

第參章、文獻探討

第一節 國外實證文獻

一、Bradford (1978)

Bradford 在 1978 年發表的研究，乃是針對美國的儲蓄貸款協會在 1969 年至 1971 年的購併情況之研究，其研究一共選定了 83 家有進行購併的公司，並又選定了另外 83 家未從事購併的公司來進行配對研究的比較。該研究以統計檢定分析法 (T-test) 探討合併的績效，其研究變數有：資產結構、負債結構、所得結構以及成本結構。

其實證研究結果指出：在合併之前主併的銀行很可能比標的公司合併後績效高，然而合併之後，主併的銀行和非合併的銀行之間的經營績效與成本並沒有顯著的差異。

二、Asquith, Bruner and Mullins (1983)

Asquith 等人以 1963 至 1978 年間在 NYSE (紐約證券交易所) 與 AMEX (美國證券交易所) 之上市公司的 214 個購併案例為樣本，研究購併事件對於主併公司之股東財富的影響。該研究提出的四個假說：價值創造、資本化效果、規模效果以及時間效果中資本化效果並未獲得證實，但其餘三個假說皆獲得證實。

在該實證研究結果中最後指出：一但宣告購併，會提高主併公司的財富，而其財富之增加與其規模的大小有顯著的正相關。該研究並且認為主併公司的股東獲益多寡，受其規模大小及購併成功與否影響。

三、Rege (1984)

Rege 於 1984 年的研究中，主要重點在於證明利用歷史會計資料計算出來的財務比率，無法區分被購併公司與非被購併公司之間的關係。其研究自 1962 年至 1973 年間加拿大登記之購併案件中選取了 55 家國內的被購併公司、以及 55 家國外的被購併公司與加拿大國內非被購併公司配對。其研究採用流動性、槓桿程度、股利支付率、總資產週轉率以及獲利性等五個財務特質變數。並以多變量及單變量二種計量方法來檢驗不同組群間財務特質的差異性。其研究主要建立三項假說：第一：國內的被購併公司與非被購併公司的財務特質有顯著的不同；第二：國外的被購併公司與非被購併公司的財務特質有顯著的不同；第三：國外的被購併公司與國內的被購併公司的財務特質有顯著的不同。

該研究之實證結果顯示：財務特質在國內被購併公司與非被購併公司間、國外被購併公司與非被購併公司間，以及國內外被購併公司間均無顯著的差異。該研究對此所提出的理由是：在半強式效率的資本市場中，即使過去的會計資料與公司的現金流量有關，但因會計資料將被反映在目標公司的證券價格中，而使得以比率為基礎來判斷目標公司會非常困難。

四、Bacon, Shin and Murphy (1994)

此研究乃是以美國 1942 年到 1988 年的這段期間內，選定 50 個非上市的公司為研究標的。透過五個財務構面：獲利性、效益性、槓桿程度、流動性及活動程度，選擇 18 項指標進行分析研究。該研究只就合併本身的效率進行研究，並排除稅賦、市場訊息與公司多角化經營的效果。其實證研究方法中，首先用單變數 T 檢定測試被合併與非被併公司

之間在財務特質上之差異，再以分析影響目標公司之變數。

其實證研究結果主要有三點。第一：被併公司的獲利能力，顯著地比非被併公司低。第二：被併公司控制成本的能力及員工的生產力在效能表現的指標上均較非被併公司低，而且非被併公司的總銷管費用，佔總資產的比率較高。第三：被併公司的代表流動性的財務比率均顯示較非被併公司差。

五、Rhoades (1994)

在 1980 年至 1990 年之間，大型銀行普遍認為購併可以增加經營效率。因此，Rhoades 以個案研究的方式，整合了在 1990 年左右 9 家大型銀行的購併個案研究（其中 7 家銀行在 1990 年已完成購併），以了解銀行在何種情況下購併能有較好的績效。

其實證結果顯示：僅只有 4 家銀行在購併之後可達到效能的提升，另外 5 家則沒有顯著的差異。研究結果指出：購併與目標銀行的規模大小和購併後績效間沒有正面的關係；銀行業務重疊也與購併績效沒有顯著關係，而且購併銀行較目標銀行有效率，不能代表購併後能夠創造績效。

六、Chamberlain and Tennyson (1998)

Chamberlain 與 Tennyson 於 1998 年中針對購併行為在資產管理以及保險產業中的財務綜效的進行研究。該研究並使用配對分析設計，配合統計之假設檢定法，分析了從 1980 年到 1990 年這十年之間的在美國的 115 個合併事件。

該實證研究結果發展了兩種假說：第一、達到發展財務綜效乃是企

業進行合併之普遍的主要因素；第二、受到財務綜效驅使的購併者將更普遍地在此段時間受到產業資本的衝擊。且最後結果顯示：這兩項假說檢定皆為肯定。

第二節 國內實證文獻

一、李伊婷（2000）

研究主題為「臺灣金融機構合併之績效研究」。研究期間採 1990 年至 1999 年第二季之財務資料。以台灣地區金融機構(商業銀行與信合社間)合併案例為研究對象。站在主併(存續)銀行的角度，探討金融機構合併前後之經營績效表現。以資本適足性、收益性、流動性、效率性及成長性等五個構面共計十項財務比率作為衡量合併前後的經營績效。且亦利用統計上之 t 檢定加以檢定之。並對主併銀行進行個案訪談，深入探究各家主併銀行的合併動機、合併過程及企業文化整合等問題。

研究結果如下：在個別主併銀行合併前後之經營績效分析上，除了華僑銀行有正的合併效果外，其他案例皆沒有產生正的合併效果。研究假說之檢定結果方面：主併銀行合併後與全體本國銀行在經營績效有顯著的差異。但主併銀行在合併後的經營績效並未改善，尤其是收益性與效率性。由個案訪談得知，主併銀行合併的主要動機為增加營業據點。

二、黃明琦（2000）

研究主題為「臺灣金融機構購併前後績效與綜效之研究」。研究期間採 1991 至 1998 年之財務資料。以台灣地區從事吸收購併型態之銀行與證券商為研究對象。利用因素分析法萃取出合適的財務變數為衡量的構面，再採用無母數之統計方法 Wilcoxon 符號檢定法，針對購併績效與綜效分別加以檢定其差異性。

實證研究結果發現：銀行經由購併行為會提升其存款吸收能力，但無綜效產生。未上櫃券商購併績效及綜效皆無顯著差異。上櫃券商於購

併後，償債能力會下降，並產生營運綜效。購併綜效會因上櫃與否或行業別（銀行與券商）之不同而有所差異。

三、曾瑞雯（2001）

研究主題為「銀行購併前後經營績效的比較」。以 1996 年第 3 季至 1999 年第 1 季的本國 8 家銀行為樣本，以資料包絡分析法評估本國銀行購併前後經營績效的比較。再利用 Tobit 迴歸分析銀行的背景及特性如何影響主併銀行效率值，最後，透過 Malmquist 生產力指標衡量生產力變動的情形，

實證結果如下：主併銀行主要無效率來源為技術無效率，而欲改善技術無效率的情形，主併銀行必須調整至最適規模的狀態。若以 Wilcoxon signed rank Test 檢定購併前後主併銀行經營效率的差異，發現除了成本效率有顯著差異外，其餘皆無顯著差異。就迴歸分析結果而自動櫃員機台數對技術效率、純技術效率及成本效率則為正面的影響。而分行數對規模效率則有正向結果。Malmquist 生產力指數顯示，整體樣本銀行不論購併前後，其生產力變動來源大部分來自生產技術變動。

四、郭貞伶（2002）

研究主題為「金融控股公司經營績效評估之研究」。樣本期間取自 2001 年 12 月 19 日至 2002 年 6 月 14 日，合計共 117 筆的日資料。以十家上市金融控股公司（華南金控、富邦金控、中華開發金控、國泰金控、玉山金控、復華金控、交銀金控、台新金控、新光金控、國票金控）為研究對象。利用 ARIMAX 及 GARCH 混合模型，即結合時間序列模型與計量經濟模型並考慮一般化自我迴歸條件異質變異數模型，為各家金

融控股公司選取最適模型，再以蒙地卡羅模擬法來估算持有一日與十日的最大可能風險(VaR)，作為個股間風險的比較，以風險報酬(報酬/VaR)來評估各金控公司之績效。

實證結果發現持有一日與持有十日之最大可能風險，個股間的排序變化較大，風險較小的各為中華開發金控、國泰金控；而風險較大的各為國票金控、華南金控。以風險報酬來評估績效，個股間的排序變化較小，可獲得較一致性的結果，績效較好的是：中華開發金控、富邦金控、華南金控；較差的是復華金控、國票金控、玉山金控。

五、陳佳怡（2003）

研究主題為「金融控股公司經營績效之探討－財務面因素評估研究」。研究期間採 2000 第 4 季至 2002 年第 3 季之財務資料。以台灣地區加入金融控股公司及未加入金融控股公司的金融機構為研究對象。以杜邦公式為發展，並以 Logistic Regression Model 為主，比較金控公司與非金控公司之組織模式的經營績效是否有顯著差異？藉以了解此模式是否為最佳競爭組織，提供金融機構作決策的參考。

研究結論如下：金控公司之企業體質原本即較非金控公司為佳。不論是金控或非金控公司，經營績效於核准日前較核准日後為佳。金控公司未有因交叉行銷而增加營業額，反而因其持續投入成本，使得企業整體獲利狀況及經營效能不佳。由於金控公司的集團龐大，整合困難度高，故於短時間內無法有效處置資產並做最佳運用。

六、楊裴雯（2003）

研究主題為「金融控股公司之綜效評估分析」。以 2001 至 2002 年

底成立之金融控股公司的財務季報為研究資料。並問卷調查方式了解專家及學者的看法，客觀選取衡量金融控股公司的綜效的財務衡量指標。分別進行 Wilcoxon 符號等級檢定及單因子 ANOVA 的檢定。

經實證研究後可歸納出下列結論：經專家學者選出之綜效衡量指標為：市場綜效方面為市場佔有率；營業綜效方面為營業成本比率、稅後純益成長率；財務綜效方面為股東權益報酬率。具有子公司綜效產生之金控公司為：兆豐金控之交通銀行、中國國際商業銀行；富邦金控之富邦銀行、台北銀行及台新金控之台新銀行。金控公司整合家數愈多，對於金控公司的綜效愈具有正面之影響。金控公司之不同經營主體對其綜效的產生具有影響。金控公司之資產規模愈大，對金控公司的綜效則愈具有正面之影響。

七、莊耿忠(2004)

研究主題為「金融機構購併對經營績效影響之研究」。主要針對購併後對主併銀行經營績效的影響。研究期間採 1995 年 1 月至 2002 年 12 月。以萬泰銀行、大眾銀行、安泰銀行、台新銀行及中興銀行 5 家銀行為研究對象。藉由資料包絡分析法 (DEA) 衡量與比較台灣銀行合併的財務資料，其總效率、技術效率與配置效率值，並進行檢定探討銀行合併前後的效率變化與風險因子對於合併效率的影響。

其研究結果顯示，風險因素確實會對於效率值產生正向影響，尤其是對於總效率與技術效率方面的影響最為顯見。且在銀行合併後，各項效率並未因合併而有顯著的差異，且其平均數仍有下滑的趨勢，其原因可能是由於合併之後的整體競爭環境仍不具經濟規模。而合併後效率的變異性顯然變得波動更大。表示合併後競爭情況有更加激烈的趨勢。銀

行合併所產生的效率會因不同的主併銀行條件而有所差異。因此，並非銀行進行合併即可取得效率的增加或減少。

八、林德威（2005）

研究主題為「台灣金融控股公司之合併綜效探討」。1999 年至 2004 年成立的 14 家金控公司為研究對象。主要是採用財務比率分析法衡量國內金控公司成立前後 3 年之績效是否達成合併之綜效。並以 t 檢定方式來分析進行假說檢定。檢定金控成立前後金控子公司與非隸屬金控之獨立子公司經營績效的差異，以及金控成立後對於股東財富效果的影響。

實證結果如下：金控公司成立後，營業收入顯著成長。表示子公司間藉由對顧客間的交叉行銷有些成效。金控公司成立後，營業費用不如預期下降反而顯著增加，表示成立初期子公司間尚未充分整合資源。金控公司成立後，11 家金控獲利情形增加，且其中 7 家為顯著增加。金控公司股票買進持有報酬率並不顯著優於金融類股指數報酬率。

表 3.1 國內金融機構經營績效與綜效之相關實證研究

| 研究者 | 論文名稱 | 研究方法及衡量變數 | 研究結果 |
|---------------|---------------|---|--|
| 李伊婷 (2000) | 臺灣金融機構合併之績效研究 | 以五個構面共計十項財務比率作為衡量合併前後的經營績效。且亦利用統計上之 t 檢定加以檢定之。並對主併銀行進行個案訪談。 | 研究結果如下：在個別主併銀行合併前後之經營績效上，除了華僑銀行有正的合併效果外，其他案例皆沒有正的合併效果。研究假說之檢定結果方面：主併銀行合併後與全體本國銀行相比，經營績效有顯著的差異。但主併銀行在合併後的經營績效並未改善。主併銀行合併的主要動機為增加營業據點。 |

| | | | |
|---------------|-------------------------|---|---|
| 黃明琦 (2000) | 臺灣金融機構購併前後績效與綜效之研究 | 以財務資料為主，先以因素分析法萃取出衡量的構面，再採用無母數之統計方法 Wilcoxon 符號檢定法，分別針對經營績效與綜效加以檢定。 | 實證結果發現：銀行經由購併行為會提升其存款吸收能力，但無綜效產生。未上櫃券商購併績效及綜效皆無顯著差異。上櫃券商於購併後，大致來說償債能力會下降，會產生營運綜效。購併綜效會隨著上櫃與否或行業別之不同而有所差異。 |
| 曾瑞雯 (2001) | 銀行購併前後經營績效的比較 | 以資料包絡分析法進行銀行購併前後的經營績效比較。利用 Tobit 迴歸分析影響主併銀行效率值的原因。透過 Malmquist 生產力指標衡量生產力變動的情形， | 實證結果如下：主併銀行欲改善技術無效率的情形必須調整至最適規模的狀態。購併前後主併銀行除成本效率有顯著差異外，其餘無顯著差異。自動櫃員機台數對技術、純技術及成本效率有正向影響。而分行數對規模效率亦有正向影響。Malmquist 生產力指數顯示生產力變動主要來自生產技術變動。 |
| 郭貞伶 (2002) | 金融控股公司經營績效評估之研究 | 以 ARIMAX 及 GARCH 混合模型，為各家金控公司選取最適模型，再以蒙地卡羅模擬法來估算最大可能風險，並以風險報酬來評估各金控公司之績效。 | 實證結果發現：風險較小的各為中華開發金控、國泰金控；而風險較大的各為國票金控、華南金控。以風險報酬來評估績效，個股間的排序變化較小，可獲得較一致性的結果，績效較好的是：中華開發金控、富邦金控、華南金控；較差的是復華金控、國票金控、玉山金控 |
| 陳佳怡 (2003) | 金融控股公司經營績效之探討－財務面因素評估研究 | 以杜邦公式為發展，並以 Logistic Regression Model 為主，比較金融與非金融控股集團之組織模式的經營績效是否有顯著差異 | 實證結果如下：金融控股集團之企業體質原本即較非金融控股集團為佳。金融控股集團未有因交叉行銷而增加營業額，反而因持續投入成本，不利於企業整體獲利狀況。由於金融控股集團龐大，整合困難度高，故於短時間內無法有效處置資產並做最佳運用。 |
| 楊裴雯 (2003) | 金融控股公司之綜效評估分析 | 以問卷調查專家及學者的看法，選取衡量金控公司綜效的財務指標。再進 | 實證研究後歸納出下列結論：具有子公司綜效產生之金控公司為：兆豐金控、富邦金控、台新金控。金控公司整合家數愈多，對於金控公 |

| | | | |
|------------|------------------|--|---|
| | | 行 Wilcoxon 符號等級檢定及單因子 ANOVA 檢定。 | 司的綜效愈具有正面之影響。金控公司之不同經營主體對其綜效的產生具有影響。金控公司之資產規模愈大，對金控公司的綜效則愈具有正面之影響 |
| 莊耿忠 (2004) | 金融機構購併對經營績效影響之研究 | 針對台灣銀行合併的財務資料，藉由資料包絡分析法探討銀行合併前後的效率變化與風險因子對於合併效率的影響。 | 研究結果顯示風險因素確實會對於效率值產生正向影響。銀行合併後，各項效率並未因合併而有顯著的差異，且其平均數有下滑的趨勢。合併後效率的變異性波動變得更大。銀行合併所產生的效率會因不同的主併銀行條件而有所差異。 |
| 林德威 (2005) | 台灣金融控股公司之合併綜效探討 | 以財務比率分析法衡量國內金控公司成立前後 3 年之績效是否達成合併之綜效。並以 t 檢定方式來分析進行假說檢定。 | 實證結果如下：金控公司成立後，營業收入顯著成長，但營業費用不如預期下降反而顯著增加。而金控公司成立後，11 家金控獲利情形增加，且其中 7 家為顯著增加。在股票買進持有報酬率並不顯著優於金融類股指數報酬率。 |

資料來源：本研究整理