

董事經驗對企業海外直接投資績效 之影響－以美國企業國際併購宣告 為例

The Impact of Board Experience on the Performance of Foreign Direct Investment: the Case of International Acquisition Announcements

陳麗宇 *Li-Yu Chen*

東吳大學企業管理學系

Department of Business Administration,
SooChow University

賴蓉禾* *Jung-Ho Lai*

國立台北商業技術學院財務金融系

Department of Finance,
National Taipei College of Business

* 通訊作者: 賴蓉禾; 電話: (02)2322-6452; e-mail: lai_julia@gmail.com; 通訊住址: 10051
台北市中正區濟南路一段 321 號財務金融系
誌謝: 賴蓉禾感謝國科會專題研究計畫之經費補助(計畫編號: NSC 99-2410-H-141
-003 -MY2)

摘要

資源依賴理論主張董事會成員能提供組織專業知識與經驗，改善決策品質與提昇經營績效。儘管此理論已廣受學術研究注意且支持，然而，實證上直接連結董事經驗與組織策略成效的關聯性研究相對缺乏，本研究以跨國併購此一重要董事參與之決策為研究議題，系統性的探討董事經驗對於企業之跨國併購決策所能產生的利益。本研究檢視的董事經驗價值來源有二，分別為董事廣泛的國際併購經驗，以及併購標的所在之目標國家併購經驗；此外，本研究亦探討董事併購經驗的效益是否受到特定情境因素之影響，包括主併公司本身是否具備國際併購經驗，以及主併公司與目標公司之間的文化距離大小，在研究方法上則同時衡量短期宣告效果與併購後的長期營運績效改變，以求得穩健之研究發現。實證結果大致支持主要假說，肯定董事經驗在企業之國際併購決策上的重要性，此研究發現為「董事資源有效性」此一重要命題提供了直接的實證證據。

關鍵詞：董事經驗、國際併購績效、資源依賴理論

Abstract

Resource dependency theory postulates that boards of directors with experiential expertise and informed knowledge can provide intelligent insights and pertinent information to improve the quality of decision making on the part of firms. While this argument has received great theoretical attention and acceptance, the direct link between board experience and outcomes of corporate strategies has been scarcely examined. With the findings from firms' investments in international acquisitions, this study contributes to the literature on board effectiveness by systematically investigating how the directors' experience, and resulting expertise, influence the outcomes of a firm's strategic initiatives. The result shows both

directors' experience garnered in international acquisitions in general, and those specifically related to the target firm's country, can significantly improve a firm's acquisition performance. Besides, both the acquiring firms' cultural distance from the target firms, and their own acquisition experience, significantly moderate the contingent value of board experience. Both short term announcement effects and long run operating performance are assessed to derive robust findings.

Keywords: Board experience, international acquisition performance, resource dependence theory

一、前言

探討董事會特性如何影響組織績效以及企業策略之有效性向為各國學術界與實務界探討之重要課題。傳統公司治理研究著眼於代理理論，探討如何確保董事會運作之獨立性與相關誘因機制的建立，以提昇董事會的控制功能實現股東利益 (Jensen, 1993)。在此理論下隱含假設每位董事都是具有相當的知識及能力執行對於經理人的監督管理，然而，這樣的假設已漸漸受到質疑 (Carpenter & Westphal, 2001; Kor & Sundaramurthy, 2009)，相關實證研究亦發現董事會的監督機制與組織績效之間並無存在一致性的顯著關係 (Dalton et al., 1998; Coles et al., 2008)。緣此，近來學者主張董事之獨立性與其誘因機制建立僅為實踐董事功能之必要條件但卻非充分條件，董事必須具備相關專業知識與經驗方能有效發揮其治理機制 (Haynes & Hillman, 2010)。

有別於代理理論主張董事會的監督角色，1970年代興起之資源依賴理論則強調董事的資源提供功能，因而益加重視董事知識對於企業的貢獻。基於資源依賴理論，董事成員的選任乃根據其知識與經驗，藉由其專業能力增進企業的決策品質與經營績效 (Pfeffer & Salancik, 1978)。因董事會成員多由公司之高階經理人與各領域專家所組成，故藉由董事成員多元之資訊分享與經驗傳遞，經理人當可對於企業決策進行更為周延與縝密的思考。沿此一概念，相關實證研究發現企業規模與董事會大小之間存在正向顯著關係 (Coles et al., 2008)，

而企業所處環境的變動性與董事成員背景之異質性亦具有顯著關聯 (Carpenter & Westphal, 2001)。組織規模擴充與環境之多變性促使經理人面對更為多樣化的管理挑戰，董事會規模與成員背景之異質性因而必須隨之增加，以提供更為廣泛及多元的建議與諮詢。

然而，近來學者指出上述實證發現對於瞭解“董事資源有效性”此一議題僅提供了間接證據 (Kroll et al., 2008; McDonald et al., 2008; Kor & Sundaramurthy, 2009; Haynes & Hillman, 2010)，故對此議題之探究迄今仍是所得有限。以企業規模論之，雖然企業規模擴大伴隨營運擴張，董事會成員亦應隨之擴充以提供更為豐富的諮詢協助，然而，董事會成員之增加並不表示經理人必可透過諮商對象的擴增獲得所需之協助；而“企業環境變動性”與“董事成員異質性”之顯著相關亦無法推論企業能否藉由董事的專業協助，以滿足其從事特定策略所需之知識。有鑑於此一文獻上間接推論之不足，本研究以企業進行之國際併購投資為探討主題，檢視董事經驗對於組織決策之價值。有別於文獻上以“總體”董事會屬性（董事會規模、董事成員組成）衡量董事的資源多寡，本文則以董事成員的併購經驗作為“特定”董事資源之衡量，進而探討其對於國際併購此一“特定”決策績效的影響。此一直接連結董事經驗與企業決策績效之研究有其必要性，因該關連性檢測可為“董事經驗與知識能否提升組織績效”此一重要命題提供更為直接之證據，以對於資源依賴理論所申論之“董事資源有效性”的內涵獲得更為深入的瞭解。

本研究推論在跨國併購此一高度不確定的決策環境中，董事的知識與經驗當可發揮更為關鍵性的專業協助。訊息理論指出高度複雜與不確定之決策情境會導致公司的搜尋成本過高，驅使組織向外尋求資訊與建議以降低決策成本，並及時回應環境之機會與威脅避免做出錯誤批判 (Argote & Greve, 2007)。相較於國內併購環境，國際併購普遍面臨更為多樣的投資決策考量與資訊不對稱之威脅，政治、經濟、法規、文化、社會等環境上的差異，以及對於外國市場的不熟悉使得搜尋與評價目標公司之工作益形困難，亦提高合理溢價金之計算風險 (Reuer et al., 2004)；而不同的國家文化背景帶來認知與價值觀上的差異，阻礙了併購談判之溝通與共識達成，以及整併後組織運作的穩定度，降低了目標綜效實現之可能性 (Shimizu et al., 2004)。此一高度不確定之決策情境凸顯組織之外第三者知識協助的重要性，以迅速增加經理人之資訊量與資訊豐富度，作為決策擬定之參考依據，而透過他人之經驗分享亦可獲得知識外溢的好處，降低決策不確定風險 (Carpenter & Westphal, 2001)。基於資源依賴理論

所主張董事在組織資源提供上的重要功能，本研究因此欲探討董事成員的國際併購經驗能否增進經理人決策攸關知識，以克服國際併購環境之高度複雜與不確定威脅。

本研究主要探討議題有三，第一、探討董事成員的國際併購經驗能否顯著提昇企業之國際併購績效；第二、針對併購標的所在國家，探討董事成員的目標國家併購經驗是否有助於企業從事該國之併購投資；第三、探討特定決策情境因素對於董事經驗價值之影響，包括主併公司本身是否具備國際併購經驗，以及主併公司與目標公司之間的文化距離大小。在研究設計上，我們針對外部董事探討其併購決策經驗價值。資源依賴理論主張當面臨環境不確定性時，組織可採取行動控制外部環境，以確保生存所需之資源，而透過吸納重要外界人士進入公司董事會則為降低環境不確定性威脅重要方法之一¹。此外，研究指出董事對併購策略之參與不僅限於提案當時的評估及審議，亦涵蓋整併後的策略執行與修正 (Pugliese et al., 2009)，董事對策略之持續承諾顯示同時檢測長期與短期績效的必要性。因此，在併購績效衡量方面，則同時探討宣告期間的短期股價報酬與併購後的長期營運績效，以對於“董事經驗之策略價值”進行較為完整的探討。

回顧併購文獻，從早期的效率理論、獨佔理論，發展至資源基礎、知識基礎與動態能力觀點，學者以不同角度審視企業從事國際併購所能獲得的利益，如強化競爭地位與市場能力、實現跨國規模經濟與範疇經濟、取得互補資源與技術以及追求組織快速成長等 (Shimizu et al., 2004)。然而，實證資料顯示併購失敗之機率高於成功機率，而過半的跨國併購案並未能顯著創造價值 (King et al., 2004)，此說明相較於理論上企業可獲得“哪些”併購利益，執行面“如何”增進併購管理能力至為關鍵。有鑑於經驗對於提升管理能力之重要性，過去文獻多以組織學習觀點，探究企業自身併購經驗之學習效果 (Barkema & Schijven, 2008; 曾真真, 2010)。理論上，隨著經驗知識之累積，組織的併購績效應隨之提升，然而，實證結果並未臻收斂 (Barkema & Schijven, 2008)。後續研究發現經理人在擬訂併購決策時，偏好採行以往成功的策略模式，以避

¹ Hillman et al. (2009) 回顧過去三十年資源依賴理論之發展，指出併購、合資與引進外部董事均為組織控制環境不確定性之重要方法。此外，因內部董事多由企業內部高階經理人 (Top management team, TMT) 擔任，若未將其相關經驗排除，則是將 TMT 與董事的經驗效果混在一起，而聚焦於外部董事則較為符合資源依賴理論所申論之“引進外部資源以降低環境不確定性”之功能。作者感謝匿名評審之寶貴意見。

免併購活動高失敗率之風險 (Shimizu & Hitt, 2004)。然而，複製成功經驗之簡化決策模式致使組織在既有之知識框架下進行單迴圈學習，易使組織受限於既有之策略框架，阻礙探索其他更為可行的替代方案 (Levinthal & March, 1993)；而依靠組織自身經驗之學習模式亦產生策略僵固風險，導致錯誤應用經驗知識於後續不適用情境，產生負向經驗移轉 (Haleblian & Finkelstein, 1999; Zollo & Reuer, 2010)。此結果顯示在國際併購此一複雜決策上，組織自身經驗學習方式的侷限性，因而探討來自於組織外第三者經驗之替代性學習效果 (vicarious learning) 近年來在研究上蔚為風潮 (曾真真, 2010)。本研究驗證此替代性學習之必須性，檢視由外部董事之併購經驗學習而來的知識可否顯著改善企業國際併購之成效，彌補自身經驗學習的不足。

以下分別就文獻探討、假設發展、研究方法、實證結果，以及結論與建議進行相關論述。

二、文獻探討與研究假設

(一) 國際併購困難與董事參與

企業進行國際投資可採行之方式並不侷限於併購，獨資興建與合資則是另外兩種常見的海外市場進入模式。雖然此三種模式均需處理跨國投資案中制度環境與文化環境上的差異性，併購模式卻是三者之中最具挑戰性者 (Shimizu et al., 2004)。² 相較於合資採部分所有權模式，併購則是投入所有資本的全部所有權模式，廠商因而必須獨自承擔所有的海外投資風險，此點與獨資興建模式是一致的。然而與獨資興建相較，併購另須涉及目標公司之搜尋、評價、協商談判與事後整合，因而承擔更高的投資風險與資訊不對稱威脅。以下分別就國際併購特性彙整各階段關鍵議題，探討董事參與情形進而推論其相關經驗的重要性。

² Nitsch et al. (1996) 觀察 300 家日本企業之歐洲子公司的表現，發現採購併購模式進入者是三者之中績效最差的。Shimizu et al. (2004) 亦指出國際購併之失敗率遠高於合資與獨資興建。

1. 謹慎審查

併購第一階段為謹慎審查，在此階段中企業需綜合審視目標公司的組織內部資源與限制，及其外部競爭環境之機會與威脅以客觀評估其價值。然而，不同國家間的會計制度差異與國際匯率風險使得財務評估工作（如機器設備、土地廠房價值認定）遭遇困難；有形資產評價之外，企業亦需針對目標公司之無形資源（如員工技能、教育系統、勞資關係），以及國家與產業層級因素（如資金募集管道、政府投資限制、市場競爭狀態與上下游供應鏈關係）進行研究（Brouthers & Brouthers, 2000）。國際併購特有的因素考量增加搜尋與評價目標公司的困難，若企業可獲得具有相關經驗的董事給予諮詢協助，當可促進謹慎審查工作之效率性與正確性。

董事的策略參與文獻呼應此一可能性，Pugliese et al. (2009) 回顧過去三十年關於董事策略參與之文獻探討，發現由被動贊同或否決經理人之提案，轉為主動積極參與策略塑造的董事日益增加。董事不僅對於經理人已完成的提案進行表決，亦會在策略被正式提交董事會前給予意見提供，影響經理人對於企業策略的建構想法。McDonald et al. (2008) 指出在併購標的決策中，董事們會提出可能的目標對象，而非單純審議經理人所提之目標公司。研究發現經理人在構思資本支出案的同時（包括收購、營運擴張或縮減），會透過正式會議與非正式場合與董事進行策略商討，而董事亦會對於提案內容給予想法、質疑、挑戰與建議其他替代方案，甚至主動引導策略開發與設定策略目標（Neubauer et al., 2000; Ravasi & Zattoni, 2006）。董事的顯著參與策略塑造顯示其相關經驗在謹慎審查階段的重要性，可作為經理人評估購併標的公司價值的重要資訊來源。

2. 會談協商

經過謹慎審查選定目標公司及給予資產評價後，主併公司開始與目標公司進行併購協商決定溢價金與其他支付條件。文獻指出溢價金的決定過程複雜且充滿不確定性，除了必須綜合審視組織內部與外在環境因素以擬定合理價款，尚須說服標的公司接受同時擊退其他競爭者，以免支付過高的溢價金發生贏家的詛咒（Very & Schweiger, 2001）。而此任務對於國際併購益顯困難，因國際投資環境所帶來的資訊不對稱威脅導致溢價金過度支付風險（Reuer et al., 2004）。Inkpen et al. (2000) 以11639件發生於美國之併購案為研究樣本，發現平均而言，國外主併公司支付的溢價金水準為當地公司支付金額的三倍，而主

因為資訊不足造成的錯誤判斷。

資訊不對稱風險說明併購協商於國際環境之困境，亦顯示董事相關經驗協助之重要性。因法令賦予董事會權責決定企業之併購案通過與否，董事會對於企業的併購溢價金與其他支付條件之決策影響已廣為相關文獻記載 (Haunschild, 1994; Neubauer et al., 2000; Useem & Zelleke, 2006)。Beckman & Haunschild (2002) 指出透過董事會議的辯證討論過程，經理人對於其溢價金策略之思考可更為周延，學習到怎樣的溢價金支付水準可以說服標的公司的股東與管理者接受，同時阻退其他競爭者而仍然享有該支付金額所帶來之價值；經由個案訪談，Neubauer et al. (2000) 亦證實許多經理人求助於董事會成員關於併購協商的會議談判技巧，與降低文化溝通障礙避免談判破局。Haunschild (1994) 實證發現經理人的溢價金決定水準與其董事之前參與併購案之溢價金額顯著相關，尤其在環境不確定時益加顯著，顯示經理人對於董事相關經驗之重視。

3. 公司整合

併購最終階段為公司整合，在此階段中，企業的主要工作為結合主被併公司雙方在組織結構、營運流程、作業系統與文化上之異同，Stahl & Voigt (2008) 指出文化整合為此階段之首要挑戰，因跨國併購不僅涉及不同企業間的文化結合，而這不同的組織文化又鑲嵌於不同的國家文化，此雙重文化管理問題造成組織間高層主管的管理方式、員工之信念、態度與價值觀等更為顯著的差異，因而降低整併後組織成員的忠誠度與組織運作的穩定度 (Miroshnik, 2002)，阻礙預期併購綜效之實現。跨國併購整合的困難顯示經理人對於董事相關知識協助之急迫性。

董事策略參與文獻亦肯定其相關經驗在併購整合階段之潛在貢獻性。研究指出董事對於企業的策略參與不僅是事前的策略開發及評估，亦包括事後回顧與修正 (Neubauer et al., 2000; Ravasi & Zattoni, 2006; Pugliese et al., 2009)。雖然企業亦會倚賴外部顧問如投資銀行、律師、會計師等給予專業技術意見，然而，多數的外聘專家在併購法律程序完成後即離開公司，因而其提供的諮詢服務主要在於謹慎審查與會談協商階段 (Shimizu et al., 2004)。反之，董事的持續策略參與促使其對於併購策略的影響延續至併購整合之後的執行階段 (Jensen & Zajac, 2004; Useem & Zelleke, 2006)，透過定期舉辦的董事會會議，董事聆聽經理人簡報、持續檢視公司進行中的併購案，掌握最新策略進展並適

時給予修正建議 (Neubauer et al., 2000)。董事的長期策略參與彰顯其相關經驗對於併購整合成功之重要性。

綜合以上論述，可發現董事對於併購活動的參與廣泛且具持久性，涵蓋策略形成前的對策商討與資訊蒐集協助，以及策略執行後之會議檢討修正，此策略承諾呼應 Pfeffer & Salancik (1978) 所提出的董事資源提供角色，亦揭橥董事相關經驗對於解決國際併購困境之重要性，以下分別就專家知識理論與董事經驗在資訊傳遞上之優勢論述其價值。

(二) 董事經驗與國際併購績效

1. 專家知識與董事經驗價值

奠基於社會心理學，專家知識理論強調經驗對於發展專門知識的重要性，而此專業知識之範圍並不限於專業技術，亦包含對於組織特定知識的瞭解 (Ericsson & Charness, 1994)。當個體進行特定類型之決策時，其特定決策經驗是發展該類型專家知識的主要來源，透過參與大量特定領域的決策，個體得以擁有在特定領域廣泛且完整的專家知識 (Ericsson & Lehmann, 1996)。專家知識理論進一步強調累積個體經驗對於形成群體決策能力之重要性，經由匯聚與整合大量的個體經驗可發展群體在摘要關鍵知識 (Abstract knowledge) 的能力，協助管理者由眾多訊息線索中擷取出重要訊息、評估各式方案並選出最有效率的解決方法 (Sternberg, 1997)，因而可避免浪費時間在分析不重要的訊息；此外，集合個體經驗亦可增進群體決策的類比推論 (analogical reasoning) 能力，廣泛累積個別成員的經驗案例可幫助決策者建構較為完整的經驗資料庫，有利其尋找及比對與現在問題相似的過去經驗，適當援用相關經驗以解決目前困難 (Thompson et al., 2000)；最後，多樣化的行動-結果案例呈現可幫助決策者以較為正確的心智模式 (mental mode) 推論問題之因果關係，有效判讀複雜決策背後所隱含的訊息，使其在面臨決策情境不確定時能夠有效辨認策略的長期價值，以為最佳決策之擬訂 (Ericsson & Charness, 1994)。綜合以上論述，累積個體在特定類型決策之經驗並進一步匯聚眾人之相關經驗，可發展群體決策在摘要關鍵知識、類比推論情境與判別因果關係上的能力，提升決策效率。

專家知識理論特別強調專家知識對於解決高度複雜決策的重要性，因複雜之決策常面臨資訊超載的問題，而透過專家知識擷取關鍵訊息的協助，決策者

得以迅速判別資訊之重要性，有效抓取問題之重點以擬訂因應對策 (Sternberg, 1997)。此摘要知識之能力對於國際併購決策具有重要意涵，如前一節所論述，國際併購的決策過程複雜且充滿不確定性，藉由董事成員參與併購決策經驗所累積的專家知識，經理人得以處理國際併購案中複雜因素考量帶來的資訊超載問題，有效率地辨認並篩選具有綜效價值之目標公司。此快速摘取重點知識之能力可解決國際併購對於決策速度的要求，因併購之完成通常具有時間壓力，以求充分保密減少競爭產生，避免付出過高的溢價金 (Inkpen et al., 2000; Very & Schweiger, 2001)。系統化的摘要知識提升決策效率，降低了溢價金過度支付的風險。

擁有相關經驗的董事亦可發揮類比推論能力協助經理人思索因應對策，以整合階段為例，董事可就其過去所經歷在組織文化、系統流程各方面的整合挑戰，提供經理人大量攸關的例子做參考，並由此經驗資料庫中進行經驗與現況二者之間的差異比對，挑選可援用的經驗知識運用在目前困難，以正確處理併購整合工作中的組織結構調整、文化衝突協調，與人員離職等問題。最後，董事的併購經驗可幫助經理人洞悉複雜併購決策背後所隱含之因果關係，就併購標的決策來說，研究指出企業在評估各項行動方針時，應以長期策略角度思考目標公司能否提昇自身價值，以及資源在重新調配後能否創造出預期綜效 (Reuer et al., 2004)。然而，因併購之效益非短期即可顯現，故藉由董事成員的經驗協助，可增進經理人對於該知識領域之因果關係的完整了解，有效判別並挑選具有長期發展潛力的併購對象 (McDonald et al., 2008)。

綜合以上論述，藉由董事成員的經驗協助當可發展經理人在國際併購決策上的專家知識，以下將以董事經驗在資訊傳遞上的優勢進一步論述其價值。

2. 資訊傳遞與董事經驗價值

資源依賴理論指出董事經驗傳遞對於降低企業決策不確定風險的重要性 (Hillman et al., 2009)。透過實際參與所任職公司的併購決策過程(董事成員、CEO或是高階主管身份)並親眼目睹該決策實行的結果，董事可獲得完整的併購經驗與知識 (Haunschild, 1993)，而這些經驗產生的人力資本不僅影響董事所任職的公司，亦透過「董事」此一角色移轉至其他公司，進一步將此經驗分享予該公司之經理人，降低其在擬訂決策時遭遇的資訊不對稱風險 (Carpenter & Westphal, 2001)。董事親自參與併購決策的經驗可為經理人帶來第一手資訊，提供即時及具體的做法，瞭解到其他公司在策劃併購活動時的策略思維、

所遭遇的問題、採用的解決方法及其成效，此由董事分享親身經驗得來的併購知識相較於其他間接知識來源，如報章媒體報導與模仿同業行為，更來的直接、生動(vivid)且深入 (Haunschild, 1994)。經理人亦可藉由與董事成員的討論與反覆辯證過程中，進一步釐清相關概念，學習更為完整深入的購併知識 (Oh et al., 2006)。此外，基於公司法所賦予董事會對於股東之法定責任，來自董事的資訊向被視為具備高可靠度 (Jensen & Zajac, 2004)，而此一值得信賴之知識來源更具有低成本優勢 (Haunschild, 1993)，因除了支付董事成員薪資外企業無需額外負擔高額的顧問費用。經理人亦應善加利用此一低成本、高可靠度之資源，為公司在擬定購併計畫時帶來即時、重要的資訊與知識。

3. 董事國際併購經驗與組織併購績效

基於上述董事經驗在形成專家知識與傳遞資訊之優勢，本段進一步說明具備多元國際併購經驗之外部董事對於組織併購績效之貢獻。根據資源依賴理論，當組織面臨環境不確定性之威脅時，可透過吸納重要外部資源作為管理環境風險之手段 (Pfeffer & Salancik, 1978)。基於海外投資環境之資訊不足風險，故藉由選任具備跨國併購經驗之董事成員，經理人可降低其在擬訂併購決策時面臨的決策不確定性，而董事廣泛的國際經驗亦可增進經理人對於國際市場的瞭解，降低海外投資的不確定性知覺，提升其承擔國際經營風險之意願與能力 (Lee & Park, 2008)。

此外，匯聚外部董事成員多元的國際併購經驗可以創造資訊多樣性，提供經理人更多的併購標的選擇，而不再侷限於企業本身所熟悉之地區 (Rugman & Verbeke, 2004)；藉由董事各式國際併購經驗之協助，經理人可發展多樣化的跨國投資知識與觀點，構思出各種可行之替代方案，以解決跨國市場間不同語言、文化、企業經營模式、法規等問題 (Nielsen & Nielsen, 2011)。此一廣泛發展經理人多樣化的國際併購能力有其必要性，因跨國企業在面對不同型態的文化、市場、產品與法規等，以及其所衍生出的競爭態勢，迫使管理者必須迅速做出跨國性決策 (Very & Schweiger, 2001)，而擁有各式國際併購處理能力的經理人相較於一般經理人更能在第一時間做出正確決定，提昇企業應變能力。

最後，藉由外部董事成員之間廣泛、多樣化之國際經驗的交換，可以提高組織之資訊流，此有利於塑造探索行為與激發組織創新，藉此開發更多可行之併購計畫與發掘具有競爭優勢的新投資標的 (Katila & Ahuja, 2002)，因跨國併

購向為企業開發新市場的重要策略，故此投資先機之掌握對於提升企業的國際競爭地位具有重要意涵。而透過董事會議多樣化的經驗交流，經理人亦可建構更為完整的購併知識與資訊處理能力，使其相較於有限、同質經驗者更能有效處理併購過程中的各式複雜問題 (Carpenter & Westphal, 2001)，進而發展出適應性且創新的高品質決策，於競爭激烈的國際投資環境站穩地位。

綜合以上論述，本研究主張外部董事的國際併購經驗對於提昇企業之國際併購績效具有顯著利益。董事的併購經驗可形成系統化的抽象知識，協助經理人由眾多資訊中摘要出關鍵知識、並加速判斷資訊的重要程度；廣泛匯集董事成員的併購經驗亦得以形成較為完整的經驗資料庫，提供更多元的類比推論對象以選擇與援用適宜的經驗知識；而豐富的經驗案例可增進對於併購因果關係的完整瞭解，增進辨識目標公司長期策略價值之能力；專家知識之外，董事的第一手經驗可傳遞直接、攸關的併購資訊予經理人，而透過董事參與併購決策之親身經驗分享，經理人亦得以學習更為深入的併購知識，由反覆辯證過程中建立對於複雜併購決策之正確思維；最後，董事豐富的國際併購經驗可降低經理人對於海外市場不熟悉的知覺風險，快速累積關於各國市場的知識，使經理人更有能力發展多元替代方案，並激發出創新、適應性的決策方案。基於上述董事國際併購經驗在形成專家知識、資訊傳遞優勢，與多元思維上的重要性，本研究發展假說如下：

假設1：在其他條件不變的前提下，當外部董事成員具備愈多的國際併購經驗，愈能發揮決策諮詢功能，提升公司的海外併購績效。

4. 公司國際併購經驗對於董事經驗效益之干擾效果

資源依賴理論主張董事諮詢效益發揮之多寡受到組織本身是否擁有相關資源的影響 (Hillman et al., 2009)。因此，對於本身缺乏國際併購經驗的企業而言，董事經驗挹注之效益應可更為獲得彰顯。Haleblian & Finkelstein (1999) 以心理學中的行為學習理論，說明併購經驗與組織績效之間存在的非線性關係。相較於一般作業活動之單純、同質因而具有顯著的經驗利益，併購活動高度複雜且異質，需要不同的併購知識以因應各種情境，然而，當企業本身的併購經驗有限時，尚未能具備足夠之能力因應各式挑戰，此導致錯誤援用過去之有限經驗於不適當情境。本研究主張此一經驗誤用風險在國際併購情境中應更

為顯著，因企業需面臨迥異於國內併購環境的因素考量包括機構、法律、語言、文化、經濟結構與教育系統等 (Minkov & Hofstede, 2011)，使其在運用既有的國內併購經驗知識時發生誤用情形，而藉由外部董事國際併購經驗之補足，企業應可降低自身經驗不足產生的經驗誤用風險；此外，不同國家間的併購環境帶來多樣化的決策挑戰，因而凸顯匯聚多元國際併購知識之必要性，以探索更多的決策可行性，尋求「決策-情境」的最佳配適，而藉由外部董事多樣化的國際併購經驗協助，可協助企業突破自身經驗缺乏造成的侷限性，使其在搜尋及評估目標公司的過程中較為周延且詳盡。基於以上論述，本研究發展假說如下：

假設1a：在其他條件不變的前提下，相較於已具備國際併購經驗之公司，外部董事的國際併購經驗對於缺乏國際併購經驗之公司，發揮愈大之諮詢利益。

5. 董事目標國家併購經驗與組織併購績效

雖然董事廣泛的國際併購經驗可協助經理人評估與比較各國具有併購價值之目標公司，然而，尋得符合組織策略發展的目標公司僅提供了綜效實現的可能性，併購綜效能否實現則決定於併購之後組織是否具備整合管理能力 (Very & Schweiger, 2001)，此說明具備目標公司所在國家併購經驗之外部董事的貢獻，以獲得關於該國併購管理的重要知識。因此，本研究進一步探討外部董事參與目標國家併購決策之經驗價值。Johanson & Vahlne (1977) 指出由於母國與地主國之間在語言、文化、經營模式及法規上的差異，企業進行海外投資時普遍存在心理距離，而具備海外市場知識則是克服母國與地主國之間心理距離的重要因子 (Nielsen & Nielsen, 2011)，然而，因市場知識普遍具有內隱性(tacitness)，難以明文化(articulation)、系統化或模仿，故無法輕易從其他管道取得，唯有透過當地經驗的累積 (Brouthers & Brouthers, 2000)。因此，若企業能獲得董事從事該國併購經驗之協助，當可增進對於當地併購知識之瞭解，如相關法令限制、稅制、市場與產業結構、員工態度與勞工關係等，而具有目標國家併購經驗之董事亦可就其處理地域性事務的經驗，協助管理者制定出適合該國市場的管理政策，並進行必要的組織調整，此外，並就其當地文化管理經驗，建議經理人適宜的異文化管理制度，增進文化相容性以建立和諧關係。

Hitt et al. (2001) 指出一個成功的跨國併購需要主併公司之經理人擁有全球化之心態，不單只看到與目標公司文化上的差異，而是更能發掘此文化差異帶來的價值。董事的目標國家併購經驗可增進經理人對目標國家文化價值之瞭解，協助運用此異文化優勢增進組織績效，故對於實現企業之跨國併購利益具有顯著意涵。

假設2：在其他條件不變的前提下，當外部董事成員具備愈多的目標國家併購經驗，愈能發揮決策諮詢功能，提升公司的國際併購績效。

6. 文化距離對於董事併購經驗效益之干擾效果

依據跨國管理與併購相關研究，企業從事跨國併購投資面臨的最大挑戰來自於異文化管理 (Miroshnik, 2002; Shimizu et al., 2004)，而文化衝突亦為國際併購整合失敗的主要原因 (Barkema & Schijven, 2008)。依此推論，外部董事的目標國家經驗在主被併公司間的文化距離愈大時益加能提供關鍵協助。茲以併購前後階段之關鍵議題分別論述如下，首先就事前會談協商工作而言，Very & Schweiger (2001) 指出協商時肇因於雙方文化衝突導致的氣氛惡化，對於併購談判破局的影響遠大於雙方在購買價格上的不協調。Minkov & Hofstede (2011) 分析不同國籍的經理人在態度、信念、與價值觀上的差異，發現有50%源自於國家文化，不同的國家文化造成主被併雙方對於事情的認知不同，降低溝通效率與妨礙共識達成，此時，具有目標國家併購經驗之董事可就其對於該國文化知識的瞭解，傳授經理人相關協商技巧，降低文化衝突以避免談判破局。

會談協商之外，併購之後的整合挑戰亦說明具備目標國家文化知識之重要性。Shimizu et al. (2004) 指出企業面臨的最大併購整合問題以文化衝突為首要，相關實證研究發現當主併與目標公司之間存在顯著文化差異時，對於併購後企業的高階主管離職、財務績效及股票價值等均產生負面影響 (Stahl & Voigt, 2008)。文化差異妨礙了組織成員間的訊息溝通，造成知識傳遞的困難與管理成本之提高 (Miroshnik, 2002)；而當組織存在多重文化壓力時，亦會造成員工心理上的區辨狀況，降低對於企業的認同感及配合度 (Very & Schweiger, 2001)。併購整合失敗肇因於文化衝突遠高於其他因素考量，因相較於有形資產，無形文化的整合更為困難。

因此，本研究推論外部董事之特定國家併購經驗利益會受到主被併公司間

的文化距離影響。當雙方文化距離愈小時，相近的價值觀使得併購之後所需處理雙方員工在工作認知上的差異、以及其他溝通協調工作之進行較為容易，公司因而承擔較低的知覺風險；而隨著文化距離的增加，雙方在工作上的態度與認知差異愈大，使得協調整合工作益形困難，管理成本隨之增加 (Brouthers & Brouthers, 2000)。此時，擁有目標國家經驗的外部董事可就其對於當地文化的瞭解，提供經理人專屬於目標國家的文化及其他相關知識，縮小企業對於目標國家文化的不熟悉，有效處理併購整合工作中的文化管理問題。隨著主併公司對目標國家文化知識的增進，組織當可降低因多重文化壓力造成成員之間在訊息溝通與知識傳遞上的困難、降低管理成本與高階主管離職的負面影響，進而提升雙方員工的認同感，使組織文化融合更為順利，提升併購效益。

假設2a：在其他條件不變的前提下，外部董事的目標國家併購經驗在主併公司與目標公司文化差距大時，發揮愈大之諮詢利益。

三、研究方法

(一) 研究樣本、資料來源與選取標準

本研究對象為美國上市公司所進行的國際併購案，樣本期間為2001年至2007年，研究樣本取自美國Securities Data Company(SDC)資料庫，宣告日期則透過 Wall Street Journal、Business Wire、Newswire 等美國主要報社發佈的新聞稿進行確認，以該併購案第一次確定宣告之日期作為併購宣告日，所選取樣本必須符合下列標準：1)併購案類型包括收購目標公司資產、主要股份與合併三者。2) 併購交易金額佔主併公司資產至少10%，以確定該併購案為公司之重大資本支出。3) 併購案完成者(即完成所有法律程序) 4) 去除從事財務、保險及房地產的樣本公司(Standard Industrial Classification SIC碼介於6000到6999間)。5) 可於公司財務報表(14A)、年度狀況報告書(10K)及LexisNexis學術資料庫找到主併公司之董事成員名單及背景資料。6) 事件期間必須無伴隨其他重大事件的發生，如增資及重大經濟政策等可能影響股價之情事，以避免併

購之外的因素干擾實證結果。7)公司股價及財務資訊可從CRSP及Compustat資料庫上獲得。根據上述的條件篩選後，最終有效樣本為402筆。

(二) 變數定義

1. 因變數

本研究採用事件研究法，觀察企業宣告海外併購投資時，宣告日前後之股價異常報酬情形，作為併購績效之衡量。我們以併購宣告日前210日至前11日為估計期，宣告日前二天至宣告日後二天為事件窗口，使用市場模型估算累積異常報酬。事件研究法已被廣泛應用於衡量企業策略與投資績效 (Masulis et al., 2007; Kroll et al., 2008; McDonald et al., 2008; Lai et al., 2010)，本文採用與Masulis et al. (2007) 及Ahn et al. (2010) 等學者一致的事件窗口，以有效捕捉國際併購此一重大訊息宣告提前洩漏與延宕反應之可能情形。

為避免股價報酬無法反應併購後之經營綜效是否發揮，本研究亦觀察併購宣告前後年度之公司營運變化，以探討併購事件對於企業的實際營運績效影響。Healy et al. (1992) 指出併購宣告時的股價異常報酬可能肇因於營運綜效、租稅節省、寡佔租增加與人力資源移轉等種種因素，故探討併購後營運績效的改變可瞭解併購宣告之股價溢酬來源，以瞭解該併購事件是否產生實質經濟利益。

本研究使用邊際利潤(稅前息前折舊前收益除以淨銷貨金額)衡量併購事件對公司營運績效的影響 (Fee & Thomas, 2004; Ahn et al., 2010)，以併購後第二年的營運績效與併購前一年數值之差額衡量營運績效的改變情形，為了控制產業及公司規模的影響，我們將公司的營運績效變化量減去配對公司的營運績效變化量。配對公司之產業為與本研究樣本SIC四碼相同者，若無符合此準則者，則放寬至SIC前三碼或前二碼相同者，再從這些同業公司裡挑選規模最接近的非事件公司作為配對公司，公司規模則以併購宣告前一年的普通股市值為衡量。

2. 自變數與干擾變數

(1) 董事的國際併購經驗

本研究依照McDonald et al. (2008) 之定義，針對企業之外部董事成員，探

討其併購決策經驗對於企業擬定相關決策之貢獻。在研究設計上，首先我們從14A及10K整理併購決策當時之外部董事名單，蒐集其最近五年內(併購宣告日往前推算5年)的主要工作經歷，包括該名董事曾於哪些公司擔任CEO、高階主管(指所有位階高於副總裁之主管，包括執行長、營運長及財務長等；Lee & Park, 2008; Nielsen & Nielsen, 2011)、董事與其他職位，以獲得該名董事成員的工作背景資料，接著，計算該名董事最近五年內參與的國際併購決策數，並同理計算公司其他董事成員經歷之國際併購決策數，最後加總所有董事成員之國際併購決策經驗數，作為“董事國際併購經驗”此變數之衡量，其計算方式如下：

$$\sum_{d=1}^D \sum_{Y=t}^{t-5} \left(\sum_{F=1}^N A_{Y,F}^r \right)$$

其中， A^r 為董事成員於F公司擔任董事或高階主管期間，該公司所經歷的跨國併購案件，公司數共有N家，Y指該名董事於F公司之任值年度，包括併購宣告當年度t (以宣告日為主)，以及往前推算五年之內，d指主併公司之個別董事，併購宣告時該主併公司共計D位董事。

(2) 董事的目標國家併購經驗

按照上述方式，同理計算董事成員之目標國家併購經驗數值，惟將併購案件計算範圍由董事成員所有經歷過的國際併購決策，縮小為與此次併購目標公司相同國家之併購案件。此變數之計算方式說明如下：

$$\sum_{d=1}^D \sum_{Y=t}^{t-5} \left(\sum_{F=1}^N A_{Y,F}^c \right)$$

其中， A^c 為董事成員於F公司擔任董事或高階主管期間，該公司所經歷的跨國併購案件中，併購目標公司與該次併購宣告之目標國家相同之併購案件，其餘變數定義與“董事國際併購經驗”之衡量方式相同。

(3) 干擾變數

本研究的干擾變數有二，包括主併公司本身經歷之國際購併經驗與主被併公司間的文化距離。首先對於公司本身國際購併經驗之衡量，本研究採用與Kroll et al. (2008) 一致的方法計算主併公司在宣告日前5年內完成的國際併購案次數，再依照國際購併經驗之有無設立虛擬變數(無國際購併經驗者，其

Dummy=1，反之為零)。在文化距離的衡量上，利用Kogut & Singh (1988) 發展的權力距離、不確定趨避程度、男性/女性及個人主義四個構面計算文化距離，其公式如下：

$$CD_j = \sum_{i=1}^4 \left\{ (I_{ij} - I_{iu})^2 / V_i \right\} / 4$$

I_{ij} 為第 j 個國家在第 i 個文化構面的指數， V_i 為第 i 個構面的變異數， u 代表美國， CD_j 為第 j 個國家與美國的文化距離。

接著將主被併公司文化距離設立虛擬變數，當文化距離大於其中位數時，則 Dummy 為 1(高文化距離)，反之為 0(低文化距離)。

3. 控制變數

本研究參考 Masulis et al. (2007)、McDonald et al. (2008)、Ahn et al. (2010)、Lai et al. (2010) 等相關文獻，控制其他解釋變數在迴歸模型中對併購績效的影響，下表依序說明控制變數之定義與其預期影響方向。

控制變數	預期影響	變數定義
主併公司規模	負相關	Log(普通股市值)
資產報酬率(ROA)	正相關	淨利/總資產
公司成長機會(Tobin's Q)	正相關	普通股市值/總資產
支付方式	正相關	Dummy=1 表示現金支付 Dummy=0 為股票支付或混合方式
外部董事人數比例	正相關	外部董事人數佔所有董事成員人數的比例
總經理兼任董事長	負相關	Dummy=1 表示總經理兼任董事長, 反之為 0
內部董事國際經驗	正相關	內部董事在併購宣告年度前五年內參與的國際併購案件數
董事會規模	正相關	董事成員數目
年度虛擬變數		
產業虛擬變數		1.服務業 ³ (SIC 碼前兩碼介於 15 至 17 間及 40 至 88 間) 2.製造業(SIC 碼前兩碼介於 20 至 39 間) 3.其餘樣本則歸類在其他產業 (控制組)

³ 依據 Contractor et al. (2003) 服務業分類的方式

四、結果與討論

(一) 敘述統計

表1呈現本研究樣本之年度、產業、與目標國家之分佈狀況，Panel A為年度分佈狀況，以2005年(17.91%)與2004年(17.66%)最多，2002年(9.45%)最少；Panel B列示主併公司之所屬產業類別，依SIC碼前兩碼為分類基礎，發現以企業服務(SIC碼=73) 82筆占最多數，電子與其它電力設備及組件(SIC碼=36) 61筆次之；Panel C呈現併購目標之國家分佈，以加拿大(22.39%)、英國(21.39%)及德國(11.94%)為最主要投資地區。

表 1 國際併購之樣本分布情形

Panel A. 依年度分類			
年分	樣本數	%	
2001	53	13.18	
2002	38	9.45	
2003	42	10.45	
2004	71	17.66	
2005	72	17.91	
2006	68	16.92	
2007	58	14.43	
總計	402	100.00	
Panel B. 依產業分類			
SIC 碼 前 2 碼	產業類別	樣本數	%
28	化學物與相關產品	29	7.21
35	工商機器與電腦設備	35	8.71
36	電子與其它電力設備及組件	61	15.17
38	測量、分析及控制儀器及相關產品	55	13.68
73	企業服務	82	20.40
其他		140	34.83
總計		402	100.00
Panel C. 依國家分類			
國家	樣本數	%	
加拿大	90	22.39	
英國	86	21.39	
德國	48	11.94	
法國	24	5.97	
澳洲	20	4.98	
其他	134	33.33	
總計	402	100.00	

註：若樣本數小於15則歸為其他

表 2 呈現主要變數的相關係數矩陣，其中以董事之國際併購經驗與目標國家經驗之相關係數 0.549 最高，故先於不同迴歸模型中分別放入上述二項經驗變數，以衡量個別之影響力，之後，再將二變數納入同一迴歸模型，以檢視其相關程度對實證結果之影響。此外並檢測所有迴歸模型之 VIF 值，發現最高值為 2.003，小於門檻值⁵ (Kleinbaum et al., 1988)，故可排除共線性問題。以下分別就本文主要實證結果進行分析。

(二) 分群檢定

表3與表4呈現董事經驗對於組織併購績效影響的分群檢定結果，採用併購宣告前後兩日之累積異常報酬作為併購績效的衡量。其中，表3檢視假設1與假設1a之推論，以全體董事的國際併購經驗數值中位數為分群基準，區分樣本為“高董事經驗”與“低董事經驗”兩子群進行差異性分析。在各個子群中，分別呈現獨立樣本t檢定與Kruskal-Wallis中位數檢定的結果，括弧內則依序顯示t值、中位數檢定之p值與該子群之樣本數；在分群差異性檢定方面，則依序顯示子群間併購績效差異之平均值、差異性檢定之t值與中位數檢定之p值。Panel A 列示董事國際併購經驗效益的分群檢定結果，其中在“高董事經驗”子群中，不論是t檢定或Kruskal-Wallis中位數檢定結果，併購績效皆顯著為正，而在“低董事經驗”子群中，t檢定與中位數檢定結果則均無顯著異於零；在群間差異檢定上，不論是t檢定或是中位數檢定，高經驗子群的併購績效皆顯著大於低經驗子群。此結果為假設1之推論提供了初步支持，顯示董事的整體國際併購經驗有助於企業進行跨國併購投資。

表 2 敘述統計與相關係數矩陣

變數	平均數	標準差	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1.累積異常報酬	0.013	0.115										
2.主併公司規模	6.572	1.671	1.000									
3.資產報酬率(ROA)	0.006	0.188	0.308	1.000								
4.Tobin's Q	2.706	2.967	0.110	-0.062	1.000							
5.支付方式	0.545	0.499	0.185	0.169	-0.173	1.000						
6.外部董事人數比例	0.792	0.110	0.215	0.061	-0.144	0.153	1.000					
7.總經理兼任董事長	0.552	0.498	0.207	0.055	-0.059	0.021	-0.006	1.000				
8.內部董事國際經驗	2.301	2.976	0.376	0.026	-0.039	0.086	-0.016	0.147	1.000			
9.董事國際經驗	8.062	9.053	0.380	0.053	-0.033	0.107	0.204	0.158	0.212	1.000		
10.董事目標國家經驗	0.555	0.967	0.196	0.044	-0.028	0.096	0.127	0.087	0.171	0.537	1.000	
11.主併公司國際併購經驗	1.403	1.786	0.397	0.108	-0.061	0.131	0.083	0.108	0.728	0.175	0.126	1.000
12.主被併公司文化距離	0.819	1.019	0.010	-0.029	0.063	-0.084	-0.037	-0.078	-0.002	-0.058	-0.270	0.036

註：若相關係數 >0.13 ，則其顯著水準為 $p \leq 0.01$

表 3 宣告期間累積異常報酬依主併公司與董事成員的國際併購經驗分群檢定

Panel A. 董事國際併購經驗			
高董事經驗	低董事經驗	分群差異性檢定	
平均數=0.029	平均數=-0.003	0.031	
中位數=0.013	中位數=0.004	(2.72)***	
(3.040***, <0.0001, 197)	(-0.395, 0.526, 205)	[0.018]	
Panel B. 主併公司國際併購經驗			
有經驗	無經驗	分群差異性檢定	
平均數=0.013	平均數=0.012	0.001	
中位數=0.008	中位數=0.006	(0.10)	
(2.538**, 0.001, 223)	(1.080, 0.093, 179)	[0.620]	
Panel C. 董事與主併公司的國際併購經驗之交叉分析			
	高董事經驗	低董事經驗	分群差異性檢定
有經驗	平均數=0.019	平均數=0.005	0.014
	中位數=0.014	中位數=0.005	(1.37)
	(2.877***, 0.003, 128)	(0.608, 0.324, 95)	[0.219]
無經驗	平均數=0.046	平均數=-0.009	0.055
	中位數=0.010	中位數=0.003	(2.43)**
	(1.924*, 0.005, 69)	(-0.919, 0.954, 110)	[0.033]

註：

- (1)各個子群中的括弧數字代表(t 值, Wilcoxon z-statistic 的 p 值, 樣本數)
- (2)分群差異性檢定中分別呈現兩群的平均數差額、(t 值)及[無母數 Kruskal-Wallis 的 p 值]
- (3) *0.05 < p ≤ 0.1, ** 0.01 < p ≤ 0.05, *** p ≤ 0.01

Panel B 呈現主併公司本身併購經驗效益的分群檢定結果，依主併公司國際併購經驗有無區分樣本為“有經驗”與“無經驗”兩群，實證所得與 Panel A 之結果差異頗大，雖然“有經驗”子群之併購績效仍顯著為正，但與“無經驗”子群間的差異性檢定，不論在 t 檢定或中位數檢定上均未達統計之顯著水準，顯示主併公司本身之國際併購經驗並未能顯著提升併購績效。Panel C 則列示主併公司與董事成員間併購經驗的交叉檢定結果，該結果顯示若主併公司本身已具備國際併購經驗，“高董事經驗”子群仍創造顯著為正的併購績效，惟該數值並未顯著大於“低董事經驗”子群；而當主併公司本身並不具備國際併購經驗時，高經驗子群之併購績效顯著大於低經驗子群，不論依 t 檢定或是中位數檢定結果均獲得顯著支持。此結果符合假設 1a 之推論，顯示當公司本身缺乏國際併購經驗時，董事經驗之挹注尤其攸關。

表 4-Panel A 檢視董事之目標國家併購經驗價值，依董事成員是否曾經參

與目標國家之併購決策，將樣本區分為“有經驗”與“無經驗”兩群，分別進行獨立樣本t檢定與Kruskal-Wallis中位數檢定，以及群間差異性分析，實證結果顯示在“有經驗”子群中，不論平均數與中位數之檢定結果均具有正向顯著績效，反之在“無經驗”子群中，併購績效並未能顯著異於零，而群間差異在平均數與中位數差異檢定上則均達統計之顯著水準，因此，若董事曾參與目標國家的併購決策，則其當地的併購經驗有助於公司進行該國之併購投資，符合假設2之推論。

表 4 宣告期間累積異常報酬依董事的目標國家併購經驗與主併公司與目標公司間的文化距離分群檢定

Panel A. 董事目標國家併購經驗			
有經驗	無經驗	分群差異性檢定	
平均數=0.035	平均數=0.002	0.032	
中位數=0.013	中位數=0.005	(2.24)**	
(2.639***, <0.0001, 124)	(0.634, 0.134, 278)	[0.028]	
Panel B. 主被併公司文化距離			
高文化距離	低文化距離	分群差異性檢定	
平均數=0.006	平均數=-0.019	-0.013	
中位數=0.002	中位數=0.013	(-1.10)	
(0.631, 0.281, 200)	(3.393***, <0.0001, 202)	[0.072]	
Panel C. 董事目標國家併購經驗與主被併公司文化距離之交叉分析			
	有經驗	無經驗	分群差異性檢定
高文化距離	平均數=0.081	平均數=-0.009	0.090
	中位數=0.026	中位數=-0.005	(3.53)***
	(1.913*, 0.001, 35)	(-1.223, 0.750, 165)	[0.001]
低文化距離	平均數=0.017	平均數=0.021	-0.004
	中位數=0.009	中位數=0.016	(-0.32)
	(2.232**, 0.006, 89)	(2.560**, 0.005, 113)	[0.695]

註：統計檢定之呈現方式與表三相同

Panel B列示主被併公司間的文化距離對於併購績效之影響，依文化距離大小區分樣本為“高文化距離”與“低文化距離”兩群，發現在“高文化距離”子群中，併購績效未能顯著異於零，而在“低文化距離”子群中，平均數與中位

數檢定結果均顯著為正，群間差異則在中位數檢定上達到統計上的顯著水準，此結果顯示主被併公司間的文化距離對於併購績效存在負向顯著影響。Panel C則為董事的目標國家經驗與文化距離的交叉分析結果，該結果顯示當主被併公司間的文化距離大時，董事的目標國家經驗可創造正向顯著的併購績效，且此經驗之效益顯著大於“無經驗”子群的併購績效；反之，當主被併公司間的文化距離不大時，董事的目標國家經驗並未能顯著提升併購績效，此結果支持假設2a之推論，顯示相異的國家文化使得評估、協商與整併等各階段併購工作更具有挑戰性，因而更需要董事的當地併購經驗給予諮詢協助。

上述分群檢定結果為本研究之假設推論提供了初步支持證據，然而，由於分群檢定結果可能受到未控制的其他解釋變數之影響，因而未能完全捕捉董事的國際併購經驗價值，故以下進一步以迴歸分析檢測董事經驗對併購績效的影響，以排除其他因素的影響。

（三）迴歸分析

表 5 列示併購績效之迴歸分析結果，由於本研究亦探討迴歸的交互作用分析，因此，採用 Aiken & West (1991) 的方法，將迴歸中的所有變數採平均數平減(mean-centered)的程序，以減少共線性問題。模型一檢測董事的國際併購經驗對於企業併購績效之影響，在控制其他因素之干擾後，董事經驗與企業併購績效之間存在正向顯著關係，且整體模型達到統計顯著水準，顯示企業可藉由董事的國際併購經驗增進本身之併購績效，支持假說 1 之推論。模型二檢定董事之併購經驗價值大小是否受到企業本身的相關經驗影響，在控制董事的國際併購經驗與其他解釋變數之影響後，董事經驗與企業併購經驗之交乘項的係數顯著為正，而董事的國際併購經驗仍維持正向顯著，顯示董事經驗在企業本身缺乏國際併購經驗時尤具有價值，符合假說 1a 之推論。接著，為了清楚描繪企業本身之併購經驗的干擾效果，我們製作分群圖表以檢視企業併購經驗對董事經驗的干擾效果。圖 1 顯示當公司缺乏國際併購經驗時，相較於已具備國際併購經驗之公司，董事的國際併購經驗對公司績效有較正向的影響，支持假設 1a 之推論。

表 5 宣告期間累積異常報酬之迴歸分析

變數/模型	模型一	模型二	模型三	模型四	模型五	模型六
常數	-0.003 (-0.114)	-0.001 (-0.040)	-0.010 (-0.352)	-0.004 (-0.123)	-0.005 (-0.163)	0.002 (0.057)
主併公司規模	-0.014 (-3.211)***	-0.015 (-3.372)***	-0.010 (-2.432)**	-0.010 (-2.451)**	-0.014 (-3.147)***	-0.014 (-3.284)***
ROA	0.061 (1.874)*	0.065 (1.989)**	0.055 (1.680)*	0.053 (1.622)	0.060 (1.846)*	0.061 (1.876)*
Tobin's Q	0.005 (2.173)**	0.005 (2.265)**	0.004 (1.958)*	0.004 (1.977)**	0.005 (2.162)**	0.005 (2.297)**
支付方式	-0.006 (-0.476)	-0.007 (-0.578)	-0.006 (-0.485)	-0.006 (-0.499)	-0.006 (-0.525)	-0.008 (-0.635)
外部董事人數比例	-0.053 (-0.909)	-0.044 (-0.755)	-0.030 (-0.520)	-0.030 (-0.514)	-0.056 (-0.952)	-0.045 (-0.766)
總經理兼任董事長	0.004 (0.321)	0.004 (0.331)	0.005 (0.446)	0.005 (0.415)	0.004 (0.314)	0.003 (0.274)
內部董事國際經驗	0.001 (0.260)	0.001 (0.111)	0.001 (0.264)	0.001 (0.262)	0.001 (0.163)	-0.001 (-0.023)
外部董事國際經驗	0.003 (3.822)***	0.003 (3.951)***			0.002 (2.806)***	0.002 (2.822)***
外部董事目標國家經驗			0.017 (2.808)***	0.024 (3.351)***	0.008 (1.130)	0.013 (1.594)
外部董事國際經驗 X		0.003				0.003
主併公司國際併購經驗		(1.966)**				(1.896)*
外部董事目標國家經驗 X				0.034		0.030
主被併公司文化距離				(2.478)**		(2.239)**
主併公司國際併購經驗		-0.007 (-0.475)				-0.009 (-0.645)
主被併公司文化距離				-0.002 (-0.153)		-0.007 (-0.576)
年度與產業虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
F 值	1.85**	1.89**	1.42	1.63*	1.82**	1.97***
調整後的 R ²	0.033	0.038	0.016	0.027	0.034	0.048
總樣本數	402	402	402	402	402	402

註：*0.05 < p ≤ 0.1, ** 0.01 < p ≤ 0.05, *** p ≤ 0.01, 括弧內值，為該系數之t值

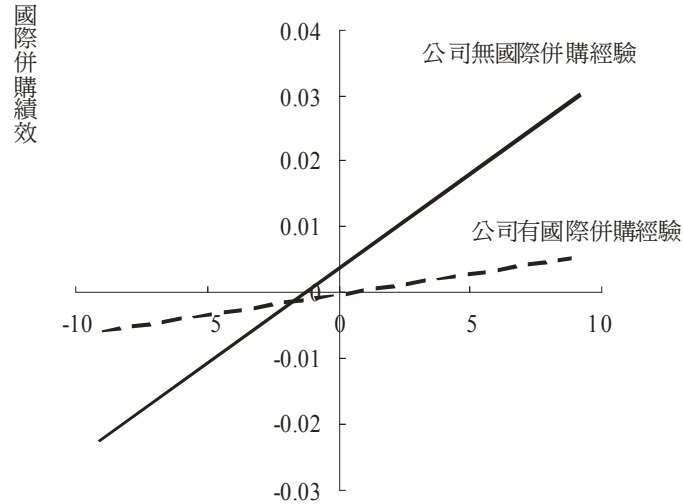


圖 1 公司國際併購經驗對於董事經驗效益之干擾效果

表5模型三檢測董事的目標國家併購經驗效益。在排除其他因素的影響後，模型三結果顯著支持假說2之推論，董事的目標國家經驗與企業的併購績效間存在正向顯著關聯，顯示藉助於董事的目標國家併購經驗，企業得以增進從事該國併購投資的管理技巧。模型四進一步檢定董事的目標國家經驗效益是否受到主被併公司間的文化距離之影響。在控制董事的目標國家經驗與其他控制變數之影響後，目標國家經驗與文化距離交乘項之係數顯著為正，而董事的目標國家經驗係數亦維持與模型三一致的正向顯著性，顯示在主被併公司雙方文化距離大時，董事的當地併購經驗尤具有價值。異文化管理向為跨國併購整合過程中最具挑戰性之工作 (Miroshnik, 2002)，尤其在主併--目標公司雙方文化差異大時更顯困難。模型四結果顯示董事的目標國家經驗可做為組織克服母國與地主國間心理距離的重要管理工具。

本研究亦使用分群製作圖表以了解主被併公司文化距離對於董事經驗與併購績效之關連性的影響。圖 2 顯示當主被併公司文化距離差距大時，董事的目標國家併購經驗與公司績效成正向關係，而當主被併公司文化距離差距小時，董事目標國家經驗與公司績效的正向關係不明顯，此圖形分析結果與假設 2a 的推論相同。

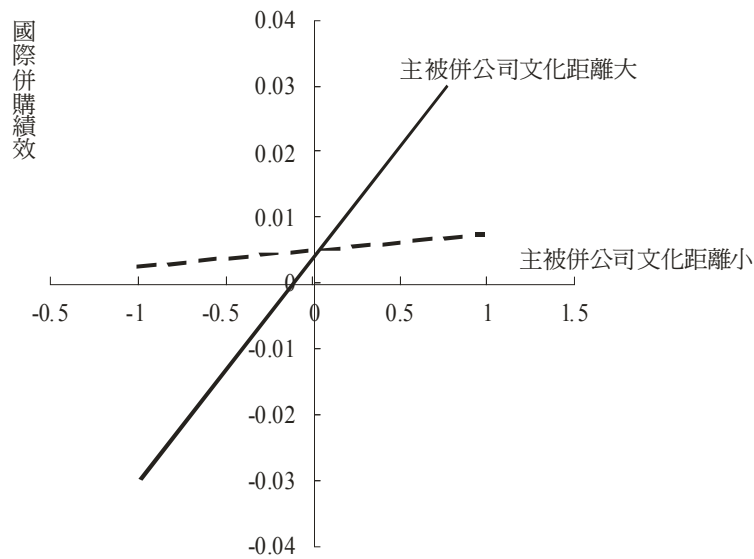


圖 2 文化距離對於董事併購經驗效益之干擾效果

模型五同時分析董事的國際併購經驗與目標國家經驗對於併購績效之影響，實證結果顯示董事的國際併購經驗之係數仍維持與模型一及模型二一致的統計顯著性與方向，而目標國家經驗雖仍與併購績效正向相關，但並未達到原本在模型三及模型四中的統計顯著水準，此結果顯示董事的國際併購經驗相較於目標國家經驗，可為主併公司帶來較為顯著之利益。最後，模型六同時檢定主效果與經驗交乘項，所得結果與模型一至模型五大致相同，經驗交乘項均達統計上的顯著水準，而在主效果上，董事的併購經驗可產生顯著利益，惟目標國家經驗此變數並不具統計顯著性。

(四) 敏感性測試

上述實證結果均肯定董事經驗在企業之跨國併購投資上的重要性，而此董事經驗價值在決策情境愈不確定時——來自於公司本身缺乏併購經驗或是迥異的目標公司國家文化，尤其獲得彰顯。然而，上述結果並未控制董事成員的選任和公司併購績效間可能存在內生性問題。Masulis et al. (2007) 指出公司的董事成員聘任政策可能受其併購策略發展的影響，為了避免此時間上的內生因果關係干擾研究結果，本研究排除併購宣告前三年內新選任董事的併購經驗值，

重新檢測表 5 之迴歸分析。礙於篇幅，本研究並未將實證結果以表格呈現，但檢定結果與表 5 所得一致，董事經驗對於企業之併購績效仍存在顯著影響力，而其經驗效益在公司缺乏國際併購經驗時，及主被併公司國家文化差距大時尤其顯著。此說明時間上的內生因素考量並未改變本研究之實證發現。

本研究進一步觀察併購宣告前後長期營運績效之改變情形，以與短期宣告效果相互對照。表 6 呈現董事國際購併經驗之分群檢定結果，與表 3 所得一致，顯示“高董事經驗”子群的事後營運績效顯著大於“低董事經驗”子群，支持假設 1 之推論。另外在主併公司與董事成員之國際併購經驗的交叉檢定結果，則顯示當主併公司本身並不具備國際併購經驗時，高經驗子群產生之事後營運績效顯著大於低經驗子群，此實證結果支持假設 1a 之推論。表 7 則呈現董事目標國際購併經驗之分群檢定結果，與假設 2 及 2a 之推論一致，發現董事成員的目標國家併購經驗能顯著提昇事後營運績效，尤其在主被併公司之文化差距大時更為顯著。

表 6 事後併購營運績效依主併公司與董事成員的國際併購經驗分群檢定

Panel A. 董事國際併購經驗			
	高董事經驗	低董事經驗	分群差異性檢定
	平均數=0.185	平均數= -1.551	1.736
	中位數=0.002	中位數 = -0.027	(2.14)**
	(2.670**, 0.210, 168)	(-1.922*, 0.001, 167)	[0.001]
Panel B. 主併公司國際併購經驗			
	有經驗	無經驗	分群差異性檢定
	平均數=0.085	平均數= -1.671	1.756
	中位數= -0.001	中位數= -0.020	(1.92)*
	(0.453, 0.735, 189)	(-1.862*, 0.020, 146)	[0.074]
Panel C. 董事與主併公司的國際併購經驗之交叉分析			
	高董事經驗	低董事經驗	分群差異性檢定
有經驗	平均數=0.223	平均數= -0.104	0.327
	中位數=0.005	中位數= -0.007	(0.86)
	(1.674*, 0.908, 109)	(-0.258, 0.484, 80)	[0.491]
無經驗	平均數=0.114	平均數= -2.882	2.996
	中位數=0.007	中位數= -0.0711	(2.00)**
	(1.745*, 0.0864, 59)	(-1.929*, <0.0001, 87)	[<0.0001]

註：統計檢定之呈現方式與表三相同

表 7 事後併購營運績效依董事的目標國家併購經驗與主併被公司文化距離分群檢定

Panel A. 董事目標國家併購經驗			
有經驗	無經驗	分群差異性檢定	
平均數=0.196	平均數= -1.081	1.255	
中位數= -0.004	中位數= -0.012	(2.13)**	
(1.073*, 0.697, 105)	(-1.834*, 0.011, 230)	[0.049]	
Panel B. 主被併公司文化距離			
高文化距離	低文化距離	分群差異性檢定	
平均數= -1.215	平均數= -0.137	-1.079	
中位數= -0.015	中位數= -0.004	(-1.34)	
(-1.565, 0.021, 169)	(-0.619, 0.793, 166)	[0.165]	
Panel C. 董事目標國家併購經驗與主被併公司文化距離之交叉分析			
	有經驗	無經驗	分群差異性檢定
高文化距離	平均數=0.102	平均數= -1.511	1.613
	中位數= -0.008 (1.540, 0.878, 31)	中位數= -0.021 (-1.592, 0.007, 138)	(1.70)* [0.077]
低文化距離	平均數=0.235	平均數= -0.435	0.670
	中位數=0.001 (1.483, 0.731, 74)	中位數= -0.005 (-1.158, 0.484, 92)	(1.51) [0.492]

註：統計檢定之呈現方式與表三相同

本研究亦以迴歸分析探討董事經驗對併購營運績效的影響。表 8 重複表 5 之實證模型，惟將因變數之衡量改為事後營運績效。實證結果與表 5 所得相似，模型一至模型三分別支持假說 1,1a,與 2 之推論，模型四則發現當主被併公司文化距離大時，董事的目標國家經驗並無法顯著提升事後營運績效，而模型五顯示當同時分析董事國際經驗與目標國家經驗的影響時，前者之係數仍顯著為正，而後者雖為正值但未達顯著水準。最後，模型六同時檢定董事經驗之主效果與經驗交乘項對營運績效的影響，其結果與模型一至模型五的發現大致相同。

表 8 事後併購營運績效之迴歸分析

變數/模型	模型一	模型二	模型三	模型四	模型五
常數	-2.548 (-1.323)	-2.509 (-1.309)	-2.855 (-1.480)	-2.973 (-1.523)	-2.793 (-1.441)
主併公司規模	-0.743 (-2.623)***	-0.791 (-2.800)***	-0.608 (-2.225)**	-0.598 (-2.183)**	-0.772 (-2.732)***
ROA	20.450 (8.857)***	20.598 (8.968)***	20.281 (8.763)***	20.278 (8.760)***	20.565 (8.956)***
Tobin's Q	-0.143 (-1.022)	-0.140 (-1.004)	-0.170 (-1.209)	-0.156 (-1.106)	-0.124 (-0.881)
支付方式	-2.350 (-3.026)***	-2.351 (-3.040)***	-2.376 (-3.040)***	-2.423 (-3.097)***	-2.445 (-3.152)***
外部董事人數比例	-1.520 (-0.404)	-1.203 (-0.319)	-0.680 (-0.182)	-0.446 (-0.119)	-1.008 (-0.267)
總經理兼任董事長	-0.750 (-0.948)	-0.732 (-0.931)	-0.717 (-0.903)	-0.751 (-0.946)	-0.767 (-0.975)
內部董事國際經驗	0.302 (2.255)**	0.207 (1.364)	0.308 (2.288)**	0.318 (2.362)**	0.205 (1.346)
董事國際經驗	0.099 (2.214)**	0.103 (2.320)**			0.090 (1.720)*
董事目標國家經驗			0.658 (1.706)*	0.661 (1.503)	0.220 (0.436)
董事國際經驗 X 主併公司國際併購經驗		0.154 (1.870)*			0.157 (1.910)*
董事目標國家經驗 X 主被併公司文化距離				0.699 (0.837)	0.603 (0.724)
主併公司國際併購經驗		-1.377 (-1.548)			-1.497 (-1.680)*
主被併公司文化距離				-0.890 (-1.113)	-1.178 (-1.475)
年度與產業虛擬變數	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
F 值	6.26***	5.97***	6.10***	5.54***	5.29***
調整後的 R ²	0.201	0.211	0.196	0.197	0.212
總樣本數	335	335	335	335	335

註：*0.05 < p ≤ 0.1, ** 0.01 < p ≤ 0.05, *** p ≤ 0.01, 括弧內值，為該系數之 t 值

最後，我們僅保留董事過去擔任 CEO、高階經理人與董事會成員三種職務期間參與併購決策的經驗，重複表 3 至表 8 所有實證分析。依據公司法，董事會成員對公司的併購決策負有忠實義務與注意義務，故為公司併購決策中的主要參與人員，而相關研究亦指出 CEO 與高階經理人在併購過程中扮演重要角色，包括事前併購規劃與事後整合管理 (Vasilaki & O'Regan, 2008; Ismail,

2011; Shibayama et al., 2011)。

五、結論

(一) 主要研究成果

資源依賴理論主張董事會扮演企業與外部環境連結之重要介面，協助獲取關鍵性資訊與資源，降低環境不確定性的風險 (Pfeffer & Salancik, 1978)。本文研究成果呼應此一論述，實證結果發現若董事具備國際併購經驗與目標國家之併購經驗，則可顯著提升企業之跨國併購績效，顯示董事的相關經驗有助於降低企業在國際投資環境中遭遇的資訊不對稱風險，以及複雜決策因素考量造成的資訊超載問題；而此董事經驗之效益在組織本身缺乏國際併購經驗時，以及主被併公司間的文化距離差距大時尤其顯著，有限的自我經驗與迥異的國家文化提升決策不確定風險，企業因而更須仰賴外在經驗知識的挹注以為有效因應。本研究結果顯示來自董事購併決策之經驗不啻為企業學習購併知識之重要管道，藉由董事經驗產生之摘要知識、類比推論與因果判斷能力，以及直接、生動、深入之學習方式，企業得以建構完整與周延的併購知識，本文研究結果支持專家知識理論與經驗傳遞優勢之看法，肯定董事經驗在企業決策上之重要貢獻。

(二) 理論學術意涵

一些文獻指出企業對於董事資源之需求會受到所處環境特定因素的影響，研究發現董事資源重要性受到組織生命週期的影響，對於初期發展階段的公司而言，特別需要董事的資源挹注以降低生存風險 (Lynall et al., 2003)；Markarian & Parbonetti (2007) 發現當組織內部結構的複雜度越高(如多角化)，則董事會提供決策支援的功能就越強；Lester et al. (2008) 則發現董事資源提供功能與企業所處機構環境特徵存在顯著關連。以上文獻均指出董事資源與組織之外在環境需求存在配適現象，本研究呼應上述關於董事資源提供角色之研究，發現「董事資源—外在環境」之配適情形在國際併購議題上亦顯著成

立，然而，相較於過去研究，本文更進一步發現在此配適連結下，董事的資源提供可以顯著改善組織績效，因而對於資源依賴理論所申論之“董事資源有效性”提供了更為強力的支持。迄今，多數公司治理研究仍著眼於代理理論，探討如何強化董事會的獨立運作與增加董事的誘因機制，忽略了董事成員的專業知識可能存在不一致的情形 (Kor & Sundaramurthy, 2009; Haynes & Hillman, 2010)，一些學者提到經驗對於增進專業知識的重要性 (Ericsson & Lehmann, 1996; Sternberg, 1997)，然而，基於實證上直接衡量董事經驗之困難，因而過去研究多採用間接衡量方式，如以董事任期、董事會連結數量、董事會規模、董事成員背景異質性與工作職位異質性等作為董事經驗的代理變數，探討其對於企業整體營運績效、營收成長率、策略制訂與變遷的影響 (Haunschild, 1993; Carpenter & Westphal, 2001; Coles et al., 2008; Kor & Sundaramurthy, 2009)，然而，此衡量方式並未能有效捕捉董事經驗與企業決策之直接關係 (Kroll et al., 2008; McDonald et al., 2008)。本研究以國際併購此一特定決策為研究議題，探討董事併購經驗對於組織併購績效之影響，為董事經驗與企業決策之關連性研究提供了直接證據，補足此一研究窗口。

本研究成果對於董事之策略參與研究亦具有重要意涵，回顧董事參與企業策略之角色演變，從早期之橡皮圖章，到被動式審議經理人之提案，發展至主動參與策略塑造 (Pugliese et al., 2009)，董事在企業策略上的影響力與日遽增，然而，相對此一實務上之蓬勃發展，相關學術研究多仍留於理論探討、個案或問卷調查，量化的實證證據則相對缺乏 (Ravasi & Zattoni, 2006; Haynes & Hillman, 2010; 謝錦堂, 2009)。本文以系統性之量化實證成果呼應董事此一角色轉變，董事的併購經驗透過顯著的策略參與有效傳遞予經理人，進而提昇企業之併購績效，而此影響力不僅只於短期，亦涵蓋長期營運成果。

(三) 實務意涵

跨國併購已成為許多企業因應全球化競爭所採行的外部成長模式 (于卓民, 2006)，面對嚴峻的國際競爭環境與市場需求的迅速改變，許多企業選擇國際併購策略以迅速獲取所需資源及加速組織成長。然而，國際併購所伴隨的高失敗率亦指出提升併購管理能力之急迫性。回顧相關文獻，多僅留於企業本身併購經驗之探討，然而，實證所得顯示組織自身經驗學習方式的效果有限，本文研究結果顯示企業在從事國際併購投資時，不應忽略董事經驗此一重要之

知識來源，憑藉其經驗與知識的協助有效處理併購各階段之複雜問題。董事會參與企業之海外決策地位日漸顯著 (Filatotchev & Wright, 2011)，面對競爭日熾之國際投資環境，本研究結果建議經理人應善用董事會之資源提供協助公司進行海外投資。

本文實證成果對於企業的海外市場發展策略亦有所啟迪，Johanson & Vahlne (1977) 與 Rugman & Verbeke (2004) 等學者指出公司在國際化的過程中，傾向從母國鄰近的區域開始向外擴張，以解決對於海外市場知識缺乏產生的心理距離。本研究所得顯示藉由董事廣泛的國際併購經驗與目標國家經驗之協助，企業得以降低對不熟悉之海外市場的心理距離，以及與目標公司間的文化距離，而此經驗利益在企業本身缺乏相關經驗時尤其顯著。時值各國政府紛紛解除對於國外企業之投資限制，市場的地域疆界日漸消除，本研究建議企業應善加利用此一重要董事資源，以更為有效掌握國際市場商機，突破自身經驗不足造成的投資疆域限制，迅速拓展海外投資版圖。

最後，本文成果亦可作為公司的董事成員選任政策之重要參考依據，近年來，隨著國內外連串金融弊案的發生，董事會普遍被賦予對於企業與股東更高之責任，除了審議經理人之提案，亦主動參與事前的計畫構思，與事後策略執行之檢討。本研究以國際併購此一重要議案為主題，肯定董事經驗為重要的組織知識來源。基於董事成員知識與經驗在企業發展上的貢獻，公司應把董事會的定位從單純為了應付法規存在而必須付出的沉沒成本，轉為企業有價值的智慧資產，提升組織競爭力。隨著全球化趨勢的增長，企業的經營範疇跨越國界，而競爭對手也不再受到地域限制，面對此一國際化競爭，企業的董事選任亦應隨之國際化，以期能更深度參與企業之國際經營，將董事的經驗、知識、才能轉為企業的資源與競爭力，提昇海外投資經營績效。

(四) 研究限制與建議

本研究探討董事的跨國併購決策經驗對於企業進行國際併購投資之績效影響，以SDC資料庫蒐集董事曾參與之併購經歷進行分析，然而，董事之經驗貢獻來源應不僅只是併購經驗，董事的其他國際經驗包括國籍、海外求學經驗與外派經歷均可能為企業之國際併購決策提供攸關資訊，但因此完整經驗資料之蒐集所需花費的成本、人力與時間支出過於龐大，故本研究僅就董事的國際併購經驗此一最直接的經驗來源進行探討，然此為本研究之主要研究限制，亦

為後續研究可延伸探討之方向。另外，本研究僅針對跨國併購投資探討董事的經驗價值，並未涵蓋國際合資與獨資興建此兩種重要的海外投資模式，建議後續研究者可針對此二者探討董事經驗之績效意涵，並進一步比較各種投資經驗在企業之海外市場進入模式選擇上是否產生重大影響，以對於董事經驗在企業之海外決策上所扮演的角色獲得更為深入與完整之知識。

參考文獻

- 于卓民，2006，全球化經營，初版，台北：麥田出版社。
- 曾真真，2010，「經驗學習、替代性學習對再併購機率的影響：以台灣上市櫃製造業為例」，管理學報，27 卷 1 期：39~55。
- 謝錦堂，2009，「董事會功能理論模型之驗證：台灣上市公司董監事的觀點」，管理學報，26 卷 2 期：127~144。
- Ahn, S., Jiraporn, P., and Kim, Y. S., 2010, "Multiple Directorships and Acquirer Returns," **Journal of Banking and Finance**, Vol. 34, No. 9, 2011-2026.
- Aiken, L. S. and West, S. G., 1991, **Multiple regression: Testing and Interpreting Interactions**, 1st, Newbury Park, CA: Sage.
- Argote, L. and Greve, H. R., 2007, "A Behavioral Theory of the Firm-40 Years and Counting: Introduction and Impact," **Organization Science**, Vol. 18, No. 3, 337-349.
- Barkema, H. G. and Schijven, M., 2008, "How Do Firms Learn to Make Acquisitions? A Review of Past Research and an Agenda for the Future," **Journal of Management**, Vol. 34, No. 3, 594-634.
- Beckman, C. M. and Haunschild, P. R., 2002, "Network Learning: The Effects of Partners' Heterogeneity of Experience on Corporate Acquisitions," **Administrative Science Quarterly**, Vol. 47, No. 1, 92-124.
- Brouthers, K. D. and Brouthers, L. E., 2000, "Acquisition of Greenfield Start-Up? Institutional, Cultural and Transaction Cost Influences," **Strategic Management Journal**, Vol. 21, No. 1, 89-97.
- Carpenter, M. A. and Westphal, J. D., 2001, "The Strategic Context of External Network Ties: Examining the Impact of Director Appointments on Board Involvement in Strategic Decision Making," **Academy of Management Journal**, Vol. 44, No. 4, 639-660.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., and Naveen, L., 2008, "Boards: Does one Size Fit All?" **Journal**

- of Financial Economics**, Vol. 87, No. 2, 329-356.
- Contractor, F. J., Kundu, S. K., and Hsu, C. C., 2003, "A Three-Stage Theory of International Expansion: The Link Between Multinationality and Performance in the Service Sector," **Journal of International Business Studies**, Vol. 34, No. 1, 5-18.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., and Johnson, J. L., 1998, "Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance," **Strategic Management Journal**, Vol. 19, No. 3, 269-290.
- Ericsson, K. A. and Charness, N., 1994, "Expert Performance: Its Structure and Acquisition," **American Psychologist**, Vol. 49, No. 8, 725-747.
- Ericsson, K. A. and Lehmann, A. C., 1996, "Expert and Exceptional Performance: Evidence of Maximal Adaptation to Task Constraints," **Annual Review of Psychology**, Vol. 47, No. 1, 273-305.
- Fee, C. E. and Thomas, S., 2004, "Sources of Gains in Horizontal Mergers: Evidence from Customer, Supplier, and Rival firms," **Journal of Financial Economics**, Vol. 74, No. 3, 423-460.
- Filatotchev, I. and Wright, M., 2011, "Agency Perspectives on Corporate Governance of Multinational Enterprises," **Journal of Management Studies**, Vol. 48, No. 2, 471-486.
- Haleblian, J. and Finkelstein, S., 1999, "The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective," **Administrative Science Quarterly**, Vol. 44, No. 1, 29-56.
- Haunschild, P. R., 1993, "Interorganizational Imitation: The Impact of Interlocks on Corporate Acquisition Activity," **Administrative Science Quarterly**, Vol. 38, No. 4, 564-592.
- Haunschild, P. R., 1994, "How Much Is That Company Worth? Interorganizational Relationships, Uncertainty, and Acquisition Premiums," **Administrative Science Quarterly**, Vol. 39, No. 3, 391-411.
- Haynes, K. T. and Hillman, A., 2010, "The Effect of Board Capital and CEO Power on Strategic Change," **Strategic Management Journal**, Vol. 31, No. 11, 1145-1163.
- Healy, P. M., Palepu, K. G., and Ruback, R. S., 1992, "Do Mergers Improve Corporate Performance?" **Journal of Financial Economics**, Vol. 31, No. 2, 135-175.
- Hillman, A. J., Withers, M. C., and Collins, B. J., 2009, "Resource Dependence Theory: A Review," **Journal of Management**, Vol. 35, No. 6, 1404-1427.
- Hitt, M. A., Ireland, R. D., Camp, S. M., and Sexton, D. L., 2001, "Strategic Entrepreneurship: Entrepreneurial Strategies for Wealth Creation," **Strategic Management Journal**, Vol. 22, No. 6, 479-491.
- Inkpen, A. C., Sundaram, A. K., and Rockwood, K., 2000, "Cross-Border Acquisitions of US Technology Assets," **California Management Review**, Vol. 42, No. 3, 50-70.

- Ismail, A., 2011, "Does the Management's Forecast of Merger Synergies Explain the Premium Paid, the Method of Payment, and Merger Motives?" **Financial Management**, Vol. 40, No. 4, 879-910.
- Jensen, M. and Zajac, E. J., 2004, "Corporate Elites and Corporate Strategy: How Demographic Preferences and Structural Position Shape the Scope of the Firm," **Strategic Management Journal**, Vol. 25, No. 6, 507-524.
- Jensen, M. C., 1993, "The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems," **Journal of Finance**, Vol. 48, No. 3, 831-880.
- Johanson, J. and Vahlne, J. E., 1977, "The Internationalization Process of the Firm: A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments," **Journal of International Business Studies**, Vol. 8, No. 1, 23-32.
- Katila, R. and Ahuja, G., 2002, "Something Old, Something New: A Longitudinal Study of Search Behavior and New Product Introductions," **Academy of Management Journal**, Vol. 45, No. 6, 1183-1194.
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., and Covin, J. G., 2004, "Meta-Analyses of Post-Acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators," **Strategic Management Journal**, Vol. 25, No. 2, 187-200.
- Kleinbaum, D. G., Muller, K. E., and Kupper, L. L., 1988, **Applied Regression Analysis and Other Multivariate Methods**, 4th, Duxbury, MA: Thomson Learning.
- Kogut, B. and Singh, H., 1988, "The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode," **Journal of International Business Studies**, Vol. 19, No. 3, 411-432.
- Kor, Y. Y. and Sundaramurthy, C., 2009, "Experience-Based Human Capital and Social Capital of Outside Directors," **Journal of Management**, Vol. 35, No. 4, 981-1006.
- Kroll, M., Walters, B. A., and Wright, P., 2008, "Board Vigilance, Director Experience, and Corporate Outcomes," **Strategic Management Journal**, Vol. 29, No. 4, 363-382.
- Lai, J. H., Chang, S. C., and Chen, S. S., 2010, "Is Experience Valuable in International Strategic Alliances?" **Journal of International Management**, Vol. 16, No. 3, 247-261.
- Lee, H. U. and Park, J. H., 2008, "The Influence of Top Management Team International Exposure on International Alliance Formation," **Journal of Management Studies**, Vol. 45, No. 5, 961-981.
- Lester, R. H., Hillman, A., Zardkoohi, A., and Cannella, A. A., 2008, "Former Government Officials as Outside Directors: The Role of Human and Social Capital," **Academy of Management Journal**, Vol. 51, No. 5, 999-1013.
- Levinthal, D. A. and March, J. G., 1993, "The Myopia of Learning," **Strategic Management Journal**, Vol. 14, No. 2, 95-112.
- Lynall, M. D., Golden, B. R., and Hillman, A. J., 2003, "Board Composition from Adolescence to Maturity: A Multitheoretic View," **Academy of Management Review**, Vol. 28, No. 3, 416-431.

- Markarian, G. and Parbonetti, A., 2007, "Firm Complexity and Board of Director Composition," **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 5, No. 6, 1224-1243.
- Masulis, R. W., Wang, C., and Xie, F., 2007, "Corporate Governance and Acquirer Returns," **Journal of Finance**, Vol. 62, No. 4, 1851-1889.
- McDonald, M. L., Westphal, J. D., and Graebner, M. E., 2008, "What Do They Know? The Effects of Outside Director Acquisition Experience on Firm Acquisition Performance," **Strategic Management Journal**, Vol. 29, No. 11, 1155-1177.
- Minkov, M. and Hofstede, G., 2011, "The Evolution of Hofstede's Doctrine," **Cross Cultural Management: An International Journal**, Vol. 18, No. 1, 10-20.
- Miroshnik, V., 2002, "Culture and International Management: A Review," **Journal of Management Development**, Vol. 21, No. 7, 521-544.
- Neubauer, F., Steger, U., and Radler, G., 2000, "The Daimler/Chrysler Merger: The Involvement of the Boards," **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 8, No. 4, 375-387.
- Nielsen, B. B. and Nielsen, S., 2011, "The Role of Top Management Team International Orientation in International Strategic Decision-Making: The Choice of Foreign Entry Mode," **Journal of World Business**, Vol. 46, No. 2, 185-193.
- Nitsch, D., Beamish, P., and Makino, S., 1996, "Entry Mode and Performance of Japanese FDI in Western Europe," **Management International Review**, Vol. 36, No. 1, 27-43.
- Oh, H., Labianca, G., and Chung, M. H., 2006, "A Multilevel Model of Group Social Capital," **Academy of Management Review**, Vol. 31, No. 3, 569-582.
- Pfeffer, J. and Salancik, G. R., 1978, **The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective**, 1st, New York: Harper & Row.
- Pugliese, A., Bezemer, P. J., Zattoni, A., Huse, M., Van den Bosch, F. A. J., and Volberda, H. W., 2009, "Boards of Directors' Contribution to Strategy: A Literature Review and Research Agenda," **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 17, No. 3, 292-306.
- Ravasi, D. and Zattoni, A., 2006, "Exploring the Political Side of Board Involvement in Strategy: A Study of Mixed-Ownership Institutions," **Journal of Management Studies**, Vol. 43, No. 8, 1671-1702.
- Reuer, J. J., Shenkar, O., and Ragozzino, R., 2004, "Mitigating Risk in International Mergers and Acquisitions: The Role of Contingent Payouts," **Journal of International Business Studies**, Vol. 35, No. 1, 19-32.
- Rugman, A. M. and Verbeke, A., 2004, "A Perspective on Regional and Global Strategies of Multinational Enterprises," **Journal of International Business Studies**, Vol. 35, No. 1, 3-18.
- Shibayama, S., Tanikawa, K., and Kimura, H., 2011, "New Perspective for the Management

- of M&A Process: A Merger Case of a Japanese Pharmaceutical Company,” **Corporate Governance**, Vol. 11, No. 1, 77-89.
- Shimizu, K. and Hitt, M. A., 2004, “Strategic Flexibility : Organizational Preparedness to Reverse Ineffective Strategic Decisions,” **Academy of Management Executive**, Vol. 18, No. 4, 44-59.
- Shimizu, K., Michael, A. H., Deepa, V., and Vincenzo, P., 2004, “Theoretical Foundations of Cross-Border Mergers and Acquisitions: A Review of Current Research and Recommendations for the Future,” **Journal of International Management**, Vol. 10, No. 3, 307-353.
- Stahl, G. K. and Voigt, A., 2008, “Do Cultural Differences Matter in Mergers and Acquisitions? A Tentative Model and Examination,” **Organization Science**, Vol. 19, No. 1, 160-176.
- Sternberg, R. J., 1997, “Cognitive Conceptions of Expertise” in Feltovich, P. J., Ford, K. M., and Hoffman, R. R. (eds.), **Expertise in Context: Human and Machine**, First Edition, Cambridge, MA: MIT Press, 149-162.
- Thompson, L., Loewenstein, J., and Gentner, D., 2000, “Avoiding Missed Opportunities in Managerial life: Analogical Training More Powerful than Individual Case Training,” **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, Vol. 82, No. 1, 60-75.
- Useem, M. and Zelleke, A., 2006, “Oversight and Delegation in Corporate Governance: Deciding what the board should decide,” **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 14, No. 1, 2-12.
- Vasilaki, A. and O’Regan, N., 2008, “Enhancing Post-acquisition Organizational Performance: The Role of the Top Management Team,” **Team Performance Management**, Vol. 14, No. 3-4, 134-145.
- Very, P. and Schweiger, D. M., 2001, “The Acquisition Process as a Learning Process: Evidence from a Study of Critical Problems and Solutions in Domestic and Cross-border Deals,” **Journal of World Business**, Vol. 36, No. 1, 11-31.
- Zollo, M. and Reuer, J., 2010, “Experience Spillovers across Corporative Development Activities,” **Organization Science**, Vol. 21, No. 6, 1195-1212.

作者簡介

陳麗宇

國立成功大學企業管理系暨國際企業博士，現職為私立東吳大學企業管理學系助理教授。陳麗宇主要的研究領域為公司理財含策略性投資、證券發行、公司治理以及海外直接投資，而曾發表過論文的期刊有 International Review of Economics and Finance、Corporate Governance: An International Review、Journal of International Management、The Empirical Economics Letters、Journal of Service Science and Management、台大管理論叢等期刊。

E-mail: lychen@scu.edu.tw

賴蓉禾

國立成功大學企業管理系暨國際企業博士，現任國立台北商業技術學院財務金融系助理教授。主要研究領域包括公司治理與策略性投資包括購併、策略聯盟與海外直接投資。近五年曾發表學術論文在 Finance Management、OMEGA- The International Journal of Management Science、Journal of International Management、組織與管理、台大管理論叢等 SSCI 與 TSSCI 期刊。

E-mail: lai.julia@gmail.com