

東海大學高階經營管理碩士在職專班(研究所)
碩士學位論文

併購類型、營運環境與財務綜效之研究
An Empirical Study of M&A Type, Operating
Environment, and Financial Synergy

指導教授：林灼榮 博士
研究生：蕭富原 撰

中華民國 102 年 06 月

摘 要

論文名稱：併購類型、營運環境與財務綜效之研究

校所名稱：東海大學高階經營管理碩士在職專班（研究所）

畢業時間：2013 年 06 月

研究生：蕭富原

指導教授：林灼榮 博士

本研究主要是在探討併購型態與營運環境對併購營運績效之影響。首先，利用 TEJ 特殊事件日期資料庫，蒐集從 2000 至 2010 年台灣地區上市公司所發生的併購案件，建立併購當年主併公司與目標公司之樣本；其次，再利用 TEJ 事件研究系統分別求出主併公司在併購前後 1、2、3 年的累積異常報酬（CAR），最後建構迴歸模型，評估併購類型、營運環境（產業別、景氣好壞、目標公司股票發行與否）對併購前 1、2、3 年與併購後 1、2、3 年併購績效（累積異常報酬、資產報酬率、純益率、每股盈餘）之影響。由於迴歸模型可能存在異質變異問題，故使用 Breusch-Pagan-Godfrey（BPG）檢定異質變異，最後確定以普通最小平方法（OLS），評估併購類型、營運環境對併購績效之影響。

實證結果主要發現：(1)在併購績效差異性檢定上，發現僅 3 年後的 CAR 顯著高於 3 年前，其餘的財務指標皆無顯著差異；(2)在購併類型方面，僅每股盈餘在 1 年期時，複合式併購顯著高於水平式；而在迴歸分析中，顯示購併類型對財務績效並沒有顯著差異；(3)電子產業在併購後第 2 年與第 3 年在資產報酬率有較差的表現；景氣燈號在併購後第 1 年與第 2 年累積異常報酬有較差的表現，而在併購後 3 年對每股盈餘有正向提升；在探討目標公司股票發行相對於沒有上市櫃公司，在併購後第 2 年與併購第 3 年在純益率上有顯著提升；(4)整合本文實證結果，發現台灣企業之併購績效，僅彰顯在股市之累積異常報酬，但對公司財務綜效並沒有發揮實質效益。

關鍵字：併購類型、營運環境、事件分析法、財務綜效

Abstract

Title of Thesis: An Empirical Study of M&A Type, Operating Environment, and
Financial Synergy

Name of Institute: Tunghai University

Executive Master of Business Administration

Graduation Time: June/2013

Student Name: Fu-Yuan Hsiao

Advisor Name: Jwu-Rong Lin

This study analyzes the impact of the M&A type and operation environment on performance. We adopt the event study database from the Taiwan Economic Journal and compile M&A events by Taiwan's listed firms from 2000 to 2010. A matched sample of acquiring firms and target firms is constructed. The 1-, 2-, and 3-year cumulative abnormal returns (CAR) before and after the M&A event are calculated and regressions are conducted in order to gauge how the M&A type and performance environment (industry, business cycle, and share issuance by the target firm) influence performance in terms of CAR, ROA, net margin, and EPS 3 years before and after the event. The ordinary least squares method is applied with Breusch-Pagan-Godfrey testing of heterogeneous variance.

Major findings are as follows. First, post-M&A CAR are significantly higher than pre-M&A CAR. There is no difference for other measures of performance. Second, only vertical M&A show higher EPS in year 1 than horizontal M&A. In regression analysis, the M&A type has no impact on financial performance. Third, in year 1 and year 2 after the M&A event, the ROA and CAR are lower in the electronics industry while the EPS is higher. The net margin increases in year 2 and year 3 for listed target firms. Fourth, performance is mainly reflected in the CAR. General corporate performance does not benefit from M&A.

Key words: M&A Type, Operating Environment, Event Study, Financial Synergy

目 錄

中文摘要.....	i
英文摘要.....	ii
目錄.....	iii
表目錄.....	v
圖目錄.....	vi
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	1
第三節 研究架構.....	2
第二章 文獻探討.....	4
第一節 併購理論.....	4
第二節 併購類型文獻回顧.....	6
第三節 併購綜效文獻回顧.....	7
第三章 研究設計與方法.....	9
第一節 研究變數定義.....	9
第二節 研究方法.....	11
第三節 研究假說與研究設計.....	15
第四節 研究樣本收集與彙整.....	16
第四章 實證結果與分析.....	18
第一節 樣本敘述統計.....	18
第二節 併購前後財務綜效之差異性檢定.....	20
第三節 併購類型之差異性檢定.....	21
第四節 併購迴歸模型分析.....	22
第五章 結論與建議.....	26
第一節 結論.....	26
第二節 管理意涵.....	26
第三節 研究限制.....	27
參考文獻.....	28
《附表》併購公司與目標公司之彙整資料.....	30

表 目 錄

表 3-1 變數彙整	11
表 4-1 研究樣本數：以年度分類.....	18
表 4-2 研究樣本數：以併購型態分類.....	19
表 4-3 研究樣本數：以產業別分類.....	19
表 4-4 研究樣本數：以年度景氣分類.....	19
表 4-5 研究樣本數：以公司類別分類.....	20
表 4-6 併購績效之差異性檢定	20
表 4-7 併購類型與併購績效之群組檢定.....	21
表 4-8 併購類型與併購績效之非成對 t 檢定.....	22
表 4-9 併購績效迴歸分析：1 年期.....	24
表 4-10 併購績效迴歸分析：2 年期.....	24
表 4-11 併購績效迴歸分析：3 年期.....	25
表 4-12 併購績效影響因素結果彙總.....	25

圖目錄

圖 1-1 研究流程與架構.....	3
圖 2-1 吸收合併.....	5
圖 2-2 新設合併.....	5

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

國內近幾年來，在競爭激烈與快速變化的全球化經營環境下，併購活動已成為企業追求成長常見的策略手段，甚至是企業競爭決勝的關鍵。

自從台灣加入 WTO 後，國內的企業面臨了國外大型跨國企業的競爭，無不積極採取因應措施以期達到企業成長之目的，其中併購為企業達到成長之目的最迅速而直接的方式。企業透過併購可使企業的內外部資源整合，能帶給企業快速的成長與茁壯。

一般而言，企業的成長可分成兩個部分，一為內部的成長，二為外部的成長。內部的成長係指利用正常的企業營運活動，經過長時間的經營，以達到企業營運資源的擴張。而外部的成長，係指企業透過與外部現有資源的結合，以達到企業營運資源的擴張。而企業併購乃是企業最快最迅速的成長方式。

本研究將以 2000 到 2010 年台灣上市公司併購事件為樣本，除了探討併購類型是否會影響併購成功與否外，同時也針對 4 種財務指標（累積異常報酬率、每股盈餘、純益率、資產報酬率），來檢視併購活動發生前後是否會有綜效的產生。最後再針對其它控制變數，如產業別、景氣燈號、被併公司的型態等，進一步探討併購後對綜效的影響。最終作者希望可以透過這些資訊的掌握，預測併購的成效，進而快速的整合企業內外部資源，並帶給企業快速的成長與茁壯。

第二節 研究目的

企業併購是資本市場經濟發展的必然現象，也是企業蓬勃發展與經濟成長的根本動力，所以企業併購成功與失敗就更顯得重要。然而如何去評估一個企業併購的成功與否這也成為實務界與學術界不斷探討的話題。

本研究將以西元 2000 年至 2010 年台灣上市公司為併購樣本，然後分別以併

購前後 1、2、3 年的績效變化，試圖從併購活動中去探討影響併購成功與否的相關因素，並加入控制變數以期能將影響併購成敗的因素作全方面的研究與剖析。

以下為本研究目的：

- 一、在併購前後 1、2、3 年的累積異常報酬方面，分析台灣上市公司併購案是否有併購績效。
- 二、在併購前後 1、2、3 年的資產報酬率方面，分析台灣上市公司併購案是否有併購績效。
- 三、在併購前後 1、2、3 年的純益率方面，分析台灣上市公司併購案是否有併購績效。
- 四、在併購前後 1、2、3 年的每股盈餘方面，分析台灣上市公司併購案是否有併購績效。
- 五、不同的併購類型是否會影響併購績效。
- 六、電子產業別與非電子產業別是否會影響併購績效。
- 七、景氣好壞是否會影響併購績效。
- 八、目標公司股票上市與否是否會影響併購績效。

第三節 研究架構

本研究的研究流程，如圖 1-1 所示。本研究的架構共有五章，主要內容分述如下：

- 第一章：緒論，主要是敘述本論文之研究背景，並說明研究的動機與目的。
- 第二章：文獻探討，分別詳述併購的定義、併購的類型、併購的綜效實證文獻。
- 第三章：研究設計與方法，根據第二章文獻探討建立本研究欲驗證的假設、定義變數、提出研究架構、研究方法。
- 第四章：實證結果分析，將本研究之實證結果提出解釋與分析。
- 第五章：結論與建議，根據實證結果來進行推論，以作為企業併購之參考資訊。

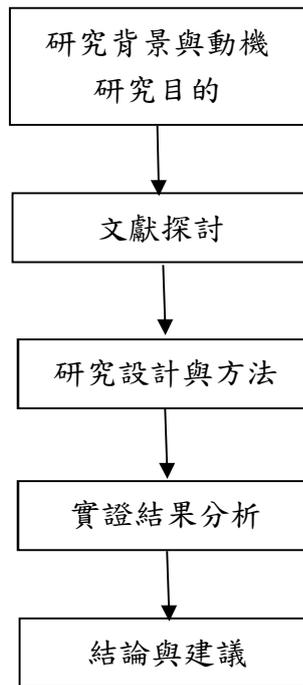


圖 1 -1 研究流程與架構

第二章 文獻探討

本章主要分為三節。第一節介紹併購理論，第二節介紹與併購類型；最後在第三節介紹併購的綜效。

第一節 併購理論

併購字義上可分為合併與收購（Mergers and Acquisitions, M&A），就法律觀點而言，各自有不同的意義與內涵。

一、合併（Merger）

所謂「合併」，係指二家或者二家以上的公司，簽定合併契約，依法定程序，經由各當事公司之股東會與全體股東同意，結合成一家公司之法律行為，其因合併而消滅公司之權利義務，將由合併後存續公司概括承受。合併又可分為「吸收合併」及「新設合併」。

（一）吸收合併

所謂「吸收合併」，是指二家或二家以上的公司進行合併，其中一家公司存續，而其它公司消滅。而存續公司將概括承受消滅公司之權利與義務，並透過存續公司與消滅公司股東會決議的程序，將消滅公司的所有併入存續公司，如圖 2-1。

（二）新設合併

所謂「新設合併」，是指二家或二家以上的公司進行合併，所有參予合併的公司皆消滅，另新設一家新公司，並由新設公司概括承受所有消滅公司之權利義務，如圖 2-2。

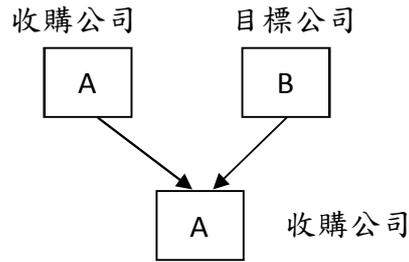


圖 2-1 吸收合併

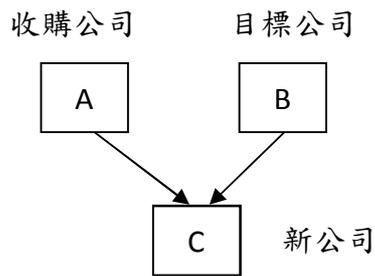


圖 2-2 新設合併

二、收購 (Acquisition)

所謂「收購」，係指收購公司以取得目標公司資產或經營權為目的，而以現金、股票等有價證券購買目標公司的股票、部分或全部資產之行為。而收購大致上分為「資產收購」及「股權收購」。

(一) 資產收購 (Asset Acquisition)

公司常於營運過程中，基於業務擴展之需要而主動尋覓目標公司，收購其資產，或因公司經營上遭遇困難，而必須讓售資產，這些皆為資產收購產生之原因。所謂「資產收購」，係指收購公司購買目標公司之全部或部分財產，但收購公司及目標公司於收購完成後，並無任何公司因資產收購而消滅。與股權收購不同之處在於收購公司進行資產收購時，可以選定目標公司之特定資產，且買目標公司全部或部分資產僅屬一般的買賣行為，收購公司毋須承受目標公司之負債。故當目標公司處於虧損狀態時，資產收購較為企業所採用，如此收購公司也可避免承受目標公司之負債。

資產收購行為，必須經過雙方當事公司之磋商談判，交易才可能完成。公司

法規範資產收購的行為，視其交易的規模大小，收購公司及目標公司所產生之影響，而決定該行為是否須經股東會之決議，或僅須經董事會之決議。

以資產收購方式來達成併購之目的，通常併購對象是大公司之一部份時。一般而言，通常會在雙方協商時，預留選擇性承受目標公司特定資產之空間，且為避免採取法定合併後可能產生之「概括承受」對方隱藏性債務之潛在風險(Potential Risk)，併購實務上常見針對特定生產設備或技術進行資產收購之案例。而其交易形式多以雙方當事人間的契約為之，主要內容則包括標的、責任、出賣人之擔保與承諾(Representations and Warranties)、交付、危險負擔以及履行條件等。收購公司亦多被要求於交易完成後對目標公司於一定範圍內負擔損害賠償責任。

(二) 股權收購 (Share Acquisition)

所謂「股權收購」，是指收購公司購買目標公司的部分或全部之股份，但收購公司及目標公司於收購完成後，僅目標公司成為收購公司所投資之公司或子公司(Subsidiary Company)。與合併相較，股權收購係利用收購股份之方式，取得目標公司之經營或控制權，目標公司並不會因股權收購而被消滅，且收購公司與目標公司之資產負債是分別獨立，與合併後消滅公司之資產負債併入存續公司或新設公司，或消滅公司之權利義務由存續公司或新設公司概括承受有別。

目前，在我國可以使用下列幾種方式收購其他公司的股份：1.私下與大股東談妥，收購其股份；2.在證券集中交易市場或櫃檯買賣中心購買被購公司之股份；3.購買證券交易所所提供的有價證券；4.向目標公司股東以公開收購的方式收購股份。

第二節 併購類型文獻回顧

合併的方式，會依觀查的角度不同則會有不同的差異，若以二家公司的業務性質與產業關連性，可進一步將合併大致歸納為下列四類：(一)水平式合併；

(二)垂直式合併；(三)複合式合併；(四)同源式合併，茲說明如下：

(一)水平式合併(Horizontal Merger)

指同產業中二家從事相同業務的公司合併，借由合併以提高市場佔有率、產業規模。

(二) 垂直式合併 (Vertical Merger)

指在同一產業中，上下游公司之間的合併，又可分為向前垂直合併 (Forward Integration) 與向後垂直合併 (Backward Integration)。向前垂直合併是下游公司合併上游供應商，可為下游公司獲得穩定且便宜的供貨來源。而向後垂直合併是指上游公司合併下游公司，以取得固定的銷售管道，掌握產品行銷的自主權與擴大產品的銷售，並降低經營風險。

(三) 複合式合併 (Conglomerate Merger)

指在不同產業中，且業務沒有任何往來的公司合併。複合式的好處，在財務方面，流動資金等預防性資產，可因公司間的相互支援而大幅降低；而在管理方面可透過集中管理的方式，達到管理上的規模經濟，例如鋼鐵公司買下石油公司，由於兩者業務具有明顯差異，如此的併購案件便稱為複合式併購。這種併購的目的在於企業從事多角化經營，以求高度成長並降低營運風險。

(四) 同源式合併 (Congeneric Merger)

指在同一產業，兩家公司業務性質不同，且也沒任何業務往來的公司合併，併購後，主併公司與被併公司之業務具有互補作用。

第三節 併購綜效文獻回顧

併購的意圖是希望可以藉由二家公司的結合，截長補短，而產生所謂的「1+1 大於 2」的綜效效果。而併購的綜效依 Kitching (1967)、Singh and Montgomery (1987)、Fowler Schmidt (1990) 指出大致上可分為營運綜效、財務綜效、市場綜效三種。

一、營運綜效 (Operational Synergy)

所謂營運綜效是指企業透過併購的方式，擴大企業的營運規模，以達到規模

經濟之效果。營運綜效又可分為規模經濟、管理效率差異、交易成本經濟利益三種。

規模經濟常是企業進行併購活動之主要動機，若以併購的類別區分，規模經濟之綜效應在水平式併購較為明顯。Singh and Montgomery (1987) 指出相關併購最容易產生規模經濟。管理效率差異表示主併公司有管理能力改善提升目標公司經營效率而獲取綜效利益。交易成本經濟是指產業內上、下游公司經由併購而整合，因此不僅可減少企業營運之溝通成本，且可減少各種議價成本，其效果在垂直併購較顯著。

二、財務綜效 (Financial Synergy)

Lewellen (1971) 認為在健全的交易市場上，併購行為使公司間產生互保效果 (Co-Insurance)，因使公司的財務風險降低、舉債能力增加、資金成本降低，並藉由財務槓桿的運用，使公司的價值增加。

三、市場綜效 (Market Synergy)

所謂市場綜效是指併購後，企業的市佔率提高，因而提升市場的競爭力，達到獨占或寡占市場。以控制市場上的產品數量、價格來獲取獨占利得，而這種方式稱之為市場綜效。Singh and Montgomery (1987) 當市場力量增加後，則企業在市場的談判力量將增加，表示越有價格優勢。Rhoades (1993) 指出，水平式併購具有市場壟斷的力量。但 Muller (1985) 針對水平式的併購案作實證研究，研究結果並無市場綜效。

第三章 研究設計與方法

第一節 研究變數定義

本節將針對本研究有關的重要變數，包括應變數、自變數作詳細的定義，以便於後續研究分析。

一、應變數

(一) 累計異常報酬 (Cumulative Abnormal Returns, CAR)

$$\text{累積異常報酬} = CAR(T_1, T_2) = \sum_{E=T_1}^{T_2} AR_E = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{E=T_1}^{T_2} (AR_{iE}) \quad (3-1)$$

將以併購宣告日，分別以前後 1、2、3 年的累積異常報酬。

(二) 每股盈餘 (Earnings Per Share, EPS)

每股盈餘 = 稅後淨利 / 流通在外的普通股加權股數

每股盈餘是衡量公司在某年的收益情形，該比率反映了每股創造的稅後利潤，當比率越高，則表明所創造的利潤就越多。

(三) 純益率 (Profit Margin)

純益率 = (稅後損益 / 營業收入) × 100%

用以測度企業獲利能力的高低及成本與費用控制的情形。當純益率越高，表示銷貨的獲利能力越好。所以合併後主併公司的純益率大於合併前兩家公司的純益率，則表示有合併績效。

(四) 資產報酬率 (Return on Total Assets, ROA)

資產報酬率 = (稅後純益 + 利息費用 (1 - 稅率)) / 平均總資產

資產報酬率越高，表明資產利用效率越高，說明企業在增加收入、節約資金使用等方面取得了良好的效果；該指標越低，說明企業資產利用效率低，應分析差異原因，提高銷售利潤率，加速資金周轉，提高企業經營管理水平。

二、自變數

(一) 併購的型態

併購型態可分為水平式併購、垂直式併購、複合式併購、同源式併購。

在迴歸模型中：

DH 為水平式併購

DC 為複式併購

DO 為其他式併購（垂直式併購＋同源式併購）

(二) 產業別 (IND)

本研究依台灣證券交易所分類為主，將產業別分電子產業、非電子產業二類，根據吳德豐（民國 90 年）指出不同產業的併購活動，所帶來的併購效益亦有所不同，資訊電子產業於衡量併購效益時，往往比較能有綜效產生。反觀傳統產業，則較難顯出其綜效。在迴歸模型中，以虛擬變數表示，其中：

產業別 = 1（為電子產業）

產業別 = 0（為非電子產業）

(三) 市場景氣燈號 (LIGHT)

本研究以經建會所公佈的景氣對策信號代表市場景氣變化。對策信號「藍燈」，代表景氣低迷可以得到 1 分；而「黃藍燈」則代表景氣不佳，可能會轉向穩定或者衰退可得 2 分；「綠燈」代表景氣穩定，可得 3 分；「黃紅燈」代表景氣熱絡，可得 4 分；「紅燈」代表景氣過熱，可得 5 分。在迴歸模型中，是以併購當年的景氣燈號表示，當景氣燈號分數愈高，則代表併購年度景氣愈好，反之，則代表景氣愈差。

(四) 目標公司之股票是否公開發行 (STOCK)

當被併公司是上市或上櫃公司時，證券交易法明文規定上市（櫃）公司需定期公佈各種財務資訊與不定時重大資訊揭露。因股票公開發行的公司資訊透明度比較高，對主併公司而言比較容易取得較完整之資訊，也比較不會有資訊不對稱

之風險。在迴歸模型中，是以虛擬變數表示之，其中：

目標公司 = 1 (目標公司股票公開發行)

目標公司 = 0 (目標公司未有股票公開發行)

表 3-1 變數彙整

	變數名稱	變數定義
應變數	CAR	累積異常報酬率
	EPS	每股盈餘
	FPM	純利率
	ROA	資產報酬率
自變數	DH	水平式併購
	DC	複合式併購
	IND	產業別
	STOCK	股票公開發行與否
	LIGHT	景氣燈號

第二節 研究方法

一、事件研究法 (Event Study)

事件研究法是一種統計方法，係指研究當市場上某一個事件發生後，是否會對股價產生波動。此資訊可用來瞭解股價是否與某特定事件有關聯。

在研究過程中，首先須決定研究假說為何。決定研究假說以後，須確定事件的種類及其事件日，估計期及事件期之計算期間，並以股價日報酬率估算其預期報酬率，再透過實際報酬與預期報酬之差額，觀察整體股利發放事件，於宣告期間是否具有異常報酬的產生，最後藉由統計檢定來檢視其統計值是否顯著。

(一) 決定研究假說

譬如假設估計期間的 CAR 並沒有產生資訊效果，而事件期的 CAR 可能產生資訊效果。

(二) 事件日的確定

事件研究法的第二步，即確定所要研究的事件。所謂的「事件日」，係指市場「接收」到該事件即將發生或可能發生的時間點，而非該事件「實際」上發生的時間點，此時點通常以「宣告日」為準。時點認定的適當與否，對於研究的正確性，會有決定性的影響。

(三) 市場模式

估計某一事件發生或公佈後，對於股價影響，必須建立股票報酬率的「預期模式」，以估計「預期報酬」(Expected Returns)。

股票報酬率的預期模式有很多種，應用最廣的是「市場模式」(Market Model)。市場模式假設個股股票的報酬率與市場報酬率間存在線性關係，並以市場報酬率建立股價報酬率之迴歸模式，公式如下：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3-2)$$

R_{it} ：表示 i 公司 t 期的報酬率，計算方式為 (該股 X 日時收盤價 - 該股[X-1]日時收盤價) / 市場[X-1]日時收盤價。

R_{mt} ：表示 t 期的市場加權指數股票之報酬率，計算方式為 (市場 X 日時收盤指數 - 市場[X-1]日時收盤指數) / 市場[X-1]日時收盤指數。

α_i ：表示迴歸截距項。

β_i ：表示迴歸斜率。

ε_{it} ：表示迴歸殘差項。

(四) 建立股票報酬率的「預期模式」

針對誤差項的部分，根據 Fama (1968)、Beja (1972) 及 Fama (1973) 之研究，市場模式有下列之假設：

$$E(\varepsilon_{it}) = 0$$

$$\text{Cov}(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{iy}) = \tau, \gamma [t1, t2] \quad \text{Cov}(\varepsilon_{it}, R_{mt}) = 0$$

因此，經由以上所示之公式，可求得個別證券在「事件期」某一期之「預期報酬率」，即為：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (3-3)$$

R_{it} ：表示 i 公司 t 期之預期報酬率，經由估計期計算得來。

R_{mt} ：表第 t 期市場加權指數股票之報酬率。

(五) 估計平均異常報酬率 (AAR)、累積異常報酬率 (CAR)

一旦估計出「預期報酬率」，也就可以得到異常報酬率。為了瞭解某一特定事件之異常報酬率或累積效果的行為，並且提供有關異常報酬率，何時開始出現關聯以及何時結束，採用異常報酬率 (AR) 及累積異常報酬率 (CAR) 以看出此項反應。

異常報酬 (Abnormal Returns, AR_{it}) 指以事件期的實際報酬減去事件期的預期報酬：

$$AR_{iE} = R_{iE} - E(\hat{R}_{iE}) \quad (3-4)$$

AR_{iE} ：表示 i 公司第 E 期之異常報酬率。 R_{iE} ：表示 i 公司第 E 期之實際報酬率。

$E(\hat{R}_{iE})$ ：表示 i 公司第 E 期之預期報酬率。累積異常報酬率 (Cumulative Abnormal Returns, $CAR(T)$)，則為特定期間內每日異常報酬率的累加值。

(六) 異常報酬率的檢定

如果異常報酬率為「正」，我們可以推論事件對股價有正的影響；如果異常報酬率為「負」，我們可以推論事件對股價有負的影響。但只知道正負仍不夠，因為我們不確定此種影響是否足夠明顯，因此必須進行「顯著性檢定」。

(七) 分析結果

依據研究假說，對於異常報酬率以及檢定的結果進行分析，並提出解釋。

二、簡單線性迴歸模式之建構

迴歸分析的目的在於利用一組已知變數來解釋與預測我們感到興趣之被解釋變數 (Y)。一般的線性迴歸模式可表示如下：

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 X_{2,t} + \beta_3 X_{3,t} + \dots + \beta_k X_{k,t} + \varepsilon_t, \quad t=1, \dots, N \quad (3-5)$$

將誤差項 (Error Term, ε_t) 導入式 (3-5), 若誤差項 (ε_t) 服從 i.i.d. 常態, 在滿足迴歸分析之古典假設下, 可採簡單線性迴歸模式, 並以普通最小平方法 (Ordinary Least Squares, 簡稱 OLS) 推估各項參數值。迴歸式為:

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 X_t + \varepsilon_t \quad (3-6)$$

在應用 (3-6) 時, 殘差項 ε_t 必須滿足下列條件:

1. ε_t 為獨立。
2. $\varepsilon_t \sim N(0, \sigma^2) t$ 。

三、Breusch-Pagan-Godfrey Test

若是誤差項 (ε_t) 不服從 i.i.d. 常態時, 雖然 OLS 估計子仍具有不偏的特性, 但未必是有效率的估計。故在本研究將利用 Breusch-Pagan-Godfrey Test (BPG) 來檢定誤差項是否具有異質變異問題。

(一) 原理說明:

誤差項的期望值為零, *i.e.* $E(\varepsilon_t) = 0$, 而變異數則如下:

$$\sigma_t^2 = E(\varepsilon_t^2) = h(\alpha_1 + \alpha_2 Z_{2t} + \alpha_3 Z_{3t} + \dots + \alpha_p Z_{pt}) \quad (3-7)$$

$h(\cdot)$ 為一未知的函數。此檢定認為誤差項的變異數和 Z_{2t}, \dots, Z_{pt} 有一定線性關係。所以虛無假說為 $H_0: \alpha_2 = \alpha_3 = \dots = \alpha_p = 0$

$$H_1: \alpha_i \text{ 不全為零, } i=2, \dots, p$$

當 H_0 為真時, $\sigma_t^2 = h(\alpha_1) = \text{constant}$ 為一固定值, 表示沒有異質變異。

(二) 檢定方法:

1. 利用 OLS 估計誤差項 (ε_t), 模型如下:

$$\hat{\varepsilon}_t = Y_t - (\hat{a} + \hat{b}X_{2t} + \hat{c}X_{3t}) \quad (3-8)$$

2. 將估計出來的誤差項標準化, 並再次進行迴歸分析, 如下:

$$\frac{\varepsilon_t^2}{\hat{\sigma}^2} \quad \text{其中, } \hat{\sigma}^2 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n \varepsilon_t^2$$

$$\text{迴歸模型: } \frac{\varepsilon_t^2}{\hat{\sigma}^2} = \alpha_1 + \alpha_2 Z_{2t} + \alpha_3 Z_{3t} + \dots + \alpha_p Z_{pt} \quad (3-9)$$

計算 RSS (The Regression Sum of Squares)。

3.檢定統計量如下，為一服從自由度為 $P-1$ 的卡方分配。

$$\frac{1}{2}RSS \sim X^2_{(P-1)}$$

若 $\frac{1}{2}RSS$ 的值大於 $X^2_{\alpha(P-1)}$ ，則拒絕 H_0 ，表示存在異質變異。

第三節 研究假說與研究設計

一、研究假說

本節主要是根據第二章的文獻為基礎，進一步建立研究假說。

假說 1、以併購前後的累計異常報酬，分析台灣上市公司併購案是否有併購績效。

假說 2、以併購前後的資產報酬率，分析台灣上市公司併購案是否有併購績效。

假說 3、以併購前後的純益率，分析台灣上市公司併購案是否有併購績效。

假說 4、以併購前後的每股盈餘，分析台灣上市公司併購案是否有併購績效。

假說 5、不同的併購類型是否會影響併購績效。

假說 6、不同的產業別是否會影響併購績效。

假說 7、景氣好壞是否會影響併購績效。

假說 8、目標公司股票發行與否是否會影響併購績效。

二、研究設計

本研究係以統計軟體 Eviews 作為統計分析之工具，所進行各項統計檢定方法，說明如下：

(一) 針對假說 1、2、3、4

1. 敘述統計

本研究先將說明樣本在不同年度的財務指標變化情形，進行資料分析。

2. 差異性檢定

採差異性檢定來檢定假說 1、2、3、4。為了探討併購是否有帶來財務的綜效，本研究以各變數衡量併購後 1 年、後 2 年、後 3 年減去併購前 1 年、

前 2 年、前 3 年；再檢定各差異值是否為常態分配；最後在進行差異性檢定，檢定併購前後 1、2、3 年的績效是否顯著。

(1)以各變數衡量併購後 1 年、後 2 年、後 3 年減去併購前 1 年、前 2 年、前 3 年是否為常態分配，然後在做 t 檢定，來檢定併購前後是否有差異性。以下將以 t 檢定進行檢定。

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

(二) 複迴歸分析

1. 迴歸方程式建立

本研究採複迴歸方程式，針對假說 5、6、7、8 作分析，方程式如下：

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta_1 DH_t + \beta_2 DC_t + \beta_3 IND_t + \beta_4 LIGHT_t + \beta_5 STOCK_t + \varepsilon_t \quad (3-10)$$

ΔY ：併購前後四項財務指標（CAR、EPS、FPM、ROA）差異；

α ：距項；

DH：垂直型併購；

DC：複合型併購；

IND：產業別；

LIGHT：景氣燈號；

STOCK：目標公司股票是否公開發行；

ε ：此複迴歸方程式的誤差項。

2. 統計檢定

以上迴歸方程式建立後，需針對有顯著性作進一步分析。本研究以 t 檢定為主。

第四節 研究樣本收集與彙整

一、資料收集

本研究之研究樣本來源，詳述如下：

- (一) 併購事件：選自「台灣經濟新社報資料 (TEJ)」。
- (二) 公司財務資料：「CMoney 法人投資決策支援系統」、「公開資訊觀測站」。
- (三) 景氣燈號資料：選自「行政院經濟建設委員會」所公佈景氣對策燈號。

二、樣本選擇標準

- (一) 主併公司僅限於上市公司，被併公司則不限。
- (二) 主併公司需為上市公司，以確保有完整的併購前後財務資料。
- (三) 主併公司在事件日發生日，需有併購前 3 年與併購後 3 年的財務資料。
- (四) 同一天，宣告二個以上之併購案，視為同一事件。

第四章 實證結果與分析

在第一節中，將基本的樣本資料做敘述統計，並將各變數加以說明；在第二節中，將對 4 種財務指標進行併購前後 1、2、3 年的敘述統計；在第三節中，對不同類型的併購型式進行差異化分析；在第四節中，將建構四個併購模型，並說明在併購前後 1、2、3 年各變數之間的差異性檢定。

第一節 樣本敘述統計

本研究是針對西元 2000 年至西元 2010 年間，台灣上市公司發生併購活動為研究樣本，本節將對樣本資料進行敘述統計。符合本研究的樣本有 162 個，以下將針對樣本的年度、併購型態、產業別、景氣、公司類型等作敘述統計並加以說明。

一、年度的樣本數統計

2000-2009 年併購案樣本數之統計如表 4-1，在併購年度的樣本統計資料中，以 2005、2007、2008、2009 年併購案件最多。

表4-1 研究樣本數：以年度分類

年度	樣本數	百分比
2000	12	7.41%
2001	9	5.56%
2002	14	8.64%
2003	9	5.56%
2004	15	9.26%
2005	21	12.96%
2006	12	7.41%
2007	23	14.20%
2008	29	17.90%
2009	18	11.11%
合計	162	100%

二、併購型態分類的樣本數統計

將併購樣本數依 4 種型態分別進行統計，水平式併購案為 83 件；垂直式併購案為 9 年；複合式併購案為 57 件；同源式併購案為 13 件，詳如表 4-2。

表 4-2 研究樣本數：以併購型態分類

併購型態	樣本數	百分比
水平式併購	83	51.23%
垂直式併購	9	5.56%
複合式併購	57	35.19%
同源式併購	13	8.02%
合計	162	100%

三、產業別分類的樣本數統計

將併購樣本依電子產業及非電子產業進行統計，電子產業有 96 家，佔率為 59.26%；非電子產業有 66 家，佔率為 40.74%，詳如表 4-3。

表 4-3 研究樣本數：以產業別分類

產業別	樣本數	百分比
0	66	40.74%
1	96	59.26%
合計	162	100%

四、景氣燈號分類的樣本數統計

本研究依年度將景氣燈號分類如表 4-4，可得知 2004 年與 2010 年是景氣熱絡階段，而 2004-2005 年與 2008-2009 年是景氣衰落的階段。

表 4-4 研究樣本數：以年度景氣分類

年度	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
燈號	綠	藍	綠	綠	黃紅	黃藍	黃藍	綠	黃藍	黃藍	黃紅
分數	3	1	3	3	4	2	2	3	2	2	4

五、目標公司股票公開發行與否的樣本數統計

依據公司股票公開發行與否來統計研究樣本，如表 4-5，公司類型為 0，表示目標公司並沒有股票公開發行；公司類型為 1，表示目標公司有股票公開發行（上市、上櫃、興櫃）。沒有股票發行的公司數有 80 家；有股票發行的公司數有 82 家。

表4-5 研究樣本數：以公司類型分類

類型	樣本數	百分比
0	80	49.38%
1	82	50.62%
合計	162	100%

第二節 併購前後財務綜效之差異性檢定

本研究採用累積異常報酬率（CAR）、每股盈餘（EPS）、純益率（PFM）、資產報酬率(ROA)等財務指標，來進行差異性檢定，以觀查併購前後 1、2、3 年是否有併購綜效產生，如表 4-6。

表4-6 併購績效之差異性檢定

		前 1 年	後 1 年	前 2 年	後 2 年	前 3 年	後 3 年
CAR	平均數	2.224	-0.001	2.054	1.831	0.028	0.043
	t 值		(-1.534)		(-0.150)		(3.126)***
EPS	平均數	1.824	1.540	3.434	3.436	5.073	5.008
	t 值		(-0.951)		(0.003)		(-0.077)
PFM	平均數	2.409	6.886	9.499	-3.997	12.520	-13.579
	t 值		(1.071)		(-0.987)		(-1.314)
ROA	平均數	6.093	5.061	11.471	9.812	17.053	13.716
	t 值		(-1.082)		(-0.937)		(-1.286)

註：（）之數字代表t值；*、**、***，分別代表10%、5%、1%顯著水準。

由表 4-6 得知，(1)在併購後 1 年與併購後 2 年，主併公司的 CAR 比併購前更差；但在併購後 3 年，主併公司的 CAR，比併購前更好，且有正向顯著差異，即併購後可以顯著提升 CAR；(2)主併公司的 EPS 在併購後 1 年與併購後 3 年比併購前更差；併購後第 2 年比併購前好，為正向但並不顯著；(3)主併公司的 PFM 併購後 1 年比併購前好，但不顯著；在併購後第 2 年與第 3 年主併公司的 PFM 比併購前差；(4)主併公司的 ROA 在併購後 1 年、後 2 年、後 3 年皆比併購前更差。

第三節 併購類型之差異性檢定

將原先定義的 4 種併購類型分成水平併購、複合式併購與其它型併購（含垂直式併購與同源式併購）並對 4 種併購績效做併購後 1、2、3 年的差異性檢定，如表 4-7 及表 4-8。

表 4-7 併購類型與併購績效之群組檢定

	水平式併購	複合式併購	其他式併購	F 檢定
Panel A : Δ CAR				
併購前後 1 年	-2.478	-2.970	0.664	(0.285)
併購前後 2 年	1.022	-1.665	-1.185	(0.332)
併購前後 3 年	0.014	0.013	0.024	(0.369)
Panel B : Δ EPS				
併購前後 1 年	-0.711	0.314	-0.227	(2.422)*
併購前後 2 年	-0.399	0.682	-0.245	(1.158)
併購前後 3 年	-0.585	0.986	-0.826	(1.198)
Panel C : Δ FPM				
併購前後 1 年	-8.725	-0.562	1.410	(0.587)
併購前後 2 年	-26.986	1.494	-1.443	(0.536)
併購前後 3 年	-50.63	2.280	-7.075	(1.116)
Panel D : Δ ROA				
併購前後 1 年	-1.960	0.713	-2.050	(1.442)
併購前後 2 年	-2.984	0.770	-2.957	(1.228)
併購前後 3 年	-5.221	-0.112	-4.585	(0.858)

註：（）之數字代表 F 值；*、**、***，分別代表 10%、5%、1%顯著水準。

表 4-8 併購類型與併購績效之非成對 t 檢定

	水平式	複合式	t 值	水平式	其他式	t 值	複合式	其他式	t 值
Panel A : Δ CAR									
併購前後 1 年	-2.478	-2.970	(-0.146)	-2.478	0.664	(0.673)	-2.970	0.664	(0.722)
併購前後 2 年	1.022	-1.665	(-0.797)	1.022	-1.185	(-0.439)	-1.665	-1.185	(0.097)
併購前後 3 年	0.014	0.013	(-0.082)	0.013	0.024	(0.810)	0.013	0.024	(0.787)
Panel B : Δ EPS									
併購前後 1 年	-0.711	0.314	(2.135)**	-0.711	-0.227	(0.694)	0.314	-0.226	(-0.958)
併購前後 2 年	-0.399	0.682	(1.457)	-0.399	-0.245	(0.137)	0.682	-0.245	(-1.129)
併購前後 3 年	-0.585	0.986	(1.429)	-0.585	-0.826	(-0.138)	0.986	-0.826	(-1.455)
Panel C : Δ FPM									
併購前後 1 年	-8.725	-0.562	(0.859)	-8.725	1.410	(0.669)	-0.562	1.410	(0.523)
併購前後 2 年	-26.986	1.494	(0.910)	-26.986	-1.443	(0.505)	1.494	-1.443	(-0.398)
併購前後 3 年	-50.631	2.280	(1.346)	-50.631	-7.075	(0.681)	2.280	-7.075	(-0.643)
Panel D : Δ ROA									
併購前後 1 年	-1.960	0.713	(1.580)	-1.960	-2.050	(0.044)	0.713	-2.050	(-1.033)
併購前後 2 年	-2.984	0.770	(1.389)	-2.984	-2.957	(0.007)	0.770	-2.957	(-1.101)
併購前後 3 年	-5.221	-0.112	(1.347)	-5.221	-4.585	(0.104)	-0.112	-4.585	(-0.817)

註：() 之數字代表 t 值；*、**、***，分別代表 10%、5%、1%顯著水準。

由表 4-7 得知所有的併購類型對營運績效之影響在併購前後 1 年只有 EPS 有顯著的影響；而其他的營運績效皆不顯著。在表 4-8 中進一步得知併購前後 1 年中只有水平式併購與複合式併購會對 EPS 有正向顯著，而複合式併購的 EPS 比水平式併購好。

第四節 併購迴歸模型分析

本研究採多元迴歸的方式，從營運綜效中挑出 3 個財務指標再加上 CAR，作為本研究的 4 大綜效指標，且為了檢視不同類型的併購事件，對於併購發生後對經營績效之影響，並利用 Breusch-Pagan-Godfrey (BPG) 檢定是否有異質性變異。

以下為 4 種併購績效之迴歸模型設定：

模型 1：累積異常報酬對併購績效之影響

$$\Delta\text{CAR}_t = \alpha_0 + \alpha_1\text{DH}_t + \alpha_2\text{DC}_t + \alpha_3\text{IND}_t + \alpha_4\text{LIGHT}_t + \alpha_5\text{STOCK}_t + \varepsilon_t \quad (4-1)$$

模型 2：每股盈餘對併購績效之影響

$$\Delta\text{EPS}_t = \beta_0 + \beta_1\text{DH}_t + \beta_2\text{DC}_t + \beta_3\text{IND}_t + \beta_4\text{LIGHT}_t + \beta_5\text{STOCK}_t + \varepsilon_t \quad (4-2)$$

模型 3：純益率對併購績效之影響

$$\Delta\text{PFM}_t = \gamma_0 + \gamma_1\text{DH}_t + \gamma_2\text{DC}_t + \gamma_3\text{IND}_t + \gamma_4\text{LIGHT}_t + \gamma_5\text{STOCK}_t + \varepsilon_t \quad (4-3)$$

模型 4：資產報酬率對併購績效之影響

$$\Delta\text{ROA}_t = \delta_0 + \delta_1\text{DH}_t + \delta_2\text{DC}_t + \delta_3\text{IND}_t + \delta_4\text{LIGHT}_t + \delta_5\text{STOCK}_t + \varepsilon_t \quad (4-4)$$

在表 4-9、4-10、4-11 中迴歸模型 BPG 檢定異質變異皆不顯著，故不違反古典假設，皆可使用普通最小平方法來解釋各變數。由表 4-9 得知併購後 1 年的績效，水平式併購、複合式、產業別、公司型態等自變數對 4 個財務指標皆無顯著性，唯有景氣燈號對累積異常報酬有顯著影響，成負相關，表示併購當年的景氣越差，累積異常報酬越好。由表 4-10 得知併購前後 2 年的績效，景氣燈號對累積異常報酬有顯著影響成負相關，表示併購當年的景氣越差，累積異常報酬越好；有股票公開發行的被併公司，併購發生後 2 年，純利率會有 1.770 的提升；產業別對資產報酬率成負向相關，電子產業的公司併購後的資產報酬率比較差。由表 4-11 得知併購前後 3 年的績效，景氣越好對 EPS 有顯著的提升；有股票發行的被併公司在併購後 3 年，在純利率上有 1.659 的提升，產業別在併購後 3 年的資產報酬率成負向相關，表示電子產業的公司併購後的資產報酬率比較差。

表 4-9 併購績效迴歸分析：1 年期

	Δ CAR	Δ EPS	Δ PFM	Δ ROA
水平式併購	-1.054 (-0.227)	-0.542 (-0.822)	-8.345 (-0.665)	-0.093 (-0.040)
複合式併購	1.140 (0.223)	0.506 (0.695)	4.465 (0.322)	2.002 (0.772)
產業別	2.294 (0.737)	-0.360 (-0.811)	2.286 (0.271)	-1.323 (-0.839)
股票發行與否	4.416 (1.355)	0.215 (0.464)	9.935 (1.125)	-1.009 (-0.611)
景氣燈號	-6.247 (-3.026)***	0.117 (0.397)	-4.236 (-0.757)	0.025 (0.023)
R^2	0.073	0.036	0.019	0.024
BPG	0.657	1.845	1.022	1.091

註：（）之數字代表t值；*、**、***，分別代表10%、5%、1%顯著水準。

表 4-10 併購績效迴歸分析：2 年期

	Δ CAR	Δ EPS	Δ PFM	Δ ROA
水平式併購	4.429 (0.938)	-0.358 (-0.352)	-18.339 (-0.446)	-0.919 (-0.247)
複合式併購	4.728 (0.906)	0.684 (0.607)	34.241 (0.754)	1.333 (0.324)
產業別	3.414 (1.076)	-0.754 (-1.101)	21.511 (0.779)	-4.244 (-1.698)*
股票發行與否	4.787 (1.441)	0.299 (0.416)	51.168 (1.770)*	-1.988 (-0.759)
景氣燈號	-6.266 (-2.978)***	0.530 (1.167)	-10.582 (-0.578)	1.420 (0.856)
R^2	0.078	0.033	0.032	0.040
BPG	1.037	1.281	1.190	0.953

註：（）之數字代表t值；*、**、***，分別代表10%、5%、1%顯著水準。

表 4-11 併購績效迴歸分析：3 年期

	△CAR	△EPS	△PFM	△ROA
水平式併購	-0.008 (-0.644)	-0.169 (-0.110)	-36.927 (-0.710)	-2.333 (-0.420)
複合式併購	-0.010 (-0.760)	1.297 (0.762)	45.785 (0.797)	0.223 (0.036)
產業別	-0.002 (-0.177)	-0.828 (-0.800)	45.700 (1.309)	-6.729 (-1.802)*
股票發行與否	-0.006 (-0.687)	0.356 (0.328)	60.697 (1.659)*	-3.325 (-0.850)
景氣燈號	-0.008 (-1.473)	1.285 (1.870)*	2.259 (0.098)	3.280 (1.324)
R^2	0.021	0.042	0.041	0.047
BPG	0.790	1.076	1.862	1.047

註：（）之數字代表t值；*、**、***，分別代表10%、5%、1%顯著水準。

表4-12 併購績效影響因素結果彙總

自變數	△CAR			△EPS			△PFM			△ROA		
	1 年期	2 年期	3 年期	1 年期	2 年期	3 年期	1 年期	2 年期	3 年期	1 年期	2 年期	3 年期
水平式併購												
複合式併購												
產業別											-*	-*
股票發行與否								+	+			
景氣燈號	-***	-***				+						

根據表 4-9、4-10、4-11 的結果，本文將具有顯著性的影響因素彙整如表 4-12。在表中得知在 CAR 迴歸模型中，僅景氣燈號在 1 年期與 2 年期有負向顯著性，表示景氣越差時有比較好的累積異常報酬率；在 EPS 迴歸模型中，僅景氣燈號在 3 年期有正向顯著；在 PFM 迴歸模型中，有股票公開發行之目標公司的純利率在 2 年期與 3 年期有正向顯著提升；在 ROA 迴歸模型中，電子產業的資產報酬率在 2 年期與 3 年期比較差。

第五章 結論與管理意涵

第一節 結論

本研究在於探討不同併購類型對營運績效之影響，首先，利用 TEJ 特殊事件日期資料庫，收集從 2000 年至 2010 年台灣上市公司所發生的併購案件，建立併購前 1、2、3 年與併購後 1、2、3 年主併公司與目標公司之樣本群；並建立 4 組迴歸模型，來探討併購類型、併購環境對於併購績效之關係。實證結果如下：

1. 在併購績效差異性檢定中，發現僅 3 年後的累積異常報酬率顯著高於 3 年前，其餘的財務指標皆無顯著差異；
2. 在探討併購類型對併購績效之影響：僅每股盈餘在 1 年期時，複合式併購顯著高於水平式；而在迴歸分析中，顯示併購類型對財務績效並無顯著差異；
3. 在探討產業別對併購績效之影響：電子產業在併購後第 2 年與第 3 年在資產報酬率有較差的表現；
4. 在探討景氣燈號對併購績效之影響：發現景氣燈號在併購後第 1 年與第 2 年累積異常報酬率有較差的表現；而在併購後 3 年對每股盈餘有正向提升；
5. 在探討目標公司股票公開發行與否對併購績效之影響：發現併購後 2 年與併購第 3 年在純利益上有顯著提升。

整合本文實證結果，發現台灣上市公司之併購績效，僅彰顯在股市之累積異常報酬率，但對公司財務綜效並沒有發揮實質效益。

第二節 管理意涵

「綜效」一直以來是企業追求併購的主要動機，企業主都期許著併購可以帶來「一加一大於二」的綜效，但許多的研究顯示，企業進行併購後，無法達到預期的效果，也無法有效地整合二家公司的資源，更無法留住優秀的人才，且無法在短期之間發揮原本企業該有的優勢，而導致併購案的失敗。

一個併購案要成功，開始的準備工作真的很重要。企業經營者除了目標公司的選定外，還要將所有內部、外部的問題都考慮進來，更要對企業的長期發展與整體的利益，事先做好完善的規劃，然後謹慎執行併購的程序。併購後也要用心做好整合的工作，並努力消除併購所帶來的人心不安及留住優秀的人才，如此才能享受併購所帶來甜美的果實。

第三節 研究限制

- (一) 隨著全球化與網際網路的發達，國與國之間的距離變得越來越小。企業本身已很難排除於全球化趨勢之外，為了達到這個目的，選擇併購是最快提昇企業國際競爭力的捷徑，但國際公司併購樣本資料取得不易，因此本研究並未包含國際併購樣本。
- (二) 受限於研究資料的取得，故本研究只針對併購前後 3 年的資料樣本來探討併購發生前後的績效變化，但影響併購成敗這個主題，應該將時間拉長，研究成果才能更有效地反映影響企業併購成功與否的績效。
- (三) 財務綜效包含眾多財務指標，本研究只選取幾項財務指標做為本研究樣本，故本研究的財務綜效只限於累積異常報酬率、每股盈餘、純利率、資產報酬率等 4 種財務指標。

參考文獻

一、中文文獻

1. 方嘉麟 (1994)。公司購併與集團企業。臺北市：月旦出版社。
2. 史綱、李志宏、陳錦村、鄭漢鎔、吳德豐 (2001)。企業購併理論與實務。樂觀文化事業有限公司。
3. 伍忠賢 (1998)。企業購併聖經，臺北市：遠流出版社。
4. 吳美麗 (1995)。台灣製造業購併前後購併綜效與經營績效之實證研究。淡江大學管理科學研究所碩士論文，未出版，新北市。
5. 林昆正 (1991)。我國企業收購合併之策略分析與績效評估。國立政治大學會計研究所碩士論文，未出版，臺北市。
6. 林嬋娟、吳安妮 (1992)。台灣企業購併購併綜效及績效實證研究。會計評論，26，1-23。
7. 林永隆 (1998)。企業購併在財務上之探討。國立中興大學企業管理研究所碩士論文，未出版，臺中市。
8. 林炳滄 (2001)。成功的企業購併。臺北市：眾信聯合會計師事務所。
9. 姜堯民編譯 (1999)。現代財務管理。臺北市：華泰文化事業公司。
10. 孫梅瑞、陳隆麒 (2002)。國內上市公司從事購併活動對經營績效影響之研究。中山管理評論，10(1)。
11. 張劭基、楊勝淵 (2001)。台灣企業購併實質效益之研究。管理學報，18，1-21。
12. 謝宜達 (2010)。台灣中小企業併購關鍵成功因素。天主教輔仁大學科技管理學程在職專班碩士論文，未出版，新北市。
13. 鍾惠民、周賓凰、孫而音 (2011)。財務計量Eviews的運用，臺北市：新陸書局股份有限公司。

二、英文文獻

1. Fowler, L. K., & Schmidt, R. D. (1990). Tender offers, acquisition, and subsequent performance in manufacturing firm. *Academy of Management Journal*, 31(4), 962-974.
2. Kitching, J. (1967). Why do merger miscarry? *Harvard Business Review*, 45, 84-101.
3. Lewellen, W. G. (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger. *Journal of Finance*, 26(2), 521-542.
4. Muller, D.C. (1985). Merger and market share. *The Review of Economics and Statistics*, 67(2), 259-267.
5. Rhoades, S. A. (1993). Efficiency effects of horizontal bank merger. *Journal of Banking & Finance*, 17(2), 411-422.

6. Singh, H., & Montgomery, C. A. (1987). Corporate acquisition strategies and economic performance. *Strategic Management Journal*, 8(4), 377-386.

三、網路文獻

1. 維基百科。〈併購的介紹〉。
<http://zh.wikipedia.org>。（檢索時間2013/05/17）
2. MBA智庫百科。〈企業合併〉。
<http://wiki.mbalib.com>。（檢索時間2013/05/18）
3. 維基百科。〈最小平方法〉。
<http://zh.wikipedia.org>。（檢索時間2013/05/31）

《附表》併購公司與目標公司之彙整資料

代碼	主併公司	事件日	目標公司	併購型態
1104	環泥	2009/08/31	高雄混凝土工業	水平
1201	味全	2004/07/01	台灣優比	複合
1210	大成	2002/09/30	M1912 寶福農牧企業	垂直
1218	泰山	2004/11/30	信泰投資	複合
1218	泰山	2005/11/04	品泰投資	複合
1219	福壽	2003/01/01	12996 洽發昌農化	垂直
1219	福壽	2006/07/20	展祿國際	複合
1301	台塑	2003/08/01	13982 永嘉化學工業	水平
1313	聯成	2002/07/01	17944 成國化學	水平
1313	聯成	2009/05/04	14FBT 聯仲科技	水平
1409	新纖	2009/11/01	新融投資/泛隆投資	複合
1417	嘉裕	2005/11/29	世華投資/佳盛投資	複合
1445	大宇	2007/09/27	長昱投資	複合
1451	年興	2000/07/01	14886 至興實業	水平
1463	強盛	2009/12/31	旭強投資	複合
1465	偉全	2003/04/16	全偉投資/偉澄投資	複合
1477	聚陽	2007/08/01	元陽國際	水平
1504	東元	2003/09/30	1510 台安電機	水平
1515	力山	2000/12/30	Z680 力友工業/Z682 力二工業	同源
1530	亞歲	2008/11/30	百歲發展	垂直
1538	正峰新	2008/11/30	Z3195 康田光電	複合
1604	聲寶	2008/03/01	翔寶科技	水平
1604	聲寶	2008/09/01	銓寶光電	水平
1604	聲寶	2009/12/30	源寶投資	複合
1609	大亞	2006/11/07	友大投資/永哲投資	複合
1701	中化	2005/09/01	台三醫藥	水平
1704	榮化	2008/04/23	1311 福聚	水平
1708	東鹼	2006/10/31	Sesoda Steamship Corp.	複合
1714	和桐	2005/06/29	Z2331 和桐化學	垂直
1729	必翔	2008/04/30	翔全豐科技	複合
1731	美吾華	2004/09/24	4110 博登	複合
1731	美吾華	2008/06/20	博登	複合
1904	正隆	2004/11/01	1913 天隆造紙廠	水平
2010	春源	2002/12/31	Z645 春宇投資/Z646 春宙投資	複合
2015	豐興	2005/10/15	I145 豐億興投資	複合

代碼	主併公司	事件日	目標公司	併購型態
2017	官田鋼	2007/08/31	嘉盈投資開發	複合
2020	美亞	2007/09/30	美冠金屬	水平
2022	聚亨	2003/02/10	聚晟投資/嘉佑投資	複合
2023	燁輝	2005/08/30	2044 聯網重工	水平
2027	大成鋼	2005/12/27	大志投資/大和國際投資	複合
2027	大成鋼	2008/06/30	大成鋼投資	複合
2301	光寶科	2001/11/30	8133 億訊科技	同源
2301	光寶科	2002/11/04	2310 旭麗/2322 致福	水平
2301	光寶科	2009/09/29	光寶不動產管理	複合
2303	聯電	2000/01/03	23650 聯誠積體電路/2339 合泰半導體	水平
2303	聯電	2001/11/30	8133 億訊科技	複合
2303	聯電	2004/07/01	矽統半導體	水平
2311	日月光	2004/08/01	53751 日月欣半導體/23337 日月宏科技	水平
2315	神達	2007/10/16	3480 泰安電腦科技	水平
2317	鴻海	2004/04/01	2386 國碁電子	複合
2317	鴻海	2006/12/01	2394 普立爾科技	複合
2324	仁寶	2001/07/04	23677 神寶科技	垂直
2325	矽品	2000/12/30	5343 矽豐	複合
2325	矽品	2009/08/31	矽品投資	複合
2327	國巨	2008/07/31	國眾開發	複合
2327	國巨	2008/10/31	8235 華亞電子	水平
2327	國巨	2008/12/31	宸遠科技	水平
2330	台積電	2000/06/30	24057 德基半導體/23506 世大積體電路	水平
2330	台積電	2008/08/21	欣瑞投資	複合
2331	精英	2001/12/15	53753 致勝科技	水平
2331	精英	2006/12/25	8193 志合電腦	水平
2338	光罩	2000/12/01	23928 新台科技	複合
2345	智邦	2001/12/01	23788 禾翔通信	水平
2347	聯強	2007/04/01	聯強投資	複合
2349	鍊德	2000/07/31	23629 信群科技/23435 智碟	水平
2353	宏碁	2002/03/27	2306 宏碁電腦	水平
2353	宏碁	2002/12/20	24931 元碁資訊/華瞻資訊	水平
2354	鴻準	2004/03/01	8141 鴻準精密	水平
2355	敬鵬	2005/11/10	舜弘投資	複合
2356	英業達	2009/11/30	23DKG 英立達	同源
2357	華碩	2008/04/01	Z2494 威碩電腦	水平

代碼	主併公司	事件日	目標公司	併購型態
2359	所羅門	2006/03/08	得利投資	複合
2359	所羅門	2007/04/01	隆門科技	複合
2359	所羅門	2007/10/07	摩道投資	複合
2360	致茂	2000/12/31	全華科技	複合
2360	致茂	2008/03/21	Silver Town Electronic Co., Ltd.	同源
2361	鴻友	2009/07/01	鴻翔投資	複合
2367	耀華	2003/12/15	富林	複合
2373	震旦行	2009/01/01	24095 震旦資訊	水平
2374	佳能	2003/01/01	24637 銓訊科技	垂直
2375	智寶	2005/10/31	2389 世昕企業	水平
2376	技嘉	2008/10/01	B0AQB 技嘉聯合	垂直
2384	勝華	2004/07/01	勝園科技	水平
2387	精元	2002/01/10	1562 精模科技	水平
2388	威盛	2006/09/08	3270 威瀚科技	水平
2388	威盛	2008/11/30	威旭科技/威浩國際	複合
2395	研華	2009/08/11	17AGR 研華企管顧問	複合
2401	凌陽	2001/12/25	24331 全技半導體	同源
2409	友達	2006/10/01	3012 廣輝電子	水平
2417	圓剛	2002/12/01	圓正系統	同源
2421	建準	2007/05/31	建亨精密	複合
2421	建準	2009/12/31	15713 又中科技	水平
2425	承啟	2005/07/28	啟盟投資	複合
2430	燦坤	2005/03/01	E421 台灣優柏企業	水平
2436	偉詮電	2000/08/31	勁傑	同源
2436	偉詮電	2006/10/20	普矽電子	垂直
2436	偉詮電	2009/09/21	24322 益詮電子	水平
2437	旺詮	2009/03/20	益旺投資	複合
2448	晶電	2005/12/30	2422 國聯光電科技	水平
2448	晶電	2007/03/01	3214 元碭光電科技/3281 連勇科技	水平
2458	義隆	2008/10/01	3578 義發科技	垂直
2459	敦吉	2002/12/30	台灣東金科技	水平
2467	志聖	2005/07/26	晶研科技	水平
2467	志聖	2007/01/17	鐳德科技	水平
2476	鉅祥	2007/12/01	宏岳投資	複合
2483	百容	2004/06/30	15811 巨貿高強科技	複合
2492	華新科	2004/08/01	6157 一等高科技	水平

代碼	主併公司	事件日	目標公司	併購型態
2492	華新科	2005/09/01	2370 匯僑工業	水平
2492	華新科	2008/12/31	63ABD 匯僑國際	水平
2493	揚博	2006/12/18	揚鑫投資	複合
2506	太設	2008/03/20	太平洋營造	水平
2536	宏普	2004/07/18	宏元投資	複合
2537	聯上發	2003/04/14	99671 中工機械	同源
2538	基泰	2005/08/31	99559 三祿開發	同源
2607	榮運	2002/03/31	5602 長榮貨櫃	水平
2607	榮運	2002/11/01	2604 立榮海運	水平
2607	榮運	2003/05/01	Z628 長航通運	水平
2611	志信	2004/04/30	志鼎投資	複合
2615	萬海	2008/11/05	怡春通運	水平
2816	旺旺保	2002/10/11	2866 台灣中國航聯產物保險	水平
2837	萬泰銀	2001/08/13	B0216 苗栗縣苗栗市信用合作社	水平
2837	萬泰銀	2002/10/31	2868 萬泰票券金融	水平
2847	大眾銀	2001/05/29	28915 大眾票券金融	水平
2847	大眾銀	2009/09/01	B0060 高雄市第二信用合作社	水平
2856	元富證	2000/07/24	30739 佳和證券/30562 永盛證券	水平
2905	三商行	2002/07/01	29927 全家福鞋業	複合
2915	潤泰全	2007/06/29	31770 福誼投資	複合
2915	潤泰全	2008/02/25	31795 錦安投資	複合
3005	神基	2007/08/31	漢達精密科技	水平
3006	晶豪科	2005/12/05	集新科技	水平
3014	聯陽	2008/12/31	3589 聯盛半導體/繪展科技/晶瀚科技	垂直
3015	全漢	2007/12/01	普特電子	水平
3015	全漢	2009/11/01	漢達電能	同源
3021	衛展	2007/01/01	3134 資憲科技	同源
3021	衛展	2008/08/01	21BAG 敏傑科技/喬篷科技	同源
3026	禾伸堂	2004/07/01	訊得	複合
3027	盛達	2005/06/22	哲銓科技	垂直
3028	增你強	2005/12/31	正達國際	複合
3032	偉訓	2006/12/31	13AND 偉祺電子	同源
3034	聯詠	2008/06/30	3271 其樂達科技	水平
3037	欣興	2001/10/31	24164 群策電子/23755 恒業電子	水平
3037	欣興	2009/12/01	2446 全懋精密科技	水平
4108	懷特	2005/07/11	1778 聯安生物科技	水平

代碼	主併公司	事件日	目標公司	併購型態
4108	懷特	2006/03/23	保博生技	水平
4108	懷特	2007/03/26	恩農生技	水平
4414	如興	2009/01/01	如興國際	水平
4904	遠傳	2005/05/02	遠致電信	水平
5305	敦南	2000/12/01	23830 旭興科技	水平
5305	敦南	2005/06/01	5436 立生半導體	水平
6005	群益證	2000/12/25	30614 世欣證券/30975 海山證券	水平
6112	聚碩	2007/12/14	誼碩投資	水平
6142	友勁	2007/10/01	宏想科技	水平
6142	友勁	2008/11/01	凱勁科技	水平
6153	嘉聯益	2008/12/01	廣益成投資/峻祥投資	複合
6214	精誠	2007/01/01	2343 精業	水平
6214	精誠	2008/01/01	23265 大時科技	水平
6225	天瀚	2007/03/01	威譜通訊	水平
6289	華上	2007/06/01	鵬正企業股份有限公司	水平
8070	長華	2007/10/01	斌茂精密	水平
8081	致新	2008/10/01	3298 圓創科技	水平
9924	福興	2004/04/19	福宏投資	複合
9943	好樂迪	2008/12/01	友義實業	複合