

東海大學管理研究所

碩士論文

企業購併之長期績效評估

指導教授：徐俊明 博士

研究生：胡慈容

中華民國九十二年六月

# 致 謝 辭

首先要感謝我的指導教授徐俊明老師，在教學研究繁忙之餘，仍悉心指導並給與學生最大的發揮空間。除了在論文上的指導，為人處事方面的悉心教誨、生活經驗之傳授啟迪、幽默風趣的個性，更是深覺獲益良多，如沐春風。師恩浩蕩，永誌不忘。

口試期間，承蒙林丙輝教授與詹家昌教授能在百忙之中，不辭辛勞地仔細審閱論文，並給予精闢的建議與指正，使本論文更加完善，在此謹致上最誠摯的敬意與謝意。

在撰寫論文期間，尤其感謝摯友何海岳、張永立、江昆達、尤秀雯給我的關心與支持，並適時提供關於論文的寶貴意見。此外，感謝所有師長的照顧指導、朋友的熱情關懷，使我的研究所生涯充滿了歡樂，即使只有短短兩年，也將是我生命中最甜美的回憶。

最後，感謝父母對我悉心的栽培與鼓勵，實為我最重要的心靈支柱。尤其感謝我父親對我全力的支持與配合，讓我能夠在無後顧之憂的情況下完成學業。

時光匆匆，彷彿還沈浸在考上研究所的喜悅，轉眼間就要畢業了。走出校園，又要面對新的開始與挑戰。再次感謝曾教導我的師長、關心我的朋友、支持我的家人。僅將此論文獻給你們！

胡慈容 謹誌於  
東海大學  
2003年 仲夏

## 摘要

企業為追求成長，除了可透過內部成長外，也可透過購併(外部成長)來擴張企業規模，但購併真的有利公司價值提升、增加股東財富嗎？隨著公司合併，是否真的能發揮預期綜效，或是隨著規模擴大，反而降低企業的營運效率？本文試圖從長期的角度出發，研究購併事件對主併公司股東財富的影響，並進一步探討購併績效是否受到產業相關程度的影響，並透過「產業乘數法」及 Tobin Q 來衡量企業購併之價值變化。

本研究的實證發現，目標公司購併前的超額價值為負，代表目標公司本身為「已折價」公司。此外，不論是複合式或相關購併，主併公司在購併前之銷售乘數、Tobin Q 之中位數亦為負值；銷售乘數之中位數，約在 -0.001~-0.186 之間、Tobin Q 中位數約在 -0.98 左右。代表主併公司在從事購併行為時，本身表現就不太好。結果也顯示，有 2/3 的公司在購併後價值降低。這些結果說明，原本表現欠佳的公司，在購併後績效更差。因此企業在從事購併行為時，應仔細考慮本身管理能力及目標公司的價值，以免購入已折價之公司，不但無法達到預期綜效，還破壞原有的公司價值。

本研究也發現，企業在購併前的表現，和購併後的績效有關，表九的結果符合 Roll(1986)所提出的傲慢(Hubris)假說。購併前績效好的公司，購併後表現變差；本來表現不佳的公司，購併後績效反而變好。這可能是因為公司經營績效良好時，手中閒置資金(free cash flow)過多，經營者容易揮金如土，從事高風險低報酬的投資行為。

# 目 錄

	頁 次
<b>第一章 緒論</b>	
第一節 研究背景與動機	1
第二節 研究目的	3
第三節 研究架構	3
<b>第二章 文獻探討</b>	
第一節 購併之定義與動機	5
第二節 購併的理論探討	10
第三節 國內外實證文獻探討	11
第四節 其他相關文獻探討	15
<b>第三章 研究方法</b>	
第一節 研究資料來源	19
第二節 衡量購併公司的價值	23
<b>第四章 實證結果與分析</b>	
第一節 樣本之敘述性統計分析	28
第二節 超額價值	30
第三節 目標公司特性對超額價值之影響	33
第四節 購併因素之分析	35
第五節 迴歸分析	37
<b>第五章 結論與建議</b>	71
<b>參考文獻</b>	75

# 表 目 錄

	頁 次
表一 樣本公司之敘述性統計分析	40
表二 購併前後五年之超額價值	42
表三 購併前後四年之超額價值	44
表四 購併前後三年之超額價值	46
表五 購併前後二年之超額價值	47
表六 購併前後一年之超額價值	48
表七 購併前後的超額價值變化	49
表八 目標公司的超額價值	51
表九 價值 優異公司購併前後之價值變化	54
表十 購併支付方式對超額價值變化的影響	57
表十一 複合式購併和公司特性對超額價值之影響	60

# 圖 目 錄

	頁 次
圖 1.1 研究架構圖	4
圖 4.1 購併前後五年超額價值之中位數	62
圖 4.2 購併前後四年超額價值之中位數	63
圖 4.3 購併前後三年超額價值之中位數	64
圖 4.4 購併前後二年超額價值之中位數	65
圖 4.5 購併前後一年超額價值之中位數	66
圖 4.6 複合式購併之中位數	67
圖 4.7 相關購併之中位數	68
圖 4.8 複合式購併支付方式對 EV 的影響	69
圖 4.9 相關購併支付方式對 EV 的影響	70

# 第一章 緒論

本章針對本研究的背景與動機、研究目的、研究範圍與研究限制、以及研究架構加以說明。

## 第一節 研究背景與動機

企業營運的目的在追求股東財富極大，企業透過成長的方式來追求利潤，藉此創造股東財富。而企業追求成長的方式有二種：一、內部成長：透過直接投資，擴大產能，達到規模經濟與範疇經濟來降低成本或減低風險。二、外部成長：以購併擴張企業規模，可說是最快速的方法。

隨著全球化時代的來臨，購併成為企業採取策略的寵兒。大型的購併案例如花旗與旅行者結合，信孚銀行購併 Alex Brown、東京銀行與三菱銀行合併案、賓士汽車與克萊斯勒汽車、美孚石油與艾索石油的合併案，都使得企業經營的版圖擴大。而台灣自民國七十九年開始，受到不景氣的影響，也興起了證券、信用合作社、傳統產業(如鋼鐵、造紙、食品)等收購風潮，民國 89 年 11 月 24 日隨著「金融機構合併法」的通過，也促成金融控股公司的誕生，台灣的購併風潮也在金融業刮起一陣旋風。

儘管購併使企業規模擴張，但規模擴大無法保證一定會有好績效。以台灣為例，過去曾是五十大企業的太平洋建設、太電和茂矽，相繼在 2003 年，因財務危機被打入全額交割股。大同在 2002 年虧損 51 億元，其中，大同轉投資的中華映管就虧損 34 億。中國力霸集團 2002 年虧損金額為 74 億，旗下的中國力霸、遠森網路科技、嘉新食化、

東森媒體科技與東森華榮傳播，五家公司合計負債比例從 2001 年的 60% 增加到 2002 年的 68%。

有虧大錢的企業，就有賺大錢的企業。從傳統產業來看，專注本業的台塑企業，2002 年營收 7013 億元，稅前淨利 711 億，高居企業之冠。在金融業方面，經過金融控股公司整合之後，霖園和中信集團表現也十分亮麗。鴻海、明基、廣達、光寶、仁寶，以及晶圓雙雄 - 台積電與聯電等七家集團企業，2002 年營收都在 1000 億以上，七家總獲利更較 2001 年成長 1.6 倍。

也有企業在分割後，反而成績亮麗。宏基集團在 2000 年分割成宏碁、明基與緯創資通之後，2003 年終於一掃陰霾，三家公司都進入前 25 大集團，總營收高達 4169 億，總獲利近 179 億，成績比 99 年分割前的集團營收 2686 億、獲利 73 億還要出色。

台灣企業型態日益複雜化，但卻沒有完整的機制來揭露集團的財務狀況，例如各部門營收、獲利與負債等等，加上台灣很多企業在轉投資高風險產業時過於大意，慘遭滑鐵盧的結果時有所聞，像大同投資中華映管、華新麗華投資 DRAM 與 TFT - LCD 皆虧損慘重。

美國企業購併後之績效，亦有好有壞。貝翠斯 (Beatrice Co.) 公司在 1930 年至 1986 年，購併案超過 400 次，並進行 90 次以上的企業分割，在 1940 年至 1976 年期間，貝翠斯股價呈上漲趨勢；吉列 (Gillette Co.) 公司在 1948 年開始從事多起購併案，包括購併西德百靈公司、歐樂、派克鋼筆、金頂乾電池等等，但在 1990 年代後期，表現並不理想。1999 至 2001 年期間，吉列股價跌幅達 30%，但該期間美國股市處於多頭行情。

購併大賺大賠的兩極現象，究竟背後的原因為何？購併真的有利公司價值提升、增加股東財富嗎？隨著公司合併，是否真的能發揮預



期綜效，或是隨著規模擴大，反而降低企業的營運效率？本文試圖從長期的角度出發，研究購併事件對企業價值的增減。

## 第二節 研究目的

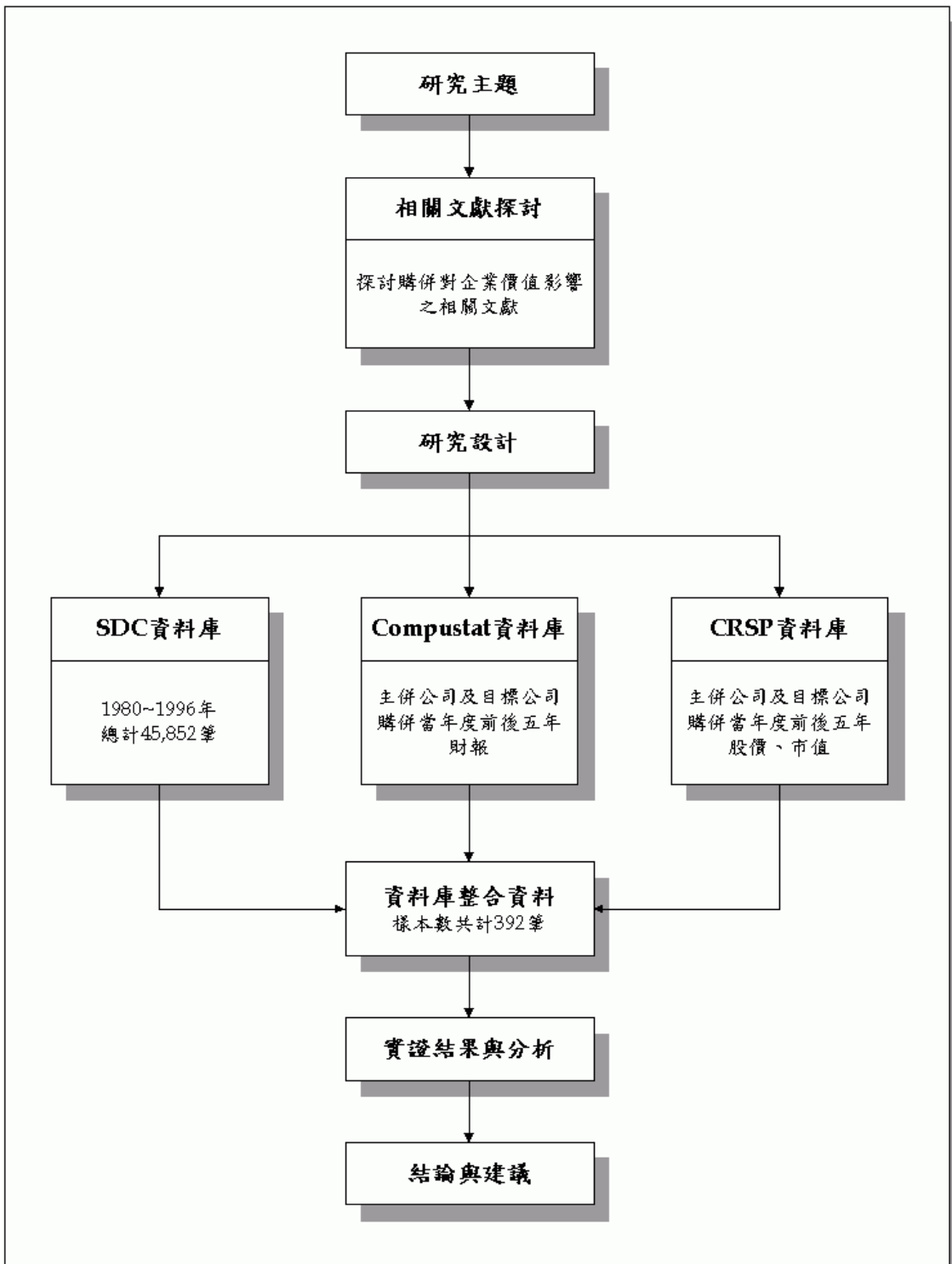
購併是否真的能夠增加公司價值？本文主要在目的為探討購併對主併公司股東財富的影響，並進一步探討購併績效是否受到產業相關程度的影響，並透過「產業乘數法」比較公司購併前後之價值增減。

## 第三節 研究架構

除了本章之緒論之外，後續的研究架構如下，第二章為文獻探討，將簡述相關學者的研究文獻。第三章為研究方法，本文之研究設計，以 Berger 和 Ofek (1995) 的產業乘數法及 Tobin Q 來衡量企業購併之價值變化，並說明選取樣本之資料來源。第四章為實證研究與結果分析，對購併企業之績效進行分析與探討。第五章為結論，說明本研究所獲得的結論，並提出對後續研究者的建議。

本研究的進程序如圖 1.1 所示：

圖 1.1 研究架構圖



## 第二章 文獻探討

本章將描述購併之動機，並針對購併給予明確定義，進而對購併之相關理論深入探討，作為本研究的基礎。

### 第一節 購併之定義與動機

#### 一、購併的定義

「購併」(Mergers and Acquisitions,簡稱 M&As)，是兩種不同的商業策略所結合的商業行為。Mergers & Acquisitions 是指「合併」與「收購」，兩者在法律面上意義有所不同。

#### (一) 合併

合併(Mergers)是指兩家或兩家以上的公司，依當事者所訂的合併契約，並依公司法法規程序進行合併，結合成一家公司，或另立一家新公司，分別稱吸收合併與新設合併。

##### 1、吸收合併(Mergers)

又稱存續合併，指 A、B 兩家公司合併，然後 B 公司消滅，A 公司則存續，將 B 公司的資產與債務概括接收。

##### 2、設立合併(Consolidations)

又稱「創設合併」或「新設合併」，指兩家或兩家以上的公司依公司法所規定的程序，以創設一家新公司的方式進行合

併。原有之各公司均解散，而由新設之公司概括承受權利與義務，亦為  $A+B = C$ 。

## (二) 收購

收購(Acquisitions)指收購公司(Acquiring company)向目標公司(Target company) 購入資產、營業部門或股票，使目標公司成為收購公司的旗下事業。依照收購的標的不同，又可分為「股權收購」與「資產收購」兩種方式，分述如下。

### 1、股權收購(Stock Purchase)

指收購公司以現金或其他財產購入全部或部分目標公司的股權，而成為目標公司的股東，並同時須承擔目標公司的權利與義務。此外目標公司可以在收購公司的主導之下，以獨立法人身分繼續存在，即維持母、子公司的關係；或者目標公司解散，與收購公司結合成一體，如霖園集團收購第一信託投資。

### 2、資產收購(Asset Purchase)

又稱營業讓與，指收購公司購買目標公司全部或部分的資產，例如廠房、機器、員工、客戶、商譽等。收購資產並不須承受目標公司的債務，為一般性資產買賣行為。

## 二、購併之型態

以兩家公司的業務性質與產業關聯性區分，可將購併區分為水平式、垂直式、同源式和複合式四種，茲分述如下：

## (一) 水平式合併(Horizontal Mergers)

產業中兩家從事相同業務公司的合併。例如美國艾克森(Exxon)與美孚(Mobil)兩家石油公司於 1989 年合併，擴大規模與市場；台聚收購亞聚，兩者的主力產品同為低密度的聚乙烯，此即為水平式合併。此種合併方式的好處除了可形成生產上的規模經濟外，亦可藉增加市場占有率來提昇對市場之壟斷力。

類似的例子諸如：日本富士通以七億四千多萬英鎊買下英國最大的國際電腦公司(ICL)80%的股權，使其市場占有率超過迪吉多，僅次於 IBM。美國通用汽車公司近年來不斷以股權收購的方式擴張規模，藉此達到規模經濟，降低製車成本，進而提高競爭能力。

## (二) 垂直式合併(Vertical Mergers)

是指在同一個產業中，上游和下游之間的合併。垂直式合併又分為下列兩種：

### 1、向前整合(Forward Integration)

下游購併上游；下游的公司可因而掌握上游的原料，獲得穩定而便宜的供貨來源。例如台灣中橡公司 1995 年買下美國大陸碳煙廠，取得技術源頭。

### 2、向後整合(Backward Integration)

上游購併下游；上游公司的產品可因此而取得固定的銷售管道，降低行銷風險。例如民國八十五年永豐餘造紙合併中華印刷廠即為一例。

### **(三) 同源式合併(Congeneric Mergers)**

指主併公司與目標公司彼此為相關產業，但兩家業務性質不大一樣，購併後業務具有互補作用。有時企業為追求在某個領域的全面領導地位，會利用同源式購併達到目標。例如生產電腦顯示器的公司，可能會去購併專業生產投影機或幻燈機的廠商，以建立其在視訊影像方面的專家地位。例如迪士尼公司(Disney)於1995年買下 Capital Cities/ABC 傳播公司，迪士尼希望藉由 Capital Cities/ABC 所製作的節目與 ESPN 電視頻道來加強行銷。

### **(四) 複合式合併(Conglomerate Merger)**

指兩家公司居於不同產業，彼此業務和產品沒有關聯。例如美國鋼鐵公司(US Steel)於1982年買下馬拉松石油公司(Marathon Oil)；國內太平洋電線電纜公司到香港買銀行。由於目標公司之業務性質與收購公司完全不同，其經營風險會比同源式合併要大得多。

## **三、購併之動機**

企業購併的背後動機，在此列幾幾點說明：

### **(一) 規模經濟**

企業可過透過合併，縮減業務重覆的作業，藉由共同的通路，達到規模經濟，創造額外的現金流入。

### **(二) 垂直整合的利益**

企業為了穩定原料供應來源、管理效率、技術提昇等因素，進

行垂直整合。

### (三) 提昇管理績效

部份公司盈餘狀況雖不理想，如能與營運狀況良好的公司合併即能提昇績效。

### (四) 剩餘資金的使用

企業處於成熟期，產生大量穩定資金，但由於在成熟期，並無特殊獲利的投資機會，分配現金股利可能使投資人負擔過高的所得稅，法令也限制購回庫藏股票。此時該企業可利用現金購併其他企業，使資金重新應用，以便爭取較大的利潤。

### (五) 合併互補性的資源

若企業只生產單一產品，缺乏工程技術進行量產，或缺乏銷售組織行銷該產品。因此在互補性資源的考量下，進行購併。

### (六) 分散風險之利益

企業利用進行多角化經營來分散風險；例如從事不同季節性的產品，可產生盈餘互補，降低盈餘巨幅變動，穩定公司經營之風險。

### (七) 提高每股盈餘

雖然部份企業試圖利用購併提高帳面的每股盈餘。但根據研究指出，通常都是體質較差的公司每股盈餘會上升，但體質較佳的公司，每股盈餘反而會下降。

## (八) 獲得較低的融資成本

有些購併案可降低合併公司財務風險及破產機會，有助於獲得低成本融資資金。

## (九) 經理人自利動機

對於有些野心勃勃的公司經理人來說，在短時間內能有效率地擴大公司的規模，購併是最快的成長捷徑。

## (十) 目標公司股價被低估

當購併認為目標公司股價被低估，將因潛在利益進行購併。

## (十一) 為達到上市(櫃)標準

對於未上市(櫃)的公司而言，購併往往是上市(櫃)最快速的道路。透過購併可以迅速充實資產，增加公司盈餘，以符合上市(櫃)的要求。

## 第二節 購併的理論探討

購併的研究發展至今，有許多不同學者針對不同角度研究，實證對購併績效研究有不同的結論，以下初步整理購併相關之文獻。

效率理論(Efficiency Theory)假設，企業從事購併的主要目的在於透過提昇營運、財務、管理效率，創造綜效(synergy)，以增加利潤、降低風險。換言之，就是合併後公司價值大於購併各公司價值之和。Asquith(1983)認為當 A 公司管理效率優於 B 公司時，若 A 公司能藉由購併將效率傳遞給 B 公司，使 B 公司管理效率提升至 A 公司的水準

無效率經營是指管理者並未有效發揮既有資產達到潛在績效，若



從外部介入，可改善原有績效。無效率經營所引發的購併，對資本市場傳遞某些信號，如(1)股票收購傳達目標公司被低估的訊息。(2)購併事件間接告訴目標公司管理者應從事更有效率的經營活動，故又稱「訊息與訊號發射理論」。

Jensen and Meckling(1976)提出代理問題理論，認為代理問題的產生來自於管理者僅擁有公司小部份股權，促使管理者傾向非金錢性的額外支出，這些支出則由公司股東共同負擔，為了監督與控制管理者，產生代理成本。Fama and Jensen(1983)認為，代理問題可藉由公司經營與所有權分離加以解決，透過組織設計的內部機制減少代理成本。當管理者績效不彰導致公司股價下跌，購併則提供外部機制解決代理問題。Jensen(1986)認為當公司的閒置資金(free cash flow)過多時，經營者容易揮金如土，甚至從事高風險但預期報酬率不一定高的過度投資，以免被股東批評不擅理財。

Roll(1986)提出傲慢假說(Hubris)，購併者常常高估自己的能力，往往過於自滿、傲慢，在評估目標公司時，錯估情勢，導致購買價格過高或發生購買決策錯誤的情形。

Jensen and Ruback(1983)提出市場力假說，認為購併活動可提高市場佔有率，透過市場競爭家數減少來增加對市場的控制力，但必須建立在透過水平或垂直整合的條件下，使市場佔有率增加，此假說才成立。

### 第三節 國內外實證文獻探討

現有的實證研究中，購併宣告對主併公司股東財富的影響沒有明確的結論，這可能是因為取樣標準、或研究方法不同所造成的。過去

的研究顯示，購併的宣告效果會受到許多因素影響，例如跨國因素、產業因素、支付方式、競爭者的反應、規模等等，茲列舉如下：

## 一、 跨國因素

Doukas and Travlos(1988)研究 1975~1983 年間，曾宣告向國外購併 NYSE 或 AMEX 的上市公司的樣本，發現跨國購併無法為主併公司帶來相較於國內購併行為更多的助益。Harris and Ravenscraft(1991)研究 1970~1987 年間在 NYSE 或 AMEX 上市的公司，包括 1114 個國內購併事件與 159 個跨國購併事件，發現跨國購併中，目標公司股東有較多的報酬。Shaked, Michel and McClain(1991)研究目標公司資產價值在一億元以上的購併案，取得 29 個跨國購併的樣本。結果發現，在購併宣告前二個月，被外國企業所購併的公司與本國企業所購併公司，在股東財報酬上並無不同。但在購併宣告前後七日內，外國企業所購併的公司比被本國企業所購併的公司還高。陳匯中(1995)研究台灣企業的購併案，發現跨國購併在宣告日當天有顯著正的異常報酬值 1.823%。國內購併事件在宣告當天有 0.35%的異常報酬，但兩者的差異並不顯著( $t=0.862$ )。

## 二、 產業相關程度

Agrawal, Jaffe and Mandelker(1992)針對購併行為對股東財富的影響作長期分析，發現相關與非相關購併都為股東帶來負報酬，但相關購併的表現更差。Doukas and Travlos(1998)發現當主併公司進入一個全新產業或是地理區時，可以獲得較大的利益，認為符合多國網絡理論(Multinational network)的主張。陳匯中(1995)與 Agrawal, Jaffe

and Mandelker(1992)結論相反，認為非相關購併的報酬率較相關購併為低。彭一正(1992)的研究顯示，相關購併並沒有為股東財富帶來特別的變化，但非相關購併在宣告前後幾天會有顯著正報酬，但整個觀察期(-6~+30)並不顯著。

### 三、目標公司對主併公司規模比(Relative Size)

Asquith, Bruner and Mullins(1983)發現目標公司與主併公司的規模(size)比越大，越能為主併公司股東帶來財富。若在購併時，主併公司購併了一家規模比自己小很多的公司，購併行為無法為主併公司帶來多大的實質利益。實證結果發現，目標公司是主併公司一半規模的購併案能比目標公司只有十分之一主併公司規模的購併，多為主併公司來 1.8%的報酬。Agrawal, Jaffe and Mandelker(1992)無法針對規模比對購併的影響，作出絕對的結論。李文明(1994)以資本額當規模變數，發現規模與股東財富呈現負向關係。

### 四、支付方式(換股或現金支付)

Agrawal, Jaffe Mandelker(1992)研究顯示無論是公開收購(tender offer)或是合併(merger)，對股東來說，以現金支付比換股有利。Loughran and Vih(1997)採用以扣除配對公司(matching firm)報酬的方式來衡量超額報酬。研究證明若以現金支付對主併公司股東較有利，股票支付則較不利。此一發現，印證了 Myers and Majluf(1984)的資訊不對稱假說：主併公司會在市場高估了股票價值時，採用股票交換方式，會在市場低估股票價值時，採用現金支付的方式。Healy, Palepu and Ruback(1992)採用現金流量作衡量購併效果的指標，認為

現金流量是最好的評量指標。葉秋美(1993)發現主併公司採換股購併比現金支付享有更高的利得。

## 五、購併方式(敵意或善意)

Loughran and Vjih(1997)發現目標公司的股東可從購併行動中獲得正的異常報酬，但主併公司股東則不一定。若透過敵意購併(tender offer)，主併公司股東可獲得少數報酬，但透過善意購併，則對主併公司股東有不利影響。Healy, Palepu and Ruback(1992)採用現金流量作為衡量購併效果的指標，敵意或善意購併不構成影響因素。

## 六、競爭情況(單一或多個購併)

Bradley, Desai and Kim(1998)研究顯示，當公開收購產生激烈的競爭時，出價公司超過兩家時，得標的主併公司反而會產生負報酬率。Harris and Ravenscraft(1991)發現競爭者人數的多寡會影響目標公司報酬，競爭者越多，對目標公司股東越有利。

## 七、股權結構

Agrawal and Mandelker(1987)探討經理人持股對公司投資與融資決策的影響。發現持股比例較高的經理人，較偏好風險性較高的投資決策，並用以債養債的方式支付債務；持股比率低的經理人則偏向風險規避，會減少財務槓桿，降低營運風險，因此偏好用股票支付的方式。Amihud, Lev and Travlos(1990)研究發現，經理人的持股比例將會影響購併支付方式。經理人持股比例越高，越不願用「股票交換」，

但經理人持股比例若超過 5%，則不管支付方式如何，均能為主併公司股東帶來額外財富。Lewellen, Loderer and Rosenfeld(1985)發現，經理人持股比率高低，會影響到購併行為中股價的報價。

## 第四節 其他相關文獻探討

### 一、Berger 與 Ofek 的研究(1995)

Berger 和 Ofek (1995) 針對 1986~1991 年美國企業多角化進行研究，研究發現多角化不能增加價值，並低於將個別部門價值加總 13%~15%。Berger 和 Ofek 推論可能是過度投資及交相補貼，才造成多角化公司價值減少。然而，稅盾的利益能減緩多角化的折價損失。

研究中指出多角化的公司的平均投資水準高於單一部門別公司，多部門別的公司現金流量為負的比率佔 9%，高於單一部門公司的 8.2%，顯示多角化公司有過度投資的傾向。

該研究設計採用產業乘數法來建構模型中的變數可操作定義，作者認為此法優於一般事件研究法，因為一般事件研究法無法明確指出事件日，且投資者所反應的是購併的條款、成功的機率、或是購併者所屬的企業本質等因素，事件研究法皆無法有效地去界定。因此作者認為使用產業乘數法不僅可以直接估計多角化的超額價值，也可以估計任何超額價值的來源。

作者發現過度的投資和價值有明顯的負相關，1%的過度投資平均導致 0.4%到 0.9%的價值損失，其中以無相關投資造成的損失更大，約使公司價值損失在 1.4%至 3.3%間。若以交相補貼來看，作者以負的現金流量(EBIT 加折舊)作為績效的代理變數，發現單一部門公司變數不

顯著異於零，多部門公司的指示變數顯著為負。

## 二、David, Diane 和 Keven(2002)

作者在假設全球多角化和產業多角化有正相關的前提下進行研究，並將多角化分別定義為全球多角化(Global diversification)：跨足不同國家的企業及產業多角化(Industrial diversification)：跨足不同產業之企業，並採用下列三種方法衡量企業價值：(1)產業多角化，但沒有全球多角化的企業。(2) 全球多角化，但沒有產業多角化的企業。(3) 同時全球多角化和產業多角化的公司。樣本為 1984 年到 1997 年，共 44,288 家公司。

實證結果發現，研究期間全球多角化趨勢升高，從 0.29%到 0.45%，而銷售本國以外地區所增加的銷售額也從 0.21%增加到 0.29%。不過銷售增加仍無法彌補全球多角化所造成公司的價值減損。在 0.01 的顯著水準下，多角化都將降低公司價值。

## 二、Graham, Lemmon 和 Wolf(2002)

該研究結果的主要貢獻指出，多角化並沒有降低公司價值，多角化折價的原因在於主併公司購入「已經折價」的部門或公司。作者將多角化樣本區分為相關及非相關二大類，並進一步將相關和非相關樣本區分為「部門增加」和「部門減少」之樣本，研究公司購併前後一年超額價值的變化，並以產業相關程度、部門數增減做為分類標準，比較不同分類標準之超額價值有何差異。

實證結果發現，主併公司購併後一年，企業價值下降 7%；若主併公司在購併後增加部門數目，價值下降 14%，但主要原因在於主併公

司購併了“已經折價”的目標單位（價值比較低的部門單位）。若觀察各別部門的價值變化，主併公司的價值並沒有下降，因此目標公司的本身價值成為影響多角化折價的關鍵因素。

### 三、Kaplan 的研究(1990、1993 年)

Kaplan 分別於 1990 年及 1993 年針對美國 Campeau 公司購併 Federated 百貨公司進行評價。作者在 Federated 的評量上，主要分為資產的出售、期間的現金流量和剩餘的資產三方面作為公司價值的計算，並配合當時 S&P 指數作為市場調整市價的依據。作者分別用 MerrillLynch、EBITD 乘數法、銷售乘數法來估計剩餘的資產價值。

Kaplan 並以情境分析法，將情況分為樂觀、最適、悲觀三種情境進行分析，作者發現目標公司(Federated)的真實價值，遠低於 Campeau 公司支付的價格，也應證了此購併案失敗的結局。

### 四、Kaplan & Ruback(1995)

作者針對美國採用槓桿買回(Leveraged Buyout)方式從事購併活動的公司為樣本，期間為 1983 年至 1989 年，共 51 家公司，並以不同的現金流量折現法進行評估，作者使用壓縮 APV 法(Compressed APV)和標準 APV 法(Standard APV)。其中又以壓縮 APV 法較為方便，不用將權益現金流量和稅盾分開計算。此外，作者用 Net Income 法，而不用 EBIT 法，除非 Net Income 無法取得。

作者將 HLTs 的公司交易價價、市場價值與同性質產業、類似交易相比較，發現高槓桿買回的方式從事購併的公司，使用 DCF 評價模式結果較佳。作者也發現公司規模和帳面市價比(book-to-market

ratios)和風險貼水沒有相關，但和產業  $\beta$  值正相關。因此作者偏好使用 CAPM 的模式估算公司價值，不採用公司規模及帳面市價比。若以 CAPM 來預估折現率，分別以公司、產業以及市場為基礎，計算出來的折現率衡量風險，則這三種方式與比較法具有一樣的效果，其中又以產業以及市場為基礎的方式最佳。

研究中指出，經理人可能因為自身利益、調整現金流量預測，而使研究發生偏誤。經理人可能為了交易上的利益，調高現金流量預測，也可能因為現金流量超過所需融資，而調低現金流量。

作者發現較低的風險貼水會降低預估現金流量的正確性，另外，「比較法」容易低估公司價值，壓縮 APV 法對預測 IPO 市場價值相當準確，而現金流量折現法(DCF)在評量公司價值的效果上，誤差較小、準確度較高。



## 第三章 研究方法

本章首先介紹資料來源，以及企業以購併進行多角化前後的評估方法，本研究採用 Berger 和 Ofek (1995)的「產業乘數法」及 Tobin Q 作為本研究衡量公司價值的方法。Berger 和 Ofek 認為，使用產業乘數法不僅可以直接估計多角化的超額價值，也可以估計任何超額價值的來源。

### 第一節 研究資料來源

本節針對研究資料來源及購併樣本的選擇標準做相關的說明。

#### 一、研究資料來源

本研究以美國 1980 至 1996 年之間進行購併的公司為樣本，所使用的資料來源如下：

- (一) 樣本公司的宣告日期及實際合併日、主併公司及目標公司的產業代碼(SIC code)、主併公司購併目標公司股權比例、購併支付方式皆來自 Securities Data Company(SDC)資料庫，共 45,852 筆資料(由於 Compustat 和 SDC 有部分公司產業代碼並不一致，本研究以 SDC 的產業代碼為準)。
- (二) 公司財務報表的相關資料是從『COMPUSTAT』資料庫取得，由於本研究必須涵蓋主併公司及目標公司購併前後五年的財務資

料，因而資料期間係由 1975 年至 2001 年。而本研究所取得的個別公司資料包括資產、銷售、普通股帳面價值、遞延稅負及每股盈餘等詳細財務資料。

(三) 有關主併公司的部門營業比重與項目，以 COMPUSTAT Industry Segment(CIS) file 中取得。

(四) 主併公司和目標公司的市值、在外流通股數、股價來自 Center for Research in Security Prices ( CRSP ) 資料庫(本研究亦曾嘗試從 COMPUSTAT 資料庫中取得主併公司和目標公司的市場價值，在經過核對後，COMPUSTAT 的資料有許多遺漏及錯誤，故最後以 CRSP 的資料為準)。

## 二、 研究樣本的選擇標準

(一) 主併公司與目標公司必須是 SDC、Compustat、CRSP 資料庫皆有資料，才能進行分析，故本研究的實證對象是美國股票上市(櫃)公司，且主併公司須在購併之後五年未發生下市、被購併或停止交易的情況。

(二) 主併公司的每年銷售額至少大於二千萬美元。

(三) 主併公司進行購併後，必須擁有目標公司百分之百的股權，才納入樣本計算。

(四) 主併公司從事購併前後的五年期間，若從事多起購併案，且規模

超過主併公司的 20%以上，本研究將該樣本予以剔除，以免因為多起購併案使實證結果出現「污染」(Contamination)效果。

(五) 本研究刪除了產業代碼(SIC code)從 6000~6799(金融業)及前兩碼為 49(Electric, Gas, and Sanitary Services)的公司樣本，因為金融業的會計科目特性和一般產業不同，而美國水電、瓦斯等相關產業和一般產業的營運並不相同，且受到法規限制，因此從樣本中予以刪除。

(六) COMPUSTAT 財報必須擁有購併前後完整五年的財報資料，才予以保留，以便於探討購併對公司長期價值的影響。

本研究首先從 SDC 取出 1980 至 1996 年在美國從事購併之公司樣本，共計 45,852 筆。經過上列的選擇標準，並比對 Compustat 及 CRSP 資料庫後，僅 3,043 家公司符合本研究條件。最後篩選出購併前後 5、4、3、2、1 年財報皆完整之公司，分別為 316、334、354、383、392 筆。

(七) 本研究「對照組」之樣本選擇，以美國在 1980 至 1996 年未發生購併事件之公司為樣本，共計 21,389 筆(詳見表一 Panel A)。對照組係涵蓋所有 CRSP 和 Compustat 具有資料的所有公司，並根據產業代碼(SIC code)前兩碼，將對照組予以分類，做為計算購併公司超額價值之比較標準。

依據上述的選樣標準，本研究以產業代碼(SIC code)做為判別標準，若產業代碼前兩碼相同，視為相關購併；產業代碼前兩碼不同，則視為非相關產業，亦即複合式購併。進一步分類後，本研究購併前後 5、4、3、2、1 年財報完整之複合式購併樣本分別為

140、144、150、159、162 筆；相關購併前後 5、4、3、2、1 財報完整之樣本數分別為 176、190、204、224、230 筆。

以產業代碼(SIC code)前兩碼做為分類標準的主要原因在於 SDC 和 Compustat 部分公司之產業代碼編碼並不一致，如 Oshman's Sporting Goods Inc.、Union Camp Corp. 在 SDC 資料庫的產業代碼分別為 5941、2621，但在 Compustat 的產業代碼則分別為 5940 2631；有些公司的編碼甚至完全不一致，如 Phillips Petroleum Co Inc.、National City Lines Inc.在 SDC 的產業代碼分別為 1311、4213，但在 Compustat 的產業代碼則分別為 2911、2062，但四碼完全不一致的樣本數僅占全部樣本的 2%左右，該類型樣本，本研究以 SDC 產業編碼的前兩碼為準。雖然 SDC 與 Compustat 的公司產業代碼不盡相同，但約有 98%的公司產業代碼前兩碼均相同，本研究為避免爭議，故以產業代碼前兩碼做為分類標準。

本文為研究購併對企業長期價值之影響，許多研究皆以購併前後四年財報完整之公司樣本進行分析，包括表一 Panel B 公司財務變數、Panel C 目標公司/主併公司規模比、表七購併前後的超額價值變化、表八目標公司購併的超額價值、表九價值 - 優異公司購併前後之價值變化、表十超額價值迴歸分析。主要理由在於若僅分析企業購併前後一至三年之績效表現，研究時間太短，無法完整呈現企業購併後之長期績效表現；若分析企業購併前後五年之績效表現，樣本數較少，故以購併前後四年財報完整之公司樣本進行分析。

另外，本研究將目標公司區分為 10 種業別，分別為農礦業、建造業、食品業、林木業、石化業、金屬業、高科技業、運輸業、

民生用品業、服務業，共計十大類。

## 第二節 衡量購併公司的價值

本研究採用 Berger 和 Ofek (1995)的產業乘數法、Tobin Q 及迴歸分析來衡量企業之績效。

### 一、產業乘數法

本研究採用 Berger 與 Ofek(1995)所使用的產業乘數法(Assets、Sales Multiples)進行分析，為了避免極端值影響分析效果，因此以中位數來取代平均數，並以公司超額價值(Excess value)作為衡量購併活動、產業關聯性對公司價值的影響。

本研究以超額價值的變化來判斷購併是否為公司帶來較好的經營績效；超額價值的衡量方法為：公司真實價值(Actual Value)對其宣稱價值(Imputed value)比率的自然對數值，其中真實價值為公司市場價值(在外流通股數\*股價)；宣稱價值為公司各部門之會計變數(資產、銷售)乘以各部門同產業下對照樣本的市場價值對會計變數(資產、銷售)比之中位數。計算公式如下：

$$\text{Excess Value (EV)} = \text{Ln}(\text{實際值}/\text{估計值}) = V_{jt} - V_{jt}^* \quad (3-1)$$

其中  $V_{jt}$  和  $V_{jt}^*$  分別代表公司  $j$  在時點  $t$  自然對數的實際價值和估計價值。而資產、銷售的估計價值計算方式為

$$V_{jt}^* = X_{ijt} * (\text{Ind}_i(V_t/X_t)^*) \quad (3-2)$$

$X_{ijt}$ ：代表 j 公司在不同時點 t 的會計變數(資產或銷售)

$(\text{Ind}_i(V_t/X_t)^*)$ ：代表產業 i 在時點 t 的中位數(市場價值/會計變數)

本研究為更進一步計算購併前的「虛擬」超額價值，分別將主併公司和目標公司當作單一公司，公式如下：

$$PEV_t = \ln[V_{At} + V_{Gt}] - \ln[X_{iA^{AT}} \cdot \text{Ind}_{iA}(V_t/X_t)^* + X_{iG^{Gt}} \cdot \text{Ind}_{iG}(V_t/X_t)^*] \quad (3-3)$$

$V_{At}$ 和 $V_{Gt}$ ：分別代表主併公司和目標公司的市場價值，A 和 G 分別代表主併公司和目標公司。

$X_{iA^{AT}}$ 和 $X_{iG^{Gt}}$ ：分別代表主併公司與目標公司在不同時點 t 的會計變數(資產或銷售)

$\text{Ind}_i(V_t/X_t)^*$ ：代表產業 i 在時點 t 的中位數(市場價值/會計變數)

## 二、Tobin Q 衡量法

Tobin Q 可做為企業價值之衡量指標，但 Tobin Q 計算方法眾多，本研究僅參考 Lindenberg 和 Ross(1981)及 Smirlock, Gilligan, 和 Marshall(1984)使用 Tobin Q 衡量法之定義，計算公式如下：

$$EV_{jt} = Q_{jt} - Q_{jt}^* \quad (3-4)$$

其中，Tobin Q 的定義為：

$$Q = \frac{BV_{\text{Assets}} + MV_{\text{equity}} - BV_{\text{equity}} + \text{Deffered\_Taxes}}{BV_{\text{Assets}}} \quad (3-5)$$

$BV_{\text{Assets}}$ ：資產帳面價值，使用 Compustat 的 Assets – Total(AT)。

$BV_{\text{equity}}$ ：Compustat 的 Common Equity – Total(普通股+資本公積+保留盈餘+調整後庫藏股及特別股)

MV：市場價值，使用 CRSP 的市場價值（股價\*在外流通股數）。

Deffered\_Taxes：遞延稅負，使用用 Compustat 的 Deferred Taxes (Balance Sheet) (TXDB)做為衡量變數。

其中  $Q_{jt}$  和  $Q_{jt}^*$  分別代表公司在時點 t 的實際價值和估計價值。而各部門的 Tobin Q 估計價值計算方式為

$$Q_{jt}^* = \sum_{j=1}^{n_j} W_{ijt} \cdot Q_{it}^{\text{ind}} \quad (N_j \leq 10) \quad (3-6)$$

$W_{ijt}$ ：代表公司 j 在不同時點 t 的部門權重比例。

$Q_{it}^{\text{ind}}$ ：代表該公司在時點 t 的產業 Tobin Q 之比率。

$N_j$ ：代表該公司的部門數目， $N_j \leq 10$ <sup>註一</sup>。

本研究為更進一步計算購併前的公司「虛擬」價值，分別將主併公司和目標公司當作單一公司，進行計算，其公式如下：

<sup>註一</sup> Compustat Industry Segment(CIS)資料庫之公司各部門資料，最多只記錄公司內十個部門之財報資料。若公司部門數目超過十個，將無法得知公司內所有部門之詳細資料。如奇異(GE)集團超過十個部門，但卻無法從 CIS 中得知該公司所有部門之財務相關資料。

$$PQ_t = W_{iAL} \cdot Q_{iA^{AT}} + W_{iGI} \cdot Q_{iG^{GT}} \quad (3-7)$$

$W_{ijl}$ ：代表公司  $j$  在購併前一年的資產權重比例。

### 三、迴歸分析

為了解美國上市(櫃)公司特性對公司購併後價值的影響，本研究進行實證時，利用下列迴歸模型進行測試：

$$\Delta EV_j(4) = a_j + \beta_1 \text{Size}_j + \beta_2 \text{EBITS}_{\text{acquiring}} + \beta_3 \text{EP}_{\text{target}} + \beta_4 \text{RS}_j + \beta_5 \text{D(V)}_j + \beta_6 \text{D(G)}_j + \beta_7 \text{Offer(c)}_j + \beta_8 \text{Offer(S)}_j + e_t \quad (3-8)$$

上式的應變數為超額價值變化( $\Delta EV(4)$ )，定義為購併公司購併前後四年之 EV 變化，其公式如下：

$$\Delta EV_j(4) = \frac{1}{T} \left( \sum_{t=1}^T EV_{jt} - \sum_{t=-T}^{-1} EV_{jt} \right), \quad (T=4)$$

而式中左邊的自變數中，公司規模(Size)為公司購併後一年至四年的平均資產(Assets)，獲利對銷售比( $\text{EBITS}_{\text{acquiring}}$ )為主併公司購併前一年至三年的息前稅前盈餘(EBIT)除以銷售額。 $\text{EP}_{\text{target}}$ 為目標公司購併前一年至三年之「益本比」(每股盈餘除以股價，earnings per share/stock price)。相對規模(RS)以購併當年度的前一年為計算基期，以目標公司資產除以主併公司的資產。本研究以主併公司購併前四年的平均超額價值做為衡量變數，排列順序後，將其超額價值等分為三類，分別為價值(Value)、普通、優異(Glamour)的公司，以 D(V)、D(G)為虛擬變



數，當主併公司在購併前表現不好， $D(V)$ 為 1，其餘則令其為 0；當主併公司購併前表現亮麗，令  $D(G)$ 為 1，其餘則令其為 0；若主併公司在購併前表現普通，則  $D(V)$ 、 $D(G)$ 皆令其為 0； $Offer(C)$ 、 $Offer(S)$ 亦為虛擬變數，若該公司購併支付方式為現金，則令  $Offer(C)$ 為 1，否則為 0。若該公司以換股支付，則令  $Offer(S)$ 為 1，其餘令其為 0，若採混合或其他方式支付，則令  $Offer(C)$ 、 $Offer(S)$ 皆為 0。

#### 四、研究限制

Berger 和 Ofek 的研究分別採用銷售乘數法、資產乘數法、EBIT 乘數法來估算，並將 EBIT 為負的樣本刪除，以進行估算。本研究試圖採用 EBIT 乘數法進行估算，但不將 EBIT 為負的樣本刪除，而改用 EBIT 實際值減去 EBIT 估算值的方式計算。

但在某些情況下，使用 EBIT 乘數法進行計算，會發生極大偏誤。舉例來說，公司  $j$  在時點  $t$  的市場價值為 100，EBIT 值為 -25，而該產業在時點  $t$  的「市場價值/EBIT」(MV/EBIT)之中位數為 4，則計算結果為  $100 - (-25) * 4 = 200$ ，本來表現不好的公司，在經過計算後，反而績效變好，故本研究最後並未採用 EBIT 乘數法進行估算。

在銷售乘數法方面，採用銷售淨額(不扣除銷售成本)，雖然這種算法的估算能力沒有稅前息前淨利(EBIT)精確。但透過同一產業的平均數來調整各部門別的估算價值，同樣能反映相對獲利能力的表現。

## 第四章 實證結果與分析

本章根據前述（第三章第二節）之研究方法進行實證分析，並就相關結果加以說明及彙總。本章第一節將對各變數的描述統計做簡單說明。第二、三、四節報告實證研究的詳細結果，並提供合理之解釋和可能的推論。

### 第一節 樣本之敘述性統計分析

表一為本研究所採用美國 1980 至 1996 年發生的購併事件之樣本數統計資料，購併樣本以產業代碼（SIC code）做為判別標準，若產業代碼前兩碼相同，則將之歸類為非複合性（相關）購併；若產業代碼前兩碼不同，則視為非相關產業，將之歸類為複合式購併。另外，未發生購併事件的公司作為購併公司的比較標竿，如表一(A)最右邊所示，購併公司的對照樣本數共 21,389 家。

在表一(Panel A)中，5 代表主併公司在購併當年度前後具有 5 年財報完整之公司樣本。主併公司 5 年財報完整之公司樣本共有 316 家，其中複合式購併 140 家、相關購併 176 家。4、3、2、1 則依此類推。從表 Panel A 可以發現，不論是複合式購併、相關購併或對照公司樣本，皆以 1995~1996 年發生購併的樣本數最多，約佔全部樣本的 25% 至 30% 左右。主要原因是 1995 年以後發生的購併案，上市(櫃)比例較高，各資料庫對上市(櫃)財報收集較完整所致。如 Compustat 資料庫不提供未上市(櫃)公司之財務報表等相關資料，故本研究共有 45,460 個樣本數，因財報資料不完整或 Compustat 沒有該公司資料，而將這

些樣本刪除。

表 Panel B 為購併當年度前後 4 年完整財報的樣本公司之財務變數，以實際購併年度為基準，計算購併當年度的資產、銷售、EBIT 及資本之會計變數，並將各會計變數之第一分位數、中位數、第三分位數、標準差之相關統計基本資料列於表中。

從表中可知，不論是複合式購併或相關購併，主併公司的規模都大於目標公司；以資產中位數來說，複合式購併的主併公司資產規模為 872.1(百萬)為目標公司 81.8(百萬)的 10.6 倍；相關購併的主併公司資產中位數則為目標公司的 9.9 倍；以銷售中位數來看，則複合式與相關購併的主併公司皆大於目標公司，分別為 11.3、9.9 倍；而複合式購併與相關購併的 EBIT 中位數，主併公司和目標公司的差距更大，皆達 15 倍之多。

以資本規模比來說，相關購併的主併與目標公司之資本比例中位數為 13.59(85.6/6.3)，而複合式購併的資本比例中位數為 12.53(80.2/6.4)，相關購併的資本規模比略高於複合式購併，主要原因可能是相關購併之目標公司較為市場看好所致(資本為負債面債+市場權益價值)。

由以上數據來看，不論是資產、銷售、EBIT 或資本，複合式與相關購併之主併公司規模皆大於目標公司 10 倍左右，代表購併事件幾乎都是呈現「大吃小」的狀況。

表 Panel C 將目標公司分為農礦業、建造業、食品業、林木業、石化業、金屬業、高科技業、運輸業、民生用品業、服務業十種業別。其中以高科技業的樣本數最多，複合式購併(144 家)和相關購併(190 家)的樣本分別為全部樣本的 35 %、29 %，而高科技業的相關購併之目標公司規模比為 0.218，明顯大於複合式購併 0.151。從資產規模比的中

位數來看，複合式購併的目標公司，以林木業的資產規模比最大，若從第三分位數來看，則以民生用品業為高，達 0.731。

在相關購併中，則以金屬業的資產規模比最大，中位數達 0.639，第三分位數甚至為 1.317，顯示部分金屬業的目標公司的資產規模大於主併公司。

## 第二節 超額價值

從表二到表六皆是關於超額價值的統計表，分別列出主併公司購併當年度前後五、四、三、二、一年財報完整之公司超額價值。表二到表六共用三種方式計算超額價值，分別為資產乘數、銷售乘數及 Tobin Q 的方式計算，計算公式請參考第三章第二節。

從表二到表六皆可發現，不論是複合式購併或相關購併，購併前的資產乘數中位數皆為正，而銷售乘數和 Tobin Q 的中位數皆為負，三種計算方式的結果並不完全一致。例如表三 Panel A 複合式購併前 4、3、2、1 年，資產乘數之中位數分別為 0.167、0.176、0.141、0.182，在統計檢定下，皆顯著為正。而表三 Panel B 複合式購併前 4、3、2、1 年，銷售乘數之中位數分別為 -0.122、-0.1、-0.123、-0.129，在統計檢定下，僅 -0.1 未達顯著水準。表三 Panel C 複合式購併前 4、3、2、1 年，Tobin Q 的中位數分別為 -0.897、-0.804、-0.836、-0.971，在統計檢定下，皆顯著為負。本研究推論在實際的銷售水準下，投資人對此類公司的評價並不高，這可能隱含此類型公司希望以購併方式來改善本身價值。

但不論是複合式購併或相關購併，購併後的超額價值皆為負。以表二 Panel B 來說明，複合式購併後第一至五年的銷售乘數超額價值中

位數分別為-0.235、-0.421、-0.381、-0.269、-0.341，相關購併後第一至五年的銷售乘數中位數超額價值分別為-0.236、-0.145、-0.185、-0.23、-0.216；表二 Panel C 中，複合式購併後第一至五年的 Tobin Q 中位數，分別為-0.1038、-1.065、-1.037、-0.967、-0.965。本研究利用威爾克森符號順序檢定(Wilcoxon sign-rank test)及 t 檢定檢測中位數和平均數是否顯著異於零，結果購併後的超額價值在統計上顯著為負，代表購併事件降低了公司價值。

表二至表六分別以購併當年度前後 5、4、3、2、1 年財報完整之公司為樣本，用相同的方法計算購併前後之超額價值，發現結果相當一致，並沒有因為樣本群不同而有所變化。表二和表六的結果，均顯示不論是複合式或相關購併，購併前的資產乘數之中位數為正、銷售乘數與 Tobin Q 中位數均為負，但購併後的資產乘數、銷售乘數及 Tobin Q 之中位數在統計檢定下，均顯著為負。

值得注意的是，從銷售乘數和 Tobin Q 的結果來看，公司在購併前的超額價值皆為負。以表五 Panel B 來說明，複合式與相關購併在購併前 1 年的銷售乘數之中位數分別為-0.075、-0.209；Tobin Q 之中位數-0.812、-1.032，統計檢定結果顯著為負，代表公司在購併前的績效表現原本就不太好。

表七為公司購併前後的超額價值變化，共計算 1 至 5 年的超額價值變化，樣本分別為購併當年度前後 1 至 5 年財報完整之公司，公式為

$$\Delta EV_j(T) = \frac{1}{T} \left( \sum_{t=1}^T EV_{jt} - \sum_{t=-T}^{-1} EV_{jt} \right), \quad (T=1,2,3,4,5) \quad (3-10)$$

$\Delta EV(1)$ 、 $\Delta EV(2)$ 、 $\Delta EV(3)$ 、 $\Delta EV(4)$ 、 $\Delta EV(5)$ 則分別代表購併當年

度前後 1~5 年財報完整之公司的超額價值變化。

從表七可以發現，不論是複合式購併或相關購併公司，皆有約 2/3 的公司價值減損。例如以四年財報完整之公司樣本來看，複合式購併的資產乘數的價值變化，有 66% 的公司價值發生減損(96/144)；在銷售乘數及 Tobin Q 的價值變化上，則分別有 57.6%(83/144)、53.4%(77/144) 的公司價值發生減損(83/144)。相關購併的價值變化亦然，在資產乘數、銷售乘數、Tobin Q 及乘數的價值變化上，分別有 64%、63% 及 47% 的公司發生價值減損。

複合式與相關購併在購併後的績效皆有以下滑的趨勢，複合式購併  $\Delta EV(1)$ 、 $\Delta EV(2)$ 、 $\Delta EV(3)$ 、 $\Delta EV(4)$ 、 $\Delta EV(5)$  之資產中位數分別為 -0.154、-0.265、-0.345、-0.371、-0.403，銷售中位數分別為 -0.129、-0.099、-0.111、-0.138、-0.221；Tobin's 中位數分別為 -0.095、-0.027、-0.064、-0.026、-0.032；相關購併  $\Delta EV(1)$ 、 $\Delta EV(2)$ 、 $\Delta EV(3)$ 、 $\Delta EV(4)$ 、 $\Delta EV(5)$  之資產中位數分別為 -0.326、-0.283、-0.277、-0.297、-0.296，銷售中位數分別為 -0.203、-0.258、-0.262、-0.277、-0.243，以上資產、銷售乘數及複合式購併 Tobin Q 的中位數檢定至少皆達 0.1 的顯著水準。但相關購併之 Tobin Q 中位數檢定，僅以  $\Delta EV(1)$  達 0.1 的顯著水準。

在相關購併方面，Tobin Q 的  $\Delta EV(1)$ 、 $\Delta EV(2)$  之值為負，分別為 -0.034、-0.018，但  $\Delta EV(3)$ 、 $\Delta EV(4)$ 、 $\Delta EV(5)$  分別為 0.012、0.044、0.037，似乎顯示相關購併在購併後似乎有逐漸變好的趨勢，但此結果和資產乘數及銷售乘數的結果並不相同（結果均為負，且檢定結果明顯異於零）。但相關購併的 Tobin Q 在 0.1 的信心水準下，除了  $\Delta EV(1)$  外，其他數值皆未達顯著水準，代表並沒有證據顯示 Tobin Q 之超額價值變化明顯異於零，因此並不能判定 Tobin Q 的計算結果和資產乘數及銷售乘數互相矛盾。

### 第三節 目標公司特性對超額價值之影響

表八以購併事件前後四年財報資料完整之公司進行分析，並依據產業代碼(SIC code)將目標公司分為十種業別，針對其購併前三年的市場表現及超額價值說明，其中目標公司購併前的市場表現，本研究以EP(earnings per share/stock price)做為衡量變數，並假設目標公司的市場表現會透過股價來反映，因此以EP來衡量目標公司在購併前的本身績效及市場表現。

從 Panel A 可以發現，不論是複合式購併或相關購併，以高科技業的樣本公司最多，分別達全部樣本的 34%、30%。除此之外，幾乎所有產業的EP值皆有上升的趨勢，以複合式購併的運輸業來說，購併前三年的EP值分別達 1.088、2.269、2.762，三年內的EP值上升幅度高達 1.54 倍 $((2.762-1.088)/1.088)$ ；而高科技業購併前一年的EP值也高達 1.029，比起購併前三年的EP值 0.567，上升幅度達 81.48%。複合式購併的目標公司，僅金屬業(Metal)的EP下降，購併前三年的EP值依序分別為 0.431、0.251、0.288，三年間的下滑幅度為 33.18%。

分析相關購併的目標公司EP值，則以林木造紙業的EP值上升幅度最大，為 52.65%。食品業的EP值則有小幅下降的情形，購併前三年的EP值分別為 0.366、0.249、0.350，三年間下降幅度僅約 4%，下降幅度並不明顯。

有趣的是，觀察目標公司的全部樣本，相關購併的EP值上升幅度反而較複合式購併高，複合式購併與相關購併的EP值分別 0.541、0.652、0.749 及 0.342、0.808、0.822，購併前一年的EP值較購併前三年分別上升 38.44%、140.36%。這是因為相關購併的所有產業EP值平均上升幅度較高所致。

Panel B 為目標公司在購併前的超額價值，該表以購併事件前後四年財報資料完整之公司進行分析，複合式購併與相關購併樣本數分別為 144、190 家。

從超額價值的結果，本研究發現平均而言，目標公司在被併前的表現並不是很好，複合式購併的目標公司購併前 4、3、2、1 年全部樣本之超額價值中位數分別為 -0.343、-0.257、-0.2、-0.347；相關購併的目標公司購併前 4 3 2 1 年全部樣本之超額價值中位數分別為 -0.024 -0.117、-0.214、-0.156，其中複合式購併之檢定結果皆達 0.01 的顯著水準，相關購併至少達 0.1 的顯著水準。

Panel A 顯示目標公司在購併前的 EP 成長幅度相當驚人，但 Panel B 的計算結果，卻發現目標公司在購併前的超額價值顯著為負，具有折價 (Discount) 情形。這說明目標公司在購併前可能藉由窗飾財務報表，提高本身每股稅前盈餘(EPS)或利用其他手段使自己股價被低估，使主併公司以為買到了「物超所值」的公司。

這可能符合「坐在金礦上」(Sitting on the gold mine)的解釋，「坐在金礦上」意指當主購者認為目標公司股價被低估，尤其當目標公司擁有誘人的資產時，很容易成為「侵略者」的目標，在上述情況下，主購者將因潛在利益進行購併，這種情況被暱稱為「坐在金礦上」。或是主購者看準了被購者績效不佳，但可藉由管理方式改善公司營運，因此用較低廉的金額買下心目中的金礦公司，認為自己是童話故事中的公主，親吻蟾蜍(目標公司)後，蟾蜍搖身變為王子的情節會降臨在自己身上，但事後才發現擁有的竟是不折不扣的蟾蜍。例如 Compeau 購併 Federated 的案例(1998)時，即因 Compeau 對 Federated 評價過度樂觀，支付高於 Federated 本身之交易價值而導致失敗，並被財富雜誌(Fortune)評為有史以來最大且最不聰明之購併案。



#### 第四節 購併因素之分析

表九以購併事件前後四年財報資料完整之公司進行分析，本研究先將主併公司購併前四年的超額價值平均後，排列順序，並將其超額價值分為三類，分別為價值型(Value)、普通、優異 (Glamour) 的公司，並比較此三種類型公司在購併後的超額價值變化。

表九之 $\Delta EV(1)$ 、 $\Delta EV(2)$ 、 $\Delta EV(3)$ 、 $\Delta EV(4)$ 分別代表購併前後 1、2、3、4 年的超額價值變化。計算公式與 3-8 相同。

$$\Delta EV_j(T) = \frac{1}{T} \left( \sum_{t=1}^T EV_{jt} - \sum_{t=-T}^{-1} EV_{jt} \right), \quad (T=1,2,3,4) \quad (3-11)$$

結果發現，不論是複合式購併或相關購併，本來表現優異的公司 (Glamour) 購併後之價值變化顯著下滑，以表九 Panel A 複合式購併的資產中位數來看， $\Delta EV(1)$ 、 $\Delta EV(2)$ 、 $\Delta EV(3)$ 、 $\Delta EV(4)$ 分別為-0.247、-0.419、-0.574、-0.284；相關購併之資產中位數則分別為-0.214、-0.32、-0.401、-0.47，此類型公司購併後的價值下降幅度遠高於原本表現不佳的公司(Value)，若觀察原先表現不佳之公司(Value)購併後的價值變化，可以發現價值減少幅度很低。以複合式購併之資產中位數來看， $\Delta EV(1)$ 、 $\Delta EV(2)$ 、 $\Delta EV(3)$ 、 $\Delta EV(4)$ 分別為-0.086、-0.107、-0.075、0.004，相關購併之資產中位數分別為 0.155、0.294、0.336、0.421。若以銷售乘數和 Tobin Q 來看，可以得到相同的結論。本研究亦將結果以圖表的方式呈現，請參考圖 4.7(A)、4.7(B)、4.7(C)。

從上述數據顯示，購併前價值差的公司購併後的超額價值顯著提升；反之，超額價值則顯著下滑，推論可能是本來表現績效好的公

司，因為自大或購入已折價的公司，導致超額價值下降。

基本上，該結果符合 Roll(1986)所提出的傲慢(Hubris)假說，該理論認為購併者超額給付給目標公司，意圖接管之主要動機為管理者過度高估目標公司價值，事實上取得目標公司根本無法獲得任何好處。

因此在過去表現優異的公司可能因為態度「傲慢」，而高估了購併所帶來的好處，但實際上反而表現不佳；相反的，本來表現不佳的公司，反而謹慎小心，希望能藉由購併改善本身績效，購併後超額價值顯著提升。

表十將購併支付方式分為三大類，分別為現金支付(Cash Offer)、混合支付(Mix)、股權交換(Stock Offer)。在購併支付比例中，現金支付或股權交換之比例須達該購併支付方式 90%以上，本研究才將之歸類為現金支付或股權交換，否則將之歸類為混合支付。若購併方式為槓桿買回或其他支付方式，本研究亦將之歸類為混合購併。

本文探討不同支付方式對公司價值變化之影響。研究發現，不論是複合式購併或相關購併，以股權交換進行購併之公司，公司購併前後四年之價值變化( $\Delta EV(4)$ )上升；但以現金支付的公司，購併前後四年之價值變化( $\Delta EV(4)$ )下降。以表十 panel A 的複合式購併為例，以股權交換的公司為例， $\Delta EV(1)$ 、 $\Delta EV(2)$ 、 $\Delta EV(3)$ 、 $\Delta EV(4)$ 之中位數分別為-0.071、0.002、-0.025、-0.118， $\Delta EV(4)$ 之中位數呈現下降之趨勢。以現金支付的公司， $\Delta EV(1)$ 、 $\Delta EV(2)$ 、 $\Delta EV(3)$ 、 $\Delta EV(4)$ 之中位數分別為-0.239、-0.124、-0.104、0.018， $\Delta EV(4)$ 之中位數則轉為正值，顯示以現金支付之公司，長期價值呈現增加的趨勢。

複合式購併又以混合支付的表現最差，不論以資產乘數、銷售乘數、或 Tobin Q 進行衡量，皆以混合支付的表現最差。上述研究結果分別採用三種不同的方法進行衡量，得到的結論大致相同，但仍有部

分結果不太一致，以複合式購併來說，以股權交換進行購併的公司，若以資產乘數衡量， $\Delta EV$  之中位數皆為負，但若以銷售乘數衡量，僅  $\Delta EV(4)$  之中位數為負， $\Delta EV(1)$ 、 $\Delta EV(2)$ 、 $\Delta EV(3)$  之中位數皆為正值，這可能是因為衡量方法不同，導致結果不太一致。

以相關購併來說，以混合方式進行購併的公司，用不同的衡量方法，得到不同的結果。以資產乘數來衡量，該支付方式的表現介於股權交換和現金支付之間；若以銷售乘數來衡量，則表現最差。但用 Tobin Q 衡量法，則  $\Delta EV(4)$  的表現反而高於以現金支付或股權交換之公司。此結果為本文無法解釋之處，本研究推測或許是混合支付的型式眾多，如現金支付和股權交換比例的不同、融資買下之槓桿比率，都會影響公司購併後之價值。

雖然有些結果不盡理想，但不論是複合式購併或相關購併，以股權交換的公司長期表現較好，用現金支付的公司長期表現下降。這可能是因為公司用現金支付時，支付過高的收購價格以及低估組織合併後的可能問題，造成公司在購併後的長期價值發生減損。

## 第五節 迴歸分析

本章實證部分最後進行迴歸分析，目的係檢驗前述章節之測試。本研究為避免迴歸分析出現共變性，造成結果偏差，進一步將有可能造成共變性之相關自變數分為兩類，進行迴歸分析。第一類之自變數為 EBITs、RS、D(V)、D(G)、Offer(C)、Offer(S)；第二類之自變數為 Size、EP、D(V)、D(G)、Offer(C)、Offer(S)。

表十一為複合式購併迴歸模型的實證結果。Panel A 及 Panel B 之應變數分別為銷售乘數及 Tobin Q 之超額價值變化，自變數皆以購併

前公司表現優異對超額價值(EV)變動的解釋能力最強，係數估計值分別為-0.626、-0.605，結果呈現顯著負相關，代表公司在購併前超額價值愈高，購併後的績效表現愈差，符合 Roll(1986)所提出的傲慢(Hubris)假說。

在排除共變性之可能自變數後，表十一 panel A 的迴歸結果發現，購併前主併公司績效(EBITS)與超額價值(EV)變動呈現顯著正相關，代表主併公司購併前之績效愈好，購併後對超額價值有正面助益。公司購併後之規模(Size)與超額價值(EV)變動則呈現顯著負相關，代表公司購併後規模愈大，超額價值愈差。雖然表十一 Panel B 顯示，公司購併後之規模(Size)係數估計值為正，但檢定結果並不顯著，因此無法判定兩者結果互相矛盾，這可能與衡量超額價值(EV)方法不同有關。

在其他變數方面，目標公司對主併公司規模比(RS)、購併前為價值型公司 D(V)、購併支付方式 Offer(C)、Offer(S)等自變數的係數估計值符號為正，並呈現不顯著的正相關。以複合式購併樣本分析，股權交換似乎比現金支付可為公司帶來更大的價值。實證結果發現，Panel A 的 Offer(C)、Offer(S)的係數分別為 0.028、0.222；Panel B 的係數則分別為 0.244、0.459，數據顯示 Offer(S)的係數明顯大於 Offer(C)。目標公司購併前三年的績效表現(EP)與超額價值則呈現不顯著的負相關，並不能充分解釋「坐在金礦上」(Sitting on the gold mine)的說法。目標公司可能藉由提高本身每股稅前盈餘(EPS)或利用其他方式讓自己股價被低估，使主併公司誤以為廉價買到金礦，造成主併公司在購併後價值減損。

表十二為相關購併迴歸模型的實證結果，Panel A 及 Panel B 之應變數分別為銷售乘數及 Tobin Q 之超額價值變化，自變數分別以購併前優異、相對規模比(RS)對超額價值變動(EV)的解釋能力最強，係數估

計值分別為-0.491、0.691，結果顯示購併前績效表現愈好的公司，購併後績效表現愈差，而目標公司與主併公司相對規模比則與超額價值呈現顯著正相關，代表相對規模比愈大，對超額價值愈有正面助益。雖然 Panel A 與 Panel B 的相對規模比(RS)符號並不一致，但是 Panel A 的該變數結果並不顯著，因此不能判定兩者結果互相矛盾，可能解釋原因與衡量超額價值(EV)方法不同有關。

在排除共變性之可能因變數後，表十二 panel A 的迴歸結果發現，公司購併後的規模(Size)對超額價值呈現顯著正相關，此結果與複合式購併相反。Panel A 及 Panel B 則發現，購併前主併公司之績效(EBITS)與超額價值(EV)變動呈現顯著正相關，此結果則與複合式購併相同。其他顯著的因素還包括目標公司購併前三年的績效表現(EP)和現金支付(Cash Offer)的方式，兩者皆與超額價值(EV)變動則呈現顯著的負相關，顯示目標公司在購併前努力裝扮自己，吸引心目中的白馬王子來臨，此與本章第三節之結論相互呼應。後者則說明若購併方式以現金支付，則購併後之超額價值下降，這和本章第四節之結論相同。這可能是主併公司支付過高的價格或主併公司誤以為買到「物超所值」蟾蜍所致。此外，Panel B 的實證結果也發現，購併前為價值型公司 D(V)，購併後之超額價值(EV)變化將顯著為正。

以相關購併樣本分析，自變數只有股權交換(Offer(S))未達統計顯著值，該變數與超額價值呈現不顯著負相關。Panel A、Panel B 的係數分別為-0.457、-1.441，顯示股權交換未必對公司價值有較佳的助益。

整體而言，表十一及十二之迴歸結果與前述之計算結果大致符合，其中最能解釋購併前後價值變化的因素為購併前公司所處的狀況，若在購併前為表現優異的公司，則其購併後的價值明顯下跌，反之亦然。

表一 樣本公司之敘述性統計分析

Panel A 觀察樣本數											
年	複合式購併					相關購併					未購併
	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	
1975-79	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1076
1980-82	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	865
1983-84	27	27	27	27	27	24	24	25	27	27	873
1985-86	13	13	14	16	16	17	21	24	24	24	992
1987-88	22	22	22	23	23	15	16	17	20	21	1150
1989-90	13	14	15	17	18	14	16	17	18	18	1248
1991-92	11	11	12	14	14	21	22	23	24	25	1521
1993-94	10	11	11	11	12	22	23	24	32	34	1993
1995-96	35	37	40	42	42	54	59	65	70	72	2545
1997-98	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3137
1999-01	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5989
全部樣本	140	144	150	159	162	176	190	204	224	230	21389

Panel B 公司財務變數					
變數		複合式購併 (n=144)		相關購併(n=190)	
		主併公司	目標公司	主併公司	目標公司
資產 單位(百萬)	1Q	258.1	32.7	210	23.9
	Med.	872.1	81.8	757.4	76.2
	3Q	2530.2	220.4	2873.5	256.9
	SD	3068.3	1149.6	6932.9	1069.2
銷售 單位(百萬)	1Q	293.6	36.5	210	23.9
	Med.	956.6	84.9	757.4	76.2
	3Q	3145.2	362.4	2873.5	256.9
	SD	6866.1	1177.3	6932.9	1069.2
EBIT 單位(百萬)	1Q	15.8	0.8	10.9	-0.7
	Med.	79.2	5.3	54	3.6
	3Q	274.7	18.7	243	16.9
	SD	590.6	164.6	670.2	90.9
資本 <sup>a</sup> 單位(百萬)	1Q	18.8	1.9	18.7	2.2
	Med.	80.2	6.4	85.6	6.3
	3Q	259.7	15.6	256.8	23.6
	SD	334.5	146	926.5	88.1

Panel C 目標公司/主併公司規模比 *b*

產業分類	SIC Codes	複合購併			相關購併				
		n	1Q	Med.	3Q	n	1Q	Med.	3Q
農礦業	1-14	6	0.256	0.35	0.409	14	0.128	0.374	0.675
建造業	15-17	-	-	-	-	1	0.078	0.078	0.078
食品業	20-21	2	0.528	0.536	0.545	8	0.205	0.281	0.389
林木業	22-27	6	0.288	0.595	0.602	15	0.108	0.22	0.422
石化業	28-32	13	0.03	0.086	0.311	15	0.055	0.136	0.531
金屬業	33-34, 39	14	0.029	0.088	0.261	12	0.496	0.639	1.317
高科技業	35-38, 48	51	0.042	0.151	0.327	56	0.092	0.218	0.647
運輸業	40-47	2	0.362	0.401	0.439	9	0.166	0.249	0.286
民生用品業	50-59	20	0.106	0.356	0.731	23	0.074	0.261	0.536
服務業	70-87	31	0.054	0.103	0.245	37	0.086	0.194	0.475
全部樣本		144	0.047	0.169	0.431	190	0.094	0.233	0.585

a. 資本為負債面值加市場權益價值

b. 規模比以購併當年度的前一年為計算基期，以目標公司資產除以主併公司的資產

表二 購併前後五年之超額價值

Panel A 超額價值 (資產乘數)											
年		-5	-4	-3	-2	-1	1	2	3	4	5
複合式購併 (N=140)	1Q	-0.409	-0.425	-0.404	-0.362	-0.395	-0.687	-0.769	-0.871	-0.914	-0.757
	MED	0.308 ***	0.170 ***	0.200 ***	0.149 ***	0.168 **	-0.082 *	-0.137 *	-0.136 ***	-0.082 **	-0.170 **
	Mean	0.333 ***	0.260 **	0.214 **	0.139	0.075	-0.241 *	-0.230 *	-0.390 ***	-0.369 ***	-0.435 ***
	3Q	0.962	0.891	0.840	0.787	0.794	0.523	0.580	0.344	0.509	0.561
	SD	1.399	1.368	1.304	1.289	1.194	1.394	1.507	1.549	1.587	1.802
相關購併 (N=176)	1Q	-0.352	-0.433	-0.501	-0.396	-0.337	-0.740	-0.750	-0.912	-0.818	-0.972
	MED	0.172 ***	0.105 **	0.033 *	0.056 *	0.147 **	-0.160 ***	-0.152 ***	-0.147 ***	-0.106 **	-0.118 *
	Mean	0.295 ***	0.207 **	0.144	0.137	0.187 **	-0.214 ***	-0.204 ***	-0.257 ***	-0.182 *	-0.137
	3Q	0.821	0.711	0.722	0.559	0.641	0.299	0.321	0.309	0.585	0.638
	SD	1.359	1.312	1.312	1.195	1.122	1.052	1.014	1.124	1.376	1.462
Panel B 超額價值 (銷售乘數)											
年		-5	-4	-3	-2	-1	1	2	3	4	5
複合式購併 (N=140)	1Q	-0.743	-0.771	-0.776	-0.823	-0.600	-0.810	-0.958	-1.085	-1.185	-1.229
	MED	-0.183	-0.145	-0.109	-0.123 *	-0.087	-0.235 ***	-0.421 ***	-0.381 ***	-0.269 ***	-0.341 ***
	Mean	-0.072	-0.115	-0.100	-0.129	-0.064	-0.336 ***	-0.362 ***	-0.495 ***	-0.511 ***	-0.596 ***
	3Q	0.663	0.724	0.689	0.591	0.688	0.371	0.372	0.294	0.319	0.389
	SD	1.431	1.357	1.327	1.301	1.276	1.462	1.579	1.634	1.669	1.879
相關購併 (N=176)	1Q	-0.648	-0.808	-0.738	-0.677	-0.576	-0.873	-0.826	-0.868	-0.979	-0.960
	MED	-0.031	-0.051	-0.102 *	-0.150 **	-0.028* *	-0.236 ***	-0.145 ***	-0.185 ***	-0.230 ***	-0.216 ***
	Mean	0.104	-0.007	-0.057	-0.109	-0.045	-0.305 ***	-0.263 ***	-0.354 ***	-0.331 ***	-0.295 **
	3Q	0.663	0.593	0.573	0.374	0.467	0.416	0.283	0.321	0.433	0.520
	SD	1.353	1.222	1.220	1.098	1.102	1.158	1.091	1.211	1.468	1.468



		Panel C 超額價值 (TobinQ)									
年		-5	-4	-3	-2	-1	1	2	3	4	5
複合式購併 (N=140)	1Q	-1.229	-1.290	-1.301	-1.327	-1.333	-1.297	-1.371	-1.332	-1.411	-1.447
	MED	-0.887 ***	-0.927 ***	-0.832 ***	-0.866 ***	-0.978 ***	-1.038 ***	-1.065 ***	-1.037 ***	-0.967 ***	-0.965 ***
	Mean	-0.089	-0.271	-0.345 *	-0.577 ***	-0.523 ***	-0.693 ***	-0.572 ***	-0.460	-0.712 ***	-0.740 ***
	3Q	-0.287	-0.461	-0.498	-0.440	-0.397	-0.606	-0.466	-0.622	-0.513	-0.467
	SD	2.858	2.562	2.275	1.520	1.806	1.501	2.350	3.377	1.633	1.861
相關購併 (N=176)	1Q	-1.451	-1.482	-1.470	-1.438	-1.458	-1.464	-1.365	-1.411	-1.429	-1.492
	MED	-0.990 ***	-1.034 ***	-1.109 ***	-1.047 ***	-0.997 ***	-1.061 ***	-1.032 ***	-1.060 ***	-0.968 ***	-0.898 ***
	Mean	-0.646 ***	-0.830 ***	-0.862 ***	-0.917 ***	-0.824 ***	-0.830 ***	-0.882 ***	-0.845 ***	-0.132 ***	0.059
	3Q	-0.556	-0.568	-0.623	-0.584	-0.571	-0.668	-0.684	-0.615	-0.445	-0.423
	SD	2.167	1.287	1.350	1.155	1.222	1.747	1.238	1.476	5.465	6.102

分別利用威爾克森符號順序檢定(Wilcoxon sign-rank test)及 t 檢定檢測中位數及平均數是否顯著異於零。\*\*\*, \*\*, \*分別表示 1%,5%,10% 的顯著水準。購併的發生期間為 1980~1996 年。

表三 購併前後四年之超額價值

Panel A 超額價值 (資產乘數)									
年		-4	-3	-2	-1	1	2	3	4
複合式購併 (N=144)	1Q	-0.369	-0.399	-0.367	-0.395	-0.680	-0.705	-0.781	-0.851
	MED	0.167 ***	0.176 ***	0.141 **	0.182 **	-0.080 *	-0.137 *	-0.136 ***	-0.077 **
	Mean	0.247 ***	0.196 *	0.110	0.074	-0.211 *	-0.222 *	-0.369 ***	-0.352 ***
	3Q	0.891	0.809	0.767	0.743	0.538	0.560	0.344	0.383
	SD	1.297	1.244	1.227	1.184	1.368	1.469	1.511	1.545
相關購併 (N=190)	1Q	-0.398	-0.500	-0.354	-0.346	-0.733	-0.725	-0.910	-0.786
	MED	0.190 ***	0.113 **	0.066 **	0.144 **	-0.170 ***	-0.165 ***	-0.163 ***	-0.103 **
	Mean	0.295 ***	0.200 **	0.177 **	0.188 **	-0.192 **	-0.182 **	-0.251 ***	-0.166 **
	3Q	0.873	0.781	0.648	0.636	0.324	0.314	0.318	0.584
	SD	1.355	1.329	1.192	1.106	1.037	1.006	1.108	1.344
Panel B 超額價值 (銷售乘數)									
年		-4	-3	-2	-1	1	2	3	4
複合式購併 (N=144)	1Q	-0.771	-0.807	-0.812	-0.663	-0.762	-0.928	-0.976	-1.055
	MED	-0.122 *	-0.100	-0.123 *	-0.129 *	-0.138 ***	-0.287 ***	-0.285 ***	-0.286 ***
	Mean	-0.113	-0.104	-0.123	-0.061	-0.305 **	-0.307 ***	-0.425 ***	-0.464 ***
	3Q	0.697	0.661	0.580	0.637	0.397	0.367	0.357	0.358
	SD	1.327	1.300	1.291	1.273	1.434	1.523	1.580	1.618
相關購併 (N=190)	1Q	-0.642	-0.682	-0.622	-0.549	-0.789	-0.748	-0.870	-0.941
	MED	0.041	-0.022	-0.140 *	-0.011	-0.209 ***	-0.141 ***	-0.181 ***	-0.155 ***
	Mean	0.106	0.021	-0.052	-0.017	-0.265 ***	-0.235 ***	-0.346 ***	-0.310 ***
	3Q	0.803	0.613	0.408	0.491	0.415	0.283	0.319	0.433
	SD	1.261	1.229	1.105	1.093	1.137	1.083	1.197	1.435

		Panel C 超額價值 (TobinQ)								
年		-4	-3	-2	-1	1	2	3	4	
複合式購併 (N=144)	1Q	-1.269	-1.293	-1.262	-1.314	-1.297	-1.342	-1.329	-1.382	
	MED	-0.897 **	-0.804 ***	-0.836 ***	-0.971 ***	-1.022 ***	-1.058 ***	-1.026 ***	-0.955 ***	
	Mean	0.009	-0.297	-0.549 ***	-0.524 ***	-0.669 ***	-0.483 **	-0.423 **	-0.684 **	
	3Q	-0.323	-0.243	-0.399	-0.386	-0.560	-0.453	-0.591	-0.494	
	SD	3.010	2.251	1.499	1.759	1.497	2.448	3.307	1.605	
相關購併 (N=190)	1Q	-1.456	-1.454	-1.425	-1.489	-1.457	-1.341	-1.411	-1.432	
	MED	-1.021 ***	-1.097 ***	-1.044 ***	-1.025 ***	-1.065 ***	-1.022 ***	-1.070 ***	-0.968 ***	
	Mean	-0.706 ***	-0.814 ***	-0.862 ***	-0.834 ***	-0.813 ***	-0.829 ***	-0.839 ***	-0.186	
	3Q	-0.538	-0.559	-0.584	-0.579	-0.651	-0.684	-0.620	-0.455	
	SD	1.471	1.368	1.248	1.203	1.739	1.474	1.488	5.295	

分別利用威爾克森符號順序檢定(Wilcoxon sign-rank test)及 t 檢定檢測中位數及平均數是否顯著異於零。\*\*\*, \*\*, \*分別表示 1%,5%,10% 的顯著水準。購併的發生期間為 1980~1996 年。

表四 購併前後三年之超額價值

Panel A 超額價值 (資產乘數)							
年		-3	-2	-1	1	2	3
複合式購併 (N=150)	1Q	-0.401	-0.399	-0.416	-0.685	-0.737	-0.810
	MED	0.117 ***	0.139 **	0.161 **	-0.088 *	-0.151 *	-0.149 ***
	Mean	0.163	0.080	0.046	-0.257 **	-0.263 **	-0.378 ***
	3Q	0.767	0.797	0.756	0.509	0.557	0.338
	SD	1.346	1.347	1.304	1.436	1.534	1.646
相關購併 (N=204)	1Q	-0.501	-0.404	-0.374	-0.759	-0.745	-0.914
	MED	0.105 **	0.054 *	0.109 **	-0.191 ***	-0.170 ***	-0.195 ***
	Mean	0.184 **	0.132	0.150 *	-0.229 ***	-0.219 ***	-0.274 ***
	3Q	0.785	0.622	0.621	0.334	0.315	0.312
	SD	1.330	1.210	1.124	1.077	1.054	1.151

Panel B 超額價值 (銷售乘數)							
年		-3	-2	-1	1	2	3
複合式購併 (N=150)	1Q	-0.780	-0.762	-0.663	-0.760	-0.910	-0.944
	MED	-0.104	-0.118	-0.148	-0.183 ***	-0.300 ***	-0.375 ***
	Mean	-0.130	-0.127	-0.093	-0.351 ***	-0.347 ***	-0.433 ***
	3Q	0.634	0.656	0.698	0.343	0.346	0.309
	SD	1.403	1.420	1.441	1.514	1.599	1.741
相關購併 (N=204)	1Q	-0.727	-0.673	-0.568	-0.859	-0.835	-0.906
	MED	-0.035	-0.146 **	-0.030 *	-0.236 ***	-0.169 ***	-0.204 ***
	Mean	-0.026	-0.115	-0.076	-0.310 ***	-0.270 ***	-0.373 ***
	3Q	0.593	0.384	0.452	0.413	0.292	0.318
	SD	1.227	1.094	1.063	1.182	1.126	1.227

Panel C 超額價值 (TobinQ)							
年		-3	-2	-1	1	2	3
複合式購併 (N=150)	1Q	-1.286	-1.257	-1.307	-1.293	-1.324	-1.332
	MED	-0.798 ***	-0.812 ***	-0.962 ***	-1.012 ***	-1.057 ***	-1.014 ***
	Mean	-0.162 *	-0.519 ***	-0.522 ***	-0.670 ***	-0.496 ***	-0.444 *
	3Q	-0.231	-0.365	-0.368	-0.543	-0.453	-0.574
	SD	2.536	1.494	1.722	1.465	2.394	3.233
相關購併 (N=204)	1Q	-1.432	-1.420	-1.458	-1.454	-1.338	-1.410
	MED	-1.065 ***	-1.044 ***	-0.993 ***	-1.061 ***	-1.022 ***	-1.065 ***
	Mean	-0.758 ***	-0.863 ***	-0.827 ***	-0.825 ***	-0.833 ***	-0.830 ***
	3Q	-0.527	-0.579	-0.575	-0.654	-0.675	-0.607
	SD	1.410	1.218	1.181	1.691	1.435	1.466

分別利用威爾克森符號順序檢定(Wilcoxon sign-rank test)及 t 檢定檢測中位數及平均數是否顯著異於零。\*\*\*, \*\*, \*分別表示 1%,5%,10%的顯著水準。購併的發生期間為 1980~1996 年。

表五 購併前後二年之超額價值

Panel A 超額價值 (資產乘數)					
年		-2	-1	1	2
複合式購併 (N=159)	1Q	-0.436	-0.469	-0.687	-0.769
	MED	0.112 **	0.070 *	-0.104 **	-0.152 **
	Mean	0.084	0.033	-0.251 **	-0.274 **
	3Q	0.691	0.693	0.458	0.498
	SD	1.172	1.137	1.288	1.412
相關購併 (N=224)	1Q	-0.389	-0.374	-0.806	-0.750
	MED	0.079 **	0.109 **	-0.191 ***	-0.168 ***
	Mean	0.142	0.125	-0.254 ***	-0.268 ***
	3Q	0.657	0.636	0.370	0.315
	SD	1.323	1.228	1.153	1.141

Panel B 超額價值 (銷售乘數)					
年		-2	-1	1	2
複合式購併 (N=159)	1Q	-0.657	-0.568	-0.874	-0.845
	MED	-0.075 *	-0.011 *	-0.236 ***	-0.183 ***
	Mean	-0.089	-0.069	-0.315 ***	-0.313 ***
	3Q	0.463	0.486	0.417	0.280
	SD	1.154	1.124	1.236	1.193
相關購併 (N=224)	1Q	-0.829	-0.773	-0.806	-0.764
	MED	-0.209 **	-0.284 **	-0.191 ***	-0.168 ***
	Mean	-0.224	-0.212	-0.275 ***	-0.290 ***
	3Q	0.406	0.381	0.370	0.315
	SD	1.240	1.126	1.209	1.190

Panel C 超額價值 (TobinQ)					
年		-2	-1	1	2
複合式購併 (N=159)	1Q	-1.277	-1.274	-1.296	-1.320
	MED	-0.812 ***	-0.939 ***	-0.977 ***	-1.057 ***
	Mean	-0.480 ***	-0.488 ***	-0.650 ***	-0.525 ***
	3Q	-0.350	-0.337	-0.541	-0.454
	SD	1.544	1.712	1.467	2.325
相關購併 (N=224)	1Q	-1.432	-1.458	-1.465	-1.366
	MED	-1.032 ***	-0.997 ***	-1.061 ***	-1.032 ***
	Mean	-0.801 ***	-0.825 ***	-0.821 ***	-0.841 ***
	3Q	-0.548	-0.555	-0.649	-0.675
	SD	1.315	1.184	1.651	1.425

分別利用威爾克森符號順序檢定(Wilcoxon sign-rank test)及 t 檢定檢測中位數及平均數是否顯著異於零。\*\*\*, \*\*, \*分別表示 1%,5%,10%的顯著水準。購併的發生期間為 1980~1996 年。

表六 購併前後一年之超額價值

Panel A 超額價值 (資產乘數)			
年		-1	1
複合式購併 (N=162)	1Q	-0.490	-0.680
	MED	0.077	-0.109 **
	Mean	-0.002	-0.275 **
	3Q	0.636	0.458
	SD	1.143	1.309
相關購併 (N=230)	1Q	-0.375	-0.800
	MED	0.122 *	-0.182 ***
	Mean	0.131	-0.258 ***
	3Q	0.657	0.385
	SD	1.263	1.211
Panel B 超額價值 (銷售乘數)			
年		-1	1
複合式購併 (N=162)	1Q	-0.680	-0.823
	MED	-0.186 **	-0.235 ***
	Mean	-0.131	-0.368 ***
	3Q	0.545	0.316
	SD	1.250	1.356
相關購併 (N=230)	1Q	-0.567	-0.874
	MED	-0.011	-0.226 ***
	Mean	-0.062	-0.322 ***
	3Q	0.519	0.434
	SD	1.139	1.289
Panel C 超額價值 (TobinQ)			
年		-1	1
複合式購併 (N=162)	1Q	-1.265	-1.305
	MED	-0.939 ***	-0.995 ***
	Mean	-0.452 ***	-0.665 ***
	3Q	-0.337	-0.543
	SD	1.775	1.464
相關購併 (N=230)	1Q	-1.458	-1.464
	MED	-0.993 ***	-1.049 ***
	Mean	-0.770 ***	-0.804 ***
	3Q	-0.527	-0.631
	SD	1.390	1.654

分別利用威爾克森符號順序檢定(Wilcoxon sign-rank test)及 t 檢定檢測中位數及平均數是否顯著異於零。\*\*\*, \*\*, \*分別表示 1%,5%,10%的顯著水準。購併的發生期間為 1980~1996 年。

表七 購併前後的超額價值變化

購併樣本期間為 1980~1996 年。EV 計算公式為  $EV_{jt} = \ln V_{jt} - \ln V_{jt}^*$ ，其中  $\ln V_{jt}^*$  為樣本公司 j 的估算價值。下表

為不同年度(T年)的超額價值變化，公式為：
$$\Delta EV_j(T) = \frac{1}{T} \left( \sum_{t=1}^T EV_{jt} - \sum_{t=-T}^{-1} EV_{jt} \right)$$

Panel A 資產的超額價值變化

ΔEV	複合式購併					相關購併				
	ΔEV(1)	ΔEV(2)	ΔEV(3)	ΔEV(4)	ΔEV(5)	ΔEV(1)	ΔEV(2)	ΔEV(3)	ΔEV(4)	ΔEV(5)
n	162	159	150	144	140	230	224	204	190	176
# neg.	107	107	101	96	95	155	154	133	122	111
1Q	-0.635	-0.761	-0.741	-0.851	-1.073	-0.758	-0.723	-0.731	-0.768	-0.822
Med.	-0.154 ***	-0.265 ***	-0.345 ***	-0.371 ***	-0.403 ***	-0.326 ***	-0.283 ***	-0.277 ***	-0.297 ***	-0.296 ***
Mean	-0.273 ***	-0.321 ***	-0.394 ***	-0.443 ***	-0.537 ***	-0.390 ***	-0.391 ***	-0.396 ***	-0.413 ***	-0.393 ***
3Q	0.237	0.223	0.172	0.142	0.072	0.130	0.115	0.155	0.207	0.266
SD	0.852	0.903	0.926	0.982	1.063	1.048	1.040	1.008	1.077	1.101

Panel B 銷售的超額價值變化

$\Delta EV$	複合式購併					相關購併				
	$\Delta EV(1)$	$\Delta EV(2)$	$\Delta EV(3)$	$\Delta EV(4)$	$\Delta EV(5)$	$\Delta EV(1)$	$\Delta EV(2)$	$\Delta EV(3)$	$\Delta EV(4)$	$\Delta EV(5)$
n	162	159	150	144	140	230	224	204	190	176
# neg.	97	94	88	83	67	150	148	124	120	108
1Q	-0.522	-0.613	-0.629	-0.660	-0.755	-0.656	-0.598	-0.690	-0.735	-0.763
Med.	-0.129 ***	-0.099 ***	-0.111 ***	-0.138 ***	-0.221 ***	-0.203 ***	-0.258 ***	-0.262 ***	-0.277 ***	-0.243 ***
Mean	-0.237 ***	-0.233 ***	-0.259 ***	-0.276 ***	-0.343 ***	-0.261 ***	-0.235 ***	-0.245 ***	-0.295 ***	-0.277 ***
3Q	0.266	0.320	0.264	0.294	0.907	0.143	0.231	0.222	0.270	0.285
SD	0.862	0.842	0.839	0.854	0.907	0.753	0.756	0.803	0.876	0.954

Panel C TobinQ的超額價值變化

$\Delta EV$	複合式購併					相關購併				
	$\Delta EV(1)$	$\Delta EV(2)$	$\Delta EV(3)$	$\Delta EV(4)$	$\Delta EV(5)$	$\Delta EV(1)$	$\Delta EV(2)$	$\Delta EV(3)$	$\Delta EV(4)$	$\Delta EV(5)$
n	162	159	150	144	140	230	224	204	190	176
# neg.	90	85	83	77	71	130	115	101	89	86
1Q	-0.410	-0.383	-0.493	-0.509	-0.473	-0.395	-0.327	-0.374	-0.358	-0.404
Med.	-0.095 **	-0.027	-0.064 *	-0.026 *	-0.032 *	-0.084 *	-0.009	0.012	0.044	0.037
Mean	-0.213 ***	-0.104	-0.136	-0.225 *	-0.275	-0.034	-0.018	-0.013	0.137	0.290
3Q	0.242	0.285	0.279	0.319	0.328	0.278	0.288	0.346	0.448	0.498
SD	1.212	1.267	1.565	1.460	1.541	1.232	1.061	1.123	1.725	2.515

分別利用威爾克森符號順序檢定(Wilcoxon sign-rank test)及 t 檢定檢測中位數及平均數是否顯著異於零。\*\*\*, \*\*, \*分別表示 1%,5%,10% 的顯著水準。購併的發生期間為 1980~1996 年。



表八 目標公司的超額價值

購併樣本期間為 1980~1996 年。表八根據複合式購併與相關購併，將目標公司分成兩群，並進一步將目標公司產業分為十大類(依據產業代碼(SIC code)，統計目標公司購併前三年的 EP ( earnings per share/stock price ) 及目標公司購併前三年的 EV。

Panel A 目標公司購併前三年的市場績效									
產業分類	SIC Codes	複合式購併				相關購併			
		n	EP Median (%) <sup>a</sup>			n	EP Median (%)		
			-3	-2	-1		-3	-2	-1
農礦業	1-14	6	0.389	0.541	0.54	11	0.835	0.985	0.919
建造業	15-17	-	-	-	-	1	0.074	0.067	0.067
食品業	20-21	1	0.531	0.502	0.556	5	0.366	0.249	0.35
林木業	22-27	5	0.42	0.391	0.365	11	0.678	0.857	1.035
石化業	28-32	12	0.406	0.609	0.432	12	0.441	0.607	0.544
金屬業	33-34, 39	12	0.431	0.251	0.288	8	0.858	0.795	0.722
高科技業	35-38, 48	45	0.567	0.783	1.029	43	0.789	0.789	0.889
運輸業	40-47	2	1.088	2.269	2.762	6	0.916	1.091	0.893
民生用品業	50-59	18	0.681	0.778	0.807	15	0.352	0.849	0.571
服務業	70-87	30	0.689	0.753	0.887	32	0.73	0.929	0.961
全部樣本		131	0.541	0.652	0.749	144	0.342	0.808	0.822

a 目標公司購併前三年度的平均 EP(earnings per share/stock price)

Panel B 目標公司購併前之EV (Sales)

產業分類	SIC Codes	複合式購併					相關購併				
		n	-4	-3	-2	-1	n	-4	-3	-2	-1
農礦業	1-14	6	-2.317	-2.288	-2.153	-1.676	14.000	-0.505	-1.074	-0.861	-0.701
建造業	15-17	-	-	-	-	-	1.000	0.333	0.301	-0.039	0.095
食品業	20-21	2	-0.763	-0.130	-0.286	-0.608	8.000	-0.064	-0.057	-0.366	-0.229
林木業	22-27	6	-0.866	-0.691	-0.224	-0.274	15.000	-0.324	-0.459	-0.407	0.054
石化業	28-32	13	-0.447	-0.512	-0.033	-0.065	15.000	0.240	0.074	-0.072	0.040
金屬業	33-34, 39	14	0.075	-0.316	0.143	-0.182	12.000	-0.210	-0.303	-0.300	-0.041
高科技業	35-38, 48	51	-0.058	-0.188	-0.076	-0.366	56.000	-0.029	0.091	-0.229	-0.097
運輸業	40-47	2	0.160	0.368	0.186	0.367	9.000	0.664	0.184	-0.139	-0.503
民生用品業	50-59	20	-0.941	-0.611	-0.476	-0.530	23.000	0.282	-0.156	0.068	-0.188
服務業	70-87	31	-0.260	-0.107	-0.349	-0.172	37.000	0.215	-0.138	-0.140	-0.188
全部樣本		144	-0.343 ***	-0.257 ***	-0.200 ***	-0.347 ***	190	-0.024 *	-0.117	-0.214 **	-0.156 *

Panel C 目標公司購併前之EV (TobinQ)

產業分類	SIC Codes	複合式購併					相關購併				
		n	-4	-3	-2	-1	n	-4	-3	-2	-1
農礦業	1-14	6	-0.563	-0.313	-0.088	-0.394	14.000	-1.216	-1.382	-1.383	-1.420
建造業	15-17	-	-	-	-	-	1.000	-1.135	-1.220	-1.502	-0.569
食品業	20-21	2	-1.397	-1.227	-1.305	-1.139	8.000	-1.278	-1.463	-1.411	-1.227
林木業	22-27	6	-1.624	-1.650	-1.131	-1.163	15.000	-1.166	-1.183	-1.231	-1.107
石化業	28-32	13	-1.175	-1.209	-1.182	-1.150	15.000	-1.346	-1.522	-1.302	-1.218
金屬業	33-34, 39	14	-0.904	-0.848	-0.725	-0.810	12.000	-0.955	-0.990	-1.166	-0.921
高科技業	35-38, 48	51	-0.979	-1.121	-1.054	-1.167	56.000	-1.198	-1.236	-1.315	-1.209
運輸業	40-47	2	-0.165	0.060	-0.142	-0.225	9.000	-0.956	-1.112	-0.756	-0.641
民生用品業	50-59	20	-0.818	-1.009	-1.014	-0.939	23.000	-1.110	-1.075	-1.172	-1.107
服務業	70-87	31	-0.531	-0.697	-0.652	-0.820	37.000	-0.859	-1.162	-1.105	-1.173
全部樣本		144	-0.876 ***	-1.017 ***	-0.881 ***	-0.963 ***	190	-1.143 ***	-1.209 ***	-1.204 ***	-1.253 ***

表八以購併事件前後四年財報資料完整的公司為樣本進行分析，並利用威爾克森符號順序檢定(Wilcoxon sign-rank test)檢測全部樣本之中位數是否顯著異於零；利用 t 檢定檢測全部樣本之平均數是否顯著異於零。\*\*\*, \*\*, \*分別表示 1%,5%,10%的顯著水準。

表九 價值 優異公司購併前後之價值變化

表九以購併事件前後四年財報資料完整的公司作為樣本，將購併前四年的 EV 平均後，將之分為三群，分別為價值(Glamour)、普通、價值(Value)，進而比較此三類型公司在購併後之 EV 表現。

Panel A 購併前四年的資產EV平均									
ΔEV		複合式購併(n=144)				相關購併(n=190)			
		ΔEV(1)	ΔEV(2)	ΔEV(3)	ΔEV(4)	ΔEV(1)	ΔEV(2)	ΔEV(3)	ΔEV(4)
Value	1Q	-0.529	-0.609	-0.675	-0.340	-0.174	-0.100	-0.017	-0.045
	Median	-0.086	-0.107	-0.075	0.004	0.155	0.294	0.336	0.421
	Mean	-0.226	-0.188	-0.172	-0.068	0.153	0.299	0.359	0.380
	3Q	0.183	0.246	0.341	0.357	0.621	0.627	0.668	0.771
	Stdev	0.964	0.985	0.979	0.887	0.620	0.591	0.640	0.722
Med	1Q	-0.795	-0.771	-0.678	-0.778	-0.394	-0.340	-0.365	-0.446
	Median	-0.243	-0.219	-0.240	-0.162	-0.071	-0.072	-0.054	0.062
	Mean	-0.318	-0.320	-0.334	-0.270	-0.091	-0.053	-0.064	-0.041
	3Q	0.236	0.275	0.132	0.298	0.261	0.291	0.437	0.395
	Stdev	0.965	0.968	0.929	0.817	0.571	0.600	0.637	0.693
Glamour	1Q	-0.598	-0.794	-1.123	-0.915	-0.570	-0.656	-0.728	-0.775
	Median	-0.247	-0.419	-0.574	-0.284	-0.214	-0.320	-0.401	-0.470
	Mean	-0.358	-0.500	-0.700	-0.497	-0.223	-0.338	-0.422	-0.446
	3Q	-0.034	0.073	-0.082	0.158	0.111	0.080	-0.006	0.092
	Stdev	0.607	0.793	0.858	0.869	0.584	0.637	0.738	0.773

Panel B 購併前四年的銷售EV平均

$\Delta EV$		複合式購併(n=144)				相關購併(n=190)			
		$\Delta EV(1)$	$\Delta EV(2)$	$\Delta EV(3)$	$\Delta EV(4)$	$\Delta EV(1)$	$\Delta EV(2)$	$\Delta EV(3)$	$\Delta EV(4)$
Value	1Q	-0.380	-0.477	-0.515	-0.611	-0.362	-0.152	-0.071	-0.226
	Median	-0.118	-0.051	0.026	-0.003	0.117	0.301	0.313	0.438
	Mean	-0.315	-0.194	-0.202	-0.229	0.152	0.324	0.361	0.373
	3Q	0.217	0.364	0.268	0.250	0.649	0.809	0.826	0.829
	Stdev	1.143	0.987	0.942	0.962	0.755	0.754	0.783	0.849
Med	1Q	-0.360	-0.423	-0.497	-0.347	-0.186	-0.219	-0.193	-0.152
	Median	-0.099	0.011	-0.085	-0.068	0.109	0.201	0.159	0.111
	Mean	-0.032	-0.037	-0.077	-0.058	0.103	0.159	0.149	0.149
	3Q	0.312	0.324	0.305	0.316	0.423	0.475	0.528	0.496
	Stdev	0.519	0.589	0.605	0.599	0.575	0.561	0.646	0.690
Glamour	1Q	-0.960	-1.044	-1.093	-1.099	-0.643	-0.890	-0.993	-1.102
	Median	-0.331	-0.258	-0.438	-0.492	-0.309	-0.359	-0.555	-0.502
	Mean	-0.401	-0.436	-0.513	-0.592	-0.279	-0.372	-0.507	-0.580
	3Q	0.166	0.161	0.135	0.221	0.002	-0.017	0.030	0.002
	Stdev	0.744	0.854	0.876	0.888	0.579	0.640	0.717	0.803

Panel C 購併前四年的銷售TobinQ

$\Delta EV$		複合式購併(n=144)				相關購併(n=190)			
		$\Delta EV(1)$	$\Delta EV(2)$	$\Delta EV(3)$	$\Delta EV(4)$	$\Delta EV(1)$	$\Delta EV(2)$	$\Delta EV(3)$	$\Delta EV(4)$
Value	1Q	-0.106	-0.027	-0.022	-0.013	0.007	0.092	0.056	0.087
	Median	0.148	0.106	0.163	0.165	0.196	0.193	0.223	0.228
	Mean	0.162	0.227	0.238	0.264	0.170	0.200	0.209	0.214
	3Q	0.342	0.389	0.450	0.540	0.353	0.357	0.380	0.438
	Stdev	0.470	0.441	0.430	0.620	0.293	0.305	0.327	0.341
Med	1Q	-0.317	-0.371	-0.475	-0.403	-0.130	-0.070	-0.074	-0.093
	Median	-0.165	-0.156	-0.131	-0.091	0.011	0.084	0.055	0.053
	Mean	-0.097	-0.063	-0.085	-0.064	0.040	0.093	0.108	0.122
	3Q	0.076	0.132	0.118	0.123	0.157	0.193	0.244	0.292
	Stdev	0.556	0.565	0.523	0.480	0.255	0.304	0.352	0.415
Glamour	1Q	-1.068	-0.934	-1.211	-1.127	-0.328	-0.392	-0.348	-0.334
	Median	-0.317	-0.252	-0.324	-0.552	-0.057	-0.097	-0.124	-0.111
	Mean	-0.494	-0.282	-0.359	-0.873	-0.075	-0.122	-0.165	-0.155
	3Q	0.167	0.258	0.237	0.140	0.165	0.115	0.163	0.201
	Stdev	1.590	1.994	2.455	2.263	0.454	0.469	0.508	0.519

表十 購併支付方式對超額價值變化的影響

表十以購併事件前後四年財報資料完整的公司作為樣本，按購併支付方式將樣本分為三類，分別為現金 (Cash offer) 支付、混合、換股支付 (Stock offer)，並比較不同支付方式在購併後之 EV 表現。

Panel A 購併支付方式對EV(資產乘數)的影響										
Δ EV		複合式購併(n=144)				相關購併(n=190)				
		Δ EV(1)	Δ EV(2)	Δ EV(3)	Δ EV(4)	Δ EV(1)	Δ EV(2)	Δ EV(3)	Δ EV(4)	
Cash offer (n=44)	1Q	-0.524	-0.527	-0.683	-0.719	Cash offer (n=56)	-0.619	-0.715	-0.637	-0.719
	Median	-0.239	-0.124	-0.104	0.018		-0.364	-0.321	-0.327	-0.184
	Mean	-0.138	-0.067	-0.154	-0.176		-0.348	-0.372	-0.402	-0.458
	3Q	0.201	0.370	0.341	0.291		0.108	0.153	0.161	0.146
	Stdev	0.673	0.739	0.827	0.922		0.804	0.838	0.923	0.983
Mix (n=42)	1Q	-0.524	-0.572	-0.675	-0.630	Mix (n=76)	-0.633	-0.726	-0.787	-0.887
	Median	-0.106	-0.148	-0.128	-0.369		-0.280	-0.186	-0.266	-0.318
	Mean	-0.284	-0.286	-0.357	-0.388		-0.290	-0.338	-0.384	-0.359
	3Q	0.231	0.223	0.139	0.123		0.171	0.063	0.159	0.212
	Stdev	0.933	0.925	0.865	0.884		0.881	0.898	0.929	0.968
Stock offer (n=58)	1Q	-0.346	-0.416	-0.469	-0.588	Stock offer (n=58)	-0.568	-0.603	-0.748	-0.750
	Median	-0.071	0.002	-0.025	-0.118		-0.098	-0.184	-0.287	-0.372
	Mean	-0.070	-0.071	-0.102	-0.153		-0.277	-0.334	-0.419	-0.465
	3Q	0.355	0.396	0.368	0.329		0.177	0.118	0.124	0.061
	Stdev	0.663	0.659	0.687	0.725		0.871	0.853	0.885	0.908

Panel B 購併支付方式對EV(銷售乘數)的影響

$\Delta EV$		複合式購併(n=144)				相關購併(n=190)				
		$\Delta EV(1)$	$\Delta EV(2)$	$\Delta EV(3)$	$\Delta EV(4)$	$\Delta EV(1)$	$\Delta EV(2)$	$\Delta EV(3)$	$\Delta EV(4)$	
Cash offer (n=44)	1Q	-0.297	-0.258	-0.373	-0.440	Cash offer (n=56)	-0.469	-0.616	-0.757	-0.813
	Median	-0.126	0.010	-0.110	0.036		-0.194	-0.301	-0.288	-0.284
	Mean	-0.054	-0.001	-0.098	-0.131		-0.090	-0.170	-0.265	-0.381
	3Q	0.089	0.329	0.351	0.307		0.407	0.385	0.277	0.085
	Stdev	0.392	0.519	0.674	0.778		0.693	0.634	0.635	0.650
Mix (n=42)	1Q	-0.592	-0.614	-0.581	-0.678	Mix (n=76)	-0.872	-0.699	-0.782	-0.770
	Median	-0.250	-0.212	-0.179	-0.211		-0.344	-0.311	-0.321	-0.321
	Mean	-0.322	-0.283	-0.289	-0.277		-0.411	-0.389	-0.443	-0.373
	3Q	0.227	0.351	0.189	0.258		0.026	-0.011	0.098	0.151
	Stdev	1.012	0.916	0.855	0.905		0.816	0.786	0.871	0.818
Stock offer (n=58)	1Q	-0.348	-0.467	-0.468	-0.310	Stock offer (n=58)	-0.578	-0.547	-0.790	-0.762
	Median	0.155	0.235	0.135	-0.013		-0.230	-0.232	-0.297	-0.324
	Mean	-0.037	0.010	-0.016	-0.102		-0.216	-0.242	-0.336	-0.387
	3Q	0.474	0.485	0.550	0.405		0.165	0.138	0.196	0.191
	Stdev	0.702	0.724	0.749	0.769		0.569	0.650	0.766	0.825



Panel C 購併支付方式對EV(TobinQ)的影響

$\Delta EV$		複合式購併(n=144)				相關購併(n=190)				
		$\Delta EV(1)$	$\Delta EV(2)$	$\Delta EV(3)$	$\Delta EV(4)$	$\Delta EV(1)$	$\Delta EV(2)$	$\Delta EV(3)$	$\Delta EV(4)$	
Cash offer (n=44)	1Q	-0.290	-0.266	-0.226	-0.371					
	Median	-0.147	-0.027	0.024	0.040	Cash offer (n=56)	-0.030	-0.028	-0.013	-0.014
	Mean	0.026	0.262	0.274	0.136		0.102	0.175	0.149	0.073
	3Q	0.244	0.334	0.282	0.359		0.331	0.443	0.417	0.479
	Stdev	0.749	0.923	1.171	0.778		1.129	1.324	1.122	0.816
Mix (n=42)	1Q	-0.399	-0.427	-0.407	-0.592					
	Median	-0.164	-0.009	0.012	-0.031	Mix (n=76)	-0.040	0.021	0.052	0.092
	Mean	-0.283	-0.286	-0.323	-0.306		-0.036	-0.104	-0.149	0.276
	3Q	0.157	0.143	0.247	0.196		0.232	0.214	0.277	0.459
	Stdev	1.241	1.258	1.458	1.577		0.522	0.658	0.880	2.498
Stock offer (n=58)	1Q	-0.509	-0.603	-0.625	-0.567					
	Median	0.039	0.096	-0.096	-0.011	Stock offer (n=58)	-0.042	0.037	-0.054	-0.075
	Mean	-0.029	0.301	0.338	-0.075		0.262	0.150	0.023	-0.085
	3Q	0.712	0.680	0.703	0.474		0.477	0.439	0.445	0.422
	Stdev	1.158	1.542	1.915	1.596		2.095	1.931	2.000	1.817

表十一 複合式購併和公司特性對超額價值之影響

Panel A：自變數為 $\Delta EV(4)$ of Sales(購併前後四年之超額價值變化)											
Variable	Intercept	Size	EBITS	EP	RS	D(V)	D(G)	Offer(C)	Offer(S)	R-squr	obs
$\Delta EV(4)$	0.188	-0.276	0.765	-0.041	0.002	0.025	-0.626	0.028	0.222	0.236	131
(p-value)	-0.256	0.615	0.021 **	0.199	0.563	0.175	0.001 ***	0.876	0.273		
	-0.069		0.571		0.003	0.021	-0.565	0.067	0.285	0.105	131
(p-value)	0.679		0.097 *		0.502	0.279	0.005 ***	0.724	0.145		
	0.175	-0.246		-0.048		0.018	-0.555	0.038	0.241	0.193	131
(p-value)	0.316	0.001 ***		0.145		0.328	0.003 ***	0.830	0.201		
Panel B：自變數為 $\Delta EV(4)$ of TobinQ(購併前後四年之超額價值變化)											
Variable	Intercept	Size	EBITS	EP	RS	D(V)	D(G)	Offer(C)	Offer(S)	R-squr	obs
$\Delta EV(4)$	-0.190	0.064	0.599	-0.051	0.006	0.252	-0.605	0.244	0.459	0.022	131
(p-value)	0.537	0.624	0.328	0.388	0.384	0.462	0.076 *	0.455	0.180		
	-0.054		0.630		0.006	-0.154	-0.704	0.306	0.359	0.073	131
(p-value)	0.851		0.285		0.425	0.647	0.039 **	0.346	0.285		
	-0.046	0.073		-0.058		-0.087	-0.654	0.364	0.443	0.070	131
(p-value)	0.884	0.579		0.327		0.792	0.053 *	0.259	0.193		

公司規模(Size)為公司購併後一年至四年的平均資產(Assets)，EBITS 為主併公司購併前一至三年的息前稅前盈餘(EBIT)除以銷售額。 $EP_{target}$  為目標公司購併前一至三年之「益本比」。相對規模(RS)以購併當年度的前一年為計算基期，以目標公司資產除以主併公司的資產。D(V)、D(G)分別代表主併公司在購併前為價值(Value)、優異(Glamour)的公司。Offer(C)、Offer(S)分別代表公司購併支付方式為現金及股權交換。

表十二 相關購併和公司特性對超額價值之影響

Panel A：自變數為 $\Delta EV(4)$  of Sales(購併前後四年之超額價值變化)

Variable	Intercept	Size	EBITS	EP	RS	D(V)	D(G)	Offer(C)	Offer(S)	R-squr	obs
$\Delta EV(4)$	0.312	0.040	1.325	-0.207	-0.089	0.104	-0.491	-0.553	-0.457	0.173	144
(p-value)	0.676	0.717	0.476	0.897	0.483	0.613	0.000 ***	0.456	0.549		
	0.346		1.094		-0.092	0.170	-0.369	-0.499	-0.260	0.137	144
(p-value)	0.018 **		0.009 ***		0.547	0.491	0.020 **	0.005 ***	0.150		
	0.322	0.008 ***		-0.957		0.131	-0.357	-0.482	-0.274	0.134	144
(p-value)	0.022 **	0.508		0.008 ***		0.599	0.024 **	0.006 ***	0.130		

Panel B：自變數為 $\Delta EV(4)$  of TobinQ(購併前後四年之超額價值變化)

Variable	Intercept	Size	EBITS	EP	RS	D(V)	D(G)	Offer(C)	Offer(S)	R-squr	obs
$\Delta EV(4)$	0.914	-0.163	6.248	-3.792	0.691	0.896	-0.445	-1.161	-1.441	0.162	144
(p-value)	0.630	0.559	0.133	0.293	0.033 **	0.028 **	0.218	0.536	0.454		
	-0.303		1.982		0.725	0.911	-0.479	0.006	-0.181	0.153	144
(p-value)	0.347		0.024 **		0.021 **	0.024 **	0.180	0.987	0.623		
	0.002	-0.145		-1.562		0.050	-0.101	-1.002	-0.401	0.117	144
(p-value)	0.994	0.607		0.046 **		0.892	0.787	0.015 **	0.269		

公司規模(Size)為公司購併後一年至四年的平均資產(Assets)，EBITS 為主併公司購併前一至三年的息前稅前盈餘(EBIT)除以銷售額。 $EP_{target}$  為目標公司購併前一至三年之「益本比」。相對規模(RS)以購併當年度的前一年為計算基期，以目標公司資產除以主併公司的資產。D(V)、D(G)分別代表主併公司在購併前為價值(Value)、優異(Glamour)的公司。Offer(C)、Offer(S)分別代表公司購併支付方式為現金及股權交換。

圖 4.1 購併前後五年超額價值之中位數

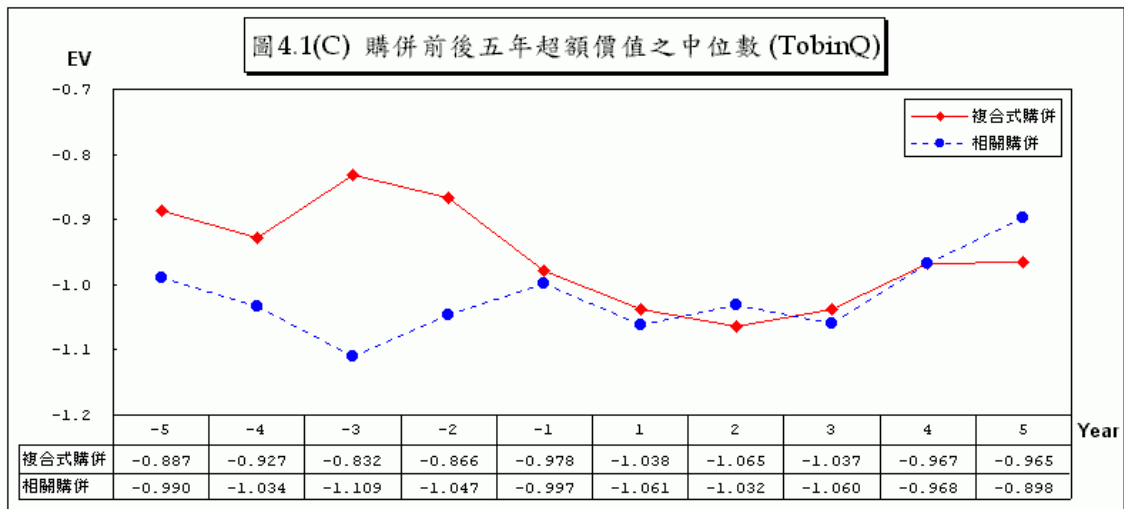
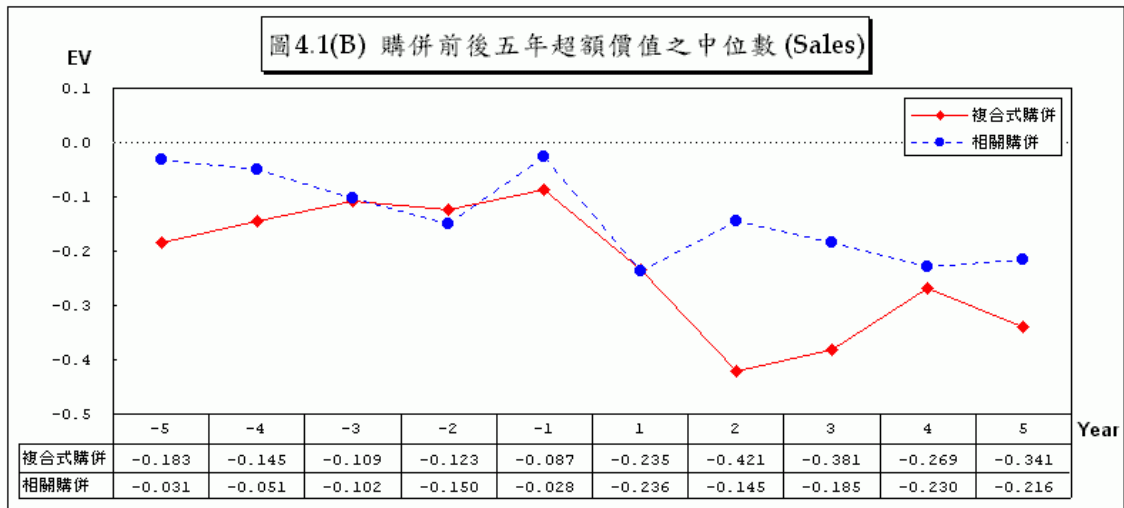
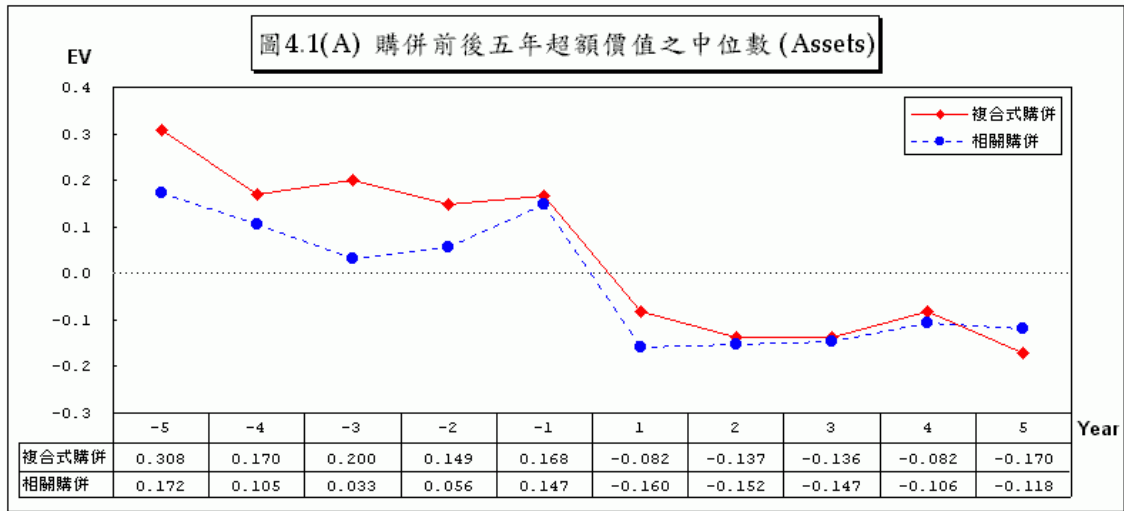


圖 4.2 購併前後四年超額價值之中位數

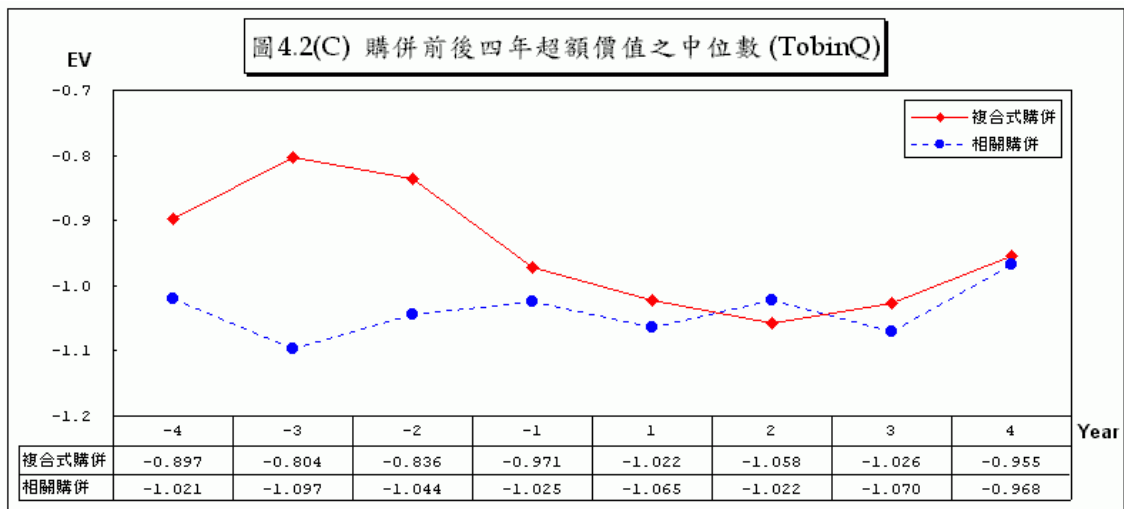
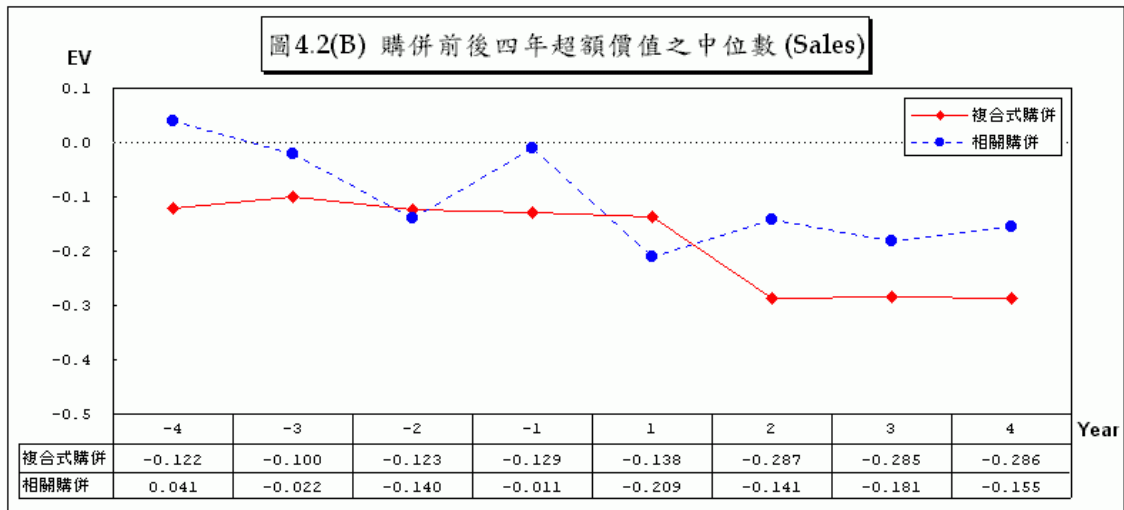
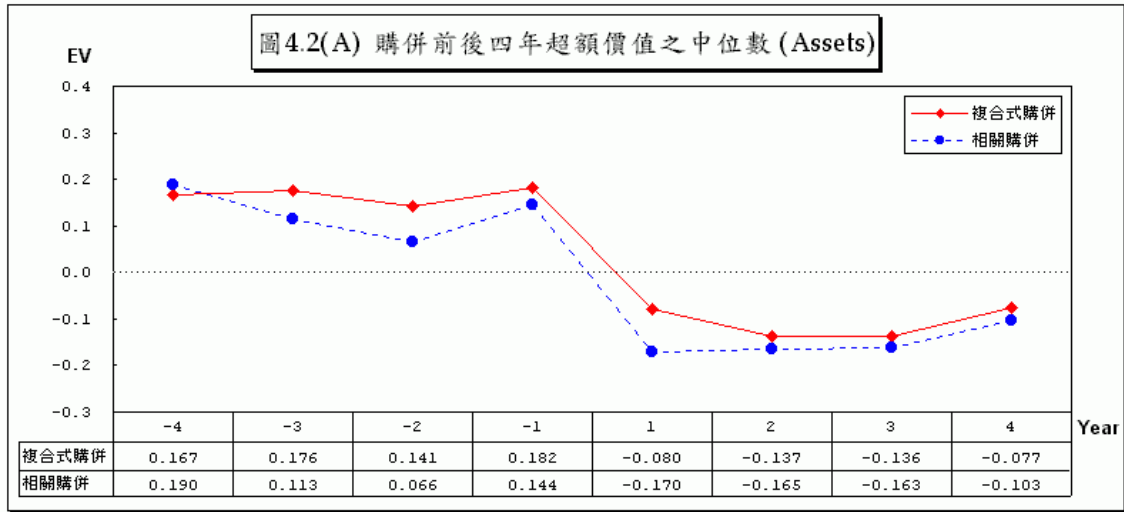


圖 4.3 購併前後三年超額價值之中位數

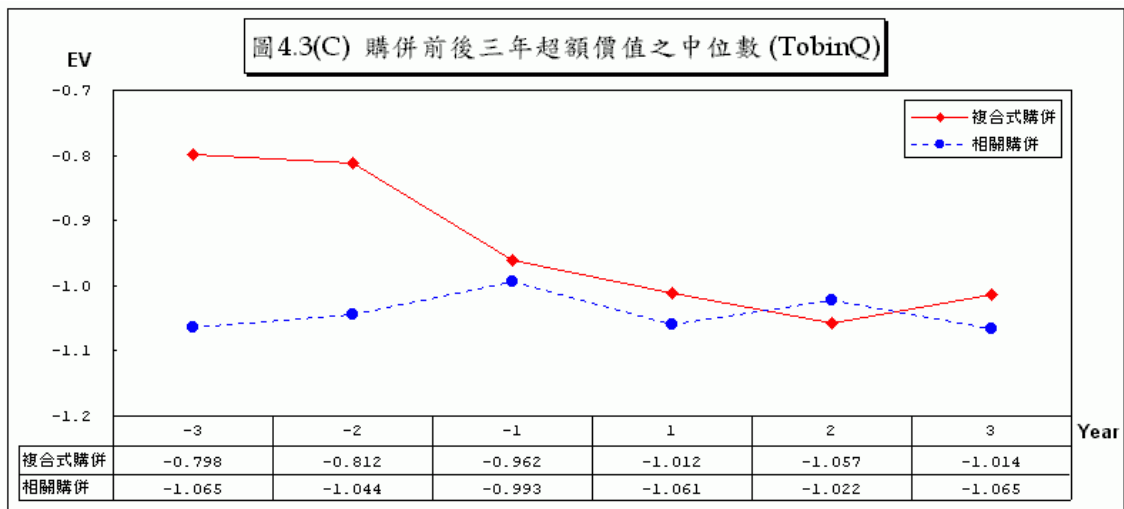
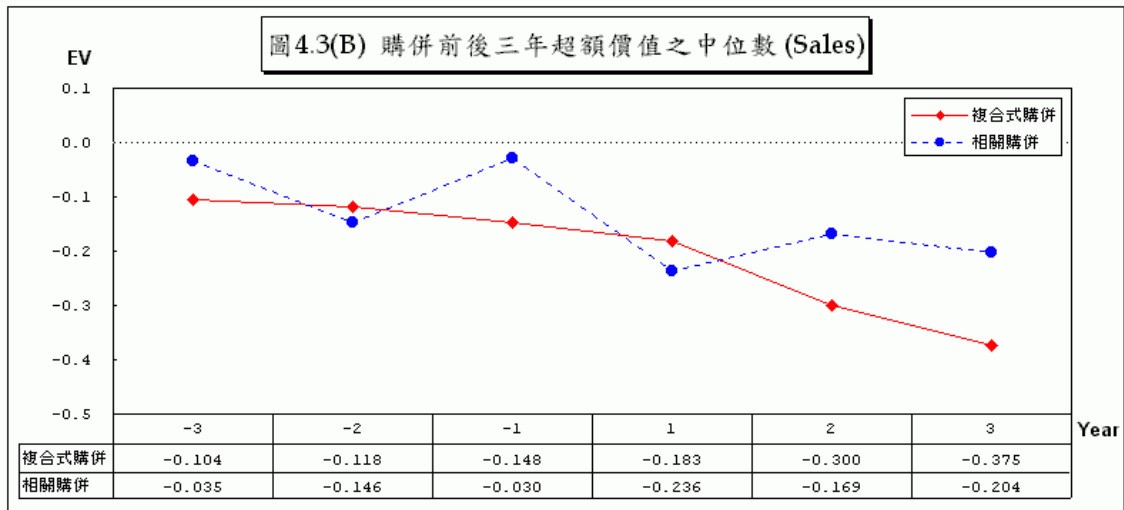
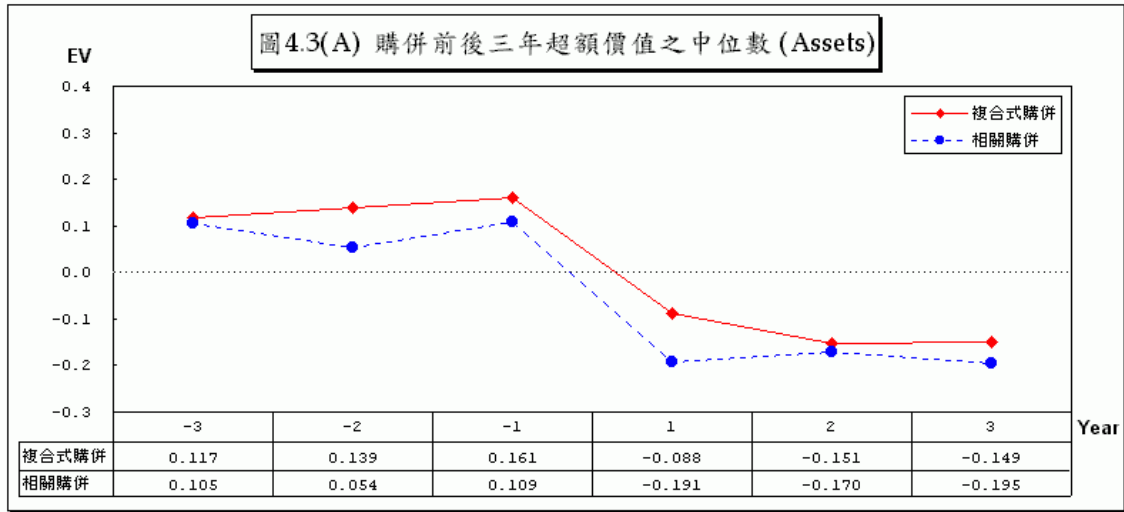


圖 4.4 購併前後二年超額價值之中位數

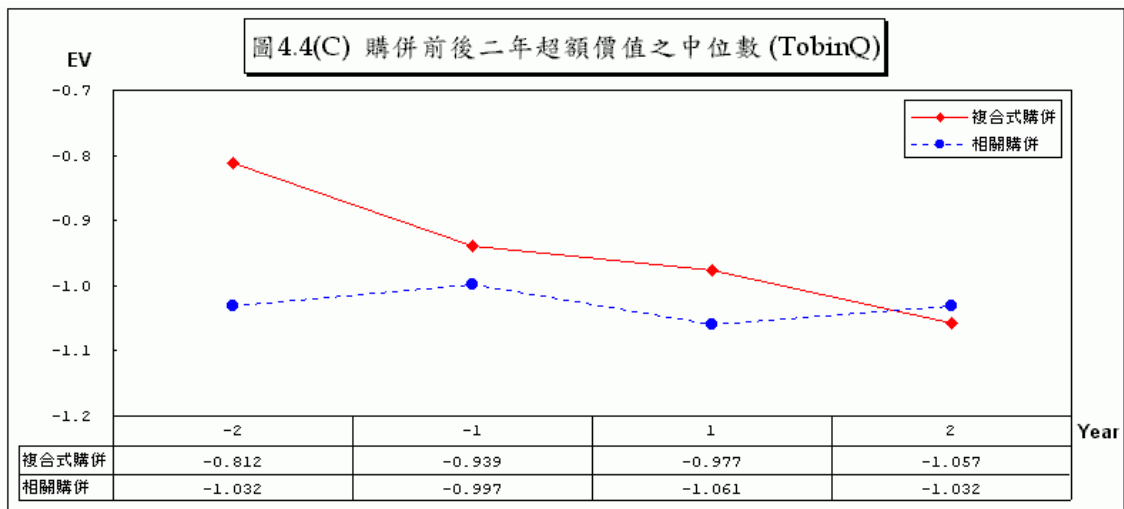
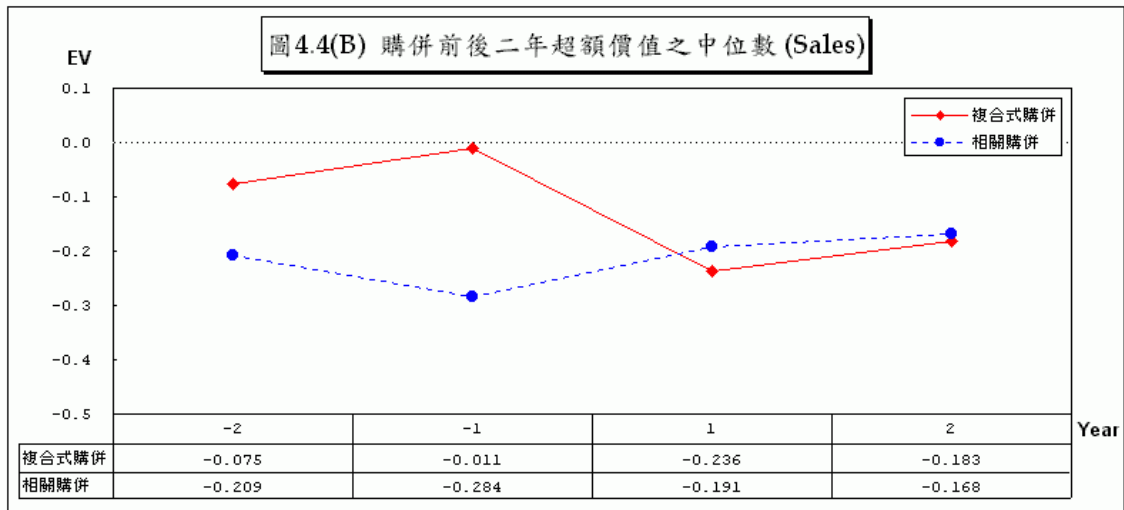
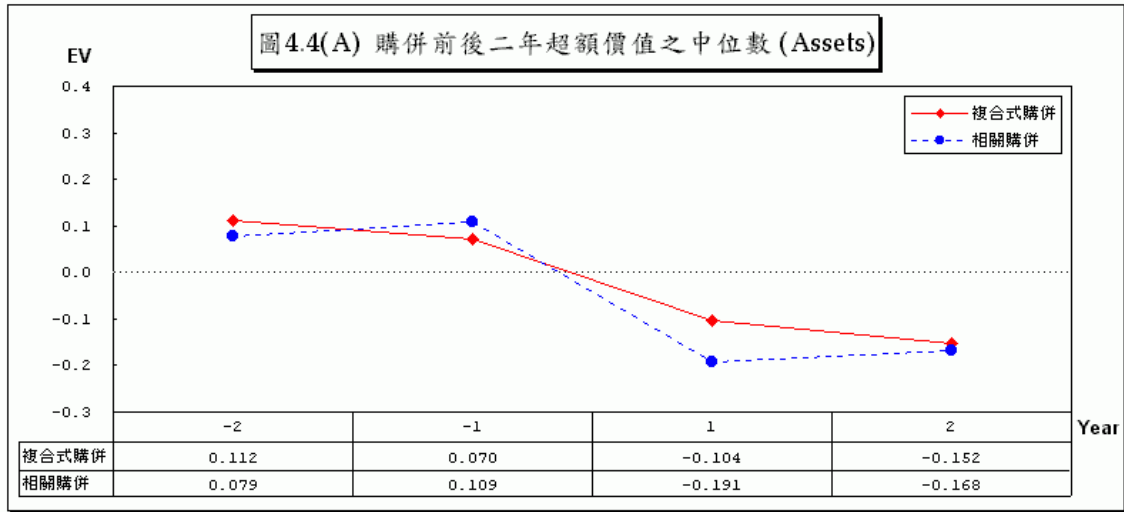


圖 4.5 購併前後一年超額價值之中位數

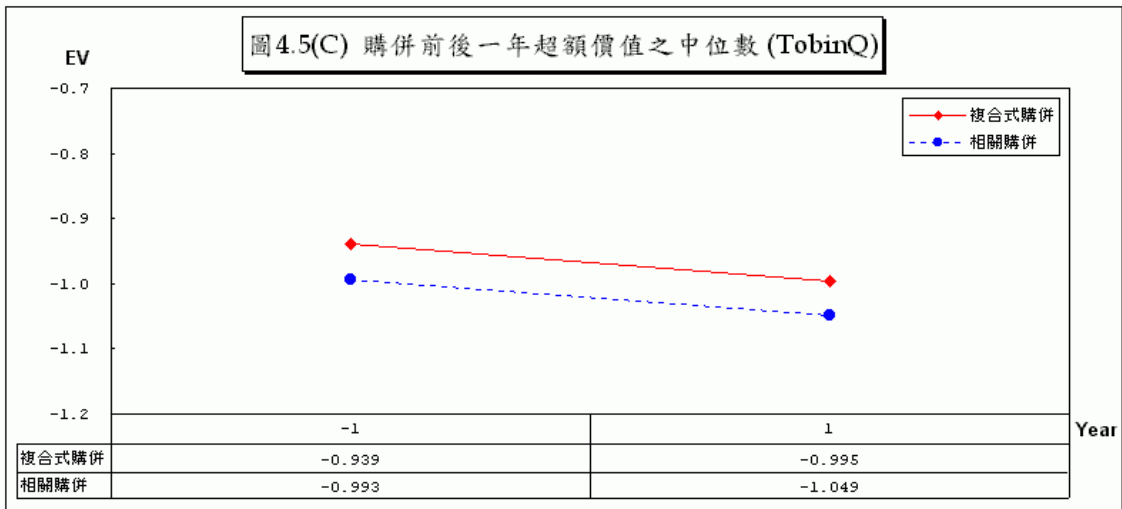
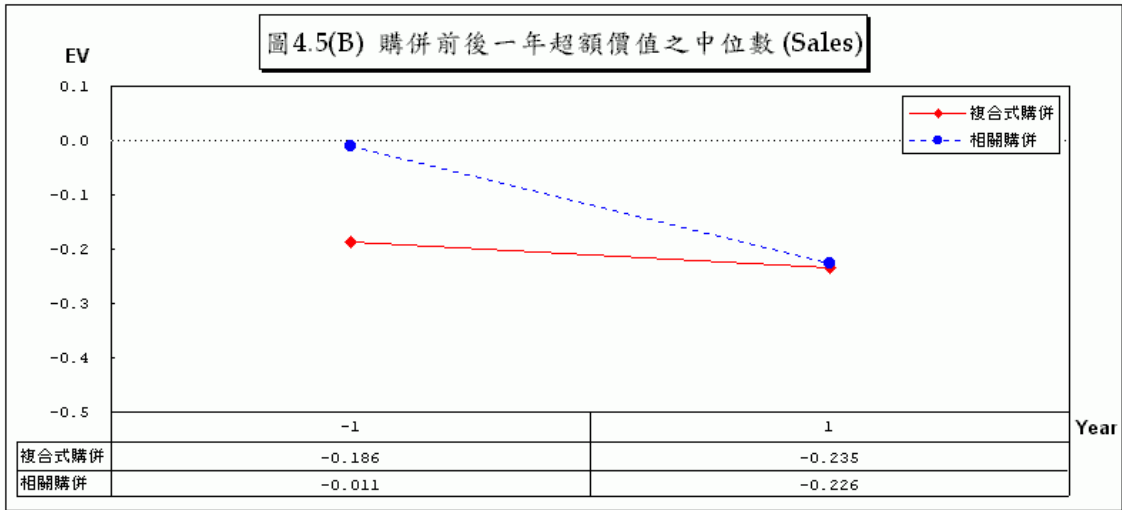
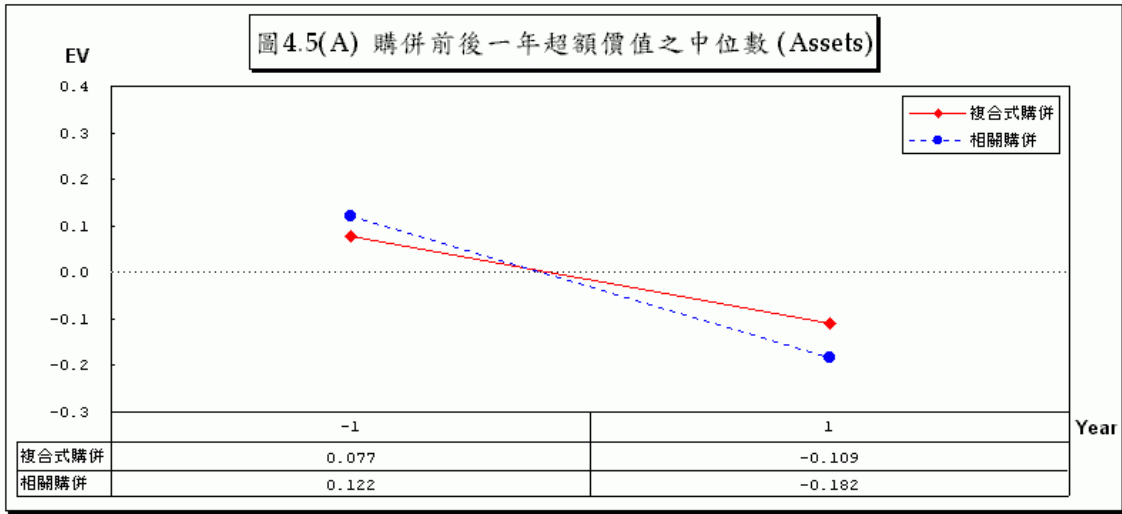




圖 4.6 複合式購併之中位數

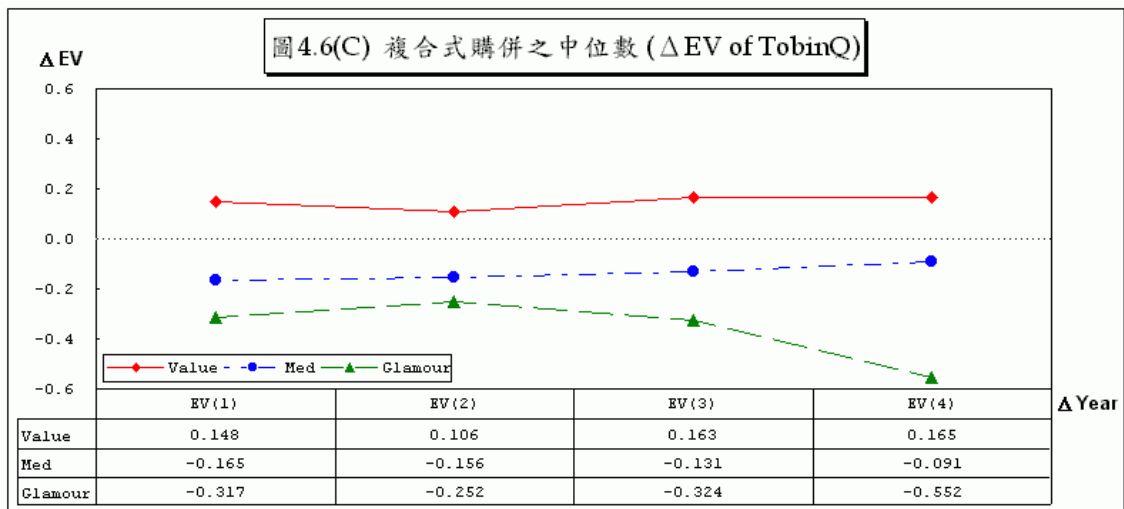
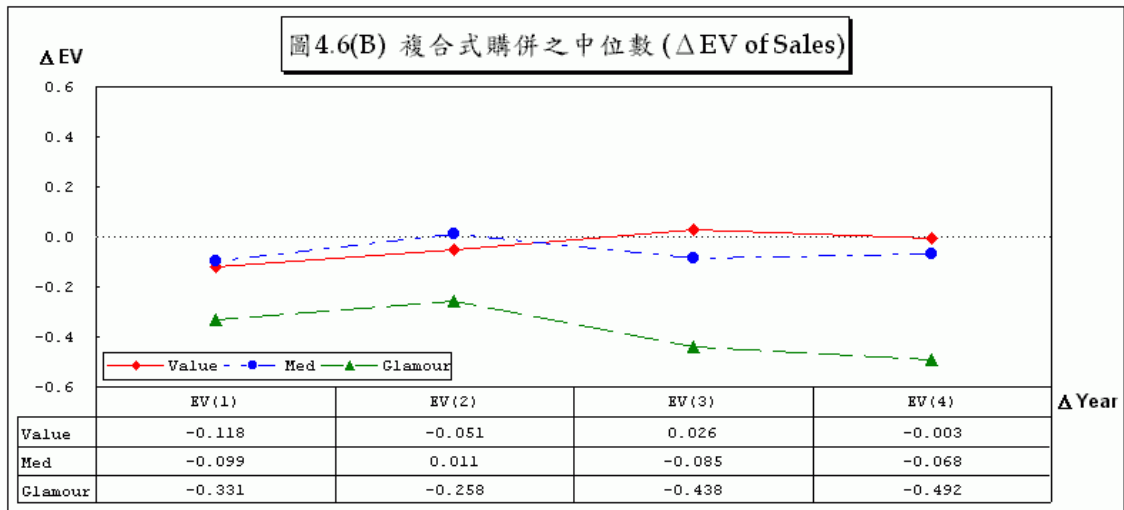
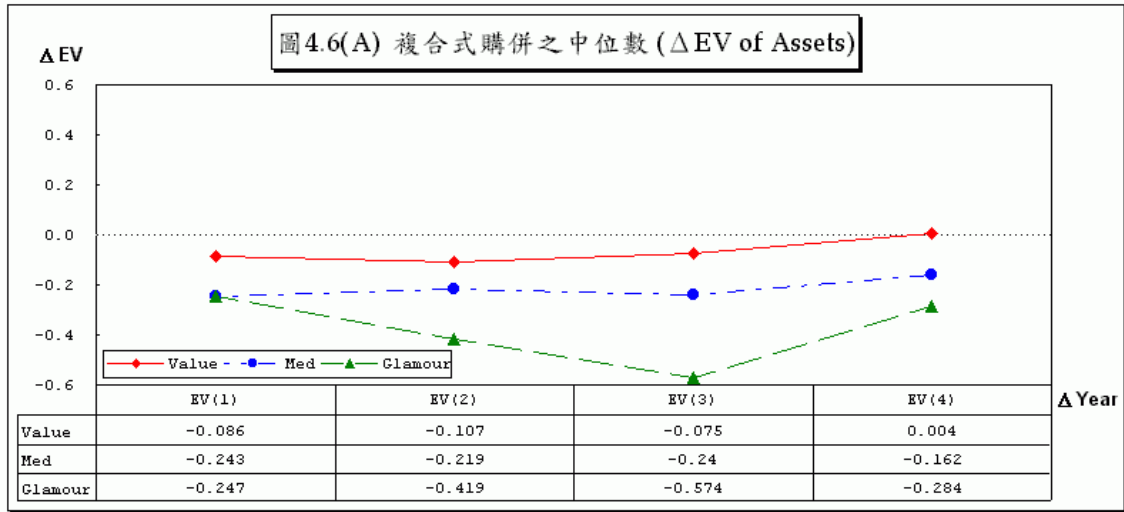


圖 4.7 相關購併之中位數

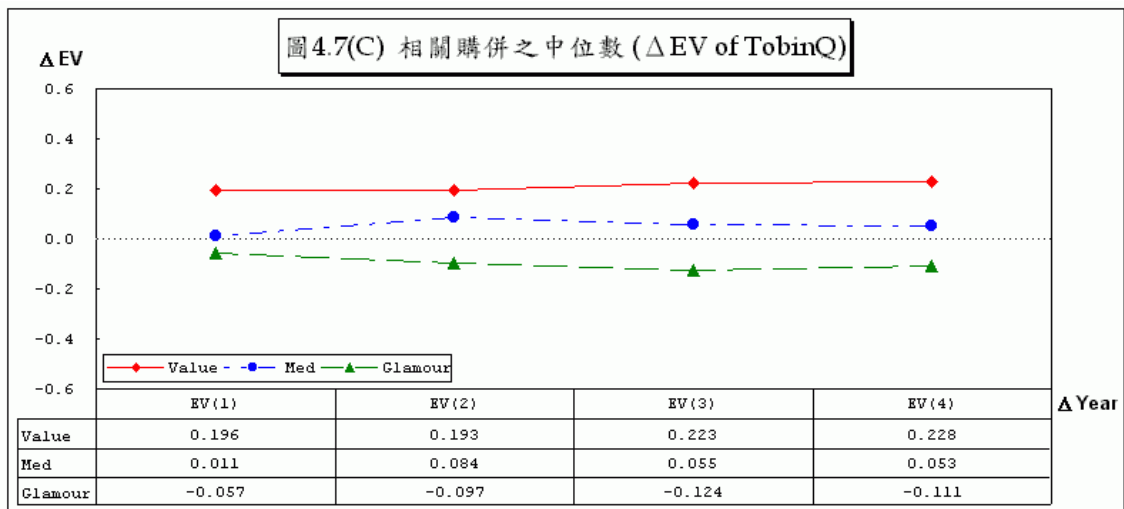
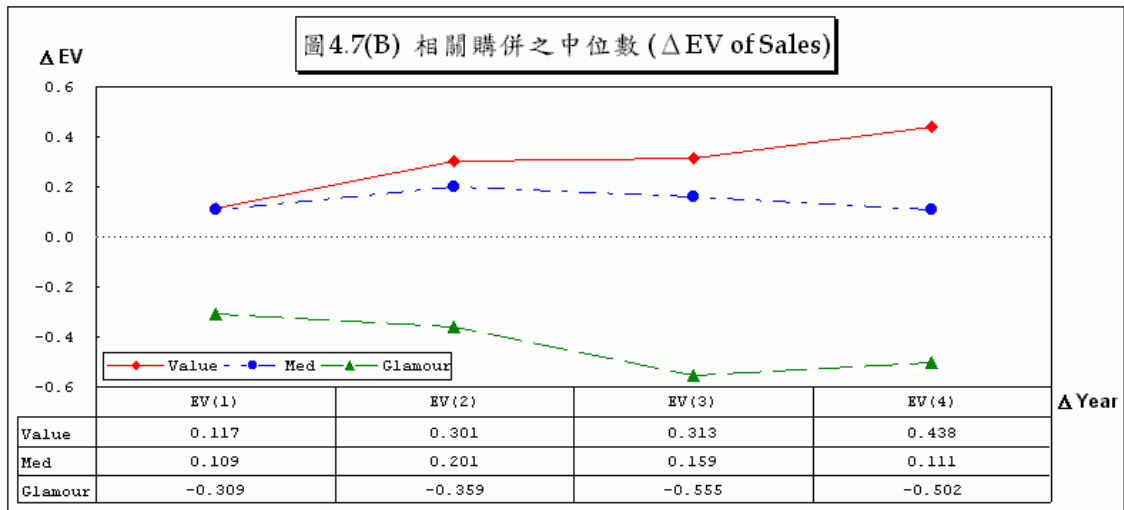
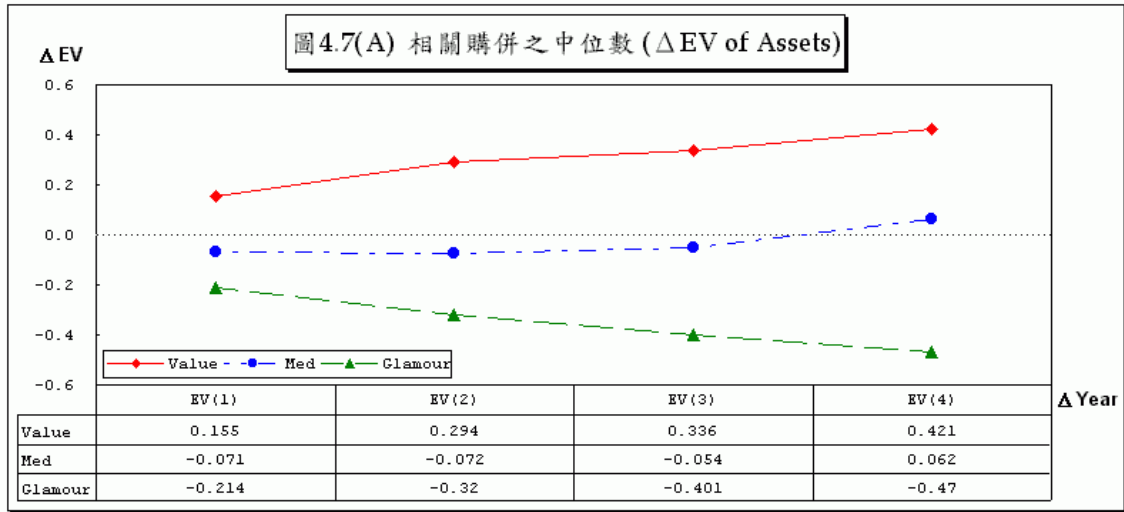


圖 4.8 複合式購併支付方式對 EV 的影響

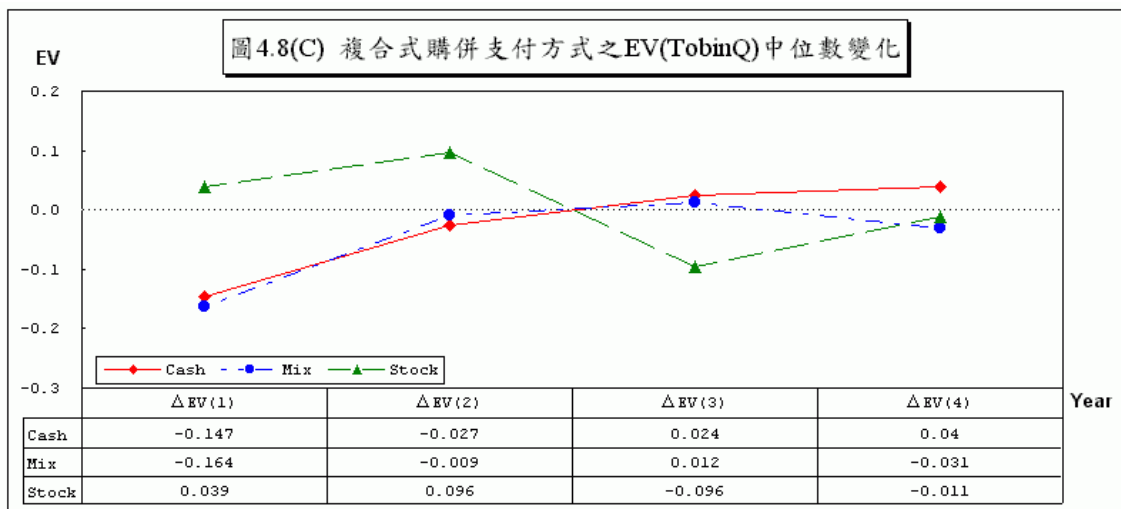
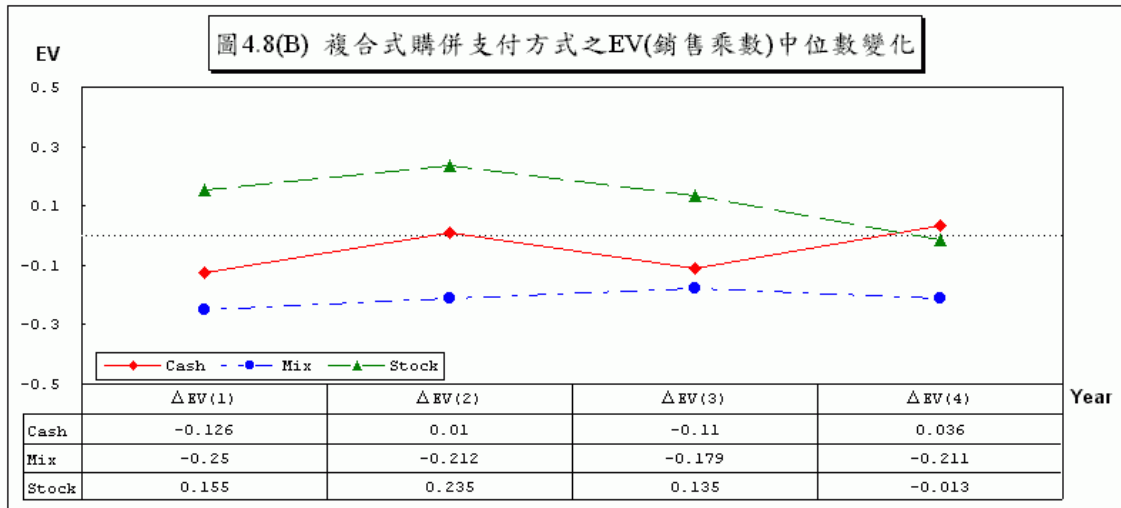
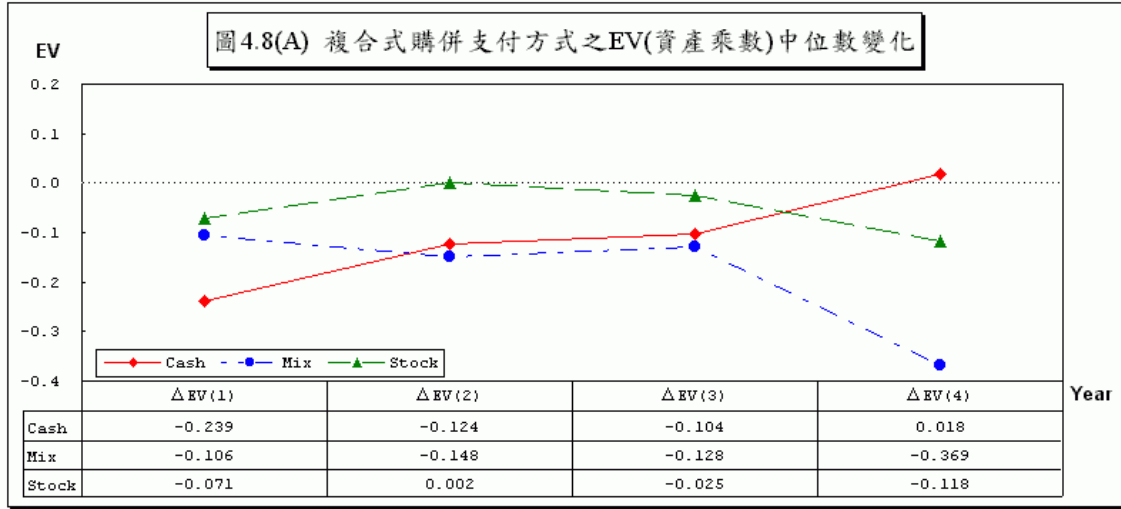
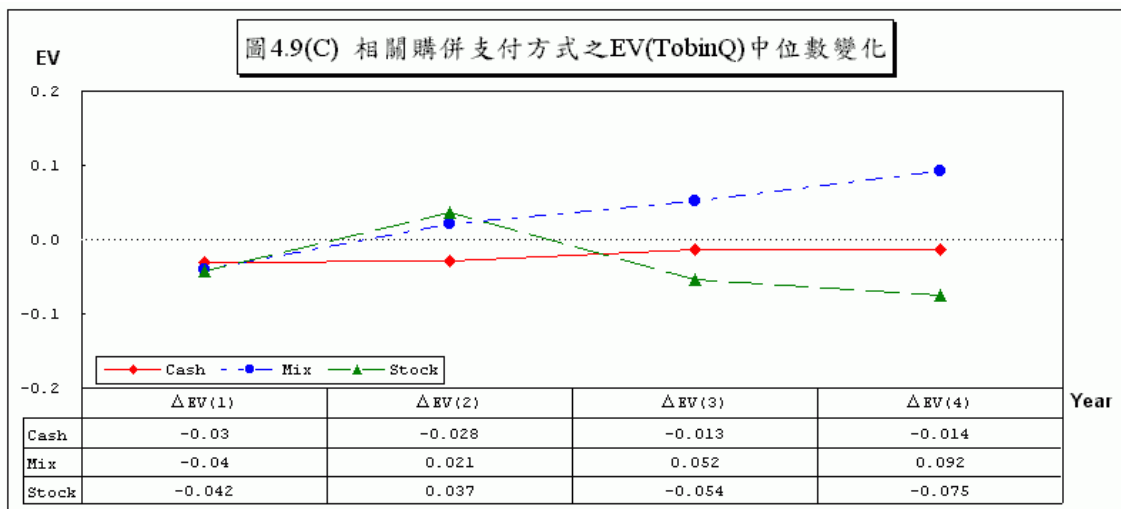
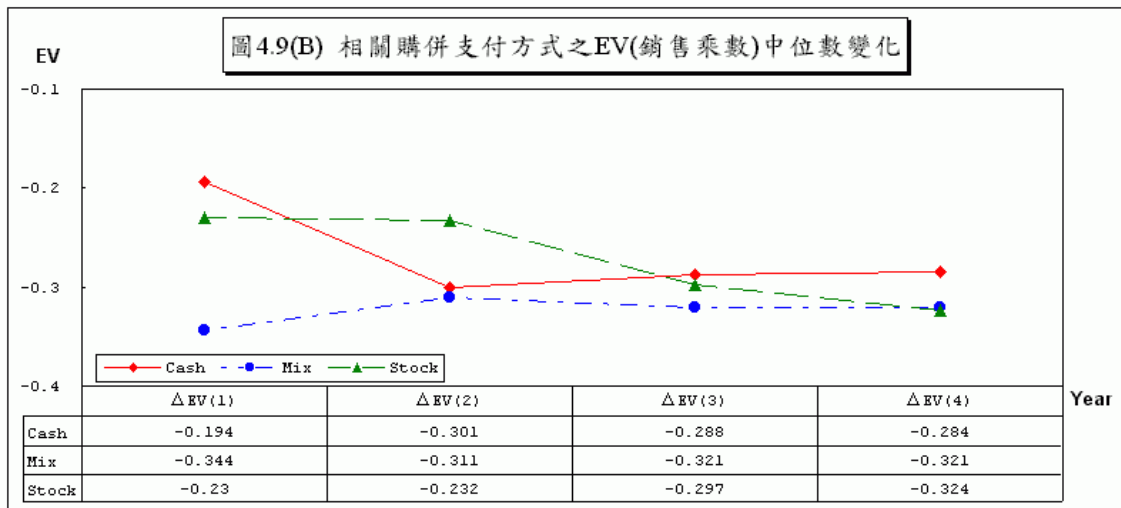
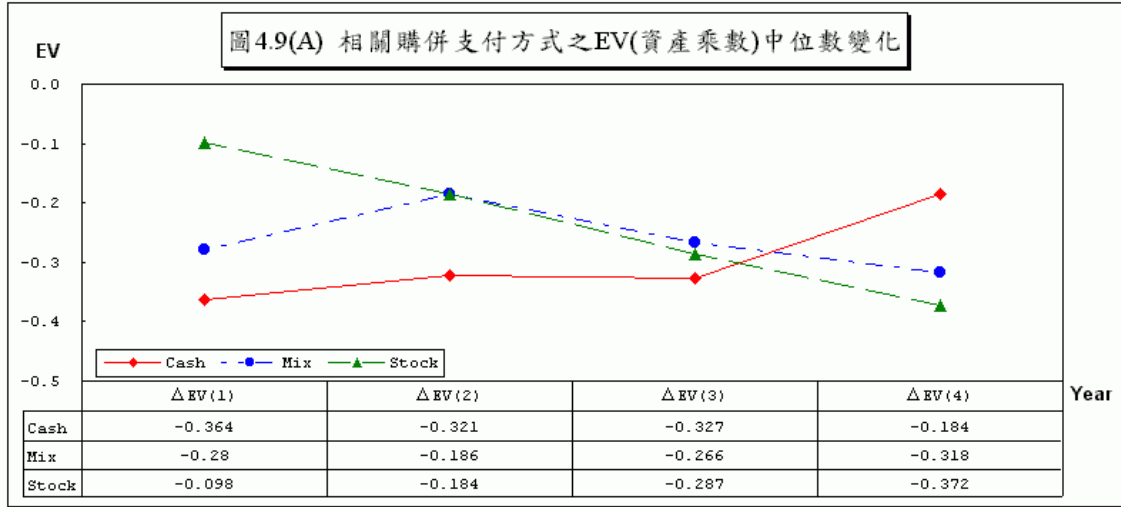


圖 4.9 相關購併支付方式對 EV 的影響



## 第五章 結論與建議

本研究的實證發現，目標公司購併前的超額價值為負，代表目標公司本身為「已折價」公司。此外，不論是複合式或相關購併，主併公司在購併前之銷售乘數、Tobin Q 之中位數亦為負值；銷售乘數之中位數，約在-0.001~-0.186 之間、Tobin Q 中位數約在-0.98 左右。代表主併公司在從事購併行為時，本身表現就不太好。表九的結果也顯示，有 2/3 的公司購併後價值降低。這些結果說明，原本表現欠佳的公司，在購併後績效更差。因此企業在從事購併行為時，應仔細考慮本身管理能力及目標公司的價值，以免購入已折價之公司，不但無法達到預期綜效，還破壞原有的公司價值。

本研究也發現，企業在購併前的表現，和購併後的績效有關，表九的結果符合 Roll(1986)所提出的傲慢(Hubris)假說。購併前績效好的公司，購併後表現變差；本來表現不佳的公司，購併後績效反而變好，其可能原因有(一)原本績效良好的公司，對自己過度自信，反而「大意失荊州」，進而產生低投資報酬率的購併行為。(二)當公司績營績效良好，手中閒置資金(free cash flow)過多時，經營者容易揮金如土，從事高風險低報酬的投資行為。這也是企業從事購併行為時，須要特別謹慎之處。

以 Compaq 公司購併 Digital 公司為例，Compaq 公司在 1998 年 1 月 26 日公開宣佈以 96 億美元完全收購 Digital 公司，並以 30 美元加上 0.945 的 Compaq 股票交換一股 Digital 股票，支付的溢酬為 32%。根據葉銀華(1990)年的研究顯示，該購併案支付價格高於同業(電腦業)2.65 倍，主要因為 Digital 稅後淨利表現不佳，致收購價格較相對基準高。

Compaq 公司的股價在購併期間的表現亦並不理想，收購宣告前一個交易日，股價為 28.94 美元，跌幅達 8.85%，之後股價開始上漲，但在市場傳出對該購併案綜效達成並不樂觀的消息後，股價開始下跌，在正式合併日 1998 年 6 月 11 日，Compaq 的股價又回升至 28.06 美元。

Compaq 公司在購併後為了縮減成本與提昇資源的使用效率，大幅裁員與關閉廠房，造成工作士氣與人才流失。加上 Compaq 與 Digital 之間存在企業文化的衝突，Compaq 成立不超過 20 年，較重視速度；Digital 成立超過 40 年，較重視職階與步調緩慢。加上 Compaq 在購併前的負債比率僅為 35.56%，然而 Digital 的負債比率超過 60%，造成 Compaq 在購併後負債比率大幅提升至 53.72%，購併後的財務風險反而提高。這些因素使 Compaq 購併之後的經營管理並不順遂，1999 年首季獲利不如預期一半，同年 4 月 18 日主導購併案的 CEO(Eckhard Pfeiffer)及 CFO(Mason)黯然下台。

以上個案雖然無法直接說明 Compaq 因過度自信(Hubris)，造成購併案失敗，但至少可以說明該購併案支付代價頗貲。也彰顯購併風險管理的重要性，包括購併的營運風險、過度支付的風險與財務風險。事前良好的風險評估，可以降低購併失敗的機率，提昇購併綜效達成的可能性。

和全球大型購併案相比，台灣的購併案算是「小烏見大烏」，甚至在法規不健全的情況下，少數公司藉由購併金蟬脫殼。以民國 87 年第四季爆發財務危機的國揚建設為例，負責人侯西峰就是以暗渡陳倉的方式進行股權收購，實質上則暗中掏空公司資產。但亦有購併後，表現良好之公司，如霖園和中信集團。

購併成敗和經營者的前瞻魄力與誠信理念有很大的關係，若經營

者缺乏永續經營的理念，購併活動反而會成為股價炒作者的毒藥糖衣。企業應該為了提升競爭力才加入購併行列，而非為了購併而購併。

另外，在產業相關程度方面，本研究發現複合式與相關購併皆降低企業價值，但兩者並無顯著差異。而 Agrawal, Jaffe and Mandelker(1992)研究顯示，相關與非相關購併皆會降低企業價值，且相關購併的表現更差。兩者結論不完全一致的原因，可能是本研究以產業代碼(SIC code) 前兩碼做為購併型態之區分標準，分類標準不盡相同所致。

## 研究建議：

- 一、研究的過程中僅針對美國地區的購併案例進行研討，並未對歐洲地區的購併案加以分析，而歐洲各國之間，因為共同市場的關係，原有的經濟管制逐漸減少，加上貨幣的統合，歐洲購併案例在近年來急遽增加。大型購併案例，如英國伏得風電信公司購併美國 Airtouch 公司、Zeneca 與 Astra，倫敦與法蘭克福兩證交所的合併，更對歐洲及全世界造成衝擊，未來歐洲的購併市場，值得後續研究者深入探討。
- 二、本研究未針對台灣購併案進行探討，主要原因在於台灣購併市場不如國外成熟、集團財務資料不夠透明化，研究資料取得不易。但隨著全球化的發展，購併風潮的西風一定會東移，未來台灣購併案的產業趨勢變化與購併案的實際表現值得注意。
- 三、本研究在產業分類上，僅以產業代碼(SIC code)前兩碼的相同與否，將樣本區分為相關和複合式(非相關)購併，並未進一步以購併公司的業務性質及產業關聯進行區分，而購併型態又可區分為水平式、垂直式、同源式和複合式四種。不同的購併型態，對企業價值的影響，值得後續研究者進一步探討。



# 參 考 文 獻

## 國內文獻

- 伍忠賢，民 87，企業購併聖經，初版，台北：遠流出版社。
- 李文明，民 82，「台灣企業進行國外直接投資宣告對股東財富的影響」，私立輔仁大學管理科學研究所未出版碩士論文。
- 徐俊明，民 89，“財務管理 - 理論與實務”，二版，台北：新陸書局。
- 陳匯中，民 83，「上市公司購併宣告對股東財富影響之研究」，國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 陳安琳、湯惠雯、許銘峻，民 89，『企業購併對主併公司股東財富的影響』，亞太管理評論，第五卷第二期。
- 葉秋美，民 81，「臺灣企業購併宣告對股東財富之影響」，國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 葉銀華，民 89，「康柏收購迪吉多之個案評析」，會計研究月刊 173，48-56。
- 張明賢，民 90，「購併前後之效益評估 - 以生化科技事業為例」，私立東海大學管理學程在職專班未出版碩士論文。
- 黃儀芳，民 91，「多角化行為對公司價值之影響」，國立中正大學財務金融研究所未出版碩士論文。
- 彭一正，民 80，「臺灣企業進行國際併購對股東財富影響之實證研究」，私立輔仁大學管理科學研究所未出版碩士論文。
- 彭昭英，民 88，”SAS 與統計分析”，十版，台北：儒林書局。
- 顏月珠，民 82，現代統計學，初版，台北：三民書局。
- 鍾惠民、吳壽山、周賓凰、范懷文，民 91，“財金計量”，初版，台北：雙葉書廊。

## 國外文獻

- Agrawal, Anup, Jeffrey F. Jaffe, and Gershon N. Mandelker, 1992, The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly, *Journal of Finance* 47, 1605-1621.
- Agrawal Anup, and Gershon Mandelker, 1987, Managerial incentives and corporate investment and financing decisions, *Journal of Finance* 42, 823-837.
- Asquith, Paul, Bruner, Robert, and Mullins, David, 1983, The gains to bidding firms from merger, *Journal of Financial Economics* 11, 121-139.
- Berger, Philip G. and Eli Ofek, 1995, Diversification's effect on firm value, *Journal of Financial Economics* 37, 39-65.
- Berger, Philip G. and Eli Ofek, 1996, Bust-up takeovers of value-destroying diversified firms, *Journal of Finance* 51, 1175-1200.
- Bolton, P. and David Scharfstein, 1990, A theory of predation based on agency problems in financial contracting, *American Economic Review* 80, 94-106.
- Bradley, Michael, Anand Desai, and E. Han Kim, 1988, Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms, *Journal of Financial Economics* 21, 3-40.
- Brealey, Richard A, and Stewart C. Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance*, 6th edition, McGrawHill, New York.
- Campa, Jose M. and Simi Kedia, 1999, Explaining the diversification discount, *Working paper*, Harvard University.
- Chevalier, Judith A., 2000, What do we know about cross-subsidization? Evidence from investment policies of merging firms, *NBER Working paper*.
- Comment, Robert and Gregg A. Jarrell, 1995, Corporate focus and stock returns, *Journal of Financial Economics* 37, 67-87.
- Fama, Eugene F. and M.C. Jensen, 1983, Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* 26, 327-350.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, 1992, The cross-section of expected

- stock returns, *Journal of Finance* 47, 427-456.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, 1993, Common risk factors in the returns of stocks and bonds, *Journal of Financial Economics* 33, 3-56
- Franks, Julian R., Robert S. Harris, and Sheirdan Titman, 1991, The postmerger share-price performance of acquiring firms, *Journal of Financial Economics* 29, 81-96.
- Graham, John R., Michael L. Lemmon, and Jack Wolf, 2000, Does Corporate Diversification Destroy Value?, *Journal of Finance* 57, 695-720.
- Healy, Paul M., Krishna G. Palepu, and Richard S. Ruback, 1992, Does corporate performance improve after mergers?, *Journal of Financial Economics* 31, 135-175.
- Hubbard, R. Glenn and Darius Palia, 1999, A reexamination of the conglomerate merger wave in the 1960s: An internal capital market view, *Journal of Finance* 54, 1131-1152.
- Jensen, Michael and William Meckling, 1976, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, C. Michael and Ruback R.S., 1983, The market for corporate control: The scientific evidence, *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.
- Jensen, C. Michael, 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Doukas, John and Nickolaos G. Travlos, 1998, The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth: Evidence from international acquisitions, *Journal of Finance*, 1161-1175.
- Kaplan, Steven N., 1989, Campeau's acquisition of Federated: Value destroyed or value added, *Journal of Financial Economics* 25, 191-211.
- Kaplan, Steven N., 1994, Campeau's acquisition of Federated: Post-bankruptcy results, *Journal of Financial Economics* 35, 123-136.
- Kim, E.H. and V. Singal, 1993, Mergers and market power: Evidence from the airline industry, *American Economic Review* 83, 549-569.
- Lamont, Owen A. and Christopher Polk, 2002, Does diversification destroy

- value? Evidence from the industry shocks, *Journal of Financial Economics* 63, 51-77.
- Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1994, Contrarian investment, extrapolation, and risk, *Journal of Finance* 49, 1541-1578.
- Lang, Larry and Rene M. Stulz, 1994, Tobin's Q, Corporate diversification and firm performance, *Journal of Political Economy* 102, 1248-1280.
- Lindenberg, E.B. and S. Ross, 1981, Tobin's Q ratio and industrial organization, *Journal of Business* 54, 1-32.
- Loughran, Tim and Anand M. Vijh, 1997, Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?, *Journal of Finance* 52, 1765-1790.
- Martin, K.J., 1996, The method of payment in corporate acquisition, investment opportunities, and management ownership, *Journal of Finance* 51, 1227-1246.
- Maquieira, Carlos, William L. Megginson, and Lance Nail, 1998, Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers, *Journal of Financial Economics* 48, 3-33.
- Travlos Nickolaos G., Yakov Amihud and Baruch Lev, 1990, Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions, *Journal of Finance* 23, 603-616.
- Asquith Paul, 1983, Merger bids, uncertainty and stockholder return, *Journal of Financial Economics* 11, 51-84.
- Rajan, Raghuram G., Henri Servaes, and Luigi Zingales, 2000, The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment, *Journal of Finance* 55, 35-80.
- Raghavendra Rau and Theo Vermaelen, 1998, Raghavendra, Theo Vermaelen, 1998, Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms, *Journal of Financial Economics*, 223-253.
- Harris Robert S. and David Ravenscraft, 1991, The role of acquisitions in foreign direct investment: Evidence from the U.S. stock market, *Journal of Finance* 46, 825-44.
- Roll, Richard, 1986, The hubris hypothesis of corporate takeover, *Journal of*

*Business* 59,197-216.

Scharfstein, David and Jeremy Stein, 2000, The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment, *Journal of Finance* 55, 2537-2564.

Scott, J.H., Jr., 1977, On the theory of conglomerate mergers, *Journal of Finance* 32, 2357-2564.

Servaes, Henri, 1996, The value of diversification during the conglomerate merger wave, *Journal of Finance* 51, 1021-1225.

Shaked, Israel, Allen Michel and David McClain, 1991, The foreign acquirer bonanza: Myth or reality?, *JBFA* 18, 431-448.

Smirlock, Michael, T. Gilligan, and William Marshall, 1984, Tobin's q and the Structure-Performance Relationship, *American Economic Review* 74, 1051-60.

Wilbur, Lewellen, Claudio Loderer, and Ahron Rosenfeld, 1985, Merger decisions and executive stock ownership in acquiring firms, *Journal of Accounting and Economics* 7, 209-231.

White, H., 1980, A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity, *Econometrica* 48, 817-838.

Whited, Toni M., 2001, Is it inefficient investment that causes the diversification discount?, *Journal of Finance* 56,1667-1691.