顯著的影響力。關於本研究的企業內部資源配適的衡量指標，主要承襲過去 Hitt, Hoskisson, Ireland, & Harrison (1984) 與 Smith and Cooper (1988) 的研究結果進行探討。在過去研究中發現，企業的併購活動過程，主併企業在選擇併購目標時，往往會以資源配適程度做為併購目標的考量，例如具備高度研究與開發資源的企業，傾向併購該資源項目投注較少的企業(Harrison, 1991)，因此本研究承襲前述學者的研究，提出研究開發資源與行銷資源，做為企業內部關鍵資源的衡量變項，以了解企業在研究開發與市場行銷此兩範疇的資源投注，對於企業未來併購後發展的影響。

除了企業的研究開發資源與行銷資源外，Harrison (1991) 在研究中，證實併購雙方企業的資本密集度與利息密集度，若產生資源差異時，將有利於併購後企業的財務績效提升。本研究承襲該研究觀點，採取企業的資本密集度與債務密集度做為財務資源配置的衡量指標，探討在一般資本結構關鍵資源提出資本與債務此兩資源，以做為企業內部資本結構探討。

本研究承襲 Palich et al. (2000) 與 Robins and Wiersema (1995) 的建議，以主併企業的角度，探討企業的關鍵資源配置，對於併購後企業績效的影響評估。深度探討併購參與者的產業相似性，以及主併企業在併購前，自身內部各項關鍵性資源的資源配置，在企業完成併購活動之後，能否影響企業的績效表現，發揮各項資源的綜效效果。本研究以美國上市企業做為研究樣本，進行關鍵資源財務指標分析，並以量化方法進行研究。

第三節 研究流程

本研究之研究流程如圖 1.1 所示。首先，確認研究問題之後，將於第二章針對研究問題進行相關文獻的探討與整理，並且結合重點理論與實務，建立研究假設與架構。在第三章，根據研究目的提出恰當的研究假設與架構發展，並且發展構面衡量方法、樣本挑選、樣本分析、統計分析方法。於第四章驗證並說明模式結果。最後第五章歸納整理結果進行討論，並提出研究之管理意涵、研究限制與後續研究建議。

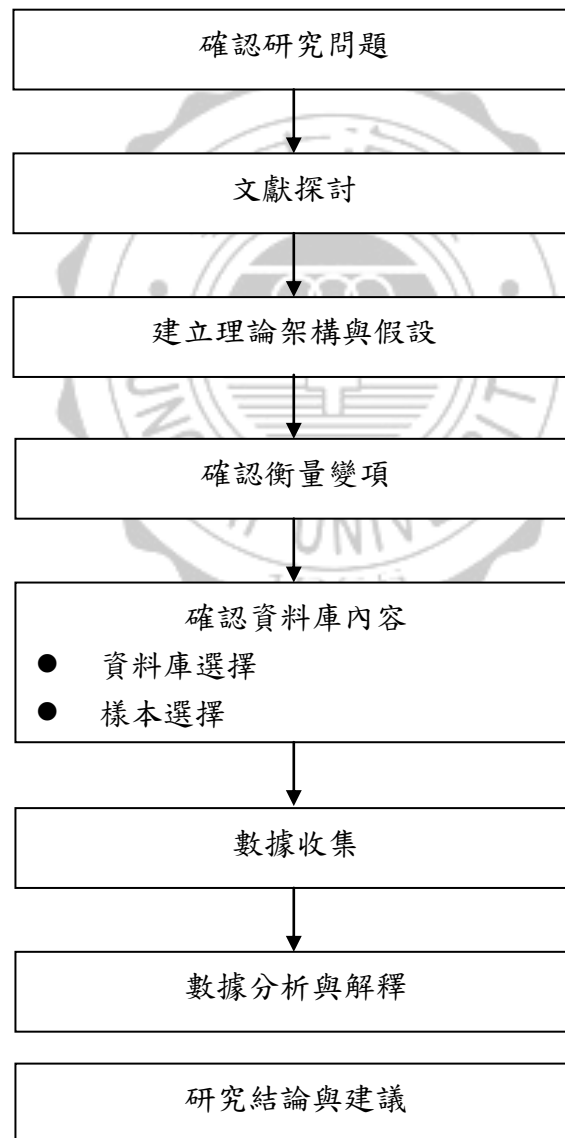


圖 1.1 研究流程

第二章 文獻探討與研究架構

本章針對本研究進行過去相關研究探討，以了解在企業併購領域中，過去學者對於企業資源對於併購之後的企業績效，所提出的研究結果進行整理，並且從中推論出本研究的研究架構與欲量測的各變項，綜合過去學者的觀點以建立本研究的探討架構。

首先，第一節的部分，明確定義本研究所提之企業併購的定義，並且介紹一般企業在併購活動中，所可能採取的併購類型，同時更進一步探討併購活動完成後，企業因併購該策略活動而產生的績效進行探討。

第一節 併購定義與併購績效

民國 93 年，法務部頒行的企業併購法中，條文第 4 條對於企業併購定義為公司之合併、收購與分割。余尚武和沈玉柏(1998)的定義，併購(Mergers and Acquisitions)在法律上的解釋為收購與合併兩種財務活動之總稱。

首先，收購(Acquisitions)可以分成股權收購與資產收購兩大類。當中，股權收購是指主併企業直接或間接購買目標企業部分或全部的股權，讓目標企業成為主併企業的轉投資企業，主併企業必須承受目標企業的所有權利與義務，同時也承攬其資產和負債；另外，資產收購則是主併企業單純依照自身企業的需求，而購買目標企業部分或者全部資產，屬於一般資產買賣，不需承受目標企業的負債。

另外，合併(Mergers)可分成吸收合併以及新創合併兩種。吸收合併是指兩家企業合併以後，被併企業需申請消滅，將所有資產與負債由主併企業吸收；而新創合併則為合併的雙方企業將同時消滅，並且另外登記成立新組織，此一新設組織必須承擔被消滅之雙方企業的所有資產與負債。

許多企業將併購活動視為一種資源能力的投資或槓桿行為，透過併購過程能使企業獲得新的資源，將過去不足之處得以互補，同時也可強化原有的核心能耐，增加競爭能力(曾真真、何雍慶, 2005)。併購活動的最終目標應該是讓主併企業獲得更好的經營績效(Bergh, 1997; Hitt, Hoskisson, & Ireland, 1990)。

企業可以透過市場機制獲取外部能力，但是對於他家企業的內部具有價值性、稀有性的內部資源與能力則難以獲得(Barney, 1986; Capron, Dussauge, & Mitchell, 1998)，Hitt, Harrison, & Ireland (2001)認為企業的併購活動可以彌補企業內部不足的資源，並且促使主併企業獲得所預期的成果。Wiklund (2009)將併購活動視為一種資源的轉化機制，主併企業利用購買的方式獲得所欲控制的資源，而被併企業則成為主併企業的投資標的。

經濟學對於企業併購的觀點著重於雙方組織的業務性質以及產業關聯性，根據此一觀點，可將併購類型分成下列四點(余尚武、江玉柏, 1998)：

1. 水平式合併(Horizontal Merger)：

意指在相同產業中的兩相同業務企業合併，主要的優點在於能夠形成生產上的規模經濟，同時，可藉由市場佔有率以提昇企業對市場的壟斷力，以此可以增加企業於產業中的競爭能力。

2. 垂直式合併(Vertical Merger)：

指在相同產業中，價值鏈上、下游之間的合併，雙方組織可以依情況利用移轉價格的制定，規劃利潤的方向。當中垂直式整合又可分成以下兩種：

A. 向前整合(Forward Integration)：指下游企業併購上游企業，如此可以掌握上游的原料，獲得穩定且便宜的供貨來源。

B. 向後整合(Backward Integration)：指上游企業購併下游企業，上游企業的產品能夠由此取得固定銷售管道，可降低行銷風險。

3. 同源式合併(Congeneric Merger)：

同一產業中，兩間企業業務性質不太相同，並且沒和業務往來的企業結合，

此合併方式的優點在於為企業尋求新收益與利潤的最佳方式，相較於內部發展和複合式合併的風險還小。

4. 複合式合併(Conglomerate Merger)：

是指兩家企業處於不同的產業當中，並且沒有太多的業務往來，然而此種合併方式因被購企業的業務性質具有差異，因此經營風險比同源式合併還大。

Napier (1989)對於主併企業合併動機與合併企業的特徵，建議三項併購型態，其所謂的合併動機是指主併企業欲達成價值極大化亦或非價值極大化；而合併企業的特徵，是指企業的規模、各家企業近期與潛在的績效表現、內部文化相似性、事業相關性以及各家企業在市場上的形象。而此三項併購型態分別為擴大合併(Extension Mergers)、協同合併(Collaborate Mergers)與重設合併(Redesign Mergers)，說明如下：

1. 擴大合併(Extension Mergers)：

主併企業讓被併企業本質上獨立營運，對於其管理與營運方式僅做些微改變或者完全不做任何變化。

2. 協同合併(Collaborate Mergers)：

發生於當兩家企業結合，透過營運、資產或文化的混和，或者透過技術交換、專業知識的交換使其獲得利益。而協同合併又可分成兩個類型：綜效(Synergy)和交換(Exchange)，綜效合併是當兩家企業在主要的營運和管理功能的結合或者妥協，當中包含企業名稱、總部地點、功能以及員工運作；另外，交換合併包含知識、技術與人才的交換與移轉。

3. 重設合併(Redesign Mergers)：

意指廣泛的採取一家企業的政策與規例於另一企業。

過去許多研究著重於企業併購前期階段的探討，例如討論主購企業選擇目標企業的決策過程；然而，近年在企業併購此一領域，學者逐漸轉而關心併購活動

發生後，企業在績效表現上的影響，探究影響企業併購後績效的影響因素(Barkema, 2008)。

近期有許多學者以資源基礎的觀點，探討企業內部的資源配置與組成，對於企業完成併購活動之後，主併企業因為這些資源的綜效結果，而可能有某種程度的影響；許多研究者開始注意併購雙方的資源相似性與相異性(Harrison, 1991)，也有不少研究者著重於主併企業內部關鍵資源配置的探討，在這些相關研究的探究中，學者除了以資源基礎做為影響併購後績效的理論基礎外，企業的策略配適理論也扮演重要角色，學者透過研究，建議策略配適性是影響併購後綜效實現的關鍵因素之一(Kusewitt, 1985; Lubatkin, 1987; Ramaswamy, 1997; Shelton, 1988; Singh & Montgomery, 1987)。

Datta (1991)在研究中指出，企業併購後的績效表現，在學術研究裡，大約可分三大研究範疇，分別為財務與經濟、產業與組織、策略管理。關於近期學者對於企業併購後績效的衡量，King 等人在 2004 年的研究中，針對績效衡量的方式做統整。部分研究者衡量績效成果的方式，以主併企業是否為企業集團做切入點，認為企業集團能夠為併購後帶來正向的績效成長(Berger & Ofek, 1995; Lubatkin, 1987)；另外有部分研究者，認為併購雙方企業是否為相關企業，將會影響併購後的績效表現(Hayward & Hambrick, 1997; Walker, 2000)；也有研究者以財務面的角度探討，認為主併企業在併購交易中，交易方式會影響併購後的績效(Travlos, 2012; Walker, 2000)；甚至有研究者認為主併企業先前的併購經驗，也可能直接影響併購後績效(Fowler & Schmidt, 1989)。

主併企業透過併購活動，主要目的在於追求更優異的企業績效(Bergh, 1997)，因此本研究以資源基礎理論，探討影響主併企業在併購後的績效影響因素，並且也以策略配適性，探究併購雙方企業的產業相似程度，對於併購後績效之影響性。

第二節 資源基礎理論

根據資源基礎理論的主張，企業應該追求利潤極大化，然而達成利潤極大化的背後，不僅應該善用企業的核心資源，以利資產槓桿的進行，同時也應該持續承諾核心資源，以提升核心競爭能力(Prahalad & Hamel, 1990)。

Barney (1991)對於企業的資源，定義為該企業所擁有的資產、能耐、組織流程、企業屬性、資訊與知識等，不同的企業因為策略需求與資源能力的差異，對於企業內部的各項資源投注程度會有所差異，當中也包含了實體的資源內容、財務與人力的資源(Barney, 1986)，企業內部資源組成所形成的獨特資源配置，成為該企業獨特的資源特質，因此產生各企業的資源特質各異，企業管理者可以根據這些內部資源，做策略性的經營規劃，以提升企業的效能與效率。

根據資源基礎理論，企業的競爭主要是來自於資源的價值性、稀少性、難以複製性；同時，企業在制定、執行策略活動的過程中，可以提取潛在的資源價值(Barney, 1991)，而這些資源會隨著企業的併購活動而進一步整合，經由時間的累積，轉變成為具有持續性特質的企業優勢(Barney, 1991; Black & Boal, 1994; Capron et al., 1998)。然而參與併購活動的企業內部資源，並非侷限於單向的移轉，也有可能視雙向的互動(Capron & Pistre, 2002)，因此在收購活動的研究中，對於企業資源的探究，主併企業的資源分配，應該在併購事實發生後，主併企業以短時間整合自身資源，將資源內容加以統整，並且使得各項資源內容得以發揮其獨特性，以此讓企業獲得併購後的資源綜效。

Penrose, Pitelis 與 MyiLibrary (1995)認為，資源基礎理論隱含企業資源的異質性，由於各企業間彼此的資源內容具備差異性，然而這些差異可以做為企業發展與競爭的驅力，這當中的重要關鍵，在於管理者對於資源價值性的辨識。Barney (1991)認為各項資源的異質性，主要的反映因素是企業因為資源匱乏或者資訊不對稱的原故，產生跨企業的資源分布不均情形。

承襲上述資源配置不均的現象，許多學者利用資源基礎理論，在企業併購此

一領域中提出一項爭論；部分學者認為，資源互補是提供併購活動成功獲利的方式(Capron et al., 1998; Hitt, Hoskisson, Ireland, & Harrison, 1991; Wang & Zajac, 2007)；在資源的互補性上，部分學者認為資源相似性，將有利於併購後的績效表現，同時，也有部分的研究者認為，資源差異性不僅不會造成收購後整合的負面影響，更甚能提升企業的綜效表現，然而這項爭辯至今依然沒有明確的答案。

針對資源相似性，Hitt et al. (1991)與 Stewart (1984)認為當企業為了滿足規模經濟與技能移轉的需求時，會傾向尋找資源內容相似的企業做為併購標的。許多學者在研究中提及，企業併購之後，資源的相似性可因為企業內，各個資源單位間的關聯性，而獲得更佳的績效表現(Kusewitt, 1985; Shelton, 1986; Singh & Montgomery, 1987)。Grant (1988)與 Prahalad, & Bettis (1986)對於企業選擇資源配置相似性做為併購標的，給予一個註解，認為企業潛在擁有相似的獨特競爭能力，同時也可能隱含著相近的主導性管理邏輯。

另一方面，部分學者支持資源差異性能提升併購後的綜效表現，Smith and Cooper (1988)在研究中發現，發展成熟的企業傾向併購低度發展或成長中的企業標的，以此達成資源多樣化的策略目標；另外 Hitt and Ireland (1986)也發現，具備高度研究與發展能力的企業，在進行併購標的選擇時，傾向選擇發展較為成熟的產業，並且從這產業中挑選較為缺乏研究與發展能力的標的做為併購目標。對於上述的資源差異性併購活動，學者將之歸因於企業為滿足多角化經營的策略目標，企業利用併購的方式，可以克服或者控制單方或雙方的競爭弱勢(Hitt, & Ireland, 1985; Hitt & Ireland, 1986)。

Salter (1979)認為將企業的差異性資源加以整合，能夠創造併購後的資源綜效，因為各個企業在資源配置上的資本投資有著歷史性差異，例如企業可能因為策略目標的不同，而會產生不同的資源配置投資，例如機器設備與人員配置的差異性，很有可能隨著企業長期策略發展的脈絡，而產生迥異的資源配置型態。Harrison (1991)認為具備資源差異性的企業，在併購活動完成後，所創造出的資源綜效具備不易受競爭者認識、了解更甚模仿，因此部分學者認為差異性資源在併

購後能為企業帶來暫時性的競爭優勢(Hitt et al., 1991; Harrison, 1991)。

對於透過企業併購活動而達成主併企業的績效成長，Das and Teng (2000)認為，以資源基礎理論的角度探討，企業利用併購活動可以由兩方面獲得資源的發展綜效，一為吸取他家企業的關鍵資源；另一方式為結合其他資源，同時保持並且發展主併企業原有的關鍵資源，已達成併購後的資源綜效。承襲前述學者觀點，觀本研究觀察主併企業併購活動發生前，自身的內部資源配置，對於併購後績效的影響，以了解併購前的資源配適對於未來資源綜效的實現影響。

本研究將以資源基礎理論為基礎，針對企業的內部資源進行檢核，分別從企業的基本財務面與研究開發以及市場行銷資源投注兩個範疇探討，希望可以了解，執行併購活動的主併企業，在這些關鍵性資源當中，是否能達到應有的綜效表現，更甚產生超額的收購後績效成果，當中基本財務面的資源投注研究變項，主要承襲過去 Harrison(1991)年的研究，當中指出企業財務性資源，對於併購後績效將產生併購後績效的影響，因此本研究選擇基礎財務資源，資本與債務進行探討；另外，本研究承襲 Capron and Hulland (1999)與 Harrison(1991)年的研究，提出研究與開發、市場行銷兩面項進行資源變項的衡量，過去在前述學者的研究中發現，這兩項資源為企業發展的關鍵核心資源，同時亦會對併購後的企業績效產生影響，因此本研究以此為自變項。

以下第三節即針對本研究所提的四項資源變項進行討論，以探究這四項企業內部的關鍵資源，對於併購後績效表現的影響，並且深入探討過去學者的論點與研究建議。

第三節 併購績效決定因素

本研究就上節所述的資源基礎觀點，提出四項企業資源變數，討論對於併購後績效可能產生影響的決定性因素，分別為企業的資本密集度、債務密集度、研究與開發密集度和行銷密集度，以下為各研究變數的探討。

壹、 資本密集度(Capital Intensity)

一般在財務會計上，對於資本密集度的計算方式，是將企業的長期資金除以固定資產總和，主要是希望能透過資本密集比率，判斷企業利用長期資金的情形，可以了解固定資產的使用狀況。

周齊武與 Shields (1994)對於資本密集度，定義為企業將投入轉換成產出，所必需耗用資源的組合，該組合可區分為二，一為高固定資產比例，以機器設備為基礎；另一為低固定資產比例，以勞力為其基礎。本研究認為，利用資本密集度此一指標，可以判斷企業的資源組合模式，並且可以探究資本密集度對收購後的績效表現，討論資源對於綜效的影響。

Salter (1979)在過去的研究中，針對單方企業對於資本投資的歷史差異、資本設備的多樣性以及員工擁有的技術能力，證實企業能透過資源的整合，以創造綜效。另外在併購雙方的研究中，Harrison (1991)也以資本密集度做為衡量指標，判斷併購雙方的資本資源分配的差異性，並且在研究中證實，當併購資源分配有所差異時，收購後績效表現相較於資源分配相似，綜效成果更為良好。

本研究認為資本資源屬於主併企業的獨特性資源，不同的企業皆有不同的資本資源分配策略，因此，本研究將資本密集度做為主併企業資金層面的變項之一，以探究企業在併購事實發生前，對於資本資源的配置，能否影響併購後的績效成果。

承襲上述，本研究探討資本密集度對併購後績效的影響，因此提出假設：主併企業的資本密集度，對於併購後績效表現，具備正向影響力。

貳、 債務密集度(Debt Intensity)

一般財務會計在財務報表上，會以負債占資產比率以反映該企業的財務結構，以債務密集度的觀點，表現該企業對於債務的使用情形，當中隱含企業的償債能力與風險趨避能力。Modigliani and Miller (1958)與 Donaldson (1961)都認為債務能力是企業的一項關鍵財務資源，債務能力對於企業的現金流而言，扮演重要角色，財務競爭能力的優劣，主要的決定因素在於企業內部債務費用或利息費用的成本多寡。

過去部分學者以資訊不對稱和交易成本的問題，建議企業若是處於高度負債的情況下，應該避免企業生產的研究與開發項目之資金籌集。另一個相反的觀點則認為，部分企業鼓勵研究與開發的投資，以債務做為暫時性的投資資金來源；倘使債務提供者選擇承受較低的風險，而非逐漸提升收益時，往往會呈現規避風險的猶豫不決現象(Long & Ravenscraft, 1993)。

Hitt et al. (1990)將債務密集度的能力視為管理者對於企業的風險規避程度表徵，認為債務強度會正向影響企業的績效表現。Harrison (1991)也在研究中證實，企業收購活動中，主、被購雙方資源分配具有差異時，對其收購後績效表現會產生正向的影響，提升收購後企業的綜效表現，這當中的資源分配不僅僅財務資源，其他企業內部具價值性資源，都可能對收購後績效產生影響。

本研究承襲前述學者的觀點，將債務密集度視為企業管理者，對於風險趨避的策略工具之一，延續 Harrison (1991)的研究，以主併企業的角度，推估併購前企業內部的債務密集度，對於併購後企業績效的影響，可能具有正向的影響能力，因此提出假設：主併企業的債務密集度對於收購後績效表現，具備影響力。

參、 研究與開發密集度(Research Intensity, R&D Intensity)

現今產業競爭越趨動態，企業經營時，除了一般性管理資源以外，另外一個關注的焦點在於企業內部，對於研究與開發的投入程度，Long and Ravenscraft (1993)認為，由企業投注資金在研究與開發的多寡，可以判斷該企業的專業化程度。過去也有不少學者也採取該指標，做為企業投注於研究與開發資源程度的衡量指標(Ahuja & Katila, 2001; Ahuja & Morris Lampert, 2001; Dutta, Narasimhan, & Rajiv, 2005; Veugelers, 1997)，可以由企業在研究與開發此一範疇的發展，了解企業為對於自身產品或服務的科技發展投資多寡，也能藉此評斷企業長期建立的累積投資程度(Cohen & Levinthal, 1989; Ethiraj, Kale, Krishnan, & Singh, 2005; Henderson & Cockburn, 1996; Zahra, 1996)。

主併企業如果在併購前即提列研究與開發支出，在收購活動之後，有一項優點，在於可以降低主併企業整體的研發現金流量，因為相同資源的整合緣故，主併企業無需另外投資新的研發成本，同時也能讓企業整體規避風險，並且減少整合活動所帶來的額外耗費研究與開發支出(Hitt et al., 1991)。同時部分學者建議，企業可以透過收購活動，結合企業的研究與開發密度，能夠提升整合後的研發投入，並更進一步提升研究發展的績效成果(Ahuja & Katila, 2001; Bertrand & Zuniga, 2006; Prabhu, Chandy, & Ellis, 2005)。Kor and Mahoney (2005)主張，對於主併企業而言，研究與開發資源的投注，能夠建立並且強化企業未來的技術創新能力，同時也可以提升主併企業在併購過程中，對於相關關鍵性技術的吸收能力。

Amit and Schoemaker (1993)在過去的研究中指出，企業能耐代表企業可以有效率的結合多種資源，以促進企業的產出活動，並且達到策略性綜效目標(Amit & Schoemaker, 1993)，而企業自身所擁有的各項資源及資產，必須具有可利用性與可移轉性(Grant, 1991; Schoemaker & Amit, 1997)。Datta (1991)認為研究與開發即屬於可以移轉的關鍵資源，同時具備中間轉換能力(intermediate transformation ability)，即在企業併購過程中，研究與開發部門可能因為整合活動而合併，因為研究開發

資源具有轉換能力，所以可以配合主併企業的併購目標，將研究開發能力順利移轉；另外，研究與開發在目標與資源方面，具備跨企業的相似性，因此推論，從企業的研究與開發密度，可以判斷一家企業的研究開發投入程度。

在過去研究中，部分學者認為，主併企業會傾向尋找研究與開發密度相似的目標企業，做為收購標的(MacDonald, 1985; Stewart, 1984)，當時研究者針對企業的研究與開發部分進行研究；由於該研究的樣本數目較小，因此部分研究者對此研究結果，仍然抱持不同意見。

然而，後期的研究有不同的看法，Harrison (1991)延伸過去 Hill (1988)的研究，Hill 在研究中發現，企業在選擇合資夥伴時，會傾向選擇與自身具備差異卻又能力互補的企業為對象，Harrison(1991)發覺企業在研究與開發密度的部分，會傾向尋找與自身有所差異的標的，例如，處於高研究與開發密度產業的企業，傾向收購處於更為成熟的產業中；具較低的研究與開發密度企業，同時也認為，企業會選擇科技資源相異的企業做為併購目標。

雖然對於收購活動的企業雙方之研究與開發密度，其收購後績效表現之相關影響，尚無定論，但是近期部分學者針對該議題，皆在相關研究中，認為這之中存在著正相關的關係(Harrison, 1991; 伍慧穎, 2011; 曾真真, 2008)。

本研究承襲過去學者的研究，認為主併企業在併購前，自身內部資源所投注的研究與開發密集度，將能夠正向影響併購後企業績效的表現，因此提出假設：主併企業的研究與開發密集度對於收購後績效表現，具備正向影響力。

肆、行銷密集度

收購活動的策略意涵，主要是企業希望透過該策略的執行，以獲得新的市場資源(伍慧穎, 2011)，企業可以透過收購活動，在市場擴展層面，相較於企業自行發展而言，是屬於較為立即性的策略方法，能夠藉由併購獲得的額外市場，減少主併企業開拓新市場的時間成本與開發風險。過去不少學者認為，行銷資源是企業在眾多自身擁有的多樣資源中，屬於可以供辨別並且占有關鍵資源意含的要素(Day, 1994; Dierickx & Cool, 1989)，因此可以根據資源基礎理論的觀點，將企業的行銷資源，視為具有獨特性的關鍵資源。Capron and Hullan (1999)認為，透過收購活動，主併企業可以重新配置被併企業的市場，將較佳行銷資源，予以彌補主併企業主要市場不足之處，提升主併企業的財務績效表現。

Capron and Hullan (1999)建議企業可以藉由行銷資源，利用當中的品牌、銷售能力與一般行銷經驗，做為其競爭優勢的依據。行銷資源是具有價值性的，例如該企業的品牌能力；同時也是項具有稀少性且不可替代的關鍵資源。Teece (1986); Wernerfelt (1988)的研究指出，企業的行銷資源，例如品牌知名度，可以應用於其他的產品或品牌，並且不會削弱品牌的價值(Peteraf, 1993; Slotegraaf, Moorman, & Inman, 2003)。

主併企業的行銷資源分配狀況，是否會影響收購後，主併企業的財務績效表現，是本研究的探討重點之一，過去學者認為，成熟市場的企業多半傾向收購市場較不成熟的標的(Smith & Cooper, 1988)。

本研究沿襲 Smith and Cooper (1988)的觀點，延伸出本研究假設，認為主併企業的行銷密集度能夠正向影響收購後績效表現，提出假設：主併企業的行銷密集度對於收購後績效表現，具備正向影響力。

下節探討併購雙方產業的相似性在併購完成後，對於主併企業的績效表現進行相關文獻探討。

第四節 產業相似性對併購後績效影響

King, Dalton, Daily, and Covin (2004)對於產業相關性(Industry Similarities)的定義，設定為雙方企業的資源或者產品——市場的相似性。早期在收購活動的相關研究中，較不注重產業的差異性；然而後續有許多研究者，對於企業併購雙方所屬的產業，其差異性影響企業策略和績效表現，開始提出關注(Dess, Ireland, & Hitt, 1990; Rumelt, 1982)。

Porac, Wade, and Pollock (1999)的研究提出，處於相似的產業之併購活動雙方，屬於處在相同的競爭環境中，因此，彼此的競爭參考框架雷同。過去學者根據研究結果認為，主併企業在選擇收購對象時，會傾向挑選研究開發強度相似的企業，做為併購的主要標的(MacDonald, 1985; Stewart, 1984)。

Lane and Lubatkin (1998)認為併購雙方的產業相似，代表著雙方企業的知識與技術基礎相近，所以在併購活動的整合過程，能夠使得整合流程更為有效的達成主併企業策略目標。另一方面，主併企業能夠透過併購活動，槓桿使用具價值性的相似資源(Roberts & Berry, 1984)，以利重疊性資源的整合，並且可在短時間達成併購預期綜效。

近幾年，許多學者開始針對併購活動中，雙方企業的產業相似性對於併購後整合的績效影響，展開相關研究，企圖從中證明之間的關聯性。Singh 與 Montgomery (1987)即針對主、被併企業的相似度，對收購後績效影響進行研究，然而當時並無法證實之間有所相關；而後 Fowler 與 Schmidt (1989)也針對該議題進行探究，卻無法得到顯著的相關性，更甚產生部分負相關的結論。

最近，伍慧穎 (2011)的研究也部分證實，在收購活動進行過程中，雙方企業的產業相關性越高，越能獲得較佳的收購後績效。而 Laamanen 與 Keil (2008)的研究指出，亦是部分證實主、被併企業的產業相似性，能夠強化收購後績效表現。

本研究承襲前述學者的研究，認為併購雙方企業的產業相似性，對於併購後的企業績效，會產生影響性，因為當雙方產業越為相似時，主併企業越能了解資

源的適當調整方式，同時也可以短時間將策略達到最佳配置，也因如此，雙方的資源短時間整合並發揮其綜效，因此提出研究假設：主併企業與被併購企業之間的產業相似性愈高，其收購後的績效表現會愈佳。



第五節 研究假設推導

根據 Barney (1988)基於資源基礎理論，所提出的企業價值內涵，可以歸結出三大類的資源特色，分別為價值的私有性(private)、獨特性(uniquely)與難以模仿性(inimitable)。當中價值的私有性代表主購企業的部分有價值性資源或資訊，僅為主購企業自身所知曉，並且這些價值性資源或資訊，將可帶來競爭優勢；價值獨特性與難以模仿性則表示主購企業藉由併購活動，經過綜效的創造而獲得他家競爭者所缺乏的資源，這些資源將會直接反應其價值於主購企業的現金流之上(Harrison, 1991)。

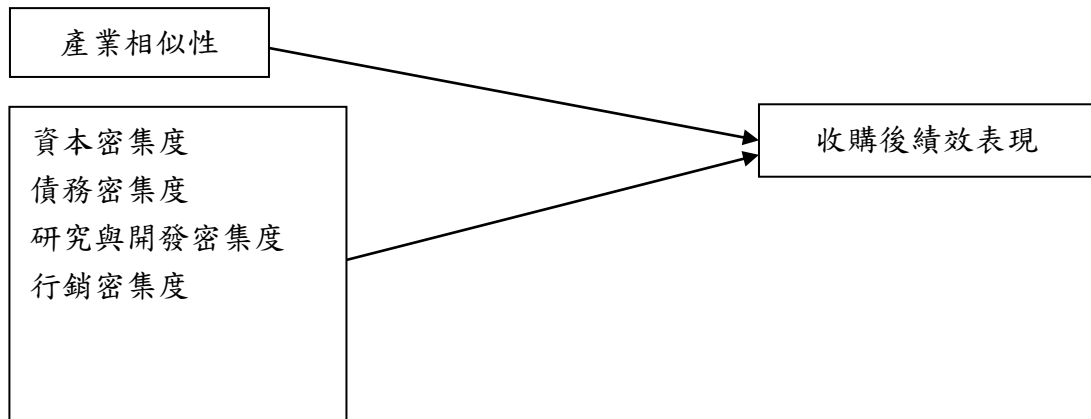
本研究承襲策略配適理論，認為建立良好的收購活動策略配適，先決條件在於企業的關鍵資源整合，Haspeslagh (1991); Jemison (1986) 認為，良好的收購整合，才能創造企業的價值，並且更進一步的創造收購後綜效，因此本研究著重於主購企業的關鍵資源分配此一議題之上。

針對資源分配的方式學者有不同觀點，本研究採取 Harrison (1991)的觀點，認為資源配置的差異性不僅可以對企業的收購後整和績效產生影響，同時也會對績效表現產生正向的影響。並且本研究相信 Capron et al. (1998)所提出的，資源重置是併購整合過程中必經的過程。

本研究針對上述的理論觀點，對於執行企業併購策略的企業，提出產業相似性與資源配置變項對併購後績效的影響。首先，針對企業外部，本研究提出產業相似性此一指標，相信處於相似產業的收購雙方，會因為同處相近的競爭環境，而有利未來企業競爭力的提升(Porac et al., 1999)。而在企業內部的部分，本研究提出資本密集度、債務密集度、研究與開發密集度和行銷密集度四項關鍵變數，分別從企業的財務層面、研究開發層面與行銷活動層面，探究企業的價值配置對未來績效的影響。

根據上述理論基礎，本研究發展研究架構，如圖 3.1 所示。

圖 2.1 研究架構圖



根據前述的策略配適觀點，本研究延伸以下假設，假設內容整理如下所示。

假設 1：主併企業與被併購企業之間的產業相似性愈高，其收購後的績效表現會愈佳。

假設 2：主併企業的資本密集度對於併購後績效表現，具備正向影響力。

假設 3：主併企業的債務密集度對於併購後績效表現，具備影響力。

假設 4：主併企業的研究與開發密集度對於併購後績效表現，具備正向影響力。

假設 5：主併企業的行銷密集度對於併購後績效表現，具備正向影響力。

第三章 研究方法

第一節 構念操作化

壹、 產業相似性 (Industry Similarities)

目前多數的相關研究，對於產業相似性的衡量方法，主要是以主、被併雙方的標準產業分類(Standard Industrial Classification, SIC)為基礎，利用產業編碼進行配對，編碼組成中，相似程度越高的相同產業即給最高的權重，其次為第二接近的產業編碼，給與第二高的計算權重，以此類推(Haleblian & Finkelstein, 1999; Laamanen & Keil, 2008)。

伍慧穎 (2011)建議，針對產業相似性的量測，可以將雙方企業的產業編碼彼此相減，因為前兩碼為主要產業類別，後兩碼為次要產業分類，倘使雙方產業編碼相減數值越小，代表產業越為接近，反之亦然；若相減數值為零，即表示產業為完全相似。本研究承襲該衡量方法，以企業公告之產業代碼為主，以計算其產業相關性。

本研究的計算方式為將雙方企業的產業編碼相減，若相減後得到的數值為零時，代表雙方企業同屬相同的產業，因此標記為0；相反地，若雙方企業的產業編碼相減，所得的數值不為零時，則標記為1，表示雙方企業分處不同的產業。

貳、 資本密集度 (Capital Intensity)

Harrison (1991)的在過去的研究提出，企業的資本密集度會直接影響收購後企業的績效表現。過去 Salter (1979)對於資本密集度的計算方式，是利用企業的財務狀況變動表(Statement of Changes in Financial Position, SCFP)，將之設備資源(property, plant and equipment, PPE)予以揭露，並且利用該企業的設備資源除以總用途資金，以做橫截面研究，符合美國 Accounting Principles Board (APB) 第 19 號公報原則(Amit, Livnat, & Zarowin, 1989)。

本研究利用一般企業公告的財務報表中，所揭露的財務分析數據基礎，當中選取財務結構項下，以長期資金與固定資產比率為衡量數據，長期資金佔固定資產比率越大，表示企業資金利用率較高。

本研究承襲 Hennart and Park (1993)、Hitt, Hoskisson 與 Kim (1997)和 Harrison (1991)的觀點，以併購前三年做為本變項的衡量時間範疇，本研究的計算公式為：
資本密集度 = 長期資金 / 固定資產。

參、 債務密集度(Debt Intensity)

Hitt et al. (1990)認為可以由債務的密集度，了解企業對風險趨避的傾向，並且 Harrison (1991)於研究中，對於收購雙方的企業債務密集度進行評估，發現企業在收購之前的債務資源配置差異時，相較於債務資源配置之相似而言，在收購後績效反映上，呈現正向的績效結果影響。本研究承襲前述學者概念，利用企業所公告的財務報表，選擇其財務結構項下的負債占資產比率，做為主要的衡量依據，比率越高，表示企業的債務利用率較高。

本研究承襲 Hennart and Park (1993)、Hitt et al. (1997)與 Harrison (1991)的觀點，以併購前三年做為本變項的衡量時間範疇，本研究的計算公式為：債務密集度 = 負債 / 固定資產。



肆、 研究與開發密集度 (R & D Intensity)

Long and Ravenscraft (1993)認為，可以由企業的研究與開發密集程度，判斷該企業在研究開發的部分，所投注的資源多寡，以認識該企業對於研究開發的投資程度。目前學者對於研究與開發密集度的計算方法多樣，詳細敘述如下。

對於研究與開發強度的計算方法，Altunbaş and Marqués (2004)為避免產業效應，造成研究量測結果的干擾，因此選擇利用企業的研究與開發支出，減去該產業平均研究與開發強度，而產業研究與開發的強度，是以相同產業的企業為單位，算出其平均值而得出。

相對於產業效果的影響考量，Dutta et al. (2005)計算研究與開發密度時，考量到研發相關技術會有折舊的現象產生，因此將折舊關點納入，根據Griliches (1987)的建議，認為在資源折舊計算時，應採取Koyck 時間差模式(Koyck lag structure)，以0.4做為每年度的折舊加權；然而，學者對於資源折舊的應有權重，至今仍無定論

部分學者在量測企業的研究與開發資源時，是計算企業單一年度研發費用佔銷售總額的比例，意即利用企業研究與開發的支出，除以該年度的總銷售額，多數學者的計算時間範疇建議介於三至五年(Hennart & Park, 1993; Hitt et al., 1997; Harrison, 1991)，但亦有學者僅選取收購活動前一年之數據(伍慧穎, 2011)為衡量基礎。

本研究承襲 Hennart and Park (1993)、Hitt et al. (1997)與 Harrison (1991)的觀點，以併購前三年做為本變項的衡量時間範疇，本研究的計算公式為：研究與開發密集度 = 研究與開發支出 / 淨銷售額。

伍、行銷密集度(Marketing Intensity)

Smith and Cooper (1988)認為，企業傾向異質性的行銷特質做為併購活動的資源特質選擇，因此認為，從企業的行銷密集程度，可以判斷該企業對行銷活動所注入的資源多寡，在企業併購相關研究中，能夠藉此了解企業於行銷資源投資配置的狀況。

過去許多學者在行銷密集度的測量上，多採取計算行銷費用比率的計算，以行銷費用支出占總銷售比率做為主要的計算方式，也就是以該年度的行銷支出，除以總銷售額，以此判斷強度大小(Erramilli, Agarwal, & Kim, 1997; Hennart & Park, 1993; Vachani, 1995)。而 Dutta et al. (2005)則是採取 Koyck 時間差模式(Koyck lag structure)，以每年 0.5 為折舊權重，排除資源折舊可能影響收購後績效的衡量；同時亦有學者僅選取收購活動前一年之數據(伍慧穎, 2011)做為資源衡量基礎。

對於企業的行銷資源配置，本研究以企業的廣告支出做為行銷費用的支出，相關公式為：行銷密集度 = 廣告支出 / 淨銷售額。本變項如同上述的研究與開發密集度，採取併購前三年的廣告支出做為變項衡量的時間範疇。

陸、 資產報酬 (return on assets, ROA)

Harrison (1991)建議量測企業收購後的績效，最佳的時間量測範疇，設定為三至五年此一時間範疇，縱使有許多的併購綜效效應，無法在五年之內完全展現，然而，若是財務指標的量測時間範疇過長，則有可能將其他非控制性的偏誤納入，這些偏誤當中，可能包含企業的其他策略性決策與行為，容易造成其他變數的效應，干擾收購後活動績效的衡量。

Barkema (2008); Harrison (1991); Kusewitt (1985)等學者，在過去的研究中，建議採取資產報酬做為收購後績效量測的指標，Meeks and Meeks (1981)更認為此一方法，能夠降低因市場議價力量或財務槓桿的使用，所造成的計算偏誤。

資產報酬率能夠反映企業的資產利用情形，可以由該項財務指標判斷企業的資產充分利用率。企業利用自身擁有的資產，從事各項生產活動，最後的報酬都會表現於稅後淨利之上，因此，本研究將利用資產報酬率，衡量企業的整體資產期報酬運用效率。

資產報酬的計算公式如下，計算結果若報酬率數值越高，代表該企業的營運，使整體資產的運用效率越高。

$$\text{資產報酬} = \frac{\text{稅後淨利}}{\text{總資產}} \times 100\%$$

本研究承襲 Harrison (1991)的觀點，量測收購後主併企業的連續三年資產報酬率情況，以此判斷企業在收購活動之後，其收購後績效的變化情形，並且也避免量測時間範疇過短，無充分反映收購後績效的問題，同時也避免量測時間範疇過長，造成其他策略性行為影響資產報酬率的數值。

第一節 抽樣方法

本研究的樣本選擇來源以 S&P Compustat 與 Thomson SDC 兩個資料庫為主。在 S&P Compustat 的部分，本研究設定以美國企業為研究對象，併購發生時間以 2000 年 1 月 1 日至 2008 年 12 月 31 日為範疇，樣本所屬產業採取所有產業，並未做額外篩選，獲得超過 3000 筆企業名單。為了避免小型或不建全的併購案件，本研究設定併購案的交易金額為 300 百萬美金以上，並且選擇已經完成併購交易的併購案為研究對象。本研究的研究對象皆無母、子企業，以避免關係企業的內部資源配置之策略性需求，對主併企業內部資源結構產生影響。

在 Thomson SDC 資料庫的部分，本研究以美國當地併購案為樣本，至 2008 年為止的企業併購案為抽樣樣本基礎，從中獲得 3611 件已完成併購活動的案件，並且利用該資料庫，獲取企業的標準產業編碼與併購宣告日期。

由於 Thomson SDC 資料庫未提供詳細的公司財務報表內容，因此本研究利用 S&P Compustat 資料庫，找尋完整的企業財務報表，針對本研究的衡量變項進行篩選，刪除 2000 年至 2008 年，未曾編列研究與開發費用以及廣告費用的企業，刪除後共得 2597 件併購案件，而後以該資料庫所得的企業名單與 Thomson SDC 進行對照，成功找到 124 間企業擁有完整的財務報表、標準產業代碼與併購活動宣告日期，最後以 Thomson SDC 所提供的併購宣告日期，尋找宣告日發生前三年的自變項報表內容，同時也找尋宣告日發生後三年的依變項報表內容，最後扣除部分企業在併購發生前、後三年，財務報表資料不完整的樣本，最後總共獲得 88 筆可用的完整樣本。本研究的取樣流程如圖 3.2 所示。

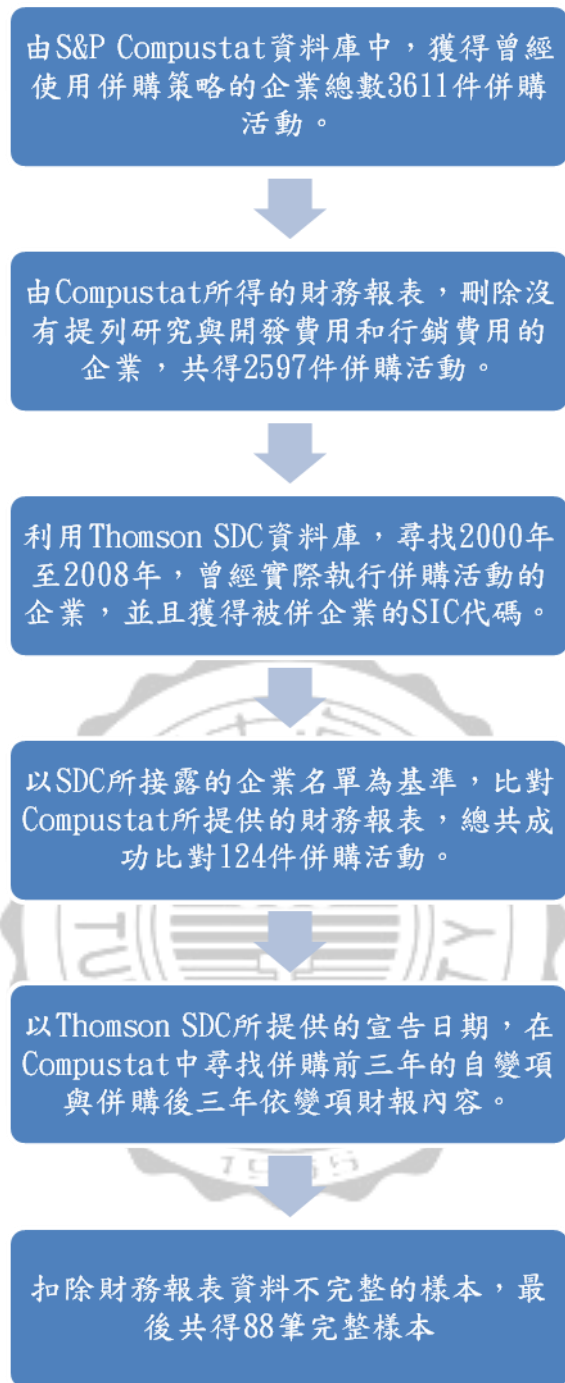


圖 3.1 樣本取樣流程圖

第二節 統計方法

本研究首先計算每項變數的平均數與標準差，以了解研究樣本的特性，並計算各變項之間的相關係數。其次本研究以迴歸分析檢驗圖 3.1，探討產業相似性、資本密集度、債務密集度、研究與開發密集度和行銷密集度對收購後績效表現的影響力是否達到顯著，另外也進行共線性檢定，以確認各自變項因為選取併購前三年的財務資訊，每年資訊不會相互產生干擾，最後利用迴歸分析，判斷本研究的假設是否得到顯著的支持。本研究利用 SPSS 做為統計分析的軟體。



第四章 實證分析

第一節 描述性統計分析結果

本研究針對研究變項進行相關係數矩陣分析，將行銷密集度的指標廣告費用納入矩陣時，所得個數僅為 30 筆，若將廣告費用變項排除，得到個數為 88 筆。

表 4.1 顯示併購後一年的資產報酬表現為虧損，虧損金額為 88 萬美元；併購後兩年資產報酬表現開始呈現正成長，淨利為 226 萬美元；併購後第三年的資產報酬也呈現正成長，其淨利為 224 萬美元，些為不及併購後兩年的資產報酬表現。

在資本密集度的部分，併購前一年資本密集度為資產的 63341.56 倍，而併購後前二年的資產密集度於前一年相近，為 69751.78 倍，而併購前三年則降為 43245.84 倍。債務密集度的部分，併購前第一年負債占資產比例為 6652.33 倍，而第二年稍減為 5623.60 倍，隨之遞減至第三年為 4980.63 倍。樣本在研究與開發密集度部分，併購前第一年企業的研究開發支出占淨銷售額 0.09 倍，第二年呈現相同，第三年則增加為 .28 倍。而行銷密集度的部分，併購前一年企業的廣告支出占淨銷售額 0.06 倍，併購前第二年降至 0.05 倍，第三年則為 0.04 倍。

表 4.1 本研究變項的平均數、標準差

| | 平均數 | 標準差 | 樣本數 |
|-----------|----------|-----------|-----|
| ROA_1 | -.88 | 24.92 | 88 |
| ROA_2 | 2.26 | 15.84 | 88 |
| ROA_3 | 2.24 | 113.66 | 88 |
| CAPITAL_1 | 63341.56 | 145898.96 | 88 |
| CAPITAL_2 | 69751.78 | 223485.12 | 88 |
| CAPITAL_3 | 43245.84 | 114570.13 | 88 |
| DEBT_1 | 6652.33 | 13159.70 | 88 |
| DEBT_2 | 5623.60 | 11322.90 | 88 |
| DEBT_3 | 4980.63 | 9910.95 | 88 |
| RD_1 | .09 | .12 | 88 |
| RD_2 | .09 | .13 | 88 |
| RD_3 | .28 | 1.58 | 88 |
| 相似性 | .40 | .49 | 88 |

註：「ROA_1」是併購後一年資產報酬、「ROA_2」是併購後兩年資產報酬、「ROA_3」是併購後三年資產報酬、「CAP_1」是併購前一年資產密集度、「CAP_2」是併購前兩年資產密集度、「CAP_3」是併購前三年資產密集度、「DEBT_1」是併購前一年債務密集度、「DEBT_2」是併購前兩年債務密集度、「DEBT_3」是併購前三年債務密集度、「RD_1」是併購前一年研究與開發密集度、「RD_2」是併購前兩年研究與開發密集度、「RD_3」是併購前三年研究與開發密集度、「相似性」是產業相似性

在併購後第一年與第二年資產報酬為正相關， $r = .73$ ，達.01 顯著水準，意味第一年的資產報酬越高，第二年的表現也會越高；第二年與第三年的資產報酬也為正相關，達.01 顯著水準，表示當第二年的資產報酬越高，第三年的資產報酬表現也會越高。至於資產報酬與其他變項的相關係數，在研究與開發密集度上，併購後資產報酬第一年、第二年和併購前二年研發密集度呈現顯著負相關，分別為-0.35 與-0.28。併購前三年的資本密集度彼此有顯著正相關，介於 0.87 至 0.97 之間，資產密集度與債務密集度在併購前三年皆呈現顯著正相關，介於 0.75 至 0.91 之間。併購前三年的債務密集度彼此呈現顯著正相關，介於 0.88 至 0.96 之間。研究與開發密集度在併購前三年，彼此亦呈現顯著正相關，介於 0.43 至 0.88 之間。產業相似性與其他變項則未達顯著。



表 4.2 相關係數

| | ROA_1 | ROA_2 | ROA_3 | CAP_1 | CAP_2 | CAP_3 | DEBT_1 | DEBT_2 | DEBT_3 | RD_1 | RD_2 | RD_3 | 相似性 |
|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|------|-----|
| ROA_1 | | | | | | | | | | | | | |
| ROA_2 | .73** | | | | | | | | | | | | |
| ROA_3 | .19 | .24** | | | | | | | | | | | |
| CAP_1 | .11 | -.07 | .15 | | | | | | | | | | |
| CAP_2 | .14 | .08 | .13 | .93** | | | | | | | | | |
| CAP_3 | .12 | .06 | .10 | .87** | .97** | | | | | | | | |
| DEBT_1 | .05 | .09 | .09 | .75** | .82** | .86** | | | | | | | |
| DEBT_2 | .08 | .06 | .07 | .76** | .86** | .91** | .94** | | | | | | |
| DEBT_3 | .09 | .03 | .09 | .77** | .85** | .91** | .88** | .96** | | | | | |
| RD_1 | -.18 | -.20 | -.17 | .15 | .04 | -.00 | .03 | -.04 | -.08 | | | | |
| RD_2 | -.35** | -.28* | -.20 | .05 | .01 | -.02 | .02 | -.04 | -.09 | .88** | | | |
| RD_3 | -.04 | -.08 | -.00 | -.07 | -.07 | -.07 | -.07 | -.07 | -.07 | .43** | .67** | | |
| 相似性 | .14 | .13 | -.08 | .03 | -.02 | -.02 | -.03 | -.03 | -.04 | .15 | .05 | -.09 | |

註：「ROA_1」是併購後一年資產報酬、「ROA_2」是併購後兩年資產報酬、「ROA_3」是併購後三年資產報酬、「CAP_1」是併購前一年資產密集度、「CAP_2」是併購前兩年資產密集度、「CAP_3」是併購前三年資產密集度、「DEBT_1」是併購前一年債務密集度、「DEBT_2」是併購前兩年債務密集度、「DEBT_3」是併購前三年債務密集度、「RD_1」是併購前一年研究與開發密集度、「RD_2」是併購前兩年研究與開發密集度、「RD_3」是併購前三年研究與開發密集度、「相似性」是產業相似性。

第二節 併購前主購企業變項對併購後資產報酬之影響力

本節分析主購企業併購後的績效表現，以產業相似性與併購前各三年的資源要素為自變項，分別以併購後三年的資產報酬為依變項，檢驗自變項對收購後績效表現的影響。過去 Harrison (1991)建議量測收購後的績效，最佳的財務量測時間範疇，應該設定約為三年；另外，伍慧穎 (2011)則建議以併購後一年為財務量測時間範疇，因此本研究在依變項的設定上，同時探討併購後二年與併購後三年自變項對依變項的影響。

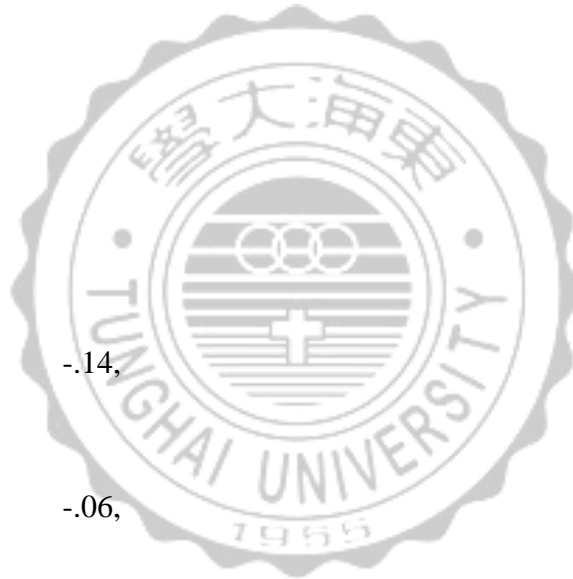
以下分析結果描述，在依變項資產報酬的部分，分別以併購後第一年、併購後第二年與併購後第三年，以及併購後頭兩年的平均與併購後三年的平均進行陳述。另外，為避免變項間的相互干擾情形發生，本研究亦進行共變項檢定，同時先以各自變項分開描述分析結果，以呈現各變項與依變項的影響情形，最後再將所有自變項進行迴歸分析，以了解所有自變項對依變項的影響，並且以此做為本研究假設之驗證依據。

表 4.3 顯示併購前三年的各項變數對併購後一年資產報酬的影響力。單獨檢視各年度變項的影響力，各年度資產密集度資料未能顯著影響併購後一年之資產報酬，同時各年度的債務密集度未能顯著影響併購後一年之資產報酬。

併購前第一年及前第三年的研究與開發密集度正向影響併購後一年之資產報酬，併購前第二年則具有負向影響力；該自變項對於依變項，在模式三單純看併購前三年的研究與開發密集度，皆具顯著影響力，而模式五含蓋其他變數時，則不具顯著影響力，在模式五中，研究與開發密集度的 VIF 值均大於 5，顯示這三變項與其他變項間具有高度多元共線性，換句話說，此三變項的解釋力與其他變項解釋力具有高度重疊。併購前第三年的行銷密集度正向影響併購後一年之資產報酬。前述四項變項各年度資料合併分析，皆未具顯著影響力；以前述模式為基礎，再納入產業相似性，所有自變項皆未有顯著影響力。

表 4.3 併購前各三年各項資源對併購後一年資產報酬的迴歸分析結果

| | ROA_1 | ROA_1 | ROA_1 | ROA_1 | ROA_1 | ROA_1 |
|-----------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|------------------------|----------------------------------|
| | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) |
| CAPITAL_1 | .06(.00, .35, 3.57) | | | | .35(.00, .60, 11.53) | .00(.00, .01, 12.91) |
| CAPITAL_2 | -.07(.00, -.60, 1.55) | | | | .15(.00, .70, 70.54) | .10(.26(.00, .19, 70.67) |
| CAPITAL_3 | .05(.00, .28, 3.61) | | | | -.40(.00, -.84, 84.57) | -.26(.08(.00, .06, 87.29) |
| DEBT_1 | | -.03(.00, 3.45) | -.14, | | -.49(.00, 45.12) | -.43, -.00(.00, -.00, 47.23) |
| DEBT_2 | | -.00(.00, 19.31) | -.06, | | .55(.00, 177.94) | .24, -.56(.00, -.25, 192.04) |
| DEBT_3 | | .11(.00, 16.88) | .28, | | -.05(.00, 72.22) | -.04, .25(.00, .18, 73.24) |
| RD_1 | | | .94(42.88, 5,32)*** | 4,67, | -.55(50.71, 10.53) | -1.00, -.55(47.69, -1.06, 10.53) |



| | ROA_1 | ROA_1 | ROA_1 | ROA_1 | ROA_1 | ROA_1 |
|----------|----------------------|----------------------|---------------------------------|------------------------------|------------------------------------|--------------------------------|
| | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) |
| RD_2 | | | -1.55(48.36, -6.39, 7.70)*** | | .22(70.05, .29, 19.58) | .31(66.03, .43, 19.67) |
| RD_3 | | | .58(2.00, 4.49, 2.16)*** | | 2.00(11.33, .94, 158.82) | .81(11.19, .38, 175.33) |
| AD_1 | | | | -0.43(67.79, -1.40, 4.43) | -3.11(354.27, -1.96, 86.60) | -2.43(343.13, -1.59, 91.86) |
| AD_2 | | | | .18(80.80, 4.84) | .55, 3.42(603.44, 1.64, 151.15) | 2.57(583.11, 1.27, 158.60) |
| AD_3 | | | | .33(15.34, 2.05, 1.21)* | -2.38(225.54, -.97, 209.33) | -.99(223.18, -.41, 231.76) |
| 相似性 | | | | | | .37(5.75, 1.83, 1.58) |
| R-Square | .01 | .00 | .34 | .18 | .48 | .57 |
| F-Value | .28 | .29 | 14.99*** | 2.80 | 1.38 | 1.70 |

註：「ROA_1」是併購後一年資產報酬率、「CAP_1」是併購前一年資產密集度、「CAP_2」是併購前兩年資產密集度、「CAP_3」是併購前三年資產密集度、「DEBT_1」是併購前一年債務密集度、「DEBT_2」是併購前兩年債務密集度、「DEBT_3」是併購前三年債務密集度、「RD_1」是併購前一年研究與開發密集度、「RD_2」是併購前兩年研究與開發密集度、「RD_3」是併購前三年研究與開發密集度、「相似性」是產業相似性。



表 4.4 顯示併購前三年的各項變數，對併購後第二年資產報酬的影響力。首先單獨檢視各年度變項的影響力，各年度資產密集度資料皆未能顯著影響併購後第二年之資產報酬；各年度的債務密集度也皆未能顯著影響併購後第二年之資產報酬；在研究與開發密集度部分，併購前第二年的研究與開發密集度負向影響併購後第二年之資產報酬；而行銷密集度部分，各年度的行銷密集度未能顯著影響併購後第二年之資產報酬。

將前述四項變項各年度資料合併進行分析，併購前一年的資本密集度與併購前二年的研究與開發密集度，皆負向影響併購後第二年之資產報酬，併購前二年的資本密集度與併購前二年的行銷密集度，皆正向影響併購後第二年之資產報酬；以前述模式為基礎，再納入產業相似性，併購前一年的資本密集度負向影響併購後第二年之資產報酬，而併購前二年的資本密集度正向影響併購後第二年之資產報酬。



表 4.4 併購前各三年各項資源對併購後二年資產報酬的迴歸分析結果

| | ROA_2 | ROA_2 | ROA_2 | ROA_2 | ROA_2 | ROA_2 |
|-----------|-----------------------|-----------------------------|------------------------|----------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) |
| CAPITAL_1 | -.14(.00, -.74, 3.58) | | | | -1.76(.00, -4.21, 11.53)*** | -2.01(.00, -4.84, 12.91)*** |
| CAPITAL_2 | .05(.00, .42, 1.55) | | | | 2.99(.00, 2.89, 70.54)** | 3.07(.00, 3.16, 70.67)** |
| CAPITAL_3 | .84(.00, .08, 3.62) | | | | -2.14(.00, -1.89, 84.57) | -1.78(.00, -1.65, 87.29) |
| DEBT_1 | | .13(.00, .13, 3.48) | | | -.00(.00, -.00, 45.12) | .36(.00, .45, 47.93) |
| DEBT_2 | | .27(.00, .27, 19.33) | | | .30(.00, .19, 177.94) | -.50(.00, -.31, 192.04) |
| DEBT_3 | | -.37(.00, -.37, -93, 16.90) | | | .50(.00, .48, 72.22) | .71(.00, .72, 73.24) |
| RD_1 | | | .37(29.50, 1.58, 5.32) | | -.33(39.03-.82, 10.53) | -.32(36.64, -.87, 10.53) |

| | ROA_2 | ROA_2 | ROA_2 | ROA_2 | ROA_2 | ROA_2 |
|----------|----------------------|----------------------|----------------------------|----------------------|-----------------------------------|------------------------------|
| | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) |
| RD_2 | | | -.77(33.27, -2.73, 7.70)** | | -.06(53.93, -.12, 19.58)* | .00(50.73, .00, 19.67) |
| RD_3 | | | .28(1.37, 1.85, 2.16) | | 3.79(8.72, 2.44, 158.82) | 2.92(8.6, 1.91, 175.33) |
| AD_1 | | | | -.01(79.79, 4.43) | -.03, -1.77(272.70, -1.54, 86.60) | -1.28(263.62, -1.15, 91.86) |
| AD_2 | | | | .01(95.11, 4.84) | .02, 2.65(464.51, 1.75, 151.15)* | 2.03(447.99, 1.39, 159.60) |
| AD_3 | | | | .03(18.06, 1.21) | .15, -4.21(173.61, -2.36, 209.33) | -3.20(171.46, -1.82, 231.76) |
| 相似性 | | | | | | .27(4.41, 1.85, 1.58) |
| R-Square | .01 | .01 | .11 | .00 | .73 | .77 |
| F-Value | .21 | .45 | 3.65* | .01 | 3.98* | 4.44* |

註：「ROA_2」是併購後兩年資產報酬率、「CAP_1」是併購前一年資產密集度、「CAP_2」是併購前兩年資產密集度、「CAP_3」是併購前三年資產密集度、「DEBT_1」是併購前一年債務密集度、「DEBT_2」是併購前兩年債務密集度、「DEBT_3」是併購前三年債務密集度、「RD_1」是併購前一年研究與開發密集度、「RD_2」是併購前兩年研究與開發密集度、「RD_3」是併購前三年研究與開發密集度、「相似性」是產業相似性。



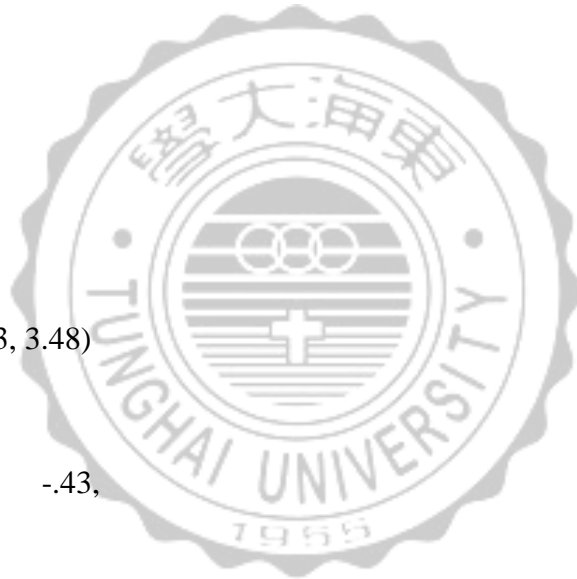
表 4.5 顯示併購前三年的各項變數對併購後第三年資產報酬的影響力。首先單獨檢視各年度變項的影響力，各年度資產密集度資料未能顯著影響併購後第三年之資產報酬；各年度的債務密集度也未能顯著影響併購後第三年之資產報酬；在研究與開發密集度的部分，併購前第二年的研究與開發密集度負向影響併購後第二年之資產報酬，該自變項對於依變項，在模式三單純看併購前三年的研究與開發密集度，併購前第二年的研究與開發密集度具顯著影響力，而模式五含蓋其他變數時，則不具顯著影響力，在模式五中，研究與開發密集度的 VIF 值大於 5，顯示該變項與其他變項間具有高度多元共線性，也就是說，該變項的解釋力與其他變項解釋力具有高度重疊。

各年度的行銷密集度未能顯著影響併購後第二年之資產報酬。前述四項變項各年度資料合併分析，併購前三年的各變項，皆未能顯著影響併購後第三年之資產報酬；以前述模式為基礎，再納入產業相似性，併購前三年的各變項，亦皆未能顯著影響併購後第三年之資產報酬。



表 4.5 併購前各三年各項資源對併購後三年資產報酬的迴歸分析結果

| | ROA_3 | ROA_3 | ROA_3 | ROA_3 | ROA_3 | ROA_3 |
|-----------|-----------------------|------------------------|-----------------------|----------------------|-------------------------|-------------------------|
| | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) |
| CAPITAL_1 | .11(.00, .58, 3.57) | | | | -.12(.00, .18, 11.56) | .10(.00, .15, 13.08) |
| CAPITAL_2 | .01(.00, .10, 1.55) | | | | 1.51(.00, .95, 71.19) | 1.42(.00, .89, 71.48) |
| CAPITAL_3 | -.05(.00, -.29, 3.62) | | | | -1.40(.00, -.81, 84.82) | -1.67(.00, -.94, 87.21) |
| DEBT_1 | | .06(.00, .33, 3.48) | | | -.10(.00, -.08, 44.92) | -.38(.00, -.29, 47.60) |
| DEBT_2 | | -.18(.00, -.43, 19.29) | | | -.34(.00, -.13, 177.60) | .30(.00, .12, 191.01) |
| DEBT_3 | | .20(.00, .51, 16.86) | | | .53(.00, .33, 71.90) | .37(.00, .23, 72.83) |
| RD_1 | | | .23(31.03, .95, 5.35) | | .61(97.18, .94, 11.78) | .58(97.77, .89, 11.82) |



| | ROA_3 | ROA_3 | ROA_3 | ROA_3 | ROA_3 | ROA_3 |
|----------|----------------------|----------------------|----------------------------|----------------------|------------------------------------|------------------------------|
| | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) |
| RD_2 | | | -0.59(35.23, -2.02, 7.82)* | | -1.88(141.43, -2.03, 24.12) | -1.87(142.06, -2.01, 24.12) |
| RD_3 | | | 0.29(1.45, 1.89, 2.20) | | 4.80(21.37, 1.94, 172.12) | 5.41(22.23, 2.10, 184.50) |
| AD_1 | | | | 0.09(116.58, 4.41) | 0.27, -1.97(648.86, -1.11, 88.02) | -2.34(667.75, -1.24, 92.40) |
| AD_2 | | | | 0.13(139.18, 4.82) | 0.37, 3.11(1109.69, 1.33, 154.10) | 3.56(1138.43, 1.48, 160.75) |
| AD_3 | | | | 0.04(26.37, 1.20) | 0.20, -4.25(416.83, -1.53, 217.29) | -5.00(436.26, -1.72, 235.92) |
| 相似性 | | | | 0.05 | | -0.22(11.26, -0.92, 1.57) |
| R-Square | .01 | .01 | .08 | .67 | .40 | .43 |
| F-Value | .19 | .28 | 2.33 | | .93 | .91 |

註：「ROA_3」是併購後三年資產報酬率、「CAP_1」是併購前一年資產密集度、「CAP_2」是併購前兩年資產密集度、「CAP_3」是併購前三年資產密集度、「DEBT_1」是併購前一年債務密集度、「DEBT_2」是併購前兩年債務密集度、「DEBT_3」是併購前三年債務密集度、「RD_1」是併購前一年研究與開發密集度、「RD_2」是併購前兩年研究與開發密集度、「RD_3」是併購前三年研究與開發密集度、「相似性」是產業相似性。



表 4.6 顯示併購前一年各項變數對併購後第一年與第二年資產報酬的影響力，當中併購後第一年與第二年資產報酬的計算方式，是將第一年與第二年的資產報酬數值進行平均，以取得併購後兩年的財務績效表現數值。單獨檢視各年度變項的影響力，各年度資產密集度未能顯著影響併購後第一年與第二年之資產報酬；各年度的債務密集度未能顯著影響併購後第一年與第二年之資產報酬。

併購前第一年與前三年的研究與開發密集度正向影響併購後第一年與第二年之資產報酬；各年度的行銷密集度未能顯著影響併購後第一年與第二年之資產報酬；該自變項對於依變項，在模式三單純看併購前三年的研究與開發密集度，併購前三年的研究與開發密集度皆具顯著影響力，而模式五含蓋其他變數時，則不具顯著影響力，在模式五當中，研究與開發密集度的 VIF 值皆大於 5，顯示該變項與其他變項間具有高度多元共線性，也就是說，該變項的解釋力與其他變項解釋力具有高度重疊。

前述四項變項各年度資料合併分析，併購發生前一年的行銷密集度負向顯著影響併購後第一年與第二年之資產報酬；以前述模式為基礎，再納入產業相似性，併購前一年的資本密集度負向影響併購後第一年與第二年之資產報酬，併購企業的產業相似性則正向影響併購後第一年與第二年之資產報酬。

表 4.6 併購前各三年各項資源對併購後一、二年資產報酬的迴歸分析結果

| | ROA_12 | ROA_12 | ROA_12 | ROA_12 | ROA_12 | ROA_12 |
|-----------|------------------------|------------------------|---------------------------|----------------------|---------------------------|---------------------------|
| | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) |
| CAPITAL_1 | -.01(.00, -0.07, 3.57) | | | | -.96(.00, -1.82, 11.53) | -1.34(.00, -2.70, 12.91)* |
| CAPITAL_2 | -.03(.00, -0.23, 1.55) | | | | 2.09(.00, 1.60, 70.54) | 2.21(.00, 1.90, 70.67) |
| CAPITAL_3 | .07(.00, .37, 3.61) | | | | -1.68(.00, -1.18, 84.57) | -1.14(.00, -.88, 87.29) |
| DEBT_1 | | .03(.00, .17, 3.48) | | | -.31(.00, -.30, 45.12) | .24(.00, .25, 47.93) |
| DEBT_2 | | .11(.00, .26, 19.31) | | | .55(.00, .26, 177.94) | -.68(.00, -.36, 192.04) |
| DEBT_3 | | -.08(.00, -.20, 16.88) | | | .30(.00, .23, 72.22) | .63(.00, .53, 73.24) |
| RD_1 | | | .78(33.53, 3.67, 5.32)*** | | -.57(36.81, -1.13, 10.53) | -.57(32.86, -1.25, 10.53) |

| | ROA_12 | ROA_12 | ROA_12 | ROA_12 | ROA_12 | ROA_12 |
|----------|----------------------|----------------------|---------------------------------|----------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) |
| RD_2 | | | -1.35(37.81, -5.29, 7.70)*** | | .10(.150.84, .14, 19.58) | .19(45.51, .32, 19.67) |
| RD_3 | | | .50(1.56, 3.68, 2.16)*** | | 3.79(8.22, 1.94, 158.82) | 2.46(7.71, 1.34, 175.33) |
| AD_1 | | | | -.28(57.71, -.84, 4.43) | -3.14(257.13, -2.17, 86.60)* | -2.39(236.48, -1.79, 91.86) |
| AD_2 | | | | .12(68.79, .34, 4.84) | 3.92(3.92, 2.05, 151.15) | 2.97(401.87, 1.70, 159.60) |
| AD_3 | | | | .22(13.06, 1.31, 1.21) | -4.31(163.70, -1.92, 209.33) | -2.76(153.81, -1.31, 231.76) |
| 相似性 | | | | | | .41(3.96, 2.36, 1.58)* |
| R-Square | .00 | .00 | .27 | .08 | .57 | .67 |
| F-Value | .08 | .15 | 10.80*** | 1.08 | 1.95 | 2.69* |

註：「ROA_12」是併購後一、二年資產報酬率、「CAP_1」是併購前一年資產密集度、「CAP_2」是併購前兩年資產密集度、「CAP_3」是併購前三年資產密集度、「DEBT_1」是併購前一年債務密集度、「DEBT_2」是併購前兩年債務密集度、「DEBT_3」是併購前三年債務密集度、「RD_1」是併購前一年研究與開發密集度、「RD_2」是併購前兩年研究與開發密集度、「RD_3」是併購前三年研究與開發密集度、「相似性」是產業相似性。



表 4.7 顯示併購前一年各項變數對併購後第一、二、三年資產報酬的影響力，本表中併購後第一、二、三年資產報酬的計算方式，是將併購後三年的資產報酬數值加以平均，以計算出併購後三年企業的整體財務績效表現數值。單獨檢視各年度變項的影響力，各年度資產密集度未能顯著影響併購後第一、二、三年之資產報酬；各年度的債務密集度未能顯著影響併購後第一、二、三年之資產報酬。

併購前第一年與前三年的研究與開發密集度正向影響併購後第一、二、三年之資產報酬，而併購前二年的研究與開發密集度則負向影響併購後第一、二、三年之資產報酬，該自變項對於依變項，在模式三單純看併購前三年的研究與開發密集度，併購前三年的研究與開發密集度皆具顯著影響力，而模式五含蓋其他變數時，則不具顯著影響力，在模式五當中，研究與開發密集度的 VIF 值皆大於 5，顯示該變項與其他變項間具有高度多元共線性，也就是說，該變項的解釋力與其他變項解釋力具有高度重疊。各年度的行銷密集度未能顯著影響併購後第一、二、三年之資產報酬。

前述四項變項各年度資料合併分析，併購發生前三年的研究與開發密集度正向影響併購後第一、二、三年之資產報酬，併購發生前二年行銷密集度正向顯著影響併購後第一年與第二年之資產報酬，而併購發生前一、三年的行銷密集度則負向顯著影響併購後第一年與第二年之資產報酬；以前述模式為基礎，再納入產業相似性，併購發生前三年研究與開發密集度正向影響併購後第一、二、三年之資產報酬，併購發生前二年的行銷密集度正向顯著影響併購後第一年與第二年之資產報酬，而併購發生前一、三年的行銷密集度則負向顯著影響併購後第一年與第二年之資產報酬。

表 4.7 併購前各三年各項資源對併購後一、二、三年資產報酬的迴歸分析結果

| | ROA_123 | ROA_123 | ROA_123 | ROA_123 | ROA_123 | ROA_123 |
|-----------|-----------------------|----------------------|------------------------------|----------------------|---------------------------------|----------------------------|
| | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) | β (SE, t, VIF) |
| CAPITAL_1 | .03(.00, .14, 3.57) | | | | -.75(.00, -1.44, 11.56) | -.89(.00, -1.59, 13.08) |
| CAPITAL_2 | -.02(.00, -.17, 1.55) | | | | 2.52(.00, 1.97, 71.19) | 2.59(.00, 1.99, 71.48) |
| CAPITAL_3 | .04(.00, .21, 3.61) | | | | -2.15(.00, -1.54, 84.82) | -1.98(.00, -1.38, 87.21) |
| DEBT_1 | | .05(.00, .25, 3.47) | | | -.30(.00, -.29, 44.92) | -.11(.00, -.11, 47.60) |
| DEBT_2 | | .04(.00, .08, 19.27) | | | .19(.00, .09, 177.60) | -.23(.00, -.11, 191.01) |
| DEBT_3 | | .00(.00, .00, 16.84) | | | .55(.00, .43, 71.90) | .66(.00, .50, 72.83) |
| RD_1 | | | .77(25.70, 3.67, 5.35)*** | | .12(37.66, .22, 11.78) | .14(38.24, .26, 11.82) |
| RD_2 | | | -1.40(29.19, -5.52, 7.82)*** | | -1.39(54.81, -1.86, 24.12) | -1.39(55.56, -1.84, 24.12) |
| RD_3 | | | .55(25.70, 5.35)*** | | 6.13(8.28, 5.73(8.69, 5.35)***) | 5.73(8.69, 5.35)*** |

| | | | | | | |
|----------|-----|-----|----------|----------------|----------------|----------------|
| | | | 3.67, | | 3.08, | 2.74, |
| | | | 5.35)*** | | 172.12)** | 184.50)* |
| AD_1 | | | | -13(58.44, | -3.57(251.46, | -3.33(261.16, |
| | | | | -38, 4.41) | -2.50, 88.02)* | -2.25, 92.40)* |
| AD_2 | | | | .17(69.77, .47 | 4.93(430.06, | 4.64(445.25, |
| | | | | , 4.82) | 2.62, | 2.38, |
| | | | | | 154.10)* | 160.75)* |
| AD_3 | | | | .18(13.22, | -6.04(161.54, | -5.55(170.62, |
| | | | | 1.00, 1.20) | -2.70, | -2.35, |
| | | | | | 217.29)* | 235.92)* |
| 相似性 | | | | | | .14(4.40, .74, |
| | | | | | | 1.57) |
| R-Square | .00 | .01 | .32 | .05 | .61 | .62 |
| F-Value | .10 | .21 | 12.26*** | .64 | 2.19 | 2.01 |

註：「ROA_123」是併購後一、二、三年資產報酬率、「CAP_1」是併購前一年資產密集度、「CAP_2」是併購前兩年資產密集度、「CAP_3」是併購前三年資產密集度、「DEBT_1」是併購前一年債務密集度、「DEBT_2」是併購前兩年債務密集度、「DEBT_3」是併購前三年債務密集度、「RD_1」是併購前一年研究與開發密集度、「RD_2」是併購前兩年研究與開發密集度、「RD_3」是併購前三年研究與開發密集度、「相似性」是產業相似性。

本研究另外將自變項進行平均，以了解併購前三年，主併企業內部關鍵資源在這三年的投注平均，對於未來的併購後財務績效影響進行探討，因此本研究將併購前三年的自變項部分，主併企業所提列的關鍵資源費用進行平均，而後再以線性迴歸檢測其影響力。然而，因為部分企業對於行銷資源的投注金額沒有揭露，甚至並無提列，所以在該階段的樣本數降至 31 筆。下表 4.8 為本研究的自變項進行平均之後的簡單統計描述。

表 4.8 本研究自變項平均的平均數、標準差

| | 平均數 | 標準差 | 樣本數 |
|-----------|----------|----------|-----|
| ROA_1 | 1.94 | 14.47 | 31 |
| ROA_2 | 3.81 | 15.37 | 31 |
| ROA_3 | .13 | 23.65 | 31 |
| ROA_12 | 2.87 | 11.50 | 31 |
| ROA_123 | 1.96 | 11.37 | 31 |
| CAPITAL_M | 47150.20 | 83752.09 | 31 |
| DEBT_M | 2320.25 | 4927.28 | 31 |
| RD_M | 743.22 | 1893.64 | 31 |
| AD_M | 495.02 | 1029.62 | 31 |
| 相似性 | .45 | .51 | 31 |

在下表 4.9 中呈現各自變項三年平均後，對於本研究依變項的影響之迴歸分析。根據迴歸分析結果發現，主併企業併購前三年的關鍵財務資源平均後，皆無法顯著影響併購後主併企業的財務績效。然而，在自變項各變項間的干擾部分，較於前述的自變項未平均之統計分析而言，將自變項進行平均之後的干擾減少，多數變項對於併購後財務績效的多元共線性分析，都呈現小於 10，符合寬鬆的多

元共線性標準，表示各自變項在平均之後，較無變項間相互干擾的影響，甚至多數的多元共線性檢定更小於 5，符合較為嚴謹的衡量標準。

表 4.9 本研究各項資源變項平均對併購後主併企業資產報酬的迴歸分析結果

| | ROA_1 | | ROA_2 | | ROA_3 | | ROA_12 | | ROA_123 | |
|-----------|----------------------|-----------------------------------------------------------------------------|----------------------|---------------------------------------------|----------------------|--|----------------------|--|----------------------|--|
| | β (SE, t, VIF) | | β (SE, t, VIF) | | β (SE, t, VIF) | | β (SE, t, VIF) | | β (SE, t, VIF) | |
| CAPITAL_M | .10(.00, 5.46) | .23, -.78(-1.81, 5.46) | .00, .15(.00, 5.44) | .34, -.46(.00, -1.08, -.20(.00, -.44, 5.44) | | | | | | |
| DEBT_M | -.05(.00, 2.88) | -.17, .26(.00, .85, 2.88) | .06(.00, 2.86) | .17, .14(.00, .47, .13(.00, .41, 2.86) | | | | | | |
| RD_M | -.17(.00, 6.05) | -.37, .62(.00, 1.37, -.10(.01, -.21, .31(.00, .69, .13(.00, .28, 6.05) | | | | | | | | |
| AD_M | .27(.01, 3.37) | .80, -.04(.01, -.11, .07(.01, .18, .15(.00, .44, .15(.00, .43, 3.37) | | | | | | | | |
| 相似性 | .34(5.78, 1.25) | 1.67, .05(6.13, .26, -.15(10.23, -.68, .25(4.57, 1.23, .07(4.88, .33, 1.25) | | | | | | | | |
| R-Square | .13 | .13 | .14 | .03 | .12 | | | | | |
| F-Value | .76 | .78 | .24 | .83 | .34 | | | | | |

註：「ROA_123」是併購後一、二、三年資產報酬率、「ROA_12」是併購後一、二、年資產報酬率、「ROA_1」是併購後一年資產報酬率、「ROA_2」是併購後二年資產報酬率、「ROA_3」是併購後三年資產報酬率、「CAP_M」是併購前三年平均資產密集度、「DEBT_M」是併購前三年平均債務密集度、「RD_M」是併購前三年平均研究與開發密集度、「相似性」是產業相似性。

第五章 討論與結論

本研究希望透過 2000 年至 2008 年，美國地區曾經使用過企業併購策略的企業，檢驗策略配適性對於企業併購後，企業未來績效表現的影響進行探討。在策略配適性的衡量中，本研究承襲 Palich et al. (2000)與 Robins and Wiersema (1995)的建議，以主併企業的角度，做為本研究的樣本選取原則，探討主併企業的資源配置對於未來併購後績效的影響。在變項選擇方面，本研究承襲 Harrison (1991)的研究，選取企業營運時，重要的經營資源做為本研究的衡量變項，這些變項分別為企業的產業相似性、資本密集度、債務密集度、研究與開發密集度和行銷密集度，並且以併購事實發生後，主購企業的資產報酬表現做為併購後績效表現的衡量指標。

在樣本蒐集的部分，本研究利用 S&P Compustat 與 Thomson SDC 此兩資料庫，從中比對出 2000 至 2008 年此一區間，曾經進行過策略併購策略的企業共 124 間，並以此做為分析樣本。本研究利用迴歸分析，檢測產業相似性與資源變項，對併購後績效的影響。

第一節 研究結果與討論

透過統計分析，本研究假設 1 獲得部分驗證，併購活動雙方的產業相似性未能顯著影響併購後三年的企業獲利，但合併併購後前兩年的資產報酬時，產業相似性能正向影響併購後績效；而合併併購後前三年的資產報酬，則無法顯著影響併購後的績效表現。

本研究該變項與 Singh and Montgomery (1987)和 Fowler and Schmidt (1989)的研究結果相似，在併購後三年的資產報酬，無法明顯判斷產業相似性對於併購後績效的影響；然而，合併併購後兩年的資產報酬，本研究與伍慧穎 (2011)的研究相同，皆證實產業相似性可以正向影響併購後績效表現；整體而言，與 Laamanen and Keil (2008)的研究結果相同，假設都為部分成立。

本研究推估，產業相似性對於併購後的績效，在財務績效反映上，單純只看併購後一年，無法明顯表現併購後的綜效效應，而併購後第三年的財務績效，也很有可能因為除卻併購因

素外，其他外部因素的干擾而造成影響。根據本研究的分析結果推估，產業相似性對於併購後績效的影響時間範疇，應該設定為併購後二年做為觀察，同時可以驗證 Porac et al. (1999) 的假設，併購活動雙方企業如果同處相同產業，則可能因為競爭框架相似，而能在短時間內保有競爭優勢。

本研究假設 2 部分成立。併購前三年的資本密集度，無法顯著影響併購後一及三年的績效表現。當不考慮其他變項時，併購前三年的資本密集度無法顯著影響併購後的績效表現；但合併其他資源變項時，併購前一年的資本密集度負向影響併購後績效表現，併購前二年的資本密集度正向影響併購後績效表現；另外合併產業相似性與其他資源變項時，併購前一年的資本密集度負向影響併購後績效表現，併購前二年的資本密集度正向影響併購後績效表現。

合併併購後第一、二年的資產報酬指標時，併購前二年的資本密集度，當不考慮其他變項時，無法顯著影響併購後的企業績效，納入其他資源變項時亦無顯著影響；但考慮產業相似性與其他資源變項時，併購前一年的資本密集度，負向影響併購後的企業績效。

合併併購後第一、二年的資產報酬指標時，併購前三年的資本密集度，無法顯著影響併購後的企業績效。

主購企業的併購前三年資產密集度，對於併購後第一、三年呈現負向影響力，而對併購後第二年呈現正向影響力，本研究推論，倘使針對併購後績效判斷時間範疇少於三年，可能因為併購綜效尚未完全產生，而產生判斷偏誤，同時因為 2007 年至 2008 年發生金融海嘯，可能因為外在環境因素，而造成樣本資料受到某種程度的影響。然而透過本研究可以發現，主併企業的資產密集度對於併購後績效表現的影響力不佳。

本研究假設 3 不成立。債務密集度無論是否考慮其他變項，對於併購後三年的企業績效皆無顯著的影響能力。本研究分析結果與 Harrison (1991) 的研究不符，也無法證實 Hitt et al. (1990) 的假設，難以確認管理者對於企業的風險規避程度表徵。

本研究推估研究樣本數不足及研究樣本的併購案件發生時間背景差距，可能造成樣本分析的偏誤。因此，本研究的債務密集度對於併購後績效表現不具顯著影響能力。

本研究假設 4 部分成立。當不考慮其他變項時，併購前一、三年的研究與開發密集度，

正向影響併購後一年的企業績效，而前二年的研究與開發密集度，對併購後一、二、三年的企業績效，則具負向影響力；納入其他資源變項與同時納入產業相似性與其他變項時，併購前一年的研究與開發密集度，對併購後二年的企業績效具有正向解釋力，而併購前二年的研究與開發密集度，對併購後二年的企業績效具有負向解釋力；然對於併購後三年的企業績效則不具顯著影響力。

合併併購後第一、二年的資產報酬指標時，併後前併購前一、三年的研究與開發密集度，正向影響併購後一、二年的企業績效，但併購後前二年的研究與開發密集度，則具負向影響力，該現象與合併併購後第一、二、三年的資產報酬指標相同，唯考慮了產業相關性與其他變項時，併購前三年的研究與開發密集度，正向影響併購後第一、二、三年的企業績效。

透過本研究分析結果，可以推估併購前的主購企業內部行銷密集度，應該以併購前三年做為分析的時間範疇，如此才能獲得較為穩定的影響結果。本研究結果部分與 Harrison (1991) 的研究結果相似；同時也與伍慧穎 (2011) 研究結果相似，僅得到假設部份成立，本研究推估，金融海嘯造成各企業的營運績效受到影響，間接影響本研究的分析結果。

本研究假設 5 部分成立。不考慮其他變項時，併購前三年的行銷密集度，正向影響併購後一年的企業績效；考慮其他資源變項時，則併購前二年的行銷密集度，正向影響併購後二年的企業績效；對於併購後第三年則不具有顯著解釋力。

合併併購後第一、二年的資產報酬指標時，將其他資源變項納入考慮下，併購前一年的行銷密集度，負向併購後第一、二年的企業績效；合併併購後第一、二、三年的資產報酬指標時，考慮其他資源變項，兩將產業相似性與其他資源變項列入考慮此兩情況時，併購前一、三年的行銷密集度，皆具負向影響力，而併購前第二年的行銷密集度則具正向影響力。

由本研究的分析結果可以推估，對於併購前主購企業的行銷密集度，應該取併購前三年做為分析的時間範疇，倘使僅取前兩年或前一年，分析結果會更加不穩定，本研究認為主要原因在於行銷資源是企業長期累積而成，因此時間範疇太小無法做為判斷依據。另外，併購後的績效判斷時間範疇也應以三年較佳，如此才能避免綜效尚未完全顯現的情況。

本研究的假設分析結果呈現如表 5.1 所示。

表 5.1 研究假設分析結果

| 假設 | 描述 | 結果 |
|------|--------------------------------------|------|
| 假設 1 | 主併企業與被併購企業之間的產業相似性對於收購後績效表現，具備正向影響力。 | 部分成立 |
| 假設 2 | 主購企業的資本密集度對於收購後績效表現，具備正向影響力。 | 部分成立 |
| 假設 3 | 主購企業的債務密集度對於收購後績效表現，具備影響力。 | 不成立 |
| 假設 4 | 主購企業的研究與開發密集度對於收購後績效表現，具備正向影響力。 | 部分成立 |
| 假設 5 | 主購企業的行銷密集度對於收購後績效表現，具備正向影響力。 | 部分成立 |



第二節 研究意涵

過去在企業併購此領域的研究，多數聚焦於買賣雙方的資源配置探討，較少以主併企業單方的角度，探討企業的先備資源對併購後績效的影響，因此本研究承襲 Palich et al. (2000) 與 Robins and Wiersema (1995)建議，以併購單方角度，探討企業併購前的關鍵性資源配置，對於未來併購活動完成後，併購活動的預期績效是否會受到影響。

本研究在研究過程中發現，如欲以財務績效做為企業併購後的綜效實現指標，必須判斷併購後約三年的財務指標，如此可以避免只看併購後一年，併購綜效上未達成的狀況，同時也可避免因為判斷時間範疇太長，而受到過多外界因素影響。在另一方面，本研究亦建議，企業在併購前的資源探討，也應以和併購後績效相對應的時間範疇探討，若單獨以短時間做為併購前資源投注的觀察，可能會有所偏誤產生。

在管理實務上，根據本研究的結果建議，企業在利用併購活動做為策略性發展工具時，若被併企業處於相似產業，則主併企業可以有效率的整合彼此重複性的資源，強化關鍵性資源的發展，因為彼此的產業與資源相近時，管理者能夠更了解資源特性，較可以短時間完成資源整合，能夠有效率的實現併購資源綜效，同時也因為彼此競爭環境相似，主併企業在併購完成後，能夠有效統整內部能耐，減少競爭風險。

另一方面，主購企業應該關心自身的研究與開發、行銷資源投資，根據本研究的結果顯示，主併企業在併購前對於該兩項資源的投注，會影響併購後主購企業的績效成果。併購活動可以消弭企業間的資源界線，透過該活動的進行，主併企業能夠獲得未來發展所需的關鍵資源，同時，研究與開發、行銷資源也可以作為主併企業對於標的企業之購買考量，倘使購買標的具備強而有力的研究與開發資源，在整合完成後，主併企業可以在關鍵產出中，減少相關成本與時間的支出，並且能夠在短時間移轉技術能力，強化關鍵產出的核心發展能耐；同理，被併企業的行銷資源透過妥善的整合，能夠讓主併企業直接獲得被併企業的舊有市場規模與顧客，減少擴大市場規模的風險與成本。

第三節 研究限制與未來建議

首先，本研究利用 Thomson SDC 資料庫取最近 10 年內的財務數據，扣除近三年做為併購後企業績效表現之用，選取近 8 年的併購案件，在研究樣本數的部分不如 Harrison (1991)，可能造成結果上的某些偏誤；另外，對於併購案活動的時間範疇選取，本研究的企業在近幾年因為經歷金融海嘯，因此受到許多外在環境因素，直接影響企業的績效表現，甚至可能間接影響企業對於內部資源的配置策略，所以容易產生研究上的分析偏誤。本研究建議，未來在併購事件的選擇上，應該選取更長的時間範疇，不僅可以獲得更多樣本，同時也能減少企業因為外在環境因素，所造成的潛在研究偏誤。

本研究在變項概念上承襲 Harrison (1991) 的研究，並且以 Palich et al. (2000) 與 Robins and Wiersema (1995) 的觀點，進行主購企業單方的資源配置研究，希望未來研究者能以 Harrison (1991) 的主、被購雙方企業觀點，探討本研究所提出的研究變項，以延伸檢驗過去學者對於資源配置對主購企業併購後績效表現進行探討。

在併購後績效指標的衡量上，本研究建議，未來研究者針對企業的資產報酬率，不僅衡量併購後三年的表現，同時也可探討併購前三年的資產報酬率，以進行比較，了解併購活動對於資產報酬率所產生的影響，此外，亦建議未來研究者除了以資產報酬率做為衡量指標以外，也可以另外選擇其他意涵不同的依變項衡量指標，以做為依變項的衡量比較。

第六章 參考文獻

- 伍慧穎. (2011). 併購績效決定因素：購併經驗與產業相似性效應。
- 余尚武、江玉柏. (1998). 影響企業購併成敗之因素與策略探討. *經濟情勢暨評論*, 第四卷(第二期), 125-146.
- 周齊武 與 Shields, M. D. (1994). 科技改變、競爭、組織規模對管理會計組成問題之影響：以美國製造業公司為證. *會計評論*, 28, 103-128.
- 曾真真. (2008). M&A 與 R&D: 研發存量, 技術相似性與併購績效之關係. *管理評論*, 27(4), 59-77.
- 曾真真、何雍慶. (2005). 以資源基礎觀點及動態能力觀點檢視併購決策及併購績效—以金融整合為例. *管理評論*, 第二十四卷(第三期), 95-116.
- Ahuja, G., & Katila, R. (2001). Technological acquisitions and the innovation performance of acquiring firms: A longitudinal study. *Strategic Management Journal*, 22(3), 197-220.
- Ahuja, G., & Morris Lampert, C. (2001). Entrepreneurship in the large corporation: A longitudinal study of how established firms create breakthrough inventions. *Strategic Management Journal*, 22(6-7), 521-543.
- Altunbaş, Y., & Marqués, D. (2004). Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities. *Journal of Economics and Business*, 60(3), 204-222.
- Altunbaş, Y., & Marqués, D. (2008). Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities. *Journal of Economics and Business*, 60(3), 204-222.
- Amit, R., Livnat, J., & Zarowin, P. (1989). The mode of corporate diversification: Internal ventures versus acquisitions. *Managerial and decision economics*, 10(2), 89-100.
- Amit, R., & Schoemaker, P.J.H. (1993). Strategic assets and organizational rent. *Strategic Management Journal*, 14(1), 33-46.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
- Barney, J.B. (1986). Strategic factor markets: expectations, luck, and business strategy. *Management Science*, 1231-1241.
- Barney, J.B. (1988). Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: Reconsidering the relatedness hypothesis. *Academy of Management Journal*, 24, 663-688.
- Berger, P.G., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of financial economics*, 37(1), 39-65.
- Bergh, D. (1997). Predicting divestiture of unrelated acquisitions: An integrative model of ex ante conditions. *Strategic Management Journal*, 18, 715-731.
- Bertrand, O., & Zuniga, P. (2006). R&D and M&A: Are cross-border M&A different? An investigation on OECD countries. *International Journal of Industrial Organization*, 24(2), 401-423.

- Black, J.A., & Boal, K.B. (1994). Strategic resources: Traits, configurations and paths to sustainable competitive advantage. *Strategic Management Journal*, 15(S2), 131-148.
- Capron, L., Dussauge, P., & Mitchell, W. (1998). Resource redeployment following horizontal acquisitions in Europe and North America, 1988–1992. *Strategic Management Journal*, 19(7), 631-661.
- capron, L., Dussauge, P., & Mitchell,W. (1998). Resource development following horizontal acquisitions in Europe and North America. *Strategic Management Journal*, 19, 631-661.
- Capron, L., & Hullan, J. (1999). Redeployment of brands, sales forces, and general marketing management expertise following horizontal acquisitions: A resource-based view. *the Journal of Marketing*, 41-54.
- Capron, L., & Pistre, N. (2002). When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*, 23(9), 781-794.
- Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic Management Journal*, 7(2), 119-139.
- Cohen, W.M., & Levinthal, D.A. (1989). Innovation and learning: the two faces of R & D. *The economic journal*, 99(397), 569-596.
- D., Cimilluca. (2007). Buyout firms fuel a record; pace of M&A pacts could start to slow aimed tighter credit. *Wall Street Journal*, 2(C8).
- Das, T.K., & Teng, B.S. (2000). A resource-based theory of strategic alliances. *Journal of management*, 26(1), 31-61.
- Datta, Deepak K. (1991). Organizational fit and acquisition performance: effects of post-acquisition integration. *Strategic Management Journal*, 12, 281-297.
- Day, G.S. (1994). The capabilities of market-driven organizations. *the Journal of Marketing*, 37-52.
- Dess, G.G., Ireland, R.D., & Hitt, M.A. (1990). Industry effects and strategic management research. *Journal of Management*, 16(1), 7-27.
- Dierickx, I., & Cool, K. (1989). Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage. *Management Science*, 1504-1511.
- Donaldson, G. (1961). *Corporate debt capacity*. Boston: Harvard University.
- Dutta, S., Narasimhan, OM, & Rajiv, S. (2005). Conceptualizing and measuring capabilities: Methodology and empirical application. *Strategic Management Journal*, 26(3), 277-285.
- Erramilli, M.K., Agarwal, S., & Kim, S.S. (1997). Are firm-specific advantages location-specific too? *Journal of International Business Studies*, 735-757.
- Ethiraj, S.K., Kale, P., Krishnan, M.S., & Singh, J.V. (2005). Where do capabilities come from and how do they matter? A study in the software services industry. *Strategic Management Journal*, 26(1), 25-45.
- Finkelstein, S. (2009). The effects of strategic and market complementarity on acquisition performance: evidence from the US commercial banking industry, 1989–2001. *Strategic*

- Management Journal*, 30(6), 617-646.
- Fowler, K.L., & Schmidt, D.R. (1989). Determinants of tender offer post-acquisition financial performance. *Strategic Management Journal*, 10(4), 339-350.
- Grant, R. . (1988). On 'Dominant Logic', relatedness and the link between diversity and performance. *Strategic Management Journal*, 9, 639-642.
- Grant, R.M. (1991). The resource-based theory of competitive advantage. *Strategy: Critical Perspectives on Business and Management*, 135.
- Griliches, Z. (1987). *R & D, patents, and productivity*: University of Chicago Press.
- Haleblian, J., & Finkelstein, S. (1999). The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective. *Administrative Science Quarterly*, 44(1), 29-56.
- Harry G.Barkema, Mario Schijven. (2008). Toward unlocking the full potential of acquisitions: the role of organizational restructuring. *Academy of Management Journal*, 51(4), 696-722.
- Haspeslagh, P. C., D. B. Jemison. (1991). *Management Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal*. New York: Free Press.
- Hayward, M.L.A., & Hambrick, D.C. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly*, 103-127.
- Henderson, R., & Cockburn, I. (1996). Scale, scope, and spillovers: the determinants of research productivity in drug discovery. *The Rand journal of economics*, 32-59.
- Hennart, J.F., & Park, Y.R. (1993). Greenfield vs. acquisition: The strategy of Japanese investors in the United States. *Management Science*, 1054-1070.
- Hill , C.W.L. (1988). Internal capital market controls and financial performance in multidivisional firms. *Journal of Industrial Economics*, 37, 67-84.
- Hirsch, P.M. (1986). From ambushes to golden parachutes: Corporate takeovers as an instance of cultural framing and institutional integration. *American journal of Sociology*, 800-837.
- Hitt, M.A., & Ireland, R. D. (1985). Corporate distinctive competence, strategy, industry and performance. *Strategic Management Journal*, 6, 273-293.
- Hitt, M.A., Harrison, J.S., & Ireland, R. D. (2001). *Mergers and acquisitions: A guide to creating value for stakeholder*. New York: Oxford University Press.
- Hitt, M.A., Hoskisson, R.E., & Ireland, R.D. (1990). Mergers and acquisitions and managerial commitment to innovation in M-form firms. *Strategic Management Journal*, 11(4), 29-47.
- Hitt, M.A., Hoskisson, R.E., Ireland, R.D., & Harrison, J.S. (1991). Effects of acquisitions on R&D inputs and outputs. *Academy of Management Journal*, 693-706.
- Hitt, M.A., Hoskisson, R.E., & Kim, H. (1997). International diversification: Effects on innovation and firm performance in product-diversified firms. *Academy of Management Journal*, 767-798.
- Hitt, M.A., Hoskisson, R.E., Ireland, R. D., & Harrison, J.S.,. (1984). The effects of acquisition on R&D inputs and outputs. *Academy of Management Journal*.

- Hitt, M.A., & Ireland, R.D. (1986). Relationships among corporate level distinctive competencies, diversification strategy, corporate structure and performance. *Journal of Management Studies*, 23(4), 401-416.
- Jeffery S. Harrison, Michael A. Hitt, Robert E. Hoskisson, R. Duane Ireland. (1991). Synergies and post-acquisition performance: differences versus similarities in resource allocations. *Journal of Management*, 17(1).
- Jemison, D. B., & Sitkin, S. B. (1986). Corporate acquisitions: A process perspective. *Academy of Management Review*, 11, 145-163.
- Johan Wiklund, Dean A. Shepherd. (2009). The effectiveness of alliances and acquisitions: The role of resource combination activities.
- Kaplan, S., & Weisbach, M.S. (1992). The Success of Acquisitions: Evidence From Disvestitures: National Bureau of Economic Research.
- King, D.R., Dalton, D.R., Daily, C.M., & Covin, J.G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187-200.
- Kor, Y.Y., & Mahoney, J.T. (2005). How dynamics, management, and governance of resource deployments influence firm-level performance. *Strategic Management Journal*, 26(5), 489-496.
- Kusewitt Jr, J.B. (1985). An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance. *Strategic Management Journal*, 6(2), 151-169.
- Laamanen, T., & Keil, T. (2008). Performance of serial acquirers: toward an acquisition program perspective. *Strategic Management Journal*, 29(6), 663-672.
- Lane, P.J., & Lubatkin, M. (1998). Relative absorptive capacity and interorganizational learning. *Strategic Management Journal*, 19(5), 461-477.
- Larsson, R., & Finkelstein, S. (1999). Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization. *Organization Science*, 1-26.
- Levine, P., & Aaronovitch, S. (1981). The financial characteristics of firms and theories of merger activity. *The Journal of Industrial Economics*, 30(2), 149-172.
- Long, W.F., & Ravenscraft, D.J. (1993). LBOs, debt and R&D intensity. *Strategic Management Journal*, 14(S1), 119-135.
- Lubatkin, M. (1983). Mergers and the performance of the acquiring firm. *Academy of Management Review*, 218-225.
- Lubatkin, M. (1987a). Merger strategies and stockholder value. *Strategic Management Journal*, 8(1), 39-53.
- Lubatkin, M. (1987b). Merger strategies and stockholder value. *Strategic Management Journal*, 8, 39-53.
- Lubatkin, M. & O'Neill, H.M.. (1987). Merger strategies and capital market risk. *Academy of*

- Management Journal*, 30, 665-684.
- MacDonald, J.M. (1985). R&D and the directions of diversification. *Review of economics and statistics*, 67, 583-590.
- Meeks, G., & Meeks, J.G. (1981). Profitability measures as indicators of post-merger efficiency. *The Journal of Industrial Economics*, 29(4), 335-344.
- Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Napier, Nancy K. (1989). Mergers and acquisitions, human resources issues and outcomes: a review and suggested typology *Journal of Management Studies*, 26(3), 271-289.
- Pablo, Amy L. (1994). Determinants of acquisition integration level: A decision-making perspective. *Academy of Management Journal*, 37(4), 803-836.
- Palich, L.E., Cardinal, L.B., & Miller, C.C. (2000). Curvilinearity in the diversification-performance linkage: An examination of over three decades of research. *Strategic Management Journal*, 21(2), 155-174.
- Penrose, E.T., Pitelis, C.N., & MyLibrary. (1995). *The Theory of the Growth of the Firm* (Vol. 3): Oxford University Press Oxford.
- Peteraf, M.A. (1993). The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view. *Strategic Management Journal*, 14(3), 179-191.
- Porac, J.F., Wade, J.B., & Pollock, T.G. (1999). Industry categories and the politics of the comparable firm in CEO compensation. *Administrative Science Quarterly*, 44(1), 112-144.
- Prabhu, J.C., Chandy, R.K., & Ellis, M.E. (2005). The impact of acquisitions on innovation: Poison pill, placebo, or tonic? *Journal of Marketing*, 114-130.
- Prahalad, C.K., & Bettis, R. A. (1986). The dominant logic: A new linkage between diversity and performance. *Strategic Management Journal*, 7, 485-501.
- Prahalad, C.K., & Hamel, G. (1990). The core competence of the corporation. *Harvard business review*, 68(3), 79-91.
- Ramaswamy, K. (1997). THE PERFORMANCE IMPACT OF STRATEGIC SIMILARITY IN HORIZONTAL MERGERS: EVIDENCE FROM THE US BANKING INDUSTRY. *Academy of Management Journal*, 40(3), 697-715.
- Roberts, E.B., & Berry, C.A. (1984). Entering new businesses: selecting strategies for success.
- Robins, J., & Wiersema, M.F. (1995). A resource-based approach to the multibusiness firm: Empirical analysis of portfolio interrelationships and corporate financial performance. *Strategic Management Journal*, 16(4), 277-299.
- Rumelt, R.P. (1982). Diversification strategy and profitability. *Strategic Management Journal*, 3(4), 359-369.
- Salter, M. & Weinhold, W. (1979). *Diversification through acquisition: strategies of creating economic value*. . New York: Free Press.
- Schoemaker, P.J.H., & Amit, R. (1997). The competitive dynamics of capabilities: developing

- strategic assets for multiple futures. *Wharton on dynamic competitive strategy*, 368-394.
- Shelton, L.M. (1986). Strategic business fits and corporate acquisition: Empirical evidence. *Academy of Management Best Paper Proceedings*, 41-44.
- Shelton, L.M. (1988). Strategic business fits and corporate acquisition: Empirical evidence. *Strategic Management Journal*, 9(3), 279-287.
- Singh, H., & Montgomery, C.A. (1987). Corporate acquisition strategies and economic performance. *Strategic Management Journal*, 8(4), 377-386.
- Slotegraaf, R.J., Moorman, C., & Inman, J.J. (2003). The role of firm resources in returns to market deployment. *Journal of Marketing Research*, 295-309.
- Smith, C.G., & Cooper, A.C. (1988). Established companies diversifying into young industries: A comparison of firms with different levels of performance. *Strategic Management Journal*, 9(2), 111-121.
- Stewart, J.F., Harris, R.S., & Carleton, W.T. (1984). The role of market structure in merger behavior. *The Journal of Industrial Economics*, 32, 293-312.
- Teece, D.J. (1982). Towards an economic theory of the multiproduct firm. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 3(1), 39-63.
- Teece, D.J. (1986). Profiting from technological innovation: Implications for integration, collaboration, licensing and public policy. *Research policy*, 15(6), 285-305.
- Travlos, N.G. (2012). Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns. *The Journal of Finance*, 42(4), 943-963.
- Vachani, S. (1995). Enhancing the obsolescing bargain theory: A longitudinal study of foreign ownership of US and European multinationals. *Journal of International Business Studies*, 159-180.
- Veugelers, R. (1997). Internal R & D expenditures and external technology sourcing. *Research policy*, 26(3), 303-315.
- Walker, M.M. (2000). Corporate takeovers, strategic objectives, and acquiring-firm shareholder wealth. *Financial management*, 53-66.
- Wang, L., & Zajac, E.J. (2007). Alliance or acquisition? A dyadic perspective on interfirm resource combinations. *Strategic Management Journal*, 28(13), 1291-1317.
- Wernerfelt, B. (1988). Umbrella branding as a signal of new product quality: an example of signalling by posting a bond. *The Rand journal of economics*, 458-466.
- Zahra, S.A. (1996). Technology strategy and financial performance: Examining the moderating role of the firm's competitive environment. *Journal of Business Venturing*, 11(3), 189-219.

第七章 附錄

表 7.1 本研究樣本所涉及之企業名單

| | | |
|----------------------------|------------------------------|------------------------------|
| ABBOTT LABORATORIES | JDS UNIPHASE CORP | PRECISION CASTPARTS CORP |
| ALCOA INC | LOCKHEED MARTIN CORP | SL GREEN REALTY CORP |
| ANSYS INC | PROCTER & GAMBLE CO | SPX CORP |
| ARIBA INC | QUALCOMM INC | SYMANTEC CORP |
| AT&T INC | WELLPOINT INC | VENTAS INC |
| BELDEN INC | CADENCE DESIGN SYSTEMS INC | VORNADO REALTY TRUST |
| BEST BUY CO INC | DOVER CORP | ARRIS GROUP INC |
| BIOMED REALTY TRUST INC | VERIZON COMMUNICATIONS INC | ARROW ELECTRONICS INC |
| BMC SOFTWARE INC | GILEAD SCIENCES INC | COMMUNITY HEALTH SYSTEMS INC |
| EARTHLINK INC | JABIL CIRCUIT INC | CUBIST PHARMACEUTICALS INC |
| BOEING CO | KIMCO REALTY CORP | ESTERLINE TECHNOLOGIES CORP |
| CHARTER COMMUNICATIONS INC | LEVEL 3 COMMUNICATIONS INC | LKQ CORP |
| INTEL CORP | MACK-CALI REALTY CORP | RALCORP HOLDINGS INC |
| OM GROUP INC | MARVELL TECHNOLOGY GROUP LTD | THOMAS & BETTS CORP |
| VERISIGN INC | MCKESSON CORP | VALUECLICK INC |
| EQUITY ONE INC | NORTHROP GRUMMAN CORP | ALLERGAN INC |
| GOODRICH CORP | PMC-SIERRA INC | EATON CORP |
| BALL CORP | AVAYA INC | EMERSON ELECTRIC CO |
| DANAHER CORP | AVOCENT CORP | HARRIS CORP |

| | | |
|------------------------------|-----------------------------|------------------------------|
| EMULEX CORP | CENVEO INC | NEWS CORP |
| UNITED TECHNOLOGIES CORP | GENTIVA HEALTH SERVICES INC | PERKINELMER INC |
| VIACOM INC | ILLUMINA INC | CALPINE CORP |
| AGCO CORP | COCA-COLA CO | CARDINAL HEALTH INC |
| AIR PRODUCTS & CHEMICALS INC | NATIONAL OILWELL VARCO INC | CIENA CORP |
| ORACLE CORP | PFIZER INC | EMERITUS CORP |
| SUNGARD DATA SYSTEMS INC | WATSON PHARMACEUTICALS INC | GARDNER DENVER INC |
| EBAY INC | BRISTOL-MYERS SQUIBB CO | HOLOGIC INC |
| FIRST DATA CORP | CITRIX SYSTEMS INC | HONEYWELL INTERNATIONAL INC |
| TELLABS INC | COVENTRY HEALTH CARE INC | MEDTRONIC INC |
| VF CORP | DELL INC | MICRON TECHNOLOGY INC |
| WAL-MART STORES INC | ELECTRONIC ARTS INC | NEWELL RUBBERMAID INC |
| LIFEPOINT HOSPITALS INC | ENERGIZER HOLDINGS INC | OCCIDENTAL PETROLEUM CORP |
| ALLIANCE DATA SYSTEMS CORP | GATEHOUSE MEDIA INC | STAPLES INC |
| DAVITA INC | GOOGLE INC | TERADYNE INC |
| HEADWATERS INC | HUMANA INC | AMEDISYS INC |
| PRAXAIR INC | IMATION CORP | AMERIPRISE FINANCIAL INC |
| BORGWARNER INC | ITT CORP | ASHLAND INC |
| BROOKS AUTOMATION INC | JARDEN CORP | HECKMANN CORP |
| DIAMONDROCK HOSPITALITY CO | KRAFT FOODS INC | GENERAL DYNAMICS CORP |
| EQUITY RESIDENTIAL | MCCORMICK & CO INC | INTERCONTINENTALEXCHANGE INC |
| IAC/INTERACTIVECORP | PITNEY BOWES INC | NUANCE |

| | | |
|---|--|--------------------|
| P | | COMMUNICATIONS INC |
| | | NEWPORT CORP |

表 7.2 樣本企業之產業分類概況

| 企業名稱 | SIC code | N |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|----|
| Oil And Gas Extraction | 13XX | 1 |
| Construction Special Trade Contractors | 17XX | 1 |
| Food And Kindred Products | 20XX | 4 |
| Apparel And Other Finished Products Made From Fabrics And Similar Materials | 23XX | 1 |
| Printing, Publishing, And Allied Industries | 27XX | 2 |
| Chemicals And Allied Products | 28XX | 10 |
| Petroleum Refining And Related Industries | 29XX | 1 |
| Rubber And Miscellaneous Plastics Products | 30XX | 1 |
| Primary Metal Industries | 33XX | 3 |
| Fabricated Metal Products, Except Machinery And Transportation Equipment | 34XX | 1 |
| Industrial And Commercial Machinery And Computer Equipment | 35XX | 11 |
| Electronic And Other Electrical Equipment And Components, Except Computer Equipment | 36XX | 16 |
| Transportation Equipment | 37XX | 7 |
| Measuring, Analyzing, And Controlling Instruments; Photographic, Medical And Optical Goods; Watches And Clocks | 38XX | 11 |
| Communications | 48XX | 5 |
| Electric, Gas, And Sanitary Services | 49XX | 1 |
| Wholesale Trade-durable Goods | 50XX | 2 |
| Wholesale Trade-non-durable Goods | 51XX | 2 |
| Food Stores | 54XX | 1 |
| Home Furniture, Furnishings, And Equipment Stores | 57XX | 1 |
| Miscellaneous Retail | 59XX | 2 |
| Security And Commodity Brokers, Dealers, Exchanges, And Services | 62XX | 2 |
| Insurance Carriers | 63XX | 3 |
| Holding And Other Investment Offices | 67XX | 9 |
| Business Services | 73XX | 17 |
| Motion Pictures | 78XX | 1 |
| Health Services | 80XX | 6 |
| Engineering, Accounting, Research, Management, And Related | 87XX | 2 |

