國立高雄應用科技大學

企業管理系

實務專題報告

|  |
| --- |
| 多角化方式對公司股價異常報酬的影響並以產業型態為干擾變數 |

指導老師：翁鶯娟老師

班　　級：進企四甲

組　　員：康惠雅 陳志紘

 鐘牧辰 黃少源

中華民國102年06月

**摘要**

本研究，運用民國89年至100年間台灣上市公司資料共384個樣本，探討公司為多角化所進行之合資及併購事件對公司績效之影響。本研究發現合資事件在宣告前一天至後一天有正向異常報酬現象，同時在以宣告前一天至後一天(-1,1)為窗口的其間中，有顯著正向的累積異常報酬，然而，在同樣期間內，併購事件雖並無顯著異常報酬和累積異常報酬，但對公司績效呈負向影響。另外，本研究加入產業型態的干擾因素進行迴歸分析，發現相關與非相關的產業型態，強化合資事業累積異常報酬的正向效果。顯示市場對產業相關性較高的合資事業會有較好的反應。

關鍵詞：合資、併購、事件研究法、異常報酬

**第一章 緒論**

**第一節 研究背景與動機**

企業面臨環境變遷、產業相互消長等因素，為提高企業獲利與延續壽命，而調整策略從事多角化發展，形成集團企業。當企業經營型態大多朝向多角化發展時，此種經營方式是否真能提高經營績效？美國企業在1960 年代後的發展反應了多角化經營的正、反面效應，1960年代美國國力鼎盛，在打越戰的刺激下，經濟蓬勃發展、股票市場高漲，許多公司手上現金在握，公司總體策略流行「非相關」的多角化。
　　這一波多角化事後證明大多是錯誤的決策，到了1980 年代初期，在1960年代犯錯的公司紛紛進行重整，將不相關的企業賣出，帶動了一股企業重組的風潮，企業重新重視聚焦以及回歸本業。多角化策略的失敗，造成企業對於多角化避之唯恐不及，認為多角化是毒蛇猛獸，企業資源還是集中在本業，只要本業顧好，企業即可長治久安。雖然失敗的多角化案例比比皆是，但大型的企業均是多角化企業，究其原因，任何產業都有其成長週期，企業本業不可能長期成長，若不進行多角化，當本業進入成熟期，公司將失去成長的動力，最終還是逃不掉衰敗的命運，因而企業為求持續成長及永續經營，仍需從事多角化的發展。

Berry(1975)認為多角化經營是指企業所經營的領域涵蓋了不同的產業；(Booz，Allen & Hamilton，1985)認為企業為了追求成長及降低風險，以併購、合資或授權等方式來擴張版圖，投資不屬於現有的事業(如新產品、新服務、新顧客區隔或地理區格等)極為多元化，近年來，國內外企業採用合資的例子越來越多（Harrigan，1988），也是企業進行國際化時，最常採用的進入模式（Harrigan，1988；Yu &Tang，1992）。透過合資方式，企業可以以較低的成本克服某些特定國家的貿易障礙及經濟上的管制，進而降低營運風險。尤其在全球化的潮流下，更是企業開拓國際市場的一條途徑。合資事業能讓企業達成規模經濟、減少風險、提供互補性資源、互相學習及降低交易成本等利益（Harrigan，1988；Hennart，1988；Kogut，1988）。而併購的優點在於投資的時效性短、能夠跨越產業進入障礙並且避免產能增加的競爭壓力(方至民，89)。但反觀國內外學者的研究結果得知，併購雖然為主要的成長策略，但是在績效結果的研究上並沒有一致性的結論，從(Gugler，2003)等學者對過去各地企業併購利潤的變動研究得知，平均而言企業在併購後公司利潤會有明顯的增加；但也有學者認為大部分的併購在企業價值增加上是呈現失敗的結果，根據Ramaswamy & Waegelein(2003)二位學者對162家併購公司過去5年的財務績效研究結果得知，企業在併購後其財務績效結果並不會有明顯的增加。雖然併購績效的研究並沒有一致性結論，但是反觀社會上併購的風潮仍然繼續盛行著，對於這樣的現象我們必須去思考，為何管理者仍然相信併購會為企業帶來機會呢？

企業基於擴大綜效、財務動機或資源動機而進行多角化，但該進行相關產業或非相關產業投資，才能使企業之經營績效達到極大化，在多角化與併購的相關文獻中，認為相關產業的投資較優於非相關產業的投資。因為當企業進入相關的產業中，將可延伸它的核心能力、形成規模與範疇經濟、並使資源做更有效率的配置。Duncan(1982）即認為當合資企業與原企業重疊性越高時，由於獨佔力較大越有可能創造公司價值。此外Pfeffer & Nowak（1976）的市場力量說則提出相關產業的結合對現存產品的市場力量將有所助益，Porter & Fuller（1986）的營運效率說也推論相關產業的結合較有機會獲得規模與範疇經濟的好處，並可藉此增強協商力量、排除競爭者及增加進入障礙。從上述研究發現，產業相關程度對於績效的影響是存在的，而相關或非相關的合資併購，何者對企業的績效影響比較正面，以及是否將會干擾企業多角化績效，也是本研究想探討的問題。企業要持續成長往往是件不容易的事情，透過合資與併購，可以迅速使企業達到多角化的目的，但哪種結果對企業的績效影響較大，對企業較好。

本研究試圖從何種多角化方式對於企業績效影響的高低程度，來建議企業在往後該以哪種方式進行多角化，對企業比較有利，做為未來投資參考。

**第二節 研究目的**

合宜的多角化能擴張企業版圖、帶來成長並分散經營風險；不當的多角化則會侵蝕本業獲利，甚至危害本業的生存。然而企業在從事多角化時，最常見又可以分為合資和併購兩種，而哪種多角化方式對企業的績效影響層面較好，對企業整體名聲有所增加，這些是本研究想要探討的問題。

本研究所探討的目的大致可分為以下：

1. 探討企業多角化方式（併購、合資）對企業績效之影響。
2. 比較何種多角化方式對績效影響何者較佳。
3. 探討產業型態相關程度是否干擾企業進行多角化之績效。

**第三節 研究流程圖**

論文架構共分為五章，各章內容說明如下：

1. 緒論

本章主要說明研究背景與動機、研究與目的、論文架構與研究流程。

1. 文獻探討

多角化的定義、 合資併購之定義理論、合資與併購異常報酬關係與相關非相關合資併購對企業績效影響之文獻探討。

1. 研究方法

主要包括資料來源及樣本取樣說明、分類、研究樣本變項操作性定義及研究方法等。

1. 實證結果

合資、併購對異常報酬之影響、干擾因素與異常報酬之關係、企業經營績效與異常報酬之關係、產業相關程度與異常報酬之關係、並列出實證結果與相關分析。

1. 結論與建議

探討實證分析與針對研究限制對後續研究者的建議等做相關說明。



圖一 研究流程圖

**參考文獻**

1. **國內文獻**

方至民，企業競爭優勢，台北縣，前程企業管理有限公司，(89)。

吳青松譯，「企業併購與重組」雙葉書廊，（2004）。

王秀菊，台灣企業國際合資宣告對股東財富影響之研究，輔仁大學管理學研究所未出版碩士論文，民國八十三年。

黃炳彰，國際合資宣告對股東財富影響之研究，國立成功大學國際企業管理研究所碩士論文，(2000)。

方至民，策略管理－建立企業永續競爭力，前程文化事業，（2006）。

蔣為峰，「企業購併與股東財富關係之實證研究」，國立中興大學企業管理研究所碩士論文，(1989)。

洪麗惠，「購併宣告對股東財富的影響---Jensen閒餘現金流量與Tobin"s Q兩假說之驗證」，東吳大學管理科學研究所未出版碩士論文，（1995）。

蕭惠元，「購併活動對股價行為與會計資訊之影響--以上市公司為例」，東吳大學會計研究所未出版碩士論文，（1996）。

林元傑，購併宣告對上市公司股票報酬率之影響－介入模型之應用，中興大學企業管理研究所碩士論文，民國 86 年 6 月。

潘振豪，購併決策對股票報酬率影響之研究－介入模型之應用，中興大學企業管理研究所碩士論文，民國 86 年 6 月。

孫梅瑞，「國內上市公司從事公司購併活動對經營績效影響之研究」，國立政治大學企業管理研究所博士論文，（2000）。

胡力中，，企業購併成敗與股價變化的關聯性研究－以台灣上市（櫃）企業為例，中原大學企業管理研究所碩士論文，2003。

古御呈，國內上市上櫃電子公司併購宣告對股價影響之研究，實踐大學企業管 理研究所，碩士論文，民國92年。

許露云，「台灣上市公司購併宣告對公司股票異常報酬之影響」，南華大學財務管理研究所碩士論文，（2006）。

邱信彰，「財務績效在不同董監及法人持股結構下對併購宣告效果影想之研究」，東吳大學企業管理研究所碩士論文，（2006）。

簡秀薇，「股權結構與購併宣告對股價之影響」，淡江大學國際貿易研究所未出版碩士論文，（1997）。

蘇羨惠，「財務績效、股權結構與購併宣告效果之探討」，淡江大學國際貿易研究所碩士論文，（2001）。

許淑瑋，「台灣企業購併後績效衡量之實證研究」，台灣大學財務全融研究所碩士論文，（2002）。

莊喬木，「購併對主併公司及其競爭者長短期績效之影響」，國立高雄第一科技大學財務管理所碩士論文，（2003）。

朱淳銘，「企業進行購併與其公司規模關係」，'政治大學財務管理研究所未出版碩士論文，（2004）。

彭一正，「台灣企業進行國際購併對股東財富影響之實證」，輔仁大學管理學研究碩士論文，(1992)。

陳匯中，上市公司購併宣告對股東財富的影響，政治大學企業管理研究所碩士論文，民國 84 年 6 月。

邱玉均，集團多角化策略對公司盈餘管理影響之研究，國立彰化師範大學會計學系碩士論文，(民97)。

洪偉峻，母公司間互動關係對國際合資事業績效影響之探討，銘傳大學國際企業學系碩士論文，(民93)。

張淑玲，併購動機、整合機制與績效評估－以平衡計分卡為例，國立成功大學企業管理研究所碩士論文，(民93)。。

羅明敏與呂兆文，「台灣企業海內外購併宣告對主併公司股東財富影響之實證研究」，臺灣銀行季刊第五十二卷第三期，(1998)：83-101頁。

李文明，台灣企業進行國外直接投資宣告對股東財富的影響，輔仁大學管理學研究所碩士論文，民國 83 年 6 月。

沈建良，「上市公司購併宣告對股價影響之研究-以電子業及食品業為例」，國立政治大學企業管理研究所碩士論文，（2000）。

鄭雅婷，比較科技產業相關和非相關併購之長短期績效，南臺科技大學國際企業研究所論文，2004。

杜曉君，「購併事件宣告時主併公司特質對股東財富影響之研究-以台灣上市公司為例」，東吳大學會計學系研究所碩士論文，（2000）。

**二、國外文獻**

Berry,C.H.,Corporate Growth and Diversification, rinceton,NJ:Princeton University Press ,(1975).

Booz, Allen and Hamilton, Inc, New York, (1985).

Harrigan, K. R.. Strategic alliances and partner asymmetries. In F. J. Contractor, & P, 1988.

Hennart, J. F.. A transaction cost theory of equity joint venture. Strategic Management, 1988.

Drucker, P., Management: Tasks, Responsibilities, Practices, New York: Harper and Row, 1974.Duncan(1982)

Pfeffer, J. and Nowark, P. Joint Ventures and Inter-organizational Inter-dependence, Administrative Sciences Quarterly, (1976) :21, 3, 398-418.

Young, R.G. and S. Jr. Bradford, , Joint Ventures Planning and Action, New York: Arthur D. Little, 1977.

Beamish, P. W.The characteristics of joint ventures in developed and developing, 1985.

Root.Entry strategies for international markets.D. C. Heath,Lexington, MA., (1988).

Killing, J. P.. How to make a global joint venture work. Harvard Business Review, 1982,60(3): 120-127.

Anderson, E. Two firms, one frontier: On assessing joint venture performance. Sloan, 1990.

McConnell, J.J., and T. J. Nantell , “Corporate Combinations and Common Stock Returns: The Case of Joint Ventures”, Journal of Finance, 1985:519-536

Crutchley, C.E., E. Guo, and R.S.Hansen, “Stockholder Benefits from Japanese-U.S.Joint Ventures”, Financial Management , 1991:20, 22-30

Lummer, S.L. and J.J. McConnell, “Stock Valuation Effects of International Joint, 1990.

Chen, S.S., K.W., Ho, C.F., Lee and G.H.H. Yeo, “Investment Opportunities, Free, 1999.

Gupta, A., C.B. McGowan, Jr., L. Misra and A. Missirian, “Gains from Corporate Multinationalism: Evidence from the China Experience”, The Financial Review , 1991: 26, 387-407.

Finnerty, J.E., J.E. Owers, and R.C. Rogers, “The Valuation Impact of Joint Ventures”,Management International Review , 1986:26, 14-26

Borde, S.F., A.M. Whyte, K.J. Wiant and L.L. Hoffman, “New Evidence on Factorsthat Influence the Wealth Effects of International Joint Ventures”,Journal of Multinational Financial Management, 1998: 8, 63-77

Gupta, A., and L. Misra, “The Value of Experiential Learning by Organizations:Evidence from International Joint Ventures”, The Journal of Financial Research , 2000:33,77-102

Lee, I. and S.B. Wyatt, “The Effects of International Joint Ventures on ShareholderWealth”, Financial Review, 1990:25, 641-649

Jensen, M. C. “Agency Costs of Free Cash Flow Corporate Finance and Takeocers,” American Economic Review, (1986):76,pp.323-329.

Chung, I.Y., K.J. Koford, and I. Lee, “Stock Market Views of Corporate Multinationalism: Some Evidence from Announcements of International Joint Ventures”, Quarterly Review of Economics and Finance 1993,:33, 275-293

Brigham Eugene F., Louis C. Gapenski and Michael C. Ehrhardt,. Theory and Practice, Financial Management,Chicago, IL, Dryden Press, 7th ed, 19943:73-392.

Copeland, Thomas E. and J. Fred Weston, Financial Theory and Corporate Policy, (1988).

Levy, H. and M. Sarnat, “International diversification of investment portfolios,” (1970).

Jensen, M.C. and W.H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, AgencyCost and Ownership Structure”, Journal of Financial Economics, 1976: 3, 305-360

Mueller, D. C.“A Theory of Conglomerate Mergers.” Quarterly Journal of Economics, 83, 1969, 643-659.

Amihud, Y.,B.L. Lev and B., “Risk Reduction as A Managerial Motive forConglomerate Mergers”, Ball Journal of Ecnomics, 1981: Vol.12, p.605-617..

Roll, R. “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeover”, Journal of Business , 1986:59,197-216

Lewellen, W.,”A Pure Financial Rationale for the Conglomerte Merger,”Journalof Finance, (1971): 26,pp.521-537.

Bradley, M., A. Desai and E. Kim, “Synergistic Gains From Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stock-holders of target and Acquiring Firm”, Journal of (1988).

Asquith, P., R.F. Bruner and D.W. Mullins, “The Gains to Bidding Firms fromMerger”, Journal of Financial Economics, 1983:11, pp.121-139.

Frank, J. R. and R. S. Harris.“Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers：The U.K. Experience 1995-1985.” Journal of Financial Ecnomice, 23, 1989: 225-249.

Draper, P. and K. Paudyal.“Corporate Takeovers：Mode of Payment, Return and Trading Activity.” Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 26, 1999:521-558.

Subarsanam, S., P. Holl, and A. Salami.“Shareholder Wealth Gains in Mergers：Effects of Synergy and Ownership Structure.” Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 23,1996: 673-698.

Duggal, R.“Agency Cost and Firm Value：Futher Evidence from Bidding Firms.” International Journal of Finance, Vol. 7, No. 2, 1995: 1183-1194

Shelton L. M., “Merger Market Dynamics: Insight into the Behavior of Target, (2000).

Li, J. Foreign entry and survival: effects of strategic choices onperformance in international markets. Strategic Management Journal, (1995):16,333-351.

Woodcock, C.P., Beamish, P.W., Makino, S. Ownership-based entrymode strategies and international performance. Journal of International Business Studies; (1994):25(2), 253-272.

Nitsch, D., P. Beamish and S. Makino. Entry mode and performance of japanese FDI in Western Euorpe. Management International Review, (1996): 36, 27-43

Shaver, J.M.. Accounting for endogeneity when assessing strategy performance: Does entry mode choice affect FDI survival?ManagementScience, (1998): 44(4), 231-256

Kogut, B. "A life cycle of joint ventures", Management International Review, Special Issue, (1988):pp. 39-52.

Kogut, B.. Joint venture: Theoretical and empirical perspectives. Strategic Management Journal, 1988:9 (4): 319-332.

Porter, M. E. and Fuller M. B.. Competition in Global Industries. New York: Lexington Books. (1986).

Johnson & Houston(1999)

Singh, Harbir and Cynthia A. Montgomery, Corporate acquisition strategies and economic performance, Strategic Management Journal, ,1987: Vol. 8: 377-386.

Morck, R, Shleifer, A, and Vishny, R. “Management Ownership and,Market Naluation: An Empirical Analysis,” Journal of Financial Economics,20(1), (1990) :pp.293-315.

Sudarsanam, Sudi, Peter Holl, and Ayo, Salami,“Shareholder Wealth Gains in Mergers：Effect of Synergy And Ownership Structure”, Journal of Business Finance andAccounting, 23(5)＆(6), 1996: pp.673~698

Brown, S.J., and J.B.Warner, , “Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies”, Journal of Financial Economics ,1985:14, 3-31

Woolridge, J.R. and C.C. Snow, “Stock Market Reaction to Strategic Investment Decision”, Strategic Management Journal, 1990:11, 353-363.

Cash Flow and Market Reaction to International Joint Ventures”, Working Paper Gupta, A.C.B. McGowan, Jr., L. Misra, and A. Missirian, “Gains from CorporateMultinationalism: Evidence from the China Experience”, The Financial Review ,1991:26, 387-407

Chen, H., M.Y. Hu, and J.C.P. Shieh, , “The Wealth Effect of International Joint Ventures: The Case of U.S. Investment in China”, Financial Management, 1991:20, 31-41

Berger, P. G. and Ofek, E.,"Diversification‘s Effect on Firm Value," Journal ofFinancial Economics, 37, (1995): pp.39-65.