

臺灣企業海內外購併支付方式 與財務特質關係之研究

Taiwan's Acquiring Firm Characteristics and its Medium of Exchange

顏 錫 銘 *Simmon H. Yen*

國立政治大學財務管理學系
Department of Finance
National Chengchi University

楊維君 (鴻銘) *Hong Ming Yang*

上海波蜜食品有限公司
Shanghai Bomy Food Stuff Co.,Ltd.

(Received May 1994; revised June 1994; accepted August 1994)

摘 要

本文探討台灣主併公司採用不同購併支付方式，其購併前財務特質的決定因素及其購併後財務特質的變化。利用 Logit 迴歸模型，我們發現影響不同支付方式的財務特質為企業規模、營運收入成長性及購併對象國別等因素。當主併公司之規模愈小，成長率愈低且購併對象為國外企業，則偏向採用現金購併。反之，則偏向採用股票購併方式。經比較購併前後財務特質的變化，我們發現購併使財務流動性提高、企業規模變大及財務槓桿度降低，此等有利於管理者，而活動力、獲利性及成長性大幅下降，則有害於股東，因此 Roll (1986) 的自大假說與 Jensen (1986) 的自由現金流量假說所強調的代理問題確實存在。將購併依支付方式分為股票購併與現金購併兩種，我們發現現金購併比股票購併對企業財務特質的負面影響為大。再將現金購併細分為國外現金購併及國內現金購併兩類，經去除國外因素後，我們發現國內現金購併較股票購併（全為國內）對企業財務特質的負面影響為小，甚至於有正面影響。此點吻合 Myers & Majluf (1984) 及 Fishman (1989) 之資訊不對稱理論。而國外現金購併對企業經營之不利影響，則值得欲從事海外購併者戒之，或許「謀定而後動」方為良策，否則「呷緊會弄破碗」。但國內購併者似可利用現金支付方式傳達給市場正面的好消息，當然利用股票換股方式即為負面的壞消息。若就國內與國外購併相較，國外購併顯然對股東較為不利，亦即代理問題更為嚴重。

關鍵詞：海內外購併，支付方式，財務特質，資訊不對稱理論，代理問題

Abstract

This paper examines the determinants of the medium of exchange and its effect to Taiwan's acquiring firm characteristics. Using Logit regression model, we find that the determinants of the medium of exchange are firm size, sales growth and the country of the target firm. The smaller acquirer's size, the lower growth rate and the foreign target firm make the Taiwan's acquiring firms choose cash-exchanged M&As. Otherwise they choose stock-exchanged M&As. Comparing the change of firm characteristics prior or posterior to M&As, we find higher liquidity, larger size and lower leverage ratio which are good for managers, and the declining activity, profitability and growth rate which are bad for

shareholders. These results show that the agency problem of Roll's (1986) hubris hypothesis and Jensen's (1986) free cash flow hypothesis does exist. When we consider the effect of the medium of exchange we find that cash-exchanged M&As have worse performance in firm characteristics than stock-exchanged M&As. Deleting the poor effect of international cash-exchanged M&As, the result shows that domestic cash-exchanged M&As have done better than domestic stock-exchanged M&As. This is consistent with the theory and evidence of information asymmetry of Myers & Majluf (1984) and Fishman (1989). Finally we find that international M&As have worse agency problem than domestic M&As.

Keywords: M&As, the medium of exchange, Firm characteristics, Information asymmetry, Agency problem.

壹、導 論

臺灣企業型態以中小企業居多。然近年來企業經營環境急遽變動；面對臺幣升值，勞動成本提高及跨國企業與全球化經營之興起，因而造成規模小之廠商競爭力下降及營運之不經濟。故可知整個經營大環境之未來趨勢將朝向大型企業發展。而擴大企業規模，則可藉由兩種途徑；一為內部成長方式，係運用企業之保留盈餘或對外籌資以進行廠房、設備或事業部之擴建。另一途徑則為外部成長方式，係指透過合併(Merging)或收購(Acquiring)其他公司等方式以達成長之目的。若欲強化中小企業之體質，提高公司競爭力，則藉由購併方式，不啻為一迅速且有效方法。

近年來，國內企業間之購併活動已有明顯之增加，而在面臨投資環境惡化及世界區域經濟整合之趨勢下，使海外購併活動亦愈來愈多，如太平洋電纜公司收購美國德州銀行，統一企業收購美國 Wyndham 食品公司等。而政府對此趨勢亦因勢利導，提供相關之優惠，如民國八十年起使用之促進產業升級條例（其為鼓勵企業合併所運用之租稅減免）及行政院開發基金之輔助國外購併案件等，皆有助於企業之合併。

根據研究顯示，近十年來美國國內購併案例中有將近80。由此可知購併雖為企業成長之一有效方法，然若缺乏事前審慎評估及事後有效之管理，則購併反而會對企業造成負面之影響。故企業欲進行購併時，除了須先審慎評估企業內、外環境以決定所需之購併型態及合適之目標公司外，在購併過程中所採行之支付方式(Methods of Payment)亦極重要。因為融資有問題，則購併案便不易成功，且支付方式不當，對公司之財務結構及股東財富皆有不不利之影響，因此本文乃欲以財務會計觀點，探討台灣企業購併支付方式與其財務特質間之關係。

貳、理論與文獻探討

一、影響購併支付方式選擇之因素

在選擇購併支付方式時，除了需考慮高階主管價值觀、股東接受意願、對管理權及所有權之影響外，尚須考量資金成本之高低、稅賦等因素。以下就各學者

所提出之考慮因素予以說明：

(一)稅賦因素(Taxes)：

Carleton 等學者(1983)認為影響購併支付方式選擇之因素主要為稅賦因素。而稅賦因素又可分為下列數項：

1. 稅賦遞延(tax deferred)：係指當主併公司以換股方式進行購併時。對目標公司而言，若其未將所換入之主併公司股票予以出售，則無需課稅，直到其將所得之主併公司股票出售時，方會被課稅。然而當主併公司採現金收購時，則因被併公司在被購併當時便收到現金，故當期便須予以課稅。因此採換股方式對被併公司股東具有稅賦遞延之效果。而採現金支付則須補貼被併公司股東之稅賦損失。
2. 稅盾效果(tax shelter)：若以舉債方式借得現金以進行購併，則由於舉債所產生之利息費用可以抵稅，而產生稅盾效果。此外，主併公司若以現金進行購併時，主併公司得以被併公司資產市價為基礎來提列折舊，因而產生折舊之稅盾效果(depreciation tax shelter)。然採換股方式時，主併公司所取得之資產折舊基礎則仍然按帳列金額為準無折舊稅盾利益。
3. 會計處理方式：購併所採用之會計處理方式有兩種；一為購買法(purchase)，一為權益結合法(pooling of interest)。在購買法之下，當收購價格高於帳面價值之部分乃計為商譽，而此一商譽必須予以攤銷，然此一攤銷並不得抵扣稅額，故此一商譽之攤銷會減少公司利潤。若採權益結合法，則直接將兩公司之原來資產、負債表予以整合，而列示其整合後之盈餘。

(二)資本結構因素(Capital structure effect)：

Lewellen(1971)認為兩家報酬無完全正相關之公司在合併後，可以減少公司違約機率，此稱為共保效果(coinsurance effect)，由於違約風險下降，使得公司舉債額度得以提高，進而使得舉債所產生之稅盾利益亦上升。而公司採現金購併時，時常藉由發行新債以進行融資，故現金購併所產生之舉債額度提高亦會影響管理者對支付方式之選擇。

Kusewitt(1988)則認為採現金支付方式時，對公司之流動性及資本結構之平衡皆有不不利之影響，且在其實證研究中亦發現，現金支付與購併後之資產報酬、市場報酬皆呈負向關係。

(三)自由現金流量假說(Free cash flow hypothesis)：

Jensen(1986)認為透過舉債方式，可以提高對管理者資金之使用效率。由於通常擁有大量自由現金流量公司其管理者易將資金投資於低報酬計劃。故為避免該現象，而使管理者投資決策明智，其最佳方式，便是透過舉債方式進行融資。此外，具有大量自由現金流量之公司其股東通常亦不願意以換股方式進行購併。

(四)訊息效果：

Myers 與 Majluf(1984)認為由於市場係處於資訊不對稱狀態，因而當管理

者採用現金方式購併時，對市場參與者而言，其所透露之消息為公司價值被低估，故為一正面之消息。反之，若公司係採股票支付，則表示公司價值被高估，係為一負面消息。

Fishman(1989)認為購併支付方式之選擇係決定於管理者其對公司目前股票價格之評價，若管理者認為公司目前股價係處於被低估狀態，則會採現金購併，反之若公司股票價格係被高估，則管理者傾向採股票支付。

(五)所有權分散效果：

當管理者不願其控制權分散而影響公司經營之決策時，則將會考慮採用現金支付方式。此外，若採換股方式，倘以發行新股方式，尚會稀釋每股盈餘。

(六)法律因素：

根據我國公司法之規定，企業進行合併時，必須取得該公司經營者之同意，並經由股東之特別決議後始能達到目的。故當被併公司之經營者或某一些股東不願接受合併，則主併公司僅能以現金方式至公開市場進行股票收購。

此外，在進行跨國購併時，由於我國公司法並未論及國際合併問題，故不可能發生跨國“合併”，因為合併後若國內公司屬消滅公司，則不但債權人方面之問題不易解決，且國稅局亦不會同意。加以各國法律規定各有不同，進行跨國合併所適用之法律亦有可能發生衝突。

通常在美國大部份州法律對外國公司至該州進行合併是允許的。然此交易必須先經由美國國稅局同意，且須美國企業股東接受該外國企業之股份，故似乎不易進行。至於到美國進行跨國收購，則相對而言較為可行，通常係先成立一控股公司或由在該地原有之子公司來進行。

(七)企業規模：

Banz(1981)發現，當主併公司規模較小時，目標公司之股東較不願意接受股票支付，故為降低目標公司之抗拒，可採現金支付。

Wansley, Lane 與 Yang(1983)等學者，則認為就規模小之主併公司而言，由於管理者知道公司之報酬相對較高，故其較偏向以現金支付以替代用較高報酬之普通股支付。Jensen 與 Ruback(1983)則認為通常小規模公司係由管理者所控制，因此為避免所有權分散，其購併時將偏向採用現金支付。

(八)成長機會：

Jensen(1986)認為當企業擴張快速時，銷售收入會快速成長，因此可能會出現自由現金流量(free cashflow)短缺之現象，而 Jensen 預測當企業之自由現金流量短缺時將採股票支付方式進行購併。

(九)股價變異性：

Agrawal 與 Mandelker(1987)認為在資訊不對稱之情況下，對主併公司股票價值之判斷，可利用其股價之變異性，來衡量其風險。如此將影響目標公司對主併公司股票之接受情形。

二、重要實證研究

(一) 國外方面

1. Stevens(1973)

Stevens 研究被併購公司與非被併購公司之財務特質間，有何差異性。而其所選用之財務特質變數總共計有二十項，初步經過因素分析後，將共線性高之變數予以縮減，最後剩下六項。此六項財務特質變數分別為：槓桿度、流動性、獲利性、活動性、股利支付率、本益比。此六項變數再運用多變量區別分析(Multiple Discriminant Analysis)。結果發現各區別變數之區別能力依序為槓桿度、獲利性、活動性、流動性。被併購公司與非被併購公司間財務特質並不相同，被併購公司槓桿度較低，獲利性較低，活動性較高，流動性較高。

2. Kim 與 McConnell(1977)

Kim 與 McConnell 以 1960 至 1973 年間 39 家複合併購公司與未併購之公司進行配對，研究結果發現債權人並未產生異常報酬，且併購公司在併購後總負債比率顯著上升，此表示在併購後有大量舉債。

3. Hoshino(1982)

Hoshino 針對 1970 年間 15 家曾進行併購之企業進行研究，比較主併公司在併購前五年至併購後五年間之財務績效。其採用之衡量變數包括淨值對總負債與總資產之比、流動比率、負債權益比、週轉率、淨利對總負債與總資產比。其研究結果發現企業在併購後流動性有上升之趨勢，獲利性與負債比率則有下降之趨勢。

4. Carleton, Guilkey, Harris 與 Stewart(1983)

Carleton 等學者研究併購支付方式與被併購公司之財務特質間之關聯性。研究對象係針對 COMPUSTAT 之製造業及採礦業公司。被併購公司選自 COMPUSTAT 中 1976 至 1977 間併購事件。共取得 61 家目標公司作為樣本，其中有 30 家為現金收購，31 家為股票交換方式。所有資料項皆以 1974、1975 兩年加以平均處理。所採用之財務特質則包括 A. 流動性，B. 本益比，C. 槓桿度，D. 規模，E. 獲利性，F. 股利政策，G. 市場價值比。研究結果發現不同併購支付方式之被併購公司其財務特質有顯著差異。股利支付率較高之被併購公司較可能被採股票交換方式收購。市場價值比較高者其被以股票交換方式併購之機率較低。平均而言，被併購公司其規模明顯地小於非被併購公司，且小於併購公司。被併購公司其本益比較其他公司為低，且被以現金收購之公司其股利支付率顯著地較低。被併購公司較其他公司所使用之負債為低且獲利較非被併購公司為佳。獲利性較高則易被採換股方式併購。槓桿程度高則被以換股方式併購之機率大。

5. Wansley, Lane 與 Yang(1983)

Wansley 等學者研究支付方式對被併公司股東報酬之影響。結果發現自宣告日前 40 天至宣告日之累積超額報酬以現金併購者為 33.54 而此一差異之來源，該等學者認為來自稅賦遞延效果。

6. Shrieves 與 Pashley(1984)

他們採用 1970 至 1977 年間之購併案例進行研究購併對資本結構 (capital structure) 之影響。

其樣本分為三類：收購公司、被購併公司與合併公司。其資本結構之衡量方式亦分為三種：1. 長期負債／總資產 (以 LTA 表示之)。2. 總負債／總資產 (以 TDA 表示之)。3. 利息費用／稅前息前折舊前盈餘 (以 IE 表示之)。研究結果發現就收購公司而言，購併後之 LTA、TDA、IE 皆下降，但並不顯著。合併公司，則 LTA、TDA、IE 皆顯著地上升。而被購併公司諸項衡量指標，在購併前後並無顯著之差異。

此外，並發現購併之會計處理方式與購併後槓桿上升有顯著相關，通常採用“收購法”之主併公司其槓桿上升，而採“權益法”之公司其槓桿改變較小。

7. Travlos(1987)

Travlos 選取 1972 至 1981 年成功之接收案例，以分析主併公司採用不同之支付方式時，對其股東及債權人之報酬有何影響。研究結果發現，當主併公司採股票支付時對公司股價有負面之影響，而採現金支付時，股東並無異常報酬。就債權人之報酬而言，由橫斷面之分析則發現僅“股票交易金額比率”為顯著之變數，以現金購併之債券報酬明顯地高於股票購併之債券報酬。

8. Hansen(1987)

Hansen 探討購併過程中，購併支付方式之選擇。所採用之樣本為 1976 至 1977 年間之購併案例，共計 106 件。其中 60 件為現金支付，46 件為股票交換。研究結果發現在購併前，採換股方式之主併公司其資產總額、負債總額、相對規模、負債資產比皆高於採現金支付者。

9. Murphy and Nathan(1989)

Murphy 等學者研究不同支付方式與購併、被購併公司之財務特質與股票價格之關聯性。研究結果發現，若欲使股東財富極大化，則購併者具現金水準者應以現金支付，反之，採股票支付。購併公司若欲收購具高水準負債之目標公司則應以換股方式。反之，採現金收購。採現金收購其購併公司之報酬較高。以現金收購低財務槓桿之目標公司，購併公司之股票報酬會較高。反之，以現金收購高財務槓桿之目標公司，購併公司之股票報酬會較低。

10. Chaney, Lovata and Philipich(1991)

Chaney, Lovata and Philipich 研究採用不同購併支付方式之主併公司其財務特質的差異。資料來源取自 1971 年至 1978 年之合併及收購事件，共取得 123 件，其中 35 件採現金支付，88 件採股票交換。所選用之財務特質包括 A. 流動性，B. 本益比，C. 規模，D. 獲利性，E. 槓桿程度，F. 銷售成長，G. 股價變異性。研究結果顯示出採不同支付方式之主併公司在合併前其財務特質不同，採股票交換方式之購併公司其資產基礎較為雄厚，此一結果與 Banz 之觀點相符；槓桿程度較低，則與 Lewellen 觀點相同。此外資產報酬較低、本益比較高。而

採現金支付方式之主併公司其在合併前之財務特質為資產報酬高、槓桿程度較高、資產規模小、本益比較低。其他之財務特質如流動性、股價變異性及銷售成長等則無顯著之差異。

(二)國內方面

1. 吳雅章 (民71)

該文係針對民國六十三年至六十九年經濟部工業局核准之專案合併營利事業為主要研究對象，共計十二家案例。其採用銷貨變動、財務結構、短期償債能力、獲利能力及股票市價等五項構面十四個衡量變數以進行合併績效之衡量。研究結果發現，就高階管理者主觀判斷予以分析發現在銷貨變動、財務結構、短期償債能力及獲利能力上，合併後績效皆較合併前為佳。此外，就十二家上市股票公司合併案例之財務績效分析則發現，十四個經營績效變數中，銷貨額、總資產及自有資本呈顯著差異；生產單位成本、銷管費用、自有資本比率、負債比率、流動比率、存貨週轉率、利潤、股利、每股盈餘、股東權益報酬率、股票市價，皆呈無顯著差異。

2. 方螢基 (民79)

該研究係以民國六十八年至七十七年間向工業局申請專案合併且核准之股票上市公司。共計十四家。以資本額來劃分參與合併公司間之相對規模時，發現各組並未有顯著之差異。在績效影響方面，發現財務結構、償債能力、獲利能力及經營能力等四類指標在合併後皆有正向之變化，顯示合併對企業績效有良好之影響。

3. 顏秀玲 (民80)

該研究係以民國六十年至七十七年間向工業局申請專案合併且核准之股票上市公司。共計十五家，此外並就七十五年底之一百三十家已上市公司選取與主併公司相對之非合併公司。研究結果發現，在合併前主併公司較非合併之公司有較高之負債比率、成長率及固定資產對長期資金比。此外，主併公司之長期負債占長期資金比率較低。至於經營能力、獲利能力無顯著差異。再就合併前後來看，主併公司之流動比率改善但未達統計之顯著性。存貨週轉率、應收帳款週轉率、存貨週轉率、自有資本週轉率、毛利率有降低之現象。股東權益報酬率在合併後五年內表現皆不佳。合併後之資本結構、資產結構、負債結構則與合併前相當。

4. 羅素良 (民80)

該項研究係以民國七十八年至七十九年間公開上市之主併公司為研究對象。以探討購併支付方式對股東財富之影響。研究結果發現在宣告日前後五天，當主併公司採股票支付時，其累積異常報酬為20.20%證結果幾乎相反。

5. 林嬋娟與吳安妮 (民81)

該研究係以民國七十四年至七十七年間，經濟部工業局專案核准之主併公司為研究對象，共計上市公司十三家，非上市公司五十家。研究結果發現，上市之

主併公司在購併後三年內較具營運綜效及績效之效果，而非上市之主併公司則在購併後較具有達到市場綜效之效果。財務槓桿之效益在這兩個樣本表均未顯示出來。

附錄彙總有關企業購併支付方式實證研究之研究者、資料蒐集年度、衡量變數與研究結論，以利讀者比較及瞭解。

參、研究設計

一、資料來源

(一)樣本資料來源

臺灣之企業購併活動可區分為：國內企業間之購併，國內企業至國外購併及國外企業至國內購併等三類。但由於國外企業至國內購併時，其財務資料不易取得，故本研究以前兩類臺灣企業為主體之購併活動為研究對象。此外由於目前臺灣之被併公司絕大多數為非上市公司，因而其財務資料之取得不易且可靠性較不確定，故本研究僅以主併之臺灣企業為研究對象且需符合下列之條件：

1. 主併公司之普通股股票已在臺灣證券交易所公開上市。如此其財務資料方較具可靠性。
2. 必須為一『成功』之購併事件。亦即符合下列任何一條件之購併便視為一成功之購併事件。
 - A. 若為合併案，則目標公司消失，即認定為成功之合併事件。
 - B. 若為股權收購案，則主併公司取得目標公司普通股權益之大多數之股權時，即認定為成功之收購事件。
 - C. 若為資產收購案，則當主併公司取得目標公司絕大多數資產，使目標公司無法繼續經營時，即認定為一成功之收購事件。
3. 購併樣本之支付方式需為股票或現金，若為部份股票部份現金，則不列為本研究之樣本。
4. 主併公司必須具有購併年度前三年及購併年度後至少一年之財務資料者。如此方可確保資料之一致性與可比較性。
5. 以民國74年至民國79年之購併事件為研究對象。因臺灣資料蒐集不易而一般公司之財務資料以民國71年後較為齊全且本研究擬蒐集購併前三年之財務資料，加以民國71年以前之購併案例不多，故本研究以民國74年至民國79年之購併事件為研究對象。研究樣本列於附錄二。

依上述取樣標準，本研究共獲有48件購併案例，其中國內購併件數為26件，國外購併事件計有22件。

(二)財務年資料來源

1. 各公司所編製之證券上市公司之公開說明書。
2. 臺灣證券交易所編製之『上市證券發行公司財務資料彙編』

3. 臺灣經濟新報社資料庫
4. 大華證券公司編製之上市公司基本資料
5. EPS 臺灣股票上市公司財務報表資料庫

二、研究假說

根據前面相關文獻之理論與實證研究之整理，本研究建立下列二假說：

假說1：主併公司之財務特質會影響購併支付方式之選擇。

假說2：購併支付方式會影響購併後主併公司之財務特質。

三、變數之衡量

本研究採用之變數係參考相關之實證文獻所採用之各種影響變數與一般常用之財務比率，再經彙總整理如附錄一，選取常用的六類，計十項變數。現將所選定之研究變數予以分別列示。

(一)流動性：

本研究以下列兩項衡量指標作為流動性之衡量變數：

$$X_1 = \text{淨營運資金比率} = \frac{\text{淨營運資金}}{\text{總資產}}$$

$$X_2 = \text{流動比率} = \frac{\text{流動資產}}{\text{流動負債}}$$

(二)獲利性：

本研究以下列三項衡量指標作為獲利性之衡量變數：

$$X_3 = \text{純益率} = \frac{\text{稅前純益}}{\text{總銷售額}}$$

$$X_4 = \text{資產報酬率} = \frac{\text{息前稅前純益}}{\text{總資產}}$$

$$X_5 = \text{股東權益報酬率} = \frac{\text{稅後純益}}{\text{平均權益總額}}$$

(三)槓桿度：

本研究以下列兩項衡量指標作為槓桿度之衡量變數：

$$X_6 = \text{長期負債比率} = \frac{\text{長期負債}}{\text{總資產}}$$

$$X_7 = \text{負債比率} = \frac{\text{總負債}}{\text{總資產}}$$

(四)活動力：

本研究以總資產週轉率作為活動力之衡量變數：

$$X_8 = \text{資產週轉率} = \frac{\text{淨銷售額}}{\text{總資產}}$$

(四)規模：

本研究以總資產對數作為規模之衡量變數。

$$X_9 = \log(\text{總資產})$$

(五)成長性：

本研究以營運收入成長率作為成長性之衡量變數：

$$X_{10} = \text{營運收入成長率} = \frac{(\text{本期淨營運收入} - \text{前期淨營運收入})}{\text{前期營運收入}}$$

四、資料分析方法

(一)常態分配檢定

由於主併公司之樣本少，所以本研究擬先對各項財務特質衡量變數，進行常態分配檢定，然後再決定使用何種統計檢定方法。本研究由於樣本少，故採 K-S 檢定法 (Kolmogorov- Smirnov)，來檢定各財務特質衡量變數之購併前三年平均數與購併後三年每一年之數值，是否符合常態分配。

(二)購併支付方式與財務特質間關連性分析

本研究以 Logit Model [Martin(1977), Chaney, Lovata & Philipich(1991)] 分析購併前採換股購併之主併公司與採現金收購之主併公司其財務特質差異。再個別以其購併後第一年、第二年、第三年之財務特質衡量變數分別減去購併前三年之財務特質衡量變數之平均值，以檢定其差異是否顯著。以瞭解不同之購併支付方式對公司之財務特質有何影響。

(三)購併前後財務特質之差異檢定

本研究以購併後第一年、第二年、第三年之財務特質衡量變數分別減去購併前三年之財務特質衡量變數之平均值，再檢定其差異是否顯著。

1. 若財務特質衡量變數為常態分配，則採 T 成對差異檢定法 (Paired-Difference T-Test)，來檢定差異是否顯著。
2. 若財務特質衡量變數非為常態分配且樣本具配對性，則採 Wilcoxon 符號等級檢定法 (Wilcoxon Rank Sum Test)，來檢定差異是否顯著。

(四)不同購併支付方式之主併公司財務特質之差異檢定

1. 若財務特質衡量變數為常態分配，則採兩樣本 T 檢定法 (Two-Sample T-Test)，來檢定差異是否有顯著。
2. 若財務特質衡量變數非為常態分配且兩樣本具獨立性，則採 Wilcoxon 等級和檢定法 (Wilcoxon Signed Rank Test)，來檢定差異是否有顯著。

五、研究模型

(一) 影響購併支付方式之財務特質分析

由於本研究係欲探討主併公司哪些財務特質，會影響其購併支付方式之選擇。因此應變數係為0(股票)或1(現金)之屬質變數，因而需採用屬質迴歸模型以進行分析。本研究係採 Logit 模型[Martin (1977), Chaney, Lovata & Philipich (1991)] 來進行分析。

(二) 本研究之 Logit 實證模型

$$Y = X_i' \beta + e, \quad i = 1, 2, 3, \dots, 10$$

Y : 採現金支付之機率

X_i : 解釋變數；公司財務特質

β : 參數

e : 干擾項，期望值為零之獨立隨機變數， $E(e) = 0$

各項因素之符號預期分別說明如下：

1. 流動性因素：此因素所包含之變數為淨營運資金比率(X_1)與流動比率(X_2)。流動性因素其所衡量的乃是公司短期償債能力及資金運用之效率；因此可反應公司融得現金進行購併之能力。此外，當公司閒置資金過多時，將偏向運用現金進行購併，以免成為被收購之目標。故企業流動性愈高，則其採用現金購併之機率愈高，因此符號預期為正。
2. 獲利性因素：此因素所包含之變數為純益率(X_3)、資產報酬率(X_4)與股東權益報酬率(X_5)。獲利性因素所衡量的乃是公司經理人之經營績效與公司獲利情形。當獲利性愈佳，則公司產生現金之可能性愈高。此外資產報酬率可衡量公司運用稅盾之能力，故此一變數愈高較偏向採用現金購併。故獲利性愈佳，則其採用現金購併之機率愈高，因此符號預期為正。
3. 槓桿度因素：此因素所含之變數為長期負債比率(X_6)、負債比率(X_7)。當公司槓桿度愈高，則其將無法提高舉債之金額，因此進行購併時需以股票作為支付方式。但亦有學者認為高槓桿之公司若以現金進行購併，因共保效果將會提高公司之舉債額度，因此可保障原有股東之利益。由於文獻上對此因素尚有爭議，故對此一因素不作符號預期。
4. 活動力因素：此因素所包含之變數為資產週轉率(X_8)由於文獻上並無此項因素之探討，故對此因素並不作符號預期。
5. 規模因素：此因素所包含之變數為總資產額(X_9)。當公司規模愈小時，就主併公司而言其管理權與經營權愈一致，因此為避免所有權之分散，故偏向採

用現金進行購併。此外對規模較小之公司進行購併時，被併公司之股東較不願意以換股方式，因此為降低其抗拒，將採現金收購。故公司規模愈小時，採現金支付機率愈大，因此預期符號為負。

6. 成長性因素：此因素所採用之變數為營運收入成長率(X_{10})。當公司成長快速時，其營運收入亦會呈現成長，由於成長時需進行擴張，因而會伴隨著自由現金流量之短缺，因此進行購併時將偏向採用股票進行支付。故當公司成長愈快時，其採用股票支付之機率愈大。因此此一因素之符號預期為負。

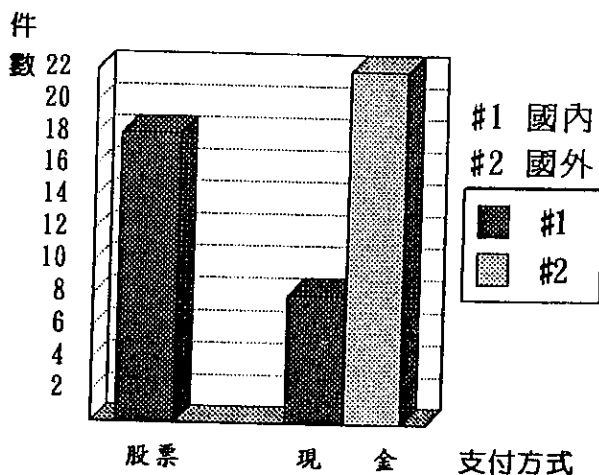
肆、實證結果與分析

一、基本資料分析

依臺灣主併公司，在經濟日報或工商時報所刊載之購併消息、上市公司之公開說明書及查核報告書及電話查詢後，將本研究之樣本依其購併時所採用之支付方式區分為股票交換與現金收購兩類。如表一及圖一所示，股票交換計有18件，佔37.5%；現金收購則有30件，佔62.5%。受國外投資者對國內企業之信心與認識所影響。而就關係企業購併中以股票方式者佔83.3%否為關係企業之影響。

表一：企業購併支付方式統計表

支 付 方 式	國內樣本		國外樣本	合 計	樣本比率
	關係企業	非關係企業			
股 票	15	3	0	18	37.5%
現 金	2	6	22	30	62.5%
合 計	17	9	22	48	100%



圖一：企業購併支付方式統計圖

表三：X₃ 與 X₆ 變數購併前後差異之常態分配檢定

變數	期間	P-Value
X3 純益 率	D1	4.499810E-5 *
	D2	2.583240E-7 *
	D3	1
X6 長期 負債 比率	D1	4.887320E-8 *
	D2	0.010946900
	D3	0.999933000

* 顯著水準 0.01

Roll(1986) 的自大假說 (Hubris Hypothesis) 及 Jensen(1986) 的自由現金流量假說 (Free Cash Flow Hypothesis)。

(三)購併支付方式影響因素分析

由 Logit 實證模型知，影響購併支付方式之因素有流動性、獲利性、成長性、槓桿度、企業規模及活動力等十項變數，為能明確敘述各變項間之關係及相對重要性，因此乃按下列步驟進行：

步驟 1：將十項變數利用 Logit 逐步迴歸分析 (Logit Regression Step-wise Analysis) 方式，以有效率地建立自變數之組合。

步驟 2：由於國外樣本皆為現金購併，因而分別對全部樣本及國內樣本進行逐步分析以區別國外效果。

茲將各項財務資料代入模式，當以全部樣本進行分析時，結果發現僅規模 (X_9) 及成長性 (X_{10}) 兩項變數呈顯著。如表五所示，企業規模愈小時，愈偏向採現金購併企業規模愈大時，愈偏向採股票交換。企業規模愈小時，愈偏向採現金購併，一方面可降低目標公司因信心不足而產生之抗拒外，且可避免主併公司因發行新股而使所有權分散。此一結果亦證實一般學者之看法。

成長性因素與支付方式間之關係，經由實證之結果亦證實了 Jensen 之看法，即當企業擴張迅速時，銷售收入會成長快速，而自由現金流量會因擴張迅速而較為短缺，此時在進行購併時將偏向採股票交換方式；而成長較慢之企業自由現金流量較多，故將偏向採現金支付購併價金。

當僅以國內購併案例進行分析時，結果則發現僅規模 (X_9) 與槓桿度 (X_7) 兩項變數呈顯著，其結果列於表六。其中規模因素對購併支付方式之影響，亦證實了一般學者之看法。至於企業之槓桿度與支付方式之關係，臺灣實證之結果則符合 Lewellen(1971) 之觀點，即當企業槓桿度愈高時，因購併會產生共保效果 (co-insurance effect)，故企業之舉債能力上升，因此愈偏向採現金支付。而低槓桿之企業則偏向採用股票交換之方式。國內購併案例與全部購併案例之分析結果稍有互異，乃因國外購併案例尚受法律因素之影響，僅得採現金購併故槓桿因素在全部購併案例中相對而言較不重要，而成長性因素得以突顯其重要性。

表四：主併公司購併後第一、二、三年與購併前三年平均數之財務特質差異

樣本數	有母數統計檢定			無母數統計檢定		
	D1 (48)	D2 (37)	D3 (22)	D1 (48)	D2 (37)	D3 (22)
	平均數 (P 值)	平均數 (P 值)	平均數 (P 值)	W(+), W(-) (P 值)	W(+), W(-) (P 值)	W(+), W(-) (P 值)
X1 (淨營運資 金比率)	-0.006 (0.798)	-0.016 (0.460)	0.063* (0.061)			
X2 (流動比率)	0.251* (0.088)	0.448** (0.019)	0.970** (0.034)			
X3 (純益率)			0.017 (0.424)	20, 27 (0.340)	17, 20 (0.254)	
X4 (資產報酬率)	-0.028 (0.137)	-0.046*** (0.001)	-0.033** (0.012)			
X5 (股東權益 報酬率)	-0.115*** (0.001)	-0.110*** (0.000)	-0.052* (0.076)			
X6 (長期負債 比率)		-0.006 (0.851)	0.014 (0.388)	25, 21 (0.515)		
X7 (負債比率)	-0.075*** (0.002)	-0.103*** (0.000)	-0.142*** (0.000)			
X8 (資產週轉率)	-0.375*** (0.000)	-0.459*** (0.000)	-0.438*** (0.000)			
X9 (總資產)	0.310*** (0.000)	0.412*** (0.000)	0.585*** (0.000)			
X10 (營運收入 成長率)	-0.018 (0.802)	-0.211*** (0.000)	-0.122 (0.107)			

* 表 P < 0.1

** 表 P < 0.05

*** 表 P < 0.01

表五：全部購併 Logit 逐步迴歸分析統計結果

自變項名稱	預期符號	係數	標準差	χ^2 值	P-value	模型 χ^2 值 (P-value)	正確分類率
截距項		9.8430	4.5852	4.6083	0.0318**	8.6900** (0.0130)	66.7%
規模(X9)	-	-1.5694	0.7261	4.6718	0.0307**		
成長性(X10)	-	-2.5458	1.3496	3.5581	0.0593*		

註：本表係包括全部之樣本

* 表 P < 0.1

** 表 P < 0.05

*** 表 P < 0.01

表六：國內購併 Logit 逐步迴歸分析統計結果

自變項名稱	預期符號	係數	標準差	χ^2 值	P-value	模型 χ^2 值 (P-value)	正確分類率
截距項		7.7029	5.6048	1.8888	0.1693	5.8450 (0.0538) *	65.4%
規模(X9)	-	-1.6651	0.9470	3.0914	0.0787*		
槓桿度(X7)	?	6.8462	4.1285	2.7499	0.0973*		

註：本表係國內購併之樣本

* 表 P < 0.1

** 表 P < 0.05

*** 表 P < 0.01

總之，當公司規模小、槓桿程度高、成長性低之企業其採用現金購併之機率愈高，而規模愈大、槓桿程度愈低、成長性愈高之企業採股票交換之機率愈高。故就文獻上所提及之購併支付方式影響因素之論點皆能獲得臺灣實證上之支持。

(四) 購併支付方式對主併公司購併後財務特質之影響

1. 採股票交換之主併公司購併前後財務特質差異

依表七所示：在購併後第一年，流動比率、企業規模皆有顯著地上升，而負債比率、資產週轉率則顯著地下降。購併後第二年，企業規模顯著地上升，而資產報酬率、股東權益報酬率、負債比率、資產週轉率則顯著地下降。購併後第三年，淨營運資金比率、流動比率、企業規模皆顯著地上升，而資產報酬率、股東權益報酬率、負債比率、資產週轉率則顯著地下降。

由上述結果發現採股票交換之主併公司其資產報酬率除購併後第一年稍有上升外，往後兩年則顯著下降，此與Kusewitt(1988)之研究結果不一致，Kusewitt發現採用股票支付與資產報酬呈正向關係。而股東權益報酬率亦顯著地下降，此一結果與Datta和Pinches(1992)之研究結果一致，該學者發現當採股票支付時，股東報酬呈負向變化。例如誠洲企業於民國七十四年購併誠昌企業便是採股票交換之方式，結果購併後發現淨營運資金比率逐漸提高，而資產報酬率與股東權

益報酬率皆在購併後呈短暫上升，隨即下降。負債比率亦逐漸下降，企業規模則上升與上述之理論與本研究之結果相符。但公司之活動力則呈下降之現象。

表七：股票購併之主併公司購併後第一、二、三年與購併前三年平均數之財務特質差異

樣本數	有母數統計檢定			無母數統計檢定		
	D1 (18)	D2 (18)	D3 (15)	D1 (18)	D2 (18)	D3 (15)
	平均數 (P 值)	平均數 (P 值)	平均數 (P 值)	W(+), W(-) (P 值)	W(+), W(-) (P 值)	W(+), W(-) (P 值)
X1 (淨營運資 金比率)	0.043 (0.288)	0.015 (0.477)	0.083** (0.026)			
X2 (流動比率)	0.334* (0.098)	0.581 (0.118)	1.312* (0.050)			
X3 (純益率)			0.022 (0.448)	11, 7 (0.206)	10, 8 (0.896)	
X4 (資產報酬率)	0.025 (0.504)	-0.039** (0.018)	-0.037** (0.029)			
X5 (股東權益 報酬率)	-0.016 (0.531)	-0.062** (0.023)	-0.058** (0.045)			
X6 (長期負債 比率)		0.022 (0.181)	0.021 (0.275)	10, 6 (0.422)		
X7 (負債比率)	-0.081*** (0.005)	-0.102*** (0.003)	-0.147*** (0.003)			
X8 (資產週轉率)	-0.358*** (0.009)	-0.430*** (0.001)	-0.381*** (0.001)			
X9 (總資產)	0.359*** (0.000)	0.456*** (0.000)	0.560*** (0.000)			
X10 (營運收入 成長率)	0.197 (0.214)	-0.101 (0.108)	0.000 (0.989)			

* 表 $P < 0.1$

** 表 $P < 0.05$

*** 表 $P < 0.01$

2. 採現金收購之主併公司購併前後財務特質差異

依表八所示：在購併後第一年，純益率企業規模顯著地上升，而資產報酬率、股東權益報酬率、負債比率、資產週轉率、營運收入成長率顯著地下降。購併後第二年，流動比率、企業規模顯著地上升，而資產報酬率、股東權益報酬率、負債比率、資產週轉率、營運收入成長率則顯著地下降。購併後第三年，僅企業規模顯著地上升，而資產報酬率、資產週轉率及營運收入成長率均顯著地下降。

由上述結果發現，資產報酬率下降與 Kusewitt 之研究結果一致，即採現金支付與資產報酬呈負向關係。股東權益報酬率下降則與 Datta 和 Pinches 之研究結果不一致，因其研究發現採現金支付與股東報酬呈正向關係，其原因可能為採現金購併者多為國外購併其績效較差之故。現金收購與股票交換在財務特質之變化，兩者主要差異為採現金支付者在購併後，淨營運資金顯著下降，營運收入成長率亦顯著下降，由表九所示，HD0、HD1、HD2、HD3 分別表示購併前、購併後第一年、購併後第二年、購併後第三年，現金與股票購併之主併公司其財務特質之差異。結果發現在購併後第一年採現金收購者其股東權益報酬率、資產報酬率顯著低於採股票交換者。此外在購併後第一、第二年，採現金收購者其資產週轉率顯著低於採股票交換者。

由於此一差異可能受國外購併之因素影響，故將現金購併分為國外與國內兩種，如表十與表十一所示。表十之國外現金購併結果完全與表八所有現金購併結果相同。但由表 11 知，當去除國外因素後發現與所有現金購併之分析結果差異頗大。就購併後第一年而言企業規模顯著上升，僅資產週轉率呈顯著之下降。購併後第二年，僅規模顯著上升。此外尚發現股東權益報酬率呈上升之趨勢，雖為不顯著的正報酬，但與 Datta 和 Pinches 發現採現金支付與股東報酬呈正向關係之研究結果一致。因而得以說明前項結果不一致之原因，的確係因國外購併因素所造成。再由表十二可發現就國內之支付方式，在購併後第一年股票交換者其資產週轉率顯著地高於現金收購者，購併後第三年，股票交換者其長期負債比率顯著高於現金收購者，其原因可能為採換股方式者因其購併後舉債能力大幅提高故舉債額度隨之增加，而採現金支付者，由於多以舉長期負債融資進行購併，故購併後其舉債額度自然較為有限。例如中華電線電纜公司於民國七十七年以五億二千五百萬元以現金收購順豐廠，結果購併後公司之淨營運資金比率由購併前之正值急遽下降成負值。然股東權益報酬率、資產報酬率皆上升，規模與負債比率亦皆上升，與理論及本研究之結果一致。但公司之資產週轉率則下降，表購併後公司之活動力未上升。

總之，依購併支付方式將全部購併分為股票購併及現金購併兩種。我們發現股票購併後流動性提高、企業規模變大，且槓桿度降低，而獲利性及活動力皆明顯地下降，除成長性未變化外，與全部購併之不利於股東而有利於管理者的結果相同。至於現金購併則較股票購併結果更接近全部購併（即更差），甚至連成長性也下降得比全部購併還差，此有違 Myers & Majluf(1984) 及 Fishman(1989)

表八：現金購併之主併公司購併後第一、二、三年與購併前三年平均數之財務特質差異

	有母數統計檢定			無母數統計檢定		
	樣本數	D1 (30)	D2 (19)	D3 (7)	D1 (30)	D2 (19)
	平均數 (P 值)	平均數 (P 值)	平均數 (P 值)	W(+), W(-) (P 值)	W(+), W(-) (P 值)	W(+), W(-) (P 值)
X1 (淨營運資 金比率)	-0.035 (0.225)	-0.047 (0.221)	0.020 (0.784)			
X2 (流動比率)	0.202 (0.328)	0.322** (0.021)	0.239 (0.220)			
X3 (純益率)			0.022 (0.448)	9, 20 (0.049)*	7, 12 (0.150)	
X4 (資產報酬率)	-0.061*** (0.002)	-0.052** (0.031)	-0.024** (0.285)			
X5 (股東權益 報酬率)	-0.175*** (0.001)	-0.154** (0.027)	-0.038 (0.604)			
X6 (長期負債 比率)		0.022 (0.181)	0.000 (1.000)	15, 15 (0.742)		
X7 (負債比率)	-0.071* (0.054)	-0.105** (0.042)	-0.132 (0.128)			
X8 (資產週轉率)	-0.358*** (0.000)	-0.487*** (0.001)	-0.561** (0.080)			
X9 (總資產)	0.281*** (0.000)	0.370*** (0.000)	0.640** (0.010)			
X10 (營運收入 成長率)	-0.385*** (0.000)	-0.316** (0.031)	-0.385* (0.069)			

* 表 P < 0.1

** 表 P < 0.05

*** 表 P < 0.01

表九：現金與股票購併之主併公司間在購併前及購併後
第一、二、三年財務特質差異

(有母數統計檢定)

支付方式		股票購併	現金購併	Pr > T
變數	期間	Mean	Mean	
X1 淨營運 資金比率	HD0	0.1325	0.1995	0.235
	HD1	0.1760	0.1636	0.841
	HD2	0.1483	0.1885	0.494
	HD3	0.2179	0.2545	0.671
X2 流動 比率	HD0	1.3036	1.7698	0.055 *
	HD1	1.6373	1.9720	0.413
	HD2	1.8845	2.0985	0.686
	HD3	2.6363	1.6878	0.211
X3 純益 率	HD2	0.0751	0.0756	0.986
	HD3	0.2179	0.2545	0.671
X4 資產 報酬 率	HD0	0.1040	0.1175	0.548
	HD1	0.1296	0.0564	0.044 **
	HD2	0.0649	0.0701	0.777
	HD3	0.0673	0.0522	0.468
X5 股東 權益 報酬 率	HD0	0.1770	0.2440	0.076 *
	HD1	0.1610	0.0683	0.055 *
	HD2	0.1141	0.0845	0.550
	HD3	0.1154	0.1274	0.832

X6 長期 負債 比率	HD1	0.0673	0.1022	0.239
	HD2	0.0780	0.1220	0.276
	HD3	0.0862	0.0422	0.389
X7 負債 比率	HD0	0.5596	0.4899	0.084 *
	HD1	0.4777	0.4185	0.261
	HD2	0.4573	0.4162	0.484
	HD3	0.3973	0.3975	0.997
X8 週轉 率	HD0	1.4317	1.1286	0.230
	HD0	1.4317	1.1286	0.230
	HD1	1.6732	0.7426	0.022 **
	HD2	1.0007	0.7226	0.062 *
	HD3	0.8010	0.7761	0.794
X9 資產 總 產	HD0	6.1010	6.3936	0.056 *
	HD1	6.4600	6.6751	0.143
	HD2	6.5579	6.6903	0.433
	HD3	6.6698	6.7784	0.618
X10 營運 收入 成長 率	HD0	0.1516	0.3053	0.049 **
	HD1	0.3491	0.1565	0.245
	HD2	0.0506	0.0414	0.895
	HD3	0.1602	0.0832	0.274

(無母數統計檢定)

變數	期間	Mean Score	Mean Score	DF	Pr > CHISQ
X3	HD0	20.888	26.666	1	0.166
	HD1	27.666	22.600	1	0.224
X6	HD0	19.277	27.633	1	0.045 **

* 表 P < 0.1

** 表 P < 0.05

*** 表 P < 0.01

表十：國外現金購併之主併公司購併後第一、二、三年與購併前三年平均數之財務特質差異

樣本數	有母數統計檢定			無母數統計檢定		
	D1 (22)	D2 (14)	D3 (3)	D1 (22)	D2 (14)	D3 (3)
	平均數 (P 值)	平均數 (P 值)	平均數 (P 值)	W(+), W(-) (P 值)	W(+), W(-) (P 值)	W(+), W(-) (P 值)
X1 (淨營運資 金比率)	-0.034 (0.363)	-0.063 (0.211)	-0.091 (0.553)			
X2 (流動比率)	0.253 (0.356)	0.408** (0.017)	0.357 (0.338)			
X3 (純益率)			-0.033 (0.527)	5, 16 (0.028)**	9, 5 (0.637)	
X4 (資產報酬率)	-0.063*** (0.005)	-0.059** (0.062)	-0.013 (0.581)			
X5 (股東權益 報酬率)	-0.206*** (0.001)	-0.213** (0.014)	-0.136 (0.262)			
X6 (長期負債 比率)		-0.058 (0.478)	0.018 (0.830)	11, 11 (0.569)		
X7 (負債比率)	-0.060 (0.165)	-0.127** (0.040)	-0.209** (0.083)			
X8 (資產週轉率)	-0.442*** (0.000)	-0.598*** (0.002)	-0.991 (0.210)			
X9 (總資產)	0.319*** (0.000)	0.407*** (0.002)	1.007** (0.034)			
X10 (營運收入 成長率)	-0.212** (0.023)	-0.374*** (0.007)	-0.692 (0.140)			

* 表 P < 0.1

** 表 P < 0.05

*** 表 P < 0.01

表十一：國內現金購併之主併公司購併後第一、二、三年與
購併前三年平均數之財務特質差異

	有母數統計檢定			無母數統計檢定			
	樣本數	D1 (8)	D2 (5)	D3 (4)	D1 (8)	D2 (5)	D3 (4)
		平均數 (P 值)	平均數 (P 值)	平均數 (P 值)	W(+), W(-) (P 值)	W(+), W(-) (P 值)	W(+), W(-) (P 值)
X1 (淨營運資 金比率)		-0.041 (0.388)	-0.000 (0.992)	0.105 (0.210)			
X2 (流動比率)		0.062 (0.775)	0.081 (0.751)	0.150 (0.582)			
X3 (純益率)				0.036 (0.363)	4, 4 (0.944)	3, 2 (0.787)	
X4 (資產報酬率)		-0.055 (0.247)	-0.032 (0.271)	-0.033 (0.420)			
X5 (股東權益 報酬率)		-0.091 (0.396)	0.010 (0.918)	0.034 (0.748)			
X6 (長期負債 比率)			0.037 (0.443)	-0.014 (0.719)	4, 4 (0.833)		
X7 (負債比率)		-0.100 (0.189)	-0.043 (0.683)	-0.074 (0.586)			
X8 (資產週轉率)		-0.230** (0.033)	-0.176 (0.320)	-0.239 (0.191)			
X9 (總資產)		0.177** (0.029)	0.267* (0.061)	0.365 (0.129)			
X10 (營運收入 成長率)		0.025 (0.779)	-0.155 (0.229)	-0.155 (0.387)			

* 表 $P < 0.1$

** 表 $P < 0.05$

*** 表 $P < 0.01$

表十二：國內之股票與現金購併之主併公司間在購併前及購併後第一、二、三年財務特質差異

(有母數統計檢定)

支付方式		股票交換	現金收購	Pr > T
變數	期間	Mean	Mean	
X1 淨營運資金比 金比	HD0	0.1325	0.1468	0.839
	HD1	0.1760	0.1057	0.429
	HD3	0.2179	0.2630	0.689
X2 流動比率	HD0	1.3031	1.6481	0.176
	HD1	1.6373	1.7103	0.869
	HD2	1.8845	1.5854	0.558
	HD3	2.6363	1.6225	0.197
X3 純益率	HD2	0.0751	0.0842	0.781
	HD3	0.1049	0.0970	0.884
X4 資產報酬率	HD0	0.1040	0.1200	0.704
	HD1	0.1296	0.0646	0.140
	HD2	0.0649	0.0571	0.641
	HD3	0.0673	0.0384	0.255
X5 股東權益報酬率	HD0	0.1770	0.2186	0.631
	HD1	0.1610	0.1271	0.447
	HD2	0.1141	0.1598	0.292
	HD3	0.1153	0.1400	0.635

X6 長期負債比率	HD1	0.0673	0.0541	0.711
	HD2	0.0780	0.0738	0.944
	HD3	0.0862	0.0212	0.068 *
X7 負債比率	HD0	0.5596	0.4742	0.140
	HD1	0.4777	0.3733	0.162
	HD2	0.4573	0.4118	0.591
	HD3	0.3973	0.3887	0.935
X8 資產週轉率	HD0	1.4317	1.0205	0.094 *
	HD1	1.0732	0.7896	0.050 *
	HD2	1.0000	0.8226	0.483
	HD3	0.8010	0.7447	0.737
X9 資產總產	HD0	6.1010	604518	0.121
	HD1	6.4600	6.6291	0.396
	HD2	6.5579	6.6060	0.837
營運收入成長率	HD3	6.6698	6.6677	0.994
	HD1	0.3491	0.1473	0.277
	HD2	0.0506	0.0300	0.835
HD3	0.1602	0.0917	0.434	

(無母數統計檢定)

變數	期間	Mean Score	Mean Score	DF	Pr > CHISQ
X3	HD0	12.416	15.937	1	0.278
	HD1	13.611	13.250	1	0.911
X6	HD0	12.777	15.125	1	0.469

* 表 P < 0.1

** 表 P < 0.05

*** 表 P < 0.01

之資訊不對稱理論。再將全部現金購併分為國外與國內兩種購併，我們發現國外現金購併係造成全部現金購併比股票購併（全為國內，並無國外者）差的主因，換言之，去掉國際因素後，現金購併確比股票購併對台灣企業之財務特質負面影響較小，甚或有正面影響（不顯著的正股東權益報酬率）。（五）購併對象不同之主併公司購併前後財務特質差異檢定

1. 國內購併之主併公司購併前後財務特質差異

依表十三所示：在購併後第一年，企業規模有顯著地上升；而負債比率、資產週轉率則顯著地下降。購併後第二年，企業規模顯著地上升；而資產報酬率、負債比率、資產週轉率、營運收入成長率則顯著地下降。購併後第三年，淨營運資金比率、流動比率、企業規模皆顯著地上升；而資產報酬率、負債比率、資產週轉率則顯著地下降。與前項所有主併公司之研究結果相較下，可發現國內購併之股東權益並未有顯著下降，且淨營運資金比率呈正向變化，營運收入成長率在購併後第一年則有成長。

2. 國外購併之主併公司購併前後財務特質差異

依表十四所示：在購併後第一年，企業規模有顯著地上升；而資產報酬率、股東權益報酬率、純益率、與資產週轉率、營運收入成長率皆顯著地下降。購併後第二年，流動比率、企業規模皆顯著地上升；而資產報酬率、股東權益報酬率、負債比率、資產週轉率、營運收入成長率則顯著地下降。購併後第三年，僅企業規模顯著地上升；其餘則下降但不顯著，可能因為第三年樣本過小之故。與國內購併結果相較，可發現國外購併之股東權益報酬率顯著下降，淨營運資金比率亦呈下降。由表1及圖1可知國內購併多採股票交換方式，而國外購併則皆為現金收購，故兩者在淨營運資金比率之差異可能係因支付方式所影響。依表十五所示，HD0,HD1,HD2,HD3 分別表示購併前、購併後第一年、購併後第二年、購併後第三年，國內與國外購併之主併公司其財務特質之差異。結果發現國內購併之股東權益報酬率在購併前原本低於國外購併，然在購併後則顯著地高於國外購併，可知國外購併風險及失敗機率皆高於國內購併甚多。此外在購併後國內購併之資產週轉率顯著地高於國外購併，表示管理者對國外購入之企業並未能有效地管理以提高營運績效。且購併前國外購併之成長性顯著地高於國內，但在購併後則低於國內之購併。總之，國外購併顯然較國內購併對股東不利。

伍、結 論

本研究之主要目的乃在探討採用不同購併支付方式之主併公司其購併前財務特質各有何特性，以及購併後採用不同購併支付方式之主併公司其財務特質有何變化。以民國74年至79年為研究期間，48家已上市之臺灣主併公司為樣本進行研究經由實證分析之結果，歸納出下列數點結論：

表十三：國內購併之主併公司購併後第一、二、三年與購併前三年平均數之財務特質差異

	有母數統計檢定			無母數統計檢定		
	樣本數	D1 (26)	D2 (23)	D3 (19)	D1 (26)	D2 (23)
	平均數 (P 值)	平均數 (P 值)	平均數 (P 值)	W(+), W(-) (P 值)	W(+), W(-) (P 值)	W(+), W(-) (P 值)
X1 (淨營運資 金比率)	0.017 (0.581)	0.012 (0.515)	0.087*** (0.007)			
X2 (流動比率)	0.250 (0.101)	0.472 (0.108)	1.067** (0.044)			
X3 (純益率)			0.025 (0.296)	15, 11 (0.280)	13, 10 (0.807)	
X4 (資產報酬率)	0.000 (0.982)	-0.037*** (0.007)	-0.036** (0.016)			
X5 (股東權益 報酬率)	-0.039 (0.273)	-0.046 (0.114)	-0.038 (0.199)			
X6 (長期負債 比率)		0.026 (0.108)	0.013 (0.411)	14, 10 (0.775)		
X7 (負債比率)	-0.087*** (0.003)	-0.089*** (0.008)	-0.132*** (0.004)			
X8 (資產週轉率)	-0.319*** (0.001)	-0.375*** (0.001)	-0.351*** (0.000)			
X9 (總資產)	0.303*** (0.000)	0.415*** (0.000)	0.519*** (0.000)			
X10 (營運收入 成長率)	0.144 (0.197)	-0.112** (0.039)	-0.032 (0.515)			

* 表 P < 0.1

** 表 P < 0.05

*** 表 P < 0.01

表十四：國外購併之主併公司購併後第一、二、三年
與購併前三年平均數之財務特質差異

	有母數統計檢定			無母數統計檢定		
	D1 樣本數 (22)	D2 (14)	D3 (3)	D1 (22)	D2 (14)	D3 (3)
	平均數 (P 值)	平均數 (P 值)	平均數 (P 值)	W(+), W(-) (P 值)	W(+), W(-) (P 值)	W(+), W(-) (P 值)
X1 (淨營運資 金比率)	-0.034 (0.363)	-0.063 (0.211)	-0.091 (0.553)			
X2 (流動比率)	0.253 (0.356)	0.408** (0.017)	0.357 (0.338)			
X3 (純益率)			-0.033 (0.527)	5,16 (0.028)**	9,5 (0.637)	
X4 (資產報酬率)	-0.063*** (0.005)	-0.059** (0.062)	-0.013 (0.581)			
X5 (股東權益 報酬率)	-0.206*** (0.001)	-0.213** (0.014)	-0.136 (0.262)			
X6 (長期負債 比率)		-0.058 (0.478)	0.018 (0.830)	11,11 (0.569)		
X7 (負債比率)	-0.060 (0.165)	-0.127** (0.040)	-0.209** (0.083)			
X8 (資產週轉率)	-0.442*** (0.000)	-0.598*** (0.002)	-0.991 (0.210)			
X9 (總資產)	0.319*** (0.000)	0.407*** (0.002)	1.007** (0.034)			
X10 (營運收入 成長率)	-0.212** (0.023)	-0.374*** (0.007)	-0.692 (0.140)			

* 表 P < 0.1

** 表 P < 0.05

*** 表 P < 0.01

表十五：國內與國外購併之主併公司間在購併前及購併後第一、二、三年財務特質差異

(有母數統計檢定)

購併對象		國內購併	國外購併	Pr > T
變數	期間	Mean	Mean	
X1 淨營運資金比率	HD0	0.1369	0.2187	0.134
	HD1	0.1544	0.1846	0.614
	HD2	0.1530	0.1952	0.487
	HD3	0.2274	0.2433	0.892
X2 流動比率	HD0	1.4093	1.8140	0.169
	HD1	1.6598	2.0671	0.325
	HD2	1.8195	2.2818	0.394
	HD3	2.4228	1.7750	0.658
X3 純益率	HD2	0.0770	0.0725	0.900
	HD3	0.1032	0.0413	0.307
X4 資產報酬率	HD0	0.1089	0.1166	0.760
	HD1	0.1096	0.0534	0.103
	HD2	0.0632	0.0747	0.623
	HD3	0.0612	0.0706	0.741
X5 股東權益報酬率	HD0	0.1898	0.2532	0.141
	HD1	0.1505	0.0470	0.055 *
	HD2	0.1240	0.0576	0.292
	HD3	0.1205	0.1106	0.869

X7 負債比率	HD0	0.5333	0.4956	0.350
	HD1	0.4456	0.4350	0.836
	HD2	0.4474	0.4178	0.618
	HD3	0.3955	0.4093	0.900
X8 股東權益報酬率	HD0	1.3051	1.1679	0.525
	HD1	0.9860	0.7255	0.037 **
	HD2	0.9620	0.6870	0.040 **
	HD3	0.7892	0.8180	0.867
X9 資總產	HD0	6.2090	6.3725	0.278
	HD1	6.5120	6.6919	0.205
	HD2	6.5683	6.7204	0.382
	HD3	6.6693	6.9260	0.382
X10 營運收入成長率	HD0	0.1425	0.3718	0.010 **
	HD1	-0.2870	0.1598	0.323
	HD2	0.0461	0.0455	0.993
	HD3	0.1457	0.0720	0.443

(無母數統計檢定)

變數	期間	Mean	Mean	CHISQ	DF	Pr >
變數	期間	Score	Score			CHISQ
X3	HD0	22.923	26.363	0.7210	1	0.396
	HD1	27.480	20.977	2.5722	1	0.108
	HD0	20,346	29.409	4.9979	1	0.025 **

* 表P<0.1
 ** 表P<0.05
 *** 表P<0.01

一、影響購併支付方式的財務特質因素：

1. 就全部購併案例而言：主要影響因素為企業規模與營運收入成長性與國外因素。當主併公司之規模愈小、成長性愈低者、購併對象為國外公司，則偏向採用現金收購。而當主併公司規模愈大、成長性愈高者則愈偏向採用股票交換方式。
2. 就國內購併案例而言：主要影響因素則為企業規模與槓桿性與是否為關係企業之購併等因素。當主併公司之規模愈小、槓桿度愈高且屬非關係企業購併則愈偏向採現金收購，而當主併公司規模愈大、槓桿度愈低且購併對象為其關係企業時，則愈偏向採用股票交換方式。

二、不同支付方式購併後財務特質的改變

台灣企業購併導致其流動性提高、企業規模變大和財務槓桿度下降，此正減少企業破產風險、滿足管理者自大的需求及增加企業自由現金流量，有利於企業管理者；但活動力、獲利性及成長性大幅下降則有害於股東，此說明 Roll(1986) 的自大假說與 Jensen (1986) 的自由現金流量假說所強調的 Jensen & Meckling's-(1976) 的代理問題 (Agency Problem) 確實存在。

將台灣企業全部購併依支付方式分為股票購併與現金購併兩種，我們發現現金購併對企業財務特質的負面影響較股票購併者為大，此有違 Myers & Majluf (1984) 及 Fishman(1989) 之資訊不對稱理論。再細分為現金購併為國外現金購併與國內現金購併兩類，我們發現造成現金購併表現失常的主因為國外因素。去除國外因素，國內現金購併確比 (國內) 股票購併對台灣企業之財務特質有較正面的影響。

參考文獻

1. 方螢基，企業合併策略對營運及績效影響之研究，國立中山大學企業管理研究所未出版碩士論文，1990年。
2. 林嬋娟、吳安妮，臺灣企業併購綜效及績效之實證研究，會計評論，第26期，1992年4月，pp.1-23。
3. 林坤正，我國企業收購合併之策略分析與績效評估，私立中國文化大學企業管理研究所未出版碩士論文，1990年。
4. 吳雅章，營利事業合併經營之財務管理研究，國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論文，1982年。
5. 顏秀玲，企業合併與財務績效關係間之研究，國立成功大學企業管理研究所未出版碩士論文，1991年。
6. 羅素良，購併支付方式理論探討與實證研究，國立成功大學企業管理研究所未出版碩士論文，1991年。
7. Agrawal, A., and Mandelker G., "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions," *Journal of Finance*, Vol. XIII, No.4. Sep. 1987, pp.8 23-837.

8. Banz, R. W., "The Relationship Between Return and Market value of Common Stock," *Journal of Financial Economics*, 9, March 1981, pp.3-18.
9. Carleton, W. T., D. Guilkey, R. Harris, and J. Stewart, "An Empirical Analysis of the Role of the Medium of Exchange in Mergers," *Journal of Finance*, Vol.38, No.3, June 1983, pp.813-826.
10. Chaney, P. K., L. Lovata, and K. Philipich, "Acquiring firm characteristics and the Medium of Exchange," *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 30, No.4, Aut.1991, pp.55-69.
11. Datta, D. K., and G. E. Pines, "Factors Influencing Wealth Creation from Mergers and Acquisitions : A Meta-Analysis," *Strategic Management Journal*, Vol. 13, 1992, pp.67-84.
12. Fishman, M. J., "Preemptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions," *Journal of Finance*, Vol.XLIV, No.1, Mar, 1989, pp41-57.
13. Hansen, R., "A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions," *Journal of Business*, Vol.60, No.1, 1987, pp.75-95.
14. Harris, R., and D. Ravenscraft, "The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the U.S.Stock Market," *Journal of Finance*, Vol.XLVI, No.3, July 1991.
15. Hoshino, Y., "The Performance of Corporate Mergers in Japan," *Journal of Business Finance & Accounting*, 9, 2, 1982, pp.153-165.
16. Jensen, M. C., "Agency costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, 76, May 1986, pp.323-329.
17. Jensen, M., and Meckling, M., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Oct, 1976, pp.305-360.
18. Jensen, M. C. and R. S. Ruback, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics* 11, 1983, pp.5-50.
19. Kim, E. Han, and J. J. McConnell, "Corporate Mergers and the Co-Insurance of Corporate Debt," *Journal of Finance*, 32, May 1977, pp.349-365.
20. Kusewitt, J. B., "An Exploratory Study of Strategic Acquisition Factors Relating to Performance," *Strategic Management Journal*, Vol.6.1988, pp.151-169.
21. Lee, C. H., "Transfer of Technology from Japan and the United States to Korean Manufacturing Industries: A Comparative Study," *Hitotsubashi Journal of Economics*, 25(2), Dec.1984, pp.125-136.
22. Lewellen, W. G., "A Pure Financial Rational for the Conglomerate Merger," *Journal of Finance*, May 1971, pp.521-537.
23. Martin, P., "Early Warning of Bank Failure -A Logit Regression Approach," *Journal of Banking and Finance* 1, 1977, pp.249-276.
24. Murphy, A., and K. Nathan, "An Analysis of Merger Financing," *Financial Review*, Vol.24, No.4, Nov. 1989, pp.551-566.
25. Myers, S. C., and N. Majluf, "Corporate financing and Investment Decisions when firms have Information that Investors do not have," *Journal of Financial Economic*, 13, 1984, pp.187-221.
26. Peterson, D., and P. Peterson, "The Medium of Exchange in Mergers and

- Acquisitions," *Journal of Banking and Finance*, 15, 1991, pp.383-405.
27. Roll, R., "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers," *Journal of Business*, 1986, Vol.59, No.2, pp.197-216.
 28. Schmidt K. R., and K. L. Fowler, "Post-Acquisition Financial Performance and Executive Compensation," *Strategic Management Journal*, Vol.11, 1990, pp.559-569.
 29. Shrieves, R., and M. Pashley, "Evidence on the Association Between Mergers and Capital Structure," *Financial Management*, 13, Aut, 1984, pp.39-48.
 30. Stevens, D. L., "Financial Characteristics of Merged Firms: A Multivariate Analysis," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8, Mar, 1973, pp.149-158.
 31. Travlos, N., "Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firm's Stock Returns," *Journal of Finance* 42, September 1987, pp.943-963.
 32. Wansley, J. W., W. R. Lane and H. C. Yang, "Abnormal Returns To Acquired Firms by Type of Acquisition and Method of Payment," *Journal of Financial Management*, Aut. 1983, pp.16-22.