

南華大學

財務管理研究所碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION
INSTITUTE OF FINANCIAL MANAGEMENT
NAN HUA UNIVERSITY

台灣企業併購溢價、支付方式與績效之研究

The Premium of Mergers and Acquisitions , Payment
Method and Performance in Taiwan

指導教授：吳依正 博士

ADVISOR : PH.D. YI-CHEN WU

研究生：許婉貞

GRADUATE STUDENT : WANG-CHEN HSU

中華民國 101 年 7 月

南 華 大 學

財務管理研究所

碩 士 學 位 論 文

台灣企業併購溢價、支付方式與績效之研究

The Premium of Mergers and Acquisitions , Payment Method
and Performance in Taiwan.

研究生： 許婉貞

經考試合格特此證明

口試委員： 陳佳政
廖永熙
吳依正

指導教授： 吳依正

系主任(所長)： 賴丞坤

口試日期：中華民國 101 年 6 月 13 日

版權宣告

本論文之內容並無抄襲其他著作之情事，且本論文之全部或一部份並未使用在申請其他學位論文之用。

謝誌

匆匆兩年研究所的時光亦是求學的最後階段即將畫上句點，回想大學畢業踏入以研究為主的生活，充滿了歡笑、淚水及滿載而歸的收穫。本論文能從擬定題目、資料蒐集、實證分析、質性訪談到論文撰寫，首要感謝我的指導老師吳依正博士細心指導，無論是緒論的環環相扣、文獻的歸納整理、研究方法與模型的討論、個案研究對象的找尋或是實證資料的整理，都給予我方向及指導，並訓練我獨立思考的能力及追根究底的態度。且感謝兩位口試委員陳佳政博士與廖永熙博士在百忙之中抽空前來幫我口試，給予指點及寶貴意見。

在這兩年的研究生涯中，仍感謝常給予我鼓勵的師長及同學們，亦謝謝專班同學偉青在質性研究的協助及鼓勵，還有謝謝學弟尚澄在我論文進行時，與我討論分享資料蒐集的方法。此外，特別感謝偉群陪伴我面對論文寫作上的種種難關。本論文從開始擬定題目至今，遭遇各種難關瓶頸，然而在指導老師耐心的指導及同學們的鼓勵下，終於能如期完成，讓我滿懷感恩，期望在未來的職場生涯中，能學以致用。

最後感謝我的父親與母親平時對我的鼓勵，讓我在無後顧之憂的環境中完成學業，亦感謝兄長在我徬徨無助的時候，給我安慰及鼓勵，讓我一次又一次的勇敢面對挫折，並不斷成長。本論文能順利完成，我的感謝溢於言表，其中的艱辛與辛酸亦能化為未來成長的動力。

許婉貞 謹誌於南華大學

中華民國 101 年 7 月

南華大學財務管理研究所一百學年度第二學期碩士論文

論文題目：台灣企業併購溢價、支付方式與績效之研究

研究生：許婉貞

指導教授：吳依正 博士

摘要

本文首先以併購溢價、支付方式與併購績效為研究主體，研究其間為 1998 年至 2011 年，研究樣本分別選取台灣上市、上櫃與興櫃企業做為實證資料。其目的欲探求以新的績效指標經濟附加價值法及市場附加價值法，比較企業併購前、後績效之變化。其次，以量化研究方法探討企業併購溢價與支付方式的選擇與策略之考量因素，再以質性方法驗證，並探討溢價、支付方式、智慧資本與績效之關聯性。實證結果顯示，企業併購後績效確實優於併購前，而併購溢價、電子業併購後第一年 EVA 對支付方式皆有顯著影響，且併購公司透過併購取得目標公司智慧資本，確實對併購公司併購後績效有正向影響。然而實證結果亦指出，併購溢價與併購績效無顯著影響，本研究經質性研究方法歸納出其不顯著的原因，當企業決定併購溢價時，著重於與目標公司的協商，與併購後績效較無直接關連性。

關鍵字：併購溢價、支付方式、績效、經濟附加價值、市場附加價值

Title of Thesis : The Premium of Mergers and Acquisitions , Payment Method and Performance in Taiwan.

Name of Institute: Institute of Financial Management, Nan Hua University

Graduate date: June 2012

Degree Conferred: M.B.A.

Name of student: Wang-Chen Hsu

Advisor: Ph.D. Yi-Chen Wu

Abstract

This study is based on the research subjects of merger and acquisitions, M&A premium and methods of payment. This study adopts the M&A events of Taiwan-listed, OTC and Emerging Stock Market from 1998 to 2011 as our sample. The purpose of this study is to investigate whether the Economic Value Added and Market Value Added performance of firm are changed after M&A. Besides, with quantitative research method, this study analyzes the relation between M&A premium and methods of payment. Finally, this study adopts qualitative research method to examine the relation among M&A premium, methods of payment, intellectual capital and performance. The empirical results show that after M&A performance of the industry is better than before, the premium and the M&A of electronics industry after the first year EVA and method of payment have a significant effect. And Acquirer through mergers and acquisitions to obtain intellectual capital of the Target firm does have a positive impact on Acquirer's performance. However, the premium and M&A's premium without a significant effect. In this study, summarized by the qualitative research method, when corporate decision M&A premium, focused on consultation with the target company, and the post M&A performance is less directly related.

Key words : M&A premium, methods of payment, M&A, Economic Value Added, Market Value Added

目錄

版權宣告.....	II
謝誌.....	III
摘要.....	IV
ABSTRACT.....	V
目錄.....	VI
表目錄.....	VII
圖目錄.....	VIII
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	5
第三節 研究流程.....	6
第二章 文獻回顧.....	7
第一節 併購定義.....	7
第二節 併購溢價之相關文獻.....	9
第三節 併購支付方式之相關文獻.....	10
第四節 併購績效之相關文獻.....	11
第五節 經濟附加價值法與市場附加價值法.....	13
第六節 智慧資本之相關文獻.....	19
第七節 文獻評論.....	20
第三章 研究方法.....	22
第一節 樣本選取與資料來源.....	22
第二節 經濟附加價值與市場附加價值.....	24
第三節 質性研究.....	27
第四節 模型與操作變數定義.....	29
第五節 研究限制.....	33
第四章 實證分析.....	34
第一節 樣本資料敘述統計.....	34
第二節 定量研究結果.....	35
第三節 質性研究驗證.....	40
第五章 結論與建議.....	48
參考文獻.....	51
附錄一.....	56
附錄二.....	57
附錄三.....	58

表目錄

表 1	經濟附加價值之會計調整項目.....	16
表 2	投入資本計算.....	17
表 3	併購樣本與相關特性變數之分布.....	24
表 4	自變數操作型定義.....	32
表 5	研究假設.....	33
表 6	變數之敘述性統計樣本數.....	34
表 7	EVA 與 MVA 併購前後績效變化.....	35
表 8	併購價格與支付方式迴歸分析.....	36
表 9	併購價格與 EVA 績效之彙整表.....	36
表 10	併購價格與 MVA 績效之彙整表.....	37
表 11	支付方式與併購績效 LOGIT 迴歸.....	38
表 12	專利權數與併購後績效之彙整表.....	39
表 13	併購經驗與併購後績效之彙整表.....	39
表 14	個案公司之基本資料.....	41

圖目錄

圖 1 全球併購統計圖.....	1
圖 2 研究流程.....	6
圖 3 併購之合併分類圖.....	8
圖 4 企業之收購分類圖.....	8
圖 5 經濟附加價值圖.....	16
圖 6 市場附加價值圖.....	19
圖 7 研究方法與實證分析架構圖.....	22
圖 8 個案研究流程.....	27

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

當全球資金充沛時，企業更為了達到更大的市占率，使企業績效更佳，於是頻繁的從事併購活動。回顧全球併購趨勢，如圖 1 所示，近二十五年來併購風潮有兩個較大的衰落點，第一，2000 年的網路泡沫化使全球併購熱潮從高峰衰落下來，同時世界通訊及安隆等企業爆發會計醜聞；再加上 2000 年美國線上與時代華納併購失敗、接著 2001 年又爆發 911 攻擊事件，造成全球金融市場人心惶惶資金趨於保守，併購風潮降溫¹。2002 年後併購件數及金額又步步攀升到 2007 年到達另一個高峰，受到 2008 年金融海嘯的影響，成為第二個衰落點。2009 年及 2010 年併購才又逐漸開始慢慢上升。

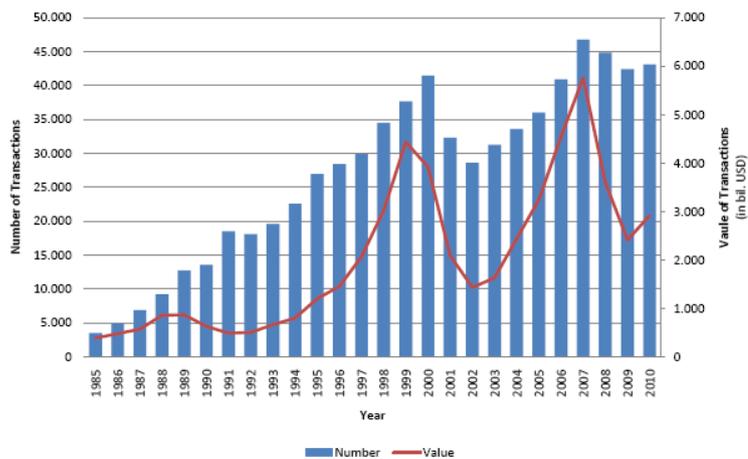


圖 1 全球併購統計圖

資料來源：Thomson Financial, Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) analysis

¹ 詳見遠見雜誌 2005 年 6 月號第 228 期，「美國發燒，全球併購熱」一文報導：「1980 到 1990 年代，美國因經濟走好，公司利潤上升，股市價值增長，企業容易籌到併購資金，便雄心勃勃展開擴張計畫，併購潮一發不可收拾。熱愛併購的思科在 1992 到 2002 年收購了八十多家大小公司，買得最兇的時候，曾在十天內吃掉四家公司。到了 1990 年代末期，科技泡沫化、世界通訊與安隆等企業財務醜聞爆發；以及 2000 年美國線上與時代華納的併購案失敗、2001 年又爆發 911 攻擊事件，使得企業併購意願低落，大家在家韜光養晦，專心削減成本、控制人事與研發開支。」

台灣併購發展相較於歐美國家起步較晚，直到政府為了鼓勵企業併購來增加其競爭能力，台灣在 2002 年頒布企業併購法，企業才在有法律保障的環境中，如火如荼的展開併購風潮，根據經濟部商業司的統計，台灣企業併購金額已超過 7000 億，且多採用合併的方式，占有併購案之 79.8%。由此可見台灣企業期待併購活動能帶給企業更好的績效，並針對企業併購是否能產生更好的績效，進行相關的研究與討論。

在過去文獻中研究者以不同的角度，運用不同的變數來檢視企業併購前後績效的差異，張紹基與楊勝淵 (2001)、黃志仁與溫宜豪 (2008)、王淑芬與洪淑玲 (2008)與孫梅瑞與陳雅君(2010)實證發現，併購活動並未帶給企業更好的績效，然而 Healy, et al.(1992)、曾真真(2010b)認為併購活動能為企業帶來更好的績效。有鑑於此，針對企業併購後長期績效的衡量，本研究將企業長期績效定義為併購後三年的績效，發現過去研究所用的財務比率侷限在一般公認會計原則下，較無法反映企業當前的價值與未來的價值，因此，本研究利用近年來廣為被企業接受且在併購相關研究中鮮少被運用的經濟附加價值及市場附加價值，來衡量企業併購績效，不但能以市場附加價值法捕捉企業當前的價值，適度了解企業經理人可用的資金與資源，帶領投資人評估併購公司當前可投入的資金成本，亦能結合經濟附加價值法，衡量企業真實的價值，未來可創造多少利潤。更重要的是，利用經濟附加價值與市場附加價值可擺脫一般公認會計原則的穩健保守，能較確切的衡量出企業真實價值，亦較能檢視併購公司併購後長期績效是否較佳。

併購公司是為了創造更好的績效，一旦併購公司選定目標公司後，併購價格與支付方式的協商將成為是否能與目標公司達成共識之重要一環。併購溢價即是包含了併購公司對於併購後所期待的價值創造，從併購公司的角度來看，期望以較低的價格併購目標公司，又能在併購後達到最好的績效，才是創造併購績效的最佳途徑。然而以目標公司的角度，必然希望能以比企業本身價值更高的金額進行合併，所以併購公司及目標公司在併購價格上的協商是併購案是否成立的關鍵。併購公司併購目標公司之

溢價幅度越高，是否真的買貴了，還是其未來效益無可限量，值得深入探討。過去文獻中 Linn and Switzer(2001)及王淑芬與洪淑玲 (2008)皆指出併購公司以現金為支付方式，併購後績效較佳，但並未探討與併購溢價間的關聯性。本研究從過去文獻中發現，併購溢價與以現金為支付方式都為併購公司看好目標公司的價值創造。值得探討的是，兩者間是否有關連性，併購溢價是否會使用現金為支付方式。

併購溢價無論從併購公司立場或是以目標公司的角度皆是認為目標公司的價值比實際的價值佳，併購公司除了期待未來併購後績效更佳，也透過併購取得目標公司資源，然而併購後的績效是否真的會比併購前佳，張紹基與楊勝淵 (2001)指出企業併購後績效並沒有比併購前佳，原因可能是因為企業在併購後重整能力不佳所導致。因此本研究認為，併購溢價雖然能代表併購公司的期待，然而併購後的績效是否能如預期，值得深入探討。

除了併購價格外，支付方式亦是透露併購目標公司雙方對併購可創造多少績效的根據。綜觀國內外併購案件的併購支付方式可分為兩種：換股與現金，對於併購公司而言，需評估企業本身的財務狀況，更能透露對併購的自信程度。王祝三等人(2006)指出，企業從事併購時，支付方式的選擇是併購案是否能成功的關鍵因素之一。若併購公司傾向現金支付，表示對併購後績效預期佳。若目標公司看好產業未來前景，會傾向以換股方式併購，表示目標公司預期併購後績效更佳。顏錫銘與楊維君(1994)與古永嘉與胡珮高(2008)實證結果指出併購公司規模小，成長性低、負債比率低及目標公司為子公司或國外對象，皆會選擇以現金支付。在併購與目標公司雙方的角度不同，如何協商取得合理的價格與適合的支付方式，兩者之間的關係值得深入檢視。在探討企業併購前後績效的差異與併購溢價、支付方式的同時，本研究期望能更接近企業實質做法加以討論，而不致只是紙上談兵，遂加入質性的個案研究方法。透過對併購公司訪談，了解企業實質併購是否與本研究相符，並深入了解併購真實考量的因素。

近年來，智慧財產權越來越受到企業重視，企業一旦擁有某一項關鍵性的專利便能迅速提升競爭能力。企業為了迅速取得關鍵性專利，則會透過併購取得目標公司的專利或技術，提升企業績效。從近年來的新聞中，可發現無論是國內或國外企業發生許多專利權之爭²，智慧財產的佈局隨著時代背景的轉變，顯得相當重要。從過去國內外相關文獻中亦可發現，Ahuja and Katila(2001)、徐雅惠(2008)及劉育秀(2010)皆認為專利權數目增加能為企業帶來更好的績效。企業亦可透過併購經驗的學習，讓併購績效越容易彰顯，曾真真(2005)認為企業可透過併購經驗不斷學習，使再併購時不易破局且也能增加重整能力。徐雅惠(2008)認為企業的顧客及供應商關係佳，能讓企業員工與顧客、供應商擁有良好的合作關係，創造更好的效益。企業在透過併購取得目標公司後，亦能給予目標公司顧客及供應商關係的協助，有助於企業績效的提升。

本研究發現過去文獻中鮮少以質性研究方法探討併購相關議題，儘管量化研究方法可以統計方式衡量變數間的相關性，但企業從事併購時，與目標公司的協商卻是無法以量化方法刻劃出來，企業併購真正的考量為何，併購後的績效是否較佳，透過質性深入訪談更可了解企業併購實務上的考量。劉子琦與蔡明洁(2006)亦認企業併購後重整的細節無法透過量化研究方法深層刻劃，需藉由質性研究方法進行深入訪談分析後，更能深層刻畫併購細節。本研究藉由質性訪談，除了了解本研究欲探討的目的外，並針對實證結果進行驗證，試圖找出真正的原因。

過去文獻不斷從不同的角度探討企業從事併購是否能創造價值，而以溢價合併的併購案，併購公司與目標公是否對合併有較高的期待，是否能創造較高的價值，以不同的支付方式支付的併購案是否能反應併購公司與目標公司對併購後的預期程度。值得討論的是，在企業從事併購的當下，併購溢價、支付方式與績效間的關係是否是互

² 詳見中央通訊社 2012 年 4 月 30 日「智慧財產布局重要，永遠不嫌晚」一聞報導：「世界的商業環境就是這樣的一個競技場，智慧財產是企業必要有的攻擊和防護的工具；另外，因為智慧財產的取得成本不低，設定優先順序很重要。準備智慧財產永不嫌晚，因為今天看到的是現在的競爭態勢，但科技專利環境每天都在變，因此，企業眼光要放長遠，今天可做的一定要去做，不要拖到明天才後悔。」

相牽動的，在相關過去文獻顏錫銘與楊維君(1994) 及王祝三等人(2006)中，多分別探討影響併購溢價、支付方式的因素，並未深入探討兩者間的關係，也未與績效衡量三者間的關係，因此本研究藉由探討三者間的關係。再加入資訊時代下重要的智慧資本進行探討，最後再以質性訪談的方式與實務做結合。

第二節 研究目的

近年來經濟附加價值與市場附加價值越來越受企業重視，然而國內衡量併購績效的文獻鮮少使用經濟附加價值與市場附加價值，且過去文獻對於企業併購後績效是否優於併購前亦未有一致的結論；再者，併購溢價與支付方式是併購活動能否成立的關鍵點，而過去文獻鮮少對兩者進行探討；最後，智慧資本在企業價值評估的議題中被廣泛運用，而過去有關併購的文獻鮮少加入完整智慧資本進行探討，基於以上的因素，本研究目的可歸納如下：

- 一、以經濟附加價值法與市場附加價值法，檢視企業併購前後之績效
- 二、探討併購溢價支付方式之關聯性
- 三、探討併購溢價與併購績效之關聯性
- 四、探討支付方式與併購績效之關聯性
- 五、探討智慧資本與併購績效之關聯性
- 六、探討併購特性變數與併購績效之關聯性
- 七、以質性研究方法驗證企業併購溢價、支付方式與績效之間的關係

第三節 研究流程

本研究的研究流程，首先確認研究動機與目的，藉由文獻回顧界定本研究貢獻，並建立假說，再依研究目的訂立適合的模型，進行資料搜尋與樣本查找。模型與樣本蒐集齊全後進行實證分析，檢視本研究之研究假說是否與實證結果一致，最後以結論做為總結，並給予未來有興趣研究相關議題的研究者建議，如圖 2 所示。

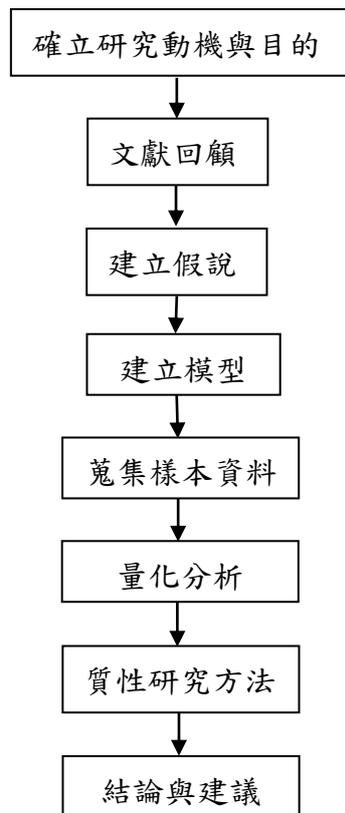


圖 2 研究流程

第二章 文獻回顧

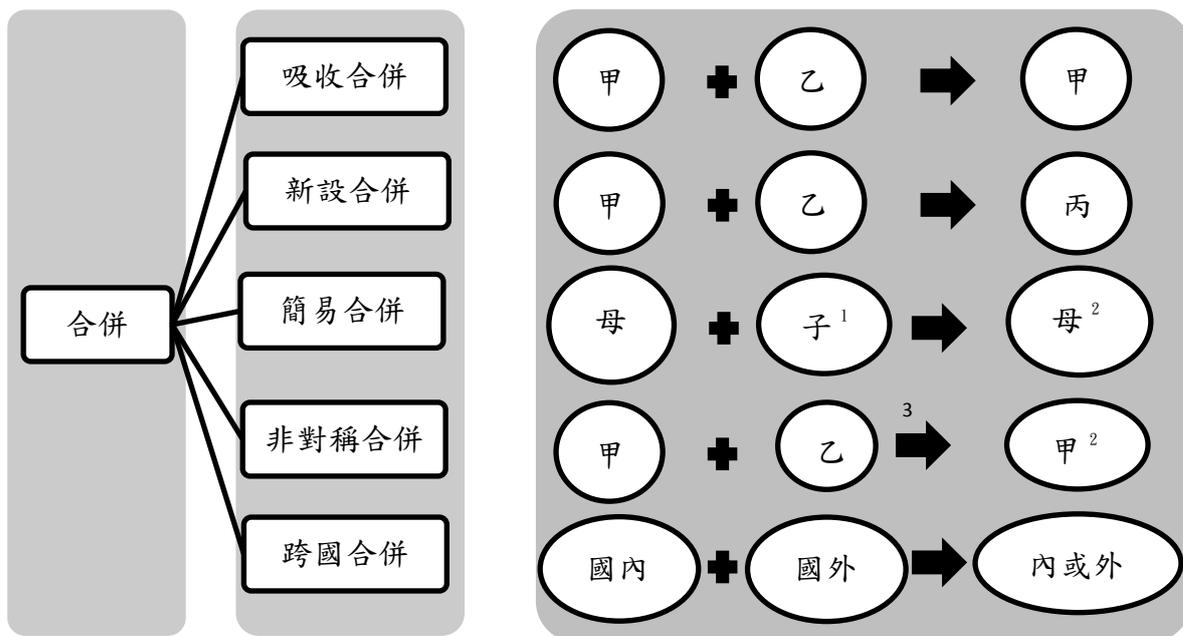
本章將有系統的回顧台灣企業併購溢價、支付方式與績效之相關研究。

第一節 併購定義

2002年年1月15日政府為了幫助企業提升競爭優勢，透過組織重新建構或轉型，快速提高企業經營績效，遂成立企業併購法。立法院通過企業併購法後，開啟企業新契機，使企業能在有利的環境與法令的支持下達到迅速擴張的目的。在台灣成立企業併購法以前，相較於歐美國家在60年代前，併購活動就已相當熱絡，台灣則是在近二十年，國內企業才逐漸透過併購的方式，增加競爭力。顏銘志(2000)指出過去台灣併購案不多的原因可能是政府法令的限制，企業經營者「寧為雞首，不為牛後」的觀念。李禮仲(2007)觀察台灣企業併購緩慢的原因，可能是由於過去的產業發展，主要以勞力密集，並以中小型企業為發展導向，再加上與過去資本市場發展不夠成熟有關，且台灣企業有高達75%融資是以間接金融方式向銀行取得，以致企業無法透過直接金融的方式，在資本市場上取得其所需的資金進行併購活動。有鑑於此，政府期望能以企業併購法誘導台灣企業以併購方式迅速擴張，增加企業成長性與競爭力。

李禮仲(2007)認為，為了賦予企業整合之彈性，得以因應大環境之變化，政府透過企業併購法簡化程序及「免稅改組」(tax-free reorganization)的獎勵模式，以鼓勵企業組織擴大發展，及讓企業在產業轉型中有更好的立基。在這樣的時空背景下，政府陸續制定及修正六法：金融機構合併法、金融控股公司法、公司法、企業併購法、證券交易法、公平交易法，提供一般企業及金融服務業併購整合的工具，讓台灣企業提昇國際競爭力。在過去文獻中的名詞解釋上多有不同，本研究根據企業併購法對併購的定義採用「併購」一名詞，並依據企業併購法定義本研究樣本。根據企業併購法第四條，併購指依公司法設立的股份有限公司之合併、收購及分割。合併(merger)指的是由新成立之公司概括承受消滅公司之全部權利義務；或參與之其中依公司存續，

由存續公司概括承受消滅公司之全部權利義務，並以存續或新設公司之股份、現金或其他財產做為對價之行為，如圖 3 所示。收購(acquisition)則指企業取得其他公司之股份、營業或財產，並以股份、現金或其他財產做為對價之行為，可分為一般收購與特定收購，兩者涵蓋的範圍有部份收購、全部收購、子母公司收購及控股公司轉換，如圖 4 所示。



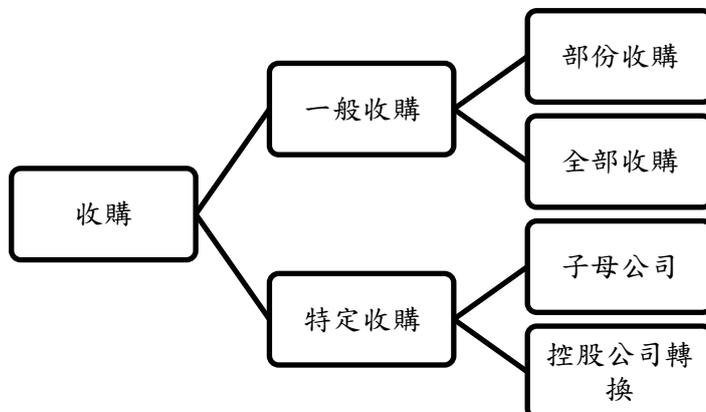
資料來源：證券櫃檯買賣中心

註：1 母公司持有子公司 90 以上的股權

2 董事會決議即可，無需召開股東會

3 合併發行新股 < 甲存續公司已發行股份之 20%，且交付乙消滅公司股東之現金及財產未超過甲存續公司淨值之 2%

圖 3 併購之合併分類圖



資料來源：證券櫃檯買賣中心

圖 4 企業之收購分類圖

第二節 併購溢價之相關文獻

企業從事併購活動時，支付價格是最直接相關的問題，劉啟群(2005)指出企業併購法的制定，僅提供企業運用併購增加競爭能力的法源依據與誘因，而併購案要達成協商，主要是環繞在併購目標雙方的企業價值，與進而協商購買價格或換股比率達成共識。賴君婷(2009)亦指合併後的綜效決定溢價幅度的多寡，而溢價幅度又會影響併購案是否成立。因此，溢價的幅度不僅攸關於併購目標雙方是否能達成共識，更考量併購後的效益與併購目標雙方企業對未來的前景展望。

綜觀過去研究與併購活動相關之公開說明書中，溢價衡量通常使用的方式有三：市價法、每股淨值法與每股獲利法等三種方法。李建然等人(2007)以 1999 年到 2006 年台灣金融業合併案，探討人力資源方面與目標公司之高階經營團隊與購併溢價的關連性，其中高階經營團隊又分為人力資源、外部聲譽及經濟誘因三構面，由於目標公司並非均是上市櫃公司，無法由市場上觀察，因此溢價的衡量使用淨值法，以目標公司購買價格與其帳面價值比來計算，其實證結果顯示，併購及目標公司的資產報酬率皆與溢價呈正向關係，表示目標公司的績效越高，併購公司願意支付較高的溢價。賴君婷(2009)亦因為非所有樣本都為上市櫃公司，無上市資料，所以採用淨值比做為溢價幅度的計算，以 2001 年到 2008 年兩岸三地的銀行併購案為例，探討併購溢價的決定因素，並考量目標公司績效與溢價之間的關係，其實證結果顯示，國內併購溢價與財務變數之間並不顯著，推測其原因可能是樣本數少或國內併購樣本中，有較多經營不善的目標公司。

張智煌(2010)針對 2000 年到 2009 年台灣從事併購宣告的上市櫃公司為樣本，檢視併購價格溢價的情形，其溢價計算方式分別使用市價法、每股淨值法與每股或立法計算換股比率，再選出與實際換股比率最接近的方法與實際換股比率計算溢價幅度，其實證結果指出，台灣企業換股併購案中過半數有溢價的情形，溢價幅度高達 25.66%。

所以，企業併購後企業價值的提升，不只在短期股票表現的異常報酬，企業更重視長期是否能帶來實質效益。檢視過去文獻大多都以淨值法或市價法計算併購溢價，然而根據併購公司之公開說明書，本研究發現並非每一家公司都以淨值法或市價法作溢價評估，因此本研究將針對每一筆併購案之公開說明書中的專家意見書，找出併購公司確切的溢價評估方法，以增加溢價計算的準確度。另外，本研究亦發現過去許多研究探討併購溢價與短期績效之間的關係，然而卻鮮少針對併購溢價與支付方式做探討，遂引發本研究探討兩者之間的關係。

第三節 併購支付方式之相關文獻

併購案是否能夠成立其中的要素之一，在於併購目標公司溢價的決定，而支付方式則可看出併購與目標公司的態度與展望，在過去研究中，針對現金支付與股票支付方式的不同，對於企業併購績效的影響做過相當多類似的討論，也與企業併購績效等財務變數做連結。顏錫銘與楊維君(1994)以 1985 年到 1990 年台灣企業併購案件為樣本，探討不同支付方式(股票、現金)與併購前財務特質的關聯性，並檢視併購後財務特質的變化，實證結果指出，併購公司規模小、成長性低以及目標公司為國外對象，皆會選擇以現金支付，且發現國內以現金支付之併購，對企業財務特質有正面的影響。Linn and Switzer(2001)以 1967 至 1987 年在美国 413 件上市公司為樣本，探討併購支付方式與併購後長期績效之關係，實證結果顯示，現金支付之併購案績效優於換股支付方式之併購案。

古永嘉與胡珮高(2008)以 1995 年到 2006 年台灣上市上櫃企業為研究樣本，探討國內企業併購支付方式的選擇，將支付方式分為股票、現金與混合型，實證結果顯示，負債比率低、目標公司為子公司以及跨產業交易，皆偏向使用現金支付。支付方式的選擇為併購與目標公司兩種不同角度的考量，併購公司在風險考量中，欲將風險轉嫁目標公司股東身上；另一方面，目標公司就現金流動等需求，對現金或股票支付的考

量也有所不同，從上述研究中可發現，當併購公司財務健全，看好跨產業的目標公司，則較偏向使用現金併購。王淑芬與洪淑玲(2008)以 1986 年到 2004 年北美石油產業從事併購活動為樣本，檢視併購前一年與後三年，市場績效與營運績效是否有所改善，並加入併購支付方式探討，支付方式則分為現金與股票支付，其實證結果發現，企業併購以現金支付的併購案之併購績效，比混合支付與股票支付佳。

張紹基與楊勝淵(2001)探討企業併購實質績效與支付方式的關係，將支付方式分為股票與非股票支付；實證結果發現，採取股票支付方式，併購後績效表現差，而採取現金或舉債支付，則企業併購後的績效較佳。根據以上文獻回顧中，他們並未考量併購溢價與支付方式的關係，但可發現併購公司採用現金支付，代表其看好併購後遠景，且對併購績效有十足的信心，本研究運用 Logit 迴歸分析探討支付方式與併購溢價及併購後績效間的關係，以了解併購協商時併購價格與溢價的決定是否與併購後績效有關。

第四節 併購績效之相關文獻

過去文獻探討企業併購績效多用財務指標，以不同構面分析併購對企業績效的影響，然而在許多企業經營與績效之相關研究，近年來相繼以經濟附加價值與市場附加價值的觀念與方法做探討，故本研究將運用經濟附加價值法與市場附加價值法檢視企業併購前後績效的差異。以下本研究針對過去文獻績效之衡量方式進行探討，並回顧經濟附加價值法與市場附加價值法與績效相關的研究。

企業為了在迅速變遷的環境中，快速提升競爭力，常透過併購方式進行企業整合並有效提升營運績效。Chung, et al.(2000)指出企業併購最主要的目的是迅速達到企業成長，從中獲取本身不足的能力與資源，使企業併購後能創造更大的經濟利潤。故過去許多文獻皆針對企業併購績效加以衡量，並比較併購前後的差異性，亦有許多研

究加入不同的影響績效之變數，探討其對績效的影響。綜觀過去文獻，企業長期績效的衡量多數研究運用多種財務指標、非財務指標及創新績效進行衡量，以不同的角度檢視企業績效是否因併購而呈現成長的趨勢。

併購是否能提升企業績效，Healy, et al.(1992)以營運現金流量報酬率為衡量績效指標，實證結果發現企業進行購併活動能創造更好的績效，且相關產業併購比非相關產業併購有更好的效益。張紹基與楊勝淵以 1987 年到 1996 年台灣企業併購案為樣本，運用營運現金流量為衡量企業績效的指標，探討企業併購是否能改善企業實質營運績效，實證結果發現，併購後併購公司的績效顯著衰退，並建議企業重視併購後的整合過程。

孫梅瑞與陳隆麒(2002)以 1987 年到 1997 年上市公司併購案件為樣本，以資產報酬率衡量企業併購綜效，其實證結果發現，企業可從併購中獲得綜效。然而，黃志仁與溫宜豪(2008)針對 1999 到 2002 年合併子公司之併購案樣本，運用資產報酬率、營業費用率、營業成長率、資產週轉率、負債比率與利息保障倍數，檢視併購前後一年綜效差異性，實證結果發現，併購後並未有更好的績效。呂佳玲與林基煌 (2008)則針對 1996 年到 2005 年台灣上市櫃家族公司併購案件，探討股權結構對多角化併購以及併購績效的影響，長期績效以併購前後三年資產報酬率衡量，實證結果發現擁有公司控制權的股東持股數與長期併購績效呈現顯著負向關係。

孫瑞梅與陳雅君(2010)針對 1990 年到 2002 年台灣上市櫃公司為樣本，進行企業融資決策與後續併購績效的探討，其後續併購績效的衡量採用超額報酬並取併購前後五年檢視企業是否因併購而增加績效，實證結果發現，企業從事併購活動對長期績效有負面影響。曾真真(2010b)探討併購前後的創新績效，以 1993 年到 2007 年台灣高科技產業併購案件為樣本，取併購前三年平均值與併購後一年進行長期績效衡量，發現異業併購的創新績效較同業併購來的佳，而跨國併購卻有利於創新績效的產生。景

氣低迷時，資金流動緩慢且少量，併購案件將會趨於保守，對高科技業更是首當其衝，併購案變數應考量市場景氣變化。

企業併購長期績效的的期間長短眾說紛紜，長期績效的年限定義，參考過去文獻對長期績效的衡量，黃志仁與溫宜豪 (2008)以併購前後一年衡量，張紹基與楊勝淵(2001)採併購前後兩年衡量，孫梅瑞與陳隆麒(2002)、羅庚辛等人(2003)、黃寶慧與劉怡君(2007)、呂佳玲與林基煌(2008)採併購前後三年衡量，陳若暉與林任達(2005)採企業併購宣告日前後五年計資料觀察，曾真真 (2010b)以企業併購前三年與後一年衡量，孫梅瑞與陳雅君(2010)以企業併購前後五年衡量長期績效。由上述相關文獻中可觀察衡量企業併購長期績效之年限多為三到五年。

綜觀過去文獻，以不同的財務指標探討企業併購前後的長期績效，然而過去研究中，無論從超額報酬、財務指標或創新績效，仍未能證實企業從事併購活動能增加企業未來的長期績效。張紹基與楊勝淵(2001) 強調併購後營收的成長不等於未來營運能力增強，才能有助於企業從事併購活動後，增加企業實質績效。職是之故，本研究除了企業財務報表反映的指標，並加上企業未來的價值，藉由經濟附加價值法與市場附加價值法，以不同的角度，檢視企業長期併購績效，並觀察企業未來的成長性。

第五節 經濟附加價值法與市場附加價值法

一、經濟附加價值(Economics Value Added , EVA)

經濟附加價值法是用來衡量企業價值的方法之一，運用會計科目的調整，排除一般公認會計準則對費用及利潤的保守認列，剖析企業長遠的價值，而不是短期的利益，亦能反映企業未來的價值。Ehrbar A (2000)提到，經濟附加價值理論最初是由諾貝爾經濟學獎得主米勒(Merton Miller)與莫迪蘭尼首創，後來由傑森(M.C. Jensen)與麥可林(W.H. Modigliani)強化、推廣，創立 Stern Stewart & co，並在 1991 年正式提出經濟附

加價值法。

經濟附加價值成功推展的著名案例：美國郵局在 1995 年引入經濟附加價值觀念後，連續三年成長賺進 47 億美元，擺脫過去 23 年來 90 億美金的虧損。其後更有許多企業也陸續接受經濟附加價值的新觀念，例如可口可樂、微軟、玩具反斗城、信用評級公司鄧白氏及摩根史坦利等公司相繼使用經濟附加價值法衡量企業績效，並作為企業改善績效與增加價值的衡量準則。近年來，企業更廣泛運用經濟附加價值法，陳依蘋(2005)提到，根據 KPMG 對德國百大企業所做的調查報告顯示，高達 54% 的企業已將經濟附加價值概念做為企業績效的衡量指標。國內知名企業，如台灣電力公司、花王、等也引入經濟附加價值做績效衡量的方法，了解企業真實價值的同時，亦能對未來欲投入的資本有所佈局。

有別於傳統觀念的經濟附加價值法，其最主要的精神在於考量投入資本後企業真正的價值。呂健銘(2009)指出一般投資大眾常以本益比，資產報酬率為投資判斷企業是否具備成長性及獲利性，再經由股價表現決定投資標的，然而股價雖能反映企業未來價值，但無法從股價訊息中觀察出企業成長能力。因此經由會計調整及權益資金成本的運算，經濟附加價值能考量企業外來的成長及企業目前的狀況，依據 Ehrbar A (2000)認為，經濟附加價值易言之就是殘餘收入(residual income)，合理的報酬應是企業營運報酬大於所承擔風險的必要報酬。蕭友華等人 2002；曹耀鈞，2011)認為，經濟附加價值法重視資金有效運用與成本認列，亦強調負債及權益資金成本，同時考量股東與經理人的利益。經濟附加價值觀念引領企業跳脫會計保守穩健原則，反映企業真實價值。

Ehrbar A (2000)定義經濟附加價值為稅後淨營業利潤(net operating profit after tax，NOPAT)與資本投入，乘上加權平均資金成本率之比較，當稅後淨營業利潤大於資本投入乘上加權平均資金成本率時，經濟附加價值為正，反之亦然。稅後淨營業利潤需

要經過嚴格的會計調整，減去投入資本，使企業得以反映過去投入成本及未來已投入的成本，可創造的實質價值，如圖 5 所示。其會計的調整項目，Stern Stewart & co 定義的一般公認會計原則調整項目超過 160 項，但一般企業調整會計項目多半不超過 15 項。Stern Stewart(1991)建議只有通過以下四項測試時才需要做調整：

- (一)、 調整後的經濟附加價值金額是否重大
- (二)、 調整的項目資料是否保有客觀且容易取得
- (三)、 非財務背景的經理人與人員是否能輕易了解調整之原因
- (四)、 調整後是否就能減少經理人操縱盈餘的空間與誘因

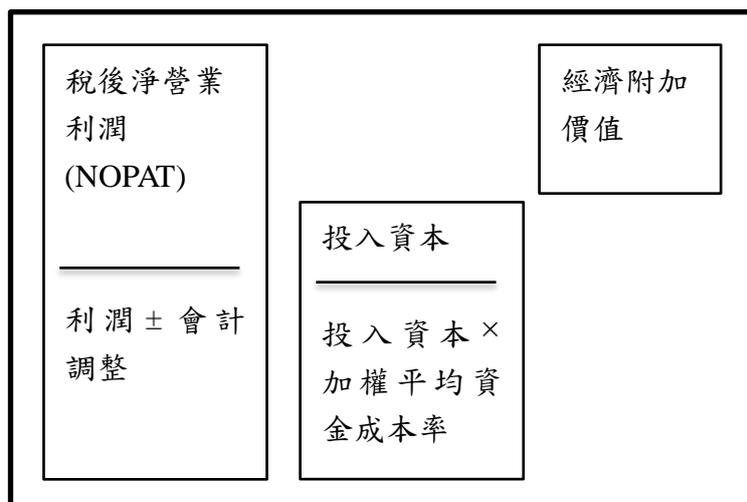
經濟附加價值首先以營業利益加(減)會計調整，而會計調整主要將會計原則的保守穩健還原為考量資本投入之企業價值，例如研發費用支出在一般公會計準則中認列為費用，然而經濟附加價值法中認為研發費用的投入將會帶來未來價值，應列為資產，並以五年期限做攤銷³。本研究參考 Ehrbar A (2000)、蕭友華等人(2002)、吳安妮(2002)、楊清溪與王茂昌(2006)、楊朝旭等人(2006)、呂健銘(2009)、曹耀鈞(2011)及曾昭玲與卓佳蓁(2011)對會計調整的計算方式，歸納並分別整理之需要調整的會計科目與投入資本，為實際反映企業價值，在計算經濟附加價值時需做會計調整，根據上述文獻，本研究整理歸納出需調整的項目，如表 1 所示。投入資本則是總資產減去非計息負債，再加上約當權益準備，才能真正反應企業經營所投入的資本及未來對企業本身的投資，表 2 所示。

³Ehrbar A (2000)提到，以史坦史都華計算一千大績效榜的經驗，所有產業平均研究的發展年限為 5 年。

表 1 經濟附加價值之會計調整項目

會計調整			
調整項目	GAAP 規定	EVA 調整	調整原因
會計原則變動之 累積影響數	費用化扣除	加回以反映實際稅 後淨利	避免因會計原則變動 造成稅後淨利偏誤
研發費用支出與 推銷費用	以當期費用化 處理	列為資產並攤銷，本 研究以 5 年為合理 攤銷期間	避免產生研發及推銷 費用短視的狀況
攤銷	費用化扣除	加回以反映實際稅 後淨利	可實際反映現金流量
遞延所得稅增量	費用化扣除	加回當期遞延所得 稅以反映實際稅後 淨利	可實際反應當期現金 稅賦
商譽減損	依期間費用化 扣除	加回以反映實際稅 後淨利	商譽的壽命不確定且 可能阻礙併購
其他非經常性淨 收入	列為盈餘中	從盈餘中扣除	可反映企業實際持續 的現金流量
利息費用	費用化扣除	加回以反映實際稅 後淨利	避免產生債務資本上 的收入影響稅後淨利 衡量
利息收入	列為收益	從收益中扣除	可反映實際稅後淨利

資料來源：本研究整理



資料來源：Stern Stewart & co.網站及本研究整理

圖 5 經濟附加價值圖

表 2 投入資本計算

項目	EVA 計算
總資產	企業運用的資本
減：非計息負債	企業投入資本應包含債務利息，不含利息的債務應予以剔除
加：約當權益準備	企業應就未實現與損失之成本做調整

資料來源：本研究整理

梁德榮等人(2002)、呂健銘(2009)指出，企業績效的衡量在以往的研究中常見的投資報酬率、資產報酬率等，由於是衡量歷史性指標，導致會計原則為基礎建立的評價指標可能存在未考慮權益資本及易產生管理者為了短期績效成績而做的窗飾行為，事實上容易忽略長期績效提升的可能性。蕭友華等人(2002)指出，會計評價基礎的績效指標，如股東權益報酬率、資產報酬率由於只能提供企業短期績效衡量，然而卻不能提供企業長期經營績效的資訊，故無法反映企業價值。楊清溪等人(2006)發現，許多大型企業之會計醜聞的發生，造成企業股價大跌甚至破產，其背後的原因包括企業對會計科目的揭露時間、經理人窗飾行為、盈餘管理等問題，使得一般公認會計準則的保守穩健原則備受考驗。職是之故，本研究使用經濟附加價值法來衡量企業併購前後績效，並觀察其差異性，以判斷企業併購是否能增加企業績效。

國內鮮少研究使用經濟附加價值法衡量併購績效，然而有許多研究運用經濟附加價值衡量企業績效，顯示經濟附加價值已越來越受到重視，而企業及投資者接受經濟附加價值的觀念亦日亦漸增。蕭友華等人(2002)以1992年到2003年自有品牌經營之台灣上市上櫃資訊電子業為樣本，運用傳統績效衡量方法與經濟附加價值法衡量企業績效，實證結果顯示，經濟附加價值衡量的績效優於使用股東權益報酬率及資產報酬率衡量之績效，並建議高科技產業公司著重銷貨收入、廣告密度及商標數的經營，就能創造品牌價值。

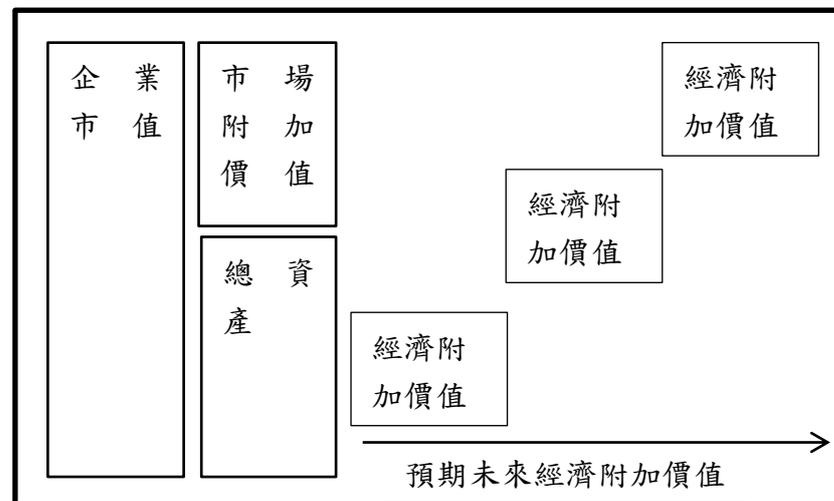
曾昭玲與卓佳蓁(2011)以 1991 到 2001 年台灣半導體上市上櫃共 47 家公司為樣本，探討公司多元融資決策與經濟附加價值之內生性關係，實證結果發現企業使用內部資金與銀行借款融資能提升公司的經濟附加價值，若企業使用現金增資則會降低其經濟附加價值。綜觀過去經濟附加價值的文獻皆顯示，能藉由經濟附加價值觀察企業未來績效與成長性，同時經濟附加價值可提供企業未來的營運方向，以有效增加企業績效，換言之，也能由經濟附加價值中捕捉企業衰敗的原因。因此，本研究希望能在併購領域中，以經濟附加價值衡量企業併購前後績效，並觀察是否與過去衡量企業併購績效的文獻有所差異。

二、市場附加價值(Market Value Added, MVA)

市場附加價值簡單來說就是以企業市值減去企業總資本，也是企業可增加股東財富的金額。Stern Stewart & Co 顧問公司認為，市場附加價值是經濟附加價值的現值，企業未來可創造的利潤，有別於經濟附加價值是衡量未來企業創造的價值，市場附加價值式呈現企業當下的價值及可運用的資源，如圖 6 所示。彭素玲(2005)認為衡量企業績效的指標與公開發行企業的最終目標一致，應運用可反映企業為股東創造之財富能力之市場附加價值為指標。顏銘志(2000)認為，運用市場附加價值可擺脫企業經理人為了短期績效，而將資產處分造成獲利成長的假象，亦可真正了解企業為股東創造多少財富。因此企業外部人可透過市場附加價值的概念貼近企業經理人的想法，了解企業實際價值與衡量未來可創造的價值。

一般公認會計原則中穩健保守原則均假設企業永續經營，運用財報數字分析的財務指標並不能真正反映企業價值，而近代崛起的市場附加價值法強調在經濟環境迅速變遷的時代中，可衡量企業當下的價值與獲利績效，對企業經營管理者或投資人都是一項不可或缺的績效衡量指標。陳若暉與林任達(2005)針對 1991 年到 2001 年上市公司為樣本，以市場附加價值為衡量長期績效的指標，經過經營效率、成長性、獲利能力及償債能力的改善，將能提升財務績效。綜合上述文獻，本研究認為，市場附加價

值應能反應併購後企業擁有的資源及未來的發展性，與投資人對併購後的期待，因此本研究將以市場附加價值法衡量企業併購前後績效的差異。



資料來源：Stern Stewart & co.網站

圖 6 市場附加價值圖

第六節 智慧資本之相關文獻

企業價值主要來自於知識的創造、累積、共享及整合，以達到企業永續經營的目的，而企業的智慧資本在知識經濟時代中，已成為企業不可或缺的關鍵。吳安妮(2002)認為，除了有形資產外，無形資產亦能為企業創造價值，如經營團隊領導能力及顧客與供應鏈關係等。智慧資本的觀念是由經濟學家 Galbraith 提出，主張智慧資本可解釋市值與帳面價值間的差異。Roos et al(1997)將智慧資本分為人力資本與結構資本。Johnson(1999)認為智慧資本可分為人力資本、關係資本與結構資本。Sullivan(2000)則將智慧資本分為人力、智慧及結構資本。本研究則根據 Johnson(1999)將智慧資本分為分為人力資本、關係資本與結構資本三個構面。

根據 Johnson(1999)對智慧資本的定義，本研究從人力資本、結構資本與關係資本三個構面分別以三個變數替代，結構資本中專利權為企業創造出的價值，Deng et al.(1999)實證結果發現，專利權與企業股票報酬及市場價值有正面的影響。專利權為

企業創造出的價值，Deng et al.(1999)實證結果發現，專利權與企業股票報酬及市場價值有正面的影響。Bosworth and Roger(2001)針對澳洲 60 家企業，探討專利權與公司價值間的關係，實證結果顯示，專利權與公司價值呈顯著正向關係。李卉民(2003)以 1978 至 1988 年 125 家台灣市上公司為樣本，探討專利與經營效率間的關係，實證結果發現，無形資產比重較高的企業，較能提高經營效率。劉育秀(2010)針對 1997 至 2005 台灣併購公司為樣本，以平衡計分卡的方式探討專利權與併購績效之關係，實證結果發現專利權數目確實是企業市值提高的關鍵成功因素。

企業智慧資本中的人力資本可為經理人所創造出的企業併購經驗，依企業過去的併購經驗除了可讓企業在併購中協商過程更純熟順利外，在併購後續的整合亦得以更迅速達到企業併購目的。King, et al. (2004)認為併購經驗能讓企業從中學習，累積企業價值，並整合重組企業資源。曾真真(2005)針對 1993 至 2005 年上市櫃金融業為樣本，探討併購經驗與併購績效間的關係，實證結果顯示，企業透過過去的經驗學習，再併購時破局的機率較小。最後，顧客與供應商間的關係亦為智慧資本中的關係資本，企業有良好的顧客與供應商關係有助於企業績效的提升，成為企業重要的無形資產之一。過去許多研究 Cooper and Kleinschmidt(1996)、Benedetto(1999)皆將顧客與供應商的關係列為智慧資本之一，並以質性方式進行實證研究，雖然過去併購相關文獻顯少以質性方式進行探討，更無加入完整智慧資本進行探討，本研究期望能將完整的智慧資本與併購後績效一併進行探討，以揭露智慧資本與併購績效間的關係。

第七節 文獻評論

綜合上述文獻探討，國內有關企業購併溢價、支付方式與併購績效的相關探討，有以下幾個不足的地方：

- 一、過去文獻在探討企業從事併購活動的議題中，鮮少針對併購溢價與支付方式間的關聯性作研究，然而併購溢價與支付方式的關係取決於併購公司與目標公司的態度，亦能預測雙方對併購案的看法。

- 二、在企業併購的研究範疇中多採量化統計分析，鮮少另外使用質性方法再做驗證，過去研究通常使用單方面推論或再以大方向實證量化資料，較不容易貼近企業實際考量的因素。
- 三、過去研究由於樣本受限而造成樣本不足與分佈不均的現象產生。
- 四、在長期績效的衡量方法上，過去研究多運用企業過去財報數據，以傳統財務指標衡量，或特定的創新績效指標，皆只能反映過去企業的績效並不能真正瞭解公司併購後真正的價值。
- 五、過去併購相關的研究顯少完整探討智慧資本與績效間的關係，然而在科技日新月異的時空背景下，智慧資本已然成為企業的重要資產，人力資本、結構資本及關係資本的取得，將會是企業併購活動的重點之一。

因此，本研究探究併購溢價、支付方式與績效的連結，並強調智慧資本與企業併購績效的關聯性。過去研究無論在討論併購溢價，亦或是探討支付方式，皆與併購績效做連結，因此本研究藉由併購溢價與支付方式的佈局，檢視兩者間可否透露企業併購訊息，及兩者與企業併購績效的關聯性。本研究以三個變數代替智慧資本中的力資本、結構資本及關係資本，分析三者與併購績效的關聯性。在實證過程中，本研究除了以量化統計方式衡量企業併購前後績效的差異與併購溢價、支付方式與績效的關係外，並運用質性方法進行實地訪談，以個案分析來佐證本研究的論點。在衡量企業併購前後績效方面，本研究採用經濟附加價值法與市場附加價值法，以考量企業未來價值的觀念，調整稅後淨利，使其能充分反映企業實際獲利的稅後淨營業利潤，並與企業真實投入的投入資本相比，其結果既能考量未來效益且能反應企業實質價值，再以企業併購前後的績效表現觀察未來績效是否因企業從事併購而有所增長。另外，過去研究由於年限不足，可能會造成樣本失真的現象，本研究基於此而拉長樣本期間，補足過去研究年限不足及樣本數短缺的現象，希望以更完整的樣本增加本研究的可信度。

第三章 研究方法

依據研究目的及文獻回顧，本研究使用最小平方迴歸分析法(ordinary least squares estimator，簡稱 OLS)檢視併購公司併購前後績效的差異，觀察併購公司之溢價、支付方式、智慧資本對併購公司併購後績效的影響，並運用邏輯斯迴歸(Logit Regression)分析支付方式與併購溢價及併購後績效間的關聯性，並探討智慧資本與併購績效間的關聯性。最後以個案研究方法實際對併購公司進行訪談，加以佐證本研究的觀點。如圖 7 所示。本研究第一節為樣本選取及資料來源，第二節為經濟附加價值及市場附加價值之介紹，第三節為質性研究方法，第四節為模型與操作變數定義，第五節為研究限制。

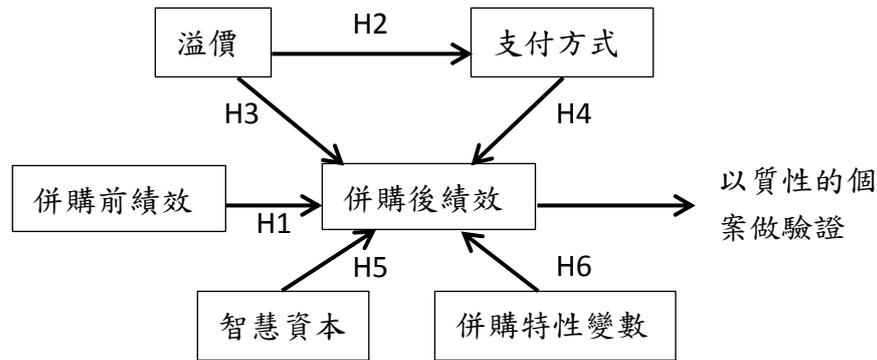


圖 7 理論架構圖

第一節 樣本選取與資料來源

本研究以 1998 年至 2010 年間台灣上市、上櫃及興櫃公司為研究樣本，檢視企業併購後是否會增加績效，並探討併購溢價、支付方式與績效之關係，並分析智慧資本與績效之關聯性。樣本選取根據企業併購法對併購的定義利用聯合知識庫及知識贏家新聞資料庫以「併購」、「購併」、「收購」與「合併」為關鍵字搜尋，並結合台灣經濟新報資料庫各公司的資本形成資料進行整合。為確認樣本完整，運用上網搜尋併購公司網站的相關資訊加以確認，最後在公開資訊觀測站之併購公司併購當年的年報，了解實際併購案的始末。未能在上述資料中取得併購資訊或對於公開資訊有疑慮的併購

案，本研究以電子郵件的方式詢問併購公司，以達到本研究樣本的健全性，亦能達到雙重確認樣本是否實際發生，以確保樣本真實性。本研究樣本篩選標準如下：

- 一、併購公司須為台灣證券交易所之上市、上櫃及櫃公司
- 二、本研究針對企業併購法中，明訂的「合併」與「收購」為研究對象。
- 三、須有新聞或網路資料佐證併購案，併購資訊應完整出現在聯合知識庫、台灣新報資料庫之金融大紀事資料庫，或公開資訊觀測站之年報當中。
- 四、由於金融業財務資料結構及公司性質與一般行業不同，因此將金融業予以剔除。
- 五、企業將併購案列在企業大紀事之中。

本研究併購溢價、支付方式、財務資訊、專利權及併購經驗之資料取得來自台灣經濟新報資料庫、聯合知識庫、知識贏家資料庫、公開資訊觀測站及中華民國專利資訊檢索系統。本研究進行資料篩選的過程中，首先在公開資訊中搜尋併購案件，共 480 件，接著，確認併購案資訊是否正確揭露在各家併購公司網頁或公開說明書中之歷年大紀事中確認併購案是否有實際發生，剔除未發生之併購案，完整樣本共 409 件。

本研究因考量樣本完整性，在進行每個假說的實證分析時，將針對探討之變數選取適當的樣本進行迴歸分析，如表 3 所示，本研究以併購完整樣本 409 件做敘述統計分析，可觀察到 2002 至 2008 年間併購較於頻繁的趨勢。樣本中有近七成五的併購公司為集團所屬企業，顯示有集團資金做後盾的併購公司，越容易進行併購，且集團較容易累積併購經驗，使之在併購後的整合能更加迅速。併購案件中有七成七成來自電子業，顯示電子業因技術、人力資源種種因素，透過併購取得資源或擴大企業版圖。

表 3 併購樣本與相關特性變數之分布

年度	併購案件數		電子/非電子業				集團/非集團			
	樣本數	百分比(%)	電子	百分比(%)	非電	百分比(%)	集團	百分比(%)	非集	百分比(%)
1998	1	0.24	0	0.00	1	1.06	1	0.33	0	0.00
1999	1	0.24	0	0.00	1	1.06	0	0.00	1	0.98
2000	26	6.36	17	5.40	9	9.57	21	6.84	5	4.90
2001	28	6.85	22	6.98	6	6.38	24	7.82	4	3.92
2002	48	11.74	37	11.75	11	11.70	32	10.42	16	15.69
2003	29	7.09	19	6.03	10	10.64	25	8.14	4	3.92
2004	45	11.00	32	10.16	13	13.83	29	9.45	16	15.69
2005	45	11.00	38	12.06	7	7.45	33	10.75	12	11.76
2006	38	9.29	32	10.16	6	6.38	29	9.45	9	8.82
2007	39	9.54	36	11.43	3	3.19	32	10.42	7	6.86
2008	41	10.02	29	9.21	12	12.77	38	12.38	3	2.94
2009	23	5.62	19	6.03	4	4.26	16	5.21	7	6.86
2010	24	5.87	18	5.71	6	6.38	16	5.21	8	7.84
2011	21	5.13	16	5.08	5	5.32	11	3.58	10	9.80
	409	100.0	315	77.02	94	22.98	307	75.06	102	24.94

資料來源：本研究整理

第二節 經濟附加價值與市場附加價值

一、經濟附加價值法

經濟附加價值法(Economic Value Added, EVA)在近十年被廣泛用來衡量企業績效，其概念是將公司所有的資本成本從調整後的稅後淨利中扣除，才是企業真正賺取的報酬。Ehrbar A (2000)書中提到經濟附加價值與傳統衡量績效的差異，稱為經濟附加價

值的革命，Peter Drucker 在 1995 年的《哈佛企業評論》中評論：「經濟附加價值立基於我們早已熟知的事情：我們習於將餘留給股權的資金稱為利潤，事實上這是錯誤的觀念。在企業的獲利還沒有超出其資本成本之前，它的經營實際上是虧損的。」。有鑑於此，本研究欲運用經濟附加價值法衡量企業購併之績效，觀察是否能更精確的計算出公司真正的價值。

(一) 經濟附加價值公式

經濟附加價值用於衡量真正的利潤，經濟學家也稱為殘餘所得，其公式如下(1)：

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \frac{\text{NOPAT}}{\text{IC}} \times \text{IC} - \text{WACC} \times \text{IC} \\ &= \text{NOPAT} - \text{WACC} \times \text{IC} \end{aligned} \quad (1)$$

其中，NOPAT 為稅後淨營業利潤，WACC 為加權平均資金成本率，IC 為投入資本

經濟附加價值重視企業實際價值之呈現，由於一般企業所用之一般公認會計原則以保守穩健為原則，故計算經濟附加價值時，需以稅後營業利潤加(減)會計調整科目，計算出稅後營業淨利(NOPAT)，公式如下(2)：

$$\text{NOPAT} = \text{稅後淨利} \pm \text{會計調整} \quad (2)$$

企業的投入資本容易因經理人為了使短期營運績效亮麗，而扭曲投入資本。經理人可能用制度面操弄公司真實價值，卻忽略了長期績效的發展。因此，經濟附加價值在計算資本投資時，應以不包含營運無關的流動資產作為營運資產，並對會計科目進行非計息負債與約當股東權益項目調整，以反映公司真正價值，公式(3)：

$$\text{IC} = \text{營運資產} - \text{非計息負債} + \text{約當股東權益調整} \quad (3)$$

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+其他流動負債

約當股東權益調整=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+遞延所得稅
-在建工程及預付設備款-長期投資淨額-短期投資淨額

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

$$\text{負債資金成本 } R_d = \frac{\text{利息支出}}{\text{有息負債總額}}$$

$$\text{權益資金成本 } R_e = R_F + \beta(R_M - R_F)$$

有息負債=短期借款+一年到期長期負債+長期負債

R_F 為無風險利率，依據謝劍平(2002)的研究，取併購當年度台灣銀行一年期定存利率

R_M 為市場投資組合期望報酬利率

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

二、市場附加價值

市場附加價值(Market Value Added, MVA)是衡量企業財富創造的一項有效指標，計算方式為權益市值價值減掉權益帳面價值，而市值中包含了投資人對企業績效與風險的判斷，亦包含預期企業長期報酬，而權益帳面價值就是投入的資本所形成的，易言之，市場附加價值可說是企業流入資金與流出資金的差額。Ehrbar A (2000)書中提到可口可樂企業的 Goizueta Robert 告訴《財星》雜誌：「這是得分之道，為甚麼沒有人用他一直讓我覺得不可思議。」且市場附加價值亦可判斷企業經理人運用所掌握的

資源，可創造多少成效。有鑑於此，本研究利用市場附加價值法衡量企業併購前、後的績效，判斷企業經理人能否運用併購後所帶來的資源為企業創造更好的績效。市場附加價值公式如公式(4)

$$MVA = \text{權益市場價值} - \text{權益帳面價值} \quad (4)$$

$$\text{權益市場價值} = \text{收盤價} \times \text{流動在外股數}$$

$$\text{權益帳面價值} = \text{股東權益總額} - \text{約當股東權益調整}$$

第三節 質性研究

本研究採質性研究方法，以個案研究的方式，驗證企業併購溢價與支付方式的相關性，並探討兩者對企業併購績效的影響。Yin(2009)認為，個案是一種研究方法，能幫助人們全方位了解複雜的社會現象，個案研究方法主要用於社會學、心理學與政治學等領域，甚至涵蓋經濟學領域，探討特定產業的產業結構或經濟狀況。為使本研究更貼近實務面的訊息，以個案研究的方法，實地了解併購案件發生的時空背景、決策者的考量與反應的結果的同時，進行本研究目的的佐證。在進行個案研究時，除了蒐集初級資料與次級資料來進行交叉比對外，且深入參訪企業併購個案，針對本研究的問題進行細部了解，並詳細記錄詮釋真實描述，最後進行系統化的分析及探討，如圖8所示。

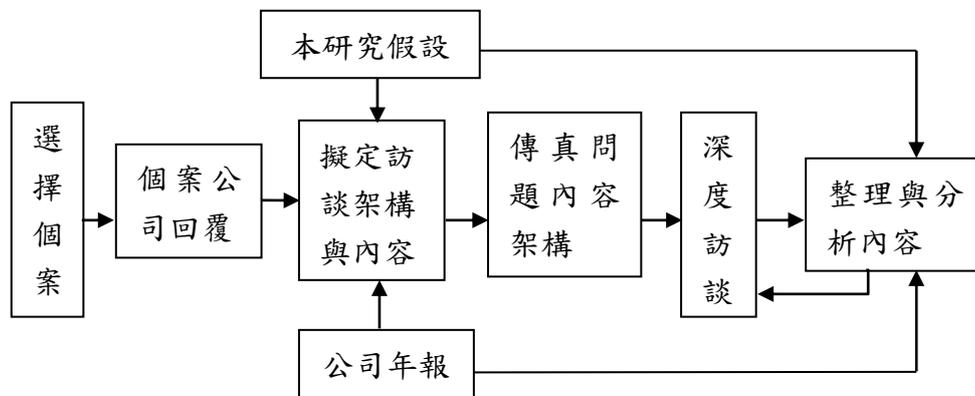


圖 8 個案研究流程

一、樣本選擇與質性訪談之研究流程

本研究樣本涵蓋台灣上市櫃公司，在個案抽取樣本方面，依台灣新報資料庫的產業編碼編排，選取併購案件數量順序抽取。選取發生併購案件最多的產業依序分別選取，根據 Yin 質性研究方法選取樣本數 4~10 個，本研究選取 4~7 件個案進行研究。訪問個案的流程，本研究首先打電話至個案公司總機或相關部門進行詢問並安排訪談，決定訪談對象後，最後將欲訪談之問題傳真至個案公司，再致電確認。

訪問之問題是根據本研究所篩選之個案進行併購案件初步分析，綜合各大報章雜誌與個案公司年報深入整理的訪談大綱，經系統化整理並結合過去文獻為依據，擬訂訪問邏輯架構與內容，針對企業購併溢價與支付方式選擇與策略布局外，以及兩者間的關係，並同步探討影響企業購併之長期績效。為達到訪談之效率，本研究將訪談內容先傳真至個案公司，初步確認無誤以確保訪談過程中有最完整的收穫，個案研究流程，如圖 8。

二、資料蒐集

本研究秉持著 Yin 提出的資料蒐集三大原則：第一，使用多種證據來源，進行彙整比對，包含個案公司之公開說明書、公開資訊觀測站、學術論文與網頁資訊等相關訊息，確認資料可信度。第二，建立個案研究資料庫，本研究對於個案公司亦會使用量化數字進行確認衡量，並參考過去文獻研究個案公司之數據進行了解。第三，組成一系列證據鏈，除了經過去文獻的驗證及各大報章雜誌的確認外，使本研究的研究目的及假設能迎刃而解。以這三項為本研究蒐集資料的準則，將所蒐集的資料分為初級資料與次級資料，初級資料是經由本研究作者進行個案探討後，將訪談內容錄音逐字成稿，作為個案分析的重要依據，再經由次級資料進行比對，包含個案公司之公開說明書、歷年年報、公開資訊觀測站等。在訪談過程中，本研究針對企業購併溢價與支付方式選擇與策略考量進行細部訪談，並進行分析，如有必要，本研究將個案所發現之變數，納入數量的研究方法，以增加本研究之貢獻。

在本研究效度方面，運用多個案的質性研究方法，將每個個案觀察之結果作比較，檢驗每個個案面對併購活動觀點的相同與相異之處並做統合，增加本研究的效度。在信度方面，蒐集所有資料後進行交叉比對，以不同來源資料作為初級資料之驗證，檢驗資料是否符合，並作初級資料與次級資料校對，以了解企業併購之個案探討具備的個案特色與併購個案的癥結，以達到質性研究之信度。

第四節 模型與操作變數定義

一、模型

(一)、企業併購前後績效之差異模型

經濟附加價值法的提出，是為了規避一般公認會計準則對財務認列的扭曲，加入投入成本的考量，計算出的報酬較能反映企業真實價值，本研究以經濟附加價值(EVA)與市場附加價值(MVA)，分別衡量併購前、後三年之績效是否提升，對立假設為 $\beta > 1$ 表示併購後企業績效比併購前佳，如公式(5)、(6)所示

$$EVA_{post, i, t} = \alpha + EVA_{pre, i, t} \beta_1 + \varepsilon_{i, t} \quad (5)$$

$$MVA_{post, i, t} = \alpha + MVA_{pre, i, t} \beta_1 + \varepsilon_{i, t} \quad (6)$$

其中， $EVA_{pre, i, t}$ 為企業第 i 公司併購前第 t 年經濟附加價值， $EVA_{post, i, t}$ 為企業第 i 公司併購後第 t 年經濟附加價值， $MVA_{pre, i, t}$ 為企業第 i 公司併購前第 t 年市場附加價值， $MVA_{post, i, t}$ 為企業第 i 公司併購後第 t 年市場附加價值， $\varepsilon_{i, t}$ 為第 i 公司第 t 年誤差項。

(二)、併購價格與支付方式之關聯性模型

本研究參考顏錫銘與楊維君(1994)、王祝三等人(2006)及古永嘉與胡珮高(2008)運用邏輯斯(Logit)迴歸探討併購價格折溢價幅度與支付方式之關係，由於本研究溢價衡量方式較為特殊，造成現金支付方式之樣本較為不足，故樣本不予以進行配對，以下為本研究之模型(7)：

$$PMT_i = \alpha + MP_i \beta_1 + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

其中， PMT_i 為企業第 i 公司支付方式，0 為換股支付方式，1 為現金支付方式， MP_i 為企業地 i 公司併購溢價， $\varepsilon_{i,t}$ 為第 i 公司第 t 年誤差項

(三)、併購價格與企業併購後績效之關係模型

影響企業併購活動前、及併購前後期的變化之因素，以簡單迴歸的方式探討併購溢價幅度對企業併購後績效之影響，以下為本研究之模型(8)(9)：

$$EVA_{post,i,t} = \alpha + MP \beta_1 + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$$MVA_{post,i,t} = \alpha + MP \beta_1 + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

其中， $EVA_{post,i,t}$ 為企業第 i 公司併購後第 t 年經濟附加價值， $MVA_{post,i,t}$ 為企業第 i 公司併購後第 t 年市場附加價值， MP_i 為企業第 i 公司併購溢價， $\varepsilon_{i,t}$ 為第 i 公司第 t 年誤差項。

(四)、支付方式與企業併購後績效之關聯性模型

本研究參考顏錫銘與楊維君(1994)、王祝三等人(2006) 及古永嘉與胡珮高(2008)，探討支付方式與經濟附加價值及市場附加價值之關係，並加入負債比率當控制變數，進行觀察，以下為本研究之模型(10)：

$$PMT_i = \alpha + EVA_{post,i,t} \beta_1 + MVA_{post,i,t} \beta_2 + DEBT_{i,t} \beta_3 + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

其中， $EVA_{post,i,t}$ 為企業第 i 公司併購後第 t 年經濟附加價值， $MVA_{post,i,t}$ 為企業第 i 公司併購後第 t 年市場附加價值， PMT_i 為企業第 i 公司支付方式，0 為換股支付方式，1 為現金支付方式， $DEBT_{i,t}$ 為企業第 i 公司第 t 年負債比率， $\varepsilon_{i,t}$ 為第 i 公司第 t 年誤差項。

(五)、智慧資本及併購特性變數企業併購後績效之關聯性模型

本研究參考徐雅惠(2008)、曾真真(2005) 及曾真真(2010a)以分別以專利權數目及併購經驗變數探討智慧資本與併購後績效之關聯性，並加入電子/非電子，集團/非集

團為控制變數，綜合本研究專利權數的統計發現，專利權大部份集中於電子業，故加入電子/非電子為控制變數。有鑒於本研究的併購經驗變數是以集團併購經驗為衡量方式，因此加入集團/非集團作為控制變數，以下為本研究之模型(11)(12)：

$$EVA_{i,t}(MVA_{i,t}) = \alpha + PR_{i,t}\beta_1 + L_H\beta_2 + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

$$EVA_{i,t}(MVA_{i,t}) = \alpha + EXP_i\beta_1 + L_G\beta_2 + \varepsilon_{i,t} \quad (12)$$

其中， $EVA_{pre,i,t}$ 為企業第 i 公司併購第 t 年前經濟附加價值， $EVA_{post,i,t}$ 為企業第 i 公司併購第 t 年後經濟附加價值， $MVA_{pre,i,t}$ 為企業第 i 公司併購第 t 年後市場附加價值， $MVA_{post,i,t}$ 為企業第 i 公司併購第 t 年後市場附加價值， $PR_{i,t}$ 為企業第 i 公司第 t 年專利權數目， EXP_i 為企業第 i 公司併購經驗， L_H 為電子業， L_G 為集團， $\varepsilon_{i,t}$ 為第 i 公司第 t 年誤差項。

二、操作變數定義

(一) 應變數

企業購併後績效為 $EVA_{post,i,t}$ 、 $MVA_{post,i,t}$ 及併購公司併購前後經濟附加價值與市場附加價值之改變量 ΔEVA_i 、 ΔMVA_i ，其中， ΔEVA_i 為併購公司併購前、後經濟附加價值的改變量， ΔMVA_i 為併購公司併購前、後市場附加價值的改變量。

(二) 自變數

在迴歸模型中，本研究希望了解自變數與應變數的關係，換股支付方面，本研究參考 Henderson and Gart(1999)、沈中華與王健安(2007)及張智煌(2010)溢價幅度計算方式。本研究選取每家公司公開說明書之專家意見書的建議換股比率，與實際換股比率最接近者與實際換股作比較，若為正的視為溢價，負的則視為折價。現金支付方面，本研究採目標公司股東權益與支付現金之差異為溢價多寡。併購支付方式參考王淑芬與洪淑玲(2008)與呂佳玲與林基煌(2008)，分為換股支付方式與現金支付方式。

本研究參 Johnson(1999)將智慧資本分為三類：結構資本、人力資本與關係資本，

並運用三個變數分別代表之。結構資本以 Dzinkowski (2000)以專利權數目為代表變數，人力資本以併購公司專利權擁有之數目衡量，關係資本以顧客與供應商關係衡量，並參考徐雅惠(2008)以質性研究方法進行探討，人力資本則以併購公司的併購經驗為變數，以併購公司在本研究樣本期間，不含當筆併購案的過去併購次數衡量。其他併購特性變數方面，併購公司產業別分為電子業與非電子業的分類標準是根據 tej 產業碼按序將每筆併購案的併購公司編列，產業別為 23 者即為電子業，而併購公司是否為集團或非集團則以併購公司所屬集團為主，觀察併購公司是否為集團，以上這些變數之彙整解釋如表 4 所示。

表 4 自變數操作型定義

變數	操作型定義	資料來源
折溢價	$\text{換股支付} = \frac{B_1 \times E_r - B_2}{B_2}$ <p>現金支付 = 實際支付價格 - 目標公司股東權益</p> <p>其中，B_1 為併購公司每股股價之帳面價值，B_2 為目標公司每股股票之帳面價值，E_r 為併購公司與目標公司之換股比率，$B_1 \times E_r$ 為實際併購公司支付給目標公司的價格</p>	公開資訊觀測站
支付方式	換股支付=0，現金支付=1	公開資訊觀測站
專利權數	併購公司擁有之專利權數目	中華民國專利資訊檢索系統
併購經驗	研究期間內，併購公司所屬集團過去併購次數	公開資訊觀測站
電子/非電子	併購公司是否為電子業，即產業別為 23，設虛擬變數非電子=0，電子=1	台灣經濟新報資料庫
集團/非集團	併購公司是否為集團，設虛擬變數非集團=0，集團=1	台灣經濟新報資料庫

資料來源：本研究整理

三、研究假設

本研究經文獻回顧併購溢價、支付方式、績效及智慧資本了解過去文獻所探討的議題，逐一推導出本研究假設，如表 5 所示。

表 5 研究假設

假設	
併購前、後績效	H1：併購後績效會比併購前績效佳
溢價與支付方式	H2：併購溢價越高，會使併購公司越傾向以現金併購
溢價與績效	H3：併購溢價越高，會使併購公司績效越佳
支付方式與績效	H4：使用現金支付方式，會使併購公司併購績效越佳
智慧資本與績效	H5：智慧資本與併購績效之關聯性
	H5-1：併購公司專利權數越高，會使併購公司併購績效越佳
	H5-2：併購公司併購經驗越多，會使併購公司併購績效越佳
	H5-3：併購公司與供應商及顧客關係越強，會使併購公司併購績效越佳
績效與併購特性變數	H6：併購績效與併購特性變數之關聯性
	H6-1：高科技業併購，會使併購公司績效越佳
	H6-2：集團併購，會使併購公司績效越佳

資料來源：本研究整理

第五節 研究限制

本研究在進行樣本資料蒐集及實證分析時，可能會遭遇以下的限制：

- 一、本研究蒐集之樣本之準則為併購公司需為上市、上櫃及興櫃之併購案，然而現金支付方式之併購案大部份為併購目標公司的其中一個部門或廠房，並非併購一個企業，因此可能會造成樣本偏誤的情形。
- 二、本研究溢價之計算方式需採用併購公司公開說明書之專家意見書，然而並非所有併購案皆有發布公開說明書，因此可能會造成溢價資料上的偏誤。

第四章 實證分析

第一節 樣本資料敘述統計

表 6 為本研究樣本公司各變數之敘述統計資料，本研究樣本共 409 個併購資料，應變數為併購前後一年、二年與三年的 EVA 及 MVA，EVA 併購後三年平均值分別為 6283521、6870683 及 6542026，顯示併購後三年內仍處於變動期間，而 MVA 併購後三年平均值為 18322782、26198482 及 30265988。併購價格平均為-0.00713，顯示併購公司傾向折價併購，支付方式平均為 0.1，本研究以 Logit 迴歸進行分析。併購特性方面，併購公司為電子業的平均值為 0.782396，併購公司為集團所屬公司的平均值為 0.770171，顯示併購公司為集團旗下的公司及併購公司屬於電子業者，皆較容易以併購的方式擴大企業版圖。

表 6 變數之敘述性統計樣本數 (n)=409

變數	平均數	中位數	標準差	最大值	最小值
應變數 EVA、MVA(仟元)					
併購後一年 EVA	6283521	743401.8	18087941	$1.02 \times 10^{+8}$	-3568483
併購後二年 EVA	6870683	970786.1	16475319	79729947	-1853598
併購後三年 EVA	6542026	804853.4	18303081	$1.02 \times 10^{+8}$	-1906579
併購後一年 MVA	18322782	1755744	53155492	$2.88 \times 10^{+8}$	-2987363
併購後二年 MVA	26198482	779943.4	92994307	$4.98 \times 10^{+8}$	-9870760
併購後三年 MVA	30265988	-24555.6	91827645	$5.02 \times 10^{+8}$	-5731462
併購價格(折溢價)	-0.00713	-0.00847	0.319124	1.696078	-0.96
支付方式	0.1	0	0.3	1	0
智慧資本					
併購後一年專利權數	66.304	3	244.108	2477	0
併購後二年專利權數	67.851	3	255.651	2477	0
併購後三年專利權數	84.002	3	346.134	3796	0
併購經驗	1.603	0	2.873	19	0
併購特性					
電子/非電子	0.782	1	0.413	1	0
集團/非集團	0.770	1	0.421	1	0

資料來源：本研究整理

第二節 定量研究結果

(一)、併購前後 EVA 與 MVA 績效

如表 7 所示，併購前三年內併購公司績效與併購後三年內績效關係呈正向顯著之關係，表示併購前績效佳，併購後績效亦為正向成長，與 Healy, et al.(1992)、曾真真 (2010b)探討併購前後績效之結論一致。唯在 MVA 併購後第三年係數為 0.998，表示併購後第三年 MVA 並未較佳，本研究認為原因可能為企業從事併購的績效無法在三年內顯現，亦可能因企業併購的消息短期內造成權益市場價值提高，然而權益帳面價值是隨著企業併購增加，因此企業併購後第三年市場附加價值並未比併購前佳。

表 7 EVA 與 MVA 併購前後績效變化

	EVA _{post 1}	EVA _{post 2}	EVA _{post 3}	MVA _{post 1}	MVA _{post 2}	MVA _{post 3}
EVA _{pre_1}	1.076 ^{***} (17.731)					
EVA _{pre_2}		1.347 ^{***} (17.672)				
EVA _{pre_3}			1.141 ^{***} (11.349)			
MVA _{pre_1}				1.186 ^{***} (31.798)		
MVA _{pre_2}					1.175 ^{***} (18.230)	
MVA _{pre_3}						0.998 ^{***} (6.537)

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

(二)、併購價格與支付方式之 logit 迴歸分析

本研究併購價格與支付方式完整樣本為 215，其中溢價樣本為 85 筆，折價為 111 筆，平價為 19 筆；現金支付方式為 11 筆，換股樣本為 204 筆，因此本研究在進行併購溢價與支付方式迴歸時，由於可用專家說明書算出溢價之現金支付方式樣本數不足，無法做 Logit 的配對，可能會造成偏誤。如表 8 所示，併購溢價與支付方式呈顯著正向關係，代表企業以比目標公司較高的價值併購目標公司使用現金支付的機率較大，

支持本研究假說「併購溢價越高，會使併購公司越傾向以現金併購」。

表 8 併購價格與支付方式迴歸分析

併購價格	支付方式	
	係數	t 值
併購溢價	2.780**	(1.669)

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

(三)、併購價格與併購績效之迴歸分析

本研究併購價格與支付方式完整樣本為 215，其中溢價樣本為 85 筆，折價為 111 筆，平價為 19 筆。根據本研究敘述樣本統計顯示併購溢價之企業 EVA 併購後一年、兩年及三年平均數為 2557862、4755711 及 4627742，MVA 併購後一年、兩年及三年平均數為 26350337、27076202 及 41758119，企業併購後 EVA 績效在第二年到第三年時反而下降，然而 MVA 在併購後三年皆有明顯的提升。EVA 及 MVA 與併購溢價迴歸分析如表 9 及表 10 所示，併購價格與 ΔEVA 、EVA、 ΔMVA 及 MVA 之關係大多不顯著，因此本研究推論，併購價格與併購後績效無顯著關係的可能原因，其一是併購價格較偏向併購公司與目標公司協商的結果，在雙方最能接受的價格前題下進行併購，故併購公司較無深入計算目標公司可創造多少價值，其二，併購價格的高低折溢價並不能在併購後三年內觀察其變化，並以質性方法深入探討兩者無顯著關係之原因。

表 9 併購價格與 EVA 績效之彙整表

	ΔEVA_{-1}	ΔEVA_{-2}	ΔEVA_{-3}	EVA_{post_1}	EVA_{post_2}	EVA_{post_3}
併購溢價	-536361.8 (-0.154)	-1566444 (-0.430)	-1725065 (-0.312)	-4752807 (-0.864)	-2076901 (-0.451)	-2165818 (-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

表 10 併購價格與 MVA 績效之彙整表

	ΔMVA_1	ΔMVA_2	ΔMVA_3	$MVA_{post\ 1}$	$MVA_{post\ 2}$	$MVA_{post\ 3}$
併購溢價	28491120	-5252741	-10468585	7194549	-12535438	-20708138
	(1.233)	(-0.205)	(-0.218)	(0.286)	(-0.486)	(-0.452)

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

(四)、支付方式與併購績效之迴歸分析

企業併購支付方式與績效間的關係，精本研究敘述統計發現，使用現金併購的企業，其併購後第一年、第二年及第三年 EVA 分別為 8306274、13008189 及 16159008，而併購後第一年、第二年及第三年 MVA 分別為 61253153.72、82863686 及 127921070，可發現併購後第一、二及三年 EVA 及 MVA 皆有明顯上升的現象，代表企業使用現金併購確實能讓企業績效變佳。本研究透過報章雜誌及併購公司的公開說明書蒐尋的完整樣本中，現金支付方式約占總樣本的一成，若以一般最小平方法進行迴歸將會造成偏誤，故本研究參考古永嘉(2008)以邏輯斯迴歸進行分析，並參考張大成等人(2007)及林萍珍等人(2008)，將現金支付方式之樣本與換股支付方式的樣本進行依併購公司總資產與電子/非電子進行配對，共 36 對，再將現金支付方式設為 1，換股支付方式設為 0 進行 Logit 實證分析。

如表 11 所示，支付方式與經濟附加價值和市場附加價值皆不顯著，表示支付方式與績效、負債比率並無顯著關係。本研究試圖以電子業併購案進行實證分析發現，對模型顯著的變數為併購後第一年經濟附加價值，表示在電子業併購案中，併購公司在決定支付方式時，可能會考量企業的經濟附加價值。然而無論是一般企業併購支付方式或電子業併購案的支付方式，負債比率皆對支付方式不顯著，與顏錫銘(1994)及古永嘉(2008)不一致，原因可能是他們使用 Logit 時未將樣本進行配對，導致實證結果有所偏誤，本研究將以質性訪談的方式深入了解併購後績效與支付方式間的關係。

表 11 支付方式與併購績效 LOGIT 迴歸

併購後績 效	併購後一年		併購後兩年		併購後三年	
	全產業	電子業	全產業	電子業	全產業	電子業
EVA _{post_1}	3.45×10 ⁻⁸ (1.636)	3.77×10 ^{-8*} (1.750)				
EVA _{post_2}			2.33×10 ⁻⁸ (1.168)	2.64×10 ⁻⁸ (1.276)		
EVA _{post_3}					2.51×10 ⁻⁸ (0.849)	5.91×10 ⁻⁸ (1.291)
MVA _{post_1}	-3.29×10 ⁻⁹ (-1.161)	-3.51×10 ⁻⁹ (-1.201)				
MVA _{post_2}			-5.57×10 ⁻¹⁰ (-0.232)	-5.83E×10 ⁻¹⁰ (-0.236)		
MVA _{post_3}					-1.57×10 ⁻⁸ (-0.410)	-5.43×10 ⁻⁹ (-1.017)
負債比率	0.001 (0.115)	-0.012 (-0.594)	0.005 (0.280)	-0.004 (-0.196)	0.003 (0.161)	-0.002 (-0.093)

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

(五)、智慧資本與併購特性變數與併購績效之迴歸分析

經敘述統計資料顯示，電子業併購後三年 EVA 及 MVA 分別為 2462478、3944731、4259578、30176866、30064869 及 39832019，非電子業併購後三年 EVA 及 MVA 分別為 1199693、1539901、744697、8441943、9470319 及 11220691，顯示電子業併購後三年無論是 EVA 或 MVA 皆比非電子業佳，與孫梅瑞、陳雅君(2010)一致。由表 12 實證結果所示，專利權數與企業併購後一至三年的經濟附加價值與市場附加價值皆呈正向顯著關係，但在電子業並不顯著，表示無論在電子業或非電子業，專利權數越多，併購公司企業經濟附加價值與市場附加價值越佳。總體而言，EVA、MVA 整體績效

在併購後三年內與智慧資本間皆能帶來顯著正向成長，支持研究假說 H4-1，與 Ahuja and Katila(2001)、徐雅惠(2008)及劉育秀(2010)一致。

表 12 專利權數與併購後績效之彙整表

結構資本	EVA _{post_1}	EVA _{post_2}	EVA _{post_3}	MVA _{post_1}	MVA _{post_2}	MVA _{post_3}
專利權數	22119.94 ^{***} (12.705)	35636.76 ^{***} (31.380)	30618.86 ^{***} (27.235)	220794.8 ^{***} (14.156)	214295.4 ^{***} (13.379)	2.37×10 ^{-6***} (19.990)
電子/非電子	-494169.9 (-0.479)	-384804.5 (-0.544)	474618 (0.667)	7542993 (0.454)	3819562 (0.383)	31.546 (0.614)

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 13 併購經驗與併購後績效之彙整表

人力資本	EVA _{post_1}	EVA _{post_2}	EVA _{post_3}	MVA _{post_1}	MVA _{post_2}	MVA _{post_3}
併購經驗	227783.1 (1.215)	813642.9 ^{***} (3.624)	938524 ^{***} (3.151)	2488495 (1.435)	7326892 ^{***} (3.639)	7367854 ^{***} (2.939)
集團/非集團	1446008 (1.157)	2419683 [*] (1.758)	2170765 (1.242)	23320894 ^{**} (2.018)	13621043 (1.104)	21670112 (1.473)

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

集團及非集團併購公司 EVA 與 MVA 之統計中發現，併購公司為集團者併購後三年 EVA 及 MVA 分別為 2580804、4186026、4213234、31379564、30759639 及 40183883，非集團的併購公司併購後三年 EVA 及 MVA 分別為 771464、562235、672688、4089318、6295545 及 7760347，顯示集團之併購公司在併購後三年內無論是 EVA 或 MVA 皆比非集團之併購公司佳，與呂佳玲、林基煌(2008)一致。如表 13 所示，併購公司併購經驗對併購公司併購後之影響，除併購後一年無顯著影響外，併購後二及三年皆呈現

正向影響。集團及非集團變數方面，在企業併購後第二年 EVA 顯著呈正向關係，顯示企業可依靠集團的資源讓併購重整迅速，而企業併購後第一年 MVA 呈正向顯著關係，表示在有集團的資源做後盾，市場價值越融溢提升。經迴歸分析可發現，併購經驗與集團/非集團皆與併購後績效呈正向關係，表示集團併購公司併購經驗有助於併購後績效成長，與 King, et al. (2004)及曾真真(2005)實證結果一致。

第三節 質性研究驗證

本研究嘗試以量化實證研究併購價格、支付方式與績效之關聯性，結果發現併購價格、支付方式與績效間關係並不完全顯著，集團/非集團及電子/非電子亦未顯著，本研究為尋找真正原因，因而進行質性訪談作量化之驗證，找出併購價格、支付方式與績效的關係。個案公司選取方面，首先本研究以併購件數最多之樣本進行個案選擇，由於大部份的併購公司將併購案件視為公司機密，故本研究從中難以挑選足夠的訪談樣本，因此本研究擴大個案公司選擇範圍，並以發送公文的方式尋求併購公司協助本研究進行質性訪談，最後，本研究以願意接受訪談之併購公司為本研究樣本，進行質性訪談。

訪談進行方式為針對本研究假設編寫成訪談大綱，依照個案公司併購案特性進行訪談，讓個案公司能真實分享併購決策，個案公司基本資料如表 14 所示。依據本研究假設，彙整訪談資料並比對相關資訊，以完整分析本研究之個案內容。唯本研究在尋找訪談個案公司的過程中，遭遇大部份併購公司皆將併購細節視為公司機密的同時，本研究亦嘗試訪談專業併購顧問經理人，然而併購顧問經理人限於保密條款限制，所以本研究無法由專家訪談方面著手，故本研究在尋找個案訪談公司倍加困難，僅以三家併購公司作為本研究個案訪談之樣本。

表 14 個案公司之基本資料

個案別	A 公司	B 公司	C 公司
公司成立時間	1971 年	1954 年	1978 年
公司上市時間	1974 年	1964 年	2000 年
實收資本額	約 1508 億	約 612 億	約 16 億
產業別	鋼鐵工業	塑膠工業	電子通路業
訪談時間	2012/4/3	2012/4/9	2012/4/18
訪談對象職稱	處長		

資料來源：本研究整理

(一)、併購價格與支付方式之關聯性

當併購公司以溢價併購目標公司，意味著期待未來的合併營收併購溢價的價格，以現金為併購支付方式，未來併購後的決策與營收才能為併購公司完全掌握。若併購公司併購目標公司時，遭遇其他競爭對手同時看好目標公司併購後的發展，產生競爭時，亦會提高併購價格，以達到併購目標公司的目的。綜合上述邏輯推導，本研究推論併購公司以溢價併購目標公司，傾向以現金併購，然而過去鮮少文獻探究兩者間的關聯性，因此引發本研究除了以量化分析外，亦從質性訪談探究併購溢價與支付方式的關聯性，訪談中提到：

「當併購公司尋找到適合的目標公司後，就會進行與目標公司的協商，並開始談合作條件(支付方式)。目標公司在面臨被併購的情況時，也許會選擇全身而退，不再參與併購後的經營，就會希望併購公司使用現金支付方式進行併購，再進行協商訂價，一般來講，本公司會傾向用現金併購。」(A 公司)

「本公司併購支付方式的取決視個案狀況而訂，並無特別傾向何種支付方式。」(B 公司)

「併購公司在進行併購價格協商時，以市價衡量目標公司市價約為 16 塊，但他

(目標公司)認為本身價值為 20 塊，造成雙方價格認定的一段區間。在眾多併購價格衡量方式當中，以淨值法衡量的方式，在雙方都有意願的話的前提下，併購阻力會是最小的，因為淨值是每個公司的有的，以此為基準做換股比率是最合理的。併購支付方式方面，若以現金併購就是買斷；若是以換股則目標公司在未來公司決策上仍有權益，所以，基本上併購公司決定以溢價併購目標公司時，會希望以現金支付方式，使企業併購後的利潤能完整屬於併購公司。」(C 公司)

經實際訪談後發現，無論併購價格折價或是溢價，A 公司併購的支付方式皆傾向以現金併購，由於 A 公司的產業背景健全踏實、財力相當雄厚，管理能力亦為同業所推崇，因此 A 公司主要併購的對象為經營有困難之目標公司，併購支付方式主要是依據雙方的意願為主，大部份會以併購公司希望的支付方式為主，再者，併購公司亦會依本身能力衡量支付方式；B 公司在從事併購時，依併購個案的差異適當評估，並未考量併購價格與支付方式的關聯性；C 公司則認為併購價格為併購公司與目標公司雙方協商的價格，且以淨值法衡量併購價格有助併購協商。併購公司以換股為支付方式攸關於目標公司在併購後的權益，若目標公司在併購後仍欲參與公司決策，則會傾向換股支付方式，若併購公司以現金支付方式併購，目標公司在併購後便無法參與公司決策，因此，當併購公司以溢價進行併購時，傾向以現金支付目標公司。

綜合上述分析，本研究假設推斷併購溢價越高，會使併購公司傾向使用現金支付方式併購，實證結果顯示併購溢價確實能影響併購支付方式；經質性訪談驗證後發現，當併購公司以溢價併購目標公司時，傾向以現金支付方式併購目標公司，除了雙方協商外，併購公司需衡量本身支付能力，目標公司則需考量公司財務及經營者的需求，方能達成併購價格與支付方式的決定。本研究在進行量化實證分析時，可能因數量統計方法計算折溢價，導致折溢價的呈現太過絕對；在實務併購中，併購與目標公司更重視雙方的協商，一定範圍的折溢價並不足以影響併購案促成。

(二)、併購價格與併購公司併購後績效之關聯性

併購公司以溢價併購目標公司，表示期待未來併購後的發展，能發揮一加一大於二的績效；然而從文獻回顧中，本研究發現過去文獻顯少針對併購溢價與績效進行探討，故本研究針對併購溢價與併購後績效間的關係進行迴歸分析，實證結果發現兩者間並無顯著關係，此結果與本研究建立之假說並不一致，因此本研究以質性訪談方式驗證，訪談中提到：

「依本公司併購經驗來講，我們主要併購的對象偏向於營運不佳的公司，但在一般的考量上，目標公司都會比較傾向以買方的意願來做交易，併購公司也會評估併購意願的強度，如果意願強度較高，配額也就會高一點。至於併購案是不是買貴了，我們目前比較沒有去衡量，因為併購後的績效是很難蓋棺定論的。」(A 公司)

「就本公司過去的併購案來看，並未評估併購溢價與併購後績效間的關係。」(B 公司)

「衡量併購後的績效要視未來各方面的能力有沒有變好，比如說：有沒有經營管理良好、資源共用、資源互補、有沒有增加財務的負擔、併購公司與目標公司的企業文化有沒有融合以及人才有沒有流失，由這幾個方面去思考，才能知道他到底有沒有績效，因此併購績效與溢價並無絕對關聯。」(C 公司)

本研究經實際訪談中發現，A 公司認為併購後績效與併購溢價並無明顯的關聯性，由於 A 公司從事併購時對象多為營運不佳之公司，因此在併購價格的協商上傾向以併購公司的意願為主，併購公司意願越高，就會以較高的價格併購目標公司，且併購後績效難以以一定的時間衡量，因此兩者間並無一定的相關性；B 公司在從事併購時，由於併購個案間有所差異，因此未衡量併購溢價與併購後績效的關聯性；C 公司則認為併購後績效是需要從不同的角度，衡量併購後企業狀況是否有比併購前佳，尤其併購後重整過程中，檢視企業併購後經營管理人才安排是否妥當、資源是否得到有效的控管及運用及財務方面是否因併購而有所負擔，皆為衡量企業併購後績效的重點，因

此併購績效與溢價間並無明顯的關聯性。

綜合本研究量化分析發現，併購價格與併購後績效並無顯著關係，再經由質性驗證，亦無明確的關聯性。併購公司與目標公司的立場為相反的立場，所考量的因素也不同，綜合各筆併購案之專家意見書可發現，併購公司決定併購價格除考量目標公司實際資產的價值外，亦考量商譽、技術等無形資產；而目標公司則考量經營者及股東的需求及視公司財務狀況而定，因此併購價格需要雙方協商而決定。併購後績效則因每個併購案之併購動機不同，衡量方式也不同，且併購公司認為其併購績效並未能從併購後一特定時間就可完全展現，非三年五年就可評定併購績效。併購價格是雙方考量併購實際的狀況而互相進行協商，而併購後的績效則需要依靠後續整合能力才能見效，例如群創光電 2010 年溢價併購奇美電子，然而三年內經濟附加價值及市場附加價值均未比併購前佳，造成併購後績效更差之原因，可能因經濟景氣造成併購後績效不佳，或企業併購後的重整順利與否，企業併購引發公司變革亦容易造成員工不安⁴，儘管併購公司看好併購目標公司後的整體績效，然而上述因素都有可能造成併購後績效不彰。本研究量化實證結果與質性驗證皆顯示併購溢價與績效沒有顯著關係。

(三)、支付方式與績效之關聯性

從 Linn and Switzer(2001)、張紹基與楊勝淵(2001)及王淑芬與洪淑玲(2008)研究中發現，以現金為支付方式，併購後績效較佳。本研究假設亦認為併購公司期望併購後績效的提升，應會傾向以現金支付方式併購目標公司，企業不但能完全擁有併購後提升的盈餘，且併購後有絕對的權利主導企業；然而經本研究實證結果發現，併購後績效與支付方式間並無顯著相關，唯在併購後第一年的 EVA 與支付方式有顯著關聯，故本研究利用質性驗證的方式進行訪談發現，訪談中提到：

「本公司在從事併購時，傾向以現金支付方式併購，但若考量到對目標公司的產

⁴ 詳見今周刊 2012 年 1 月 4 日第 785 期，「揭開 許文龍、郭台銘 沒有說的盤算」一文報導

業與技術掌握較沒有把握，譬如牽涉到技術，或者某些業務與目標公司本業有關，會希望以換股方式併購目標公司，在併購後初期，第一、確保技術；第二、業務不會斷線，我們衡量這些情形後也會傾向以換股支付，所以支付方式與績效的相關性低。」

(A 公司)

「併購案之付款方式的選擇，主要係與目標公司協商之決議，與績效關聯性低。」

(B 公司)

「併購公司在併購支付方式的選擇原則是依照目標公司需要而定，無一定的支付方式。以現金為支付方式而言，意味著併購公司要買斷；除非併購公司也認為需要目標公司的人才與技術，才願意用換股的方式併購。理論上並無斷定企業併購何種支付方式併購，績效就會較佳，一般來講就是看目標公司的需求，而併購公司則須衡量企業本身的能力後，這跟績效沒有關係，跟誠意和交情有關係，這是我的看法。」(C 公司)

A 公司認為併購支付方式的選擇與併購後績效關聯性低，因為併購公司考量取得技術及跨足異業時可能陷入的風險，例如技術或業務上的需求，而採用換股支付方式；C 公司則認為，併購公司為了取得人才或技術，也可能以換股為支付方式，所以與績效相關程度低。綜合上述，支付方式與併購後績效相關度低，支付方式除了併購公司與目標公司雙方的協商外，併購公司取得目標公司的技術或人才亦是併購公司考慮換股方式進行併購的因素之一。本研究實證分析結果顯示電子業併購後第一年經濟附加價值會影響支付方式的選擇，易言之電子業併購案中併購後績效較佳，越傾向以現金併購，然而在全產業的實證中並無關聯性，與過去文獻認為使用現金支付，併購後績效會較佳的觀點不一致，但與本研究訪談之結果一致，對本研究訪談的三家公司而言，在從事併購案時，由於考量技術、人才或業務的後續整合，而使用換股支付方式，然而本研究之個案無法代表所有併購公司支付方式的選擇，但可從訪談中發現，併購公司可能會因為某些因素而考慮使用換股支付方式，總體而言，電子業併購公司使用現金支付方式，其後續併購績效會較佳。

(四)、智慧資本與績效之關聯性

本研究假說 H4-3 併購公司與供應商及顧客間之關係，因過去文獻鮮少以量化方式探討，故本研究以質性方式探討兩者間的關係。當併購公司併購目標公司後，以本身的資源及供應鏈關係予以目標公司營運中，導致併購公司資源、資金等分散，因此併購公司併購後短期內不一定能增加績效，但長期則會因併購公司管理團隊介入目標公司經營而逐漸改善目標公司狀況，漸漸提高績效，訪談中提到：

「併購公司併購後會將目標公司視為一體且視為集團的一份子。坦白說，不見得績效會比較好，因為併購時會影響到集團資源的流動，當目標公司需要資源時，併購公司將資源予給目標公司，使目標公司營運變佳。所以無法肯定併購公司併購目標公司後績效一定好或一定不好，但就這幾年整體而言，長期績效是利大於弊的。」(A 公司)

綜合上述分析，併購公司將供應商及顧客關係分享予目標公司，確實能為目標公司增加競爭能力，理論上，併購公司績效應會變佳；然而對併購公司短期而言，由於對外分享資源，再加上許多外在因素，併購後績效反而降低，長期績效則隨著目標公司狀況改善而逐漸變佳。

(五)、績效與併購特性變數之關聯性

本研究由孫梅瑞、陳雅君(2010)研究中顯示電子業併購公司在熟悉的產業中併購時，能增加併購後的重整及技術的掌握；然而本研究實證結果顯示併購後績效與電子業/非電子併購並不顯著，因此本研究藉由質性訪談探究其原因，訪談中提到：

「同業併購就是成長型併購，亦是規模經濟。事實上，同業併購績效不一定會比較好，因為併購後績效跟文化面有關，兩家公司企業的文化沒有辦法相融是相當關鍵

的因素。」(C公司)

經質性訪談後發現，併購公司為電子業的併購案併購後績效未必會較佳，主要是和兩家公司企業文化的融合程度有關，若併購公司與目標公司企業文化差異無法融合，將會造成併購重整的難度，亦將無法在最短的期間創造更好的績效。

集團併購的相關文獻中，許文玲(2008)認為併購公司併購後能充分利用集團資源，有助於併購後績效的提升。然而綜合過去文獻鮮少以併購公司所屬集團進行分類，雖然本研究在進行集團與併購後績效迴歸分析時，兩者間有顯著的關係，但本研究亦希望藉由質性的訪談印證本研究假設，訪談中提到：

「當然會以集團兩個未來都很好的方向來看比較好，就說兩家合併之後未來會越來越好，如果合併是因為我比較好你比較不好，那併購後的績效就會較差。」(C公司)

由於資金及資源較充足，除了進行併購以集團整體利益為考量，在子公司併購也扮演相當重要的協商角色，以對雙方最有利的合併方式進行併購。本研究發現集團併購除了因集團影響力大而使併購協商較順利外，在併購後亦因集團的主導能力佳，使併購後重整迅速，提升競爭力；電子業的併購公司在併購後績效並不會較佳，可能因企業文化不同造成阻力，使併購績效不易在最短的期間內提升。本研究實證結果顯示併購公司為集團或電子業皆與併購後績效呈不顯著關係，其原因可能為併購初期雖然可藉由集團資源及能力使併購後整合較迅速，但由於集團需將資源給予目標公司支援，故併購公司併購後績效不見得會較佳。

第五章 結論與建議

目前國內鮮少探討併購溢價、支付方式與績效之關係，亦無運用經濟附加價值法及市場附加價值法探討併購公司併購前後之績效。本研究以經濟附加價值及市場附加價值，檢視企業併購前後企業價值是否有所改變，並探討併購價格、支付方式與績效間三者間的關聯性，最後以質性訪談方式，驗證量化之結果，並以個案訪談方式整理、分析，以使本研究探討更貼近實務併購。

本研究針對台灣上市、上櫃及興櫃公司，以 1998 至 2011 年為研究期間，探討併購價格、支付方式與績效之實證分析。本研究檢視併購公司併購後績效是否增加，實證分析發現，無論是經濟附加價值或市場附加價值，併購前後績效有顯著正向之關係，表示企業併購是可以增加績效的，使企業併購後更具價值，亦能證明企業可經由併購取得目標公司資產或技術，用以增強企業競爭能力擴大企業版圖，且在併購後三年內確實足以提升績效。

本研究進行併購溢價與支付方式 Logit 迴歸分析發現，併購溢價確實顯著影響支付方式；然而質性訪談中，三家個案公司認為併購溢價與支付方式關聯性低，原因可能是本研究以併購公司角度分析併購價格與支付方式間關係，而實際併購的併購價格則是併購與目標公司從雙方認定的價格區間中協商所訂定的。雖然兩者間經質性驗並無明顯的關係，也發現併購溢價的訂定與支付方式的選擇在併購協商中，是促成併購的關鍵。

併購價格折溢價與併購後績效，經本研究實證結果不顯著，理論上併購公司看好目標公司，併購公司會以溢價方式進行併購，經本研究進行實

際訪談後發現併購溢價除了是併購公司及目標公司的協商訂定外，亦會看併購公司併購意願的強弱決定併購價格；而併購後的績效則攸關於併購後的重整與企業文化的融合等問題，所以併購溢價與併購後績效並無直接關聯。

支付方式及併購後績效並無絕對關係，唯在電子業併購後一年經濟附加價值與支付方式相關，經質性訪談方式驗證亦同，並發現併購公司在某些因素的影響如人才等因素，併購公司可能因人才需求而以換股或混合方式支付。本研究進行質性訪談後發現，併購價格與支付方式皆在併購協商時，雙方以自我本身的能力及需求進行評估，並非以併購後績效為主要考量。

智慧資本方面，專利權數目與併購經驗皆與併購後績效呈顯著正向關係，另外供應商及顧客關係越強，經質性訪談實證結果顯示，短期內並不能未併購公司帶來績效，但長期會使併購公司併購後績效越佳。智慧資本在近年來漸漸成為企業的重要資產之一，企業在從事併購活動時，主要動機乃是技術與專利權的取得，或擴大產業版圖。合併目標公司不只是為了取得有形資產，無形資產亦受到併購公司的重視，除了專利權的取得能增加公司價值外，併購經驗及顧客與供應商關係更是併購公司經由併購活動能快速取得的，唯有透過併購，企業才能以最短的時間與最快的速度增加企業價值。

基於國外公司取得資料不易，本研究主要以台灣上市、上櫃及興櫃公司為樣本，後續研究可嘗試克服資料取得之困難，納入研究樣本進行探討。本研究質性訪談中，發現併購與目標公司雙方之企業文化差異為併購後績效變化之關鍵因素，建議後續研究可將企業文化納入作為衡量績效之變數。另外，本研究在進行併購相關議題質性訪談屢次受到拒絕，乃因大部份的

企業皆將併購視為公司機密，最後僅以三家個案公司呈現，建議後續研究可擴大樣本或從併購相關顧問公司搜尋質性訪談的對象，以增加訪談的機會。最後，本研究質性分析中亦發現，併購公司對於併購後績效之衡量，除了以績效指標衡量外，亦注重併購前之併購動機在併購後是否達成，本研究建議後續研究可針對每一併購案之併購動機達成狀況判斷併購成敗，以多個角度探討併購相關議題。



參考文獻

參考文獻

中文部分

- 王祝三、周德璋、陳弘榮(2006)，「企業併購支付方式決定因素與股價反應之探討」，證券市場發展，18：3，1-45。
- 王淑芬、洪淑玲(2008)，「北美石油產業購併之績效研究」，亞太經濟管理評論，12：1，76-96。
- 古永嘉、胡珮高(2008)，「台灣企業併購付款方式之選擇」，輔仁管理評論，15：3，97-126。
- 吳安妮(2002)，「剖析智慧資本」，會計研究月刊，204，57-66。
- 呂佳玲、林基煌(2008)，「家族企業公司治理、併購策略與績效之探討」亞太經濟管理評論，11：2，107-134。
- 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。
- 李卉民(2003)，「無形資產價值對衡量相對經營效率及其變遷的影響」，國立中央大學企管系碩士論文。
- 李建然、陳信吉、梁宏康(2007)，「金融公司購併溢價與被併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。
- 李禮仲(2007)，「企業併購法之探討」，國家政策研究基金會，財金(研)091-045。
- 沈中華、王健安(2007)，「決定換股溢酬因素之研究—來自台灣跨產業別的比較」，台灣經濟金融月刊，43：10，48-65。
- 林萍珍、柯博昌、游俊忠(2008)，「演化式多重 Logit 迴歸組合模型-應用於信用評等」，資訊管理學報，17：2，115-139。
- 孫梅瑞、陳隆麒(2002)，「台灣地區上市公司從是購併活動對經營績效影響之研究」，中山管理評論，10：1，155-184。

- 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。
- 徐雅惠(2008),「智慧資本、組織學習能力與新產品開發績效之研究—以 IC 設計業為例」,臺北大學企業管理學系博士論文,2008 崇越論文獎博士組佳作。
- 張大成、林郁翎、邱雅雯(2008),「考慮盈餘管理之企業財務危機預警模型」,考慮盈餘管理之企業財務危機預警模型,11:2,65-85。
- 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。
- 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」,國立雲林科技大學企業管理系碩士班碩士論文。
- 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。
- 梁榮德、周齊武、吳安妮,(2002),"探討經濟附加價值(EVA)績效衡量在台灣企業的有用及可行性(上),"會計研究月刊, No.203, pp.113-121。
- 梁榮德、周齊武、吳安妮,(2002),"探討經濟附加價值(EVA)績效衡量在台灣企業的有用及可行性(下),"會計研究月刊, No.205, pp.110-118。
- 許文玲(2008),「企業併購對企業文化與組織績效的影響-以元大證券為例」,淡江大學管理科學研究所碩士論文。
- 陳依蘋(2005),「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。
- 陳若暉、林任達(2005),「台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。
- 彭素玲(2005),「經濟附加價值與市場附加價值關聯性之研究-以臺灣上市公司主要產業為例」,台灣銀行季刊,2,245-276。
- 曾昭玲、卓佳蓁(2011),「企業融資決策與經濟附加價值之關聯性研究-以台灣半導體產業為例」,會計評論,53,35-73。

- 曾真真(2010a),「經驗學習、替代性學習對再併購機率的影響：以台灣上市櫃製造業為例」,管理學報,27:1,39-55。
- 曾真真(2010b),「範疇擴張、區位擴張與創新績效：以高科技公司之併購活動為例」,管理與系統,17:3,449-466。
- 曾真真、何雍慶(2005),「以資源基礎觀點及動態能力觀點檢視併購決策及併購績效—以金融整合為例」,管理評論,24:3,95-116。
- 黃志仁、溫宜豪(2008),「合併子公司之綜效與市場反應」,交大管理學報,28:1,105-130。
- 黃寶慧、劉怡君(2007),「應用權益結合法欲購買法分析企業併購前後經營績效之研究—國泰金與台新金」,財稅研究,39:2,157-188。
- 楊清溪、王茂昌(2006),「企業財務政策、經濟負債價值與現金附加價值之研究—以中國鋼鐵公司為例」,東吳經濟商學學報,54,27-64。
- 劉子琦、蔡銘洁(2006),「我國金融控股公司購併整合管理之個案研究」,績效與策略研究,3:2,75-94。
- 劉育秀(2010),「高科技產業購併綜效之研究--以平衡計分卡四大構面評估」,國立台中技術學院學報,14,75-94。
- 劉啟群、陳維慈、林純央(2005),「台灣金融控股公司換股比率決定因素之研究」,會計評論,41,1-32。
- 蕭友華、黃德舜、嚴仁鴻(2002),「品牌資產與經濟附加價值之關係研究」,中小企業發展季刊,8,125-160。
- 賴君婷(2009),「兩岸三地金融業購併溢價決定因素探討」,國立台灣大學財務金融學系碩士論文。
- 謝劍平(2002),「財務管理：新觀念與本土化」,智勝文化,第三版。
- 顏銘志(2000),「以MVA、FCF等新型指標衡量企業購併之財務績效」,國立中正大學企業管理研究所碩士論文。
- 顏錫銘、楊維君(1994),「台灣企業海內外購併付款方式與財務特質關係之研究」,中山

管理評論，2：3，14-43。

羅庚辛、呂佩君、許銘峰(2003)，「台灣證券商主併券商購併績效之研究」，中原企業評論，1：2，175-200。

英文部分

- Ahuja, Gautam and Katila. R. 2001 “Technological acquisition and the innovation performance of acquiring firm : A longitudinal study” *Strategic Management Journal*, 22 : 3, 197-220
- Benedetto, C. A. D. 1999, “Identifying the Key Success Factors in New Product Launch” *Journal of Product Innovation Management*, 16 : 6, 530-544.
- Bosworth, D. , and Roger M. 2001 “Market Value, R&D and Intellectual Property : An Empirical Analysis of Large Australian Firm, ”*Economic Record*, 77, 323-337
- Chung, S. , Singh, H.and K.Lee. 2000“Complementarity, Status Similarity and Social Capital as Drivers of Alliance Formation” *Strategic Management Journal*, 21 : 1, 1-22
- Cooper, R. G. and E. J. Kleinschmidt 1996 , “Winning Business in Product Development: The Critical Success Factors,” *Research-Technology Management*, 39 : 4 18-29.
- Deng, Z. , B.Lev and F. Narin 1999 , ”Science and Technology as Predictors of Stock Performance, ”*Financial Analysts Journal*, 55, 20-32
- Dzinkowski, R., 2000,“The measurement and management of intellectual capital: an introduction”, *Management Accounting*, 78 : 2, 32-36.
- Ehrbar, A. 1998, “EVA: The Real Key to Creating Wealth”, 黃定遠譯（2000），「經濟附加價值 EVA 入門全書」，台北：商周。
- Healy, P.M. , Krishna G : Palepu and R.Rubback.1992. “Dose Corporate Performance Improve after Mergers ? ”*Journal of financial Economics*, 31:2, 135-175
- Henderson and Gart, 1999 “Key Variables Explaining Acquisition Premiums for large Commercail bank Accounting and Finance, 29-33”

- Johnson, W. H. A. 1999, "An Integrative Taxonomy of Intellectual Capital: Measuring the Stock and Flow of Intellectual Capital Components in the Firm," *International Journal of Technology Management*, 18(5/6/7/8), 562-575.
- King, D.R., Dalton, C.M., Daily, D.R. and J.G. Covin 2004, "Meta-Analyses of Post-Acquisition Performance: Indication of Unidentified Moderators," *Strategic Management Journal*, 25 : 2, 187-200
- Linn, S.C., and J. A. Switzer 2001, "Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions?" *Journal of Banking and Finance*, 25, 1113-1138
- Roos, J., Roos, G., Dragonetti, N., and L. Edvinsson (1997), "Intellectual Capital: Navigation in the New Business Landscape", New York: New York University Press.
- Stewart, G.B. 1991, "The Quest for Value", New York: Harper Business.
- Sullivan, P. H. 2000, "Value-Driven Intellectual Capital: How to Convert Intangible Corporate Assets into Market Value", NY: John Wiley & Sons.
- Yin, Robert K. 2009. *Case Study Research: Design and Methods*. 4th ed. London, CA: Sage

附錄一

您好:

我是南華大學財務管理研究所吳依正教授國科會計畫的助理，目前我們正在進行有關併購的研究，由於國內併購活動的資料庫並不完整，所以眼下有幾個有關貴公司併購的問題想請教 貴公司的財務主管，請將這封信轉給財務主管，懇請您協助我們，問題如下：

1. 請問 OOOO 年 貴公司合併 OO 公司是以換股、現金還是混合(換股+現金)?
 - a. 若以換股，請問換股比率為何?
 - b. 若以現金，請問支付金額(台幣)為何?
 - c. 若以混和，請問換股比率與支付金額各為何?
2. 請問 貴公司合併 OO 公司的基準合併日期?

非常謝謝您的協助!

收到信請回覆我們一聲，讓我們知道 貴公司已收到我們的信了，謝謝!

恭祝

健康順利

南華大學財務管理研究所
計畫主持人 吳依正
研究生 許婉貞

附錄二

附件：訪談大綱 1 份

主旨：請 貴公司有關單位協助提供資料與訪談機會，協助本校財務管理研究所國科會專題研究計畫研究，關於「台灣企業併購溢價、支付方式與績效之研究」之相關議題在實務上的考量與運作，請 惠允安排賜覆。

說明：

- 一、 近年來企業併購成為企業擴展的重要策略，在資金充沛的市場，下一波併購熱潮已成為未來的重要趨勢。我們將探討研究企業併購溢價、支付方式與績效的關聯性與重要性，希望能得到貴公司業界經驗的幫助，使我們的研究更有實質貢獻性。貴公司是我們挑選出來且台灣企業界具有舉足輕重之地位，尤其是台灣併購發展上有不可缺少的貢獻。貴公司在併購發展上具有相當豐富的經驗，希望貴公司能給予我們機會，將併購案的經驗分享給我們，使我們在進行研究時，能更貼近實務面所重視的問題，而非天馬行空的想像。
- 二、 本研究更希望能以實務面的觀點進行研究，希望能獲得貴公司的寶貴意見，加入本研究中進行探討。對於貴公司的經驗分享，並不會將公司名稱公開，敬請放心。最後，對於貴公司的經驗分享，本研究會將分析之結果回饋給貴公司，供貴公司相關部門參考。
- 三、 檢附訪談大綱 1 份。

附錄三

台灣企業併購溢價、支付方式與績效之研究--個案訪談內容

一、基本問題

- (一)、貴公司是否有併購，共幾筆併購案？
- (二)、貴公司負責併購的部門為何？其併購的步驟及程序為何？

二、併購溢價

- (一)、併購績效的衡量標準是甚麼？
- (二)、買貴了的併購案績效會較好嗎？
- (三)、併購公司從事併購實如何決定併購價格，衡量因素有哪些？

根據眾多企業合併之公開說明書中，對目標公司衡量方式有許多種，選擇價值衡量的標準或依據是甚麼？

三、併購支付方式

- (一)、併購支付方式(現金、換股或混合)與績效的關聯性為何？
- (二)、站在併購公司的角度，以高於市場價格買下的公司用現金支付較好？

四、併購績效

- (一)、併購價格(買貴或買便宜)與企業績效有關聯性嗎？
- (二)、影響企業併購績效之因素有哪些？
- (三)、集團內部的併購是以甚麼為優先考量？

補充發問

併購案中，公司與供應商、顧客關係的強弱會影響併購績效嗎？為什麼？