

第二章 文獻探討與回顧

併購相關文獻的主要研究方向，過去以探討併購動機、主併公司的宣告效果、併購支付方式選擇、及併購後長期績效四個方向為主。其中併購的動機的探討、大致分為三項(Berkovitch and Narayanan, 1993)，其一為綜效假說(synergy hypothesis)(Bradley, Desai, and Kim, 1988; Seth, 1990)、其二為傲慢假說(hubris hypothesis)(Amihud and Lev, 1981; Jensen, 1986; Roll, 1986; Malmendier and Tate, 2005)、最後則是代理假說(agency hypothesis)(Shleifer and Vishny, 1990)。

至於併購績效的相關文獻，主要關注的議題包括：影響宣告效果的因素(Lewellen et al., 1985; Sudarsanam, Holl, and Salami, 1996; Switzer, 1996; Kiyamaz and Mukherjee, 2000; Carpon and Pistre, 2002; Malmendier and Tate, 2005)、宣告效果對資本市場的影響程度(Conn and Connell, 1990; Kennedy and Limmack, 1996; Healy, Palepu, and Ruback, 1992; Radd and Wu, 1994; Switzer, 1996; Kiyamaz and Mukherjee, 2000; Delaney and Wamuziri, 2004)、影響併購長期績效之因素(Sirower, 1997; Megginson, Morgan, and Nail, 2004)、併購後長期績效狀況(Porter, 1987; Flower and Schmidt, 1989; Ramaswamy and Waegelein, 2003)及影響併購支付方式的文獻(Myers and Majluf, 1984; Stulz, 1988; Choe, Masulis, and Nanda, 1993; Martin, 1996; Shleifer and Vishny, 2003; Faccio and Masulis, 2005; Dong, Hirshleifer, Richardson, and Teoh, 2006)。

本研究試圖在過去文獻基礎上，提出一嶄新且可驗證的 CEO 特質指標(管理任期)，並選擇 CEO 持股比率和從眾傾向二項變數作為 CEO 個人特質的代理變數，探討與併購特性及併購後長期短績效之關聯性。以下文獻之探討，依照研究之三個主要構面，分為下列章節，並編排如下，第一節為管理任期、從眾傾向、持股比率與併購

績效；第二節為管理任期、從眾傾向、持股比率與併購支付決策；第三節為主併公司併購宣告效果之實證研究；第四節為主併公司併購長期績效之實證研究。

第一節 管理任期、從眾傾向、持股比率與併購績效

一、CEO 管理任期與併購績效

Gao(2007)的研究認為，若 CEO 管理任期較長，則較傾向於重視企業的長期價值，會熱衷於可提高公司長期績效的併購活動。相對的，若 CEO 管理任期較短，則會較強調企業的短期績效且偏好能夠在短期提供企業短期價值的併購活動。該研究的實證結果也支持模型預測，當管理任期指標增加一個標準差則主併者的併購宣告報酬會降低 0.44%，且併購三年後的股票績效會增加 11%，表示 CEO 管理任期較長，其併購宣告報酬會較低，反之，若 CEO 管理任期較短，其併購長期績效會較低。

二、CEO 從眾傾向與併購績效

Scharfstein and Stein (1990)利用學習模式推論 CEO 之績效是以絕對能力而非相對能力來衡量，當投資人無法區分 CEO 的實力時，CEO 會忽略其私有資訊，同時避免因績效落後其他 CEO 而被替換或解雇，而有較明顯之從眾行。Grinblatt, Titman, and Wermers (1995)指出從眾行為乃一段時間內，一群投資人遵循某些相同的訊號在市場上進行類似之買賣行為。此一行為有時歸因於理性、但有時卻被歸類為非理性判斷下的結果。Devenow and Welch (1996)則將從眾視為是個體行為

上某種的相關程度及一致性的結果。

本研究想探索，如果從眾可以解釋併購後的低績效，則此種績效不佳的趨動因子可能是在併購風潮中較晚加入，現有的從眾模型對上述顯像有不同解釋方法，Persons and Warther (1997)提出一個完全理性模型用來預測創新的風潮總是結束在成效不佳的時候。該模型可用在類似併購潮流之類的企業創新活動，企業主尋得創新品質的方法是透過先期先進者的經驗。如果先進者創新獲得成功，則後續會有更多廠商跟隨，只有當先進者的成效不佳，風潮才會暫懈，在風潮末端才加入的廠商通常會有較差的績效。

Banerjee (1992)、Bikhchandani et al. (1992)認為如果多數廠商持續採取併購的行動，則後續廠商會忽視自身因行動延遲對併購價值的訊號，也就是即使私有訊號指出此併購案無力可圖，企業仍可能持續進行，此種行為的缺點是私有訊息未被使用且永遠無法成為公開訊息，因此，如果世界的狀態隨機的變化，本模型意謂著因忽視自身訊號，晚加入者通常無法因併購而獲利，即使他們具有隱含在行動先期者背後的訊息利益。Rhodes-Kropf et al. (2005)的文獻也同意只有在市場學習到先期主併者的經驗後，併購潮流才會結束。

三、CEO 持股比率與併購績效

Lewellen et al. (1985)以 1963 年到 1981 年之間 191 家美國主併公司為樣本。採市場模式、事件研究法和 OLS 迴歸分析，取宣告前 308 天往前推算 200 天或至少 100 天的期間為估計期，探討主併公司 CEO 的持股比率與主併公司報酬之關係。以 CEO 持股比率及兩項成本效益比率，衡量 CEO 進行價格降低的併購決策時所考慮之因素。研究結果發現，主併公司

的累積平均超額報酬(cumulative average abnormal returns, CAAR)與主併公司 CEO 之持股比率呈顯著正相關，顯示 CEO 的持股比率提高將使得管理者和股東之利益趨於一致。Radd and Wu (1994)抽取 1981 年到 1986 年間 105 家併購事件來研究，採用市場模式，事件期間為(-10, +10)，研究結果則發現不論主併者採用那種支付方式，CEO 持股比率對併購後股票報酬的影響都具有顯著的正相關。

第二節 管理任期、持股比率與併購支付決策

一、CEO 管理任期與併購支付決策

Gao (2007)研究在股票市場是沒有效率的假設下，說明理性且自利的 CEO 會如何選擇併購決策來回應市場上的誤訂價，Gao (2007)認為，當主併公司面對自己股票價值高估時，只有長期管理任期的 CEO 有誘因去使用被高估的股票行來進併購交易，目標是緩衝接下來股票價值的下跌，相對的，短期管理任期的 CEO 則傾向於使用現金支付的方式進行交易，而且在長期下有經歷到緩衝利得(cushion gain)，而目的是避免市場的學習效果。實證結果也顯示，當管理任期指標的平均值提高一個標準差，則以股權作為併購交易工具的可能性就提高 1.7%，表示管理任期愈長的 CEO，愈可能使用股權支付的方式來併購。

二、CEO 持股比率與併購支付決策

Stulz (1988)提出管理控制權假說，如果管理者的持股比率愈高，主併公司將愈傾向選擇以現金支付(Amihud et al. 1990)，研究認為，因為公司 CEO 可以透過資本結構的改變來

改善其持股狀況，達到掌控經營權之目的，因此於併購事件中，為避免股權的稀釋，主併公司 CEO 將會傾向選擇以現金支付，當 CEO 持股愈高時，則愈不可能使用股權支付。

其他學者的研究亦認為，因為主併公司裡持股比率高的經理人，發行新股會危害到其控制權，因此當主併公司 CEO 的持股比率愈高，將會愈偏好現金當作併購的媒介工具。Amihud et al. (1990); Jung, Kim, and Stulz (1996); Martin (1996) 和 Shleifer and Vishny (2003) 的研究結果都支持此相關結論。

Amihud et al. (1990) 抽樣 1981 年到 1993 年間美國前 500 大企業裡曾進行併購的企業，165 家公司共 209 件併購案，探討 CEO 持股比率與選擇併購支付工具之間的關係，結果發現併購公司 CEO 持股比率愈高，則愈傾向以現金支付。

Martin (1996) 的研究認為，若 CEO 持股比率是在 5% 到 25% 之中度持股階段時，則持股比率愈高，會愈偏好現金支付的併購方式。因為一旦股權稀釋很可能就會失去經營權，尤其若是目標公司股權較集中，那麼偏好現金的情況將更加顯著。但若目標公司和主併公司 CEO 的持股比率皆屬於小於 5% 的股權分散的公司，或持股比率大於 25% 的股權集中公司，則股權的稀釋並不會對 CEO 造成經營權威脅，則會偏好採用發行新股的方式併購。

Faccio and Masulis (2005) 認為，若目標公司為非上市公司，雖然其股本通常不大，但往往股權集中，主併公司為了控制經營權，且在不造成公司財務壓力的情況下，主併公司通常會較偏好現金支付的併購方式，此結論與 Yook, Gangopadhyay, and McCabe (1999) 的實證結果相符。

Faccio and Masulis (2005) 主要是探討主併公司股權威脅與融資限制之間的關係。他們加入了目標公司的資訊做考

量，抽取歐洲地區 1997 年到 2000 年之間，共 3667 間的併購樣本，運用 Tobit 迴歸分析進行研究。結果發現若主併公司 CEO 的持股比率在 20%到 60%之中度持股階段時，CEO 會為了維持公司經營權而選擇現金支付作為交易媒介。但若目標公司和主併公司 CEO 的持股比率皆屬於小於 20%的股權分散公司，或持股比率大於 60%的股權集中公司，則股權的稀釋並不會對 CEO 造成經營權威脅，則會偏好採用發行新股的方式併購。

第三節 主併公司併購宣告效果之實證研究

關於併購對於主併公司宣告效果的相關實證研究，正反兩面的結論皆有，亦有學者認為，併購對於主併公司宣告效果的影響是一非線性關係，三種觀點分述如下：

一、支持併購對主併公司具宣告效果者

Jarrell, Brickley, and Netter (1988)抽樣 1962 年到 1987 年間 663 家併購樣本，採用事件研究法，事件期間為(-10,+20)，研究結果發現併購降低了 CEO 的就業風險，進一步導致併購案存在著代理成本，但透過有效率的資源重整，主併公司也可獲得經濟利得。

Healy et al. (1992)抽取 1979 年到 1984 年間美國 50 件最大的併購案作為研究樣本，以營運現金流量報酬率作為績效衡量指標。研究結果發現，主併公司在宣告後因為資產管理效率提高而有顯著的績效改善。

Switzer (1996)以 1967 年到 1987 年間美國 324 件併購樣本來進行研究，主要是依循 Healy et al.(1992)等人的研究方

法，並解決僅使用大型合併案件及研究期間為美國併購熱潮兩大問題，採用更多的研究樣本且取更長的研究期間。實證結果支持 Healy et al. (1992)的論點。認為併購宣告會使主併公司有預期綜效。

Kiyamaz and Mukherjee (2000)研究 1982 年到 1991 年間 140 件的國際併購案件，使用 ANOVA 和迴歸分析的研究方法，研究結果發現，主併公司可以因多角化所創造的財富效應而享有正的 CAAR。

Delaney and Wamuziri (2004)使用英國 1996 年到 2001 間 46 件併購事件作為研究，使用事件研究法，事件期間為(-20，+20)，研究結果發現主併公司在宣告期間內有不顯著的正向報酬。

表 2-1 支持主併公司具宣告效果之實證研究

學者	研究樣本	研究內容與結果
Jarrell et al. (1988)	1962年到1987年間 663家併購樣本。	研究結果發現併購降低了CEO的就業風險，但CEO會導致併購案存在著代理成本，而透過有效率的資源重整，主併公司也可獲得經濟利得。
Healy et al. (1992)	1979年到1984年間 美國50件最大的併購案作為研究樣本。	以營運現金流量報酬率作為績效衡量指標。研究結果發現主併公司在併購宣告後因為資產管理效率提高而有顯著的績效改善。
Switzer (1996)	1967年到1987年間 美國324件併購樣本。	支持Healy等人的論點。認為併購宣告會使主併公司有預期綜效。
Kiyamaz and Mukherjee (2000)	1982年到1991年間 140件的國際併購案件。	主併公司可以因多角化所創造的財富效應而享有正的CAAR。
Delaney and Wamuziri (2004)	1996年到2001間英 國46件併購事件作為研究。	使用事件研究法，事件期間為(-20，+20)，其研究結果發現，主併公司在宣告期間內有不顯著的正向報酬。

二、支持併購對主併公司不具宣告效果者

Amihud et al. (1990)研究財富全球 500 大企業中，1981 年到 1983 年間 165 家主併公司中的 209 件併購案，研究方法採用市場模式和 Probit 分析。其研究結果發現主併公司在宣告期間裡有不顯著的負向超額報酬。

Conn and Connell (1990)研究 1971 年到 1980 年間 35 件美國企業併購英國企業的併購案與 38 件英國企業併購美國企業的併購案為樣本。採用事件研究法、殘差分析和迴歸分析研究，結果發現主併公司的超額報酬並不顯著。

Kaplan and Weisbach (1992)抽取美國 1971 年到 1982 年間 271 件併購事件，其中事後撤資的樣本占 43.9%。並以併購後再行撤資來檢視不同併購的績效表現，實證結果皆顯示目標公司在整個事件中有顯著且為正向的累積異常報酬，但主併公司在事件宣告當日並沒有明顯的正向財富效果。

Dewenter (1995)檢驗 1978 年到 1989 年發生在美國產業中化學產業和零售產業的併購事件。採用事件研究法、殘差分析和迴歸分析，研究發現，國內的主併公司與國外的目標公司在超額報酬方面並沒有差異。且只有交易的型態才可以解釋國內與國外併購參與者報酬不同的原因。

Sudarsanam et al. (1996)以 1980 年到 1990 年之間 429 個成功併購案件為研究對象，探討綜效與股權結構對主併公司與目標公司股東財富之影響。採用事件研究法、調整後市場模式和複迴歸來分析。估計期為(-290, -41)，事件窗口為(-40, +40)，其研究結果發現，併購宣告對目標公司有顯著的正向累積異常報酬，對主併公司則顯著為負。

Raj and Forsyth (2002)使用歐洲地區 1994 年到 1998 年間包含相關及非相關併購的 340 件併購樣本，使用迴歸模式分

析，事件期間為(-15，+15)，研究結果發現 55%的主併公司有顯著的負 CAAR。

表 2-2 支持主併公司不具宣告效果之實證研究

學者	研究樣本	研究內容與結果
Amihud et al. (1990)	研究財富雜誌裡全球 500大企業1981年到1983年從事165家主併公司的209件併購案。	研究方法採用市場模式和Probit分析。研究結果發現主併公司在宣告期間裡有不顯著的負向超額報酬。
Conn and Connell (1990)	1971年到1980年間35件美國企業併購英國企業的併購案與38件英國企業併購美國企業的併購案為樣本。	採用事件研究法、殘差分析和迴歸分析研究，結果發現主併公司的超額報酬並不顯著。
Kaplan and Weishach (1992)	美國1971年到1982年間271件併購事件，其中事後撤資的樣本占43.9%。	以併購後再行撤資來檢視不同併購的績效表現，實證結果皆顯示目標公司在整個事件中有顯著且為正向的累積異常報酬，但主併公司在事件宣告當日並沒有明顯的正面財富效果。
Dewenter (1995)	1978年到1989年化學產業和零售產業兩個美國產業裡的併購事件。	採用事件研究法、殘差分析首迴歸分析，發現國內的主併公司與國外的目標公司在超額報酬方面並沒有差異。且只要交易的型態才可以解釋國內與國外併購參與者報酬不同的原因。
Sudarsanam et al. (1996)	1980年到1990年之間429個成功併購案件為研究對象。	採用事件研究法、調整後市場模式和複迴歸來分析。估計期間為(-290，-41)，事件期間為(-40，+40)，其研究結果發現，併購宣告對目標公司有顯著正的累積異常報酬，對主併公司顯著為負。
Raj and Forsyth (2002)	歐洲地區1994年到1998年間包含相關及非相關併購的340件併購樣本。	使用迴歸分析，事件期間為(-15，+15)，研究結果發現有近55%的主併公司有顯著的負CAAR。

三、支持併購對主併公司之宣告效果為非線性關係者

Kennedy and Limmack (1996)採用市場模式、調整後 β 模式及相對指數模式，以月報酬率探討英國 1977 年到 1986 年間，529 家主併公司與 552 家目標公司併購事件對股東財富的影響，其研究結果顯示，在成功的併購案中，主併公司在宣告前六個月間有顯著的正向累積異常報酬，在宣告月份到併購完成日間則有顯著的負向累積異常報酬。

第四節 主併公司併購長期績效之實證研究

綜合過去學界與業界之實證研究，發現多數的併購案長期而言都是失敗的，其併購並未達成預期綜效，反而減損公司價值 (Agrawal and Jaffe, 2000)，麥肯錫(Mckinsey)顧問公司 1987 年抽取美國財星 200 大製造業、英國金融時報 150 大英國製造業共 116 件併購案來研究企業併購後三內年的成效，以併購宣告日三年內是否收回投入之資本，或淨現金流入量是否高於併購之金案為基準，結果研究發現併購失敗率高達 77%。

Porter (1987)研究美國 33 家著名企業在 1950 至 1986 年間之 3788 件重大併購案，研究發現半數以上併購案都遭遇失敗。其中相關併購有 60%以上遭撤資命運，而非相關併購之撤資率更高達 74%。

Bradley et al. (1988)研究 1963 年到 1984 年間 239 家併購樣本，探討綜效之規模並檢視決定主併公司及目標公司股東財富之因素，研究發現，併購綜效報酬約為 7.4%，主併公司報酬呈逐年遞減之現象，且併購綜效會因存在其他的競價對手而減少。

Flower and Schmidt (1989)以 1975 年到 1979 年間 49 件進行併購的製造業為研究樣本，採用普通股報酬率以及股東總報酬率作

為績效衡量變數，為併購後的績效分析。研究結果顯示，併購後公司的經營績效並無改善，反而有衰退的現象。

商業週刊與瑪瑟(Mercer)顧問公司在 1995 年與 1997 年中分別抽取 150 件與 215 件併購案件來進行兩次實證的研究，發現併購失敗率各高達 50%與 48%，並在 1995 年針對過去 30 年合併與併購案的研究中發現僅 17%案件之股東獲利豐碩，33%案件之股東獲利微薄，而 20%案件之股東報酬受損，30%股東報酬損失嚴重，半數以上併購案件以股東價值衡量均屬失敗。

另外，Mueller (1995)研究 1925 年至 1990 年間之併購案件，發現將近一半以上之併購案，其績效並未達到預期效果。Sirower (1997)研究 90 年代的 168 件併購交易發現，1994 年到 1997 年期間，主併者的股價在宣佈併購交易之後的一年當中，比 S&P500 的平均股價要低 8.6%，有 60 家主併者的股價落後市場表現，甚至有 32 家的股價不升反跌。研究發現併購後平均報酬有逐年遞減的現象，到第四年平均報酬更達負 20%。

Raj and Forsyth (2002)以 1994 年至 1998 年間英國發生的併購案為研究期間，其中包含相關併購及非相關併購，以併購宣告後 3 年的長期股票報酬為績效衡量指標，研究結果顯示在併購後 3 年，相關併購及非相關併購皆產生負的累積異常報酬。

Ramaswamy and Waagelein (2003)研究 162 家主併公司過去五年的財務績效表現顯示，企業在併購後的財務績效並不會有明顯的增加。

Moeller, Schlingemann, and Stulz (2005)的研究發現，在 1998 年到 2001 年間，美國的併購公司在宣佈合併後三天的市價損失總和高達 2 千 4 百億美元。其他研究也顯示，合併後主併公司無論是在盈餘或是股價的表現，都不如併購之前好，23%的公司會將併購的目標公司認賠轉售。

表 2-3 主併公司併購長期績效之實證研究

學者	研究樣本	研究內容與結果
Mckinsey (1987)	美國財星200大製造業、英國金融時報150大英國製造業共116件併購案。	研究企業併購後三內年的成效，以併購宣告日三年內是否收回投入之資本，或淨現金流入量是否高於併購之價金為標準，結果研究發現併購失敗率高達 77%。
Porter (1987)	美國33家著名企業在1950至1986年間之3,788件重大併購案。	研究發現半數以上併購案都遭遇失敗。其中相關併購有 60%以上遭撤資命運，而非相關併購之撤資率更高達 74%。
Bradley et al. (1988)	1963年到1984年間239家併購樣本。	研究發現，併購綜效報酬約為7.4%;主併公司報酬呈現逐年遞減之現象，且會因存在其他的競價對手而減少。
Flower and Schmidt (1989)	975年到1979年間49件進行併購的製造業為研究樣本。	採用普通股報酬率以及股東總報酬率作為績效衡量變數，作為併購後的績效分析。研究結果顯示，併購後公司的經營績效並無改善，反而有衰退的現象。
商業週刊與瑪瑟顧問公司(Mercer, 1995/1997)	分別抽取150件與215件併購案件來進行兩次實證的研究。	發現併購失敗率各高達50%與48%，並在1995年針對過去30年合併與併購案的研究中發現僅17%案件之股東獲利豐碩，33%案件之股東獲利微薄，而20%案件之股東報酬受損，30%股東報酬損失嚴重，半數以上併購案件以股東價值衡量均屬失敗。
Mueller (1995)	1925年至1990年間之併購案件。	研究發現將近一半以上之併購案，其績效並未達到預期效果。
Sirower (1997)	研究90年代的168件併購事件。	研究發現1994年到1997年期間，主併公司的股價在併購宣告後的一年當中，比S&P 500的平均股價要低8.6%，有60家主併者的股價落後市場表現，甚至有32家的股價不升反跌。其平均報酬有逐年遞減的現象，到第四年平均報酬更達負20%。
Raj and Forsyth (2002)	1994年至1998年間英國發生的併購案為研究期間。	以併購宣告後3年的長期股票報酬為績效衡量指標，探討長期績效的差異。研究結果顯示在併購後3年，相關併購、非相關併購皆產生負的累積異常報酬。
Ramaswamy and Waagelein (2003)	研究162家併購公司。	研究過去五年的財務績效表現顯示，企業在併購後財務績效並不會有明顯的增加。
Moeller et al. (2005)	1998年到2001年美國併購市場。	研究發現美國的併購公司在宣佈合併後三天的市價損失總和高達2千4百億美元。