

國立政治大學財務管理研究所

碩士論文

主併公司宣告合購併與  
完成合購併時程、籌資時程關係之研究



指導教授：姜堯民 博士

研究生：李儀萱 撰

中華民國 101 年 06 月

## 摘要

本研究是討論主併公司宣告合購併之後對股東財富的影響，探討主併公司宣告日前後的累積異常報酬是否為正向顯著，是否隱含市場對併購案的反應，其資訊內涵可以預期主併公司宣告合購併後完成合購併案的時程。樣本期間為 2006 年至 2010 年宣告合購併的主併公司，對象來自美國上市公司，總樣本數為 4452 家。

另外，也想探討主併公司之累積異常報酬的資訊內涵與主併公司完成合購併案的時程是不是可以解釋公司進行籌資的時程。

結果發現，在全體樣本中，短天期的累積異常報酬具有正向顯著結果，而在宣告合購併立即完成合購併之樣本中，也發現短天期的累積異常報酬具有正向宣告效果。而在公司特性因素影響併購宣告累積異常報酬研究發現，Tobin's Q 值與累積異常報酬成顯著的負相關。

在併購宣告的累積異常報酬是否與完成併購速度為正相關的的研究中，皆沒有發現顯著效果。而在完成併購的快慢是否與主併公司越快進行籌資成正相關的的研究中，在全體樣本中發現不顯著的正向關係，但在排除併購宣告日與完成日差距天數為 0 的樣本後，發現正向顯著的關係，代表主併公司越快完成合購併案，可以預期會越快進行籌資案。

另外，針對規模、槓桿程度、投資成長機會等控制變數是否可以解釋完成併購快慢，研究顯示，規模越小、槓桿程度越高以及投資成長機會越大的主併公司傾向越快完成併購；但是在與主併公司進行籌資快慢的迴歸分析中，控制變數皆與籌資快慢有負向不顯著關係，而籌資方式的不同也為不顯著的結果，顯示控制變數包括主併公司的規模、槓桿程度、成長投資機會及資產報酬率與籌資方式的不同對主併公司進行籌資的快慢並沒有解釋能力。

# 目錄

摘要.....	1
第一章 緒論.....	4
第一節 研究背景與動機.....	4
第二節 研究目的.....	5
第三節 研究架構.....	6
第二章 文獻探討.....	7
第一節 合購併宣告效果與合購併時程.....	7
第二節 合購併完成後進行籌資之時程.....	9
第三節 研究假說之設立.....	11
第三章 研究方法與研究設計.....	15
第一節 研究樣本與資料來源.....	15
第二節 研究方法.....	16
第四章 實證結果與分析.....	19
第一節 主併公司宣告效果與合購併完成時程分析.....	19
第二節 合購併完成後三年內進行籌資時程分析.....	29
第五章 研究結論與建議.....	38
第一節 研究結論.....	38
第二節 研究建議.....	39
參考文獻.....	40

## 表目錄

【表一】	所有樣本 研究變數之敘述統計 .....	20
【表二】	合購併宣告日與完成日差距天數為零與否樣本之 T-test 檢定 .....	21
【表三】	併購宣告效果累積異常報酬分析 .....	22
【表四】	公司特性因素影響併購宣告累積異常報酬之迴歸分析表 .....	25
【表五】	全體樣本 各期間累積異常報酬與完成併購時程之迴歸分析 .....	27
【表六】	併購宣告日與完成日差距天數不為零 .....	28
【表七】	全體樣本 研究變數之敘述統計 .....	29
【表八】	排除合購併宣告日與完成日差距天數為 0 之樣本 .....	30
【表九】	全體樣本 研究變數與 Daysbetween2 之相關係數矩陣 .....	31
【表十】	排除合購併宣告日與完成日差距天數為 0 之樣本 .....	31
【表十一】	主併公司增資方式之敘述統計 .....	32
【表十二】	增資方式歸納為四大類之數量表 .....	33
【表十三】	宣告併購累積異常報酬與三年內進行籌資之時程的迴歸分析表 ..	34
【表十四】	迴歸式(一)結果 .....	35
【表十五】	迴歸式(二)結果 .....	36
【表十六】	迴歸式(三)結果 .....	37
【表十七】	研究假說與實證結果匯整表 .....	39

# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

隨著全球企業的發展與擴張，併購行為也越益頻繁，而且併購活動為提升公司競爭力的方式之一，因此，衡量主併公司是否藉由併購而使得其股價產生正面效益，對股東有財富累積的影響，本研究利用事件研究法計算出的累積異常報酬來分析其是否具有短期宣告效果。

另外，主併公司宣告合購併的異常報酬會受到其他公司特性等因素的影響，Masulis, Wang and Xie (2007)之研究發現主併公司的公司特性包括過去的經營績效 Tobin's Q 值與市值規模與異常報酬呈現負相關，負債比率則與異常報酬成正向關係，因此，本研究探討主併公司的 Tobin's Q、市值規模與槓桿程度高低是否會影響到宣告合購併前後的累積異常報酬。

因此本研究探討主併公司宣告日前後的累積異常報酬是否為顯著，是否隱含市場對併購案的反應後，欲研究其資訊內涵是否可以預期主併公司宣告合購併後完成併購案的時程。

另外根據國外文獻 Jegadeesh, Weinstein and Welch (1993)的市場回饋假說中提出對於上市後股價表現優異會使得經理人會在上市後三年內進行現金增資以進行投資案。以及根據 Grinblatt and Hwang (1989), Allen and Faulhaber (1989), and Welch (1989) 提出的訊號發射理論也提出初次上市股價折價越多的高品質公司，會越快重回資本市場上進行現金增資，因此本研究欲探討主併公司宣告合購併前後的累積異常報酬與合購併完成的時程，是否會影響主併公司在併購完成後三年內重回資本市場上進行籌資的時程。

另外，因為主併公司間的公司規模與財務表現不盡相同，本研究也探討不同類型的增資方式與主併公司的市值規模、槓桿程度、帳面市值比、Tobin's Q 與

資產報酬率的高低是否會影響到併購宣告日至併購完成日以及併購完成日至再增資日的時程。

## 第二節 研究目的

由於主併公司進行宣告合購併後對其股價具有影響力，本研究主要探討主併公司之累積異常報酬是否具有正向的宣告效果以及是否可以預測合購併宣告日至合購併完成日的時程，以及研究合購併完成時程對主併公司籌資的時程的預測能力，因此，對以下議題進行探討：

- 一、主併公司宣告購併是否有顯著的異常報酬？若公司宣告日前後股價反應為正向，顯示市場對合購併反應正面，市場認為此合購併案會為主併公司帶來價值創造，因此隱含主併公司想要越快完成合購併來發會綜效利益。因此，議題二產生如下。
- 二、主併公司宣告之累積異常報酬是否影響主併公司完成併購的時程？而因為文獻多探討初次上市股票折價越高或是初次上市股票股價表現越優異，會促使發行公司越快回到資本市場上進行現金增資，因此，本研究欲探討議題三如下。
- 三、主併公司的宣告效果以及主併公司完成併購的時程是否影響公司進行籌資的時程？

### 第三節 研究架構

本研究主要分五個部分，分別是緒論、文獻探討、研究方法與研究設計、時正結果與分析以及結論與建議。各章節分述如下：

#### 第一章 緒論

敘述研究背景與動機、研究目的與研究架構。

#### 第二章 文獻探討

利用市場回饋假說與訊號假說說明為何初次上市發行公司會越快回到資本市場上進行籌資，並探討國內外研究提出的相關文獻及提出本研究之研究假說。

#### 第三章 研究方法與研究設計

本章說明研究資料來源，並定義本研究所使用的迴歸式及相關變數。

#### 第四章 實證結果與分析

以美國上市公司為實證對象，探討主併公司宣告併購的累積超額報酬與合購併完成時程的關係以及合購併完成後，對進行籌資的時程有無影響力之研究，另外將第三章的研究假說與實證結果相驗證。

#### 第五章 結論與建議

根據實證結果做出結論彙整，闡述研究的結果與相關建議

## 第二章 文獻探討

### 第一節 合購併宣告效果與合購併時程

國內外文獻研究主併公司併購宣告效果的實證結果，大多數文獻皆指出宣告併購會對主併公司的股東財富產生影響，由國內文獻陳匯中(1995)研究期間為1989年至1994年，其42間主併公司的併購宣告效果對股東財富的影響為在併購宣告當日，主併公司有顯著的正向異常報酬，而事件期的累積異常報酬也為正向顯著的結果；另外林宏大(2001)，研究期間為1987至2000年，樣本數為159間主併公司，實證結果為併購宣告對主併公司的股東具有正面財富效果；以及Franks and Harris(2002)之文獻，皆顯示出主併公司宣告併購的股價反應是正面的，因此，本研究假設主併公司宣告併購具有增加股東財富的正向宣告效果。除了研究宣告日前後異常報酬是否顯著之外，另外，探討影響主併公司併購宣告異常報酬的其他公司特性因素包括主併公司過去經營績效、主併公司市值規模與主併公司槓桿程度，分述如下。

一、主併公司過去的經營績效：Rau and Vermaelen (1998)認為當主併公司過去的經營績效越好，市場越能認同主併公司的經營策略，因此經營績效表現較佳的公司，宣告合購併時，投資人會對此併購案為正向反應。但是Roll(1986)則認為許多公司經理人往往太高估自己的能力，認為合購併之後必能提升公司的績效，結果高估目標公司的價值，產生買貴了的現象，因此主併公司過去經營績效越好，公司經理人越可能產生高估目標公司價值的偏誤，因此在投資人無法認同的情況下，使得公司股價產生負面影響。

國內文獻洪麗惠(1995)以Tobin's Q當作過去經營績效之變數，實證結果為經營績效越好的公司，其併購宣告異常報酬越高，經營績效表現較差的公司則反之；另外，Lang, Stulz, and Walkling(1989)也以Tobin's Q作為解釋變數，研究表示主

併公司宣告的異常報酬與Tobin's Q有相關性存在，研究指出主併公司Tobin's Q與異常報酬為顯著正相關，而當主併公司Tobin's Q越低，會有顯著負向的異常報酬，Rau and Vermaelen (1998) 與上述文獻結果一致。

但是Masulis, Wang and Xie(2007)研究發現Tobin's Q與主併公司的異常報酬呈現負向關係；Moeller, Schlingemann and Stulz(2004)研究發現主併公司的Tobin's Q值與異常報酬呈現不顯著負向關係。Dong, Hirshleifer, Richardson and Teoh(2002)認為因為擁有高Tobin's Q的主併公司股價被高估，因此當公司宣布合購併時，以股票做為合購併支付方式的公司，市場上傾向認為主併公司支付溢酬的股票給被併公司因此產生買貴了的疑慮，因此對主併公司會有負向的異常報酬產生。

二、主併公司市值規模：Masulis, Wang and Xie(2007)研究發現主併公司的規模與主併公司股價異常報酬呈現顯著負相關，而Moeller, Schlingemann and Stulz (2004)研究發現主併公司規模與異常報酬之間呈現顯著的負相關，即小規模的主併公司之異常報酬為正向且顯著的，原因為Roll(1986)提出的經理人傲慢假說(Managerial Hubris Hypothesis)規模較大的主併公司傾向支付較高的併購溢酬予被併公司，因此為負向關係。

三、主併公司槓桿程度：根據文獻Grossman and Hart(1982)指出面對破產的威脅，高槓桿公司的經理人會較努力工作，Jensen(1986)與Stulz(1990)認為適度的負債比需在未來定期支付利息，此會降低經理人的代理成本，因此公司的負債比率為公司經理人改善公司經營績效的誘因之一，當公司負債比率高，公司有可能面臨破產風險，公司經理人可能會失去管理公司的能力而須將公司控制權交給債權人，因此槓桿程度的高低對公司經理人來說是公司治理的指標之一，Masulis, Wang and Xie(2007)研究發現主併公司的槓桿程度與股價異常報酬為不顯著的正相關。因此，本研究探討主併公司的Tobin's Q、市值規模與槓桿程度高低是否會影響到宣告合購併前後的累積異常報酬。

另外，Homburg and Bucorius(2006)此文獻提到合購併完成的速度與合購併完成後的市場績效表現為正相關，另外Fujitsu Consulting(2001), Mercer Management Consulting (1997)以及PriceWaterhouse Coopers(2000)等都提到整併的速度與併購成功具有正向關係。而由Angwin(2004)的文獻中提到，整併越快速的公司會越快實現投資報酬率，另外也可以降低外部環境的不確定性，整併越快的公司可以越有效與快速的面對總體環境、政治及競爭力的壓迫。

因此，本研究想要探討是否主併公司宣告合購併消息之後，是否會產生股價的正向反應，及其是否具有資訊內涵可以預測與解釋主併公司完成合購併的時程。

## 第二節 合購併完成後進行籌資之時程

根據Grinblatt and Hwang (1989), Allen and Faulhaber (1989), and Welch (1989)提出的訊號發射理論表示管理階層較一般投資人擁有較多的資訊，而且管理階層認為未來增資與否取決於IPO的股價高低。在初次上市公司與投資人間存在資訊不對稱的情況之下，高品質的公司將會利用IPO折價發行當作品質訊號發射的誘因，歸因於初次上市的公司想在未來上市中取得更高的發行價格、以利將來進行現金增資的優勢；而低品質的公司因為訊號效果的成本太高，所以很難像高品質公司利用折價發行的訊號效果，以取得將來以高股價進行現金增資。因此一旦高品質公司有機會時，管理階層會立刻回到資本市場上進行大量籌資。

另外 Allen and Faulhaber (1989) and Welch (1989)提出的混和均衡 (Pooling Equilibrium)，當將所有初次上市公司混合或者設定相同的初次上市價格後，市場會發現高品質公司真正的價值，因此品質較佳比起品質較差的公司會去進行現金增資 SEO。

以及在 Ghosh, Nag and Sirmans(2000)的文獻中，樣本期間從 1992 至 1996 年，利用 Real Estate Investment Trusts 的 IPO 價格提出 REITs 的 IPO 折價程度越高，則重回到資本市場上進行 SEO 的時間越快，實證結果顯著支持訊號發射理論。

而根據文獻 Jegadeesh, Weinstein and Welch (1993)的市場回饋假說中提出公司股票初次公開發行後會在三年內進行現金增資的理由是在於上市後的股價表現優異，故其為引發經理人增資的動機而並非承銷價格的低估，因為認為初次上市價格的低估，係來自於發行公司對於投資計畫邊際報酬的低估，而報酬是由於市場對於該報酬的預期高過於發行者所導致，所以即使市場上未出現低價發行的訊號，仍可發現現金增資與異常報酬有正向的關係，因此認為市場回饋假說相較於訊號發射理論對於公司初次上市後的現金增資發行機率更有解釋能力。簡言之，市場回饋假說中假設市場有效率的反應新資訊，發行公司可以藉由初次公開發行的股價表現得知投資大眾的反應，因此當股價表現優異時，表示發行IPO之公司低估了此專案的邊際報酬，此時發行公司會藉由SEO的方式募集更多資金投入在此專案上。因此，當初次公開發行股價的表現與公司後續的投資活動存在正向關係時，代表市場回饋假說的成立。

Jegadeesh, Weinstein and Welch (1993)、Ghosh, Nag and Sirmans(2000)與 Jiang(2008)等文獻皆利用初次公開發行日到現金增資日的期間長短做為衡量經理人是否利用公司股價存在正向異常報酬時，越快進行融資活動的主要依據變數。因此，本研究採用主併公司併購宣告日至併購完成日的期間天數做為本研究第一節之應變數；併購完成日至現金增資日的期間天數做為本研究第二節之應變數。

因此，綜合以上解釋公司在發行初次公開發行股票之後，會立即再回到資本市場上進行現金增資之文獻，本研究欲探討主併公司在完成合購併之後，是否可以藉由主併公司宣告合購併的宣告效果以及完成合購併的時程預期主併公司進行籌資的時程。

再者，依據邱正仁、周庭楷與張慈媛(2004)之文獻，探討影響公司辦理現金增資的因素，包括財務槓桿、成長機會、風險以及盈餘管理程度等，以及在 Jiang(2008)之文獻中探討 IPO 折價幅度對 IPO 與 SEO 的期間天數的影響，將公司的資本支出、帳面市值比、資產報酬率、規模與 Tobin's Q 等變數加入多元迴歸式中，發現當 IPO 折價幅度越高、Tobin's Q 與資本支出越高時，公司會越快進行現金增資。因此本研究加入主併公司的規模大小、財務槓桿、獲利能力、成長及投資機會等控制變數來分析是否會對主併公司宣告併購之後，完成併購的時程以及進行籌資的時程產生影響，因此也分為兩部分進行探討。

### 第三節 研究假說之設立

#### 假說一、主併公司宣告併購後對公司股價有正向影響，即有正向的累積異常報酬

企業進行併購活動的主要目的為追求擴大規模、改善營運績效、從事多角化經營或由於資源共享而降低生產成本、達到規模經濟，進而提升公司價值。而企業在評估是否進行從事併購活動時，多會衡量此併購活動是否會為主併公司帶來正向的影響，或是否為股東帶來財富極大化的目標。

而當主併公司宣告併購消息後，往往會影響到投資人對此項投資活動的預期，當預期與實際不同時，對公司股價往往有異常報酬的現象產生。另外，依據陳匯中(1995)、林宏大(2001)、Julian R. Franks and Robert S. Harris(2002)等國內外文獻，皆顯示出宣告併購具有正向顯著的宣告效果，因此本研究假設併購宣告之後對主併公司的股價有正向累積異常報酬的影響。

#### 假說二、主併公司 Tobin's Q 會影響宣告併購期間的累積異常報酬

Lang, Stulz, and Walkling(1989)研究顯示主併公司宣告的異常報酬與 Tobin's Q 有相關性存在，研究指出主併公司 Tobin's Q 與異常報酬為顯著正相關；但是在 Moeller, Schlingemann and Stulz(2004)研究發現主併公司的 Tobin's Q 值與異常報酬呈現不顯著負向關係；Masulis, Wang and Xie(2007)研究發現 Tobin's Q 與主

併公司的異常報酬也呈現負向關係。因此本研究探究 Tobin's Q 為影響累積異常報酬的重要因素。Tobin's Q 定義為主併公司權益市值加上公司負債帳面價值後除以資產帳面價值。

### **假說三、主併公司市值規模與宣告併購期間的累積異常報酬具有負向關係**

Masulis, Wang and Xie(2007)研究發現主併公司的規模與主併公司股價異常報酬呈現顯著負相關， Moeller, Schlingemann and Stulz(2004)研究也發現主併公司規模與異常報酬之間呈現顯著的負相關，原因為規模較大的主併公司傾向支付較高的併購溢酬予被併公司，因此為負向關係，因此本研究假設為負向關係，市值規模定義為取主併公司宣告前一年底權益市值的自然對數。

### **假說四、主併公司槓桿程度與宣告併購期間的累積異常報酬具有正向關係**

Masulis, Wang and Xie(2007)研究發現主併公司的槓桿程度與股價異常報酬為不顯著的正相關，因為主併公司的槓桿程度為公司治理的指標之一，因此本研究假設與累積異常報酬為正相關，槓桿程度定義為主併公司總負債除以總資產。

### **假說五、主併公司宣告併購期間的累積異常報酬與併購完成速度成正相關**

Fujitsu Consulting(2001), Mercer Management Consulting (1997)以及 PriceWaterhouse Coopers,(2000)等皆提到整併的速度與併購成功具有正向關係，整併的速度越快，可以降低併購雙方之不確定性。因此，本研究依據假說一主併公司宣告合購併之後對股東財富帶來正向影響，此正向的宣告效果具有資訊內涵，表示市場對這項併購投資案有正面反應，使得主併公司會在合購併宣告後越快完成合購併以利進行併購後的價值創造，即此假說為宣告合購併的股價報酬可以預測整併速度的快慢。

#### **假說六、主併公司宣告期間累積異常報酬以及併購完成的快慢與併購完成後三年內進行籌資的快慢成正相關**

依據市場回饋假說股價表現越佳，越快會使得公司回到資本市場上籌資，本研究預期當主併公司宣告合購併累積異常報酬表現越佳會越快在合購併完成後三年內進行籌資；另外，主併公司越快完成併購案，表示主併公司越快想進行併購完成後的價值創造，會導致公司越快進行籌資以利整併過後投資案的進行。另外 Jegadeesh, Weinstein and Welch (1993)的文獻中提到公司股票初次公開發行後會在三年內進行現金增資，因此本研究之樣本為主併公司完成併購後三年內是否有進行籌資的動作。

#### **假說七、主併公司成長與投資機會越多，越快完成合購併與進行籌資**

Jiang(2008) 實證結果為 Tobin's Q 越高時，公司會越快進行現金增資；另外當公司在成長期或是投資機會豐沛的市場環境中，越需要籌措資金以因應投資在正淨現金流量大於零的投資計畫中，因此假說為當投資機會多時，公司會越快在完成併購後進行籌資。此利用 Tobin's Q 當作解釋變數，係根據由 Lang, Stulz and Walking(1991)之文獻，認為由於 Tobin's Q 高的公司比起 Tobin's Q 低的公司有較多的投資機會，因此 Tobin's Q 低的公司較少有機會投資在正淨現金流量的投資計畫中，公司未來的成長因此受限。另外根據 Baker and Wurgler (2002)中的市場擇時假說(Market Timing Hypothesis)實證結果顯示，市場擇時與公司財務結構有關，其以 Market to Book Ratio 當成解釋變數，Leverage Ratio 當成應變數，結果發現，當 Market to Book Ratio 高時，向外籌資越多。因此利用 Book to Market Ratio 當作公司成長變數，即 B/M 比越低的主併公司，成長動能較強，越快完成合購併與進行籌資。B/M 比定義為主併公司併購完成前一年度之帳面市值比。

#### **假說八、主併公司財務槓桿越高，完成合購併與籌資時程越短**

依據國內文獻邱正仁(2004)研究，高槓桿的公司會利用現金增資調整資本結構，以取得足額資金用以償還即將到期的短期負債或是以權益資金辦理現金增資以改善財務結構，維持公司的財務彈性，邱筱芸(2009)也發現兩者之間存在不顯著的負向關係。因此本研究預期財務比率高的公司會盡快完成併購案發揮綜效以及辦理籌資，財務槓桿與完成併購之速度與籌資速度成正相關，槓桿程度定義為主併公司總負債除以總資產。

#### **假說九、主併公司資產報酬率越高，越慢在完成合購併後進行籌資**

當公司資產報酬率越高，表示公司越有效率運用其資產來使公司獲利，因此，當面對投資或融資計畫時，公司內部有足夠的盈餘可以支應，不急於完成合購併進行籌資。資產報酬率定義為主併公司淨利除以資產帳面價值。

#### **假說十、主併公司規模越小，越快在完成合購併後進行籌資**

Warner (1977) 認為，公司之規模愈大，其進行多角化之程度愈高，因而公司發生破產之可能性愈低，而且大公司之舉債融資的發行成本較小公司為低。因此，規模越大的公司，相較於規模較小的公司，其未來順利籌資的可能性高，因此面對未來未知的嚴峻的金融環境，小公司比大公司越可能把握股價正向的反應，越快進行籌資以利面對將來籌資的困難度。另外Ritter (1984)發現規模較大的公司資訊不對稱較不嚴重，因此以主併公司併購完成前一年權益市值的自然對數值，預期其與股價折價為負相關，顯示小公司會越快完成合購併再回到資本市場上籌資。

## 第三章 研究方法與研究設計

### 第一節 研究樣本與資料來源

本文主併公司研究資料取自 SDC 資料庫與 WRDS 資料庫，取 2006 年至 2010 年進行併購的公司，其中主併公司為美國上市公司，被併公司不設限制。

資料蒐集步驟如下：

1. 利用 SDC 合購併資料庫搜尋出於 2006 年至 2010 年間有從事併購活動的美國上市公司，找出其主併公司名稱、併購宣告日(Announcement Date)與完成日(Effective Date)，其中全體樣本分為主併公司宣告合購與完成合購併差異天數為 0 與不為 0 相比較。
2. 利用 SDC 合購併資料庫中主併公司的主併公司名稱，於 WRDS 資料庫中查找相對應之 Cusip Number 以及估計期間的股價報酬率與市場報酬率(S&P 500 Index Return)以求得市場模式的最佳估計值。
3. 再者，利用 Compustat 搜尋主併公司的宣告日前一年年底以及完成併購日前一年年底財務基本資料，其中有些公司財務資料有缺漏，因此刪除沒有財務基本資料的樣本，全體樣本數總共為 4452 筆。
4. 最後，利用 SDC New Issue 的資料庫查找主併公司是否在併購之後有進行籌資，查找籌資日期(Offer Date)，此將全體樣本分成併購完成後是否在三年內有籌資動作，發現主併公司在進行合購併後，有籌資的樣本數總共為 804 筆。

## 第二節 研究方法

### (一)市場模式

所謂市場模式，是個別股票報酬率與市場報酬率之間存在著簡單的線性關係。以數學方程式表達如下：

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

其中， $R_{it}$ 為股票  $i$  在第  $t$  期的日報酬率

$R_{mt}$ 為第  $t$  期市場投資組合日報酬率，以 S&P500 指數為替代變數

$\alpha_i$ 為股票  $i$  在市場模式的截距項

$\beta_i$ 衡量股票  $i$  報酬率隨市場報酬率變動的情形

$\varepsilon_{it}$ 為股票  $i$  的隨機殘差項

首先找出在估計期間內的併購樣本，再利用個別證券日報酬率與 S&P500 日投資報酬率以普通最小平方法回歸分析後，分別求得 $\alpha_i$ 與 $\beta_i$ 的最佳估計值 $\hat{\alpha}_i$ 與 $\hat{\beta}_i$ ，再以此回歸式求得事件期間的預期報酬率。

### (二)累積異常報酬之計算

個別證券異常報酬(Abnormal Return, AR)，由事件期的個別證券實際報酬率( $R_{it}$ )減去預期報酬率( $\hat{R}_{it}$ )而得之，公式如下：

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad t = -20, \dots, +20$$

將特定期間每日異常報酬累加起來，即為累積異常報酬(Cumulative Abnormal Return, CAR)，公式如下：

$$CAR_{it} = \sum_{t=a}^b AR_{it}$$

其中， $a$  為事件起始日， $b$  為事件結束日。

累積異常報酬率(CAR)之檢定： $H_0 : CAR = 0$ ； $H_1 : CAR \neq 0$

$$t = \frac{CAR - \mu_0}{\sqrt{\text{Var}(CAR_{it})}}$$

### (三)時間參數之設定

#### 1. 宣告日

主併公司於併購宣告後之股市交易日視為宣告日。

#### 2. 相對天數

以併購宣告日做為第 0 天，例如 Car 20\_1 即為併購宣告日前 20 個交易日至宣告日後 1 個交易日的累積異常報酬。

#### 3. 估計期

以宣告日前 140 個交易日至前 20 個交易日共 120 個交易日當做併購事件市場研究模型的估計期，並藉由估計期間主併公司的股價報酬率與 S&P 500 的市場報酬率進行普通最小平方迴歸分析法，以求得最佳估計值。

#### 4. 事件期

併購宣告日前 20 個交易日至後 20 個交易日做為研究併購宣告的事件期，又分為 Car20\_0、Car20\_1、Car20\_3、Car20\_10、Car20\_20、Car3\_0、Car3\_1、Car3\_3、Car3\_10、Car3\_20、Car1\_0、Car1\_1、Car1\_3、Car1\_10、Car1\_20 共 15 個期間。

### (四)簡單最小平方方法(Ordinary Least Square ; OLS)迴歸分析

本小節針對自變數與應變數進行迴歸分析，了解其中的關係與驗證研究假說。本研究主要以併購宣告日至併購完成日的期間天數與現金增資的快慢為應變數，併購宣告的累積異常報酬做為解釋變數進行迴歸分析，研究累積異常報酬是否與期間天數有關。另外，也加入不同的增資方式、公司規模、負債比率、Tobin's Q、Book to Market 比率、資產報酬率之多元迴歸分析進行實證研究，研究控制變數是否對應變數有顯著的線性關係。以下為本研究之迴歸模型：

$$\text{迴歸式 1. } CAR_i = \alpha + \beta_1 \text{Size} + \beta_2 \text{Leverage} + \beta_3 \text{Tobin's Q} + \varepsilon$$

$$\text{迴歸式 2. } \text{Daysbetween} = \alpha + \beta_1 CAR_i + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Leverage} + \beta_4 \text{Tobin's Q} + \beta_5 \text{B/M} + \beta_6 \text{ROA} + \varepsilon$$

$$\text{迴歸式 3. } \text{Daysbetween2} = \alpha + \beta CAR_i + \varepsilon$$

迴歸式 4.  $\text{Daysbetween2} = \alpha + \beta\text{Daysbetween} + \varepsilon$

迴歸式 5.  $\text{Daysbetween2} = \alpha + \beta_1\text{Daysbetween} + \beta_2\text{Debt} + \beta_3\text{Common Stock} + \beta_4\text{Preferred Stock} + \varepsilon$

迴歸式 6.  $\text{Daysbetween2} = \alpha + \beta_1\text{Daysbetween} + \beta_2\text{Leverage} + \beta_3\text{Size} + \beta_4\text{Tobin's Q} + \beta_5\text{B/M} + \beta_6\text{ROA} + \beta_7\text{Debt} + \beta_8\text{Common Stock} + \beta_9\text{Preferred Stock} + \varepsilon$

變數解釋：

Days between：為主併公司併購宣告日至併購完成日的期間天數。

Days between 2：為併購完成日至現金增資日的期間天數。

Size：取主併公司權益市值的自然對數

Leverage：總負債除以總資產帳面價值

B/M：主併公司之帳面市值比

Tobin's Q：主併公司權益市值加上公司負債帳面價值後除以資產帳面價值

ROA：主併公司淨利除以資產帳面價值

Debt：主併公司增資方式來自舉債，虛擬變數 1 為舉債，0 代表普通股或特別股或其他

Common Stock：主併公司增資方式來自發行普通股，虛擬變數 1 為發行普通股，0 代表舉債或特別股或其他

Preferred Stock：主併公司增資方式來自發行特別股，虛擬變數 1 為發行特別股，0 代表舉債或普通股或其他

## 第四章 實證結果與分析

本章主要分為兩節，第一節為主併公司宣告效果與合購併完成時程分析，第二節為合購併完成後三年內進行籌資時程分析，再與實證結果與假說相比較驗證之。

### 第一節 主併公司宣告效果與合購併完成時程分析

本節主要分為研究變數之敘述統計、併購宣告效果累積異常報酬分析、以及主併公司宣告合購併累積異常報酬與合購併完成時間快慢之迴歸分析等三部分研究分析之。

#### 一、解釋變數與控制變數之敘述統計

本段落主要分為全體樣本、合購併宣告日與完成日差距天數是否為零以及併購完成後三年內有無進行籌資做敘述統計樣本之比較。

##### (一)全體樣本

在全體樣本的敘述統計量中，如【表一】所述，樣本數總共為 4452 筆；最大值為宣告日前 3 個交易日至宣告日後 1 個交易日累積異常報酬 3\_1，值為 1.41834；最小值為累積異常報酬 20\_20，值為 -2.46496，而不同天期累積異常報酬之平均值多為正數，其中 car20\_20、car3\_20 與 car1\_20 為負數，顯示出短天期宣告效果為正向，但在長天期的累積異常報酬則為負值，顯示報酬率長期逐漸降低。在控制變數中，Tobin's Q 平均值大於 1，約為 1.589，而 Book to Market 比率小於 1 約為 0.18，顯示出樣本中多為投資成長機會多的樣本；另外在負債比率中平均值約為 0.228，顯示主併公司樣本的財務結構以權益為主，財務彈性高。

【表一】 所有樣本 研究變數之敘述統計

Variable	Mean	Median	Standard Deviation	Minimum	Maximum	N
car20_0	0.0004	-0.0018	0.1430	-1.3011	0.9926	4452
car20_1	0.0025	0.0002	0.1479	-1.3422	1.2739	4452
car20_3	0.0024	-0.0005	0.1561	-1.4394	1.1971	4452
car20_10	0.0021	0.0026	0.1813	-1.9533	1.5595	4452
car20_20	-0.0006	0.0024	0.2111	-2.4650	1.3845	4452
car3_0	0.0004	-0.0008	0.0585	-0.4395	1.2594	4450
car3_1	0.0025	0.0005	0.0716	-0.4950	1.4183	4452
car3_3	0.0024	-0.0009	0.0851	-0.5872	1.4146	4452
car3_10	0.0021	0.0002	0.1175	-0.9552	1.3567	4452
car3_20	-0.0006	-0.0001	0.1512	-1.4669	1.1055	4452
car1_0	0.0009	-0.0003	0.0385	-0.2893	0.6869	4449
car1_1	0.0031	0.0000	0.0561	-0.3913	0.8458	4452
car1_3	0.0029	0.0005	0.0719	-0.4937	0.8420	4452
car1_10	0.0026	-0.0001	0.1071	-0.8543	1.1601	4452
car1_20	-0.0001	0.0010	0.1442	-1.3660	1.1460	4452
Size	7.2429	7.2005	2.0468	-0.1416	12.5297	4452
Leverage	0.2281	0.1856	0.2098	0.0000	1.5855	4452
Tobin Q	1.5893	1.2728	1.3778	0.0680	27.5757	4452
B / M	0.1812	0.4095	9.7934	-333.3333	15.8730	4452
ROA	0.0297	4.6320	16.8894	-506.3600	72.5300	4452

註 Car 20\_1 即為併購宣告日前 20 個交易日至宣告日後 1 個交易日的累積異常報酬

Size 為宣告日前一年主併公司權益市值的自然對數；Leverage 為宣告日前一年總負債除以總資產帳面價值；B/M 為宣告日前一年主併公司併購宣告前一年度之帳面市值比；Tobin's Q 為宣告日前一年主併公司權益市值加上公司負債帳面價值後除以資產帳面價值；ROA 為宣告日前一年主併公司當年度淨利除以資產帳面價值

## (二) 合購併宣告日與完成日差距天數為零與否樣本之 T-test 檢定

又在全體樣本中，發現有些主併公司宣告合購併之後立即完成合購併，因此，比較併購宣告日與完成日差距天數為 0 以及併購宣告日與完成日差距天數不為 0 此兩組研究變數樣本之平均值有無差異，利用雙樣本 t 檢定，假說為

$$H_0 : \text{Mean}_{\text{合購併宣告日與完成日差距天數不為零}} = \text{Mean}_{\text{合購併宣告日與完成日差距天數為零}}$$

$$H_1 : \text{Mean}_{\text{合購併宣告日與完成日差距天數不為零}} \neq \text{Mean}_{\text{合購併宣告日與完成日差距天數為零}}$$

結果如【表二】，須先檢測兩組間的變異數是否相同，F 值為 1.11，結果發現二組間的變異數沒有統計學差異。由於二組變異數沒有統計學的差異，故選擇 Pooled Method 計算  $t$  值，結果  $t$  值為 0.09，不拒絕虛無假設，因此，顯示兩研究變數樣本的差異性不大。

【表二】 合購併宣告日與完成日差距天數為零與否樣本之 T-test 檢定

	N	F Value	t-Value
合購併宣告日與完成日差距天數不為零	2528	1.11	0.09
合購併宣告日與完成日差距天數為零	1924	(0.8273)	(0.9289)

## 二、併購宣告效果累積異常報酬分析

### (一) 併購宣告累積異常報酬 T-test 檢定

本部分研究主併公司在併購宣告日時是否產生異常報酬的情況，此視為宣告效果。此利用單一樣本  $t$  檢定，假說為  $H_0: Car = 0$ ； $H_1: Car \neq 0$ ；同敘述統計分為全體樣本、併購宣告日與完成日差距天數為 0 與否進行分析之，由【表三】顯示，在全體樣本中，集中於宣告日前後的累積異常報酬宣告效果表現明顯，短天期的解釋變數包括 Car1\_1、Car1\_3 與 Car3\_1 中皆存在顯著異於零的正向平均累積異常報酬，顯示出主併公司宣告併購後，在宣告日前後會為公司股價帶來正面影響進而使股東財富帶來正面的效果。

次之，在併購宣告日與完成日間隔天數不為零的樣本中，累積異常報酬的宣告效果都不甚顯著，即皆不存在顯著的宣告效果。而除了 Car20\_20、Car3\_0、Car3\_20、Car1\_20 中與被解釋變數呈負向不顯著關係之外，其餘皆呈現正向不顯著之關係，顯示併購宣告累積異常報酬多為正向反應。

而在併購宣告日於完成日為同一天的樣本中，短天期的解釋變數 Car1\_1、Car1\_3 與 Car3\_1 存在正向顯著的累積異常報酬，與全體樣本的結果相同，顯示出宣告日與完成日為同一天的樣本下，主併公司宣告合購併之後，市場會在宣告併購前後立即且迅速的反應，且市場對合購併的反應是正向的，代表市場看好合購併之後會為主併公司帶來正面效益，因此，在第三部分將探討正向顯著的異常報酬是否可以預測主併公司在宣告合購併後會越快完成合購併。

【表三】併購宣告效果累積異常報酬分析

解釋變數	全體樣本		併購宣告日與完成日 差距天數不為零		併購宣告日與完成 日差距天數為零	
	ACAR <sub>i</sub>	t-Value	ACAR <sub>i</sub>	t-Value	ACAR <sub>i</sub>	t-Value
Car20_0	0.000372	0.17 (0.8623)	0.0016903	0.5 (0.6148)	-0.00063	-0.23 (0.82)
Car20_1	0.002542	1.15 (0.2517)	0.0037522	1.08 (0.2801)	0.00162	0.56 (0.5731)
Car20_3	0.002394	1.02 (0.3062)	0.0037964	1.03 (0.3033)	0.001327	0.44 (0.6601)
Car20_10	0.002072	0.76 (0.4458)	0.0042195	0.98 (0.3279)	0.000437	0.13 (0.9901)
Car20_20	-0.00062	-0.19 (0.8454)	-0.0020419	-0.41 (0.683)	0.000468	0.11 (0.9085)
Car3_0	0.000372	0.42 (0.6716)	-0.000518384	-0.44 (0.6632)	0.00105	0.84 (0.4019)
Car3_1	0.002542	2.37** (0.0179)	0.0015437	0.97 (0.3345)	0.003301	2.28** (0.0226)
Car3_3	0.002394	1.88 (0.0605)	0.001588	0.81 (0.4156)	0.003008	1.78 (0.0745)
Car3_10	0.002072	1.18 (0.2392)	0.002011	0.74 (0.4594)	0.002118	0.92 (0.3591)
Car3_20	-0.00062	-0.27 (0.7855)	-0.0042504	-1.22 (0.224)	0.002149	0.72 (0.47)
Car1_0	0.000888	1.54 (0.1246)	0.000036806	0.05 (0.9635)	0.001535	1.89 (0.0591)
Car1_1	0.003057	3.64*** (0.0003)	0.0020986	1.58 (0.1133)	0.003786	3.49*** (0.0005)
Car1_3	0.00291	2.7** (0.007)	0.0021429	1.26 (0.2074)	0.003493	2.51** (0.012)
Car1_10	0.002587	1.61 (0.1071)	0.0025659	1.03 (0.3017)	0.002603	1.24 (0.2157)
Car1_20	-0.0001	-0.05 (0.9625)	-0.0036955	-1.13 (0.2604)	0.002634	0.92 (0.3587)

註 Car 20\_1 即為併購宣告日前 20 個交易日至宣告日後 1 個交易日的累積異常報酬

$$ACAR_i = \sum_1^n Car_i ; i=20_0, 20_1, 20_3, \dots, 1_20$$

\*\*\*表示在 99%信賴水準之下，估計值具有顯著性； \*\* 表示在 95%信賴水準之下，估計值具有顯著性； \* 表示在 90%信賴水準之下，估計值具有顯著性

## (二) 公司特性因素影響併購宣告累積異常報酬之迴歸分析

利用迴歸式  $CAR_i = \alpha + \beta_1 \text{Size} + \beta_2 \text{Leverage} + \beta_3 \text{Tobin's Q} + \varepsilon$  探討主併公司的規模、槓桿程度與 Tobin's Q 是否會影響宣告併購的累積異常報酬，同樣分為全體樣本、併購宣告日與完成日差距天數為 0 與否做迴歸分析，實證結果如【表四】。

在全體樣本中，發現在短天期被解釋變數 Car1\_1 以及 Car1\_3 與規模呈現顯著負相關，與 Moeller, Schlingemann and Stulz(2004)的研究結果一致；另外全體樣本中，槓桿程度與併購宣告累積異常報酬的關係則為不顯著；而在主併公司 Tobin's Q 值與併購宣告累積異常報酬的關係中，發現在 Car20\_0、Car20\_1、Car20\_3、Car20\_10 與 Car20\_20 中皆呈現顯著的負相關，與 Moeller, Schlingemann and Stulz(2004)及 Masulis, Wang and Xie(2007)的研究結果一致，依據文獻中推論，Tobin's Q 高的主併公司可能股價被高估，而產生負的股價反應。

另外，併購宣告日與完成日差距天數不為零的樣本中，Car1\_20 與 Car3\_20 與規模呈現顯著正向關係，可能推論原因為大公司資訊不對稱較小公司低，透明度較佳，因此異常報酬較高的緣故；另外與槓桿程度的關係中，發現 Car20\_0、Car20\_1、Car3\_0、Car3\_1 與 Car3\_3 中皆與主併公司的負債比率呈顯著正相關，與 Masulis, Wang and Xie(2007)結果相符；而在被解釋變數 Car20\_20、Car3\_10、Car3\_20 與 Car1\_20 中，主併公司 Tobin's Q 越高，併購宣告累積異常報酬越低，與 Moeller, Schlingemann and Stulz(2004)及 Masulis, Wang and Xie(2007)相符合。

最後在併購宣告日與完成日差距天數為零之樣本中，主併公司的規模與短天期的累積異常報酬 Car3\_1、Car3\_3、Car1\_0、Car1\_1、Car1\_3 為顯著負相關，可能為規模越大的主併公司傾向支付較高的溢價予被併公司，故市場反應負面，與 Moeller, Schlingemann and Stulz(2004)的研究結果一致；另外主併公司負債比率與 Car20\_0、Car20\_1、Car20\_3、Car20\_10、Car20\_20 為顯著負向關係，推測為王克陸、彭雅惠、胡怡萍(2004)文獻中指出負債比率高固然會誘使公司經理

人有改善公司績效的動機，但是當負債比率過高，高負債比率下的負債成本對投資人的負面訊息大於負債監督假說；而主併公司的 Tobin's Q 值與 Car20\_0、Car20\_1 呈現顯著負向關係，也與先前文獻結果一致。



【表四】 公司特性因素影響併購宣告累積異常報酬之迴歸分析表

被解釋變數		Car 20_0	Car 20_1	Car 20_3	Car 20_10	Car 20_20	Car 3_0	Car 3_1	Car 3_3	Car 3_10	Car 3_20	Car 1_0	Car 1_1	Car 1_3	Car 1_10	Car 1_20
全體樣本	Size	0.82 (0.414)	0.13 (0.8933)	-0.22 (0.8288)	0.85 (0.3935)	1.32 (0.1874)	-1.06 (0.2911)	-2.22 (0.0267)	-2.5 (0.0126)	-0.2 (0.8392)	0.66 (0.5096)	-1.95 (0.0513)	-3.07*** (0.0022)	-3.14*** (0.0017)	-0.35 (0.729)	0.6 (0.549)
	Leverage	-1.29 (0.1957)	-1.24 (0.2159)	-1.22 (0.2225)	-1.23 (0.2204)	-0.53 (0.5937)	0.76 (0.4497)	0.65 (0.5189)	0.46 (0.6486)	0.06 (0.9522)	0.77 (0.4406)	0.86 (0.3893)	0.63 (0.5312)	0.39 (0.7001)	-0.04 (0.9699)	0.73 (0.4643)
	Tobin's Q	-2.8** (0.0051)	-2.84*** (0.0046)	-2.45** (0.0144)	-2.46** (0.014)	-2.67** (0.0076)	-1.06 (0.2904)	-1.13 (0.2579)	-0.51 (0.6096)	-0.91 (0.3628)	-1.49 (0.1365)	0.7 (0.4862)	0.14 (0.891)	0.63 (0.5291)	-0.17 (0.8647)	-0.95 (0.344)
併購宣告日與完成日 差距天數 不為零	Size	0.04 (0.966)	0.24 (0.8072)	0.09 (0.9245)	0.81 (0.4171)	1.74 (0.0818)	0.89 (0.3739)	1.1 (0.2702)	0.65 (0.5171)	1.62 (0.1044)	2.76** (0.0059)	0.47 (0.6388)	0.82 (0.4145)	0.34 (0.7313)	1.5 (0.1331)	2.72** (0.0065)
	Leverage	1.96* (0.0498)	2.05* (0.0408)	1.89 (0.0591)	1.57 (0.1158)	1.41 (0.1588)	3.67*** (0.0002)	3.05*** (0.0023)	2.43** (0.0153)	1.68 (0.094)	1.38 (0.1681)	1.82 (0.0691)	1.49 (0.1359)	1.08 (0.2812)	0.67 (0.5061)	0.58 (0.5602)
	Tobin's Q	-1.08 (0.2798)	-1.41 (0.1586)	-1.43 (0.1535)	-1.95 (0.0508)	-2.3** (0.0214)	-0.77 (0.4398)	-1.37 (0.1717)	-1.31 (0.1907)	-2.1* (0.0356)	-2.52** (0.0118)	1.03 (0.3016)	-0.33 (0.7433)	-0.47 (0.637)	-1.59 (0.111)	-2.15* (0.0319)
併購宣告日與完成日 差距天數 為零	Size	0.85 (0.398)	-0.29 (0.7695)	-0.63 (0.5263)	0.16 (0.87)	0.06 (0.954)	-2.11 (0.00348)	-4.04*** ( $<0.0001$ )	-4.1*** ( $<0.0001$ )	-1.91 (0.056)	-1.6 (0.1106)	-2.82*** (0.0048)	-5.07*** ( $<0.0001$ )	-4.73*** ( $<0.0001$ )	-1.93 (0.0533)	-1.53 (0.1255)
	Leverage	-3.23*** (0.0013)	-3.28*** (0.0011)	-3.15*** (0.0017)	-2.91*** (0.0037)	-1.99* (0.0464)	-1.65 (0.0988)	-1.75 (0.0803)	-1.55 (0.1212)	-1.41 (0.1597)	-0.41 (0.6784)	-0.42 (0.6771)	-0.74 (0.461)	-0.63 (0.5258)	-0.72 (0.4697)	0.17 (0.8633)
	Tobin's Q	-2.72** (0.0067)	-2.46** (0.014)	-1.92 (0.0553)	-1.45 (0.1466)	-1.5 (0.1342)	-0.71 (0.4769)	-0.29 (0.7709)	0.51 (0.6121)	0.68 (0.4945)	0.18 (0.8577)	0.09 (0.9296)	0.5 (0.617)	1.31 (0.1906)	1.21 (0.2275)	0.52 (0.603)

### 三、主併公司宣告合購併累積異常報酬與合購併完成時程之迴歸分析

本研究利用迴歸式： $Daysbetween = \alpha + \beta_1 CAR_1 + \beta_2 Size + \beta_3 Leverage + \beta_4 Tobin's Q + \beta_5 B/M + \beta_6 ROA + \varepsilon$  進行解釋變數累積異常報酬與控制變數 Size、Leverage、Tobin's Q、B/M 與應變數合購併完成時程之間的關係。

由實證結果發現，在解釋變數累積異常報酬與被解釋變數併購宣告日至完成日的期間天數之關係中，不論是全體樣本或是宣告日與併購完成日差距不為零的樣本中，在90%、95%與99%的信賴水準之下皆為不顯著的正向關係，即主併公司宣告合購併異常報酬越高，併購時程越長，推測可能原因為市場雖然普遍看好合購併案會為主併公司帶來經濟效益，但事實上併購活動須透過有效整合才能創造綜效利益，例如在Olie(1994)根據許多個案研究後提到，緩慢的整併可以降低併購雙方的歧見；另外Ranft and Lord (2002)也提到緩慢的整併可以建立併購兩方員工的信任感，因此主併公司可能並不急於完成整併。而實證皆為不顯著的結果，顯示出累積異常報酬並未有明顯的證據支持其可以預測併購宣告日至併購完成日之時程的假說，與假說二不一致，可能原因為併購完成所需要考量的還包括主併與被併公司的文化背景、雙方資源是否互補或共享等屬質變數的考量，另外可能也受到主併公司支付方式或主併公司是否買貴的影響，因此主併公司宣告合購併的股價異常報酬所隱含的資訊內涵不足以解釋整併的速度。

而在全體樣本中探討控制變數是否會影響主併公司完成併購的時程的研究中，實證結果如【表五】共十五個解釋變數，在不同期間的解釋變數累積異常報酬下，皆發現除了帳面市值比以及資產報酬率兩控制變數不顯著外，規模的影響顯著為正，其餘如槓桿程度與 Tobin's Q 皆與應變數有顯著的負向關係，即主併公司規模越小、槓桿程度越高、投資機會越大的主併公司，會傾向越快完成併購，以利抓緊時機籌措所需的資金，與本研究之假設相符。

另外，排除併購宣告日與併購日為同一天的數據後，如【表六】的實證結果，槓桿程度、帳面市值比與資產報酬率的影響皆不顯著，但是規模與 Tobin's Q 皆

是顯著的，規模越大的公司，越慢完成併購案；Tobin's Q 越大的主併公司，越快完成併購案，與本研究假設也相符合。

【表五】全體樣本 各期間累積異常報酬與完成併購時程之迴歸分析

解釋變數	CARi	Size	Leverage	Tobin's Q	ROA	B/M
i = 20_0	0.17 (0.8612)	4.67*** (<0.0001)	-2.38** (0.0173)	-4.78*** (<0.0001)	-1.26 (0.2092)	0.12 (0.9025)
i = 20_1	0.32 (0.7489)	4.67*** (<0.0001)	-2.38** (0.0173)	-4.77*** (<0.0001)	-1.26 (0.208)	0.11 (0.9107)
i = 20_3	0.31 (0.7554)	4.67*** (<0.0001)	-2.38** (0.0173)	-4.77*** (<0.0001)	-1.26 (0.2073)	0.11 (0.9091)
i = 20_10	0.87 (0.3853)	4.67*** (<0.0001)	-2.38** (0.0173)	-4.76*** (<0.0001)	-1.29 (0.198)	0.09 (0.93)
i = 20_20	-0.08 (0.9385)	4.67*** (<0.0001)	-2.38** (0.0174)	-4.78*** (<0.0001)	-1.25 (0.2128)	0.14 (0.8897)
i = 3_0	0.6 (0.5473)	4.66*** (<0.0001)	-2.38** (0.0175)	-4.77*** (<0.0001)	-1.24 (0.2158)	0.17 (0.8675)
i = 3_1	0.8 (0.4217)	4.69*** (<0.0001)	-2.38** (0.0173)	-4.77*** (<0.0001)	-1.24 (0.2135)	0.17 (0.8674)
i = 3_3	0.69 (0.4895)	4.69*** (<0.0001)	-2.38** (0.0173)	-4.78*** (<0.0001)	-1.26 (0.2085)	0.16 (0.8738)
i = 3_10	1.42 (0.1543)	4.68*** (<0.0001)	-2.38** (0.0175)	-4.77*** (<0.0001)	-1.29 (0.197)	0.18 (0.859)
i = 3_20	-0.04 (0.9685)	4.67*** (<0.0001)	-2.38** (0.0173)	-4.78*** (<0.0001)	-1.25 (0.2118)	0.13 (0.8932)
i = 1_0	-0.25 (0.7996)	4.65*** (<0.0001)	-2.38** (0.0173)	-4.77*** (<0.0001)	-1.25 (0.21)	0.11 (0.9113)
i = 1_1	0.22 (0.8223)	4.67*** (<0.0001)	-2.38** (0.0174)	-4.78*** (<0.0001)	-1.24 (0.2136)	0.15 (0.882)
i = 1_3	0.19 (0.847)	4.67*** (<0.0001)	-2.38** (0.0174)	-4.78*** (<0.0001)	-1.25 (0.2111)	0.14 (0.8852)
i = 1_10	1.14 (0.2532)	4.68*** (<0.0001)	-2.37** (0.0177)	-4.78*** (<0.0001)	-1.27 (0.2527)	0.18 (0.8588)
i = 1_20	-0.35 (0.724)	4.67*** (<0.0001)	-2.38** (0.0174)	-4.79*** (<0.0001)	-1.24 (0.2158)	0.12 (0.9012)

註 \*\*\*表示在 99%信賴水準之下，估計值具有顯著性；\*\* 表示在 95%信賴水準之下，估計值具有顯著性；\* 表示在 90%信賴水準之下，估計值具有顯著性

【表六】 併購宣告日與完成日差距天數不為零  
累積異常報酬與完成併購時程之迴歸分析

解釋變數	CARi	Size	Leverage	Tobin's Q	B/M	ROA
i = 20_0	0.01 (0.9917)	2.16* (0.0307)	-0.03 (0.9743)	-3.61*** (0.0003)	0.65 (0.5154)	-0.11 (0.9134)
i = 20_1	0.14 (0.8883)	2.16* (0.0306)	-0.04 (0.9693)	-3.6*** (0.0003)	0.65 (0.5147)	-0.11 (0.9104)
i = 20_3	0.04 (0.9646)	2.16* (0.0306)	-0.03 (0.973)	-3.6*** (0.0003)	0.65 (0.5152)	-0.11 (0.9119)
i = 20_10	0.57 (0.567)	2.16* (0.0306)	-0.05 (0.9563)	-3.58*** (0.0004)	0.66 (0.5123)	-0.14 (0.8895)
i = 20_20	0.13 (0.8963)	2.16* (0.0308)	-0.04 (0.9708)	-3.6*** (0.0003)	0.65 (0.5144)	-0.12 (0.9069)
i = 3_0	1.39 (0.1644)	2.1* (0.0359)	-0.12 (0.9062)	-3.57*** (0.0004)	0.79 (0.4324)	-0.06 (0.9539)
i = 3_1	1.32 (0.1882)	2.14* (0.0322)	-0.11 (0.9098)	-3.56*** (0.0004)	0.75 (0.4544)	-0.15 (0.8807)
i = 3_3	0.91 (0.3621)	2.17* (0.0301)	-0.08 (0.9359)	-3.58*** (0.0004)	0.71 (0.4797)	-0.17 (0.8665)
i = 3_10	1.5 (0.1325)	2.15* (0.032)	-0.09 (0.9281)	-3.54*** (0.0004)	0.72 (0.4704)	-0.21 (0.8338)
i = 3_20	0.65 (0.516)	2.14* (0.0323)	-0.05 (0.9571)	-3.57*** (0.0004)	0.68 (0.497)	-0.16 (0.8724)
i = 1_0	0.48 (0.6294)	2.13* (0.0331)	-0.04 (0.967)	-3.61*** (0.0003)	0.66 (0.5081)	-0.07 (0.9421)
i = 1_1	0.63 (0.5265)	2.16* (0.0311)	-0.05 (0.9575)	-3.6*** (0.0003)	0.66 (0.5088)	-0.12 (0.9013)
i = 1_3	0.3 (0.7614)	2.17* (0.0303)	-0.04 (0.9675)	-3.6*** (0.0003)	0.65 (0.5127)	-0.13 (0.8981)
i = 1_10	1.14 (0.2559)	2.15* (0.0313)	-0.06 (0.9558)	-3.57*** (0.0004)	0.66 (0.5064)	-0.18 (0.8541)
i = 1_20	0.31 (0.7593)	2.15* (0.0314)	-0.04 (0.9698)	-3.59*** (0.0003)	0.66 (0.512)	-0.13 (0.8943)

註 \*\*\*表示在 99%信賴水準之下，估計值具有顯著性；\*\* 表示在 95%信賴水準之下，估計值具有顯著性；\* 表示在 90%信賴水準之下，估計值具有顯著性

## 第二節 合購併完成後三年內進行籌資時程分析

本節分為敘述統計、主併公司宣告合購併異常報酬與三年內主併公司進行籌資的速度之迴歸分析以及合購併完成時程與三年內主併公司進行籌資的速度之迴歸分析此三大部分研究分析之。

### 一、解釋變數與控制變數之敘述統計

分為全體樣本與排除合購併宣告日與完成日為同一天之樣本的研究變數做敘述統計，可以從【表七】與【表八】觀察出排除 Daysbetween 為 0 後的樣本後，從全體樣本的 804 筆減至 441 筆，且資產報酬率平均值較全體樣本的 1.7% 升高為 2.44%；而負債比率 24.6% 與帳面市值比 0.466 較全體樣本的負債比率 26.9% 與帳面市值比 0.5 略微降低，但總體來說兩樣本的負債比率皆小於 0.5、Tobin's Q 值皆大於 1、帳面市值比皆小於 1，顯示出主併公司樣本屬於低槓桿及投資機會多之公司。

【表七】 全體樣本 研究變數之敘述統計

Variable	Mean	Standard Deviation	Minimum	Maximum	N	Median
Daysbetween	43.7226368	73.026302	0	607	804	11
Size	7.6450483	2.0086904	1.708559	12.2631293	804	7.5418514
Leverage	0.2686361	0.203116	0	1.0017068	804	0.2254056
Tobin Q	1.5011284	1.4446611	0.0947129	27.5757124	804	1.2315994
B/M	0.50244	0.5141832	-0.9090909	6.1349693	804	0.4126268
ROA	1.7040709	23.5874663	-506.36	40.913	804	4.3475

註 Size 為主併公司完成合購併前一年度權益市值的自然對數；Leverage 為完成合購併前一年度總負債除以總資產帳面價值；B/M 為主併公司合購併完成前一年度之帳面市值比；Tobin's Q 為主併公司完成合購併前一年度權益市值加上公司負債帳面價值後除以資產帳面價值；ROA 為完成合購併前一年度主併公司淨利除以資產帳面價值

【表八】 排除合購併宣告日與完成日差距天數為 0 之樣本  
研究變數之敘述統計

Variable	Mean	Standard Deviation	Minimum	Maximum	N	Median
<b>Daysbetween</b>	79.7120181	82.8077789	1	607	441	51
<b>Size</b>	7.752909	2.0177203	2.2902088	12.1600865	441	7.7522277
<b>Leverage</b>	0.2461991	0.1923278	0	1.0017068	441	0.2054389
<b>Tobin Q</b>	1.5123822	1.5989629	0.1267084	27.5757124	441	1.2581324
<b>B/M</b>	0.4663316	0.4310437	-0.9090909	3.9215686	441	0.3979308
<b>ROA</b>	2.4379819	15.8620664	-162.113	28.655	441	4.622

註 Size 為主併公司完成合購併前一年度權益市值的自然對數；Leverage 為完成合購併前一年度總負債除以總資產帳面價值；B/M 為主併公司合購併完成前一年度之帳面市值比；Tobin's Q 為主併公司完成合購併前一年度權益市值加上公司負債帳面價值後除以資產帳面價值；ROA 為完成合購併前一年度主併公司淨利除以資產帳面價值

另外從研究變數與應變數主併公司進行籌資的時程的相關係數矩陣表，如【表九】與【表十】中，分析研究變數與籌資速度快慢的關係，其中解釋變數完成併購期間長短與被解釋變數成正向關係，其餘控制變數與被解釋變數皆為負向關係，單就係數的相關性來看，並不能明顯發現變數之間與被解釋變數的關係，因此第三部分以多元迴歸法來進行分析。

【表九】 全體樣本 研究變數與 Daysbetween2 之相關係數矩陣

	Daysbetween	Size	Leverage	B/M	Tobin's Q	ROA	Daysbetween2
Daysbetween							
Size	-0.0102						
Leverage	-0.104	0.0028					
B/M	-0.0066	-0.3263	-0.0984				
Tobin's Q	-0.0683	0.0366	-0.0629	-0.3356			
ROA	0.0086	0.3453	0.0386	-0.1171	-0.3554		
Daysbetween2	0.0556	-0.0614	-0.0266	-0.0403	-0.0192	-0.033	

註 Size 為主併公司權益市值的自然對數；Leverage 為總負債除以總資產帳面價值；B/M 為主併公司併購完成前一年度之帳面市值比；Tobin's Q 為主併公司權益市值加上公司負債帳面價值後除以資產帳面價值；ROA 為主併公司淨利除以資產帳面價值

【表十】 排除合購併宣告日與完成日差距天數為 0 之樣本  
研究變數與三年內進行籌資時程之相關係數矩陣

	Daysbetween	Size	Leverage	B/M	Tobin's Q	ROA	Daysbetween2
Daysbetween							
Size	-0.0679						
Leverage	-0.0643	0.0003					
B/M	0.0681	-0.2765	-0.0752				
Tobin's Q	-0.1061	0.039	-0.1282	-0.3131			
ROA	-0.024	0.4167	0.009	-0.0973	-0.3773		
Daysbetween2	0.1056	-0.0899	-0.0184	0.0461	-0.0745	-0.0152	

註 Size 為主併公司權益市值的自然對數；Leverage 為總負債除以總資產帳面價值；B/M 為主併公司併購完成前一年度之帳面市值比；Tobin's Q 為主併公司權益市值加上公司負債帳面價值後除以資產帳面價值；ROA 為主併公司淨利除以資產帳面價值

## 二、 不同增資方式之敘述統計

由【表十一】可知，主併公司在三年內進行籌資的方式共有 75 種，其中又以 Common Shares 與 Global Notes 為主，以 Common Shares 做為籌資方式的數量為 1072 筆、以發行 Global Notes 做為籌資的樣本數為 670 筆。為求簡化，將 75 種增資方式分為四大類如【表十二】，一為發行票據或公司債、二為以普通股做為增資方式、三為特別股、四為其他，例如 Warrants 與 Units。

【表十一】 主併公司增資方式之敘述統計

Type	Type Name	N	Type	Type Name	N
Preferred Stock	Adjusted Cumulative Prefer Stock	1	Debt	Granted Senior Sub Notes	1
Others	Beneficial Interest	3	Debt	Granted Senior Unsecured Notes	3
Debt	Capital Notes	4	Debt	Guaranteed Bonds	2
Common Stock	Class A Ordinary Shares	25	Debt	Guaranteed Notes	1
Common Stock	Class A Shares	34	Debt	Jr Sub ordinary Notes	1
Common Stock	Class B Ordinary Shares	1	Debt	Ltd Liability Interest	8
Common Stock	Common Shares	1072	Debt	Ltd Partner Interest	42
Others	Cont Conv Con	1	Debt	Medium-Term Float Notes	3
Preferred Stock	Converse Preferred Stock	1	Debt	Medium-Term Notes	11
Debt	Convertible Notes	4	Preferred Stock	Non-Cumulative Convertible Pfd	1
Preferred Stock	Cumulative Convertible Pfd	1	Debt	Nonrecourse Notes	1
Preferred Stock	Cumulative Perp Pfd Stock	3	Debt	Notes	14
Preferred Stock	Cumulative Red Dep Pfd	1	Common Stock	Ordinary/Common Shares.	5
Preferred Stock	Cumulative Red Pfd Shares	23	Preferred Stock	Perpetuity Preferred Stock	2
Preferred Stock	Cumulative Ser A Pfd	1	Preferred Stock	Preferred Shares	2
Debt	Convertible Float Rate Notes	1	Debt	Senior Unsecured Cvt	3
Preferred Stock	Convertible Perpet. Pfd	4	Debt	Senior Bank Notes	1
Preferred Stock	Convertible Pfd Shares	15	Debt	Senior Debs	1
Debt	Convertible Senior Debs	2	Debt	Senior Notes	152
Debt	Convertible Senior Notes	71	Preferred Stock	Senior Pfd	1
Debt	Convertible Senior Sub Debs	1	Preferred Stock	Series B Cvt Preferred	7
Debt	Convertible Senior Sub Notes	12	Preferred Stock	Series C Cum Cvt P	1
Debt	Convertible Senior Unsecured Notes	1	Preferred Stock	Series D Conv Preferred	1
Debt	Convertible Sub ordinary Notes	1	Preferred Stock	Series E Conv Preferred	1
Debt	Debentures	1	Preferred Stock	Series D Preferred	2
Common Stock	Depository Shares	3	Others	Shares Beneficial Interest	12
Debt	Extendible Notes	1	Debt	Senior Med Term Notes	2

Debt	Fix/Float Bond	4	Debt	Senior Secured Notes	1
Debt	Fix/Float MTNs	1	Debt	Senior r Sub Convertible Debt	1
Debt	Float Rate Notes	11	Debt	Senior Sub Notes	15
Debt	Global Bonds	37	Debt	Senior Unsecured Notes	193
Debt	Global Debs	2	Preferred Stock	Sub ordinary Debt, Pfd	1
Debt	Global FRNs	36	Debt	Sub ordinary Global Note	10
Debt	Global MTNs	44	Debt	Sub ordinary Notes	1
Debt	Global Notes	670	Preferred Stock	Trust Pfd Sec's	1
Debt	Granted Global Bonds	4	Others	Units	143
Debt	Granted Global Notes	25	Others	Warrants	4
Debt	Granted Senior Notes	3			

因此，歸結【表十一】的各種增資方式，將其分為舉債籌資、發行普通股籌資、發行特別股籌資與其他方式進行籌資，可以發現以舉債籌資與發行普通股籌資兩大類的籌資方式為多，各為 1356 筆與 1075 筆，整理結果如【表十二】，因此探討此四類不同的增資方式是否會影響主併公司完成合購併後進行籌資的時程。

【表十二】 增資方式歸納為四大類之數量表

Type	Number
Debt	1356
Common Shares	1075
Preferred Stock	69
Others	138

## 二、宣告併購累積異常報酬與三年內進行籌資的時程之迴歸分析

利用迴歸式  $\text{Daysbetween2} = \alpha + \beta \text{CAR}_i + \varepsilon$ ，由【表十三】的實證結果中顯示，不同期間的合購併宣告累積異常報酬皆與三年內進行籌資的時程呈現不顯著的關係，其中短天期的累積異常報酬則是與被解釋變數呈現正向不顯著的關係。正向的可能原因為主併公司屬於財務體質良好、財務彈性佳的公司，因此對進行籌資的時程不具有急迫性；而不顯著的原因推測為當主併公司一宣告合購併的消息之後，市場上會在宣告日前後立即迅速的反應完畢，因此，主併公司若想藉由股價表現優異再回到資本市場上籌資，可能為時已晚。

【表十三】 宣告併購累積異常報酬與三年內進行籌資之時程的迴歸分析表

Variable	全體樣本	排除宣告日與完成日差距天數為零
<b>Car 20_0</b>	-0.61 (0.5401)	-0.66 (0.5123)
<b>Car 20_1</b>	-0.31 (0.7549)	-0.66 (0.5101)
<b>Car 20_3</b>	-0.36 (0.7215)	-0.52 (0.5999)
<b>Car 20_10</b>	0.12 (0.9038)	-0.57 (0.57)
<b>Car 20_10</b>	0.45 (0.6499)	-0.51 (0.6126)
<b>Car3_0</b>	0.75 (0.4527)	0.82 (0.4123)
<b>Car3_1</b>	1.23 (0.218)	0.53 (0.5969)
<b>Car3_3</b>	0.89 (0.3716)	0.66 (0.5071)
<b>Car3_10</b>	1.28 (0.2014)	0.31 (0.755)
<b>Car3_20</b>	1.5 (0.1353)	0.32 (0.7485)
<b>Car1_0</b>	0.62 (0.5331)	1.12 (0.2636)
<b>Car1_1</b>	1.19 (0.2363)	0.57 (0.5664)
<b>Car1_3</b>	0.79 (0.4284)	0.71 (0.4771)
<b>Car1_10</b>	1.23 (0.218)	0.31 (0.7565)
<b>Car1_20</b>	1.44 (0.1494)	0.31 (0.7563)

\*\*\*表示在 99%信賴水準之下，估計值具有顯著性

\*\* 表示在 95%信賴水準之下，估計值具有顯著性

\* 表示在 90%信賴水準之下，估計值具有顯著性

### 三、合購併完成時間快慢與三年內進行籌資的時程之迴歸分析

先利用迴歸式(一)  $Daysbetween2 = \alpha + \beta Daysbetween + \varepsilon$  檢定主併公司完成併購的快慢是否可以預測主併公司籌資的時程。再者，加入不同增資方式的虛擬變數探討解釋變數可否預測籌資的時程，迴歸式(二)為  $Daysbetween2 = \alpha + \beta_1 Daysbetween + \beta_2 Debt + \beta_3 Common Stock + \beta_4 Preferred Stock + \varepsilon$  探討解釋變數可否預測籌資的時程；最後再加入不同的控制變數進入迴歸式研究是否影響解釋變數的解釋能力，迴歸式(三) 為

$$Daysbetween2 = \alpha + \beta_1 Daysbetween + \beta_2 Leverage + \beta_3 Size + \beta_4 Tobin's Q + \beta_5 B/M + \beta_6 ROA + \beta_7 Debt + \beta_8 Common Stock + \beta_9 Preferred Stock + \varepsilon。$$

$$(一) Daysbetween2 = \alpha + \beta Daysbetween + \varepsilon$$

由【表十四】的實證結果發現，在排除合購併宣告日與完成日差距天數為0的樣本後，在10%的顯著水準下，主併公司整併速度與進行籌資的速度具有正向關係、全體樣本為不顯著正向關係，即主併公司在宣告合購併完越快完成併購案，會越快進行籌資以利進行各項投資案實現併購之後所帶來的綜效，此與假說六相符合。

【表十四】迴歸式(一)結果

Variable	全體樣本	排除合購併宣告日與完成日差距天數為0之樣本
Daysbetween	1.58(0.1153)	2.23*(0.0265)

註 Days between 為主併公司併購宣告日至併購完成日的期間天數

\*\*\*表示在99%信賴水準之下，估計值具有顯著性

\*\*表示在95%信賴水準之下，估計值具有顯著性

\*表示在90%信賴水準之下，估計值具有顯著性

$$(二) Daysbetween2 = \alpha + \beta_1 Daysbetween + \beta_2 Debt + \beta_3 Common Stock + \beta_4 Preferred Stock + \varepsilon$$

加入不同增資方式的虛擬變數研究是否會因此影響解釋變數的解釋能力，實證結果如【表十五】，全體樣本的解釋能力依舊為不顯著的正向關係，但是在排除合購併宣告日與完成日差距天數為0之樣本下，在10%的顯著水準下，解釋變數仍對被解釋變數有解釋力，為顯著正相關，但是在全體樣本或是排除合購併宣

告日與完成日為同一天的樣本之下，虛擬變數籌資方式的不同對主併公司籌資快慢與否並無顯著的影响力，顯示主併公司並不會因為籌資方式的不同而影響到進行籌資的時程。

【表十五】迴歸式(二)結果

Variable	全體樣本	排除合購併宣告日與完成日差距天數為 0 之樣本
Daysbetween	1.51(0.1311)	2.01*(0.0456)
Debt	-0.93(0.3506)	0.05(0.9614)
Common Stock	0.22(0.827)	1.41(0.1583)
Preferred Stock	-1.58(0.1153)	-0.61(0.5419)

註 Debt：主併公司增資方式來自舉債，虛擬變數 1 為舉債，0 代表普通股或特別股或其他。Common Stock：主併公司增資方式來自發行普通股，虛擬變數 1 為發行普通股，0 代表舉債或特別股或其他。Preferred Stock：主併公司增資方式來自發行特別股，虛擬變數 1 為發行特別股，0 代表舉債或普通股或其他。Others：Debt、Common Stock 與 Preferred Stock 等虛擬變數為 0 時，視為其他類籌資方式。\*\*\*表示在 99%信賴水準之下，估計值具有顯著性；\*\*表示在 95%信賴水準之下，估計值具有顯著性；\*表示在 90%信賴水準之下，估計值具有顯著性。

$$(三) \text{Daysbetween2} = \alpha + \beta_1 \text{Daysbetween} + \beta_2 \text{Leverage} + \beta_3 \text{Size} + \beta_4 \text{Tobin's Q} + \beta_5 \text{B/M} + \beta_6 \text{ROA} + \beta_7 \text{Debt} + \beta_8 \text{Common Stock} + \beta_9 \text{Preferred Stock} + \varepsilon$$

加入控制變數之後，實證結果如【表十六】，發現全體樣本與排除合購併宣告日與完成日同一天後的樣本皆呈現解釋變數與被解釋變數為不顯著正向關係，而控制變數槓桿程度、規模、Tobin's Q 與資產報酬率皆與被解釋變數 Daysbetween2 呈現不顯著負向關係，其中槓桿程度與 Tobin's Q 值負相關符合預期；而規模越大的公司會越快進行籌資可能原因為市值規模越大的公司，根據 Roll(1986)的經理人傲慢假說，公司經理人可能由於過度自信而進行過度投資，因此越快籌資。但是控制變數與籌資速度之關係皆為不顯著的結果，反映出控制變數並沒有預測主併公司於合購併完成之後籌資的時間快慢，另外籌資方式不同的實證結果也與迴歸式(二)的結論一致，並無顯著一致性的結果，顯示主併公司籌資速度的快慢並不會受到籌資方式不同的影響。觀察【表十六】發現全體樣

本中帳面市值比對被解釋變數有顯著負向關係，可能理由為帳面市值比越高的公司，成長動能低，籌資方式可能多來自於舉債融資。

【表十六】迴歸式(三)結果

Variable	全體樣本	排除合購併宣告日與完成日差距天數為 0 之樣本
Daysbetween	1.29 (0.1965)	1.78 (0.0764)
Size	-0.89 (0.3735)	-0.44 (0.6634)
Leverage	-0.73 (0.4663)	-0.24 (0.8096)
B/M	-2.21* (0.0273)	0.04 (0.9714)
Tobin's Q	-1.47 (0.1416)	-1.23 (0.2195)
ROA	-0.91 (0.3645)	-0.19 (0.848)
Debt	-0.74 (0.4614)	-0.66 (0.5113)
Common Stock	0.23 (0.8203)	1.45 (0.1471)
Preferred Stock	-1.5 (0.1347)	0.28 (0.782)

註 Debt：主併公司增資方式來自舉債，虛擬變數 1 為舉債，0 代表普通股或特別股或其他。  
 Common Stock：主併公司增資方式來自發行普通股，虛擬變數 1 為發行普通股，0 代表舉債或特別股或其他。  
 Preferred Stock：主併公司增資方式來自發行特別股，虛擬變數 1 為發行特別股，0 代表舉債或普通股或其他。  
 Others：Debt、Common Stock 與 Preferred Stock 等虛擬變數為 0 時，視為其他類籌資方式。  
 \*\*\*表示在 99%信賴水準之下，估計值具有顯著性； \*\*表示在 95%信賴水準之下，估計值具有顯著性； \* 表示在 90%信賴水準之下，估計值具有顯著性。

## 第五章 研究結論與建議

### 第一節 研究結論

本研究主要分為兩大部分，一為探討主併公司宣告合購併之後的累積異常報酬是否隱含資訊內涵可以預測整併之時程，二為探討主併公司完成合購併之後，主併公司宣告合購併的累積異常報酬與合購併完成之時程是否可以預測公司進行籌資之時程。

由實證結果發現，主併公司宣告合購併後，短天期的累積異常報酬具有正向的宣告效果，且在公司特性因素影響併購宣告累積異常報酬研究發現，Tobin's Q 值與累積異常報酬成顯著的負相關。

但是宣告效果對解釋變數-完成合購併的速度並不具有顯著的解釋能力；而在主併公司宣告日前一年度之控制變數規模、槓桿程度與 Tobin's Q 對完成合購併的速度具有解釋力，規模較小、槓桿程度越高以及 Tobin's Q 值越高的主併公司，完成整併的時程越短。

在併購宣告的累積異常報酬是否與完成併購速度為正相關的的研究中，皆沒有發現顯著效果；而合購併完成的時程是否可以預測主併公司進行籌資的時程，在全體樣本中發現不顯著的正向關係，而在全體樣本中排除合購併宣告日與完成日差距天數為 0 的樣本後，發現顯著的正向關係，代表本研究預期當主併公司越快完成併購案，表示主併公司越快想進行併購完成後的價值創造，會導致公司越快進行籌資以利整併過後投資案的進行此假說成立。但是在控制變數以及主併公司籌資方式的不同是否會影響主併公司籌資速度的快慢，實證結果並不顯著，因此，本研究認為影響主併公司籌資時程的是可以被合購併完成之時程此解釋變數所解釋的。

綜合以上所述，將研究方向與實證結果相驗證之後，整理表格如【表十七】。

【表十七】 研究假說與實證結果匯整表

假說	實證結果
主併公司宣告併購後對公司股價有正向影響，即有正向的累積異常報酬	正向顯著
主併公司宣告併購期間的累積異常報酬與併購完成速度與籌資快慢成正相關	不顯著負相關
併購完成的快慢與併購完成後三年內進行籌資的快慢成正相關	正向關係

## 第二節 研究建議

在第一部分探討主併公司宣告合購併後的宣告效果是否能預測併購完成所需的時程，發現結果並不顯著，因此，本研究認為除了累積異常報酬之外的解釋變數，應該還需要考量主併公司合購併的支付方式、支付金額或主併公司是否在合購併時支付溢酬等影響，因此單就主併公司宣告合購併的股價異常報酬是不足以解釋整併的速度。

在討論控制變數是否會影響主併公司完成合購併的時程以及進行籌資的時程，除了本研究所探討的變數之外，主併公司的資本支出也是應考量的控制變數，因為若主併公司資本支出佔總資產越高，公司越需要進行籌資以維持投資案順利的進行，因此，其他控制變數也需要納入多元迴歸式一併考量之，此為本研究欠缺考量的地方。

另外，往後研究可以探討主併公司進行合購併後快速籌資的長期績效表現，研究籌資時程較短的主併公司，長期績效表現優異或是不佳。

## 參考文獻

### 中文參考文獻

- 王克陸、彭雅惠、胡怡萍(2004)，研發活動股東財富效果與負債比率關係之研究，  
玄奘管理學報，第二卷第一期
- 林宏大(2001)，上市公司併購宣告對股票價量之影響，淡江大學管理科學學系研  
究所碩士論文
- 邱正仁、周庭楷與張慈媛(2004)，新上市公司辦理首次現金增資時程之探討：原  
因與後果，管理評論，第二十六卷第三期，71-102
- 陳匯中(1995)，併購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
- 徐啟升、林灼榮、李滄靖，台灣上市併購公司之股票長期績效分析，證券市場  
發展季刊 (TSSCI)，第二十卷第二期
- 盧正壽、劉維琪(2005)，在初次上市股票市場發射「低價發行訊號」之探討，2005  
現代財務論壇學術研討會
- 蔡臺桓(2010)，公司治理評分與主併公司併購宣告異常報酬之關聯性研究，政治  
大學財務管理學系碩士論文

## 英文參考文獻

- Allen, Franklin and Gerald R. Faulhsb,1989, “Signaling by under pricing in the IPO market”, *Journal of Financial Economics*, 363-323
- Armen Hovakimian and Irena Hutton, 2007, ”Market feedback and equity issuance:Evidence from repeat equity issues”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 45, 739-762
- Chinmoy Ghosh, Raja Nag and C.F. Sirmans, 2000, ”A Test of the Signaling Value of IPO Underpricing with REIT IPO-SEO Pairs”, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 20:2, 137-154
- Christian Homburg and Matthias Bucerius,2006 ,” Is Speed of Integration Really a Success Factor of Mergers and Acquisitions? An Analysis of The Role of Internal and External Relatedness” , *Strategic Management Journal* 27, 347–367
- Duncan Angwin,2004 , “Speed in M&A Integration” , *European Management Journal* 22, 418–43
- Jegadeesh, Weinstein and Welch, 1993, “An empirical investigation of IPO return and subsequent equity offerings”, *Journal of Financial Economics* 34, 153-175
- Jos van Bommel and Theo Vermaelen,2001, Post-IPO Capital Expenditures and Market Feedback, *Working Papers*
- Ming Dong, David Hirshleifer, Scott Richardson and Siew Hong Teoh, 2003, ” Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market?”, *Journal of Finance* 61:725-762
- Myers and Majluf ,1984 , ”Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221
- Narasimhan Jegadeesh, Mark Weinstein and Ivo Welch, 1993 “An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offerings”, *Journal of Financial*

*Economics* 34,153-175

Raghavendra Rau and Theo Vermaelen, 1996, "Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms", *Journal of Financial Economics* 49, 223-253

Ronald W. ,Cong Wang and Masulis Fei Xie ,2003,"Corporate Governance and Acquirer Returns", *Journal of Finance* 62:1851-1889

Welch, Ivo, 1989, "Seasoned offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings", *Journal of Finance* 44,421-449.

Yi Jiang, 2008 , "Do Firms Time Seasoned Equity Offerings? Evidence from SEOs Issued Shortly after IPOs", *Working Papers*

Ying Li and Seow Eng Ong, 2010,"Market Timing Behavior of the secondary Equity Offerings of REITs", *Working Papers*

