

國立臺灣大學管理學院會計學研究所



碩士論文

Graduate Institute of Accounting

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis

商譽會計處理方法與併購宣告

對股價累積異常報酬影響之關聯性

The Relationship of Merger Declaration and
The Accounting Approaches of Goodwill

陳赫榮

Chen, He-Rong

指導教授：曾智揚 博士

Advisor: Tseng Chih-Yang, Ph.D.

中華民國 104 年 1 月

January, 2015

國立臺灣大學碩士學位論文
口試委員會審定書

商譽會計處理方法與併購宣告對股價累積
異常報酬影響之關聯性

The relationship of merger declaration and the
accounting approaches of goodwill

本論文係陳赫榮君（R01722036）在國立臺灣大學會計學
系、所完成之碩士學位論文，於民國 104 年 1 月 9 日承下列考試
委員審查通過及口試及格，特此證明

口試委員：

曾智揚

（簽名）

（指導教授）

高偉娟

戴怡慧

系主任、所長

劉淑萍

（簽名）

（是否須簽章依各院系所規定）

謝 辭



這篇論文得以完成，首先要感謝我的指導教授——曾志揚博士。我是個很混的學生，硬是多拖了一個學期才寫完論文、通過口試，感謝您的不嫌棄，並在論文撰寫過程中不斷給予建議及引導，在回答口試委員的問題時，更幫了手忙腳亂的我好大一把。

其次是我的雙親，人生活了二十五年半，雖然從口裡說出來的次數不多，但我確實時時刻刻的感激您們。您們給我的支援、陪伴以及無條件的愛，都是支撐我走到這一步的養分。雖然針對專業，您們什麼忙也幫不上，很多時候的嘮叨也讓我不可堪其擾，但我依然衷心感謝您們心中為子女永遠留下的那份擔憂，並期許自己有朝一日能用雙手開闢一片天地，與您們共享我人生中的美景。

感謝民國 100 年至 101 年，時任陸軍北高地區指揮部步兵營營長的蘇芳世中校及其營部部屬，沒有你們的支持與生活上給予的諸多協助，我不可能在軍旅生涯中將會計知識精益求精，並於再戰研究所招生考試時一雪前一年台大會研備取第三、只差兩分即獲錄取的恥辱；感謝台大會研 R01 的每一位同學，是你們豐富了我兩年碩士班的生活，我們分享聚餐、唱歌、出遊時的歡笑，也分享期中期末的緊張、筆記還有考古題，好希望二三十年後、大家都成為這個時代劇的主角，還能像現在一樣偶爾約出來吃吃喝喝、說說笑笑；感謝安永聯合會計師事務所的蕭翠慧會計師及其組員，您們給我這半年的時間與空間，也是這篇論文付梓的重要推力。尤其感謝李睿哲主任及同事李中凱，在江蘇兩個禮拜的時光有勞兩位照顧了。

最後，感謝全程陪伴著我在這個人生課題上掙扎的女朋友，謝辭快要沒版面了，剩下的我用說的就好。

最後的最後，那些想謝、卻不能謝的人們，就讓我在心底鞠躬吧！

摘要



商業上的法令或政策變更事件往往會使企業的經營成本改變，進而影響其資產、負債的衡量與獲利報導，我國財務會計準則公報第三十五號—資產減損之會計處理準則的發布對企業財務報表上的資產衡量、特別是商譽會計處理方法的變更即是一例。根據理性預期理論，市場上的投資人在接收到此類產業環境變動的資訊後，會對預期將發生的狀況作出反應、產生對個股新的合理評價，導致股價在事件發生的前後出現累積異常報酬。另外，依據併購理論，併購事件的宣告將使投資人藉由雙方公司不論是質化或是量化的財務指標，對併購行為以及預期的結果作出理性評價，而投資人對併購事件的反應亦同樣會反映在股價的累積異常報酬上。

本研究之目的在結合並延伸國內外對於併購宣告以及資產減損相關會計準則規範的改變對股價累積異常報酬影響之研究，參考併購理論中的綜效假說、傲慢假說，以及過往學者對於資產減損規定改變將改善財務報表品質的預期，利用事件研究法探討我國會計準則公報第三十五號的發布對於併購事件宣告後所產生之累積異常報酬的影響，並觀察併購事件中雙方公司的財務指標是否因三十五號公報的發布而改變其對投資人在評價併購事件的參考價值。

本研究使用國內的上市主併公司於 2000 年初至 2013 年底宣告之 81 項併購事件作為樣本，實證結果顯示，三十五號公報的發布使主併公司的總資產與淨利在併購事件宣告當日以及前後一日對投資人評價的參考價值提高，而同樣觀察期中，主併公司佔商譽總資產比例之參考價值則降低。

關鍵字：三十五號公報、商譽、併購、累積異常報酬、事件研究法

Abstract



The purpose of this study is to extend the current research of the cumulative abnormal return caused by the announcement of M&A event. We observed the effect by event study method with comprehension of Hypotheses in M&A Theory. Based on researches of the relationship between policies releasing and cumulative abnormal return, we analyzed how investors reacted in M&A declaration if the financial indices quality of merging companies are changed by R.O.C. GAAP No. 35 releasing.

The measurement of an enterprise's asset, liability, and profit ability would be affected when change in industrial environment occurs, such as the releasing of new business laws or policies. Based on the Rational Expectations Theory, investors would make stock reevaluations as a response of receiving the information of environmental changing, as a result, cumulative abnormal return will be captured before and after the changing event happens. Besides, according to the Theory of Mergers & Acquisition, the announcement of M&A event would also make investors generate another reasonable stock price based on the expectation of event consequences.

I used 81 listed companies involved in the merging events during 2000 to 2013 as the samples. The result of the study showed that the releasing of R.O.C. GAAP No. 35 would increase the referring value of the acquirer's total asset and net income during the day before and after the announcement of merging events. In addition, the released GAAP would decrease the referring value of the acquirer's goodwill-to-assets ratio.

Key words: R.O.C. GAAP No. 35, Goodwill, M&A, CAR, Event study

目 次



論文口試委員審定書	I
-----------------	---

謝 辭	II
-----------	----

摘 要	III
-----------	-----

Abstract	IV
----------------	----

第一章 緒論	- 1 -
--------------	-------

第一節 研究背景	- 1 -
----------------	-------

第二節 研究動機與目的	- 6 -
-------------------	-------

第三節 研究架構	- 9 -
----------------	-------

第二章 文獻探討	- 10 -
----------------	--------

第一節 效率市場假說	- 10 -
------------------	--------

第二節 併購宣告與異常報酬之關聯性	- 12 -
-------------------------	--------

第三節 法令變動對股價異常報酬的影響	- 16 -
--------------------------	--------

第四節 35 號會計準則公報之內容及實施	- 19 -
----------------------------	--------

第五節 35 號公報及宣告資產減損對股價異常報酬的影響	- 23 -
-----------------------------------	--------

第三章 研究方法	- 26 -
----------------	--------

第一節 研究議題之建立	- 26 -
-------------------	--------

第二節 研究設計	- 30 -
----------------	--------

第三節	樣本選擇與資料來源	- 42 -
第四章	實證結果與分析	- 44 -
第一節	樣本結構	- 44 -
第二節	敘述性統計及相關性分析	- 47 -
第三節	併購事件宣告及 35 號公報發布 對主併公司股價累積異常報酬影響之假說檢定	- 50 -
第四節	併購事件宣告產生之股價累計異常報酬原因分析	- 55 -
第五節	35 號公報的發布提升財務指標資訊內涵之觀察	- 59 -
第五章	敏感性測試	- 62 -
第一節	主被併公司產業相同與否 對併購事件宣告後產生股價累積異常報酬之影響	- 62 -
第二節	併購之性質對事件宣告後 產生股價累積異常報酬之影響	- 69 -
第三節	對綜效假說與傲慢假說的進一步探討	- 76 -
第四節	對高科技業併購事件宣告之觀察	- 80 -
第六章	結論、研究限制及建議	- 85 -
第一節	研究結論與主要貢獻	- 85 -
第二節	研究限制與建議	- 88 -
參考文獻	- 90 -



表 目 錄



表 1.1：歷年併購案件數量統計表（不分公司性質）	- 4 -
表 1.2：歷年併購案件支付金額統計表（不分公司性質）	- 5 -
表 3.1：迴歸模型使用之變數整理	- 41 -
表 4.1：樣本結構	- 45 -
表 4.2：敘述性統計分析	- 48 -
表 4.3：相關係數矩陣	- 49 -
表 4.4：Mean(CAR)之 T 檢定	- 52 -
表 4.5：35 號公報發布前與後 Mean(CAR)之 t 檢定	- 53 -
表 4.6：原型變數之迴歸結果	- 58 -
表 4.7：主要變數與 No35 交乘後之迴歸結果	- 61 -
表 5.1：區分產業相同性 Mean(CAR)之 t 檢定	- 65 -
表 5.2：區分產業相同與否後原型變數之迴歸結果	- 67 -
表 5.3：區分產業相同與否後主要變數與 No35 交乘之迴歸結果...	- 68 -

表 5.4：區分併購性質 Mean(CAR)之 t 檢定.....	- 72 -
-----------------------------------	--------

表 5.5：區分併購性質後原型變數之迴歸結果.....	- 74 -
-----------------------------	--------

表 5.6：區分併購性質後主要變數與 No35 交乘之迴歸結果.....	- 75 -
--------------------------------------	--------

表 5.7：增改觀察變數後原型變數之迴歸結果.....	- 78 -
-----------------------------	--------

表 5.8：增改觀察變數後主要變數與 No35 交乘之迴歸結果.....	- 79 -
--------------------------------------	--------

表 5.9：區分樣本是否為高科技業併購後主要變數與 No35 交乘之 迴歸結果.....	- 83 -
---	--------

表 5.10：加入員工紅利費用化之虛擬變數後主要變數與 No35 交 乘之迴歸結果.....	- 84 -
---	--------






第一章 緒論

第一節 研究背景

財務報表是公司與利害關係人溝通其營運成果之重要工具，用濃縮的方式將公司一年的營運績效以及年度截止時之財務狀況盡可能精確的展示出來。而國際經濟與金融情勢瞬息萬變，為使財務報表能讓使用者做出有用的經濟決策以及避免企業為掩飾其經營不善所從事之財務報表修飾、甚至舞弊，財務報表的可靠性、攸關性、可了解性以及比較性等品質特性必須透過財務會計準則的不斷修正及更新，才能與時俱進、因地制宜，維持財務報表對使用者的資訊內涵及價值。

過去，歷史成本原則一直是維持財務報表可靠性的重要原則，但近代的財務與會計理論越來越重視財務報表反映企業真實價值的功能。因此財務會計準則的制定必須從過去強調可靠性，轉變為注重攸關性，具體的作法即為將資產與負債的評價方式從成本法轉換為公允價值衡量。面對這樣的改革趨勢，首當其衝的便是長期資產（包含無形資產）在衡量、減損以及處分上的會計處理方法變更。

為了因應此項重要的革新，美國財務會計準則委員會（Financial Accounting Standard Board，簡稱 FASB）率先於 1995 年 3 月發佈了「SFAS No.121: Accounting for the Impairment of Long-Lived Assets and for Long-Lived Assets to Be Disposed of」，並於 2001 年 6 月因應 1999 年網路產業泡沫化之衝擊，重新思考無形資產評價的適當性之後，發佈了「SFAS No. 142: Goodwill and Other Intangible Assets」，此號公報對於商譽評價有重大規定的變更，商譽不再適用預計耐用年限之攤銷方式。同年



8 月，該委員會亦發佈了「SFAS No. 144: Accounting for the Impairment or Disposal of Long-Lived Assets」來取代前述第 121 號公報。另一方面，國際會計準則委員會（The International Accounting Standards Committee，簡稱 IASC）在 1998 年發佈對於資產關於資產減損之規範，後來由改組後的 The International Accounting Standards Board（IASB）於 2004 年修訂成為「International Accounting Standard 36，Impairment of Assets（IAS36）」，其中商譽亦是該次修正內容中的重要議題。

為了加速與國際會計思潮接軌，我國財務會計準則委員會參考了美國會計準則公報第 142 號、第 144 號，以及國際會計準則公報 36 號，於民國 93 年 7 月 1 日發佈財務會計準則公報第 35 號「資產減損之會計處理準則」（以下稱 35 號公報）。該公報實施範圍包括公司的固定資產、無形資產、閒置資產、依權益法認列之長期投資以及商譽等資產，且對於上述資產的減損金額、認列時點、認列方式及認列範圍等，提供一套可依循的準則。並且強制會計年度結束日在民國 94 年 12 月 31 日（含）以後之財務報表開始適用，亦允許上市（櫃）公司得自願性提前於民國 93 會計年度適用此公報。35 號公報中規定，當公司資產帳面價值高於可回收金額時，就必須提列資產減損損失，以避免企業資產帳面價值高估。該公報的實施期使財務報導能更允當反映企業的經濟真實價值、提高財務資訊透明度、減少資訊揭露的不對稱，進而降低代理問題。

35 號公報雖然影響了許多資產的認列及衡量模式，但以台灣長年對高科技及代工產業的高度重視與投資，會計人員及學者對固定資產及依權益法認列之長期投資等有形資產、甚至是研究與發展、商標權等無形資產的會計處理模式其實並不陌生，此一公報的適用對上述資產影響的研究亦在所多有。相較之下，商譽會計處理方式在此號公報施行前後便相去甚遠。商譽的形成源自企業間的相互併購，商譽的認列及會計處理雖然並非一個全新的領域，但隨著 2000 年後，網路科技業泡沫

化、全球經濟成長趨緩，企業開始尋找既能拓展營業板塊、也同時降低開發及行銷成本的解決方案，併購遂成為商業世界的顯學，隨之產生的商譽以及其會計處理方式才漸漸地被學者獨立出來、進行有別於有形以及無形資產的討論。



在台灣，不論合併雙方的企業性質為何，併購的案件數量亦遵循著這樣的趨勢，自表 1.1 觀之，2000 年單年的併購案件數量即逾 1999 年的兩倍。其後雖偶有增減，但總體而言仍然維持著增加的態勢。自表 1.2 則可看出，併購事件中不論是支付的總金額或是平均的支付金額都有上升的趨勢，並且在 2001 年雙雙達到高峰（併購總支付金額為 1,218,473 百萬元，平均每件支付 1,997,497 萬元），顯見在 2004 年三十五號公報發布以前，企業間互相併購的行為早已日益蓬勃。因此，企業併購的相關會計處理方法——包括商譽的認列以及後續衡量——的合理性在維持財務報導的攸關性上的重要程度也日益增加。



表 1.1：歷年併購案件數量統計表（不分公司性質）

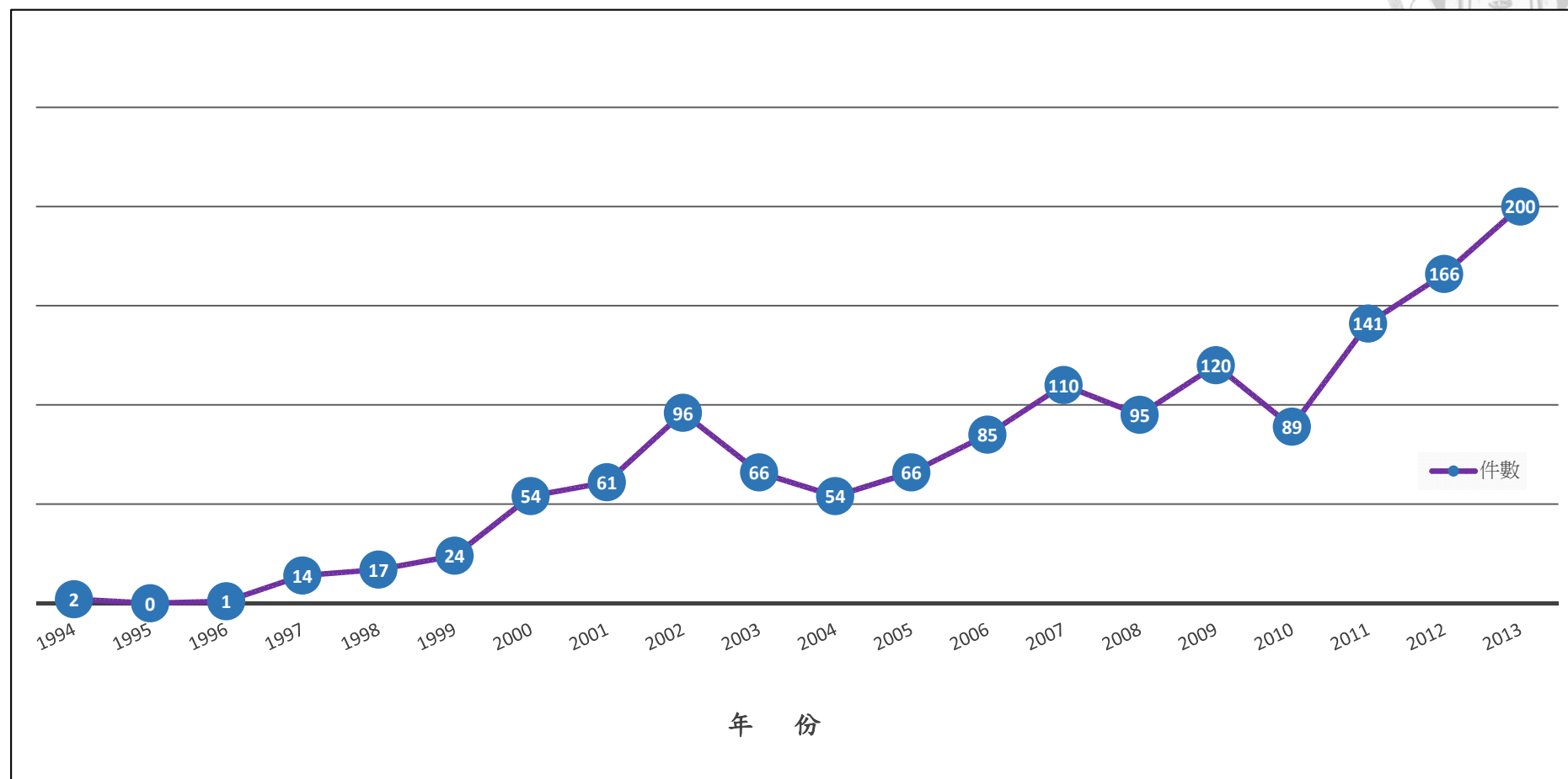
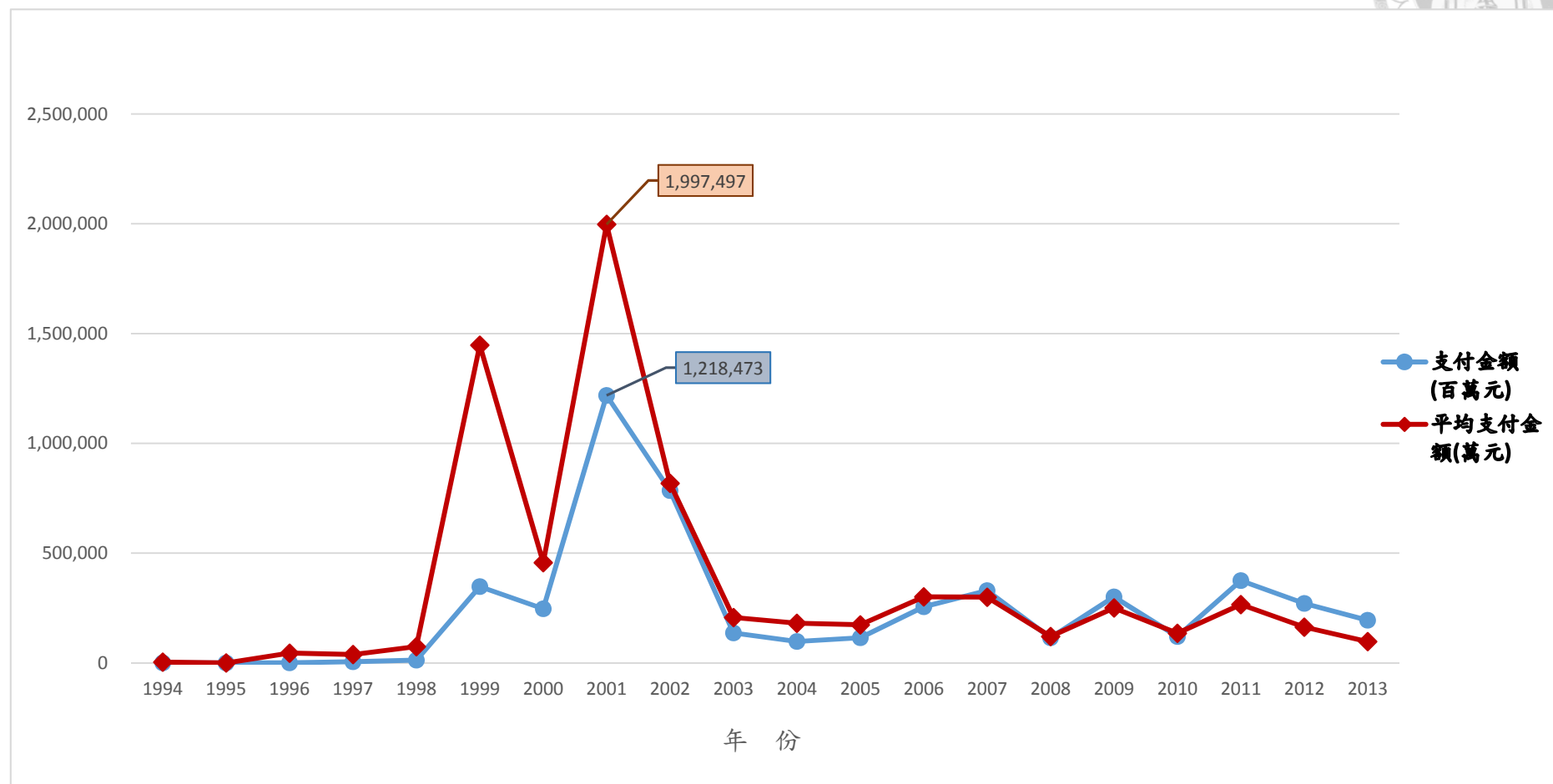




表 1.2：歷年併購案件支付金額統計表（不分公司性質）





第二節 研究動機與目的

企業在進行併購（Merger and Acquisition, M&A）的時候，因為收購目標公司（Acquired Firm）的實體資產能產生收購者經營上的綜效，或是欲吸收目標公司無形的研發能力或是管理才能等等原因，都會使主併者公司（Acquiring Firm）付出高於目標公司淨資產公允價值的併購對價，從而產生商譽（Natalie T. Churyk, 2001）。而在併購宣告日前後，股票市場上會產生收購者公司股票的正向或負向累計異常報酬（Cumulative Abnormal Return, CAR），進而影響收購者公司股東的財富（Neelam Rani, Surendra S. Yadav and P.K. Jian, 2012）。

而 35 號公報中規定發佈後，由過去的「企業自行決定資產是否重估」改為明訂「企業應於資產負債表日評估資產是否有減損跡象」、「強制企業對經評估後可回收金額低於帳面價值之資產認列減損」，以期能真實反映資產的客觀價值。而公報中對於商譽的規定亦與國際會計準則一致—禁止企業對商譽進行攤銷，僅能測試及認列減損，並且規定商譽的減損不得於未來會計年度迴轉。35 號公報的發佈對在景氣高峰進行併購的公司影響甚鉅，諸如國巨併購飛利浦台灣廠（2000）、日月光併購摩托羅拉新加坡及中壢廠（1999）、台積電併購德基及世大（2000）、聯電併購聯嘉、聯誠及聯瑞（1999）、鴻海併購國基與 Nokia 芬蘭墨西哥手機零組件廠（2003）等等，都是在景氣高峰、產能吃緊時進行之併購案，因此在景氣衰退、產能閒置時發生減損的機率將大幅提升。另外，集團、企業等持有大量轉投資標的者，都極有可能產生資產減損損失，其中轉投資公司中從事高科技，例如網路、光電通訊、軟體、IC 設計及生技等產業者，由於其產品生命週期較短、技術日新月異等特性，新技術出現可能使舊有技術之價值產生極大的損失風險。倘若減損發生，首先受到

衝擊的便是當初在併購時支付併購對價高於目標公司淨資產公允價值所認列的商譽。



而公司宣告認列資產減損時，可能傳達某些訊息給投資人：其一，宣告公司資產經濟價值減少。此時，若宣告之減損數額大於投資人所預期之數額，則股價將會下跌，產生負向的累計異常報酬；反之，當企業宣告資產減損數額較預期為低時，將使股票價格上漲，產生正向的累計異常報酬 (Francis, Hanna and Vincent, 1996)。其二，管理階層經營策略之改變。當企業宣告減損資產，而使資產價值降低時，代表公司放棄營運效率不佳的資產，同時亦阻止管理者繼續從事或是未來將從事淨現值為負的投資案之可能性，也就是釋出隱含公司未來現金流量即將增加的訊息、預期未來的績效將會變好，此一樂觀消息將促使股價上漲 (DeBondt and Makhija, 1988; Jensen, 1986)。其三則為表示管理階層進行盈餘管理之意願與能力。若其他因素不變，則投資人對此資訊反應之意向並不明顯，亦即若投資人認為盈餘管理動作將妨礙公司真實績效的揭露，則股價會有負面的反應；若投資人認為盈餘管理將增進盈餘品質，或預期將有利於股東價值的提升，則股價會有正面的反應 (Schipper, 1989)。而觀察我國股票市場針對 35 號公報發佈後的反應發現，公報的發佈使我國上市公司產生顯著負的異常報酬，並且有提前反應該事件之發生——即 35 號公報之適用——的效果，除符合 Grossman (1976) 所提出的理性預期理論外 (蔡佩園, 2006; 林俊琪, 2006)，亦顯示投資人有可能認為企業在適用公報之後將認列的資產減損數額大於可預期的數字，並且此種資產減損無助於未來現金流量的增加、亦可能對股東價值有所損害。

自 35 號公報發佈以來，有諸多的學術文章致力於探討該號公報對我國企業以及股票市場所造成的各種影響。而今 (103) 年適逢 35 號公報發佈後滿十年，本研究觀察上述研究所歸結出的現象後，遂欲了解我國過去二十年間——即以 35 號公報

發佈為分隔點的前與後十年—發生之併購交易中，主併公司帳上商譽所扮演的角色，以及商譽會計處理方式的變更是否影響財務報表使用者看待商譽這項資產的方式，進而影響在併購事件中的股價異常報酬。



本文的研究目的如下：

- 一、 主併公司的股價是否在併購事件宣告之後產生顯著的正向異常報酬。
- 二、 35 號公報發布後，併購事件中的股價異常報酬是否因財務報表品質改善而有顯著上升。
- 三、 併購事件宣告所帶來的股價異常報酬是否與主併公司帳上之資產、商譽以及淨利等因素有關。
- 四、 主併公司之帳上資產、商譽以及淨利等因素在併購事件宣告中的重要性是否因 35 號公報發布後而改變。

本研究期望藉由上述因素之探討，歸結出我國第 35 號公報發布後，是否因為更改了資產及商譽的衡量方式而顯著地影響投資人對於併購事件的評價，從而了解財務報表使用者對此次公報修正的看法是否正面。同時提供主管機關在修改相關會計原則時的參考，以期更能掌握股市變化以及投資人的意向。

第三節 研究架構



本研究共分為六章，各章的主要內容概述如下：

第一章 緒論

說明本文的研究背景、動機、目的與架構

第二章 文獻探討

利用效率市場假說解釋市場分別對併購宣告、政策變更及企業宣告資產減損的反應；簡述 35 號公報的內容，並且探討其適用後對企業與市場的影響，以推論 35 號公報發布之前與之後，市場評價併購事件宣告的改變方向。

第三章 研究方法

依據文獻探討及推導，說明本研究之假說建立、研究方法之選用、樣本選擇過程、資料來源以及研究模型之建立。

第四章 實證結果與分析

列示樣本事件之結構、敘述性統計並加以分析，再檢驗各項假說之實證結果，逐一檢視研究假說是否成立，並做出分析與解釋。

第五章 敏感性分析

藉由區分併購事件的產業相同性、併購事件之性質等方法，深入探討是否在不同條件設定下實證結果是否維持一致。

第六章 結論及建議

第二章 文獻探討




第一節 效率市場假說

財務會計理論與財務報表的產生主要目的在於提供企業之經營資訊，以幫助報表使用者，特別是股東及債權人作出投資決策。在資本市場中常會推論投資人接收到新資訊後，往往會預期新的股價並實際執行決策，產生市場的力量將股價帶往新的均衡。當市場均衡價格因新資訊而產生改變時，一般即稱該新資訊具有資訊內涵（Information Contents）。

早期對於資本市場的研究內容幾乎是一面倒的支持效率市場假說，Beaver（1968）認為投資者接收資訊後，將改變對某一事件結果的期望，進而對其投資行為造成巨大的影響。Ball and Brown（1968）研究企業發佈盈餘資訊後的股價異常報酬，驗證了盈餘資訊與股價的關聯性，作出了盈餘資訊具有資訊內涵的結論，且間接說明了市場是效率的。繼 Beaver 以及 Ball and Brown 之後，會計學者們開始關心盈餘的資訊內涵、探討盈餘品質，或是研究財務報表的其他資訊，甚至是會計準則對於衡量或是揭露規定的修正是否能夠傳達額外的資訊內涵給股票市場。其中額外資訊內涵的研究旨在探究非盈餘資訊是否可以增加股票報酬的解釋能力，以及會計準則的制定或是修正能否讓財務報表提供更有用的資訊給投資人。

Fama 在 1970 年代提出效率市場假說（Efficient Market Hypothesis, EMH），假設投資人是理性的，則在一個有效率的金融市場中，股價便能反映所有已知的訊息，即使股價偏離正常價值也是因為資訊不對稱或是短期資訊解讀偏誤所致。Fama 更依照理性投資人能夠獲得資訊的不同子集合，將資本市場的效率分為弱式、半強式



及強式效率市場三個等級。效率的等級由弱至強，資訊被投資人使用的程度越高、越廣泛，資訊不對稱的狀況也越低。自國內外對資本市場的研究結論觀之，資本市場的特性大多符合半強式效率市場假說，即證券價格已充分反映所有已公開資訊，如財務報表發布、新法令之頒行等等，投資人無法利用這類公開資訊建立有效獲取超額報酬的交易策略，僅能得利於資訊不對稱、依靠內部消息獲取超額報酬。因此，若無特別註明，一般慣稱的效率市場，指的就是半強式效率市場。

Grossman (1976) 提出的理性預期理論進一步的闡釋了效率市場假說，認為股價的形成來自集合資訊以及所有市場交易者對個股的信心。投資者藉由資訊的獲取，改變對个股或是投資組合的信心水準，進而調整其投資決策，這些過程最終將反映在交易量及股價上。經濟學的預期心理解釋，當有好消息釋放時，投資人預期股價上漲，會選擇繼續持有股票，以期增加獲利或減少損失；反之，當有壞消息釋放出時，投資人會預期股價下跌、選擇出售手中持股以避免損失。由此可知訊息釋放將影響投資人的預期心理，改變原有的投資決策。Fama 與 Grossman 都相信股價的變動源自投資決策的變更；投資決策的變更源自對未來預期的變化；而對未來的預期則源自資訊的獲取及理性分析。

財務會計既以投資人的角度做為修改準則的方向，其制度建立的用意便在於使企業中更多有用的資訊得以公開。而隨著具資訊內涵的訊息廣為揭露，在效率市場假說成立的前提下，投資人的意向將反映在股價上，使市場中的資源形成更有效率的分配 (Beaver, 2002)。

第二節 併購宣告與異常報酬之關聯性



Berkovitch and Narayanan(1993)指出，併購的動機有三：一為綜效假說(Synergy Hypothesis)，主併公司企圖透過併購達成規模經濟、降低風險以及獲取市場佔有率之營運綜效(Singh and Montgomery, 1987; Bradley, Desai and Kim, 1988; Seth, 1990)；二為傲慢假說(Hubris Hypothesis)，指由於主併公司經營者因經營績效良好而高估自己的能力，認為併購目標公司後必能使其轉虧為盈，因此產生買貴或買錯標的的現象，意即經營績效越好之主併公司，從事併購行為時越容易產生減少股東財富的決策(Roll, 1986)；三為代理動機假說(Agency Hypothesis)，指管理階層發動併購行為是藉由與主併公司股東共同分擔鉅額非金錢性支出，達到自身的管理目的或是利益最大化，並且降低主併公司股東價值、引發代理問題(Jensen and Meckling, 1976; Shleifer and Vishny, 1989)。如目標公司有議價能力，目標公司亦可分享部分從主併公司股東處所得到之利益(Malatesta, 1983; Lewellen, Loderer and Rosenfeld, 1985; Morck, Shleifer and Vishny, 1990)。


國內外學者研究併購宣告效果多年，對於「併購宣告是否能為主併公司股東帶來正向累積異常報酬」的研究結果眾說紛紜。國內的研究結果傾向支持併購宣告能為主併公司股東帶來正向累積異常報酬(蕭惠元, 1996; 孫梅瑞, 2000; 莊喬木, 2003; 邱信彰, 2006)，但亦有少數文獻指出併購宣告將為主併公司的股東帶來顯著負向的累積異常報酬(洪麗惠, 1995; 朱淳銘, 2005)。國外學者研究結論的歧異程度則較國內為大，Doukas and Travlos(1988)的實證結果指出，未曾於目標公司所在地營運的多國籍公司，跨國併購的宣告將使主併者公司的股東享有顯著正向的累積異常報酬，Ninon Kohers and Theodor Kohers(2000)與 Malhotra(2008)的實證結果亦支持併購宣告將帶來正向累積異常報酬的論點；另一方面，Datta and Puia(2005)、Subarsanam, Holl and Salami(1996)則得出併購宣告將產生負向累積異

常報酬的結論；而 Duggal (1995) 的實證結果則顯示併購宣告所帶來的累積異常報酬並不顯著。



除了研究併購宣告的短期效果外，由於產業具有各自不同的特性，使得投資者對於身處不同產業之主併企業宣告的併購事件會有不同的評價。實證研究指出，由於台灣政府近年來以各項優惠措施扶植電子與高科技產業，使得該產業主導的併購活動較能發揮綜效，屬於該產業的主併公司也能從併購事件的宣告中獲得更即時的正向股價異常報酬（羅明敏, 1999；沈建良, 2000；蘇羨惠, 2001），在國外研究方面，Ninon Kothers 與 Theodor Kothers (2000) 也得到了相似的結果。

另外，不僅是主併公司所屬產業會影響併購宣告的股價結果，併購事件中雙方公司所屬的產業是否相關（意即是否為水平式併購）也同樣會導致不同的股價異常報酬。國內外的研究結論一致認為，相關產業併購由於技術、法令等的進入門檻較低、較能產生規模經濟效果，且相較於相關產業併購，投資人相信非相關產業的併購只會傷害主併者股東財富（Flanagan, 1996）。故以併購宣告日前後的短期股價異常報酬表現而言，相關產業的併購事件顯著優於非相關產業併購（Morck, Shleifer and Vishny, 1990；陳匯中, 1995）。Morck et al. 的研究更進一步指出，經營績效不佳之主併公司從事併購活動將減少股東財富，此一現象與傲慢假說並不一致。研究中亦同時發現此一與傲慢假說不同的現象顯示當公司經營績效越差、甚至產生營運困難時，經理人越傾向進行多角化併購以嘗試新的發展，藉此替不佳的經營表現尋求解套機會。鄭雅婷（2004）研究國內上市櫃的科技業在民國 88 年至 90 年的 68 件併購事件發現，不論是長短期的股價異常報酬，相關產業併購的表現皆較非相關併購為佳；且不論併購事件中雙方之產業相關性為何，績效表現皆是長期優於短期，研究者認為此一現象可能起因於科技業併購之經營綜效無法於短期內展現，以致投資人對併購事件看法較不樂觀。



最後，併購支付方式與併購宣告效果的關聯性也是國內外探討的主流，研究結論大部分支持相較於以現金做為併購支付方式，市場對以主併公司宣告以股票作為支付方式的併購事件有很大的負面評價（Wansley, Lane and Yang, 1987；Brown and Ryngaert, 1991）。其中一種解釋此一現象之主要方法為資訊不對稱模型（Information Asymmetry Model），即經理人因其本身之資訊優勢，造成產生逆選擇（Adverse Selection）的情況。在資訊不對稱的狀況下，併購的支付方式將釋放給市場主併公司對目標公司企業風險以及對本身真實價值衡量的訊號（Myers and Majluf, 1994）。文獻中大多主張當主併者宣告以現金做為併購事件的支付工具時，將釋放給市場兩個訊息：以企業風險角度而言，主併公司願意以現金作為支付工具，代表主併者對於目標公司的價值的衡量較精準且較具信心；以企業真實價值的角度而言，主併公司因認為本身價值被市場低估，故不願以股票作為支付方式，兩者對市場而言都是正面的訊號。反之，若以股票作為支付工具，市場會將此訊息解讀成：主併公司對目標公司之真實價值及相關風險的衡量較不具信心，若是以股權交換方式進行併購，則支付給目標公司的真實價格受制於兩個企業個體未來的獲利性，將使逆選擇的成本最小化（Sudarsanam and Mahate, 2003），故以此種支付方式將經營風險的一部份移轉給目標公司；以企業真實價值的角度，也代表著主併公司認為本身的價值被市場高估，兩者都是負面訊號。是故，根據此資訊不對稱理論，學者相信以現金為支付工具將能增加股東財富，股票交換則會侵蝕股東財富（Huang and Walking, 1987；Masse, Hanrehan and Kushner, 1990；Datta, Pinches and Narayanan, 1992；Sudarsanam, Holl and Salami, 1996；Yook, 2003；Moeller, Schlingemann and Stulz, 2005；張紹基與楊勝淵, 2001）。

不過，實證結果中依舊存在分歧。影響支付方式的因子還有主併公司的財務狀況（Sung, 1993）、主併公司的閒置現金流量（Heron and Lie, 2002）、主併公司的投

資機會以及經理人持股 (Faccio and Masulis, 2005)、目標公司評價 (Loughran and Ritter, 1995) 等，這些因素亦將同時影響併購事件的累積異常報酬。



第三節 法令變動對股價異常報酬的影響




財經相關法令或會計原則變更的結果，有可能從財務面影響企業對資產、負債以及損益的認列衡量方式，亦有可能從稅務面影響到企業或投資人的租稅負擔。無論如何，規定的變動若是會影響市場參與者的投資行為，這類的變動都具有資訊內涵。

1981 年，美國發布了經濟復甦租稅法案中的「安全港租賃法」(Safe Harbor Lease Law)。該法案允許出租公司經由租賃條件的安排，將用不到的折舊租稅扣除額及投資抵減額度出售予承租公司。因該項法案有利於出租公司、但對承租公司並無明顯影響，所以在法案宣布施行時，出租公司股票有正的異常報酬、承租公司股票並無顯著異常報酬 (Shaw, 1988)。

1982 年，Biddle and Lindahl 探討當公司存貨成本流程改為後進先出法(LIFO)時，獲得之租稅利益與股價反應的關聯。結果顯示在控制未預期盈餘 (Unexpected Earnings) 的影響後，採用 LIFO 的公司獲得之租稅利益大小與股票異常報酬有顯著正向關係。

Leftwich(1981)利用 APB Opinion NO.16(Accounting for Business Combination)與 APB Opinion NO. 17 (Accounting for Intangible Assets) 的公布來檢驗會計原則的改變對公司股價造成的影響。結果顯示，會計原則的改變雖不影響公司現金流量，但由於獲利數字的改變會對債務的契約成本造成影響，所以負債越大的公司，股票價值的下降越大。



1992 年 9 月，台灣行政院通過財政部長提議的「土地交易改按實際價格課徵土地增值稅」一案時，負債比率較高的上市公司，股價異常報酬率較負債比率低的上市公司為低，且賣空負債比率較高的上市公司股票有較為正向的異常報酬。之後因土地增值稅按交易實價課稅的政策無法實施，消息公布後，土地佔資產總額比率較高的上市公司有較高的股價異常報酬率。結果顯示，土地增值稅政策的變動對股價異常報酬率產生了顯著的影響（林世銘、陳明進與蔡天俊, 2000）。

1998 年開始國內實施兩稅合一制度，實施後股利除權（息）日的股價仍存有平均超額利潤的市場異常現象（Market Anomaly）。該制度使可自股利除權（息）獲得超額利潤的投資人，自實施前的邊際稅率 13%，擴大到實施後的邊際稅率 21%。研究結果顯示，兩稅合一制度實施後，股東可扣抵稅額比率越高的公司，股東參與除權（息）交易可獲得的股票超額報酬越高（林世銘、陳明進與李存修, 2001）。

2000 年 10 月 14 日行政院擴大財經會議決議，將金融業營業稅率調降為零。消息公布後，上市、櫃銀行股產生正的異常報酬與異常交易量，且累積異常報酬大小與逾放比、市場對公司成長性的預期有正向關係；累積異常交易量與因調降營業稅而可能增加的每股盈餘有正向關係，且每股盈餘增加越大者，異常交易量持續的時間越長。研究結果顯示，金融業營業稅率調降至零的決議對金融類股的股價產生了顯著的影響（李國綸, 2001）。

2001 年 8 月 29 日，土地增值稅減半滿兩年，行政院宣布「地方政府若因此而造成稅收的減少，將由中央政府彌補其實質損失」。結果發現，土地增值稅減半的補償政策公布對上市公司股價產生正的累積異常報酬率；全體上市公司（不含金融業）累積異常報酬率與營業用土地持有比率、出售用土地持有比率、負債比率及規

模大小呈正相關，與公司成長性呈負相關；上市營建業公司的累積異常報酬與營業用土地持有比率、公司成長性呈負相關，與總資產取自然對數呈正相關。



2003 年 7 月 9 日，立法院通過「不動產證券化條例」，用以改善開發不動產時資金不足的困境。劉永康藉事件研究法探討不動產證券化條例對營建業股價的影響，結果發現，不動產證券化條例之立法對營建業股價有顯著的累積異常報酬。持有非營業用不動產越多，股票市值對帳面價值比率越低、負債比率越低、資產總額越小的上市營建業，有越大的累積異常報酬（劉永康, 2004）。

綜合以上研究文獻的結果顯示，政策和會計準則的變動的確會影響企業的財務、稅務結果，甚至是融資活動的進行，也會影響投資人因稅務考量而採取的投資策略，進而影響企業的股價。故可以推論得知，政策及會計準則的變動具有其資訊內涵，而本研究的主題事件—35 號會計準則公報的發布—亦會對股票市場造成一定程度的影響。

第四節 35 號會計準則公報之內容及實施



我國財務會計準則委員會為因應市場國際化、資金募集全球化的趨勢，致力於將我國財務會計準則與國際財務會計準則接軌，於民國 93 年 7 月 1 日發布了財務會計準則第 35 號公報，內容概述如下：

一、適用範圍

35 號公報的適用範圍為除以下所述以外的所有資產：(一) 存貨；(二) 工程合約所產生之資產；(三) 遞延所得稅資產；(四) 退休辦法下之資產；(五) 適用財務會計準則公報第 34 號「金融商品之會計處理準則」之金融資產，惟投資於子公司、採權益法評價之被投資公司以及合資仍適用之；(六) 放款及應收款。

二、評估資產減損之跡象

企業於評估資產減損跡象時，宜考量各種內、外部資訊。內部資訊包括：資產實體是否毀損或過時、資產使用範圍或方式變動是否對企業產生不利影響、資產之經濟績效是否不如預期等；外部資訊則包括：是否有跡象顯示資產之市場價值下跌幅度明顯大於時間經過或正常使用所預期之折損、資產所屬市場是否對企業產生不利之重大變動、市場利率上升是否使得資產之可回收金額大幅減少、企業淨資產帳面價值是否大於其總市值等。上述跡象有些是隨著時間逐漸形成的，因此很難指出明確的時間點，在實務上，當企業連續 2 年發生虧損、且營業產生負現金流入，或是上市櫃公司的市值低於淨值時，宜視為資產減損的跡象、應評估是否有資產減損之可能。

三、會計處理



當企業評估資產是否有減損時，應以最小現金產生單位為評估基礎。所謂現金產生單位，係指可產生現金流入之最小可辨認資產群組，其現金流入與其他個別資產或資產群組之現金流入大部分獨立。劃分現金產生單位宜考慮的因素包括：

（一）管理當局如何監督企業之營運（例如依生產線、區域別劃分）、管理當局如何做成繼續或處分企業資產及營運之決策（例如經營虧損產品與主打產品是否為不可分開之決策）；（二）資產之產出即使部分或全部供企業其他單位使用，若企業可於有公開報價之活絡市場出售該資產之產出，則該資產即視為一獨立之現金產生單位；（三）現金產生單位不應大於依財務會計準則公報第 20 號「部門別財務資訊之揭露」所劃分之部門。另外，除非環境以明確改變，否則同一資產或同一資產類型所屬的現金產生單位之辨認，應於各期間內維持一致。

當最小現金產生單位之可回收金額低於其資產之帳面價值時，即產生資產價值減損，可回收金額係指資產之淨公平價值及其使用價值兩者之間較高者。其中，淨公平價值係指扣除處分成本後之公平價值，公平價值之最佳證據為具約束力之合約價格、有公開報價之活絡市場的資產市價，若無以上資料，則以企業可取得的最佳資訊進行估計；使用價值係指可預期由資產所產生之現金流量的折現值。因此，計算資產減損時，涉及多重假設及主觀的專業判斷，有時企業需仰賴外部專家的協助（如提供鑑價報告等），以增進我國公開發行以上公司財務報導之攸關性與忠實表達等特性。

四、與國外財務會計準則之比較



我國財務會計準則委員會在訂定財務會計準則公報時，在方向上已決定盡量以國際會計準則委員會（IASB）所發布之國際會計準則（IAS）為訂定依據，因此我國 35 號公報原則上與 IASB 的 36 號公報（IAS 36）較為一致。然而，由於國際會計準則與美國財務會計準則委員會（FASB）所訂定的會計準則（SFAS）有極大的差異，因此我國與美國在資產減損的公報規定上亦有相當程度的差異。


茲就我國資產減損會計準則公報與美國會計準則之間差異較重大處分別說明如下：

（一）根據美國 FASB 之規定，資產減損之判定須經過兩個步驟：

其一，先比較資產未來之現金流量折現值之未折現總額與資產目前之帳面價值，若未折現之現金流量總額較高，則認定資產並無減損跡象，無須認列資產減損；反之，若未折現之現金流量總額較低，則認定資產已發生減損，必須認列資產減損。此為有無減損跡象之判定。

其二，若資產經判定為已發生減損，此時資產減損之金額即等於資產帳面價值減除資產之可回收金額，可回收金額之取得與 IAS36 中的規定一致。

至於我國 35 號公報規定之資產減損則只有一個步驟，即直接比較資產帳面價值及可回收金額，若可回收金額低於資產帳面價值時，應立即認列減損損失。比較兩者對於減損判定之規定後可知，我國會計準則對於減損判定之規定較為嚴格，企業認列減損損失之機率應較美國企業高。



(二) 雖然我國企業認列減損損失之機率較高，但我國 35 號公報允許當資產之可回收金額因客觀環境改善而增加時，企業可迴轉原先認列之減損損失。惟商譽之減損因無法判定是原先減損金額之迴轉或是重新由內部產生，故不得迴轉。相較於我國 35 號公報，美國則一律不允許減損損失之迴轉。

(三) 我國減損公報要求企業於認列資產減損時，須先將商譽之帳面金額減損至零之後，再依其他現金產生單位減損金額之比例分攤剩餘之減損；而美國的減損公報僅要求各項資產（含商譽）之帳面金額各自降至減損時所辨認的公平價值。

第五節 35 號公報及宣告資產減損對股價異常報酬的影響



依前所述，35 號會計準則公報的發布既為法令與政策的變動，且發布及適用後勢必造成企業衡量資產方式改變、進而影響經營成果。根據效率市場假說及理性預期理論，此等影響亦將改變股價，使之產生異常報酬以及新的合理價格。

李易政（2005）以我國自民國 92 至 94 年間 677 家上市公司為研究樣本，利用三因子模型與似乎不相關迴歸模式檢定 35 號公報制定過程中三個重要事件日：資產減損會計處理準則草案發布（事件日一）、財務會計準則公報第三十五號—資產減損之會計處理準則發布（事件日二）以及公報訊息首次見報日（事件日三）為研究對象，探討資產減損公報宣告的效果。研究結果發現，事件日一及事件日三市場對於公報宣告有股價上的負面效應，顯示無論對公司或是市場而言，資產減損公報的初次宣告均傳遞負面訊息。而事件日二出現正的異常報酬，可能為公司評估 35 號公報及本身的處理狀況後，在隱含未來折舊將減少及現金流量可能增加的訊息下，對市場而言反而是一項利多消息。

林俊琪（2006）以我國於民國 93 年 6 月 30 日的 670 家上市公司為樣本，透過事件研究法以 35 號公報發布日為事件日進行實證研究。結果指出 35 號公報的發布將使上市公司股價產生顯著的負向異常報酬，並且市場有提前反映該事件之資訊效果。另外，公司持有固定資產佔總資產比率越多，有越多的負向累積異常報酬；公司成長性（市價淨值比, P/B Ratio）與股東權益報酬率（Return on Equity Ratio, ROE Ratio）越高，則有較高的累計異常報酬。

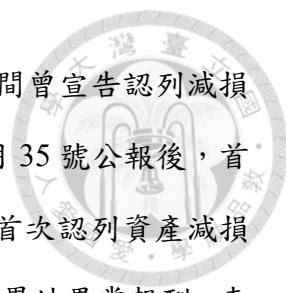
過往文獻幾乎一面倒的指出 35 號公報的發布使產業必須認列大量資產減損、衝擊大部分企業的淨利及股價表現，且 35 號公報對於電子業及特定傳統產業的影

響較其他產業更大，特別是擁有大量長期股權投資、商譽、帳列租賃資產、閒置資產或其他資產，資產減損的幅度與可能性也比較高（顏信輝與丁緯, 2006）。

35 號公報因涉及公司資產帳列價值的改變及當期損益的波動，在發布與適用當年度觀之，對投資者及其他利害關係人之權益都有立即性的影響，此一負面現象與國外學者在研究 SFAS No. 121 的發布時得到的結論一致。但國外研究亦發現，將商譽的衡量方式由每年系統性分攤改為每年測試減損跡象後，能夠顯著改善財務報導的品質（Chambers, 2007）。且亦有研究指出若將觀察期間拉長，宣告資產減損不一定是負面訊息。

Strong and Meyer（1987）利用 1981 至 1985 年的 120 間公司作為樣本，探討企業宣告沖銷決策對股票報酬之影響，檢視認列沖銷之決定因素及認列後的市場反應。結果發現，公司宣告沖銷會立即造成股價下跌，而宣告前股票報酬越高者以及認列資產減損金額佔資產比重越高者，在宣告時的股價會下跌越多。但在宣告認列資產減損的 60 日後股價便會回升，作者認為公司宣告認列沖銷的決策提供了未來營運績效改善的訊號。

Minnick（2004）探討提列資產減損的決定因素，發現公司治理品質對資產減損宣告時的股價反應有正向幫助，公司治理較差的公司會等到無法避免認列減損損失時才進行宣告，減損金額通常亦較高，故宣告減損時股價有負的異常報酬；反之，公司治理較好的公司會即時提列資產減損，減損幅度通常較小，宣告時會產生正的異常報酬。作者亦同時指出，減損可增加未來盈餘及現金流量，並可提高盈餘資訊的品質與透明度。



陳美珍（2009）以我國自民國 93 年第四季至 97 年第二季間曾宣告認列減損損失之 475 間上市櫃公司作為樣本，以事件研究法探討企業適用 35 號公報後，首次以及多次宣告資產減損時的股價反應。研究結果發現企業於首次認列資產減損時，於事件宣告當日有顯著負向異常報酬，在事件日後則有正向累計異常報酬，表示投資人對首次適用 35 號公報而宣告資產減損的公司，因能夠提高盈餘資訊的品質與透明度、減少資訊不對稱，且公司往後將可減少折舊、增加現金流量，有利長期發展，給予短空長多的評價。研究中也發現，僅宣告一次與兩次資產減損的公司，在事件日均有顯著負向的股價異常報酬，但事件日後皆有正向累計異常報酬，對長線投資而言是正面的消息。但宣告多次（三次以上）資產減損的公司，在事件日則無顯著的異常報酬，且在事件日後有顯著負向的累計異常報酬，表示投資人認為公司重複認列資產減損的行為具重大的潛在不確定性，且管理階層依靠 35 號公報進行盈餘平穩化的意圖明顯，使投資人對企業發布盈餘的品質已失去信心。

雖然研究 35 號公報適用與股價異常報酬關聯性的文獻顯示公報的發布及適用會立即帶來負的股價異常報酬，但因為強制企業定期測試資產減損的可能性並且將不具效率之資產透過減損宣告減少其帳列淨值，能傳遞更好的盈餘品質，也使投資人作出企業將更謹慎選擇具獲利能力的資產來持有，也將更有效率運用資產的預期。所以，長期而言，35 號公報的發布與適用對市場有良性影響。

第三章 研究方法



本章主要根據第二章的文獻及理論探討、配合本研究之動機及目的，建立本研究之假設、研究變數以及解釋本研究採用之研究方法。以下介紹本文之研究設計及研究方法，第一節介紹研究假說之建立，第二節解釋研究之設計，第三節說明樣本的選擇。

第一節 研究議題之建立

一、主併公司宣告併購對主併公司股東財富之影響

企業進行併購活動的目的為追求外部之資源來提升經營成長，藉由購併可直接取得目標公司的市場、通路與相關技術等資源。企業在進行併購活動之前，也會評估此項投資活動是否為淨現值大於零的決策，以及是否能提供公司策略性之經營價值。所以管理者在進行併購時，常以將公司價值、股東財富最大化為決策準則（Singh and Montgomery, 1987）。故本研究亦假設企業會以股東財富極大化為決策依據，透過併購活動可有效降低成本、提高綜效，以達規模經濟之目的，主併公司股東可享有正向的累積異常報酬。

國內針對併購事件與股價累積異常報酬之關聯性的實證結果大多支持併購宣告能為主併公司股東創造正向的亦常報酬（蔣為峰, 1989；蕭惠元, 1996；孫梅瑞, 2000；莊喬木, 2003；邱信彰, 2006），亦有多位國外學者的研究認為併購宣告對股價有正面影響（Asquith, Bruner and Mullins, 1983；Doukas and Travlos, 1988；Bradley, Desai and Kim, 1988；Shelton, 2000）。但洪麗惠（1995）的研究指出，股價

僅於併購事件宣告當日與前一日有正向的異常報酬，就整個觀察期間來看則為負向報酬；Duggal (1995) 提出主併公司之股東在併購宣告後有不顯著的負向異常報酬，Draper and Paudyal (1999) 在併購事件宣告日當天、Shelton (2000) 在併購事件宣告的前一日也都發現了主併公司的股價有不顯著的負向異常報酬。

本研究擬參考國內多數學者之研究結果，並假設企業以提升競爭能力、獲取經營綜效以及將股東價值最大化為主要考量進行併購、建立第一個假說——

H1：企業因宣告併購事件所產生之股價異常報酬率為正。

二、 35 號公報對宣告併購事件產生之股價異常報酬的影響

綜效假說提出，企業進行併購的結果多為取得行銷通路、研發成果或是固定資產，加強本身經營的競爭力及效率，或是作為跨足另一事業板塊的起點，對市場而言應是正面的訊息。但傲慢假說亦指出企業進行併購前，可能因過去自身經營績效良好而輕忽審慎評估目標公司品質及合理支付對價的重要性，導致支付過高的併購價格或是吸收了無效率的資產，使主併者股東財富遭受損失，造成負面的股價異常報酬。本研究認為 35 號公報強制企業每年測試並認列資產減損，能夠有效降低企業因傲慢進行併購而取得無獲利能力資產的可能性，提升投資人對主併企業宣告併購事件的信心，故發展出第二個假說——

H2：35 號公報發布後，企業因宣告併購事件所產生之股價異常報酬率會大於公報發布前的異常報酬率。

三、 35 號公報發布後，主併公司帳上商譽在併購事件中重要性的改變。

35 號公報影響資產認列與衡量方式甚鉅，尤其是對商譽的會計方法變更，除了取消每年系統性攤銷帳列金額、要求企業每年進行減損測試外，更規定減損損失於認列之後即不得迴轉。此項改變除了衝擊於景氣樂觀時因急速擴張而支付過高價格進行併購的企業，迫使其必須在景氣低迷時因資產獲利性低於帳列金額而認列大量減損損失外，亦表示企業在認列減損損失後的資產金額為實際能夠創造現金流量的折現值，而商譽金額則為企業評估能以過往併購的資產創造的超額利潤。對於財務報表使用者而言，商譽的角色從每年認列攤銷費用的淨利減項，轉變為評估企業進行併購後，經營被併購企業或部門效率的指標。因此本研究認為 35 號公報發布後，主併公司帳列的商譽金額對影響投資人在評估主併公司宣告併購事件時的信心，其重要性應會高於發布前，故發展出第三個假說——

H3：35 號公報發布後，主併公司帳上商譽對宣告併購事件中產生之股價異常報酬率的影響較發布前更大。

四、 35 號公報發布後，主併公司帳上總資產在併購事件中重要性的改變。

35 號公報的發布除了影響企業帳上的商譽衡量方式外，對於企業財務報表上多數資產衡量方式的改變雖不如對商譽的改變一樣巨大，但也有一定程度之衝擊。企業可能因預期公報適用或提前適用後將認列大筆減損損失，而在公報發布時於股票市場產生累積異常報酬作為即將認列減損損失的提前反應（顏信輝與丁緯, 2006）。而因為 35 號公報發布及適用後將有助於財務報表品質的改善、增加資產金額的資訊內涵，所以本研究推論 35 號公報發布後，投資人在評價證券時將更重視企業的資產衡量。且因為 35 號公報發布所牽涉的資產甚廣，幾乎涵蓋所有非

現金資產，且亦將影響現金流量，故本研究以總資產作為建立假說之依據，認為主併公司帳列的總資產金額對影響投資人在評估主併公司宣告併購時的信心，其重要性應會高於發布前，故發展出第四個假說——



H4：35 號公報發布後，主併公司帳上總資產對宣告併購事件中產生之股價異常報酬率的影響較發布前更大。

五、 35 號公報發布後，主併公司上一年度淨利在併購事件中重要性的改變。

35 號公報的發布不僅改變企業帳上的資產衡量，也勢必在企業的資產有減損跡象、認列減損損失時對企業的本期淨利造成負面的影響。不過，就如假說四及文獻回顧中提及的，雖然認列減損損失會減少企業當期淨利，但是對後續的盈餘報導而言，卻有改善其報導品質的效果。所以本研究認為相較於發布前，在 35 號公報發布後，投資人在評價證券時將更願意採信企業公布的盈餘訊息，並發展出第五個假說——

H5：35 號公報發布後，主併公司上一年度淨利對宣告併購事件中產生之股價異常報酬率的影響較發布前更大。

第二節 研究設計



本研究採用傳統事件研究法 (Event Study) 主要係探討當某一同類特定事件發生時，股價是否會產生異常報酬 (Abnormal Returns, AR)，此一方法可用來解釋股票價格與特定事件之間是否有關聯性。此一研究方法主要是利用統計方法檢定異常報酬率之特性，藉以了解事件的發生影響股價的情形 (Beaver, 1968; McNichols and Manegold, 1983)。

一、事件日之確定

所謂事件日，係指市場接收到事件相關資訊的第一時間點，而非該事件實際發生的時點 (沈中華與李建然, 2000)，因此本研究以公開資訊觀測站上刊載之併購事件宣告日為事件日。

二、估計期

事件研究法的用意在於觀察某一事件的發生或者公布，是否對股票的報酬有異常影響，此即「異常報酬」。因此，研究者須假設某一特定事件沒有發生或是宣布，利用預期模型得出股票之「預期報酬」為何，再以某事件發生或公布後之實際報酬率減去該預期報酬率，得出「異常報酬率」以衡量特定事件之發生或公布對股票報酬所造成的影響 (沈中華與李建然, 2000)。

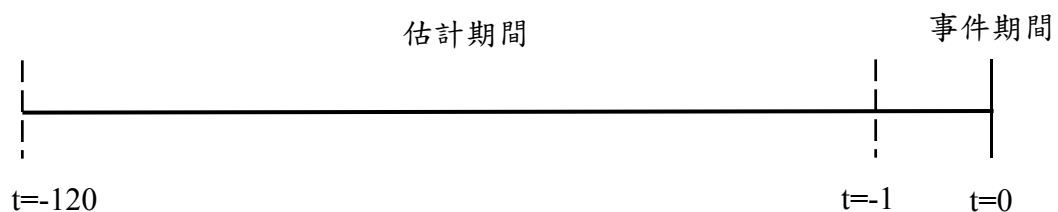
估計期的長短並無通則，端看使用者之研究內容與主觀判定。惟估計期太短、可供估計之資訊太少，可能使預期能力較差 (Peterson, 1989)；估計期太長則可能受環境之結構性變化影響，使預期模式發生不穩定 (Instability) 的現象 (Fama, 1976)。以目前文獻而言，一般在建立日報酬率的估計模是時，估計期間通常設定為 100 天至 300 天。根據「擴充型投資專案宣告對股價影響之研究—聲譽模式論點」(陳隆麒、李春安與劉維琪, 1997) 一文中曾就估計期

間 180 天、150 天、120 天、90 天及 60 天等五種狀況，探討預測殘差之穩定性，結果發現 120 天的估計模式殘差變動較小，故本研究以 120 天 ($t=-120$ 至 $t=-1$) 為估計期。



三、事件期之設定

事件期長度的設定與估計期類似，沒有客觀的標準。事件期長短的設定，與研究目的有密切的關係。研究者為觀察事件公布日之前是否有資訊流出 (Information Leakage) (Ball and Brown, 1969) 而使股價受到影響，需要適當的拉長事件期。而事件期越長雖然越能掌握到該事件對股價之影響，但也越容易受到其他因素的干擾，故事件期之設定仍應依研究之目的而異。本研究著重於特定事件發生的當下及前後數日對股價反應之影響，故將事件期間設定為事件日當日 ($t=0$)、事件日前一日至後一日 ($t=-1 \sim t=1$) 以及事件前三日至後三日 ($t=-3 \sim t=3$)。以事件日當日的觀察為例，事件期與估計期之設定，可參照下圖：



四、股價異常報酬之計算

根據文獻資料，用於計算股票報酬率的預期模式種類很多，大致可以區分為以下三種：

(一) 平均調整法 (Mean Adjusted Returns Model)：

此模式以某一個股在估計期之平均報酬率作為該證券在假設不受研究事件影響的情況下，事件期各期之預期報酬率。換句話說，在此模式底下，估計

期之每期報酬率加總後的算數平均，即為事件期之中每一期在沒有研究事件之資訊影響下的預期報酬率。



(二) 市場指數調整法 (Market Adjusted Returns Model)：

此模式以事件期中的同期市場報酬率為證券在假設不受研究事件影響的情況下的報酬率。意即假設在沒有研究事件之資訊影響之下，個股在事件期之中每一期的預期報酬率，即為當期之市場大盤報酬率。

(三) 市場模式 (Market Model)：

此模式為改良後之市場指數調整模式，主要係利用迴歸方法，將個股之系統風險（即 β 係數）作為個股報酬之預測因子。

不過，Brown and Warner (1985) 在「Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies」中指出，不論採用何種模式所求出的預期報酬率總體而言差異不大，而最常為事件研究法使用的為市場模式，因此本研究亦採用市場模式，來估計股票的預期報酬率，並依照最小平方法 (Ordinary Least Square, OLS) 建立以下迴歸式：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

其中下標號 i 代表第 i 件樣本事件中的主併者公司， t 則代表估計期間之日期，為 $t=-120$ 至 $t=-1$ ，共 120 天。

R_{it} ：表示第 i 件樣本事件中，主併者公司第 t 期宣告之實際報酬率；

α_i ：表示常數項，指當市場報酬率 R_{mt} 為零時，第 i 件樣本事件中主併者公司股票的預期報酬率；

β_i ：表示第 i 件樣本事件中，主併者公司股票的風險係數，指該公司股票報酬率變動相對於市場報酬率變動的敏感度；

R_{mt} ：表示股票市場第 t 期宣告的報酬率，在本研究中選用的報酬率為加



權報酬指數（不含金融）；

ε_{it} ：表示第 i 件樣本事件中，主併者公司股票在第 t 期宣告之實際報酬率與市場宣告報酬率的殘差項。

首先求出估計期間個別公司之預期報酬率，在以事件期間個別公司之實際報酬率減去預期報酬率便可得出異常報酬率，算式如下：

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt})$$

其中，

AR_{it} ：表示第 i 件樣本事件中，主併公司第 t 期的股價異常報酬率；

R_{it} ：表示第 i 件樣本事件中，主併公司第 t 期宣告之實際報酬率；

\hat{R}_{it} ：表示第 i 件樣本事件中，估計主併公司第 t 期之預期報酬率。

許多文獻會在研究過程中，將個別證券異常報酬率先標準化後，再計算累計異常報酬率。其目的是將所有個別證券異常報酬率的分配，都轉換為單一標準的常態分配，以符合齊一分配（Identical Distribution）的條件。Zibart（1985）指出此作法將有助於提高檢定異常報酬率的能力，尤其是在股價對某些事件的反應較不明顯的情況下。因此本研究以下所討論的異常報酬率與累計異常報酬率皆為標準化後的數據。

在市場模式之普通最小平方法（OLS）中，標準化異常報酬（Standardize Abnormal Returns, SAR_{it} ）是指以異常報酬除以事件期的標準差，其計算方式為：



$$S_{it} = S_{ie} \sqrt{1 + \frac{1}{T} + \frac{(R_{it} - R_m)^2}{\sum_{j=1}^T (R_{ij} - R_m)^2}}$$

$$SAR_{it} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{S_{it}}$$

其中，

SAR_{it} ：表示第 i 件樣本事件中，主併公司第 t 期的標準化股價異常報酬率；

AR_{it} ：表示第 i 件樣本事件中，主併公司第 t 期的股價異常報酬率；

S_{it} ：表示第 i 件樣本事件中，主併公司第 t 期股價異常報酬率的標準差；

S_{ie} ：表示第 i 件樣本事件中，主併公司於估計期股價異常報酬率的標準差；

R_{it} ：表示第 i 件樣本事件中，主併公司事件期第 t 日宣告之實際報酬率；

R_{ij} ：表示第 i 件樣本事件中，主併公司估計期第 j 日宣告之實際報酬率；

R_m ：表示股票市場於估計期中的平均報酬率；

T ：表示迴歸模式估計期的日數。

五、異常報酬率之統計檢定

由於事件研究法主要用途是針對特定事件的發生是否對股價造成影響，僅觀察各別證券的股價表現並無法作出結論。因此必須檢定平均異常報酬率或是累積平均異常報酬率是否顯著為零。

在檢定併購宣告是否具有顯著異常報酬方面，一般可使用的檢定方法區分為兩類：有母數檢定與無母數檢定。使用有母數檢定法，主要的前提假設是異常報酬的分配為常態分配；而使用無母數檢定法則不須對異常報酬的分配作任何假設。本研究之樣本事件超過 30 個，根據中央極限定理（Central Limit Theorem），當研究樣本量越大時（ $n > 30$ ），樣本橫剖

面平均異常報酬率將越接近常態分配，可使用有母數檢定法。因此，在平均異常報酬率以及平均累積異常報酬率方面，本研究採傳統法(Traditional Metheod) 所求得之 t 值來檢定其相關假設，其計算方式如下：

(一) 平均異常報酬率之傳統法 t 檢定：

$$H_0 : AR_t = 0 ,$$

$$H_1 : AR_t \neq 0 ,$$

$$t^{AR} = \frac{AR_t}{\sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \hat{S}_i^2}}$$

其中，

AR_t ：表示所有併購事件於事件期第 t 日之平均異常報酬率；

\hat{S}_i^2 ：表示第 i 件樣本事件中股價報酬率的變異數；

N：表示研究樣本數量。

(二) 平均累積異常報酬率之傳統 t 檢定：

$$H_0 : CAR_t = 0 ,$$

$$H_1 : CAR_t \neq 0 ,$$

$$t^{CAR} = \frac{\sum_{i=1}^N \left[\sum_{t=T_1}^{T_2} \frac{\left(\frac{AR_{it}}{\hat{S}_i} \right)}{\sqrt{m}} \right]}{\sqrt{N}}$$



其中，

AR_{it} ：表示第 i 件樣本事件於事件期第 t 日之異常報酬率；

m ：表示累積異常報酬事件期的天數，為 $T2-T1+1$ ；

\hat{S}_i ：表示第 i 件樣本事件中股價報酬率的標準差；

N ：表示研究樣本數量。

六、橫斷面複迴歸分析

本研究將再進一步以迴歸分析探討併購事件中，主併公司及目標公司的各項指標影響股價異常報酬的情況。以了解併購事件之宣告所帶來的股價異常報酬是否與主併公司帳上之資產、商譽以及淨利等因素有關，以及在 35 號公報發布後，主併公司之帳上資產、商譽以及淨利對於投資人評價併購事件之重要性是否有顯著改變。

本研究之迴歸分析式如下：

$$\begin{aligned} CAR_t = & \alpha_0 + \beta_1 A_Size + \beta_2 A_GWtoSize + \beta_3 A_InvtoSize + \beta_4 A_CFtoCash + \beta_5 A_NI + \\ & \beta_6 B_Invest + \beta_7 B_IA + \beta_8 B_NI_GR + \beta_9 B_Debrate + \beta_{10} No35 + \beta_{11} A_Size * No35 + \\ & \beta_{12} A_GWtoSize * No35 + \beta_{13} A_NI * No35 + \varepsilon \end{aligned}$$

茲將各變數之計算方式及說明簡述如下：

(一) 累計異常報酬：

CAR_t 為本迴歸分析式中的應變數，定義為在宣告併購事件中觀察到主併公司的累積異常報酬率，其計算方式與理論依據於前一章及本章第二節已詳細說明，故不擬贅述。


(二) 有關併購理論中傲慢假說的觀察：

Berkovitch and Narayanan(1993)在研究中提及併購動機之一為傲慢假說，意指主併公司或因經營績效較好、或因規模膨脹過速，導致經營者高估本身的經營能力，認為併購績效不好的公司必能使其轉虧為盈甚至達成營運綜效，導致付出過高的併購對價或是對無效率的資產進行投資。依據傲慢假說，本研究認為在併購事件的評價中，主併公司帳上的長期投資及本期產生現金流量越高，對於投資人而言反而是一種警訊，代表公司經營者將經營版圖過度膨脹，反而無法有效率的管理所有資產，顧此失彼的狀況下，納入新的營運部門或是資產反而會造成負的邊際效益。因此本迴歸模型中考慮了主併公司帳上的長期投資以及本期產生現金流量作為控制變數。並且，為了消除樣本事件中主併公司之間的規模差距，故分別將長期投資金額及本期產生現金流量除以資產總額及現金及約當現金總額，得到變數 $A_InvtoSize$ 與 $A_CFtoCash$ ，並預期此二變數與應變數之關聯性為負相關。

最後，雖然一般認為企業從事併購的主要動機之一為取得目標公司的技術、專利、管理才能等無形資產，使其與主併公司的業務結合、創造更大的綜效，但企業的無形資產可能必須與該企業特定的管理政策結合才能發揮最大效益，而這類重要的細節往往是會被主併公司忽略的，導致企業購買了極有價值的無形資產，卻因管理不當而使其無法發揮完整的效益。因此，本研究認為目標公司的無形資產價值越高，主併公司能夠完整運用、甚至創造更大綜效的可能性越低，對投資人在評價併購事件而言是負面的訊息，故於迴歸模型中考慮了此一狀況，得到變數 B_IA ，並預期該變數與應變數的關聯性為負相關。

(三) 有關併購理論中綜效假說的觀察：

綜效假說中提出，主併公司從事併購行為的其中一個意圖即為藉由吸收目標公司的資產、投資項目、行銷通路、技術或者商譽以達成規模經濟，或是



降低跨足新事業板塊的風險以穩定增加市佔率等營運綜效。根據綜效假說，本研究認為正因併購最主要的結果在於吸收目標公司之各種營運資產，所以在併購事件的評價中，目標公司帳上的長期投資金額越高，對投資人而言是樂觀的消息。因此本迴歸模型中考慮了目標公司帳上的長期投資，得到 B_Invest 作為控制變數，並預期此變數與應變數之關聯性為正相關。

但在另一方面，若是主併公司選擇的目標公司正值成長期，可能會因目標公司較為樂觀的產業前景或是財務預測付出較高的代價，進而承擔較高的經營風險，故本研究認為在併購事件的宣告中，目標公司的經營表現及預期趨勢越是樂觀，主併公司在併購事件中的議價空間將越小，對投資人在評價併購事件而言是負面的訊號；相反的，若是目標公司的財務狀況欠佳、顯示出資金吃緊的跡象，對於主併者而言便是好的接手時機，在併購事件中的議價空間也會相對較大，對投資人在評價併購事件時是正面的訊號。因此本迴歸式考慮了目標公司的本期淨利成長率以及負債比率，得到 B_NI_GR 與 B_Debrate 作為控制變數，並預期此二變數與應變數之關聯性分別為負相關與正相關。


(四) 有關 35 號公報發布與其造成之影響的觀察：

如本章的假說發展一節所述，本研究的問題主要著重於觀察 35 號公報的發布前與發布後，企業帳上資產衡量方式的改變對投資人在併購事件的評價上有何影響。依據前一章對 35 號公報規範內容的簡述以及回顧其發布後所造成影響的相關研究可以歸結出，因為在適用 35 號公報後企業被強制定期測試與認列減損損失，將衝擊有減損跡象企業的帳列資產及淨利，進而擴大到股票市場，使有減損跡象的企業產生股價異常報酬。另外，35 號公報對企業財務報表的影響並不僅限於適用年度的資產及損益，更將進一步影響後續財務報導期間的財務報表品質，使企業提供的財務資訊更具攸關性。因此，根據本研究所發展出的假說三至假說五，於設計迴歸模型時考慮了 35 號公報發布後可

能受到影響的主併公司財務資訊作為主要觀察之變數，茲分述如下：

根據假說三，35 號公報的適用對商譽會計處理方法的影響程度將大於對其他規範內資產的影響程度。另外，有別於其他資產可以從市場上取得或透過研發產生，商譽僅能透過企業間的併購事件辨認，換句話說，該項資產僅能透過併購行為取得，且在 35 號公報適用後，依規定於減損之後即不得迴轉。本研究認為，商譽在評價併購事件中具有一定程度的重要性，遂將其考慮進迴歸模型之中，為了消除樣本事件中主併公司之間的規模差距，故將商譽金額除以資產總額，得到變數 $A_GWtoSize$ ，並預期此變數與應變數之關聯性為正相關。另外，本研究亦認為商譽金額代表企業評估能以過往併購的資產創造的超額利潤，在 35 公報發布後，可預期商譽的性質將從每年認列攤銷費用的淨利減項，轉變為評估企業進行併購後經營被併購企業或部門效率的指標。所以，35 號公報發布後主併公司帳列的商譽金額在併購事件的評價中，其重要性應會高於發布前。為觀察此一現象，本研究於迴歸模型中產生了觀察 35 號公報的虛擬變數 $No35$ ，定義若是樣本事件於 35 號公報發布之前宣告則為 0，之後則為 1，並將 $A_GWtoSize$ 與 35 號 $No35$ 交乘，得到交乘項 $A_GWtoSize * No35$ 。

根據假說四及假說五，35 號公報的發布與適用除了對商譽的會計處理方法產生巨大變革外，企業之其他非商譽的多數資產、乃至當期淨利，在金額及品質上也受到了一定程度的影響。依據併購理論，主併公司的規模以及過往的獲利表現都是投資人在評價併購事件中會考慮的因素。本研究認為，主併公司的規模在併購行為的評價中較能體現傲慢假說的假設，意即越大的主併公司規模，投資人將預期其經營者越無法有效率的使各項資產的效益最大化，是個負面的訊息；而主併公司的獲利表現則較能體現綜效假說的假設，意即越高的主併公司獲利表現，投資人將解讀為其經營者的管理能力越優良、越有餘裕將併購行為中新吸收的資產做有效率的分配及運用，是個正面的訊息。依據以上推論，本研究於迴歸模型中考慮了主併公司的帳上總資產及最近一期年報中



的本期淨利，得到變數 A_Size 與 A_NI，並預期此二變數與應變數之關聯性分別為負相關及正相關。另外，根據假說的發展，本研究認為此二變數在評價併購事件中重要性的改變與 35 號公報的發布有關，為觀察此一現象，本研究亦於迴歸模型中將 A_Size 及 A_NI 分別與 35 號公報發布之虛擬變數 No35 交乘，得到交乘項 A_Size*No35 及 A_NI*No35。

茲將本研究模型中所採用之變數、與應變數之預期關係及其計算方式整理列示如表 3.1，以供讀者參考。

表 3.1：迴歸模型使用之變數整理



變數		解釋及計算方法	預期與應變數之關係
CAR0		併購事件宣告當日之股價異常報酬。	應變數
CAR1		併購事件宣告前一日至後一日之股價異常報酬。	應變數
CAR3		併購事件宣告前三日至後三日之股價異常報酬。	應變數
Var1	A_Size	主併公司最近一期年報中的帳列「總資產」。	負相關
Var2	A_GWtoSize	主併公司最近一期年報中的帳列商譽佔總資產比例。 計算方法為：商譽/總資產	正相關
Var3	A_InvtoSize	主併公司最近一期年報中的帳列長期投資佔總資產比例。 計算方法為：長期投資/總資產	負相關
Var4	A_CFtoCash	主併公司最近一期年報中現金流量佔現金及約當現金比例。 計算方法為：本期產生現金流量/現金及約當現金	負相關
Var5	A_NI	主併公司最近一期年報中的「本期淨利」金額。	正相關
Var6	B_Invest	被併公司最近一期年報中的帳列「投資」金額。	正相關
Var7	B_IA	被併公司最近一期年報中的帳列「無形資產」淨額。	負相關
Var8	B_NI_GR	被併公司最近一期年報中計算出的「淨利成長率」。 計算方法為：(本期淨利-前期淨利)/本期淨利	負相關
Var9	B_Debtrate	被併公司最近一期年報中計算出的「負債比率」 計算方法為：總負債/總資產。	正相關
Var10	No35	辨認併購事件宣告時間點於 35 號公報發布前與後之虛擬變數。若併購事件宣告在 35 號公報發布之前為 0、之後則為 1。	無預期


第三節 樣本選擇與資料來源



本研究採用的樣本為 1994 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日，二十年間國內上市櫃公司進行併購宣告且資料完整之併購事件為研究對象，並以併購事件之宣告日為事件日。

本研究之資料來源主要為台灣經濟新報資料庫（TEJ），並依據以下的標準篩選所需樣本：

1. 主併公司在併購宣告時必須為上市或上櫃公司，以便觀察股價等相關資料。
2. 排除併購事件樣本中性質為集團內非公開發行之子公司合併、同時間併購多個目標、併購國外企業、併購目標公司之特定營業部門、取消合併、實質為分拆營業部門以及僅提高持股比例而無改變實質影響力之併購事件。
3. 主併公司及被併公司須有足夠的歷史股價及相關資料，且可以在 TEJ 資料庫或公開資訊觀測站找到資料，無法於估計期取得足夠股價的樣本不予計入。
4. 因金融、證券、保險業之性質與一般產業差異過大，故排除與之相關的併購事件。
5. 排除主併公司或目標公司在 TEJ 資料庫中查無資料、查無距併購日最近一年年報資料以及年報資料中有缺漏值之樣本事件。



樣本的建立過程中，先使用 TEJ 資料庫提供之事件研究系統取得併購事件樣本及主併公司名稱共計 336 組。經查詢公開資訊觀測站上刊載之併購宣告資訊後，取得併購事件之目標公司名稱計 245 筆、並刪除同時間併購多個目標之樣本事件 41 筆、金融、證券、保險業之併購事件 24 筆、併購國外企業之事件 6 筆、僅提高持股比例之事件 5 筆、集團內非公開發行子公司合併事件 1 筆、取消合併 1 筆、實質為分拆營業部門之事件 1 筆、併購目標公司特定營業部門之事件 1 筆以及公開資訊觀測站未發布的併購事件 14 筆，此階段共計修改事件日錯誤之樣本 104 筆、刪除樣本事件 94 筆。

整理出經公開資訊觀測站發布之併購事件樣本後，再使用 TEJ 資料庫查詢主併公司及目標公司之財務資料，刪除查無目標公司距併購日最近一期財報資料之樣本事件 18 筆、查無目標公司年報資料之樣本事件 139 筆、目標公司年報資料中有缺漏值的樣本事件 2 筆，此階段共計刪除樣本事件 159 筆。

經過以上刪減，得到資料完整之併購事件共 83 筆、實際之樣本期間為 2000 年至 2013 年。其後，在利用事件研究系統取得異常報酬率數據時，分別因估計期股價資料不足與交易日期無法滿足事件期長度刪除 1 筆事件樣本，故最後進行實證分析之樣本事件共 81 筆。

第四章 實證結果與分析



第一節 樣本結構

本研究之樣本結構列示於表 4.1。樣本事件中，主併公司所處之產業以零組件製造業的 13 件最多 (16.05%)，其次為半導體業 11 件 (13.58%)，再來則是資訊、通訊及 IC 通路業 10 件；被併公司中，亦以零組件製造業的 16 件最多 (19.75%)，其次依序分別為光電業 10 件 (12.35%) 及半導體業 9 件 (11.11%)。

就產業型態來看，併購事件中有 62 件的主併公司是製造業，佔樣本事件比例的 76.54%；而被併公司也有 63 件是製造業，佔樣本事件比例的 77.78%，顯見併購事件中雙方公司大部分皆為製造業。

而就併購形式來看，同產業合併與非同產業合併之併購事件數大約相等，分別為 42 及 39 件，佔總樣本事件之比例 51.85% 及 48.15%；且併購事件大多數都是取得集團外股權，共有 67 件 (82.72%)，而屬集團內對子公司簡易合併的併購事件僅 14 件 (17.28%)。

表 4.1：樣本結構



產業類別	主併公司	佔總樣本比例	被併公司	佔總樣本比例
化學材料製品	2	2.47%	1	1.23%
水泥製品	1	1.23%	1	1.23%
半導體製品	11	13.58%	9	11.11%
石化原料	2	2.47%	2	2.47%
光電	7	8.64%	10	12.35%
印刷、造紙、紙漿	1	1.23%	1	1.23%
成衣	1	1.23%	1	1.23%
百貨批發零售	1	1.23%	1	1.23%
系統	6	7.41%	5	6.17%
金屬基本工業	2	2.47%	2	2.47%
建設	1	1.23%	1	1.23%
食品原料及飼料	2	2.47%	1	1.23%
貨櫃運輸業	2	2.47%	1	1.23%
通訊電子製品	1	1.23%	3	3.70%
週邊	8	9.88%	7	8.64%
資訊、通訊及 IC 通路	10	12.35%	5	6.17%
資訊服務、系統整合服務	3	3.70%	2	2.47%
運輸工具及零件製造	1	1.23%	1	1.23%
零組件	13	16.05%	16	19.75%
電信服務	2	2.47%	1	1.23%
電機製品	1	1.23%	1	1.23%
機械業	1	1.23%	0	0.00%
醫療、製藥、生物科技	2	2.47%	1	1.23%
貿易業	0	0.00%	2	2.47%
航運業	0	0.00%	1	1.23%
其他電子	0	0.00%	1	1.23%
軟體	0	0.00%	3	3.70%
其他工商服務	0	0.00%	1	1.23%
合計	81	100%	81	100%

表 4.1：樣本結構



產業型態	主併公司	佔總樣本比例	被併公司	佔總樣本比例
服務業	19	23.46%	18	22.22%
製造業	62	76.54%	63	77.78%
合計	81	100%	81	100%

併購形式	是	佔總樣本比例	否	佔總樣本比例
是否同產業合併	42	51.85%	39	48.15%
是否簡易合併	14	17.28%	67	82.72%

第二節 敘述性統計及相關性分析



本節將整理本研究的模型中所採用的各項變數，進行敘述性統計與相關性分析，以對於本研究中所採用的研究資料取得初步了解。

表 4.2 為本研究採用變數之敘述統計。在異常報酬率與累積異常報酬率部分，事件期為發布當日 (CAR_0) 及發布前一日至後一日 (CAR_1) 的平均值皆大於零 (分別為 0.3393 與 0.3597)，代表平均而言，投資人對併購事件的宣告抱持樂觀態度。至於發布前三日至後三日的累積異常報酬率 (CAR_3) 平均值小於零 (-0.1852) 則可能是事件日前三日 ($t=-3$) 併購資訊尚未流入市場，所以市場仍未受併購資訊影響，且在事件日後三日 ($t=3$) 市場對併購宣告的消息已經反應完畢，或是事件期中觀察到的累積異常報酬受到其他資訊影響所致。

與 35 號公報發布有關的主要變數部分，主併公司帳上商譽佔總資產比例 ($A_GWtoSize$) 最大值約為 0.21，最小值為 0，平均數約為 0.008，表示商譽對樣本事件的主併公司有一定的重要性，但重要程度則有很大差異 (標準差約為 0.028)，以樣本分布來看，主併公司帳上商譽多數為零 (中位數為 0)，且擁有帳上商譽的主併公司在產業分布上有集中性，多數為科技業；主併公司帳上總資產 (A_Size) 最大值為 459,000,000，最小值為 344,091，平均數為 54,700,000，以樣本分布來看，主併公司之間規模差異甚鉅 (標準差為 83,000,000)，但總體而言主併公司的規模都在 5,000,000 以上 (四分位數為 4,744,814)；主併公司淨利 (A_NI) 的最大值為 40,800,000，最小值為 -794,227，平均數為 4,133,866，以樣本分布來看，主併公司之間的獲利差異較總資產金額更大 (標準差為 8,220,140)，但總體而言主併公司的獲利都在 320,000 以上 (四分位數為 321,319)。

表 4.3 為本研究所使用變數之相關係數矩陣，由表中可知，除了主併公司帳上總資產與主併公司本期淨利有較高的相關性外，其餘變數之間亦有少數相關性顯著但程度不大的情況。所以本研究亦針對所有實證模型採用的變數用變異膨脹因子（VIF）進行檢定，以確認模型內各變數間是否存有共線性問題而影響最終實證結果。結果顯示 VIF 值皆在 5 以內，表示模型內各變數之間的共線性問題並不嚴重，應不致對實證模型與實證結果產生太大的影響。

表 4.2：敘述性統計分析

變 數		Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
CAR0		81	0.339288	1.330415	-2.6816	3.7979
CAR1		81	0.359724	2.301397	-4.0159	7.0818
CAR3		81	-0.185212	3.223739	-7.7458	8.6165
Var1	A_Size	81	54700000	83000000	344091	459000000
Var2	A_GWtoSize	81	0.007635	0.028371	0	0.214004
Var3	A_InvtoSize	81	0.102742	0.120678	0	0.619128
Var4	A_CFtoCash	81	-0.355278	2.758605	-23.60413	0.921837
Var5	A_NI	81	4133866	8220140	-794227	40800000
Var6	B_Invest	81	2117915	7523480	0	48300000
Var7	B_IA	81	115406.9	598440.3	0	5067426
Var8	B_NI_GR	81	0.301865	12.33553	-92.763	51.3766
Var9	B_Debtrate	81	0.406799	0.161558	0.064411	0.799843
Var10	No35	81	0.62963	0.485913	0	1



表 4.3：相關係數矩陣

	CAR0	CAR1	CAR3	Var1	Var2	Var3	Var4	Var5	Var6	Var7	Var8	Var9	Var10
CAR0	1.000												
CAR1	0.645	1.000											
CAR3	0.388	0.774	1.000										
Var1	-0.203	-0.147	0.060	1.000									
Var2	0.197	0.336	0.293	0.106	1.000								
Var3	-0.172	-0.181	-0.269	-0.103	-0.121	1.000							
Var4	-0.136	-0.245	-0.068	0.097	0.050	-0.066	1.000						
Var5	-0.129	-0.041	0.043	0.804	0.112	-0.115	0.087	1.000					
Var6	0.168	-0.006	-0.074	0.110	-0.061	0.012	0.065	-0.001	1.000				
Var7	-0.146	-0.099	-0.025	0.123	-0.045	-0.136	0.000	0.157	0.126	1.000			
Var8	-0.216	-0.046	-0.176	0.103	0.226	0.048	-0.005	0.163	-0.014	-0.006	1.000		
Var9	0.183	0.113	0.206	0.065	-0.046	-0.232	0.008	0.030	0.095	0.125	0.014	1.000	
Var10	0.027	-0.032	0.093	0.233	0.207	-0.325	0.199	0.259	0.003	-0.081	-0.059	0.144	1.000




第三節 併購事件宣告及 35 號公報發布

對主併公司股價累積異常報酬影響之假說檢定

本節之目的為檢驗併購事件宣告時，本研究的假說一——企業因宣告併購事件所產生之股價異常報酬為正——與假說二——35 號公報發布後，企業因宣告併購事件所產生之股價異常報酬率會大於公報發布前的異常報酬率——是否成立。本研究使用傳統法 t 檢定，先是求出 CAR_t 平均值的 t 值以檢定是否拒絕假說一，之後依 35 號公報發布之虛擬變數 No35 做為樣本分類依據，將事件樣本的 CAR_t 區分為 35 號公報發布前 ($No35 = 0$) 及 35 號公報發布後 ($No35 = 1$)，求出兩群樣本平均值 ($Mean(0); Mean(1)$) 相減之 t 值以檢定是否拒絕假說二，有關假說一及假說二的檢定過程及結果如表 4. (假說一之檢定) 及表 4. (假說二之檢定)。

由表 4.4 可知，假說一之檢定方法為檢定 CAR_t 的平均值是否為零。結果顯示，事件期為併購事件宣告當日及宣告前後一日之股價累積異常報酬平均值皆為正數 ($Mean(CAR_0) = 0.3393; Mean(CAR_1) = 0.3597$)。顯著程度部分， CAR_0 及 CAR_1 的平均值大於零的 t 值皆為顯著，其 p 值分別為 0.01 ($Mean(CAR_0) > 0$) 及 0.08 ($Mean(CAR_1) > 0$)。至於 CAR_3 的檢定部分，股價累積異常報酬之平均值為負數 ($Mean(CAR_3) = -0.1852$)，但在顯著程度部分，無論是 CAR_3 的平均數大於、等於或是小於零的 t 值皆不顯著， p 值分別為 0.30、0.61 及 0.70。如前一節所述，本研究推測 CAR_3 之平均數為負且不顯著之可能原因為併購事件之資訊在事件日前三日尚未流入市場，且股票市場在事件日後三日已將併購宣告之資訊反應完畢，故此事件期無顯著之累積異常報酬。



在表 4.5 假說二的檢定部分，假說之檢定方法為檢定分群之後的 CAR_t ，其平均值的差異是否顯著不為零，表 4.5 中平均值的差異以Diff表示，其值為 $Mean(0) - Mean(1)$ 。結果顯示，在樣本分群之後的股價累積異常報酬平均值差異在事件期為併購宣告當日及宣告前後三日皆為負數（ $Diff(CAR_0) = -0.0744$; $Diff(CAR_3) = -0.6168$ ；而事件期為併購事件宣告前後一日則為正數（ $Diff(CAR_1) = 0.1531$ ），但在顯著程度部分， $Diff(CAR_t)$ 無論是大於、等於或是小於零的 t 值皆不顯著。本研究認為以假說二檢定結果的整體而言，35 號公報對於併購事件宣告產生之累計異常報酬有正向作用，惟其作用並不顯著。本研究推測可能是因為樣本事件數量偏低（ $N=81$ ），且樣本分群的比例懸殊（ $N_0:N_1 = 30:51$ ）所致。而事件期為併購宣告前後一日的股價累積異常報酬平均值差異與其他兩個事件期反向的狀況，本研究推測可能是因為投資人較無法預期部分併購事件的結果，導致樂觀程度較不一致，進而影響累積異常報酬的趨勢所致。

表 4.4：Mean(CAR)之 t 檢定



Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
CAR0	81	0.3393	0.1478	1.3304	0.0451	0.6335

mean = mean(CAR0)	t = 2.2952
Ho: mean = 0	Degrees of freedom = 80

Ha: mean < 0
Pr(T < t) = 0.9878

Ha: mean ≠ 0
Pr(T > t) = 0.0243

Ha: mean > 0
Pr(T > t) = 0.0122

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
CAR1	81	0.3597	0.2557	2.3014	-0.1492	0.8686

mean = mean(CAR1)	t = 1.4068
Ho: mean = 0	Degrees of freedom = 80

Ha: mean < 0
Pr(T < t) = 0.9183

Ha: mean ≠ 0
Pr(T > t) = 0.1634

Ha: mean > 0
Pr(T > t) = 0.0817

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
CAR3	81	-0.1852	0.3582	3.2237	-0.898	0.5276

mean = mean(CAR3)	t = -0.5171
Ho: mean = 0	Degrees of freedom = 80

Ha: mean < 0
Pr(T < t) = 0.3033

Ha: mean ≠ 0
Pr(T > t) = 0.6065

Ha: mean > 0
Pr(T > t) = 0.6967

表 4.5：35 號公報發布前與後 Mean(CAR)之 t 檢定



CAR0：

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
No35 = 0	30	0.2925	0.2207	1.2086	-0.1589	0.7438
No35 = 1	51	0.3668	0.1972	1.4081	-0.0292	0.7629
Combined	81	0.3393	0.1478	1.3304	0.0451	0.6335
Diff		-0.0744	0.3080		-0.6873	0.5385

Diff = mean(0)-mean(1)	t = -0.2415
Ho: diff = 0	Degrees of freedom = 79

Ha: Diff < 0
Pr(T < t) = 0.4049

Ha: Diff ≠ 0
Pr(T > t) = 0.8098

Ha: Diff > 0
Pr(T > t) = 0.5951

CAR1：

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
No35 = 0	30	0.4561	0.4150	2.2729	-0.3926	1.3048
No35 = 1	51	0.3030	0.3275	2.3386	-0.3547	0.9608
Combined	81	0.3597	0.2557	2.3014	-0.1492	0.8686
Diff		0.1531	0.5326		-0.9070	1.2132

Diff = mean(0)-mean(1)	t = 0.2875
Ho: diff = 0	Degrees of freedom = 79

Ha: Diff < 0
Pr(T < t) = 0.6128

Ha: Diff ≠ 0
Pr(T > t) = 0.7745

Ha: Diff > 0
Pr(T > t) = 0.3872

CAR3 :



Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
No35 = 0	30	-0.5736	0.5953	3.2607	-1.7911	0.6440
No35 = 1	51	0.0432	0.4498	3.2121	-0.8602	0.9467
Combined	81	-0.1852	0.3582	3.2237	-0.8980	0.5276
Diff		-0.6168	0.7432		-2.0961	0.8625

Diff = mean(0)-mean(1)	t = -0.8299
Ho: diff = 0	Degrees of freedom = 79

Ha: Diff < 0
Pr(T < t) = 0.2045

Ha: Diff ≠ 0
Pr(T > t) = 0.4091

Ha: Diff > 0
Pr(T > t) = 0.7955

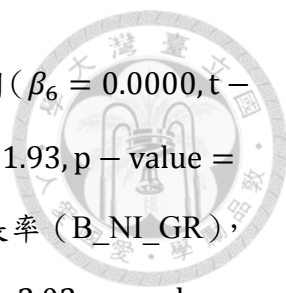
第四節 併購事件宣告產生之股價累計異常報酬原因分析



本節之目的為檢驗併購事件宣告時，主併公司與目標公司的各項財務指標是否會成為影響主併公司股價累積異常報酬的因素，並在迴歸模型中加入觀察變數—— $A_GWtoSize$ 、 A_Size 與 A_NI ——與 35 號公報發布之虛擬變數 $No35$ 的交乘項，以觀察 35 號公報發布後各項觀察變數影響併購事件宣告時主併公司之股價累積異常報酬的情況是否有預期的變化，藉以檢驗假說三至五——35 號公報發布後，主併公司之商譽、帳上總資產及上一年度淨利對併購事件宣告中產生之股價異常報酬率的影響較發布前更大——是否成立。

本研究首先使用迴歸模型中所考慮之各項變數的原型進行分析，以檢視本研究的主要變數與各項考慮的控制變數影響併購事件宣告時主併公司股價累積異常報酬的情形，整理出迴歸分析結果如表 4.6。


迴歸結果顯示，在併購事件宣告當日投資人對併購事件的評價中的主要變數部份，主併公司帳上的資產總額 (A_Size) 越高，將產生越大的負向異常報酬 ($\beta_1 = -0.0000, t - statistic = -2.40, p - value = 0.019$)，且主併公司帳上商譽佔主併公司總資產比例 ($A_GWtoSize$) 越高，將產生越大的正向股價異常報酬 ($\beta_2 = 13.9212, t - statistic = 2.83, p - value < 0.01$)，而主併公司上一期淨利越高，雖同樣將產生越大的正向股價異常報酬，但與應變數的關聯性並不顯著 ($\beta_5 = 0.0000, t - statistic = 1.48, p - value = 0.144$)，本研究認為可能是迴歸分析中同時觀察了 35 號公報發布前與發布後的樣本事件，且 35 號公報發布前的財務報表品質較不如發布後，所以獲利資訊的資訊內涵會被稀釋掉。不過，即使主要變數中有變數與併購事件宣告產生之股價異常報酬的關聯性不顯著，但三者與股價異常報酬之間的關係仍皆與預期相符。控制變數部份，目標公司的長期投資 (B_Invest)



與負債比率 ($B_Debrate$) 越高，將產生越大的正向股價異常報酬 ($\beta_6 = 0.0000, t - statistic = 2.42, p - value = 0.0018; \beta_9 = 1.6378, t - statistic = 1.93, p - value = 0.058$)，且目標公司帳上有越高的無形資產 (B_IA) 與淨利成長率 (B_NI_GR)，將產生越大的負向股價異常報酬 ($\beta_7 = -0.0000, t - statistic = -2.02, p - value = 0.047; \beta_8 = -0.0304, t - statistic = -2.71, p - value < 0.01$)，控制變數與併購事件宣告產生之股價異常報酬的關聯性皆與預期相符。其他變數與股價異常報酬的關係亦皆與預期相符，惟也可能因事件樣本中含有 35 號公報發布前之併購事件稀釋了各項財務指標於評價併購事件中的資訊內涵，故與應變數的關聯性並不顯著。

在以併購宣告前後一日主併公司股價之累積異常報酬為應變數的分析中的主要變數部份， A_Size 與 $A_GWtoSize$ 與併購事件宣告產生之股價累積異常報酬率的關聯性依然顯著 ($\beta_1 = -0.0000, t - statistic = -2.17, p - value = 0.033; \beta_2 = 32.7764, t - statistic = 3.83, p - value < 0.01$)，但 A_NI 與股價累積異常報酬率的關聯性則轉為顯著 ($\beta_5 = 0.0000, t - statistic = 1.70, p - value = 0.093$)，本研究認為此一現象並不代表主併公司前期淨利對投資人的參考價值提升，而是投資人對於較無法預期的併購事件態度與反應較不一致，影響財務指標與累積異常報酬相關的程度與顯著性。部份控制變數亦有類似的情況發生，主併公司的控制變數中，主併公司帳上長期投資佔總資產比例 ($A_InvtoSize$) 與上期產生現金流量佔現金比例 ($A_CFtoCash$) 與股價累積異常報酬的關聯性亦轉變為顯著 ($\beta_3 = -3.5459, t - statistic = -1.71, p - value = 0.092; \beta_4 = -0.2018, t - statistic = -2.38, p - value = 0.02$)。除以上五個變數外，其他控制變數與應變數的關聯性皆不顯著，不過各變數與併購事件期間股價累積異常報酬的關係仍與預期相符。

在分析 CAR_3 與主併及被併公司各項財務指標之關聯性的部份，多數變數對事件期觀察到的股價累積異常報酬已無顯著影響力，僅剩下主要變數 $A_GWtoSize$ 與



控制變數 B_NI_GR、B_Debtrate 的關聯性為顯著，且有部分變數(A_Size、B_Invest)與應變數的關係轉變為與預期不符 ($\beta_1 = 0.0000$; $\beta_6 = -0.0000$)。本研究認為關聯性隨著事件期拉長而漸不顯著的原因與前一節所述相同，即事件日之前的觀察期過長，會捕捉到與併購事件宣告無關的股價異常報酬；事件日之後的觀察期過長，則會捕捉到市場反應併購事件宣告完畢之後的股價異常報酬，而使本迴歸模型對於證券評價較無解釋能力。而對於變數與應變數的關係轉變為與預期不符的狀況，本研究則推測係因事件期拉長之後，雖然股價累積異常報酬所捕捉到的已不僅是併購事件宣告的效果，導致迴歸模型解釋的重點失焦，但原本使用在解釋併購事件宣告所產生的股價累積異常報酬之變數，可能對非併購事件之發生所產生的股價累積異常報酬或是一般的證券評價仍有參考價值，但是用於解釋其他應變數所預期的關係與本研究相反所致。

表 4.6：原型變數之迴歸結果



自變數	應變數		
	CAR0	CAR1	CAR3
$\beta 1:A_Size$	0.0000 (0.019)**	0.0000 (0.033)**	0.0000 (0.833)
$\beta 2:A_GWtoSize$	13.9212 (0.006)***	32.7764 (0.000)***	39.3245 (0.002)***
$\beta 3:A_InvtoSize$	-1.7628 (0.143)	-3.5459 (0.092)*	-5.5125 (0.073)*
$\beta 4:A_CFtoCash$	-0.0696 (0.157)	-0.2018 (0.020)**	-0.0986 (0.428)
$\beta 5:A_NI$	0.0000 (0.144)	0.0000 (0.093)*	0.0000 (0.867)
$\beta 6:B_Invest$	0.0000 (0.018)**	0.0000 (0.427)	0.0000 (0.562)
$\beta 7:B_IA$	0.0000 (0.047)**	0.0000 (0.156)	0.0000 (0.498)
$\beta 8:B_NI_GR$	-0.0304 (0.008)***	-0.0282 (0.152)	-0.0687 (0.018)**
$\beta 9:B_Debtrate$	1.6378 (0.058)*	2.0121 (0.178)	4.0616 (0.065)*
$\beta 10:No35$	-0.2521 (0.420)	-0.7596 (0.164)	-0.6395 (0.299)
F-Statistics	3.32	3.19	2.36
Prob > F	0.0014	0.002	0.0183
R-squared	0.3214	0.3134	0.2518
樣本數	81	81	81

括號為 p-value，***表示在信賴水準 10%時為顯著，**表示在信賴水準 5%時為顯著，*表示在信賴水準 1%時為顯著。

第五節 35 號公報的發布提升財務指標資訊內涵之觀察



分析完迴歸模型的原型、探討了併購事件宣告所產生的股價累積異常報酬與主併及被併公司各項財務指標的關係之後，本研究接下來欲觀察 35 號公報發布後，財務資訊在投資人評價併購事件中的重要性是否因財務報表品質的改善而提升，因而加入財務指標與 35 號公報發布之虛擬變數的交乘項 $A_Size*No35$ 、 $A_GWtoSize*No35$ 與 $A_NI*No35$ ，並將觀察結果列示於表 4.7。

迴歸結果顯示，不論觀察期長短，併購事件宣告所產生之股價累積異常報酬與各項財務指標，包含主要變數在內，關係皆與迴歸模型原型相同，表示主要變數與應變數關聯性的方向並不因 35 號公報的發布而改變。但在關聯性的程度方面，主併公司帳上總資產對評價併購事件的重要性，不論事件期的長短，在 35 號公報發布後都是上升的 ($(\beta_{11} - \beta_1)_0 = -0.0000$; $(\beta_{11} - \beta_1)_1 = -0.0000$; $(\beta_{11} - \beta_1)_3 = -0.0000$)，重要性上升的效果也發生在主併公司上一期的淨利上 ($(\beta_{13} - \beta_5)_0 = 0.0000$; $(\beta_{13} - \beta_5)_1 = 0.0000$; $(\beta_{13} - \beta_5)_3 = 0.0000$)。此一現象表示 35 號公報發布後，綜效假說與傲慢假說在投資人評價併購事件時有了更明顯的體現，使主併公司的規模及上一期獲利表現更受注重。不過，在觀察期為併購事件宣告當日與前後一日的迴歸結果中，主併公司帳上商譽佔總資產的比例在 35 號公報發布後與併購事件宣告產生之股價累積異常報酬的關係是減弱的 ($(\beta_{12} - \beta_2)_0 = -0.05849$; $(\beta_{12} - \beta_2)_1 = -0.2547$)。本研究認為，可能是投資人預期商譽的風險性質對其而言從原來僅是每年固定認列費用，轉變為隨時有可能認列大幅減值，其預期難度與不確定性的增加帶給投資人的負面影響高於其較能夠表現主併公司在過去併購事件中維持併購資產之獲利能力的正面效益，導致商譽佔總資產比例在 35 號公報發布後對投資人評價併購事件的重要性下降。至於該變數在觀察期為併購事件前後三日與應變數的關係出現增強的狀況 ($(\beta_{12} - \beta_2)_3 = 0.0840$)，本研究

依然維持一貫的認定，認為該觀察期所產生的迴歸結果因捕捉事件宣告的效果不理想，所以會產生自變數與應變數的關係與預期反向以及趨勢走向異常的狀況。

總結來看，本研究的迴歸模型證明了主、被併公司的某些財務指標在投資人評價併購事件中的重要性，且亦利用主併者公司帳上總資產、商譽佔總資產比例以及上一期淨利與虛擬變數的交乘項觀察主要變數在 35 號公報發布後對投資人評價併購事件之重要性的改變，證明了 35 號公報的發布所帶來改善財務報表品質的預期確實會使財務資訊帶給投資人更多資訊內涵。雖然本研究的迴歸模型所觀察到的主併公司商譽佔總資產比例在 35 號公報發布後對投資人在評價併購事件中的重要性下降，但本研究認為此一現象仍是 35 號公報造成的影響，改變企業帳上資產之風險性質的結果。

表 4.7：主要變數與 No35 交乘後之迴歸結果



自變數	應變數		
	CAR0	CAR1	CAR3
$\beta 3:A_InvtoSize$	-2.0441 (0.091)*	-3.8551 (0.071)*	-5.4325 (0.079)*
$\beta 4:A_CFtoCash$	-0.0747 (0.128)	-0.2089 (0.017)**	-0.0967 (0.437)
$\beta 6:B_Invest$	0.0000 (0.011)**	0.0000 (0.388)	0.0000 (0.575)
$\beta 7:B_IA$	0.0000 (0.048)**	0.0000 (0.175)	0.0000 (0.515)
$\beta 8:B_NI_GR$	-0.0290 (0.012)**	-0.0268 (0.178)	-0.0695 (0.017)**
$\beta 9:B_Debtrate$	1.4328 (0.096)*	1.7226 (0.253)	4.0900 (0.063)*
$\beta 10:No35$	-0.0375 (0.909)	-0.5475 (0.346)	-0.7035 (0.402)
$\beta 11:A_Size*No35$	0.0000 (0.016)**	0.0000 (0.086)*	0.0000 (0.935)
$\beta 12:A_GWtoSize*No35$	13.8627 (0.006)***	32.5217 (0.000)***	39.4085 (0.002)***
$\beta 13:A_NI*No35$	0.0000 (0.085)*	0.0000 (0.117)	0.0000 (0.797)
F-Statistics	3.36	2.97	2.36
Prob > F	0.0013	0.0036	0.018
R-squared	0.3241	0.2981	0.2523
樣本數	81	81	81

括號為 p-value，***表示在信賴水準 10%時為顯著，**表示在信賴水準 5%時為顯著，*表示在信賴水準 1%時為顯著。

第五章 敏感性測試



本章之目的在於延續前一章之研究，探討除了 35 號公報的發布外，是否可能有其他因素會影響併購事件宣告後投資人對主併公司的股票評價，以及該項其他因素是否會影響 35 號公報發布後主被併公司財務指標對於投資人評價併購事件的重要性。

第一節 主被併公司產業相同與否

對併購事件宣告後產生股價累積異常報酬之影響

不論國內外的研究皆一致指出，併購事件中雙方公司所屬的產業是否相關，投資人將因為預期主併公司的技術或是法令進入門檻不同而對併購事件作出不同的評價，進而使主併公司股價產生不同的累積異常報酬。Morck, Shleifer 與 Vishny (1990) 認為，公司的經營績效越差時，企業的經理人將越有可能尋找不同的產業進行併購，企圖為經營不善尋求出路；而 Flanagan (1996) 更進一步指出，非相關產業間互相併購只會對主併者股東的財富產生負面影響。因此，本研究依照 TEJ 資料庫中對於企業所屬產業的分類，產生分辨主被併公司是否屬於相同產業的虛擬變數 Industry，設定若併購事件中的主被併公司若屬於相同產業則為 1，否則為 0，將樣本分群後再觀察併購宣告當日之異常報酬率 (CAR_0) 與原始的迴歸模型中變數之間的關係。

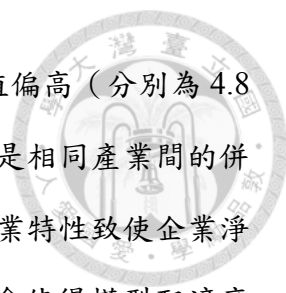
表 5.1 為將併購事件樣本區分出主被併公司之產業是否相同後再對 CAR_0 的平均值進行 t 檢定之結果。結果顯示，不論是以全樣本或是將樣本再區分為 35 號公報發布前及發布後，相同產業間之併購事件 ($Industry = 1$) 宣告產生之股價異常

報酬率平均值皆低於不同產業間之併購事件 ($\text{Industry} = 0$) 宣告所產生之股價異常報酬率的平均值，但併購事件中主被併公司之產業相同與否對於事件宣告後產生股價異常報酬率之影響並不顯著。

表 5.2 及 5.3 為區分出主被併公司之產業是否相關後，利用本研究中的迴歸模型觀察 CAR_0 與各變數原型以及將主要變數與 No35 交乘後的迴歸結果。結果顯示，不論主被併公司的產業是否相同，併購事件宣告後股價異常報酬率與各項財務指標之間的關係皆與主要測試的結果相同，而在考慮主要變數與 No35 的交乘項之前，相同產業的併購事件中主被併公司的各項財務指標與股價異常報酬率之間的關係皆不顯著；而不同產業的併購事件中，主併公司帳上商譽佔總資產比例、被併公司帳上的長期投資、淨利成長率及負債比率與併購事件宣告產生股價異常報酬的關係是顯著的，表示在不同產業的併購事件中，投資人會比較關心雙方公司的財務指標，對被併購公司的財務資訊尤其注重。依據迴歸結果，本研究認為在非相關產業併購方面，投資人較關心的是被併公司的投資標的是否能為主併公司帶來併購綜效，以及被併公司之經營狀況是否會影響研議併購對價時主併公司的議價空間，藉以預期併購事件是否將對主併者股東的財富產生不良影響。

在考慮主要變數與 No35 交乘效果後的結果顯示，不同產業的併購事件中，投資人關心的財務指標與使用原型變數的迴歸結果相同；相同產業的併購事件中，投資人則會開始關心主併公司帳上的總資產、商譽對總資產比例以及被併公司帳上的長期投資等資訊。本研究認為此現象代表投資人在 35 號公報發布之後，會因財務資訊的品質改善而開始使用其作為相同產業之併購事件是否能產生綜效的參考。

不過，在相同產業併購事件 ($\text{Industry} = 1$) 的觀察中，顯示出的迴歸結果有模型配適度的問題 ($F\text{-Statistics} = 0.87, \text{Prob.} > F = 0.5656$)。在對該實證模型採變數用



變異膨脹因子 (VIF) 檢定後，發現係 A_NI 與 A_Size 的 VIF 值偏高 (分別為 4.8 與 3.24，Mean VIF = 1.9) 所致，但仍在 5 以內。推測原因可能是相同產業間的併購事件中，主被併公司所屬產業幾乎都是製造及傳統產業，其產業特性致使企業淨利與企業帳上總資產具有高度相關性，導致同時觀察此二變數會使得模型配適度出現不良的情況。

表 5.1：區分產業相同性 Mean(CAR)之 t 檢定



以全樣本進行產業相同性區分之 t 檢定：

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
Industry = 0	39	0.3630	0.2264	1.4139	-0.0954	0.8213
Industry = 1	42	0.3173	0.1952	1.2648	-0.0768	0.7115
Combined	81	0.3393	0.1478	1.3304	0.0451	0.6335
Diff		0.0456	0.2977		-0.5469	0.6382

Diff = mean(0)-mean(1)	t = 0.1533
Ho: diff = 0	Degrees of freedom = 79

Ha: Diff < 0
Pr(T < t) = 0.5607

Ha: Diff ≠ 0
Pr(T > t) = 0.8785

Ha: Diff > 0
Pr(T > t) = 0.4393

以 35 號公報發布前之事件進行產業相同性區分之 t 檢定：

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
Industry = 0	11	0.2991	0.4187	1.3887	-0.6338	1.2321
Industry = 1	19	0.2886	0.2598	1.1323	-0.2571	0.8343
Combined	30	0.2925	0.2207	1.2086	-0.1588	0.7438
Diff		0.0105	0.4660		-0.9440	0.9651

Diff = mean(0)-mean(1)	t = 0.0226
Ho: diff = 0	Degrees of freedom = 28

Ha: Diff < 0
Pr(T < t) = 0.5089

Ha: Diff ≠ 0
Pr(T > t) = 0.9821

Ha: Diff > 0
Pr(T > t) = 0.4911

以 35 號公報發布後之事件進行產業相同性區分之 t 檢定：



Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
Industry = 0	28	0.3880	0.2737	1.4481	-0.1735	0.9496
Industry = 1	23	0.3410	0.2898	1.3897	-0.2599	0.9420
Combined	51	0.3668	0.1972	1.4081	-0.0292	0.7629
Diff		0.0470	0.4002		-0.7573	0.8513

Diff = mean(0)-mean(1)	t = 0.1174
Ho: diff = 0	Degrees of freedom = 49

Ha: Diff < 0
Pr(T < t) = 0.5465

Ha: Diff ≠ 0
Pr(T > t) = 0.9070

Ha: Diff > 0
Pr(T > t) = 0.4535

表 5.2：區分產業相同與否後原型變數之迴歸結果



自變數	Industry = 0	Industry = 1
$\beta 1:A_Size$	0.0000	0.0000
	(0.332)	(0.250)
$\beta 2:A_GWtoSize$	30.4813	10.8920
	(0.029)**	(0.104)
$\beta 3:A_InvtoSize$	-1.8765	-1.1367
	(0.222)	(0.625)
$\beta 4:A_CFtoCash$	-0.0878	-0.0718
	(0.840)	(0.207)
$\beta 5:A_NI$	0.0000	0.0000
	(0.722)	(0.431)
$\beta 6:B_Invest$	0.0000	0.0000
	(0.088)*	(0.170)
$\beta 7:B_IA$	0.0000	0.0000
	(0.999)	(0.134)
$\beta 8:B_NI_GR$	-0.0004	-0.0003
	(0.005)***	(0.717)
$\beta 9:B_Debtrate$	3.2517	0.0326
	(0.020)**	(0.981)
$\beta 10:No35$	-0.5591	-0.3087
	(0.295)	(0.548)
F-Statistics	3.02	0.87
Prob > F	0.0103	0.5656
R-squared	0.5187	0.2201
樣本數	39	42

括號為 p-value，***表示在信賴水準 10%時為顯著，**表示在信賴水準 5%時為顯著，*表示在信賴水準 1%時為顯著。

虛擬變數 Industry 的定義為：若是相同產業併購則為 1，否則為 0。

表 5.3：區分產業相同與否後

主要變數與 No35 交乘之迴歸結果



自變數	Industry = 0	Industry = 1
$\beta 3:A_InvtoSize$	-1.8643	-2.3532
	(0.226)	(0.305)
$\beta 4:A_CFtoCash$	-0.0801	-0.0794
	(0.854)	(0.149)
$\beta 6:B_Invest$	0.0000	0.0000
	(0.093)*	(0.049)**
$\beta 7:B_IA$	0.0000	0.0000
	(0.995)	(0.116)
$\beta 8:B_NI_GR$	-0.0004	0.0000
	(0.005)***	(0.974)
$\beta 9:B_Debtrate$	3.2646	-0.3032
	(0.019)**	(0.821)
$\beta 10:No35$	-0.5496	0.0516
	(0.307)	(0.921)
$\beta 11:A_Size*No35$	0.0000	0.0000
	(0.355)	(0.081)*
$\beta 12:A_GWtoSize*No35$	30.7796	16.4006
	(0.029)**	(0.035)**
$\beta 13:A_NI*No35$	0.0000	0.0000
	(0.754)	(0.116)
F-Statistics	3.01	1.1
Prob > F	0.0105	0.3898
R-squared	0.5178	0.2626
樣本數	39	42

括號為 p-value，***表示在信賴水準 10%時為顯著，**表示在信賴水準 5%時為顯著，*表示在信賴水準 1%時為顯著。

虛擬變數 Industry 的定義為：若是相同產業併購則為 1，否則為 0。


第二節 併購之性質對事件宣告後

產生股價累積異常報酬之影響




本研究在篩選樣本及獲取樣本相關資訊的過程中發現，有許多併購事件的性質僅是集團內宣告的簡易合併，意即許多併購事件的經濟實質僅是集團內母公司為節省營運成本、精簡人力物力而合併消滅旗下的子公司。本研究認為該類併購事件與取得集團外部股權之併購案件，在可能發生的經營風險及相關成本的性質上有很大差異。簡易合併的併購案件因為被併購公司原本就是集團內的營運部門之一，母公司對其營業特性及相關風險較為了解，故可以推論該類併購案件對主併公司的營運造成之影響不大，甚至還可以預期併購之後將產生節省成本的效果；反觀取得集團外部股權之併購案件，由於主併公司可能不了解被併公司的企業文化、營運內容甚至產業特性等資訊，使得併購的結果好壞難以預測，唯一可以預測的是主併公司將會因為併購行為而支付併購對價。基於併購案件的性質不同將產生不同的風險與成本，本研究認為投資人在評價併購事件時，對於簡易合併與非簡易合併事件所參考的財務指標應會不同，也會使主併公司產生不同的股價異常報酬率。因此，本研究依照公開資訊觀測站中併購宣告對於併購性質的定義，產生分辨併購案件是否為簡易合併的虛擬變數 Simple，設定若併購案件為簡易合併則為 1，否則為 0，將樣本分群後再觀察併購宣告當日之異常報酬率 (CAR_0) 與原始的迴歸模型中變數之間的關係。。

表 5.4 為併購事件樣本區分出併購事件是否為簡易合併後再對 CAR_0 的平均值進行 t 檢定之結果。結果顯示，以全樣本或是以 35 號公報發布後的樣本進行分群的 t 檢定，性質為簡易合併 (Simple = 1) 的併購事件宣告產生之股價異常報酬率平均值皆低於非簡易合併之併購事件 (Simple = 0) 宣告所產生之股價異常報酬率



的平均值，且在 35 號公報發布後，簡易合併與非簡易合併宣告所產生的股價異常報酬率差異顯著。但在 35 號公報發布前，簡易合併的事件宣告所產生的平均股價異常報酬率卻有高於非簡易合併事件宣告所產生的平均股價異常報酬率的狀況，但這樣的狀況並不顯著。本研究認為簡易合併的宣告較不會影響投資人評價主併公司的方式，即簡易合併的宣告較無資訊內涵，故此類併購事件的宣告所產生的股價異常報酬會較非簡易合併宣告為低。而在 35 號公報發布前差異為反向的狀況，本研究認為係因 35 號公報發布前的併購事件樣本數量較少，以致產生之統計量較無解釋力，且在 35 號公報發布前的財務資訊較不具資訊內涵，使得投資人較無法預期非簡易合併的結果，導致對於併購風險相對較小的簡易合併給出較正面的評價。

在迴歸結果部份，本研究區分出併購事件之性質是否為簡易合併後，利用前章的迴歸模型觀察 CAR_0 與各變數原型以及將主要變數與 No35 交乘後的迴歸結果。結果如表 5.5 及 5.6 所示，不論併購性質是否為簡易合併，併購事件宣告後股價異常報酬率與各項財務指標之間的關係皆與主要測試的結果相同，而在考慮主要變數與 No35 的交乘項之前，簡易合併事件的宣告中主被併公司的各項財務指標與股價異常報酬率之間的關係皆不顯著；而非簡易合併的併購事件宣告中，主併公司帳上的總資產金額、商譽佔總資產比例、被併公司帳上的無形資產及淨利成長率與併購事件宣告產生股價異常報酬的關係是顯著的，表示在非簡易合併的併購事件中，投資人會較為關心雙方公司的財務指標，尤其注重併購理論中有關傲慢假說的指標。根據迴歸結果，本研究認為在非簡易合併方面，投資人較關心的是主併公司是否能妥善管理併購後新增的資產以及是否能夠協議出合理的併購對價，並藉此預期併購事件是否將降低主併公司的營運營運及侵蝕主併者股東的財富。



在考慮主要變數與 No35 交乘效果後的結果顯示，非簡易合併事件中，投資人關心的財務指標與使用原型變數的迴歸結果大致相同，但會因為 35 號公報的發布而更加關心主併公司前期的獲利表現；在簡易合併事件中，投資人則會開始關心主併公司帳上的總資產、商譽對總資產比例以及淨利等主要變數，還有被併公司的負債比率及淨利成長率等資訊。本研究認為投資人在 35 號公報發布之後，會因財務資訊的品質改善而開始使用一些雙方公司的財務指標來預期併購的效果及合理性，進而使主併公司產生股價異常報酬。

表 5.4：區分併購性質 Mean(CAR)之 t 檢定



以全樣本區分併購性質之 t 檢定：

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
Simple = 0	67	0.3710	0.1610	1.3180	0.0495	0.6925
Simple = 1	14	0.1874	0.3820	1.4294	-0.6379	1.0128
Combined	81	0.3393	0.1478	1.3304	0.0451	0.6335
Diff		0.1836	0.3929		-0.5984	0.9656

Diff = mean(0)-mean(1)	t = 0.4673
Ho: diff = 0	Degrees of freedom = 79

Ha: Diff < 0
Pr(T < t) = 0.6792

Ha: Diff ≠ 0
Pr(T > t) = 0.6416

Ha: Diff > 0
Pr(T > t) = 0.3208

以 35 號公報發布前之事件進行併購性質區分之 t 檢定：

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
Simple = 0	22	0.1242	0.2390	1.1211	-0.3728	0.6213
Simple = 1	8	0.7551	0.4934	1.3956	-0.4116	1.9219
Combined	30	0.2925	0.2207	1.2086	-0.1588	0.7438
Diff		-0.6309	0.4936		-1.6421	0.3802

Diff = mean(0)-mean(1)	t = -1.2781
Ho: diff = 0	Degrees of freedom = 28

Ha: Diff < 0
Pr(T < t) = 0.1059

Ha: Diff ≠ 0
Pr(T > t) = 0.2117

Ha: Diff > 0
Pr(T > t) = 0.8941



以 35 號公報發布後之事件進行併購性質區分之 t 檢定：

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
Simple = 0	45	0.4917	0.2087	1.4002	0.0710	0.9123
Simple = 1	6	-0.5695	0.4800	1.1758	-1.8035	0.6645
Combined	51	0.3668	0.1972	1.4081	-0.0292	0.7629
Diff		1.0612	0.5993		-0.1432	2.2656

Diff = mean(0)-mean(1)	t = 1.7707
Ho: diff = 0	Degrees of freedom = 49

Ha: Diff < 0
Pr(T < t) = 0.9586

Ha: Diff ≠ 0
Pr(T > t) = 0.0828

Ha: Diff > 0
Pr(T > t) = 0.0414

表 5.5：區分併購性質後原型變數之迴歸結果



自變數	Simple = 0	Simple = 1
$\beta 1:A_Size$	0.0000	0.0000
	(0.021)**	(0.386)
$\beta 2:A_GWtoSize$	12.6878	326.3334
	(0.015)**	(0.184)
$\beta 3:A_InvtoSize$	-1.9554	8.5377
	(0.139)	(0.331)
$\beta 4:A_CFtoCash$	-0.1966	-0.0391
	(0.499)	(0.854)
$\beta 5:A_NI$	0.0000	0.0000
	(0.198)	(0.828)
$\beta 6:B_Invest$	0.0000	0.0000
	(0.243)	(0.269)
$\beta 7:B_IA$	0.0000	0.0000
	(0.060)*	(0.885)
$\beta 8:B_NI_GR$	-0.0003	-0.0078
	(0.014)**	(0.198)
$\beta 9:B_Debtrate$	1.4773	10.2561
	(0.158)	(0.114)
$\beta 10:No35$	-0.0738	-1.9228
	(0.840)	(0.155)
F-Statistics	2.57	1.74
Prob > F	0.0124	0.3551
R-squared	0.3145	0.8531
樣本數	67	14

括號為 p-value，***表示在信賴水準 10%時為顯著，**表示在信賴水準 5%時為顯著，*表示在信賴水準 1%時為顯著。

虛擬變數 Simple 的定義為：若為簡易合併則為 1，否則為 0。

表 5.6：區分併購性質後主要變數與 No35 交乘之迴歸結果

自變數	Simple = 0	Simple = 1
$\beta 3:A_InvtoSize$	-2.2601	0.3451
	(0.087)*	(0.913)
$\beta 4:A_CFtoCash$	-0.1865	0.0223
	(0.518)	(0.837)
$\beta 6:B_Invest$	0.0000	0.0000
	(0.147)	(0.121)
$\beta 7:B_IA$	0.0000	0.0000
	(0.059)*	(0.373)
$\beta 8:B_NI_GR$	-0.0003	-0.0069
	(0.019)**	(0.067)*
$\beta 9:B_Debtrate$	1.1390	7.6133
	(0.274)	(0.049)**
$\beta 10:No35$	0.2086	-2.1593
	(0.585)	(0.037)**
$\beta 11:A_Size*No35$	0.0000	0.0000
	(0.014)**	(0.069)*
$\beta 12:A_GWtoSize*No35$	12.5105	318.8599
	(0.016)**	(0.046)**
$\beta 13:A_NI*No35$	0.0000	0.0000
	(0.094)*	(0.052)*
F-Statistics	2.68	6.03
Prob > F	0.0094	0.0831
R-squared	0.3237	0.9526
樣本數	67	14

括號為 p-value，***表示在信賴水準 10%時為顯著，**表示在信賴水準 5%時為顯著，*表示在信賴水準 1%時為顯著。

虛擬變數 Simple 的定義為：若為簡易合併則為 1，否則為 0。

第三節 對綜效假說與傲慢假說的進一步探討



本研究於迴歸模型中使用了主併公司帳上的總資產作為觀察傲慢假說於併購事件宣告時如何影響投資人的指標，在綜效假說的觀察方面則使用了主併公司的本期淨利及本期產生現金流量佔現金及約當現金比例作為研究的指標。但是能夠表彰綜效假說及傲慢假說在併購事件中影響投資人之預期的指標可能不只一種。因此，本研究於 Model 1 中，以主併公司的本期稅前常續淨利 (A_Con_EBT) 代替本期淨利 (A_NI)，再用營運活動現金流量佔現金比例 ($A_CFtoCash$) 代替本期產生現金流量佔現金比例 ($A_CFtoCash$)，以探討在更換替代變數之後，在應變數為 CAR_0 的模型中，迴歸結果是否仍與主要測試一致。其中， A_Con_EBT 為主併公司最近一期財務報表中淨利扣除所得稅及營業外損益的金額； $A_CFtoCash$ 為主併公司最近一期財務報表中來自營運活動現金流量除以帳上現金及約當現金的金額。在 Model 2 中，本研究在應變數為 CAR_0 的原始迴歸模型中加入了主被併公司規模比 ($Scale_Size$)，利用主併公司帳上總資產除以被併公司帳上總資產，以觀察主被併公司帳上總資產金額的差距是否為投資人在評價併購事件中辨認傲慢併購的指標之一。

如表 5.7 與表 5.8 所示，在 Model 1 的觀察部分，將 $A_CFtoCash$ 與 A_NI 分別用 $A_CFtoCash$ 與 A_Con_EBT 代替後，此二變數在原型變數和與 No35 交乘後的迴歸結果中與併購事件宣告當日的股價累積異常報酬的關係分別是反向與正向，與主要測試相同，且在統計上依然不顯著。 $A_CFtoCash$ ， $A_CFtoCash$ 的係數有下降的現象，表示在併購事件的宣告中，投資人較關心的是主併公司產生現金的能力，而不關心現金的來源；而相較於 A_NI ， A_Con_EBT 在併購事件中對投資人的影響力差異不大，可能代表在此研究中淨利與稅前常續利益具有高度共線性，也可

能表示投資人在併購事件的評價中，對於分辨盈餘資訊種類的要求並不精確，以致本期淨利與常續稅前淨利對投資人而言具有相同的資訊內涵。



在 Model 2 的結果部份，在主要測試的迴歸模型原型中加入了代表主被併公司規模差距的變數 $Scale_Size$ 後，發現此一變數雖然在統計上與應變數的關係不顯著，但亦代表主被併公司規模上的差距在併購事件的宣告中對投資人的評價而言是一個負面訊號，符合傲慢假說的預期。

表 5.7：增改觀察變數後原型變數之迴歸結果

自變數	Model 1	Model 2
$\beta 1:A_Size$	0.0000	0.0000
	(0.015)**	(0.033)**
$\beta 2:A_GWtoSize$	13.9627	13.8770
	(0.006)***	(0.006)***
$\beta 3:A_InvtoSize$	-1.6989	-1.8194
	(0.163)	(0.132)
$\beta 4:A_CFtoCash$		-0.0669
		(0.174)
$\beta 5:A_NI$		0.0000
		(0.153)
$\beta 6:B_Invest$	0.0000	0.0000
	(0.023)**	(0.024)**
$\beta 7:B_IA$	0.0000	0.0000
	(0.076)*	(0.042)**
$\beta 8:B_NI_GR$	-0.0304	-0.0295
	(0.009)***	(0.011)**
$\beta 9:B_Debtrate$	1.5776	1.4328
	(0.075)*	(0.107)
$\beta 10:No35$	-0.3351	-0.2482
	(0.284)	(0.427)
$\beta 14:A_CFOtoCash$	-0.0205	
	(0.586)	
$\beta 15:A_Con_EBT$	0.0000	
	(0.11)	
$\beta 16:Scale_Size$		-0.0033
		(0.347)
F-Statistics	3.1	3.09
Prob > F	0.0025	0.002
R-squared	0.3073	0.3301
樣本數	81	81

括號為 p-value，***表示在信賴水準 10%時為顯著，**表示在信賴水準 5%時為顯著，*表示在信賴水準 1%時為顯著。

表 5.8：增改觀察變數後主要變數與 No35 交乘之迴歸結果

自變數	Model 1	Model 2
$\beta 3:A_InvtoSize$	-2.0277	-2.0678
	(0.096)*	(0.089)*
$\beta 4:A_CFtoCash$		-0.0718
		(0.145)
$\beta 6:B_Invest$	0.0000	0.0000
	(0.011)**	(0.016)**
$\beta 7:B_IA$	0.0000	0.0000
	(0.088)*	(0.044)**
$\beta 8:B_NI_GR$	-0.0291	-0.0283
	(0.012)**	(0.014)**
$\beta 9:B_Debtrate$	1.3186	1.2663
	(0.134)	(0.152)
$\beta 10:No35$	-0.0856	-0.0528
	(0.794)	(0.873)
$\beta 11:A_Size*No35$	0.0000	0.0000
	(0.009)***	(0.032)**
$\beta 12:A_GWtoSize*No35$	14.0050	13.8231
	(0.006)***	(0.006)***
$\beta 13:A_NI*No35$		0.0000
		(0.107)
$\beta 14:A_CFOtoCash$	-0.0290	
	(0.442)	
$\beta 15:A_Con_EBT*No35$	0.0000	
	(0.042)**	
$\beta 16:Scale_Size$		-0.0029
		(0.41)
F-Statistics	3.24	3.1
Prob > F	0.0018	0.0019
R-squared	0.3161	0.3308
樣本數	81	81

括號為 p-value，***表示在信賴水準 10%時為顯著，**表示在信賴水準 5%時為顯著，*表示在信賴水準 1%時為顯著。


第四節 對高科技業併購事件宣告之觀察



本研究使用的併購事件樣本除了有約一半的併購案件宣告屬於聯屬公司間的簡易合併外，亦有大約四分之三的併購事件的主併公司產業屬於高科技業。由於高科技業相較於其他產業，其產品的生命週期較短、產業環境的變化也比較快速，致使固定資產與技術的經濟年限較短，故可以想見，35 號公報的發布對高科技業的衝擊將遠比其他產業來得巨大。

基於以上情況，本研究於敏感性測試中在主要測試時觀察 35 號公報發布後的迴歸模型中加入了分辨併購事件之主併公司是否為高科技業者的虛擬變數 Hightech 將樣本分群，定義若是併購事件中的主併公司屬於高科技業則為 1，否則為 0。藉以觀察各項財務指標對高科技業與非高科技業主導的併購事件所產生的股價異常報酬是否有不同的影響，並將迴歸結果列示於表 5.9。

迴歸結果顯示，在 35 號公報發布後的高科技業併購事件（Hightech=1）中，對併購宣告當日產生之股價累積異常報酬具有顯著影響的變數較主要測試為少。經檢視兩群樣本的迴歸結果之後發現，相較於非高科技業併購事件（Hightech=0）而言，評價高科技業的併購事件時，投資人較關心主併公司的規模、本期淨利以及被併公司的無形資產，而較不關心主併公司的現金流量、商譽以及被併公司的負債比率。本研究認為可能係因高科技業的併購中，主被併公司的平均規模差距較非高科技業併購事件為大，所以主併公司的現金、被併公司的負債比率等財務狀況指標較容易被忽略，投資人比較重視的是主併公司的併購態度及併購之後的營運效果。而在樣本分群的結果中，本研究亦發現非高科技業併購事件中的主併公司長期投資佔總資產比例、被併公司長期投資以及 35 號公報的虛擬變數對累積異常報酬率的影響與高科技業併購事件反向的情形，可能代表在非高科技產業的併購事件中，



因為投資人認為傲慢併購的情況可能較高科技業併購不嚴重，所以主併公司的長期投資對併購事件的評價而言並非一個負面訊號；相反的，投資人可能認為被併公司的長期投資與主併公司所經營的業務關聯性不大、在併購後可能無法產生綜效，反而容易增加主併公司管理上的風險，所以在評價之中成為一負面訊號。在 35 號公報的虛擬變數方面，則因該公報對高科技產業盈餘上的負面影響較為明顯，且投資人可能預期該公報對其他產業的影響主要是能夠改善財務資訊品質，故此一變數在兩群樣本的併購事件宣告中對累積異常報酬的影響有相反的情況，符合本研究之推論。

另外，以往許多高科技業者傾向利用股票或是選擇權來進行員工紅利的發放，一則提振士氣、有助於組織管理，另一方面則能夠避開薪資費用的認列、使紅利發放不影響本期損益。但在民國 97 年 1 月 1 日，會計準則要求企業將員工紅利費用化之公報適用之後，企業在為了留住優秀人才的考量下，改採現金、認股權憑證等方式進行紅利發放，一方面增加營運風險、另一方面也會對盈餘造成負面影響、間接衝擊投資人對高科技業股票的評價。於是本研究除觀察高科技業與非高科技業所主導之併購事件在宣告時股價累積異常報酬的差異，亦於模型中加入了員工紅利費用化公報適用的虛擬變數 Expense，定義併購事件之宣告在該公報適用之前為 0、適用之後則為 1，欲探討在員工紅利費用化的公報適用之後，投資人在評價高科技與非高科技業的併購事件宣告時是否有不同的觀點。

表 5.10 的迴歸結果顯示，在非高科技業的併購事件中，員工紅利費用化公報的適用對併購宣告的評價影響是正向的，可能代表雖然非高科技業並不直接受惠於此號公報，但相對之下拉近了與高科技業在管理及營運風險的差距，致使該號公報的適用對投資人而言成為正面的訊號。而在高科技業併購事件的觀察中，結果則與本測試之推論一致，顯示高科技業因為該號公報的適用，可能造成如營運及管理

的風險增加、投資意願極樂觀程度降低等等的惡性效應，使得員工紅利費用化的適用對高科技業併購事件的評價而言有負面影響。



表 5.9：區分樣本是否為高科技業併購後

主要變數與 No35 交乘之迴歸結果



自變數	Hightech = 0	Hightech = 1
$\beta 3:A_InvtoSize$	1.0635	-1.9937
	(0.305)	(0.327)
$\beta 4:A_CFtoCash$	-0.0958	-0.0039
	(0.001)***	(0.991)
$\beta 6:B_Invest$	0.0000	0.0000
	(0.015)**	(0.019)**
$\beta 7:B_IA$	0.0000	0.0000
	(0.458)	(0.127)
$\beta 8:B_NI_GR$	-0.0003	-0.0003
	(0.366)	(0.024)**
$\beta 9:B_Debrate$	2.3269	1.6926
	(0.007)***	(0.218)
$\beta 10:No35$	0.1720	-0.2098
	(0.608)	(0.658)
$\beta 11:A_Size*No35$	0.0000	0.0000
	(0.894)	(0.081)*
$\beta 12:A_GWtoSize*No35$	23.3654	11.3667
	(0.09)*	(0.059)*
$\beta 13:A_NI*No35$	0.0000	0.0000
	(0.749)	(0.308)
F-Statistics	6.33	2.4
Prob > F	0.0026	0.0211
R-squared	0.8519	0.3333
樣本數	22	59

括號為 p-value，***表示在信賴水準 10%時為顯著，**表示在信賴水準 5%時為顯著，*表示在信賴水準 1%時為顯著。

虛擬變數 Hightech 的定義為：若主併者為高科技業則為 1，否則為 0。

表 5.10：加入員工紅利費用化之虛擬變數後

主要變數與 No35 交乘之迴歸結果

自變數	Hightech = 0	Hightech = 1
$\beta 3:A_InvtoSize$	1.1445	-2.1510
	(0.340)	(0.299)
$\beta 4:A_CFtoCash$	-0.0966	0.0190
	(0.002)***	(0.956)
$\beta 6:B_Invest$	0.0000	0.0000
	(0.021)**	(0.018)**
$\beta 7:B_IA$	0.0000	0.0000
	(0.498)	(0.118)
$\beta 8:B_NI_GR$	-0.0003	-0.0003
	(0.387)	(0.036)**
$\beta 9:B_Debtrate$	2.3294	1.7411
	(0.011)**	(0.209)
$\beta 10:No35$	0.1251	-0.0979
	(0.783)	(0.851)
$\beta 11:A_Size*No35$	0.0000	0.0000
	(0.94)	(0.083)*
$\beta 12:A_GWtoSize*No35$	23.7338	11.2567
	(0.106)	(0.064)*
$\beta 13:A_NI*No35$	0.0000	0.0000
	(0.794)	(0.316)
$\beta 17:Expense$	0.0817	-0.2317
	(0.871)	(0.589)
F-Statistics	5.25	2.18
Prob > F	0.007	0.0323
R-squared	0.8523	0.3375
樣本數	22	59

括號為 p-value，***表示在信賴水準 10%時為顯著，**表示在信賴水準 5%時為顯著，*表示在信賴水準 1%時為顯著。

虛擬變數 Hightech 的定義為：若主併者為高科技業則為 1，否則為 0。

第六章 結論、研究限制及建議



第一節 研究結論與主要貢獻

自 1990 年代起，企業之間的併購案件便一直是股票市場事件中投資大眾所關注的焦點之一，併購案件中的併購對價合理與否、支付方式為何，乃至主被併公司財務報表中的各項財務指標，都是投資人參考並用以對併購事件的結果作出預期、對主被併公司股票產生新評價的根據。


本研究旨在延伸國內外根據併購理論中各項假說對併購事件宣告之後主併公司產生之股價累積異常報酬率的研究，並依據效率市場假說，參考國內外有關法令修改及資產減損公報發布後與股價異常報酬率關聯性的研究，將此二議題結合，探討其間的關聯性。本研究以併購理論及效率市場假說為基礎，對併購宣告後主併公司的股價累積異常報酬以不同事件期間進行檢定，亦將樣本分為 35 號公報發布前與發布後兩群，觀察併購事件宣告後主併公司的股價累積異常報酬率是否因公報的發布而有所改變。除此之外，本研究亦建立迴歸模型來觀察主被併公司的各項財務指標與併購事件宣告所產生之累積異常報酬率的關聯性，驗證併購理論中綜效假說與傲慢假說對股價異常報酬率的影響，並探討 35 號公報發布後財務指標是否對投資人評價併購事件更具參考價值，以驗證過往對於資產減損公報將改善財務資訊品質、提升其資訊內涵的研究結論。本研究期望透過上述的觀察及驗證，使資產減損公報的發布對併購事件宣告產生之股價異常報酬率的影響更能為財務報表使用者了解，亦能夠使會計準則公報制定者更能了解提升財務報表的資訊內涵對證券評價的重要性。

茲將研究結果總結概述如下：

本研究發現國內上市公司在 2000 年初至 2013 年底的 81 個併購事件中，主併公司會因併購宣告而在事件期中獲得正向顯著的股價累積異常報酬，進而增加主併公司股東的財富，但 35 號公報發布後主併公司藉由併購事件宣告所能獲得的股價累積異常報酬雖然較高，但相較於公報發布前的差異並不顯著。

在迴歸結果的觀察方面，事件期為併購宣告前後三日的結果因觀察期過長而使自變數與應變數間的關聯性不顯著，而在併購宣告當日及前後一日的結果中，主要變數除了在併購宣告當日的主併公司前期淨利外，與主併公司因併購宣告產生之股價累積異常報酬皆有顯著關聯性，並顯示主被併公司的財務指標對投資人評價併購事件具參考價值，亦同時體現了併購理論中的綜效假說與傲慢假說。而進一步探討主要變數與 35 號公報發布之虛擬變數的交乘項後，主併公司的總資產及本期淨利對於評價併購事件更具參考價值，表示投資人在預期併購事件結果中對於綜效假說與傲慢假說的採用在 35 號公報發布後更加明顯。至於主併公司商譽佔總資產比例對評價併購事件的重要性在 35 號公報發布後則下降，本研究認為可能是商譽的風險性質改變使投資人較無法預測其變動趨勢所致。

另外，本研究亦於敏感性測試中將併購事件樣本進行區分，辨認併購事件是否為同產業之併購以及是否為簡易合併。在 t 檢定的結果中發現，不論 35 號公報發布前或發布後，相同產業併購宣告會較不同產業併購宣告所產生之股價異常報酬為低，但其差異並不顯著；而簡易合併宣告所產生的股價累積異常報酬率在 35 號公報發布後會顯著低於非簡易合併之宣告。



在迴歸部分的結果顯示，投資人較關心不同產業併購事件中雙方公司的財務指標，而 35 號公報發布後，投資人在相同產業併購事件中關心主被併公司財務指標的程度較公報發布前高，且較注重相同產業併購事件所能帶來的綜效。在區分併購事件是否為簡易合併的部份，投資人在非簡易合併的事件宣告中較關心併購理論中代表傲慢假說的財務指標以及彰顯主併公司在併購事件中議價能力的指標。而在簡易合併的宣告中，35 號公報發布前，投資人亦不關心簡易合併宣告中雙方公司的財務指標；在 35 號公報發布後，投資人則會開始使用主被併公司的財務指標作為預期併購事件成果的依據。總體而言，敏感性測試的結果顯示，不論區分樣本的準則為何，主被併公司的財務指標與併購宣告產生股價異常報酬的關係皆與主要測試的方向相同，且 35 號公報的發布皆有助於提升財務資訊對投資人的參考價值。

本研究的貢獻主要在於延伸對於併購事件宣告後所產生之股價累積異常報酬以及資產減損公報發布所造成的影響之研究，試圖了解主被併公司的財務指標影響宣告併購時產生之股價累積異常報酬的程度，希望除了可以如過往研究般證實併購事件的宣告能夠為主併公司股票帶來正向累積異常報酬外，更能解釋產生異常報酬的原因。本研究亦同時探討併購事件宣告產生的股價累積異常報酬若以資產減損公報的發布為區分點是否會產生不同的效果，此種探討另外一個事件的發生（本研究中為 35 號公報的發布）對於併購宣告所產生的股價累積異常報酬是否有顯著影響的方法在使用事件研究法觀察併購宣告的研究中並不常見，這種同時考慮另一個事件的研究模式或可供往後研究併購事件宣告與股價累積異常報酬之關係的研究者參考。

第二節 研究限制與建議



為減少研究者在往後探討相似議題或是使用相同的資料庫時花費在處理問題的時間與心力、使往後研究的效率及效果有所提升，茲將本研究於過程中所遇到的困難與限制概述如下：

一、本研究採用台灣經濟新報社資料庫（Taiwan Economic Journal）之資料作為研究樣本之來源，該資料庫中對於 2000 年以前企業財務資訊的蒐集有嚴重的缺漏情況，故本研究無法取得 2000 年以前具有完整變數資訊的併購事件樣本。

二、本研究除事件日及併購性質外之所有資訊皆來自 TEJ，惟無從判別其提供之資訊品質，故完全信任該資料庫提供之資訊有可能影響研究效果。

三、正因發現前述狀況，本研究有關事件日及併購性質之資訊來源為公開資訊觀測站，但部分來自 TEJ 之併購事件樣本，其相關資訊無法自公開資訊觀測站取得，本研究選擇刪除該類樣本之作法有可能因分析範圍受限而影響實證結果。

四、本研究自 TEJ 取得的併購事件樣本中有極大部分的被併者公司皆為非公開發行公司，但因資料來源有限且難以取得，故無從納入所有併購非公開發行公司之事件進行分析，此情況亦可能影響實證結果。

五、本研究於篩選樣本時未將同時宣告併購事件與其他重大事件（如發布盈餘資訊、宣告增減資等等）之樣本排除，故觀察到的股價異常報酬可能包含其他資訊的影響。

除了敘述於研究過程中所遭遇的限制外，本研究亦提供以下幾點建議，以提供後續研究類似議題的研究者在思考方向的參考：



一、本研究僅針對 35 號公報對於併購宣告產生之股價累積異常報酬之影響進行探討，建議未來的研究可以思考是否有其他事件的發生也會影響併購事件宣告產生之股價累積異常報酬，以了解不同事件對於投資人評價併購事件的影響。

二、本研究僅以主被併公司的財務指標作為影響併購事件宣告之累積異常報酬率的衡量變數，建議後續研究可以觀察主被併公司有關質化指標的代理變數，使迴歸分析更加健全。

三、本研究之研究對象為國內上市公司所宣告的併購事件，而在本研究接近完成時，TEJ 推出了企業併購事件的專題資料庫。建議後續研究者除利用事件研究系統外，亦可參考該資料庫，或許可獲取非上市公司所宣告的併購事件樣本或是非公開發行之被併購公司更完整的財務資訊，使實證分析的範圍及結果更為全面。

參考文獻



李國綸（2001），「調降金融業營業稅率市場反應之研究」，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。

李易政（2006），「資產減損公報對股東財務影響之研究」，國立中央大學企業管理研究所碩士論文

吳清在與謝宛庭（2005），「認列資產減損時點與金額之決定因素及其市場反應」，中華會計學刊，第 6 卷第 1 期，頁 59-95。

林世銘、陳明進及蔡天俊（2000），「土地增值稅政策對股市之影響」，當代會計，第 1 卷第 1 期，頁 1-18。

林世銘、陳明進及李存修（2001），「兩稅合一前後上市公司除權及除息日股價行為之探討」，管理學報，第 18 卷第 3 期，頁 477-501。

林俊琪（2006），「第三十五號公報資產減損之會計處理準則對上市公司股價之影響」，國立成功大學會計學研究所碩士論文。

陳美珍（2009），「會計準則資產減損公報實施對股價異常報酬之影響」，東吳大學會計學研究所碩士論文。

陳匯中（1995），「購併宣告對股東財富的影響」，國立政治大學企業管理研究所碩士論文。



陳隆麒、李春安及劉維琪 (1997),「擴充型投資專案宣告對股價影響之研究—聲譽模式論點」,管理評論,第 16 卷第 1 期,頁 39-66。

鄭雅婷 (2004),「比較科技產業相關和非相關併購之長短期績效」,南台科技大學國際企業研究所碩士論文。

鄭文吉 (2006),「提前適用財務會計準則公報第 35 號「資產減損之會計處理 準則」公司特徵之研究」,國立台北大學會計學研究所碩士論文。

蔡佩園 (2006),「第三十五號會計公報發布對股價異常報酬影響」,樹德科技大學金融保險研究所碩士論文。

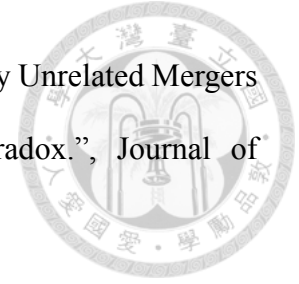
Berkovitch E. and Narayanan M. P. (1993), "Motives for Takeovers: An Empirical Investigation.", The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 28, No. 3, pp. 347-362.

Brown D. T. and Ryngaert M. D. (1991), "The Mode of Acquisition in Takeovers: Taxes and Asymmetric Information.", The Journal of Finance, Vol.46, Issue 2, pp. 653-669.

Chambers D. J. (2007), "Has Goodwill Accounting under SFAS 142 Improved Financial Reporting?", Working paper, University of Kentucky.

De Bondt. W. H. M. and Makhija A. K. (1988), "Throwing good money after bad? Nuclear Power Plant Investment Decisions and The Relevance of Sunk Costs.", Journal of economic behavior and organization, Vol. 10, Issue 2, pp. 173-199.

Flanagan D. J. (1996), “Announcements of Purely Related and Purely Unrelated Mergers and Shareholder Returns: Reconciling the Relatedness Paradox.”, *Journal of Management*, Vol. 22, No. 6, pp.823-835.



Morck R., Shleifer A. and Vishny R. W. (1990), “Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?”, *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 1, pp. 31-48.

Rani N., Yadav S. S. and Jian P. K. (2012), “Impact of Mergers and Acquisitions on Returns to Shareholders of Acquiring Firms: Indian Economy in Perspective.”, *Journal of Financial Management and Analysis*, Vol. 25, No.1, pp. 1-24

Roll R. (1986), “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers.”, *The Journal of Business*, Vol.59, No.2, Part 1, pp. 197-216.

Seth A. (1990), “Value Creation in Acquisitions: A Re-examination of Performance Issues.”, *Strategic Management Journal*, Vol.11, Issue 2, pp. 99-115.