

台灣企業併購綜效及績效之實證研究

林嬋娟
國立台灣大學
吳安妮*
國立政治大學

1. 導論

近年來，由於台幣大幅升值、高科技製造技術的推陳出新及全球經濟之自由化，促使總體經濟環境產生鉅幅變化。台灣之中小企業遽然面臨如此挑戰，似有無所適從之感。於是，許多專家學者紛紛建議企業採取併購策略，因其既可取得生產技術、擴展行銷通路，又可加速企業成長、趕搭股票上市列車，可謂一舉數得。隨即，大眾傳播媒體的競相報導，不但引起社會逐漸重視併購之現象，更促使台灣的研究者針對此課題進行分析與探討。

有關企業併購活動的研究中，最重要的課題之一，乃併購後之綜效及績效情況。以往台灣對併購綜效及績效之研究文獻，絕大部分以問卷及個案分析方式為主。由於問卷研究常受到受訪者主觀認定的影響，不易有客觀的研究結果，而個案研究也因無法蒐集較大的研究樣本作爲分析對象，無法真正了解國內企業併購活動之情況。本研究改採以財務報表等次級資料之蒐集爲主，測試台灣企業併購後之綜效及績效情況。又

*作者特別感謝國科會對本研究之支持與贊助。同時感激簡安泰主任、黃政民先生、陳惠玲小姐對本研究資料所提供之幫助。又研究助理林妙姿、趙蔚慈、俞麗官、周梅珠，政大會研所研究生李伶珠、陳志光、張淑娟、許秀賓、劉俊儒、湯鐵漢等對資料蒐集整理皆有極大貢獻，感謝他們的心力及付出。對於二位評審人員所提供之寶貴意見，作者並致謝忱。當然，作者對本文之任何錯誤負擔所有之責任。

鑑於過去的研究只針對上市公司做分析，對非上市公司的併購情況少有了了解，本研究將併購案例之主併公司區分成上市公司與非上市公司兩種類型，探討其併購綜效及績效產生情況，是否因主併公司屬上市或非上市，而有所不同。簡言之，本研究主題係以營運綜效及績效、財務綜效、及市場綜效等有關之理論為骨幹，從事台灣併購後之綜效及績效方面之實證研究。本研究之結果發現，上市主併公司併購後產生營運綜效與績效，而非上市主併公司之市場綜效較明顯。

2. 理論基礎及文獻

一般而言，有關合併後綜效及績效之理論依據，包括三方面：(1) 營運綜效及績效，(2) 財務綜效，及(3) 市場綜效。以下將討論與這三種綜效有關之理論及國內外之實證研究，最後並說明本文如何延伸以前之研究。

2.1 營運綜效 (Operational Synergy)

營運綜效可透過併購之規模經濟、交易成本經濟，與差異效率來達成。規模經濟利益的產生乃企業經由合併而使其達到最佳生產規模，降低生產成本，增強對外競爭能力。交易成本經濟及差異效率之利益主要是因為併購可提高組織效率，及企業有效組合的結果，使資源可以得到最佳的分配。

有關實證研究方面，Kitching [1967] 對於1960至1965年間22家進行併購活動後二年以上的企業，從事成功併購案例者之併購綜效研究。他以財務、行銷、技術及生產作為綜效之衡量變數。實證研究結果發現，以生產設備之結合最難達到營運上之綜效。Fowler和Schmidt [1989] 針對1975至1979年間進行併購之42家製造業者探討其營運綜效。他們採用兩種衡量營運績效之變數：普通股報酬率（淨利／平均普通股權益）和股東總報酬率（（每股股息＋每股年平均價格之變動）／前一年平均股價）。實證結果發現，在這兩種衡量方法下，併購後公司的營運績效

均未改善，反而有顯著之負綜效產生。又最近，Healy et al. [1990]以營業而來之現金流量取代淨利來評估公司併購後之經營績效。他們認為，以現金流量為基礎之衡量可避免會計方法（購買法或權益結合法）或財務決策對所報導盈餘造成的扭曲。他們以1979-83年間從事併購之50家公司做研究，分析併購前五年及併購後五年之績效，結果發現併購後產生顯著的營運綜效。

2.2 財務綜效 (Financial Synergy)

財務綜效主要係由「分散風險」與「降低資金成本」二者所組成，茲分述如下：

A. 分散風險方面：

Silhan 和 Thomas [1986]指出複合式併購使企業部門數目增加後，將有助於報酬與風險績效之改善。Seth [1990]亦有類似論點，認為複合式之併購可促進公司現金流量之平穩，減少報酬的變異性，進而降低公司之經營風險。

B. 降低資金成本方面：

此論點最早由Lewellen [1971]所提出，他主張二家公司合併後，由於債務相互保險 (coinsurance) 之效果，將使債券違約風險降低。因此，合併後之公司可以獲得較合併前個別公司為低的借款利率。另一方面，負債之違約風險下降，債權人也願意提供更多之融資，使合併後公司負債能量大於併購前雙方廠商負債能量之和。當公司負債能量擴大，其利息可抵免所得稅之幅度亦加大，從而廠商股票價值提高，股東財富隨之增加。

有關實證研究方面，Kim和McConnell [1977]以1960至1973年間39家複合併購公司與未併購之公司進行配對，以總負債比率來衡量併購公司使用財務槓桿情形。結果發現，併購公司在併購後有大量舉債，亦即有使用財務槓桿之情況。

又Beattie[1980]探討複合式併購之多角化經營，是否會提高公司的獲利能力，減少公司之經營風險。他以1948至1972年間10家複合式併購

案例為研究對象，並以併購公司非系統風險之減少程度與超額報酬（超過系統風險報酬之部分）之增加程度，來衡量複合式併購對公司之經營風險與報酬的影響。研究結果發現，公司的經營報酬並未有增加的情況，但經營風險卻有明顯減少。此篇研究驗證了企業可以藉著複合式併購之多角化策略來減少其經營風險之論點。

2.3 市場綜效 (Market Synergy)

Singh 和 Montgomery [1987] 認為併購後可提高市場占有量，甚至獨占市場。在此情況下，股東財富增加是源於企業藉著併購來擴大市場占有力量、削弱市場競爭，俾控制商品的價格與數量。因此，股東財富所增加的部分即為消費者財富減少的一部分。

有關實證研究方面，Stillman [1983] 主要探討水平併購是否因具有市場壟斷力量，而可抬高市場上之產品價格，導致社會經濟資源無效率化 (Socially Inefficient)。Stillman 認為，如果水平併購有壟斷利潤，則併購公司受到反托拉斯條例的處分時，對競爭廠商而言是一項利多消息，必吸引投資人注意而使併購公司之股票有異常報酬產生。他蒐集 1964 至 1972 年間 11 家水平併購型態企業之市場上競爭對手的資料。研究結果發現，有九家競爭廠商並無產生異常報酬之現象，顯示水平併購並未有市場壟斷力量產生，亦即水平併購並未產生市場綜效利得。

Eckbo [1983] 之研究與 Stillman 的結果相類似。他認為水平併購可增加勾結協議的機會，而使股東能獲得超額報酬。他衡量併購公司併購日與反托拉斯控告日前後是否有股票異常報酬的現象。研究結果並未發現，在二個日期（即併購日與反托拉斯控告日）前後有異常報酬之情況。

又 Muller [1985] 以被併購公司在併購前後市場佔有率變動情形來探討市場綜效的利益。研究結果發現，相對於控制組（未參與併購之同業公司），複合式與水平式的被併購公司，在併購後其市場佔有率並未增加，反有減少之現象。

綜觀上述研究可知，國外的實證結果，大部分未支持併購之綜效與績效理論，下面介紹國內有關併購之實證研究。

2.4 國內有關併購綜效與績效之實證研究

國內有關併購綜效與績效的研究，大部份缺乏併購綜效與績效之理論基礎，而研究方法主要為問卷調查。茲將此方面之有關研究，彙總如下：

a. 陳希沼 [民國70年]

陳希沼主要探討我國企業業主對併購之認知。他選擇170家企業進行問卷調查。在研究中，作者把併購後的利益分成：迅速擴充規模、產品多角化、生產綜效性、財務綜效性、行銷綜效性及政府獎勵方面，讓受訪者依照可能發生順序填寫。研究結果發現，業主認為併購後所產生的利益順序前三位分別是行銷綜效、生產綜效、及財務綜效。

b. 吳雅章 [民國71年]

吳雅章對合併公司績效之研究分為問卷調查與財務資料分析二類。在問卷調查方面，他以民國63年至69年經濟部核准之合併案例為調查對象（有效樣本32家）。在財務資料分析方面，他以12家上市公司為分析對象。其實證結果與問卷調查的結果類似，即合併後祇有銷貨額、總資產與自有資本成長率有顯著增加，其餘均無顯著差異。

c. 孫克難 [民國76年]

孫克難曾對20家有合併經驗的廠商，以問卷調查方式，分析其合併前後的經營績效。他以生產量、生產成本、市場佔有率、自有資金比例、稅前獲利率、產品種類、管理費用佔營業額的比例及研究發展費用佔營業額的比例，來衡量合併前後的營運績效。實證結果發現，合併祇使得生產量顯著增加，其餘的績效指標皆未有顯著改變的現象。

d. 方螢基 [民國79年]

方螢基曾對14家曾經參與合併之上市公司，以次級資料之分析方式探討合併績效之影響。他以財務結構、償債能力、經營能力、及獲利能

力四大方面之19項衡量變數來衡量合併公司在合併前後三年之績效表現情況。其研究結果發現：在財務結構方面，合併後負債比率減少；在償債能力方面，合併後速動資產增加，因此導致公司週轉不靈的機率大幅減少；在經營能力方面，存貨週轉率及固定資產週轉率均達非常顯著水準；在獲利能力方面，營業成本／營業收入比率達非常顯著水準。方氏之研究係以財務比率為衡量變數，但該19項數並未與併購綜效之理論基礎相結合，唯已突破傳統之問卷及個案研究方法。

綜觀上述實證研究可知，國內對併購前後綜效及績效之研究，大多以問卷調查方式，衡量合併公司之綜效及績效表現，而甚少以次級資料加以深入分析研究。為便於後續研究者，本文將美、中併購綜效及績效有關之實證研究彙總如表一。

2.5 研究之延伸

本研究根據併購綜效及績效之理論及現有之實證研究結果，延伸本研究之理論基礎。

有關營運綜效之分析，本研究擬以營業成本比率、資產與權益報酬率、及現金流量比率等作為併購營運綜效及績效之衡量變數。在財務綜效方面，本研究將探討國內之併購是否具有財務槓桿之效果，並擬以總負債比率之變化情況，作為財務槓桿之衡量變數。有關市場綜效之研究，國內實證大多以銷貨額作為市場綜效之衡量變數，而國外則以股東的異常報酬或市場佔有率為市場綜效之衡量變數。國外研究顯示未有明顯的市場綜效發生，但國內不論研究對象是上市公司或中小型企業，皆在銷貨額上有顯著增加之趨勢，亦即研究者認為有市場綜效發生。此種發現，主要因為購併公司在併購後之銷貨額為併購雙方之總銷貨額，所以其銷貨額當然會大於併購前之數。比較精確的衡量方法似應考慮公司的規模（例如總資產大小）後才比較。

依市場綜效理論，衡量此綜效之變數，應以市場佔有率來衡量較妥。蓋因根據市場佔有率之情況，將可評估企業在併購後對市場之影響程

表1 美、中併購綜效及績效有關之實證研究彙總表

理論或假說	研究者	資料蒐集年度	衡量變數	研究結論
營運綜效	Kitching [1967]	1960~1965	財務、行銷、 技術與生產	很難達到營運綜效
	Fowler and Schmidt [1989]	1975~1979	普通股報酬率 股東總報酬率	負的營運綜效
	Healy, et al. [1990]	1979~1983	稅前營業而來 之現金流量/ 資產市價	顯著的營運綜效
財務綜效	Kim and McConnell [1977]	1960~1973	債權人之報酬 率	債權人沒有異常報酬， 即未有「財富移轉」情 況
	Beattie [1980]	1948~1972	總負債比率	有大量舉債情況
			非系統風險	非系統風險有降低
股票報酬		公司的股票價值未有增 加		
市場綜效	Stillman [1983]	1964~1972	股票報酬	未有市場綜效表現
	Eckbo [1983]	1963~1978	股票報酬	未有市場綜效表現
	Muller [1985]	1950~1972	市場佔有率	市場佔有率未有明顯增 加
其他 (混合)	陳希沼 [民國70年]	1981	迅速擴充規模、 產品多角化、 生產綜效性、 財務綜效性、 行銷綜效性、 政府獎勵	行銷綜效、生產綜效及 財務綜效居前三位
	吳雅章 [民國71年]	1974~1980	銷貨變動、財 務結構、短期 償債能力與獲 利能力等四大 方面13個項目	問卷調查方面： 祇有銷貨額與總資產 有顯著增加 財務資料分析方面： 祇有銷貨、總資產與 自有資本成長率有顯 著增加
	孫克維 [民國76年]	1987	生產量、生產 成本、市場佔 有率、自有資 金比率、稅前 獲利率、產品 種類、管理費 用占營業額比 例、研發費用 占營業額比例	祇有生產量顯著增加
	方盛基 [民國79年]	國泰塑膠等14 家上市公司併 購案例	財務結構、償 債能力、獲利 能力、經營能 力等四大方面 19個項目	四大方面之衡量變數有 正向之變化，表示併購 對企業績效有良好的影 響

度及壟斷能力爲何，故本研究擬以市場佔有率之變化情況，來了解國內併購公司是否具有市場綜效情況。

3. 研究假說

根據前面併購綜效理論及實證研究之延伸，本研究建立下列假說：
營運綜效及績效方面：

假說 1：併購年度後之營業成本比率比併購年度前小。

假說 2：併購年度後之資產報酬率比併購年度前大。

假說 3：併購年度後之權益報酬率比併購年度前大。

假說 4：併購年度後之現金流量對總資產比率比併購年度前大。

假說 5：併購年度後之現金流量對總權益比率比併購年度前大。

假說 6：併購年度後之現金流量對總銷貨收入比率比併購年度前大。

財務綜效及財務槓桿：

假說 7：併購年度後之財務槓桿效果比併購年度前大。

市場綜效：

假說 8：併購年度後之市場佔有率比併購年度前大。

4. 變數衡量

4.1 營運綜效及績效 ($x_1, x_2, x_3, x_4, x_5, x_6$)

a. 營業成本比率 (x_1)

本研究以營業成本比率衡量併購公司產品之生產成本。

$$x_1 = \text{營業成本比率} = \frac{\text{營業成本}}{\text{營業收入}} \quad (1)$$

當併購年度後之營業成本比率愈小，表示營運綜效愈大。

b. 資產報酬率及權益報酬率 (x_2, x_3)

本研究以資產報酬率及權益報酬率作為營運績效之衡量變數。

$$x_2 = \text{資產報酬率} = \frac{\text{利息前稅前盈餘}}{\text{總資產}} \quad (2)$$

$$x_3 = \text{股東權益報酬率} = \frac{\text{稅前盈餘}}{\text{總權益}} \quad (3)$$

當併購後之資產報酬率及權益報酬率愈大，表示公司及股東因併購活動之獲利愈大，亦即營運績效愈大。

c. 各種現金流入量比率 (x_4, x_5, x_6)

本研究以下列三項現金流入量比率作為營運績效之衡量變數。

$$x_4 = \frac{\text{從營運而來之現金流入量}}{\text{總資產}} \quad (4)$$

$$x_5 = \frac{\text{從營運而來之現金流入量}}{\text{總權益}} \quad (5)$$

$$x_6 = \frac{\text{從營運而來之現金流入量}}{\text{總銷貨收入}} \quad (6)$$

當併購後上述三項現金流入量愈大，表示營運績效愈好。

4.2 財務綜效及財務槓桿 (x_7)

本研究依照 Kim and McConnell [1977] 及 Amit and Livnat [1988] 的計算方式，來衡量併購公司的財務槓桿效果。

$$x_7 = \text{財務槓桿效果} = \frac{\text{長期負債}}{\text{總資產}} \quad (7)$$

4.3 市場綜效 (X_8)

本研究以併購公司在併購後的銷貨對資產總額比率及市場佔有率，來衡量併購公司有否市場綜效利得產生。

$$x_8 = \text{市場佔有率} = \frac{\text{併購公司營業收入}}{\text{產業的營業收入}} \quad (8)$$

當併購後之市場佔有率愈大，表示市場綜效愈大。

5. 抽樣程序與資料蒐集

由於台灣之資料蒐集不易，一般公司之財務資料皆以民國71年以後較為齊全，又因本研究擬蒐集併購前三年之資料，故以民國74年至77年間，經濟部工業局專案核准且符合下列取樣標準者為研究對象：

1. 併購之性質須是吸收合併，創設合併不列入研究：

本限制之主要目的在於確保併購公司在併購年度前後財務資料的完整性。

2. 併購案例是經核准且實際進行併購活動之公司：

本限制之目的在避免有些案例在核准後，因種種因素而未實際進行併購。

3. 併購公司必須採行曆年制，且具有併購年度前三年及併購年度後至少一年之資料者：

本限制之目的在確保資料的一致性與可比較性。

依上述取樣標準，本研究獲有63家併購案例，其中上市公司13家，非上市公司50家。而上市主併公司雖僅13家，唯差不多已屬74年至77年間之上市主併公司之母全體（母全體為15家）。有關上市主併公司（13家）之樣本資料列示如表2。財務資料之來源包括財政部證券管理委員會、經濟部統計處、臺灣證券交易所、證券發展基金會、及臺灣經濟新報社資料庫所提供之資料。

表2 上市主併公司（13家）基本資料表

主 併 公 司	被 併 公 司	產 業 別	合 併 年 度
達永企業股份	經永企業股份	紡織纖維	7 4
台灣玻璃工業股份	台福玻璃工業股份	玻璃陶瓷	7 4
誠州股份	誠昌企業股份	電子資訊	7 4
光男企業股份	羅氏實業股份	其他	7 5
愛之味股份	愛心屋股份	食品工業	7 5
凱聚股份	國華陶瓷股份	玻璃陶瓷	7 6
大亞電線	大恒電線電纜股份	電氣電纜	7 6
南亞塑膠股份	台灣可塑劑股份	塑膠工業	7 6
泰山企業股份	永裕食品股份	食品工業	7 6
台灣光寶電子股份	台灣電熱計器股份	電子資訊	7 6
國泰化工股份	日圭電子工業股份	化學工業	7 6
春源鋼鐵工業股份	正興鋼鐵股份	鋼鐵工業	7 7
永豐餘造紙股份	永豐原造紙股份	造紙工業	7 7

6. 實證研究結果

本研究以併購後第一年、第二年、及第三年之綜效與績效衡量分別減去併購前三年之平均數，再檢定其差異是否顯著。較嚴謹的方法應該是要考慮經濟和行業之因素。亦即，綜效或績效的產生可能因為非併購因素造成。由於資料之限制，本研究無法獲得大部分變數之同業平均；又因對有同業平均之變數做調整，重新計算後所得結果和調整前類似，因而本文僅報導同業平均調整前之綜效。下面的實證結果將分上市公司與非上市公司個別討論。礙於上市公司的有效樣本不夠大，本文將不對兩組的綜效及績效差異從事檢定。

6.1 上市公司部分

1. 常態分配檢定：

由於主併上市公司之樣本較少，所以本研究先對各項併購綜效及績效之衡量變數，進行常態分配檢定，以決定應使用何種統計檢定方法。本研究以SAS統計套裝軟體中W檢定統計量（W Test Statistic），來檢定各併購綜效及績效衡量變數之併購前三年平均數及併購後三年每年之數值，是否符合常態分配。我們發現，除了 x_2 （資產報酬率併購後第一年、第二年及第三年）及 x_3 （股東權益報酬率併購後第一年、第二年及第三年），呈現近似常態分配外，其餘各衡量變數在併購前後皆為非常態分配。故除了 x_2 及 x_3 外，其餘各項併購綜效及績效衡量變數之差異檢定，均採用無母數統計方法之Wilcoxon Signed Rank Test來檢定其差異是否顯著。

由於 x_2 及 x_3 二變數皆在併購後才呈現近似常態分配，與併購前之非常態分配不一致，故本研究再以 x_2 及 x_3 之併購後第一、第二、及第三年與併購前三年之平均數相減，以其差異進行常態分配檢定。檢定結果顯示，資產報酬率（ x_2 ）除了併購後第三年與併購前三年平均數之差異，及股東權益報酬率（ x_3 ）除了併購後第二年及第三年與併購前三年之平均數之差異，呈現常態分配外，其餘皆呈現非常態分配。因此，除上述二項以t來檢定外，其餘項目皆以無母數統計方法之Wilcoxon Signed Rank Test，檢定其差異是否顯著。

2.併購綜效及績效檢定：

1. 併購後第一年與併購前三年平均數之差異表現：

如表3所示， x_7 （財務槓桿效果）在95%之信賴區間下，具有顯著性。但其平均值為負數，與本文之研究假說7相反，故無法拒絕虛無假設。而在90%之信賴區間下， x_1 （營業成本比率）具有顯著性，其平均值為負數，與本文之研究假說相同。總之，上市公司在併購後第一年僅具有營運綜效之效果。

2. 併購後第二年與併購前三年平均數之差異表現：

表3 上市公司併購後第一年與併購前三年平均數之差異表

變數#	平均數	標準差	$Prob > S$ 或 $Prob < -S$	有效 樣本
x_1	-0.029850	0.086253	0.08720*	11
x_2	-0.026790	10.643180	0.50000	11
x_3	2.431045	18.910240	0.21885	11
x_4	3.462000	6.752000	0.20000	13
x_5	1.345000	42.558000	0.44920	13
x_6	1.550000	50.660000	0.21300	13
x_7	-0.508100	0.095000	0.02885**	13
x_8	-0.003260	0.017907	0.20190	11

- # x_1 : 營業成本比率
 x_2 : 資產報酬率
 x_3 : 股東權益報酬率
 x_4 : 現金流量/總資產
 x_5 : 現金流量/總權益
 x_6 : 現金流量/總銷貨收入
 x_7 : 財務槓桿效果
 x_8 : 市場占有率

** 顯著水準0.05以下，拒絕虛無假設。

* 顯著水準0.10以下，拒絕虛無假設。

表4 上市公司併購後第二年與併購前三平均數之差異表

變數 #	平均數	標準差	$Prob > S$ 或 $Prob < -S$	有效 樣本
x_1	-0.026500	0.095613	0.14210	10
x_2	1.709373	8.766589	0.27630	10
x_4	3.730000	14.564000	0.20780	10
x_5	2.830000	23.060000	0.25600	11
x_6	2.931000	18.828000	0.16980	10
x_7	-0.075870	0.132900	0.16980	13
x_8	-0.005240	0.022916	0.21320	11

變數 #	平均數	標準差	$Prob > T$ 或 $Prob < -T$	有效 樣本
x_3	6.627080	14.88110	0.0963*	11

- # x_1 : 營業成本比率
 x_2 : 資產報酬率
 x_3 : 股東權益報酬率
 x_4 : 現金流量 / 總資產
 x_5 : 現金流量 / 總權益
 x_6 : 現金流量 / 總銷貨收入
 x_7 : 財務槓桿效果
 x_8 : 市場占有率

* 顯著水準 0.10 以下，拒絕虛無假設。

表5 上市公司併購後第三年與併購前三年平均數之差異表

變數#	平均數	標準差	$Prob > S$ 或 $Prob < -S$	有效 樣本
x_1	- 0.035030	0.113424	0.1479	9
x_4	- 0.920000	14.731000	0.4422	9
x_5	- 0.502000	7.350000	0.5000	8
x_6	- 7.562000	21.344000	0.2126	8
x_7	- 0.101940	0.164672	0.0520*	9
x_8	0.000194	0.020910	0.0977*	8

變數#	平均數	標準差	$Prob > T$ 或 $Prob < -T$	有效 樣本
x_2	-1.889280	7.247058	0.31905	10
x_3	2.609808	12.076360	0.35410	10

- # x_1 : 營業成本比率
 x_2 : 資產報酬率
 x_3 : 股東權益報酬率
 x_4 : 現金流量/總資產
 x_5 : 現金流量/總權益
 x_6 : 現金流量/總銷貨收入
 x_7 : 財務槓桿效果
 x_8 : 市場占有率

* 顯著水準0.10以下，拒絕虛無假設。

如表 4 所示，只有 x_3 （股東權益報酬率）在 90% 信賴區間下，具有顯著性。這說明上市公司在併購後第二年只達到營運績效（股東權益報酬率提高）之效果。

3. 併購後第三年與併購前三年平均數之差異表現：

如表 5 所示， X_7 （財務槓桿效果）及 X_8 （市場占有率），在 90% 信賴區間下，具有顯著性。但 X_7 之平均數為負值與本文之研究假說相反，無法拒絕虛無假設。簡言之，上市公司在併購後第三年可達到增加市場綜效之效果。

6.2 非上市公司部分

1. 常態分配檢定：

有關非上市公司之資料，除因 x_4 （現金流量／總資產）、 x_5 （現金流量／總權益）及 x_6 （現金流量／總銷貨收入）之資料無法蒐集外，其餘變數與上市公司相同，均以 w 檢定統計量，來檢定併購前三年平均數及併購後三年每年之數值是否符合常態分配。檢定結果發現，所有變數，不論為併購前三年平均數或併購後三年每年之數值，皆非常態分配。

2. 併購綜效及績效檢定：

1. 併購後第一年與併購前三年平均數之差異表現：

如表 6 所示， x_2 （資產報酬率）及 x_8 （市場占有率）在 95% 之信賴區間下，具有顯著性。惟 x_2 之平均數為負值，與本文之研究假說相反，故無法拒絕虛無假設。亦即在 95% 信賴區間下，非上市公司在併購後第一年僅具有提高市場占有率之效果。又在 90% 信賴區間下，僅 x_1 （營業成本比率）具有顯著性。惟 x_1 之平均值與本文之研究假說相反，故無法拒絕虛無假設。

2. 併購後第二年與併購前三年平均數之差異表現：

如表 7 所示， x_2 （資產報酬率）、 x_3 （股東權益報酬率）及 x_8 （市場占有率）在 95% 之信賴區間下，具有顯著性。其中 x_2 經 S 檢定結果因與假說符號相反，故無法拒絕虛無假設，而 x_3 （股東權益報酬率）及 x_8 （市場占有率）在 S 檢定下，拒絕虛無假設。總之，在 95% 之信賴區間下，非上市公司在併購後第二年具有提高股東權益報酬率與市場占有率之效果。

3. 併購後第三年與併購前三年平均數之差異表現：

如表 8 所示， x_2 （資產報酬率）及 x_8 （市場占有率）在 95% 之信賴區間下，具有顯著性。惟 x_2 經 S 值檢定結果，因與假說之符號相反，故無法拒絕虛無假設。惟 x_8 （市場占有率）在 S 檢定下，拒絕虛無假設，亦即在 95% 信賴區間下，非上市公司在併購後第三年具有提高市場占有率之效果。又在 90% 信賴區間下， x_3 （股東權益報酬率）具有顯著性，亦即在 90% 信賴區間下，非上市主併公司在併購後第三年具有提高股東權益報酬率之效果。

7. 結論

本研究結果彙總於表 9（上市主併公司之併購綜效及績效）及表 10（非上市主併公司之併購綜效及績效）。

依表 9 所示，上市主併公司併購後並未有非常顯著之綜效及績效產生。併購後第一年及第二年顯示弱的營運綜效與績效，市場綜效則於第三年後才出現。

又依照表 10 所示：

1. 在 95% 信賴區間下：

併購後第一年，非上市併購公司的市場占有率顯著提高，併購後第二年之市場占有率及股東權益報酬率也顯著增加。又併購後第三年，非上市併購公司之市場占有率亦顯著增加，可見具有提高市場占有率之效果。

表6 非上市公司併購後第一年與併購前三年平均數之差異表

變數 #	平均數	標準差	$Prob > S$ 或 $Prob < -S$	有效 樣本
x_1	0.022882	6.122795	0.05450*	46
x_2	-1.757810	5.928411	0.02395**	47
x_3	0.126747	1.432000	0.17010	47
x_7	0.192233	2.046644	0.23465	24
x_8	0.000973	0.003313	0.02580**	43

x_1 : 營業成本比率

x_2 : 資產報酬率

x_3 : 股東權益報酬率

x_7 : 財務槓桿效果

x_8 : 市場占有率

** 顯著水準0.05以下，拒絕虛無假設。

* 顯著水準0.10以下，拒絕虛無假設。

2. 在90%信賴區間下：

併購後第三年之股東權益報酬率顯著增加，證實具有提高股東報酬之效果。

本研究發現，主併上市公司在併購後三年內較具營運綜效及績效之效果，而主併非上市公司則在併購後較具有達到市場綜效之效果。財務槓桿之效益在這兩個樣本表均未顯示出來。因主併上市公司之樣本較少，故本研究未對上市及非上市公司從事綜效情況之比較分析，且無法對不同併購方式（水平、垂直、混合併購方式）使用統計檢定進行綜效比較分析。

本研究突破傳統以問卷及個案分析之研究方法，根據各種綜效理論，對74年至77年間從事併購之公司加以測試。因上市主併公司樣本僅13家（但已近似母體），本研究為考慮小樣本之限制，事先對各變數檢定其是否具有常態分配性，進而從事差異性之分析。

表7 非上市公司併購後第二年與併購前三年平均數之差異表

變數 #	平均數	標準差	$Prob > S$ 或 $Prob < -S$	有效 樣本
x_1	-0.008170	0.052065	0.13060	43
x_2	-4.039330	8.390891	0.00385**	40
x_3	0.288500	1.235500	0.01850**	40
x_7	0.192233	2.046644	0.23465	24
x_8	0.001829	0.004385	0.00280**	39

x_1 : 營業成本比率

x_2 : 資產報酬率

x_3 : 股東權益報酬率

x_7 : 財務槓桿效果

x_8 : 市場占有率

** 顯著水準 0.05 以下，拒絕虛無假設。

比較本研究 and 國外之實證結果（參閱表 1）發現有些相異之處，以股東報酬率來衡量營運綜效時，Fowler 和 Schmidt [1989] 得到負的營運綜效。本文則獲致正的顯著效益。以現金流量為衡量基礎時，Healy et al. [1990] 發現主併公司有顯著之營運績效。本研究僅顯示正的但非顯著之效益。

財務綜效在本研究均不顯著，Kim 和 McConnell [1977] 則發現併購後有大量舉債之現象。市場綜效方面，國外研究未發現市場占有率有增加之情況。本文發現非上市主併公司併購之後具有顯著之市場綜效。

國外不少研究以股票報酬來衡量併購之綜效，囿於資料之限制，本研究僅以財務資料為衡量基礎，未來俟資料齊全後，學者可嘗試以股票報酬來檢定併購效益。

表8 非上市公司併購後第三年與併購前三年平均數之差異表

變數 #	平均數	標準差	$Prob > S$ 或 $Prob < -S$	有效 樣本
x_1	0.004289	0.046633	0.32870	34
x_2	-2.942760	5.689208	0.00165**	33
x_3	0.263752	1.328829	0.06430*	33
x_7	-0.132950	0.506604	0.50000	9
x_8	0.002435	0.005253	0.00290**	32

x_1 : 營業成本比率

x_2 : 資產報酬率

x_3 : 股東權益報酬率

x_7 : 財務槓桿效果

x_8 : 市場占有率

** 顯著水準0.05以下，拒絕虛無假設。

* 顯著水準0.10以下，拒絕虛無假設。

表9 各信賴區間下上市併購公司之併購綜效及績效彙總表

信賴區間**	併購後年度	綜效及績效衡量變數	綜效及績效利益
90%	第一年	營業成本比率	營運綜效
	第二年	股東權益報酬率	提高股東報酬
	第三年	市場占有率	市場綜效

** 95%信賴區間下各變數皆不顯著

表10 各信賴區間下非上市併購公司之併購綜效及績效彙總表

信賴區間	併購後年度	綜效及績效衡量變數	綜效及績效利益
95%	第一年	市場占有率	市場綜效
	第二年	市場占有率	市場綜效
		股東權益報酬率	提高股東報酬
第三年	市場占有率	市場綜效	
90%	第三年	股東權益報酬率	提高股東報酬

參 考 文 獻

一、中文部分

方螢基，「企業合併策略對營運及績效影響之研究」，國立中山大學企業管理研究所未出版碩士論文，民國79年。

吳雅章，「營利事業合併經營之財務管理研究」，國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論文，民國71年。

孫克難，「企業合併獎勵措施的成效調查與分析（上）」，企銀季刊第十二卷第四期，民國78年：28-42頁。

———，「企業合併獎勵措施的成效調查與分析（下）」，企銀季刊第十三卷第一期，民國78年：56-62頁。

陳希沼，「臺灣地區企業合併策略之研究」，環球經濟社，民國70年5月。

二、英文部分

Amit, R. and J. Livnat. 1988. Diversification Strategies, Business Cycles and Economic Performance. *Strategic Management Journal* 9: 99-110.

- Beattie, D. L. 1980. Conglomerate Diversification and Performance : A Survey and Time Series Analysis. *Applied Economics* 12: 251-273.
- Eckbo, B. E. 1983. Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth. *Journal of Financial Economics* 11: 241-273.
- Fowler, K. L. and D. Schmidt. 1989. Determinants of Tender Offer Post-Acquisition Financial Performance. *Strategic Management Journal*: 339-350.
- Healy, P., K. Palepu, and R. Ruback. 1990. Does Corporate Performance Improve after Mergers ? Working Paper, Harvard Business School and MIT.
- Kim, E. and J. McConnell, 1977. Corporate Mergers and the Co-Insurance of Corporate Debt. *Journal of Finance* (May): 349-365.
- Kitching, J. 1967. Why Do Mergers Miscarry ? *Harvard Business Review*. (November/December): 84-101.
- Lewellen, W. G. 1971. A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger. *Journal of Finance* (May):521-537.
- Muller, D. C. 1985. Mergers and Market Share. *The Review of Economics and Statistics* 67 (May): 259-267.
- Seth, A. 1990. Value Creation in Acquisitions: A Reexamination of Performance Issues. *Strategic Management Journal* 11: 99-115.
- Silhan, P. and H. Thomas. 1986. Using Simulated Mergers to Evaluate Corporate Diversification Strategies. *Strategic Management Journal* 7: 523-534.

Singh, H., and C. A. Montgomery. 1987. Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance. *Strategic Management Journal* 8: 377-386.

Stillman, R. 1983. Examining Antitrust Policy Towards Horizontal Mergers. *Journal of Financial Economics* 11: 225- 240.