



企業購併宣告效果、溢價與績效之研究－以台灣金融業為例

吳依正^{a*}、吳尚澄^b

^a南華大學財務金融系暨財務管理研究所 助理教授

^b南華大學財務管理研究所 研究生

摘要

本文以購併宣告、購併溢價與購併績效為研究主體，研究樣本分別選取臺灣金融業，研究期間為 1996 年至 2012 年。研究目的為探討購併宣告的效果、購併溢價與購併績效之間的影響，其衡量購併績效之方法，有別於過去研究採取傳統會計與財務指標的方式，則選取近幾年來能夠衡量企業真實盈餘與價值評估的經濟附加價值法(EVA)與市場附加價值法(MVA)。實證結果顯示，在購併宣告日出現顯著正向的異常報酬，購併溢價與購併宣告效果並無顯著的影響，購併溢價與購併績效也並無顯著的影響，最後，在企業購併後的績效，不管是在 EVA 與 MVA 都較購併前的績效有顯著的提升，其研究結果期望可作為學界與實務界參考依據。

關鍵字：購併、宣告效果、購併溢價、經濟附加價值(EVA)、市場附加價值(MVA)

* 通訊作者：吳依正

E-Mail : ycwu@mail.nhu.edu.tw



壹、緒論

隨著世界整體經濟活動的發展與競爭時代下，企業間的購併活動越來越趨於頻繁，對於企業購併活動，將有助於提升企業的競爭力，並增加企業價值再創造的能力，因此，隨著台灣全球化、科技化的發展趨勢，企業開始傾向用購併的方式來擴張市場的規模。如圖 1 所示，從 1996 年至 2012 年的統計數據顯現，台灣金融業的購併數量，在這十六年間有四個波段，其主要的上升波段趨勢是在 2000 年至 2002 年，主要原因在政府通過相關金融購併法的關係，導致金融業購併案件急速增加，2003 年後稍微減緩了一下，2004 年的併購案件數降到最低點，但我們可以發現 2005 至 2007 年的購併數量熱潮明顯回溫，直到 2008 年受到金融海嘯的衝擊，暫時讓購併案漸減少到最低，2009 點至 2012 年則逐漸趨緩。

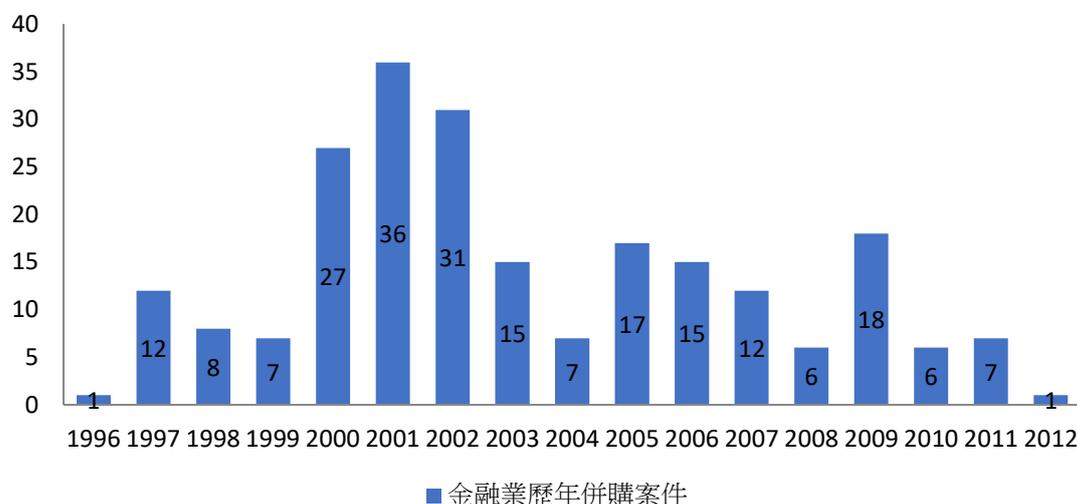


圖 1 1996 年至 2012 年台灣金融業購併數量統計圖

資料來源：本研究整理

台灣的產業自從加入世界貿易組織(WTO)以後，政府便期望透過金融業的購併與整合來提昇台灣整體金融產業的競爭力，因此，自 2000 年 11 月修正「銀行法」放寬銀行對金融相關事業轉投資的相關規定，在同年 12 月通過「金融機構合併法」容許銀行、保險與證券三個行業合併成為金控公司後，國內金控公司紛紛成立。但由於國內金融業合併後所轉為金控公司，屬於純粹控股公司*(Pure Holding Company)，因此，在發生購併、合併或收購等事件時，往往也與一般產業購併有所不同。在探討購併訊息的宣告效果上，過去的相關研究[†]主要探討購併宣告對股價產生的異常報酬率。其相關研究結果發現，當企業傳出購併相關消

*意思是指母公司不直接從事生產或經營活動，而是透過旗下子公司或企業的股權，而對子公司運籌投資策略與資金調度等功能，實際業務則讓旗下子公司獨立運作，其主要獲利來自於持有子公司股份產生的股利收益。

[†]如洪裕勝與蔡佳容(2000)、許美滿、鍾惠民、葉苑婷與許和鈞(2004)、吳貞和、李虹儀、劉淑珠、張芳瑜、翁逸珊(2006)及徐清俊與許露云(2006)等學者的研究。



息時，對於目標公司的股價都會出現了正向的異常報酬率，但在購併公司上卻沒有一致性的結論出現。目前國內相關文獻僅針對於金融與金控公司成立宣告，進行異常報酬率的檢定，鮮少就整體金融業之購併宣告進行實證分析。本文與過去文獻不同的地方在於同時觀察金融業購併宣告日與換股比率宣告日之異常報酬率為研究樣本，比照兩者的宣告效果是否有所不同。最後，過去文獻大多都以觀察短期的股價去看購併的成敗，本文則是以長時間來驗證金融業的購併的績效。

企業在宣告購併消息後，也會同時透露此購併事件的價格，然而企業在宣告購併價格後，與市場實際的價值有所落差時，就會產生溢價與折價的空間，有趣的是，從過去的購併資料來看，當企業在購併的過程中支付過高的價格時，可能會造成購併者難以回收成本，最後導致於購併失敗的問題。因此，當企業願意支付更多的價錢去購併時，也代表著企業看好此購併案背後的市場潛力。而溢價的高低往往也受到許多因素影響，國內就許多文獻探討影響溢價的因素，例如，李建然、陳信吉與梁宏康（2007）發現擁有良好管理團隊與外部聲譽的公司，會有較高的溢價空間。沈中華與王健安（2007）也發現獲利能力較高與財務體質較佳的公司，在購併時會有較高的溢價空間。從過去文的文獻看來，公司的內部治理與財報都會影響著溢價的高低。既然如此，當企業在宣告購併的價格後，是否也會間接影響未來購併溢價呢？對此，許美滿等人（2004）則是提出企業宣告購併價格後至實際換股日間，可能存在股價套利的行為。是否也間接顯示，企業在宣告購併價格後，會把購併後的預期成效提前反應在股價上。另外，購併溢價越高時，是否代表此購併案真的能夠創造更高的購併績效？又或者將使購併公司產生負向的異常報酬？這點在過去的文獻中尚無一致性結論，因此，本文想探討購併溢價是否會對購併宣告時的異常報酬率有所影響，購併溢價是否與購併後的績效有所關聯？

過去在對於購併績效的定義上，根據美國〈財星雜誌〉(Fortune)前 200 大的美國公司，以及〈金融時報〉(Financial Time)前 150 大的英國公司的資料發現，過去企業在購併時，若投入資本能在至少三年期間內賺得等於或高於資金成本的報酬率，則此一購併案就會被判定為成功，因此，過去國內學者研究台灣企業購併績效的研究變數大多以傳統財務指標為主，例如，國內研究購併績效的相關文獻，如林淑玲與龔尚智（2006）、沈中華與王健安（2007）、朱炫璉與吳志銘（2009）等人，使用一般公認會計原則的傳統指標，卻可能忽略權益資金成本等因素，再者，傳統的績效衡量指標也較無法反應企業當前的價值與未來的價值。因此，是否能夠採用不同的績效衡量方法，使其結果更貼近真實市場價值，一直是過去研究企業績效的學者所思考的議題。

有鑑於此，本文嘗試使用近幾年來，許多企業所使用的經濟附加價值法(EVA)與市場附加價值法(MVA)，來做為衡量企業購併績效的指標。此績效衡量方法除了可以適度了解企業可使用的資金與資源外，也可評估企業當前所投入的資金成





本，擺脫一般公認會計原則的傳統指標，更確切的衡量出企業的真正價值。另外，以一般會計為原則的話，僅考慮到負債的資金成本，而未考慮到權益資成本等項目，這將導致企業在真實盈餘與價值評估上的缺失。過去國內文獻有許多相關研究[‡]採取經濟附加價值法(EVA)與市場附加價值法(MVA)做為績效衡量的方法，但大多用在非金融產業的績效衡量，鮮少使用在金融產業上。其原因在於，金融業與一般產業在營運模式上的不同外，在財報與績效的運算方式也與一般產業不太一樣，因此，本文期望能夠進一步衡量出金融業購併績效的真正價值，進一步了解企業在購併過程中的宣告效果、溢價與績效之關係。

基於以上理由，本文研究目的可歸納如下：

1. 探討金融業購併宣告日與換股比率宣告日之異常報酬率。
2. 探討購併宣告與溢價兩者之間的關聯性。
3. 探討購併溢價對金融業購併績效之關聯性。
4. 以經濟附加價值與現金附加價值探討企業購併前後的績效變化與影響。
5. 探討購併績效與購併特性之影響。

為了達到上述研究動機與目的，本文研究結構共分為五個章節來敘述整個流程，第一章為緒論，說明研究背景與動機、研究目的、研究流程。第二章為文獻探討，回顧有關國內外有關購併宣告效果、溢價以及績效之相關文獻探討。第三章為研究方法，主要說明樣本資料來源、研究方法以及研究變數等模型。第四章為實證結果分析，其主要分析購併宣告、溢價、經濟附加價值與現金附加價值之間的關聯性。第五章為結論與建議，將本文實證研究結果做出整理以及歸納，並提出研究建議。

貳、文獻探討

本節將系統性的回顧台灣金融業購併活動的相關理論，並探討國內、外有關購併宣告效果、溢價與購併績效衡量評估模式之相關文獻。

一、企業購併宣告效果相關的實證研究

在購併宣告的程序上，大致可以分為三個階段，第一個階段為購併消息的宣告，此購併宣告大多都是由報章雜誌、公司或者董事會所發布，國內外大部分的學者也都以此宣告日為研究樣本；第二階段為換股比率宣告日，也稱為宣告合併基準日，此階段則是購併公司明確宣告具體的購併價格與時間；最後一個階段也就是合併基準日，則是履行購併合約的具體條款與時間。首先，企業購併宣告效果的文獻方面，大致可以分為兩個部分，第一種是單一探討購併公司的股價之宣

[‡] 黃淑芬(2002)、黃棟樑(2004)、陳若輝與林任達(2005)、胡國信(2006)、張文武、陳綦儀與林正緯(2006)、陳瑞聖(2008)、呂健銘(2009)等人。





告效果，第二種為探討目標公司的股價之宣告效果。過去的國外文獻在單一探討購併公司股價併之宣告效果上，Tomaso, Klaus and Burcin (2010) 與 Ioannis and Panayiotis (2012) 在觀察歐洲的樣本中都顯示，購併公司的宣告效果與股價成顯著的正向關係，並說明當投資人覺得公司的購併決定對於公司將的經營有利時，會給予購併公司的宣告行正面的回應。但 Asquith (1983)、Dodd (1983) 與 Kiyamaz and Baker (2008) 的研究卻有不同的結果，其研究樣本顯示購併公司都在宣告購併消息後，股價都出現顯著的負向異常報酬。由國外的文獻顯示，並非所有購併公司的購併訊息都被市場所看好。

國內文獻關於購併公司的研究上，羅明敏與呂兆文 (2001)、徐靜如 (2003) 以台灣上市公司作為研究樣本，雖研究期間不盡相同，但研究結果顯示購併公司當天都出現正向的平均異常報酬率。徐靜如 (2003) 對購併公司的宣告效果發現在宣告日當天確實出現顯著的正向異常報酬，但在累積異常報酬的部分，則是未呈現顯著的異常報酬。雖然國內文獻在購併公司宣告的部分大多有正向的異常報酬，但許美滿等人 (2004) 以國內金控公司購併為樣本，實證結果顯示金控公司之母公司在購併的宣告上並未產生顯著的正向異常報酬，對此研究結果可能是由於金控的成立屬於集團的整併，因此宣告效果較不明顯。

國內在探討目標公司的股價之宣告效果的部分，洪裕勝與蔡佳容 (2000) 是以民國 80 年至 87 年之目標公司為研究對象，並將目標公司樣本設定必須為台灣上市公司，結果顯示，目標公司在宣告日前兩天就提前出現顯著的正向異常報酬。吳貞和等人 (2006) 合併消息宣告日當天購併公司與目標公司都存在顯著且正向的異常報酬。其原因在於，目標公司在事件宣告後具有顯著的正向異常報酬率，其主因在於目標公司在接受購併公司的資金湧進後，大多都會提升目標公司整體營運與市場擴張，因此，過去對於目標公司的股價宣告效果，都具有顯著的異常水準。

而在換股比率宣告日的部分，國內外的文獻並不多見，許美滿等人 (2004) 的實證結果顯示，購併公司在換股比例宣告日前兩天出現正向顯著的異常報酬。吳貞和等人 (2006) 在換股比率宣告日上，購併公司在宣告日當天呈現負向的異常報酬，反之在目標公司則是出現顯著且正向的異常報酬。

最後，在購併宣告日樣本的篩選，國內、外的研究大事可分為兩種方法，一種是以董事會與報章雜誌所宣告的第一手消息為主，第二種是以公開資訊的網頁及資料庫為研究樣本來源，Dodd (1983) 以報紙刊登日為事件日，但由於以報紙刊登日為篩選方式，可能會造成股價提前反應的情形。在國內宣告效果的實證研究上，洪裕勝與蔡佳容 (2000)、羅明敏與呂兆文 (2001)、徐靜如 (2003) 其購併宣告日的定義都是以實際刊登於主要新聞媒體日為宣告日，但最後的實證結果顯示，在宣告日的前一天與當天都有顯著且正向的異常報酬率。以現有的資料庫





為樣本資料來源的研究上，Tomaso, Klaus and Burcin (2010) 與 Ioannis and Panayiotis (2012) 都是選用歐洲公開資訊的網頁以及資料庫做為樣本事件日，其主因在於該資料須經過董事會的確認過後發佈，並且有明確的訊息來源。而在國內文獻上許美滿等人 (2004) 是以台灣經濟新報資料庫為主，但在宣告日的選取上，與過去文獻不同的地方在於，將換股比例宣告日也一併加入探討。吳貞和等人 (2006)、徐清俊與許露云 (2006) 則是以公開說明書與歷年報紙為樣本，結果發現在宣告日當天都有正面的異常報酬效果。

二、購併溢價相關的實證研究 uuu

購併溢價是指企業在購併活動發生時，購買價格高於目標企業的資產價格，所造成的價格差異，從過去有關購併溢價的文獻得知，企業在發生購併活動時，都有存在著購併溢價的空間，過去文獻在購併溢價是否會影響購併後績效表現的觀點上也是不斷的在探討，因此，購併當時的方式與價格計算模式就變得相當重要，目前國內在購併溢價的文獻主要分成兩個主要議題：1. 購併溢價的決定因素、2. 購併溢價對購併績效的影響。

在探討決定購併溢價因素的外國文獻上，Henderson and Gart (1999) 以美國 1989 年至 1998 年的銀行為樣本，實證發現在資產報酬率、本益比、財務槓桿比及完成交易的日期等四個項目與目標公司的合併溢價呈正相關。Patrizia (2006) 同樣以 1989 年至 1998 年的銀行目標為研究樣本，並探討投資銀行在購併時影響溢價的因素，實證結果顯示目標公司的內部團隊與代理問題確實會影響購併時的溢價，而當購併溢價超出原先預估的價值時，確實會對於購併後的績效產生影響，因此，建議購併公司應找尋客觀且公正第三方評估單位，可以減少對於購併溢價過高的風險。在國內文獻上，過去文獻在對購併溢價決定因素的研究上，大致分為三個部分：市價法、每股淨值法與每股獲利法。沈中華與王建安 (2007) 在樣本選取上同時探討金融業與非金融業的購併溢價，由於是跨產業比較的關係，因此，在計算溢價的實證模型上則是同時採用淨值比與市價法，其結果證實，不管在金融與非金融業，獲利能力較高與財務體質較佳的公司，在購併時會有較高的溢價空間，反之亦然。李建然等人 (2007) 學者，則是針對金融公司的溢價作為研究樣本，在金融溢價的衡量上，由於並非所有目標公司都是上市櫃公司，因此同樣採用淨值法作為溢價衡量模式，實證結果顯示，金融業的購併溢價，也可能受人力資源及外部聲譽所影響。賴君婷 (2009) 則是將樣本放大至兩岸三地的金融業，但同樣考量到海內外上市櫃資料不足等因素，因此同樣選取淨值比做為溢價衡量方式，其結論支持沈中華與王建安 (2007) 的論點，銀行的資產品質越好時，確實對目標銀行會產生較高的溢價效果。張智煌 (2010) 使用 2000 年至 2009 年台灣從事購併宣告的上市櫃公司為樣本，檢視購併溢價的情形，不同於過去文獻，而是同時使用市價法、每股淨值法與每股獲利法三種衡量模式，最後選出最



接近實際換股比例的結果，實證結果顯示，使用股票支付的購併公司，過半存在購併溢價，而目標公司若為相關產業，則溢價幅度也相對較高。

然而，大多數投資人是會將購併溢價視為購併公司對於目標公司的一種預期收益，換句話說，若依照購併溢價幅度 (magnitude) 的理論，當購併溢價越大時，代表未來可能創造更超的預期收益；然而，如果當購併的價格超出購併交易所能達到的收益時，便可能將超額報酬轉為負值 (過度支付假說)。因此，對購併績效之影響的文獻上，過去許多學者使用不同的衡量變數，試圖了解購併溢價與購併後績效之間的關聯性，張紹基與楊勝淵 (2001) 以現金流量探討購併後的績效表現，實證顯示購併溢價的高低會影響到購併公司未來營運的資金，間接影響績效的表現。廖俊杰與陳家好 (2009) 使用 1987 年至 2003 年間台灣購併資料，並同時運用事件研究法與迴歸分析法觀察購併溢價與長短期購併績效的關係，實證結果發現，就短期而言，購併溢價與累積平均異常報酬率是存在非線性關係的，換句話說，當購併公司所購併的金額未超過投資人心目中目標公司的真實價值時，此購併公司會產生正向的異常報酬，反之亦然。在長期績效的部分之非線性關係並不存在，隨著事件窗口越大，負值也會隨之擴大。張智煌 (2010) 使用民國 89 年至 98 年國內上市櫃購併公司為研究樣本，同樣也發現購併溢價與宣告兩者之間是有關連性存在的。許婉貞 (2012) 卻有不同的結果，許婉貞 (2012) 使用 1998 年至 2010 年台灣上市櫃購併公司為研究樣本，並運用經濟附加價值法與市場附加價值法驗證購併溢價與購併績效之關係，結果發現購併價格與 EVA、MVA 並不顯著，推論雙方無顯著關係。

綜合過去的文獻得知，企業間購併溢價的效果確實是存在的，除了公司自己本身的經營狀況外，同樣會受到，非財務的因素可能造成企業在購併時的溢價效果，然而，過去文獻大多是從淨值法與市價法選擇其一來衡量購併溢價，因此，本研究將針對每一筆購併公司之公開說明書中的專家意見書，找出購併公司的溢價評估方法，期望可以增加在購併溢價上的準確度。另外，由於金融購併溢價的營運模式與一般產業不同的關係，國內在關於金融購併溢價的文獻相較來說還是缺乏的，因此，本研究以金融業為研究樣本，試圖加強這部分的文獻。

三、企業購併績效相關之實證研究

首先在以財務績效為衡量企業購併後績效的研究上，張紹基與楊勝淵 (2001) 使用民國 76 年至 85 年間台灣購併案件做迴歸分析加以實證探討，並以現金流量報酬率當作衡量指標，結果發現購併公司在購併後都出現了績效降低的狀況，文中也提到購併公司握有的自由現金流量越高時，反應在未來的經營績效越差。羅庚辛、呂佩君與許明峰 (2003) 以證券業購併為研究對象，在研究變數上，選取財務指標中的獲利能力、成長力、活動力與償債能力為績效衡量指標，結果發現，購併公司在購併後確實會產生購併績效，但也因為吸收目標公司債務，反而會導



致償債能力的惡化。黃寶慧與劉怡君（2007）採用與羅庚辛等人（2003）同樣的研究變數，並用個案的方式，探討購併前後的績效變化。實證發現，企業的購併後績效，只要透過不同的會計處理方式，也可以使得購併後的績效提升，另外，也是因為採用個案探討的方式，所以無法推論至所有產業。

另外，在績效衡量的研究期間上，每個學者的定義也都不盡相同，但大致部分是以購併前、後三年內的財務指標來做為衡量績效變化，這也是大多數過去文獻所使用的購併績效衡量期間，包括前面所提到的，張紹基與楊勝淵（2001）便是採取購併前、後兩年的資料作為績效衡量期間，文中也提到若觀察期間不夠長，會導致購併後的績效沒有實質效益。陳若輝與林任達（2005）則是採用宣告日前後五年的季資料為依據，但也提到各購併公司的資料會出現前後不一的情形，因此，還需再作調整。羅庚辛等人（2003）則是選用購併前三年及後三年的財務資料為主，但並不包括購併當年度的資料。黃寶慧與劉怡君（2007）是採取購併前後三年做為衡量購併後績效之期間，實證顯示雖然在各指標都出現購併績效的提升，但對於此期間是否能夠真正呈現細部的績效變化，卻還有待商榷。杜玉振、涂登才、林東和與蔡知敏（2007）則是以民國 90 年底之金控公司為基點，前、後各採三年當作樣本期間為數據資料，但其購併後營運績效並不顯著，並在實證中提到樣本估計期間若太短，則可能難以發揮購併效果。陳天志、趙麗純、王晶藝、葉梅芳與蔡佩茹（2008）同樣是採取購併前後三年的財務指標為研究數據，最後結論也是無明顯證據支持經營前、後績效有何差異。

四、經濟附加價值法與市場附加價值法相關之實證研究

過去在對於 EVA 績效衡量的文獻上，由於一般公認會計原則的扭曲，都會透過約當權益進行會計科目上的調整，以求出企業的真实價值，張文武等人（2006）使用 2000 年第二季至 2005 年第二季的台灣地區金融控股公司成立前、後的經營績效，在計算 NOPAT 時將當期淨資本化無形資產增加或減少的部分予以調整，並且將 IC 的部分加回淨資本化無形資產，但由於受限資料的問題，不針對推銷費用調整。在 WACC 中負債資金成本的選取上，故以總利息支出為衡量標準，但這也導致金控公司在成立後的績效表現低於金控成立前。陳瑞聖（2008）在針對 EVA 的使用在銀行的科目調整上與張文武等人（2006）有所不同，陳瑞聖（2008）則是將研發、人事及廣告費用進行資本化，並加入了無形資產中，結果發現金控銀行之營運績效比起其他產業，更能提升企業的經濟附加價值，並提到銀行可以透過調整資產結構等方式，達到資源重複提升績效等目的。曹耀鈞（2011）藉由經濟附加價值法（EVA）衡量台灣 13 家金融控股公司的績效。並在研究設計上以經濟附加價值（EVA）加權平均資金成本（WACC）計算價差率（Spread）三項為主，研究結果證實，EVA 的計算同時考慮負債與權益資金成本及約當權益之調整項目，做法與其他績效衡量指標有所差別。但由於其樣本期間侷限於部分公





司在研究期間曾經有購併或分割的行為，導致部分公司的 EVA 結果與實際狀況可能略有差異。

另外，在市場附加價值法 (MVA) 的部分，其主要計算方式是透過該企業的權益市場價值扣除權益帳面價值，衡量出企業的財富價值創造，進而讓股東的價值提升。就以理論上來說，如果一家企業的經濟附加價值有所提升，那麼市場附加價值也會隨之增加，但在在實證上，市場附加價值的呈現，又與市場的效率性以及投資人的預期有關。因此，我們也可以藉由觀察市場附加價值法衡量股東的真實價值。黃淑芬(2002)使用 1997 年至 2000 年台灣上市銀行為研究樣本，並將 MVA 視為企業負債與業主權益市場價值的總額，換句話說，MVA 也可視為企業在未來每期 EVA 的現值總額，實證顯示，大部分的 MVA 多大需要隔期的股價才能反應得出來其價值，因此建議可以進一步找出被市場高估或者低估之股票來加以驗證。黃棟樑 (2004) 使用 2001 年至 2003 年台灣上市金控公司為研究樣本，並運用市場附加價值法 (MVA) 探討金控公司成立後，是否能夠提升每元資本之 MVA，實證結果顯示，在整體金控的績效上並未顯著的增加，但每元資本之 MVA 還是有所增加的。陳若輝與林任達 (2005) 使用 MVA 市場附加價值對台灣高科技業最財務績效分析，實證顯示總資產週轉率呈正向效果，另外，當企業擁有高於的市價帳面值時，也有顯著的財務績效成長。此結果也間接支持黃棟樑(2004) 的結論。胡國信 (2006) 則是觀察金控公司其主要子公司之價值績效評估，並將傳統財務指標比率同時加入探討，實證結果顯示，金控業的成立對於 MVA 來說還是有正向的提升，從市價總值增加中可以發現經營績效以獲得市場的肯定。

五、文獻評論

綜合上述文獻探討，國內有關企業宣告、購併溢價與購併績效衡量的文獻存在以下幾個不足之處：

1. 在宣告效果的部分，過去文獻在樣本的選取上大多都以報章雜誌發佈的第一手消息日為主，卻並未確認消息來源是否經由董事會核准發布。過去針對於金融購併宣告的消息，大多是針對於金控公司上市以及成立的宣告為主，較少以整體購併、收購的案例去考量，因此也可能有資料失真的現象。
2. 過去文獻在探討金融購併活動的議題中，鮮少同時探討異常報酬率與購併溢價的關聯性，尚需進一步的驗證。
3. 由於金融購併溢價與非金融購併最大的不同點在於營運的模式，而目前國內文獻在關於金融購併溢價的文獻相較非金融來說還是缺乏的，因此，本研究希望可以進一步補強這部分的文獻資料。
4. 過去文獻在長期績效的衡量上，大多採用財報上的一般傳統會計原則或財務指標為主，只能反應企業過去的績效，並不能反應企業購併後的未來價值。
5. 另外，在金融業經濟附加價值的計算上，過去的文獻在 WACC 大多還是採用



財務報表法裡的負債資金成本做為計算依據，但由於金融產業的特殊性，導致在利息支出的定義上與一般產業的並意有所出入，而過去文獻卻並未提及，但可能導致最後的結果失真。

6. 從市場的觀點看來，現金購併比換股購併來的更具有績效，其原因在於他們可以著手快速改善被購併公司的營運績效，但過去文獻在對於此觀點上，卻未刻意強調此方向。

因此，本研究使用事件研究法、經濟附加價值法(EVA)與市場附加價值法(MVA)做為檢視企業購併前後績效的為研究標的，探討台灣金融業購併活動短期的宣告效果、溢價以及長期的績效表現。期望藉由不同的角度與衡量方法，補強過去大多只針對購併績效不足之處，能夠更接近市場的真實價值。

參、研究方法

本文根據研究目的及文獻探討後，使用的研究方法為最小平方迴歸法 (Ordinary least squares estimator, 簡稱 OLS) 檢視購併公司購併前後績效的差異，以觀察購併公司之宣告效果、溢價與購併公司購併後績效的影響，並採用邏輯斯迴歸 (Logit regression) 的方式，分析購併溢價與購併後績效之間的關聯性，如圖 2 所示。

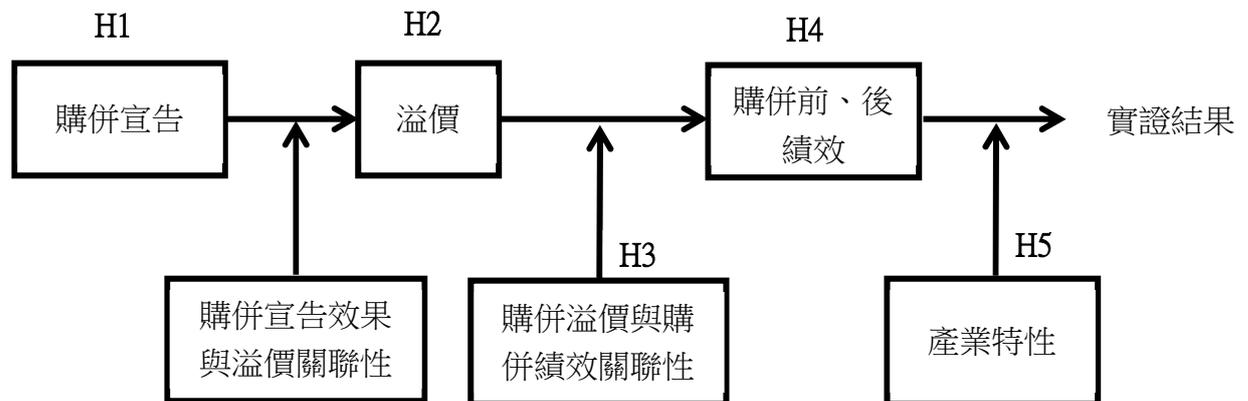


圖 2 研究方法架構

一、樣本選取與資料來源

本研究是以台灣上市、上櫃及興櫃金融公司為研究樣本，研究期間以 1996 年 1 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日止，檢視台灣金融產業在發生購併活動時是否會有績效產生，並探討宣告、溢價與績效三者之間的關聯性。資料篩選首先搜尋公開



資訊觀測站，並以「購併」、「合併」、「購併」與「收購」做為樣本關鍵字搜尋，並選取有明確購併宣告的報導，再結合台灣經濟新報資料庫（TEJ）進行資料整合與交叉比對，另外，為了確認樣本的準確性，將所搜尋到的樣本再與聯合知識庫、知識贏家資料庫與慧科大中華新聞網，三個新聞資料庫做比對，最後搜尋購併公司年報資料做比對，以確認樣本資料明確性。另外，由於各資料庫在宣告時間上，可能存在一至兩天的誤差時間，因此，本研究樣本選取最早傳出消息的資料庫時間，研究樣本篩選如下：

1. 購併公司須為台灣證券交易所之上市、上櫃與金控公司
2. 購併公司需名列新聞標題，報導宣告後在報導消息中至少必需要有購併類型、地點、時間等資料。
3. 購併的性質必須為合併、資產收購、或是股權收購，創設合併或是借殼上市的樣本則予以剔除。
4. 必須以該公司名義宣告資訊者。
5. 購併公司必須至少有購併前後三年得完整財務資料，否則予以剔除。
6. 為了避免購併資訊混淆，排除購併公司前後三年內有出現重大事件之樣本。
7. 由於本文是以金融產業為主要研究樣本，與一般產業不同，因此，將非金融產業予以剔除。

本研究以 1996 年至 2011 年台灣上市、上櫃及興櫃之金融業購併宣告事件次數為研究樣本，資料來源取自公開資訊觀測站所建置的資料進行樣本搜索，再與 TEJ 台灣經濟新報資料庫來交叉比對後，共得到 226 個初步樣本資料，最後與聯合知識庫、知識贏家資料庫與慧科大中華新聞網三個資料庫比對，並選取有明確購併宣告的報導，扣除樣本資料宣告日不明確以及非以該公司名義之宣告資訊者，最後確定宣告樣本數為 212 個樣本，在換股宣告日上，從宣告樣本數中，再次搜尋有明確「股份轉換基準日」、「換股比例」關鍵字搜尋，並選取有明確換股宣告的報導，最後有換股宣告日的樣本數為 191 個樣本，最後確定購併日樣本為 210 個樣本，樣本年度及產業類別分布請詳見表 2，其中在樣本期間內，我們發現在台灣的金融業購併宣告次數中，主要還是以金融控股業為主，共有 107 件，再來是以證券業與銀行業為主，樣本數分別是為 46 件與 46 件。

表 1 1996 年至 2011 年金融業購併宣告次數統計表

產業別 年份	銀行	證券	票券公司	壽險業	金融控股	產險業	年購併 件數
	1996	1	0	0	0	0	
1997	5	0	0	0	3	0	8





表 2 1996 年至 2011 年金融業購併宣告次數統計表 (續)

年份	產業別						年購併 件數
	銀行	證券	票券公司	壽險業	金融控股	產險業	
1998	5	0	0	0	2	0	7
1999	2	2	1	0	1	0	6
2000	3	22	1	0	0	0	26
2001	12	5	3	2	10	1	33
2002	3	4	0	0	23	1	31
2003	2	2	0	0	11	0	15
2004	0	1	0	0	5	0	6
2005	4	6	0	0	7	0	17
2006	0	0	0	0	13	1	14
2007	3	0	0	1	7	0	11
2008	1	0	1	0	4	0	6
2009	3	3	0	1	11	0	18
2010	2	1	0	0	3	0	6
2011	0	0	0	0	7	0	7
總和	46	46	6	4	107	3	212

資料來源：本研究整理

二、購併宣告效果實證模型

1. 異常報酬率之衡量

本文宣告效果採用一般化自身迴歸條件異質變異數分析法(GARCH)做為模型參數的分析，實證模型參考自吳依正與廖永熙(2008)的研究。在建立預估日報酬率的資料模型上，本文是以報紙刊登日為宣告日基準點，將宣告日(t=0)定義為首次傳出訊息的日子，羅明敏與呂兆文(2001)的資料將宣告日前後定義在15至40天的範圍，因此，本文將估計期間設定為(-150,30)天，事件期為(-30,30)天作為計算平均異常報酬率與累積異常報酬率。利用估計期各宣告公司日報酬率與市場投資組合(加權指數)的日報酬率為資料，公式如(1)所示：

$$R_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mit} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中，

R_{it} =i 公司在第 t 日之實際日報酬率，第 i 個宣告事件樣本公司， $i=1,2,3,\dots,n$ 。





Rm_{it} =市場投資組合（加權指數）在 i 公司在第 t 日之實際日報酬率。

$\hat{\alpha}_i$ =i 公司迴歸模型之截距項估計值。 $\hat{\beta}_i$ =i 公司之迴歸模型之斜率估計值。

ε_{it} =第 i 公司在第 t 日之殘差項，且必須符合 ε_{it} 在 $N(0, \sigma^2)$ 為獨立隨機變數與 ε_{it} 、 Rm_{it} 兩者彼此獨立的兩點假設。

本文以平均異常報酬率 AR (Abnormal Return) 來鑑定是否有異常報酬率的存在。首先使用簡單線性迴歸的最小平方法求出各事件樣本簡單迴歸模型，以估計各樣本公司在事件其中的異常報酬率，再進一步計算出全體樣本各期的平均異常報酬率及累積異常報酬率。最後利用事件其中的樣本公司宣告日當天的實際日報酬減去預期報酬率，即可以得出異常報酬率 AR_{it} ，計算公式如 (2) 所示：

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (2)$$

其中， \hat{R}_{it} = i 公司第 t 日之預期報酬率；

AR_{it} =i 公司在事件期 t 日所估計出之異常報酬率

一、報酬率統計檢定

本文採用標準化殘差法 (standard residual cross-sectional method) 或簡稱為 SRM 以及普通剖面法 (Vrdinary cross-sectional method) 或簡稱 VCSM，這兩個研究模型將個別證券的異常報酬率加以標準化，並且採這兩個研究模型各自的優點，將所有的樣本資料累積異常報酬率加總平均，計算出事件其中某一起的時間點 t，計算方式如公式 (3) 所示：

$$SSAAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N SAR_{it}}{N} \quad (3)$$

將各期宣告事件由 t_1 累積至 t_2 日，因此，得出標準化累積平均異常報酬率 (Standardized Cumulative Abnormal Return) 簡稱 SCAR，計算公式如 (4) 所示：

$$SCAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t=t_2} SARR_t \quad (4)$$

檢驗標準化平均異常報酬率及標準化累積平均異常報酬率的統計顯著性，其中，S (SAAR) 為標準化平均異常報酬之標準差。本文採用 t 統計檢定，計算公式如 (5) 與 (6) 所示：





$$t(SAAR_t) = \frac{SAAR_t}{S(SAAR)} \quad (5)$$

$$S(SAAR) = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left(SAAR_{i,t} - \sum_{i=1}^N \frac{SAAR_{i,t}}{N} \right)^2}$$

$$t(SCAR) = \frac{SCAR(t_1 t_2)}{S(SCAR(t_1 t_2))} \quad (6)$$

$$S(SCAR) = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left(SCAR(t_1 t_2) - \sum_{i=1}^N \frac{SCAR(t_1 t_2)}{N} \right)^2}$$

二、經濟附加價值(EVA)與市場附加價值(MVA)

1. 經濟附加價值法

經濟附加價值法 (Economic Value Added, EVA) 是最近十年來廣泛用來衡量公司績效的方法，其概念與傳統績效衡量的差異在於，資本成本從調整後的稅後淨利中扣除，規避一般公認會計準則對於財務認列的缺失，因此，成為大型公司與投資大眾制定投資決策的重要指標。有鑑於此，本研究將運用經濟附加價值法衡量公司購併績效，希望藉此能更精確地計算出公司的真實價值。計算公式如(7)所示：

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC \quad (7)$$

其中，NOPAT=稅後營業淨利;WACC=資產成本百分比;IC=投入資本

由於經濟附加價值主要是呈現一家公司的實際項價值，過去一般公認會計原則在公司財報的衡量以保守穩健為原則基礎，因此，在稅後營業利潤加(減)會計調整科目計算出稅後營業利潤加(NOPAT)，公式如下(8)：

$$NOPAT = \text{稅後淨利} \pm \text{會計調整} \quad (8)$$

所謂的投入資本，是指投資者或者公司在投入經營時的全部資金帳面價值，其中也包括債務資本與股本資本等項目。因此，公司的投入資本可能會因為經理人為了追求短期的營運績效，扭曲了所投入資本，換句話說，經理人可能透過帳





面以及會計科目的操作，忽略了公司的真實價值與長期績效的發展。因此，經濟附加價值在計算投入資產時，會對部分會計科目的結果進行調整，如非計息負債與約當股東權益項目，已修正公司被扭曲的真實價值，公式如下(9)：

$$IC = \text{營運資產} - \text{非計息負債} - \text{約當權益準備} \quad (9)$$

其中，營運資產=流動資產+固定資產+其他資產+無形資產-商譽

非計息負債=應付帳款及票據+應付費用+預收款項+其他應付款

+應付所得稅+遞延所得稅+其他流動負債

約當權益準備=研發及行銷費用未攤銷數+應收帳款備抵呆帳+存貨備抵跌價損

失+短期投資備抵跌價損失+長期投資評價損失+無形資產

+遞延所得稅-未完成工程及預付設備款-長、短期投資淨額

$$WACC = R_e \times \frac{E}{(E + D)} + R_d \times (1 - T) \times \frac{D}{(E + D)} \quad (10)$$

其中，權益資金成本 $R_e = R_F + \beta(R_M - R_F)$;

R_F 為無風險利率，依據台灣銀行當年度之一年期定存利率

R_M 為市場投資組合期望報酬率⁵； β 為個股的 Beta 值； E 為股東權益總額

D 為負債總額； T 為稅率

$$\text{負債資金成本}^{**} R_d = y - y_f \frac{-\ln(-\delta + \delta \times R + 1)}{T}$$

y = 考慮信用風險的債券殖利率； y_f = 無風險利之公債殖利率

δ = 違約機率； R = 預期回收率；

⁵本文資料參考 TEJ 台灣經濟新報資料庫之當年度投資組合報酬率%

^{**} 負債資金成本是採用台灣經濟新報資料庫的信用評等法(TCRI)為標準，TCRI 是針對公開發行的一般產業定期發布的一個信用評等法，主要是透過公司的信用評等，找出等級對應的殖利率，亦是常見用來推估公司負債資金成本的方法。而國內銀行 9 成以上皆採用此 TCRI 數據做為授信放款的依據，因此，本研究採用 TCRI 當作負債資金成本的計算公式。





T = 期間（本研究設定以1年為期間，並選取自購併當年度之資料）

2. 市場附加價值法（Market Value Added, MVA）

由於一家公司所創造的財富價值並非完全由一家公司的市值所決定，而是市值與公司再投入資本之間的差額，因此，可能會產生公司權益市場價值大於帳面價值的問題，而市場附加價值（Market Value Added, MVA）主要是透過衡量公司的財富價值創造，進而讓股東的價值提升。其中，市值包括投資人對於公司價值之判斷，因此，就更不能忽視投資人之觀點。有鑑於此，本研究利用市場附加價值法來衡量公司購併前、後的績效變化，判斷公司是否可以在購併後，為股東創造真正的價值，計算公式如（11）所示：

$$MVA = \text{權益市場價值} - \text{權益帳面價值} \quad (11)$$

其中，權益市場價值 = 收盤價 × 流動在外股數

權益帳面價值 = 股東權益總額 - 約當股東權益調整

三、操作變數與模型之定義

1. 變數解釋

應變數：公司購併後的績效為 $EVA_{post,i}$ ；公司購併後的績效為 $MVA_{post,i}$

自變數

(1) 異常報酬（AR）

利用事件其中的樣本公司宣告日當天的實際日報酬減去預期報酬率，即可以得出異常報酬率 AR_{it} ，因此，本文將異常報酬小於 0 設定為負向異常報酬，大於 0 即為正向異常報酬，在此設定負向異常報酬 = 0 正向異常報酬 = 1

(2) 購併溢價比（MP）

在迴歸模型中的溢價計算方式，過去在購併溢價的計算上，大致可以分成淨值法與市價法兩種，但由於考量到並非所有目標公司都為上市櫃公司，可能無法完整的觀察市價的變化，因此，本研究採用 Henderson and Gart（1999）、沈中華與王建安（2007）及張智煌（2010）的溢價比率計算方式，以目標公司被購買之價格與其帳面價值作為衡量購併溢價之方式，但由於溢價的比例將會與購併目標的投資報酬率有關，再加上每家公司對溢價的計算方式都不盡相同，因此，本研究最後決定選取每家公司公開說明書之專家意見書的建議換股比率做為標準，並選





出最接近實際換股比率的結果，再與實際換股比率做比較，若換股比率對目標公司有益則是視為溢價，計算結果為正的視為有溢價，若為負的視為折價。另外，在現金購併的部分，本研究是以購併公司實際支付價格減去目標公司之股東權益，再除以目標公司之股東權益，最後計算結果為正的視為有溢價，若為負的視為折價。本文將計算結果大於 0 即為溢價，小於 0 設定為折價，在此設定折價=0 溢價=1。

$$MP = \frac{B_1 \times E_r - B_2}{B_2}$$

另外，在現金購併溢價的部分，公式如下：

$$\text{現金購併溢價} = \frac{(\text{實際支付價格} - \text{目標公司股東權益})}{\text{目標公司股東權益}}$$

其中， B_1 為購併公司每股股價之帳面價值； B_2 為目標公司之換股比率

E_r 為購併公司與目標公司的換股比率

$B_1 \times E_r$ 為實際購併公司支付給目標公司的價格

(3) 公司規模 (SIZE)

以過去的理论來說，規模較大的公司在市場佔有率相對來說較高，因此，在經營績效上應該比小型公司來的優異。但過去國內文獻尚無統一的說法，本研究參考 Schulman, Thomas, Sellers and Kennedy (1996)、呂佳玲與林基煌 (2008) 與孫梅瑞與陳雅君 (2010) 的研究，將總帳資產帳面價值取自然對數：

$$\text{公司規模} = \ln(\text{總資產帳面價值})$$

(4) 同業購併與異業購併 (RELATED)

由於同業購併可能會產生規模擴大與整體經營績效，形成規模效應，因此，本研究參考曾真真 (2010) 的研究變數，加入了同業與異業購併，辨別標準主要是依照台灣經濟新報資料庫所登記的產業類別作為評斷依據，併根據所搜尋到的資料，將變數設定為同業購併=0 異業購併^{††}=1。

^{††} 由於本研究樣本之目標公司有部分為非上市(櫃)公司，因此，在台灣新報資料庫無法完全確認其分類代碼，若有缺失的樣本，本研究採取經濟部之公司登記資料，作為判對樣本為同業與





(5) 集團購併與非集團購併 (HC)

在台灣集團對集團間的購併並非不常見，實際上，在金控業成立的同時，在金融業往往都是同集團的母公司將子公司加以整併，偶爾也會出現不同集團間的子公司相互購併的案例。因此，本研究將依照台灣經濟新報資料庫的集團分類，設定同集團的購併=1 非同集團的購併=0

(6) 購併經驗 (EXP)

具備購併經驗的公司，可以根據過去購併的經驗累積並增加購併的成功率，並且在購併地過程中可以有效的協調資源配置、降低衝突。因此，本研究參考曾真真 (2008) 的研究，比較有購併經驗的公司是否可能以更有效率的方式進行購併活動，而有購併經驗的公司是否在購併後可以有更良好的購併績效，期衡量方式為過去三年內有購併經驗的公司=1，沒有購併經驗的公司=0

2. 模型

本研究將全面化衡量台灣金融公司與公司在發生購併活動前、後期及活動發生時的影響因素，為了增加客觀性，將企業購併過後購併公司與目標公司的變數協調性增加，計算公式如 (12)、(13)、(14) 所示：

$$MP_{i,t} = \alpha + \beta_1 AR_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

其中， MP 為 i 企業購併溢價， $AR_{i,t}$ 為 i 企業購併宣告後異常報酬

$$MP_{i,t} = \alpha + \beta_1 EVA_{pre,i,t} + \varepsilon_{it} \quad (13)$$

$$MP_{i,t} = \alpha + \beta_1 MVA_{pre,i,t} + \varepsilon_{it} \quad (14)$$

其中， $EVA_{i,t}$ 為 i 企業購併後第 t 年經濟附加價值， $MVA_{i,t}$ 為 i 企業購併後第 t 年市場附加價值， MP 為 i 企業購併溢價

經濟附加價值法之最初是為了規避一般公認會計準則對於財務認列的扭曲，由於當傳統會計再認列公司創造價值時，所賺取的報酬應高於公司負債與權益資本的資金成本，但企業的獲利在還未超出資本成本之前都算是虧損的。因此，本研究以經濟附加價值 (EVA) 與市場附加價值 (MVA)，分別衡量企業在發生購併活動前、後三年之績效，觀察這六年期間績效之變化，計算公式如 (15)、(16) 所示：

$$EVA_{post,i,t} = \alpha + \beta_1 EVA_{pre,i,t} + \varepsilon_{it} \quad (15)$$

異業併購之依據。





$$MVA_{post,i,t} = \alpha + \beta_1 MVA_{pre,i,t} + \varepsilon_{it} \quad (16)$$

其中，

$EVA_{post,i,t}$ 與 $MVA_{post,i,t}$ =購併第 t+3 年前後之經濟附加價值

$EVA_{pre,i,t}$ 與 $MVA_{pre,i,t}$ =購併第 t+3 年前後之市場附加價值

以過去的理論來說，規模較大的企業在市場佔有率相對來說較高，再加上同業購併可能會產生規模擴大與整體經營績效，因此，本研究參照過去文獻的整理，將購併公司購併過後的績效與產業特性做結合，觀察這些產業特性金融業購併地過程中，是否會影響最終的績效呈現，計算公式如(16)、(17)所示：

$$EVA_{post,i,t} = \alpha + \beta_1 LN(SIZE_{i,t}) + \beta_2 RELATED_{i,t} + \beta_3 HC_{i,t} + \beta_4 EXP_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (16)$$

$$MVA_{post,i,t} = \alpha + \alpha + \beta_1 LN(SIZE_{i,t}) + \beta_2 RELATED_{i,t} + \beta_3 HC_{i,t} + \beta_4 EXP_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (17)$$

其中，

$SIZE_{i,t}$ 為公司規模、 $RELATED_{i,t}$ 為同業購併與異業購併、 $HC_{i,t}$ 為集團購併與非集團購併以及 $EXP_{i,t}$ 為過去的購併經驗

3. 研究假設

本研究經文獻回顧宣告效果、購併溢價與績效了解過去文獻所探討之議題，並逐一推導出研究假設，如表 2 所示：

表 3 研究假設

假設	
購併宣告效果	H1-1：購併公司在宣告購併資訊時，會有正向的異常報酬率。 H1-2：購併公司在宣告購併基準日後，會有正向的異常報酬率。
購併溢價與購併宣告效果關聯性	H2：購併公司的併購宣告有較大的正向異常報酬時，表示購併公司購併溢價效果也會越大時。
溢價績效衡量	H3：購併公司的購併溢價效果越大，代表購併後績效越差。
購併前、後績效	H4：購併後將會比購併前更具有較佳的績效。
績效與購併特性之變數	H5：金融產業相似度越高時，購併活動會使公司績效越佳。

資料來源：本研究整理





四、研究限制

本文在進行樣本資料蒐集與實證分析時，可能會遭遇一些無法避免的在外因素，因此，將研究限制予以提出：

1. 由於台灣目前並無專責整理相關購併活動的資料庫，因此，本研究所有樣本的資料源都來自於公開資訊觀測站與台灣經濟新報資料庫，另外在透過新聞資料庫交叉比對，難免會在樣本資料蒐集上有所疏漏。
2. 因本論文所採集的樣本為台灣上市、上櫃及興櫃之購併案樣本，而自台灣金融發發展的改變，大多數都以股份轉換為主，現金支付方式之購併案大多以購併部門與廠房為主，因此，也可能產生樣本偏誤的情形。
3. 本研究之溢價計算方式，是採用購併公司公開說明書之專家意見書，然而並非所有的購併公司都有發布公開說明書與專家意見書，因此，也可能造成溢價資料計算上的偏誤。

肆、實證結果分析

一、樣本資料與敘述統計

表 3 為本研究樣本公司各變數之敘述統計資料，如表 3 所示本研究一共有 186 個樣本數，其中應變數包括購併後一年至三年的 EVA 與 MVA 變數，其中在 EVA 的部分可以很明顯地看到三年來的平均數有普遍提升的現象，另外，MVA 三年平均值比較沒有太大的變化。在購併溢價幅度的平均為 1.588733，在購併宣告異常報酬的平均值為-0.27332。在產業特性上，購併公司的購併經驗平均數為 0.629032，在購併公司集團與非集團購併的平均值為 0.72043，在購併公司的相對規模平均數為 18.0658，最後，相關與非相關購併的平均數為 0.865591。

表 4 變數之敘述統計

樣本數(n)=186					
變數	平均數	中位數	標準差	最大值	最小值
應變數 EVA、MVA				(單位：新台幣仟元)	
購併後一年 EVA	533391	1707660	23245015	1.17*10 ⁺⁸	-177299064
購併後二年 EVA	1503887	1733999	24588401	1.4*10 ⁺⁸	-161395348
購併後三年 EVA	2875826	954753.8	16770686	2.9*10 ⁺⁷	-191352286
購併後一年 MVA	232828909	94538477	809360443	8.267*10 ⁺⁹	-23176761





表 5 變數之敘述統計 (續)

樣本數(n)=186					
變數	平均數	中位數	標準差	最大值	最小值
購併後二年 MVA	236232888	75702829	848826487	8.852*10 ⁺⁹	-23796152
購併後三年 MVA	222626285	93945140	711002036	5.851*10 ⁺⁹	-21710065
購併溢價	1.588733	0.48025	4.595805	37.3328	-0.54332
購併宣告	-0.27332	-0.2739	2.014654	8.2241	-6.4728
產業特性					
購併經驗	0.629032	1	0.484368	1	0
集團/非集團	0.72043	1	0.449999	1	0
相對規模	18.0658	18.50119	2.857617	21.5876	0
相關/非相關	0.865591	1	0.342011	1	0

資料來源：本研究整理

二、資料結果分析

1. 購併宣告之異常報酬

表 4、表 5 分別顯示金融業購併宣告日與購併換股比例宣告日之一般化異常報酬率，實證結果顯示，在購併宣告日當天，確實有顯著的正向異常報酬率出現，在事件日當天 (t=0)，購併宣告日與換股宣告日分別出現 0.4142 % (p= 0.0151) 與-0.1182 % (p=0.4804) 的異常報酬率。另外，在表 5 換股比例宣告日的研究結果來看，在 (t= -8~-3) 普遍都出現顯著且負向的異常報酬率，但在 (t=0) 事件日當天，卻出現負向但不顯著的異常報酬率，這與吳貞和等人 (2006) 學者同樣出現負向但不顯著的異常報酬率，其推論有可能在董事會正式決議換股比例前，市場就已經對於換股比例有諸多臆測，再加上董事會正式決議換股比例的時間，都在購併基準日前一至兩個月左右公佈，導致在宣告前六天就提前出現正向且顯著的異常報酬率。



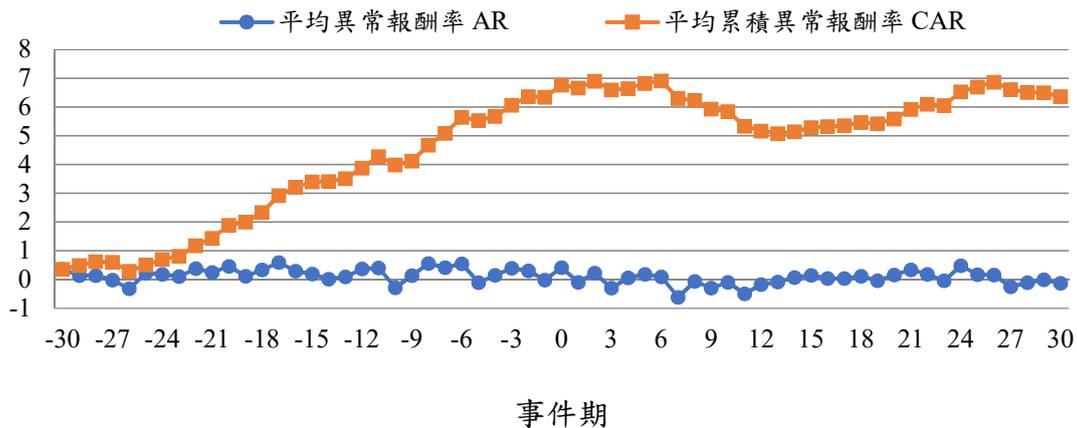


圖 3 購併宣告日之平均異常報酬率(AR)與累積異常報酬率(CAR)

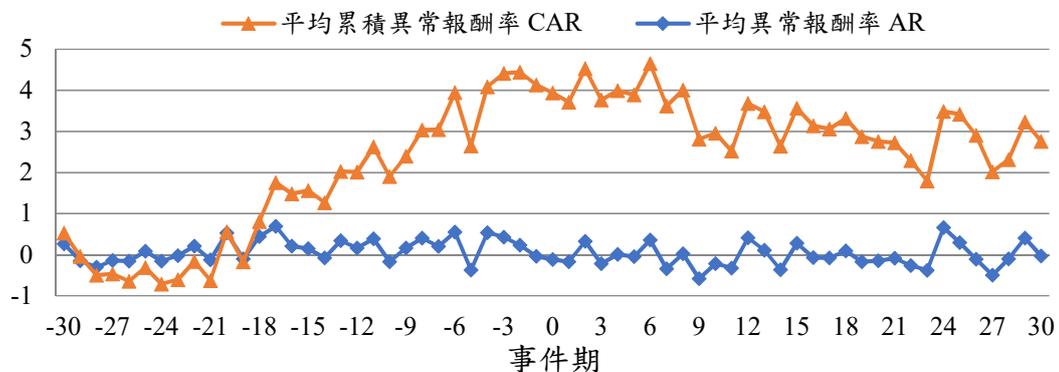


圖 4 換股比率宣告日之平均異常報酬率 (AR) 與累積異常報酬率(CAR)

另外，我們可以從圖 3 平均異常報酬率 (AR) 中發現，在宣告日事件日當天則出現顯著的正向異常報酬率，同樣在累積異常報酬率 (CAR) 在購併宣告事件前二十六天，股價開始出現正向的累積異常報酬率，一直到宣告日事件日當天還是出現顯著的正向異常報酬率，在事件日後第六天開始出現緩慢下滑的情況。圖 4 換股比率日之異常報酬率 (AR) 中發現，在換股比例宣告日當天出現負向的異常報酬率。

2. 購併溢價與購併宣告效果關聯性

如表 6 所示，購併溢價與購併宣告的迴歸分析成正向不顯著，這個結果和廖俊杰與陳家好(2009)的研究結果大致相同，但相關的研究需要再更進一步探討。



表 6 金融購併宣告日之標準平均異常報酬率

Event Day	AR	STD	t-Value	PERCENT>0
-10	-0.2835	2.0095	-1.6718*	56
-9	0.1346	2.1160	0.7939	47
-8	0.5546	2.4844	3.273***	49
-7	0.4094	2.1199	2.4126**	51
-6	0.5505	2.2060	3.2439***	46
-5	-0.1071	2.3882	-0.6302	48
-4	0.1434	2.4692	0.8435	47
-3	0.3868	2.4514	2.2739**	48
-2	0.3011	1.9040	1.7684*	40
-1	-0.0173	2.3629	-0.1020	54
0	0.4142	2.5413	2.4301**	49
1	-0.0934	2.5522	-0.5480	58
2	0.2285	2.2434	1.3402	54
3	-0.3005	2.0687	-1.7634*	60
4	0.0531	2.3118	0.3112	51
5	0.1765	2.1528	1.0355	48
6	0.0873	1.9679	0.5111	52
7	-0.6144	1.8456	-3.601***	64
8	-0.0640	2.0917	-0.3752	54
9	-0.2969	1.9948	-1.7407*	54
10	-0.0970	2.1186	-0.5669	47
11	-0.5028	1.9170	-2.9449***	64
12	-0.1733	2.0281	-1.0145	58
13	-0.0914	1.8139	-0.5349	49
14	0.0728	1.8158	0.4264	49
15	0.1429	1.6915	0.8318	44
16	0.0354	1.8097	0.2066	47
17	0.0344	1.9919	0.2013	54
18	0.1090	1.8483	0.6364	58
19	-0.0419	2.0611	-0.2451	53
20	0.1582	1.8618	0.9227	47
21	0.3387	1.6891	1.9739**	47
22	0.1801	1.9428	1.0519	48
23	-0.0464	1.9273	-0.2705	53
24	0.4769	2.5174	2.7874***	39
25	0.1687	1.7815	0.9842	45
26	0.1615	2.0814	0.9428	52
27	-0.2476	1.9216	-1.4446	56
28	-0.1107	1.8155	-0.6454	56
29	-0.0045	2.6375	-0.0264	57
30	-0.1330	2.6881	-0.7754	49

註：*、**與***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準。





表 7 換股宣告日之標準平均異常報酬率

Event Day	AR	STD	t-Value	PERCENT>0
-10	-0.1676	1.8363	-1.0078	54
-9	0.1647	2.2513	0.9890	48
-8	0.4025	2.4478	2.4172**	53
-7	0.2051	2.0909	1.2288	58
-6	0.5528	2.5138	3.3128***	46
-5	-0.3747	2.3422	-2.2408**	57
-4	0.5339	2.3630	3.1929***	47
-3	0.4289	2.3768	2.5651**	47
-2	0.2312	2.0601	1.3811	49
-1	-0.0404	2.0437	-0.2414	54
0	-0.1182	2.2629	-0.7056	58
1	-0.1714	2.3895	-1.0225	63
2	0.3232	2.0983	1.9283*	44
3	-0.2202	2.2564	-1.3135	57
4	0.0036	2.2330	0.0213	53
5	-0.0476	2.1944	-0.2837	53
6	0.3543	2.2905	2.1113**	53
7	-0.3397	1.9923	-2.0237**	61
8	0.0239	2.0062	0.1422	53
9	-0.5861	1.6857	-3.4933	67
10	-0.2161	1.8681	-1.2862	50
11	-0.3270	1.8484	-1.9472*	65
12	0.4153	2.3628	2.4709**	48
13	0.1056	1.7302	0.6281	47
14	-0.3673	1.9365	-2.1863**	62
15	0.2801	1.9876	1.6583*	47
16	-0.0721	1.8607	-0.4289	52
17	-0.0785	1.8642	-0.4666	55
18	0.0906	1.8702	0.5384	53
19	-0.1743	1.7904	-1.0355	58
20	-0.1485	2.1651	-0.8807	45
21	-0.0886	2.2196	-0.5252	52
22	-0.2620	2.2127	-1.5552	56
23	-0.3792	1.9015	-2.248**	61
24	0.6565	2.6046	3.9032***	45
25	0.2934	1.9568	1.741*	47
26	-0.1071	2.1263	-0.6362	55
27	-0.4997	1.7430	-2.9666***	63
28	-0.0997	1.8210	-0.5913	54
29	0.4060	2.6409	2.4099**	51
30	-0.0342	2.4963	-0.2029	57

*、**與***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準。





表 8 購併溢價與購併宣告迴歸分析

	購併溢價	
	係數	t 值
購併宣告(AR)	6.793	(0.365)

註：括弧內數值為 t 值，***代表 1%的顯著水準，**代表 5%的顯著水準，*代表 10%的顯著水準。

3. 購併前、後績效分析

表 7 所示，金融業在購併前、後三年的績效變化如下，購併績效無論 EVA 或者 MVA 來看，皆呈現顯著的結果，對 EVA 而言，前、後兩年內之績效呈現負向且顯著的結果，直到第三年後才轉為正向關係，這表示金融業在購併過後的績效有明顯的提升，這與張文武等人（2006）的研究結果大致相同。另外，對 MVA 而言，則顯示正向且顯著的結果，從購併後三年的變化來看，隨著購併時間的拉長，在 MVA 的購併後三年內的係數逐年降低，其原因推斷權益帳面價值是隨著企業購併增加，購併時間越長，市場附加價值相對越弱。

4. 購併績效與購併溢價、購併特性變數之迴歸分析

如表 8 所示，購併溢價與購併後績效都是負向且不顯著的結果，過去購併公司有相關購併經驗對於 EVA 購併後的一年與兩年內都出現正向的顯著結果，可見購併公司是否有購併經驗確實會對購併後績效產生影響，這個結果也與孫梅瑞與陳雅君（2010）及曾真真（2010）的研究結果相同，但在 MVA 的部分，卻在第三年的時候出現負向的顯著水準。在購併公司集團與非集團購併的部分，在 EVA 購併後的第一年出現負向且顯著的結果，此結果與呂佳玲與林基煌（2008）大致相同。另外在 MVA 購併後的第三年出現正向且顯著的關係，估計集團的購併是在購併後三年才開始慢慢有效益存在。

原先預估購併公司會透過購併來增加市場規模，但結果顯示，雖然都出現正向的結果但都不顯著，只有在 MVA 購併後第三年的時候，出現正向的顯著水準，推論其原因，當組織規模越大時，其公司結構也相對完整，因此，可能反而使得在購併後兩年無法完全突顯其擴張價值所在，此結果也與羅庚辛、呂佩君與許明峰（2003）、曾真真（2005）及呂佳玲與林基煌（2008）等人的結果一致。最後，同業購併的部分，購併公司 EVA 在購併後第三年出現了正向且顯著的關係，由此推斷購併經驗與購併績效呈現正相關，推斷其主因在於，企業透過同業的購併有助於增加企業在購併後的整合速度，但同樣可能面臨企業文化、公司治理等問題。





表 7 EVA 與 MVA 購併前後績效迴歸分析

	EVA _{post_1}	EVA _{post_2}	EVA _{post_3}	MVA _{post_1}	MVA _{post_2}	MVA _{post_3}
EVA _{pre_1}	-0.303*** (-9.274)					
EVA _{pre_2}		-0.245*** (-5.651)				
EVA _{pre_3}			0.742*** (19.091)			
MVA _{pre_1}				0.905*** (103.365)		
MVA _{pre_2}					0.704*** (66.411)	
MVA _{pre_3}						0.57*** (11.654)

註：括弧內數值為 t 值，***代表 1%的顯著水準，**代表 5%的顯著水準，*代表 10%的顯著水準。

表 8 購併績效與特性變數之迴歸分析

	EVA _{post_1}	EVA _{post_2}	EVA _{post_3}	MVA _{post_1}	MVA _{post_2}	MVA _{post_3}
MP	-2.899x10 ⁻⁶ (-0.892)	-1.775x10 ⁻⁶ (-0.589)	-3.103x10 ⁻⁶ (-0.515)	-1.915x10 ⁻⁷ (-1.039)	-1.394x10 ⁻⁷ (-0.732)	-1.997x10 ⁻⁹ (-0.028)
EXP	16464795*** (4.656)	12532821*** (3.237)	3750795 (1.409)	-7.4x10 ⁺⁷ (0.87)	-1.1x10 ⁺⁸ (-0.8027)	-3.3x10 ⁺⁸ *** (-1.638)
HC	-7697532** (-2.066)	-5127376 (-1.257)	2112325 (0.753)	-2.2x10 ⁺⁷ (-0.308)	338413 (0.002)	2.6x10 ⁺⁸ ** (2.282)
SIZE	-444058 (-0.766)	-318088 (0.046)	113445 (0.26)	34295482 (0.106)	35340707 (1.582)	32212879* (1.733)
RELAT ED	8908846* (1.845)	165386 (-0.399)	8734349** (2.403)	-2.2x10 ⁺⁸ (-0.98)	-1.9x10 ⁺⁸ (-1.008)	-1.8x10 ⁺⁸ (-0.492)

註：括弧內數值為 t 值，***代表 1%的顯著水準，**代表 5%的顯著水準，*代表 10%的顯著水準。





伍、結論與建議

由於國內鮮少同時探討購併宣告、購併溢價與購併績效三者之線性關係，因此，本文以國內台灣上市、上櫃及興櫃金融公司為研究樣本，研究期間以 1996 年至 2011 年，檢視台灣金融產業在發生購併活動期間之購併宣告效果、購併溢價與購併績效三者間的關聯性，並在績效衡量方法上採用國內較少用的經濟附加價值法與市場附加價值法作為衡量指標。從事件研究法的結果來看，金融產業通常在傳出購併消息後，宣告日當天即出現正向且顯著的異常報酬率，顯示金融購併在宣告效果存在，但在換股比例宣告日的研究結果，與過去學者同樣出現負向不顯著的異常報酬率，其推論有可能在董事會正式決議換股比例前，市場就已經對於換股比例有諸多臆測，導致在宣告前六天就提前出現正向且顯著的異常報酬率，

在購併溢價與購併宣告方面，雖然數據結果顯示正向但不顯著，代表著當購併宣告越大時，會出現越大的購併溢價，這與當初假設 2 所設定的結果不同，但由於異常報酬也顯示短期內市場對此購併案有正向的反應，由此，推斷當購併案前景看好並與反應一致時，購併公司可能會出較高的價錢來購併。另外，購併溢價與購併後績效都是負向且均無顯著關係，購併溢價的高低是否真的可以在購併後三年內觀察出購併績效之變化，可能還可以再進一步探討。

購併公司在購併前、後三年的績效變化分析，購併績效 EVA 在前、後兩年內之績效呈現負向且顯著的結果，直到第三年後才轉為正向關係，這表示金融業在購併過後的績效有明顯的提升。另外，在 MVA 的部分則顯示正向且顯著的結果，從購併後三年的變化來看，隨著購併時間的拉長，在 MVA 的購併後三年內的係數逐年降低，其原因推斷權益帳面價值是隨著企業購併增加，因此，購併時間越長附加價值相對越弱。

最後，在購併績效對產業特性的變數分析，購併經驗與購併公司購併後的兩年內的 EVA 都出現正向的顯著水準，可見購併公司有購併經驗確實與購併績效呈正向的顯著關係。另外，購併公司在集團與非集團購併分析，在購併後的第一年 EVA 出現負向且顯著的結果，顯示金控公司集團購併在第一年會產生負向的績效。而原先預估購併公司會透過購併來增加市場規模，但結果顯示，併購後第一年和第二年雖然都出現正向不顯著的結果，購併後第三年的 MVA 呈現正向的顯著水準，顯示併購後通常要到第三年後才能顯現其併購的正向績效。最後，購併公司在同業購併後第三年出現了 EVA 正向且顯著的關係，此外，購併經驗多寡亦與購併績效呈現正相關。





本文對後續研究的建議，基於國外公司資料取得不易的關係，因此本研究主要以台灣上市、上櫃及興櫃金融公司為研究樣本，後續研究可以嘗試克服資料取得上之困難，將國外樣本同時納入探討，另外，本研究的樣本選取時間為 1996 年至 2011 年，期間長達 15 年，對於經濟環境、政策影響、產業變遷與景氣循環都可能對實證結果產生影響，因此，建議未來可以將此因素一併放入研究變數中。另外，在購併績效的部分由於考量企業在購併時的過程中，是否可能從在於其他的考量，進而影響購併決策與價格，最後導致績效的變化，這點暫時無從考證，建議未來可以加入購併密集度與擴張型態等因素加以考量。其次，在企業購併的過程中，最重要的還是此購併案成功與否，建議未來的研究可以加入購併活動的支付方式以及成功的比例，推論哪種購併類型較易獲得成功，以增加未來購併案的成功機率。最後，在購併特性的部分，本文是以企業規模、購併經驗、集團與非集團購併以及同業與異業購併當作進一步衡量購併特性的變數，建議未來的研究可以在增加企業年齡、持股比例、購併形式或者公司治理等相關變數，來加強資料解釋能力，找出影響金融業購併績效之因素。





參考文獻

1. 呂健銘 (2009)。經濟附加價值與企業經營績效關係之研究。中小企業發展季刊，13，51-88。
2. 呂佳玲、林基煌 (2008)。家族企業公司治理、購併策略與績效之探討。亞太經濟管理評論，11(2)，107-134。
3. 杜玉振、涂登才、林東和、蔡知敏 (2007)。同業、異業購併與金融控股公司之營運綜效。臺灣金融財務季刊，8(1)，1-28。
4. 朱炫璉、吳志銘 (2009)。臺灣金融控股組織對銀行效率之影響。臺灣管理學刊，9(1)，97-114。
5. 李建然、陳信吉、梁宏康 (2007)。金融公司購併溢價與目標公司高階管理團隊特質之關聯性。人力資源管理學報，7(4)，25-44。
6. 沈中華、王健安 (2007)。決定換股溢酬因素之研究--來自臺灣跨產業別的比較。臺灣經濟金融月刊，43(10)，48-65。
7. 林淑玲、龔尚智 (2006)。金融業購併與金控公司成立前後之效率與影響因素比較。績效與策略研究，3(2)，11-29。
8. 吳依正、廖永熙 (2008)。台灣 50 指數成分股異動對價格與交易量之影響。台灣期貨與衍生性商品學刊，7，138-164。
9. 吳貞和、李虹儀、劉淑珠、張芳瑜、翁逸珊 (2006)。我國金融控股公司合併宣告對其股價之影響。國立屏東商業技術學院學報，8，113-134。
10. 洪裕勝、蔡佳容 (2000)。購併宣告對目標公司股價影響之研究。企銀季刊，24(2)，177-196。
11. 胡國信 (2006)。金融控股公司及其主要子公司之價值評估與績效。中興大學社會科學暨管理學院高階經理人碩士在職專班碩士論文，未出版，台中。
12. 徐靜如 (2003)。企業購併宣告對股東財富影響之研究。中華技術學院學報，27，103-116。
13. 徐清俊、許露云 (2006)。公司購併宣告對公司股票報酬率波動之影響。證券櫃檯，124，86-104。
14. 張紹基、楊勝淵 (2001)。台灣企業購併實質效益之研究。管理學報，18(1)，1-21。
15. 張文武、陳蓁儀、林正緯 (2006)。台灣地區金融控股公司經營績效之實證研究：經濟附加價值。保險專刊，22(2)，145-177。
16. 張智煌 (2010)。台灣企業海內外購併宣告效果與換股比率合理性。雲林科技大學企業管理碩士論文，未出版，雲林縣。
17. 陳若輝、林任達 (2005)。臺灣高科技及非高科技企業跨國購併對財務績效影響之研究。中原學報，33(2)，133-148。
18. 陳瑞聖 (2008)。我國金融產業經營績效之研究-經濟附加價值之運用。宜蘭大學經營管理研究所碩士論文，未出版，宜蘭。





19. 陳天志、趙儷純、王晶蓉、葉梅芳、蔡佩茹 (2008)。銀行購併活動前後經營績效差異之研究--以我國上市、上櫃銀行為例。 **南亞學報**，28，227-241。
20. 曾真真 (2005)。以資源基礎觀點及動態能力觀點檢視購併決策及購併績效--以金融整合為例。 **管理評論**，24(3)，95-116。
21. 曾真真 (2008)。M&A 與 R&D：研發存量、技術相似性與購併績效之關係。 **管理評論**，27(4)，59-77。
22. 曾真真 (2010)。經驗學習、替代性學習隊在購併機率的影響：異台灣上市櫃製造業為例。 **管理學報**，27(1)，39-55。
23. 孫梅瑞、陳雅君 (2010)。公司融資決策與購併績效關聯性之研究。 **商略學報**，2(3)，199-215。
24. 黃淑芬 (2002)。臺灣銀行業之經濟附加價值與市場附加價值關聯性分析。臺灣大學財務金融學研究所碩士論文，未出版，台北。
25. 黃棟樑 (2004)。以 EVA 及 MVA 檢驗成立金控是否提升銀行績效。中興大學高階經理人碩士在職專班碩士論文，未出版，台中。
26. 黃寶慧、劉怡君 (2007)。應用權益結合法與購買法分析企業購併前後經營績效之研究--國泰金與臺新金為例。 **財稅研究**，39(2)，157-188。
27. 許美滿、鍾惠民、葉菀婷、許和鈞 (2004)。金融控股公司購併之市場反應與套利機會分析。 **臺灣金融財務季刊**，5(1)，121-139。
28. 許婉貞 (2012)。台灣企業併購溢價、支付方式與績效之研究。南華大學財務金融學系財務管理所碩士論文，未出版，嘉義縣。
29. 賴君婷 (2009)。兩岸三地金融業購併溢價決定因素探討。臺灣大學財務金融學研究所碩士論文，未出版，台北。
30. 廖俊杰、陳家好 (2009)。主併者購併溢價與長短期股票報酬的非線性關係。 **中華管理評論國際學報**，12(2)，1-18。
31. 羅明敏、呂兆文 (2001)。臺灣企業海內外購併宣告對購併公司股東財富影響。 **臺灣銀行季刊**，52(3)，83-101。
32. 羅庚辛、呂佩君、許明峰 (2003)。臺灣證券商購併券商購併績效之研究。 **中原企管評論**，1(2)，175-200。
33. 曹耀鈞 (2011)。我國金融控股公司之經營績效檢視--EVA 觀點。 **臺灣銀行季刊**，62(2)，1-24。
34. Asquith, P. (1983), "Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns". *Journal of Financial Economics*, 11, 51-83.
35. Dodd, P. (1983). "Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth". *Journal of Financial Economics*, 8, 105-137.
36. Duso, Tomaso, Gugler, Klaus & Yurtoglu, Burcin, (2010). "Is the event study methodology useful for merger analysis? A comparison of stock market and accounting data". *International Review of Law and Economics*, 30(2), 186-192.
37. Henderson & Gart (1999), "Key variables explaining acquisition premiums for





- large commercial banks". *Bank Accounting & Finance*, 12(4), 29-33.
38. Ioannis Asimakopoulos & Panayiotis P. Athanasoglou (2012) . "Revisiting the merger and acquisition performance of European banks". *International Review of Financial Analysis*, No. 13.
39. Kiyamaz, H. & H. K. Baker (2008) . "Short-Term Performance, Industry Effects, and Motives: Evidence from Large M&A". *Quarterly Journal of Finance & Accounting*, 47, 1661-1699.
40. Patrizia Porrini (2006) . "Are investment bankers good for acquisition Premiums". *Journal of Business Research*, 59 , 90-99.
41. Schulman,C., Thomas, D.W., Sellers. K. F. & Kennedy, D. B. (1996) . "Effects of Tax Integration and Capital Gains Tax on Corporate Leverage". *National Tax Journal*, 49(5), 31-54.





A Study On The M&A Announcement, Premium And Performance : The Case Of Financial Industry In Taiwan

Yi-Chen Wu^{a*}, Shang-Cheng Wu^b

^aAssistant Professor of Department of Financial Management, Nanhua University;

^bGraduate Student of Institute of Financial Management, Nanhua University

ABSTRACT

This study first investigates the issues of M&A announcement, merger premiums, and M&A performance. The samples of the financial industry in Taiwan, dating from 1996 to 2011, are adopted as our research data. This study aims to examine the interrelationship among M&A announcement, merger premiums, and M&A performance. The empirical results indicate that there are significant positive abnormal returns on the day of M&A announcement. Besides, merger premiums have no significant influence on both M&A announcement and M&A performance. Finally, corporations' M&A performance is much more greatly promoted in post-M&A than in pre-M&A.

Keywords: Announcement of mergers and Acquisitions , Merger premiums, Economic added value, Market added value

* E-mail: ycwu@mail.nhu.edu.tw

