

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

追求企業成長一直是公司理財領域重要的議題之一，企業可以透過新產品的開發或資本產能的擴充來擴展企業，而併購(Mergers and Auquisitons, M&A)正是可以幫助企業外部成長的重要方式(Ghosh and Das, 2003)。

根據資誠會計師事務所(Pricewaterhouse Coopers)的研究指出，企業為了擴展新市場，60%的總經理(Chief Executive Officer, CEO)會考慮採取併購方式；又根據美國商業週刊(Business Week)的報導，2006 年全球併購活動總金額高達 3.4 兆美元，超過許多大國全年的國內生產毛額(Gross Domestic Product, GDP)，亦是近十年的最高峰。而根據加拿大湯姆森財務新聞(Thomson Financial)的最新報告指出，2007 年上半年全球併購交易(包括已經完成的交易和正在進行中的交易)，總額已達 2.51 兆美元，較去年同期成長 53%，已創下歷史新高紀錄，該研究同時指出這已是全球併購活動連續第 5 年的成長(江欣怡，2007)。

我國也有類似的併購浪潮(M&A wave)，根據經濟部統計，2006 年企業併購案共有 203 件，併購金額為 1265 億元，比起 2005 年 245 件、640.2 億元，併購金額成長近一倍，顯示企業併購在台灣亦更趨熱絡(圖一)。而市場案件數逐年成長主要是由於 2001 年底金控法實施後，2002 及 2003 年度整體市場以大型金融業整併居多，最近兩年度金融業比重下降，以電子業併購案為主。在四種案件型態中(合併、收購、股份轉讓和分割案件)，以合併型式的數目及交易總額比率最高，可見企業間藉由直接整併，尋求規模及競爭力快速提升，已成為企業從事併購行為之策略主軸。

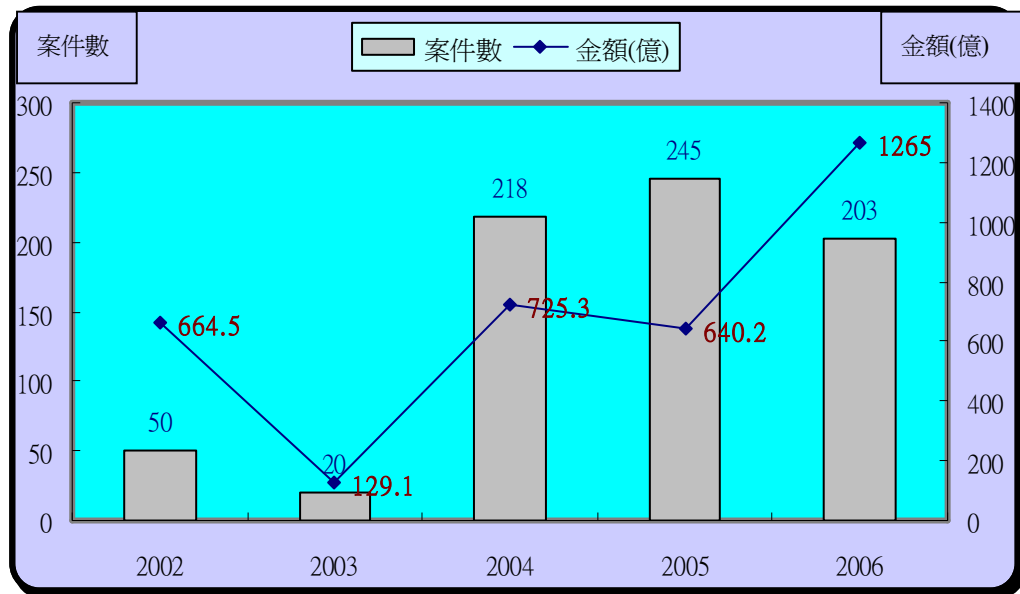


圖 1-1 併購金額與案件數

資料來源：經濟部商業司

然而，在這波併購浪潮的背後，卻存在著併購後長期績效及股票報酬不佳的事實。Rostand (1994)根據 CEO 自我評估，認為併購失敗率為 44%到 45%，此外也有許多實證認為主併公司之股東長期平均報酬亦呈負值(Agrawal and Jaffe, 2000)，Sirower (1997)也得到類似的結論，認為主併者的股價在宣佈併購交易之後一年，較史坦普五百大企業(Standard and Poor, S&P 500)的平均股價要低 8.6%，甚至有 60 家主併者的股價落後市場表現，32 家企業的股價不升反跌。

過去文獻嘗試探索上述併購長期績效不佳的原因，但仍未獲得定論，究其原因或可歸納如下，其一是學術研究所開出的處方與實務仍有差距；其二，至今處理併購事件的研究方法仍有缺陋。King, Dalton, Daily, and Covin (2004)就指出若將過去文獻加入一些未定義的變數，併購績效的異象(anomalies)就會被緩和，意謂著併購的理論及研究方法都仍待改變；最後則是 CEO 從事併購的動因屬非價值極大化因子，而過去研究忽略了 CEO 非理性決策因

素，Seth, Song and Pettit (2000)檢視了美國跨國併購樣本，發現 26% 的 CEO 重視個人效用而非股東利益。雖然在這些領域中，在既有的文獻裡中已有一些討論(Roll, 1986; Pettway and Trifts, 1985)，但在台灣，相關實證仍少。因此，嘗試找出可以解釋台灣併購異象的更多行為面證據，此為本研究之動機之一。

傳統財務研究假設市場具效率性，主要朝著企業、產業、及市場特性的角度來探討對併購特性的影響(例如：主併者宣告期間報酬、支付型態和併購後股票績效)(Mueller, 1969; Farrell and Shapiro, 1990; Mitchell and Stafford, 2000)。本研究首先欲由 CEO 管理任期(managerial horizon, MH)的角度分析其對併購特性的影響，由於過去的學者對於 CEO 管理任期的探討，大多為嘗試找出其前置因子的討論(Walsh, 1988; Morck, Shleifer, and Vishny, 1990; Denis and Denis, 1995; Fee and Hadlock, 2004; Lehn and Zhao, 2006)，而忽略將 CEO 管理任期視為自變數，探討對於企業決策的影響；此外，多數文獻將年齡與年資做獨立的兩個變數(Milbourn, 2003; Huson, Robert, and Laura, 2001; Brunello, Graziano, and Parigi, 2003)，但本研究認為，若只單獨使用年資或年齡作為管理任期的代理變數是不足的，因為 CEO 的職涯長短是異質的。在年齡影響企業決策的相關研究中，Child (1974)認為較年長的 CEO，因為體力和精力都有限，不願進行組織變革，故較不願執行當期收益不佳且回收期長的投資。Dechow and Sloan (1991)亦有類似之研究；在年資影響企業決策的相關研究中，Miller (1991)認為年資較長的 CEO 會與企業的外部環境失去聯繫，所以沒有改變策略和投資的動力。Grimm and Smith (1991)和 Hambrick and Fukutomi (1991)也有類似結論。本研究主要的推論依據來自 Shleifer and Vishny (2003)，並參酌 Gao (2007)，嘗試同時利用 CEO 年資(tenure)和 CEO 年齡(age)建構一個新指標，並命名為管理任期指標，藉以驗證 CEO

管理任期對主併者的宣告報酬、交易中的支付型態與交易後的長期績效之影響，此乃本研究的動機之二。

除了嘗試建構上述指標外，本研究選擇 CEO 持股比率和從眾(herding)傾向二項個人特質來探討與併購績效和決策的關係。以 CEO 持股比率而言，若 CEO 的持股比率愈高，主併公司將愈傾向選擇以現金支付(Amihud, Lev, and Travlos, 1990)；而 CEO 持股比率愈高，其併購宣告之異常報酬會較高(Lewellen, Loderer, and Rosenfeld, 1985)。

最後，行為財務學者提出從眾可以解釋併購後的低度績效，主要原因可能是在併購風潮中加入時間較晚，現有的從眾模型對上述現象有不同解釋方法(Banerjee, 1992; Persons and Warther, 1997; Bikhchandani, Hershleifer, and Welch, 1992; Rhodes-Kropf, Robinson, and Viswanathan, 2005)，本研究依循 Bouwman, Fuller, and Nain (2007)之作法，聚焦討論在熱市(hot-market)市場的群聚行為。

在併購績效檢定中，加入上述 CEO 持股比率和 CEO 從眾傾向對併購特性的影響，以釐清相關研究結論是否適用於台灣併購市場，此為本研究的動機之三。

第二節 研究問題與目的

循著研究背景與動機的思考脈絡，歸納以下之研究問題：

- 一、在台灣，仍然沒有一致的結論來解釋其併購異象的原因。
- 二、過去對於 CEO 年齡、年資及管理任期的研究，尚未涉及併購議題的探討，且未釐清三變數的差異。
- 三、CEO 從眾傾向對於併購效果的研究仍然較少，在台灣是一個嶄新的思考方向。

另外，本研究進一步嘗試納入 CEO 持股比率來探討其對併購特性的關聯性，驗證相關研究結論是否適用於台灣併購市場。惟 CEO 從眾傾向對併購支付決策影響的研究，因缺乏文獻支持，故排除在本研究範疇之外。

綜合上述，本研究欲達成以下研究目的：

- 一、依循 Gao (2007)之研究，建構一新的 CEO 特質指標，從管理任期的角度，分析 CEO 之管理任期對併購交易中之支付型態的影響。
- 二、依循 Gao (2007)之研究，探討的 CEO 之管理任期對主併者的宣告報酬與交易後的長期績效之影響。
- 三、依循 Bouwman et al. (2007)研究方法來探討 CEO 之從眾傾向對主併者的宣告報酬與交易後的長期績效之影響。
- 四、探討 CEO 持股比率對併購交易中之支付型態的影響。
- 五、探討 CEO 持股比率對主併者宣告報酬與交易後長期績效之影響。

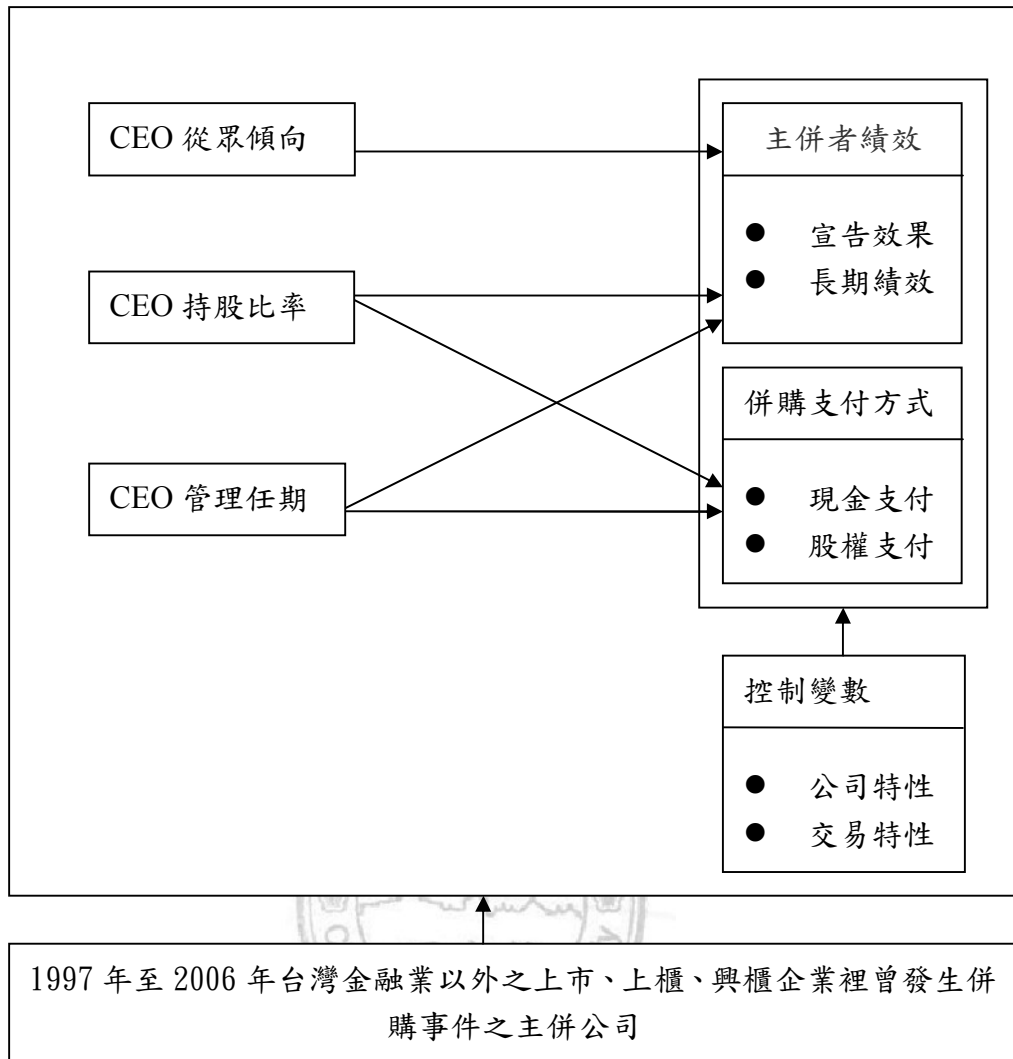


圖 1-2 本研究概念架構

第三節 研究流程

